

発行体の回答概要

発行体の回答概要

(2004 年度回答企業 178 社, 2005 年度回答企業 51 社)

日本大学経済学部教授

黒沢義孝

Q1. 貴社の格付け：(省略)

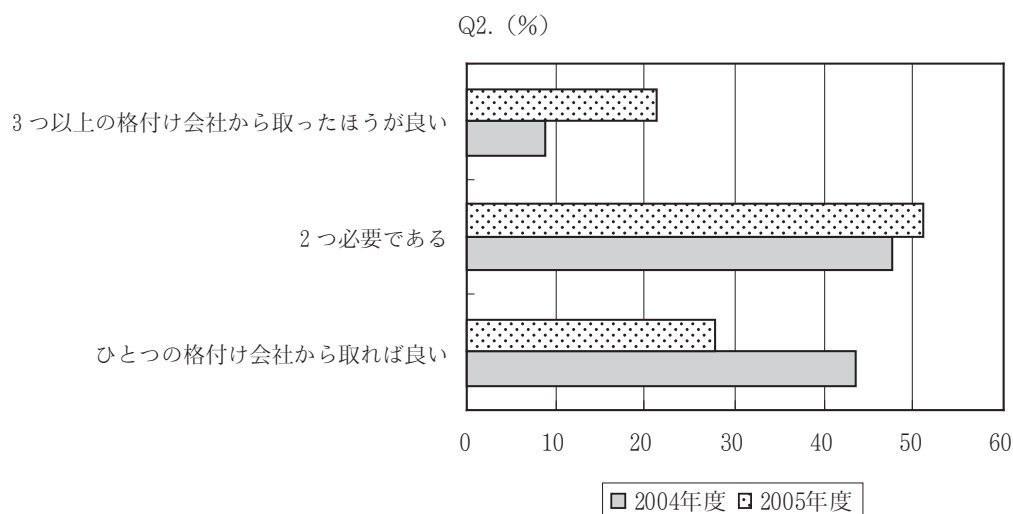
Q2. 複数格付けについてどのようにお考えですか. (%)

[2004 年度]

ひとつの格付け会社から取れば良い	43.5
2 つ必要である	47.6
3 つ以上の格付け会社から取ったほうが良い	8.9

[2005 年度]

ひとつの格付け会社から取れば良い	27.7
2 つ必要である	51.1
3 つ以上の格付け会社から取ったほうが良い	21.3



(概説)

格付け会社は、独占排除および格付けの客観性などの観点から、米国において「複数存在する必要がある」と認識されている。特に、エンロン、ワールドコム事件を背景にした「サーベンス・オクスリー法」(企業改革法)による米国格付け制度の見直しの機運が高まった後、「寡占による格付けの質の低下」についての議論が高まり、米国証券取引委員

会は格付け会社の新規参入について前向きになった。格付けの取得について、起債者の観点からは、格付け取得数が少ない方がコスト的に有利であるが、複数の格付けを取得すれば信用リスクについての客観性が高まるというメリットもある。回答会社（発行体）の格付け取得数は下表のとおり、2005年度調査において複数取得が74%（04年は60%）に達している（下表のゼロはどこからも格付けを取得していない回答企業数）。Q2に対する回答では、「3つ以上の格付け会社からとったほうがよい」は21.3%（2005年）であるが、実際に3つ以上の格付けを取得している企業は56.8%（2005年）と多い。さらに、4つ以上の格付け会社から取得している企業は2005年度調査で37%（04年は19%）、全ての格付け会社から取得している企業が17%（04年6.7%）あった。米国企業の格付け取得数は概ね2つといわれているが、日本の発行体が多く、日本の格付け会社から取得している理由については不明である。回答会社数が少ないので全体の傾向をつかむことはできないが、回答者のコメントにおいて、「格付けの妥当性、評価方法を比較する点からも複数必要」、「細部においては相違しており、複数社からの評価が必要」、「格付会社により格付手法が異なるため、複数の格付会社から格付を取得することにより意見の隔たりによる影響を軽減する」、「評価の恣意性を排除・牽制する」など複数格付け取得を評価する意見が多かった。

格付け取得数割合（%）

格付け取得数	0	1	2	3	4	5	合計
2004年回答	15.7	24.2	20.8	20.2	12.4	6.7	100
2005年回答	3.9	21.6	17.6	19.6	19.6	17.6	100

Q3. 起債者が依頼をしない格付け（いわゆる「勝手格付け」）についてどのようにお考えですか。（%）

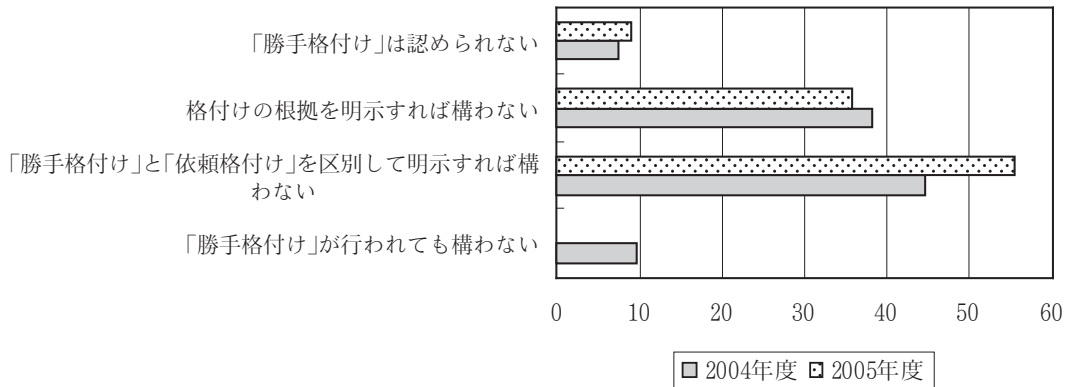
〔2004年度〕

「勝手格付け」が行われても構わない	9.5
「勝手格付け」と「依頼格付け」を区別して明示すれば構わない	44.7
格付けの根拠を明示すれば構わない	38.2
「勝手格付け」は認められない	7.5

〔2005年度〕

「勝手格付け」が行われても構わない	0
「勝手格付け」と「依頼格付け」を区別して明示すれば構わない	55.4
格付けの根拠を明示すれば構わない	35.7
「勝手格付け」は認められない	8.9

Q3. (%)



(概説)

勝手格付け（起債者からの依頼のない格付けを日本ではマスメディア用語で「勝手格付け」と呼んでいる）は米国では **unsolicited rating**（非依頼格付け）と呼ばれ、1909年に格付けが始まって以来1960年代の中頃までほとんどが勝手格付けであった。すなわち、不特定多数の投資家が購入する可能性がある債券（公募社債および公募地方政府債）については、債券の起債者の意思にかかわらず、信用リスクの程度を示す格付けを行い、投資家に知らせる、と理解されていた。ところが、1960年代に、個人会社ないしパートナーシップであった格付け会社を大手企業が買収すると（信用調査会社のダン・アンド・ブラッドストリートが **MDY** を、出版社のマグロウヒルが **S&P** を買収）、起債者にインタビューをして追加的情報をとり、より正確な信用リスクを投資家に知らせるという機運が高まった。起債者は、格付けが投資家を信頼させる有効な情報になり、債券販売のためのコストを大きく削減でき、巨額の資金調達が可能になったため、格付け会社に格付け料を払って依頼格付け（**solicited rating**）をするようになった。米国の法律は依頼格付けを義務付けてはいないが、監督当局である **SEC**（証券取引委員会）、および多くの投資家も1980年代以降、格付け情報の信頼性を向上させるために「依頼格付け」を期待している。米国の現状は、情報の正確性の観点から依頼格付けが望ましいが、不特定多数の投資家のために、債券起債者の依頼がなくても投資家のニーズがある公募債については格付けを行うという方針が採られている。日本においては、指定格付機関を認定する金融庁は、バーゼルⅡに基づく格付け（国際業務を行う銀行が必要自己資本を満たすために使用する貸出先の格付け）については「依頼格付け」を義務付ける予定にしているが、バーゼルⅡ以外の用途においては依頼格付けを期待しているように伺えるが明示的な規則は設けていない。

本問（Q3）は、依頼格付けを原則としている日系格付け会社に対して、日本企業との接触が必ずしも容易でない外資系格付け会社が勝手格付けを行っていることに、被格付け企業（起債者）が不快感を示しているとの報道があることから、起債者の考えを問うた質問である。「起債者が不快感を示している」との報道に対して、勝手格付けは認められな

いという意見は 2004 年および 2005 年の両年とも 1 割以下であった。「勝手」と「依頼」の区別を明示するか、「格付けの根拠」を明示すれば勝手格付けでもかまわないという回答の合計が 8 割以上（2005 年は 90%）であった。回答者からのコメントでは、「事業会社の考えをヒアリングしない格付けは正しい評価にならない」や「格付けの根拠が格付け会社によって違うのでヒアリング不十分で格付けすることは望ましくない」等の意見もあったが、「情報公開が進んでいるので勝手と依頼の差異は少なくなっている」、「格付けの根拠が明示されていれば問題はない」、「勝手格付けは情報量が少ないので投資家にその旨明示すればよい」、「勝手格付けを信頼するかどうかは投資家の判断であるので、その区別が明示されていればよい」等、条件付（区分と根拠の明示）で勝手格付けを容認するコメントが大方であった。

Q4. 格付け会社にコンサルティング業務を依頼していますか。（%）

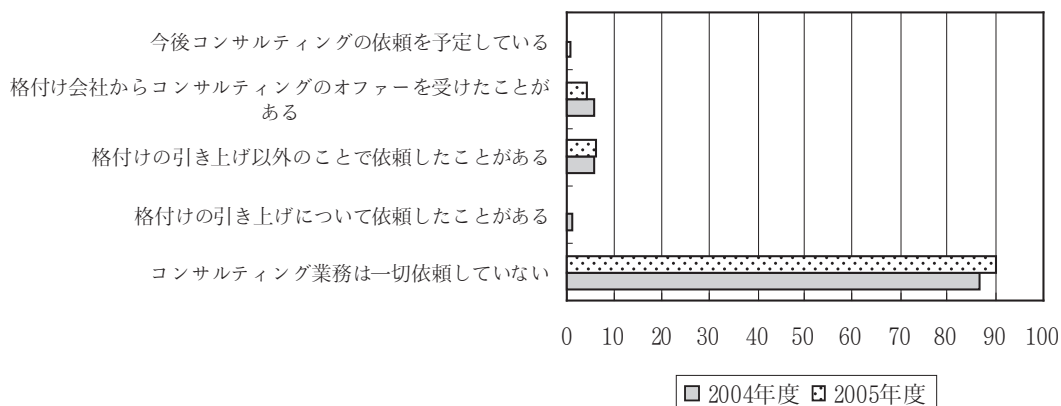
[2004 年度]

コンサルティング業務は一切依頼していない	86.8
格付けの引き上げについて依頼したことがある	1.1
格付けの引き上げ以外のことで依頼したことがある	5.7
格付け会社からコンサルティングのオファーを受けたことがある	5.7
今後コンサルティングの依頼を予定している	0.6

[2005 年度]

コンサルティング業務は一切依頼していない	90.0
格付けの引き上げについて依頼したことがある	0
格付けの引き上げ以外のことで依頼したことがある	6.0
格付け会社からコンサルティングのオファーを受けたことがある	4.0
今後コンサルティングの依頼を予定している	0

Q4.(%)



(概説)

米国において、エンロンやワールドコムの前倒し破綻の直前まで格付け会社が投資適格の格付けを付けていたことに対して、格付け会社が被格付け会社のコンサルティングを行っていたことから「格付け」と「コンサルティング」の間に利害の相反（**conflict of interests**）があるのではないかとということが議論になった。本問（Q4）では、日本の起債者が格付け会社に対してコンサルティングを依頼しているかどうかを調査した。2004年、2005年の回答とも9割が「一切依頼していない」という回答であったが、「格付けの引き上げ以外のことで依頼したことがある」と「格付け会社からコンサルティングのオファーを受けたことがある」の合計が約1割あった。コメントでは「格付け会社の考えを聞いたり、業態の実態を正確に把握するためのコンサルティング依頼は必要」という意見と「客観性・中立性確保の観点から格付け会社のコンサルティングは認められない」という意見が相半ばした。

Q5. 格付け料金についてどのようにお考えですか。（%）

[2004 年度]

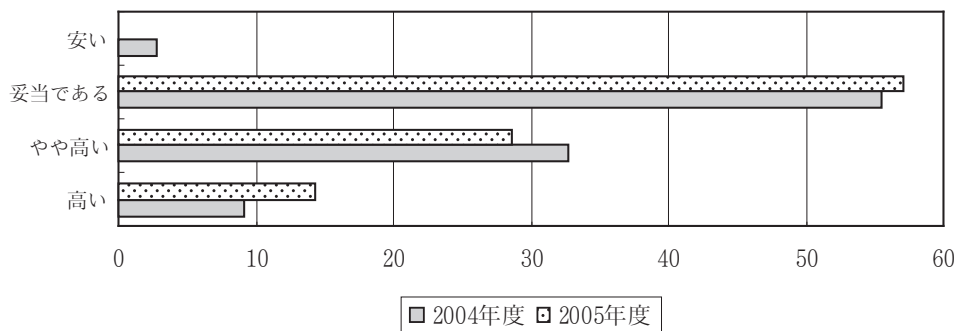
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	9.1	12.7	46.9	36.6	50.0
やや高い	32.7	37.2	32.7	46.3	50.0
妥当である	55.5	48.5	20.4	14.6	0
安い	2.7	1.5	0	2.4	0

[2005 年度]

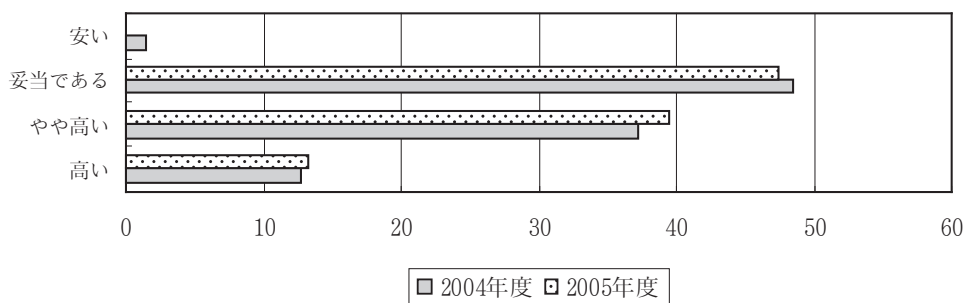
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	14.3	13.2	50.0	33.3	66.7

やや高い	28.6	39.5	27.8	44.4	0
妥当である	57.1	47.4	22.2	22.2	33.3
安い	0	0	0	0	0

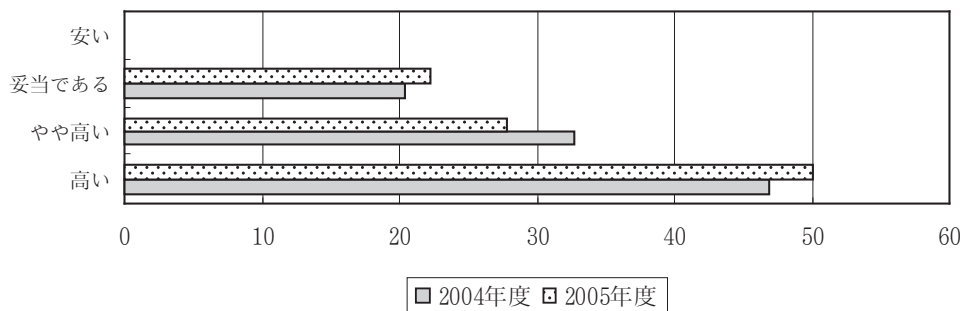
Q5.JCR (%)

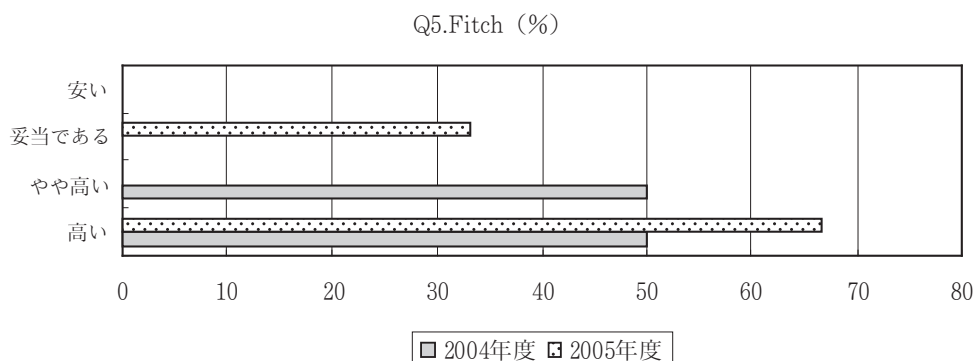
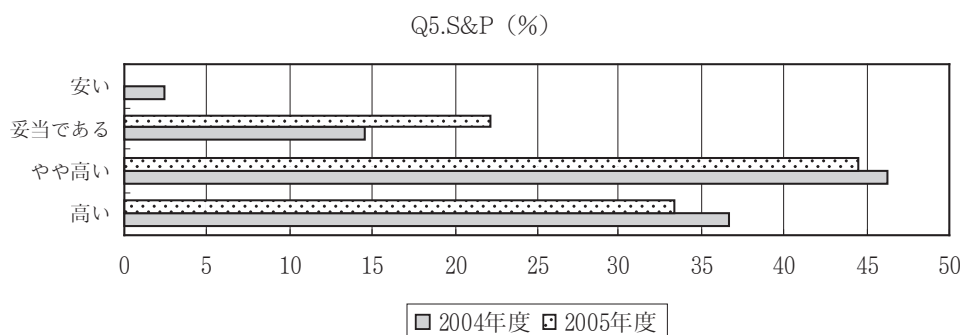


Q5.R&I (%)



Q5.MDY (%)





(概説)

被格付け会社が格付け会社に支払う格付け料金について、格付けがスタートした1985年当初はモデル的な料金体系が開示されていたが、銀行の預金格付け、保険金の受け取り能力の格付け、ストラクチャード・ファイナンス格付けなど格付けの種類が増加したことなどもあって、最近では格付け各社とも料金テーブルを公表していない。本問(Q5)では、格付けを取得した企業が各格付け会社の料金についてどのように考えているかを調査した。全体としては、外資系が「高い」、日系が「妥当である」という傾向であった。「高い」とする外資系の中では、Fitch、MDY、S&Pの順に高く、日系ではR&Iの方がJCRよりも「やや高い」という結果であった。ただし、格付け種類別の質問をしていないので、格付けの内容と料金の関係については不明である。日本の格付け市場では5社が競争しているので全体的に独占的価格の懸念はないが、ストラクチャード・ファイナンス格付け、シンジケート・ローン格付け、病院・大学格付けのように事業債格付けと異なる特殊分野の格付けについて競争的価格が維持されているかどうかは不明である。回答者のコメントでは、「長期債についてはコストの割には高いと思わない」、「フィードバックが少ないことを考慮すると料金は高い」、「今後の変更要因などについての情報サービスが不足していることを考慮すると料金は高い」等が主なものであった。

Q6. 格付け会社を選んだ理由はなんですか。(%)

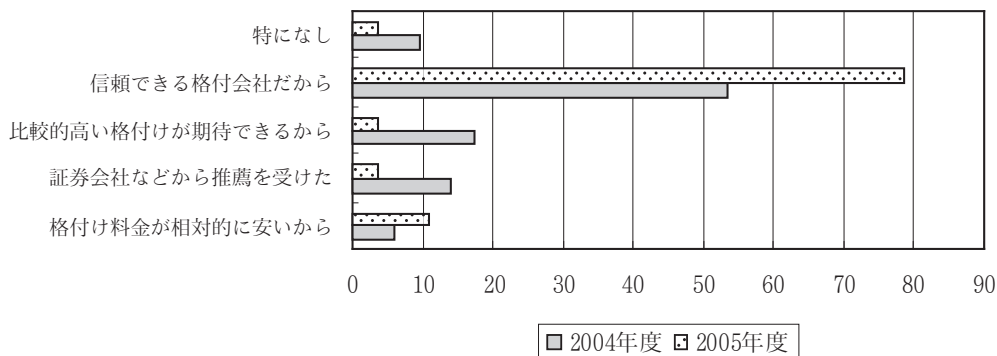
[2004 年度]

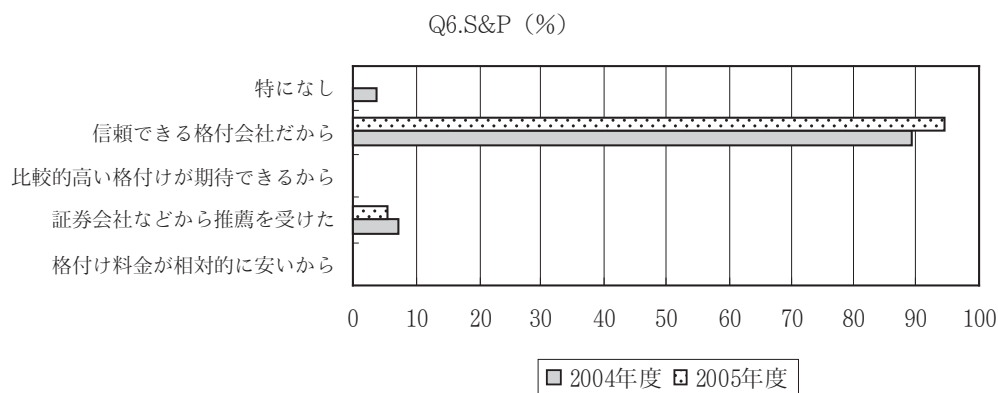
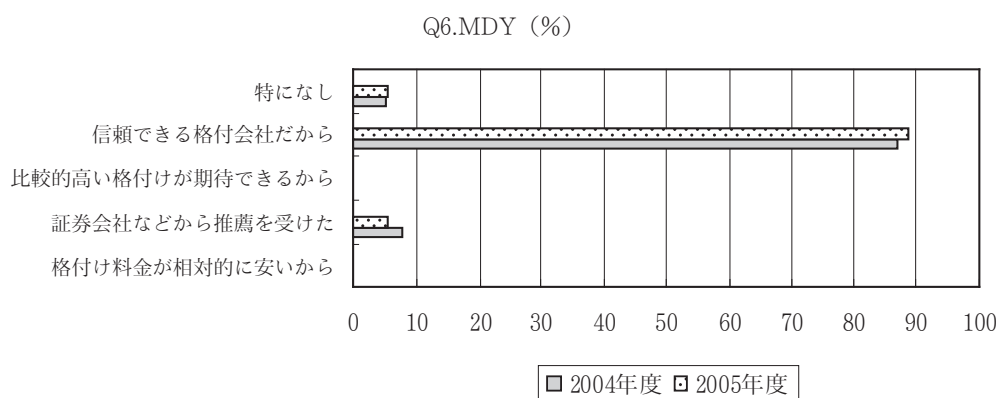
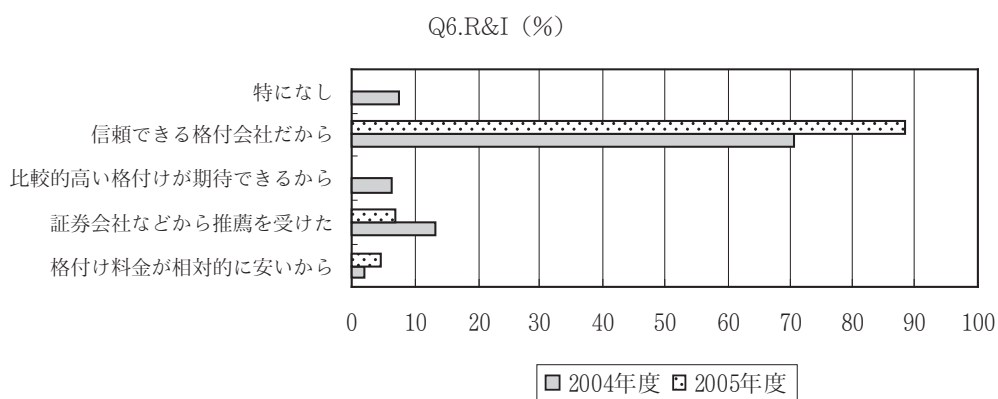
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格付け料金が相対的に安いから	6.0	2.1	0	0	0
証券会社などから推薦を受けた	13.8	13.2	7.7	7.1	0
比較的高い格付けが期待できるから	17.2	6.3	0	0	25.0
信頼できる格付会社だから	53.4	70.8	87.2	89.3	50.0
特になし	9.5	7.6	5.1	3.6	25.0

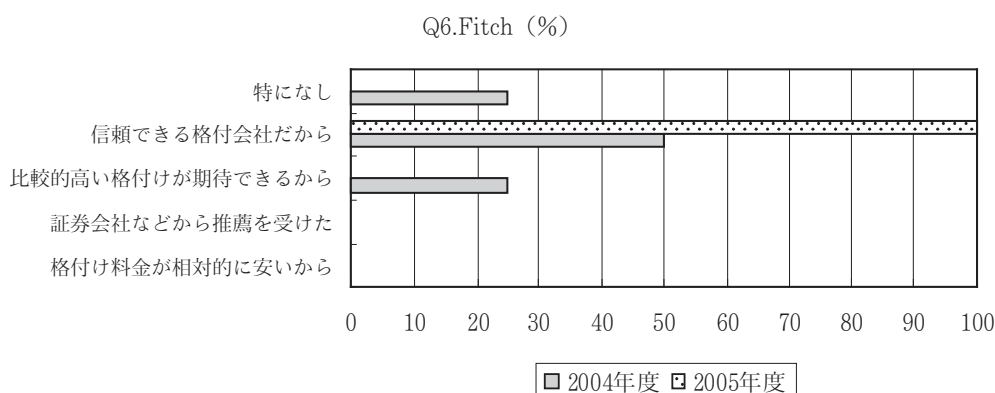
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格付け料金が相対的に安いから	10.7	4.5	0	0	0
証券会社などから推薦を受けた	3.6	6.8	5.6	5.6	0
比較的高い格付けが期待できるから	3.6	0	0	0	0
信頼できる格付会社だから	78.6	88.6	88.9	94.4	100
特になし	3.6	0	5.6	0	0

Q6.JCR (%)







(概説)

日本の資本市場においては、R&I、JCR の日系 2 社に、MDY(本社：米国ニューヨーク、S&P(本社：米国ニューヨーク)、Fitch(本社：英国ロンドン)の外資系 3 社と、合計 5 社が金融庁の指定格付機関の認定を受けている。米国では NRSRO 認定 5 社、カナダでは政府公認 2 社であり、直接金融市場の規模に照らして日本市場は格付け過当競争の状態といえる。そのような状況において日本の起債企業が格付け会社をどのように選定しているかが本問(Q6)である。全体としては「信頼できる格付会社だから」が圧倒的な比率を占めている。特に、外資系格付け会社については「信頼性」を根拠にしている比率が高く、次いで「証券会社などから推薦を受けた」となっている。日系については「信頼性」に次いで、「証券会社などからの推薦」、「比較的高い格付けが期待できる」、「格付け料金が相対的に安い」の順である(JCR の 2004 年は「比較的高い格付けが期待できる」が 2 番目の理由となっている)。格付け会社のどのような点が「信頼できる」とされているかについて、後段の質問(Q9、Q10、Q11、Q12、Q13、Q17、Q18等)で明らかにしようと試みたが、本問(Q6)との関係において必ずしも明確な関連は得られなかった。「格付け会社を選んだ理由」のコメントとして、MDY および S&P について「世界的に見て権威がある」、「グローバルに展開している格付け会社である」とのコメントが多く、その他「日系格付け会社の方が日本の産業に対する理解が深い」「日系は 2 社なので選択の余地が少ない」などが多かった。

Q7. 貴社の格付け変更(最新のもの)は格上げでしたか、それとも格下げでしたか。(%)
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格上げ	53.6	38.5	70.9	56.4	100
格下げ	46.4	61.5	29.1	43.6	0

[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格上げ	50.0	39.4	65.2	55.6	100
格下げ	50.0	60.6	34.8	44.4	0

(概説)

格付けの変更は起債者にとって大きな関心事である。特に、格下げは起債者の資金コストの増大につながる。また、格下げは早く、格上げはタイミングが遅いという風説があるので信用リスクの適切な管理という観点からも格付けの変更についてのフォローが重要である。さらに、格付け会社のパフォーマンス測定のひとつとして格付けのトランジション（格付け変更の時間的観察）を重視する方向にある。本問（Q7）と次問（Q8）は格付け変更のタイミングについての問（Q9）の下地調査になるものである。本問 Q7 は、アンケート調査時、2004 年度調査は 2005 年 1 月、2005 年度調査は 2006 年 1 月、において最新の格付け変更が格上げであったか、格下げであったかを調査した。格付け各社間で、格付けの対象企業が必ずしも同じでないので、変更の方向や、格上げ・格下げの比率についての厳密な比較はできないが、大方の違いを探ろうとする意図の質問である。2004 年は、将来に向けて景況好転の観測から全体として格上げが格下げを上回ったが、特に MDY は格上げ 7 割と高い数値であった。一方、R&I だけは格下げが格上げを上回った。2005 年も同じような傾向が続いたが、R&I は引き続き格下げが格上げを上回った。これまで MDY と R&I の間にかなりの格付け格差が見られたが、この 2 年間の MDY の格上げと R&I の格下げによって、2 社の格付け格差はかなり縮小される結果となった。

Q8. その格付け変更はどれくらい前でしたか。（％）

[2004 年度]

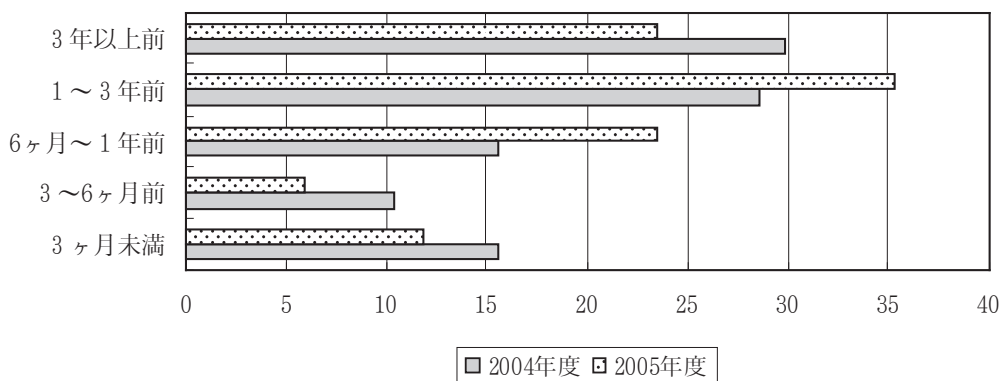
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
3 ヶ月未満	15.6	10.8	41.4	20.9	57.1
3 ～ 6 ヶ月前	10.4	8.1	17.2	14.0	0
6 ヶ月～ 1 年前	15.6	11.7	1.7	9.3	14.3
1 ～ 3 年前	28.6	31.5	20.7	25.6	14.3
3 年以上前	29.9	37.8	19.0	30.2	14.3

[2005 年度]

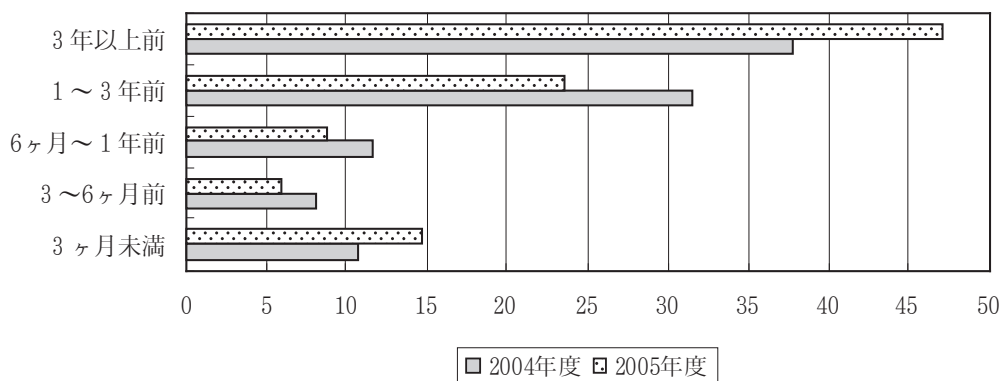
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
3 ヶ月未満	11.8	14.7	13.0	5.6	0
3 ～ 6 ヶ月前	5.9	5.9	4.3	0	25.0
6 ヶ月～ 1 年前	23.5	8.8	34.8	27.8	0

1 ～ 3 年前	35.3	23.5	43.5	38.9	50.0
3 年以上前	23.5	47.1	4.3	27.8	25.0

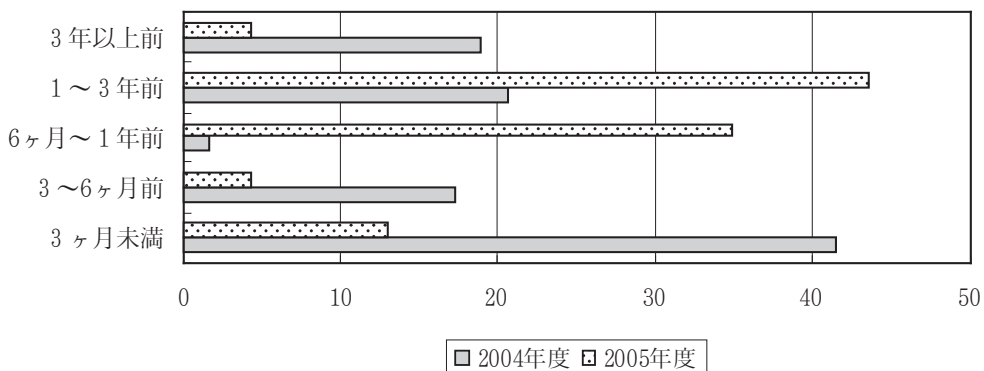
Q8.JCR (%)

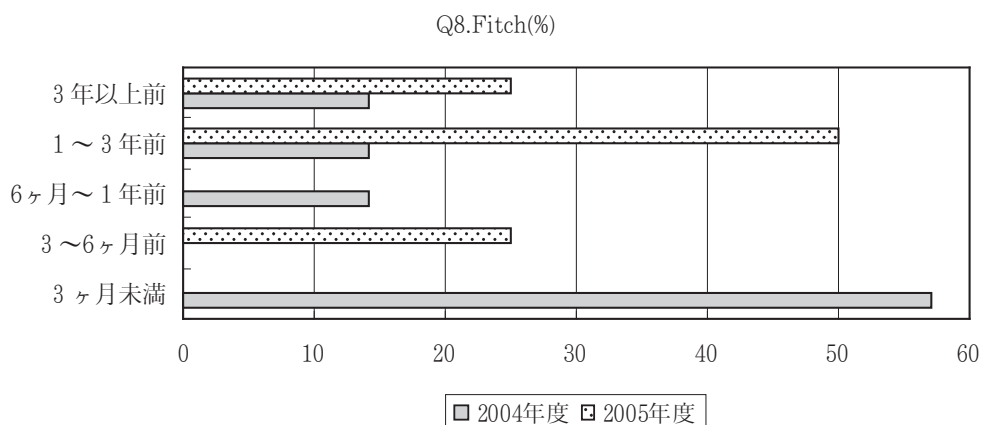
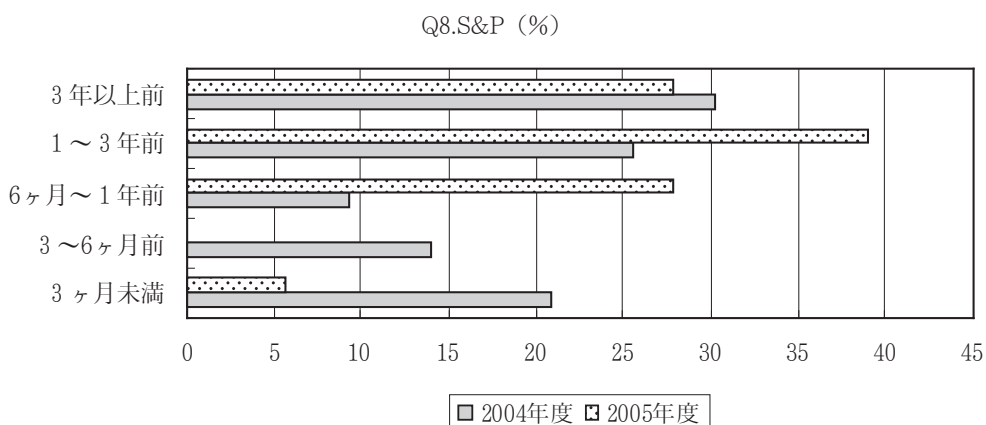


Q8.R&I (%)



Q8.MDY (%)





(概説)

問 Q8 は、格付けの変更が調査時点からどのくらい前に行われたかについての質問で、本問も前問同様、同じ対象についての変更とは限らないので厳密な比較はできないが、格付け変更の期間がどのくらいであるか、最近時点ではどの格付け会社の変更のリード役でどこがフォロアーになっているかを観察しようとするものである。まず、2004 年度調査において、格付け変更の期間については、R&I、S&P、JCR が概ね 3 割前後が 3 年以上前に変更になっており（最近 3 年以内に変更はない）、MDY と Fitch が変更の頻度が高いと言えよう。日系対外資系の比較では、外資系が 3 ヶ月～1 年前までの短期的比率が高く、日系が 1～3 年以上前の長期比率が高い。2005 年度調査についても基調は同じであるが、R&I の 3 年以上前の変更比率がさらに高くなり、MDY の変更がさらに低くなったのが特徴である。格付け変更のリード役については 2004 年は外資系であったが、2005 年については大きな差は見られない。

Q9. その格付け変更はタイムリーだったと思いますか. (%)

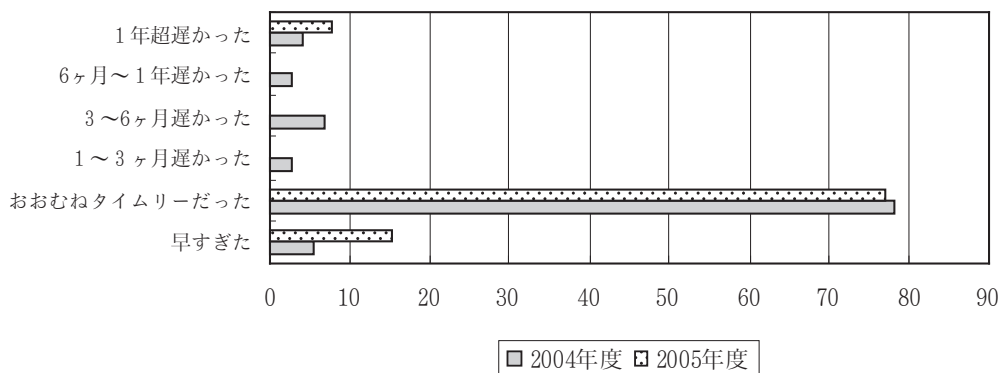
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
早すぎた	5.5	16.1	2.0	12.9	0
おおむねタイムリーだった	78.1	62.4	60.8	58.1	50.0
1 ～ 3 ヶ月遅かった	2.7	3.2	5.9	3.2	16.9
3 ～ 6 ヶ月遅かった	6.8	2.2	2.0	3.2	16.7
6 ヶ月～1 年遅かった	2.7	6.5	13.7	6.5	0
1 年超遅かった	4.1	9.7	15.7	16.1	16.7

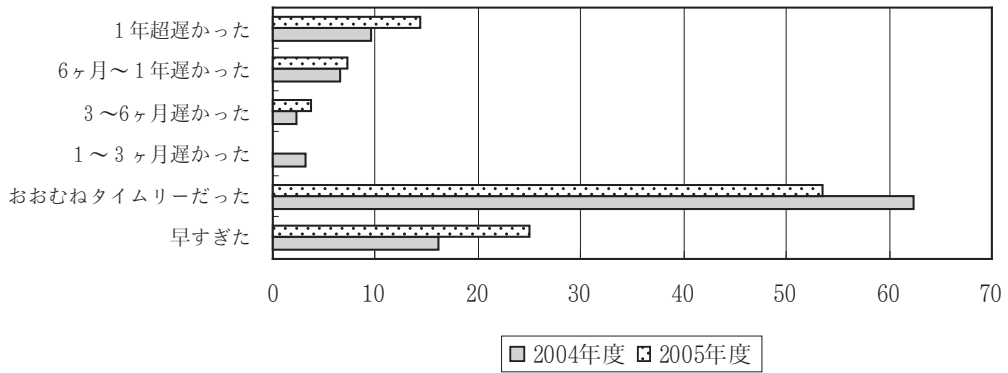
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
早すぎた	15.4	25.0	15.0	25.0	33.3
おおむねタイムリーだった	76.9	53.6	60.0	37.5	33.3
1 ～ 3 ヶ月遅かった	0	0	0	0	0
3 ～ 6 ヶ月遅かった	0	3.7	0	6.3	0
6 ヶ月～1 年遅かった	0	7.1	15.0	18.8	0
1 年超遅かった	7.7	14.3	10.0	12.5	33.3

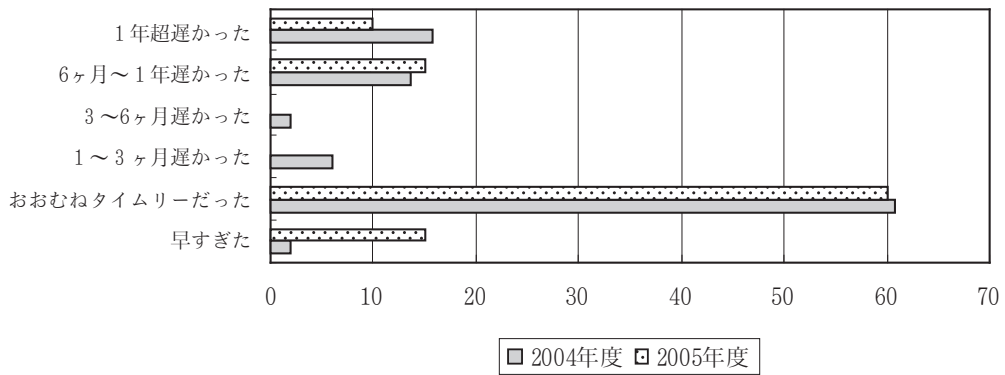
Q9.JCR (%)



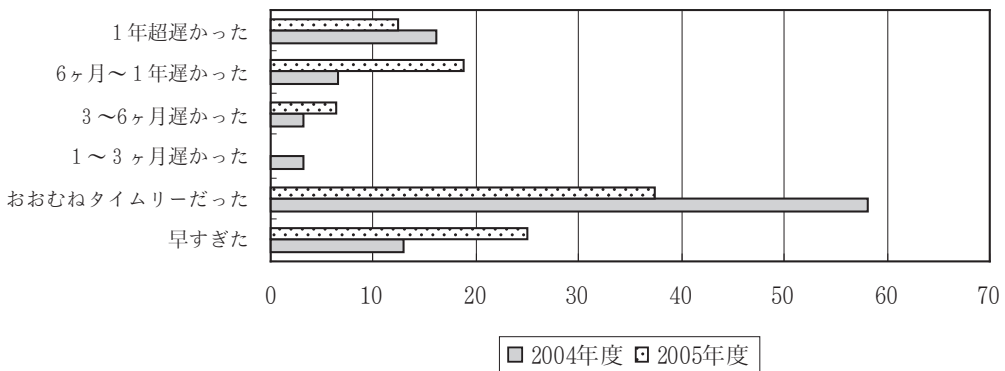
Q9.R&I (%)



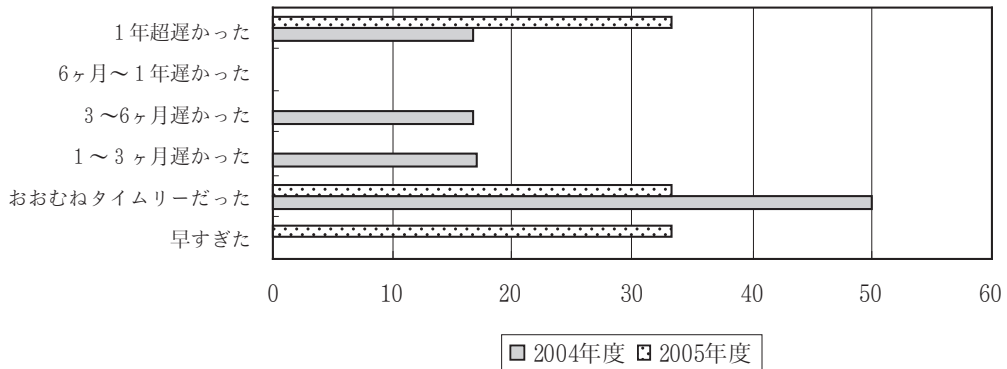
Q9.MDY (%)



Q9.S&P (%)



Q9.Fitch (%)



(概説)

問Q9は、格付けの変更を受けた起債者がその変更についてどのように評価しているかを調査したものである。2004年度調査については、JCRとR&Iの「おおむねタイムリーだった」比率が高く、外資系の「1年超遅かった」比率が相対的に高い。R&Iは2004年の格下げ比率が高かった(Q7)割には本問における不満の比率はそれほど高くなく、MDYについては格上げ比率が極めて高かったことに対して「6ヶ月～1年遅かった」「1年超遅かった」比率が相対的に高い。2005年度調査については、JCRとMDYの「おおむねタイムリーだった」比率が2004年並に留まったのに対して、R&IとS&Pに対して「早すぎた」比率が10%程度上昇した。本問(Q9)に対しては多くの不満のコメントが寄せられた。コメントの内容は、変更の理由に関するもの(「変更の理由が納得できない」「理由が不明である」等)、変更のタイミングに関するもの(「なぜこの時点で変更するのかわからない」「事業環境の変化を見極める前に変更した」等)の他、「格付け会社サイドの基準変更のために変更された」、「マーケットの評価を後追いして変更した」などについて複数のコメントがあった。

Q10. 貴社の現在の「格付け水準」についてどうお考えですか。(%)

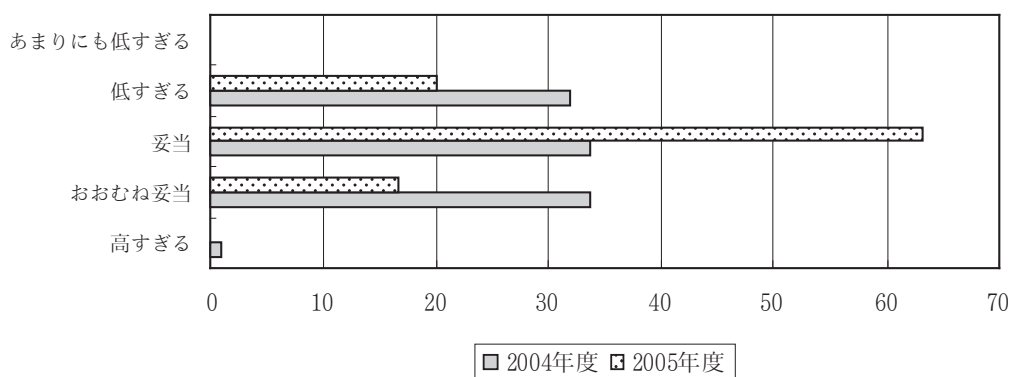
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高すぎる	0.9	0	1.4	0	0
おおむね妥当	33.6	31.3	28.8	20.9	18.2
妥当	33.6	20.9	24.7	14.9	36.4
低すぎる	31.9	42.5	35.6	47.8	27.3
あまりにも低すぎる	0	5.2	9.6	16.4	18.2

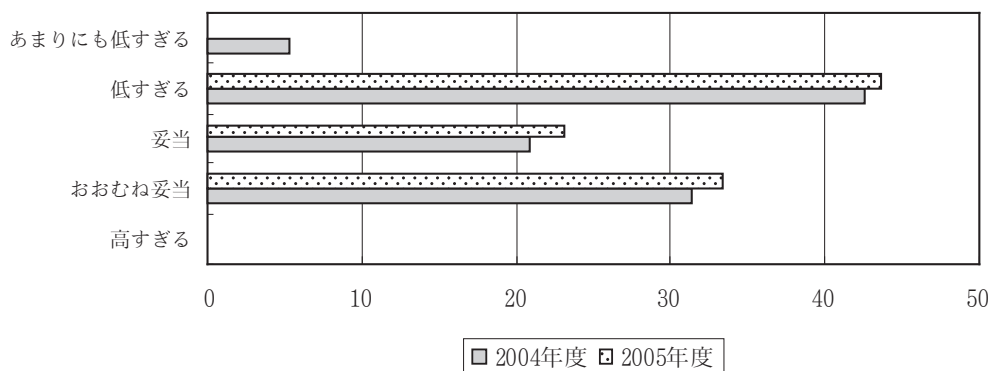
[2005 年度]

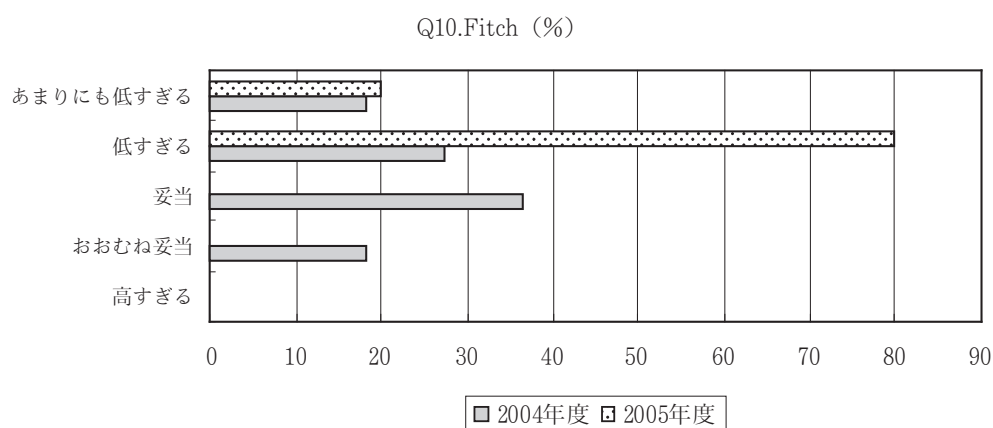
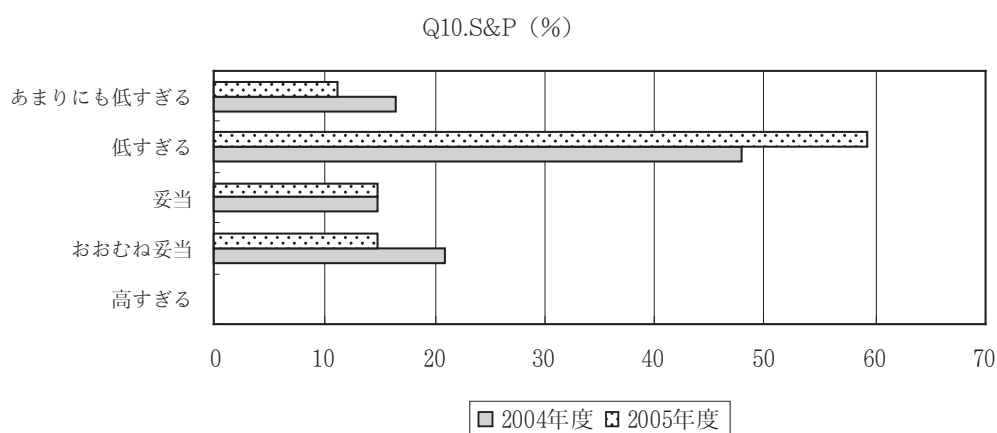
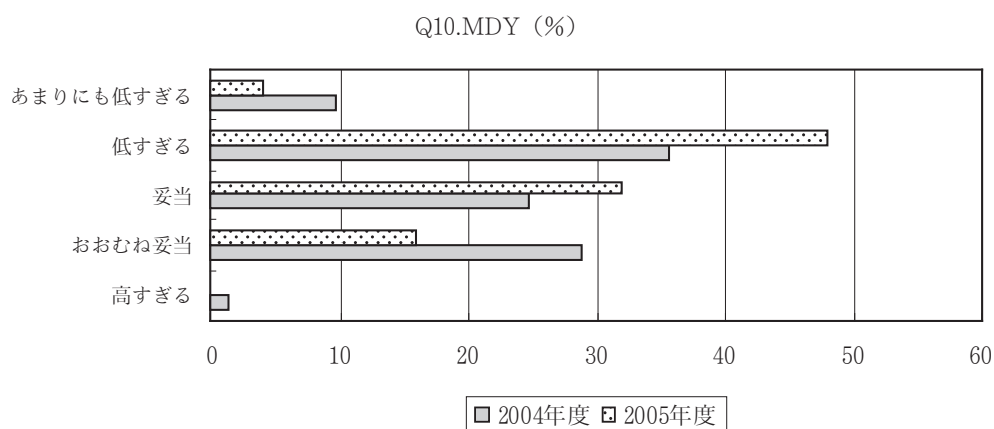
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高すぎる	0	0	0	0	0
おおむね妥当	16.7	33.3	16.0	14.8	0
妥当	63.3	23.1	32.0	14.8	0
低すぎる	20.0	43.6	48.0	59.3	80.0
あまりにも低すぎる	0	0	4.0	11.1	20.0

Q10.JCR (%)



Q10.R&I (%)





(概説)

本問 (Q10) は、現在の格付けを起債者がどのように受け止めているかについての質問である。2004 年度調査において、「妥当」「おおむね妥当」の合計は R&I, MDY, Fitch

が約5割を占めたが、JCRは68%と高く、S&Pが36%と最も低い（2004年度調査のJCR、MDYの「高すぎる」は記入上のミスであると思われる）。「低すぎる」「あまりにも低すぎる」の合計はS&PとR&Iが高い。2005年度調査は、R&Iが2004年とおおむね同じであった（「妥当」以上が4%上昇した）が、JCRは「妥当」「おおむね妥当」の合計が80%に上昇し、外資系3社は問Q7において格上げが格下げを上回ったにもかかわらず、いずれも大幅に低下した。被格付け企業による格付け水準についての評価は、格付けの性格上不満があるのが当然といえる面もあるが、不満の内容についてコメントの中から比較的多かったものをピックアップすると、「BISにらみの格上げは格付け会社のポリシーに疑問を感じる」、「財務内容が大幅に改善しているのに格付けが据え置きになっている」、「財務的数字に重点を置きすぎており本当にデフォルトリスクを反映しているのか疑問」、「定性的な面をもっと考慮して欲しい」などがあり、格付け会社と被格付け企業とのコミュニケーションが十分に行われていない面があるのではないかという疑問を感じさせる。

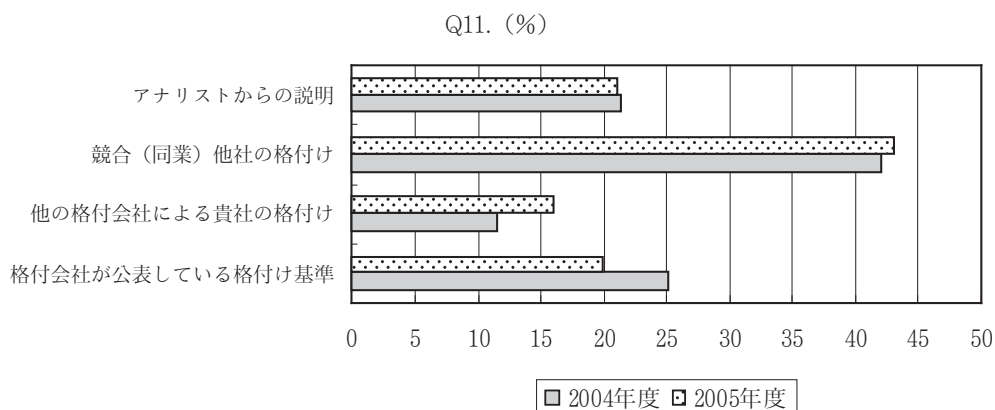
Q11. 貴社の格付けの妥当性を判断する基準は何ですか。（%）

〔2004年度〕

格付会社が公表している格付け基準	25.2
他の格付会社による貴社の格付け	11.5
競合（同業）他社の格付け	42.0
アナリストからの説明	21.4

〔2005年度〕

格付会社が公表している格付け基準	19.8
他の格付会社による貴社の格付け	16.0
競合（同業）他社の格付け	43.2
アナリストからの説明	21.0



(概説)

問 Q10 において、自社の格付け水準についての感じ方が示されたが、その感じ方の「妥当性を判断する基準」が何であるかについての質問が本問 (Q11) である。2004 年、2005 年度調査を通じて、起債者が自社の格付け水準を判断する基準の第 1 は「同業他社の格付け」である。「信用リスク」という各社個別的要素についても、日本企業の特徴とされている「横並び意識」が反映されている。また、「他の格付会社による貴社の格付け」を最も低く受け止めているが、問 Q6 の「格付け会社を選んだ理由」の第 1 が「信頼できる格付会社だから」であったこととどのように関係するのか、今後の調査の課題のひとつである。

Q12. 格付け会社のアナリストは貴社をよく理解しているとお考えですか。(%)

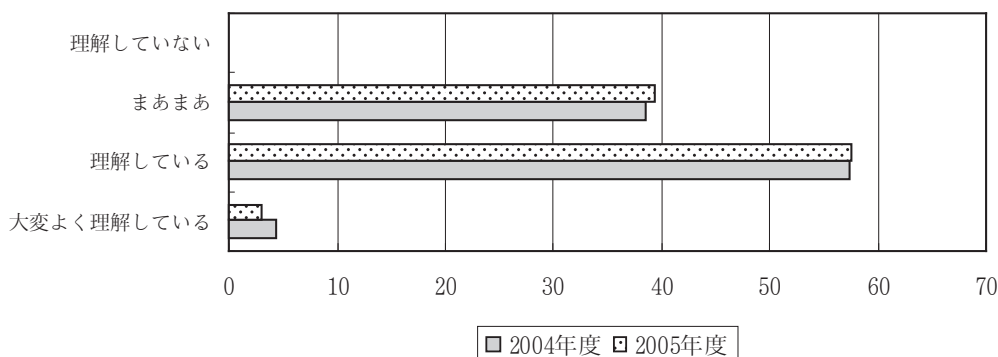
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
大変よく理解している	4.3	5.8	6.8	3.2	0
理解している	57.3	48.9	46.6	34.9	25.0
まあまあ	38.5	41.6	41.1	47.6	50.0
理解していない	0	3.6	5.5	14.3	25.0

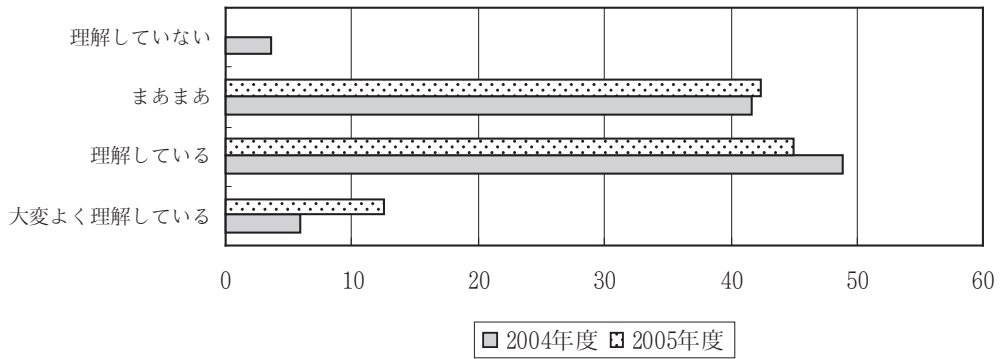
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
大変よく理解している	3.0	12.5	7.7	4.0	0
理解している	57.6	45.0	50.0	36.0	16.7
まあまあ	39.4	42.5	38.5	52.0	33.3
理解していない	0	0	3.8	8.0	50.0

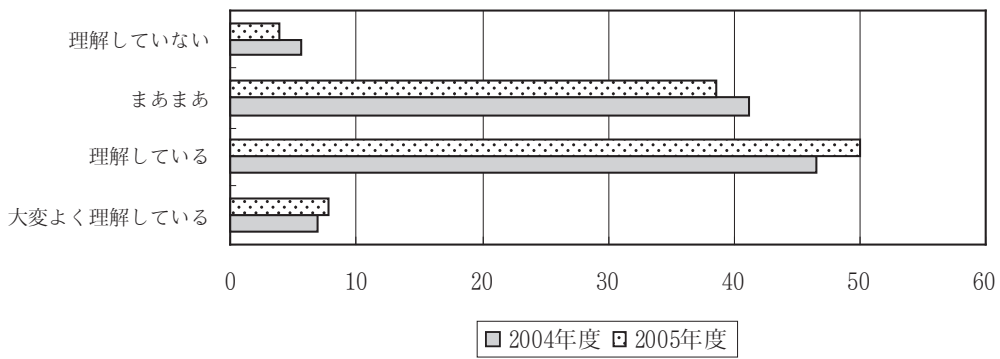
Q12.JCR (%)



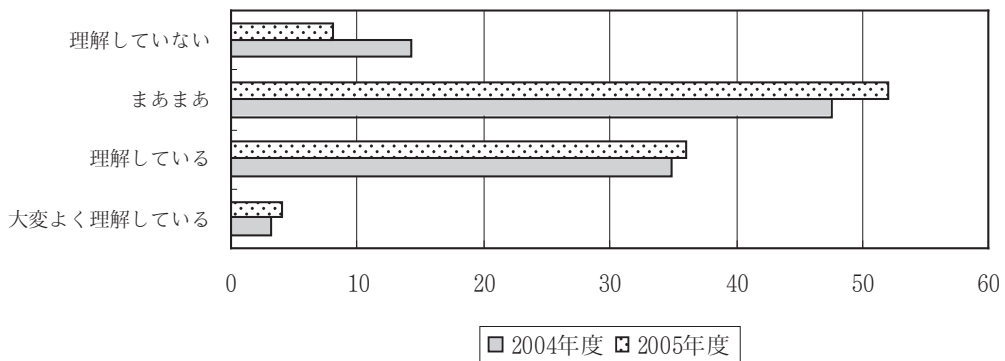
Q12.R&I (%)

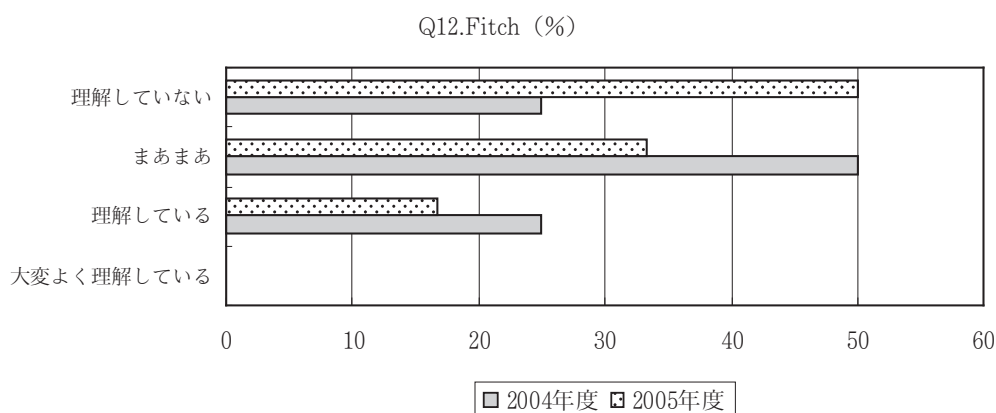


Q12.MDY (%)



Q12.S&P (%)





(概説)

問 Q12 と Q13 は、被格付け企業の担当者が、格付け会社とのインタビューなどを通じて「格付けアナリストが当社自体 (Q12)、および当社が所属する業界事情 (Q13) をよく理解しているか」についてどのような印象を持ったか調査する質問である。当社自体の理解 (Q12) については、質問項目の「まあまあ」を肯定的 (「理解している」寄り) に受け取った回答者と否定的 (「理解していない」寄り) に受け取った回答者がるように見受けられるので、この欄をニュートラルとして見ると、「大変よく理解している」と「理解している」の合計は3社が5割を越え、2社の比率が低かった。高い方では、JCR の合計値が62%と最も高かったが、「大変よく理解している」についてはMDY (6.8%) とR&I (5.8%) が高評価であった。「理解していない」についてはS&P が14.3%と高かった (Fitch については回答数が十分多くないので統計的な結論は得られない)。2005 年度調査は若干の改善が見られるが基本的な姿は2004 年度調査と同じである (Fitch を除く)。コメントでは「アナリストの担当年数も長く、よく理解している」「よく理解しようとする努力が伺える」等、好意的な意見が多かったが、「論理的根拠が乏しい」「担当アナリストは理解しているが格付け委員会のメンバーが理解していない」などのコメントも複数あった。

Q13. 格付け会社のアナリストは貴社の業界をよく理解しているとお考えですか。(%)

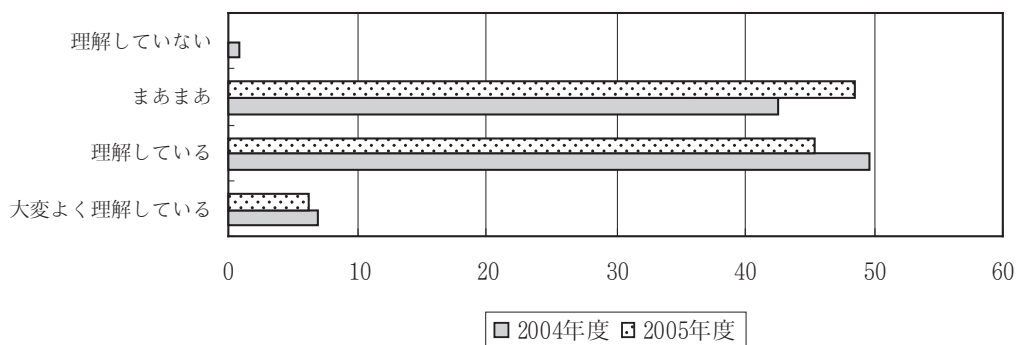
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
大変よく理解している	6.8	9.5	16.4	9.7	8.3
理解している	49.6	45.3	42.5	30.6	16.7
まあまあ	42.7	40.9	31.5	48.4	50.0
理解していない	0.9	4.4	9.6	11.3	25.0

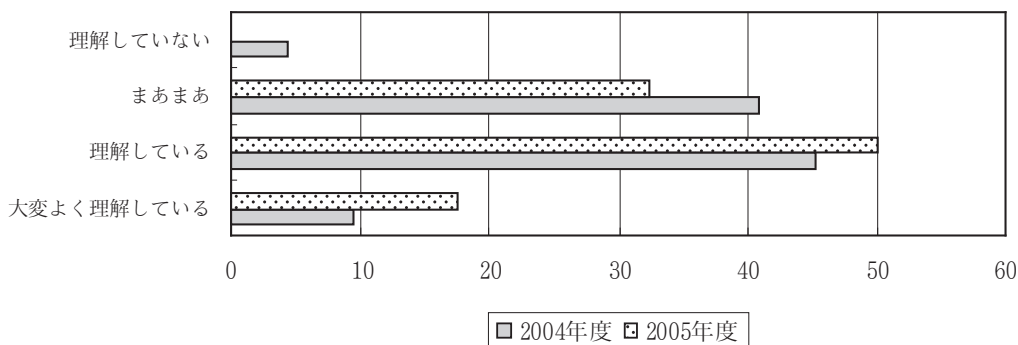
[2005 年度]

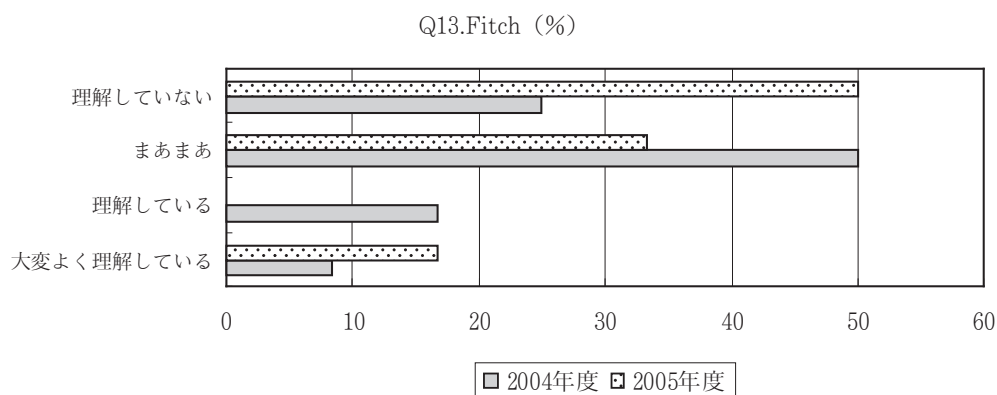
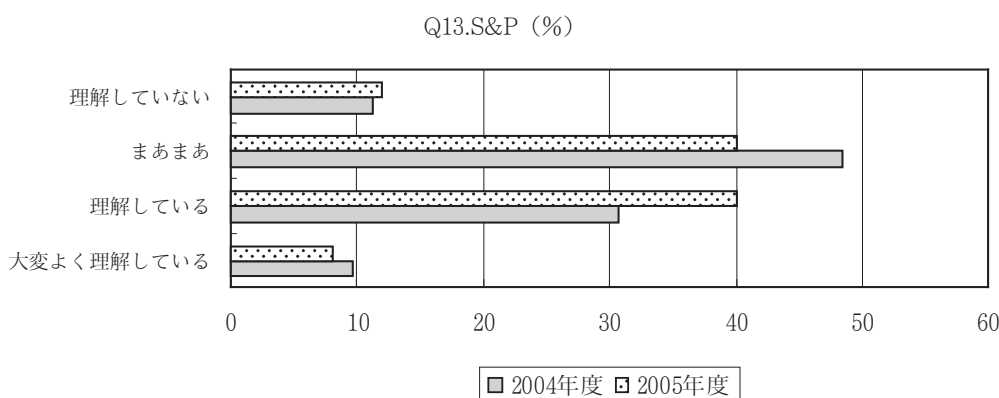
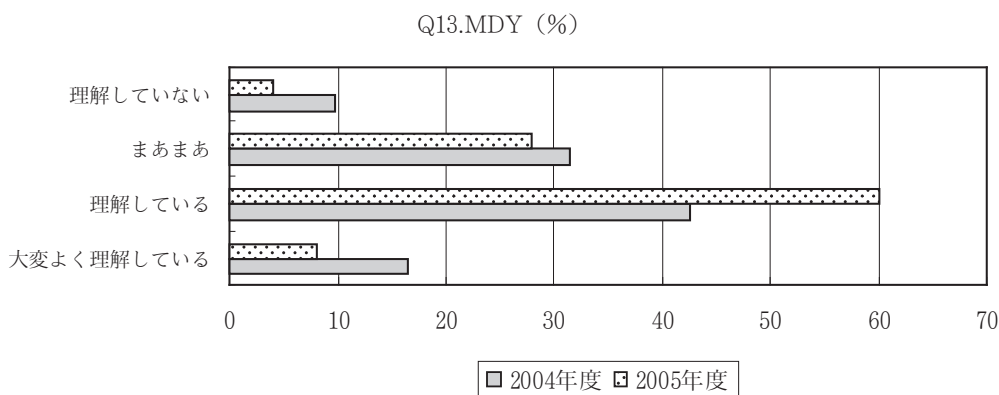
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
大変よく理解している	6.1	17.5	8.0	8.0	16.7
理解している	45.5	50.0	60.0	40.0	0
まあまあ	48.5	32.5	28.0	40.0	33.3
理解していない	0	0	4.0	12.0	50.0

Q13.JCR (%)



Q13.R&I (%)





(概説)

業界についての格付け担当アナリストの理解も、当社自体の理解 (Q12) と同様、「大変よく理解している」と「理解している」の合計値について、MDY (2004 年度調査 58.9%), JCR (同 56.4%), R&I (同 54.5%) の 3 社が 5 割を超えている。一方、「理解していない」比率は、当社自体 (Q12) の場合と同様 S&P (2004 年度調査 11.3%) が高

いが、MDY(同 9.6%) については「大変よく理解している」(同 16.4%) 比率も高いので、担当アナリストによってばらつきが見られるのではないかと推定される。本問(Q13)に対するコメントも肯定的な意見が多かったが、「日本独特の仕組みや業界について理解してもらえない」「本国のアナリストとの意見交換が十分でない」「公益性の役割を担っていることについての理解がない」等、外資系格付け会社のアナリストに対する不満が複数見られた。

Q14. 格付け会社とのミーティングの頻度はどの程度ですか。(%)

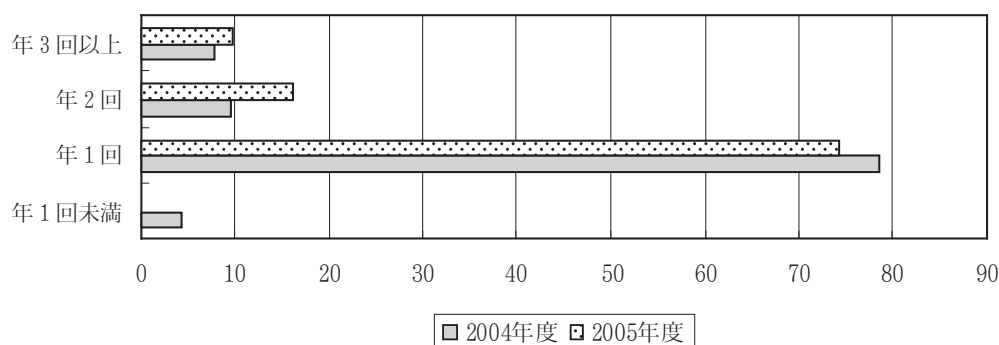
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
年 1 回未満	4.3	5.1	15.2	27.3	0
年 1 回	78.4	78.8	66.7	56.4	62.5
年 2 回	9.5	7.3	4.5	0	12.5
年 3 回以上	7.8	8.8	13.6	16.4	25.0

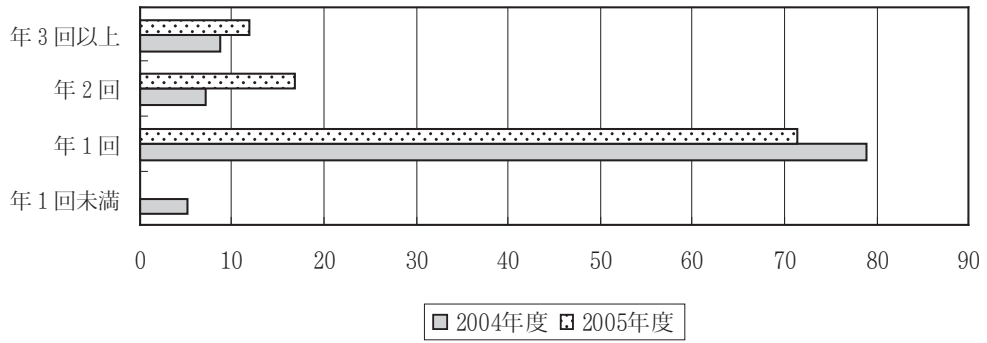
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
年 1 回未満	0	0	4.0	4.5	20.0
年 1 回	74.2	71.4	76.0	68.2	60.0
年 2 回	16.1	16.7	16.0	13.6	0
年 3 回以上	9.7	11.9	4.0	13.6	20.0

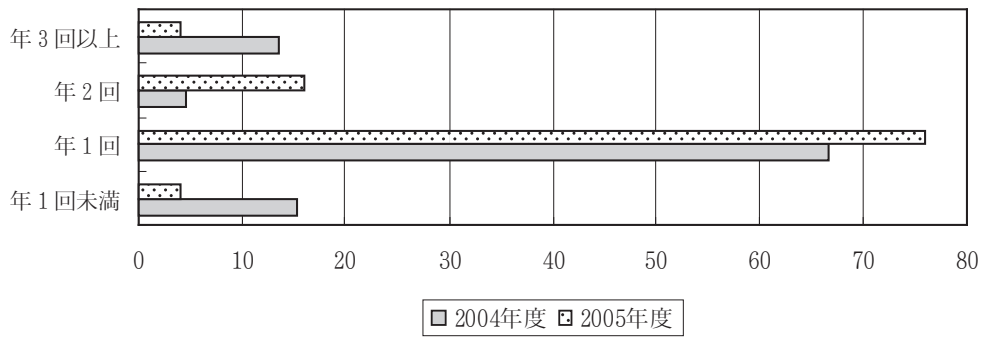
Q14.JCR (%)



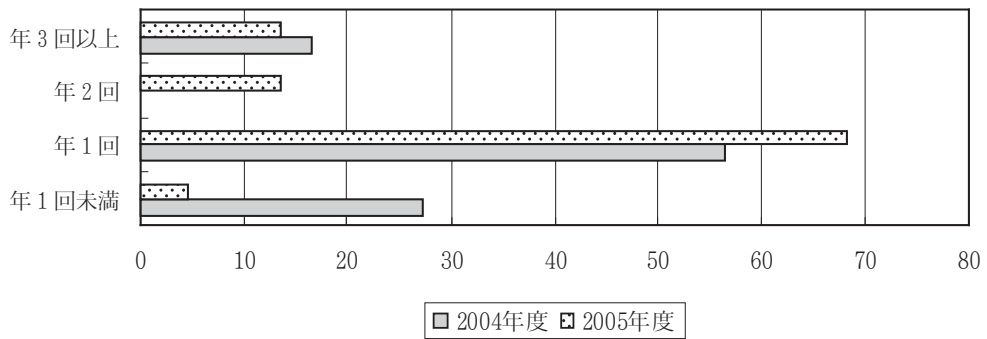
Q14.R&I (%)

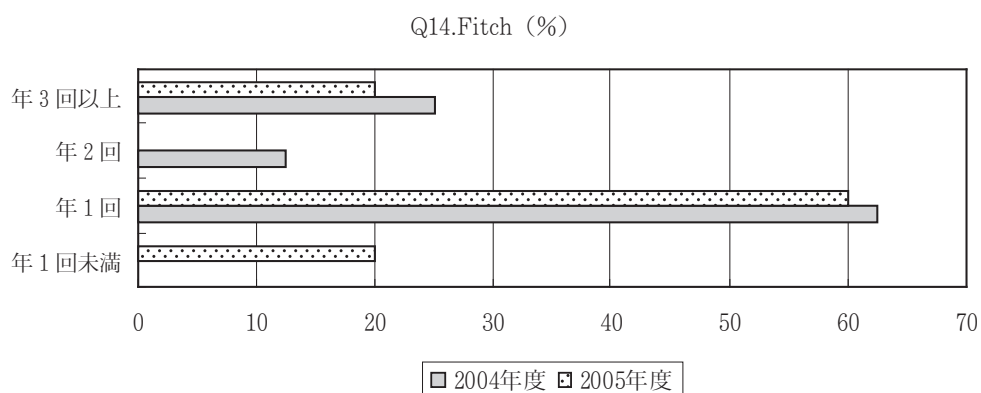


Q14.MDY (%)



Q14.S&P (%)





(概説)

問 Q14 および問 Q15 は、格付け会社が被格付け会社とどのくらい接触しているかを調査するものである。格付けは公表資料のみでも可能である(勝手格付け)が、起債者の信用リスク測定の精度を上げるためには起債者との接触も必要である。本問(Q14)は格付け会社とのミーティングの頻度を質問したものである。2004 年度調査では Fitch を除いて 8 割以上が年 1 回ないし一度もミーティングを行わない(1 回未満)という回答である。MDY と S&P は年 3 回以上が 1 割以上を占めているので、起債者によってミーティングの回数を選別している様子が伺えるが 1 年に一度もミーティングを行わなかった比率が高い(MDY15.2%, S&P27.3%)。2005 年度調査では、年 1 回ないし一度もミーティングを行わない比率が若干減少し、年 2 回の比率が増加した(Fitch を除く)。全体として通常年 1 回のミーティングが 7 ～ 8 割で最も多く、次いで年 2 回が 10 ～ 15%、年 3 回以上は 1 割前後であり、格付け会社と起債者の接触は「あまり多くない」という印象である。本問コメントのなかに、「年 1 回の定期的なミーティングと必要があればフォロー・アップ・ミーティング(決算説明など)を行えばよい」と考えている起債者が多かった。また、ミーティングのほか、電話やメールでコンタクトを取っているという起債者も多かった。

Q15. アニュアル・ミーティングの平均所要時間は、(%)

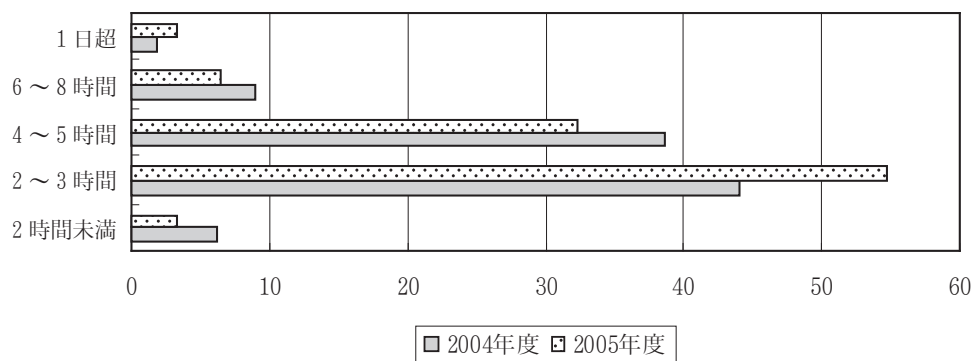
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
2 時間未満	6.3	4.4	17.7	20.4	37.5
2 ～ 3 時間	44.1	40.7	51.6	55.1	50.0
4 ～ 5 時間	38.7	41.5	24.2	18.4	12.5
6 ～ 8 時間	9.0	11.1	4.8	6.1	0
1 日超	1.8	2.2	1.6	0	0

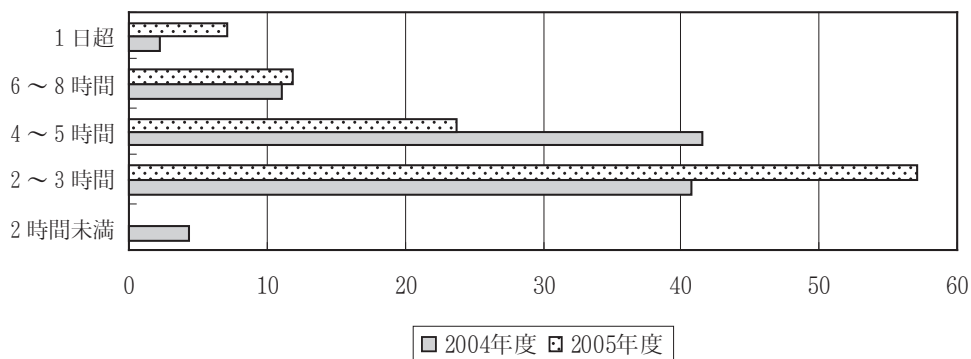
[2005 年度]

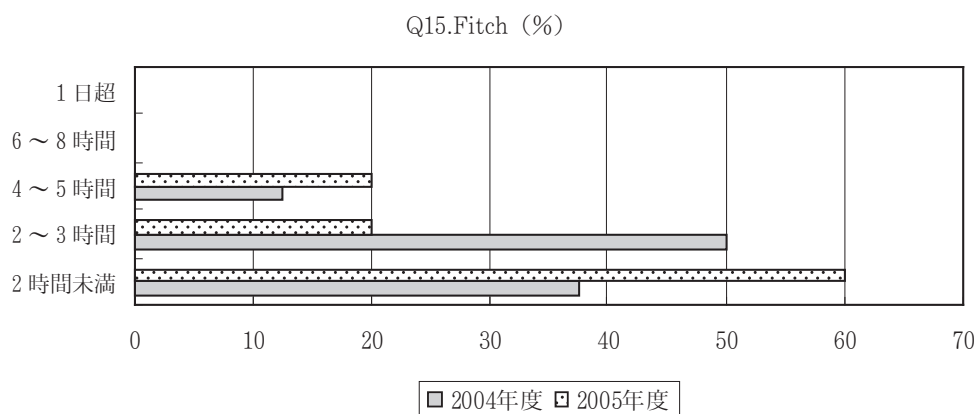
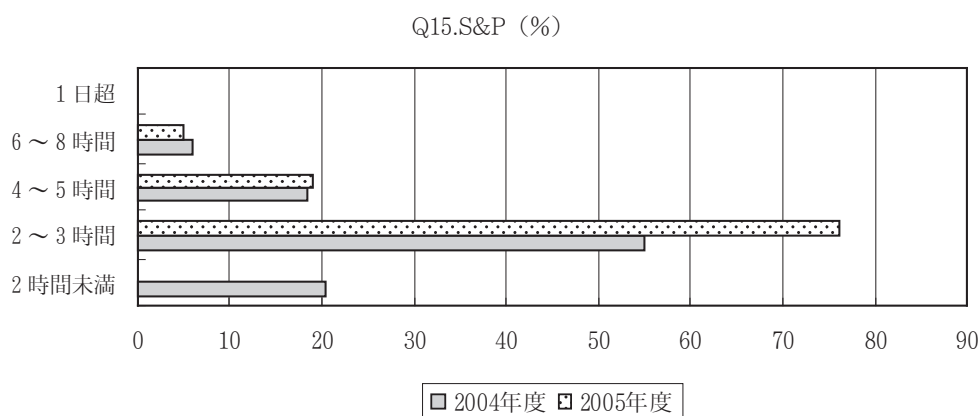
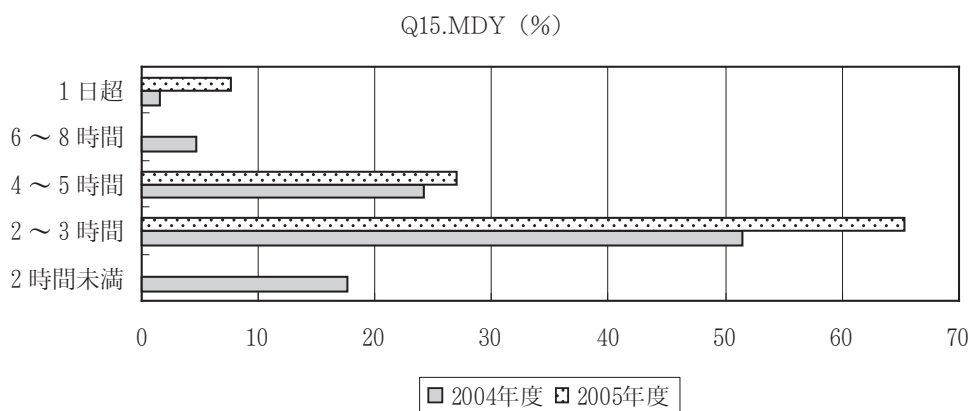
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
2 時間未満	3.2	0	0	0	60.0
2 ～ 3 時間	54.8	57.1	65.4	76.2	20.0
4 ～ 5 時間	32.3	23.8	26.9	19.0	20.0
6 ～ 8 時間	6.5	11.9	0	4.8	0
1 日超	3.2	7.1	7.7	0	0

Q15.JCR (%)



Q15.R&I (%)





(概説)

問Q15はアニュアル・ミーティングの所要時間についてである。ほとんどの格付け会社は毎年1回アニュアル・ミーティング(前問Q14のミーティング回数に含まれている)を行うことを原則としているようであるが、その平均所要時間は2～3時間が最も多い。

全体として日系格付け会社の方が外資系格付け会社よりもミーティング時間が長く、特に R&I は 6 ～ 8 時間が 11.9%（2005 年）、1 日超が 7.1%（2005 年）と長く、S&P と Fitch のミーティング時間が短い傾向にある。

Q16. 格付会社に対して通常どの程度の情報を伝えますか. (%)

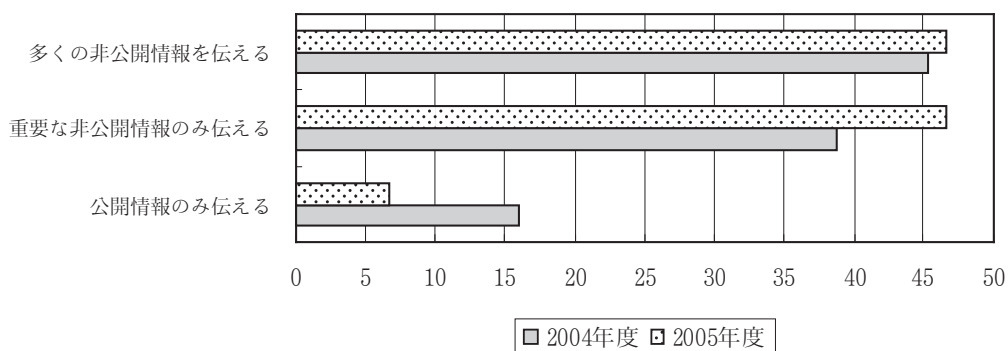
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
公開情報のみ伝える	16.0	18.8	36.1	43.9	30.0
重要な非公開情報のみ伝える	38.7	43.8	38.9	31.6	10.0
多くの非公開情報を伝える	45.4	37.5	25.0	24.6	60.0

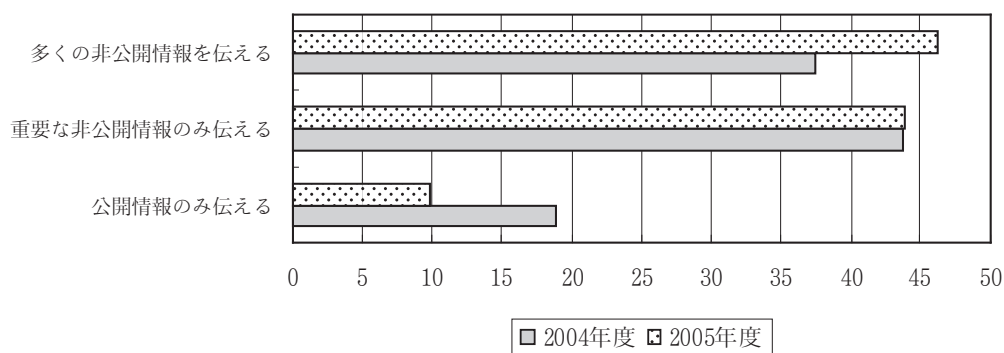
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
公開情報のみ伝える	6.7	9.8	24.0	18.2	40.0
重要な非公開情報のみ伝える	46.7	43.9	36.0	40.9	20.0
多くの非公開情報を伝える	46.7	46.3	40.0	40.9	40.0

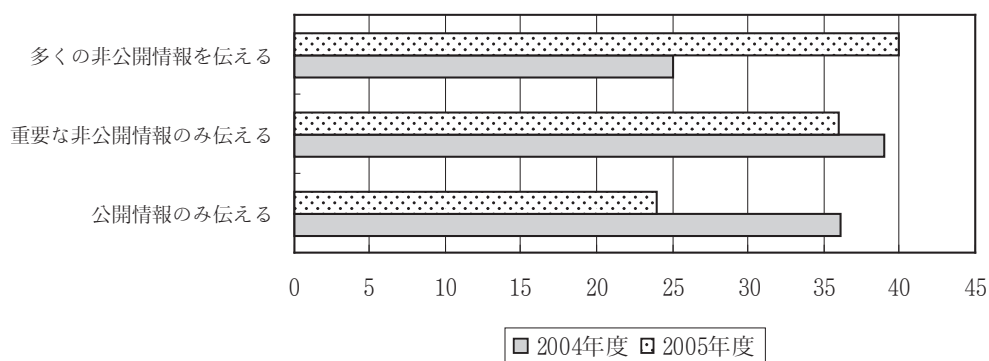
Q16.JCR (%)



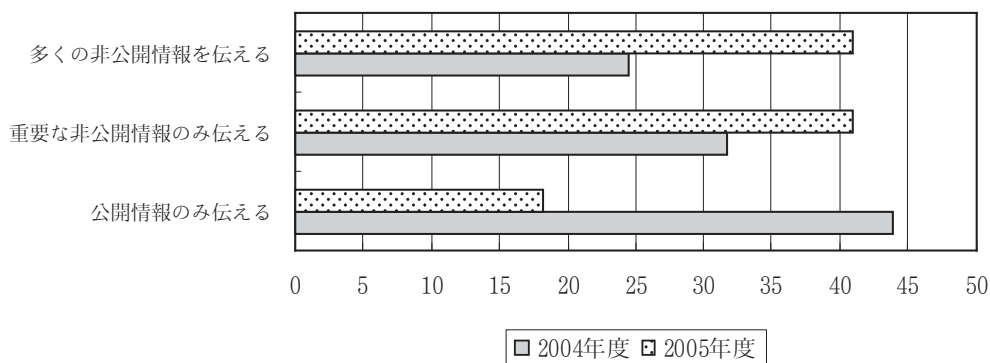
Q16.R&I (%)

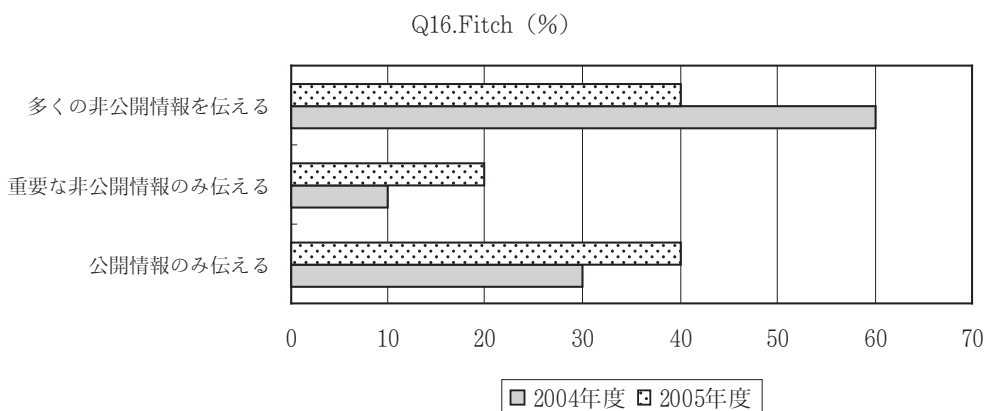


Q16.MDY (%)



Q16.S&P (%)





(概説)

問 Q16 は被格付け会社が格付け会社に対してどの程度の情報を伝えるかについてである。社債を発行する際に公開する有価証券発行届出書、発行目論見書、および発行後定期的に情報公開する有価証券報告書は日本の場合アメリカなどに比較して信用リスクを判断するための情報が十分でないといわれている。そのため格付け会社は最初の格付け時よりもとより公募債券の流通量が一定量を下回るまで、定期的あるいは不定期に非公開情報の提出を要求する。しかし、被格付け会社は格付け会社に対して情報を伝える法的義務はないので、格付け会社がどの程度の情報を基に分析しているかはケース・バイ・ケースである。アメリカではレギュレーション FD (Regulation Fair Disclosure：2000 年 11 月施行) によって企業が情報を開示する場合は、証券アナリストを含む全ての投資家に対して同時に情報を開示することを義務付けているが、格付け会社はこの法律の適用除外とされている。この法律による情報の優位性は格付け会社の信用リスク判断の精度を向上させる面と、投資家が格付け情報を過度に信用しすぎるといふ弊害も伴っている（企業は全ての情報を格付け会社に知らせる義務はないが、投資家は格付け会社が重要な情報を得ていると考える傾向がある）。なお、日本ではこのようなレギュレーションはない。本問に対する回答を要約すると、①日系格付け会社の方が外資系格付け会社よりも非公開情報を得ている割合が高い、②重要な非公開情報については外資系格付け会社に対しても 3 分の 1 程度の起債者が伝えている、③ 2005 年は 2004 年よりも多くの起債者が非公開情報を伝えるようになった。全体として、格付けに必要な非公開情報はおおむね伝わっていると推察されるが、外資系格付け会社の「公開情報のみ伝える」比率が 2 割程度（Fitch を除く）と高いことから、金融庁による指定格付機関であるという観点から何らかの改善策が必要ではないかと思われる（外資系格付け会社は「勝手格付け」件数が多いといわれているのでその影響も反映されている可能性がある）。本問に対するコメントの中に、「守秘義務契約がない格付け会社があるので非公開情報を伝えにくい」という留意すべき意見があった。

Q17. 貴社について、格付け会社が公表した調査や分析の質をどのように評価されますか。
(%)

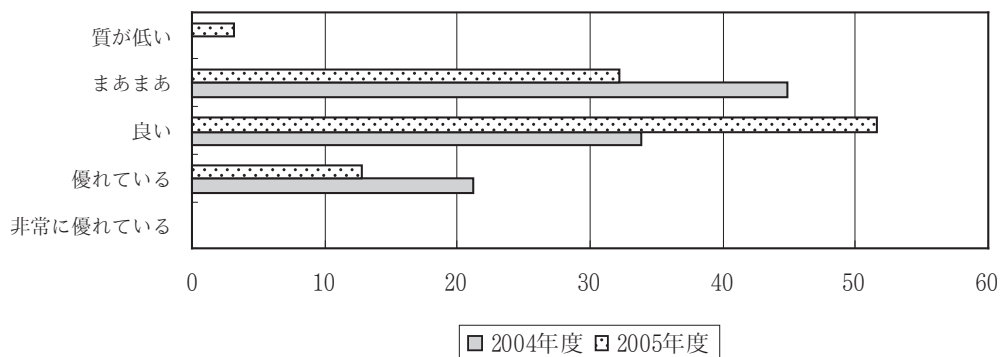
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	0	0.7	1.4	0	0
優れている	21.2	19.7	24.3	15.5	0
良い	33.9	32.1	32.9	24.1	45.5
まあまあ	44.9	43.8	40.0	51.7	36.4
質が低い	0	3.6	1.4	8.6	18.2

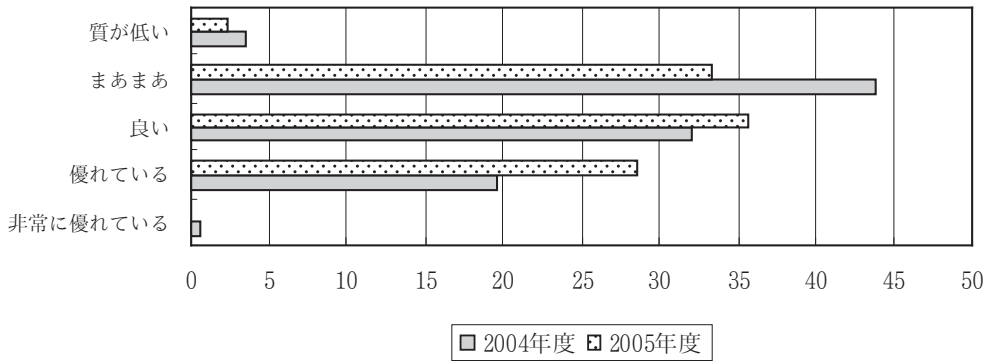
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	0	0	0	0	0
優れている	12.9	28.6	15.4	20.8	0
良い	51.6	35.7	50.0	41.7	40.0
まあまあ	32.3	33.3	34.6	37.5	40.0
質が低い	3.2	2.4	0	0	20.0

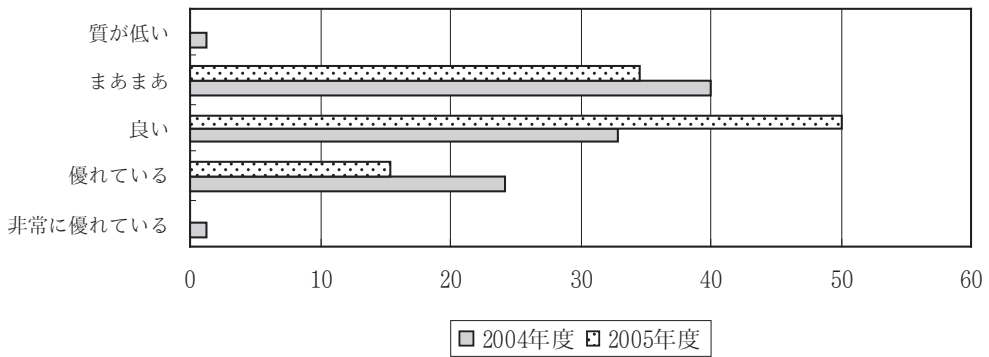
Q17.JCR (%)



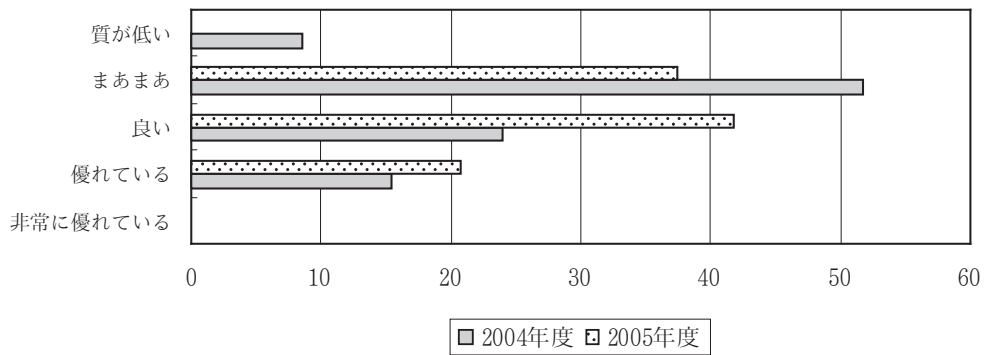
Q17.R&I (%)

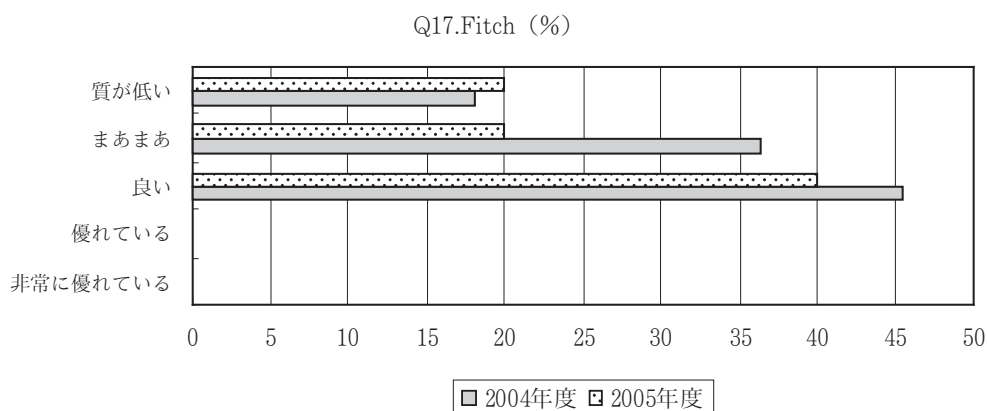


Q17.MDY (%)



Q17.S&P (%)





(概説)

問 Q17～問 Q19 は格付け会社が公表するレポートについての質問である。本問 (Q17) は格付け会社のレポートの質について被格付け会社がどのように評価しているかについての問である。問 Q6 の「格付け会社を選んだ理由」について、外資系格付け会社の「信頼できる格付け会社だから」の比率が高かったが、本問の「非常に優れている」「優れている」「良い」の合計値でみると、レポートの質については外資系格付け会社が有意に高いとはいえない。特に、S&P の 2004 年度調査の合計値 (40%) は 5 格付け会社中最も低い。したがって、問 Q6 の「信頼できる格付け会社」の根拠は「レポートの質」を示しているわけではないと理解できる。「まあまあ」を「まあまあ良い」とするか「まあまあ我慢できる」と解釈するかによって見方は異なるが、押しなべて被格付け会社は公表された格付け会社のレポートの質を「一応評価している」と判断できる。本問に対するコメントとして、企業分析に係わる部分について、「評価根拠と格付け結果が一致していない」、「量的側面に偏りすぎて質的側面が理解されていない」等の意見が複数あった。

Q18. 貴社について格付け会社が公表したレポートには格付け根拠をわかりやすく書いてありますか. (%)

[2004 年度]

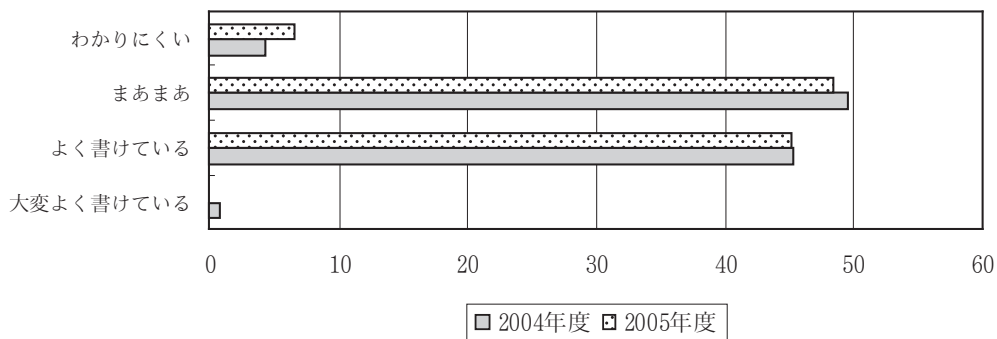
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
大変よく書けている	0.9	2.2	4.4	1.8	0
よく書けている	45.3	42.8	44.1	31.6	45.5
まあまあ	49.6	47.8	48.5	50.9	45.5
わかりにくい	4.3	7.2	2.9	15.8	9.1

[2005 年度]

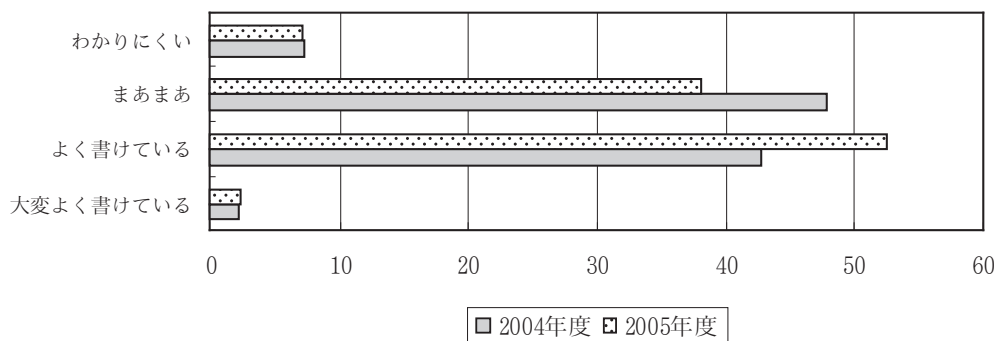
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
大変よく書けている	0	2.4	0	0	0

よく書けている	45.2	52.4	57.7	41.7	40.0
まあまあ	48.4	38.1	38.5	50.0	40.0
わかりにくい	6.5	7.1	3.8	8.3	20.0

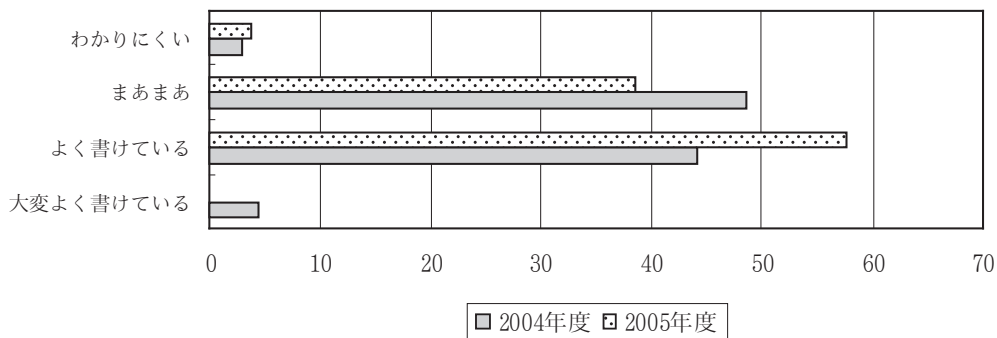
Q18.JCR (%)

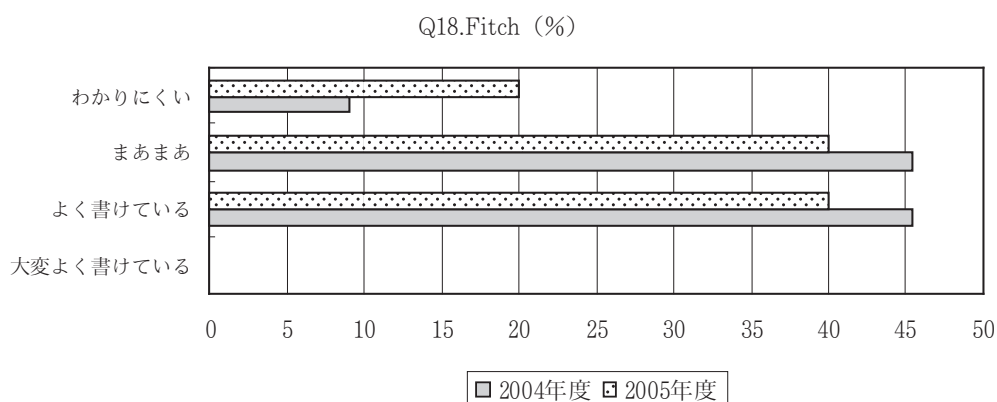
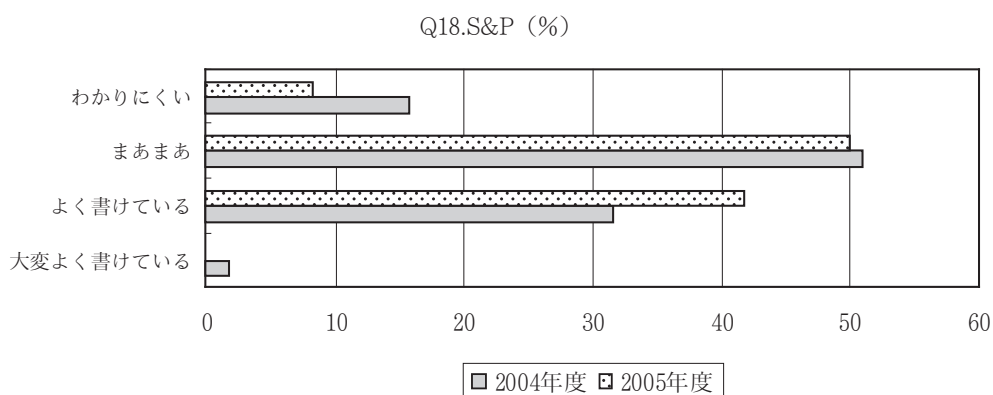


Q18.R&I (%)



Q18.MDY (%)





(概説)

本問(Q18)は、「格付けの根拠」がわかりやすく書いてあるかどうかについてである。全体的に「まあまあ」の比率が高く、「大変よく書けている」「よく書けている」の合計は4～5割である(S&Pの比率が2004年33%, 2005年42%と低い)。「わかりにくい」はS&Pが最も高く(2004年15.8%, 2005年8.3%), 次いでR&Iが2年続けて7%台である(2004年7.2%, 2005年7.1%)。コメントには、「キャッシュフローの定義が明確でない」「同業他社との格付け差異の根拠がわかりにくい」などが含まれている。

Q19. 貴社は格付け会社のレポートを事前にどの程度までチェックできますか。(%)

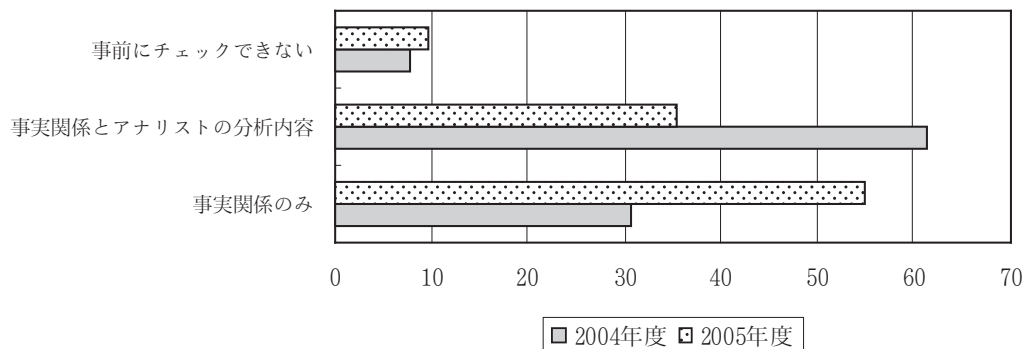
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
事実関係のみ	30.7	35.1	43.8	42.6	27.3
事実関係とアナリストの分析内容	61.4	55.2	48.4	40.7	54.5
事前にチェックできない	7.9	9.7	7.8	16.7	18.2

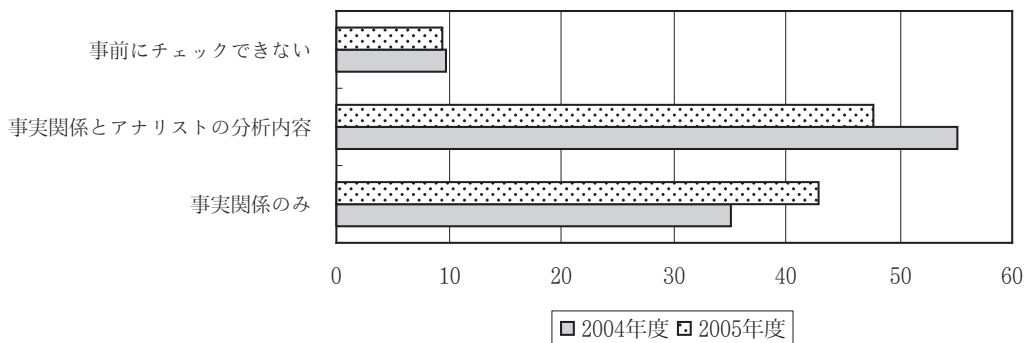
[2005 年度]

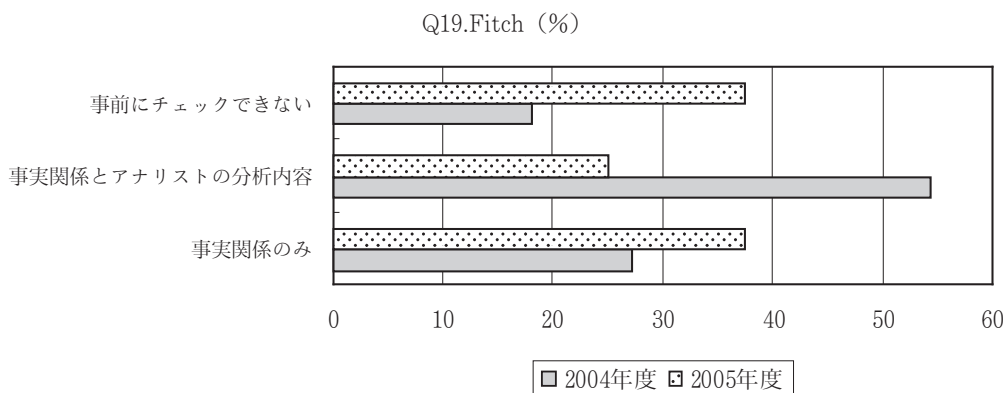
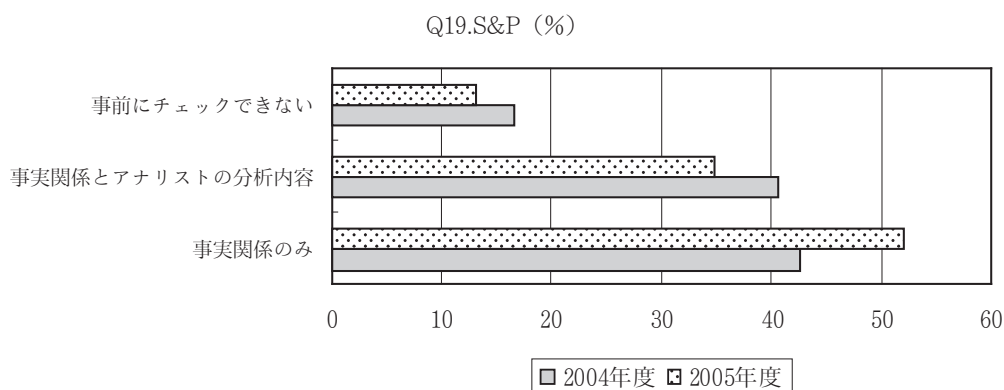
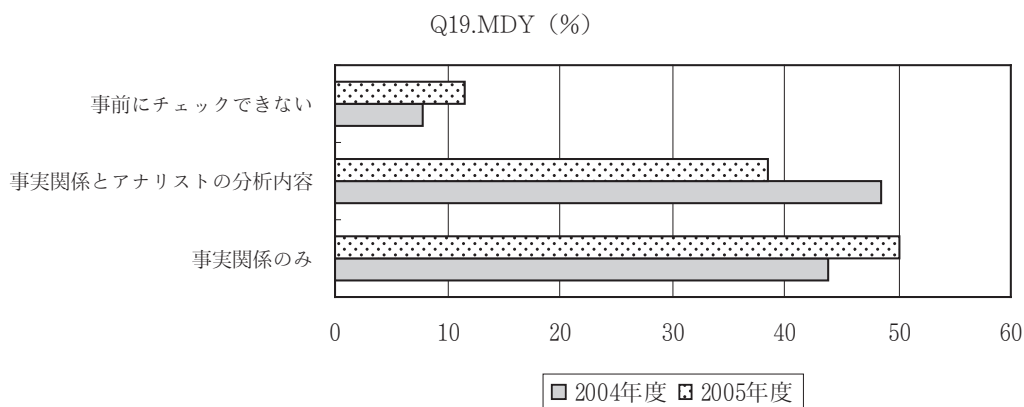
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
事実関係のみ	54.8	42.9	50.0	52.2	37.5
事実関係とアナリストの分析内容	35.5	47.6	38.5	34.8	25.0
事前にチェックできない	9.7	9.5	11.5	13.0	37.5

Q19.JCR (%)



Q19.R&I (%)





(概説)

格付け会社はニュース・リリースや投資家向け個別レポートを公表する前に、事実誤認がないか等を確認する意図で起債者に原稿のチェックを依頼するのが一般的であるが、どの程度までのチェックを依頼しているかについて調査したのが本問（Q19）である。「事実関係のみ」と「事実関係とアナリストの分析内容」を合計すると、JCR, R&I, MDY

については9割以上がチェック可能となっているが、S&PとFitchについてはチェック可能比率が低い。事実関係も含めて「事前にチェックできない」ケースが各格付け会社とも約1割程度ある（S&Pは2004年16.7%、2005年13%、Fitchは2004年18.2%、2005年37.5）。チェックのあるケースと一切「事前にチェックできない」ケースを格付け会社がどのように選別しているかについてはこの調査から明らかでないが、コメントの中から類推すると「フル・レポートについては事前チェックできないが、要約文のみ確認している」ケースや、「業界全体について格付け水準の変更がある場合はチェックできない」などが「事前にチェックできない」に分類されているものと思われる。

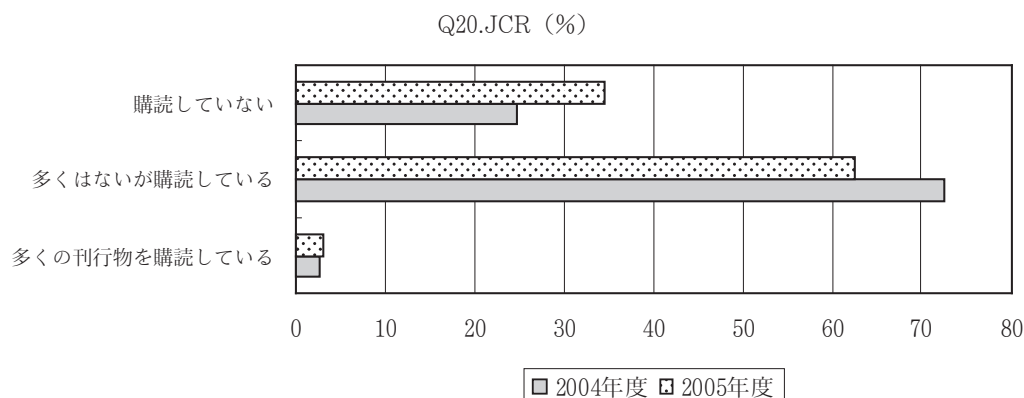
Q20. 格付け会社の刊行物（電子媒体を含む）を購読していますか。（％）

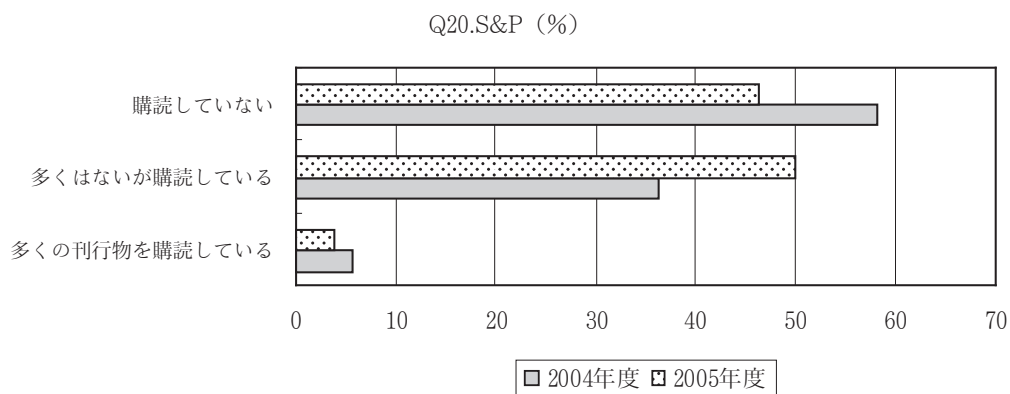
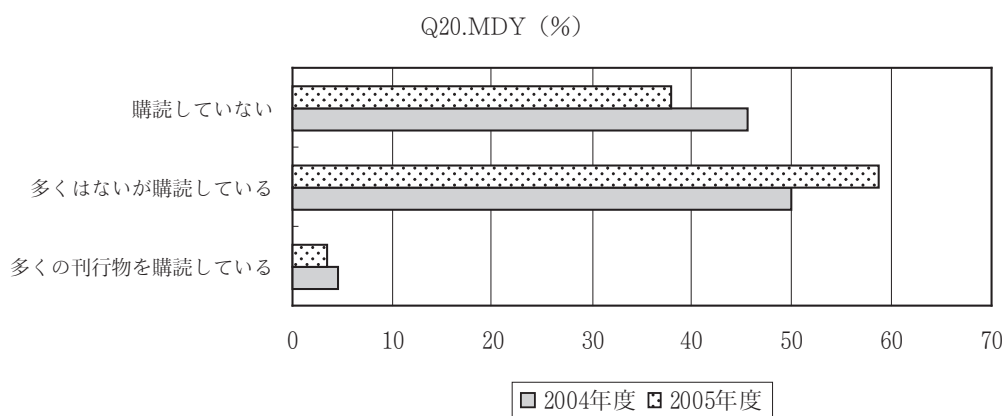
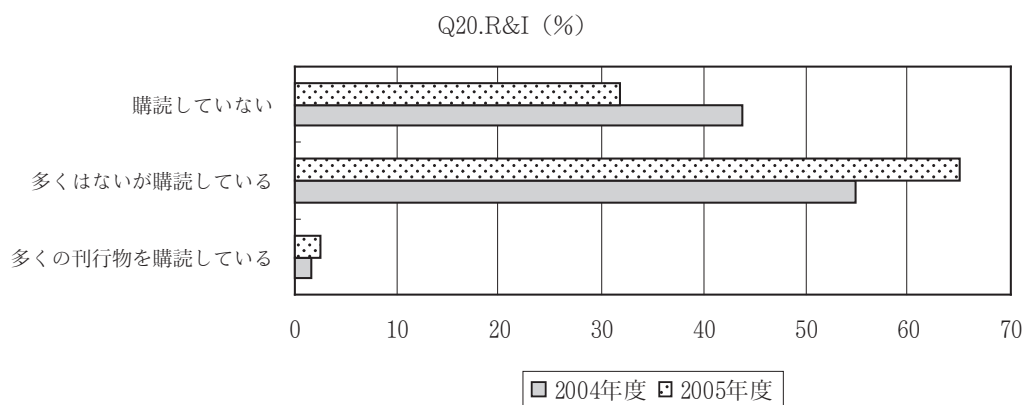
[2004 年度]

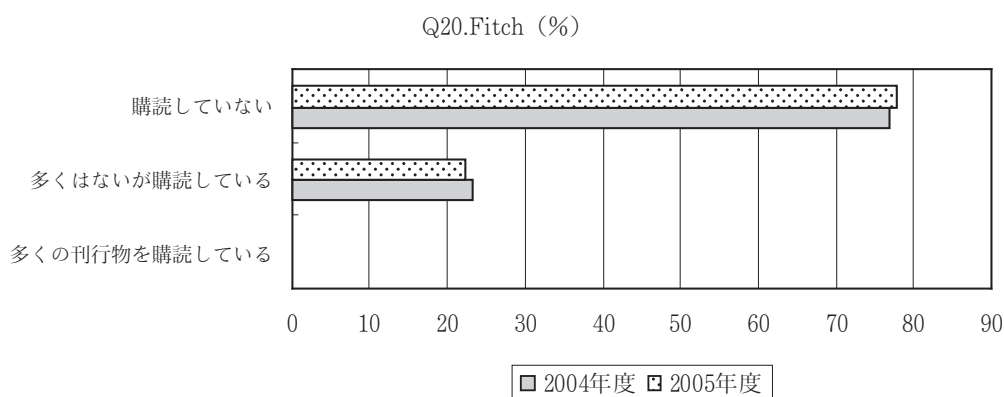
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
多くの刊行物を購読している	2.6	1.5	4.5	5.5	0
多くはないが購読している	72.6	54.8	50.0	36.4	23.1
購読していない	24.8	43.7	45.5	58.2	76.9

[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
多くの刊行物を購読している	3.1	2.4	3.4	3.8	0
多くはないが購読している	62.5	65.0	58.6	50.0	22.2
購読していない	34.4	31.7	37.9	46.2	77.8







(概説)

起債企業も余裕資金の運用や同業他社の格付け事由を知るために格付け情報を利用していることが予想される。格付け情報（有料情報）は、情報の種類や内容によって部分購読が可能になっているので「多くはないが購読している」が5～7割を占めている。「購読していない」は3～4割であるが、日系格付け会社の情報が外資系格付け会社の情報より多く購読されている。一方、「多くの刊行物を購読している」被格付け会社の比率は全体として低い、外資系格付け会社の比率は高い（Fitchを除く）。

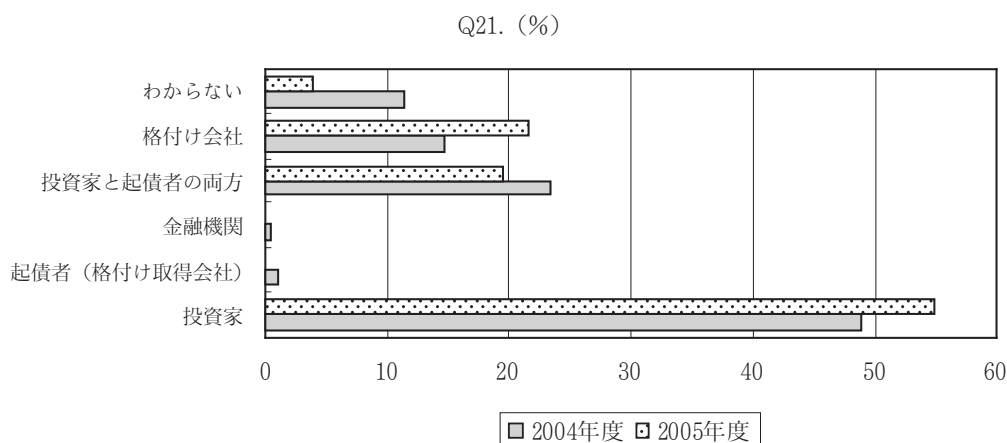
Q21. 格付け会社は誰の利益を最も優先していると思いますか。（％）

[2004 年度]

投資家	48.9
起債者（格付け取得会社）	1.1
金融機関	0.5
投資家と起債者の両方	23.4
格付け会社	14.7
わからない	11.4

[2005 年度]

投資家	54.9
起債者（格付け取得会社）	0
金融機関	0
投資家と起債者の両方	19.6
格付け会社	21.6
わからない	3.9



(概説)

格付けは、投資情報のひとつであるので投資家の利益を優先する一方、起債者は証券発行のために格付け料金を支払うので起債者を優先すべきであるという考え方がある。また、格付けは、投資家と起債者の両者にまたがるインフラストラクチャーであるので、両者のバランスが取れている必要があるという意見もある。最近では、格付け料金が低いといわれる金融証券化商品（ストラクチャード・ファイナンス）に対する格付けが多いので金融機関を優先しすぎているという意見や、格付け会社は「指定制度」（日本）や、「認定制度」（米国）に基づいて特定の会社だけが格付け業務を行えるので公共性を重視すべきであるのに格付け会社が自社の利益を優先させている等の声もある。本問（Q21）は、これらの意見や声について格付け会社と最も近い距離にある起債者の印象を聞いた質問である。格付け会社は「投資家」の利益を最も優先しているという回答が約 5 割、「投資家と起債者の両方」が約 2 割で「起債者（格付け取得会社）」がほぼゼロという数字から、起債者は「格付け会社は投資家の利益を最優先させながらも起債者にもかなりの配慮を払っている」と受け止めることができるであろう。格付け会社の利益の優先先が「金融機関」はほぼゼロであったが、「格付け会社」自身の比率が「格付けの公共性」を重視する者から見ると高い値を示している（2004 年 14.7%，2005 年 21.6%）。

Q22. 格付けの必要性についてどのようにお考えですか。（%）

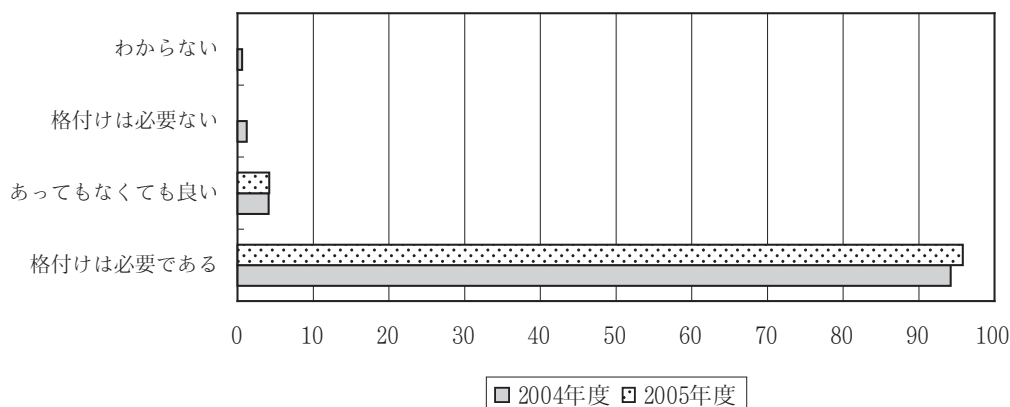
[2004 年度]

格付けは必要である	94.2
あってもなくても良い	4.1
格付けは必要ない	1.2
わからない	0.6

[2005 年度]

格付けは必要である	95.8
あってもなくても良い	4.2
格付けは必要ない	0
わからない	0

Q22. (%)



(概説)

信用リスクが増加すれば投資家が格付け情報を必要とするのは当然であるが、起債者が格付けを必要なものと考えているかどうかの程度は格付け制度のあり方に大きな影響を与える。アメリカでは 20 世紀のはじめに格付けが始まって以降約 60 年間、起債者は直接格付けに係わってこなかったが、1970 年代以降起債者が進んで格付けを取得するようになり、その結果格付けの重要性が増して、NRSRO 制度（格付けを公表する格付会社は SEC に登録し認定＝ノーアクションレターを受ける必要がある）が設けられることになった。アメリカで起債者が進んで格付けを取得するようになった理由は、金利が上昇した際に起債者ができるだけ高い格付けを取得して、すなわち格付け会社に企業の内容を説明して金利コストを下げるという経済的メリットがあったためである。本問（Q22）には 90% 以上が「格付けは必要である」と回答しており、格付けが日本の起債企業に圧倒的に必要視されている。「あってもなくても良い」が 4% あるが、2005 年においては「格付けは必要ない」および「わからない」は皆無である。2004～2005 年において、なお日本の低金利は続いており企業にとって金利低下メリットはそれほどないはずである。にもかかわらず圧倒的多数の企業が自社の信用リスクを投資家に知らせようとするインセンティブが何であるか、今回の回答からはわからない。格付けを必要とする理由をコメントの中から拾うと、「第 3 者の評価が必要」、「格付けが無いとマーケットが機能しない」、「企業間比較のために必要」などである。経済的メリットよりもガバナンスや秩序維持のための指標としての有用性に重きが置かれている感もある。

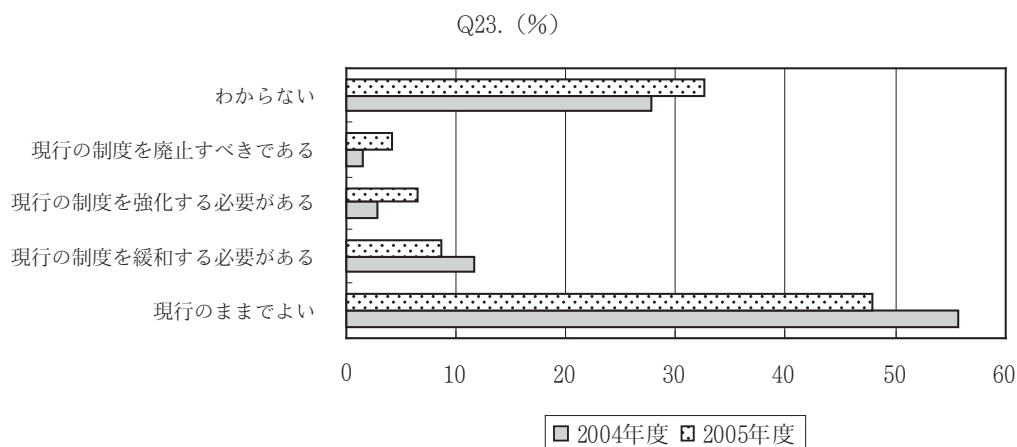
Q23.「指定格付機関制度」についてどのようにお考えですか。（％）

[2004 年度]

現行のままでよい	55.8
現行の制度を緩和する必要がある	11.6
現行の制度を強化する必要がある	2.9
現行の制度を廃止すべきである	1.7
わからない	27.9

[2005 年度]

現行のままでよい	47.8
現行の制度を緩和する必要がある	8.7
現行の制度を強化する必要がある	6.5
現行の制度を廃止すべきである	4.3
わからない	32.6



（概説）

日本の格付け制度は1985年4月にスタートしたが、社債の格付けを行う者は「企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和48年大蔵省令第5号）第1条第13号の2」に規定する「指定格付機関」としての「指定」を金融庁から受けなければならない。現在の指定格付機関（平成17年金融庁告示第88号）は、(株)格付投資情報センター（東京都）、(株)日本格付研究所（東京都）、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（米国ニューヨーク）、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングス・サービス（米国ニューヨーク）、フィッチレーティングスリミテッド（英国ロンドン）の5つである。米国では格付機関の認定制度NRSROについて企業改革法に基づいて現在見直し中であるが、新規参入の弾力化、認定基準の明確化、利益相反規定の導入などが焦点になっている。

(本問 Q23 末尾注参照)。米国において認定制度の見直しが行われると、日本にも影響があることが予想されるが、本問 (Q23) に対する回答は、「現行のままでよい」が約半数を占めている。「現行制度を緩和する必要がある」が「現行制度を強化する必要がある」を上回っているが、参入障壁など「緩和」すべき事項と認定基準など「強化」すべき事項を区別しない問であったのでこの回答からの評価は難しい。「わからない」が 3 割前後を占めたことは、問い方自体に問題があったことを反省する。すなわち、「指定格付機関制度」の概要、問題点、米国における論争点などを紹介した上で問題を設定すべきであった。しかし、コメントは多く出され、「指定の基準を明確にすべきである」、「格付けの結果をしっかりと評価して指定の更新などに反映させるべきである」等、行政によるフォローを強化すべき意見が多かった反面、「指定をやめて市場競争に任せた方がよい」という意見も散見された。

(問 Q23 末尾注)

●アメリカの企業改革法に基づいて改正された **Credit Rating Agency Reform Act of 2006 (S.3850)** は 2006 年 9 月 29 日、ブッシュ大統領が署名して改正法として成立した。

●法律の内容詳細は未だ明らかではないが、下院の法案を大雑把に要約すると、NRSRO の制度は残す、3 年以上の格付け経験のある格付け会社であれば SEC の審査を経て原則認定するというもので、格付け会社の競争を促すことが主題になっているようである。予想される影響としては、SEC 権限の強化によってこれまでの言論の自由が後退する可能性があること、MDY, S&P のシェアが低下することなどの声が上がっている。下院法案返過 (2006 年 7 月 12 日) 後の市場の反応として、2006 年 3 月 31 日のニューヨーク証券取引所平均株価を 100 とする MDY の株価は 75% に、S&P の親会社であるマグローヒルの株価は 90% に低下した (SP500 銘柄の平均は 98% に低下)。下院の投票結果は、賛成 255 票 (共和党)、反対 177 票 (民主党) で 59% 対 41% であった。