

7. アンケート結果の各論

(2) 投資家の回答概要

7. アンケート結果の各論

(2) 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)

(2007 年度投資家：93 社)

Q1. 新規格付け, 格付けの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]

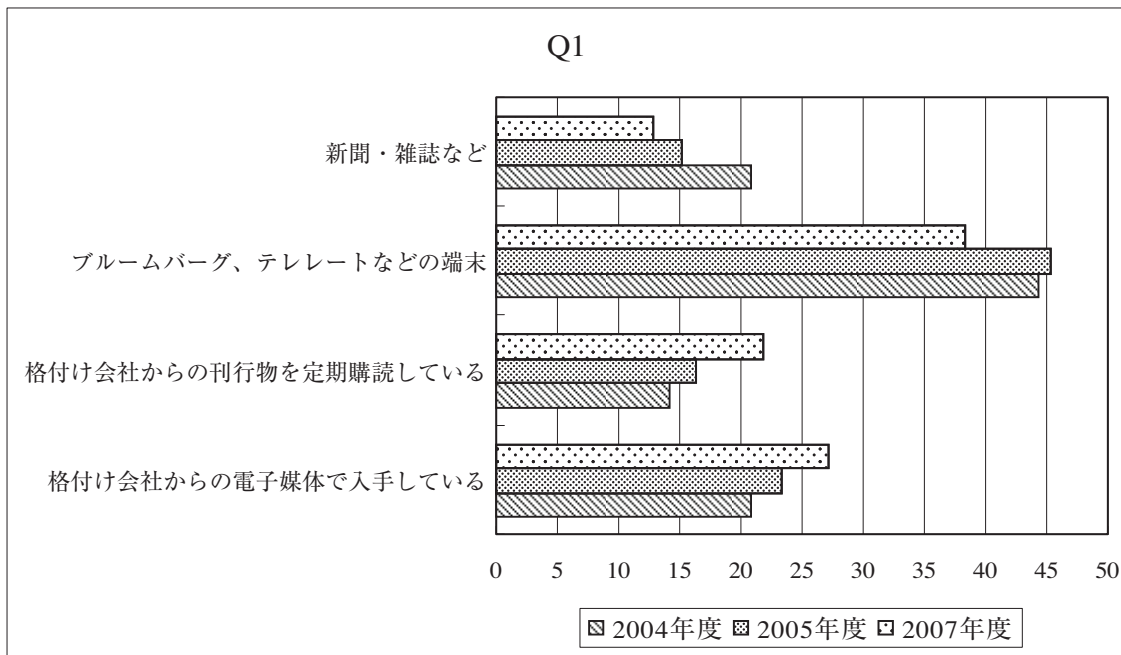
格付会社からの電子媒体で入手している	20.8
格付会社からの刊行物を定期購読している	14.1
ブルームバーグ, テレレートなどの端末	44.3
新聞・雑誌など	20.8

[2005 年度]

格付会社からの電子媒体で入手している	23.3
格付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

[2007 年度]

格付会社から電子媒体で入手している	27.1
格付会社から刊行物を定期購読している	21.8
ブルームバーグ, テレレートなどの端末	38.3
新聞・雑誌など	12.8



(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。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。金融情報の配信は有料・無料のものがあるが、有料の場合にはかなり確度が高く、リアルタイムで情報を配信しているところもある。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」が最も回答率 (2004 年度 44.3%, 2005 年度 45.3%, 2007 年度 38.3%,) が高く、次に「格付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%, 2007 年度 27.1%)。2007 年度の特徴としては、2004 年度・2005 年度に比べ「格付会社から刊行物を定期購読している」の割合が増加し、「新聞・雑誌など」の割合が減少していることである。2007 年度の回答者のコメントとして、「債券購入証券会社より入手」、「その他の電子媒体」などがあつた。

Q2. どの格付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	0.7	1.6	0.0	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

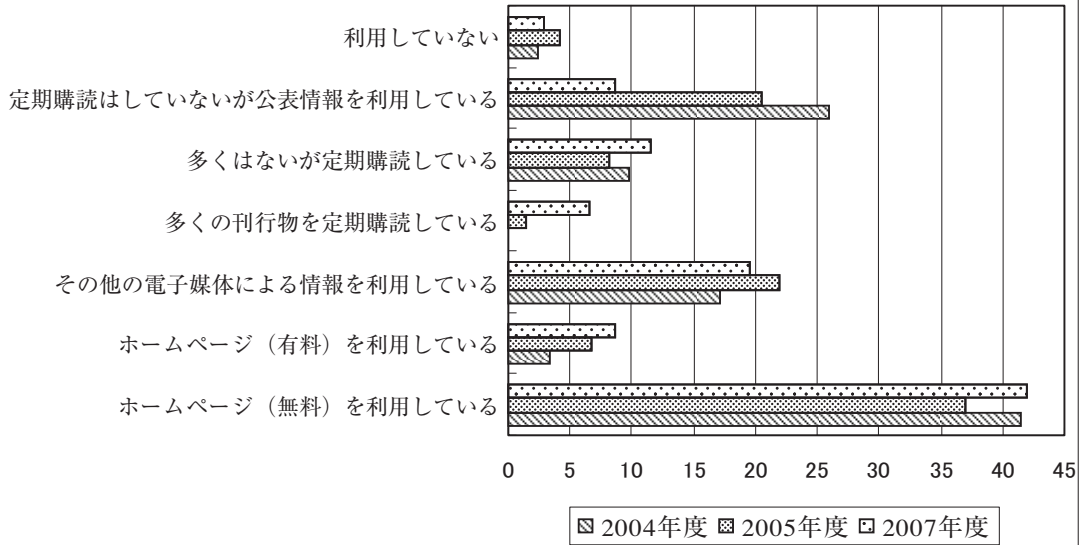
[2005 年度]

	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	0.0	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

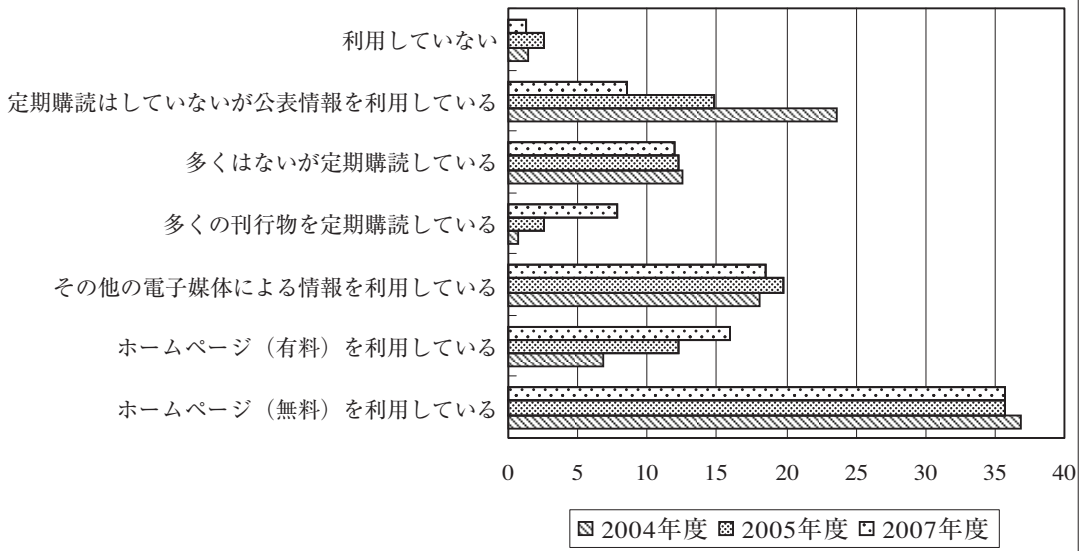
[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
ホームページ（無料）を利用している	42.0	35.8	35.6	41.7	49.4
ホームページ（有料）を利用している	8.7	15.9	22.8	18.0	5.7
その他の電子媒体による情報を利用している	19.6	18.5	20.8	23.0	18.4
多くの刊行物を定期購読している	6.5	7.9	3.4	2.9	1.1
多くはないが定期購読している	11.6	11.9	10.1	5.0	0.0
定期購読はしていないが公表情報を利用している	8.7	8.6	6.7	8.6	12.6
利用していない	2.9	1.3	0.7	0.7	12.6

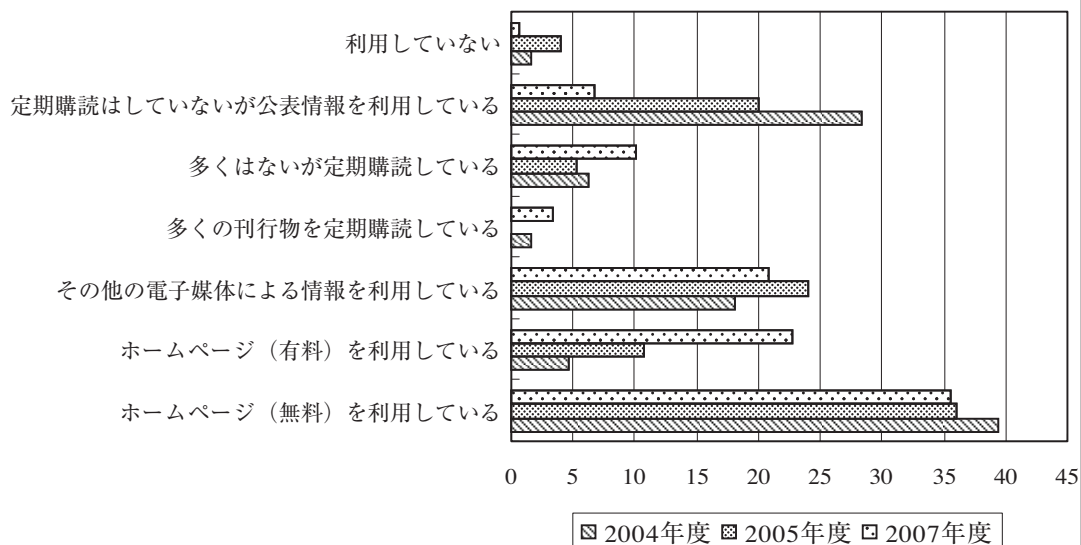
Q2 JCR



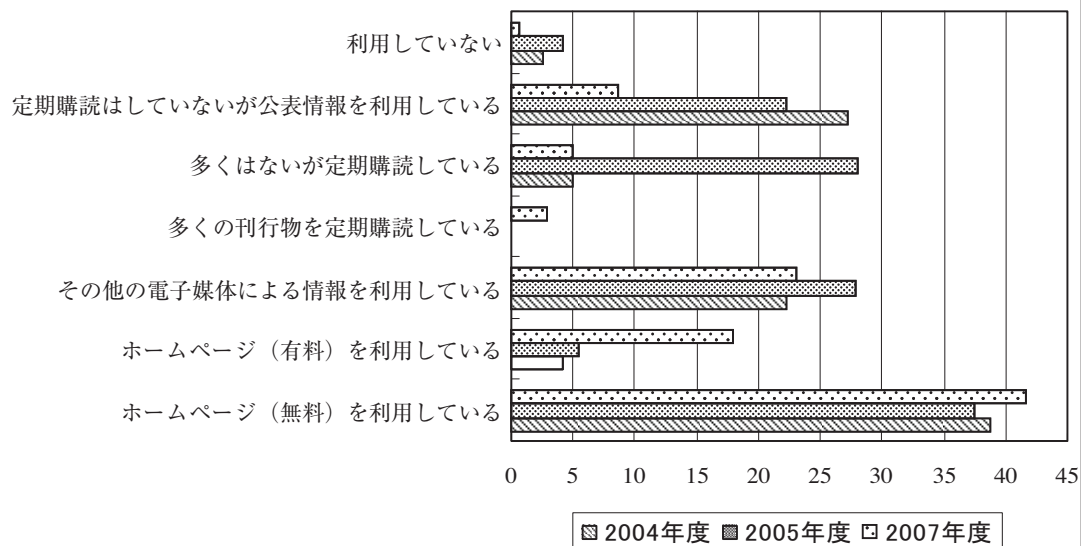
Q2 R&I

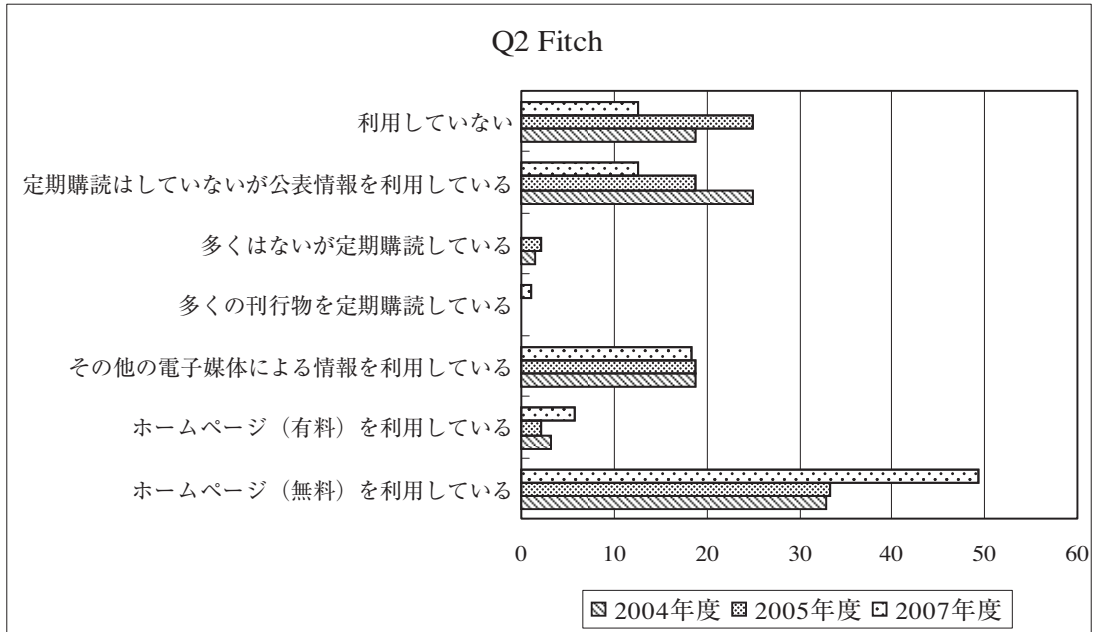


Q2 MDY



Q2 S&P





（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。2004 年度・2005 年度・2007 年度ともどの格付会社に関しても「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、特に日系格付会社（JCR・R&I）と欧米系格付会社（MDY・S&P・Fitch）とで偏ることはなく、2004 年度・2005 年度・2007 年度ともに 4 割前後で推移している。2007 年度の特徴としては、「定期購読はしていないが公開情報を利用している」の割合が 2004 年度・2005 年度に比べて減少していることである。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%，2007 年度は 12.6% 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 3 回のアンケート調査を通じてほとんどいないようである。

Q3. 格付会社の電子媒体料金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	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	0.0
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	0.0	0.0	0.0

[2007 年度]

Q3A 電子媒体料金	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 高い	18.2	19.0	50.0	46.7	33.3
4 やや高い	33.3	35.7	36.0	35.6	33.3
3 妥当である	42.4	38.1	14.0	17.8	33.3
2 やや安い	6.1	7.1	0.0	0.0	0.0
1 安い	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

[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	0.0	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	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	0.0	0.0	0.0

[2007 年度]

Q3B 定期購読料金		JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5	高い	22.6	21.1	41.4	39.1	37.5
4	やや高い	25.8	31.6	20.7	30.4	18.8
3	妥当である	48.4	44.7	27.6	26.1	37.5
2	やや安い	3.2	2.6	0.0	0.0	0.0
1	安い	0.0	0.0	10.3	4.3	6.3

(概説)

問 Q3 は、格付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「高い」、「やや高い」という回答が多かった。特に米資本系の MDY (2004 年度 45.2%, 2005 年度 40.0%, 2007 年度 50.0%) と S&P (2004 年度 41.9%, 2005 年度 37.5%, 2007 年度 46.7%) は日系格付会社と比較して「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格付会社では高く (JCR は 2004 年度 34.6%, 2005 年度 43.8%, 2007 年度 42.4%, R&I は 2004 年度 36.4%, 2005 年度 33.3%, 2007 年度 38.1%) という結果となった。投資家が「安い」と感じている格付会社の電子媒体料金はほとんどなかった。2007 年度をみると、「やや安い」という項目に対する回答は欧米資本系格付会社では 0% であった。「安い」という項目に対する回答は全格付会社で 0% であった。

問 Q3B について、問 Q3A と同様に日系格付会社よりも米系格付会社の方が「高い」「やや高い」と感じている投資家が多いことがわかる。2007 年度の特徴としては、日系格付会社は「妥当である」が最も多くなっていることである。

2007 年度の回答者のコメントとして、「JCR, R&I, MDY, S&P から格付けを取得しているため情報は無料で入手可能」、「バーゼル II で格付の利用が義務付けられる中、値上げする等、足許を見られている感じ」、「電子媒体、購読はしていない」、「決算期末などの節目に発行される内容、例えば、〇月期発行体格付一覧などくらいしか利用していないことを考えると、いずれも割高」、「無料で送ってもらっています『ムーディーズ格付月報』」、「MDY,S&P については値段設定が高く、部分購入になっている」、「MDY は不当に高い。デフレ下でも外資は毎年

値上げを要求してきた」,「料金について調査したことがないので解らない」などがあった。

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. (%)

Q4A 電子媒体を入手しない理由

[2004 年度]

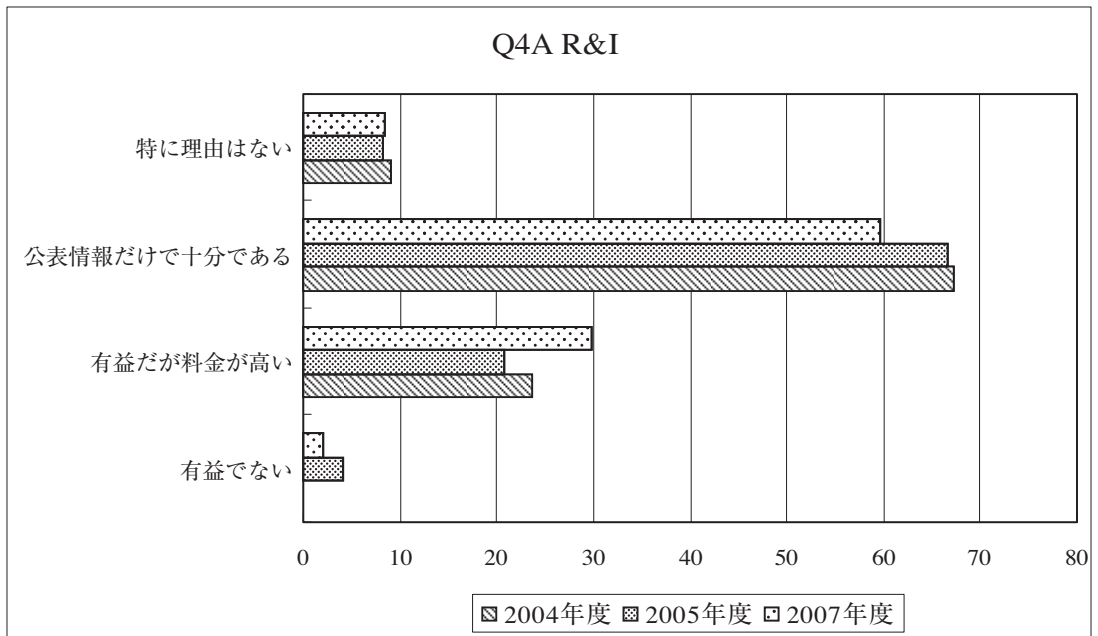
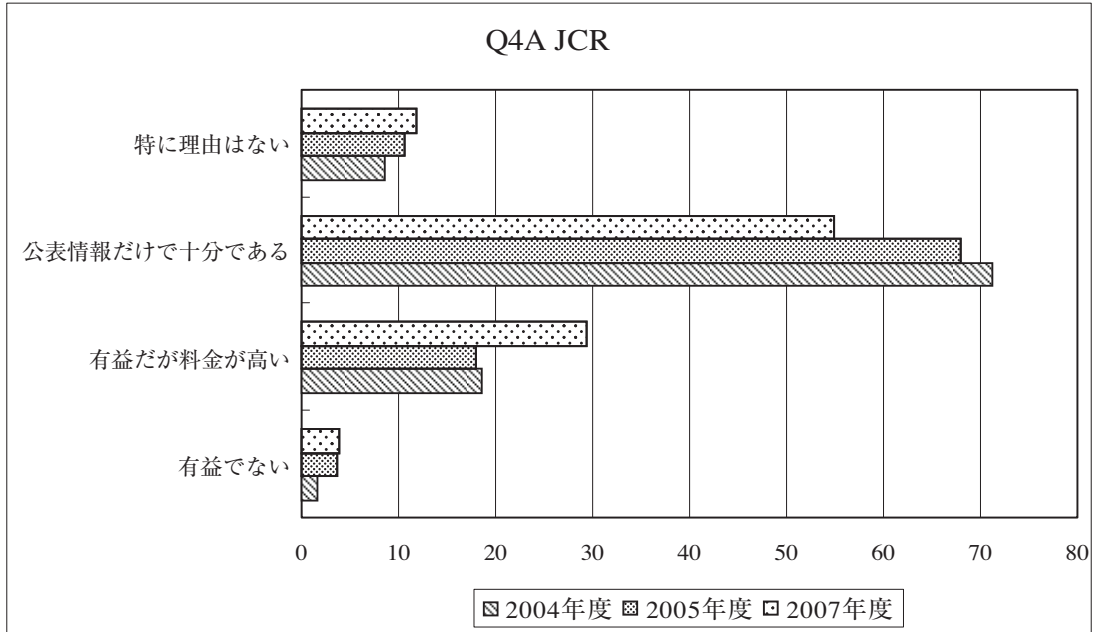
Q4A 電子媒体を入手しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
有益だが料金が低い	18.6	23.6	25.4	23.7	18.9
公表情報だけで十分である	71.2	67.3	64.4	62.7	64.9
特に理由はない	8.5	9.1	10.2	8.5	16.2

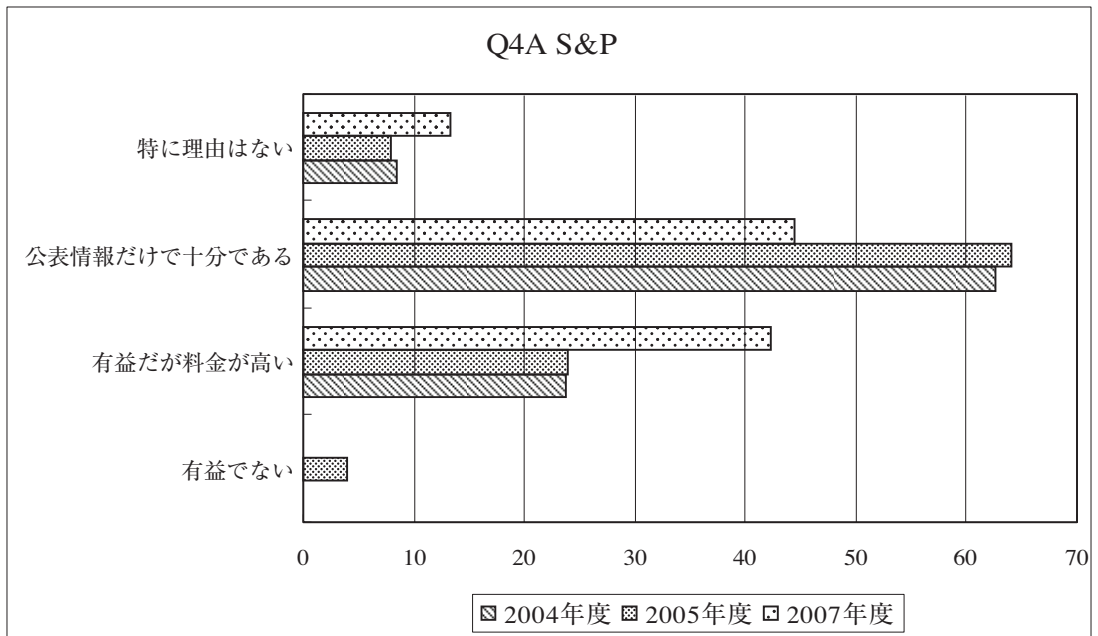
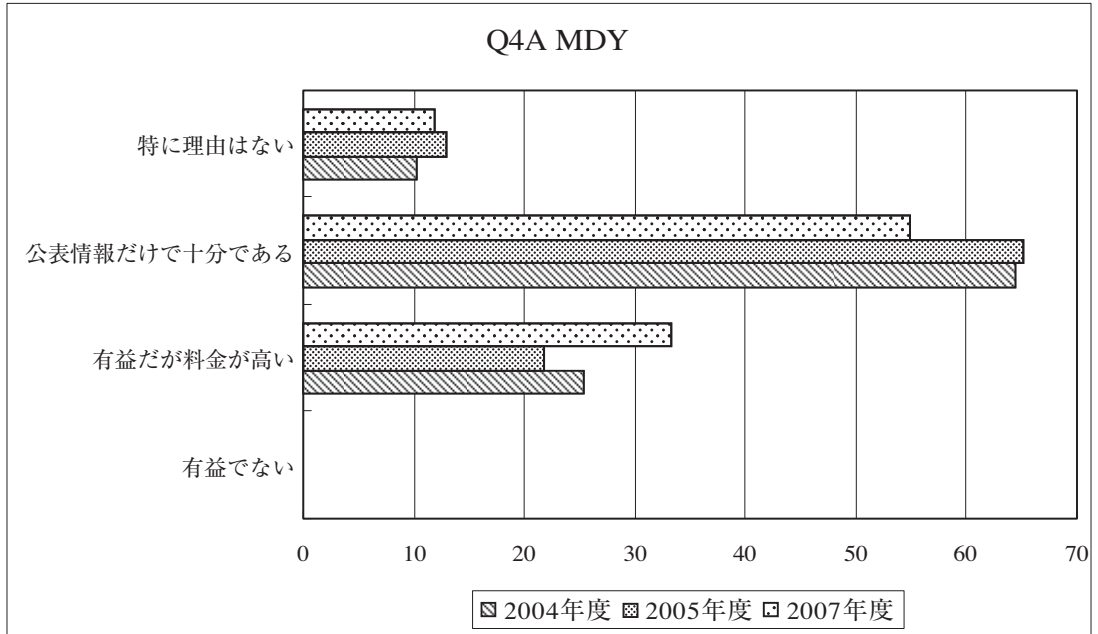
[2005 年度]

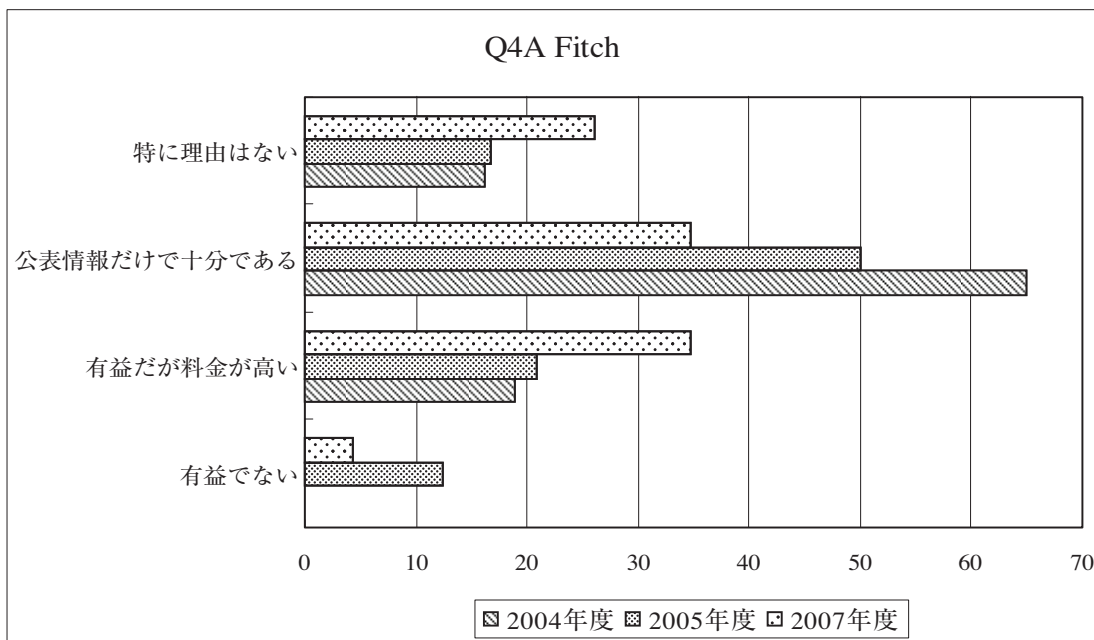
Q4A 電子媒体を入手しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	3.6	4.2	0.0	4.0	12.5
有益だが料金が低い	17.9	20.8	21.7	24.0	20.8
公表情報だけで十分である	67.9	66.7	65.2	64.0	50.0
特に理由はない	10.7	8.3	13.0	8.0	16.7

[2007 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	3.9	2.1	0.0	0.0	4.3
有益だが料金が低い	29.4	29.8	33.3	42.2	34.8
公表情報だけで十分である	54.9	59.6	54.8	44.4	34.8
特に理由はない	11.8	8.5	11.9	13.3	26.1







Q4B 定期購読しない理由

[2004 年度]

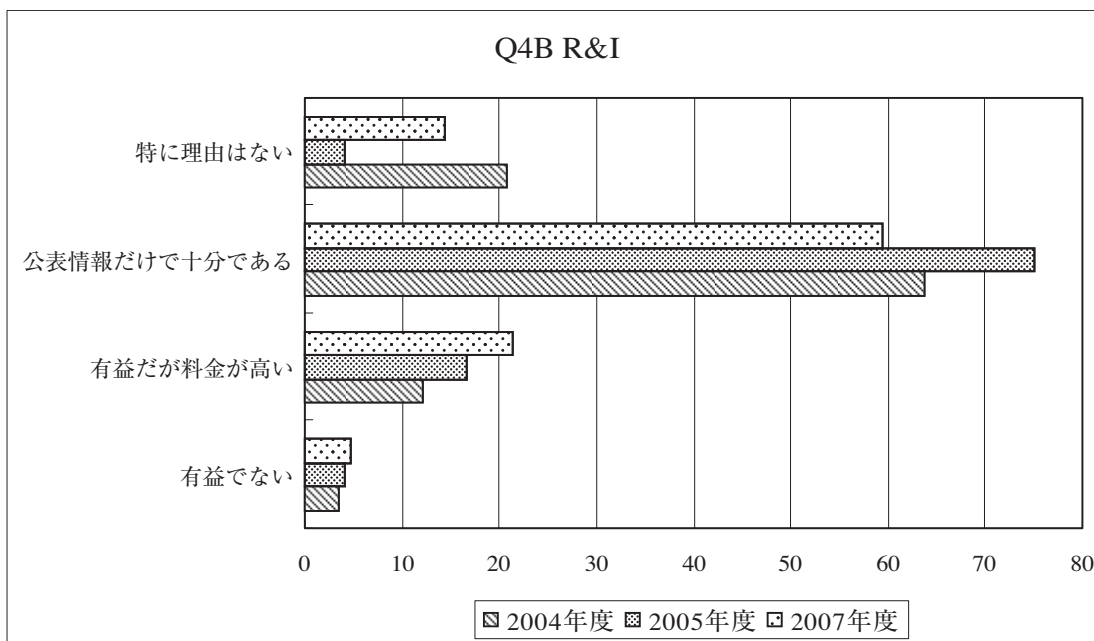
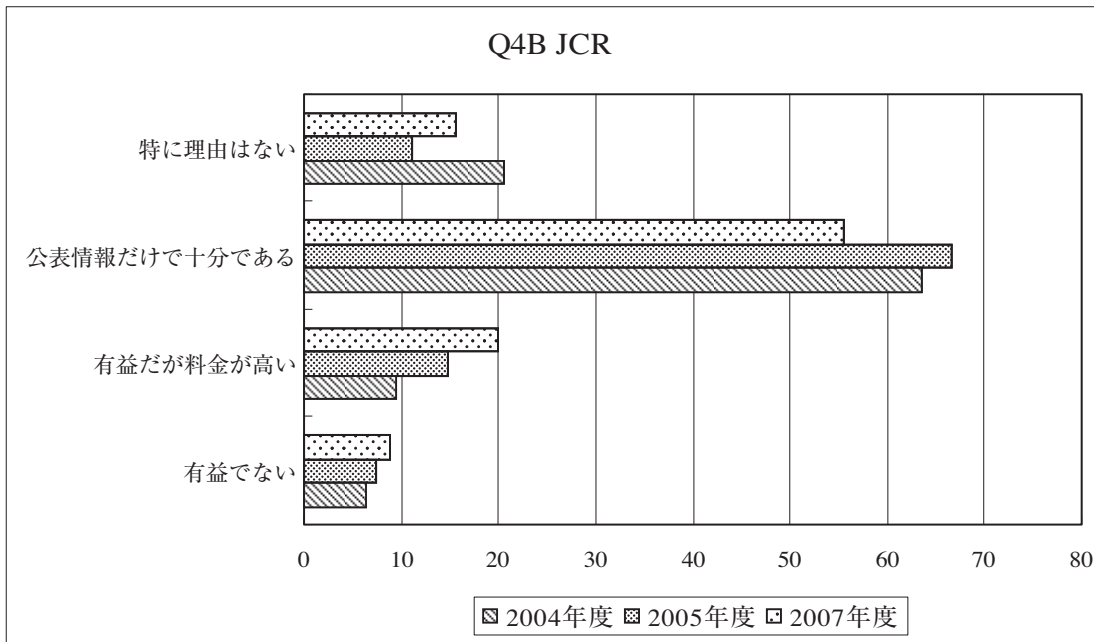
Q4B 定期購読しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	6.3	3.4	4.5	6.2	6.7
有益だが料金が低い	9.5	12.1	19.4	16.9	15.6
公表情報だけで十分である	63.5	63.8	56.7	56.9	46.7
特に理由はない	20.6	20.7	19.4	20.0	31.1

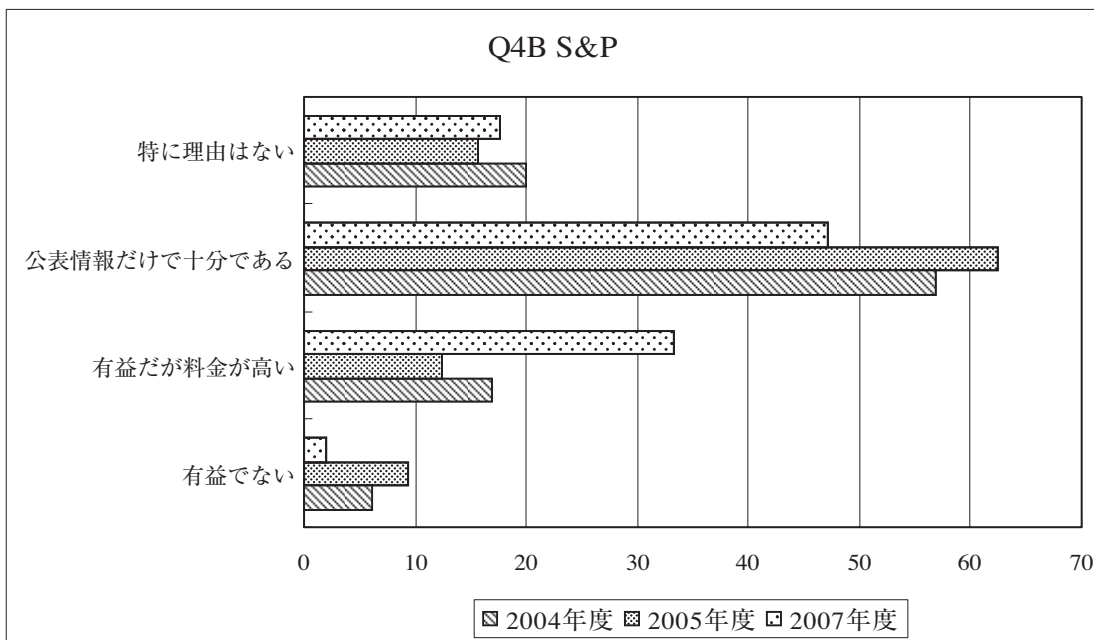
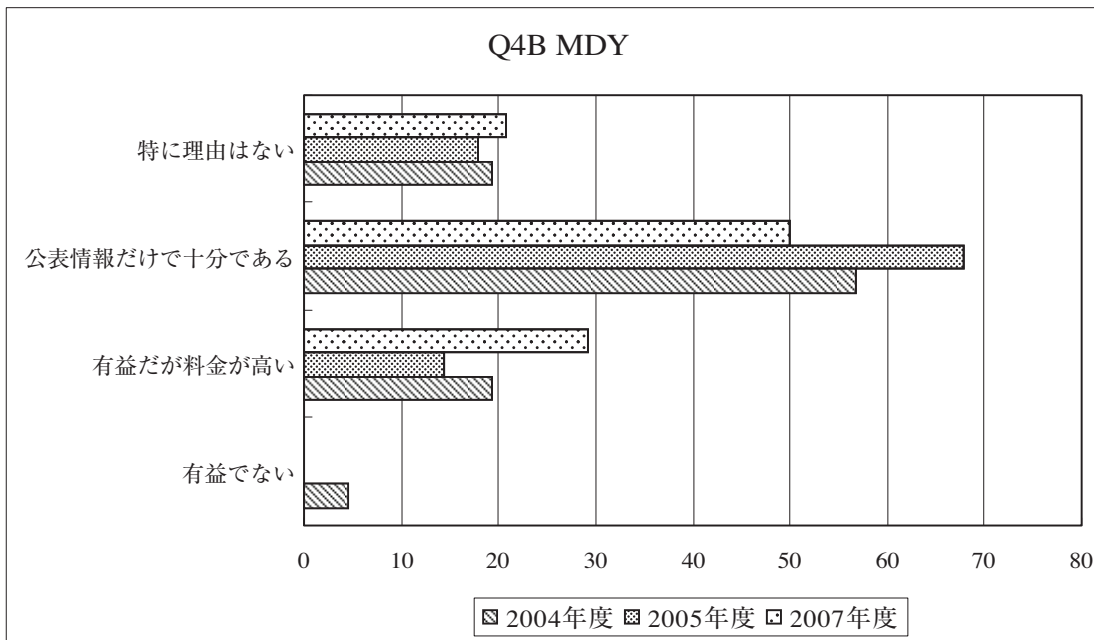
[2005 年度]

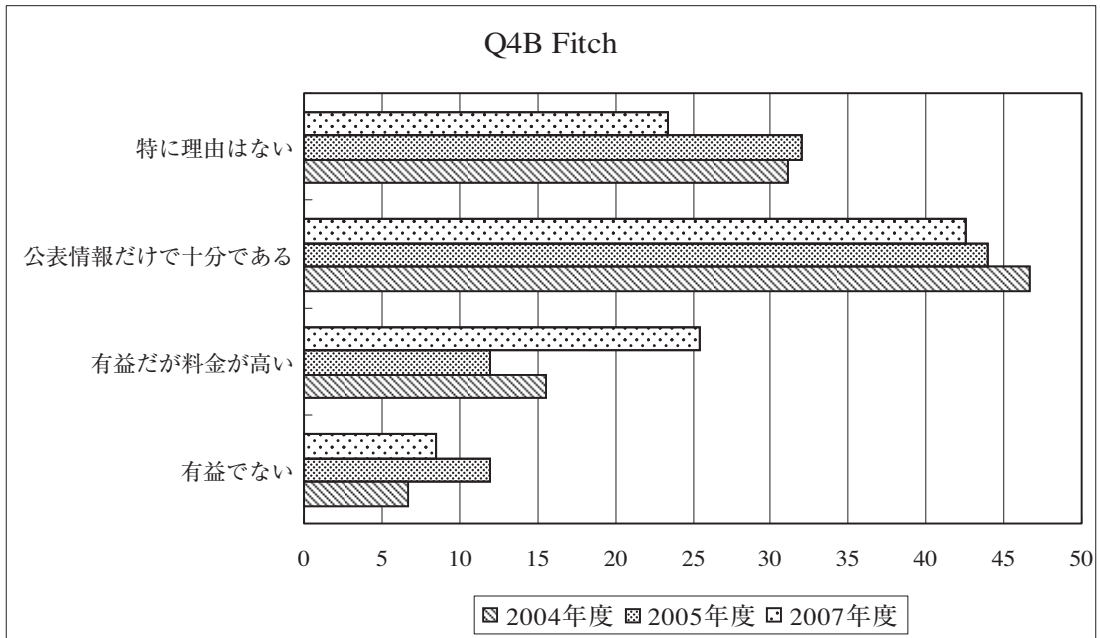
Q4B 定期購読しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	7.4	4.2	0.0	9.4	12.0
有益だが料金が低い	14.8	16.7	14.3	12.5	12.0
公表情報だけで十分である	66.7	75.0	67.9	62.5	44.0
特に理由はない	11.1	4.2	17.9	15.6	32.0

[2007 年度]

Q4B 定期購読しない理由	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
有益でない	8.9	4.8	0.0	2.0	8.5
有益だが料金が低い	20.0	21.4	29.2	33.3	25.5
公表情報だけで十分である	55.6	59.5	50.0	47.1	42.6
特に理由はない	15.6	14.3	20.8	17.6	23.4







(概説)

問 Q4 は、格付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・2007 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。2007 年度は日系・欧米系の格付会社ともに「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 30% 前後みられた (S&P は 42.2%)。「有益でない」という回答はすべて 5% 未満であり、格付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 (2007 年度は全体的に増加している)。2007 年度の回答者のコメントとして、「ブルームバーグ等の端末で十分な情報が得られる」、「電子媒体だけで、十分な情報が得られると考えています」、「今のところ必要ない」、「Fitch は利用していない」などがあつた。

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

[2007年度]

5 社債投資情報として利用している	47.7
4 株式投資情報として利用している	15.5
3 社内稟議に組み込んでいる	34.8
2 あまり利用していない	1.9
1 まったく利用していない(不必要)	0.0

(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。当然のこととして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%、2007年度47.7%)。また、企業の評価として「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%、2007年度15.5%)存在している。

「まったく利用していない(不必要)」と考えている投資家は0%であった。

2007年度の回答者のコメントとして、「投資家情報としては利用しておらず、当社の発行体としての情報収集の一部として利用している」、「他社の財務分析を行う際の企業選定基準としてよく利用している」、「信用リスク管理に利用」、「自己資本比率算出のリスクウェイト」などがあつた。

Q6. 格付け情報を利用している場合（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.

[2007 年度]

	AA 以上	A+ 以上	A 以上	A-以上
投資対象は国内系・外国系問わず	0	1	6	1
投資対象は国内系格付け	0	0	7	1
投資対象は外国系格付け	3	0	6	0

BBB+ 以上	BBB 以上	BBB-以上	BB 以上	CCC 以上
3	18	10	0	1
1	10	1	0	0
0	7	1	1	2

(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・2007 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。

2007 年度の回答者のコメントとして、「投資行為は行っていない」、「格付けとのスプレッド推移などの集計用」、「(国内債) ただし、その他の有価証券の場合、満期保有目的の場合 AA 以上」、「外国証券はカントリー・リスクランキングに応じて区分している」、「証券化商品のリサーチとして格付け情報を利用しています」「社内格付け付与の場合の参考とします」、「格付等を総合判断して与信枠の設定」、「投資対象範囲を決定する目的では利用していない。国内系、外国系を問わず、BBB 格以上かどうかは比較的重視している」、「参考指標として位置づけ

ている」,「独自に設定している社内格付における参考情報として利用している。ただし, BB+ (or Ba1) 以下に投資する投資信託もあるので, 正確には, ファンドの性格による」などがあつた。

Q7. 同一対象に対して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]

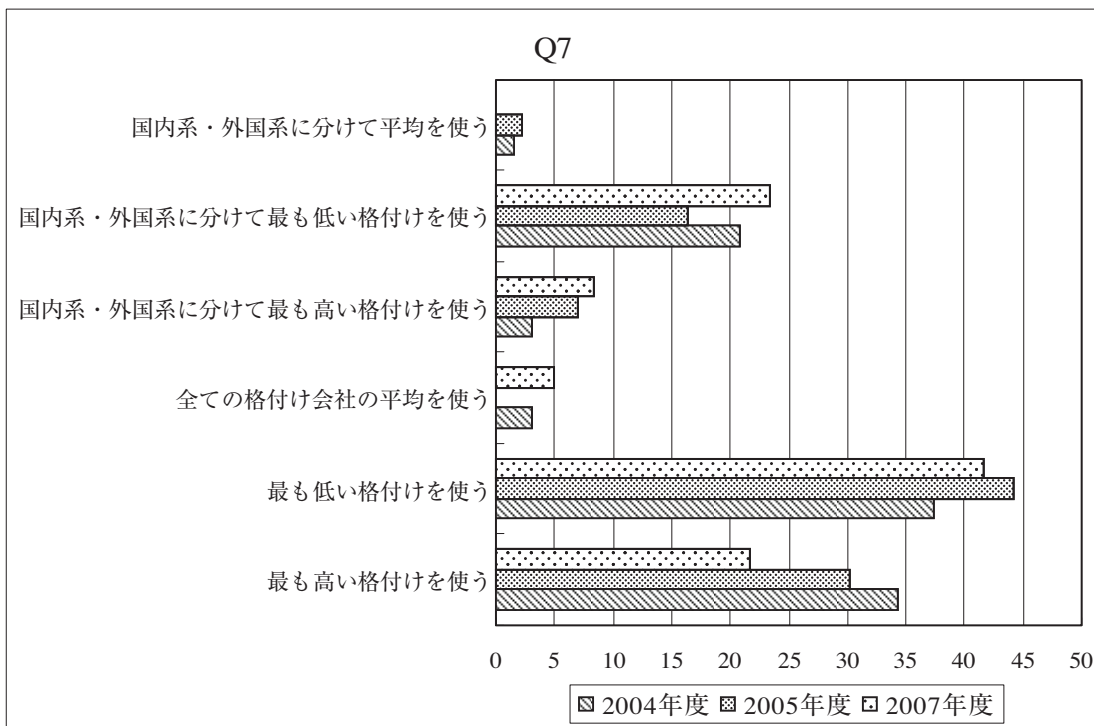
最も高い格付けを使う	34.3
最も低い格付けを使う	37.3
全ての格付会社の平均を使う	3.0
国内系・外国系に分けて最も高い格付けを使う	3.0
国内系・外国系に分けて最も低い格付けを使う	20.9
国内系・外国系に分けて平均を使う	1.5

[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
全ての格付会社の平均を使う	0.0
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

[2007 年度]

最も高い格付けを使う	21.7
最も低い格付けを使う	41.7
全ての格付会社の平均を使う	5.0
国内系・外国系に分けて最も高い格付けを使う	8.3
国内系・外国系に分けて最も低い格付けを使う	23.3
国内系・外国系に分けて平均を使う	0.0



(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。2007 年度の調査では「最も低い格付けを使う」(41.7%) が最も割合が多い結果となった。2004 年度・2005 年度においても「最も低い格付けを使う」が 37.3%、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」という回答も各年度ともに 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。2007 年度では、「国内系・外国系に分けて平均を使う」は 0% である。

2007 年度の回答者のコメントとして、「R&I 社優先」、「すべて目安としてとらえるのが基本」、「MDY・S&P・Fitch:BBB 格以上、JCR・R&I:A-格以上を投資対象としている」、「国内は R&I 中心に活用、外国は MDY 中心に。さらに社内格付けを設定し活用 (もちろん JCR,S&P も活用する)」、「高格付の上位 2 社の低いほうを採用」、「原則として Moody's の格付けを使用」、「使用する資料の性質によっ

て様々」,「格付会社について,適用における優先順位を設けております」,「国内発行体,海外発行体に分けて利用順で決定している」,「新 BIS 規制のルールに従い,下から2番目の格付を採用している」,「格付会社の優先順位を定めた上で使用」,「社内の格付 > MDY/S&P > R&I > JCR」,「たとえば,ISDA/CSA 上で Threshold 等を格付会社の格付に連動させる場合,低いほうの格付を利用します」,「国内系の低いほう,外国系の高いほうを活用するなど,工夫している」,「上から2番目の格付を利用」,「国内系・外国系に分けて,国内の低い方と外国の高い方を比較し高い方を適用」,「内部規定により優先順位で使用」,「格付に対応するリスクウェイトを比較し,2番目に小さいリスクウェイトに対応する格付を使用する」,「どの格付会社がどの格付をつけているか,という視点でみている.いずれか1つでも BBB 格以上取得しているか,は比較的重視している」,「使用格付会社の優先順位を定めて使用」,「参考情報であることから,差異は問題とならない」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

[2007 年度]

5 非常に重視している	21.1
4 ある程度重視している	66.7
3 どちらともいえない	6.7
2 あまり重視していない	5.6
1 全く注意を払っていない	0.0

(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・2007 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%，2007 年度 66.7%）。次に「非常に重視している」（2004 年度 16.1%，2005 年度 10.6%，2007 年度 21.1%）の順となっている。2007 年度の特徴として、「まったく注意を払っていない」が 0% という結果となっている。

2007 年度の回答者のコメントとして、「格付符号自体は運行指標ととらえている為、アウトルックなど方向性をより重視している」、「アウトルックは、格付けの変更に踏み切れない（責任を取れない）アナリストの言い訳（保険）でしかないと考えています」、「格付はウォッチの方が重要です」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	0.0
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	0.0	1.3	2.6	0.0

[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	0.0	2.0	2.0	2.0	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	0.0	10.0	6.1	3.0
不適切	0.0	0.0	2.0	2.0	0.0

[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 非常に適切	2.4	3.5	3.4	3.5	1.7
4 おおむね適切	72.6	82.4	72.4	73.3	66.7
3 どちらともいえない	20.2	12.9	21.8	22.1	28.3
2 やや不適切	3.6	1.2	1.1	1.2	3.3
1 不適切	1.2	0.0	1.1	0.0	0.0

(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。格付会社は、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。しかし、格付会社ごとに記号の表記法が異なり、同じ記号の BBB でも格付会社により債券デフォルト率が異なる場合があり、投資家の誤解を招く恐れがある。アンケート調査では、「おおむね適切」が最も多く、日系の R&I が 2004 年度・2005 年度・2007 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%，2007 年度：82.4%）。しかし、「どちらともいえない」は R&I を除く各格付会社に対して 20% を超える回答率がある。また、「非常に適切」が各格付会社とも数% の回答率しかなく、格付けの定義・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ことが窺える。

2007 年度の回答者のコメントとして、「発行体格付けは問題ないと考える。ストラクチャード・ファイナンス部門で MDY と S&P は若干の懸念がある」、「MDY, S&P, Fitch 各社については発行体が居住者か否かで評価が異なります」、「外資は格付体系が複雑。特に銀行などでは、発行体の格付なのか、どの債券に格付を付与し、どの債券に付与されていないのか読み取るのが極めて困難」などがあつた。

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

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
使える	77.4	92.9	88.8	90.8	75.4
使えない	11.9	3.6	4.5	3.4	4.9
良くわからない	10.7	3.6	6.8	5.7	19.7

(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。2007 年度の特徴として JCR の回答率 (77.4%) が他の各付会社に比べてかなり落ちていることである。また、JCR に対する「使えない」「良くわからない」の回答率の合計が 20% を超えているということは、JCR の信用リスク情報は一部の投資家からは信用されていないことが窺える。

2007 年度の回答者のコメントとして「不信感はあるが実際、使っている」、「規制上、使わざるを得ない」、「使えるが、変更などタイムリーではなく、あくまでも参考情報や、他銘柄との比較感などとして」、「リスク判断の材料の一部として使用できる」、「証券化商品 (CDO 等) に対する格付け情報が市場実態を反映しないものとなっている」などがあつた。

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	0.0	1.2	0.0	0.0	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	0.0	1.3	2.0

[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に適切	0.0	2.0	0.0	4.1	0.0
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	0.0	0.0	2.0	0.0

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 非常に適切	3.7	7.2	4.7	2.4	1.7
4 おおむね適切	47.6	65.1	53.5	54.8	48.3
3 どちらともいえない	39.0	24.1	34.9	34.5	45.0
2 やや不適切	8.5	3.6	4.7	7.1	3.3
1 不適切	1.2	0.0	2.3	1.2	1.7

(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%、2007 年度で 65.1% の回答率で「おおむね適切」という結果となった。R&I の格付けは投資家から高い信頼性をもたれていることがわかる。しかし、ここ十数年の低金利にもかかわらず「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、市場利回りとの関係について必ずしも投資家は格付会社の情報を全面的に信頼しているわけではないと思われる。2007 年度においても各格付会社に対する「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。

2007 年度の回答者のコメントとして、「不適切なものも見られる。しかし、これはマーケットの利回りが間違っている場合もあるので一概には言えない」、「SP のワイドニングに格付が後追いしている」、「マーケットと格付のどちらを主語にするかで意味が変わってくる。マーケットがオーバーシュートする場合もあるし、格付が置き去りにされているケースもありうる」、「格付けは、市場利回りに対して遅行すると考えています。しかし、格付けと市場利回りは、それぞれ求められる役割が異なるので、「遅行するから不適切」とは言えません」、「MDY の政府関係機関、地方公共団体の格付けは意味不明」、「一般債のスプレッドは、ベース金利の水準や動向、需給、他資産の状況等、格付とは無関係の要因（ヘッドラインも含め）にも大きく左右されうるため、どちらとも言えません」、「セクターにより差異がある」、「格付けは市場利回りとは独立したものです」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	0.0
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	0.0

[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	0.0

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 非常に適切	1.2	6.1	3.6	3.7	4.8
4 おおむね適切	44.4	46.3	47.6	50.0	38.1
3 どちらともいえない	44.4	45.1	46.4	43.9	54.0
2 やや不適切	7.4	2.4	1.2	1.2	1.6
1 不適切	2.5	0.0	1.2	1.2	1.6

(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。2007 年度は、2004 年度・2005 年度と比較して、全体的に「どちらともいえない」の回答率が増加していることである。どの格付会社も「どちらともいえない」の回答率が 50% 弱（Fitch は 54%）となっており、非常に問題であると思われる。それと同時に「おおむね適切」が減少している。これらの事情はサブプライム問題と関連しているのかどうか詳しい調査が必要であると思われる。また、「非常に適切」に対する回答率が各格付会社に対しても数%という結果となり、2007 年度のアンケート調査においても投資家の格付会社に対する厳しい評価が窺える。

2007 年度の回答者のコメントとして、「証券化商品において不適切」「有意な統計がなく検証不可能」「デフォルト率そのものに疑問あり」「Q10 に同じ。CDO については不適切」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	0.0	1.2	0.0	1.3	0.0
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	0.0	2.0	2.0	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

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 非常にタイムリー	1.2	1.1	3.4	1.1	1.6
4 おおむねタイムリー	30.6	36.8	33.7	36.8	29.7
3 どちらともいえない	43.5	40.2	33.7	34.5	45.3
2 ややタイムリーでない	16.5	13.8	21.3	19.5	15.6
1 タイムリーでない	8.2	8.0	7.9	8.0	7.8

(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 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」の比率が高く、2007 年度調査では、R&I と S&P の比率が高いという結果となった。2007 年度調査では、全体的に「どちらともいえない」の比率の上昇が明らかとなり、「タイムリーでない」の比率も 2005 年度と比べて上昇しており、2004 年度並みとなっている。サブプライム問題の影響からこのような結果となったのか更に詳しい調査が必要であろう。

2007 年度の回答者のコメントとして、「上方硬直性がある」、「格上げは極めて遅く、格下げは遅いうえに数段階に分けて（小出しに）何回も、という傾向があるように思われます」などがあつた。

Q14. 格付会社の調査レポート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	1.3	2.5	1.3	5.3	0.0
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	0.0	8.9
低い	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

[2005 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
非常に優れている	0.0	4.2	4.3	6.7	0.0
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	0.0	2.2	2.2	3.7
低い	2.2	2.1	0.0	2.2	0.0

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
5 非常に優れている	1.3	4.9	4.8	1.2	3.4
4 おおむね優れている	53.2	63.0	62.7	64.2	56.9
3 どちらともいえない	40.3	28.4	28.9	28.4	34.5
2 やや低い	2.6	2.5	2.4	3.7	5.2
1 低い	2.6	1.2	1.2	2.5	0.0

(概説)

問 Q14 は、格付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。2007 年度は、R&I と S&P が「おおむね優れている」が最も多かった (R&I 63.0% S&P 64.2%)。JCR は 2004 年度・2005 年度と「やや低い」と感じている投資家が 10% 前後いたが、2007 年度は 2.6% と改善の方向に向かっている。2007 年度においても「非常に優れている」と格付会社の評価レポートを評価している投資家はすべての格付会社に対して数% しかおらず、厳しい評価となっている。

2007 年度の回答者のコメントとして、「特に欧州関連の Fitch のレポートはよいものが多い」、「アナリスト分析のほうの詳細で優れていると思う」、「符号重視の為、レポートは簡潔すぎる。格付理由が不明確なケースが多い。だからこそ、

証券会社などセルサイドアナリストの情報発信ニーズが生じる」,「調査した事象を並べるだけで,アナリストの意見(考え方)や先見性に欠けるレポートが多く,役に立ちません」などがあつた。

Q15. 格付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	0.0

[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	0.0

[2007 年度]

5 非常に有益である	26.1
4 おおむね有益である	69.6
3 どちらともいえない	4.3
2 あまり役に立たない	0.0
1 役に立たない	0.0

(概説)

問 Q15 は, 格付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・2007 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), 0.0% (2007 年度) という結果となり格付会社の必要性が覗える。ただし, 本設問において有益という意味の定義が曖昧なため, どのような点で投資家にとって有益であるかどうかはわからないため今後の詳しい調査が期待される。

Q16. 格付け情報は今後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	0.0

[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	0.0
必要でない	0.0

[2007 年度]

5 是非とも必要である	34.4
4 必要である	63.4
3 どちらともいえない	2.2
2 あまり必要でない	0.0
1 必要でない	0.0

(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・2007 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る結果となった。「あまり必要でない」、「必要でない」を合わせても 2.3% (2004 年度), 0.0% (2005 年度), 0.0% (2007 年度) となり、格付け情報が必要でないと感じている投資家はほとんどいないという結果となった。

2007 年度の回答者のコメントとして、「当局の規制のベースとなっており、規制の変更が無ければ必要」があった。

Q17. どの格付会社が「正しい格付け」を行っているかの判断根拠は何であると思いますか。（％）

[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

[2007 年度]

格付けと市場利回りの適切な関係	21.1
格付けと累積デフォルト率の適切な関係	32.4
格付けの適切な変更	30.3
格付けレポートの適切な表現	16.2

(概説)

問 Q17 は、格付会社が「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。2007 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」(32.4%)、2. 「格付けの適切な変更」(30.3%)、3. 「格付けと市場利回りの適切な関係」(21.1%)、4. 「格付けレポートの適切な表現」(16.2%) となった。ここで「格付けと市場利回りの適切な関係」が 2007 年度においても上位でないのは、ここ十数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利回りに対して重要視していなかったためであると思われる。今後金利が上昇傾向にある場合には、異なる調査結果となることが予想される。

2007 年度の回答者のコメントとして、「企業間の序列」、「そもそも「正しい」格付けは存在しないと考えます。「妥当な」格付け判断根拠を示しました」、「格付は意見に過ぎず、「正しい格付け」というものは存在しない」などがあつた。

Q18. 格付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	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

[2007 年度]

	JCR	R&I	MDY	S&P	Fitch
投資家	12.8	13.8	15.6	14.8	15.6
起債者	17.4	6.9	11.1	9.1	9.4
金融機関	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投資家と起債者の両方	31.4	40.2	30.0	34.1	29.7
格付会社自身	15.1	11.5	16.7	14.8	17.2
明確でない	23.3	27.6	26.7	27.3	28.1

(概説)

問 Q18 は、投資家は格付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。2004 年度・2005 年度では「格付会社自身」に対する回答率は、日系の格付会社よりも欧米系の格付会社の方が高くなっていたが、2007 年度は欧米系の格付会社比率が減少している。2004 年度・2005 年度・2007 年度ともに「明確でない」と感じている投資家が約 2 割以上いるという結果となった。

2007 年度の回答者のコメントとして、「起債者から料金をもらう以上、起債者の要望を全く無視するのは無理だと思う」があった。

Q19. 「指定格付機関制度」についてお伺いします.

(参考) 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

[2007 年度]

- (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)(%)

現行のままでよい	41.8
現行の制度を緩和する必要がある	11.0
現行の制度を強化する必要がある	13.2
現行の制度を廃止すべきである	1.1
指定から登録に変更すべきである	6.6
わからない	26.4

(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。2004年度・2005年度では「現行のままでよい」が約半数を占めていたが(2004年度:55.3%, 2005年度:66.0%), 2007年度では41.8%と減少する結果となった。一方、「現行の制度を緩和する必要がある」は11.0%、「制度を強化する必要がある」は13.2%と上昇している。しかし、規制緩和と規制強化という相反し

た意見の比率が上昇しているということは、投資家によって「指定格付機関制度」に対する捉え方がかなり異なっていることがわかる。

2007年度の回答者のコメントとして、「新規格付機関によるレーティングによって、市場の混乱を招く恐れがあるため」、「格付会社の競争を促進させる事ができればよいと思いますが、格付会社の数の増加と経営成立との両立は難しいか?」、「現行のような「格付会社」の地位が市場にこれ以上増えてもかえって混乱をまねくと思う。市場の意見は、市井のアナリストから十分多様に発信されている」、「制度緩和により、既存格付機関に危機感を持たせるにも必要。ただし、格付機関の増加には慎重な姿勢が必要」、「認定も登録も不要」などがあった。

- (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	39.8
指定条件をもっと強化すべきである	12.9
指定条件をもっと簡素化(少なく)すべきである	4.3
指定理由を公表すべきである	25.8
わからない	17.2

(参考) アメリカでは公募市場で格付けを行う場合、NRSRO 制度に基づいて SEC (証券取引委員会) の認定 (ノーアクション・レター) を取得することが必要です。しかし、エンロン、ワールドコム事件などに対して格付会社が必ずしも適切に対応できなかったため、NRSRO 制度の見直しが行われています。日本では、行政などの定める目的に格付けを利用する場合は金融庁が指定する格付会社 (指定格付機関制度) の格付けのみが有効とされていますが、どのような格付会社が指定機関になれるか等についての基準は必ずしも明確ではありません。

(概説)

2007年度のアンケート調査結果は、「現行のままでよい」の39.8%、「指定理由を公表すべきである」の25.8%、「指定条件をもっと強化すべきである」の12.9%の順となった。格付会社の役割として公平な評価を行なう必要性から、ある程度の公的機関の指定と情報公開は当然であると思われる。また、「わからない」

が17.2%もあり、広く周知していないのではないかと考えられる。

2007年度の回答者のコメントとして、「但しなかなか公正な評価を行うのは難しいと思う」、「格付は資本市場のインフラとしての機能を有しているから、具体的な理由を明示すべき」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

[2007年度]

全て依頼にもとづいて格付けすべきである		17.8
格付会社の自由にまかせるべきである		54.4
その場合	依頼のない格付けをわかるようにする	93.9
	区別する必要はない	6.1
依頼がなくても格付けすべきである		27.8
その場合	依頼のない格付けをわかるようにする	88.0
	区別する必要はない	12.0

(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2007年度は17.8%であった。「格付会社の自由にまかせるべきである」と「依頼がなくて

も格付けすべきである」を合わせると、2007年度では8割以上、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。どちらにしても投資家は第3者の立場からの投資情報の必要性を感じていることが窺える。ただし、モラル・ハザードなどの問題が起こる可能性も無視できないので、「依頼のない」場合と「依頼のある」場合とを明確に区別する必要があると思われる。2007年度の回答者のコメントとして、「格付は一つの意見」があった。

Q21. 「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が、どのようにお考えですか。（％）

現行通り「認めない」ことでよい	29.7
非依頼格付けを「認める」べきである	49.5
どちらでもよい	12.1
わからない	8.8

（概説）

問 Q21 は、新 BIS 規制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。「非依頼格付けを「認める」べきである」の 49.5%、「現行通り「認めない」ことでよい」の 29.7%の順となった。発行体の Q24 でも同じ質問がなされているが、「非依頼格付けを「認める」べきである」が 12.4%と最も低い結果となっている（発行体 Q24 を）。投資家と発行体では、非依頼格付けに対して完全に意見がわかれる結果となった。

2007年度の回答者のコメントとして、「非依頼か依頼課の差は、インサイダー情報ということになる。インサイダー情報のあるなしで、それほど大きなノッチングが出来るのは、トランスペアレンシーの考えからおかしい」、「金融法の施行によりプロ・アマがきっちり分かれた今、アマ向けに起債するのであれば、格付けの取得に圧力をかけてもよいのではと思われる」、「資本市場のインフラとして

は必要なので、依頼と非依頼の区別が出来れば良いと思う」、「認めない理由が不明確」、「依頼か勝手を明示することが条件」などがあつた。

- (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	46.2
区分数を増やすべきである	20.0
格付会社の格付けと同じ区分を使うべきである	23.4
わからない	17.1

(概説)

格付けのランク区分に関して、「現行の5区分でよい」が46.2%、「格付会社の格付けと同じ区分を使うべきである」が23.4%という結果となった。区分数に関して最適化することは難しく、投資家の判断に委ねられるのではないかとと思われる。

2007年度の回答者のコメントとして、「デフォルト率と関係づけるためには、今の5区分ぐらいが限界だと思う」、「例えば「AAA」と「AA-」では3ノッチ異なるが、科目によってはリスクウェイトが同じ評価となる。+-や1～3まで細分化する必要はないがせめて格付の違いごとには区分すべきである」、「私企業の銀行の自己資本が単なる格付機関の判断に大きく影響を受ける制度そのものが大問題。格付機関そのものも営利追求型の私企業に過ぎない」、「標準的手法での区分であり、より精緻に信用リスクを区分したければ、内部格付手法を採用すれば良いと考える」、「資金の出し手の選好が、よりなだらかに変化する方が望ましいと考えるから」などがあつた。

Q22. 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	3.8
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	13.1
格付け手法の公表は現状程度でよい	0.0
格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである	34.4
格付け手法が不透明であり、すべて公表すべきである	10.6
アナリストの質が低下している	7.5
アナリストのモラルが低下している	11.3

（概説）

問 Q22 は、アメリカのサブプライムローン問題に関する調査である。「格付け手法が不透明であり、もっと公表すべきである」と「格付け手法が不透明であり、すべて公表すべきである」を合わせると 4 割を超える割合となった。「格付け手法の公表は現状程度でよい」は 0% である。ストラクチャード・ファイナンスに対する格付けは非常に難しく、従来の格付け手法を適用し、金融工学的なアプローチを行なうことは注意しなければならない。特に、潜在的なリスクを捉え、それを格付けに反映させることは非常に困難であると考えられる。また、「アナリストの質が低下している」「アナリストのモラルが低下している」を合わせると 2 割弱の割合であり、投資家の格付会社のアナリストに対する不信感も垣間見える結果となった。

2007 年度の回答者のコメントとして、「過去のデータの蓄積が充分ではない商品であったため、結果的に誤った格付けとなってしまった点はある程度やむを得ないが、SF 格付けは証券会社（格付けの依頼者）の以降が強く反映されていることによる失敗ケースもあるように思う。ややビジネス優先であった点は反省すべき」、「格付会社といえども、間違いはありえるので、手法を公表して、投資家の自己責任を徹底する方が望ましいと思う」、「格付け手法の見直しが必要」、「問題は格付を盲信した投資家の側にあり、今日の問題を契機に発行体は、格付機関、投資家の緊張関係が高まる事を期待したい」、「コーポレートファイナンスに対する格付けと同質でないことを強く強調すべきだった」、「格付会社の経営者のモラルが一番重要。個別証券化商品だけでなく、マクロ的なアプローチも比重を増やすべき」、「事態の後追いとなっており先見性が発揮されていない」、「通常の格付と異なる格付であることを当初からもっと明示すべきであった」、「証券化商品の

格付はモデルに則って行われており、このモデルに欠陥があった。批判されるべきは、格付機関の品質の低さである」、「もともと民間企業の意見にすぎないので、それ以外のことを望むのは筋違い」、「リスクをある程度直感的にとらえなければ、実質的にリスクを把握したことにはならない。その意味で、証券化の格付は、対象資産の分散の程度や、想定しているデフォルト率について、分かりやすい開示が必要だと思う」、などがあった。

Q23. 「地方債」の格付けに関してお伺いします。地方債の格付けの必要性について、どのようにお考えですか。（％）

5	是非とも必要である	38.7
4	おおむね必要である	43.0
3	どちらともいえない	12.9
2	やや不必要である	1.1
1	不必要である	4.3

問 Q23 は、地方債の格付けに関する調査である。「是非とも必要である」と「おおむね必要である」を合わせると 8 割を超える割合となり、投資家は地方債の格付けを必要としていることがわかる。近年では自治体の破綻も現実には有り得るので、投資家が地方債の格付けを求めることは当然のことと考えられる。

2007 年度の回答者のコメントとして、「現状の制度では、地方債の元利金受取の遅延はあるものの、地公体のデフォルトは考えにくい」と、「地方債の運用等を行う予定はない」、「暗黙の国の保証がある為」、「現行の制度では、国の信用補完がみこめるので、あまり必要ないと思うが、財務面に限った評価は参考になると思う」、「国内投資家にとって、リスクウェイトが国債と同じであれば不必要。事業債格付と同一の基準で格付を行うのであれば、あっても良い」、「狭い範囲であるとはいえ、各国債間に信用リスク差は存在していると考えられる為」、「元データの信頼性が低いため、格付自体はあまり参考にならない」などがあった。

Q24. 格付会社、格付け制度などに対するご要望、ご意見などありましたらご記入ください。

回答省略