

2018年3月29日

## 日本の発行体格付け遷移調査 2017 年版

### アナリスト:

ダイアン・バツツァ、ニューヨーク 電話(1)212-438-2760  
ニック・クレマー、ニューヨーク 電話(1)212-438-1698

### 日本における問い合わせ先:

大洞聖子、東京 電話 03-4550-8704  
柴田宏樹、東京、電話 03-4550-8437

\*本稿は 2018 年 3 月 27 日付英文リポート「Default, Transition, and Recovery: Japanese Issuer Credit Rating Transitions Study 2017」を翻訳したものです。

S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチによる本調査は、日本の発行体格付けが、相対的なデフォルトリスクを示す良好な指標であることを裏付けている。2017 年までの 37 年間で、格付け水準とデフォルト発生率の間に強い負の相関関係があることが観測されている。また、高い格付けは総じて、低い格付けより安定性が高い。

本調査の対象は、S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）が 1981 年から 2017 年までに公開および非公開の長期格付けを付与した、日本の 503 の発行体である。内訳は事業会社（315）、金融機関（125）、保険会社（47）、公的部門（16）である。以下、表中の「金融」は、金融機関と保険会社の両セクターの合算を示す。本調査は、1981 年から 2017 年までの公開および非公開の格付けを対象としている。

### 概要

- 調査対象の日本の発行体には 2017 年のデフォルトはなかった。デフォルトがなかったのは、2016 年から 2 年連続である。
- 1981 年 1 月 1 日以来、デフォルトした調査対象の発行体は 22 社。デフォルトとなる 1 年前に格付けが付与されていた発行体は、2009 年の 2 例を除くすべてが「BB 格」以下の格付けを付与されていた。
- 「BBB 格」以上の格付けを付与された発行体は、「BB 格」以下の格付けを付与されていた発行体と比較すると、格付けの安定性が著しく高い。

- 格付けカテゴリー別にみると、日本の発行体のデフォルト率は、「B 格」を除き、総じてグローバルの平均デフォルト率よりも低い(表 1-4 参照)。
- 格付けの序列精度を測るジニ係数(いわゆる AR 値)は、引き続き、日本の発行体格付けが、相対的なリスクを示す効果的な指標として有効であることを示している(表 5 参照)。

## 格付けとデフォルト率の相関

格付けとデフォルト率の関係について本調査では、日本の発行体の格付け件数が少ないにもかかわらず、負の相関関係が示されている。換言すれば、格付けが高いほど過去のデフォルト率は低く、反対に格付けが低いほどデフォルト率は高い(表 1、3、4 参照)。

**表 1 日本の発行体の累積平均デフォルト率(事業会社と金融、1981-2017 年、%)**

格付けカテゴリー	経過年数									
	1年間	2年間	3年間	4年間	5年間	6年間	7年間	8年間	9年間	10年間
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.37
A	0.00	0.00	0.00	0.04	0.17	0.32	0.56	0.79	0.98	1.19
BBB	0.15	0.48	0.98	1.51	1.79	2.04	2.04	2.04	2.04	2.04
BB	0.63	1.35	2.10	3.46	4.93	6.11	6.95	7.20	7.20	7.20
B	7.26	12.19	15.86	19.97	21.62	22.37	24.69	26.28	27.91	29.59
CCC/C	21.21	22.38	22.38	22.38	22.38	22.38	22.38	22.38	22.38	22.38
BBB格以上	0.03	0.11	0.23	0.38	0.51	0.63	0.74	0.85	0.96	1.09
BB格以下	2.83	4.45	5.78	7.67	9.12	10.16	11.26	11.77	12.10	12.46
全格付け	0.29	0.50	0.74	1.05	1.30	1.52	1.72	1.87	2.01	2.16

注: 1 カ月間の限界デフォルト率を用いて累積平均デフォルト率を算出。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表 2 日本の発行体の累積平均デフォルト率(公的部門、1981-2017 年、%)**

格付けカテゴリー	経過年数									
	1年間	2年間	3年間	4年間	5年間	6年間	7年間	8年間	9年間	10年間
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BB	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
B	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CCC/C	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BBB格以上	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BB格以下	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
全格付け	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注: 1 カ月間の限界デフォルト率を用いて累積平均デフォルト率を算出。n/a: 該当なし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表3 日本の発行体の累積平均デフォルト率(事業会社、1981-2017年、%)**

格付けカテゴリー	経過年数									
	1年間	2年間	3年間	4年間	5年間	6年間	7年間	8年間	9年間	10年間
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.09	0.24	0.39	0.56	0.73	0.91	1.11
BBB	0.00	0.00	0.04	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
BB	0.00	0.00	0.28	1.25	2.30	3.30	3.83	3.93	3.93	3.93
B	3.75	6.84	9.60	11.21	11.35	11.35	13.04	14.92	16.86	18.86
CCC/C	17.57	17.57	17.57	17.57	17.57	17.57	17.57	17.57	17.57	17.57
BBB格以上	0.00	0.00	0.01	0.07	0.13	0.19	0.26	0.33	0.40	0.47
BB格以下	1.39	2.08	2.91	4.00	4.81	5.56	6.33	6.81	7.23	7.68
全格付け	0.19	0.28	0.40	0.61	0.77	0.93	1.09	1.22	1.34	1.47

注: 1カ月間の限界デフォルト率を用いて累積平均デフォルト率を算出。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表4 日本の発行体の累積平均デフォルト率(金融、1981-2017年、%)**

格付けカテゴリー	経過年数									
	1年間	2年間	3年間	4年間	5年間	6年間	7年間	8年間	9年間	10年間
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.11	0.47	0.83
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.25	0.57	0.86	1.06	1.28
BBB	0.34	1.12	2.25	3.37	4.03	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60
BB	3.01	6.46	8.90	11.64	14.60	16.41	18.29	19.09	19.09	19.09
B	27.74	43.07	51.82	69.34	78.83	83.21	88.32	88.32	88.32	88.32
CCC/C	27.27	30.30	30.30	30.30	30.30	30.30	30.30	30.30	30.30	30.30
BBB格以上	0.07	0.23	0.46	0.70	0.90	1.10	1.25	1.41	1.57	1.75
BB格以下	8.56	13.78	17.00	21.81	25.57	27.66	29.93	30.55	30.55	30.55
全格付け	0.39	0.76	1.12	1.56	1.92	2.22	2.47	2.65	2.80	2.98

注: 1カ月間の限界デフォルト率を用いて累積平均デフォルト率を算出。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表5 日本におけるジニ係数(%)**

	1年間	3年間	5年間
事業会社と金融	94.41	87.00	80.17
事業会社	97.15	93.68	78.27
金融	96.67	91.09	87.87

注: 月ごとに組成した静的プールを使用。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

過去の調査同様、格付けの安定性についてはおおむね、格付けが高いほど、同じ格付けカテゴリーにとどまる確率が高い(表6-9参照)。これは、信用力の安定性を格付けに織り込むというS&Pの方針に合致する(詳細は2010年5月3日付「General Criteria: Methodology: Credit Stability Criteria」、和訳版: 2010年7月6日付「一般格付け規準: 格付け手法: 信用力の安定性に関する格付け規準」を参照)。表6-9に記載されている格付けカテゴリー「AA」(文中では「AA格」と表記)は、3つの格付け水準(「AA+」「AA」「AA-」)を含み、そのほかの格付けカテゴリー「A」「BBB」「BB」「B」も同様であるのに対し、格付けカテゴリー「AAA」は単一の格付け水準である。格付け「CCC+」「CCC」「CCC-」「CC」「C」は、まとめて「CCC/C」と表示している。

**表 6 日本の発行体の 1 年間の平均格付け遷移率(事業会社と金融、1981-2017 年、%)**

1月1日時点の格付け カテゴリー	12月31日時点の格付けカテゴリー								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	86.11	12.34	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.27
AA	0.35	87.92	7.86	0.01	0.00	0.10	0.00	0.00	3.77
A	0.00	0.83	90.31	2.99	0.07	0.02	0.00	0.00	5.79
BBB	0.00	0.00	8.40	75.41	2.26	0.19	0.03	0.15	13.57
BB	0.00	0.00	0.00	11.63	65.37	2.31	0.33	0.63	19.73
B	0.00	0.00	0.00	0.00	15.70	53.76	3.66	7.31	19.57
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	2.31	23.70	17.34	21.97	34.68

D: デフォルト。NR: 格付けなし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表 7 日本の発行体の 1 年間の平均格付け遷移率(公的部門、1981-2017 年、%)**

1月1日時点の格付け カテゴリー	12月31日時点の格付けカテゴリー								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	84.52	7.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.74
AA	0.00	85.30	8.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.75
A	0.00	0.00	87.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.47
BBB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

D: デフォルト。NR: 格付けなし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表 8 日本の発行体の 3 年間の平均格付け遷移率(事業会社と金融、1981-2017 年、%)**

1月1日時点の格付け カテゴリー	12月31日時点の格付けカテゴリー								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	63.12	31.68	3.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.06
AA	0.69	67.06	20.29	0.38	0.00	0.35	0.00	0.00	11.23
A	0.00	2.04	71.66	7.75	0.19	0.16	0.01	0.00	18.19
BBB	0.00	0.00	18.24	37.79	3.77	0.32	0.14	1.01	38.74
BB	0.00	0.00	0.72	16.22	21.31	3.06	1.09	2.16	55.44
B	0.00	0.00	0.00	5.03	12.74	21.90	1.56	16.09	42.68
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	17.39	12.42	0.00	22.98	47.21

D: デフォルト。NR: 格付けなし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表 9 日本の発行体の 3 年間の平均格付け遷移率(公的部門、1981-2017 年、%)**

1月1日時点の格付け カテゴリー	12月31日時点の格付けカテゴリー								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	53.55	23.23	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	23.23
AA	0.00	60.95	20.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.05
A	0.00	0.00	59.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	40.41
BBB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

D: デフォルト。NR: 格付けなし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

表 10 日本の発行体の 2017 年の格付け遷移(事業会社と金融、件)

1月1日 時点の 格付け	発行体数	12月31日時点の格付け																		
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	NR
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA	2	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA-	14	0	0	0	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A+	39	0	0	0	0	35	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
A	45	0	0	0	0	0	43	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A-	34	0	0	0	0	0	2	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
BBB+	8	0	0	0	0	0	0	1	6	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BBB	4	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BBB-	2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BB+	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0
BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BB-	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0
B+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B-	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0
CCC/C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	155	0	0	1	15	35	46	35	6	5	2	3	2	0	1	0	0	1	0	3

D: デフォルト。NR: 格付けなし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

表 11 日本の発行体の 2017 年の格付け遷移(公的部門、件)

1月1日 時点の 格付け	発行体数	12月31日時点の格付け																		
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	NR
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A+	7	0	0	0	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BBB+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BBB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BBB-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BB+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BB-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CCC/C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	7	0	0	0	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

D: デフォルト。NR: 格付けなし。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

格付けカテゴリー別でみると、事業会社と金融の発行体の 2016 年の格上げ率が 1.92%だったのに対し 2017 年は 0.65%に低下し、格上げ率は 2012 年以来初めて 1%を下回った (表 12 参照)。一方、格下げ率は 2016 年の 0.64%に対し 2017 年は 0.65%とほぼ横ばいだった。年末時点で年初と同じ格付けカテゴリーだった発行体の比率は、2016 年の 94.23%に対し 2017 年は 96.77%と、1985 年以来最も高かった。2017 年は格下げ率と格上げ率が同水準だった結果、格下げ・格上げ比率は 1 だった。

「+」「-」記号を考慮した格付けカテゴリー内の変更を含むベースでは、2017 年の格上げ率は 4.52%と、2016 年の 8.97%のほぼ半分の水準に低下した。一方、格下げ率は 2016 年の 4.49%に対し 2017 年は 5.81%に上昇したものの、いずれも 2015 年の 22.64%と比較すると低水準であった。「+」

「-」記号を考慮したベースで、2017年末時点で年初と同じ格付けだった発行体の比率は87.74%と、2016年の83.33%から上昇した。同ベースの格上げの格下げに対する比率は1対1.29だった。

表 12 日本の発行体の年次格付け遷移の概要(事業会社と金融、%) (\*1)

年	1月1日時点 の発行体数	格付けカテゴリーベース						格付けの+-符号を考慮したベース					
		格上げ	格下げ (*2)	変更なし	格下げ・ 格上げ比 率	デフォルト	格付け取 り下げ	格上げ	格下げ (*2)	変更なし	格下げ・ 格上げ比 率	デフォルト	格付け取 り下げ
1981	5	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	20.00	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
1982	6	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
1983	8	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	12.50	0.00	87.50	0.00	0.00	0.00
1984	12	16.67	8.33	75.00	0.50	0.00	0.00	16.67	8.33	75.00	0.50	0.00	0.00
1985	15	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
1986	18	5.56	0.00	94.44	0.00	0.00	0.00	5.56	0.00	94.44	0.00	0.00	0.00
1987	20	0.00	10.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	90.00	0.00	0.00	0.00
1988	31	0.00	3.23	93.55	0.00	0.00	3.23	0.00	3.23	93.55	0.00	0.00	3.23
1989	39	2.56	2.56	94.87	1.00	0.00	0.00	5.13	5.13	89.74	1.00	0.00	0.00
1990	44	4.55	0.00	95.45	0.00	0.00	0.00	4.55	0.00	95.45	0.00	0.00	0.00
1991	47	0.00	19.15	80.85	0.00	0.00	0.00	0.00	31.91	68.09	0.00	0.00	0.00
1992	52	0.00	13.46	82.69	0.00	0.00	3.85	0.00	28.85	67.31	0.00	0.00	3.85
1993	54	0.00	9.26	88.89	0.00	0.00	1.85	0.00	29.63	68.52	0.00	0.00	1.85
1994	57	0.00	19.30	80.70	0.00	0.00	0.00	0.00	26.32	73.68	0.00	0.00	0.00
1995	61	0.00	6.56	93.44	0.00	0.00	0.00	0.00	22.95	77.05	0.00	0.00	0.00
1996	64	0.00	3.13	95.31	0.00	0.00	1.56	1.56	7.81	89.06	5.01	0.00	1.56
1997	72	1.39	5.56	90.28	4.00	0.00	2.78	1.39	12.50	83.33	8.99	0.00	2.78
1998	77	0.00	31.17	63.64	0.00	1.30	3.90	3.90	58.44	32.47	14.98	1.30	3.90
1999	89	0.00	13.48	84.27	0.00	0.00	2.25	0.00	30.34	67.42	0.00	0.00	2.25
2000	100	0.00	2.00	90.00	0.00	1.00	7.00	10.00	4.00	78.00	0.40	1.00	7.00
2001	105	0.00	9.52	83.81	0.00	0.00	6.67	2.86	24.76	65.71	8.66	0.00	6.67
2002	119	1.68	8.40	80.67	5.00	0.00	9.24	3.36	27.73	59.66	8.25	0.00	9.24
2003	123	1.63	3.25	89.43	1.99	0.81	4.88	5.69	4.88	83.74	0.86	0.81	4.88
2004	293	8.19	0.68	87.71	0.08	0.68	2.73	20.48	2.39	73.72	0.12	0.68	2.73
2005	345	12.17	1.16	79.71	0.10	0.29	6.67	26.96	1.45	64.64	0.05	0.29	6.67
2006	337	4.45	0.89	91.69	0.20	0.00	2.97	12.76	2.08	82.20	0.16	0.00	2.97
2007	345	5.51	0.87	59.71	0.16	0.00	33.91	26.38	2.03	37.68	0.08	0.00	33.91
2008	236	1.69	2.12	89.83	1.25	0.00	6.36	7.20	4.24	82.20	0.59	0.00	6.36
2009	230	0.43	3.48	64.35	8.09	2.17	29.57	0.43	10.43	57.39	24.26	2.17	29.57
2010	161	3.11	0.62	88.20	0.20	0.62	7.45	6.83	4.35	80.75	0.64	0.62	7.45
2011	153	1.31	7.19	88.89	5.49	0.00	2.61	6.54	17.65	73.20	2.70	0.00	2.61
2012	155	0.00	6.45	90.32	0.00	0.00	3.23	0.65	12.26	83.87	18.86	0.00	3.23
2013	156	3.21	1.92	92.95	0.60	0.00	1.92	4.49	4.49	89.10	1.00	0.00	1.92
2014	157	2.55	1.91	91.72	0.75	0.00	3.82	7.01	2.55	86.62	0.36	0.00	3.82
2015	159	2.52	6.92	82.39	2.75	0.63	7.55	6.29	22.64	62.89	3.60	0.63	7.55
2016	156	1.92	0.64	94.23	0.33	0.00	3.21	8.97	4.49	83.33	0.50	0.00	3.21
2017	155	0.65	0.65	96.77	1.00	0.00	1.94	4.52	5.81	87.74	1.29	0.00	1.94

(\*1)各年の1月1日と12月31日の格付けを比較しており、途中の変更は考慮していない。

(\*2)「D(デフォルト)」への格下げは含まず、別途、デフォルトの欄に表示している。

出所:S&Pグローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

表 13 日本の発行体の年次格付け遷移の概要(公的部門、%) (\*1)

年	1月1日時点 の発行体数	格付けカテゴリーベース						格付けの+-符号を考慮したベース						
		格上げ	格下げ (*2)	変更なし	格下げ・ 格上げ比 率	デフォルト	格付け取 り下げ	格上げ	格下げ (*2)	変更なし	格下げ・ 格上げ比 率	デフォルト	格付け取 り下げ	
1981	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1982	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1983	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1984	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1985	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1986	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1987	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1988	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1989	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1990	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1991	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1992	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1993	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1994	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1995	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
1996	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1997	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1998	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1999	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2000	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2001	1	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2002	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2003	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2004	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2005	1	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2006	2	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2007	3	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	66.67	0.00	33.33	0.00	0.00	0.00	0.00
2008	6	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2009	13	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2010	13	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2011	15	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	53.33	46.67	0.00	0.00	0.00	0.00
2012	15	0.00	0.00	86.67	0.00	0.00	13.33	0.00	0.00	86.67	0.00	0.00	13.33	0.00
2013	14	0.00	0.00	92.86	0.00	0.00	7.14	0.00	0.00	92.86	0.00	0.00	7.14	0.00
2014	13	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2015	13	0.00	69.23	0.00	0.00	0.00	30.77	0.00	69.23	0.00	0.00	0.00	30.77	0.00
2016	9	0.00	0.00	77.78	0.00	0.00	22.22	0.00	0.00	77.78	0.00	0.00	22.22	0.00
2017	7	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00

(\*1)各年の1月1日と12月31日の格付けを比較しており、途中の変更は考慮していない。

(\*2)「D(デフォルト)」への格下げは含まず、別途、デフォルトの欄に表示している。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

**表 14 日本の公開格付け先のデフォルト企業一覧**

企業名	デフォルトした年	デフォルトの形態
シャープ	2015	債務株式化
エルピーダメモリ	2012	会社更生手続き
武富士	2010	会社更生手続き
武富士	2009	債務交換
日本航空	2009	ADR手続き下でのデフォルト
NISグループ	2009	債務交換
CSKホールディングス	2009	債務株式化
アイフル	2009	ADR手続き下でのデフォルト
三菱自動車	2005	債務株式化
双日	2004	債務株式化
三菱自動車	2004	債務株式化
ハザマ	2004	債務株式化
協栄生命保険	2000	会社更生手続き
山一証券	1999	破産

注: 非公開格付け先は除く。ADR は裁判外紛争解決手続き。

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ



表 15 日本の事業会社と金融の格付け分布(各年初時点)

■発行体数

格付け カテゴリー	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
AA	16	16	16	25	26	24	29	36	36	45	47	47	45	44
A	118	118	114	104	101	103	98	93	94	111	110	147	134	112
BBB	14	14	18	21	18	19	19	19	23	50	53	108	109	126
BB	5	5	7	6	8	7	7	4	4	19	22	36	41	45
B	1	2	0	3	4	3	2	1	1	4	3	5	6	12
CCC/C	1	0	1	0	0	0	0	0	3	0	0	1	1	5
BBB格以上	148	148	148	150	145	146	146	148	153	207	211	303	289	283
BB格以下	7	7	8	9	12	10	9	5	8	23	25	42	48	62
合計	155	155	156	159	157	156	155	153	161	230	236	345	337	345

格付け カテゴリー	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
AAA	1	1	1	2	2	3	7	6
AA	40	30	30	32	31	30	25	22
A	82	34	35	29	26	26	34	33
BBB	105	40	37	33	31	23	7	9
BB	42	9	11	8	8	7	3	1
B	19	8	5	1	2	0	1	1
CCC/C	4	1	0	0	0	0	0	0
BBB格以上	228	105	103	96	90	82	73	70
BB格以下	65	18	16	9	10	7	4	2
合計	293	123	119	105	100	89	77	72

■構成比(%)

格付け カテゴリー	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.43	0.42	0.29	0.30	0.29
AA	10.32	10.32	10.26	15.72	16.56	15.38	18.71	23.53	22.36	19.57	19.92	13.62	13.35	12.75
A	76.13	76.13	73.08	65.41	64.33	66.03	63.23	60.78	58.39	48.26	46.61	42.61	39.76	32.46
BBB	9.03	9.03	11.54	13.21	11.46	12.18	12.26	12.42	14.29	21.74	22.46	31.30	32.34	36.52
BB	3.23	3.23	4.49	3.77	5.10	4.49	4.52	2.61	2.48	8.26	9.32	10.43	12.17	13.04
B	0.65	1.29	0.00	1.89	2.55	1.92	1.29	0.65	0.62	1.74	1.27	1.45	1.78	3.48
CCC/C	0.65	0.00	0.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.86	0.00	0.00	0.29	0.30	1.45
BBB格以上	95.48	95.48	94.87	94.34	92.36	93.59	94.19	96.73	95.03	90.00	89.41	87.83	85.76	82.03
BB格以下	4.52	4.52	5.13	5.66	7.64	6.41	5.81	3.27	4.97	10.00	10.59	12.17	14.24	17.97
合計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

格付け カテゴリー	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
AAA	0.34	0.81	0.84	1.90	2.00	3.37	9.09	8.33
AA	13.65	24.39	25.21	30.48	31.00	33.71	32.47	30.56
A	27.99	27.64	29.41	27.62	26.00	29.21	44.16	45.83
BBB	35.84	32.52	31.09	31.43	31.00	25.84	9.09	12.50
BB	14.33	7.32	9.24	7.62	8.00	7.87	3.90	1.39
B	6.48	6.50	4.20	0.95	2.00	0.00	1.30	1.39
CCC/C	1.37	0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB格以上	77.82	85.37	86.55	91.43	90.00	92.13	94.81	97.22
BB格以下	22.18	14.63	13.45	8.57	10.00	7.87	5.19	2.78
合計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

出所: S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチ

## APPENDIX: データ手法とアップデート

本稿は、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が、金融商品取引法第 66 条の 39、および金融商品取引業等に関する内閣府令第 318 条に従って開示する「説明書類」の一部を構成する。本稿で用いられるデータの範囲と手法は、S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチがグローバルの法人、およびグローバルのパブリックファイナンスのデフォルトと格付け遷移の調査に用い

るものと、おおむね一致している（詳細は、2017年4月13日付「Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions」参照）。しかし、地域の規制等を考慮し、手法には以下の差異が存在する。

### 発行体の範囲

日本を除くグローバルの法人のデフォルトと格付け遷移調査では、事業会社、公益事業会社、金融機関、保険会社を対象とする一方、本調査ではそれらに加え、公的部門も対象としている。

### 前年の格付け遷移調査からの変更点

これまでの格付け遷移調査では、S&P が政府系機関とみなす発行体の統計を独立した表によって示していた。しかし、政府系機関は他の各対象セクターに含まれることから、本調査では、政府系機関をそれぞれの属するセクター（事業会社、保険を含む金融、公的部門）のメンバーとみなして該当するセクターに分けている。

### デフォルト率の計算

グローバルの調査では、毎年1月1日時点の格付けに基づいて格付け先を年ごとにグループ分けしている。これに対し本調査では、格付けを付与しているすべての発行体を毎月1日時点の格付けに基づいてグループ分けして月ごとに静的プールを組成し、それぞれのプールについて1カ月間の限界デフォルト率を計算し、それを用いて累積平均デフォルト率を計算している（累積デフォルト率の計算手法の詳細については、2017年4月13日付「Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions」を参照）。

### デフォルトの定義

「R」（財務上の問題が理由で規制当局の監督下に置かれている債務者に付与される発行体格付け）について、本調査では、S&P の定義で債務不履行とみなす場合にのみ、これをデフォルトとして扱っている。本調査のデータのなかに、「R」となったが債務不履行が生じなかったケースが1つ存在する。新生銀行（当時の名称は日本長期信用銀行）の格付けは国有化を受けて1999年1月に「NR」（格付けなし）から「R」に変更となったが、債務不履行が生じていないため、本調査ではこれをデフォルトとして扱っていない。グローバルの調査では格付け「R」をさらに分けることはしないため、本調査では、新生銀行について「R」後の格付け履歴のみを対象とした。グローバルの調査では同行の格付け履歴を除外している。

グローバルなデフォルト調査と同様に、S&P グローバル・フィクスト・インカム・リサーチが本調査に使用しているデータベースは継続的に精緻化されているため、過去の調査結果と若干の相違が生じることがある。しかし、毎年の調査はそれぞれ完結したものであり、新しい調査結果は過去の調査結果に取って代わるものであることから、期間比較上の一貫性に関する問題はない。

### M&A(合併・買収)等の取り扱い

格付け先の発行体が合併・買収（M&A）されたり、東京電力のように持ち株会社に移行したりした場合、もとの事業体の格付けは「NR」となり、それ以降は買収会社や新事業体の格付けが調査の対象となる。もとの事業体の格付け履歴はそれ以降、新事業体と関連づけられることはない。

## デフォルト率の比較

デフォルト率はその算出方法によって大きく異なりうるため、各格付け会社の調査結果を比較することは極めて慎重に行われるべきである（デフォルト率算出手法のいくつかの差異の詳細については、2009年6月22日付「日本法人のデフォルト・格付け遷移調査2008年版」を参照）。また、各格付け会社が債券の交換（債券の買い戻しを含む）をデフォルトとして扱うかどうかという点にも注意すべきである。S&Pは、発行体による2009年の経営難に伴う債券の交換（ディストレスト・エクステンジ）2件を、デフォルトとしてカウントした（表14参照）。

注：本稿で「手法」とは本調査で用いたデータ集約や計算の手法を指し、信用格付けを決定するために用いられる公表された格付け規準であるS&Pの手法とは関係しない。

## 関連格付け規準と関連リサーチ

### 関連格付け規準

2010年7月6日付「一般格付け規準：格付け手法：信用力の安定性に関する格付け規準」

### 関連リサーチ

2017年4月18日付リリース『日本のソブリン格付けを※「A+／A-1」に据え置き アウトルックは引き続き「安定的」』

2017年4月13日付「Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions」

2017年3月30日付「日本の発行体格付け遷移調査2016年版」

\* 格付けアクションを決定できるのは格付け委員会のみであり、本稿は格付けアクションを成すものではありません。

S&Pグローバル・レーティングの格付けについて：

S&P グローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けている S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（[www.standardandpoors.co.jp](http://www.standardandpoors.co.jp)）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

---

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」といいます。）について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービス・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修

正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P 関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別なし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付けの承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。

ある国の規制当局が格付け会社に対して、他国で発行された格付けを規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)、そして、購読契約による有料サイトの [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、[www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees) に掲載しています。