

1. 研究目的

本研究「信用リスクの評価手法」は、社債の発行者である起債者および格付け情報の利用者である投資家が、格付会社の信用リスクの評価手法などをどのようにみているか、また、格付けの必要性や現行の格付け制度についてどのような意見を持っているかなどについてアンケート手法によって明らかにしようとすることを目的とするものである。

2. 研究方法の概要

本研究は、前2回のアンケート調査（2004年度および2005年度）をベースにし、調査の継続性を確保しながら、エンロン・ワールドコム問題（2001～2002年）およびサブプライム関連証券問題（2007年以降～現在）など格付会社を取り巻く格付制度改革などについての質問項目を追加（起債者については4項目を追加して27項目、投資家は3項目を追加して25項目）して実施した（第3回アンケート調査時期2008年3月）。アンケートの評価対象となる格付会社は、日本で営業活動を行っている金融庁指定の5つの格付会社で、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・ジャパン（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（同S&P）、フィッチレーティングスリミテッド（同Fitch）である。

3. 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27項目、投資家については25項目である（添付資料「アンケート調査用紙」参照）。

4. 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、2007年度調査は回答会社数187社で回答率は19%（発行体19%、投資家19%）であった。

表 1. アンケートへの回答会社数・回答率（カッコ内は回答率）

| | 発行体 | 投資家 | 合計 |
|---------|-----------|----------|-----------|
| 2004 年度 | 178 (36%) | 88 (18%) | 266 (27%) |
| 2005 年度 | 51 (10%) | 53 (11%) | 104 (10%) |
| 2007 年度 | 94 (19%) | 93 (19%) | 187 (19%) |

2007 年度の発行体回答会社 94 社の格付け取得件数は表 2 のとおりで、長期債の格付け取得が 232 件（発行体 1 社当たり平均 2.5 社の格付会社から格付けを取得）、短期債が 111 件（同 1.2 社の格付会社から取得）である。長期債、短期債とも R&I から格付けを取得した発行体の回答率が最も高く（36.5%）、次いで JCR（25.6%）、S&P（14.9%）、MDY（13.7%）で、日本企業に対する格付け最後発の Fitch は 9.3%であった。

表 2. 回答会社（発行体 94 社）の格付け取得会社数

| | 長期債 | 短期債 | 合計 | % |
|-------|-------|-------|-------|------|
| JCR | 57 | 31 | 88 | 25.6 |
| R&I | 77 | 48 | 125 | 36.5 |
| MDY | 37 | 10 | 47 | 13.7 |
| S&P | 38 | 13 | 51 | 14.9 |
| Fitch | 23 | 9 | 32 | 9.3 |
| 計 | 232 件 | 111 件 | 343 件 | 100 |

5. 日本企業（全体）に対する格付けの現状

日本企業に対する格付け会社数（2008 年 10 月 1 日現在、長期債格付け）は R&I が最も多く 864 社、次いで JCR が 759 社、ムーディーズ・ジャパン（MDY）と S&P は 300 社程度、フィッチ（Fitch）が 147 社である。格付けの分布は AAA～BBB（通称：投資適格）が 9 割、BB～D（通称：投機的格）が S&P が 8.2%とやや高いがおおむね 5%以下である。AAA はおおむね 2～5%程度（MDY が 10.4%とやや高い）で、最も多いのが A（フィッチは BBB）、次いで AA である（JCR は BBB、フィッチは A が 2 番目に多い）。CCC 以下は JCR と MDY に若干みられるものの他 3 社には無い。

表 3. 日本企業に対する格付会社数および格付け分布（2008年10月1日現在）

| 格付け | JRC | R&I | MDY | S&P | Fitch |
|------------|------|------|------|------|-------|
| 合計（会社数） | 759 | 864 | 307 | 317 | 147 |
| AAA（%） | 4.7 | 2.5 | 10.4 | 3.8 | 0.7 |
| AA（%） | 18.3 | 26.9 | 30.3 | 26.2 | 12.2 |
| A（%） | 42.6 | 47.9 | 38.4 | 43.2 | 39.5 |
| BBB（%） | 31.2 | 21.2 | 17.6 | 18.6 | 42.2 |
| BB（%） | 2.1 | 1.5 | 1.6 | 7.3 | 4.8 |
| B（%） | 0.4 | 0.1 | 1.0 | 0.9 | 0.7 |
| CCC（%） | 0.1 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 |
| CC（%） | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| C（%） | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| D（%） | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| AAA～BBB（%） | 96.8 | 98.4 | 96.7 | 91.8 | 94.6 |
| BB～D（%） | 3.2 | 1.6 | 3.3 | 8.2 | 5.4 |

出所）NPO フェア・レーティング・ホームページ（原資料は各格付会社のHP）。

従来、日本の格付会社と外国系格付会社間に大きな格付け格差（3ノッチ以上）があったが、2008年10月1日現在の平均格差は3ノッチ以下に縮小した（S&PとJCRの格差が2.4ノッチで最大、フィッチは格付け会社数が少ないので割愛した）。これまで、日本の格付会社間（R&IとJCR）および外国系格付会社間（MDYとS&P）の格差は小さく、日系と外国系間に大きな差があった。その原因は米国と日本の信用リスクに対する考え方の違いであるといわれてきた（格付けの決定要因として、米国は財務諸表等に基づく定量的要因、日本はメインバンクとの関係や企業グループの形成など定性的要因が強いといわれていた）。しかし表4のとおり、日米間の格差が日一日間、米－米関の格差よりも大きいという構造は変わらないものの全体の格差は急速に縮小した。これは、バーゼルⅡ（銀行の自己資本決定に格付けを導入）の導入（2007年度実施）によって、格付け記号と累積デフォルト率のマッピング（格付け記号の体系を日本企業の社債の累積デフォルト率と関係させる金融庁の区分にあわせること）が行われた影響が大きいといわれている。

表 4. 格付会社間の格付け格差（2008 年 10 月 1 日現在，格差単位はノッチ）

| | 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 | 163 | 196 | 134 | 228 | 162 | 320 |
| 平均格付け格差 | 0.9 | 1.3 | 1.8 | 1.7 | 2.4 | 0.8 |
| (格差：ノッチ) | 会社数 | 会社数 | 会社数 | 会社数 | 会社数 | 会社数 |
| 0 | 63 | 35 | 20 | 26 | 11 | 106 |
| +1 | 9 | 71 | 20 | 72 | 21 | 160 |
| +2 | 1 | 50 | 48 | 85 | 57 | 27 |
| +3 | 0 | 9 | 26 | 31 | 34 | 0 |
| +4 | 0 | 1 | 5 | 13 | 19 | 0 |
| +5 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0 |
| +6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 0 |
| +7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +8 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +10 以上 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| -1 | 46 | 15 | 8 | 0 | 8 | 23 |
| -2 | 36 | 12 | 3 | 0 | 0 | 3 |
| -3 | 8 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| -5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| -6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| -7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| -8 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| -9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| -10 以上 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

出所) NPO フェア・レーティング・ホームページ (原資料は各格付会社の HP).

6. アンケート結果の概要（総論）

アンケート結果の要点を整理すると以下の通りであるが，起債者の 93.5%が「格付けは必要である」とし，投資家の 95.7%が「格付会社の存在」が「非常に有益」あるいは「おおむね有益」と回答しており「格付けの必要性」が認識されている。さらに投資家の 97.8%が「格付け情報」は今後も「是非とも必要」また

は「必要である」としている。また、アメリカにおける今回のサブプライム問題について「格付会社を批判すべき点はない」と回答したのは起債者が0.7%、投資家が3.8%とわずかであり、ほとんどの起債者および投資家が米国における格付会社に批判的である。

(1) 格付け料金（発行体）と格付け情報料金（投資家）

発行体にチャージされる格付け料金について、前回アンケートまでは「外国系格付け会社の格付け料が高い」とする比率が高かったが、2007年度調査ではS&Pとフィッチについて「やや高い」と感じる発行体があるものの、全体として「妥当である」の比率が最も高くなった。投資家に対する格付け情報料金は、電子媒体料金および定期購読料金とも日系格付会社は「やや高い」比率が減少して「妥当である」が上昇したが、外国系格付会社については「やや高い」および「高い」の比率が上昇した。

(2) 発行体が格付け会社を選んだ理由および投資家による格付け情報の利用

発行体が格付け会社を選んだ理由は、前回アンケートに引き続き「信頼できる格付け会社」が最も高い。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、今回調査においても、ホームページの無料情報と公表された情報だけで十分であるとする投資家が多く、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。

(3) 発行体の格付けに対する満足度

自社の格付けについて前回調査までは「低すぎる」と感じる発行体が多かったが、2007年度調査においては「低すぎる」が減少し「妥当」「おおむね妥当」が大きく上昇した。特に、外国系格付け会社の「低い」「あまりにも低い」が減少した。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」が最も高い（37%）ものの、前回調査と比べると横並び意識が減少し「格付会社が公表している格付け基準」の比率（24%）が上昇した。格付け会社のアナリストは発行体および発行体の業界事情についておおむね「理解している」と考えていると受けとめられているが、外国系格付会社の一部に「あまり理解していない」と不満を残している発行体もあった。

(4) 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、R&I、MDY、S&Pについては約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が、JCRについては「使えない」が約1割、フィッチについては約2割が「良く分からない」と回答した。

(5) 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「よい」と答えた発行体が約6割で、JCR、R&I、MDYについては3割程度が「優れている」と回答した。一方、投資家は、格付け会社の調査レポートについて「おおむね優れている」の回答率が5～6割程度で、前回調査と同様に「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約3割を占めている。

(6) 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、「累積デフォルト率との適切な関係」および「格付けの適切な変更」がそれぞれ3割を占め、「格付けと市場利回りの適切な関係」が2割であった。実際の格付けにおいて、格付け情報が「累積デフォルト率との関係」において「非常に適切」または「おおむね適切」であると回答したのは5割程度で、4割強の投資家が「どちらともいえない」と考えている。「格付けの適切な変更」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（S&Pだけは「おおむねタイムリー」が若干上回っている）、格付けの変更が投資家を十分満足させていない印象がある。「格付けと市場利回りの関係」については、「非常に適切」と「おおむね適切」の合計が6割程度を占めている（JCRとフィッチが若干低い）。

(7) 格付けの必要性和格付け制度

格付けの必要性について、発行体と投資家の9割が必要性を認めている。エンロン・ワールドコム事件（2001～2002年）以降、アメリカにおいて格付け制度見直しの議論が高まり、2006年にアメリカ「格付機関改革法」が成立して格付会社の登録制への変更や利益相反業務の禁止などが定められたが、2007

年以降のサブプライム問題に関連してさらなる見直しが検討されている。一方、日本においては内閣府令による「指定格付機関制度」が維持されており、金融審議会における検討も開始されたものの、起債者および投資家は「現行のままでもよい」とする意見が多数を占めている。

(8) 新 BIS 規制とアメリカのサブプライム問題

2007 年度のアンケートに新たに「新 BIS 規制」と「サブプライム問題」についての設問を追加した。新 BIS 規制については、日本だけが認めていない「非依頼格付け」について、起債者は「現行通り認めないことでよい」が多数を占めたが、投資家は「認めるべきである」が 5 割を占め、起債者と投資家の意見が分かれた。アメリカのサブプライム問題については、起債者と投資家の双方が格付会社に対して批判的であり、具体的には「格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである」との意見が多数を占めた。