

投資家の回答概要

格付けに関するアンケート集計結果

(2004 年度投資家：88 社，2005 年度投資家：53 社)

日本大学経済学部助教授

三井秀俊

Q1. 新規格付け，格付け変更などの情報を通常どのように入手していますか。(%)

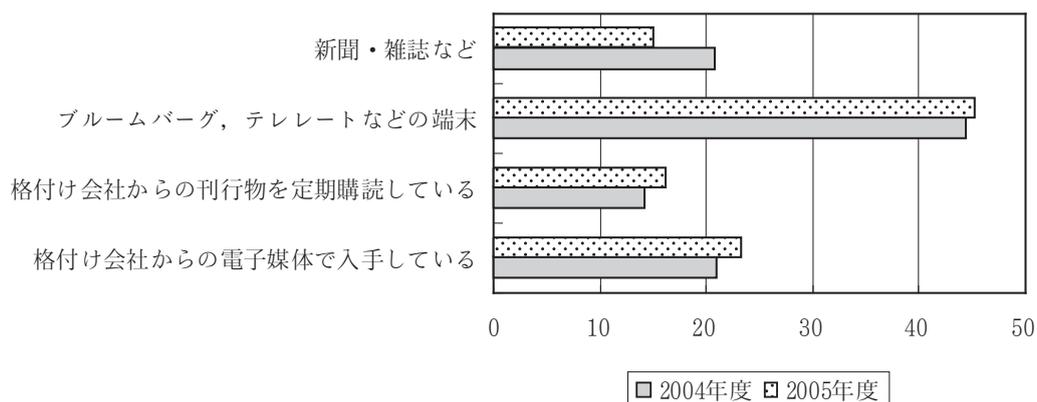
[2004 年度]

格付け会社からの電子媒体で入手している	20.8
格付け会社からの刊行物を定期購読している	14.1
ブルームバーグ，テレレートなどの端末	44.3
新聞・雑誌など	20.8

[2005 年度]

格付け会社からの電子媒体で入手している	23.3
格付け会社からの刊行物を定期購読している	16.3
ブルームバーグ，テレレートなどの端末	45.3
新聞・雑誌など	15.1

Q1. (%)



(概説)

問 Q1 は，新規格付け・格付け変更などの情報をどのように入手しているかの調査である。近年のインターネットの発達により安価で迅速に情報を得られるようになったため，投資家にとって株式市場・債券市場・外国為替市場の情報などを瞬時に得られることは投資資金の配分をより効率的に行うことを可能にすることに繋がる。金融情報を投資家に発信している組織としては，ロイター (REUTERS) やブルームバーグ (Bloomberg) が特

に有名である。回答から格付け情報に関しても「ブルームバーグ、テレレートなどの端末」が最も多くの回答率（2004年度 44.3%、2005年度 45.3%）があり、次に「格付け会社からの電子媒体で入手している」といったインターネットを利用した場合が顕著となった（2004年度 20.8%「新聞・雑誌など」と同率、2005年度 23.3%）。回答者のコメントとして、「証券会社から入手」、「有価証券管理サービスより入手」、「証券化商品などは、販売会社から連絡が来る」などがあった。

Q2. どの格付け会社の情報を利用していますか。（%）

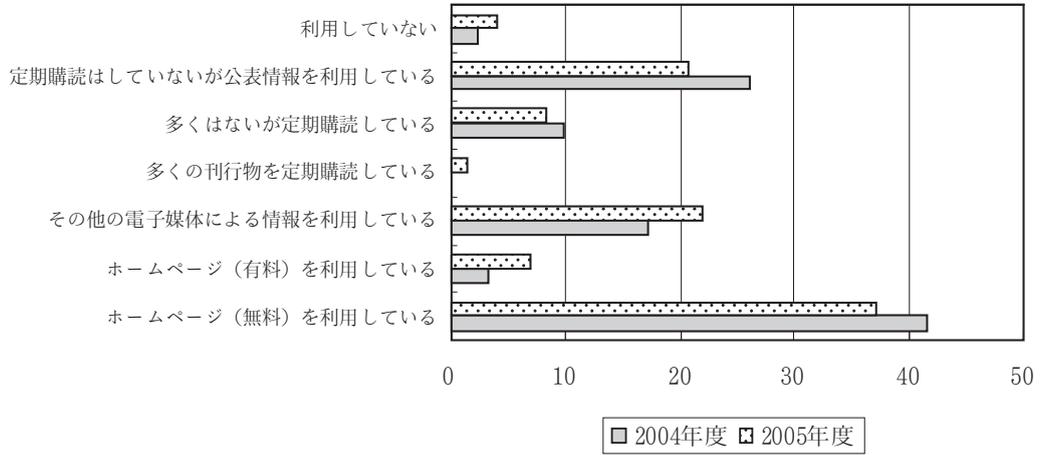
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
ホームページ（無料）を利用している	41.5	36.8	39.4	38.8	32.8
ホームページ（有料）を利用している	3.3	6.9	4.7	4.1	3.1
その他の電子媒体による情報を利用している	17.1	18.1	18.1	22.3	18.8
多くの刊行物を定期購読している	0	0.7	1.6	0	0
多くはないが定期購読している	9.8	12.5	6.3	5.0	1.6
定期購読はしていないが公表情報を利用している	26.0	23.6	28.3	27.3	25.0
利用していない	2.4	1.4	1.6	2.5	18.8

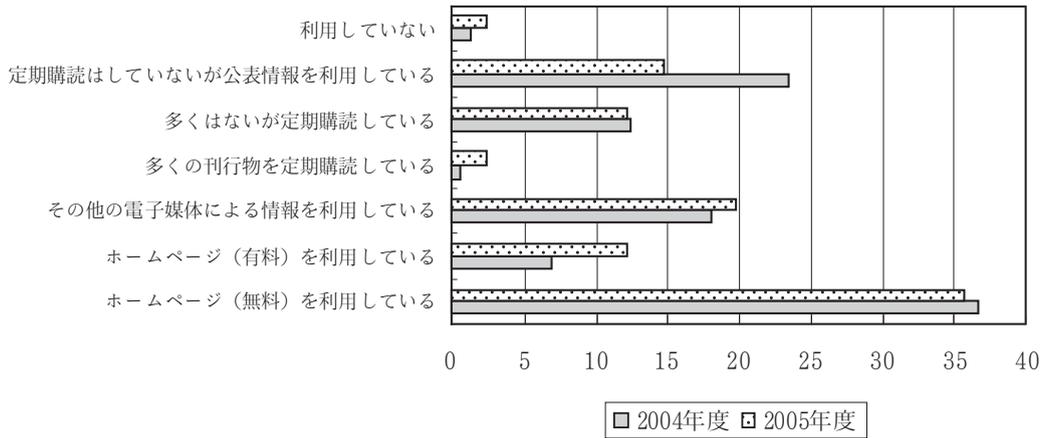
[2005年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
ホームページ（無料）を利用している	37.0	35.8	36.0	37.5	33.3
ホームページ（有料）を利用している	6.8	12.3	10.7	5.5	2.1
その他の電子媒体による情報を利用している	21.9	19.8	24.0	27.8	18.8
多くの刊行物を定期購読している	1.4	2.5	0	0	0
多くはないが定期購読している	8.2	12.3	5.3	28.0	2.1
定期購読はしていないが公表情報を利用している	20.5	14.8	20.0	22.2	18.8
利用していない	4.1	2.5	4.0	4.2	25.0

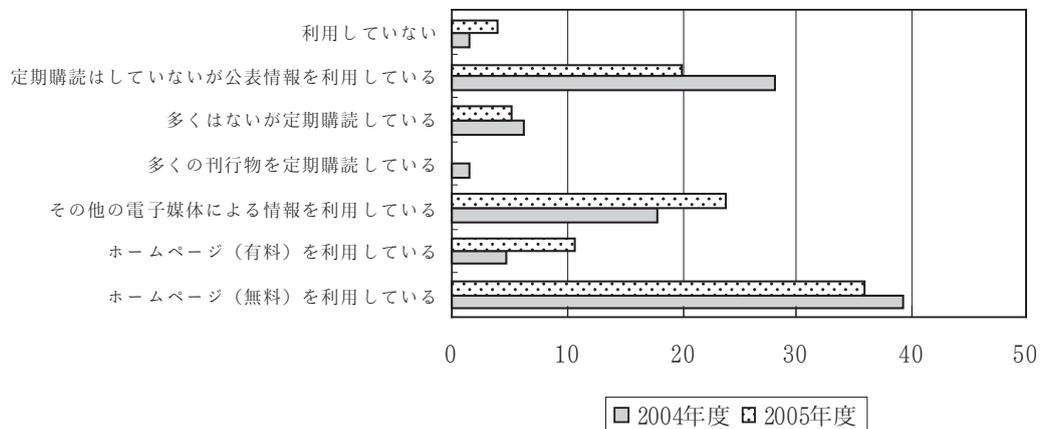
Q2.JCR (%)



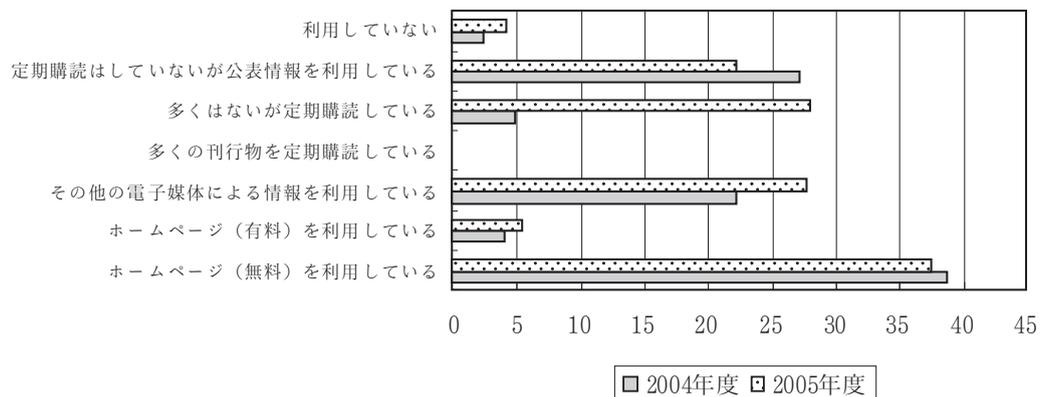
Q2.R&I (%)



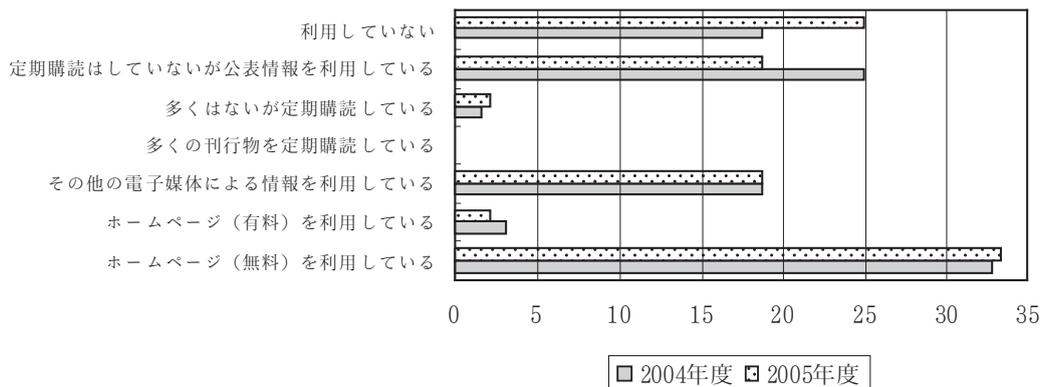
Q2.MDY (%)



Q2.S&P (%)



Q2.Fitch (%)



(概説)

問 Q2 は、投資家がどの格付け情報を利用しているかの調査である。どの格付け会社に関しても「ホームページ（無料）を利用している」が最も多くの回答を得た。また、特に日系格付け会社（JCR・R&I）と欧米系の格付け会社（MDY・S&P・Fitch）とで偏ることはなく、2004年度・2005年度ともに4割弱（2004年度のJCRのみ41.5%）で推移している。「定期購読はしていないが公開情報を利用している」投資家が多く（2割強）、「ホームページ（有料）を利用している」という投資家が少ない（数%から10%強）という結果となった。但し、「その他の電子媒体による情報を利用している」の質問項目の中に有料情報を利用している投資家が存在する可能性があり、今後の調査で明らかにする必要がある。日本では、Fitchは知名度が低いため「利用していない」という投資が2004年度は18.8%、2005年度は25%という結果となった。また「多くの刊行物を定期購読している」という投資家はほとんどいないようである。回答者のコメントとして、「無料HPと公開情報の利用が多い」などがあった。

Q3. 格付け会社の電子媒体および定期購読料金について（%）

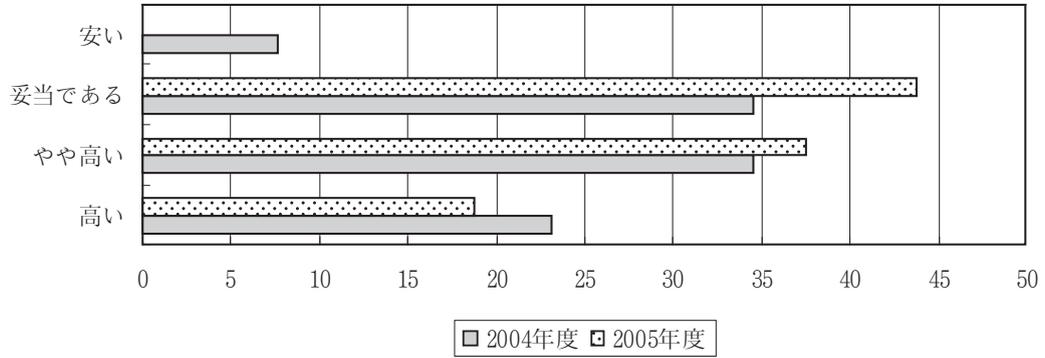
[2004年度]

Q3A 電子媒体料金	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	23.1	30.3	45.2	41.9	23.8
やや高い	34.6	30.3	38.7	38.7	52.4
妥当である	34.6	36.4	16.1	19.4	19.0
安い	7.7	3.0	0	0	4.8

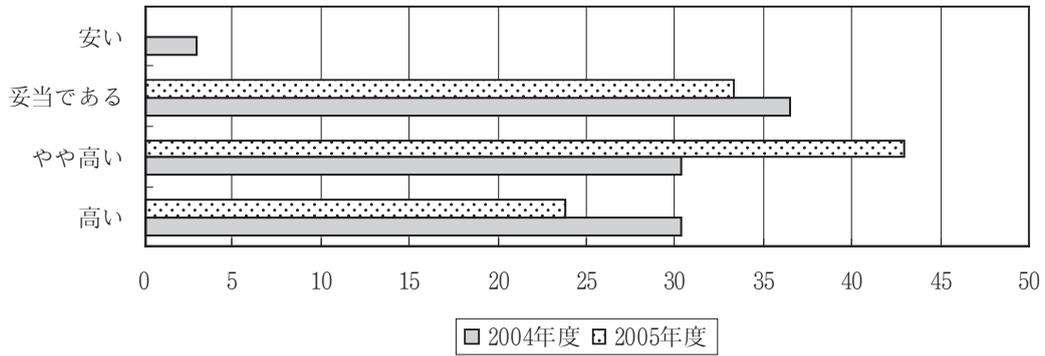
[2005年度]

Q3A 電子媒体料金	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	18.8	23.8	40.0	37.5	0
やや高い	37.5	42.9	40.0	37.5	57.1
妥当である	43.8	33.3	20.0	25.0	42.9
安い	0	0	0	0	0

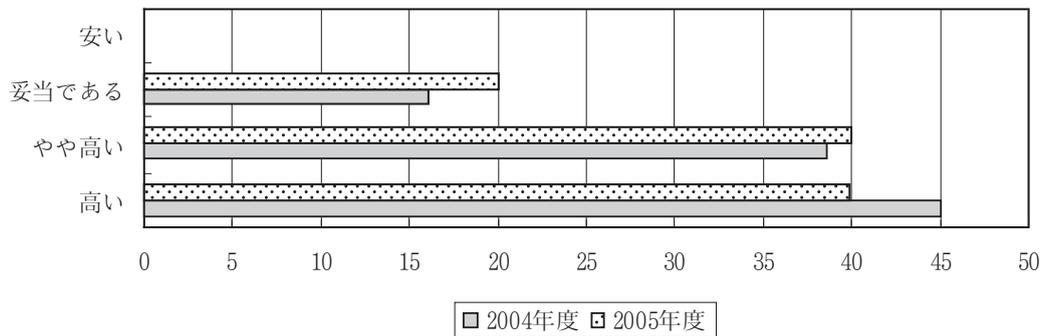
Q3A.JCR (%)



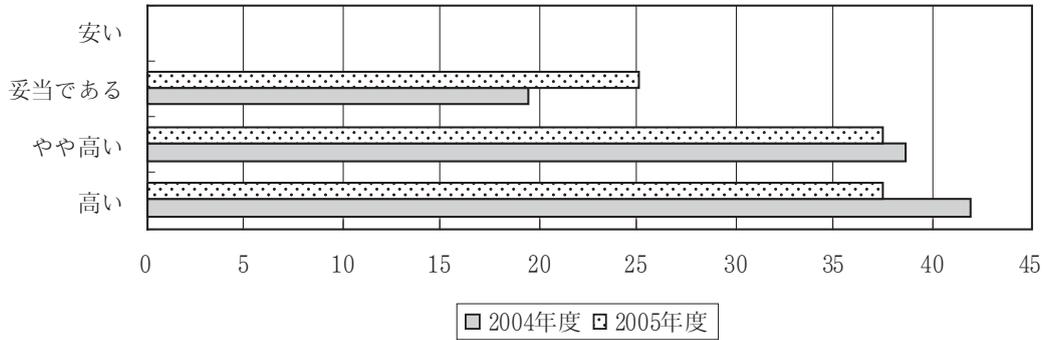
Q3A.R&I (%)



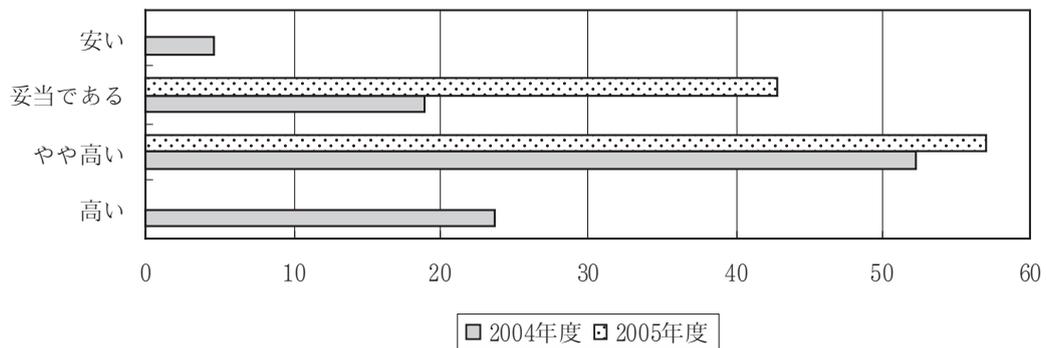
Q3A.MDY (%)



Q3A.S&P (%)



Q3A.Fitch (%)



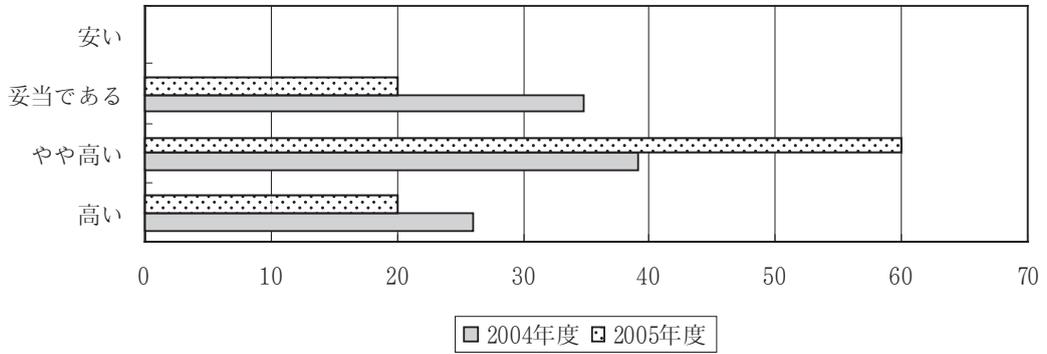
[2004年度]

Q3B 定期購読料金	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	26.1	21.9	40.0	34.8	31.3
やや高い	39.1	31.3	40.0	43.5	43.8
妥当である	34.8	46.9	20.0	21.7	25.0
安い	0	0	0	0	0

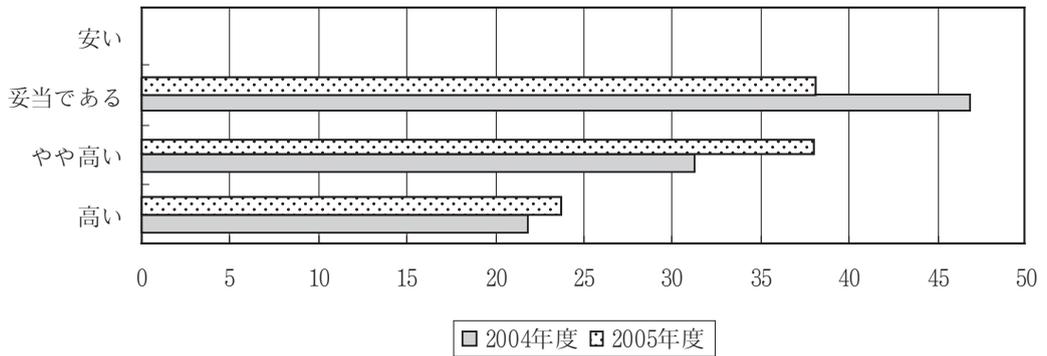
[2005年度]

Q3B 定期購読料金	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	20.0	23.8	7.7	0	0
やや高い	60.0	38.1	53.8	70.0	66.7
妥当である	20.0	38.1	38.5	30.0	33.3
安い	0	0	0	0	0

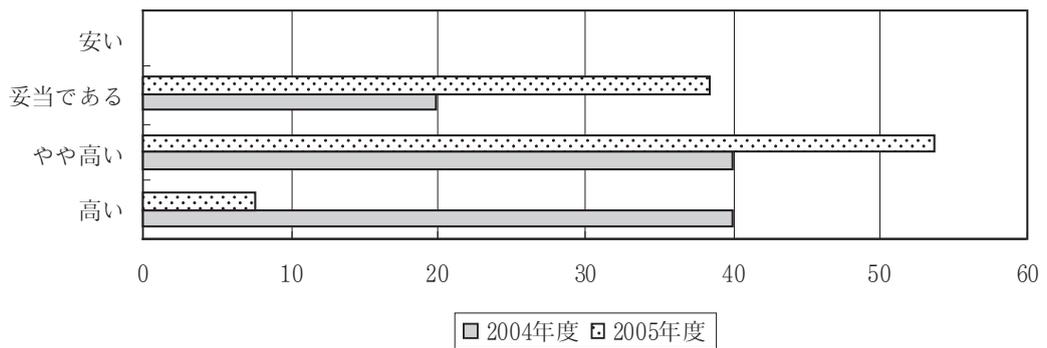
Q3B.JCR (%)

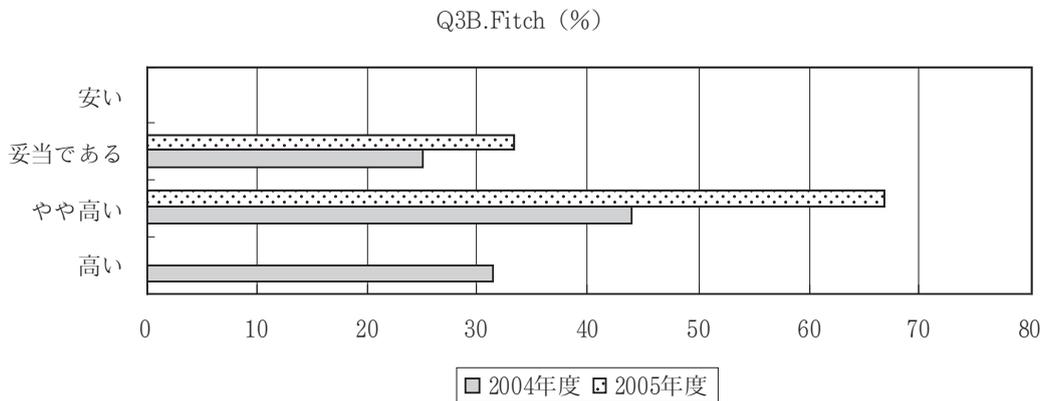
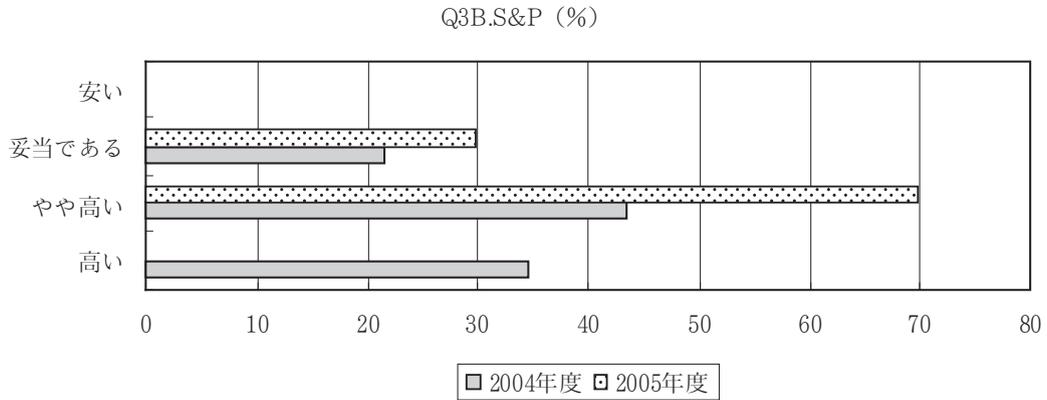


Q3B.R&I (%)



Q3B.MDY (%)





(概説)

問 Q3 は、格付け会社の提供する情報に対する料金の妥当性に関する調査である。問 Q3A は格付け会社が提供する電子媒体料金に関するものであり、問 Q3B は格付け会社が提供する定期購読料金に関するものである。

問 Q3A について、全体的に「やや高い」という回答が最も多かった。特に 2004 年度・2005 年度ともに米系の MDY (2004 年度 45.2%, 2005 年度 40.0%) と S&P (2004 年度 41.9%, 2005 年度 37.5%) は日系格付け会社と比較して「高い」という回答が最も多くなった。「妥当である」という回答率は日系の格付け会社では高く (JCR は 2004 年度 34.6%, 2005 年度 43.8%, R&I は 2004 年度 36.4%, 2005 年度 33.3%), 米系は低い MDY は 2004 年度 16.1%, 2005 年度 20.0%, S&P は 2004 年度 19.4%, 2005 年度 25.0%) という結果となった。投資家が「安い」と感じている格付け会社の電子媒体料金はほとんどなかった。2005 年度をみると、「安い」という項目に対する回答は全格付け会社で 0%であった。

問 Q3B について、全体的に「やや高い」と感じている投資家が多いという結果となった。ここでも問 Q3A と同様に日系の格付け会社よりも米系の格付け会社の方が「高い」、「やや高い」と感じている投資家が多いことがわかる。しかし、2004 年度と 2005 年度とを

比較してみると 2005 年度では欧米系の格付け会社に対して「高い」という回答が激減し (MDY が 40.0% から 7.7%, S&P が 34.8% から 0%, Fitch が 31.3% から 0%), 「やや高い」に対する回答が過半数を超える結果となった (R&I は除く). 問 Q3A と同様に, 定期購読料金に関しても「安い」という回答は全格付け会社に対して 0% であった.

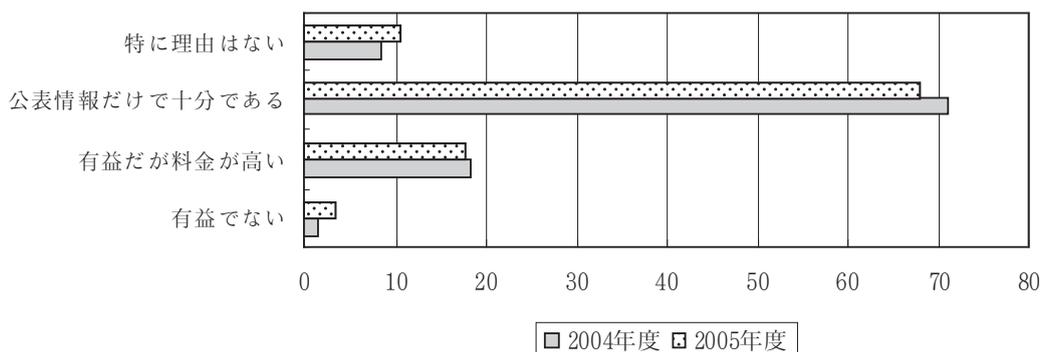
Q4. 電子媒体による情報入手をしていない, または定期購読していない場合の理由 (%)
[2004 年度]

Q4A 電子媒体を入手しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	1.7	0	0	0	0
有益だが料金が低い	18.6	23.6	25.4	23.7	18.9
公表情報だけで十分である	71.2	67.3	64.4	62.7	64.9
特に理由はない	8.5	9.1	10.2	8.5	16.2

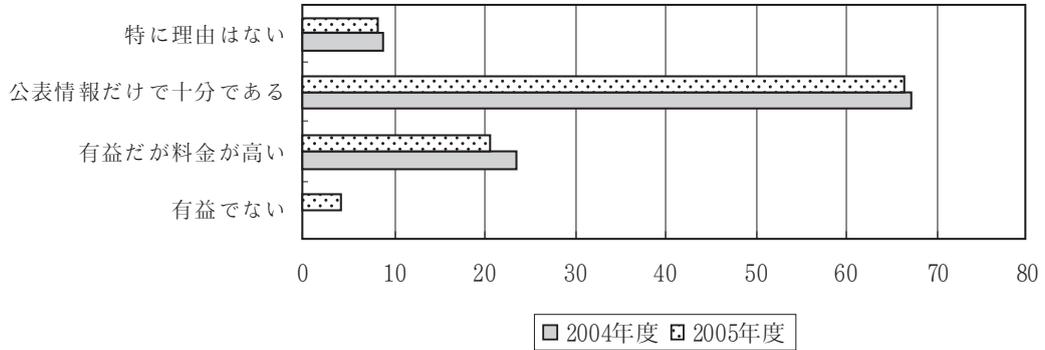
[2005 年度]

Q4A 電子媒体を入手しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	3.6	4.2	0	4.0	12.5
有益だが料金が低い	17.9	20.8	21.7	24.0	20.8
公表情報だけで十分である	67.9	66.7	65.2	64.0	50.0
特に理由はない	10.7	8.3	13.0	8.0	16.7

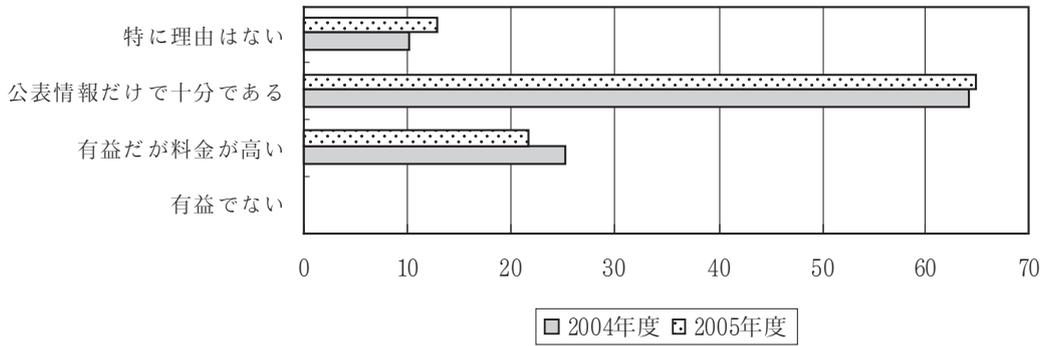
Q4A.JCR (%)



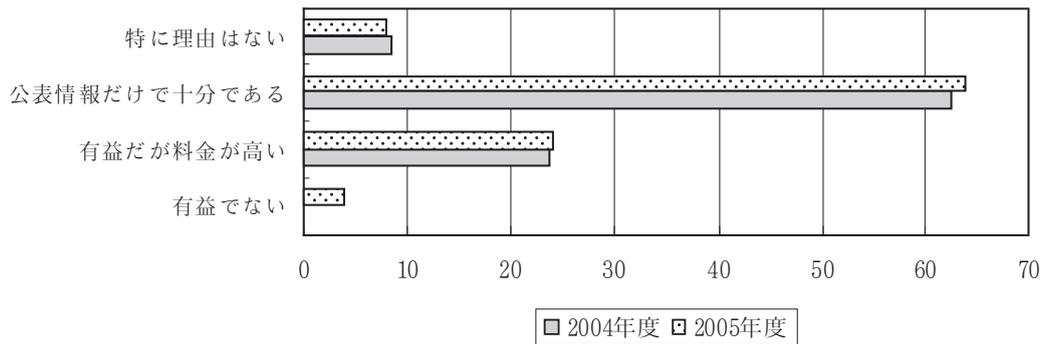
Q4A.R&I (%)



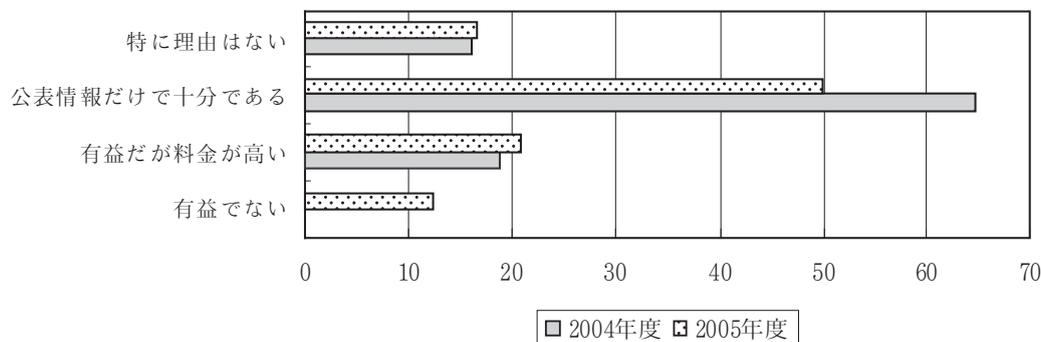
Q4A.MDY (%)



Q4A.S&P (%)



Q4A.Fitch (%)



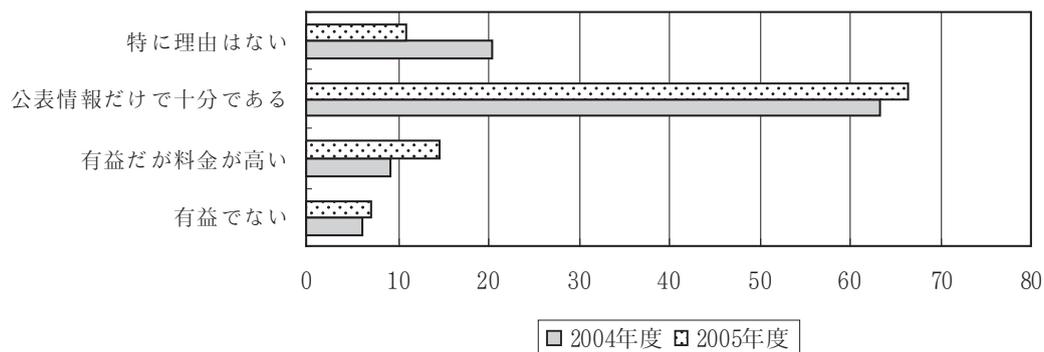
[2004 年度]

Q4B 定期購読しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	6.3	3.4	4.5	6.2	6.7
有益だが料金が低い	9.5	12.1	19.4	16.9	15.6
公表情報だけで十分である	63.5	63.8	56.7	56.9	46.7
特に理由はない	20.6	20.7	19.4	20.0	31.1

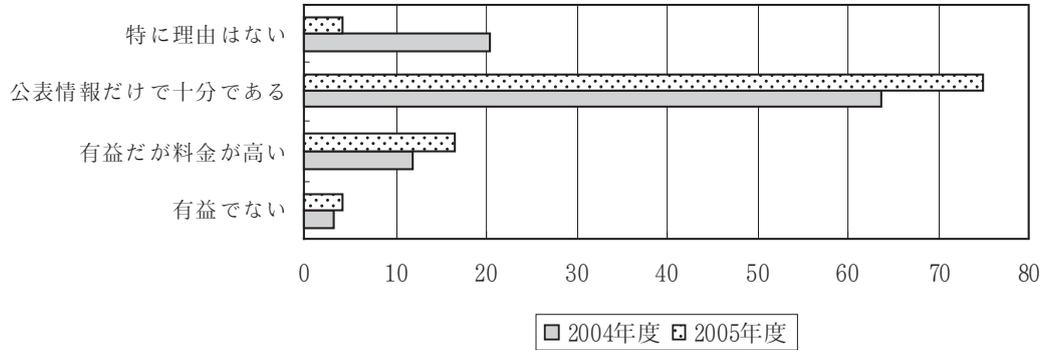
[2005 年度]

Q4B 定期購読しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	7.4	4.2	0	9.4	12.0
有益だが料金が低い	14.8	16.7	14.3	12.5	12.0
公表情報だけで十分である	66.7	75.0	67.9	62.5	44.0
特に理由はない	11.1	4.2	17.9	15.6	32.0

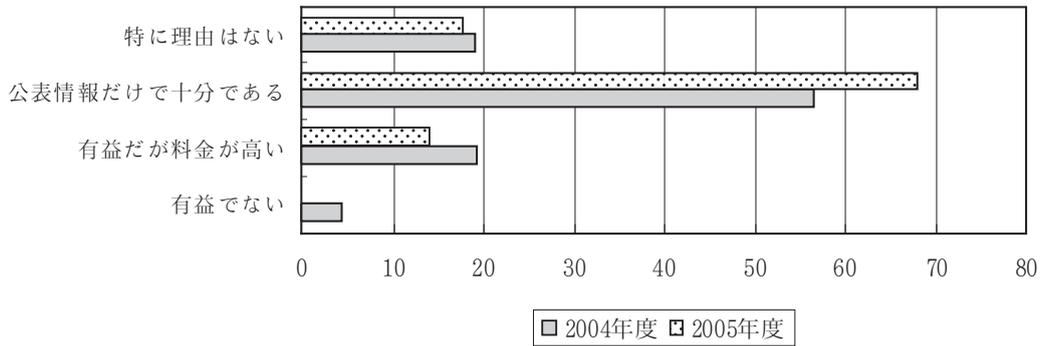
Q4B.JCR (%)



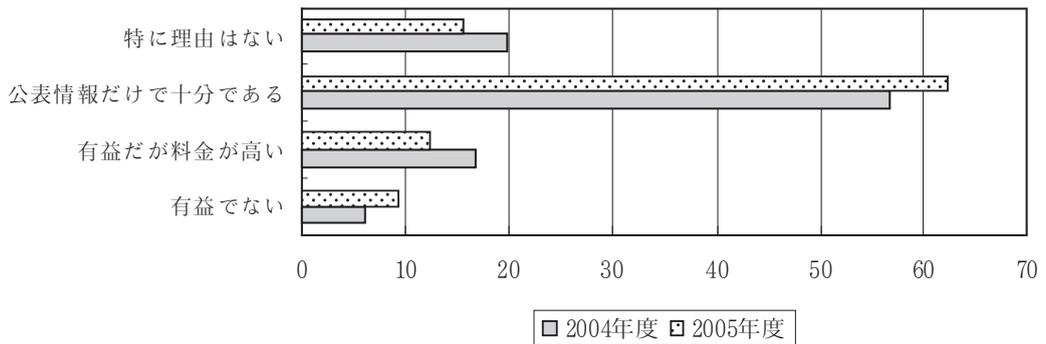
Q4B.R&I (%)



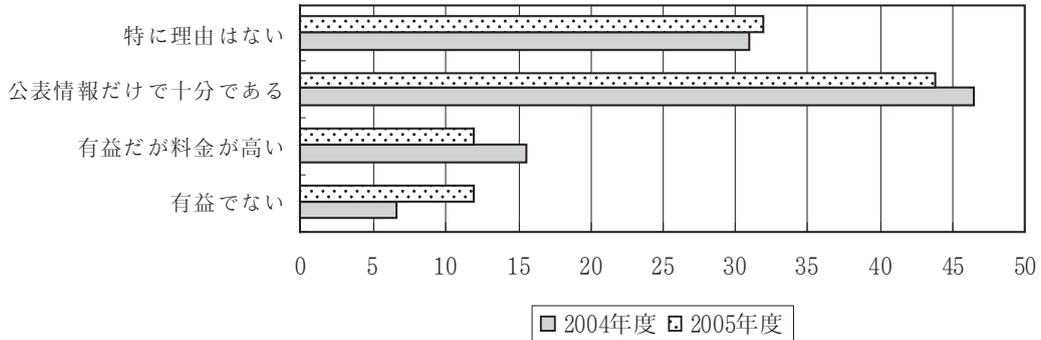
Q4B.MDY (%)



Q4B.S&P (%)



Q4B.Fitch (%)



(概説)

問 Q4 は、格付け会社の提供する情報に対する料金の妥当性に関する調査である。問 Q4A は格付け会社が提供する電子媒体料金に関するものであり、問 Q4B は格付け会社が提供する定期購読料金に関するものである。

問 Q4A について、2004 年度・2005 年度を通じて「公表情報だけで十分である」という回答が最も多かった。日系・欧米系の格付け会社ともに「有益だが料金が低い」ため電子媒体による情報入手をしていない投資家が 20% 前後みられた。「有益でない」という回答はほとんど 5% 未満であり、格付け会社は高額であるが投資家に対して有益な情報を提供していると考えられる。

問 Q4B について、ここでも問 Q4A と同様に公表情報だけで十分であるという回答が最も高かった。問 Q4A と異なるところは、「特に理由はない」に対する回答率が高いということである。回答者のコメントとして、「証券会社からの情報で間に合う」、「電子媒体で十分」、「証券会社刊行のもので十分」、「ハードコピーはタイムラグと保存の面で利用価値が低い」などがあった。

Q5. 格付け情報（有料・無料にかかわらず）をどのように利用していますか。（%）

[2004 年度]

社債投資情報として利用している	49.1
株式投資情報として利用している	15.5
社内稟議に組み込んでいる	34.2
あまり利用していない	1.2

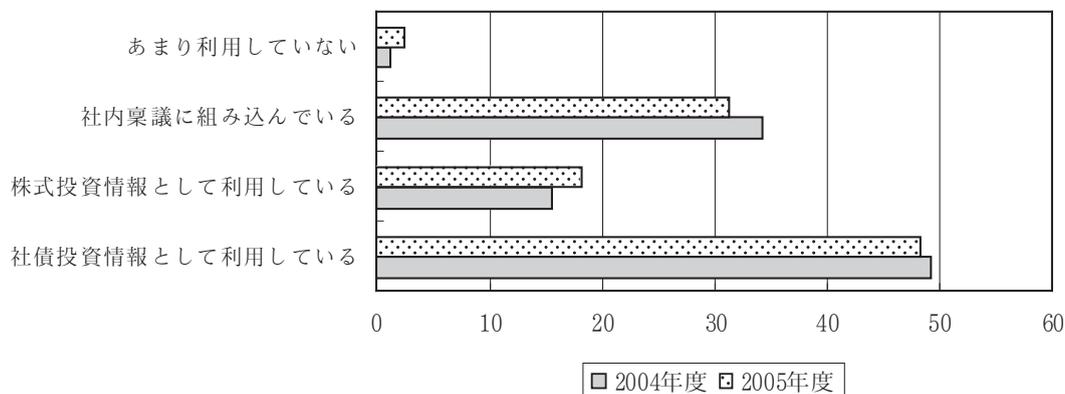
[2005 年度]

社債投資情報として利用している	48.2
株式投資情報として利用している	18.1
社内稟議に組み込んでいる	31.3

あまり利用していない

2.4

Q5. (%)



(概説)

問 Q5 は、格付け情報をどのように利用しているかに関する調査である。本来の格付けの目的に合致した「社債投資情報として利用している」が最も多かった。しかし、過半数を超える結果とはならなかった（2004年度 49.1%，2005年度 48.2%）。これは日本の投資家固有の傾向であるのかどうか今後の調査が期待される。「株式投資情報として利用している」投資家が 15%強（2004年度 15.5%，2005年度 18.1%）存在している。回答者のコメントとして、「取引先の情報として利用（銀行）」、「保有有価証券の分析に利用」、「社債投資にあたって存在する多数の情報のひとつとして参考にしています」、「融資与信情報として利用している」、「格付けによる購入・保存の可否がある」、「再保険先の選別」などがあった。

Q6. 格付け情報を利用している場合（格付け記号をご記入ください，回答件数）

[2004 年度]

	A 以上	A- 以上	BBB 以上	BBB- 以上
投資対象は国内系・外国系問わず	14	3	26	8
投資対象は国内系格付け	4	1	8	2
投資対象は外国系格付け	1	1	4	0

[2005 年度]

	A 以上	A- 以上	BBB 以上	BBB- 以上
投資対象は国内系・外国系問わず	11	1	14	5
投資対象は国内系格付け	1	0	4	0

投資対象は外国系格付け	4	0	1	0
-------------	---	---	---	---

※無回答が多数のためグラフ省略.

(概説)

問 Q6 は、格付け情報を利用している場合にどの格付けを投資の最低基準としているかの調査である。2004 年度・2005 年度ともに「投資対象は国内系・外国系問わず」BBB 以上が最も多いという結果となった。次に多かったのが「投資対象は国内系・外国系問わず」A 以上であった。回答者のコメントとして、「残存期間 10 年超は AA- 以上」、「残存期間 1 年未満は BBB も採用している」、「日系、外資系を使い分けている」、「ファンドによって異なる」、「参考程度」、「明確な基準がない」、「社内格付けにより運営」、「格付けによって分類し、それぞれに投資額の枠も設定」などがあつた。

Q7. 同一対象に対する 2 つ以上の格付け情報を利用している場合、スプリット・レーティング（異なる格付け）にどのように対応していますか。（％）

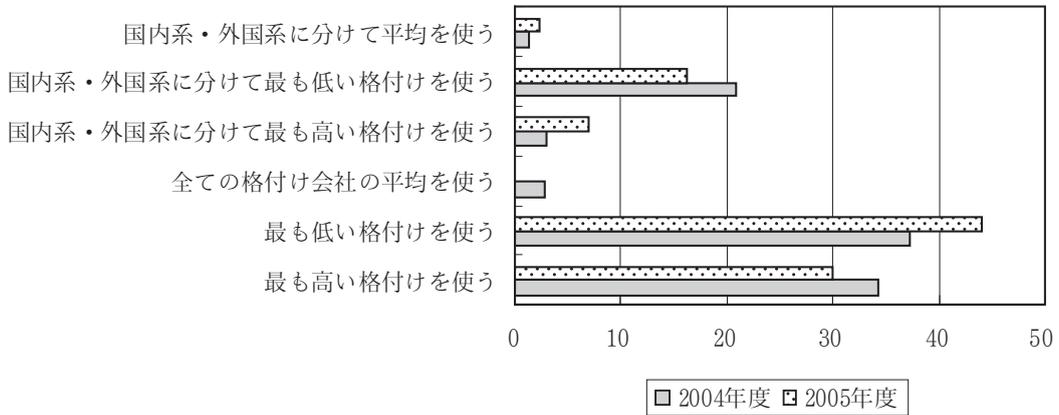
[2004 年度]

最も高い格付けを使う	34.3
最も低い格付けを使う	37.3
全ての格付け会社の平均を使う	3.0
国内系・外国系に分けて最も高い格付けを使う	3.0
国内系・外国系に分けて最も低い格付けを使う	20.9
国内系・外国系に分けて平均を使う	1.5

[2005 年度]

最も高い格付けを使う	30.2
最も低い格付けを使う	44.2
全ての格付け会社の平均を使う	0
国内系・外国系に分けて最も高い格付けを使う	7.0
国内系・外国系に分けて最も低い格付けを使う	16.3
国内系・外国系に分けて平均を使う	2.3

Q7. (%)



(概説)

問 Q7 は、同一対象に対する 2 つ以上の格付け情報を利用している場合、スプリット・レーティングにどのように対応しているかに関する調査である。「最も高い格付けを使う」と「最も低い格付けを使う」とに回答が二分される結果となった。2005 年度は「最も低い格付けを使う」が 44.2% と最も高かった。「国内系・外国系に分けて最も低い格付けを使う」という回答も 2 割程度あった。「全ての格付け会社の平均を使う」や「国内系・外国系に分けて平均を使う」といった「平均」を利用する投資家は少ないことがわかる。回答者のコメントとして、「使用する格付け会社を決めている、順番を決めている (多数)」、「ファンドによって採用格付機関が異なる」、「使用する格付け会社を決めている、順番を決めている (多数)」、「自社の内規に (運用規定) を定めて、最も高い格付けを利用している」、「国内系は外国系に比べて 2 ~ 3 ノッチ下で考えている」、「国内系は格付け付与先が多い格付け会社の格付けを主に使用している」などがあつた。

Q8. 格付けのアウトルック (格付けの先行きについてポジティブ、ネガティブなどで表現する見方) は重視していますか. (%)

[2004 年度]

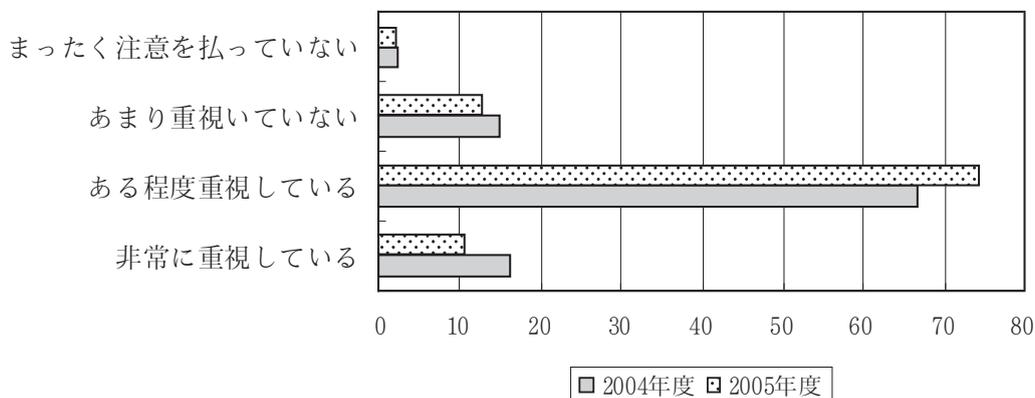
非常に重視している	16.1
ある程度重視している	66.7
あまり重視していない	14.9
まったく注意を払っていない	2.3

[2005 年度]

非常に重視している	10.6
ある程度重視している	74.5

あまり重視していない	12.8
まったく注意を払っていない	2.1

Q8. (%)



(概説)

問Q8は、格付けのアウトルックに関する調査である。2004年度・2005年度ともに「ある程度重視している」という回答が最も多かった(2004年度66.7%, 2005年度74.5%)。本問(Q8)の結果から投資家は格付け会社の予測をある程度信頼していることがわかる。回答者のコメントとして、「格付機関の格付けをあまり重視していないため、アウトルックも重視していません。アウトルックに関しては格付機関もしくはアナリストのエクスキューズのために設けられていると認識しています」、「格付け会社の見解の一部として確認している」、「社債購入・売却時やコール実行時に重視している」、「アウトルックがネガティブの銘柄は基本的に投資対象としない」、「格付けが償還までにBBBを維持できない可能性がある銘柄も投資対象としない」などがあつた。

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。(%)

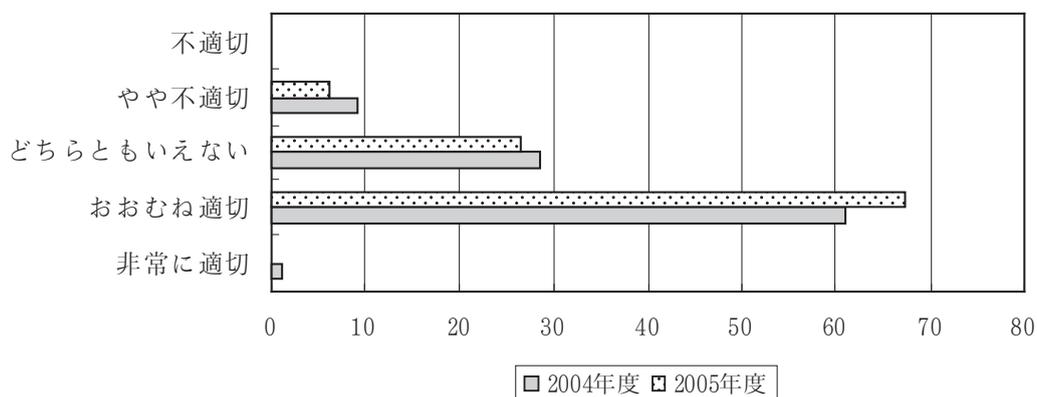
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	1.3	3.7	3.8	3.9	0
おおむね適切	61.0	75.3	58.8	61.0	43.5
どちらともいえない	28.6	18.5	26.3	27.3	47.8
やや不適切	9.1	2.5	10.0	5.2	8.7
不適切	0	0	1.3	2.6	0

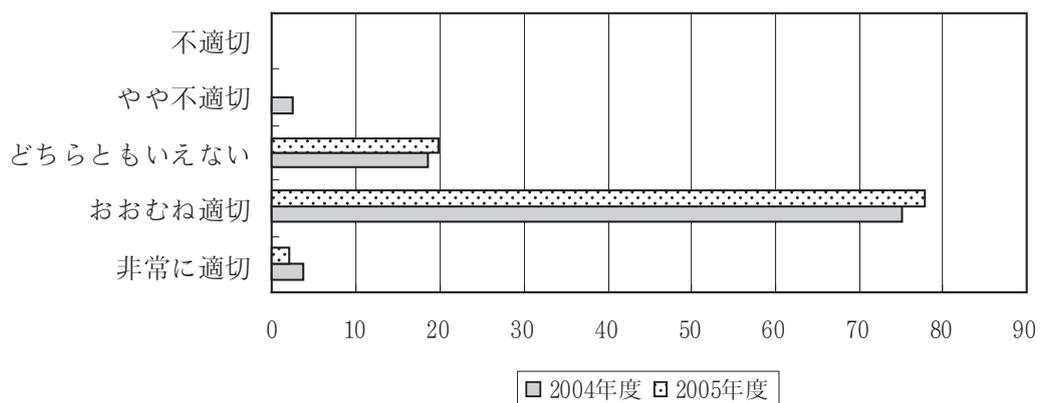
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	0	2.0	2.0	2.0	0
おおむね適切	67.3	78.0	64.0	69.4	54.5
どちらともいえない	26.5	20.0	22.0	20.4	42.4
やや不適切	6.1	0	10.0	6.1	3.0
不適切	0	0	2.0	2.0	0

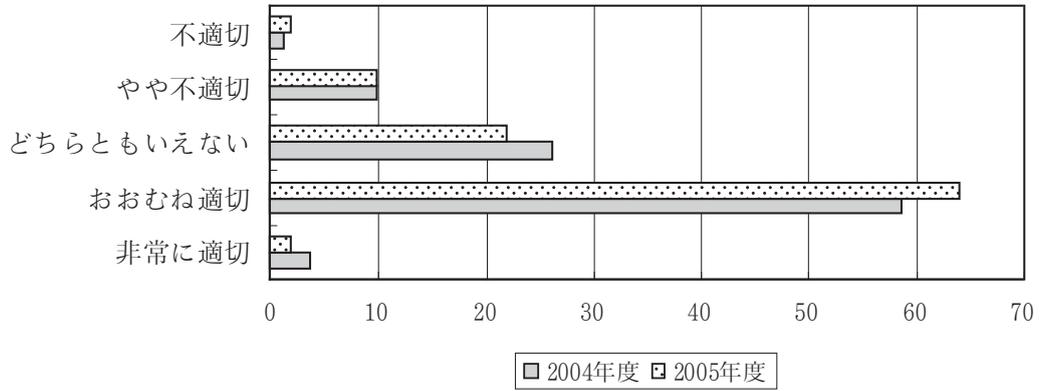
Q9.JCR (%)



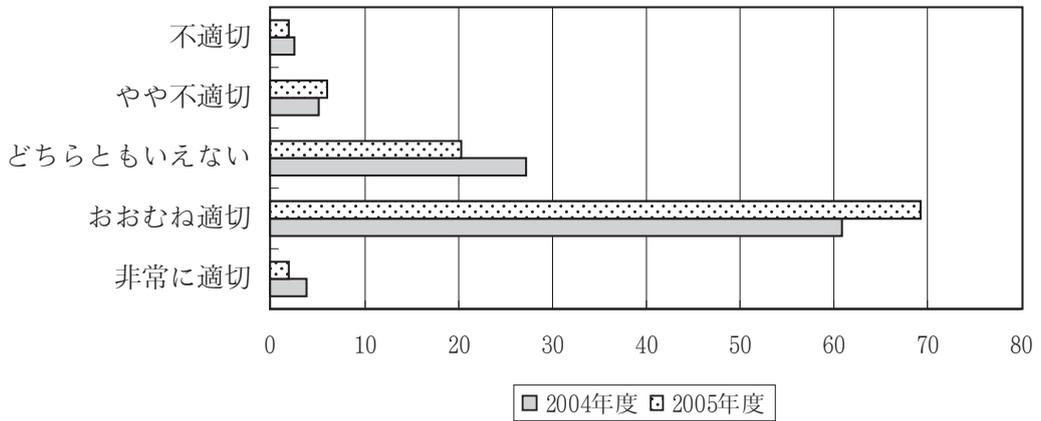
Q9.R&I (%)



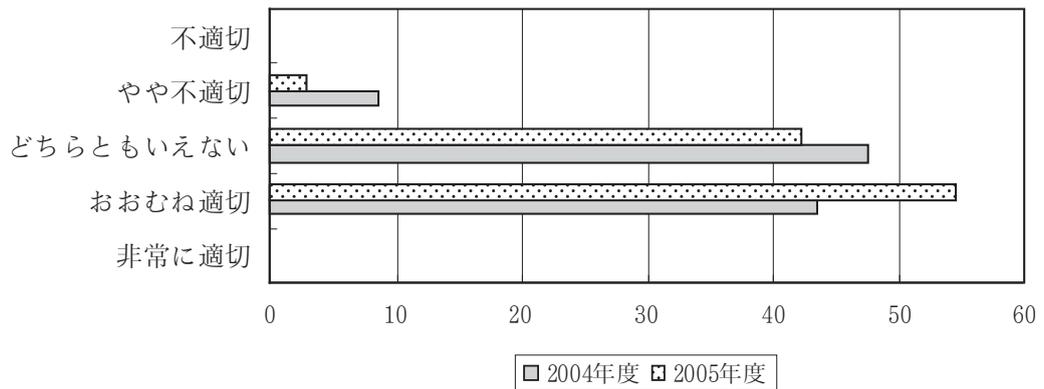
Q9.MDY (%)



Q9.S&P (%)



Q9.Fitch (%)



(概説)

問 Q9 は、格付けの定義や、格付け記号内容の表現方法に関する調査である。各格付け会社は、債券のデフォルト可能性を AAA や Aaa などの記号を用いて評価を行っている。「おおむね適切」が最も多く、日系の R&I が 2004 年度・2005 年度ともに回答率が最も高かった（2004 年度 75.3%，2005 年度 78.0%）。しかし、「非常に適切」と「どちらともいえない」とを比較すると、「非常に適切」と感じている投資家は数%しか存在せず、「どちらともいえない」は各格付け会社に対して 20%を超える回答率がある。「おおむね適切」が多かったとはいえ、格付けの定義や、格付け記号に関して多くの投資家は絶対的な信頼を寄せているわけではない。回答者のコメントとして、「格付けの定義を各社統一して欲しい（多数）」、「格付け記号内容の表現は、どの格付機関も抽象的で理解しづらい。特に、外資系格付機関では格付けの種類が多すぎて格付けの定義の意味がわからない。格付機関のエクスキューズが目的と思われる」、「格付けの定義や格付け記号内容表記はそれぞれ適切であると思われるが、同じ企業に対する格付けが異なる格付機関より大きく異なることがあるのは問題があると思う」、「近年のスプレッドタイトニングにより適切に反映されていない」などがあった。

Q10. 格付けは信用リスク情報として使用できますか。（%）

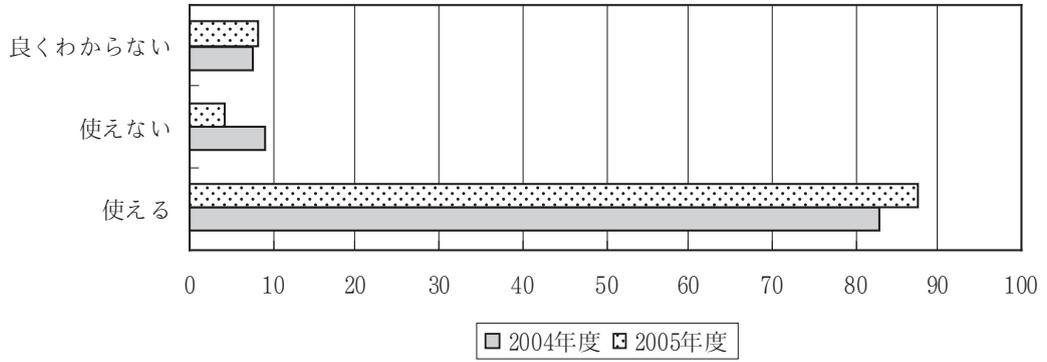
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
使える	83.1	93.9	89.2	88.6	56.9
使えない	9.1	3.7	4.8	6.3	9.8
良くわからない	7.8	2.4	6.0	5.1	33.3

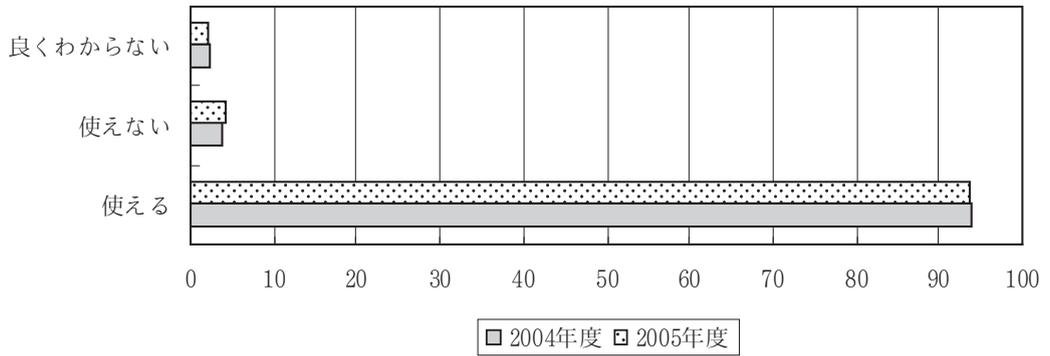
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
使える	87.5	93.9	92.0	91.8	62.2
使えない	4.2	4.1	4.0	6.1	10.9
良くわからない	8.3	2.0	4.0	2.0	27.0

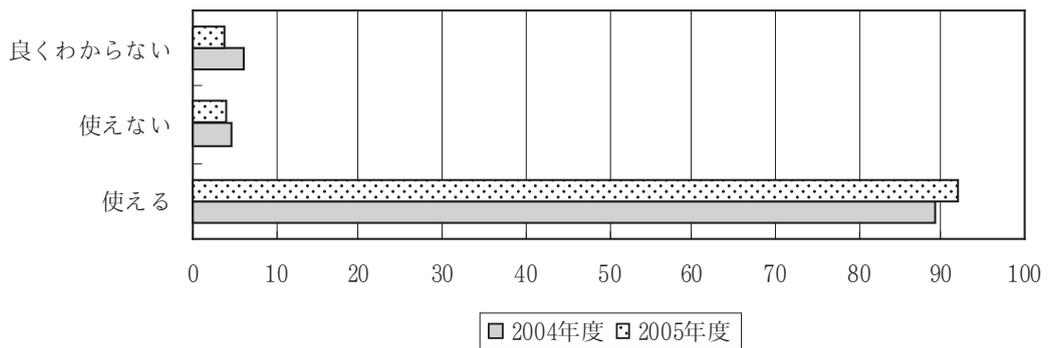
Q10.JCR (%)



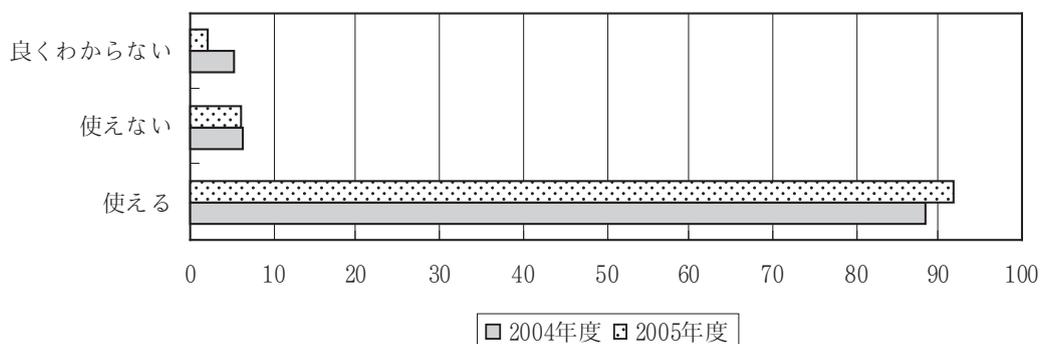
Q10.R&I (%)



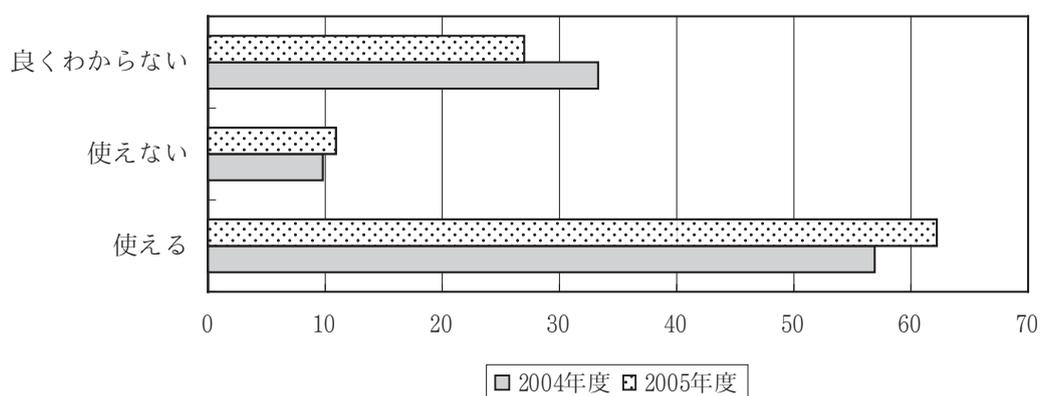
Q10.MDY (%)



Q10.S&P (%)



Q10.Fitch (%)



(概説)

問 Q10 は、格付けは信用リスク情報として使用できるかどうかの調査である。2004 年度・2005 年度ともに信用リスク情報として「使える」という回答が **Fitch** を除いて、どの格付け会社についても 9 割前後と高い結果となった。ただし **Fitch** に関しては「良くわからない」という回答が 2004 年度は 33.3%，2005 年度は 27.0%であった。これは日本では、**Fitch** が格付けを行っている企業は少なく、日本では知名度が低いためであると思われる。回答者のコメントとして、「外国系については外国企業については信頼しているが、日本企業は使えない」、「地域金融機関の取引先が含まれていないので使えない」、「使用云々よりも格付けされた評価が重要になります (保有上)」、「外国系の方がより使用できる。又、過去のデフォルト率のようなデータやその格付機関ごとの担当者の考え方をより理解していかなければならない」などがあった。

Q11. 市場利回りとの関係において、格付けは適切だと思いますか. (%)

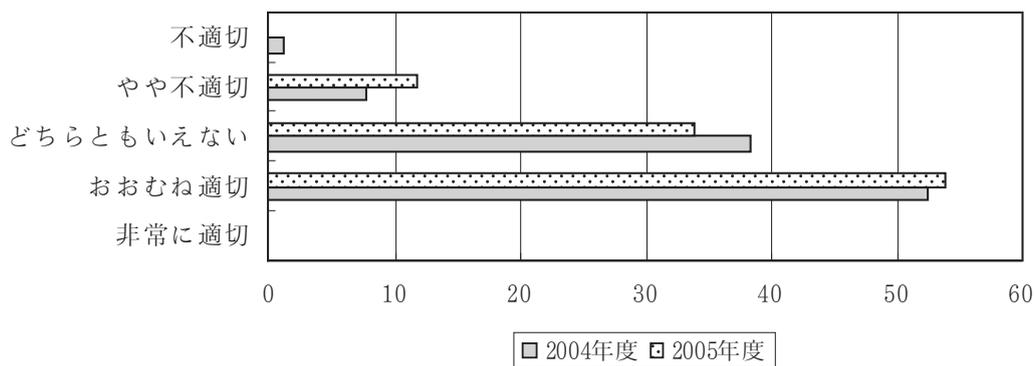
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	0	1.2	0	0	0
おおむね適切	52.6	70.7	56.3	54.5	36.7
どちらともいえない	38.5	25.6	37.5	36.4	49.0
やや不適切	7.7	2.4	6.3	7.8	12.2
不適切	1.3	0	0	1.3	2.0

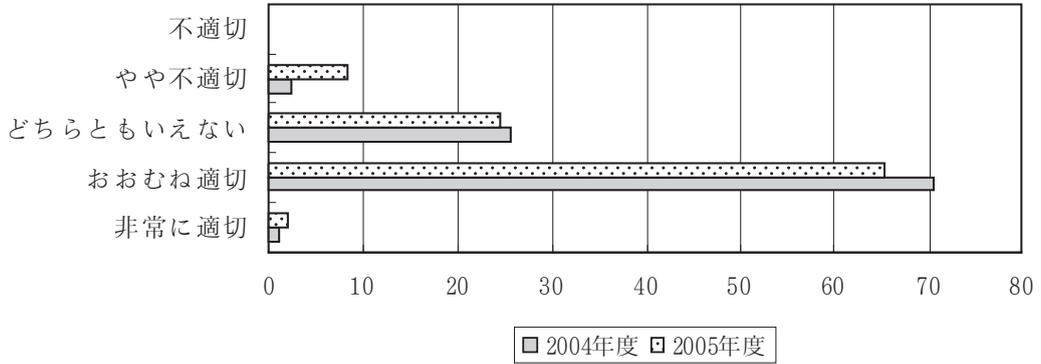
[2005年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	0	2.0	0	4.1	0
おおむね適切	54.0	65.3	58.0	57.1	41.9
どちらともいえない	34.0	24.5	30.0	26.5	54.8
やや不適切	12.0	8.2	12.0	10.2	3.2
不適切	0	0	0	2.0	0

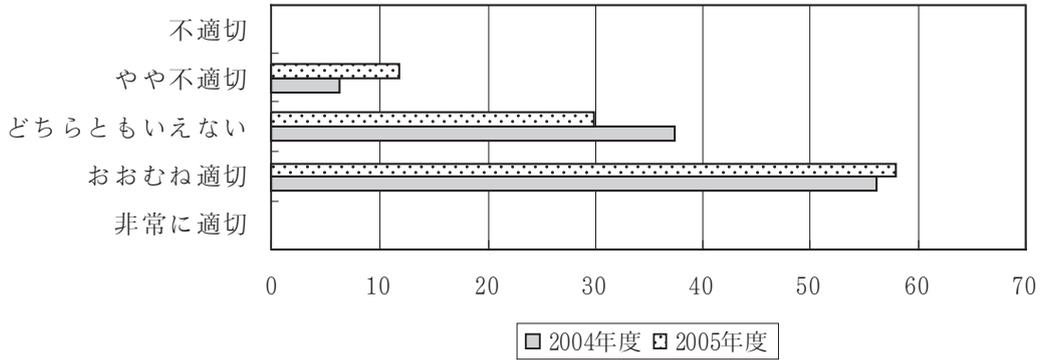
Q11.JCR (%)



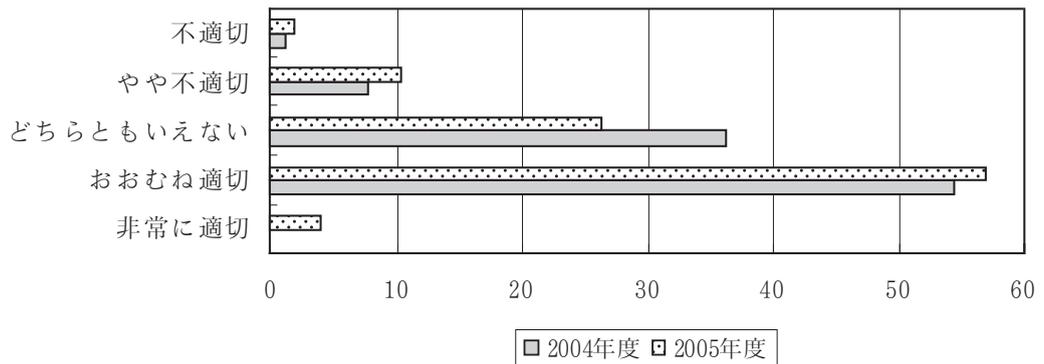
Q11.R&I (%)



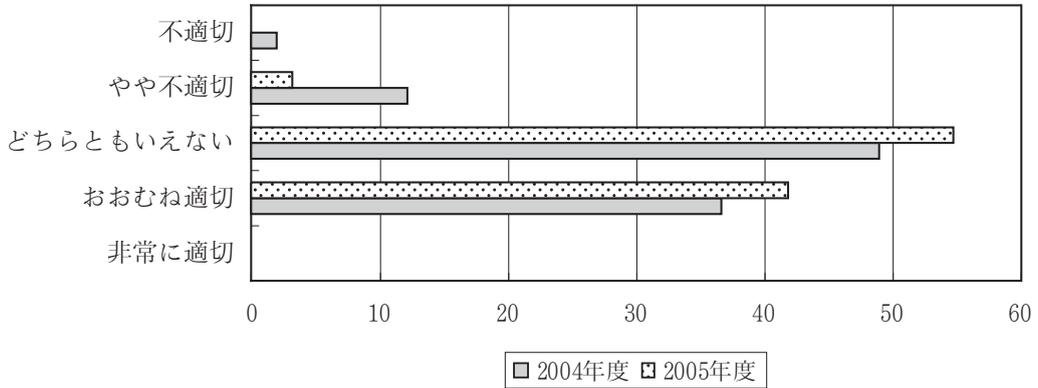
Q11.MDY (%)



Q11.S&P (%)



Q11.Fitch (%)



(概説)

問 Q11 は、市場利回りとの関係において格付けは適切かどうかの調査である。R&I が 2004 年度で 70.7%、2005 年度で 65.3%と「おおむね適切」という結果となった。近年、金利が低いにもかかわらず「どちらともいえない」という回答が 2 番目に多かったことは、市場利回りと格付けとの関係について必ずしも投資家は格付け会社の情報を信頼しているわけではないと思われる。各格付け会社に対する「非常に適切」の回答率が数%であることは問題であると思われる。回答者のコメントとして、「格付け推移は市場利回り（特に信用スプレッド）を後追いしている。格付け変更を頻繁に行えないことを考えるとやむをえないとも考えるが」、「スプレッドの変動に遅行してレーティング・アクションがとられる場合があり、不適切な部分がある」、「国内系はやや甘いと考えられる。但、格付けが国内系と外国系で認識しておいて、そのヒストリカルデータが分かっていたら適切であるとも言える」、「市場が格付けを先行しているため」、「格付けスプレッドは信用力だけでなく市場の需給の影響も大きい」などがあつた。

Q12. 予想デフォルト率との関係において、格付けは適切であると思いますか。(%)

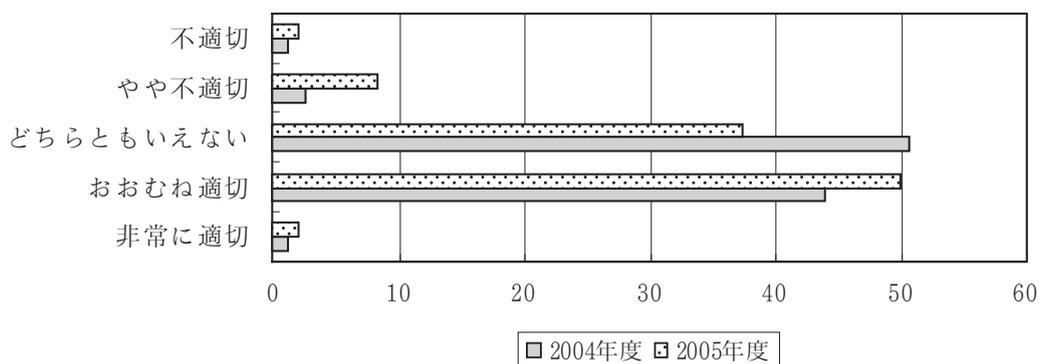
[2004 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	1.3	2.5	1.3	1.3	0
おおむね適切	44.0	51.9	47.4	48.7	35.6
どちらともいえない	50.7	43.2	42.3	40.8	60.0
やや不適切	2.7	1.2	5.1	5.3	4.4
不適切	1.3	1.2	3.8	3.9	0

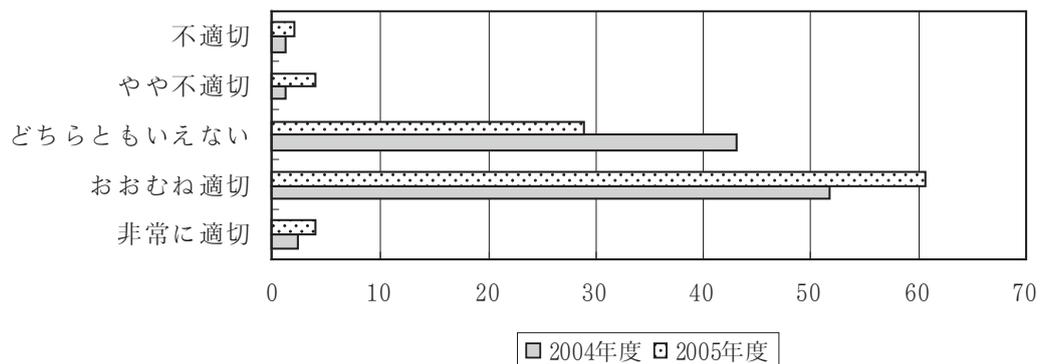
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	2.1	4.2	6.3	8.5	6.9
おおむね適切	50.0	60.4	54.2	53.2	27.6
どちらともいえない	37.5	29.2	33.3	31.9	55.2
やや不適切	8.3	4.2	4.2	4.3	10.3
不適切	2.1	2.1	2.1	2.1	0

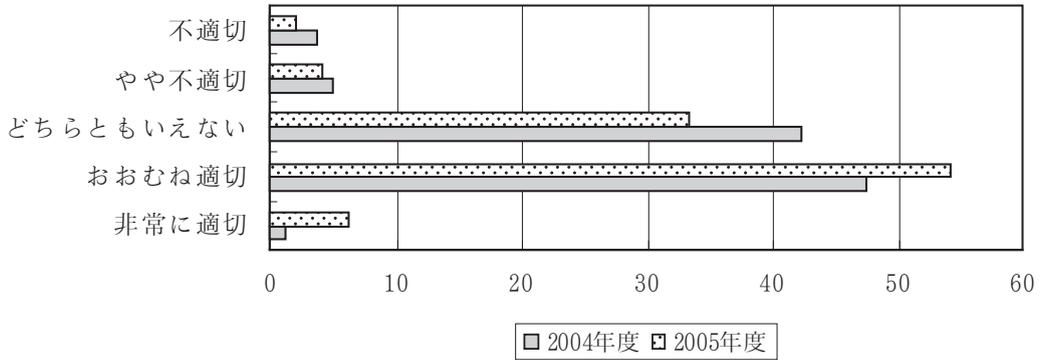
Q12.JCR (%)



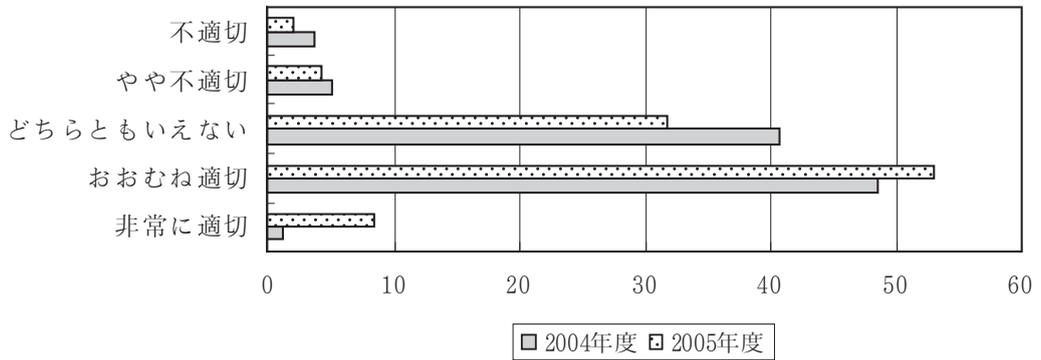
Q12.R&I (%)



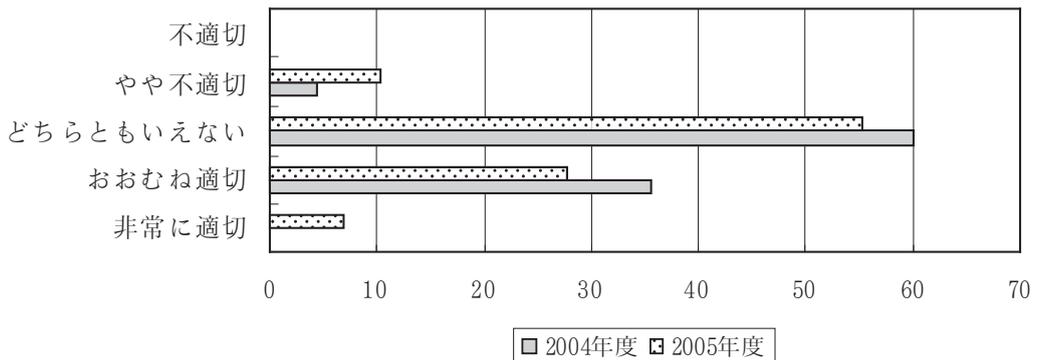
Q12.MDY (%)



Q12.S&P (%)



Q12.Fitch (%)



(概説)

問Q12は、予想デフォルト率と格付けの関係についての調査である。2004年度はR&I, MDY, S&Pに関しては「おおむね適切」が最も多く（R&I 51.9%, MDY 47.4%,

S&P 48.7%), JCR, Fitch に関しては「どちらともいえない」が最も多かった (JCR 50.7%, Fitch 60.0%)。2005年度はJCR, R&I, MDY, S&P に関しては「おおむね適切」が最も多く (JCR 50.0%, R&I 60.4%, MDY 54.2%, S&P 53.2%), Fitch に関しては「どちらともいえない」が最も多かった (55.2%)。問Q11と同様に「非常に適切」に対する回答がどの格付け会社に対しても10%を下回る結果となり、投資家の格付け会社に対する厳しい評価が窺える。回答者のコメントとして、「国内のデフォルト事例が極端に少ないのでなんとも言えない」、「外国系格付け会社の評価は厳しすぎる」、「検証するデータがない」、「どの格付け機関も予想デフォルト率は公表していないはずである」、「むしろ格付けは市場利回りとの関係ではなくデフォルト率との中長期的な関係にその役割を見いたすべきと考える」、「外国系は外国でのデータが豊富であり、また、日本でのデータもあり、デフォルト率での格付けは適切であると思われる。国内系は発行体に債券を出させるような格付けを出すことを優先していることが一部見受けられる」、「国内系はサンプル不足。海外は日本企業と海外企業のデフォルト文化の違いがあるため参考にならない」、「デフォルトの実績が少ないのであまり参考にならない」、「新しいレポートが出るタイミングが遅い」などがあつた。

Q13. 格付けの変更はタイムリーだと思いますか。(%)

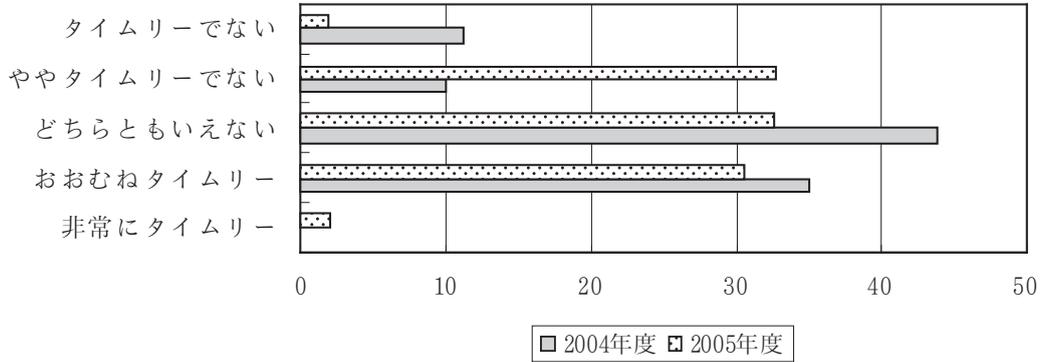
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常にタイムリー	0	1.2	0	1.3	0
おおむねタイムリー	35.0	44.0	37.8	39.7	31.3
どちらともいえない	43.8	35.7	39.0	34.6	45.8
ややタイムリーでない	10.0	9.5	12.2	14.1	10.4
タイムリーでない	11.3	9.5	11.0	10.3	12.5

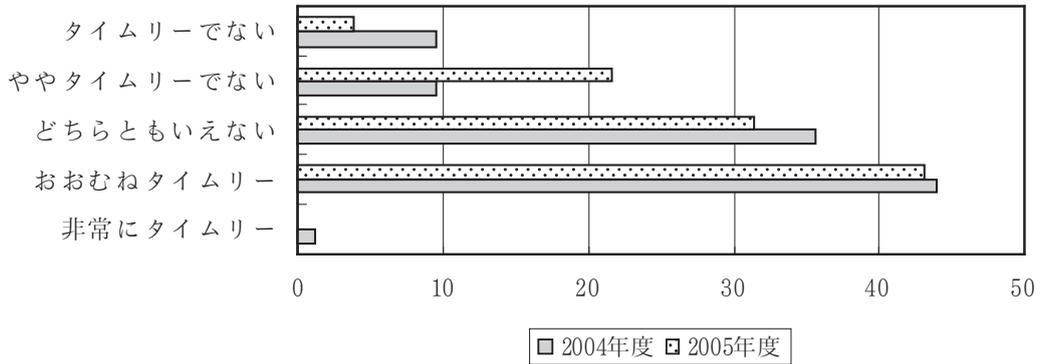
[2005年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常にタイムリー	2.0	0	2.0	2.0	0
おおむねタイムリー	30.6	43.1	44.0	51.0	32.3
どちらともいえない	32.7	31.4	32.0	28.6	48.4
ややタイムリーでない	32.7	21.6	18.0	14.3	12.9
タイムリーでない	2.0	3.9	4.0	4.1	6.5

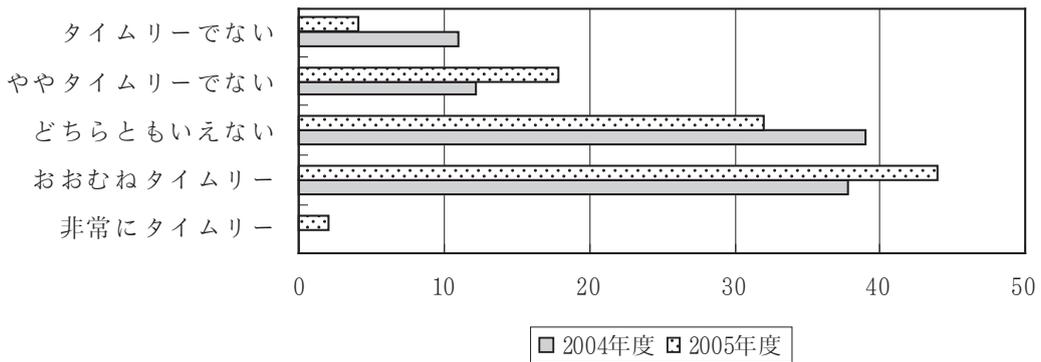
Q13.JCR (%)



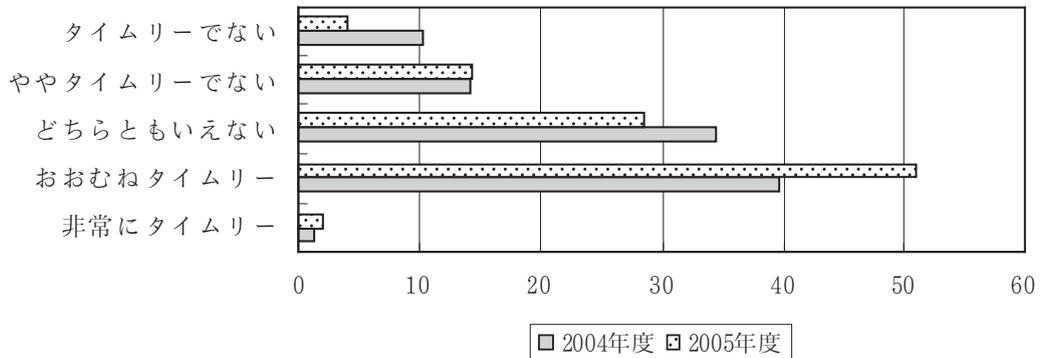
Q13.R&I (%)



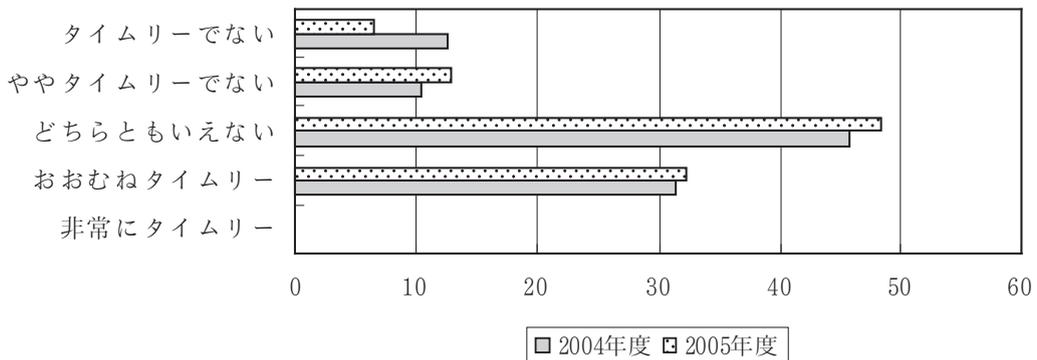
Q13.MDY (%)



Q13.S&P (%)



Q13.Fitch (%)



(概説)

問Q13は、格付けの変更はタイムリーかどうかの調査である。この質問に関しては、発行体の問Q9でも同様の質問を行っている（詳しくは、発行体の問Q9を参照）。2004年度調査では、R&IとS&Pの「おおむねタイムリー」の比率が高く、2005年度調査では、MDYとS&Pの「おおむねタイムリー」の比率が高い。2004年度と2005年度とを比較すると、日系企業において「ややタイムリーでない」の比率が上昇している（JCRが10%から32.7%、R&Iが9.5%から21.6%）。しかし、各格付け会社ともに「タイムリーでない」の比率が低下しており、改善されていると思われる。回答者のコメントとして、「格下げは早いですが、格上げが遅い」、「長期保有するので頻繁な変更は好ましくない」、「後追いの格下げが多い（多数）」、「どの格付け会社の格付けも後追いの傾向がある」、「決算数値確認後の格付け変更が多く、タイムリーであるとは思えない」、「格下げについては遅れがちのように思う」などがあつた。

Q14. 格付け会社の評価レポートの質をどのように評価されていますか. (%)

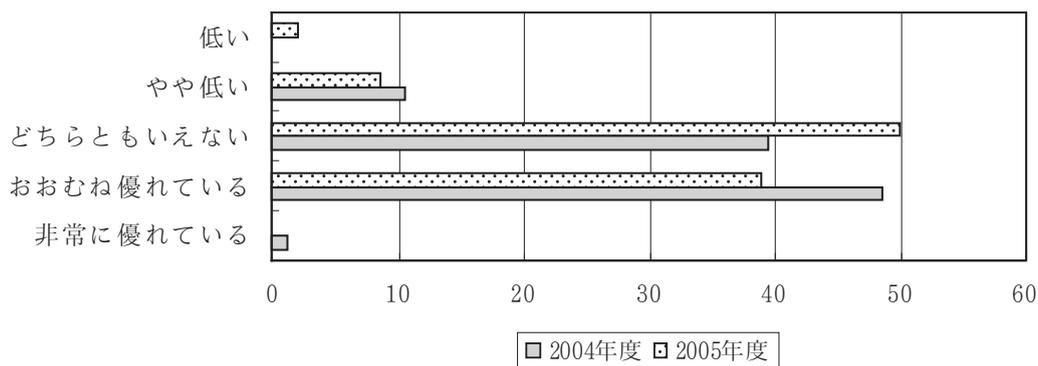
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	1.3	2.5	1.3	5.3	0
おおむね優れている	48.7	66.3	64.9	58.7	51.1
どちらともいえない	39.5	30.0	32.5	36.0	40.0
やや低い	10.5	1.3	1.3	0	8.9
低い	0	0	0	0	0

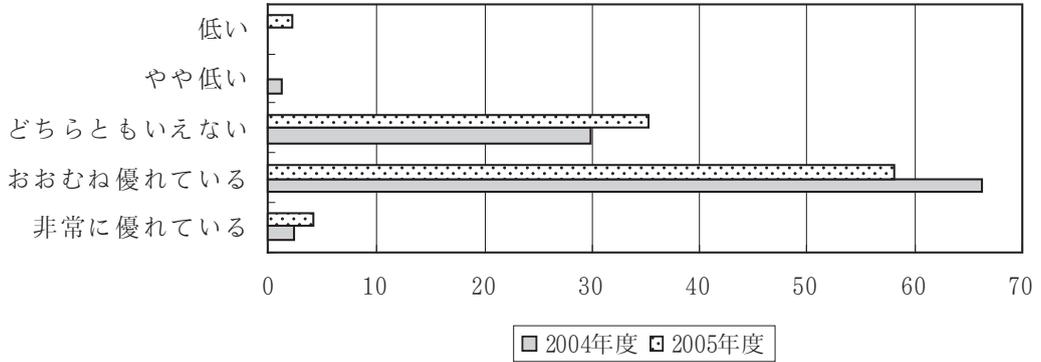
[2005年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	0	4.2	4.3	6.7	0
おおむね優れている	39.1	58.3	56.5	53.3	37.0
どちらともいえない	50.0	35.4	37.0	35.5	59.3
やや低い	8.7	0	2.2	2.2	3.7
低い	2.2	2.1	0	2.2	0

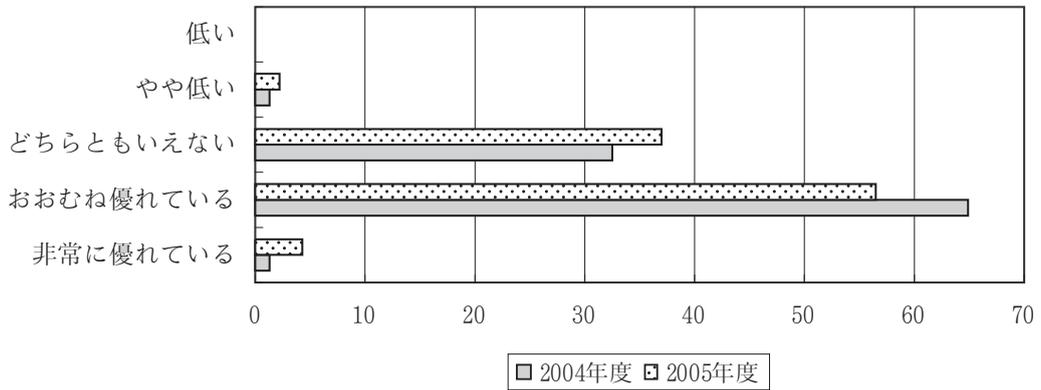
Q14.JCR (%)



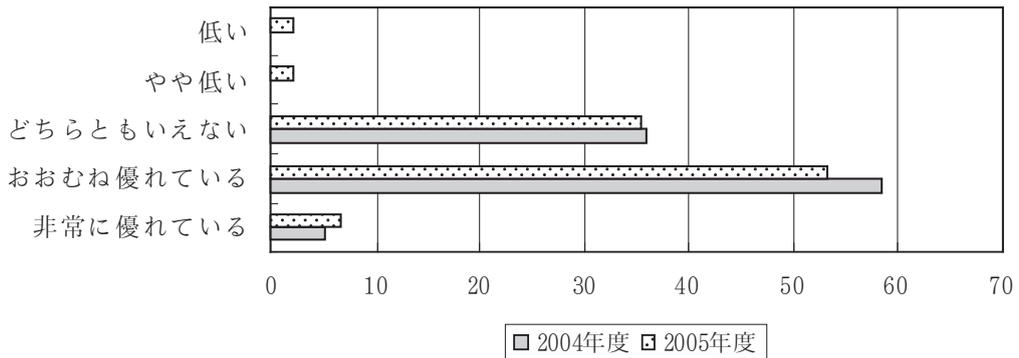
Q14.R&I (%)



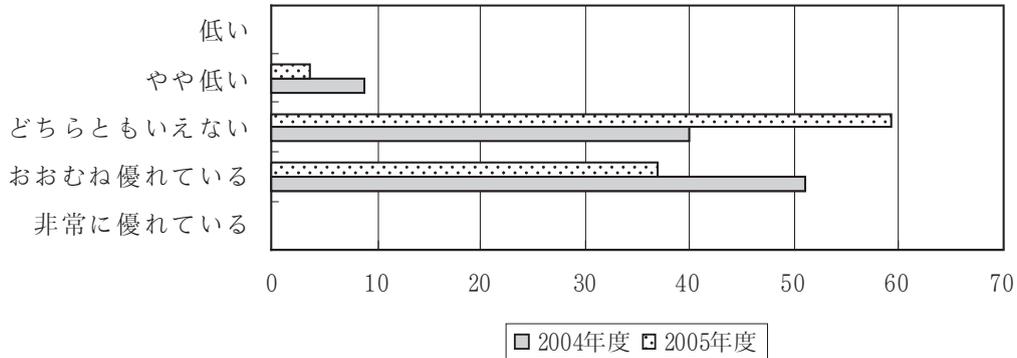
Q14.MDY (%)



Q14.S&P (%)



Q14.Fitch (%)



(概説)

問Q14は、格付け会社の評価レポートの質をどのように評価しているかに関する調査である。2004年度・2005年度ともに、R&IとMDYが「おおむね優れている」が最も多かった（R&I 2004年度 66.3%・2005年度 58.3%、MDY 2004年度 64.9%・2005年度 56.5%）。JCRは2004年度・2005年度と「やや低い」と感じている投資家が10%前後おり、他の格付け会社と比べて低い評価となっている。「非常に優れている」と格付け会社の評価レポートを評価している投資家は各格付け会社に対して数%しかおらず、今後の課題であろう。回答者のコメントとして、「レポートの更新頻度が低い」、「レポートについては概ね調査内容の羅列あるいは可能性の列挙に終始しており、企業の信用力を評価するレポートにはなっていないと思われる」、「国内系は国内企業レポートの評価、外国系は外国企業レポートの評価」などがあつた。

Q15. 格付け会社の存在は投資家にとって有益ですか. (%)

[2004年度]

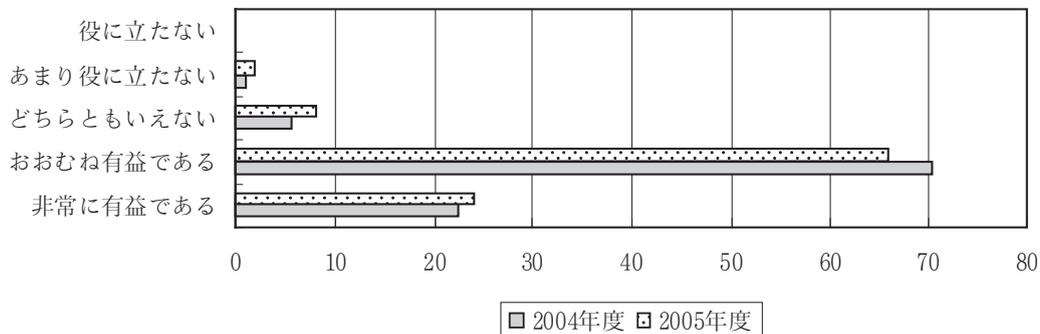
非常に有益である	22.7
おおむね有益である	70.5
どちらともいえない	5.7
あまり役に立たない	1.1
役に立たない	0

[2005年度]

非常に有益である	24.0
おおむね有益である	66.0
どちらともいえない	8.0

あまり役に立たない	2.0
役に立たない	0

Q15. (%)



(概説)

問Q15は、格付け会社は投資家にとって有益であるかどうかの調査である。2004年度・2005年度ともに「非常に有益である」、「おおむね有益である」を合わせると90%以上の回答率があり、投資家にとって格付け会社は有益であることが明白となった。「あまり役に立たない」、「役に立たない」を合わせても1.1%（2004年度）、2.0%（2005年度）からも明らかである。ただし、設問が抽象的なため、どのような点で投資家にとって有益であるかはわからないため今後の研究課題として残る。回答者のコメントとして、「近年、有益性は低下している」、「リスク管理については、クレジットコストの予算作成等にある程度有用であると思われるが、投資については超過収益獲得の手段とはならないと考えている」、「一機関投資家がトラック・レコードやデフォルトスタディを長期間蓄積するのは困難であり、その蓄積において先行している格付け会社の情報を参考にするのは有用である」、「詳しい内容に対してもその内容が的を射ているのか否なのか受身である当方にとって結果がすべてになることが多い」、「欧米企業に有利になるような格付けが散見される」、「社債購入・売却や証券化商品の購入・コール等の実行時に非常に役に立っている」、「投資対象と融資対象を通じた直接取引のない投資家にとっては格付け会社の格付けは信用リスクを判断する重要な情報である」などがあつた。

Q16. 格付け情報は今後とも必要だと思いますか。(%)

[2004年度]

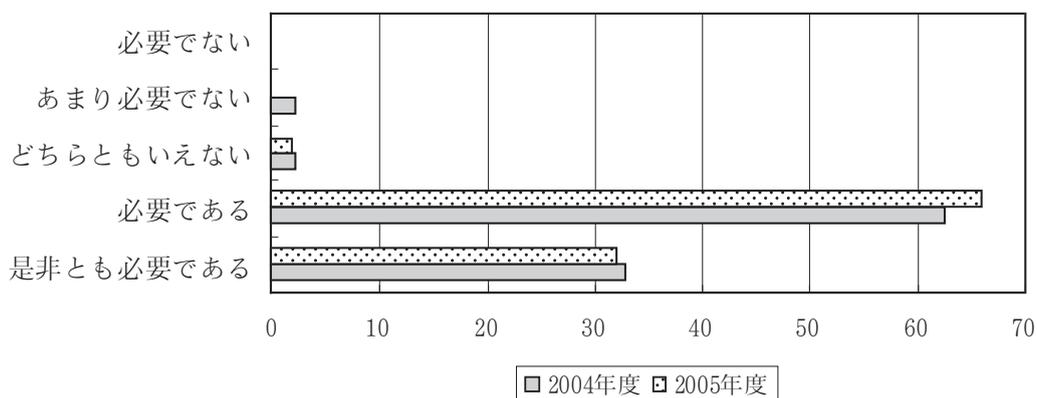
是非とも必要である	33.0
必要である	62.5
どちらともいえない	2.3

あまり必要でない	2.3
必要でない	0

[2005 年度]

是非とも必要である	32.0
必要である	66.0
どちらともいえない	2.0
あまり必要でない	0
必要でない	0

Q16. (%)



(概説)

問 Q16 は、格付け情報は今後も必要であるかどうかに関する調査である。2004 年度・2005 年度ともに「是非とも必要である」、「必要である」を合わせると 95%以上の回答率があり、投資家にとって格付け情報は今後も必要であることが明白となった。「あまり必要でない」、「必要でない」を合わせても 2.3% (2004 年度)、0% (2005 年度) から明らかである。回答者のコメントとして、「投資判断の材料として必要」、「格付機関の格付けを絶対視している投資家が、多数存在しているため今後も必要だと思われる」などがあつた。

Q17. どの格付け会社が「正しい格付け」を行っているかの判断基準は何であると思えますか。(%)

[2004 年度]

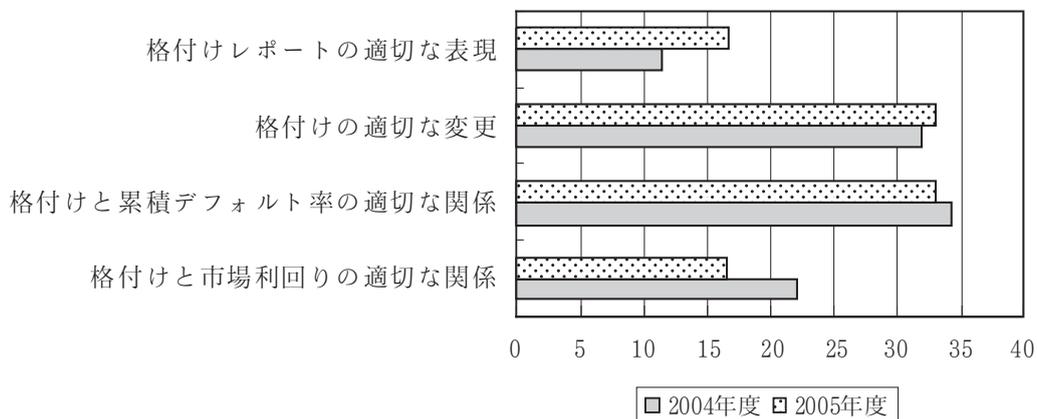
格付けと市場利回りの適切な関係	22.1
格付けと累積デフォルト率の適切な関係	34.4

格付けの適切な変更	32.1
格付けレポートの適切な表現	11.5

[2005 年度]

格付けと市場利回りの適切な関係	16.7
格付けと累積デフォルト率の適切な関係	33.3
格付けの適切な変更	33.3
格付けレポートの適切な表現	16.7

Q17. (%)



(概説)

問 Q17 は、格付け会社が「正しい格付け」を行っているかの判断基準は何であるかと投資家が考えているかの調査である。2004 年度では、順に 1.「格付けと累積デフォルト率の適切な関係」(33.4%)、2.「格付けの適切な変更」(32.1%)、3.「格付けと市場利回りの適切な関係」(22.1%)、4.「格付けレポートの適切な表現」(11.5%) となった。また 2005 年度では、順に 1.「格付けと累積デフォルト率の適切な関係」(33.3%)、1.「格付けの適切な変更」(33.3%)、3.「格付けと市場利回りの適切な関係」(16.7%)、3.「格付けレポートの適切な表現」(16.7%)、となった。ここで「格付けと市場利回りの適切な関係」が上位でないのは、近年の日本の金融市場では金利が非常に低かったため投資家が債券の市場利回りに関心をもたなかったためであると思われる。今後金利が上昇した場合には、異なる調査結果となることが予想される。回答者のコメントとして、「正しい格付けの定義がない」、「総合的に判断している」などがあった。

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. (%)

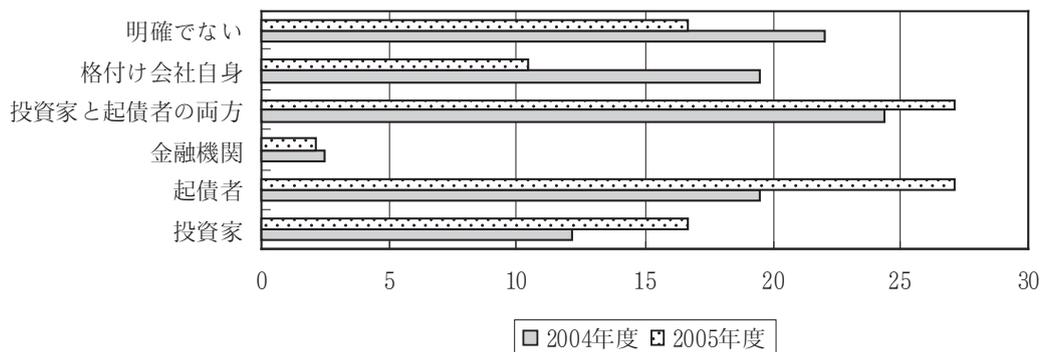
[2004年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
投資家	12.2	16.3	19.0	20.3	15.7
起債者	19.5	9.3	6.0	7.6	2.0
金融機関	2.4	2.3	1.2	1.3	3.9
投資家と起債者の両方	24.4	30.2	26.2	22.8	19.6
格付け会社自身	19.5	17.4	28.6	25.3	29.4
明確でない	22.0	24.4	19.0	22.8	29.4

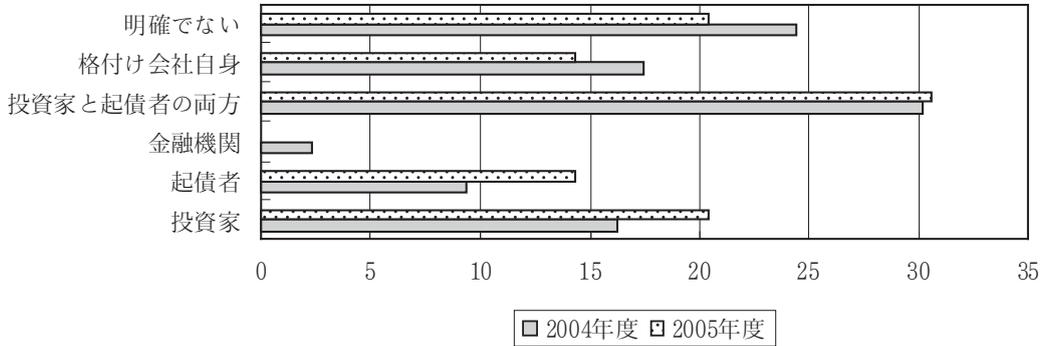
[2005年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
投資家	16.7	20.4	18.4	19.1	17.2
起債者	27.1	14.3	4.1	6.4	6.9
金融機関	2.1	0	0	0	0
投資家と起債者の両方	27.1	30.6	22.4	23.4	20.7
格付け会社自身	10.4	14.3	30.6	25.5	17.2
明確でない	16.7	20.4	24.5	25.5	37.9

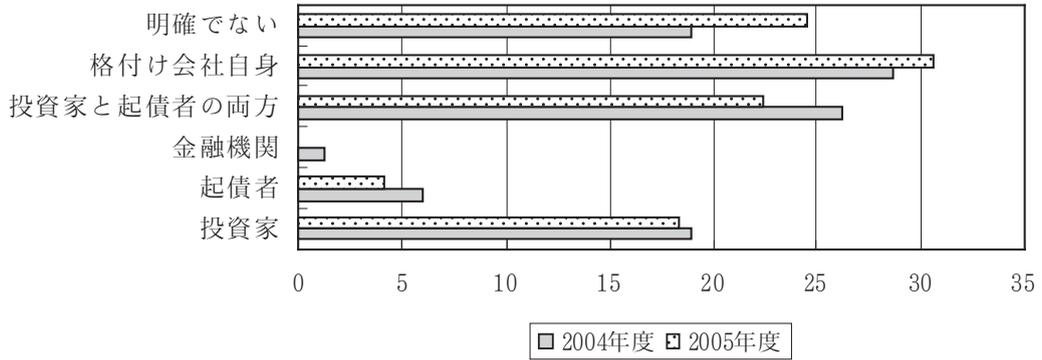
Q18.JCR (%)



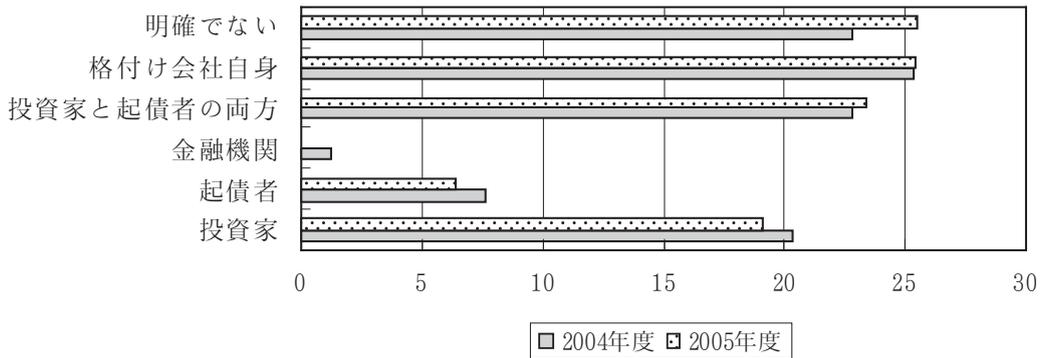
Q18.R&I (%)



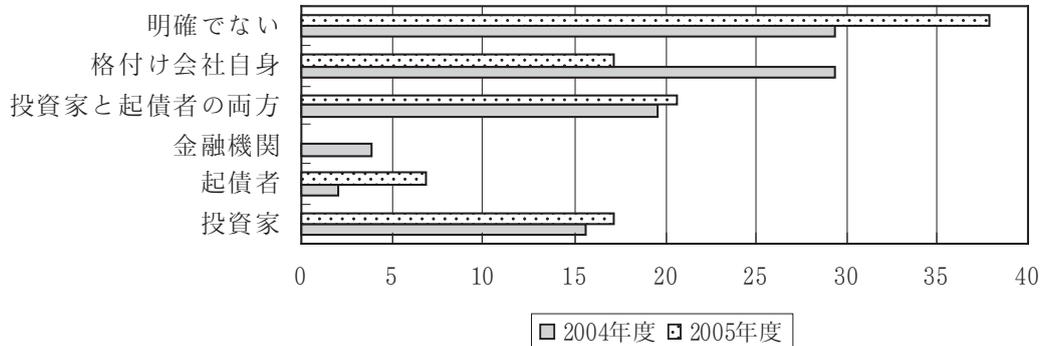
Q18.MDY (%)



Q18.S&P (%)



Q18.Fitch (%)



(概説)

問 Q18 は、投資家は格付け会社の格付けは誰の利益を最も優先していると考えているかの調査である。本問 (Q18) は発行体の問 Q21 でも同様の調査を行っている (詳しくは、発行体のアンケート調査問 Q21 を参照)。2004 年度・2005 年度ともに「格付け会社自身」に対する回答率は、日系の格付け会社よりも欧米系の格付け会社の方が高くなった。特に、2005 年度では MDY と S&P に対する回答をみると、「投資家と起債者の両方」(MDY 22.4%, S&P 23.4%) よりも「格付け会社自身」(MDY 30.6%, S&P 25.5%の回答率が高く、格付け会社の格付けは投資家・起債者の利益をあまり考えていないと多くの投資家を感じていることが窺える。2004 年度・2005 年度ともに「明確でない」と感じている投資家が約 2 割以上おり、格付けの存在意義が問われることになる。回答者のコメントとして、「投資家の利益を優先するようになっていない (起債社からの収入のため)」、「外国系は自国企業を優先し、外国企業を低くしているように思う」、「株式会社組織であるため、必然的に自社の利益優先となっているものと思われる」、「発行体から得られる格付け手数料への収益依存度が高いため格付けが甘くなる可能性がある一方、市場での格付け会社の評判が投資家にとって有益となりえる適切な格付けを付与するインセンティブとなりえる。究極的には、「適切な格付けの付与」は格付け会社の利潤追求の手段である」、「国際間における自国の利益を重要ポイントとしているように思えるときも多くあります。自国企業と対比したときの我国企業の格付けの低さ、また国債の格付けの低さ。(後進国等よりも低い格付けは侮辱的でそこまで格付けが低いとは思わない。)」などがあつた。

Q19. 現在の「指定格付機関制度」(金融庁指定) についてどのようにお考えですか。(%)
[2004 年度]

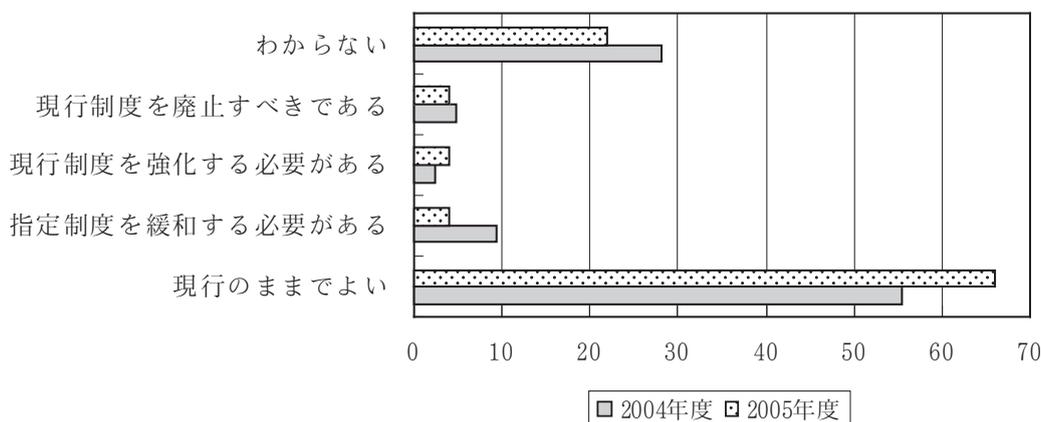
現行のままでよい	55.3
指定制度を緩和する必要がある	9.4
現行制度を強化する必要がある	2.4

現行制度を廃止すべきである	4.7
わからない	28.2

[2005 年度]

現行のままでよい	66.0
指定制度を緩和する必要がある	4.0
現行制度を強化する必要がある	4.0
現行制度を廃止すべきである	4.0
わからない	22.0

Q19. (%)



(概説)

問 Q19 は、現在の「指定格付機関制度」(金融庁指定)についての調査である。この問は発行体の問 Q23 でも同様の調査を行っている(詳しくは、発行体のアンケート調査問 Q23 を参照)。「現行のままでよい」が約半数を占めている(2004 年度 55.3%, 2005 年度 66.0%)。「わからない」が 2 割強を占めたことは、発行体の設問と同様に、問い方自体に問題があったと思われる。「指定格付機関制度」についての解説は、発行体の問 Q23 末尾注を参照して頂きたい。回答者のコメントとして、「制度を廃止しても、格付けの精度が上がるとは思わない」、「随時見直す制度にして欲しい」、「格付け会社の格付けをして欲しい」、「格付けがあくまでも“参考意見”であることを考えれば、このことは重要な問題ではないのではないか。利用者が格付けをどう利用するかが問題である」、「格付けの精度が向上する可能性が高い制度変更は歓迎できる。一方、単純な緩和により格付け会社間に競争原理が働いても格付け精度が向上するとは限らないため制度変更には緻密な議論を要する」などがあった。

Q20. 依頼のない格付け（いわゆる勝手格付け）についてどのように考えますか。（％）

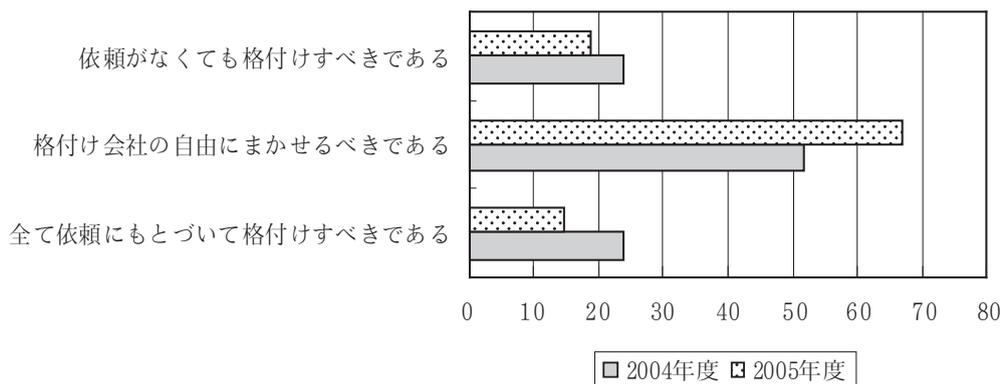
[2004年度]

全て依頼にもとづいて格付けすべきである		24.1
格付け会社の自由にまかせるべきである		51.7
その場合	依頼のない格付けをわかるようにする	91.1
	区別する必要はない	8.9
依頼がなくても格付けすべきである		24.1
その場合	依頼のない格付けをわかるようにする	85.7
	区別する必要はない	14.3

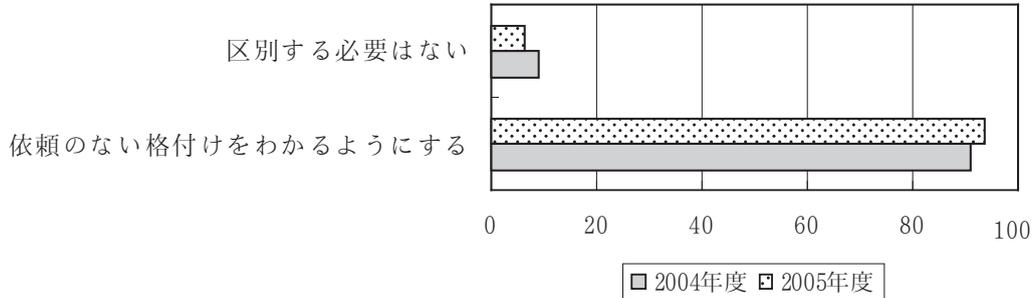
[2005年度]

全て依頼にもとづいて格付けすべきである		14.6
格付け会社の自由にまかせるべきである		66.7
その場合	依頼のない格付けをわかるようにする	93.8
	区別する必要はない	6.3
依頼がなくても格付けすべきである		18.8
その場合	依頼のない格付けをわかるようにする	88.9
	区別する必要はない	11.1

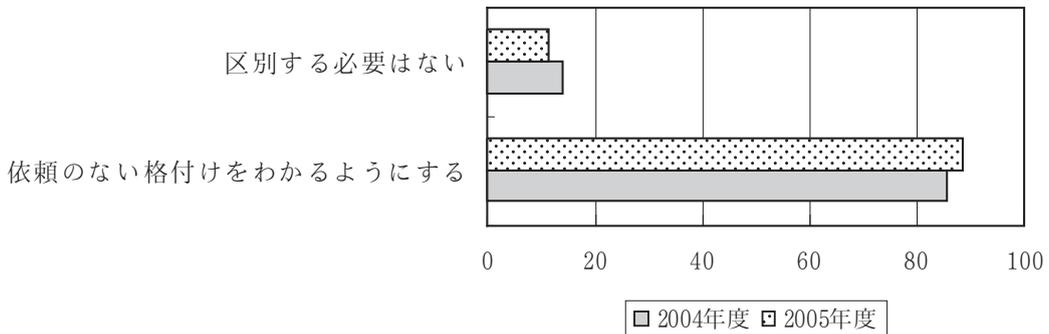
Q20.（％）



Q20.格付会社の自由にまかせるべきであるの内訳 (%)



Q20.依頼がなくても格付すべきであるの内訳 (%)



(概説)

問 Q20 は、依頼のない格付けについてどのように投資家が考えているかの調査である。「全て依頼にもとづいて格付けすべきである」という回答が 2004 年度は 24.1%，2005 年度は 14.6%であった。「格付け会社の自由にかかせるべきである」と「依頼がなくても格付けすべきである」とを合わせると、2004 年度では 7 割以上、2005 年度 8 割を上回っており、投資家は依頼のない格付けに関して理解を示していると思われる。ただし、「依頼のない」場合と「依頼のある」場合とを区別する必要があると考えている。回答者のコメントとして、「格付け会社が勝手に格付け企業を選択すべきでない」、「依頼格付けに限定すると、格付け件数が減るので情報価値が落ちる」、「勝手格付けは営業妨害である」、「依頼格付けと勝手格付けには、その判断材料の量に絶対的な差があり、信頼性にもおおきな差がある。信頼度の異なるものを同一表記で表現することは投資家に誤った情報を提供することになる」、「勝手格付けを厳しく付与することにより、発行体に対し依頼格付け取得の圧力としている旨の議論があるため区別するのが望ましい」、「どちらともいえない」、「勝手格付けと依頼格付けの明示がきちんとされているのであればあえて勝手格付けを否定する必要はないと考える。その方が広範囲のデータを参考資料として活用できる」、「精度 100%の情報はないのだから勝手格付けの対象企業には迷惑な場合がある」、「信用安定の顕著化に的確に迅速に警鐘を鳴らす役割は非常に重要である」と考える。ただし、恣

意性を完全に排除し客観的かつ公正な観点から透明度の高い格付けを行うということが大前提である。海外格付機関による勝手格付けは国内格付機関との格差を浮き彫りにし、注意を喚起するという点では一定の意義があったと思う」などがあった。