

7. アンケート結果の各論

(1) 発行体の回答概要

『格付けに関するアンケート』集計結果

(2004 年度社債発行企業：178 社)

(2005 年度 〃 : 51 社)

(2007 年度 〃 : 94 社)

Q1. 貴社の格付け

集計省略

Q2. 「複数格付け」についてどのようにお考えですか. (%)

[2004 年度]

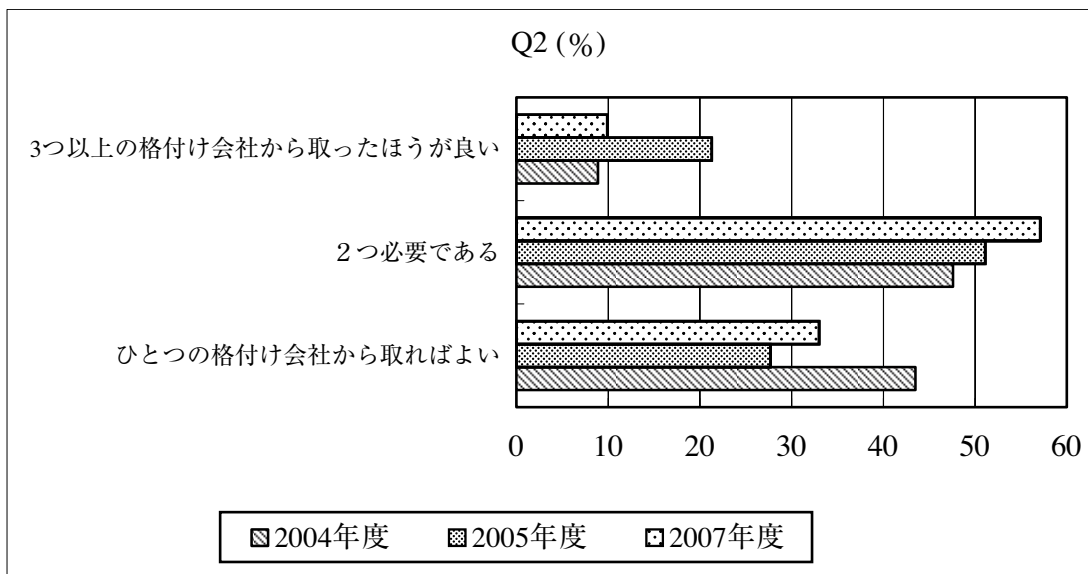
ひとつの格付け会社から取れば良い	43.5
2つ必要である	47.6
3つ以上の格付け会社から取ったほうが良い	8.9

[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

[2007 年度]

ひとつの格付け会社から取ればよい	33.0
2つ必要である	57.1
3つ以上の格付け会社から取ったほうが良い	9.9



(概説)

「複数格付け」について、「2つ以上の格付けが必要である」比率は年々着実に上昇し、2007年度は57.1%になった。他方、「3つ以上の格付け」の必要性は減少し、「1つでよい」比率が3分の1を占めている。2007年度の発行体回答者の実際の格付け取得数は2005年度とほぼ同様の比率であるが、2社からの格付け取得比率（29.8%）が増加し4社以上の取得が減少した（下表参照）。7割以上が複数社から格付けを取得しているため「複数格付け必要性」の趣旨は生かされているといえる。すなわち、格付けの取得について、起債者の観点からは、格付け取得が少ない方がコスト的に有利であるが、投資家サイドからは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より高まると認識されている。米国においては、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「複数存在する必要がある」とされ、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「2006年米国格付機関改革法」によってNRSRO（SECによる認定）制度から登録制度に変更して格付け会社の数を増やす方向に政策変更した。2007年度の回答者からのコメントにおいてもほとんどが「複数格付け」を支持する回答であった。「複数格付け」の根拠として、不当に低く評価される場合の対応、複数の観点からの分析、などが挙げられた。

発行体の格付け取得数 (%)

格付け取得数	0	1	2	3	4	5
2004 年度	15.7	24.2	20.8	20.2	12.4	6.7
2005 年度	3.9	21.6	17.6	19.6	19.6	17.6
2007 年度	4.3	23.4	29.8	19.1	10.6	12.8

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]

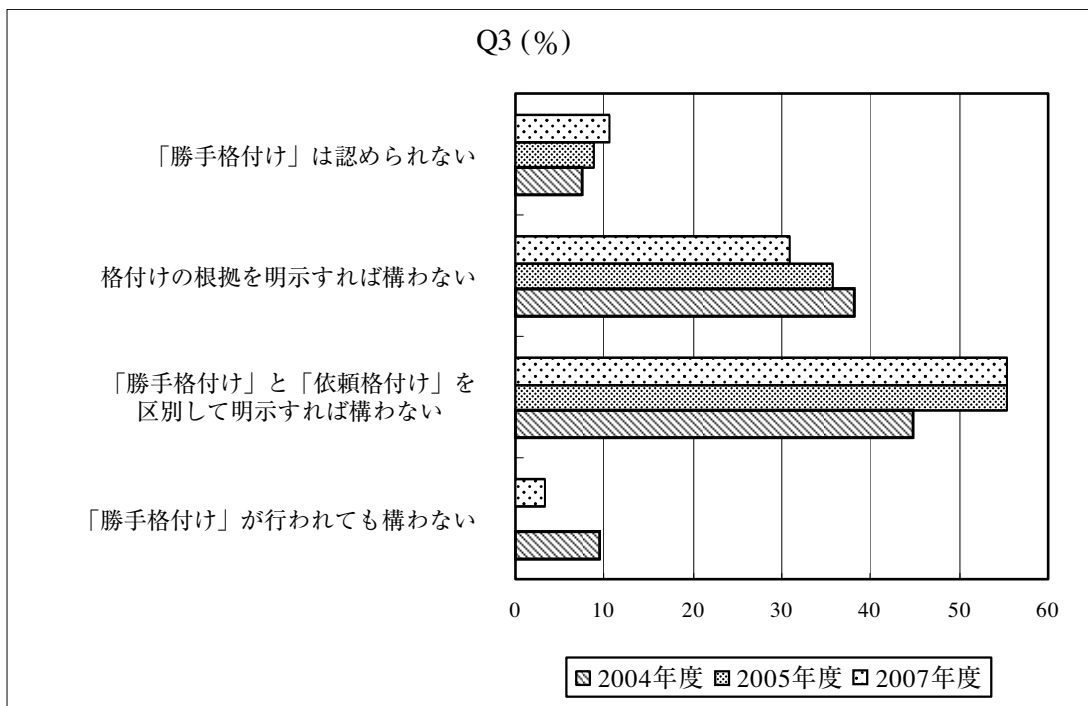
「勝手格付け」が行われても構わない	9.5
「勝手格付け」と「依頼格付け」を区別して明示すれば構わない	44.7
格付けの根拠を明示すれば構わない	38.2
「勝手格付け」は認められない	7.5

[2005 年度]

「勝手格付け」が行われても構わない	0.0
「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

[2007 年度]

「勝手格付け」が行われても構わない	3.2
「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	55.3
格付けの根拠を明示すれば構わない	30.9
「勝手格付け」は認められない	10.6



(概説)

「勝手格付け」は起債者からの依頼のない格付け（非依頼格付け）であり，近年，格付けの精度を高めるために，「起債者からの依頼」を受けて，公開情報に加えて起債者からの非公開情報の提出を得て格付けを行う（依頼格付け）機運が高まっている．指定格付制度に基づく一般の格付けにおいては「勝手格付け」も認められているが，2007年度から開始されたバーゼルⅡに基づく「適合格付制度」においては「勝手格付け」は認められていない．「勝手格付けは認められない」と回答した比率は徐々に増加しているが，手放しの「勝手格付け」を容認する比率は低いものの，「勝手格付け」と「依頼格付け」の区別や根拠を明示すれば「勝手格付け」を「良し」としている．そもそも格付けは，アメリカにおいて不特定多数の投資家が購入する可能性のある公募社債の信用リスクを市場に提供することを目的としているので，起債者が希望しようとしまいとにかかわらず格付けを行うとされてきたが，格付け情報のより高い正確性の要求や起債者の意思を尊重する等の理由により「勝手格付け」を制限する動きが高まっている．しかし，起債者側の回答においてすら，条件付きながら「勝手格付け」を認める比率が圧倒的に高いことは特筆に値する．

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. (複数回答可) (%)

[2004年度]

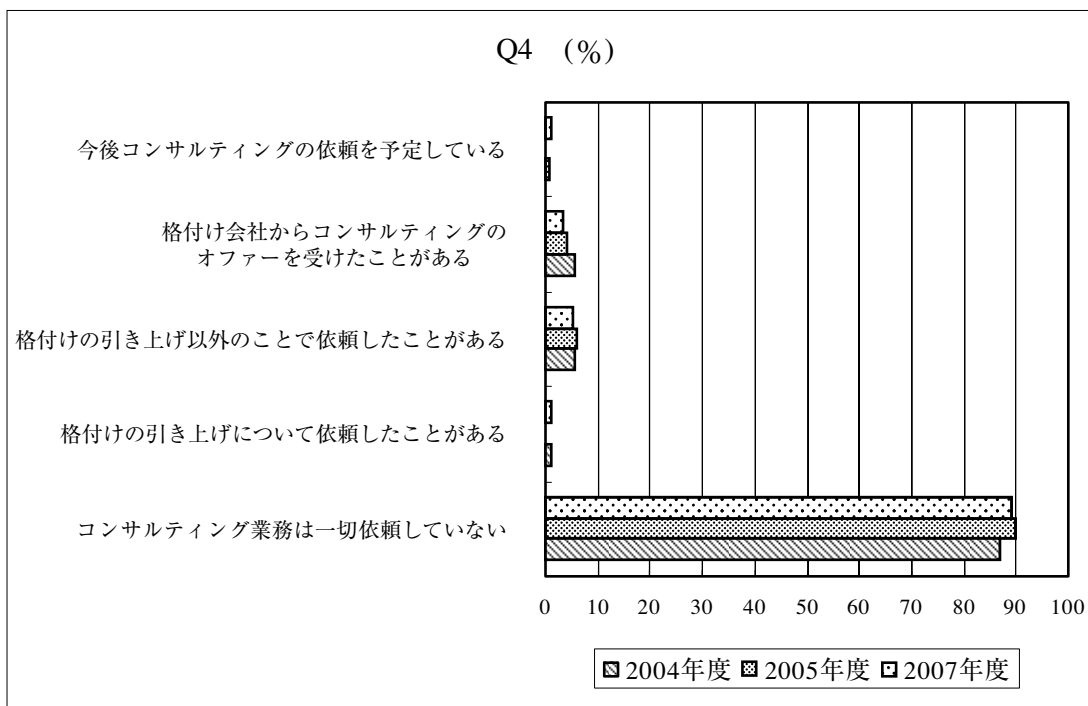
コンサルティング業務は一切依頼していない	86.8
格付けの引き上げについて依頼したことがある	1.1
格付けの引き上げ以外のことで依頼したことがある	5.7
格付け会社からコンサルティングのオファーを受けたことがある	5.7
今後コンサルティングの依頼を予定している	0.6

[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	0.0
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	0.0

[2007年度]

コンサルティング業務は一切依頼していない	89.1
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	5.4
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	3.3
今後コンサルティングの依頼を予定している	1.1



(概説)

格付会社がコンサルティングを行うことは、高いコンサルティング・フィーを受け取る見返りに良い格付けを与えることがありうるという利益相反の観点から、従来から問題視されており、2006年米国格付機関改革法においてコンサルティングの兼営は禁止された。日本においては現状特段の禁止条項はないが、日本も加盟している国際機関である IOSCO（証券監督者国際機構）は格付け会社のコンサルティング業務を規制している。起債者による格付け会社に対するコンサルティングの依頼についての回答は、格付けの引き上げあるいはそれ以外のことで依頼したことある起債者が2007年度において6.5%、格付け会社からオファーを受けたり今後依頼の予定がある比率が4.4%、一切依頼していない起債者が89.1%であり、過去2回の回答率とほぼ同様である。2001年の米国におけるエンロンやワールドコム事件に際して、格付け会社のコンサルティングが利益相反の大きな問題点となり、サブプライム関連証券の格付けについても米国およびEUの規制当局が問題点の一つとして取り上げているが日本の起債者は「コンサルティング業務は一切依頼していない」比率が約9割と高いこともあって大きな問題点となっていない（コメントも1件のみであった）。

Q5. 貴社が取得された格付けの料金についてどのようにお考えですか。（%）

[2004年度]

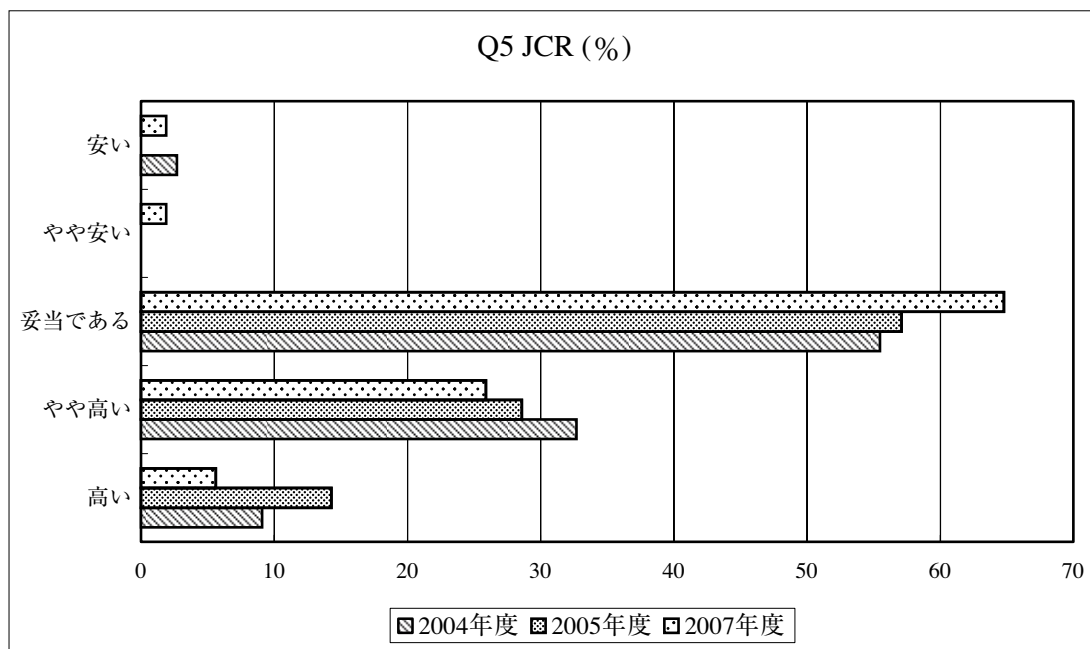
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	9.1	12.7	46.9	36.6	50.0
やや高い	32.7	37.2	32.7	46.3	50.0
妥当である	55.5	48.5	20.4	14.6	0.0
安い	2.7	1.5	0	2.4	0.0

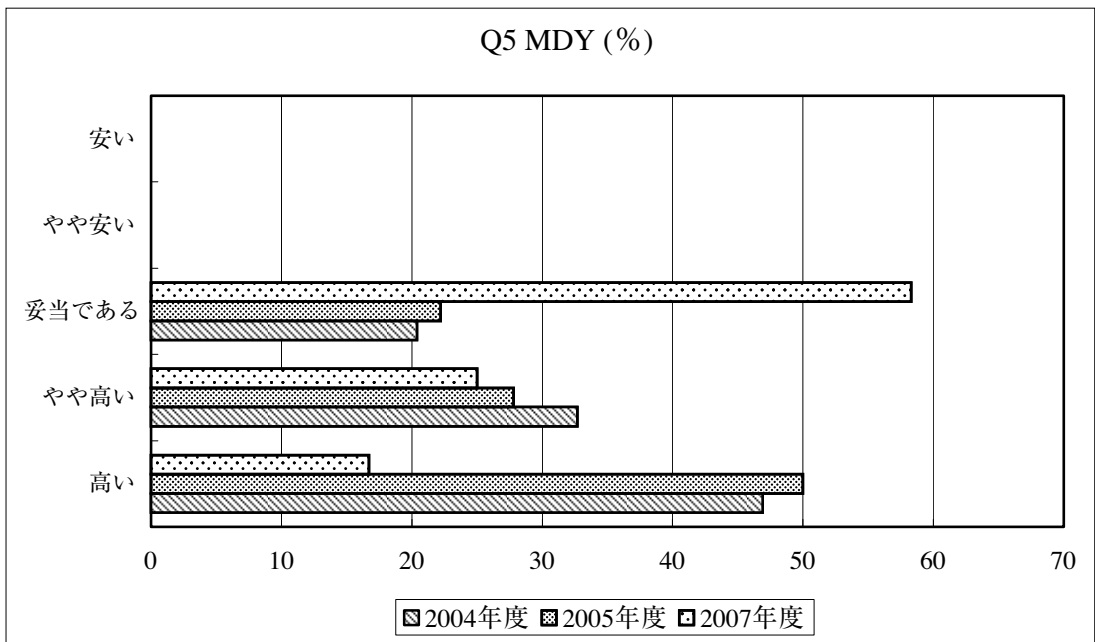
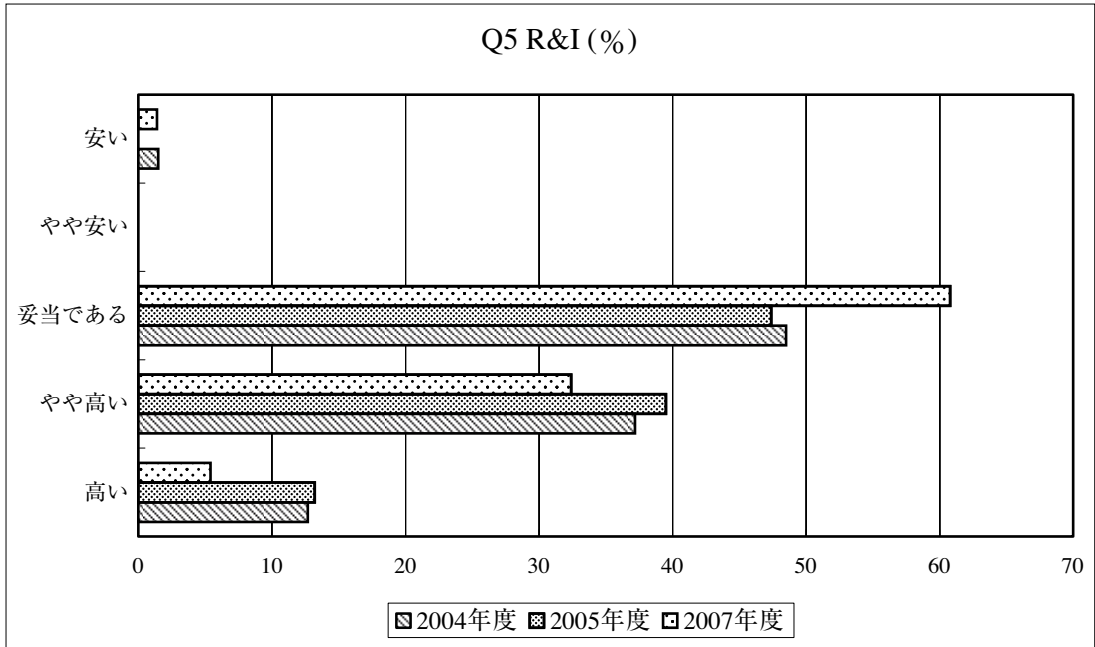
[2005年度]

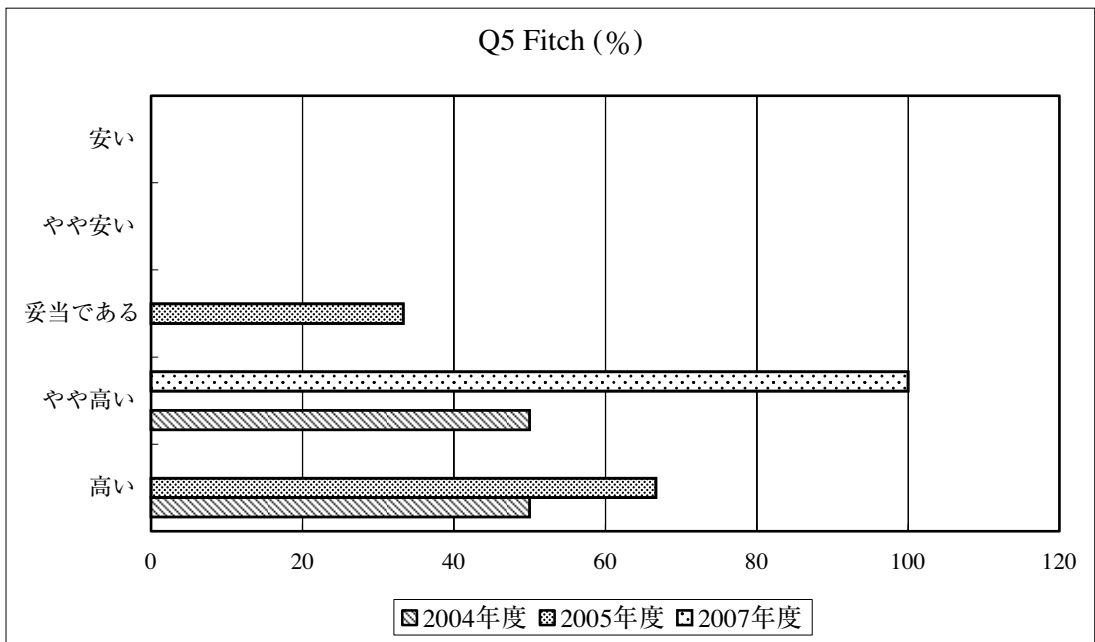
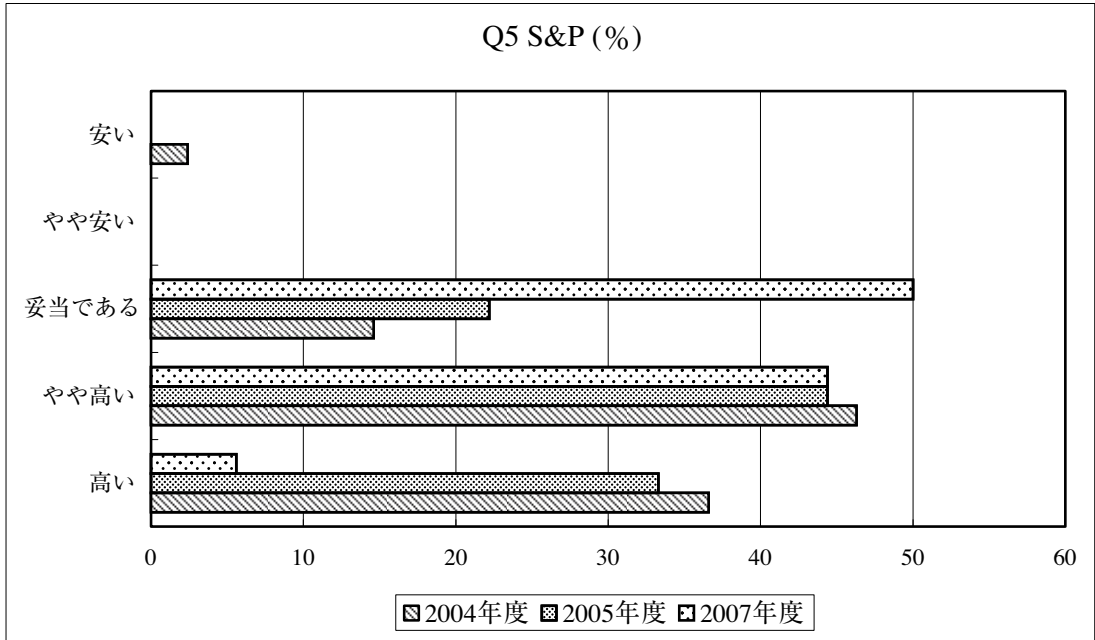
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高い	14.3	13.2	50.0	33.3	66.7
やや高い	28.6	39.5	27.8	44.4	0.0
妥当である	57.1	47.4	22.2	22.2	33.3
安い	0	0	0	0	0.0

[2007年度]

		JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5	高い	5.6	5.4	16.7	5.6	0.0
4	やや高い	25.9	32.4	25.0	44.4	100.0
3	妥当である	64.8	60.8	58.3	50.0	0.0
2	やや安い	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
1	安い	1.9	1.4	0.0	0.0	0.0







(概説)

起債者が払う格付け料金はこれまで外資系格付会社が高い回答が顕著であったが、2007年度回答においては「高い」が激減し「妥当である」が半数以上を占

めた（回答件数の少ないフィッチを除く）。日系格付会社についても「高い」「やや高い」が減少し「妥当である」の比率が6割となった（特に、R&Iの「妥当である」比率が2005年度調査の47.4%から60.8%へと上昇した）。格付け料金の低下について特段の措置が取られたことはないと思われるが、バーゼルⅡ実施による「勝手格付け」の不採用が外資系格付会社に影響を与えたこと（料金を下げても依頼格付けに変更しなければならない）、格付け件数の減少による競争の激化などがその背景として考えられる。コメントでは「格付け審査、レビュー、面談等を考慮すると妥当」とする意見と「格付けを継続的に受け、毎年料金を支払っていることを考えると現行の料金は高い」という意見が件数で相半ばしている。

Q6. 格付け会社を選んだ理由は何ですか。（複数回答可）（%）

[2004年度]

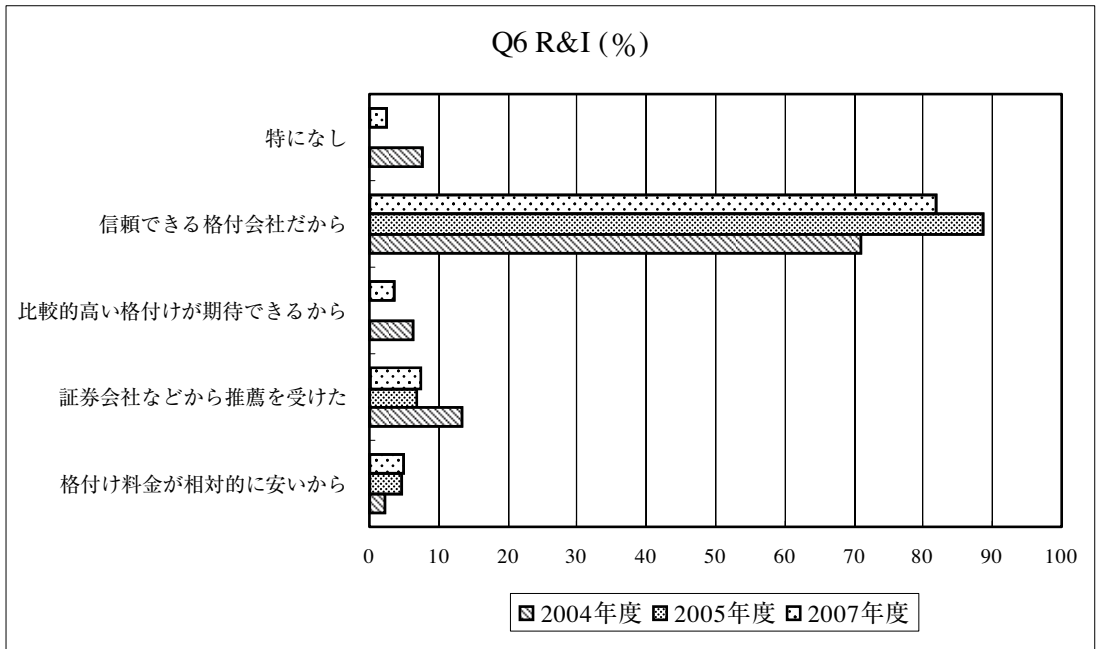
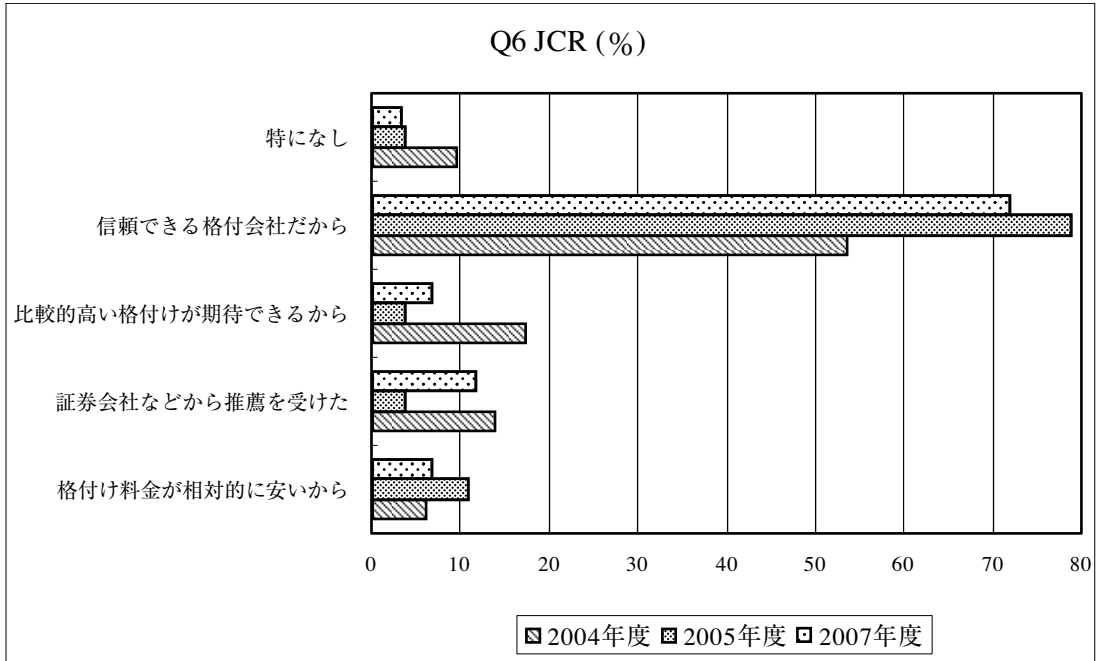
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格付け料金が相対的に安いから	6.0	2.1	0.0	0.0	0.0
証券会社などから推薦を受けた	13.8	13.2	7.7	7.1	0.0
比較的高い格付けが期待できるから	17.2	6.3	0.0	0.0	25.0
信頼できる格付会社だから	53.4	70.8	87.2	89.3	50.0
特になし	9.5	7.6	5.1	3.6	25.0

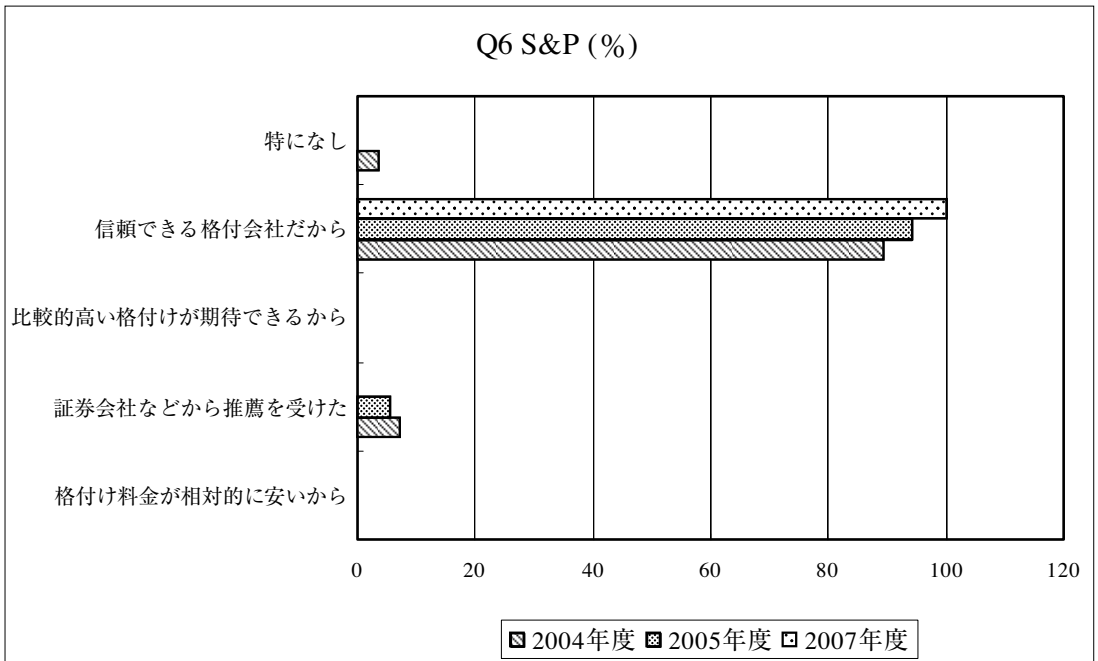
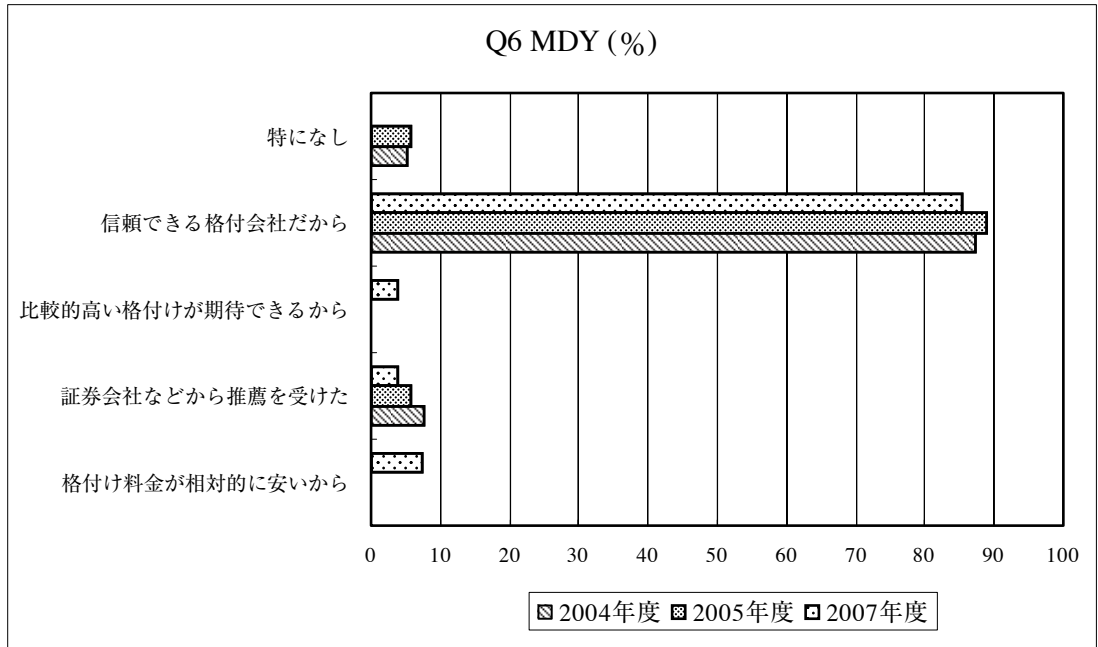
[2005年度]

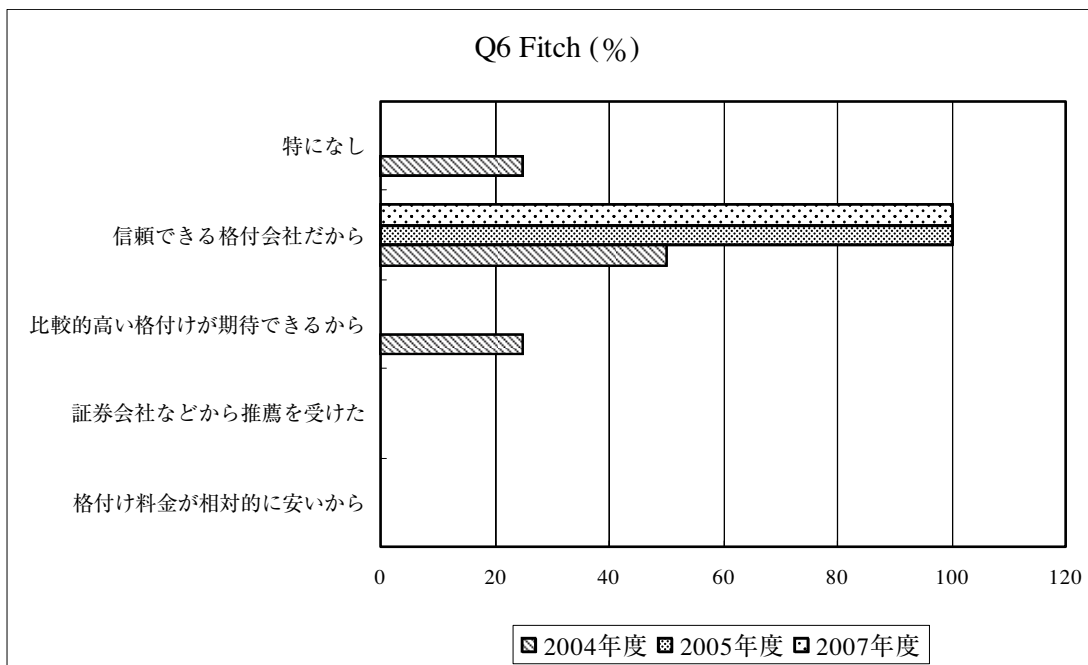
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格付け料金が相対的に安いから	10.7	4.5	0.0	0.0	0.0
証券会社などから推薦を受けた	3.6	6.8	5.6	5.6	0.0
比較的高い格付けが期待できるから	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0
信頼できる格付会社だから	78.6	88.6	88.9	94.4	100
特になし	3.6	0.0	5.6	0.0	0.0

[2007年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格付け料金が相対的に安いから	6.7	4.8	7.4	0.0	0.0
証券会社などから推薦を受けた	11.7	7.2	3.7	0.0	0.0
比較的高い格付けが期待できるから	6.7	3.6	3.7	0.0	0.0
信頼できる格付会社だから	71.7	81.9	85.2	100.0	100
特になし	3.3	2.4	0.0	0.0	0.0







(概説)

起債者が格付会社の選ぶ根拠は「信頼できる格付会社だから」が2004年度調査以降、一貫して高い(70~100%)。第2の理由は「証券会社などから推薦を受けた」からであり、社債のアンダーライターを行う証券会社が格付けにおいて一定の影響力を持っていることが示されている。第3の理由は「格付け料金が相対的に安いから」(4.8~7.4%)で、格付け料金によって格付会社を選択する起債者は5%前後と低いことがわかる。第4の理由である「比較的高い格付けが期待できるから」は2004年度調査と比較すると2007年度は半減した。上記4つの理由以外に「投資家への影響力のある格付会社」「社債発行国に基づいて日系か外資系かを選択」などが複数コメントとして挙げられた。

Q7. 貴社の格付けの変更（最新のものの）は格上げでしたか、それとも格下げでしたか。

[2004年度]

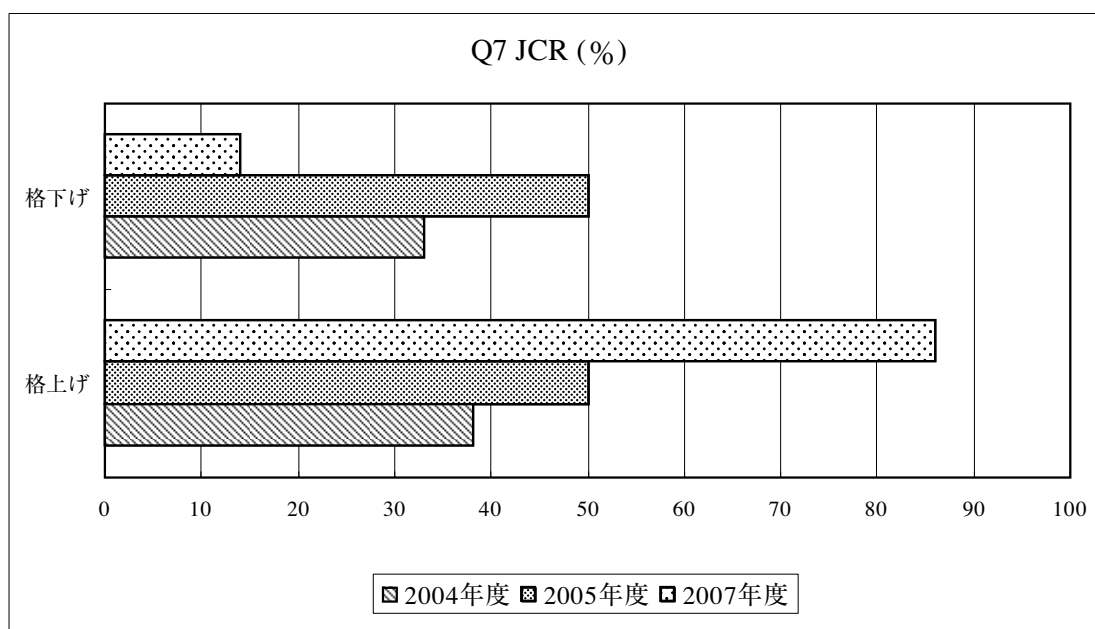
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格上げ	38.1	32.5	55.7	27.8	40.0
格下げ	33.0	51.8	22.9	21.5	0.0

[2005年度]

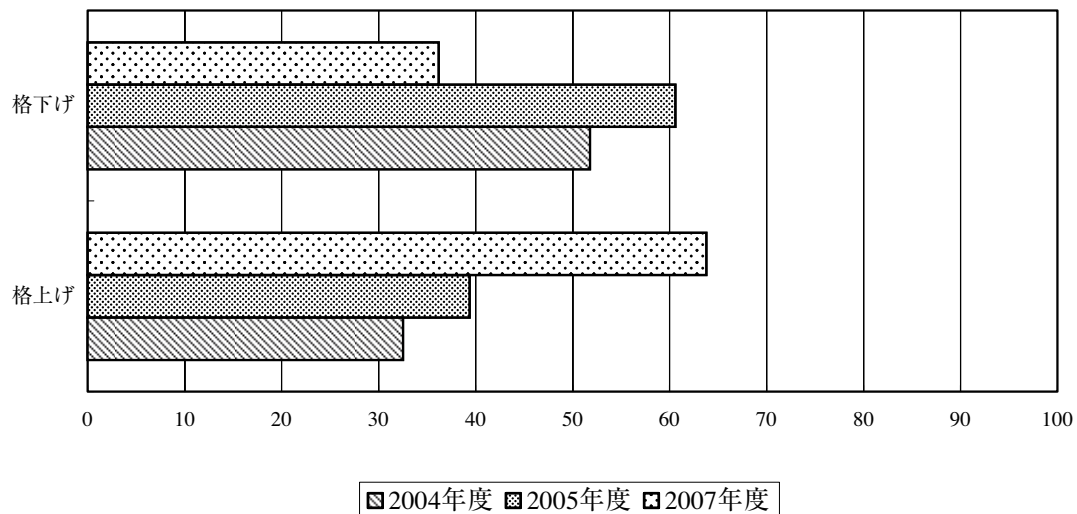
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格上げ	50.0	39.4	65.2	55.6	100
格下げ	50.0	60.6	34.8	44.4	0.0

[2007年度]

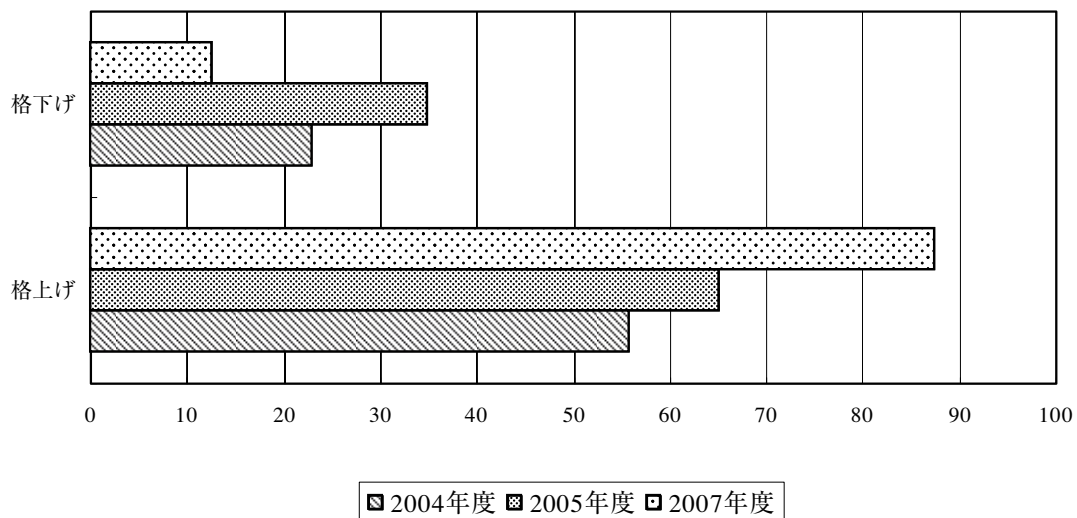
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
格上げ	86.0	63.8	87.5	89.3	87.5
格下げ	14.0	36.2	12.5	10.7	12.5

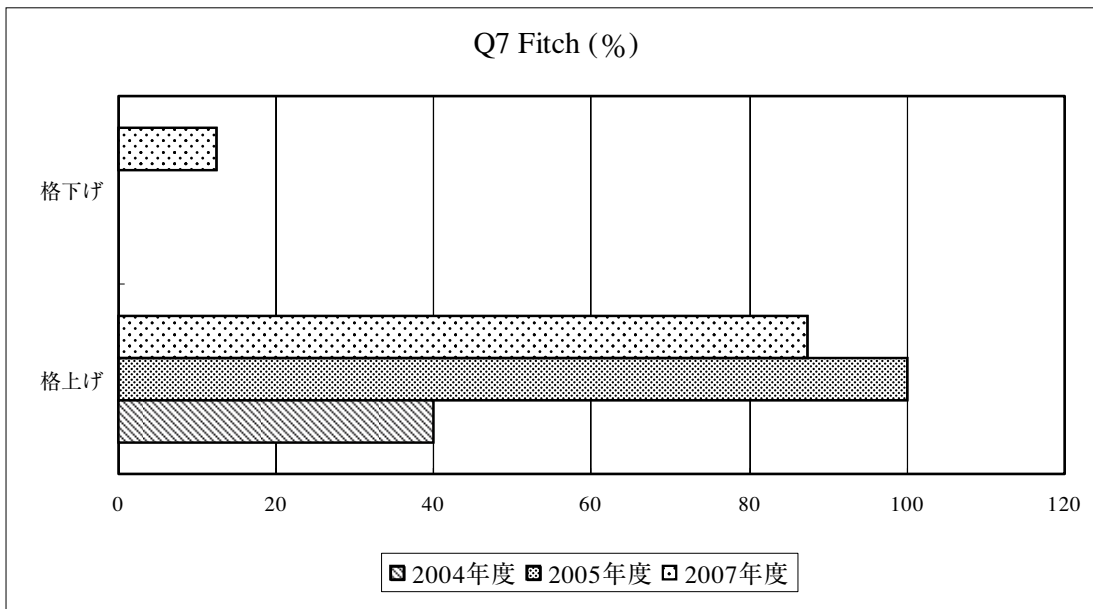
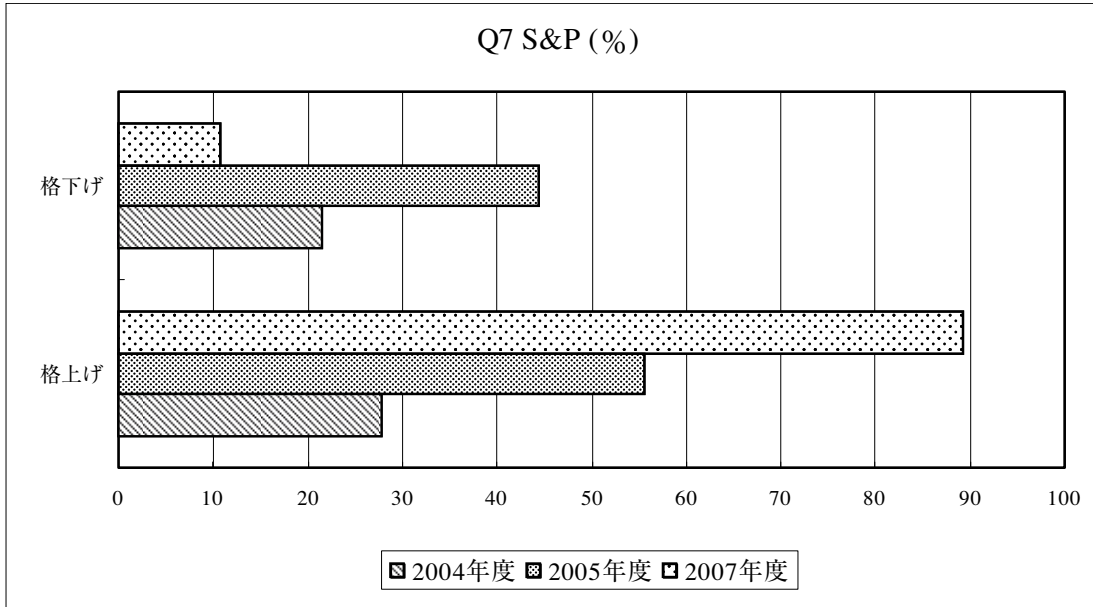


Q7 R&I (%)



Q7 MDY (%)





(概説)

格付けの変更は景気上昇機運にある場合は「格上げ」が多く、下降局面の場合は「格下げ」が増加する傾向があるので前回、前々回調査との比較はできないが、2007年度（2008年3月アンケート）は景気上昇機運にあったこと、およびバー

ゼルⅡによる金融庁格付け基準とのマッピング調整期（格付会社が金融庁に提出した格付け毎の累積デフォルト率を実際のデフォルトに近づけるための調整）にあったため「格上げ」比率が「格下げ」比率を大きく上回った。特に、外資系格付会社は日本企業の財務状況の改善に加えて、「依頼格付け」によるマッピング調整などもあってか「格上げ」変更比率が高率であった。

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	0.0
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

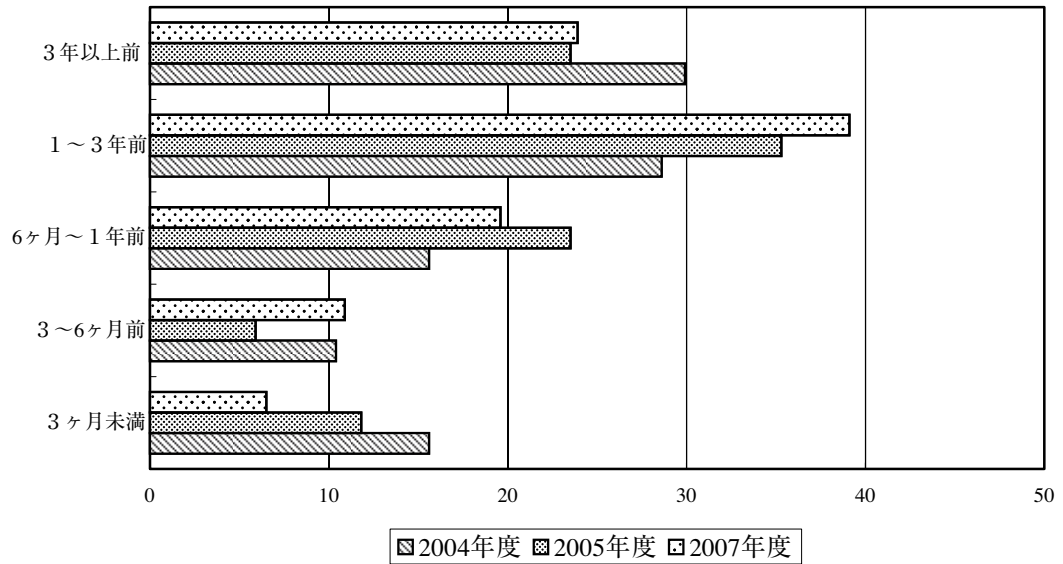
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
3ヶ月未満	11.8	14.7	13.0	5.6	0.0
3～6ヶ月前	5.9	5.9	4.3	0.0	25.0
6ヶ月～1年前	23.5	8.8	34.8	27.8	0.0
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

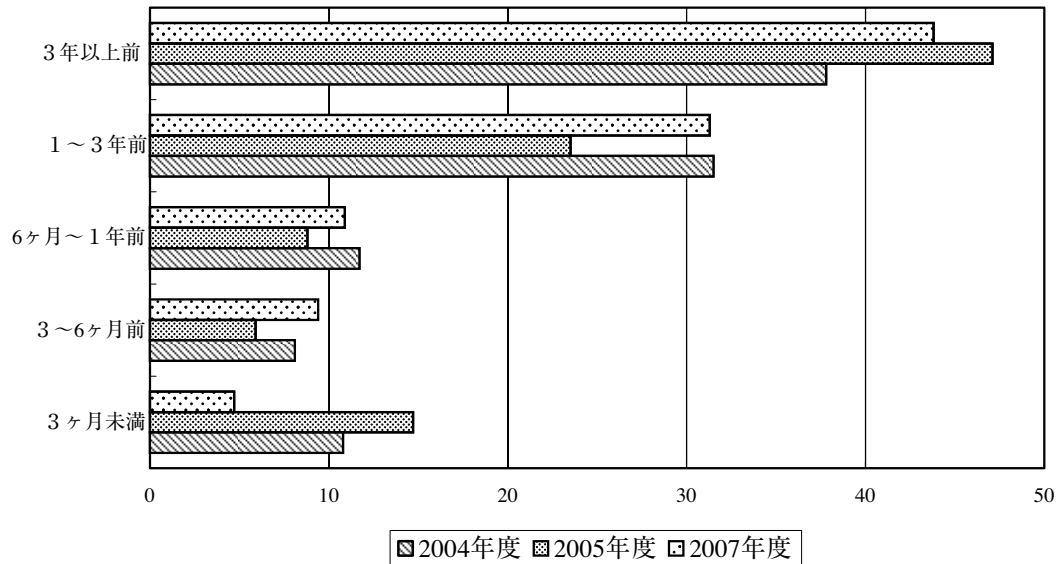
[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
3ヶ月未満	6.5	4.7	12.9	7.1	28.6
3～6ヶ月前	10.9	9.4	6.5	10.7	28.6
6ヶ月～1年前	19.6	10.9	22.6	39.3	0.0
1～3年前	39.1	31.3	32.3	25.0	14.3
3年以上前	23.9	43.8	25.8	17.9	28.6

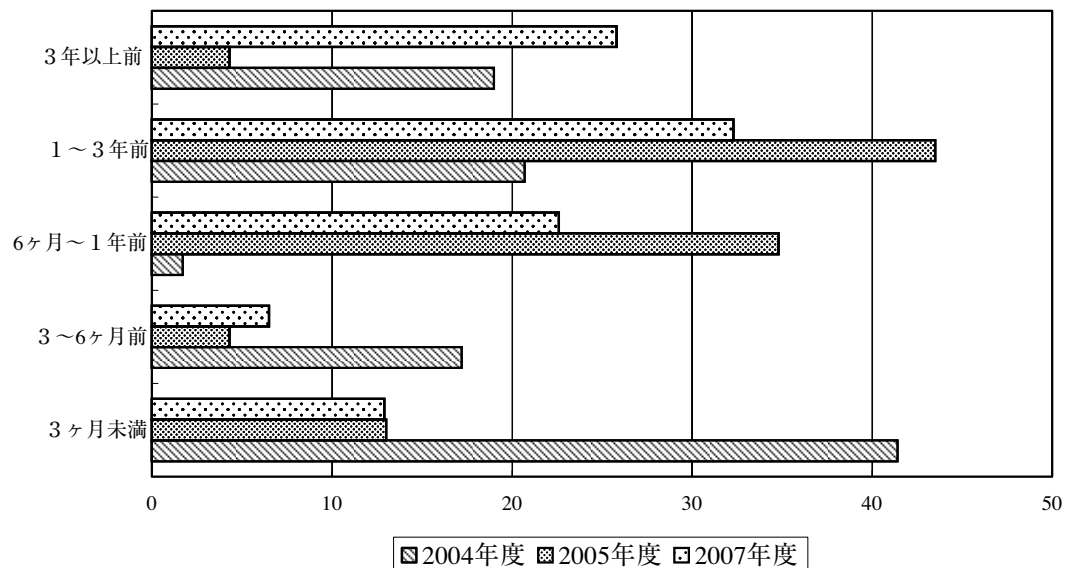
Q8 JCR (%)



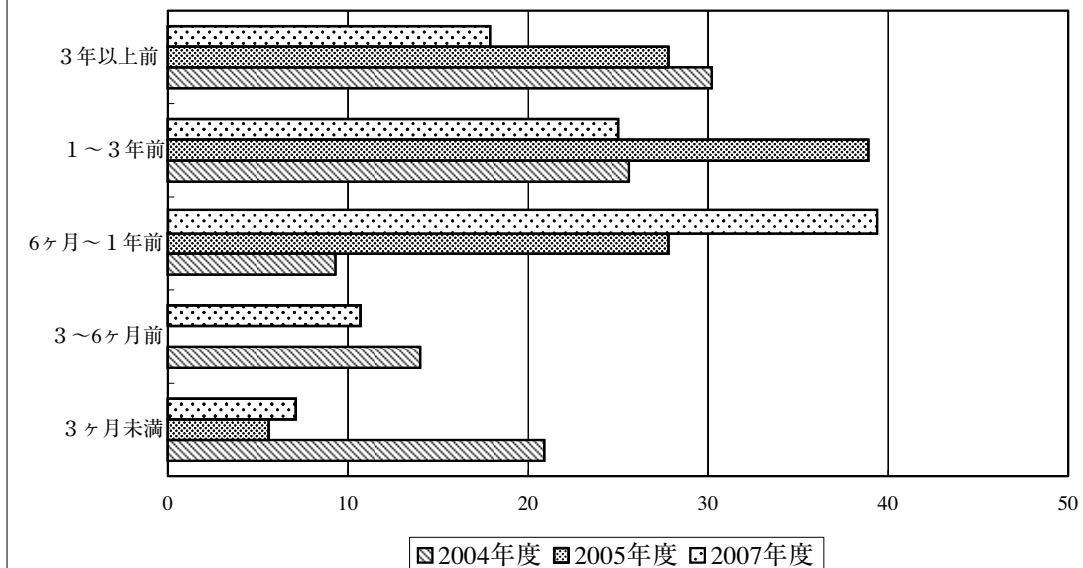
Q8 R&I (%)

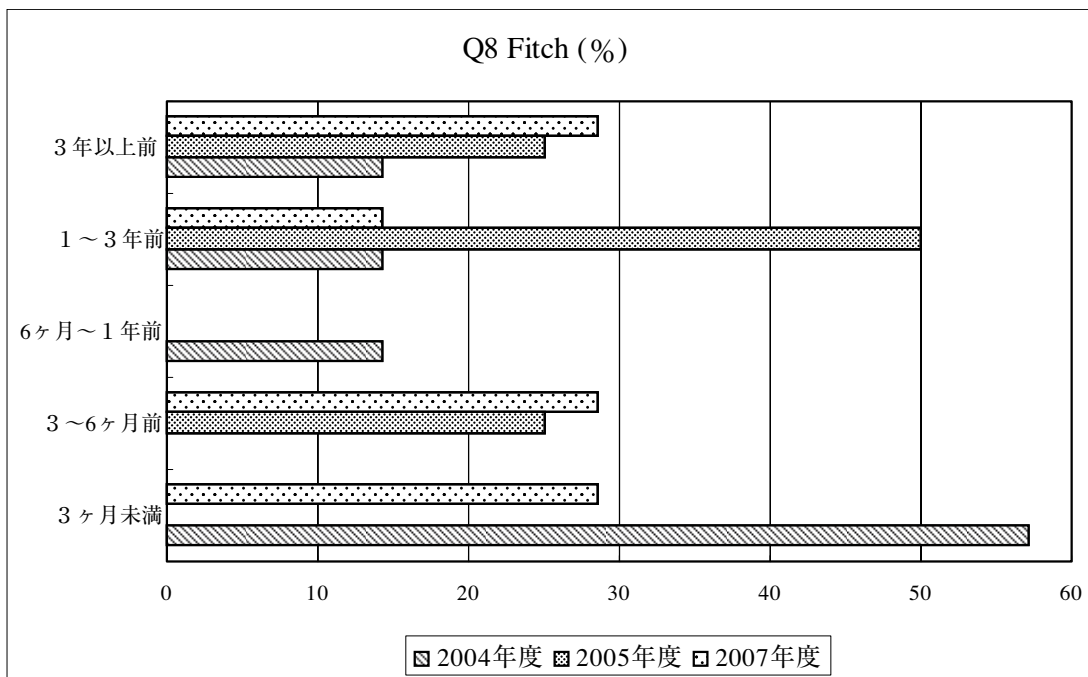


Q8 MDY (%)



Q8 S&P (%)





(概説)

格付け変更時期についても前問 (Q7) と同様、景気変更局面にある時は近時点における変更比率が高く、景気継続時における変更期間は長くなる傾向があり、前回および前々回調査との比較はできない。2007年度調査では、外資系格付会社の方が過去1年以内に変更が行われた比率が日系格付会社よりも高い。変更時点期間とその比率を掛け合わせて平均変更期間を計算すると、JCRが1.7年、R&Iが2.0年、MDYが1.6年、S&Pが1.4年、Fitchが1.3年となる。

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]

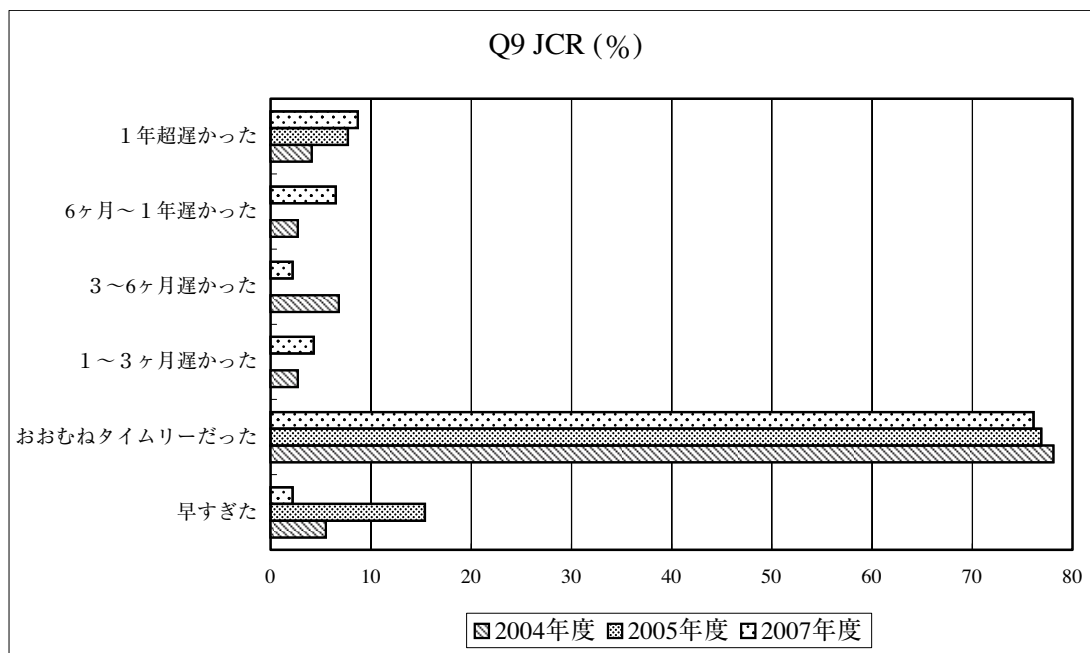
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
早すぎた	5.5	16.1	2.0	12.9	0.0
おおむねタイムリーだった	78.1	62.4	60.8	58.1	50.0
1～3ヶ月遅かった	2.7	3.2	5.9	3.2	16.9
3～6ヶ月遅かった	6.8	2.2	2.0	3.2	16.7
6ヶ月～1年遅かった	2.7	6.5	13.7	6.5	0.0
1年超遅かった	4.1	9.7	15.7	16.1	16.7

[2005 年度]

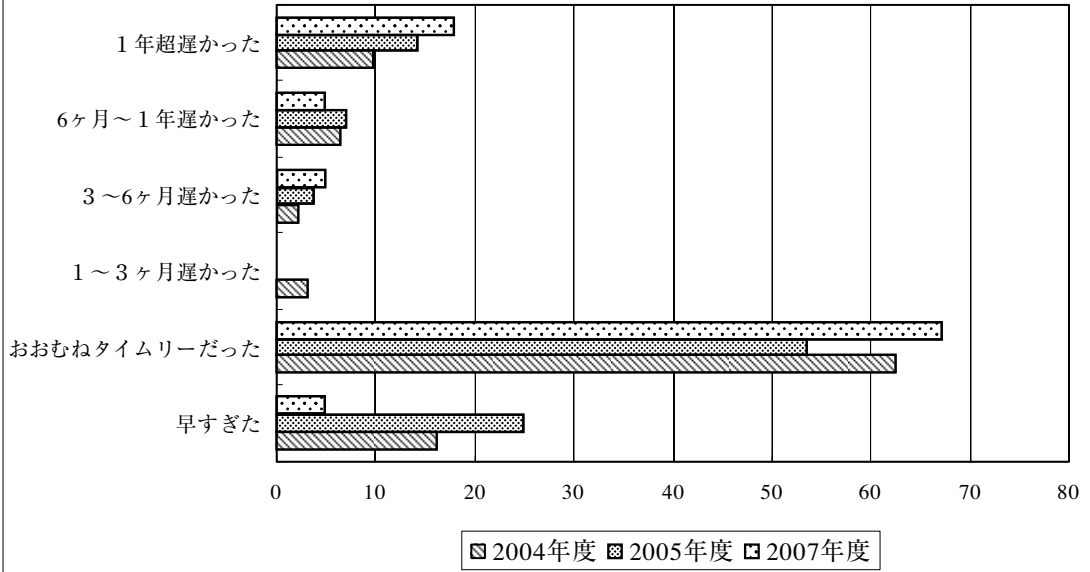
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
早すぎた	15.4	25.0	15.0	25.0	33.3
おおむねタイムリーだった	76.9	53.6	60.0	37.5	33.3
1～3ヶ月遅かった	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3～6ヶ月遅かった	0.0	3.7	0.0	6.3	0.0
6ヶ月～1年遅かった	0.0	7.1	15.0	18.8	0.0
1年超遅かった	7.7	14.3	10.0	12.5	33.3

[2007 年度]

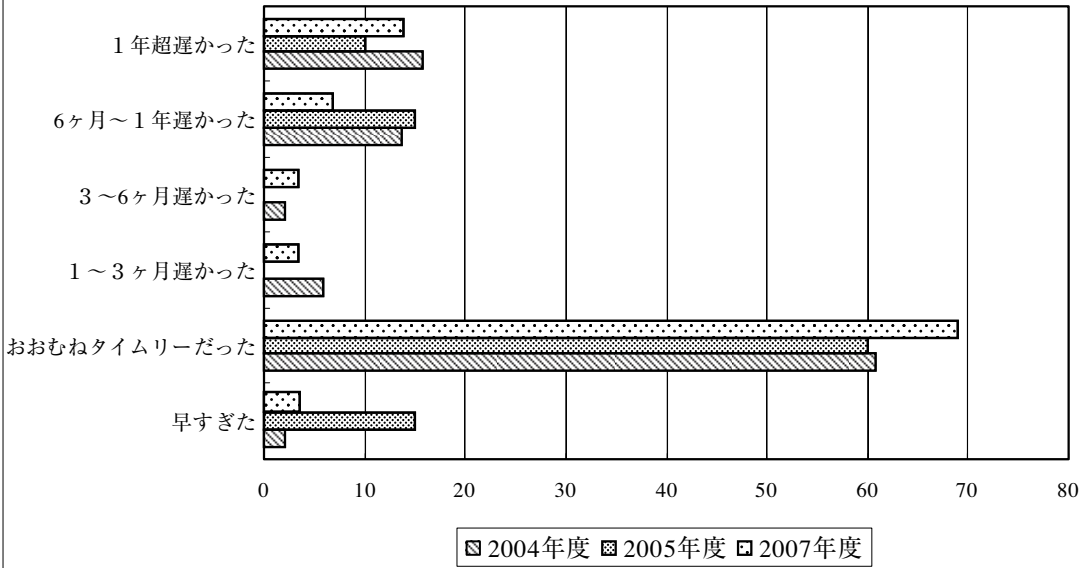
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
早すぎた	2.2	4.9	3.4	0.0	0.0
おおむねタイムリーだった	76.1	67.2	69.0	54.2	28.6
1～3ヶ月遅かった	4.3	0.0	3.4	12.5	0.0
3～6ヶ月遅かった	2.2	4.9	3.4	0.0	14.3
6ヶ月～1年遅かった	6.5	4.9	6.9	8.3	0.0
1年超遅かった	8.7	18.0	13.8	25.0	57.1

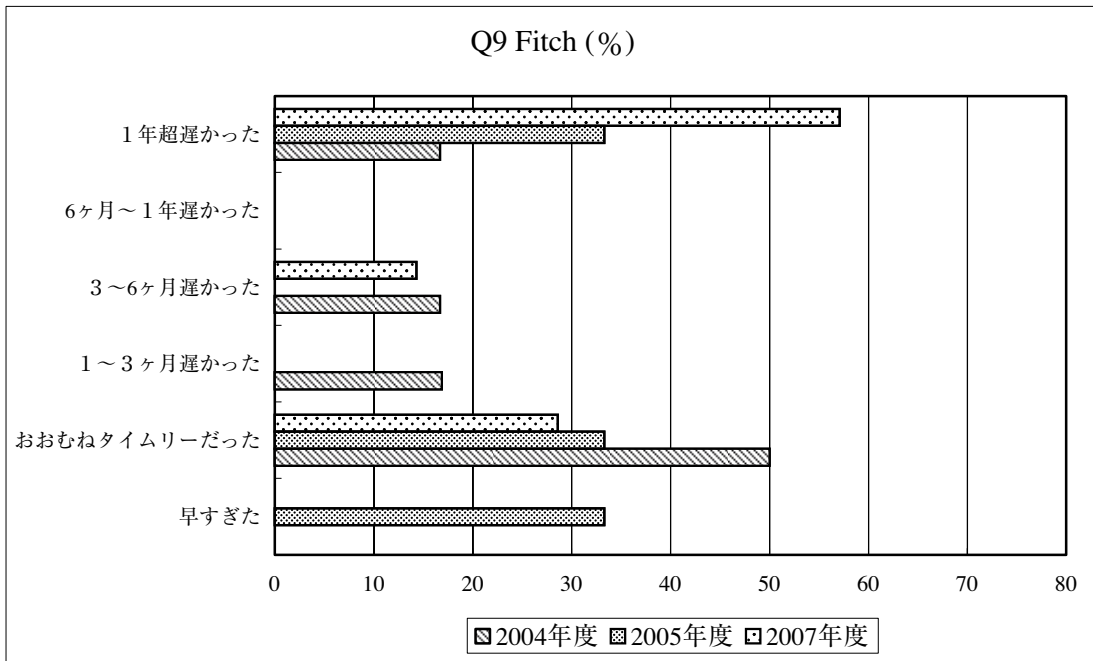
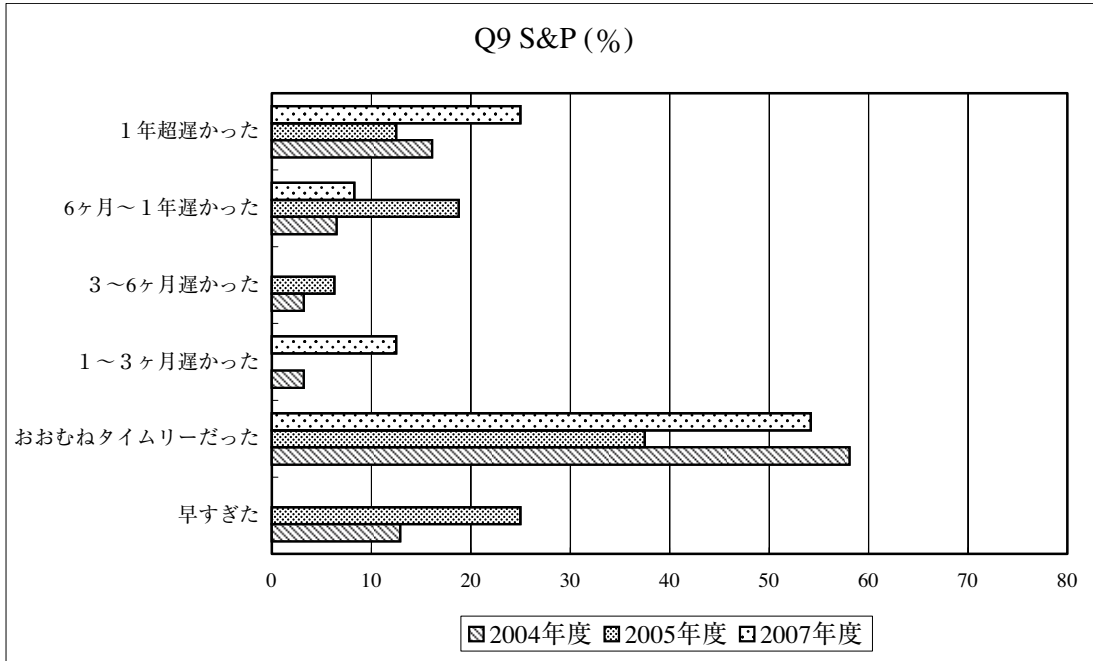


Q9 R&I (%)



Q9 MDY (%)





(概説)

格付けの変更は、「初期ないし前回変更格付けにおける基本的条件が変化した

とき」に行われると格付会社によって説明されているが、本問（Q10）は起債者が前問（Q9）における変更がタイムリーであったかどうかを尋ねたものである。2007年度調査の全体の傾向を2005年度調査と比較すると、格付けの変更が「早すぎた」比率が低下し、「1年超遅かった」比率が上昇した。この変化は、前述の通り2007年度調査（2008年3月アンケート）は景気上昇局面あった等の理由によるところが大であると思われるが、「1年超遅かった」についてS&P（25.0%）およびFitch（57.1%）の比率が際立った。「おおむねタイムリーだった」比率はJCR（76.1%）が最も高く、ついでMDY（69.0%）、R&I（67.2%）で、S&Pは54.2%、Fitchは28.6%であった。いくつかの格付会社については「格付けの変更が保守的である」との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]

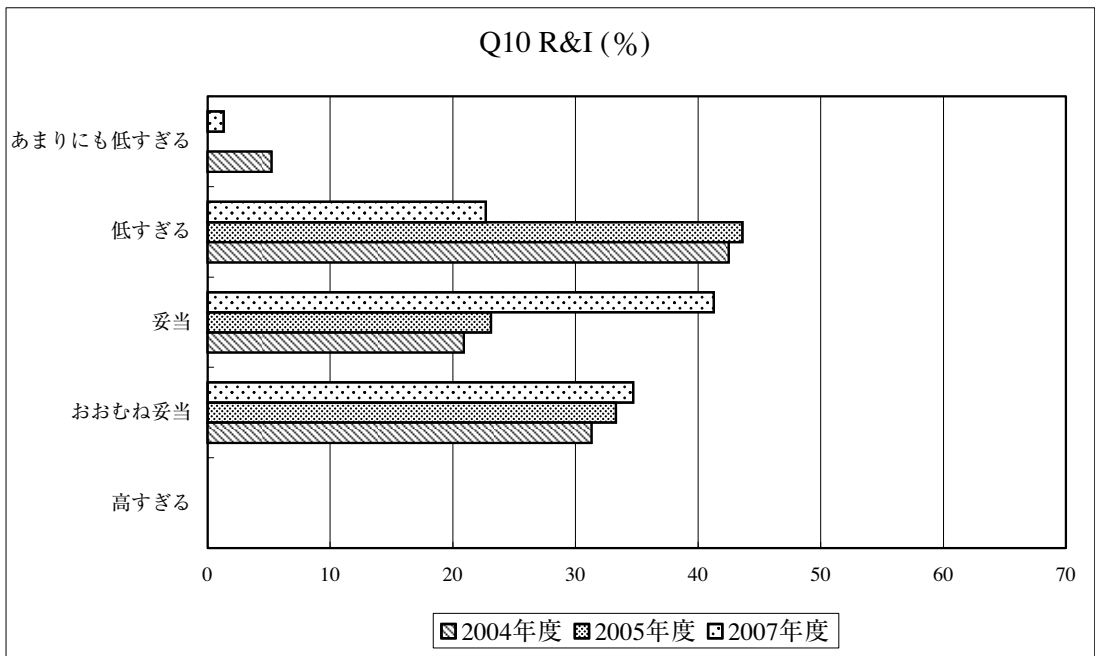
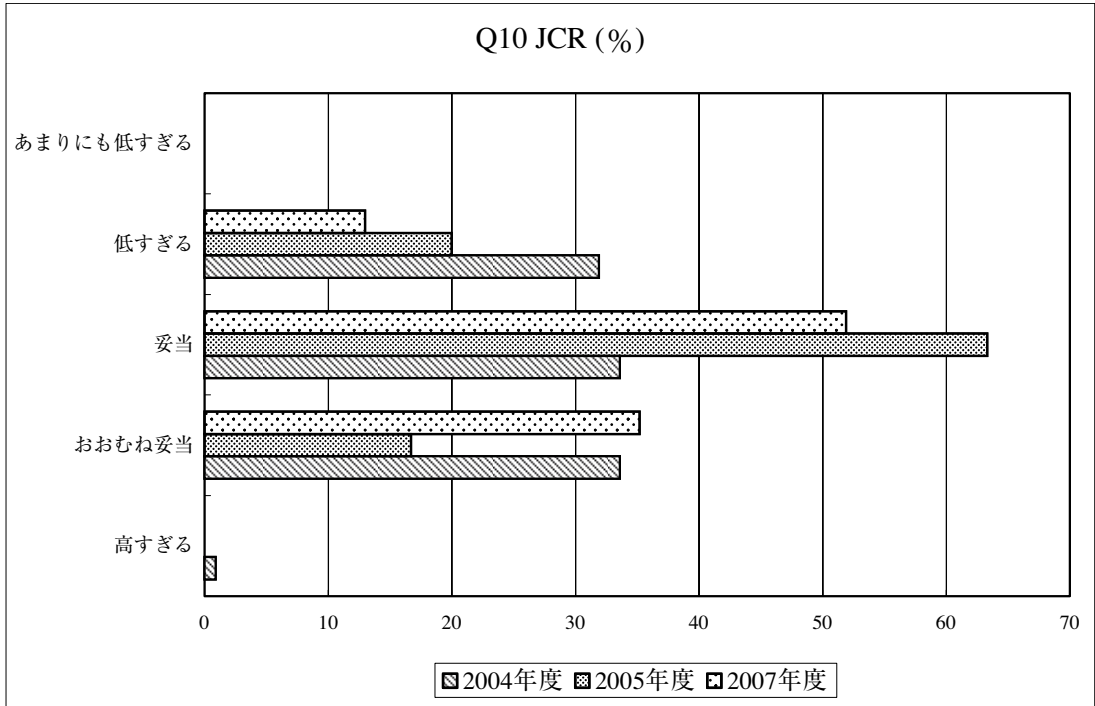
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高すぎる	0.9	0.0	1.4	0.0	0.0
おおむね妥当	33.6	31.3	28.8	20.9	18.2
妥当	33.6	20.9	24.7	14.9	36.4
低すぎる	31.9	42.5	35.6	47.8	27.3
あまりにも低すぎる	0.0	5.2	9.6	16.4	18.2

[2005年度]

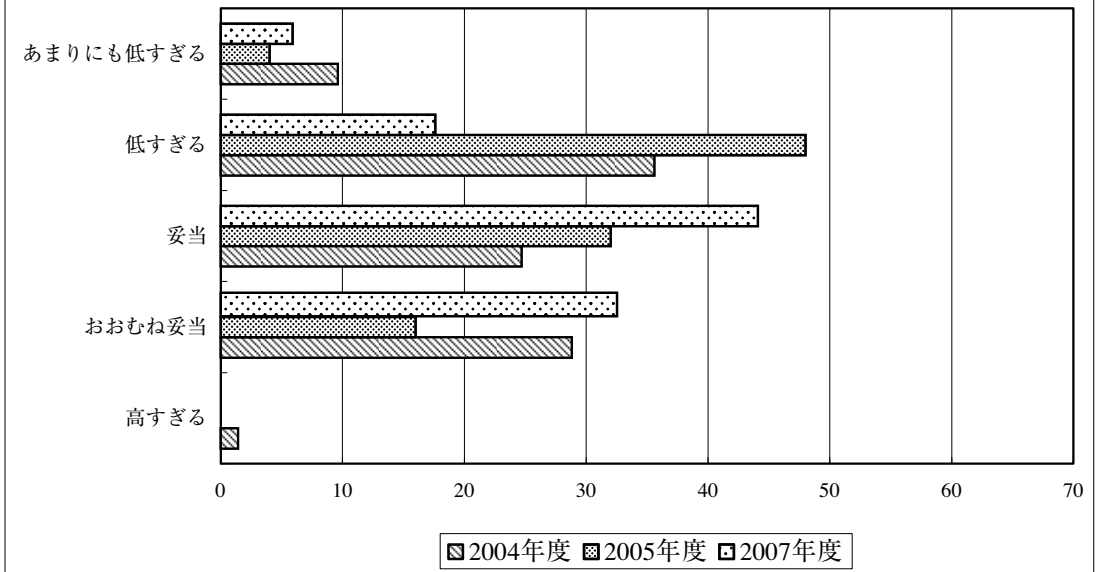
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
高すぎる	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
おおむね妥当	16.7	33.3	16.0	14.8	0.0
妥当	63.3	23.1	32.0	14.8	0.0
低すぎる	20.0	43.6	48.0	59.3	80.0
あまりにも低すぎる	0.0	0.0	4.0	11.1	20.0

[2007年度]

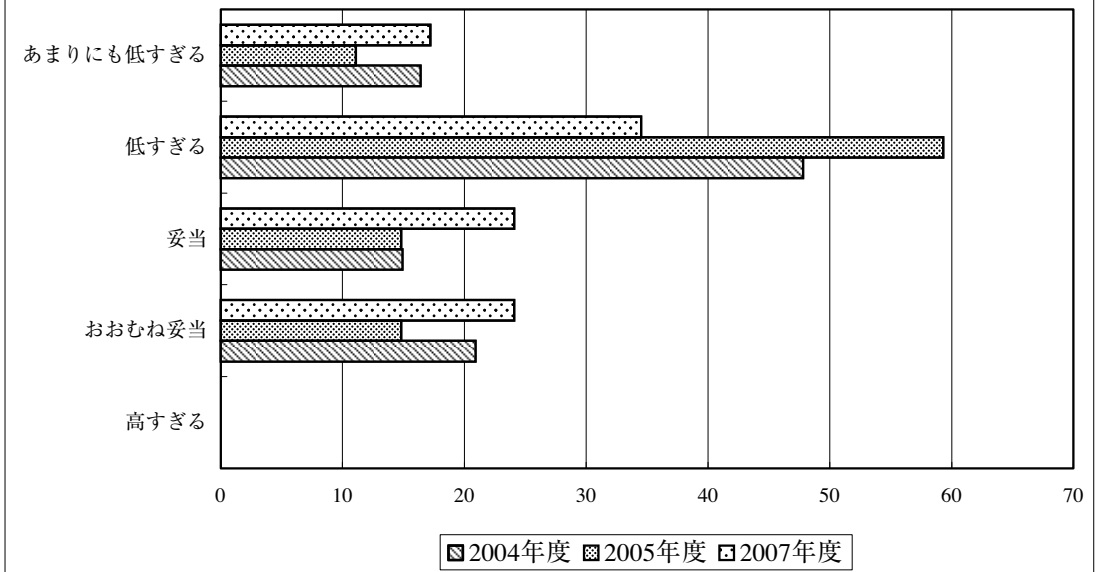
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 高すぎる	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4 おおむね妥当	35.2	34.7	32.4	24.1	20.0
3 妥当	51.9	41.3	44.1	24.1	30.0
2 低すぎる	13.0	22.7	17.6	34.5	30.0
1 あまりにも低すぎる	0.0	1.3	5.9	17.2	20.0

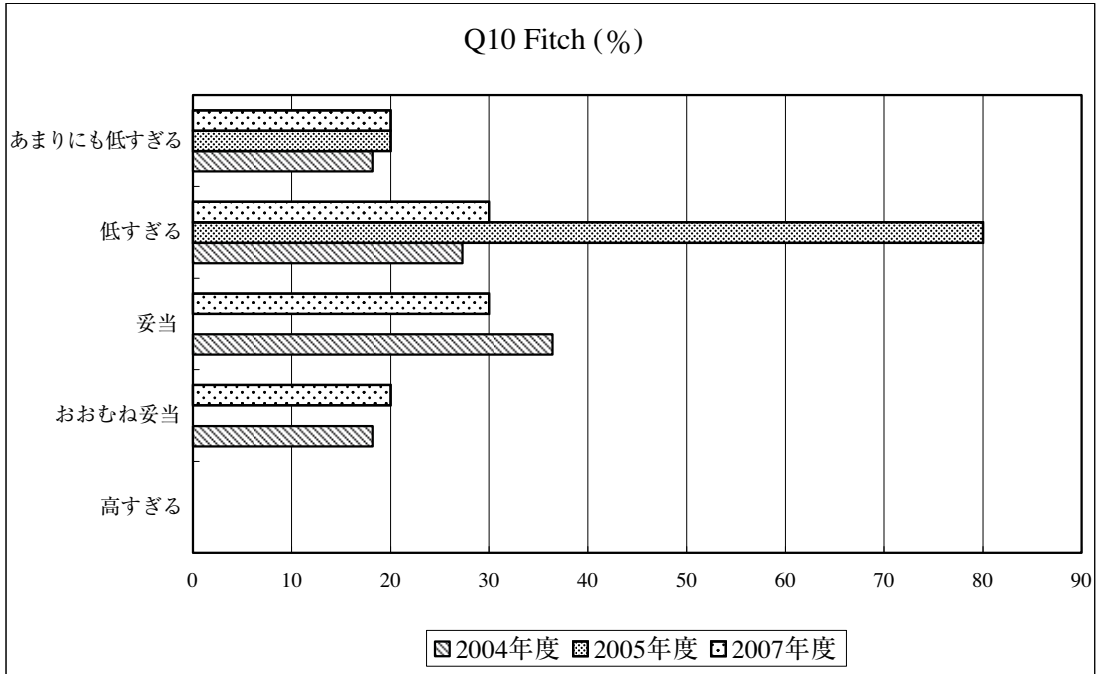


Q10 MDY (%)



Q10 S&P (%)





(概説)

格付会社が、投資家が望む「保守的な水準（厳しい格付け）」と起債者が望む「適切な水準（起債者寄りの格付け）」の均衡点を守ったとしても、起債者は自社の「格付け水準」は低すぎるとみる傾向がある。したがって、2007年度調査の「低すぎる」比率は2004年度および2005年度調査と比較して大幅に改善され、起債者が一応満足できる水準に達したとみることができる。「高すぎる」は皆無であるのが当然としても、「おおむね妥当」と「妥当」の合計がS&P（48.2%）とFitch（50%）を除いて、JCR（87.1%）、R&I（76%）、MDY（76.5%）とかなり高率になった。「低すぎる」および「あまりにも低すぎる」比率はS&PとFitchが相対的に高い。起債者のなかには「格付け目標値」を設定しているところがかかなりあり、また「償還能力が高いにもかかわらず企業規模（総資産、売上高等）によって格付けの上限がある」ように思われ不満であるとするコメントが複数寄せられた。

Q11. 貴社の格付けの妥当性を判断する基準は何ですか。（複数回答可）（％）

[2004年度]

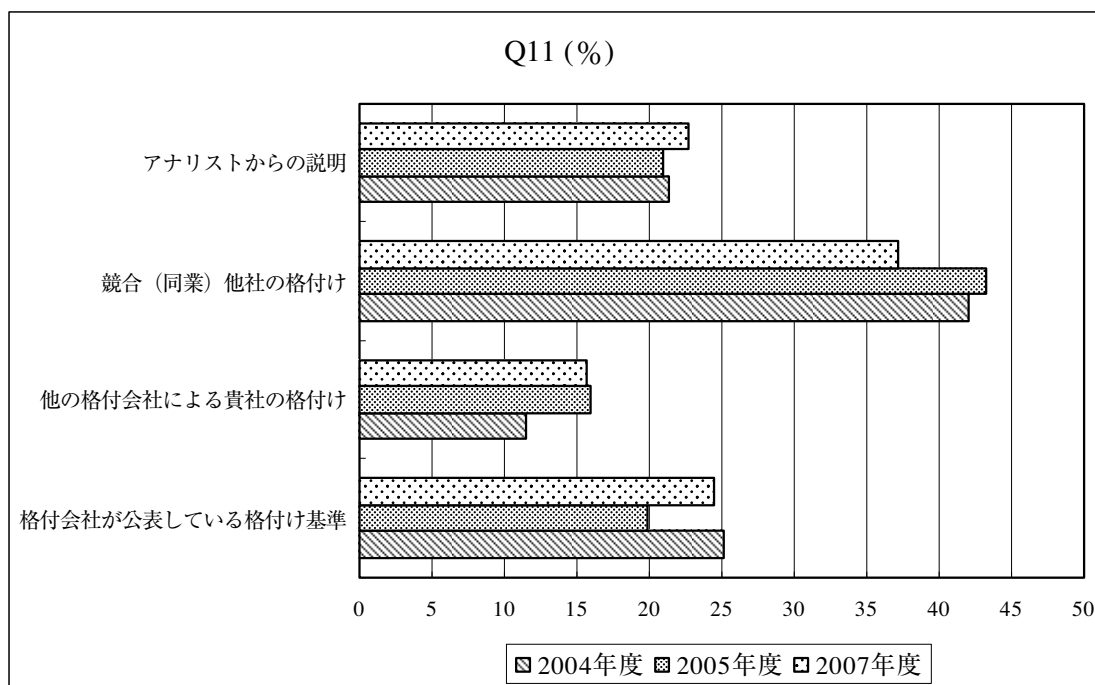
格付会社が公表している格付け基準	25.2
他の格付会社による貴社の格付け	11.5
競合（同業）他社の格付け	42.0
アナリストからの説明	21.4

[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

[2007年度]

格付け会社が公表している格付け基準	24.4
他の格付け会社による貴社の格付け	15.7
競合（同業）他社の格付け	37.2
アナリストからの説明	22.7



(概説)

起債者の格付け水準の妥当性判断する基準について「競合（同業）他社の格付け」と日本的な同業者横並び意識が37.2%と最も高いが（2007年度調査）、前回、前々回調査に比べてわずかではあるが低下傾向を示している。次いで「格付会社が公表している格付け基準」を妥当性の基準としている起債者が24.4%、格付会社の「アナリストからの説明」が22.7%である。「他の格付会社による貴社の格付け」は15.7%と最も低く（前回、前々回調査においても最も低かった）、複数格付けの機能が十分生かされていない感がある。上記4つの事由以外に、「社債発行時のスプレッド」「自社による独自の判断基準」「自社による同業他社基準」などがコメントとして挙げられた。

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	0.0
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	0.0	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	0.0
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	0.0	3.8	8.0	50.0

[2007年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 大変よく理解している	9.1	7.8	8.3	9.7	0.0
4 よく理解している	49.1	42.9	38.9	29.0	11.1
3 ほぼ理解している	38.2	45.5	47.2	32.3	44.4
2 あまり理解していない	3.6	3.9	2.8	25.8	33.3
1 ほとんど理解していない	0.0	0.0	2.8	3.2	11.1

(概説)

「依頼格付け」として行われる社債の格付けは格付会社のアナリストが被格付

会社を訪問してインタビューを行うのが原則とされているが、そのアナリストがどの程度被格付会社の状況を理解しているかは「格付け情報の質」に反映されるので重要な関心事である。格付会社のアナリスト自身による被格付会社の熟知度と被格付会社が思料する熟知度の評価は必ずしもミートするものではないが、一応の評価として本問を設けた。2007年度の回答選択肢は前回までの「まあまあ」が理解している方の「まあまあ」か、理解していない方の「まあまあ」かが判断しにくいので選択肢を5択とした。2007年度回答は全体として「理解している(3～5)」の比率が高いが、S&PとFitchの「あまり理解していない」比率が25%～3分の1を占めた。

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	0.0
まあまあ	48.5	32.5	28.0	40.0	33.3
理解していない	0.0	0.0	4.0	12.0	50.0

[2007年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 大変よく理解している	5.6	3.8	8.3	10.0	0.0
4 よく理解している	48.1	47.4	47.2	26.7	11.1
3 ほぼ理解している	40.7	46.2	36.1	40.0	44.4
2 あまり理解していない	5.6	2.6	5.6	20.0	33.3
1 ほとんど理解していない	0.0	0.0	2.8	3.3	11.1

(概説)

本問は格付会社のアナリストが「業界」をよく理解しているかどうかの設問で

ある。前問（個別の企業）と同様に、全体としては「理解している（3～5）」の比率が高いが、S&PおよびFitchの「あまり理解していない」比率が2～3割を占めた。

**Q14. 格付け取得後、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	0.0
年1回	78.4	78.8	66.7	56.4	62.5
年2回	9.5	7.3	4.5	0.0	12.5
年3回以上	7.8	8.8	13.6	16.4	25.0

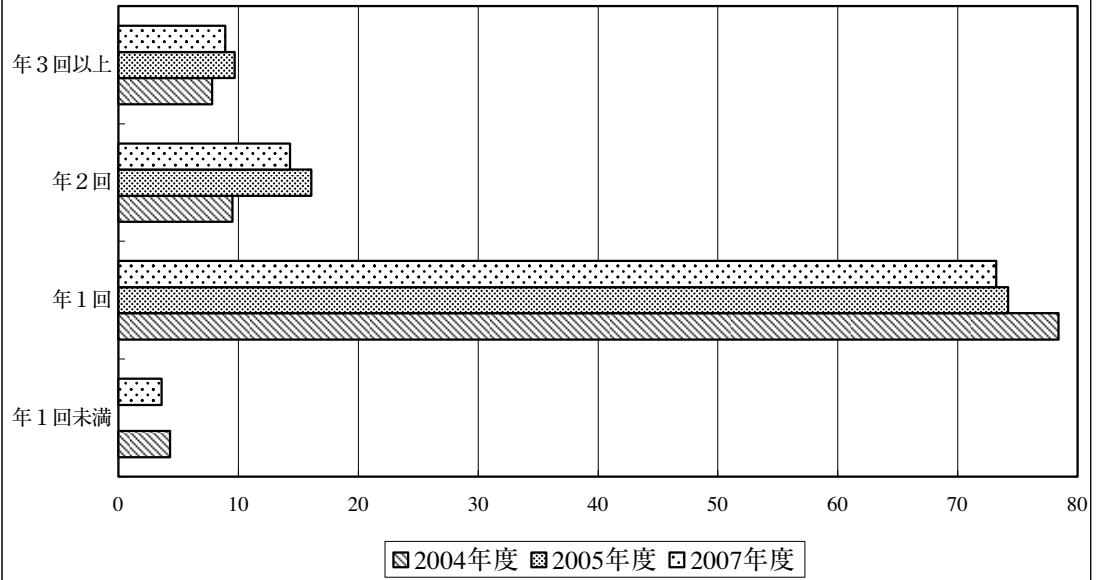
[2005年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
年1回未満	0.0	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	0.0
年3回以上	9.7	11.9	4.0	13.6	20.0

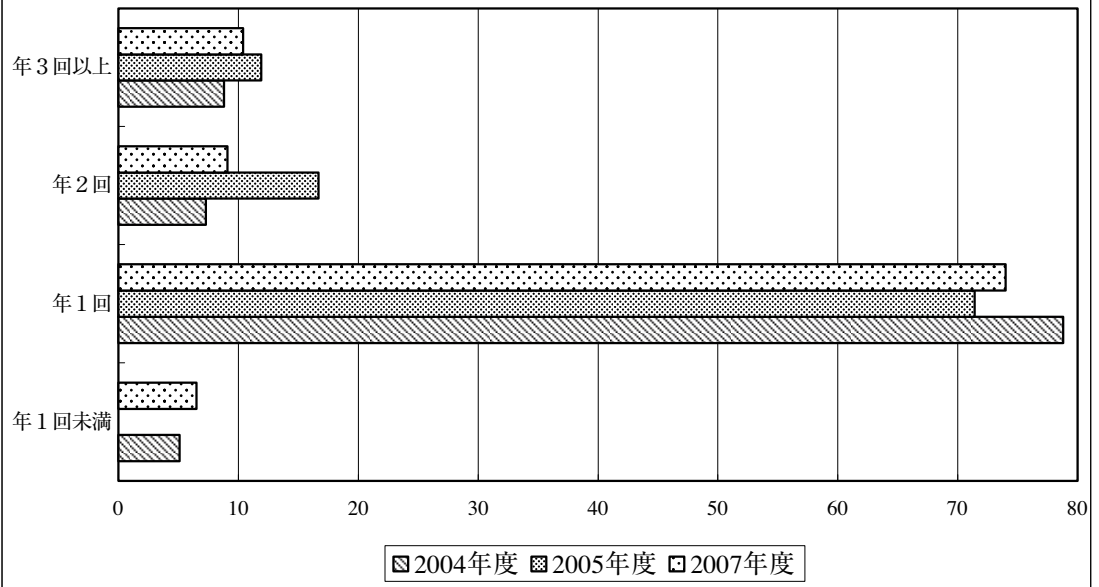
[2007年度]

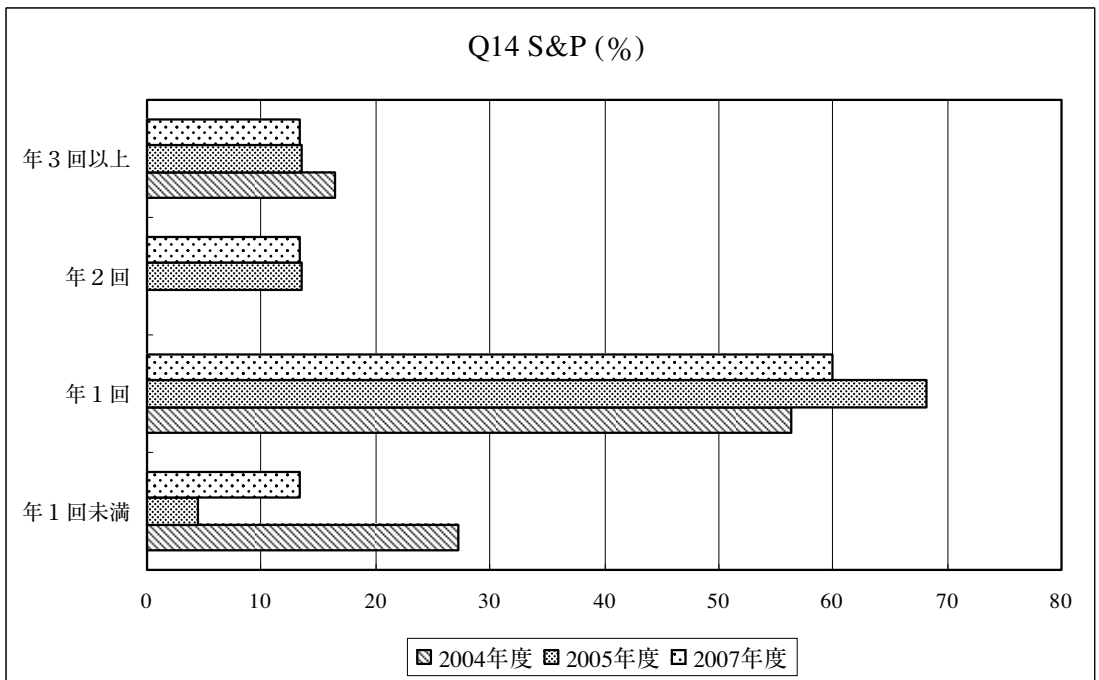
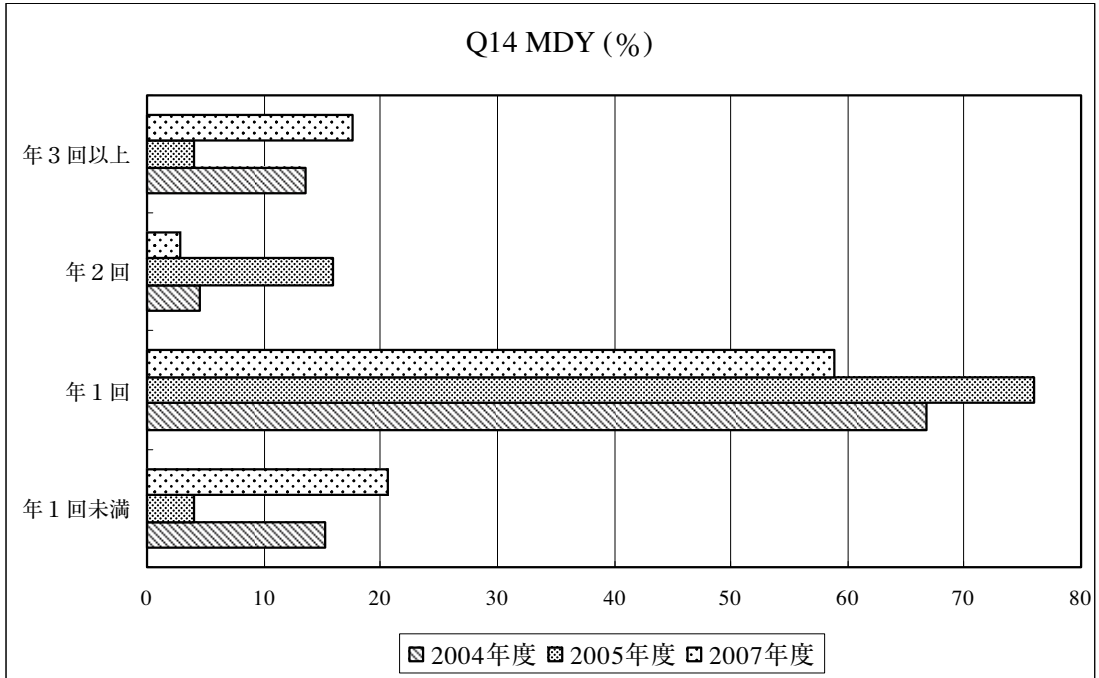
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
年1回未満	3.6	6.5	20.6	13.3	75.0
年1回	73.2	74.0	58.8	60.0	25.0
年2回	14.3	9.1	2.9	13.3	0.0
年3回以上	8.9	10.4	17.6	13.3	0.0

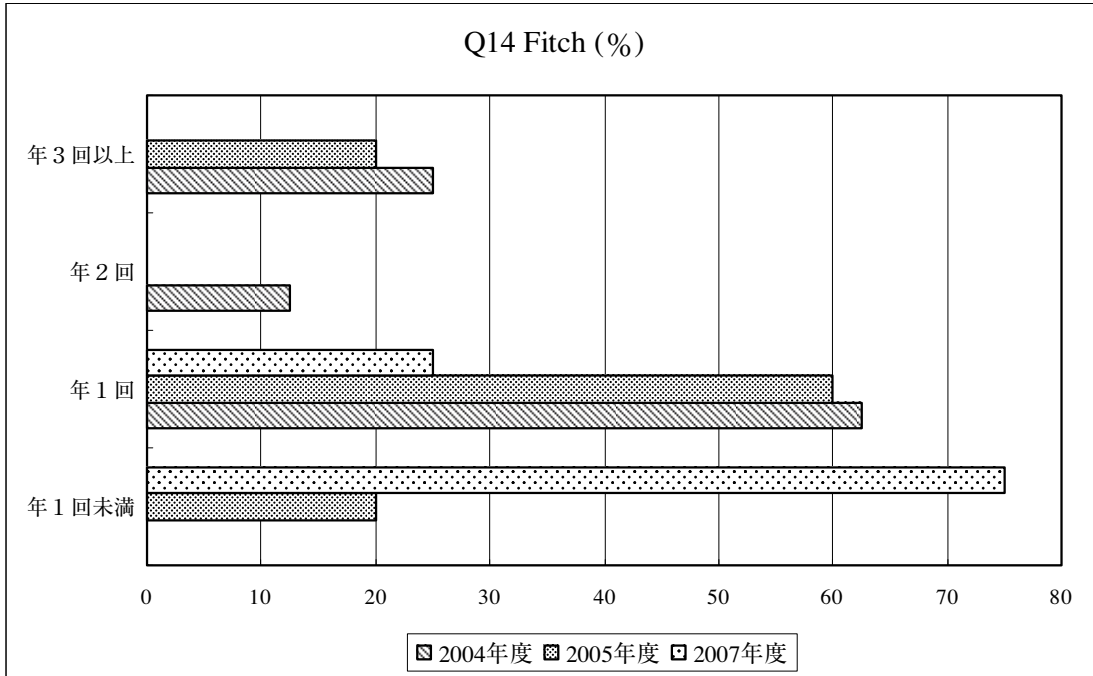
Q14 JCR (%)



Q14 R&I (%)







(概説)

格付会社は格付けをモニターするために格付け後も被格付会社とのミーティングを行うが年何回のミーティングが行われているかについての問いである。各社とも年1回の比率が最も高い（Fitchは年1回未満が最も高い）が平均回数を計算すると（年1回未満は0.5回、年3回以上は3.0回として計算）S&Pが年1.4回で最も多く、次いでJCRとMDYが年1.3回、R&Iが年1.2回、Fitchが年0.7回である。本問の回答に含まれないが、ミーティング以外に「本決算・中間決算時に説明を行う」、「必要に応じてスモールミーティング」が行われるなどのコメントがあった。

Q15. アニュアル・ミーティングの平均的な所要時間は. (%)

[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	0.0
1 日超	1.8	2.2	1.6	0.0	0.0

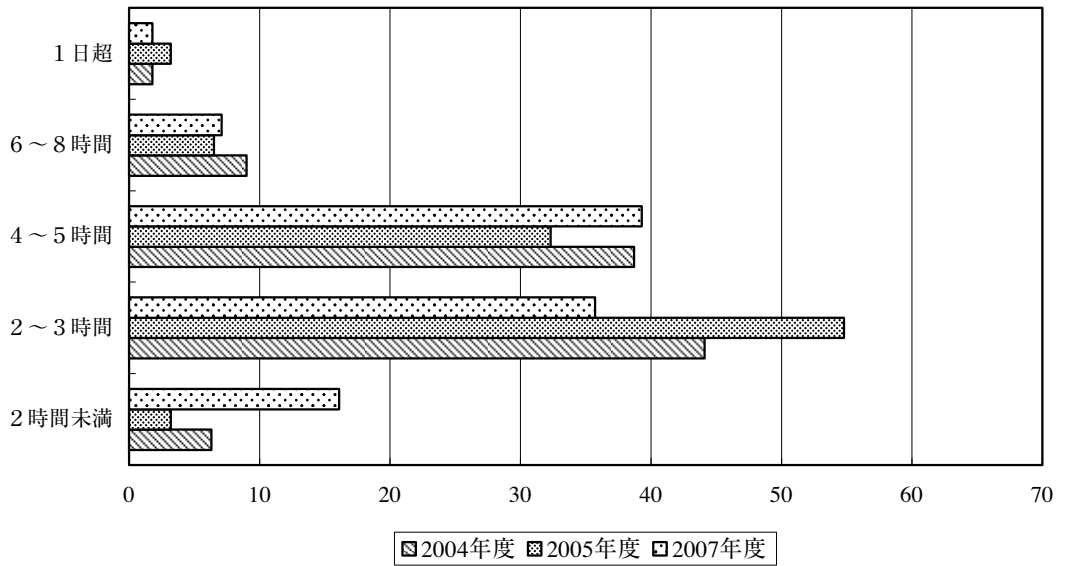
[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
2 時間未満	3.2	0.0	0.0	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	0.0
1 日超	3.2	7.1	7.7	0.0	0.0

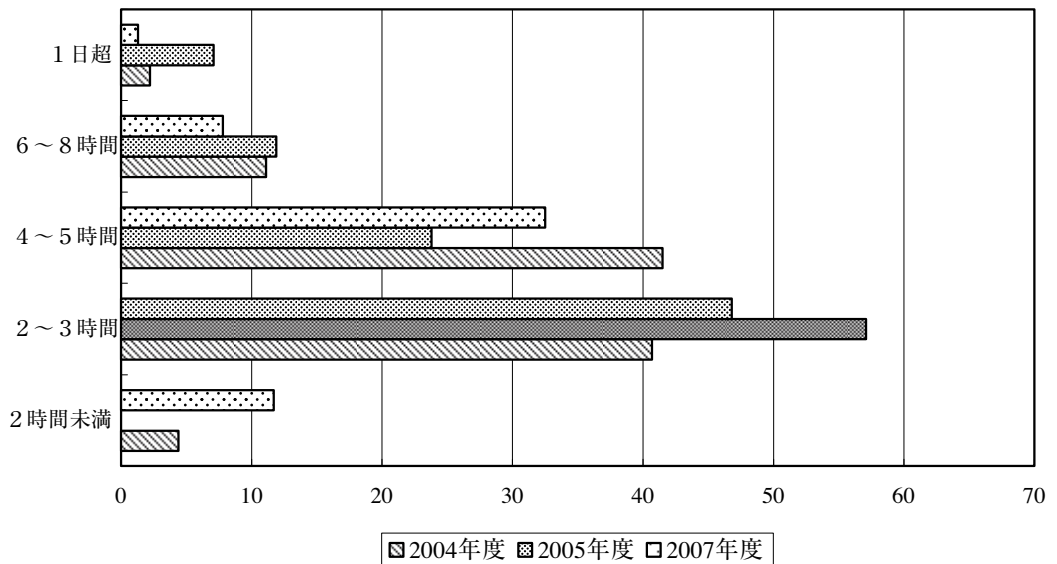
[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
2 時間未満	16.1	11.7	24.2	26.7	85.7
2～3 時間	35.7	46.8	57.6	56.7	14.3
4～5 時間	39.3	32.5	15.2	10.0	0.0
6～8 時間	7.1	7.8	0.0	6.7	0.0
1 日超	1.8	1.3	3.0	0.0	0.0

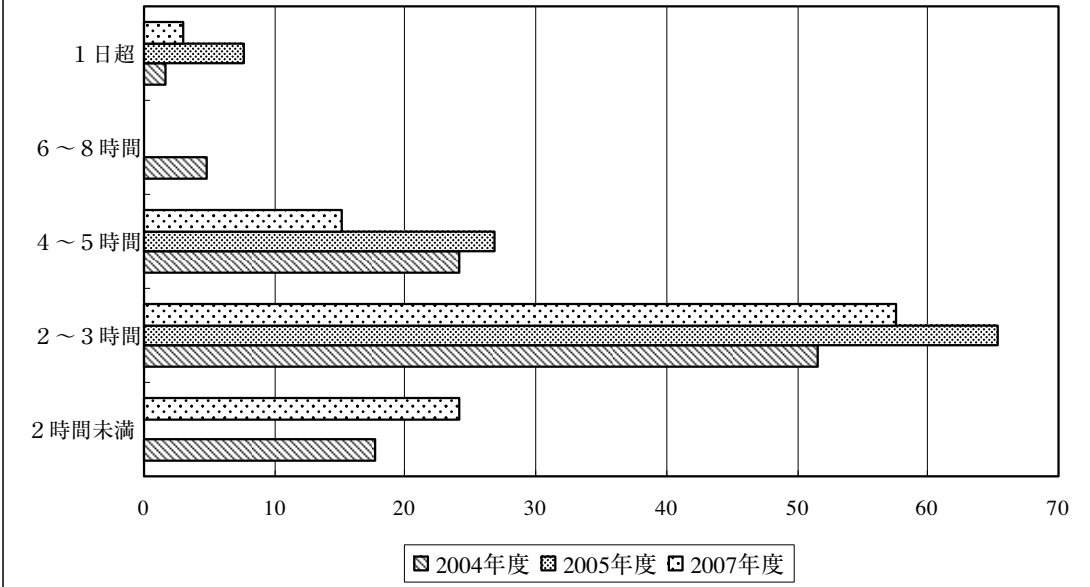
Q15 JCR (%)



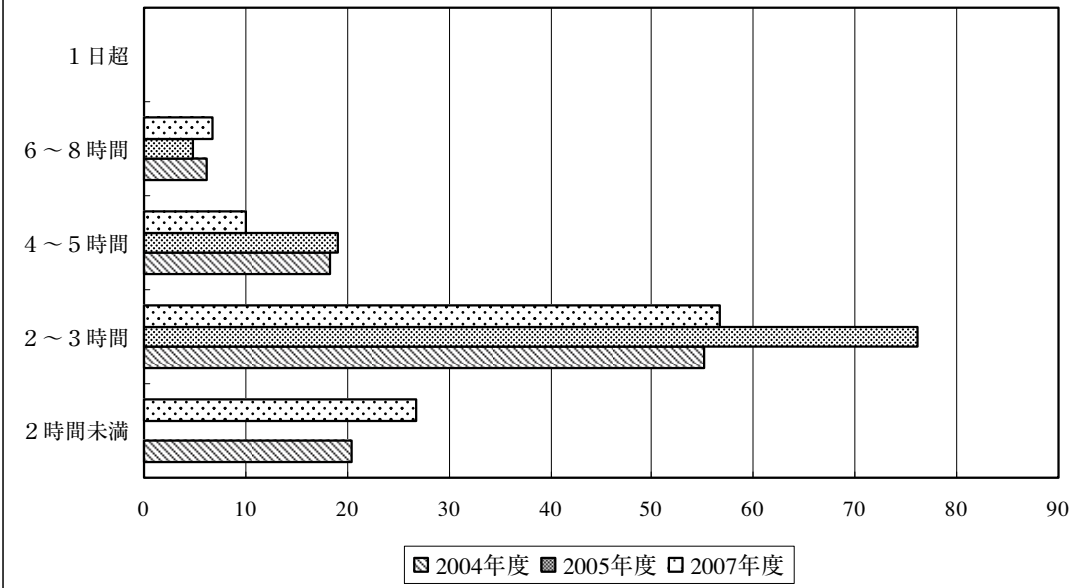
Q15 R&I (%)

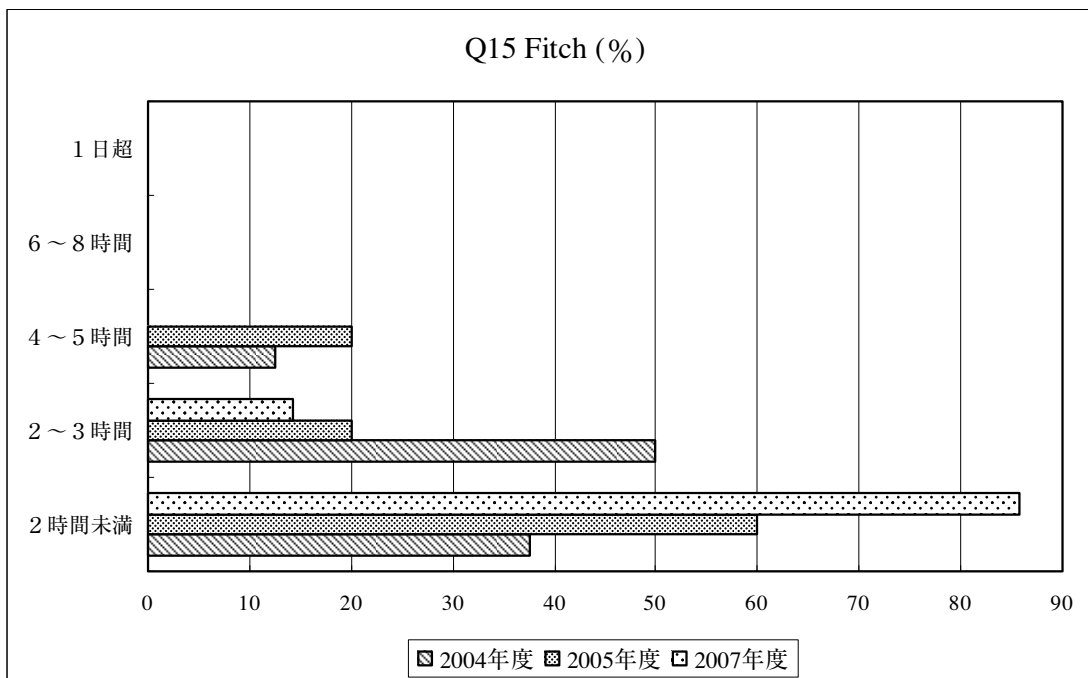


Q15 MDY (%)



Q15 S&P (%)





(概説)

定期的なアニュアル・ミーティングの平均的な所要時間の最頻値はJCRが4～5時間で最も長く、R&I、MDY、S&Pが2～3時間、Fitchが2時間未満であった。1日を超えるアニュアル・ミーティングが行われる頻度は少ないがMDY、JCR、R&Iで行われている。

Q16. 格付け会社に対して通常どの程度の情報を伝えますか。(%)

[2004年度]

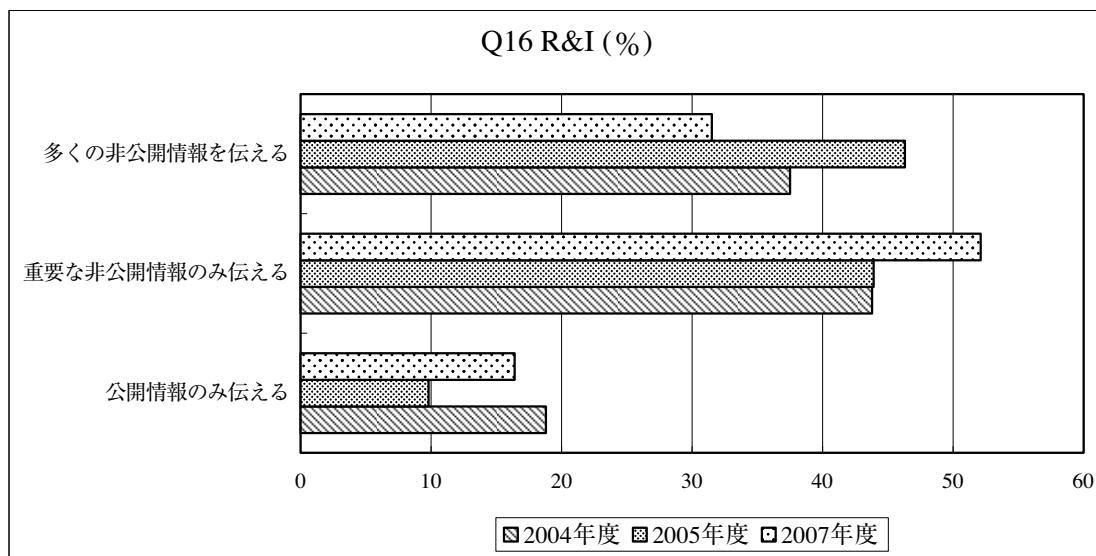
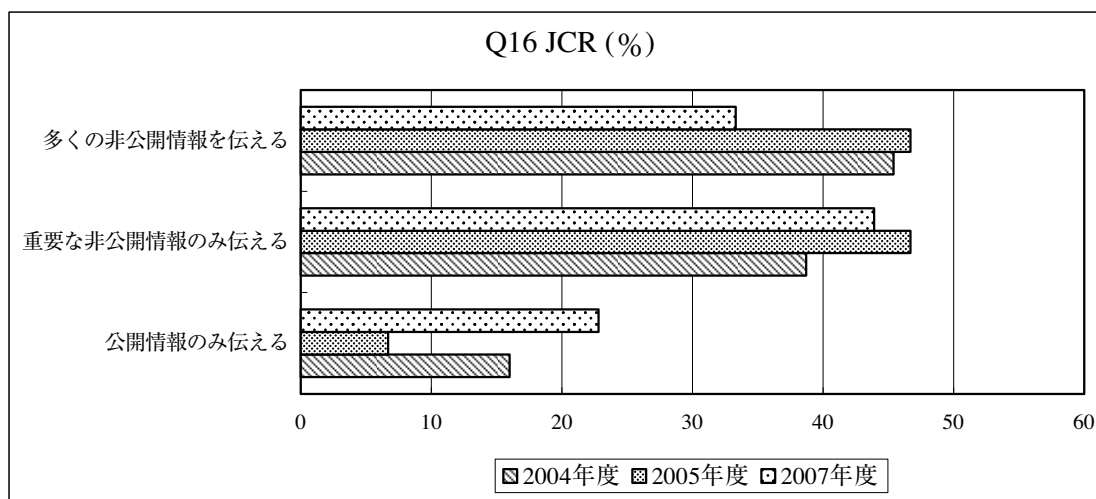
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
公開情報のみ伝える	16.0	18.8	36.1	43.9	30.0
重要な非公開情報のみ伝える	38.7	43.8	38.9	31.6	10.0
多くの非公開情報を伝える	45.4	37.5	25.0	24.6	60.0

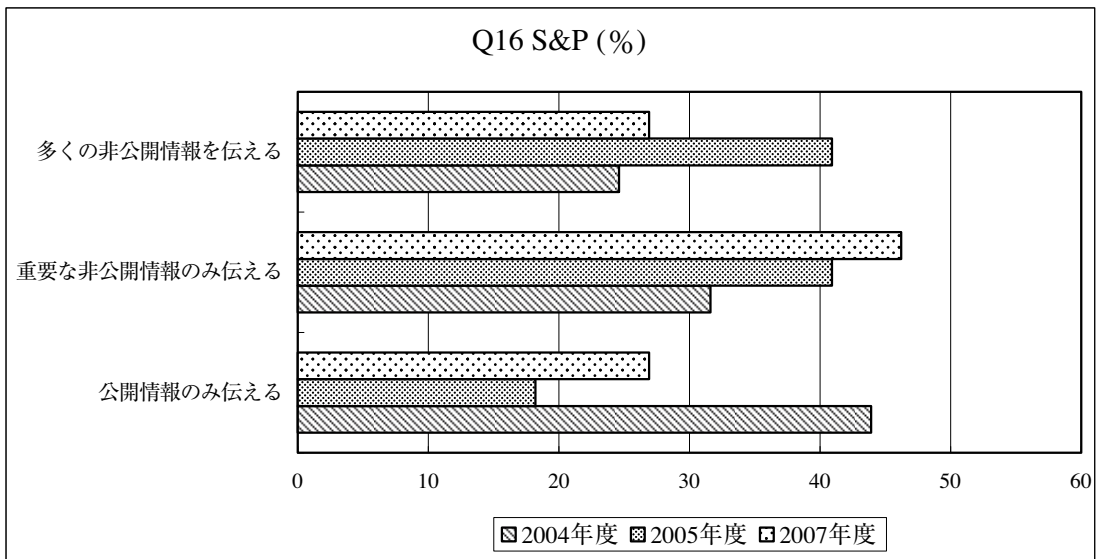
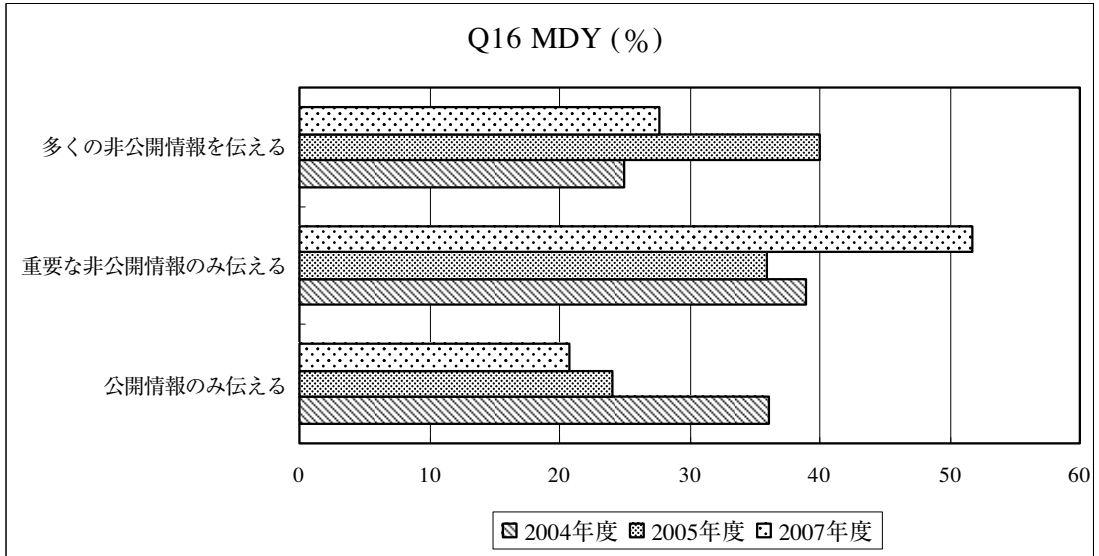
[2005年度]

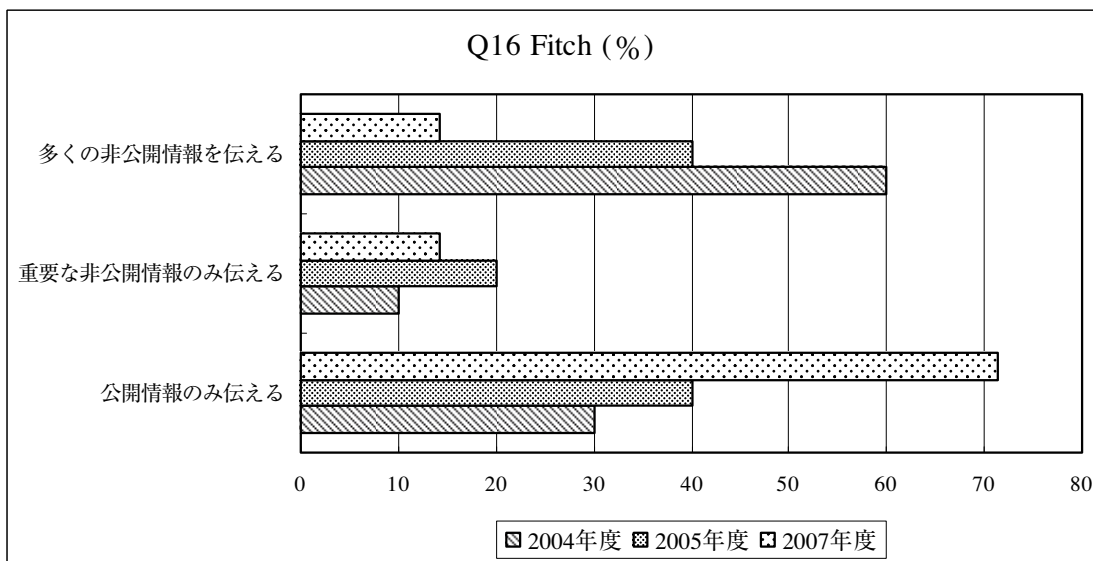
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
公開情報のみ伝える	6.7	9.8	24.0	18.2	40.0
重要な非公開情報のみ伝える	46.7	43.9	36.0	40.9	20.0
多くの非公開情報を伝える	46.7	46.3	40.0	40.9	40.0

[2007年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
公開情報のみ伝える	22.8	16.4	20.7	26.9	71.4
重要な非公開情報のみ伝える	43.9	52.1	51.7	46.2	14.3
多くの非公開情報を伝える	33.3	31.5	27.6	26.9	14.3







(概説)

格付けの時、あるいは格付け後に起債者がどの程度の情報を格付会社に伝えるかの設問である。「公開情報のみ伝える」起債者は Fitch (71.4%) を除いて 2 割程度である (S&P が 26.9% でやや高い)。「重要な公開情報のみ伝える」起債者が 4~5 割で最も多い (Fitch を除く)。「多くの非公開情報を伝える」起債者は日系格付会社に対して 3 割、MDY および S&P に対して 2 割台、Fitch に対しては 14% である。起債者の多くは「公開情報以外の詳細な情報提供があってはじめて適正な格付けができる」と考えており、「機密保持契約に応じる格付会社と応じない格付会社があるため苦慮する」起債者も多い。

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]

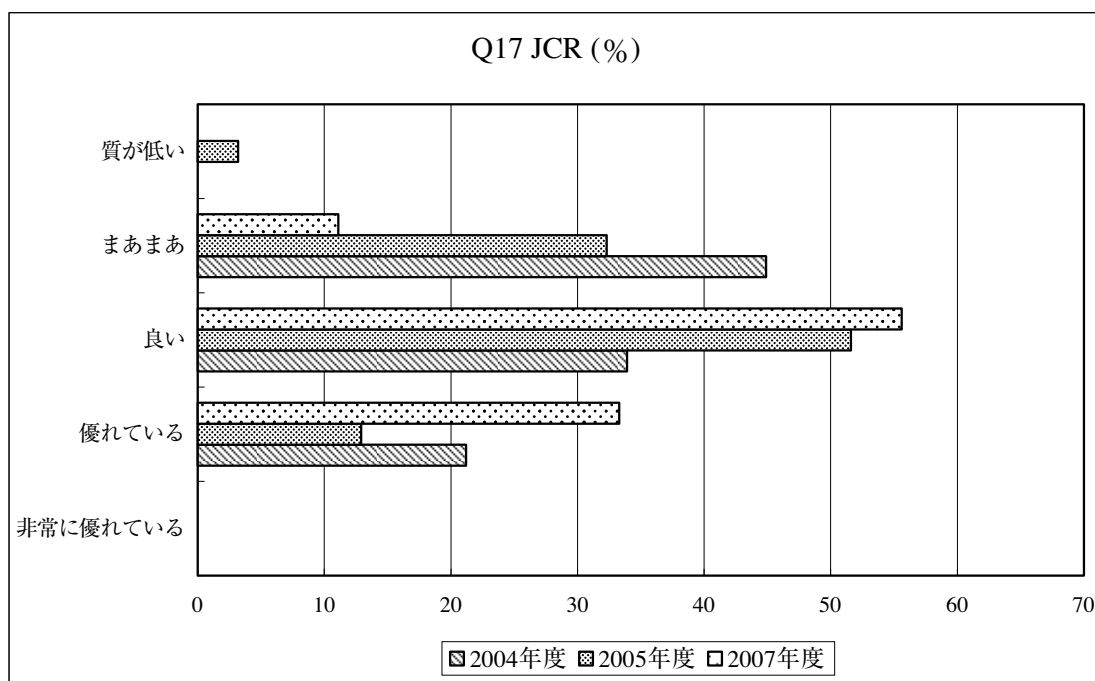
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	0.0	0.7	1.4	0.0	0.0
優れている	21.2	19.7	24.3	15.5	0.0
良い	33.9	32.1	32.9	24.1	45.5
まあまあ	44.9	43.8	40.0	51.7	36.4
質が低い	0.0	3.6	1.4	8.6	18.2

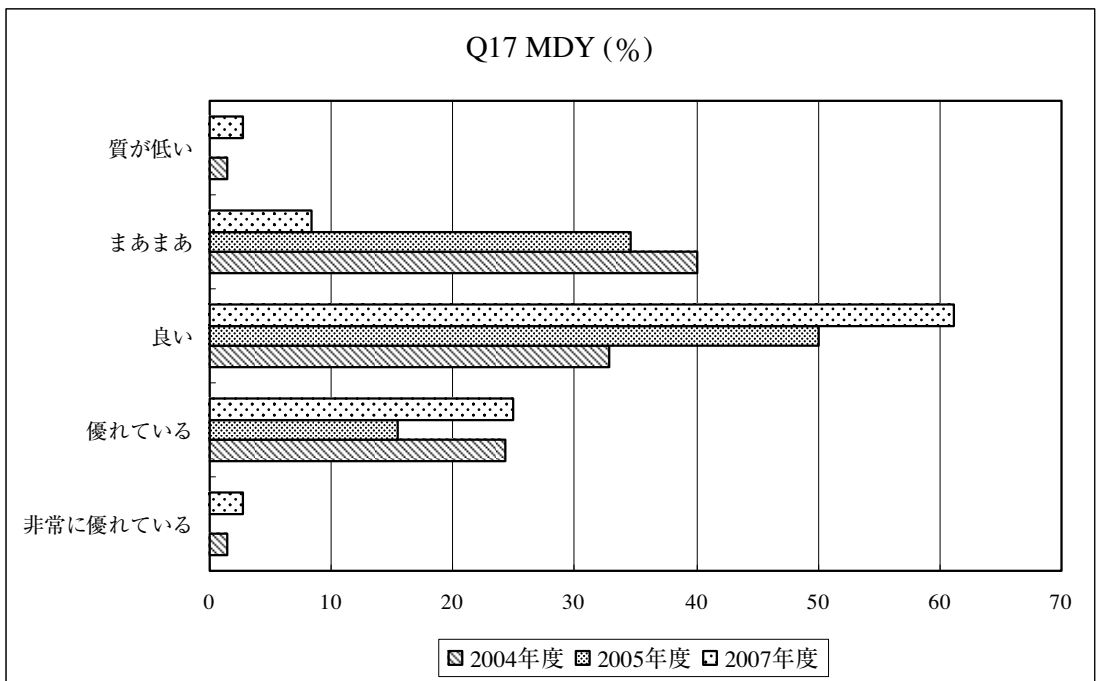
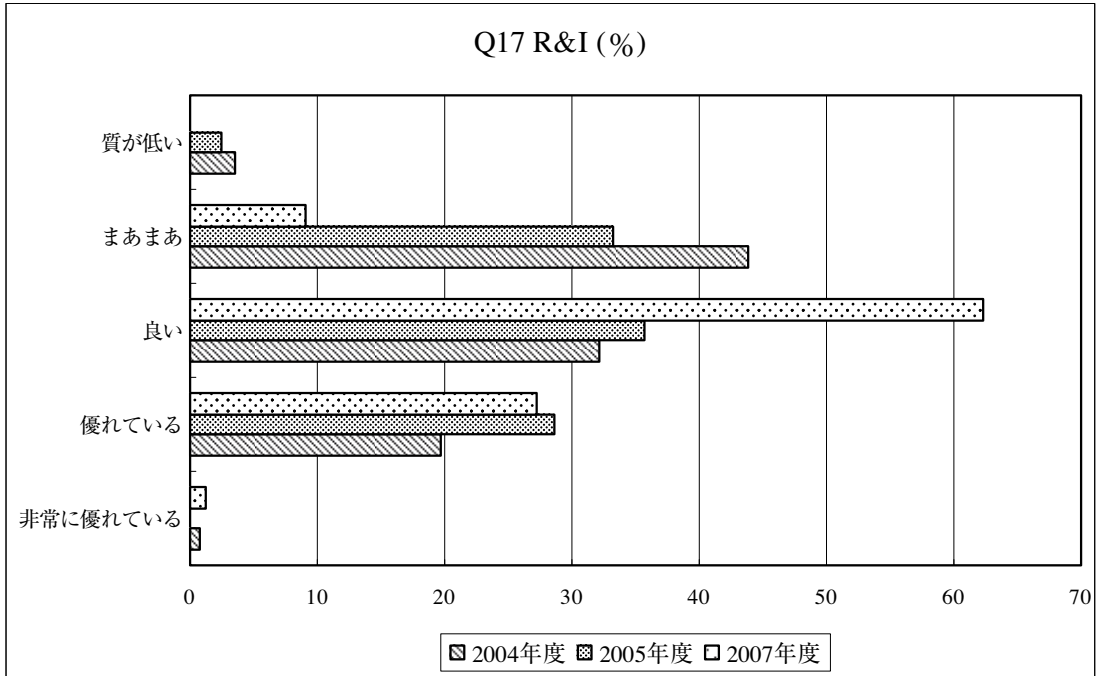
[2005 年度]

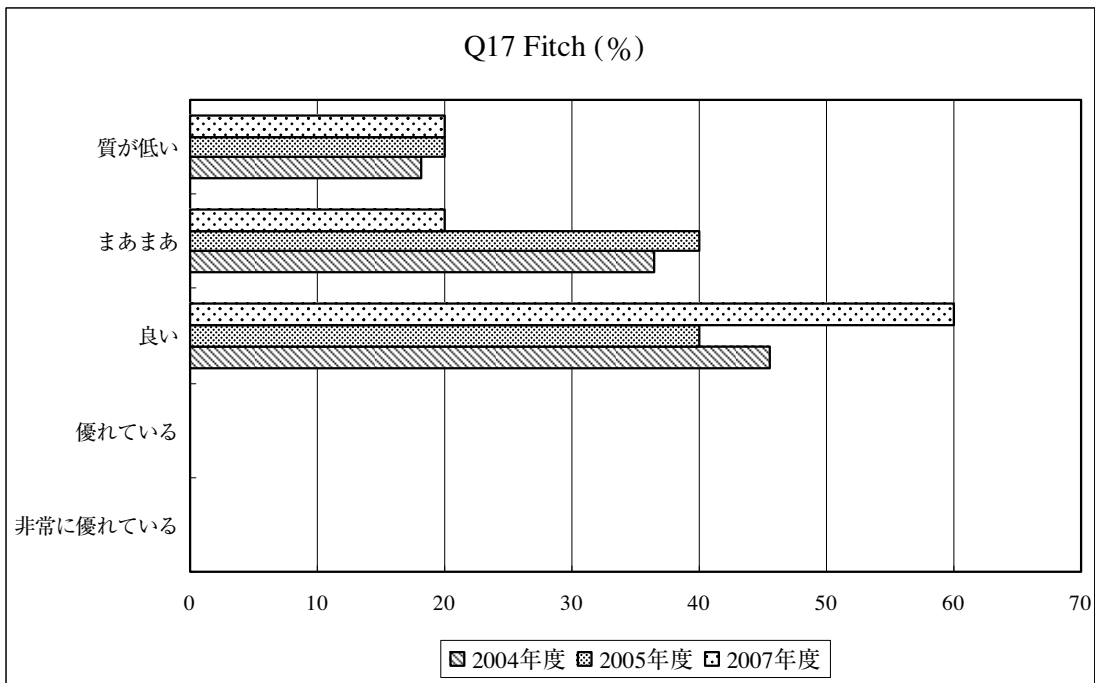
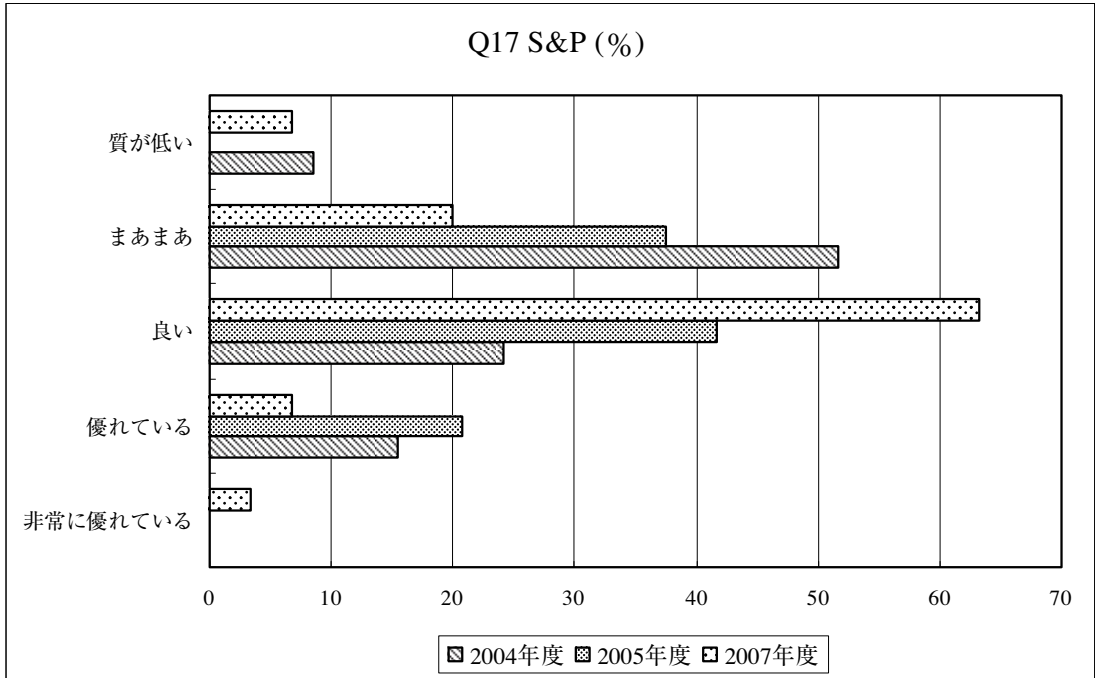
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
優れている	12.9	28.6	15.4	20.8	0.0
良い	51.6	35.7	50.0	41.7	40.0
まあまあ	32.3	33.3	34.6	37.5	40.0
質が低い	3.2	2.4	0.0	0.0	20.0

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 非常に優れている	0.0	1.3	2.8	3.3	0.0
4 優れている	33.3	27.3	25.0	6.7	0.0
3 良い	55.6	62.3	61.1	63.3	60.0
2 あまりよくない	11.1	9.1	8.3	20.0	20.0
1 質が低い	0.0	0.0	2.8	6.7	20.0







(概要)

問 17 は、格付会社は格付け終了後、ニュースレターなどを通じてレポートを公表するが、そのレポートや分析の質について起債者がどのように受け止めているかの設問である（選択肢を 2007 年度に変更した）。2005 年度調査において「良い」比率が上昇したが 2007 年度は「良い」比率がさらに上昇すると同時に「優れている」も大幅に上昇した。全体的に「格付会社の分析の質」が向上していると受け止められている。ただし外資系の一部の格付会社について「あまりよくない」比率が 2 割ほど見られた。

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	0.0
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	0.0	2.4	0.0	0.0	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

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 大変よく書けている	0.0	1.3	2.8	3.3	0.0
4 よく書けている	38.2	34.2	25.0	13.3	10.0
3 標準的な水準	56.4	59.2	66.7	60.0	50.0
2 ややわかりにくい	3.6	2.6	2.8	16.7	20.0
1 わかりにくい	1.8	2.6	2.8	6.7	20.0

(概説)

本問（Q18）は、格付け結果（記号）の根拠が公表レポートにわかりやすく記述されているかについての設問である（本問の選択肢は「まあまあ」を「標準的

な水準」と「ややわかりにくい」の2つに分けて5択とした)。JCR, R&I, MDYについては「よくかけている」と「標準的な水準」の合計が90%を超えているが、S&PとFitchについては「ややわかりにくい」の比率が高かった。記述コメントには「格付け結果（記号）とその根拠の不一致」があるとの意見が散見された。

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]

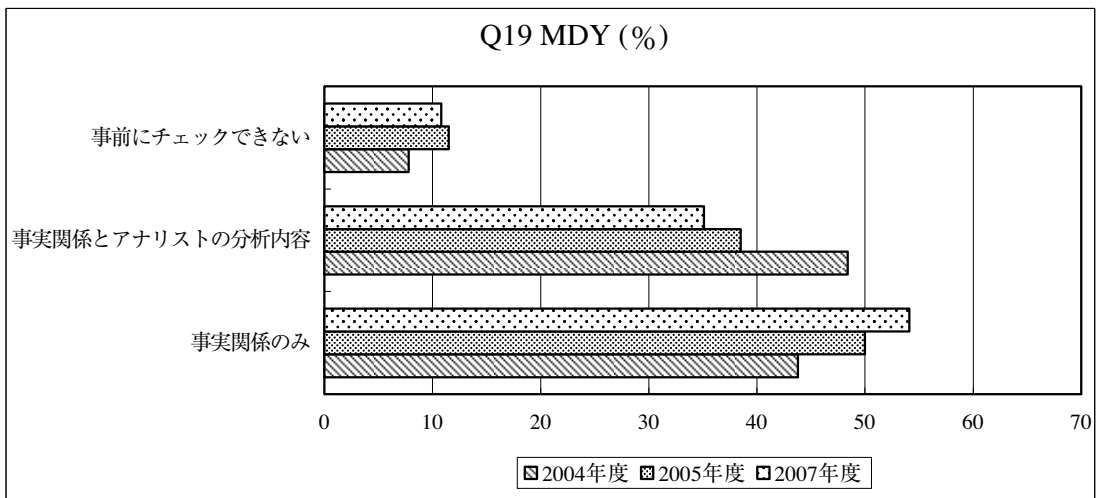
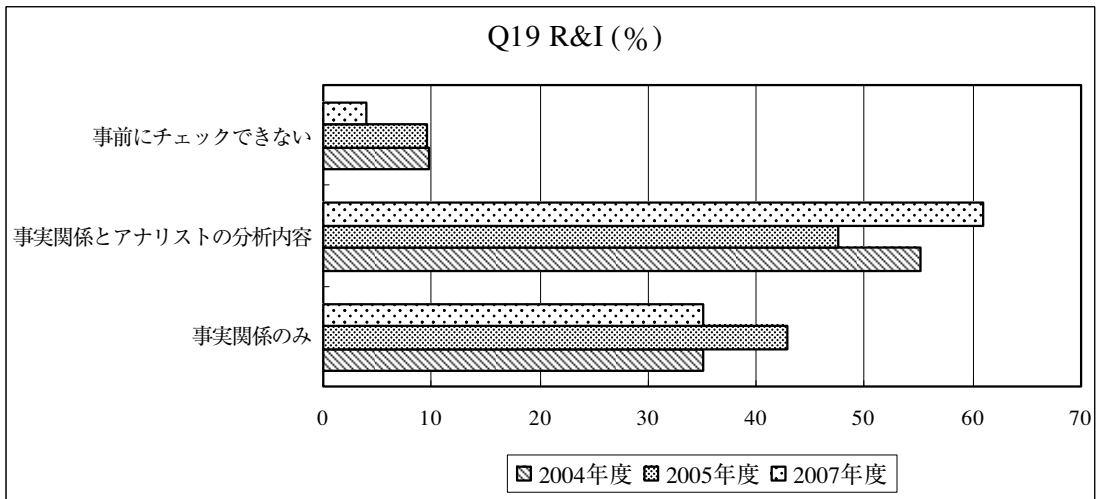
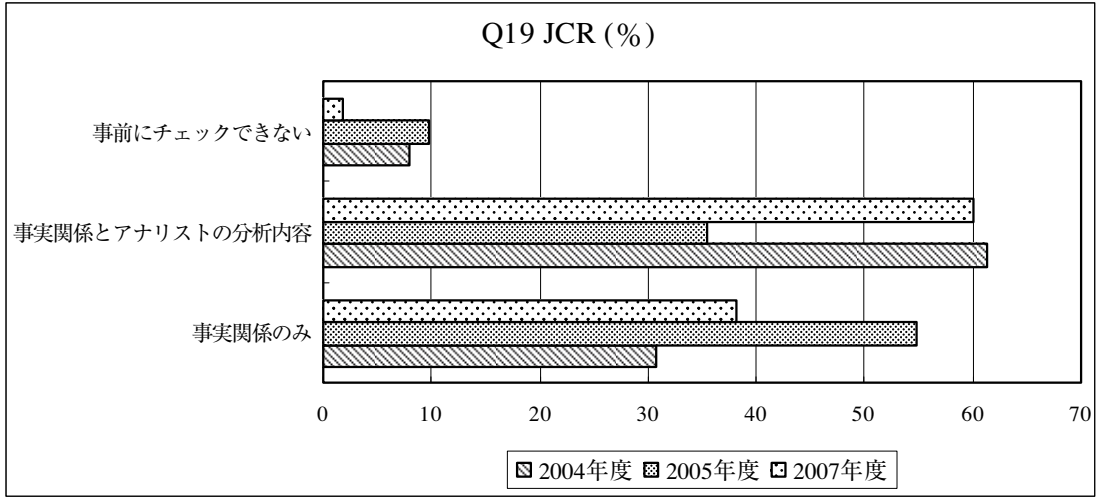
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
事実関係のみ	30.7	35.1	43.8	42.6	27.3
事実関係とアナリストの分析内容	61.4	55.2	48.4	40.7	54.5
事前にチェックできない	7.9	9.7	7.8	16.7	18.2

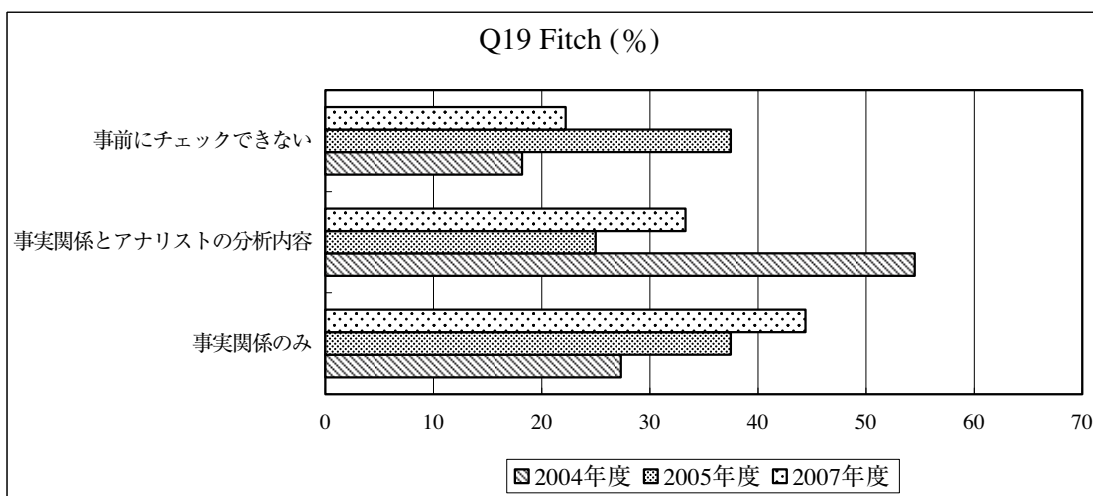
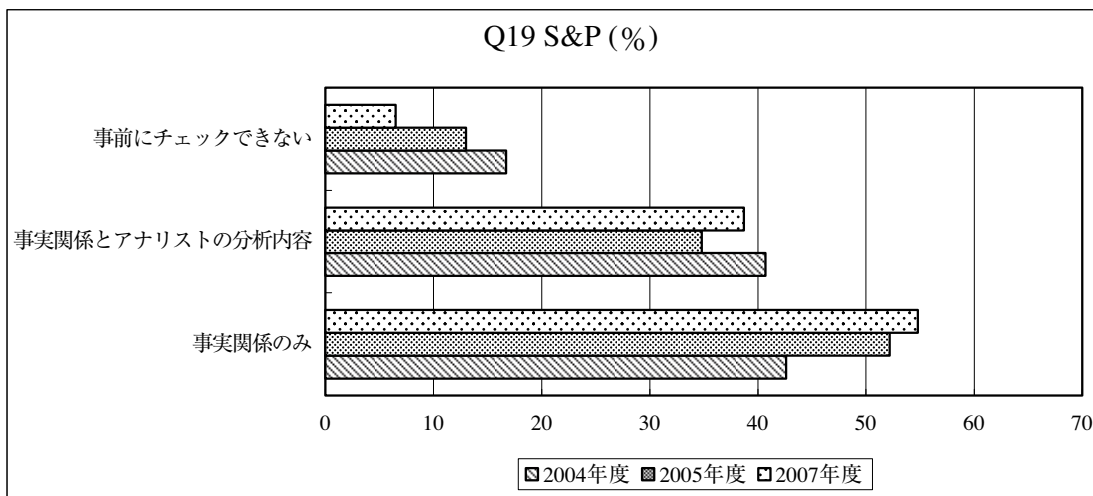
[2005年度]

	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

[2007年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
事実関係のみ	38.2	35.1	54.1	54.8	44.4
事実関係とアナリストの分析内容	60.0	61.0	35.1	38.7	33.3
事前にチェックできない	1.8	3.9	10.8	6.5	22.2





(概説)

本問(Q19)は、格付会社は被格付会社の格付けを決定した後レポート(ニュース・リリースなどの公表資料を含む)を作成するが、公表前にどの程度レポート原稿のチェック(修正・訂正・追加など)を被格付会社に依頼するかについての問いである。外資系(MDY, S&P, Fitch)は「事実関係のみ」のチェックが多く、日系(JCR, R&I)は「事実関係とアナリストの分析内容」についてのチェックを依頼する比率が高い。「事前チェックできない」のはMDYとFitchがやや高いが、他はわずかである。

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]

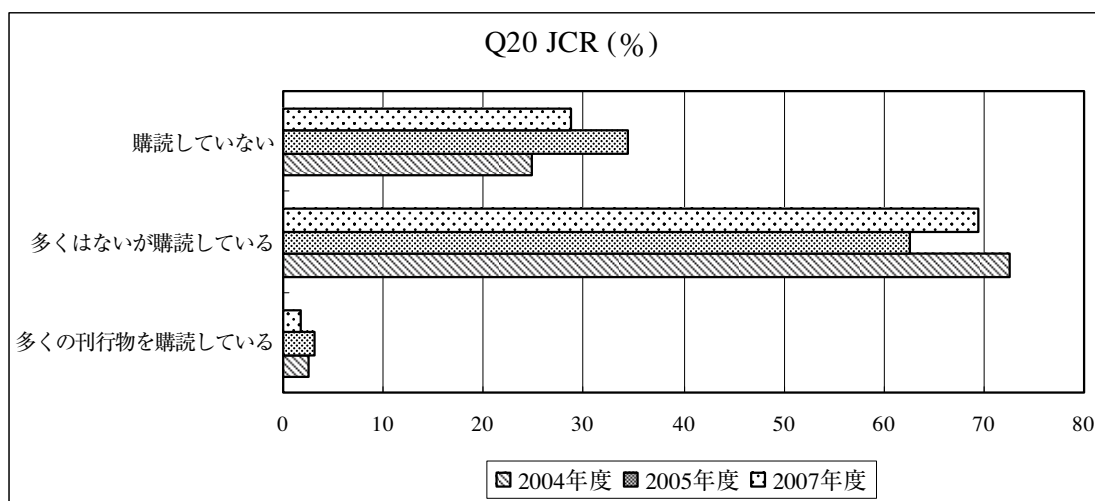
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
多くの刊行物を購読している	2.6	1.5	4.5	5.5	0.0
多くはないが購読している	72.6	54.8	50.0	36.4	23.1
購読していない	24.8	43.7	45.5	58.2	76.9

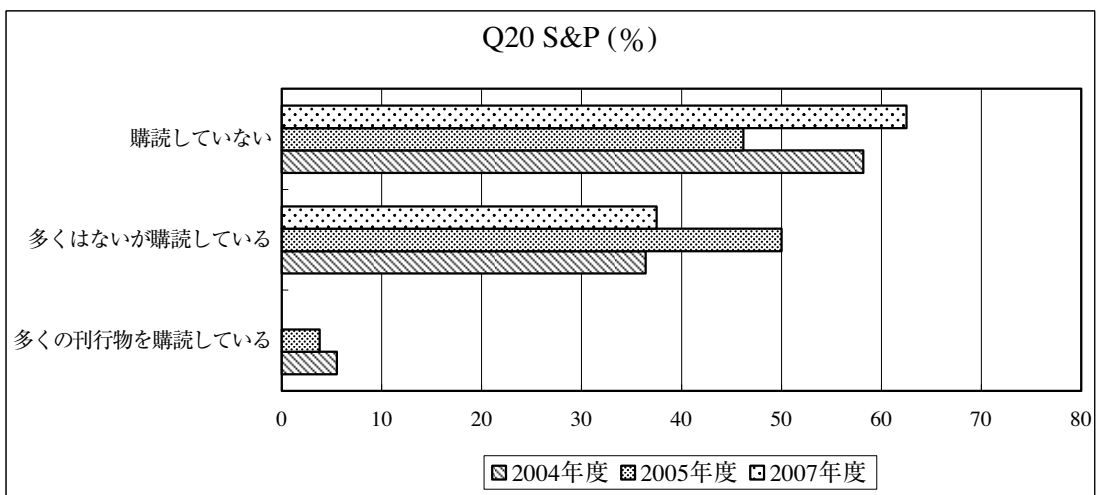
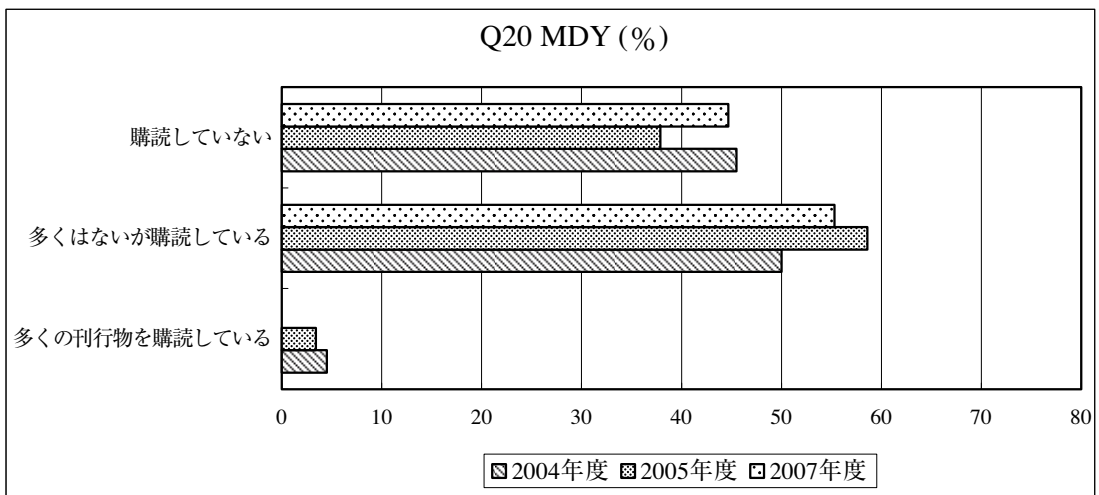
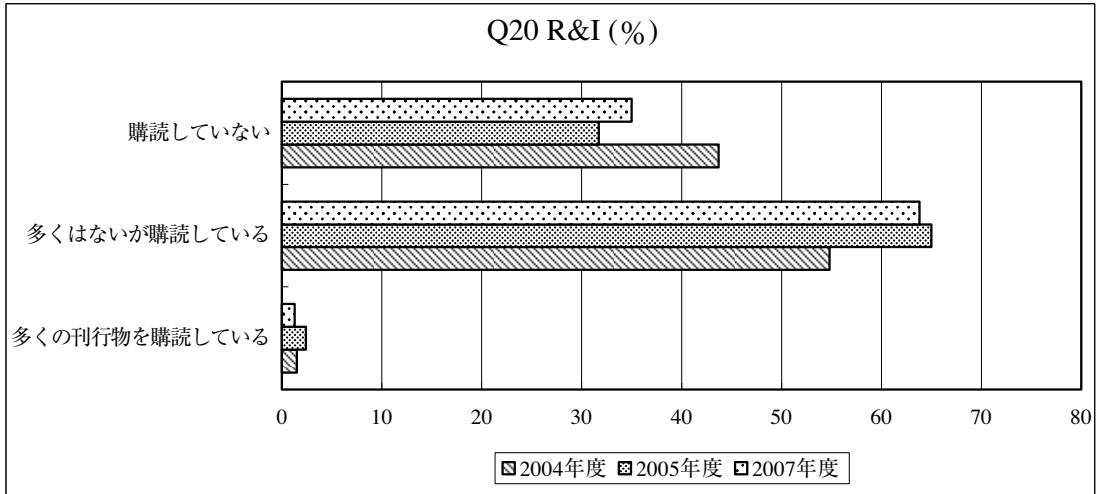
[2005 年度]

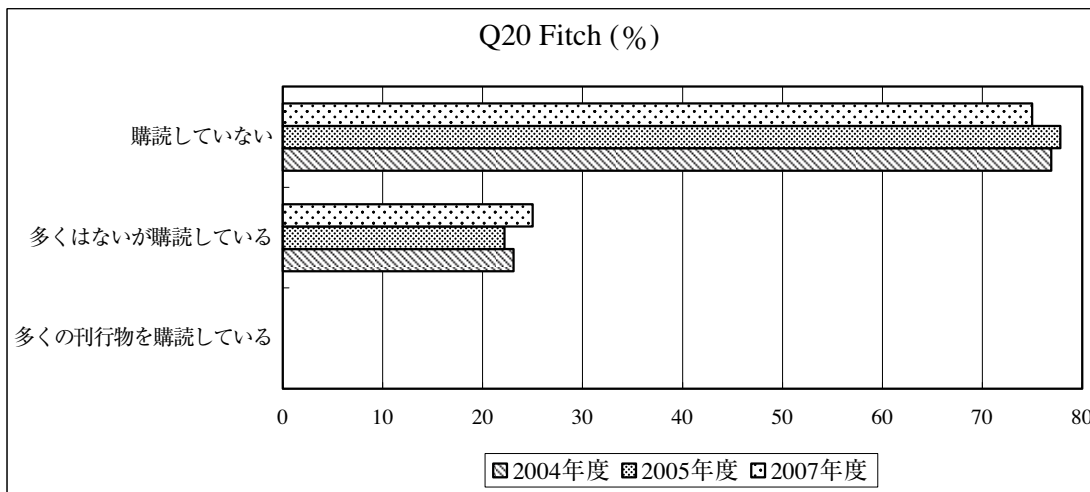
	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
多くの刊行物を購読している	3.1	2.4	3.4	3.8	0.0
多くはないが購読している	62.5	65.0	58.6	50.0	22.2
購読していない	34.4	31.7	37.9	46.2	77.8

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
多くの刊行物を購読している	1.7	1.3	0.0	0.0	0.0
多くはないが購読している	69.5	63.8	55.3	37.5	25.0
購読していない	28.8	35.0	44.7	62.5	75.0







(概説)

本問 (Q20) は、格付け情報は本来的には投資家が利用するものであるが、起債者が格付会社の刊行物 (電子媒体を含む) をどの程度購読しているかについての調査である。いずれの格付会社についても「多くの刊行物を購読している」比率は極めて低く、日系 (JCR および R&I) と MDY から格付けを取得している起債者については「多くはないが購読している」比率が高く、S&P と Fitch については「購読していない」比率が高い。一般に、起債者は「あまり格付会社の情報を購読していない」といえよう。

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]

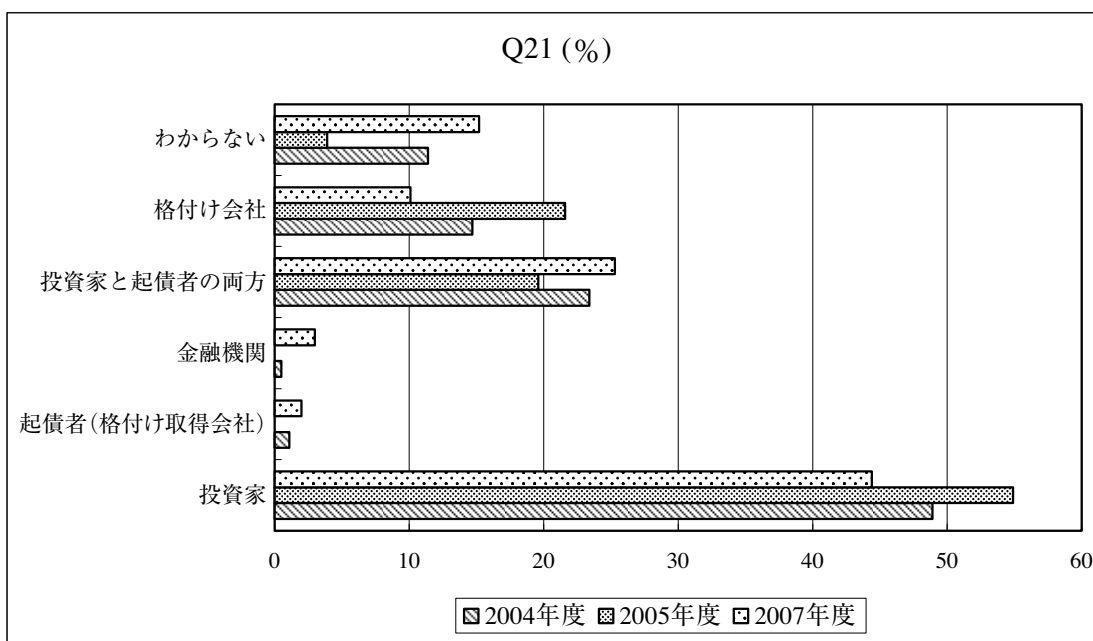
投資家	48.9
起債者 (格付け取得会社)	1.1
金融機関	0.5
投資家と起債者の両方	23.4
格付け会社	14.7
わからない	11.4

[2005 年度]

投資家	54.9
起債者（格付け取得会社）	0.0
金融機関	0.0
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

[2007 年度]

投資家	44.4
起債者（格付け取得会社）	2.0
金融機関	3.0
投資家と起債者の両方	25.3
格付け会社	10.1
わからない	15.2



(概説)

起債者からみて「格付会社は誰の利益を最も優先しているか」について、「投資家」、「投資家と起債者の両方」、「格付会社」の順で、「起債者（単独）」「金融

機関」の比率はわずかである。格付け情報の本来の目的である「投資家」保護が5割以下で、「投資家と起債者の両方」の比率が次いで高いのは、格付けを取得した起債者は「発行登録制度を利用した起債ができる」という制度的要因によるものと思われる。格付会社に「投資家の利益を優先する意識が低い」というコメントが散見された。

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]

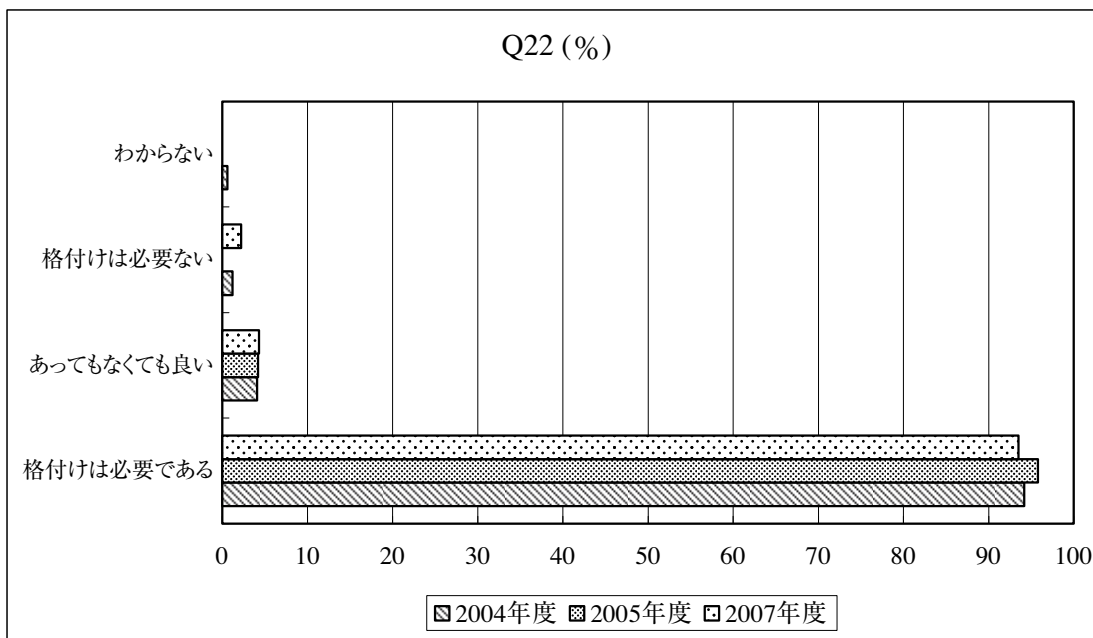
格付けは必要である	94.2
あってもなくても良い	4.1
格付けは必要ない	1.2
わからない	0.6

[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	0.0
わからない	0.0

[2007年]

格付けは必要である	93.5
あってもなくても良い	4.3
格付けは必要ない	2.2
わからない	0.0



(概説)

社債の発行に際して「格付けの取得」の有無については起債者の裁量に任されているが、起債者の90%以上が「格付けは必要である」と考えている。金融を専門とする一部の識者やマスコミから、格付けは必要なく市場の判断に任せれば良いという意見が出されるが、起債者が「格付けは必要ない」とする比率は2.2%と少数である。起債者のなかにも「社債発行のためやむを得ない」「投資家が格付けを必要とするからやむを得ない」というコメントがいくつかみられるが、「起債の機動性」等のために積極的な格付けの必要性を認める意見が多い。

Q23. 「指定格付機関制度」についてお伺いします。

- (1) 昨年(2006年9月)アメリカでは「2006年格付機関改革法」が制定され、格付機関の新規参入を促進するため、SECによる「認定制度」から「登録制度」に変更されました。日本における金融庁による指定格付機関制度についてどのようにお考えですか。(複数回答可)(%)

[2004年度]

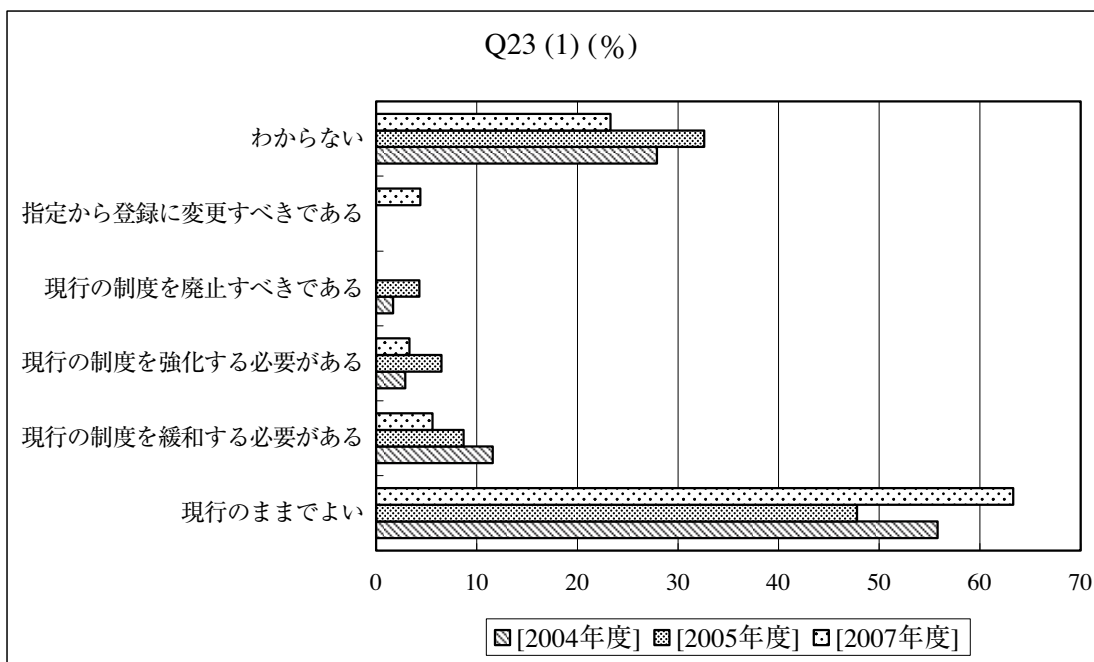
現行のままでよい	55.8
現行の制度を緩和する必要がある	11.6
現行の制度を強化する必要がある	2.9
現行の制度を廃止すべきである	1.7
わからない	27.9

[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

[2007年度]

現行のままでよい	63.3
現行の制度を緩和する必要がある	5.6
現行の制度を強化する必要がある	3.3
現行の制度を廃止すべきである	0.0
指定から登録に変更すべきである	4.4
わからない	23.3



(概説)

「指定格付機関制度」について、2004年度および2005年度の調査においては「わからない」と回答した比率が3割程度と高率であったので、2007年度調査においては米国の格付機関制度の変化を前置きとして付けた。その結果、「わからない」比率は10%程度低下したものの、なお20%以上と高い比率を示し、「現行のまままで良い」とする比率は63.3%へ上昇した。エンロン、ワールドコム事件(格付けが良いまま倒産した、2001～2002年)の後、サーベンス・オクスリー法を受けて立法化された「2006年格付機関改革法」の主な内容は、①格付会社の認定制度から登録制度への変更(格付会社の新規参入を容易にするための変更)、②登録資格要件として3年以上格付け情報を利用している法人10社以上から認証をとる、③利益相反の禁止(コンサルティング業務などの制限)、④SECに事業の取り消し、登録取り消しの権限を付与(規制の強化)、⑤SEC・州政府は格付けの内容・手法について規制できない(格付け情報の信頼性はすべて格付会社が責任を負うことの明確化＝言論の自由を保障)等である。日本においても、潜在的には同様の問題があると思われるが、過去18年間において金利が低い状況にあり、格付けの差異が企業のファイナンスにあまり大きな影響を与えていないことが問題を顕在化させず、「現行のまままでよい」回答の比率が高くなっていると考えられる。しかし、記述によるコメントでは多くの意見が寄せられた。「アナリストの能力、格付け情報の質を一定レベルに保つ方策が必要」、「発行体寄りの格付けが多いのでこの防止策の必要性」、「格付会社同士の過度な競争は格付け情報の質を下げる」「勝手格付けの質の確保」「信頼できる格付会社への誘導策の必要性」などである。

- (2) 日本の「指定格付機関制度」の要件や認定の条件は、内閣府令のなかで「金融庁長官がその格付け実績、人的構成、組織、格付けの方法及び資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して有効期間を定めて指定」とされていますが、どのようにお考えですか。(複数回答可)
(%)

現行のままでよい	53.8
指定条件をもっと強化すべきである	3.2
指定条件をもっと簡素化（少なく）すべきである	6.5
指定理由を公表すべきである	17.2
わからない	19.4

（概説）

内閣府令で指定格付機関の認定の要件や条件が定められ、金融庁により5つの格付会社が指定更新（従来は2年ごと、現在は毎年）されているが、更新の理由などについては公表されていない。この「指定格付機関制度」による指定の要件や認定の条件について、「指定理由を公表すべきである」が17%あったが、「現行のままでよい」が過半数（53.8%）を占めた。米国の2006年改革法の制定と反対に「指定条件をもっと簡素化すべき」（6.5%）が「強化すべき」（3.2%）を上回った。また本問においても「わからない」が19.4%と高率であった。

Q24. 「新 BIS 規制（バーゼルⅡ）」についてお伺いします。

- (1) 2007年3月末から銀行の自己資本ルールに関する「新 BIS 規制」が実施され、本ルールに関して「非依頼格付け（勝手格付け）」は「企業に格付け取得の圧力をかける手段として利用する可能性を防止する趣旨」から「認めない」こととなりました。他方、格付けは資本市場のインフラであるから、起債者が依頼しなくても投資家に格付け情報を伝えるべき（非依頼格付けを認める）であるという意見もあります。どのようにお考えですか。（%）

現行通り「認めない」ことでよい	43.8
非依頼格付けを「認める」べきである	12.4
どちらでもよい	30.3
わからない	13.5

（概説）

前問（Q23）の「指定格付機関制度」においては「勝手格付け（非依頼格付け）」は規制されていないが、「新 BIS 規制（バーゼルⅡ）」の「適格格付機関」については日本では「非依頼格付け」を使うことはできない。欧米における「新 BIS 規制」では「非依頼格付け」は起債者が依頼しなくても投資家に格付け情報を伝

える必要があるとの観点から規制されていないが、日本のルールについて、起債者による「非依頼格付けを認めるべきである」回答は12.4%で「現行通り認めないことでよい」が43.8%を占めた。しかし、「どちらでもよい」「わからない」の合計が43.8%と、「認めないことでよい」と同じ比率であるので、起債者に対する新BIS規制についての理解を深めるPRが必要であると思われる。

- (2) 通常の格付けランクは、+-や1~3などの細分化が図られ20以上に区分されていますが、「新BIS規制」では格付け区分が第1~第5の5区分になっています。そのため、格付け区分が連続的でないことから、格付けの段差が大きくなり、信用リスク情報に偏りが生じる可能性があるという懸念の声もありますが、どのようにお考えですか。(%)

現行の5区分でよい	14.8
区分数を増やすべきである	29.5
格付会社の格付けと同じ区分を使うべきである	36.4
わからない	19.3

(概説)

格付けのランク区分については「格付会社の格付けと同じ区分を使うべきである」の36.4%と、「区分数を増やすべきである」の29.5%を合わせて65.9%の起債者が「現行の5区分」(14.8%が賛成)に反対している。なお、「わからない」も19.3%と高率であった。

Q25. アメリカのサブプライムローン問題に関連してお伺いします。

サブプライムローンを組み込んだ証券化商品(ストラクチャード・ファイナンス)の格付けについて、格付け会社が批判の対象になっています。批判の主な点は、「急激な格下げを行った」、および「ストラクチャード・ファイナンス格付けに対する不透明な格付け手法」などですが、どのようにお考えですか。(複数回答可)(%)

格付会社を批判すべき点はない	0.7
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	12.5
格付け手法の公表は現状程度でよい	2.8
格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである	39.6
格付け手法が不透明であり、すべて公表すべきである	5.6
アナリストの質が低下している	7.6
アナリストのモラルが低下している	11.8

(概説)

サブプライムローン関連証券（RMBS、CDO など）に関連して、格付会社のどの様なことが問題であるかについて、起債者の見方を聴取した。批判の第1は「格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである」（39.6%）であったが、実際はRMBSやCDOの証券化商品の格付けについては統計的・金融工学的手法がとられていてアナリストの主観的判断はほとんど入っておらず格付会社のホームページに詳細に公表されている。にもかかわらず、「格付け手法が不透明・・・」という回答が第1位であったのは、社債格付けの不透明さのイメージが起債者に浸透しているためではないかと推量される。第2位は「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%）という格付会社に好意的な回答であった。第3位は「短期間のうちに格下げを多数行いすぎた」（12.5%）であとはいずれも10%以下であった。ただし、「格付会社を批判すべき点はない」を支持する起債者はほとんどなく（0.7%）格付会社に対する厳しい批判の目が向けられていることも注目に値する。記述式コメントにも「証券化商品の格付けの手法に問題がある」「継続的な状況ウォッチが必要であった」「ストラクチャードファイナンス事態のリスクの理解が不十分」等、格付会社に批判的なコメントが多かった。

Q26. 格付け制度や、格付け会社に改善してほしい点、その他ご意見などがございましたら、ご記入ください。

回答：省略

Q27. このアンケート調査は今後も続けていく予定です。質問項目などのなかに追加・削除・修正すべき項目がございましたら、ご記入ください。

回答：省略