

公表日：2017年7月5日

## R&I 中堅企業格付の現状

ストラクチャードファイナンス本部  
チーフアナリスト：古谷 仁志

- R&I は、日本経済新聞社グループの金融工学研究所と協力し 2006 年 10 月に、信用格付サービスとして「R&I 中堅企業格付」の提供を開始後、のべ 204 社に格付を付与してきた。信用力の開示、取引先との関係強化など、R&I 中堅企業格付のメリットが受け入れられ、関心が根強いことを示している。その仕組みや手続き、分析方法、取得企業の現状、メリットなど問い合わせが多く寄せられている。
- 本レポートでは、R&I 中堅企業格付の概要、及び特徴について概要を示した後、取得企業の特徴などについて解説する。また過去の格付実績、企業や金融機関から問い合わせの多かった質問内容を踏まえて、中堅企業格付の現状と、取得企業や取扱金融機関のメリット、格付上重視する点などについて説明する。

### R&I 中堅企業格付の概要

R&I 中堅企業格付は、R&I の中堅・中小企業向け専用の符号体系である。R&I の事業債格付は、主に公募社債やその発行企業への格付を対象としているため、日本企業群の大部分を占める中堅・中小企業には必ずしもなじまない格付体系といえる。そこで、金融機関貸出の優良先たる「融資適格企業」の概念を中心に据え、中堅・中小企業を評価するのが、R&I 中堅企業格付である。以下にその主な特徴をまとめた。

- (1) 評価は小文字の aaa から ccc の 7 段階（定義は図表 1「R&I 中堅企業格付の定義」を参照）。これは R&I の事業債の発行体格付体系（AAA～D）とは全くの別体系であり、信用度は一致しない。また、事業債格付を取得する際に一定の格付符号を保証するものでもない。
- (2) 対象先は、中小企業法上の中小企業であるなどの申込企業の条件を満たしているほか、一定の書類を提出できる企業である。
- (3) 格付の際には、モデルによる財務定量評価を中心に判断する。その定量評価結果に加えて、申込企業が提出した定性情報などの範囲内で、最終的な格付が決定される。
- (4) 格付は、ある特定の期の決算を基にした評価日時点における格付である。原則、格付後信用力変化に関する継続的な監視（モニタリング）は行わない。
- (5) 特定の債務等に対する格付ではない。

■ 図表 1 R&I 中堅企業格付の定義

aaa	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に最も高い。
aa	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に非常に高い。
a	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に高い。
bbb	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に十分であるが、将来環境が変化する場合、注意すべき要素がある。
bb	中堅・中小企業のなかで、信用力にやや問題がある。将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある。
b	中堅・中小企業のなかで、信用力に問題がある。絶えず注意すべき要素がある。
ccc	債務不履行に陥っているか、またはその懸念が強い。

## 申込企業の条件

R&I 中堅企業格付の申込企業の主な条件を、図表 2 に示す。

■ 図表 2 申込企業の条件

<p>1. 法人（金融商品取引法第 2 条に規定する定義に関する内閣府令第 24 条第 1 項第 1 号又は第 2 号に掲げるものを含み、中小企業基本法第 2 条第 1 項各号に掲げる中小企業者に該当する者であり、かつ、金融商品取引法第 193 条の 2 第 1 項又は第 2 項の規定により監査証明を受けなければならない者以外の者その他これに類するもの）。その他これに類するものとは、会社法第 2 条第 6 項で定める大会社以外のもののうち、業容等が実質的に中堅・中小企業として R&amp;I が判断するもの。</p> <p>2. 売上高が原則申込時 5 億円以上であること。</p> <p>3. 決算書を最低限 3 期以上提出できること。</p> <p>4. 調査票の質問について回答ができること。</p> <p>5. R&amp;I 中堅企業格付の取扱金融機関経由で、R&amp;I 中堅企業格付取得希望の申し込みを行ったこと。</p> <p>6. 直近 3 年間に於いて倒産・延滞をおこしていないこと。</p> <p>なお、申込者の業種分類については、申込者の申告に基づき R&amp;I が判断する。</p>
--

申込企業の条件で問い合わせが多い点について補足する。まず売上高だが、上限は 100 億円を目安としているが、これ以上のケースでも格付を受け付けるケースがあり、別途問い合わせに応じている。

また、対象外業種がある。具体的には、「自営業者、金融業者、各種公社、社団法人、財団法人、医療法人、学校法人、公益法人、各種組合、その他 R&I が別途その裁量において指定する業種に属する事業を営む各種団体等一部の業種以外の業種であること」——だ。この対象外業種について、特に問い合わせが多いのが学校法人、医療法人、金融業。これらの業種は個別の定性的な要素を評価するウエートが特に高いと考えているため、財務諸表のみならず、事業内容、資産内容などについてヒアリングまたは一定量の資料が必要であると考えている。

R&I が別途その裁量において対象外としている企業・業種は (1) 多様な事業をグループ展開している企業（関係会社を多く持ち、対象企業の決算のみではグループ全体の状況が把握しにくい場合など）

(2) 実体として格付対象外業種が主事業である企業（資産の大半が金融業を営む子会社向けの貸付金である場合など）(3) その他業種（遊戯業の一部、最終処理産業廃棄物処理業など）——などである。

これらの企業・業種を対象外としている主な理由としては、(1) 対象外の業種の決算書の内容・項目が、R&I 中堅企業格付で使用するモデルで想定する内容・項目と大きく異なり、推計結果が適切とならない可能性がある (2) グループで展開するケースが多いうえ、企業の評価をするにあたり、これらグループの情報の分析が不可欠であり、格付対象企業の情報のみならずグループ全体に関わる資料を入手する必要がある (3) モデルでは判断・予測できない潜在的なリスクが大きい——ことが挙げられる。

ただ、これらの企業の場合は個々により状況が異なることから、取扱金融機関を通じて R&I に事前に取り扱い可能か照会していただきたい。

最近では、分社化あるいは中心となる企業を持株会社化し、グループの経営判断のスピードアップや責任分担の明確化を図る中堅企業が少なくない。この場合では、多様な事業をグループ展開している企業という面があることは確かだが、持株会社の決算書のほか、グループの主要企業やグループの構成を把握できる資料の提出を受けることで、モデルで分析した場合でも支障がないと判断できる場合には、R&I 中堅企業格付の付与が検討できる。

## 必要書類

格付取得申込企業が取扱金融機関に提出する書類を、図表 3 に示す。

### ■図表 3 必要書類

1. 格付申込書
2. 調査票（定性評価のアンケート）
3. 取扱金融機関宛提出票
4. 決算書（原則直近 5 期分全項）
5. 商業登記簿謄本（直近 3 カ月以内に取得された原本）
6. 印鑑証明書（直近 3 カ月以内に取得された原本）
7. 税務申告書（原則直近 5 期分全項）
8. 金融機関別借入残高推移（原則直近 5 期分）
9. 会社概要（パンフレットなど。様式は問わない。）
10. その他資料

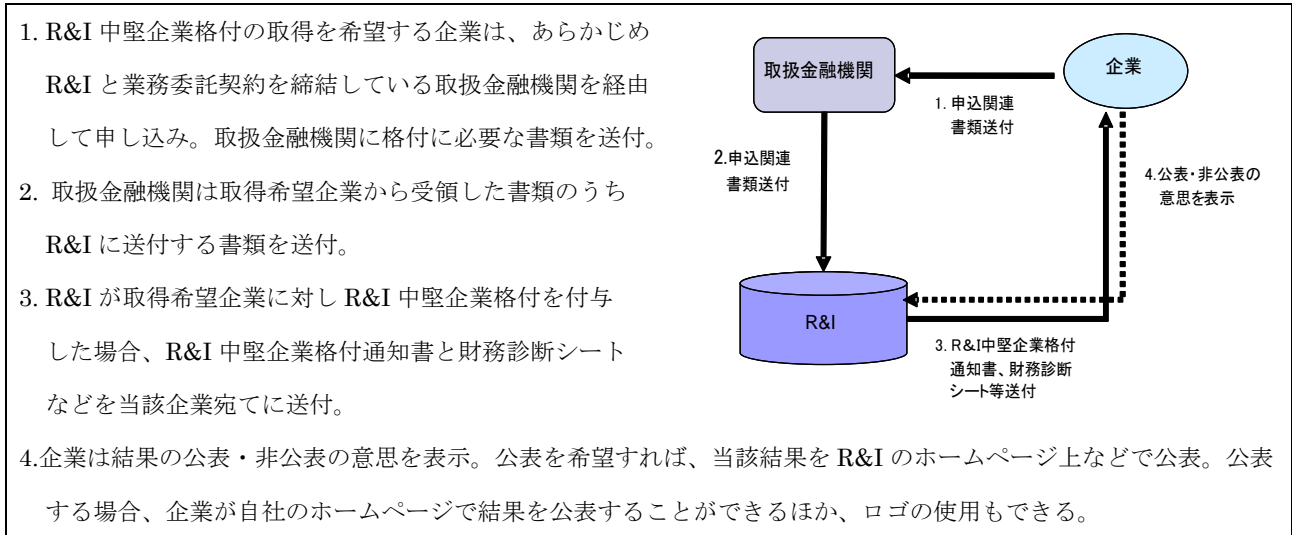
格付申込書や調査票など、R&I 中堅企業格付定形の書類のほか、通常企業で作成、取得できる一般的な書類となっている。

原則として R&I から資料を請求することはない。ただ前回資料との連続性を保つ場合、あるいは決算数値の背景を理解する上で最低限必要な場合は、別途資料の送付を依頼することがある。

## 申し込みから取得、結果連絡

R&I 中堅企業格付の申し込みから取得、結果連絡までの基本的な流れを図表 4 に示す。

■図表 4 申し込みから取得、結果連絡まで



R&I 中堅企業格付の結果通知の際には、通知書や公表可否の確認の書面などと併せて、「財務診断シート」を送付している（サンプルは図表 5 参照）。財務診断シートには、収益性、効率性、安全性、流動性、成長性を示す経営指標のうち、定量ないし定性分析に際し重視した指標について、その企業の経営指標がどの程度であるかというランクを示している。

また、「格付アナリストの視点」では、結果に対する所見を記入している。内容は、(1) 会社概要 (2) 格付のポイント（事業面、財務面、収支面）(3) 会社のリスク・注意点——で、信用力の観点から今後の経営の参考にしていただければ幸いである。

■ 図表 5 財務診断シート (サンプル)

# 財務診断シート

格付投資情報センター

申込企業名	株式会社 ○○○
申込業種	サービス業

R&I中堅企業格付	a	決算	2017年3月
-----------	---	----	---------

決算ハイライト (単位:千円)

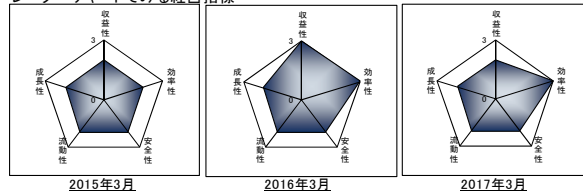
項目名	2015年3月	2016年3月	2017年3月
B/S	資産合計		
	自己資本		
	現金・預金		
	長期借入金(長期借入金 + 社債)		
	短期借入金		
借入金合計			
P/L	売上高		
	営業利益		
	経常利益		
	特別利益		
	特別損失		
	当期利益		
	減価償却費		
	減価償却費 + 当期利益		

R&I中堅企業格付先の財務指標が掲載されます。

指標	2015年3月	2016年3月	2017年3月	指標ランク
収益性				
効率性				
安全性				
流動性				
成長性				

モデルや分析上重視している指標を掲載します。指標の構成は、安全性指標が5、その他指標が2項目からなります。例えば、安全性指標の代表的な項目に自己資本比率があります。また、指標のランクを3段階で表示しています。

レーダーチャートでみる経営指標



格付アナリストの視点

おおむね、以下の項目についてアナリストが検討した視点を掲載します。

- 1 会社概要
- 2 格付のポイント
- 3 会社のリスク・注意点

上の「2格付のポイント」では、事業、財務、収益、収支の各面を中心に評価ポイントのコメントを掲載します。

経営指標の計算式

経営指標の具体的な計算式を掲載しています。

「R&I中堅企業格付」は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定される関連業務(信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務)です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

格付の公表は格付付与の対象となっている決算期から 15 カ月以内とし、それを経過したときは R&I はその格付を非公表とすることができる。また、格付を付与した日が、格付の対象となっている決算期から 12 カ月を超える場合は、基本的に公表することはできない。なお、対象となっている企業の意思に関わらず、R&I の裁量によって取り下げることができる。

## 定量評価

ここまで R&I 中堅企業格付の概要から結果の通知までについて、概要を記した。続いて、中堅企業格付の評価自体の中心となる、モデルによる定量評価、及び定性評価について記す。

R&I 中堅企業格付を判定するモデルは、製造、卸、小売、建設、サービス、その他の 6 業種ある。格付申込企業はこれらのいずれかのモデルにより格付を推計される。

使用される計量モデルは、判別に用いられる財務指標の項目やそれらの指標の格付への影響度について、業種特性を反映して差を設けている。財務指標の選択にあたっては、収益性、効率性、安全性、流

動性、成長性の観点から重要と思われる指標を、その選択にあたってはデフォルト判別力の高さを考慮している。

## 定性評価

モデルによる定量情報に加え、格付申込企業が提出した定性情報などを踏まえ格付を決定する。その際には R&I 中堅企業格付所定の調査票に加えて、各社のパンフレット、ホームページ、その他事業報告書や営業関連の資料その他、一連のディスクロージャー資料を踏まえて考慮する。これらに基づき、各社の基本情報（沿革、経営陣、株主構成、金融機関取引）を確認したうえで、定性情報を分析する。

定性情報の分析にあたり中心となるのが調査票だ。内容は A4 版 4 枚で、上位販売先や仕入先、株主構成、回収・支払サイト、経営者との取引を始めとした情報を記入するものであり、簡潔な記入しやすい内容、構成となっている（図表 6 参照）。

### ■図表 6 調査票のアンケート項目

1. 一般情報…設立年月日、業種・事業内容、業界地位、代表者、従業員数、主要株主、関係会社・企業グループ、取引先金融機関、代表者などとの取引状況
2. 保有資産などの状況…保有資産の簿価、時価、取得時期など
3. 営業販売の状況…主要製商品・サービス、営業地域、営業形態、主要販売先、販売条件など
4. 仕入・生産の状況…主要仕入先、仕入条件など
5. グループ会社…グループ会社との取引状況など

当然、有価証券報告書をはじめとした上場会社が提出する情報よりは少なく、限られた範囲であるとはいえ、これらの情報を通じてモデルの結果による定量情報を補完している。

中堅・中小企業を評価するにあたり、定性情報を考慮することは、重要と考えている。財務指標の分析だけでは、機械的な結果に陥る可能性が高くなり、企業の特徴を把握できなくなる恐れがあるためだ。

例えば需要の山谷が大きく、好況の時期に利益を稼ぎ、不況の時期の低収益をカバーし、数年ならば一定の収益水準を確保している企業の場合は、収益変動で格付が振れやすくなる。また、事業が順調な卸・小売や不動産業では、在庫などで資産、負債が一時的に膨らむことが多い。その結果、自己資本比率が低下するが、資産が健全な場合は、格付結果が実体以上に保守的過ぎる結果となる懸念がある。逆に、自己資本比率が高くても、不良資産が多い場合などは、財務指標の検討だけでは格付と実体の乖離幅があまりにも大きくなってしまう可能性がある。資産の内容の精査には、モデルだけではなく実体面での分析は欠かせない。

財務諸表は企業の「顔」であり、同じ業種であっても特徴や性格は様々で、決して画一的にはできないものである。定量モデルを使って格付を評価する場合でも、定性面を可能な限り評価して、このよう

な算出評価と実体の齟齬を小さくすることが重要と考えている。

最近では、調査票やその他必要書類以外の情報について、積極的な提供を受けるケースが増えてきたが、これらは定量情報の補強のみならず、定性分析においても非常に有用である。決算説明会資料やグループ会社の決算書、不動産の明細、経営計画などだ。提出資料が多ければ、より会社の理解度が深まり、精緻な格付の分析につながる。

申込企業は、個別に様々な特徴がある。製造業の過去の事例には、上場企業のOEM先や下請けを通じて大口取引先を確保している企業や、取引先が小口分散し納期や製品の競争力に優れ、販路を積極的に開拓している企業があった。また海外に現地法人を設立するなど事業の拡大に積極的な企業もある。

このように、例えば一口に製造業といえども様々な企業があり、業種の販売先や市場動向、大口取引先との関係が会社の信用力に与える影響は決して軽視はできない。収益水準は低いとはいえ上場メーカーの基幹部品を担い、当該メーカーの海外移転にメーカーともども対応しているような会社は、上場企業の原価低減要請で、足元で多少収益率が低下したとしても、激しい価格競争により低採算を余儀なくされている限界的な企業とは明らかに信用力が異なる。

また、借入金が多くてもメインバンクとの関係や金融フォーメーションが強固である企業と、取引銀行の入れ替わりが激しく、長期・短期のバランスが資産と負債とで崩れている企業とでは、信用力が異なる可能性は高いといえよう。

特に売上高や資産規模の小さい企業では、景況で財務指標が変化しやすい。その点中堅・中小企業の分析に際しては、限られた資料とはいえ定性面を考慮することが適切であろう。

R&IではR&I中堅企業格付を進めるにあたり、モデルの結果を大原則としてモデルの結果を基に格付を付与している。そのうえで、調査票や各社のパンフレットなどの資料を通して格付先企業の事業、収益、財務の構造や特徴を把握し、いわば「決算の数字がどのように成り立っているか」を最低限把握するよう努めている。それが企業にとり、さらに適切な格付につながると考えている。

## 取得の意義（申込企業）

現在、R&I中堅企業格付の取得先では、格付取得についてメリットを受けていると認識している企業が多い。

具体的には、取引先や新規開拓先の企業に対して、自社の財務面の信用力を開示することができるようになったほか、金融機関からの信用が得られやすくなり、当座貸越枠が設定できた、無担保借入枠が可能になったケースがある。さらにIRに利用し、自社のホームページで格付を公表するケースも散見される。

また、社員の採用にもメリットがあると考えられる。中堅・中小企業の場合、知名度では大手企業に劣るケースが多い点は否めない。特に不況下では、優秀な新卒の人材が大手企業に偏ることが多いとも

考えられる。中堅企業格付を取得し公表することで、これら人材採用の一助となると考えられる。

さらにこれらのような対外的なメリットのみならず、自社の客観的な評価を知る一助ともなり得るほか、格付取得を経営目標としたり、財務診断シートのコメントを経営上の参考とするケースもある。

企業のこれらのメリットのうち、注目されるのが、自社の信用力を開示し取引先の拡大を図るとみられるケースが増えていることだ。R&I 中堅企業格付の取得を自社のホームページに掲載するケースがみられる。信用力に対する第三者の評価に対する潜在的なニーズがあるといえよう。

## 取得の意義（取扱金融機関）

中堅企業格付取得のメリットは、取得企業のみならず、取扱金融機関にもある。その1つがまず、取引先との関係強化が図れる点が大いと考えられる。中堅・中小企業の潜在的なニーズは徐々に広がっており、金融機関としてこれらのニーズに応えることは、リレーションシップ・バンキングの面でプラスとなる。特に、取引先が無借金である場合でも、中堅企業格付の仲介により企業との関係を保つことができる。実際、中堅企業格付を取り組んでから、支店の担当が取引先の社長と話をしやすくなった、ということもあるようだ。このように、経営者とともに経営課題を経営者の目線で議論をし、アドバイスできるチャンスとなる点が大い。また格付先の担当者と接する機会が増え、より企業を深く知ることができたという声もある。

また、中堅企業格付のサービスを手掛けることで、他の金融機関と差別化し、新規開拓に役立てようとする金融機関もみられる。

さらに、顧客のニーズに応えるだけでなく、金融機関としても利用する価値が今後出てくると考えられる。取引先の経営診断の1つの参考資料として使うことも可能であろう。

複数企業を紹介していただいている金融機関の中には、格付の序列はおおむね行内格付と序列は同じであるという声もある。元来、中堅企業格付は「金融機関貸出の優良対象先たる「融資適格企業」」の概念を中心に据えて開発しているが、これら趣旨にも沿っている形だ。

## 現状の取得状況、取得企業の特徴

2017年6月末現在、格付先はのべ204社（非公表、複数回申し込み含む）となった。

業種的にも様々である。社数では製造業のウエートが高いが、それ以外に卸、小売、建設、不動産などから、結婚式場、産業廃棄物処理、総合潜水業まで多様な業種に広がっている。昨今は建設、住宅、不動産関連の申し込みが以前より増えている印象がある。

その他、格付取得企業の特徴としては、事業基盤が安定している企業、成長している企業（売上高が伸びている企業）、オーナー系の企業が多い点が挙げられる。また、創業者の後継者（2代目）の取得が少なくないイメージもある。取得先はISOシリーズを取得するなど、品質管理や外部評価に積極的な企



業が多い。一般的に、様々な面で前向きな企業が多いといえる。これらの企業は、結果的に、取扱金融機関の各支店の上位取引先が多くなっているようだ。

また、申込企業の多くが格付の継続を申し込んでいる。一度ではなく、二度、三度と格付を取ること、一度の格付が「フロック」ではないと示したいというニーズも、少なくないようだ。最も多い先は、現在 11 期連続で格付を取得している。

併せて、中堅企業格付の 2006 年から 2015 年決算までの 1 年の格付推移率を、図表 7 にまとめた。8 割程度は同じ格付を取得しており、おおむね安定した推移を示していることが窺える。

■図表 7 格付推移率（1 年）

元格付/変更後	aaa	aa	a	bbb	bb	b	サンプル数
aaa	81.8%	9.1%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	11
aa	8.1%	78.4%	13.5%	0.0%	0.0%	0.0%	37
a	0.0%	8.9%	82.2%	8.9%	0.0%	0.0%	45
bbb	0.0%	3.7%	11.1%	81.5%	3.7%	0.0%	27
bb	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	0.0%	2
b	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	75.0%	4

※左の列が更新前の格付、上の行が更新後の格付。図上方向が格上げ、右方向が格下げ

## まとめ

今後とも中堅・中小企業の事業環境が予断を許さない状況が続くことが見込まれる。中堅・中小企業の信用力の開示がこれまで以上に望まれる環境にあると考えられる。このような状況の下、R&I としては中堅・中小企業にとって、R&I 中堅企業格付が、適切な信用力開示の一手段として、今まで以上に利用されることを期待している。

## 格付取得、公表先（2017 年 6 月 30 日現在）

アシアレックスホールディングス(株)(新潟県新潟市)	石部運輸倉庫(株)(滋賀県湖南市)
ウエル・ユーカン(株)(広島県広島市)	春日基礎(株)(東京都豊島区)
國富(株)(広島県呉市)	(株)松和産業(三重県松阪市)
(株)東洋(三重県四日市市)	(株)日乃出江口(新潟県長岡市)
(株)藤村商会(岩手県紫波郡矢巾町)	

## 取扱金融機関一覧（2017 年 6 月 30 日現在）

愛知銀行	池田泉州銀行	伊予銀行	大阪信用金庫	亀有信用金庫
きのくに信用金庫	紀陽銀行	佐賀銀行	滋賀銀行	常陽銀行
新銀行東京	第三銀行	第四銀行	多摩信用金庫	千葉銀行
中国銀行	筑波銀行	東北銀行	徳島銀行	豊田信用金庫
名古屋銀行	南都銀行	広島銀行	福岡銀行	福邦銀行
三重銀行	みちのく銀行	南日本銀行	宮崎銀行	八千代銀行
山形銀行				

「R&I 中堅企業格付」は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第 299 条第 1 項第 28 号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

Credit Express は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第 299 条第 1 項第 28 号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対する R&I の意見であり、事実の表明ではありません。また、R&I は、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&I は、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき <http://www.r-i.co.jp/jpn/policy/policy.html> をご覧ください。