



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

格付格差の現状と背景：

依頼格付と非依頼格付、レーティング・スプリット

下田尚人*

naoto.shimoda@boj.or.jp

河合祐子*

yuuko.kawai@boj.or.jp

No.07-J-3
2007年3月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

* 日本銀行金融市場局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

格付格差の現状と背景：

依頼格付と非依頼格付、レーティング・スプリット*

下田尚人[†] 河合祐子[‡]

2007年3月

【要 旨】

格付は、クレジット市場における基本的な情報インフラとして欠くことのできない役割を担うようになってきている。格付の対象は、中央政府から政府系機関、地方公共団体、事業会社、金融機関、さらには個々の証券化商品など極めて多岐に亘る。利用者にとっては、債券等（あるいはその発行体）の信用力、すなわち約定通りタイムリーに債務を履行する能力が簡潔な符号によりランク付けされていることから、分かり易く、また使い勝手の良いものであるが、投資判断等に利用するにあたっては、格付機関の基準や方針、特徴をよく理解しておく必要がある。

本稿では、わが国の企業格付（一般事業会社およびノンバンク。金融機関を除く）に焦点を絞って、格付利用上の留意点の一つとされている「格付格差」の問題、すなわち①依頼格付と非依頼格付間の格差と、②格付機関間の格差（レーティング・スプリット）について、現状と背景等を整理した。いずれも定性的な形では指摘されてきた問題であるが、本稿ではなるべく定量的、客観的に分析結果を提示することに重点を置いた。分析にあたっては個々の格付機関のデータを用いているが、あくまでも「格差」に着目したものであり、どちらが妥当かを示すものではない点に留意が必要である。

非依頼格付と依頼格付の格差については、両者の区別を開示している S&P と R&I の格付を用い、いくつかの前提を置いて試算したところ、一般的に言われているように非依頼格付が依頼格付に比べやや低めとなる傾向が窺われた。もっとも、その差は1ノッチ未満であるほか、時系列的にみても近年は格差が縮小してきている。格差の背景としては、格付機関が入手できる情報量の多寡や、債務者による格付の選別といった様々な要因が考えられるが、企業の情報開示が進んだことなどから、依頼格付と非依頼格付の差が縮小して

* 本稿の作成に当たっては、多くの市場関係者や格付機関の方々から有益なコメントを頂戴した。特に、格付投資情報センター、日本格付研究所、Standard & Poor's、Moody's、FitchRatings のの方々からは、データの提供を含め多大なるご協力を頂いた。また、香月康伸氏（みずほ証券）、阿竹敬之氏（日興シティグループ証券）、鈴木茂央氏（同）から、暫定稿に対する建設的なコメントを頂戴した。この場を借りて深く感謝の意を表したい。本稿中にあり得る誤りは、すべて筆者の責任である。また、本稿の内容や意見は、筆者個人に帰属するものであり、日本銀行および金融市場局の公式見解を示すものではない。

† 日本銀行金融市場局（E-mail: naoto.shimoda@boj.or.jp）

‡ 日本銀行金融市場局（E-mail: yuuko.kawai@boj.or.jp）

いるとの指摘もあり、今回の分析結果はそうした見方と整合的なものとなった。投資家による格付利用の実態等をも、両者をあまり区別しないケースがどちらかと言えば多いように見受けられる。しかし、発行体を中心に、非依頼格付の妥当性に対する懸念も根強いことなどから、引き続き依頼格付との格差については、様々な角度から分析していくことが必要である。

格付機関間の格差については、同一企業に対する格付が最も高めとなる格付機関と、低めとなる格付機関との間で平均3ノッチ程度の格差が認められた。このことは、同じ格付符号の表す信用力（格付スケール）が格付機関によって異なることを意味している可能性があり、投資家も格付利用上、格差の存在を考慮するケースが多いように見受けられる。この点は、最終的には格付別の実績デフォルト率によって検証されると考えられるが、現状で入手可能なデータによれば、格付機関間での格付スケールの違いは一定範囲に収まっているように窺われた。もっとも、わが国においては、実績デフォルト率に関するデータ量やサンプル期間の制約が大きいことから、この点についても引き続き分析が必要である。

キーワード：格付、非依頼格付、レーティング・スプリット、信用リスク、実績デフォルト率、ディスクロージャー、バーゼルⅡ

JEL 分類番号：G10, G11, G18, G20

1. はじめに

格付機関が付与する格付は、クレジット商品の投資判断やリスク管理のツールとして、投資家の間では既に定着した感がある。本年以降、金融機関に適用される国際的な自己資本比率規制（バーゼル銀行監督委員会によるいわゆるバーゼルⅡ）でも信用リスクの計算に格付の利用を認めるなど、規制・監督分野での活用範囲も広がっている¹。

格付に関しては様々な論点があるが²、本稿では2つの「格付格差」、すなわち依頼格付／非依頼格付間の格差と、格付機関間の格差（レーティング・スプリット）の現状と背景等について、格付データの分析や、投資家・発行体・格付機関へのヒアリング、先行研究等を踏まえて整理した。

本稿では格付機関として、格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）の日系2社と、Standard & Poor's（S&P）、Moody's、FitchRatings（Fitch）の外資系3社の合計5社を採り上げ、データの提供などの協力を得た。なお、Fitchは日本における企業格付の歴史が浅く、対象企業も少ないため、データ分析の対象からは除いている。

2. 非依頼格付

2.1. 非依頼格付とは

非依頼格付とは、発行体の依頼に基づかずに格付機関が付与した格付である。「依頼」の厳密な定義については様々な議論があるが、一般的には非依頼格付という場合、格付機関と発行体との間に手数料の受払や契約関係がないものを指す場合が多いようである。なお、非依頼格付の定義は格付機関毎にも異なるため、本稿の格付分析にあたっては、各社が付与している図表1の格付を非依頼格付として扱うこととする。

¹ 証券会社の自己資本規制比率の枠組みには従来から格付が用いられているほか、預金等受入金融機関の金融検査マニュアルでも格付が優良担保の一つの基準となっている。

² 本稿で採り上げたもの以外では、例えば格付機関への規制・監督のあり方も論点の一つとして挙げられる。因みに米国では、格付機関に関する新たな改革法案が成立し（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）、格付機関同士の競争促進（公認格付会社（NRSRO）の制度を認可制から登録制に移行）や、NRSROに対するSECの監督権限の明確化等が盛り込まれた。

(図表 1) 非依頼格付として扱う各社の格付（定義は各社の公表資料から抜粋）

R & I	主に一般に開示している公開情報に基づく格付け（op 格付け）
J C R	対象先の依頼がない格付け（p 格付け）
S & P	S&P が自主的に付与した格付け
Moody's	a)当該発行体に対して初めて付与されたものであり、かつ b)当該発行体からの依頼に基づくものではなく、Moody's の判断により付与した格付け ³
F i t c h	格付付与に関する契約が存在しない格付（Fitch-initiated）

非依頼格付は、グローバルにみると Moody's が 1991 年から幅広く付与を始め⁴、格付機関同士の競争が激化する中で他社もこれに追随した。日本でも同じ頃から特に Moody's と S&P が日本企業に対する非依頼格付数を増加させた。

現在も、日本企業に対する非依頼格付は外資系格付機関によるものが多い。図表 2 では 06/8 月末時点の格付状況（一般事業会社とノンバンク）を示したが、日系格付機関による非依頼格付はごく僅かである一方、S&P では全体の約 7 割が非依頼格付となっている⁵。Moody's と Fitch では、依頼／非依頼の区別を公表していない⁶ため内訳は不明であるが、両社の格付にも相当数の非依頼格付が含まれているとされている。

なお、非依頼格付であるかどうかは、日系格付の場合は格付符号に併記（p 表示、op 表示）されているが、S&P は格付レポートの注記事項⁷の形で開示している。また、Moody's や Fitch は、依頼／非依頼の区別は開示していないが、「発行体が格付プロセ

³ Moody's では、当該発行体に初めて格付を付与する時のみ依頼／非依頼を区別しており、その後は両者の区別を行っていない。

⁴ 1900 年代初めに米国で格付機関が発足した当初は、格付は全て非依頼格付であり、格付機関は情報提供（出版物等）の対価として格付利用者から収入を得ていた。もっとも、コピー機の普及等を背景に、格付情報が他の利用者にも無断で配布されるといった動きが広がったこと、また発行体サイドにも格付を通じて高い信用力をアピールしたいというニーズが強まってきたことなどを背景に、1970 年代に発行体から手数料を得られる依頼格付に大きくシフトしたと言われている（White [2001]、Hill [2005]）。

⁵ S&P は、2007 年 1 月 9 日のニュース・リリースで、日本の事業会社 108 社、金融機関 1 社に付与していた非依頼格付を同日付で取り下げると発表した。これにより、図表 2 で示した S&P の格付数は、現在では依頼／非依頼でほぼ同数となっている。

⁶ Moody's と Fitch は、当該企業に初めて格付を付与する時だけ依頼／非依頼の区別を公表し、その後は非公表の扱いとしている。

⁷ 格付レポートの注記事項として、「この格付けはスタンダード&プアーズが自主的に付与したもの」と記載されている。

スに参画するかどうかにより重要」との考え方から、参加／不参加の区別を開示している。

(図表 2) 06/8 月末の格付状況 (一般事業会社、ノンバンク)

	R&I	JCR	S&P	Moody's	Fitch
格付対象社数	479	466	252	175	74
うち依頼格付	479	426	74	n.a.	n.a.
うち非依頼格付	0	40	178	n.a.	n.a.
依頼／非依頼の区別	公表	公表	公表	非公表 ⁶	非公表 ⁶
公表の方法	op 表示	p 表示	注記に記載	—	—
発行体の参加／不参加	非公表	非公表	非公表	公表	公表

(出所) 各社公表資料

2.2. 非依頼格付に対する批判的な見方

非依頼格付に対しては、格付機関が対象先を拡大した 90 年代に、発行体を中心に内外で批判的な見方が強まった。当時よくみられた指摘は、①格付機関は非依頼格付を敢えて低く付けることで、発行体を依頼格付に誘導しようとしているのではないか、②非依頼格付は企業から十分な情報提供を受けておらず、実態より評価が低くなっているのではないかなど、格付水準の信憑性に関するものが多い⁸。

米国では、そうした見方がより先鋭化した事例として、コロラド州の Jefferson County School District (JCS D) が Moody's を提訴したケースがある。JCS D は、Moody's から不当に低い非依頼格付を付けられて債券 (1993 年発行) の販売が困難になったとして、損害賠償を求めて提訴したが、この裁判では「格付は債券市場における重要な関心事であり、また Moody's の格付は当社の主観的な意見であるため、それを表明することは憲法上の権利として認められる」として JCS D が敗訴している。

日本では米国のような訴訟事例はないが、例えば国際金融情報センター (JCIF) が行ったアンケートの 1998 年と 2002 年の結果 (図表 3) をみても、非依頼格付に批判的な意見があることがわかる。近年はこうしたアンケートは行われていないが、現在で

⁸ 非依頼格付に対しては、この他にも、「信用力に影響するイベントが発生した時の対応 (格付変更等) が依頼格付に比べて遅いことがある」、「債券の償還前に格付機関の都合で格付が消滅することがある」といった指摘もあるが、本稿では最も重要と思われる依頼格付との水準の違いに絞って分析を行っている。

も、発行体からは「非依頼格付が格付機関による営業戦略かどうかは断定し難いが、その評価は不当に低いと感じる」といった声が根強く聞かれる。

(図表 3) JCIF によるアンケート結果

質問:「勝手格付け」についてはどの意見に賛同しますか? 該当するものを全て選んでください。

	1998 年	2002 年
投資家のニーズがあれば、「勝手格付け」が行われるのは構わない。	13.1%	15.6%
「勝手格付け」が行われるのはやむをえないが、格付会社は格付けの公表の際、「勝手格付け」と「依頼格付け」とを区別して明示すべきである。	60.4%	55.6%
「勝手格付け」が行われるのはやむをえないが、格付会社は格付けの根拠をもっと詳細に公表すべきである。	62.5%	62.6%
「勝手格付け」は、格付会社が格付け依頼を獲得するための営業戦略として使われており、格付け自体の信憑性に問題がある。	29.8%	21.7%
その他	—	3.4%

(注) アンケート対象は主要金融機関や主要事業会社等。有効回答者数は 1998 年 144 社、2002 年 115 社 (内訳は不明)。結果の数値 (%) は有効回答全体のうち「該当する」と答えた回答者の割合 (複数回答可)。

(出所) 「主要格付会社の特徴と評価 (2003 年版)」

2.3. 非依頼格付を巡る格付機関の考え方

格付機関自身も、かつては「情報量や格付プロセスが違うため、依頼格付と非依頼格付ではクオリティが異なる」との認識を示す先があったが、近年はこうした認識を変更する動きが目立っている。JCR、S&P、Fitch では、企業の情報開示の進展に加え、非依頼格付でも企業に対するインタビューや意見交換を行うようになっているため、両者のクオリティにほとんど違いがなくなっているとして、非依頼格付の取扱いについて以下のような変更を行っている⁹。因みに Moody's は、公表している格付は全て十分な情

⁹ 例えば S&P では、2000 年 11 月に非依頼格付の格付を細分化 (+ や - を付与) するにあたり、「分析手法の拡充と、最近の事業会社による情報開示の向上により、pi 格付け (非依頼格付に対する当時の S&P の呼称) をさらに精緻化する環境が整った」とし、「精緻化された pi 格付けは、それが依頼に基づく格付けになったとしても 1 ノッチ以内の差異しか生じない可能性が極めて高い」と発表している (2000 年 11 月 15 日、ニュース・リリース)。

報に基づいており、手数料の有無に拘らずクオリティに差異はない、との見解をかねてより表明している。

(図表 4) 非依頼格付に関する方針変更

	実施時期	内 容
S&P	2000年11月	非依頼格付にも依頼格付と同様に+や-を付して公表(それまではAAA、AA等の符号のみ公表)。
JCR	2002年8月	非依頼格付にも依頼格付と同様に+や-を付して公表(それまではAAA、AA等の符号のみ公表)。
S&P	2003年10月	非依頼格付のステータスを pi 記号で明示するのを止め、格付レポートの注記事項に止める扱いに変更。
Fitch	2005年6月	非依頼格付のステータスの公表を、当該発行体に対する初回格付時に限定し、その後は非公表とする扱いに変更。

(出所) 各社公表資料

この他、特に外資系格付機関は、非依頼格付の存在意義として、①投資家が利用できる格付情報の拡大¹⁰、②発行体によるいわゆるレーティング・ショッピング¹¹への牽制効果、③格付機関の競争促進、といった点も指摘している。

2.4. 投資家の見方と利用実態

また、最近では投資家サイドからも、「非依頼格付は有用」との声が少なからず聞かれる。発行体には、自ら期待するより低い格付(依頼格付)を取り下げる¹²などレーティング・ショッピングへの誘因が働き易いが、投資家の立場からすれば、そうした発行体の意向によらない、バランスのとれた格付体系が継続的に提示されていることが望ましい。このため、クオリティに大きな問題がない限り、非依頼格付は投資家にとって有用、という考え方である。また、依頼格付については、「発行企業から費用を受け取り

¹⁰ 例えば、企業の中には、格付手数料の支払いや、格付を付けられること自体に後向きな先もあるが、こうした先にも非依頼であれば評価が可能である。

¹¹ 発行体が、自ら期待した通り(またはそれ以上)の格付だけに手数料を支払って、依頼格付として公表する一方、期待より低い格付は非公表としたり、依頼を取り下げをいう。

¹² なお、債券残高が残っている限り、一旦付与した依頼格付は原則として取り下げないとするルールを設けている格付機関もある。

ながら中立的格付評価ができるのかどうか」(島[2006])という利益相反の問題を指摘する向きもある。

投資家による最近の利用実態をみると、依頼／非依頼が公表されている S&P の格付についても、これを区別して使っているケースは少ないように見受けられる。非依頼格付のクオリティについても、近年は企業の情報開示が充実しているため、依頼格付と大きな差はない、との見方も少なくないようである^{13,14}。

そこで次節では、非依頼格付と依頼格付との間に、実際にどの程度の格差があるか(依頼／非依頼格差)をみることにする。

2.5. 依頼格付と非依頼格付の格差の現状

「依頼格付と非依頼格付の格差」は、本来、同一企業に対する同一格付機関の格付の比較(ある企業に格付機関が非依頼格付を付与している場合に、それが依頼格付であったならばどの程度違いがあるか)によるべきであるが、実際にそうした比較ができる事例は極めて稀である¹⁵。このため、本稿では、同一企業に対する 2 つの格付機関の格付(一方が依頼格付、もう一方が非依頼格付)を比較することによって、格差を推定することとする。具体的な方法は以下のとおりである。

- ① 依頼／非依頼格付の区別を公表したうえで、非依頼格付を比較的幅広く付与している S&P の非依頼格付¹⁶と、同様に両者の区別を公表したうえで、依頼格付を最も多く付与している R&I の依頼格付を比較対象とする。
- ② まず、S&P の非依頼格付と R&I の依頼格付のノッチ差を計算する (A)^{17,18}。因み

¹³ 投資家が非依頼格付を使う理由としては、上記の他にも、「依頼／非依頼の格差は、アナリストや格付機関による評価の違いに比べれば遥かに小さく、コストをかけて区別する必要性を感じない」、「非依頼格付は依頼格付よりやや低めだが、リスク管理の観点からはむしろ保守的なため、排除する必要はない」、「少数の依頼格付だけをみるより、非依頼格付も併せて使ったほうが情報量が多い」、といった声が聞かれる。

¹⁴ 但し、わが国のバーゼルⅡ対応においては、非依頼格付の利用が認められないため、今後はこれを受けて投資家の利用形態が変化する可能性はある。

¹⁵ 例えば、非依頼格付が依頼格付に変更になった企業について、変更前後の格付を比較するといったことは可能であるが、サンプルは限られたものとなる。

¹⁶ S&P は 03/10 月以降、依頼／非依頼の符号表記を取り止めていることから、この期間は格付レポートの注記事項をみて両者の区別を行った。なお、本稿執筆時点では、S&P は格付レポートを無料サイトに掲載しているが、無料サイトへの掲載期間は限られているため、過去に遡って区別するためには有料サイトを利用する必要がある。

¹⁷ ある企業が同じ格付機関から複数の格付(例えば発行体格付と債券格付)を取得している場合には、そのうち最も低い格付を使ってノッチ差を計算した。また、同じ格付機関から発行体格付と債券格付を両方取得している場合、発行体格付が依頼なら債券格付も依頼、

に、Aには依頼／非依頼格差のほか、S&PとR&Iの格付手法の違いなどに基づく格差（レーティング・スプリット、3章にて詳述）が含まれるため、Aそのものを依頼／非依頼格差とみるのは適当ではない。

- ③ 次にS&Pの依頼格付とR&Iの依頼格付のノッチ差を計算する（B）。Bは、同じ依頼格付で比較しているため、S&PとR&Iの格付手法の違いなどに基づくレーティング・スプリットを反映したものと考えられる。
- ④ A-Bを依頼／非依頼格差と考える。

分析上の留意点としては、Aの算出対象企業とBの算出対象企業が異なっていることが挙げられる。対象社数は、06/8月末では各60社、133社と相応のサンプル数に基づく平均値となっているが、A-Bを依頼／非依頼格差とみなすにあたっては、ある程度幅をみておく必要がある¹⁹。

以上を踏まえたうえでの結果は次のとおりである（図表5）。

- ▶ 非依頼格付は依頼格付よりも低めとなる傾向がある²⁰。
- ▶ 但し、2000年12月末と比べると両者の格差は縮小してきており、03年12月以降は平均1ノッチ未満となっている²¹。
- ▶ 直近の06年8月末時点について格付ランク別にみると、格差の幅にややばらつきはみられるものの、いずれの格付ランクでも非依頼格付が依頼格付より低めとなっている。

発行体格付が非依頼なら債券格付も非依頼として処理した。

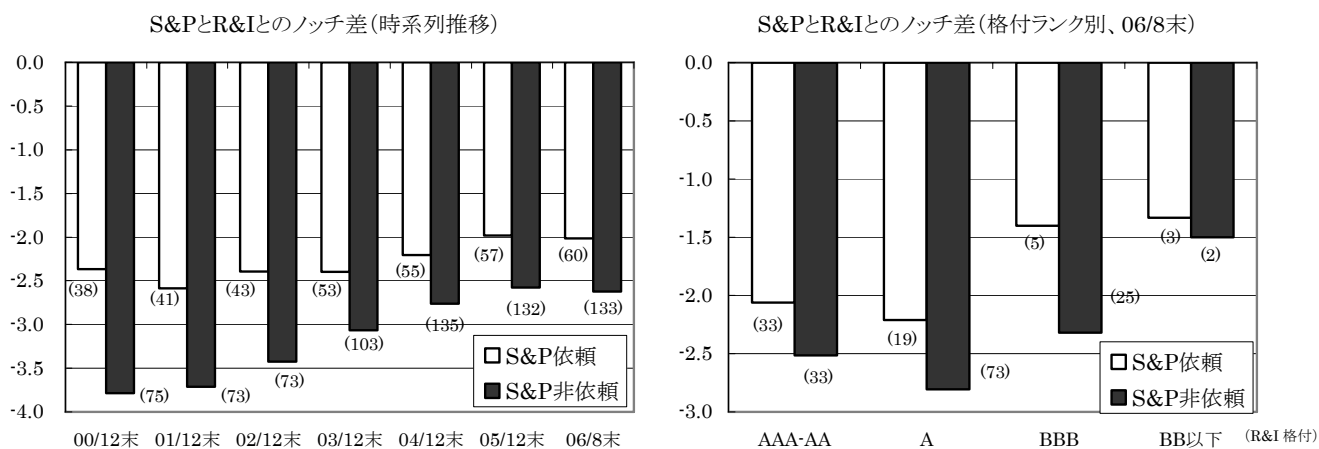
¹⁸ ノッチ差は、格付符号に付いている+や-の違いをカウントした（例えばBBB+とBBBは1ノッチの差）。他社との格付格差を評価する際、この方法は実務や先行研究（Canter and Packer [1997]等）でもよく用いられている。但し、厳密に言うと、格付間の距離は必ずしも同じでない可能性があるため、ある程度幅をもつてみておく必要がある（例えば、R&I：A+とS&P：Aの差の1ノッチと、R&I：BBB+とS&P：BBBの差の1ノッチは、デフォルト率にひき直した場合の距離が異なる可能性がある）。

¹⁹ サンプル数が少ないと、仮にS&PとR&Iで格付手法や特定業種に対する見方等が大きく異なる場合、それが依頼／非依頼格差として認識されてしまう可能性がある（この場合は依頼／非依頼格差が過大推計となる）。

²⁰ この結果はあくまで非依頼格付と依頼格付との比較であり、例えば「非依頼格付は本来あるべき水準よりも低い」といったことを意味するものではない。

²¹ 図表5では、2000年12月末から2006年8月末にかけてサンプル数が増加しているが、例えば2000年12月末のサンプルを固定してその後の格付推移を追っても、同様の特徴（格差は近年に大きく縮小しており、2006年8月末では1ノッチ未満）がみられる。

(図表 5) 依頼格付と非依頼格付の差（一般事業会社、ノンバンク）



(注) 括弧内は社数

因みに、S&Pの格付を被説明変数、R&Iの格付を説明変数とする回帰分析によって依頼／非依頼格差を推計しても、同様の結果が得られた (BOX)。依頼／非依頼格差については、かつて鈴木[1999]が1998年10月時点のMoody'sとS&Pの格付について調査を行い、「非依頼格付は依頼格付よりも、Moody'sで1ノッチ、S&Pで2ノッチ辛めに格付されている」とした²²。この研究においても同様の推計方法が採られている。

(BOX) 依頼／非依頼格差の回帰モデルによる推計

図表5の06/8月末のデータを使って、次のような回帰モデルによる分析²³を行っても、依頼格付と非依頼格付に差があることが確認できる。

$$\text{S\&P 格付} = \alpha + \beta_1 \times \text{R\&I 格付 (依頼)} + \beta_2 \times \text{非依頼ダミー}$$

$$\text{非依頼ダミー} = \begin{cases} 0, & \text{S\&P が依頼格付} \\ 1, & \text{S\&P が非依頼格付} \end{cases}$$

なお、R&IとS&Pの格付は以下のように数値化したうえで分析を行った。

格付	対応数値	格付	対応数値	格付	対応数値
AAA	1	BBB+	8	B	15
AA+	2	BBB	9	B-	16
AA	3	BBB-	10	CCC+	17
AA-	4	BB+	11	CCC	18
A+	5	BB	12	CCC-	19
A	6	BB-	13		
A-	7	B+	14		

²² このほか、鈴木[1999]は、依頼／非依頼の区別を公表していないMoody'sの格付対象企業に個別に聞き取り調査を行い、「Moody'sは約6割が非依頼格付」としている。

<分析結果>

	値	標準誤差	t 値
α	2.21	0.20	11.24
β_1	0.96	0.03	31.40
β_2	0.65	0.16	4.00

自由度調整済 $R^2 = 0.8517$
標本数 = 193

仮に依頼格付と非依頼格付に差がなければ β_2 の値が 0 となるが、これは上記の結果から有意水準 1% で棄却される。従って、上記の分析からは両者の間に有意な格差が存在すると言える。もっとも、格差の幅については、1998 年 10 月のデータで同様の分析を行った鈴木[1999]が「S&P の依頼／非依頼の格差は約 2 ノッチ（上記 β_2 に相当する値が 1.98）」としていたのに比べると、上記のとおり 06/8 月末では 0.65 ノッチと大幅に縮小していることが分かる。

なお、以上の分析は専ら R&I と S&P の依頼／非依頼格付の比較に基づくものであり、他の格付機関についても一般化できるかどうかは定かではない（Moody's や Fitch は依頼／非依頼の区別を公表していないため、同様の検証が困難）。また、格差があるからといって、いずれの格付が適切であるかを示すものではない点にも留意が必要である。

2.6. 依頼格付と非依頼格付の格差の背景

依頼格差と非依頼格付の間に格差が生じる背景を改めて整理すると、一般的には次のような点が指摘されている。

①非依頼格付と依頼格付との情報量の違い

非依頼格付は一般投資家の判断と同様に主に公開情報をベースにしている²⁴一方、依頼格付はそれ以外の非公開情報も加味することがある。格付機関がリスク回避的な投資家に視線を合わせ、「分からないものはより保守的に」判断しているとすれば、情報量の少ない非依頼格付は依頼格付よりも低くなる可能性がある。もっとも、企業の情報開示の進展や IR(インベスター・リレーションズ)充実等から、この影響は近年縮小に向かっていると思われる²⁵。

²³ 本稿では、鈴木[1999]と同様、格付を数値化したうえで線形モデルによる分析を行った。鈴木[1999]は、格付間の距離が一定でないことを想定して非線形モデルによる分析も試みたが、フィットが悪いため、最終的には上記と同様の線形モデルによる分析を行っている。

²⁴ 非依頼格付においても、最近では多くの格付機関が企業インタビュー等を行うこととしているため、その過程で企業から非公開情報を得る機会は増えていると思われる。

²⁵ なお、「競合相手に知られることで競争力を失うといった財産的価値の高い情報」（永田[2006]）は、企業の情報開示の対象にならない。こうした情報を格付機関が依頼格付を付ける際に入手できれば、その範囲では依頼／非依頼の情報格差が埋まらないことになる。

②格付機関の営業戦略の影響

仮に格付機関の営業戦略が格付に反映されるとすれば、(イ)敢えて非依頼格付をあるべき水準より低く付けることで、企業を依頼格付に誘導する、あるいは反対に(ロ)格付手数料の獲得・維持のために依頼格付を高めに付ける、といったことが生じる可能性がある。近年ではエンロン破綻後の米国において、格付に対するこうした観点からの批判が高まった経緯があり²⁶、現在もなおこうした見方は根強くある。もっとも、こうした批判や IOSCO（証券監督者国際機構）の行動規範の策定などを受けて、格付機関は利益相反防止のための措置(格付部門と営業部門の分離など)を強化してきている。

③発行体による格付選択

企業が自社に好意的な格付だけに格付手数料を支払うとすれば、①、②のようなバイアスがなくとも、高い格付だけが依頼格付として残る可能性がある。こうした傾向は、企業自身が格付の公表をコントロールできる場合（期待より低い格付を取り下げられる場合）や、依頼格付のほうが投資家から高い信頼を得られるという意識が企業サイドにある（その前提として格付機関が依頼／非依頼の区別を明示している）場合に生じ易いと考えられる。

海外の格付を中心とする先行研究では、上記のうち①や③の要因を示唆するものがある（Poon [2001]、Roy [2006]等²⁷）。②については、影響の程度を把握することは難しく、先行研究においても定量的な分析対象とはされていないようである。いずれにせよ、格付がクレジット市場のインフラとしての信頼を一層高めていく観点からは、依頼／非依頼格付の間に格差があるのか、あるとすればどの程度か、またどのような理由によるものかといったことが、利用者からみて判りやすくなっていることが重要と考えられる。

²⁶ エンロンに対しては、同社が米国連邦倒産法第 11 章（チャプター11）の適用申請を行う直前まで高い格付が付与されていた。このために格付批判が高まり、格付機関同士の競争が欠如していることや、格付機関の収入構成が発行体から得る格付手数料に大きく依存していることなどが問題視された。香月[2003]は、「毎年の債券発行量が大きい発行体に対し、本当に客観的な格付評価が維持されるのか。エンロンが発行体として大きな存在であっただけに、こうした論点が再度クローズアップされることとなった」としている。

²⁷ Poon [2001]は、S&P の 1998～2000 年の企業格付を調査対象として、「非依頼格付と依頼格付との格差には、発行体による格付選択が大きく影響している（依頼格付を取得している企業の財務指標のほうが相対的に良好）。もっとも、財務指標等の違いを調整しても、非依頼格付のほうが依然として低い」として、発行体による格付選択以外の要因の存在も示唆している。Roy [2006]は、Fitch によるアジアの銀行格付を調査し、「非依頼格付が依頼格付より低いのは、公開情報に依存する非依頼格付が、情報量の多い依頼格付よりも保守的に付けられているためとみられる。情報開示のクオリティの高い銀行では、依頼／非依頼の格差は小さくなる」としている。

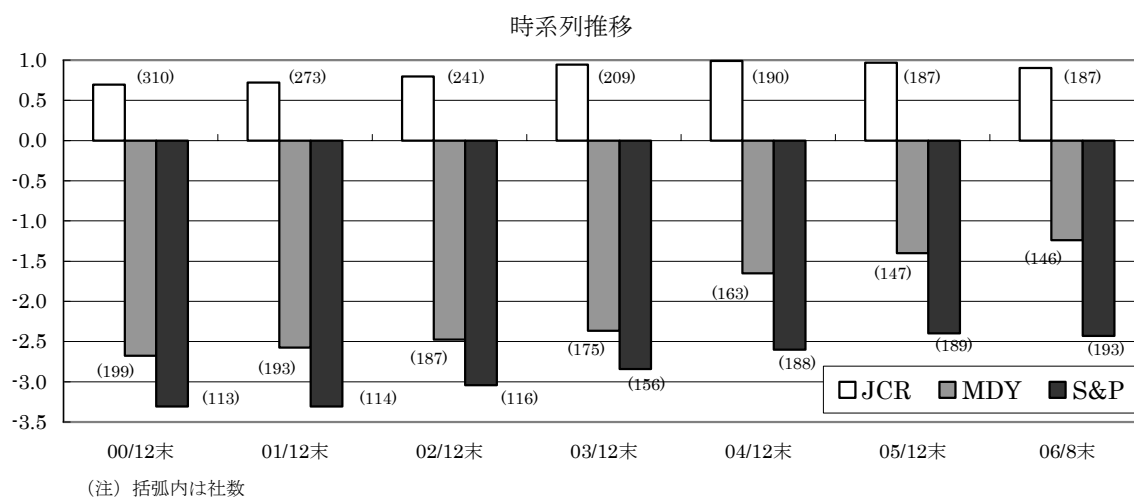
この点、本稿の分析は、依頼／非依頼格差が存在するかどうかには焦点を当てており、その原因は対象としていないほか、開示されているデータや情報の制約から S&P と R&I の比較による分析に止まった。さらに依頼／非依頼格付の定義や情報開示の仕方も格付機関毎に相違があり、一部の格付機関からは、手数料の有無によって依頼／非依頼の区別をするよりも、発行体の格付プロセスへの参加如何で区別することが有用との見方も示されている。こうしたことから、依頼／非依頼格差の問題を考えていくにあたっては、今後とも格付機関による情報開示の更なる充実や様々な角度からの分析が必要と考えられる。

3. レーティング・スプリット

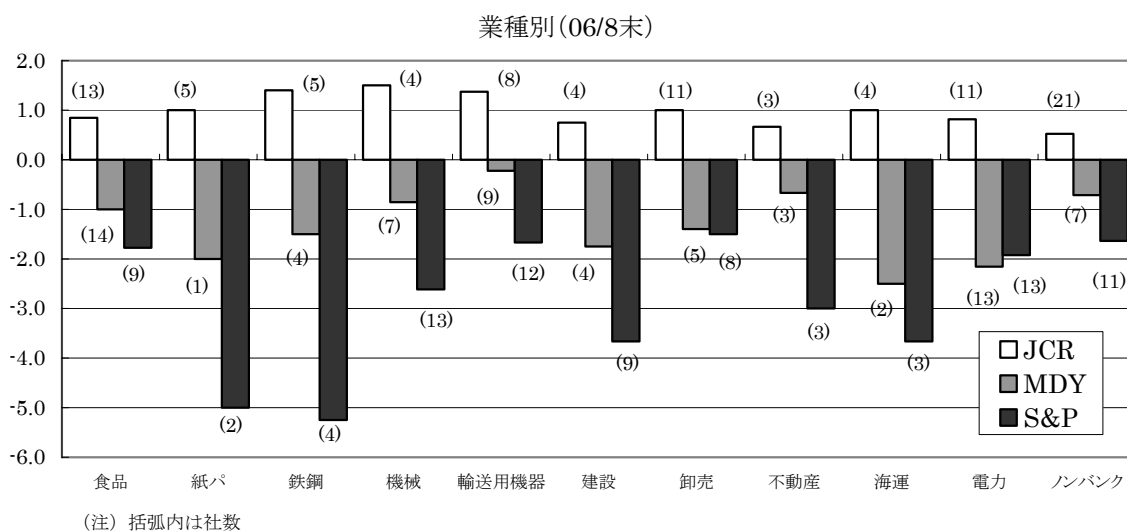
3.1. レーティング・スプリットの現状

レーティング・スプリットとは、複数の格付機関が同じ企業に異なる符号の格付を付与している状態をいう。図表 6 は、R&I と他社との重複格付先（一般事業会社、ノンバンク）について、平均的なノッチ差を計算したものである²⁸。

(図表 6) 格付機関間の格付格差 (R&I との平均ノッチ差)



²⁸ データとしては、R&I と JCR は依頼格付、Moody's と S&P は依頼格付と非依頼格付を使用した。



図表 6 からは以下の特徴がみてとれる。

- ▶ 同一企業に対する格付は、高い順に JCR > R&I > Moody's > S&P という傾向がある。時系列的にみると、日系格付と外資系格付の格差は徐々に縮小している²⁹。
- ▶ 業種別にみると、R&I と JCR の関係は概ね安定しているが、日系格付と外資系格付とのノッチ差は業種によってかなりばらつきがみられる。業界に対するアナリストあるいは格付機関としての見方や評価方法の違いによるものと思われるが、特に紙パや鉄鋼、建設等では、S&P と日系格付の格付が大きく乖離している。

3.2. 格付格差の背景

同一の情報に基づいていても、格付機関によって評価の視点や手法が異なる³⁰ため、評価の結果にある程度の相違が生じるのはむしろ自然と言える。

また、同じ符号 (AAA、AA 等) であっても、格付機関によって想定している信用力 (格付スケール) にある程度の違いは生じ得る。この違いが一定範囲に止まる限り、利

²⁹ この点については、「R&I は過去数年に、格付全体を低くして、高すぎた格付を修正する努力をしたかに見える。他方、ムーディーズはこの 3 年ほどの間に、格付全体を上げて、低すぎた格付を修正する努力をした」(島[2006]) との指摘もある。

³⁰ 格付機関の付与している格付が「債券格付」か「発行体格付」かによっても格差が生じ得る。「債券格付」は個別の債券がデフォルトする可能性とその時の回収リスクを表しているのに対し、「発行体格付」は銀行借入等を含むより幅広い金融債務にデフォルトが発生する可能性を表している (回収リスクは加味していない)。例えば、ある企業について Moody's と R&I の格付 (07/1 月末) を比較すると、Moody's は債券格付が Ba2 (発行体格付はなし)、R&I は債券格付が BB、発行体格付が BB+ となっており、R&I のどちらの格付をとるかによって両者のノッチ差は異なる。

用にあたって大きな問題はないと考えられる。この点は、最終的には格付符号毎の実績デフォルト率によって検証されると考えられる。

因みに、先行研究では次のような見方がある。まず格付スケールの違いについて、太田・張替・森本[2006]は、日本と米国では投資家が一般的に投資対象とする格付水準が異なっている（日本はA格以上、米国はBBB格以上）ため、これが日系格付と外資系格付の約3ノッチの格差に繋がった可能性を指摘している。もともと、実際に各社の格付スケールが違つかどうかについては、他の先行研究を含め必ずしも明らかにされていない。

このほか、外資系格付におけるホームバイアス（自国企業に比べて外国企業に厳しい）の可能性を指摘するものもあるが、これについても見方が分かれている。国際金融情報センター [1999]は、Moody'sが投機的格付（Ba1以下）を付与していた日本企業25社の債券が過去5年間で全くデフォルトしなかった事実を踏まえ、日本企業に付与された格付と米国企業に付与された格付では意味が異なる可能性がある、としている。一方、Canter and Packer [1994]、Ammer and Packer [2000]等は、ホームバイアスの存在には否定的な見方を示している。例えばCanter and Packer [1994]は、海外展開している4ヶ国の大手銀行について、自国の格付機関と海外の格付機関の評価を比較し、どちらが高いかはケースバイケースであることを指摘している。

3.3. 実績デフォルト率による検証

ここでは、各格付機関の実績デフォルト率を比較する（図表7）。前述の通り、格付スケールの違いは最終的には格付符号毎の実績デフォルト率によって検証していくしかないが、わが国においては、欧米に比べてデータ量やサンプル期間（デフォルト率の計算に用いるデータの期間）に制約があるほか、実績デフォルト率の把握の仕方が格付機関によって異なる面もあるため、ある程度の幅をもってみる必要がある³¹。バーゼルⅡにおいても、格付符号毎の想定デフォルト率は幅をもって設定されている。すなわち、バーゼルⅡでは、各格付区分毎に、概ね想定される実績デフォルト率である基準レベルと、格付のレベル調整³²を行う際の目安となるトリガーレベル（実績デフォルト率がこ

³¹ 例えば、図表7のデフォルト率を計算する際のデフォルトの定義も微妙に異なる。具体的には、R&I、JCR、S&P、Fitchは銀行による債権放棄をデフォルトに含めているが、Moody'sは含めていない（債券のデフォルトのみをカウントしている）。また、特に日本では、本来はデフォルトにカウントすべきであるが、表面化しない（実績デフォルト率にカウントされていない）債務リストもあり得る。なお、日系格付機関は、複数のデフォルト定義で実績率を公表しているが、図表7に掲載している実績率は、R&Iでは「デフォルト率」、JCRでは「広義デフォルト率」（いずれも各社の呼称）と同じ定義を用いている。

³² 具体的には、バーゼルⅡで定められたリスク・ウェイトと格付機関の格付との対応関係が調整される。

れを継続して超えると格付のレベル調整を実施) の2つを提示している。

図表7では、過去10年平均の3年累積デフォルト率を格付レター(格付符号のアルファベット部分。+、フラット、-の3ノッチ分に相当)の区分毎に比較している。実績デフォルト率の比較は、長期の時系列データを使って行うことが望ましいが、格付機関によって公表している期間が異なる³³(参考図表)ため、ここでは各社の協力を得て、過去10年平均の実績率を横並びで比較した。バーゼルⅡにおいても、想定デフォルト率と格付機関の実績デフォルト率を比較する際には、10年平均の3年累積デフォルト率を用いることになっている。

(図表7) 3年累積デフォルト率の実績(10年平均)

(単位: %)

	R&I	JCR	S&P	Moody's	Fitch	(参考) バーゼルⅡ	
	対象地域 日本	日本	Global	Global	Global	基準レベル	トリガーレベル
AAA	0.00	0.00	} 0.07	0.00	0.00	0.10	1.20
AA	0.00	0.00		0.00	0.00	0.10	1.20
A	0.44	0.45	0.41	0.15	0.38	0.25	1.30
BBB	0.70	1.13	1.60	1.31	2.04	1.00	3.00
BB	6.70	8.95	6.35	4.45	5.98	7.50	12.40
B	35.29	56.48	18.95	19.63	6.78	20.00	35.00

(出所) 各社が作成した計数を基に筆者作成

(参考) 格付機関が公表している実績デフォルト率の概要

	R&I	JCR	S&P	Moody's	Fitch
サンプル期間 (計算対象期間)	1978~2005年	1994~2005年 1996~2006年	1975~2005年 1981~2005年 1994~2005年	1920~2005年 1970~2005年 1983~2005年	1990~2005年
計算結果 (累積Default率)	1~10年累積	1,3,5年累積	1~8,10年累積	1~20年累積	1~5年累積

(出所) 各社公表資料

図表7は過去10年平均の実績デフォルト率であるが、ここからは以下の特徴がみとれる。

³³ デフォルト率を計算する期間が異なると、計算結果も違ってくる。例えば、R&Iの3年累積デフォルト率は、過去10年平均では図表7のとおりであるが、当社が公表している1978~2005年のサンプル期間では、AAA-AA: 0.00%、A: 0.29%、BBB: 0.48%、BB: 4.74%、B以下: 19.29%となっている。

- 日系格付機関 2 社の B 格を除き、実績デフォルト率はバーゼルⅡに定めるトリガーレベルを下回っている^{34,35}。
- いずれの格付機関も、AA 格までは殆ど 0%、A 格で 0.3~0.5%内外、BBB 格で 1~2%内外となっているのに対し、BB 格以下はデフォルト率が大幅に高まり、バラツキも拡大している。わが国においては、BB 格以下の格付対象企業自体が少ないことも、その一因とみられる。
- ある社のレターが他社の 1 つ下のレターよりもデフォルト率が高いということはなく、大きな不整合（格付スケールの違い）は窺われない。この点は、格付機関間の平均的なノッチ差が 3 程度の範囲に止まっているという図表 6 の結果とも概ね整合的である。

3.4. 投資家の見方と利用実態

投資家サイドでは、格付機関毎の格付格差やスケールの違いがあることを前提に、格付を利用している例が少なくない。利用上の具体的な工夫としては次のようなものがある。

- 格付が複数ある場合には予め定めた優先順位に沿って使い、格付機関間のノッチ差も調整する。
 - 例えば、日系格付を優先し、なければ外資系格付を使うが、外資系格付を使用する場合は+2~3 ノッチ引き上げる、逆に外資系格付を優先し、日系格付は引き下げて使う等。
- 社内で独自に格付を付けているが、社内格付と外部格付との整合性をとる際、格付機関間の格差を考慮している。
 - 例えば、社内で外部格付と整合的な財務定量モデルを構築する際、外部格付として複数格付（2~3 ノッチの格差調整後）の平均値や特定の格付機関の格付を使用する、また各格付機関の格差を反映したマッピング表を作成し、社内格付と比較する等。

³⁴ 日系 2 社の B 格の実績率はトリガーレベルを上回っているが、バーゼルⅡのリスク・ウェイトは B 格以下では一律（事業法人等の場合）であるため、このランクでは格付のレベル調整は行われない。

³⁵ バーゼルⅡでは、毎年の 3 年累積デフォルト率をトリガーレベルと比較し、これが連続してトリガーレベルを超えている場合は格付のレベル調整を行うが、図表 7 に掲載したデフォルト率の毎年の実績をみても、これに該当する格付機関はない。

前述の実績デフォルト率の検証では、少なくともレター単位（3ノッチ）では大きなスケールの相違は読み取れなかった。もっとも、わが国においては、格付の普及、デフォルト率など関連データの蓄積の両面で欧米比歴史が浅いほか、格付機関による定義やデータ開示の内容にも差があつて、定量分析にも一定の制約がある。こうしたことから、レーティング・スプリットの問題についても、データの蓄積とともに継続的、多角的に分析していく必要がある。

4. おわりに

格付は、わが国のクレジット市場においても重要な役割を果たすようになってきている。格付が幅広く適切に付与されることにより、投資家にとっては発行体情報の収集分析やモニタリングのコスト、発行体にとっては債権者に対する情報開示（デット IR）のコストが低下し、投資家層の拡大や市場の効率化が期待できる。また、バーゼルⅡをはじめ制度面での活用も拡がっている。

格付機関は、これまでも格付の信頼性向上に向けて、格付手法やデフォルトデータの開示、行動規範の策定などを着実に進めてきた。もっとも、本稿で採り上げた格付格差の問題も含め、格付を巡る諸問題に関する議論が的確かつ透明に行われていくためには、より長期の実績デフォルト率、デフォルト率算出方法の詳細等が格付機関から公開されることが重要である。こうした判断の材料が格付機関から提供され、格付に関する市場の議論が深まれば、格付はクレジット市場のインフラとして一層定着するであろう。また、本年3月末からわが国でバーゼルⅡがスタートし、格付が規制・監督分野で本格的に利用されることとなる。こうした格付をめぐる客観情勢の変化が、格付の体系や利用のされ方にどのような影響を及ぼすかについても、関心をもってみていく必要があるだろう。

以 上

【参考文献】

- 太田洋子、張替一彰、森本訓之、2006年、「企業価値向上の財務戦略」、野村証券金融経済研究所金融工学センター編、ダイヤモンド社
- 香月康伸、2003年、「格付会社のあり方を巡る議論～エンロン後のNRSRO改革議論の論点整理」、Mizuho Securities Credit Commentary No.11 (03/09)
- 金融庁、2006年、「バーゼルⅡにおける適格格付機関の格付と告示上のリスク・ウェイトとの対応関係（マッピング）について」
- (財)国際金融情報センター、1998年、「主要格付会社の特徴と評価（1999年版）」
- (財)国際金融情報センター、1999年、「同（2000年版）」
- (財)国際金融情報センター、2001年、「同（2001年版）」
- (財)国際金融情報センター、2002年、「同（2003年版）」
- 島義夫、2006年、「日本のクレジット市場」、シグマベイスキャピタル
- 鈴木茂央、1999年、「本邦事業会社に対する勝手格付に関する考察」、証券アナリストジャーナル1999.3号
- 永田貴洋、2006年、「バーゼルⅡと銀行格付け」、R&Iレーティング情報2006/2
- Ammer, John and Frank Packer, 2000, “How Consistent Are Credit Ratings? A Geographic and Sectoral Analysis of Default Risk”, International Finance Discussion Paper, FRB.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2000, “Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information”, BIS Working Paper.
- Canter, Richard and Frank Packer, 1994, “The Credit Ratings Industry”, FEDNY Quarterly Review.
- Canter, Richard and Frank Packer, 1997, “Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry”, Journal of Banking & Finance.
- Hill, Claire, 2005, “Regulating the Rating Agencies”, Unpublished working paper, University of California, Berkeley.
- Poon, Winnie P.H., 2001, “Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward?”, Journal of Banking & Finance.
- Roy, Patrick Van, 2006, “Is There a Difference between Solicited and Unsolicited Bank Ratings and If So, Why?”, National Bank of Belgium Working Paper.
- White, L.J., 2001, “The Credit Rating Industry: an Industrial Organization Analysis”, Unpublished working paper, Stern School of Business, New York University.