

公開月例研究会講演記録〈第241回(10月11日)〉

2006～2007年度産業経営動向調査プロジェクト成果報告 「信用リスクの評価手法」

日本大学経済学部教授 黒 沢 義 孝
日本大学経済学部准教授 三 井 秀 俊

1. 総論および発行体の回答概要

日本大学の黒沢でございます。日本大学経済学部で金融関係の講義をやっております。

この調査はアンケートを行ったのは3回で、3回目は2008年の3月に実施いたしました。既にサブプライムローン問題がかなり騒がれ始めた時でしたので、そういった調査項目も織り込んでおります。

信用リスクの評価手法というのは、一言で言えば、格付会社が格付け情報を出しますけれども、その格付会社が行っている手法だとか公表される情報だとかについて、どういう評価が得られるか、そういうことについてのものでございます。

2007年の7月に、格付会社の情報に誤りがあったということで余りにも大きな訂正が行われたものですから、いわゆるサブプライム問題が発生しました。当初はいい評価だったのが、2007年の7月と2008年の1月に、大幅に下がりました。評価が下がると、それを保有している証券の価格が市場で下がります。いま多くの会社は時価会計主義をとっておりますので、そのたびにバランスシート上の証券評価額が縮小してしまいます。場合によっては自己資本がマイナスになってしまう。

特に金融機関が保有したりしていますと、自己資本が毀損されて、その金融機関は貸出ができなくなる。貸出ができないと企業は大変困って倒産してしまう。最近は生命保険会社もトラブルに巻き込まれております。生命保険会社は保険料を預かって、それをいろいろ運用していますけれども、日本の生命保険会社もサブプライムローン関連の証券を保有していて、その評価が下がってきたことが、そもそもの問題の発端だということです。

そういう格付け情報を出している企業及びそれ

を利用する投資家を中心にアンケートを行ったということですが、格付けが始まったのはアメリカでは100年以上前です。日本でも1985年からですので、既に23年も経っていて、1つの業界になっているわけです。この研究目的は、日本的な市場に、ピュアなマーケットメカニズムのこういう情報というものがどの程度機能しているか、それを調べたいというのが1つの目的です。

もう1つは、生産される信用リスクについての情報の直接的な関係者は社債などを発行する発行体と情報を利用する投資家になるわけですがけれども、その企業や投資家から見て、その発信された情報がどういうふうに認識されているか。この2つを明らかにしようというのが、今回の調査研究の目的でございます。

2005年の1月に第1回目、2006年の1月に第2回目を行いまして、今回、2008年の3月に第3回目の調査を行った結果ですが、評価される対象は格付会社そのもので、ここに5つございます。

まずR&Iと言われています格付投資情報センター。これは日経新聞とか金融機関などが主要な株主になっている格付会社です。日本格付研究所(JCR)は生命保険会社などが中心になっている格付会社ですけれども、後にメディアの時事通信社が出資者として入ってまいりまして、いま3割ぐらいの株主になっています。ムーディーズ・ジャパン(MDY)はムーディーズ・インベスター・サービスというアメリカの大手格付会社の日本法人です。スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)もアメリカの大手格付会社で、シンガポールにスタンダード・アンド・プアーズ・アジアという法人を作っておりますが、その東京オフィスで日本をカバーしています。フィッチはフィッチ・インベスターズ・サービスの子会社で、

東京事務所になっています。

格付会社は信用リスク情報を生産します。日本の場合金融庁の指定を受けた格付会社だけが格付け行為をできるということで、いまこの5つが指定された格付会社になっています。この指定制度がいいかどうか、アメリカでは既に見直されて、新しい法律ができたのですけれども、日本は従来通り、指定制度になっております。

我々が今回行ったような研究の先行研究はどうなっているかといいますと、アメリカはいま3つの大手格付会社と、その他に4つぐらい格付会社があるのですけれども、Cantwell & Companyが2002年まで格付会社が出す情報の評価を行っていました。日本では国際金融情報センター(JCIF)が評価をしておりましたけれども、ここも2003年でやめてしまいました。

格付会社の格付けが正しいかどうか評価することは非常に重要なことだとみんな思っているわけですが、そういうところが次々とやめてしまう。やめてしまう理由はいろいろあって、大手格付会社からのプレッシャーもあるでしょうけれども、アメリカの場合一番大きな問題は、調査して公表するよりも、会員制度にして有料で売った方が儲かるということで、会員を限定して評価情報を販売している。従って、我々一般の人の手にはその情報が入ってこない。アンケートによる格付会社の評価を公表しているのは、いま日本でもアメリカでも、我々だけということになります。

アンケートの方法は、予算に限度がありますので、社債を発行している500社と格付け情報を利用して500社、合計1000社に調査票を送りました。質問項目は社債発行者25項目、投資家23項目で、今回は前回の調査よりも4~5項目追加して調査を行っております。

回答率は、全部で1000社に配布して、1回目の2004年度は割りと高かったのですけれども、2008年3月の調査では、発行体19%、投資家19%で、どちらも約2割で、合計187社が回答してくれました。

回答率2割はアカデミックな調査では決して低くないのですけれども、実際に社債を発行している規模で言いますと、これで3割から4割ぐらいをカバーしておりますので、それほど結論を歪めるものではないだろうと考えております。

回答してくれた会社がどれだけ格付けを取得しているか、あるいはどこの格付会社の格付けを取得した会社が一番回答してくれているかについてみますと、回答してくれた187社全部で343件の格付けを取得しています。長期と短期、あるいは複数の格付会社から格付けを取得しているということで、343件の格付けを取得していますけれども、百分比にしますと、R&Iから格付けを取っているところが一番多く回答してくれておりまして、次いでJCR、外資系は割りと少ない。これは2007年度調査の結果ですが、2005年度の調査でも同じような結果が得られています。

今日は私が発行体の回答概要を報告し、投資家の回答概要は三井先生に報告してもらいます。最初に発行体から回答のあったアンケート結果を報告させていただきます。2007年度と、参考までに2005年度を挙げておりますので、ところどころ必要な部分だけ触れたいと思います。

まず格付け料金と格付け情報料金です。格付会社が企業に格付けをする時に、一番オーソドックスな形は、その企業が格付会社に「社債を発行するので、格付けをお願いします」と依頼して、格を付けられた社債を証券会社が販売する。そして格付会社は格付けされる企業から料金を取る。その格付け料金が幾らか、前は料金テーブルが公表されていたのですが、最近はやや公表されておられません。社債の規模とか種類とかによって違いますけれども、サブプライム関連を含めた証券化商品の格付け料は非常に高い。通常の社債で、200億円とか300億円とかの通常規模の社債発行ですと、格付け料は1件につき300万円から500万円ぐらいの範囲だろうと言われております。

このアンケートではどの種類の社債についてということは聞いておりませんので、その意味では漠然と、証券化商品も含めて、格付け料金が妥当なものかどうかを知ろうということです。これまでは「高い」という回答が特に外資系の格付会社については多かったのですけれども、今回の調査では「妥当である」の比率が随分増えてまいりました。S&Pが「やや高い」比率になっていきますけれども、それ以外は料金が妥当な水準に入ってきたのかなと思われまます。これは公共料金ではなく、市場で競争している料金ですから、競争との関係もあるわけで、そういう意味では競争が促進

されてきているということも分かりません。

格付けを受ける企業がどの格付け会社を選ぶかは自由です。先程日本には5つあると申し上げましたけれども、そのどれから取ってもいいし、1つでもいいし、2つでもいい。2つか3つぐらいから取っているのが一般的ですけれども、格付け会社を選ぶ理由はいろいろ考えられます。

一番多いのは、「信頼できる格付け会社だから」というのが7割から8割、100%のところもあります。どこまで本当かは分かりにくいところですが、割り引いて考えても、半分ぐらいは合っているのかなという感じがいたします。

「比較的高い格付けが期待できるから」、裏を返せば甘い格付けがもらえそうだからというのは、R&I 3.6、ムーディーズ 3.7 に対して、JCR は 6.1 で、倍ぐらいの数字になっている。これも1つの特徴です。その他、「料金が安い」とか「証券会社の推薦があるから」なども格付け会社を選ぶ理由になっているようです。

格付けというのは短期的な要因ではなく、5年とか7年といった長期的なスパンで格付けをするわけですけれども、社債の償還能力などは基本的な条件が変わった場合、格付けの変更を行います。格上げしたり格下げしたりします。一般的に、景気が悪くなってきて将来危ないなという時は、格付け会社は割りと早めに下げる。しかし、景気が良くなったからといってすぐ上げてくれるかというと、上げる方はどちらかと言うと遅れる傾向にある。

そこで、格付け変更はタイムリーだったと思いますかと聞いたところ、「おおむねタイムリーだった」がフィッチを除いて大体7割です。S&P はそれよりちょっと低い数字で54%、「1年超遅かった」も25%あります。サブプライム関連証券の場合、一度に大量の格下げが発生したわけですが、2007年度の調査は2008年3月時点ですし、日本ではサブプライムローンはありませんから、その影響はこの中には入っておりません。

格付けされた企業がその格付け水準をどう思うかということですが、「高過ぎる」はゼロです。企業はできるだけいい格付けが欲しいわけですから、これは予想通りです。特徴的なのは、S&P から格付けを取っているところが「低過ぎる」と答えているのが目立ちます。2005年度の時は他

の格付け会社についても「低過ぎる」が多かったのですけれども、今回の調査では「妥当」「おおむね妥当」が多くなっています。格付け会社を取り巻く環境の変化もあって、社債の発行者である企業の側から見ても妥当な格付けが増えている。

S&P が「低過ぎる」が34.5%で、他と比べて多いのですけれども、格付けされている日本の企業約1000社について、5社の格付けを横並びで比較してみますと、格付けが正しいかどうかは別にして相対的にやはりS&Pの格付けが一番厳しい。企業もそのように認識しているということです。

次は格付けを受けた企業が自分についた格付けを妥当だとすれば、どういう基準で妥当としているかということです。横並び意識の強い日本ですから、予想通り、「競合（同業）他社の格付け」が37%で一番多い。同じ業界にある中で、同業の競合他社に比べて自分は上だとか下だとか、それを妥当性の判断基準にしているわけですが、この比率は2005年の時よりは少し下がっています。それに対して、「格付け会社が公表している格付け基準」で判断しているところも4分の1ぐらいあります。複数格付けを受けている場合は、他の格付け会社による格付けを見ながら判断しているとか、アナリストから説明を聞いて、それを妥当性の基準にしているところもあります。

格付けを行う時は、アナリストがその企業を訪問します。最近では1000億とか2000億円の大型社債を発行する時もあります。そういう場合は格付けは非常に重要な情報になりますから、アナリストが来て、社長に会い、財務部長に会い、工場を実査したりしながら、将来予測を行い、格をつけるわけです。そのアナリストはあなたの会社をよく理解していますかという質問に対して、「ほぼ理解している」あるいは「よく理解している」が数字としては多いですけれども、「あまり理解していない」も結構あって、S&Pについては25%の企業がそう思っている。

格付けは機械的にやるわけではありません。企業そのものに加えて、その企業が所属する業界をよく理解しないと、それがビジネスサイクルの中でどう進展していくかつかめませんので、業界理解も重要になります。そこで、業界をよく理解しているとお考えですかという質問をしてみますと、

先程と同じように、「よく理解している」、「ほぼ理解している」が多いですけれども、「あまり理解していない」という回答もかなりあります。フィッチは日本での格付けは一番遅れてスタートしたものですから、格付けされている件数も少なく、我々に対する回答数も少ないので、比率で出すと凸凹ができたりするのですが、一応参考として数字を挙げております。

格付けが終わると格付会社は調査の結果を企業に知らせますけれども、その調査や分析の質をどのように評価しますかという質問に対しては、「よい」が一番多い。調査結果については、そんなに問題はないと考えている企業が多いことが分かります。

以上が格付会社に関する質問ですが、次に指定格付け制度について聞いてみました。金融庁が信用リスク情報として指定する指定格付機関制度がいとられていますが、「現行のままでよい」が63%で、過半数を占めています。アメリカでは、エンロン事件など、いろいろな問題が発生して、2006年格付機関改革法によって規制を厳しくしたわけですが、日本の起債者は現行制度を緩和する必要も強化する必要もそれほど感じていない。現行制度でそんなに問題はないと認識している企業が多いようです。

金融庁が指定する時の要件や認定の条件についても、「現行のままでよい」が過半数を占めています。指定理由はあまり公表されていないわけですが、「指定理由を公表すべきである」は17%程度で、それほど大きなウエートを占めていません。

ただ金融庁は、ヨーロッパもアメリカも見直しを始めたので、日本も見直しなればいけないということで、2008年10月15日から金融審議会における議論をスタートさせることになっています。多くの人が現行のままでいいと言っていますけれども、おそらくヨーロッパ型かアメリカ型か、その中間型かに改正されることになると思います。

格付けの必要性については、殆どのところ「格付けは必要である」という認識を持っています。

新聞等で一頃騒がれましたけれども、BIS規制(バーゼルⅡ)において、国際的に活動する銀行の自己比率を決める時に格付けが使われるようになりました。2007年度から格付けが国際的なル

ールに取り入れられたわけですが、非依頼格付けは認めない。企業が格付会社に対してオーケーを出さない格付けは、BIS規制に関連するオフィシャルな格付けとしては認められないということです。

しかし、起債者が嫌だと言っても、社債は不特定多数の人にどんどん転売されてゆくわけですから、それは誰かがウォッチしなければいけないというのがアメリカでの市場の考え方です。

これにはいろいろ議論がありますけれども、勝手格付け(非依頼格付け)を「現行通り『認めない』ことでよい」が一番多くて43%。「非依頼格付けを『認める』べきである」はわずか1割ちょっとしかありません。

BIS規制では格付けランクは5区分になっていますけれども、いま実際に格付会社のやっている格付けは20以上の区分になっています。区分数が少ないと信用リスク情報に偏りが生じる懸念がありますが、どのようにお考えですかとお聞きしたところ、「現行の5区分でよい」は14%しかなくて、「区分数を増やすべきである」とか「格付会社の格付けと同じ区分を使うべきである」の方が多くなっています。

これは今回の新規追加質問ですが、サブプライムローンに関して格付会社が大量に格下げをしたことが批判的になっているのをどう考えますかという質問に対して、「格付会社を批判すべきではない」はさすがに0.7%しかなくて、「格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである」が4割ぐらゐを占めています。

一応私のところは以上で終わります、三井先生の方にバトンタッチします。

2. 投資家の回答概要

日本大学経済学部の三井です。黒沢先生から格付けに関しての詳しい説明と発行体の回答概要を報告していただきましたので、私からは投資家の回答概要をご報告いたします。

まず回答率に関して黒沢先生から説明がありましたが、補足しますと、2004年度は個人宛てにアンケート調査を依頼しましたので、回答率は非常に高かったわけです。ところが、金融機関は2~3年で異動することが多いので、再度個人名で

出してもその部署にいない確率が高いという話を聞きましたので、2005年度は個人宛てではなく、IR部門とか財務部といった一般的な部署宛てで出したところ、回答率が下がったという経緯があります。2007年度も部署宛てに出したのですけれども、2004年度よりも回答率が高くなっています。ちょうどサブプライム問題が起こった時で、皆さん興味があって、回答率が上がったのかなあとと思います。

投資家としては、外資系の証券会社、外資系の銀行及び投資銀行、国内の銀行、生保、損保、証券会社、労働金庫、信用組合、地方銀行に調査票を送りました。回答が一番多かったのは信用金庫と労働金庫です。地方銀行もかなり多くて、意外に回答してくれたのが損害保険です。都市銀行も数回回答していただきましたが、生命保険からはあまり回答を得られず、外資系金融機関の方々からは全く回答していただけませんでした。

その結果を1つずつ見ていきます。

「Q1. 新規格付け、格付けの変更などの情報を通常どのように入手していますか」に対しては、投資情報サービスのブルームバーグやテレテートなどの端末で情報を得ている。最近ではウェブサイトでもかなりの情報が得られますし、証券会社や銀行のレポートも無料で見られるので、それで十分という投資家が多いようです。

「Q2. どの格付会社の情報を利用していますか」でも、先程と同じように、ウェブサイトの無料のあるいは有料の情報を利用しているや、その他の電子媒体による情報を利用しています。最近ではウェブサイト上で情報が充実していますので、金融情報はそれで十分というのが、このアンケート結果からも分かります。

「Q3. 格付会社の電子媒体料金及び定期講読料金について」は、大雑把に言って、日本系の会社の料金は「妥当」、アメリカ系の会社の情報料は「高い」と日本の投資家の方は感じているようです。実際、私も、ムーディーズやS&Pの情報料は、データを買う時からしても非常に高いと感じています。

前の質問と関連して、「Q4. 電子媒体による情報入手をしていない、または定期講読していない場合の理由」ですが、やはり公開情報で十分と思っている方が多いようです。金融情報に関しては

かなり開示されていますので、株式、デリバティブ、外為の場合には公表情報だけでは不十分かもしれませんが、債券・社債投資をする上では正確な情報が無料の情報でかなり得られるのではないかと私も思います。

「Q5. 格付け情報をどのように利用していますか」では、「社債投資情報として」が47.7%。まあこれは当たり前です。

「Q6. 格付け情報を利用している場合」というのは、格付けが高い場合は債務不履行の確率は低いわけですから、情報を使う意味はあまりない。BBBあたりの、投資しても大丈夫かな、投資してもリターンが十分得られるのかなという瀬戸際のところで、一番情報を欲していることが分かります。

「Q7. 異なる格付けがある場合、どのように対応していますか」と聞きますと、投資家は命の次に大事なおカネを投資するわけですから、非常にシビアな眼で見ているわけです。先程、黒沢先生もおっしゃいましたが、格付け手法に不透明な部分があるし、格付会社によって、甘い格付け、厳しい格付けがあると私も思っています。投資家もそれは十分知っていますから、得られた情報をそのまま使うことはありません。同一発行体に対して格付けが違う場合には、安全策をとって最も低い格付けを使用する投資家が多いことが分かりました。

「Q8. 格付けのアウトルックは重視していますか」という問いに対しては、「ある程度重視している」が最も多くて7割近く、「非常に重視している」と合わせると9割近い回答になります。

「Q9. 格付けの定義や格付け記号内容の表現方法は適切ですか」については、「おおむね適切」が7割ぐらいです。私は格付けの勉強を始めて日が浅いのですが、格付会社によって格付け記号が違ったり、例えば、同じBBでもちょっと意味合いが違ったりすることを初めて知った時、びっくりして、それでいいのかなと思った記憶がありますが、プロの方たちはそれを当然としているということです。ただ、次に多いのが「どちらともいえない」で、2割ぐらいを占めています。これは多分、私と同じような感想を持っていて、「非常に適切」と回答している投資家は非常に少ないわけですね。

この辺は昔から問題になっているようですし、すでに為替とか株とかデリバティブに関しては世界中でほぼ同じシステムで動いていますから、格付けに関しても、そろそろ共通の定義や記号を使ってもいいのではないかなと、個人的には思っています。

「Q10. 格付けは信用リスク情報として使用できますか」に対しては、先程も言いましたように、情報としては十分使えるということです。

「Q11. 市場利回りとの関係において、格付けは適切であると思いますか」と聞きますと、「おおむね適切」が5割近くになっています。通常格付けが高い方が市場利回りは低くなりますし、特に最近の日本の場合、低金利で、トリプルAでもトリプルBでも、利率の幅は昔に比べてあまり変わらない。その面から見ても、市場利回りとの関係において格付けはおおむね適切と判断しているということだと思います。

ただ、「おおむね適切」が半分ぐらいあるのに対して、「非常に適切」はわずか数%ですし、「どちらともいえない」が3割、4割あります。これは、短期と長期でちょっと違うと思うのですが、いま金利が低いからであって、もっと市場金利が上がっていったら社債を発行する際の金利も上がった場合、格付けの違いによって利回り等も違ってきます。そうすると、今後どうなるか。「どちらともいえない」という回答がこれだけあるということを見ると、これから何か問題が起こるのではないかなという感じはしています。

「Q12. 予想デフォルト率との関係について、格付けは適切であると思いますか」に対しては、「おおむね適切」と「どちらともいえない」が4割ぐらいあって、先程の発行体と比べて投資家の方は格付けに対して厳しい眼で見ているようです。日本の企業では殆どデフォルトが起こらないのですが、それにも関わらず「どちらともいえない」という回答がこれだけあるのは私もびっくりしています。どうしてこういう回答が出てくるのか、もし知っている方がいたら教えていただきたいと思えます。

「Q13. 格付けの変更はタイムリーだと思いますか」でも、「おおむねタイムリー」が3割強ありますが、「どちらともいえない」が4割前後ありまして、やはり投資家はシビアな眼で見ている。

先程、黒沢先生もおっしゃったように、格付けが下がるのは早いけれども、上がるのはなかなか上げてくれない。投資家から見てもそういう印象を持っている方が多いので、「どちらともいえない」という回答が多いのかなと思います。

「Q14. 格付け会社の調査レポートの質をどのように評価されますか」では、「おおむね優れている」が半分以上です。先程も言いましたように、格付け会社の調査レポートとか無料の公開情報は、債券投資情報として見る分には十分だということだと思います。ただ、次に多いのが「どちらともいえない」で、JCRなどは40%になっています。

「Q15. 格付け会社の存在は投資家にとって有益ですか」については、「おおむね有益である」と「非常に有益である」を合わせると9割を超えています。

「Q16. 格付け情報は今後も必要だと思いますか」も「必要である」と「是非とも必要である」を合わせると98%ぐらいですから、格付け会社の存在自体も情報に関しても投資家は尊重している。マスコミからはたまに批判されていますが、やはりかなり確度の高い情報を持っているわけですから、今後も必要だということでしょう。

「Q17. 正しい格付けを行っているかの判断根拠は何ですか」に対しては、「格付けと累積デフォルト率の適切な関係」と「格付けの適切な変更」が3割、「格付けと市場利回りの適切な関係」が2割を占めています。投資家から見ると、社債や株を買った時、価格変動はしょうがないけれども、その企業が倒産してなくなるのが一番怖いわけですから、この回答はもっともだと思います。

「Q18. 格付け会社の格付けは誰の利益を最も優先していると思いますか」、これはかなり意見が分かれました。一番多かったのは「投資家と起債者の両方」です。次に多かったのが「明確でない」、その次が「格付け会社自身」で、合わせると4割近くになっている。格付け情報を一番利用するのは投資家であるにも関わらず、「投資家」は4番目に来ています。

これを見ると、利益を最も優先しているのは格付け会社自身だけれども、アンケートに答えるのにそれではまずい。教科書的には「投資家と起債者の両方」と答えて、ちょっとごまかして「明確でない」としておこうかな、というような投資家の

ニュアンスが感じられます。(表1参照)

「Q19. 指定格付機関制度について」は、先程の発行体とほぼ同じように、「現行のままでよい」が4割で、一番多くなっています。

「Q20. 依頼のない勝手格付け」については発行体と意見が異なっていて、投資家としては、誰がやろうと、確度の高い情報があればいいわけです。従って、「これは勝手格付けですよ」ということがきちんと明記してあれば、勝手格付けも歓迎する、ということがこの回答から分かります。

「Q21. BIS規制」についても、投資家はとにかく確度の高い情報が欲しいわけですから、非依頼格付けでも歓迎しています。

「Q22. アメリカのサブプライムローン問題」に関しては、発行体と同じ結果が得られていて、「格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである」が3割を占めています。

黒沢先生が主宰しているNPOの研究会で、格付け手法に関して詳しく説明していただいたことがあります。私もそれを聞いていたのですが、金融工学の専門家の観点から私なりの意見を述べさせていただきますと、やはりちょっと甘いような気がしました。今回の金融システムの不安定な面とか株価の暴落を見ても分かるように、資産価格の変動から見るとリスク管理をもっと厳しくしなければいけないのに、格付会社の方が用いている格付け手法を見ると、まだ教科書的なレベルでしています。その点に関して質問したのですが、あまり明確な答えが返ってこなくて、びっくりしました。

社債と今回のサブプライムの証券化の格付けとは違いますが、もっと格付け手法を公表して、他

の専門家にも意見や改善点を聞いて、透明性を持たせるべきだと私は思っています。(表2参照)

地方債の格付けに関して聞いてみますと、「おおむね必要である」と「是非とも必要である」を合わせると80%を超えています。昔は、地方自治体というのは潰れないし、地方債の発行に関しては、最後は国が助けてくれるという期待がありました。最近はどうでもなくて潰れる自治体もあります。従って、投資家からすると、地方債に関しても今後はきちんと格付けをしてほしいという意見が多いことが分かります。

以上が今回の投資家に対するアンケート調査の結果です。

最後に、黒沢先生か、ここにいらっしゃる皆さんで、ご存じの方があればお答えしていただきたいのですが、私が昔から不思議に思っていることがあります。

格付会社は、昔は情報を投資家に売ってました。それがいつからか、発行体からおカネを取って社債の格付けを行いだした。そうすると、経済学的な観点から見ると利害関係が一致しているわけですから、正確な格付けができない。

正しい評価をするには、もっと別な形で格付けをしていかないと、今後また今回のサブプライム問題のようなことが起こる確率は高くなると思うのです。今回のサブプライム問題で投資銀行のビジネスモデルはほぼ壊滅しました。格付会社のビジネスモデルは今後とも同じビジネスモデルで大丈夫なのか、どなたか意見があればお聞きしたいということです。

最後に変な問題提起をしましたが、以上で終わりにします。ありがとうございました。

表 1. 「Q18. 格付会社の格付けは誰の利益を最も優先していると思いますか」

単位：%

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
投資家	12.8	13.8	15.6	14.8	15.6
起債者	17.4	6.9	11.1	9.1	9.4
金融機関	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投資家と起債者の両方	31.4	40.2	30.0	34.1	29.7
格付会社自身	15.1	11.5	16.7	14.8	17.2
明確でない	23.3	27.6	26.7	27.3	28.1

表 2. 「Q22. アメリカのサブプライムローン問題に関しましてお伺いします」

単位：%

格付会社を批判すべき点はない	3.8
周辺環境が変化したので格下げはやむをえなかった	19.4
短期間のうちに格下げを多数行いすぎた	13.1
格付け手法の公表は現状程度でよい	0.0
格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである	34.4
格付け手法が不透明であり、すべて公表すべきである	10.6
アナリストの質が低下している	7.5
アナリストのモラルが低下している	11.3