

信用リスクを考える

小林 和子

はじめに

一〇〇年の歴史をもつアメリカに比べてかなり遅れて始まった日本の債券格付も、すでに足掛け二〇年の歴史を閲した。トリプルAマイナス、あるいはシングルBーなど比較的単純なアルファベットと記号、数字の組み合わせで債券の信用力を評価することに市場もそれなりに慣れてきた。とはいえ、大方の市場関係者や格付に関心を持つ研究者にとって見ても、事業債格付に慣れること

が先で、銀行格付や国の格付をそれなりに吟味するようになったのは最近であろう。実際に市場に格付を提供する格付会社のアナリストにしても、まずは数十の事業債業種をカバーし、その後に関係の業種、地方自治体、国……とカバレッジを拡大してきたと思われる。

この二〇年の間に、デフォルトが生じるのは事業債分野に限られないようになった。格付カバリッジの拡大は、そのような事情を反映したものである。近年では株式会社形式を取らない医療法人（病院）や教育関係（大学）でも、必ずしも

格付分布の変化（日本企業長期債、％）

月末	AAA～A	BBB	BB～B	CCC～C
2000・9	51・4	36・7	11・6	0・3
2001・3	52・7	36・6	10・3	0・4
2001・9	54・3	35・8	9・6	0・3
2002・3	55・2	34・7	8・9	1・2
2002・9	55・2	35・2	5・0	4・6
2003・11	58・6	34・7	6・6	0・1
2004・5	60・5	34・0	5・4	0・1

（資料） R&I 『債券・格付データブック』、Quarterly Bond Ratings

近々の資金調達のためばかりでなく、格付を取得するようになった。多くの組織が競争性を持ち、市場化することは、何らかの「市場による評価」の公表を意味するのであれば、格付が注目されるようになって当然でもある。大げさに言えば、ありとあらゆる市場商品に格付が可能である。

銀行格付の引上げ

二〇〇三年三月期に続いて、二〇〇四年三月期の上場企業決算は好調であった。政府の経済成長予測も民間の景気動向指標も景気回復基調を明確に示している。こうしたファンダメンタルズ的好調は、当然に個別企業の業績好調をベースにしている。現実の格付会社の格付分布を見ても、いくらかのタイムラグをおいた上で、企業の格付が全体に上方移動の傾向を示している。

信用リスクを考える

S&Pの銀行格付

	新	見通し	従来
東京三菱銀行	A-	安定的	BBB+
三菱信託銀行	A-	安定的	BBB+
三井住友銀行	BBB+	ポジティブ	BBB
みずほコーポレート銀行	BBB+	安定的	BBB
みずほ銀行	BBB+	安定的	BBB
みずほ信託銀行	BBB+	安定的	BBB
住友信託銀行	BBB+	ポジティブ	BBB
中央三井信託銀行	BBB-	安定的	BB+
三菱証券	BBB+	ポジティブ	BBB
UFJ銀行	BBB	安定的	BBB
UFJ信託銀行	BBB	安定的	BBB

(資料) 日本経済新聞、2004年6月24日付

日本の格付会社による日本企業格付は、外国格付会社によるそれに比して甘くなりがちであることを考慮しても、市場がひとまず安心しうるトリプルA〜シングルAクラスがかなり増大し、危険域というべきトリプルC〜シングルCクラスがかなり減少したことが見て取れる。

外国格付会社による日本企業格付では、本年六月二三日に、スタンダード&プーアズが日本の銀行格付を上方見直したことが記憶に新しい。

中央三井を除き従来の格付はすべてトリプルB格、すなわち投資適格ではあるが、S&Pの基準で「キャッシュフロー指標は十分であるが、経済環境の悪化や状況の変化などにより、上位の格付に比べ、債務履行能力が低下する可能性が強い」とされるクラスに属していた。それがこの変更の結果、従来このクラスでは最高のトリプルBプラスであった東京三菱の二行(銀行、信託)はとも

にシングルAマイナスに上がり、投資適格以下のダブルBプラスであった中央三井信託がトリプルBマイナスに上がって、すべてが投資適格クラスとなった。定量分析を重視するスタンダード&プーアズは当然のことに二〇〇四年三月末期銀行決算の好調を反映させたものである。東京三菱銀行と三菱信託銀行はすでに資本増強のために受け入れた公的資金を全額返済済みである。また不良債権残高比率も三菱東京グループとして二・九％と、住友信託の二・八％に次ぐ低さである。これらも当然考慮されているであろう。今回の格付引上げは、日本の金融市場に大きな影響を与えるような大金融機関について不安材料は著しく少なくなつたことを、格付会社を通して外国投資家が評価したと見ることができよう。因みに、日本のR&Iの直近の格付では銀行で投資適格以下はなく、対象四九行のうち三三がシングルA格、六が

ダブルA格である（三菱東京FG、東京三菱、十七、中国はダブルAマイナス、静岡、信金中央金庫はダブルA）。

S&Pもムーディーズも、銀行格付に先立ち日本国債の格上げをしているが、市場はこれをほとんど問題にしなかった。ムーディーズが日本国債をアフリカのボツアナ以下のシングルA₂に引き下げた最悪時点（二〇〇二年春）から二年、S&PはダブルAマイナス格付の見通しを「弱含み」から「安定的」に引き上げた。理由は「日本の成長見通しの好転」である。片や、ムーディーズは円建て債格付は据え置き、外貨建債をトリプルAに引き上げた。理由は「外貨準備の急増」である。今回の格上げが妥当なものであるのに市場がこれをほとんど問題にしなかったのは、格下げの過程が日本経済の構造問題を先取りしたことと市場の信頼を勝ち得た後、「格下げの自己回転」が

起きて行き過ぎが生じ、実体経済が上向き始めたのに格付の方が反応せず、アンバランスとなった状況に対する後追いは是正だったからとされる
(日本経済新聞五月九日付)。

格付会社の格付は「一つの意見」に過ぎないといわれるが、その意見は市場をリードもするが、市場に追いつけないこともある。市場の反応を見ながらの格付修正の過程では場合によっては行き過ぎることもある。このような性格を国債格付の動きは如実に示したものであろう。市場も行き過ぎることがあるが、格付も行き過ぎるのである。市場の行き過ぎという点では株価も往々にしてファンダメンタルズからはもちろんのこと、需給関係その他から見ても行き過ぎが見られる。素人目にはこの上方下方いずれにも見られる行き過ぎとその是正が市場の価格変動を貫く糸のようにも見受けられる。信用リスクに対する市場の評価も

行き過ぎを是正される一巡を経て、ようやく「市場の一部」として定着しつつあると見ておきたい。

なぜ信用リスクが焦点になるか

大量売買商品に関する市場リスクの存在とその対処方法は江戸時代の米先物取引に遡り、多くの文献も残されている。明治期以来の戦前の株式取引はこの米取引の手法を取り入れ、市場リスクそのものを取引対象にしてきたといっても良い。株式取引の世界では市場リスクはあつて当然、対処して当然、むしろ逆手をとって取引対象としてコントロールして当然の存在であつた。

ところが信用リスクとなると明確に意識されな
いまま、日本市場は戦後何十年を、いや明治以来

の一〇〇余年を経過してきた。ここに来て急速に信用リスクに対する意識が高まったのにはやはり理由がある。

経済の現段階においては多くの経済主体が巨額の債務を抱えている。資金調達の面で公募市場で借り入れる証券型債務形態は、株式会社に關しては発行規制が撤廃され、相互会社や協同組織金融機關に關しては新たに認められ、銀行に關しても抑制的行政指導が消失し、貸金業の業務資金調達についても認められた。医療機關や教育機關の債券形式による資金調達も可能になった。政府部門では中央政府の国債発行残高はGDPを超え、地方自治体の発行も増大している。一方で債務証券の量的拡大があるのに、他方ではその質的劣化が自由競争市場において明確になった。となればその債務証券を金融債権（資産）として保有する側、すなわち資金運用者側が、信用リスクに關し

て鋭敏になるのは当然といえる。

信用リスクに対する歴史的距離

第二次世界大戦前期の日本では銀行貸出の形態は対人信用、有価証券担保（国債、株式）、不動産担保にほぼ三分された。貸出についてリスクを「読む」ことは比較的単純で、個人資産（銀行預金、有価証券、不動産等）、国債（リスクフリー）、不動産価格（第一次世界大戦前後のバブル期を除いて、四〇年間で約倍増という程度）にはさして分析の必要がなかった。担保に入った現物株式については支配証券として（子会社化）、利潤証券として（高額の配当収入）、また一部銘柄は再担保物件（最終的には日銀見返り担保品になった）として評価された。

では国債以外の債務証券についてはどうか。日本勧業銀行、日本興業銀行などの発行する銀行債は発行体が特別法で管理監督され、元利払不履行の恐れはなかった。株式会社の発行する社債は、一九三三（昭和八）年に興銀がリードして無担保債発行の原則禁止を申合せまでは、小規模の自由競争市場で、デフォルトも多かったが、信用リスク分析の意識は発生しなかった。無担保債中心の時代は自由金利市場であり、投資家（銀行、生保、個人等）は基本的に自己責任でハイリスク・ハイリターン投資を選択した。一九二八（昭和三）年の発行市場金利は五%〜九%の幅を持った。既発債では驚くべし五〇%などという社債もあった（東京図案印刷、一九二七発行）。しかし大正末から昭和初期にかけてデフォルトが跡を絶たず、ついに前述の無担保債発行の道徳的禁止が申し合わせられた。いわば信用リスク評価の要請

に対して担保の付与で対応したのである。当時、無担保債よりも担保付債がデフォルトが少ないとも限らず、またデフォルト時に担保を処理して投資家に十分な元利払いがなされたともいえない。にもかかわらず担保付債とする申合せが市場を束縛しえたのは、それが担保付社債信託法による担保の受託会社の筆頭であった日本興業銀行の提案であったこと、担保そのものの価値も重要であるが、それを超えて受託銀行が引受銀行でもあり、日常的取引銀行でもあつて、発行体との関係を強めることができたからであろう。

もつとも戦時下の発行市場は完全に統制され、無担保の政府保証債発行が多かった。有担主義が徹底した戦後は、社債受託銀行が担保付社債を受託し、起債市場を管理した時代が長く続いた。この時代には銀行の担保評価・管理能力が信用リスク分析に代わり、デフォルト必至の緊急事態には

受託銀行による社債買取りで一般投資家はリスクを取らずにすんだ。おそらく債券投資にリスクがあることを投資家は意識もしなかったであろう。

一九八〇年代、無担保社債発行が解禁され、少し遅れて受託銀行が社債デフォルト時の対応を変化させて買取り保証をしなくなった。以来、一九八〇年代半ば以降、社債のデフォルト・リスクに対する投資家側の意識が高まらざるを得なくなった。他方でこの分野における計量的手法の発展と応用が可能にもなり、格付会社、証券会社、金融機関における信用リスク分析の必要が急速に認識されるに至った。

デフォルト事例の急拡大

単純な経営の失敗によるデフォルトだけでなく、とりわけ直近の数年はデフォルト事例の数が

増えるだけでなく、その「質」が変化してきた。

マイカルのように一企業の破綻に止まらず、マイカル社債を組み込んだMMFの深刻な業績悪化がみられたように、金融市場への衝撃が大きいものがでてきた。電力先物取引の急成長会社であった米エンロンなど世界的大企業の破綻を格付会社がまったく予測できなかったことも大きなショックであった。エンロンの場合には先端的企業で客観的分析の手法も未確立であり、会社ぐるみ、会計士ぐるみの詐欺的構造も暴かれて、あらためてコーポレート・ガバナンスからみでの大問題ともなっている。

民間事業会社のみならず、アルゼンチンなど、それなりに歴史もあり規模も大きい国家の債務不履行例が出たことも、日本市場には相当の影響を与えた。「国家の信用力」を平時においてあらためて問い直さなければならなかったのである。

いかに世間知らず、いや「市場知らず」の日本の投資家であつても、もはや無知のぬるま湯に浸り続けることはできなくなった。雪印や、三菱自動車など企業倫理に関する不祥事が信用力評価に大きな影響を与える例など、市場経済を構成する株式会社というものについて、その存在意義の根本を疑いたくもなる。市場が信用リスク分析の必要に真に目覚めたのは、これらの「危険な」デフォルト続出の結果である。

他方で、メインバンクを兼ねる社債受託銀行による破綻社債の買取り、あるいは政府の銀行監督・保護体制など、日本独特の個別企業・一部業種に対するクレジット支援体制はすでに明らかに弱まった。個別のファンダメンタルズが初めて正當に、従来よりはるかに厳しく評価されるようになったのである。もつとも、銀行救済のための公的資金投入や、破綻企業救済のための産業再生機

構など、新たな公的支援体制ができていともいえる。これらの存在は、「官の介入・支援がありうる市場経済」に対する評価として、格付の一部を構成することになる。これがプラスに評価されるかマイナスに評価されるかは、格付会社の独自の判断であらう。

期待と限界

信用リスク分析の必要が大きく説かれる背景には長期にわたる日本経済の低迷（発行体の体力低下）と、その結果でもあり意図的政策の結果でもある超低金利（債券投資の表面的利回りが極めて低い）の現状がある。明治以来の長期スパンでも、世界的な比較でも、現在の超低金利はウルトラスーパー級である。金融市場では実質ゼロ金利、さらには採算の取れるマイナス金利まで

存在する。昨年来、長期金利には先高感がでてきたが、一気に高騰すれば今度は巨額の国債を抱えた国が破産する。株価も一万一〇〇〇円〜二〇〇〇円のボックス相場で低迷している。となれば、スプレッドの大きい債券商品に対するニーズは拡大し、投資家が年度決算で利益を求めるとすれば、債券投資の信用リスクは最大の問題になる。ハイリスク・ローリターン（低格付で結局デフォルトした場合）からローリスク・ローリターン（国債）までの間で投資対象を選択し決定するには、最低限とはいえ相当量の基本的な判断情報が必要である。信用リスク分析への期待は大きい。とはいえ現実存在する信用リスク分析への市場の評価はどうか。

B I S 自己資本規制の算出方式ではなお国債、地方債、OECD加盟国国債等はリスクフリーである。こうした国際的機関のいわば公的評価では

なお国債に関するリスク分析は不要ではあるが、アルゼンチンの例を見れば国といえどもデフォルトの可能性を絶えず気を抜かず測定しておくべきだということになる。とはいえ、国際金融市場で債券を発行する多くの国及びその国が明示的に、あるいは暗黙に保証する債券について、国際的な政治・経済情勢、国際機関からの支援見通し、宗教的・文化的社会的背景にいたるまでの多くの関連する要因を、総合的に、適切に評価することはなかなか難しいと思われる。先に見た日本国債に対する評価の一巡が示すように、行き過ぎの繰り返しの中から方法を見つけ出していく性格のものかもしれない。民間の事業会社や金融機関については格付の歴史はいくらか長く、評価の手法もそれなりに検証されているといっても、それは過去のことである。今後の評価に関しては事業の業種の技術・構造も変化の速度が

速い。製造業や流通業であつても金融業との関りも大きくなる時代であるから、格付会社側の分析手法と水準の保持には相当な努力が必要とされよう。

さて、格付会社の格付は市場に対して提供される「一つの意見」に過ぎないとする把握が現在では一般化していると思われる。相当の努力をして提供されたものであつても「一つの意見」にすぎないのに、市場がそれを必要とするのはなぜか。この場合の「市場」には発行体は含まれず投資家側のみと考える。「一つの意見」に過ぎなくても最も優れた投資家よりははるかに多い情報量と経験を踏まえた判断分析力のゆえに、すなわちプロフェッショナルとしての意見ゆえに、投資家はこれを買う。市場に複数の意見が提供されていればこれらを比較検討して、自らの投資判断に資するのがベターだということになる。一つないし二つ

の格付の要求が行政によつてではなく市場によつてなされている事実は、投資家がプロの評価を信賴しうる市場ファシリテイの一部として重要視していることを、また発行体から見ても自己防衛のために市場の要請を真摯に受け止める必要があることを意味するであらう。

信用リスク評価に対する「評価」において機関投資家と個人投資家との違いはあるだろうか。『ブルームバーグ東京発…信用リスクを読む』の著者である上野孝司氏は、インタビュウの対象を多くの市場関係者、すなわち発行体、機関投資家、市場仲介者、行政当局等においたが、中心は大口の買い手である機関投資家だといえよう。これは債券の発行市場がすでに大口・機関投資家向けと個人投資家向けに分断されていることの反映でもある。では個人投資家にとつて信用リスク分析は疎遠なものなのであろうか。機関投資家には

信用リスク分析の必要性が強く認識されており、格付会社の格付にそれなりのコストを支払いうる。個人投資家にももちろんその必要性はあるが、巨額のコストは支払わない。個人が支払うのは引受・売出しに関係する証券会社の選択コストが中心である。信用リスク評価に関してはいわばフリーライディングする代わりに、個人は億円単位の債券取引の妙味からは阻害されると捉えるべきかもしれない。私的な「一つの意見」であるが、信用リスク評価は基本的に機関投資家の問題であつて、機関投資家を納得させた評価を、証券会社を通じて個人が受け入れるものとわたしは理解している。

(参考文献)

上野孝司『ブルームバーグ東京発…信用リスクを読む』日本評論社、二〇〇四年四月。

岡東務『日本の債券格付』税務経理協会、二〇〇四年。
日本興業銀行『全国公債社債明細表』一九二八年二月版及び一九六二年二月版。

(こ)はやし かずこ・当研究所理事・主任研究員