

日本企業の格付け評価

1. はじめに

日本の資本市場に1985年4月「信用格付け制度」が導入され、日系3社と外国系6社の格付け会社がエントリーした。その後、合併などにより、日系は格付投資情報センター（略称R&I）、日本格付研究所（同JCR）の2社、外国系はムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（同MDY、米国ニューヨーク）、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・サービスズ（同S&P、米国ニューヨーク）、フィッチレーティングスリミテッド（同Fitch、英国ロンドン）の3社が金融庁の指定格付機関になっている（2006年9月末現在）。格付け制度スタート後の約10年間は、銀行の護送船団や行政による産業政策などにより投資家は社債の信用リスクを負担しない仕組みが堅持されていたので、格付け制度は投資家保護の情報としてよりも、社債の発行基準として機能していた。ところが、1996年の橋本内閣による6大改革が進行したことにより、日本企業が発行する社債のデフォルトリスクが顕在化し、投資家にとって格付け情報が必要不可欠なものとなった。企業にとっても間接金融から直接金融へとファイナンスの重点が移り、リスクの測定が求められるストラクチャード・ファイナンスが拡大し、さらに今後金利の上昇が予想されることなどを背景に格付けの重要性が増してきた。一方、2006年度末から、バーゼル委員会による銀行の自己資本規制に格付けが用いられることになり、格付けが国際的広がりを見せている。本調査「日本企業の格付け評価」は、日本で活動する格付け5社が日本企業に対して行った格付けを、格付けを受けている日本企業（社債発行体）、および格付け情報を利用している投資家がどのように評価しているかについて調査したものである。本調査は信用リスクという企業の機微に触れるテーマであることもあって回収率は低かったが、調査の結論として、企業も投資家も格付け情報の重要性を認識し、情報の信頼度について一応の評価を示していることが読みとれた。

2. 研究目的

本研究「日本企業の格付け評価」は、①「信用格付け（Credit Rating）」が日本の資本市場でどの程度機能しているか、②格付け会社の格付けおよび情報サービスが利用者（債券の発行体・投資家）の側から見て、どのように認識されているか、の2点を調査することを目的とした。

3. 研究方法の概要

日本企業（社債発行者・借入れ債務者）および投資家に対してアンケート調査を2度実施した。同じ内容の調査を2年連続で行ったのは、周辺環境に大きな変化がない状態

において回答に全体として安定性があるかどうかを確認する意図であった。第1回は2004年12月～2005年1月(2004年度調査)、第2回は2005年12月～2006年1月(2005年度調査)である。評価の対象は、①現在の日本の格付け制度(アンケート質問事項のなかで、格付け会社別になっていない項目)、および、②現在、日本市場で活動している金融庁が指定した5つの格付け会社の格付けパフォーマンス等である。5つの格付け会社は、格付投資情報センター(アンケート票中でR&Iと表示)、日本格付研究所(同JCR)、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(同MDY)、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・サービスズ(同S&P)、フィッチレーティングスリミテッド(同Fitch)である。なお、Fitchについては調査時点における、日本企業の格付け件数が少ないので参考値として見ていただきたい。

4. 先行研究

債券発行者および投資家に対する格付け会社のパフォーマンス評価について公表されたものは、米国ではCantwell & Companyの調査(1996～2002年)、日本では国際金融情報センター(1998～2003年)がある、いずれも現在は行われていない。

5. アンケート調査の方法

調査票による記名・無記名選択式調査の方法をとった。調査対象は、社債発行会社(発行体)500社および投資家500社の合計1000社である。調査項目は、発行体については25項目、投資家については22項目である(添付資料「アンケート調査用紙」参照)。

6. 回答企業の概要

アンケート調査の回答数は表1のとおりで、2004年度調査は266社で回答率27%(発行体36%、投資家18%)、約9割が記名回答であった。2005年度調査の回答率は10%(発行体10%、投資家11%)と低調であった(記名回答率90%)。アンケート調査の内容が格付け会社の評価を含むセンシティブなものであるので回答率が低いことは前もって予想されたが、2005年度調査の回答率が2004年度調査に比べて低調であった理由は、同じ内容の調査を2年連続で行ったため、回答会社の中に前年に回答したので2年目は回答の必要がないと解釈した企業が多かったためであると考えられる。

表 1. アンケートへの回答数（会社数）

調査年度	対象別	配布先数	回答数	(回答率%)	記名回答数	無記名回答数
2004年	社債発行企業	500	178	(36)	167	11
	投資家	500	88	(18)	75	13
	合計	1000	266	(27)	242	24
2005年	社債発行企業	500	51	(10)	47	4
	投資家	500	53	(11)	47	6
	合計	1000	104	(10)	94	10

回答会社（発行体）の格付け会社別、格付け取得件数の構成比は表 2 のとおりである。まず、格付け会社の各年度末における総格付け件数（長期債格付け取得会社数）に対する本アンケート回答率（表 2、左から 5 列目）は各年度ともムーディーズ、S&P が高く、日系の JCR、R&I が低かった。特に、日系格付け 2 社から格付けを取得している企業の 2005 年度回答率は 10% 以下であった。外国系格付け会社から格付けを取得している日本企業の数、日系格付け会社に比較して少ないが（2 分の 1～3 分の 1）、本アンケートに対する回答率は高いといえる。回答会社の長期債総格付け取得数合計に対する格付け会社別構成比（表 2、左から 6 列目）は 2004 年度においては日系格付け会社の比率が高く、外資系比率が 5～10 ポイント程度低かったが、2005 年度においては各格付け会社とも約 2 割程度であった。短期債についても同じような傾向が見られる（2005 年度のムーディーズを除く）。

表 2. 回答会社（発行体）の格付け取得件数

調査年度	格付け会社	総格付け件数	長期債件数	長期債回答率	構成比%	短期債件数	構成比%	合計件数	構成比%
2004 年度	JCR	564	96	17.0	25.7	46	26.9	142	26.1
	R&I	631	113	17.9	30.3	75	43.9	188	34.6
	MDY	214	70	32.7	18.8	17	9.9	87	16.0
	S&P	355	79	22.3	21.2	22	12.9	101	18.6
	Fitch	na	15	—	4.0	11	6.4	26	4.8
	計	—	373	—	100.0	171	100.0	544	100.0
2005 年度	JCR	602	47	7.8	18.9	13	20.6	60	19.2
	R&I	645	51	7.9	20.5	25	39.7	76	24.4
	MDY	180	49	27.2	19.7	6	9.5	55	17.6
	S&P	359	51	14.2	20.5	11	17.5	62	19.9
	Fitch	na	51	—	20.5	8	12.7	59	18.9
	計	—	249	—	100.0	63	100.0	312	100.0

注) 総格付け件数は各年度末の格付け件数である (出所: 各社ホームページ)。

回答企業（発行体）の普通社債発行残高合計額（表 3）は最近の全国残高約 53 兆 5,460 億円（平成 15 年度末）に対して 35%（2004 年度調査）、転換社債については全国残高約 4 兆 4,680 億円（平成 15 年度末）に対して 32%（2004 年度調査）であったので、2004 年度調査に関しては、本アンケートに対する社債発行ウェイトでのカバー率は全国企業の約 3 分の 1 程度と推察される。

表 3. 回答会社（発行体）の社債発行残高（単位：億円）

調査年度	国内債				
	普通社債	ストラクチャード社債	CP	転換社債	ワラント付き社債
2004 年度	188,881	5,446	24,739	14,326	301
2005 年度	124,690	900	6,468	2,287	180

調査年度	外債					国内債計	外債計	合計
	普通社債	ストラクチャード社債	CP	転換社債	ワラント付き社債			
—	—	—	—	—	—	—	—	—
2004年度	8,679	10	496	5,798	0	233,693	14,983	248,676
2005年度	10,018	200	353	6,197	20	134,525	16,788	151,313

回答企業（投資家）の運用資産残高合計額（表4）は全国家計金融資産残高 1,406 兆円（平成 15 年 12 月末）の約 8%（2004 年度調査）であるが、債券・株式の運用については全国 137 兆円（平成 15 年 12 月末）の 40%を占めている（2004 年度調査）。揃え

表 4. 回答会社（投資家）の運用金額（単位：億円，%）

調査年度	種類	金額	構成
2004 年度	債券	538,410	49.2
	株式	62,093	5.7
	不動産	11,515	1.1
	その他	483,194	44.1
	合計	1,095,212	100.0
2005 年度	債券	264,645	45.1
	株式	77,351	13.2
	不動産	16,803	2.9
	その他	228,175	38.9
	合計	586,974	100.0

7. 日本企業に対する格付けの現状

金融庁の指定格付け 5 機関（企業内容等の開示に関する内閣府令第 1 条第 13 号の 2 に規定する指定格付け機関）のうち格付け投資情報センター（R&I）、日本格付け研究所（JCR）、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（MDY）、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングズ・サービスズ（S&P）等 4 社の日本企業に対する格付け分布は表 5（2006 年 7 月 1 日現在）のとおりである。R&I と JCR は約 650 社、MDY が 209 社、S&P が 366 社の格付けを行っている。フィッチの日本企業に対する格付けは最近増加しており現状 144 社である。平均スコアは AAA を 1 とし、1 ノッチ格付けが下がるにしたがって 24 までナンバリングした平均値である。R&I と JCR の平均格付けスコアを格付けランクに置き換えると A ～ A- であり、MDY と S&P の平均は BBB+ ～ BBB（MDY

は他の3社と記号が異なり Baa1～Baa) と、日系格付け会社の平均格付けが約1ランク高い。

S&PとR&Iの日本企業に対する格付け分布を図示すると図1のとおりで、R&IのA以上の格付けがS&Pよりも高く、BBB以下についてS&Pの比率が高いという傾向が見られる。MDYとR&Iの日本企業に対する格付け分布をMDYのグローバル格付け分布（世界企業約6000社）と比較すると図2のとおりで、日本企業に対する格付けはS&PおよびR&IともにMDYのグローバル格付け分布と比較して、AおよびBBBに集中しているのが特徴である。

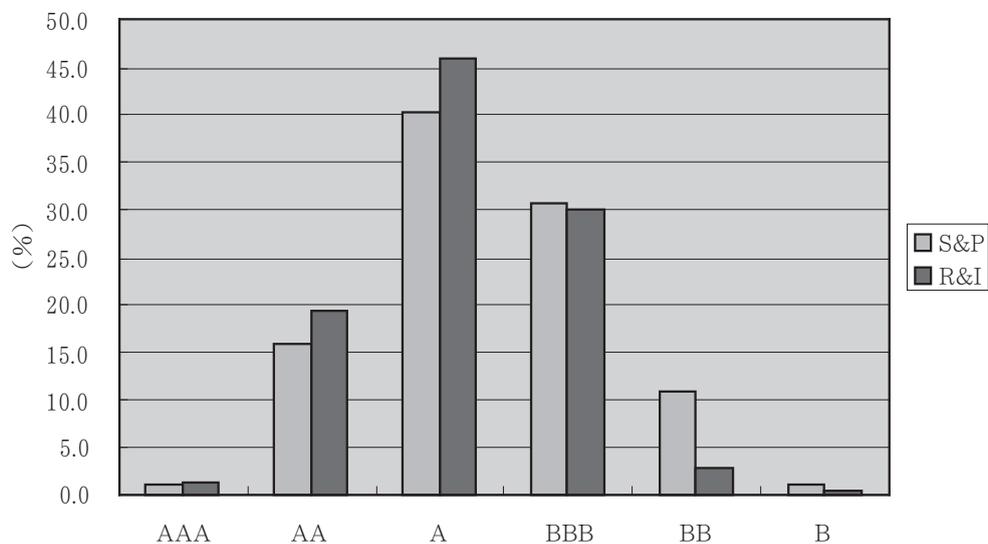
表5. 格付け4社の日本企業に対する格付け（2006年7月1日現在、件数）

	MDY	S&P	Fitch	R&I	JCR
AAA	8	4	1	9	22
AA	26	58	10	125	93
A	89	147	53	298	269
BBB	71	112	69	195	237
BB	14	40	10	18	16
B	1	4	1	2	3
CCC	0	1	0	1	0
CC	0	0	0	0	0
C	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0
合計 (会社数)	209	366	144	648	640
平均 スコア	6.9	7.3	7.6	6.5	6.7
平均ランク	BBB+～ BBB	BBB+～ BBB	A-～BBB+	A～A-	A～A-

出所) NPO フェア・レーティング, ホームページ. Fitch は 2006 年 10 月 4 日 Fitch のホームページ.

図1. S&P と R&I の日本企業の格付け分布 (%)

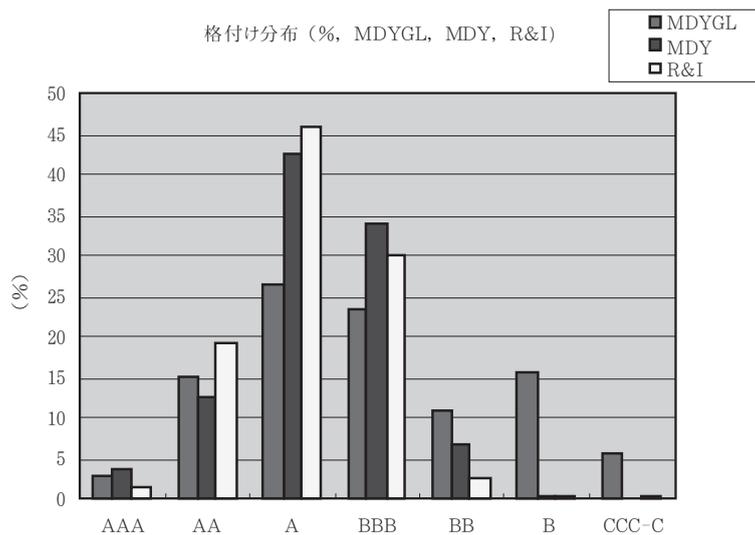
格付け分布 (% : S&P, R&I)



出所) NPO フェア・レーティング, ホームページより作成.

図2. MDY と R&I の日本企業の分布および MDY グローバルの格付け分布 (%)

格付け分布 (% : MDYGL, MDY, R&I)



出所) NPO フェア・レーティング, ホームページより作成.

格付け 4 社の共通格付け企業に対する格付け格差は表 6 のとおりである (スコアは表 5 に同じ). MDY と S&P の同一日本企業に対する格付け件数は 164 社で平均格差は 1.2

ノッチ（表6のMDY-S&P欄）、R&IとJCRの共通格付け企業は290社で平均格差は0.9ノッチ（表6のR&I-JCR欄）であり、日系と米系格付け会社の格差（表6の間の4欄）よりも小さい。米国におけるS&PとMDYの共通格付け企業に対する平均格差は1～2ノッチ程度であり、格差が余り大きいと債券に対する価格付けが困難になり、すべについて一致してしまうと複数格付けの意味が薄れる。日本市場における米系と日系の格付け会社の格差はMDYとR&Iの格差が縮小したものの、MDYとJCRは2.5ノッチ、S&PとJCRは3.1ノッチと大きい。特に、S&PとJCRの4ノッチ以上格差が73社（いずれもJCRが高格付け）あり、6ノッチ差が6社、7ノッチ差が3社ある。この統計結果から、米系は米系同士の共通の考え方、日系は日系同士に共通の格付け方針があることが推察される。

表6. 共通格付け企業の格付け格差（格差はノッチ、件数は会社数）

	MDY-S&P	MDY-R&I	MDY-JCR	S&P-R&I	S&P-JCR	R&I-JCR
共通格付け会社数	164	177	119	271	190	290
平均格差	1.2	1.4	2.5	2.1	3.1	0.9
格差内訳						
0	40	32	5	15	5	86
プラス1	15	56	20	57	13	145
2	1	52	33	105	45	52
3	0	24	37	68	54	4
4	0	1	20	15	46	0
5	0	1	3	9	18	0
6	0	0	0	0	6	0
7	0	0	0	0	3	0
プラスの合計	16	134	113	254	185	201
マイナス1	56	9	0	2	0	3
2	39	1	0	0	0	0
3	10	0	1	0	0	0
4	2	1	0	0	0	0
5	1	0	0	0	0	0
マイナスの合計	108	11	1	2	0	3

出所) NOPフェア・レーティング, ホームページ.

8. アンケート結果の概要（総論）

アンケート結果の概要（総論）について、①多くの投資家が、格付け情報は「信用リスク情報として使える」と回答し、指定格付制度について発行体ならびに投資家の半数以上が「現行のままでよい」と答えるなど「信用格付け（Credit Rating）」が日本の資本市場に定着し、機能していることが伺える。また、②発行体が格付け会社を選ぶ理由として「信頼できる格付け会社」を最も優先しており、投資家は格付け会社のレポートについて「おおむね優れている」と感じているが「どちらともいえない」と懐疑的な印象を持っている投資家が3分の1程度いるなど、格付けの利用者（発行体、投資家）が格付け会社に対して選別的な認識を高めていることがわかる。回答の要点を整理すれば以下のとおりである（各論については「9. アンケートの各論」を参照）。

8.1 依頼のない格付け（勝手格付け）

勝手格付けは、マスメディアによる報道では「起債者に対して横暴である」などの意見が見られ、2006年度末にスタート予定のバーゼルⅡでも日本ルールでは依頼格付けのみが有効とされる予定になっているが、発行体（起債者）および投資家ともに、勝手格付けに否定的な回答はわずかである（発行体10%以下、投資家2割程度）。発行体は格付けの根拠を明示するか「勝手」と「依頼」を区別すれば「勝手格付けを認める」意見が8割以上を占めている。投資家も「依頼がなくても格付けすべきである」（2割程度）と「格付け会社の自由に任せるべきである」（5～6割）をあわせると約8割を占めている。

8.2 格付け料金（発行体）と格付け情報料金（投資家）

発行体は格付け料金について外国系格付け会社が高く、日系については5割以上が「妥当である」という感じを抱いている。投資家は格付け情報料金について、電子媒体情報および定期購読料金とも日系格付け会社に対しては5～6割以上が、外国系に対しては約8割が「高い」「やや高い」印象を持っている。

8.3 格付け会社を選んだ理由（発行体）および投資家による情報の利用

発行体が格付け会社を選んだ理由は、「信頼できる格付け会社である」が最も高く、特に外国系格付け会社については8～9割と高い比率を示した。日系格付け会社については「証券会社などの推薦」「比較的高い格付けが期待できる」も若干見られた。一方、投資家による格付け情報の利用については、一般的に「日本の投資家は情報にコストを払わない」といわれているが、本アンケートでも、ホームページの無料情報と公表された情報を利用している投資家が最も多く、有料情報に依存している投資家は少ないことが示されている。

8.4 格付けの変更

格付け変更のタイミングについて、発行体は「おおむねタイムリー」であったと感じているが、外国系格付け会社について「遅かった」という意見が見られた。一方、投資家が「おおむねタイムリー」であったと回答した比率は発行体よりも低く、「どちらともいえない」が多数を占めた（特に 2004 年度調査）。

8.5 発行体の格付けに対する満足度

発行体は自社の格付けについて全般的には「低すぎる」と感じている。特に、外国系格付け会社の格付けに対して「低い」「あまりにも低い」と感じている発行体の割合が相対的に高い。発行体はその格付けの水準を判断する基準は「同業他社の格付け」が最も高く、格付けについても横並び意識が高いことが示されている。次いで「格付け会社が公表している格付け基準」が高く、「別の格付け会社の格付け」との比較を基準にする発行体は少なかった。発行体の多くは、格付け会社のアナリストが発行体および発行体の業界事情について「理解している」と考えているが、「まあまあ」であると若干不満を残している発行体も同程度あった。

8.6 投資家の格付けに対する満足度

格付け会社が示している格付けの定義や表現方法について、3分の2程度の投資家は「おおむね適切」であると考えており、9割の投資家が「信用リスク情報として使える」と満足感を示している。

8.7 格付け会社の調査の質

格付け会社が公表した調査や分析の質について、発行体の半数は「優れている」または「良い」と感じているが、「まあまあ」という印象を持っている発行体も3分の1～半数近くあった。投資家は、格付け会社の評価レポートについて「おおむね優れている」と感じているが「どちらともいえない」と懐疑的な印象を持っている投資家が3分の1程度あった。

8.8 正しい格付けの根拠（投資家）

投資家の観点から、どの格付け会社が「正しい格付け」を行っているかについての判断基準として、「市場利回りとの適切な関係」、「累積デフォルト率との適切な関係」、「適切な変更」がそれぞれ3分の1ずつであった。「市場利回りとの適切な関係」について、格付け会社は「おおむね適切」に格付けを行っていると考えた投資家が半数以上であったが、4割程度の投資家は「どちらともいえない」または「やや不適切」と思っている。「累積デフォルト率との適切な関係」について、投資家は格付け会社が「おおむね適切」に判断していると考えているが「どちらともいえない」という印象を持っている投資家もかなり多かった。「適切な変更」については、「どちらともいえない」が「おおむねタイムリー」を上回っており、格付け情報が投資家を十分満足させる情報になっていない印象がある。

8.9 指定格付け制度

日本で信用格付け業務を行うには内閣府令に基づいて金融庁の指定を受ける必要がある。この「指定格付け機関制度」について、発行体ならびに投資家の半数以上が「現行のまままでよい」と考えているが、同時に約3割が「わからない」と答えている。現在、「指定」を受けるためにはどのような基準を満たせばよいか明確な規定は公表されておらず、指定格付け会社5社の名称、主たる事務所の所在地、指定の有効期間（2年間）が告示されるだけである（平成17年金融庁告示第88号）。エンロン、ワールドコム事件などを契機にアメリカでは登録格付け制度（NRSRO）の見直しが行われているが、本アンケートの回答から日本の発行体および投資家の何割かが「格付け制度」についての必要条件や問題点などを十分に把握していない可能性も伺われる。

8.10 格付けの必要性

格付けの必要性について、発行体の95%が「必要である」と考えている。本問は「格付け業務の必要性」と「格付け制度の必要性」を区分しない質問であったため、回答に曖昧さが残ったが、アメリカの格付け制度見直しに際して「登録格付け制度」を廃止して市場の判断に委ねるべきであるという意見が多く見られたのに対して、本アンケートでは格付けは「あってもなくても良い」「必要ない」という回答は4%程度にとどまった。投資家の回答では、9割以上の投資家が格付け会社の存在は「有益である」と考えており、格付け情報は今後とも「必要である」と回答した。

9. おわりに

信用格付けはおよそ100年前にアメリカで始まり、1980年代以降世界各国に広まった。また、2006年度末からバーゼル委員会によって銀行の自己資本比率を決める国際基準（グローバル・スタンダード）として使われることになった。格付けの基本理念は「競争的資金調達」を前提にしているので、「協調」や「リレーションシップ」の慣習が根強い日本社会で格付けが有効に機能するためには、債券の発行体、投資家、格付け会社などの実務の進展を第三者が注意深く観察してゆくことが必要であると思われる。そのような観点から今回のアンケート調査を実施し、回答率は低かったが発行体の社債発行残高や投資家の運用金額から見て主だった企業・投資家からご回答をいただいたことは、アンケート結果の信頼性を高める源となった。ご多忙にも拘わらずご回答をお送りくださった企業・投資家のご担当いただいた方々に深くお礼申し上げる次第である。今回の調査で、日本の発行体および投資家が、「信用格付け」および「格付け会社」に対して深い関心を寄せていることが判明した。今後もこのような調査を継続してゆく所存であり、引き続きご支援ご協力をいただければ幸甚である。