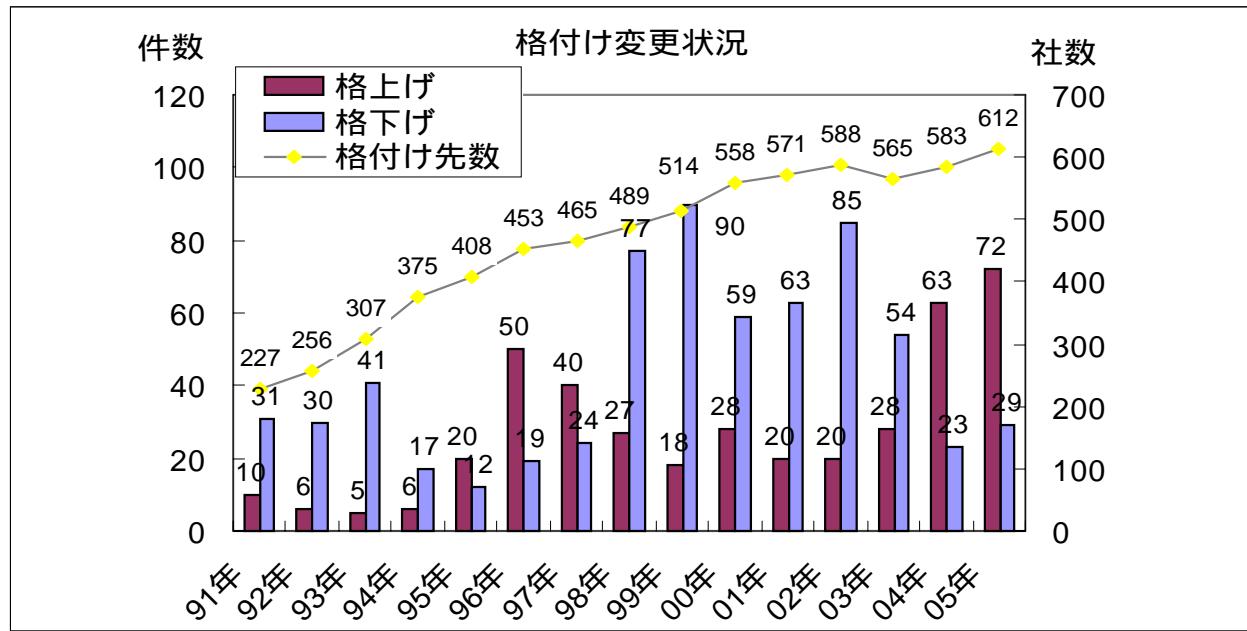


2005年の日本格付研究所の格付け実績

(株)日本格付研究所(JCR)は2005年の格付け実績をまとめた。居住者(事業法人、金融法人)、非居住者、ストラクチャード・ファイナンスについて以下で概括する。

1.居住者長期格付け

05年の長期格付け先数は612社で前年比29社の増加となった。撤回や償還により、24社が消滅したが、新規格付け先が前年を上回って53社となった。新規格付け先では、06年度末の新BIS規制導入に備えた資本増強を図っている地域金融機関の格付け取得が多く見られた。また、昨年に引き続き格付け対象の拡大がみられ、学校法人および医療法人が夫々1件増加した。債権流動化案件は急速に普及が進み、特に地方銀行によるアレンジ案件が増えた。格付けの変更状況を見ると、格上げが72社、格下げが29社と04年に引き続き格上げが格下げを大きく上回る結果になった。



業種別には金融、機械、卸売りで格上げが目立った。格上げ数は各々28社、5社、6社となった。広範な景気の回復により内需型企業の格上げも見られる。他方、電機業界では格上げが4社あったが、格下げも3社となった。格上げ、格下げが相半ばしたのが小売業で格上げ4社、格下げ4社となった。また、鉄道では格上げ1社、格下げ2社となった。これらの業界では減損会計の影響や企業間の競合激化により業績の二極化が著しかった。またCSRの観点も一層重要性を増してきている。

格付け変更の結果、レンジ別格付け分布ではA、BBBといった中位レンジへのシフトが見られた。各



News Release

レンジの構成比は AA レンジ 14.3% (0.1 ポイント減)、A レンジ 42.8% (0.3 ポイント増)、BBB レンジ 35.4% (1.1 ポイント増)、BB レンジ 2.6% (1.0 ポイント減)、B レンジ以下 0.5% (増減なし) となった。

なお、05 年の上場企業の倒産は 8 社 (04 年 11 社) であったが、JCR の格付け対象先のデフォルト発生は 1 件 (05 年 1 月 (株)ペイントハウス 第 1 回無担保転換社債) であった。

各業界の格付け変更のポイント

(1) 金融:

05 年 4 月にペイオフ全面解禁という節目を迎えた金融分野では、格上げ 28 先 (04 年 12 先)、格下げ 7 先 (同 5 先) と、2 年連続して格上げが格下げを上回った。

格上げ 28 先のうち 10 先が大手銀行だった。金融再生プログラムの進捗と企業収益の回復という好環境のもとで、不良債権処理をはじめとする銀行財務の健全化が一層進展し、金融システムが一層安定化したことを背景に、多くの大手銀行で格上げとなった。地域金融機関でも健全化が進んだ先を中心に 8 先が格上げとなり、格下げ 2 先を大きく上回った。

生保、ノンバンクでも各社の状況に合わせて格付けを見直した結果、それぞれ数件の格上げがあり、格下げ先数を上回った。

金融分野では格付け取得意欲が引き続き旺盛で、新規格付先が 23 先 (同 28 先) と高水準で推移している。とりわけ、預金者の関心の高まりを背景に、地域金融機関の新規格付けが 13 先 (地銀・第二地銀 7 先、信金 6 先) にのぼった。

(2) 機械:

05 年に格上げとなった企業の主な特徴としては以下の諸点があげられる。まず、足元では景気回復に伴い、ユーザーである製造業の設備投資が増加している上、その裾野も拡大するなど事業環境は良好である。近年取り組んできたリストラにより収益体質が強化されていたことに、こうした事業環境の好転が加わり、収益水準が上昇した。更に、キャッシュフローの拡大を通じて有利子負債の削減が進むなど、財務内容も改善している。当業界は総じて設備投資の動向に左右されやすく、その減少局面では、収益に対する影響は不可避である。しかし、格上げした企業は収益体質の改善が進んだ結果、今後も相応の収益水準は維持できると判断した。

(3) 電機:

デジタル関連事業の好不調の差などにより事業者間の収益力格差が広がっており、格付けについても明暗が分かれた。格上げとなった企業をみると、デジタル関連分野向けの売上を伸ばしている電子部品メーカーなどが目立つ。また、継続的に部材調達費圧縮や固定費削減などを推し進めてきているほか、有利子負債削減で財務基盤を強化するなど不況時の抵抗力が増した点を評価したケースが多い。一方、格下げとなった企業は、競争激化や価格下落の影響でデジタル関連などの主力製品が不調なうえ、これまでの合理化の取り組みが不十分だったことなどにより、著しく収益が悪化したケースなどがみられる。

(4) 総合商社:

格上げを行なった丸紅、伊藤忠商事については、事業ポートフォリオの見直しにより収益力、財務内容の改善が定着化してきたこと 損失発生が一定 水準に収まりつつあること リスクアセットと自己資



News Release

本のバランスが改善してきたこと - を評価している。この2社では、事業の選択と集中に加え、エネルギー・資源関連の市況高騰により収益力が著しく改善している。また、「攻め」の経営姿勢を強め、事業投資を積極化させており、今後、資産の増加が見込まれるが、自己資本の蓄積により、財務バランスは改善傾向が続くと見られる。さらに、過去多額の損失を計上した教訓からリスク管理を重視した経営を行っており、損失発生リスクのコントロールを進めている。

(5) 小売:

景気回復の恩恵は小売業界全体にまでは波及しておらず、業態や個別企業の状況により格付けの明暗が分かれる格好となった。百貨店業界は減収基調に歯止めがかかりつつある中、リストラが一巡し収益力が強化された高島屋を格上げした。スーパーでは九州出店やグループの成長で事業基盤が拡大したイズミを格上げした。一方、マルエツ、いなげやの首都圏のスーパー2社は競合が激化する中、コスト構造が硬直化し収益力が低下しているため格下げとした。またホームセンター業界ではこれまでの大量出店により財務内容が悪化する一方、競合激化で収益力が低下しているケーヨー、コーナン商事を格下げした。

(6) 鉄道:

当業界は近年のリストラでレジャーなど関連事業の収支改善が大きく、全体の利益も回復している。今後は地域特性や事業の特質に合わせた成長戦略が不可欠である。格上げした東急電鉄ではこれらの点を格付けに反映させた。格下げした企業では、JR西日本は福知山線の脱線事故の際にCSRの観点とキャッシュフローへの影響を、また南海電鉄は減損リスクを反映させた。昨年は脱線事故を契機に安全性の見直しが叫ばれ、また有価証券報告書の虚偽記載問題や私鉄経営のホテルが耐震強度偽装の問題に絡むなどCSRの重要性が注目された。リストラも一段落した今、CSR体制強化を含め、事業全般をハード・ソフト両面でもう一度細かく見直す必要がある。

2. 非居住者長期格付け(非日系)

05年の世界経済は、原油価格の急騰などのリスク要因は存在したものの、引き続き米国はじめ先進国経済が底堅く推移し、また中国、インド等が高成長を継続する中、概ね堅調であった。

そのうち、アジア地域は、主たる貿易相手国である米国や、域内国である中国の経済好調を受けて堅調に推移し、多くの国で国際収支や財政収支面での改善が見られた。また中東欧地域についてもEU加盟(および今後の加盟予定)を契機とした貿易・直接投資の増加は一服したものの、引き続き好調を維持した。さらに、中南米地域においても貿易の拡大、国際商品市況の改善などにより同地域の経済は堅調に推移した。

以上の様な国際マクロ経済状況を背景として05年のJCRの非居住者長期格付けにおいては、新規(12件)、レビュー(47件)、合計59件の格付けを行った。以下に、格付け(および同見通し)の変更を行った案件についてその要点を述べる。



News Release

格付け実績

	2004 年	2005 年
格付け件数	58	59
格上げ件数	6	3
格下げ件数	0	2
格付け撤回	2	2
見通し変更(注)	4	3
s p	2	2
s n	0	1
n s	1	0
p s	1	0

注1)s: 安定的、p: ポジティブ、n: ネガティブ

1) 格付けの変更(格上げ:3 件、格下げ:2 件)

(1) ブルガリア(外貨建長期優先債務:「BBB-(p)」「BBB(s)」、自国通貨建長期優先債務:「BBB(p)」「BBB+(s)」)

(2) ルーマニア(外貨建長期優先債務:「BB+(p)」「BBB-(s)」、自国通貨建長期優先債務:「BBB-(p)」「BBB(s)」):

上記(1)・(2)の両国について、高い経済成長、比較的健全な財政構造を維持する中、05 年 4 月には EU 加盟条約に調印し、07 年 1 月からの EU 加盟実現の可能性が高まったことを主に評価した。

(3) ケベック州(カナダ)(外貨建長期優先債務「AA(p)」「AA+(s)」):
財政収支の均衡維持と政府債務負担の軽減などを評価した。

(4) ゼネラル・モーターズ・アクセプタンス・コーポレーション(GMAC)(外貨建債券:A BBB+ BBB-)

(5) フォード・モーター・クレジット(FMC)(外貨建債券:A- BBB+):

上記(4)・(5)の両社に関し、北米自動車市場の競争激化を背景にした市場シェア低下により親会社の財務状況が大幅に悪化したことを反映した。なお、両社の格付けは現在もクレジットモニターの対象である。

2) 格付け見通しの変更(3 件)

(1) フィリピン(外貨建・自国通貨建長期優先債務: 安定的 ネガティブ):

選挙不正疑惑を発端として大統領辞任および弾劾裁判実施を求める反アロヨ勢力の声が高まるとともに、拡大 VAT 法の施行が一時停止されるなどアロヨ政権が最大の政治危機に直面したことを反映し、見通しの変更を実施した。

(2) 韓国(外貨建長期優先債務: 安定的 ポジティブ):

内需低迷の主因となってきた家計債務問題が収束に向かう中、輸出もオイル価格上昇、ウォン高などの厳しい環境の中で比較的堅調な成長を持続するなど、マクロ経済が安定成長軌道に回帰し始めたことを評価した。

(3) スロバキア(外貨建・自国通貨建長期優先債務: 安定的 ポジティブ):

少数連立与党が今後とも改革路線を堅持し、09 年 1 月のユーロ導入実現の可能性が高いことなどを評価した。



News Release

3. ストラクチャード・ファイナンス

JCR が 05 年に新規に格付けを公表したストラクチャード・ファイナンス案件は 34 件であった。05 年の証券化市場は、住宅金融公庫やメガバンクの住宅ローン証券化が引き続き大きなシェアを占める一方、間接金融の攻勢を受けてリースやクレジットなど伝統的なアセットクラスが伸び悩み、不動産セクターもノンリコースローンや J-REIT に押され気味であった。市場参加者はさらに拡大し、アレンジャー業務に進出する地方銀行が増加した。また、06 年から適用される新 BIS 規制において、A 格以上の外部格付けを取得した証券化クスボージャーのリスクウェートが削減されることを受け、金融機関の一部ではこれまで無格付けで投資してきた証券化商品に、新たに格付けを取得する動きがみられた。

金銭債権を対象資産とした公表案件としては、174 社の国内企業を参照プールとしてみずほ証券が組成したスタティック型のシンセティック CDO(Collateralized Debt Obligations、債務担保証券)である「オクターブリミテッド」(AAA ~ BBB)、城北信用金庫の保有する貸付債権に中小企業金融公庫の部分保証を付け、しんきん信託銀行のアレンジで流動化した「城北フレンド・ファンド 2 信託受益権」(AAA ~ BBB)などが主なものであった。また、大手生保の基金流動化として、大和証券 SMBC アレンジの「住友生命基金流動化特定目的会社」(BBB+) 案件があった。リース料債権では、北海道リースや大垣共立銀行系の共有リースがオリジネーターとなったものが公表されたが、公表されないものも含めた案件数は前年より減少した。

地方銀行がアレンジにかかわった案件はここへきて急増し、東邦銀行「財団法人竹田総合病院・診療報酬債権信託優先受益権」(J-1+) 北海道銀行「キムラ手形債権信託受益権・ABL」(J-1) 広島銀行「戸田工業手形債権ABL」(J-1)「モルテン手形債権ABL」(J-1)「テラルキヨクトウ手形債権ABL」(J-1+) 福岡銀行「富治商会手形債権ABL」(J-1) 北洋銀行「保険診療報酬債権ABL」(2件)(それぞれJ-1) 西日本シティ銀行「ニシケン手形債権信託受益権」(J-1) が、新規に公表された。地銀が単独で流動化を組成したものと、あおぞら信託銀行や住友信託銀行など、流動化のノウハウを持つ中央のアレンジャーと共同で組成したものの両方がある。地域と密着した営業を展開する地銀が流動化のアレンジにかかわることで、地域の事業会社や病院の流動化ニーズをきめ細かく取り上げができるようになったことが、案件数増加の背景にあると考えられる。上記のほか、複数の地銀がアレンジャー業務に参入しつつあり、06 年はさらに多くの地銀アレンジ案件が見込まれる。

不動産を対象とした公表案件では、00 年から 01 年にかけて新宿住友ビル(通称三角ビル)を証券化して発行された社債のリファイナンスを目的として、大和証券 SMBC のアレンジで組成された「プライムクエスト・スリー株式会社」「プライムクエスト・フォー株式会社」(それぞれ AAA ~ A) があった。JCR が 01 年に初の格付けを行った分譲マンション開発型証券化では、岡山県倉敷市に建設予定の分譲マンション開発資金を中堅マンションデベロッパーの穴吹興産が調達した、東海東京証券アレンジの「アルファアナブキ特定目的会社」案件に「A」の格付を付与した。

05 年の格付け見直し結果は、コーポレート格付けにフルスライドするものを除き、すべて据え置きとなった。06 年は、上位クラスから順次償還が進むシークエンシャル・ペイ型の案件で、下位クラスの格上げがいくつか行われるものと予想される。

以上

表1

業種別格上げ、格下げ状況

業種	2002年		2003年		2004年		2005年	
	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ
食料品		1	3	1	1		1	
繊維		2			1			
パルプ紙						1		1
化学		6	2	1	6		4	
医薬品	1	2	1					
石油石炭				2	2			
ゴム			1				2	
ガラス		1						
鉄鋼	1	6	3		7		3	1
非鉄		3		1	1		1	
金属		1		1				
機械		5		1	3		5	1
電機	2	3	2	5	4	2	4	3
輸送	3	4	2	2	5	3	2	
精密		2			1			
他製品		3	1	2	3	1		1
製造業計	7	39	15	16	34	7	22	7
建設	1	2		3	1	1	3	3
電気・ガス				5			2	
陸運	1	7		3	2	1	1	2
海運			2		3		1	
空運		2		2				2
運輸倉庫				1				
情報通信	2	1	2				1	1
卸売	1	7	3	3	4	3	6	1
小売	5	7	1	5	3	5	4	4
銀行		8	2	10	8	2	19	3
証券、商先	1				1		1	
保険		4	1	2	2	1	3	2
他金融	2	6	1	3	2	3	6	2
不動産				1	3		2	
サービス		2	1					2
非製造計	13	46	13	38	29	16	49	22
合計	20	85	28	54	63	23	71	29
財投機関							1	



News Release

表2

格付け分布状況(レンジ別)

格付け	2002年		2003年		2004年		2005年	
	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)
AAA	27	4.6	27	4.8	27	4.6	27	4.4
AA	88	15.0	78	13.8	84	14.4	87	14.3
A	222	37.7	232	41.1	248	42.5	262	42.8
BBB	208	35.4	197	34.9	200	34.3	217	35.4
BB	37	6.3	28	4.9	21	3.6	16	2.6
B	5	0.8	3	0.5	2	0.3	3	0.5
CCC~C	0	0.0	0	0.0	1	0.2	0	0
D	1	0.2	0	0.0	0	0	0	0
計	588	100.0	565	100.0	583	100.0	612	100

注1) 格上げ/格下げ社数は年間複数回あった場合は1社とカウントしている。

注2) 格付数は各12月末の国内格付け対象先数。

国債、地方債、持ち株会社以外の保証債発行先、ストラクチャードファイナンスは除く。