

## 格付けはスルーザサイクルといえるのか —シクリカルな変数が格付けに与える影響

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン 根本直子

本研究は、格付けが、ビジネスサイクルに左右されない安定した動き（スルーザサイクル）を示しているのかを検証するために、米国、日本の企業を対象に、シクリカルな変数が格付けに与える影響について分析を行った。具体的には、最小二乗法によって格付け全体の変動率と、シクリカルな経済指標、企業の財務指標との関係を分析し、また企業のパネルデータを基にした順序プロビットモデルによってシクリカルな変数が個別企業の格付け水準に与える影響を測定した。

本研究により、（1）米国企業については企業の財務指標とともに、GDP 成長率などのシクリカルな変数が格付けに強い影響を与えている、（2）一方で日本企業については、シクリカルな変数の影響は有意とはいえない、ことが実証された。この結果は米国企業の格付けについてはシクリカルな経済変数の影響が強く、格付け会社が目指すスルーザサイクル手法が実現されていない可能性があることを示唆している。

格付けは情報の非対称性を緩和させ、市場参加者にとって取引コストの低下をもたらすなど、金融市場で一定の意義を果たしている。世界的に活動する銀行を規制するバーゼル委員会の自己資本比率規制（バーゼル II）も格付けをベンチマークとして使用しており、格付けはその意味で規制を支えている。しかし、その一方で格付けの変更が遅れ、信用力が低下した段階での急激な格下げが、金融市場のプロシクリカリティを高めている、という批判がある。格付けの有効性と安定性を客観的に検証することは、金融市場のあり方、規制の方向性を検討する上で意義があると考えられる。

格付けがスルーザサイクルであるかどうかについては、多数の研究があるがコンセンサスが確立しているとはいえない。本研究の貢献としては、1）企業全体の格付けの変動率と各企業の個別の格付け推移の両方から、格付けに影響を及ぼす要因を分析していること、2）企業の信用力にとって影響力がある事業リスク、財務リスクの変数を幅広く取り入れてデータを検証していること、3）これまで実証研究の対象となることが少なかった日本企業にも分析を広げていること、である。

格付けの動きが、市場参加者の予想以上に、景気変動の影響を受けやすいとすれば、関係者はそれを意識した上での格付けの活用が必要になる。またバーゼル規制においては、格付けが資本賦課の計算に織り込まれているため、規制がプロシクリカリティを高めることがないかどうか、注意深い検証が必要である。