

**証 研**

# レポート

No.1694

---

2016年2月

アドバイザー化する証券ビジネス

二上季代司（1）

揺れる異次元緩和の論理

伊豆 久（11）

リキャップCBの発行情報と株価の反応

志馬 祥紀（22）

日本国債の格付け

黒沢 義孝（46）

# アドバイザー化する証券ビジネス

一上季代司

## 1 はじめに

企業経営者の行動指針となる「コーポレート・ガバナンス・コード」が導入されてはや一年近くが経過しようとしている。また、これよりやや早く、投資先企業の経営をモニタリングし、建設的な対話や議決権行使などを通じて投資先企業の企業価値を向上させ、受益者のリターン最大化を目標とする行動指針（「スチュワードシップ・コード」）が公表されているが、この受け容れをきめた機関投資家は二〇一機関に達している（二〇一五年一二月一日現在、金融庁公表）。

このように発行会社、機関投資家双方に対して株主利益に沿った方向へ企業経営を改革させる枠組みが安倍政権発足後からまもなくしてスタートした。こうした、きわめて重要な企業経営改革の動きに対して、証券会社はどのような役割、貢献ができるのだろうか。そもそも、証券会社のビジネスにとって、この二つのコードが志向する企業経営改革の動きは、どのような意味を持っているのだろうか。この問題は、筆者には重要な設問だと思えるのだが、証券界の内外からあまり問題になっていないようである。そこで、改めて、証券市場、証券会社の果たす役割・貢献と関連づけて、こうした経営改革の動きが意味するところを考えてみたい。

## 2 証券市場と証券会社の役割

いまさらいうまでもなく、証券会社は証券市場における仲介者であり、証券市場が本来持っている諸機能を具現化し、さらには向上させる役割を持っている。ブローカー・ディーラー業務は、証券市場の持つ流動性提供機能を、引受・募集業務は、資金調達機能をそれぞれ体現するものである。

証券取引所には証券会社を通じて大量の売買注文が持ち込まれており、その時の時価に限りなく近い値段で瞬時かつ低コストで売買を可能にすることがブローカー業務の目標である。そうしたブローカーサービスに対して売買委託手数料を顧客から頂戴しているのである。ディーラー業務はみずからリスクを負った売買を通じて流動性を補充し、切れ目のない売買機会を顧客に提供するのが目標である。

他方、引受・募集業務は、発行会社に対して所定の必要金額を調達せしめることを保証する。証券会社は、発行会社と違って投資家を顧客に持っている。発行会社が新規発行証券を直接募集するよりも、証券会社のほうがより確実かつ低廉な勧誘コストで資金調達できると期待される。引受募集手数料は、そうしたサービスの対価である。

このように、証券会社の①ブローカー・ディーラー業務、②引受・募集業務は、証券市場の持つ、①流動性提供機能、②資本調達機能にそれぞれ対応し、それらを具現化し、さらには効率的かつ低コストで行うことで機能向上を図っているのである。ところが、証券市場には、もう一つ、重要な機能がある。それは、③「証券価格をシグナルとする資本配分機能」である。言い換えれば証券市場における「プライス・メカニズム」と言い換えてもよい。

高度成長期には「資本調達機能」が優先されたが、成熟期を迎えた日本経済にとって、今や最も重要な証券市

場の機能とはこのプライス・メカニズムなのである。この機能に対応する証券業務とは何なのであるか。この問いに移る前に、そもそも証券市場における資本配分機能についてみておく必要がある。

### 3 証券市場の資本配分機能

効率の良い経済社会とは、各産業・業種に過不足なく資本が配分されている社会を意味するが、それは自動的に達成されるわけではない。資本主義社会では、この資源配分は、二つのやり方で行われている。すなわち証券市場のプライス・メカニズムと銀行の融資審査である。

証券市場では成熟産業の企業、資本配分が過大な業種の企業、非効率な経営を行っている企業は利益率が低く、それは株価の下落に反映される。逆に成長産業の企業、資本配分が過少な業種の企業、効率経営の企業は、反対に株価が高くなる。その結果、前者の企業は資金調達が困難となり、逆に後者の企業は資金調達しやすくなって、資本は前者から後者へ再配分され、資本配分の最適化が図られる。つまり株価がシグナルとなって資本配分の最適化が図られるわけである。この証券市場の持つ資本配分機能の特徴をみるためには、銀行融資の持つ資本配分機能と比較するのが有益である。

銀行融資の場合は、調査部における業種分析や融資部における企業向け融資審査を通じて、どの業種どの企業にどれだけの融資をするのか、を決定している。銀行の基本的な立場は資金回収の確実性があるかどうかであるが、成長産業・経営良好な企業であればあるほど融資額も多くなり、当該銀行のビジネスが拡大することはいうまでもない。

では、資本配分機能において、証券市場と銀行融資はどう異なっており、どちらに優位性があるのだろうか。

第一に、両者は資本配分の事前と事後のチェックの仕方が質的に異なっている<sup>(1)</sup>。銀行の融資審査や事後的なモニタリングは、モニターの主体（銀行の調査部、融資審査部など）が少数であり、かつ事後的なモニタリングが単発である。このため審査コストは安上がりだが、事後的な修正が効きにくいのである。これに対して株式市場では事後の成果が株価に反映され、絶えず見直される。修正が効きやすいのである。

そこで、フランクリン・アレンは、資本配分機能における証券市場と銀行の優劣は当該企業の産業特性に依存するという。伝来産業（農業、鉄鋼、化学など）は技術が既知であること、また競争的産業では失敗・成功の企業比較が容易であること、そうした産業では投資の成果が見通しやすく、大きく外れることもないから、限られた数の銀行による審査体制で十分であるし、コスト面からも効率的である、という。

これに対し、ITやバイオテクノロジー等の新興産業は、過去の事例がなく情報が過少で成否が見通しにくい。また寡占企業は比較できる同業他社が少ないため、投資の成否のチェックがしにくい。そうした産業では、投資の成否が株価に反映され、かつまた多様な投資家によって絶えず株価のチェックが行われる証券市場のほうがすぐれている、という。その反面、あとでみるように売買システムやディスクロージャーなど、銀行融資と比べて、資本配分に必要な社会的インフラが必要で、コストが高くつくのである。

そこで、モニターの容易な業種が多かった重厚長大産業が主軸の高度成長期には、資本配分上の社会的コストが安くつく銀行融資のほうが優位性を誇っていたのである。ところが現在、日本が置かれているのは、重厚長大の産業構造から脱皮して新たな新興産業を勃興させ育成させる立場にきている。新興国の追い上げで、重厚長大の産業は成熟化していく。もちろん、鉄鋼、化学、造船などの重化学工業は、消えてなくなりはしないが、産業構造に占めるウエイトは減じていかざるを得ない。そうだとすれば、証券市場の果たす資本配分機能はますます

重要になってくるはずである。

#### 4 証券市場の資本配分機能の条件

そこで、次に証券価格がシグナルとなつて資本配分される証券市場では、どのような条件が必要か、みておこう。

第一に、株価がシグナルの役割を果たすためには、何よりもまず株価はファンダメンタル・バリュウを反映して適正に形成されることが必要である。すなわち「価格発見」である。そのためには、需給の迅速な適合（証券取引所の売買システム）、株価を適正に評価するための情報提供（ディスクロージャー）など、価格発見機能が十分発揮できるような売買制度が必要である。また、フェア・バリュウの形成に障害となるような行為（不正取引）を排除することも重要だろう。このような証券売買のインフラ整備は、銀行融資と比べてコストがかかるのである。

第二に、株価がファンダメンタル・バリュウから乖離すれば、それを是正すべき売買が速やかに発注されることが望ましい。言い換えれば「価格再発見」である。割高な株、成長期待の低い株は売り、割安な株、成長期待の高い株は買われなければならない。たえず企業経営の成否が株価に反映され、かつまた多様な投資家によって株価がチェックされることが必要なのである。

第三に、そうした株価を導きの手として企業経営者が所要の経営判断を迅速に下し、資本の適切な再配分を行うことが必要である。すなわち、投資政策（新規事業への参入や買収、逆に不採算事業部門の売却や撤退）、資本政策、株主還元政策（配当・自社株買い）などの実行が伴っていないなければならない。また、そうした適切な経

営判断を下さず、問題を放置するようであれば、迅速に経営者を交代させる仕組みが必要だろう。

上記の三つの条件を要約すれば、①価格発見、②価格再発見、③経営者への市場規律、ということになる。

## 5 証券会社のアドバイザー業務の役割

さてそれでは、こうした証券市場の持つ資本配分機能の必要条件を満たすうえで、証券会社はどのような役割を果たすべきなのであろうか？

価格発見、価格の再発見は、現在では主として機関投資家によって担われている。もっと端的に言えば投資顧問業者である。投資顧問業こそ、価格発見、再発見を担う最前線のビジネスなのである。ではその投資顧問業者に対して、証券会社はどのような貢献を行っているのだろうか。まず、みずから投資顧問業を兼業する、あるいは投資顧問業者に転身するという選択があるし、実際、その実例もある。いま、それを除けば、証券会社としてできることは次のようなものである。

第一はリサーチである。投資顧問業者をはじめ機関投資家はセルサイドである証券会社のリサーチを参考意見として利用しているのである。

第二は投信販売に関するアドバイザーである。機関投資家の一つである投資信託は他の機関投資家である年金基金と異なっており、ファンド自体のパフォーマンスが基準価格の形で一般に公開され、評価されている。その評価の良し悪しがファンドへの資本流出入を左右する。そのファンドの販売を担っているのは証券会社（そして金融機関）である。つまり、証券会社等の投信販売は、ファンドの増減を通じて機関投資家の運用資産を配分・再配分し、それが個別銘柄の価格発見、再発見を大枠として左右するのである。

さらにまた第三に、証券会社がブローカー業務の付随サービスとして行っている個別銘柄のアドバイスも当該銘柄の価格発見、再発見に寄与するだろう。

およそ、こういったリサーチ、投信販売に関するアドバイス、個別銘柄の投資アドバイスなど広い意味での「インベストメント（投資）アドバイザー」が、価格発見、再発見において証券会社の寄与する役割・貢献なのである。

他方、そうした株価をシグナルとして、企業経営者が行う投資政策、資本政策、株主還元政策において、企業価値向上につながるようなアドバイスをするのが「コーポレート・フィナンシャル・アドバイザー」である。コーポレート・フィナンシャル・アドバイザーは、もともとは引受業者が引受け案件の受注活動の中で、顧客企業の資本政策、投資政策等のアドバイスをを行うようになり、やがて事業再編や合併・買収などのアドバイザーも行うようになってくると、単にアンダーライターの付随業務ではなく独立した固有のビジネスとして確立してくるのである。

以上のように、コーポレート・フィナンシャル・アドバイザーは、スチュワードシップ・コードを受容した機関投資家が企業経営者を行う建設的な対話において投資政策や資本政策、配当政策などの具体的な提案を示すことで対話の中身をより現実性のあるものにするのである。また、インベストメント・アドバイザーは、どのファンドが企業価値向上に貢献しているのか、その取捨選択の手助けをすることで、機関投資家がスチュワードシップ・コードにおいて果たすべき行動を背後からプッシュしているのである。



## 6 日本の投資家向けアドバイザー業務の課題

このようにみてくると、証券市場の資本配分機能を十分に發揮させ、向上させるためには、証券会社の投資家向けおよび発行企業向け、両面にわたるアドバイザー業務が営業として確立し、かつ洗練されたものになっていくことが必要である。

今のところ、コーポレート・フィナンシャル・アドバイザーは大手、メガバンク系、外資系の二〇社程度に集中している。他方、投資家向けアドバイザー業務に相当するものは投信ビジネスである。これは、大手から中小まで多くの証券会社がリテールビジネスの中核として営業展開している。

現状、展開されている投信営業を観察すると、上記でみたような投資家向けアドバイザー業務の理想像からみて、課題となる点が少なくない。このうち重要な論点と思える課題を二つ挙げておきたい。

第一に、投信営業が証券市場の資本配分機能を促進するうえで重要なことは、長期的にパフォーマンスの悪いファンドから良好なファンドに資金がシフトする力学が働いていることである。ファンドのパフォーマンスは組み入れ資産や銘柄の収益率を反映している。そうだとすれば、上記のようなファンド間の資金シフトは、利益率の悪い組み入れ資産や銘柄が売られ、逆に良いものが買われて、結局は資本の効率的な配分を促進させることにつながるはずなのである。したがって、パフォーマンスの良いファンドは長命であり、かつ純資産が増えていくはずであるが、わが国の投信はそうなっているのだろうか。パフォーマンスが良ければ、すぐに利益確定のために解約されて、純資産が縮小する、というのでは、上記のような理想から外れている、といえないだろうか。

第二に、そうしたファンド投資における長期的なパフォーマンス向上を志向した投信営業を構築するためには、それに即応した収支構造が確立している必要がある。ファンドの取捨選択は、当該ファンドの長期的なトラック

レコードや運用会社の運用方針・哲学などの定性評価に基づいてなされるべきであり、そうした評価が可能であるためには、まずこうした定量・定性評価に必要な情報収集と分析のコストが必要である。こうして取捨選択したファンドをリスク・リターン特性に応じて分類したうえで、営業員が顧客のリスク許容度に適合したファンドを組み合わせて販売して行くという流れになるのだが、選択したファンドは時々刻々、基準価格が変化しており、リスク許容度から乖離すれば「リバランス」することも必要になってくる。

こうした長期的なアドバイザリーにとって収入源は、販売しなければ取得できないコミッションベースではなく残高連動ベースの手数料になっているのが望ましいはずである。しかしまた、その手数料は顧客にとってはコストであり、できるだけ低いほうが望ましいのである。そうだとすると、営業員一人あたりの預かり資産をできるだけ多くすることが収支構造の面での目標になってくるのだが、それは言うは易く行い難い目標なのである。

歴史的な潮流をみると、証券市場が現在、最も期待されている機能は、高度成長期のような資金調達機能ではなく、プライス・メカニズムに基づく資本配分機能であるとすれば、それに即応した証券業務は「アドバイザリー」にならざるを得ないだろう。そうしたアドバイザリー・ビジネスを持続可能性のあるビジネスとして定着させることが、わが国の証券会社にとっての最大の課題ではないだろうか。

注

(1) 資本配分における証券市場と銀行融資との優劣の比較については、フランクリン・アレン「株式市場と資源配分」『フィナンシャル・レビュー』1993, Juneに依拠している。

(2) 不公正取引とまでいえないが、経営権防衛のための株式持ち合いも不適切である。これは、相手企業の経営権を掌握

するためではなく、自社の経営権を防衛するために、その意図を了承しあつた複数の企業が互いの株式を会社財産で購入し持ち合う。そして、株主総会では互いに事実上の白紙委任を行い、経営権を承認しあうのである。これにより、経営者は自社株を保有しなくても経営権は確保できる。こうした経営権防衛のための株式持ち合いの買付価格は、基準となるものがなく青天井になる。いくら株価が高くても売りを出してこないという意味で、フェアバリュウ形成に障害である。もつとも、株式持ち合いには、純粹の経営権防衛のほか、相手企業に働きかけて取引先を確保するといふ目的も混在しており、その場合には、取引先確保による超過収益を資本コストで割り引いた値段が採算基準となる。しかし、いずれにしても外部から株価を評価するうえで、株式持ち合いは不透明な行為というほかない。

(にかみ きよし・大阪研究所長)

## 揺れる異次元緩和の論理

伊豆 久

はじめに

先月末、日本銀行は、マイナス金利の導入を決定した。その理由は、原油価格の一段の下落と新興国・資源国経済の不透明感がデフレマインドの転換を遅らせ、「物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している」ためとされた。<sup>(1)</sup>

しかし、黒田総裁は、一年ほど前から、「物価の基調」は堅調である旨を繰り返し強調してきた。今回の決定の直前の国会でも「物価の基調は着実に改善している。先行きの物価の基調も着実に高まる」と発言している（参議院予算委員会一月一五日）。確かにこの間の原油市場、株式市場の変動は激しいものであったが、わずか二週間で「物価の基調」へのリスクをそれほど高めるものだったのだろうか。

また日銀は、昨年末に、買入れ国債の平均残存期間を拡大する補完措置を決定していたため、今回追加緩和が行われるとしても、それは国債買入れ額の引上げであろうというのが大方の見方であった。黒田総裁はかねてよりマイナス金利の導入に否定的な発言を続けており、一週間前の一月二二日の参議院決算委員会でも「現時点でマイナス金利を具体的に考えているということはない」と述べていた。

異次元緩和の基本的な論理は、長期金利の低下余地が大きくないことを前提に、大量の国債の買入れでマネタリーベースを拡大し、企業と家計の予想インフレ率を上げるといったものであったが、今回の決定は、再び「量

から「価格」に波及メカニズムの軸足を移したように見える。また、日銀当座預金の超過準備部分への付利（現行〇・一％）は、対象金融機関の超過準備保有（非国債買入れの円滑な実施）へのインセンティブとして必要不可欠なものと思なされてきたが、マイナス金利はそこにネガティブな影響を与えかねない。

いずれにせよ、ここに来て、異次元緩和の枠組みは大きく変化したことになる。この機会に、改めて異次元緩和の考え方、メカニズムの特徴を、簡単に整理してみよう。

まず、議論の出発点に立ち返って、（異次元緩和以前の）伝統的な「物価の安定」の考え方を確認し、次に異次元緩和の基本的な論理<sup>(2)</sup>を整理する。そのうえで、昨年来黒田総裁が強調してきた「物価の基調」論について考え、最後に今回のマイナス金利政策について述べることにする。

## 1 伝統的な「物価の安定」の考え方

日本銀行は、今から三年前（二〇一三年一月二二日）、「大胆な金融緩和」を公約とした安倍内閣の成立を受けて『物価安定の目標』を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で二％とすること』を決定した。

では、「二％での物価安定」とはどのような状況を指すのだろうか。

言うまでもないことであるが、図1のAやBのように、インフレ率が二％に到達したもののそのまま上昇していったりあるいはその後急落したりするような場合は「物価安定」ではない。しかし、と言って図2のように毎月の対前年同月比のインフレ率が二・〇％であり続けるといったことはありえない。

このように考えると、「二％での物価安定」とは、図3のQからRのように、毎月のインフレ率が、国内景気や内外の各種要因によって変動しながらも二％を中心とする一定の幅の中に収まっている状態ということになる

う。つまり、「物価の安定」は、ある程度の「上下の幅」と「時間の幅」を伴う概念である（その幅の大きさを特定の数値で表現することは困難であるが）。

米国FRBが「二%」、ECB（欧州中央銀行）が「二%以下」の物価目標を定めた際<sup>(3)</sup>、それらを、それぞれ

図1 物価変動のイメージ（その1 物価の発散）

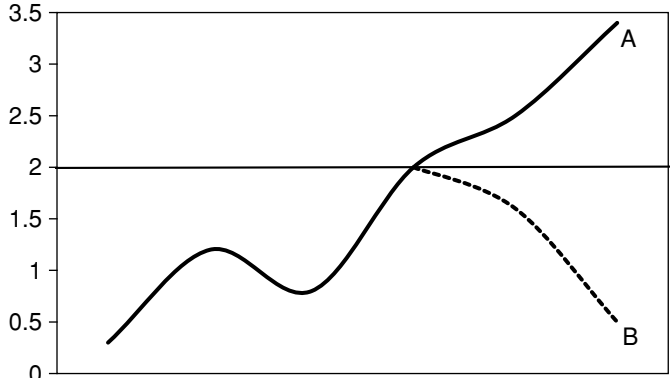


図2 物価変動のイメージ（その2 物価の固定）

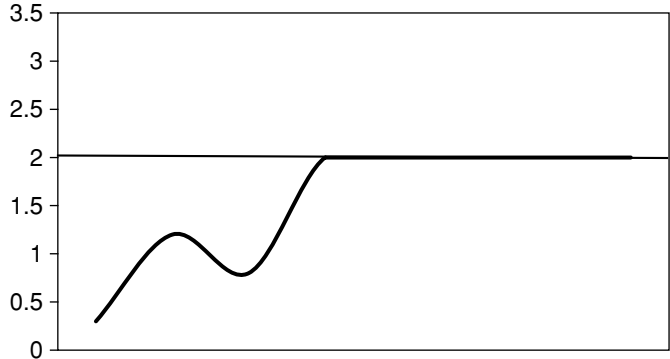
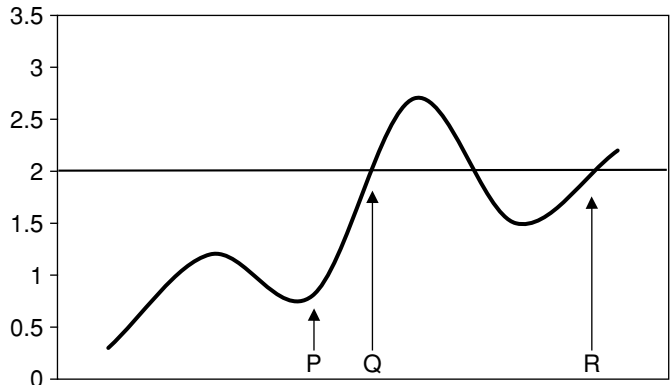


図3 物価変動のイメージ（その3 物価の安定）



「長期的目標 (longer-run goal)」（FRB）、「中期的に (over the medium term)」（FOMC）と明記しているのは、こうした物価変動の一サイクルの長さを指しているものと思われる。ここで、「長期的」「中期的」の言葉が、「現在から目標達成までの期間」を指すのではなく、「物価の安定」を定義し確認するのに必要なインフレ率の循環の期間を意味する点には注意すべきであろう。同じく「中期的」という言葉であっても、「現在から五年後まで」等を意味する企業の「中期計画」等の場合とは意味が異なる。

では、こうした「物価の安定」において、日本銀行が目標としている「二%程度に達する」ことにはどのような意味があるのだろうか。

繰り返しになるが、インフレ率が二%に達したとしても、図1のように一時的な通過点となる可能性もあり、その場合には二%の到達には何の意味もない。目標は、あくまで二%程度での「物価の安定」なのであるから、最も重要なのはそれを確認できる図3のRの地点に到達し、その後もQ→Rの循環を繰り返すことである。

しかし、金融政策の効果の波及にはタイムラグが存在することを考えると、QあるいはRの地点を待っていては政策対応が遅れてしまう。したがって、政策運営上重要なのは、一時的に二%に到達したか否かではなく、二%程度を中心とした安定的な変動を「見通せる」ようになったか否かのはずである。<sup>(4)</sup>

もし、図3の（二%に達する以前の）Pの地点でその見通しが立ったなら、そこからテーパリングや引締めへの移行が始められるであろう。例えば、昨年一二月、米国FRBは、インフレ率はFRBが目標とする二%に全く届いていないにもかかわらず金利の引上げを決定したが（直近一〇月時点の対前年同月比インフレ率<sup>(5)</sup>は総合で〇・二%、食品とエネルギーを除くコア指数で一・三%）、それはこうした考え方による。

あるいは逆に、二%を超えても、それが一時的なもので再び下落すると予測されるならば、引締めへの転換は

先送りされることになる。

## 2 異次元緩和の論理

以上のような伝統的常識的な「物価安定」観に対して、異次元緩和の特徴の一つは、ピンポイントでの2%への到達を重視している点である。二〇一三年四月に決定された異次元緩和は、「2%の『物価安定の目標』を、二年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としているが、この「二年程度の期間」が、図3 言えば、現在から、物価安定を確認できるRの地点までの期間ではなく（その場合二年では全く足りない）、2%に最初に達するQの地点までの期間を指すことは明らかである。

では、前述のように一時的な2%への到達そのものには金融政策上の意味はないにもかかわらず、それが重視されているのはなぜだろうか。

それについて日本銀行の両宮正佳理事は、予想インフレ率が2%にアンカーされている場合には2%にこだわる必要はないが、日本は（長らくデフレマインドにとらわれてきた）「人々の物価観を作り直している最中」であるため、「2%の実現に対して、他の先進国以上に強くコミットしている」のだと説明している。<sup>6)</sup>

つまり、名目長期金利がすでに相当低下しているという状況のなかで、残された方法は予想インフレ率の引上げによる実質長期金利（＝名目長期金利－予想インフレ率）の押下げしかなく、そして予想インフレ率を高めるためには、日銀の強いコミットメントが必要であり、そのためには、2%前後での中長期的な物価の変動といった、時間を要しかつ達成・未達の判断の難しい目標ではなく、2%の実現というより短期間で判断できる、誰の目にも明らかな目標が設定されたのであろう。



岩田副総裁が就任時に示した二％を達成するために必要な二つの条件は、こうした考え方を最も直截的に述べたものである。それは、「二％のインフレ目標を大体いつ頃までに責任をもって達成するのかわかること」に日本銀行がコミットするということ」と、「二年くらいで責任をもって達成するとコミットしているわけですが、達成できなかった時に、『自分達のせいではない。他の要因によるものだ』と、あまり言い訳をしないということ」の二つであった。<sup>(7)</sup>

二％への到達の強調、二年という期間の設定は、いずれも日銀の約束への信頼を高めるためのものであり、異次元緩和が「期待の転換」を政策の中心とする以上、必要不可欠なものだったと思われる。

だからこそ、原油価格の下落によって二％への到達の後ずれが懸念された一四年一〇月には、追加緩和を決定し、「二〇一五年度を中心とする期間」での目標実現を固守したのである。

### 3 黒田総裁の「物価の基調」論

ところが日本銀行は、「二〇一五年度を中心とする期間」として二％の実現時期を、昨年の四月には「一六年度前半頃」へ、一〇月にはさらに「一六年度後半頃」に先送りした<sup>(8)</sup>にもかかわらず、いずれも追加緩和を見送った。

#### (1) 「物価の基調」論

それについて黒田総裁は、インフレ率の伸び悩みは主として原油安によるものであり、「物価の基調」は「着実に改善」しているとの説明を繰り返してきた。しかしながら、この「物価の基調」論は異次元緩和の論理と整

合的でない。

黒田総裁は、「物価の基調」は、主として需給ギャップと中長期的な予想インフレ率によって決定され、消費者物価指数（生鮮食品とエネルギーを除く）や、価格の上昇品目比率と下落品目比率の差などによって観測されると述べているが、その判断は数多くのデータにもとづく総合的なものとならざるをえない。

異次元緩和は、そうした総合的判断を排除し、「二年での二%の実現」という客観的でわかりやすい目標を約束することで政策への信認を高め、それによって企業・家計の予想インフレ率を抜本的に転換するというメカニズムにもとづいている。ところが、「物価の基調」は目に見えず、様々な指標から推し測るほかない。主観的恣意的な性格が残るため、人によって判断が異なりうる。「消費者物価指数は低迷しているが物価の基調は改善している」では、日銀の消費者物価指数二%へのコミットメントが後退しているとの見方を防ぎきれず、期待の転換にマイナスに働くと考えざるをえない。

## (2) ベースアップの要請

同じく一年前頃から、黒田総裁のベースアップへの言及も目立つようになった。本来、労使の交渉に委ねられるべき賃上げへの言及は、そもそも中央銀行としては異例のことであるが、それだけでなく、これもまた異次元緩和の論理に反するように思われる。消費者物価指数が上昇し続けるためには、消費支出が増えなければならず、そのためには給与の持続的な上昇が必要である。常識的な理屈であるが、異次元緩和はこうした論理を採っていない。異次元緩和では、日銀の確固たるコミットメントと大胆な緩和政策があれば、予想インフレ率が上昇し、そこから当然に企業の価格設定や設備投資、雇用や賃金が改善するはずであった。ベースアップに日銀が直接言

及する必要などないはずなのである。

異次元緩和が想定した政策の波及経路に問題があったことになり、つまり、①異次元緩和にもかかわらず予想インフレ率が上昇しなかったのか、②予想インフレ率は上昇したにもかかわらず企業や労組、消費者の行動が変化しなかったか、のいずれかである。ベースアップの要請は、こうした波及メカニズムの機能不全を自ら認めたと同じである。

### (3) 旧日銀の論理への回帰

さらに黒田総裁は、昨年末の講演では、次のように述べている。<sup>(10)</sup>

ここで改めて強調しておきたいのは、日本銀行は、ただ物価さえ上がればよいと考えている訳ではなく、「企業収益や雇用・賃金の増加・上昇を伴いつつ、物価が上昇する」という姿を目指しているということです。物価は様々な要因に左右されますが、所得の増加に裏打ちされたものでなければ、二%の物価上昇率を「安定的に」実現することはできません。

ここに述べられている、二%での物価の安定には所得の増加や企業収益の改善が必要であるとの指摘は常識的なものであるが、しかし、異次元緩和はそうした常識を否定するところに意味があったはずである。先に紹介した岩田副総裁の「二つの条件」に、所得や雇用への言及はない。異次元緩和の論理に従えば、デフレやインフレは貨幣的な現象であり、中央銀行の責任であるから、二%の約束によって予想インフレ率が上昇し、そうすれば

いわば自動的に企業や家計の行動が変化するはずであった。

そして、こうした最近の黒田総裁の主張は、振り返れば、白川前総裁時代の「二%の物価安定の目標」設定時（二〇一三年一月）の論理に極めて近くなっている。その時、日本銀行は、従来一%としていた物価目標（目途）を二%に変更したが、その理由を以下のように説明している。<sup>(11)</sup>

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。現在の予想物価上昇率は長期にわたって形成されてきたものであり、今後、成長力の強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に高まり、そのもとで家計や企業の予想物価上昇率も上昇していくと考えられる。

つまり、一三年一月の日銀が二%の達成に重要だと考えているのは、自らの金融政策以上に「競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展」なのであるが、経済界にベースアップを要請する最近の日本銀行は、こうしたかつての日銀の論理に回帰したようにも思われたのである。

## おわりに

ところがここに来て、日銀の論理は再び大きく転換し、今度はマイナス金利が導入された。

マイナス金利には、金融仲介機関の収益を圧迫し、むしろ貸出を抑制しかねないという側面や、金融機関の超過準備保有、したがって国債買入れオペへの応札を消極化させるリスクがある。にもかかわらずなぜ今回は量的

緩和の拡大（国債買入れ額の引上げ）は選択されなかったのだろうか。

日銀の保有国債残高が増大し、現在のペースでもあと二年程度で限界に達するのではないかという「限界論」が広まるなか、今後のために買入れ額の引上げ策を温存したとの見方も有力である。

しかし、いずれにしても、そうした政策で「二〇程度での物価の安定」を実現できるのだろうか。仮に原油価格が上昇に転じて一時的に二・〇%が実現したとしても、前述したように、それは「物価の安定」を意味しない。「中央銀行が二%と言ったから皆の期待が一気に二%になる」というのは、ある意味なかなか起こらないというのは既に二年半で証明された<sup>(12)</sup>と考えるほうが合理的であるように思われる。なぜなら、持続的で安定した物価の上昇には消費支出の、そのためには所得の、そのためには企業収益の、そのためには生産性の、持続的で安定した上昇が必要であるが、それは中央銀行だけで実現できるものではないからである。必要なのは、「異次元」に「異次元」を重ねていくことではなく、こうした常識の次元に立ち戻ることはないだろうか。

注

- (1) 日本銀行「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」二〇一六年一月二九日。
- (2) 二%の物価安定の目標の採用、異次元緩和をめぐる日本銀行政策委員会内部の議論については、拙稿「異次元緩和における△二年∨の意味」本誌二〇一五年二月号、「日銀の異次元緩和を考える―さらなる追加緩和はあるか」『証券レポート』二〇一五年二月号参照。
- (3) FRB, Press Release, January 25, 2012; ECB, Press Release, October 13, 1998.
- (4) 例えば、佐藤健裕日銀審議委員は、「アウトカムとして二%を評価するのではなくて、基本的にはフォーキャスト・ベ

ースで、経済・物価情勢が『物価安定の目標』のパスにある」ことを重視すべきだとしている。記者会見要旨（二〇一四年二月四日）、九頁。

(5) FRBが二%の物価目標の定義に用いている個人消費支出価格指数（商務省経済分析局算出）。

(6) 兩宮正佳「量的・質的金融緩和の成果と課題」『証券レビュー』二〇一五年一〇月号、二〇〇～二二頁。

(7) 岩田規久男副総裁就任記者会見要旨（二〇一三年三月二一日）五頁。

(8) 二〇一五年四月三〇日、一〇月三〇日の「経済・物価情勢の展望」（基本的見解）。そして今回さらに「一七年度前半頃」に先送りされた。

(9) 黒田東彦総裁講演「二%の『物価安定の目標』実現に向けた課題」二〇一五年一月六日、四～五頁。日本銀行の『金融経済月報』は、「消費者物価の基調的な変動」として、それまでの「二〇%刈込平均値」などに加えて、昨年七月より「生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数」と「上昇・下落品目比率」を掲載している。

(10) 黒田東彦総裁講演「転換点を迎えて」二〇一五年二月二四日、二頁。

(11) 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」二〇一三年一月二二日、一頁。

(12) 木内登英日銀審議委員記者会見要旨（二〇一五年九月三日）一一頁。

(い) ず ひさし・客員研究員

# リキャップCBの発行情報と株価の反応

志馬 祥紀

## 1 はじめに

我が国上場企業の間で、近年リキャップCBと呼ばれる、新株予約権付社債（CB）発行と自社株買いを同時に行う形の、ファイナンスが相次ぎ実施されている。

そして、これらリキャップCB発行企業の株価は上昇する、との新聞・雑誌報道も一部にみられた。しかし、ファイナンス理論からみれば、その株価上昇に合理性があるとは考えにくく、リキャップCBの発行が企業価値の継続的な拡大につながるとは言えない部分もある。また実証研究の立場からみれば、リキャップCBは自社株買いと資金調達を同時に行い、資金調達手段はCB（株式と債券のハイブリッド）という複数の要素から成る企業の財務活動事項であり、実際の株式市場がどのような反応を示すのか、興味深い事項でもある。本稿ではこうした問題意識に基づきながらリキャップCBの発行状況を把握し、当該企業の株価がリキャップCBの発行情報に対する反応について実証分析を行うことで、リキャップCBの発行について考えたい。

## 2 リキャップCBとは何か？

### (1) リキャップCBの概要

我が国上場企業の間で、近年リキャップCBと呼ばれる、新株予約権付社債（CB）発行と自社株買いを同時

に行う形の、ファイナンスが相次ぎ実施されている。

CB発行はクーポンを〇%とするゼロ・クーポン型が主流である。その背景には、株主重視政策の一環としての自社株買い、また資金調達に際しROEを重視する投資スタイルの浸透があるとされる（マスコミ等報道によれば、CB発行による資金調達は、銀行借入と異なり企業に利払いの必要がなく、また株価が上昇して普通株に転換されたとしても、発行済み株数は（当初に公募するケースに比して、株式転換価格が上方に設定されている分だけ、発行時より）少なくて済むなどのメリットがある。また、自社株買いの結果、一株当たり利益（EPS）が高くなり、株価は上昇するケースが多いとされる）。

なお、日本におけるリキャップCB発行の活発化に先立ち、米国では二〇〇〇年代より、“Leveraged Dividends Recapitalization”（またはDividends Recapitalization、配当リキャップ）と呼ばれる、未公開株を対象とする株主利益還元策（負債性調達資金による配当増）が活発に実施されている。リキャップCBは、米国のLeveraged Dividends Recapitalizationのスキームが我が国に取り入れられたものと考えられるが、我が国のリキャップCB発行事例は、公開企業がCB発行形態で資金調達を行う点が特徴であり、株主利益のあり方等、両者の性格には大きな違いもみられる（米国の配当リキャップについては、志馬（二〇一四）を参照）。

## （2）リキャップCBのプロセス

図表1は、リキャップCB発行企業が株主・投資家を対象とする説明時に多用されている資料である。以下では同図表に従いながら、リキャップCBの作業プロセスとその効果を説明する。

具体的には、まず転換社債発行による負債性資金調達と、自己株式の取得による資本減少を行う。その際に発



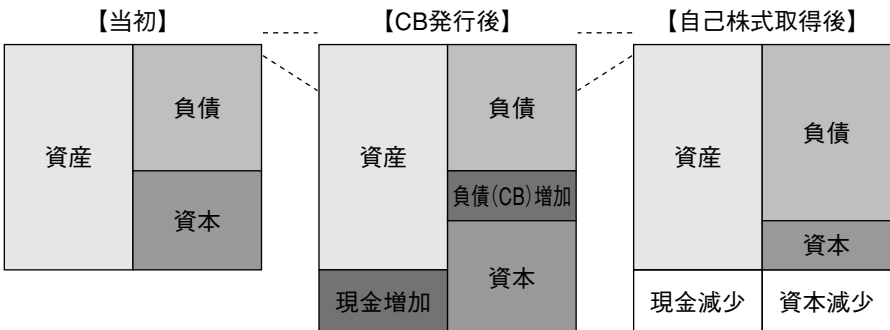
行されるCBの多くはゼロ・クーポンであり、金利コストが存在しない（あるいは極めて小さい）ことが特徴である。そして資本減少の結果、（利益水準を一定とすれば）自己資本利益率（ROE）が上昇する。また自己株式取得により一株当たり当期純利益（EPS）の増加が見込まれるなど、資本効率が上昇する。

また、発行企業による「株主への配慮」の説明においては、CBが投資家に取得された後、株式転換されれば、結果として株式の希薄化が生じることから、リキャップCB発行企業は、希薄化の抑制措置として、以下の条件（一部または全て）を設定している事例が多くみられる。具体的には、高めのアップ率（リキャップCB発行発表時の株価からみたCB転換価格とのかい離率）は高めに設定されている（例：発行決議日の株価の十二五％程度等）、あるいはCB購入者は払い込み後一定期間（例：一八〇日間）、株式への転換ができないといったロックアップ条項の設定、さらにはその他の転換条件設定（転換価額の二三〇％を二〇営業日超えない限り転換できない）といった条件が付されている事例もある。

### （3）リキャップCBの発行状況

図表2は、主なリキャップCBの発行状況である。同図において、二〇〇

図表1 リキャップCBのプロセス  
新株予約権付社債（CB）発行と自己株式取得の概念図



図表 2 主なリキヤツCB発行状況

(金額：億円)

発行決議日	社名	募集総額	自己株取得金額	発行決議日	社名	募集総額	自己株取得金額
2008年2月26日	ヤマダ電機	1,500	700	2014年5月22日	東シ	1,000	500
2008年2月28日	ジェイエフイーHD	3,000	1,200	2014年5月27日	ヤマダ電機	1,000	500
2008年5月13日	アサヒビール	700	150	2014年7月7日	カシオ計算機	100	100
2008年12月8日	パロー	40	10	2014年9月2日	ユーシン	40	10
2010年2月12日	テゾゾHD	50	70	2014年9月17日	アデアソンス	100	30
2010年2月12日	日本ハム	300	200	2014年9月17日	エデアオン	150	50
2011年2月17日	ヤマトHD	200	300	2014年12月4日	ケーズデソキ	300	100
2011年8月3日	マクロミル	50	25	2014年12月9日	東邦ホールディングス	150	120
2011年11月28日	KDDI	2,000	2,500	2015年2月16日	LIXILグループ	1,200	200
2012年3月6日	イオンクレジットサービス	300	150	2015年3月4日	サムテイ	40	10
2013年4月8日	日本セラミックス	80	20	2015年2月26日	九電工	100	25
2013年4月9日	静岡銀行	5億ドル (494.8)	260	2015年3月19日	OBARA Group	70	50
2013年7月9日	岩手銀行	1億ドル (101.16)	30	2015年4月13日	ニフコ	201	80
2013年9月3日	ベストプライザル	50	10	2015年5月20日	T&D	300	150
2013年12月4日	山口フィナンシャル グループ	3億ドル (308.31)	100	2015年6月3日	エデアオン	150	50
2014年3月7日	日本ハム	300	300	2015年7月7日	SANKYO	200	200
2014年4月2日	山形銀行	1億ドル (103.81)	35	2015年7月7日	東和薬品	150	50
2014年4月8日	常陽銀行	3億ドル (311.4)	120	2015年7月16日	ミツミ電機	200	50

八年から二〇一五年七月にかけてのリキャップCB総発行企業数は三二六社であり（うち三社は複数回発行）、その資金調達総額は約一・五兆円に達する。発行業種は電気機器、医薬品、化学、建設・不動産、小売り、銀行・金融等多岐にわたり、特定の業種への偏りはみられない。当初の発行時期（二〇〇八年）にはCBに付利されている事例が目立つが、二〇一〇年以降は原則ゼロ・クーポンで発行されている。また、調達された資金中、自社株買いに設定された金額枠は総額八四五億円であり、CBによる全資金調達額より小規模である点も注目される。なお、JFEホールディング社のように、CBに劣後特約が付された特殊な事例もある（当該劣後CBはみずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行に対し第三者割当された）。

#### （4）発行会社の財務状況等

図表3は、リキャップCB発行企業の財務状況等を示している。財務状況を示す指標としては「CB発行額が総資産額中に占める比率（CB Debt）」「発行されたCBが株式に転換された場合の希釈率（CB Dilution）」「CB発行金額中、自社株買いに充てられる資金比率（Buy Stock Money）」「買い付けられる自社株枠が発行済み株式総数に占める比率（Buy Stock）」「CBの権利行使価格と直近（発表前株価）との差額比率（アップ率）（CB Premium）」「発行企業の自己資本比率（Owner）」「発行企業の自己資本利益率（ROE）」の七項目を設定している。

まず、CB発行額の対総資産比率（CB Debt）項の平均は六・一％であり、最大値は二七・二％、最小値は〇・二％とかなりの幅がみられる。但し、銀行部門の平均値は〇・四％、最大値は〇・五％、最小値は〇・三％（金融機関の最小値は〇・〇二％）と金融機関・銀行部門の値が低く、これら部門が全体の平均値を引き下げて

いる。金融機関を除くCB／総資産比率は、平均値が七・四％、最高値が二七・三％、最小値が二・三％である。

CBを株式に転換した場合の希釈化率（既存株式に対する潜在的株式比率、CB Dilution項）は、平均値が一〇・五％、最低値一・七％、最高値が二六・九％である（ただしJFEホールディング社について劣後特約の存在を考慮し記載せず）。

自己株買い付け用資金比率（全発行金額中で自社株買いに充てられる資金比率、Buy Stock Money項）は、平均値が五二・〇％、最大値が一五〇・〇％、最小値が二〇・〇％である。当該結果は調達された資金中、自社株買いに充てられる割合は平均して約五割程度であり、他の部分は自社株買い以外の使用目的が設定されていることを意味する。

買い付けられる自社株枠が発行済み株式総数に占める比率（Buy Stock項）は、平均値が五・七％、最大値が一六・七％、最小値が一・九％である。

CBの権利行使価格と直近（発表前）の株価との差額比率（アップ率、CB Premium項）は、平均値が三〇・五％、最高値が八〇・〇％、最小値が五・〇％である。

リキャップCB発行企業の直前期末の自己資本比率（Owner項）は、平均値が四〇・八％、最高値が八七・〇％、最小値が四・七％である。なお同項目における銀行業の平均は五・八％、最大値七・八％、最小値四・七％。銀行業を除いた企業平均は四八・二％、最大値八七・〇％、最小値一七・五％である。

リキャップCB発行直前期末の自己資本収益率（ROE項）は、平均値が七・一％、最

図表3 発行企業の財務状況

データ	CB発行額／ 総資産	株式希釈 化率	自社株買い 付け資金比率	自社株買い 比率	CB アップ率	自己資本 比率	ROE
平均値	0.061	0.105	0.524	0.057	0.305	0.408	0.071
最大値	0.272	0.268	1.500	0.167	0.800	0.870	0.194
最小値	0.002	0.017	0.200	0.019	0.050	0.047	0.005

（注）財務諸表関連データは、直近の年次報告書データを使用、上場廃止銘柄（マクロミル）は記載していないため35社が対象。

高値が一九・五%、最小値が五・九%である。日本経済新聞社によれば、一般にROE一〇%を超えれば優良企業とされる。過去二〇年間のデータでは、日本企業の平均ROEは五%程度であるのに対し米国は一二%程度である。この値からすると、リキャップCB発行企業のROEは若干高めとなっている。

(5) リキャップCBへの批判、そしてファイナンス論の立場からの考え方

ファイナンス理論の考え方からすれば、リキャップCBに関する発行企業及びマスコミ報道の内容について疑問の余地がある。以下、それら内容について言及する。

まず、金利コストの低下は、借入金返済が行われる場合にのみ実現化するのであり、ゼロ・クーポンによる資金調達は、必ずしも「コストゼロ」を意味しない。実際には、既存株主からCB購入者へCBに内在するオプション価値の移転が発生することで、株式の潜在的な希薄化が発生、既存株主の負担が発生している（既存株主からCB購入者への富の移転）<sup>1)</sup>。

ファイナンス論的には、負債比率の引き上げに伴う財務のレバレッジ拡大によってROEの変動性が高まる。当該収益変動リスクは既存株主が負担することになり、結局そのコスト分だけ株主の要求収益率が高まり、（一時的な上昇はともかく）株価はリスクを織り込んだ分だけ元の水準に収まると考えられる（ROEの上昇は一時的であり、将来利益を現在に移転しているのみ）。

またリキャップCBが財務数値の向上により、（利益水準を一定とすれば）一時的にROEを上昇させることは間違いないが、企業価値の上昇に対する効果は限定的と考えられる（むしろ株主価値を毀損する可能性もあり得る）。結局、企業収益の向上によるしか継続的なROE上昇は見込めず、リキャップCBを用いた資本政策に

においても、「株価の基調が上昇するか」は、まず資金使途のうち投資に充てられた事業分の収益性に依存する。

#### (6) ヤマダ電機、日本ハムの事例

本節では、リキャップCBを複数回発行しているヤマダ電機、日本ハムについてCB発行前後の企業の財務状況を、とりわけROEの推移に注目しながら説明する。これは自社株買い及びCB発行によって、実際のROE上昇の有無の確認を目的としている。

まず、ヤマダ電機の財務状況推移について、図表4に基づき説明する。

ヤマダ電機は平成二〇年三月期に第一回のリキャップCBを発行している(二月二六日発表)。同期を〇期とする、次期(十一期)の利益は大幅に減少し、十二期以降に利益額は回復している。その間、ROEは実行期の一五・九%から一六・二%へ上昇するが、十四期には減益もあり再びROE値が低下している。

自己株式の残高は、リキャップCB発行後上昇している

図表4 ヤマダ電機の財務状況推移

	平成18年 3月期	19年 3月期	20年 3月期	21年 3月期	22年 3月期	23年 3月期	24年 3月期	25年 3月期	26年 3月期
	-2期	-1期前	0期 (発行期)	+1期	+2期	+3期	+4期	+5期	+6期/0期 (発行期)
ROE	17.4%	15.9%	15.9%	9.8%	14.8%	16.2%	11.8%	4.20%	3.50%
ROA(総資産経常利益率)	14.9%	14.2%	12.6%	8.5%	12.1%	15.1%	11%	4.6%	4.30%
自己資本比率	54.2%	53.8%	43.2%	45.4%	45.0%	50.0%	55.4%	46.8%	44.20%
当期純利益金額(億円)	370.27	434.20	491.74	332.07	559.47	707.54	582.35	222.03	186.66
1株当たり当期純利益(円)	421	458	511	353	594	751	618	235	202(*)
発行済み株式総数(千株)	94,056	95,482	96,391	96,450	96,648	96,648	96,648	96,648	96,648*
(うち自己株式)	9.5	10.5	2,438.4	2,438.6	2,438.7	2,438.7	2,438.7	2,438.7	7,311.5(*)
株価(各年3月末)	1,357	1,098	860	386	690	561	517	429.5	344

(\*) 平成25年10月1日付で1株→10株の株式分割を実施。当該数値は過去データの比較上、分割を反映していない。

- ・ 田中博文(2014)、「自社株買いを見届けるまでがリキャップCBーヤマダ電機リキャップCB1000億円で思うこと」(ブログ「Hiroの「グローバルで負けないリスクテイク出来る日本へ」」2014年8月1日付記事)(<http://hirotanaka.net/archives/51949459.html>)
- ・ 第1回リキャップCB発行は20年3月期(2月26日発表)に実施、第2回リキャップCB発行は26年3月期(5月27日発表)に実施。
- ・ 第1回CBの権利行使期限:2013年3月14日/2015年3月17日(2種類のCB発行)
- ・ 第1回CBの権利行使価格:1,417.5円(条件決定日の株価:945円)

(二回目は平成一九年度の二〇・五千株から二〇年度の二四三八・五千株へ上昇。二回目は平成二五年度の二四三八・七千株から二六年度の七三二一・五千株に上昇)。

株価の推移については、第一回CB発行後に株価が上昇するも、リーマンショックの発生もあり、その後大幅に下落している。そして株価はCB転換価格に十分な期間及ぶことなく一三年満期分(発行額七〇〇億円)の転換はほぼ不可能となった模様である。おそらくこの結果、CB発行から一年後にCBを一〇〇億円分買入れ消却、合計四回で二一〇億円の買入れ消却を実施している。当該状況は、発行企業の当初予想と異なる結果である(以上の内容詳細は田中博文(二〇一四)による)。

このようにヤマダ電機の一回目のリキャップCBは、自己株式の取得及びCBの株式への転換が(発行企業の当初の)予想と異なる結果となったことから、財務活動としては失敗事例と考えられる。

次に、日本ハムの財務状況の推移を示したものが図表5である。ROEは第一回リキャップCBを発行した二二年三月底前後で、前期の〇・六〇%から五・八〇%へ上昇している。また、第二回

図表5 日本ハムの財務状況推移

	平成20年 3月期	21年 3月期	22年 3月期	23年 3月期	24年 3月期	25年 3月期	26年 3月期	27年 3月期
	-2期前	-1期前	0期 (発行期)	+1期	+2期	+3期	+4期/0期 (発行期)	+5期 /+1期
ROE	0.50%	0.60%	5.80%	6.10%	4.10%	5.60%	8.0%	9.2%
ROA	1.30%	1.00%	4.00%	4.90%	4.50%	4.70%	5.70%	6.9%
自己資本比率	47.20%	46.30%	45.00%	47.60%	49.20%	48.10%	51.20%	53.50%
当期純利益(億円)	15.55	16.57	157.21	167.31	116.55	164.59	245.24	310.48
1株当たり当期純利益(円)	6.8	7.2	69.6	78.6	54.7	79.4	122.1	152.4
株式総数(千株)	228,445	228,445	228,445	228,445	228,445	228,445	228,445	204,000
(うち自己株式)	257	274	15,823	15,736	15,718	29,466	24,771	298
株価(各年3月末)	1,472	1,025	1,183	1,049	1,051	1,551	1,537	2,768

- ・第1回リキャップCBは平成22年3月期(2月12日発表)に実施、第2回リキャップCBは26年3月期(3月7日発表)に実施。
- ・第1回CBの償還予定日:2014年2月27日
- ・第1回CBの権利行使価格:1,309円(上限)/1,082円(下限)(株価に応じて変動)
- ・CB発行に伴う潜在株数:23,510千株

リキャップCBを発行した二六年三月期前後で、前期の五・六％から八・〇％へ上昇している。

また平成二六年三月決算期におけるCBの転換・自己株式保有状況について、自己株式数は、平成二六年三月期までにはほぼ全額普通株式へ転換されている。当該転換時の請求に対して、自己株式を交付したことで、その後の自己株式保有数が減少している。またCBの普通株式への転換により約三〇〇億円自己資本が増加した。

これら結果について、ROEの上昇とCBの転換状況を併せて考えると、発行企業の予想が満たされたという意味において当該リキャップCBの発行は、成功事例と考えられる。

### 3 リキャップCB発行に対する株式市場の反応

本節では、企業によるリキャップCB発行情報に対する、株式市場（企業株価）の反応状況を分析する。具体的には、リキャップCB発行情報に対する当該企業株価の上昇は、投資家による肯定的（ポジティブ）な評価を示し、株価の下落は否定的（ネガティブ）な評価を下すと考える。

リキャップCB発行は、企業の財務活動の観点からみると、複数の要因から構成されている。

まず、CB発行による資金調達、投資家から企業へのキャッシュ・イン・フローである。同時に、自社株買いは―資金調達とは逆に―企業が市場から株式購入形をとった投資家への利益還元であり、企業から投資家（株式市場）へのキャッシュ・アウト・フローである。このように異なる資金の流れが同時に発生する点にリキャップCBの特徴がある。

CB発行が株価に与える影響については日米の市場を対象とする先行研究の蓄積が存在している。なお、CBは株式（エクイティ）と負債（Debt）双方の要素を有する複合的な金融商品であることを踏まえると、単にCB



による資金調達だけでなく、株式による公募増資や、特殊な条件の付されたCBであるMSCB等、CBに類似する資金調達方法についての先行研究の成果をも踏まえる必要がある。

さらに、CBが株式に転換される詳細な条件（アップ率）や、発行企業の自己資本比率、等個別の発行条件内容を考慮すると、リキャップCBに対する投資家の評価（あるいは市場の評価）を判断することは、「複数の条件からなるパズルを解く」ことを意味する。

こうした考え方を踏まえて以下では、（１）資金調達・自社株買い等の財務行動に対する株価反応の先行研究、（２）リキャップCB発行に対する株価の反応状況、（３）株価変動の要因分析、について順に説明する。

#### （１）先行研究の内容

##### ① ファイナンス理論からみた「公募増資」と「自社株買い」

企業財務理論の理論については、モディリアーニ・ミラー（MM理論）において、資本市場が完全市場であるとの仮定の下では、資本構成は企業の価値評価に影響しないとされている。しかし、現実には投資家・経営者間には企業の本源的価値（intrinsic value）に関して情報の非対称性が存在するため、理論・実証の両面からMM理論の改良・再構成がなされてきた。

その中でも、企業の資金調達活動を説明する代表的な理論として、情報の経済学（シグナリング仮説、エイジエンシー理論（フリーキャッシュフロー仮説）等）に基づく考え方が提唱されており、多くの実証分析もこれら理論に沿う形で行われている。以下では「自社株買い」「公募増資」というキャッシュフローについて対照的な企業行動を例として取り上げながら、これら理論の概要を紹介する。

図表6は企業の財務活動（公募増資、自社株）に対応する主なファイナンス理論の仮説とその内容、理論から導かれる株価変動の予想、最後に仮説の説得力について実証研究結果が示す説得力の状況を示している。

まず、企業の資金調達における公募増資について、主な市場の反応を説明する仮説としては、シグナリング仮説が存在する。注意が必要なのは、シグナリング仮説については、同じ理論から二通りの株価の反応が導かれることである。以下では、株価が下落する考え方を「株価下落効果仮説」、株価が上昇する考え方を「株価上昇仮説」として区別する。

株価下落効果仮説の基本的な考え方は、公募増資は企業経営者が、現在の市場における企業株価が過大に評価されていると判断し、その下落を促そうとするシグナルを示していると考ええる。この理論の結果においては、公募増資情報に対して市場及び投資家の反応は、株式を売却することで対応することから、株価は下落すると予想される。米国を中心とする実証結果において、同仮説は有効とされている。

株価上昇効果仮説の基本的な考え方は、公募増資は企業経営者が企業の成長機会の存在を把握していることを示すシグナルであるとする考え方である。この理論の結果、株価は上昇することが予想される。同理論の実証結果について、米国では否定的であるが、我が国においては賛否双方の結果が存在することが知られている。

次に、企業の投資家へのペイアウト手段の一つである自社株買いを説明する理論としては、シグナリング仮説とエイジェンシー仮説（あるいはフリーキャッシュフロー仮説）が存在する。

シグナリング仮説は、企業の自社株買いについて、企業は高い収益率の投資案件を保有しているにもかかわらず、企業価値が市場で低い評価を得ていることに対する経営者の反応（シグナル）として考えることで、企業価値の増大を見込む考え方である。

またエイジェンシー仮説（フリーキャッシュフロー仮説）は、株主からみて、自社株買いは経営者によるモラルハザード（収益率の低い事業等への過剰投資等）を防ぐ処置として有効との考え方にに基づき、企業価値が上昇すると考える。これら二つの仮説は共に企業価値について増大を予想することから、株価変動の方向性について上昇を期待し、その予想の方向性が一致している。

なお、自社株買いによる株価の上昇が、いずれの仮説によるのか、実証研究結果の蓄積において必ずしも一致した見解はない。両仮説は対立するものではないため同時に成立する可能性もあり得る。

② 自社株買い等・増資に関する先行研究（実証分析結果）

図表7は、企業による増資及び自社株買いの発表情報に対して、先行研究における株式市場の反応を実証分析した先行研究の結果概要を示している。

株式による公募増資について、株価の下落が実証結果の分析として示されている（一部には、日本の市場における公募増資情報は、株価上昇をもたらしたとの結果も存在する）。

CB発行による資金調達は、CBの形態によって異なる。プレーンな転換社債においては、一九九〇年代までは株価上昇をもたらしたが、

図表6 理論の概要

財務活動	仮説	仮説の内容	株価変動の予想	説得力
公募増資	シグナリング仮説	株価下落効果仮説 (公募増資は「株価が過大」シグナル)	-	高い
	(シグナリング仮説)	(株価上昇効果仮説) (公募増資は「成長機会の存在」を示す)	(+)	低い?
自社株買い	シグナリング仮説	企業の「高い収益率の投資案件保有を示す」ことで株価上昇 (企業価値拡大)	+	高い
	エイジェンシー仮説 (フリーキャッシュフロー仮説)	企業の「フリーキャッシュフローを削減」させることで、株価上昇 (企業価値拡大)	+	高い

二〇〇〇年代以降は株価が下落したとの結果が有力である。一方、MSCB（転換価格下方修正条項付き転換社債）については、株価は下落するものの、公募増資と比較した場合その下落率は低いとの結果がある。

また自己株取得については、株価の上昇が確認されており、その結果は先行研究の間で概ね一致している。

## (2) 株価の反応状況（イベントスタディ）

本節では、企業がリキャップCB発行及び自社株買いの発表をした場合における、当該情報に対する株価反応をイベントスタディの手法によって分析する。

方法としては、企業の株価について、マーケット・モデルを使用して株価の累積超過収益率を算出し、その平均値について統計上の有意性を検定する。イベントスタディの考え方はある事象（イベント）が発生した際に、当該イベントが会社の株価（正確には株式投資収益率）に及ぼした影響を、当該イベントがなければ実現したと考えられる株価（株式投資収益率）との差を比較することで分析する手法である。イベントが発生しなかったと仮定した場合の投資収益率の算出方法としては通常、①イベント発生前の一定期間を対象に収益率の理論値（期待収益率）に関するモデルを計測し、②当該モデルから計測されたパラメータを用いてイベント日前後の一定期間について外挿テストを行い、得られた予測値をその収益率とみなす方法が使用される。最も一

図表7 実証結果の概要

資金調達／ペイアウト形態	形態の詳細	実証研究の結果（株価の変化）	詳細・その他
株式	公募増資	下落	—
CB発行	普通のCB	上昇／下落	・90年代までは株価上昇 ・2000年以降は株価下落
	MSCB	下落	・公募増資より下落率は低い
自己株取得	—	上昇	—

般的なモデルは市場収益率を単一の説明変数とするマーケット・モデルである。

具体的には、リキャップCB発行及び自社株買いに関する発表が行われた日をイベント日 ( $T_{i0}$ ) とし、イベント日の二五一日営業日前から五一営業日前までの二〇〇日間 ( $T_{i-251} \sim T_{i-1}$ ) を推定期間として最小自乗法により次式のマーケット・モデルを計測する。

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt} \quad (1)$$

ここで、 $R_{jt}$  は  $t$  日における会社  $j$  の株式投資収益率、 $R_{mt}$  は  $t$  日における市場収益率、 $e_{jt}$  は攪乱項である (本研究において市場収益率の指標には東証株価指数 (TOPIX) を用いる)。次に  $\alpha_j$  と  $\beta_j$  (いわゆるベータ係数) の推定値  $\hat{\alpha}_j$ 、 $\hat{\beta}_j$  をもとに、イベント日の五〇営業日前から五〇営業日後までの一〇一日間について外挿テストを行い、実績値と予測値の差の形で超過収益率を求める。すなわち、

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}) \quad (2)$$

である。これは、 $t$  日においてイベントが会社  $j$  の株式投資収益率に及ぼした個別の効果を表している。

この作業をサンプルの会社 ( $N$ 社) 全てについて行い、イベント日を基準に各会社の時期を揃えた上で、次式で定義される平均超過収益率を求める。

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N AR_{jt} / N \quad (3)$$

これは  $t$  日においてイベントがサンプル内会社の株式投資収益率に及ぼした平均的な効果を示している。

最後に任意に定義されたイベント日前後の一定期間 ( $T_{i-1} \sim T_{i+1}$ ) について、イベントの及ぼした累積的な効果を見るために、次式で定義される累積平均超過収益率 (CAR) を求める。

$$CAR_{T_1, T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AAR_t \quad (4)$$

以下では分析期間を、イベント日以降の〇〇十三日間を対象とする。また、CAR値は、正・負双方の値を有していることから、全体平均の他、〇〇十三日時点で正・負別にデータを分けて、イベントスタデイを実施する。CARの有意性検定にはイベントスタデイで一般的に採用されているZ検定量を使用する。

図表8はイベントスタデイの結果を示している。同表において、全体としての超過収益率は全て有意ではない一方、正あるいは負の値については全て5%（あるいは1%）有意水準で有意である。

図表9は、各株価の累積超過収益率の推移（及び平均値）を示している。期間は、公表日の五〇日前から公表後の五〇日までを示し、比較便宜のために、公表日の値を〇として表示している。

図表10は、〇〇三日時点で正あるいは負の超過収益率を示した銘柄について、〇〇三日後間における、各銘柄の累積超過投資収益率の正・負別の構成銘柄数を示している。

これら結果より、必ずしも銘柄の正・負状況が安定していないことがうかがえる。実際、正・負の各グループを構成する銘柄は、大きく変化しており、特定の銘柄が「常に正」「常に負」のグループに属しているわけではない。これは、株式市場における各企業の評価が、期間毎に変化していることを示唆している。

図表8 0～3日、0～10日、0～30日時点における正・負の銘柄数内訳

〈0～3日、0～10日後の構成〉

	0～10日後のCARが正	0～10日後のCARが負	合計
0～3日後のCARが正	13	3	16
0～3日後のCARが負	6	13	19
合計	19	16	35

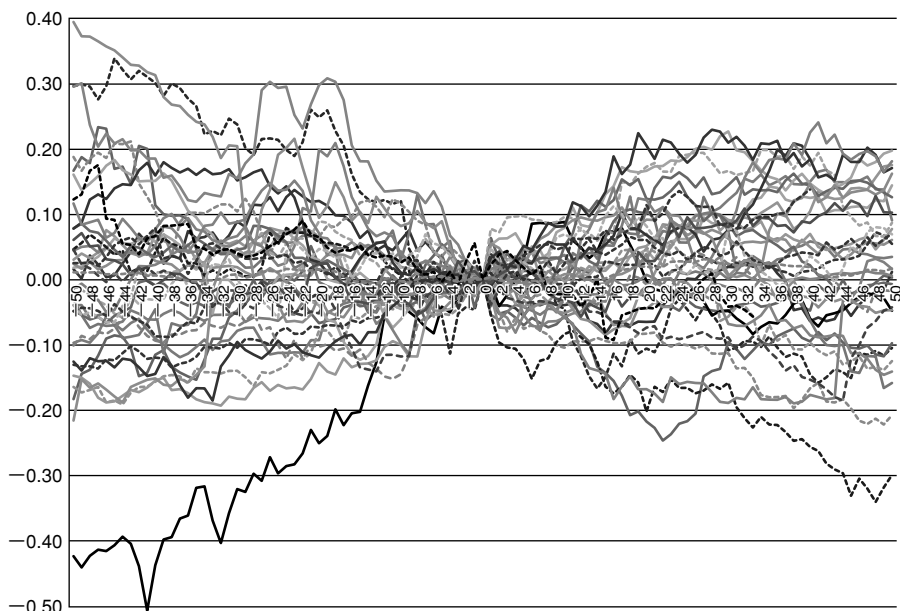
〈0～10日、0～30日後の構成〉

	0～30日後のCARが正	0～30日後のCARが負	合計
0～10日後のCARが正	15	4	19
0～10日後のCARが負	8	8	16
合計	23	12	35

以上の結果は、リキャップCB発行及び自社株買い情報が、情報公開後三日、一〇日、三〇日の各時点までの間において、株式市場で肯定的（累積超過収益率は正）、あるいは否定的（累積超過収益率は負）な形で判断されており、さらには当該評価の内容は時間の経過と共に変化していることを示している。これら時間に伴う変化の背景として、情報公開後のCAR値を決定する要因（あるいは要因群）の存在が示唆される。

図表9 CARの推移（全銘柄）

累積超過収益率の推移（ $t=0$  値を0として基準化、期間： $t-50 \sim t+50$ ）



(注) リキャップCB発行後のCAR値（ $t=0$ のCAR値を0とする基準化済）には、時間の経過とともに正・負値の双方が発生。情報公開後のCAR値を決定する複数要因の存在が想定される。

図表10 リキャップCB発行に伴う累積超過収益率（0～3日後）

	(A) 全体	(B) 累積超過収益率が正	(C) 累積超過収益率が負
N =	35	18	17
平均累積超過収益率	-0.00283	0.02533	-0.03265
Wilcoxonの順位和検定Z値	0.54619	2.33671*	3.02165**

(注) \*\*と\*は、それぞれ1%水準、5%水準で有意となることを示す。平均累積超過収益率は公表日の値が0となるよう基準化している。

(3) 株価の反応状況(累積超過収益率)の決定要因分析(多重回帰分析)

前項における分析の結果より、リキャップCBの発行及び自社株買い情報の公開に対し、当該企業の株価は正あるいは負の評価を示していることが確認された。

本節では、株価の反応をもたらす要因について分析を行う。具体的には、図表2の企業の財務指標(あるいはリキャップCBや自社株買いに関する情報)を用いて、累積超過収益率の変動をもたらす要因を検討する。なお、時間と共に累積超過収益率の値が変化していることを踏まえて、発表後からの三日、一〇日、三〇日間の各値について分析を行う。以下のモデルを想定する。

$$CAR = C + aCB DEBT + bBUY STOCK MONEY + cCB PREMIUM + dOWNER + eROE + u$$

C : 定数項

CB DEBT : CBの発行額の対総資産比率

BUY STOCK MONEY : 自社株用資金比率(全CB金額中、自社株買いに充てられる比率)

CB PREMIUM : CBアップ率(CBの株式転換価格と発表時株価との差額比率)

OWNER : 自CB資本比率

ROE : 自CB資本利益率

U : 誤差項

なお、上記変数の他、「自社株購入株式が発行済み株式数に占める比率」「CBが株式転換された場合の希釈化率」「JFEのみに適用されるダミー変数(JFEは劣後条件付きCBを発行)」を説明変数として使用するモデルを設定したが、有意ではなかったことから同モデルの結果は記載していない。



図表11は、上述のモデル分析の結果概要を示している（詳細は省略）。×は説明変数が統計的に有意でなかったことを示す。+（あるいは-）項は、説明変数の係数が正（あるいは負）で有意であったことを示す。CAR3、10、30項は被説明変数についてそれぞれCAR値が発表日から三日間、一〇日間、三〇日間であることを示している。以下、順に分析結果の概要について説明する。

< CAR3 >

CAR3（情報公開後三日間）については、CB Premium項が正で有意（有意水準5%）であり、アップ率（株式への転換価格との差額）がそれほど株価が上昇することを意味している。また、CB Premium項以外の説明変数が全て有意ではない。これら結果は、情報公開から三日程度は、投資家間で株価のアップ率のみが意識され、リキャップCB発行企業の財務状況等は、株価変動に反映されていないことを示唆している。

< CAR10 >

CAR10（情報公開後一〇日間）については、CB Debt項が負で有意（有意水準5%）であり、CB発行による負債資金調達規模が大きいほど、株価は下落することを意味している。Buy Stock Money項については、負で有意（有意水準5%）であり、CB発行による調達金額中、株式買い付け用の資金比率が高いほど、株価は下落することを意味している。Owner項については正で有意（有意水準5%）であり、自己資本比率が高いほど、株価は

図表11 結果の要約

	CAR3	CAR10	CAR30
a (CB Debt)	×	- (0.023)	×
b (Buy Stock Money)	×	- (0.004)	×
c (CB Premium)	+ (0.0172)	×	×
d (Owner)	×	+ (0.013)	×
e (ROE)	×	+ (0.0319)	+ (0.057)
修正R二乗値	0.1212	0.2016	0.016

(注) ( )内はP値。  
ボールド体は1%あるいは5%有意水準で有意

上昇することを意味している。ROE項については正で有意(有意水準5%)であり、企業の自己資本収益率が  
高いほど株価は上昇することを意味している。また同期間において、CB Premium項は有意ではない。

以上の内容は、投資家の関心は、企業の財務状況に関するものが中心であることを示唆している。Owner項が  
正かつ有意であることは、企業の財務の安定性に関心があることを意味しており、CB Debt項がCB発行による  
負債比率が上昇することへの否定的な評価を示しているのと対になっている。CBによる調達資金中、自己株式  
買い付け目的の比率が負で有意であることは、投資家が負債調達資金による自己株式に対して否定的な判断を下  
しているように思われる。ROE項が正かつ有意であることは、企業の資金運用能力に関する判断であり、CB  
調達による資金のリターンに対する関心を示していると考えられる。

〈CAR30〉

CAR30(情報公開後三〇日間)についてはCAR10の内容と共通している。ROE項が正で有意(有意水準5%)  
であることは、企業の自己資本収益率に対する評価が、リキャップCB発行企業間における株式市場の選別をも  
たらしていると考えられる(この他、五〇日後、一〇〇日後について分析したが、結果は概ね上記内容と同様で  
ある)。

以上の三期間について分析した内容から、CAR値の決定要因については、以下のように考えられる。

① 情報公開直後の期間(CAR3)について、株価はリキャップCBの株式への転換価格(アップ率)に反応し  
ている。CBが株式に転換されにくい(＝転換価格が高い)程、株価は上昇している。当該反応はCAR3この  
み確認され、短期かつ顕著な反応である。

② その後、時間の経過に伴い(CAR=10)、他の変数に対して株価が反応するようになる(アップ率には反応

しない)。資金調達規模が対総資産比で大きいほど株価は下落、またCB発行金額中、株式買い付け費用比率が高いほど株価は下落する一方、自己資本比率及び自己資本収益率が高いほど、株価は上昇している。これら時点では、資金調達に伴う企業財務の安全性と、調達した資金の運用（効率的な資金運用の指標＝ROE値）が投資家の関心事であり、自己株買い付け資金には、（おそらく企業収益との関係が低いことから）、投資家の否定的な姿勢がうかがえる。

③ さらに時間が経過しても（CAR＝30, 50, 100）、②の傾向は変わらず、企業財務の健全性と、（調達した資金運用とも関係する）自己資本収益率の高さのみが投資家の関心事となっていることがうかがえる。

#### （4）本分析結果について

以上、リキャップCBに関する状況（自己株取得、CBによる資金調達、そして実施企業の財務状況）の把握と、リキャップCB発行に対する株価変動の分析を行った。

リキャップCB発行及び自己株取得状況を全体的にみると、「CBによる資金調達」により「調達資金による設備投資等」を行うことが目的であり、調達資金の「一部で自己株取得」を行っているのが、実態である（一部企業において、調達資金以上の金額を自己株式取得に充てる例もみられるが、少数派である）。

また発行されたCBについて、「アップ率を上方に設定することで株式転換を抑制し、既存株主の利益に配慮」している、との文言が発行企業側の説明に多くみられるが、実際のアップ率をみる限り額面通りに受け取れない事例が多い。

なお、リキャップCBとは、自己株式の取得と、CB発行による資金調達を同時に行う点に特徴がある。実際

の市場において、設定される自己株式取得用の資金は、全資金調達金額の一部にすぎない。調達された資金の他の部分は専ら設備投資等へ使用されている。企業は純額ベースでみればCB発行による「単なる」資金調達を行っていることになる。この結果、検討すべき事項は資金調達に関する議論が中心となる。

CB発行（あるいは株式公募）による資金調達に対する株価の反応について、先行研究では企業株式の累積超過収益率の変化の方向性について、正負双方の可能性が存在した。

理論面における正の累積超過収益率の可能性についてはシグナリング仮説の「株価の上昇効果仮説」、負の累積超過収益率の可能性については同じくシグナリング仮説の「株価の下落効果仮説」が存在した。

これら先行研究の内容と、前節の分析におけるファイナンディングを併せて考えると、リキャップCBの発行に対する株式市場の反応については、全体としてシグナリング仮説の上昇効果仮説が成立しており、株式市場はリキャップCBの発行を、企業の成長機会の存在を示すシグナルとして捉えていると考えられる（本部分の詳細については志馬（二〇一五b）を参照）。

#### 4 おわりに

本稿においては、リキャップCBに関する状況（自己株取得、CBによる資金調達、実施企業の財務状況）の把握、そしてリキャップCBの発行情報に対する株式市場の反応について分析を行った。

リキャップCB発行及び自己株取得状況を全体的にみると、CB発行による調達資金で設備投資等を行うことが目的であり、自己株式取得の規模は、CB調達資金の半分程度に限定されている（一部企業において、調達資金以上の金額を自己株式取得に充てる例もみられるが、少数派である）。

また、株式市場における発行企業への投資家の反応は、リキャップCB発行の公表直後から、時間の経過とともに、当該企業評価の要因が変化していることがうかがえた。株価の反応は、公表直後、短期的には株式のアップ率が注目されているが、公表後約一月後までの間には「企業の経営安全性（自己資本比率の高さ）」と「企業の収益を稼ぐ本業の力（ROE）」が株価の説明変数として重視されていることが実証分析の結果示された。言い換えれば、リキャップCB発行情報に対する株式市場の反応は、「CBの発行条件」に注目する時期（発行日から三日間程度の「短期」と、発行企業の「財務安定性」「自己資本収益力」に注目する時期（発行日から一か月程度の「中期」）に、明確に区別されている。さらに、こうした結果は、企業の資金調達行動は、当該企業の成長機会の存在を示すシグナルであると考え、シグナリング仮説と整合的であることが確認された。

しかしながら、同シグナリング仮説の有効性を検討するには、本研究の結果だけでは不十分であり、今後は、さらなる分析を続けることでより明確な結論を得る必要があると筆者は認識している。今後も企業のリキャップCB発行動に注目することで、今後の研究課題としたい。

#### 注

(1) 当該問題は、本業の収益性が低い企業において顕在化しやすく、事業収益の向上による株主価値の向上よりも、オプションがもたらす希薄化によるCB購入者への富の移転が先行する、との指摘もある（伊藤等（二〇一四））。

#### 参考文献

・伊藤信雄及び証券設計株式会社（二〇一四）「リキャップCB熱が上がっている」（二〇一四年九月一八日）、「証券設計BL

05」 (<http://securitydesign.blog39.fc2.com/blog-entry-290.html>)

・志馬祥紀 (二〇一五 a)、「米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) —リキャップCBの原型—」、「証研レポート」(二六九〇号)、公益財団法人証券経済研究所、二〇一五年六月、pp48-60

・志馬 (二〇一五 b)、「リキャップCBと市場の評価」、『証券経済研究』(九二号)、公益財団法人証券経済研究所、二〇一五年十一月、pp75-91

・田中博文 (二〇一四)、「自社株買いを見届げるまでがリキャップCB—ヤマダ電機リキャップCB一〇〇〇億円で思うこと」(ブログ Hiroの「グローバルで負けないリスクテイク出来る日本へ」(二〇一四年八月一日付記事) (<http://hirotanaka.net/archives/51949459.html>))

(しま よしのり・客員研究員)

# 日本国債の格付け

黒沢 義孝

はじめに

日本国債の格付けは一九三〇年代以降、市場性適格のなかの最下位BBBで推移したが一九七五年に最上位のAAAを取得した。しかしその二三年後の一九九八年に格下げが始まりシングルAランクまで低下した。格付けは概ね三〜五年先の債務償還力を示すものとして市場で受け入れられているが、二〇一五年に入って日本国債（円建て）に対する格付けが日米格付会社五社<sup>(1)</sup>の間ですべて異なるといふ珍しい状況が発生した。史上まれに見る公的債務負担と二〇年以上にわたる経済の停滞に対してアベノミクスがどこまで対処できるかについての評価の違いと格下げのタイミングの違いが格付けの差異として現れた。本論では日本国債の格付けにおけるアベノミクスに対する格付け五社の評価とタイミングの違い、国債の格付け手法、国債（ソブリン）格付けの問題点について概観した。

## 1 格付会社五社ですべて異なる日本国債格付け（二〇一五年四月〜同年九月）

アメリカ大手三社および日本の二つの格付会社の日本国債に対する格付けがすべて異なるといふ現象が発生した（二〇一五年四月から同年九月の五ヶ月弱の期間<sup>(2)</sup>）。この格付けの違いは一四年四月の消費増税が以後の経済成長と財政再建にどのような影響を与えるかについての格付会社の見解の相違が主な理由である。JCRは最上級

のAAA、R&IがAA+, S&PがAA-,ムーディーズがA+,フィッチが最も低くAで、最上級のJCRと最下級のフィッチの間に五ノッチ差があった。格付け格差の主因はアベノミクスの行方の見方の違いに注がれた。格付け記号の定義について各社共通の厳格なルールはないが一般的には「文章による定義」と「実際に発生したデフォルト率」で捉えることが多い。文章定義についてS&Pの定義で代表させるとAAA(ムーディーズの記号はAaa)は「債務を履行する債務者の能力は極めて高く」AA(同Aa)は「・・・能力は非常に高く」A(同A-)は「能力は高いが・・・環境や経済状況の悪化の影響を受け易い」とあり、AA段階以下については三段階区分され「プラス/マイナス(ムーディーズは一、二、三)は各カテゴリーの中での相対的な強さを表す」とされている。<sup>(3)</sup>しかし「極めて高い」、「非常に高い」、「高いが」などの表現では相対的な優劣はわかるが、実際にどの程度の確率で債務不履行(デフォルト)が発生することを予想しているのかについてはわからない。そこで格付会社は実際に発生した過去の格付け別デフォルト率を公表しており、格付け情報を利用する投資家はそれを将来のデフォルト発生確率の代理変数として利用する。<sup>(4)</sup>ところがソブリン(国債)格付けのAAA~Aクラスについてはギリシャ国債のデフォルトを除いて過去数十年にわたってデフォルトが発生していないので過去の格付け別デフォルト率で格付けの定義をすることができない。なおソブリン格付けは外貨建て(政府保証を含む)と自国通貨建ての双方について公表されるが、日本政府は一九五九年(昭和三四年)の米ドル建て国債(三〇〇〇万ドル)を最後に外貨建て国債は発行していないので本論の対象は円建ての日本国債である。<sup>(6)</sup>

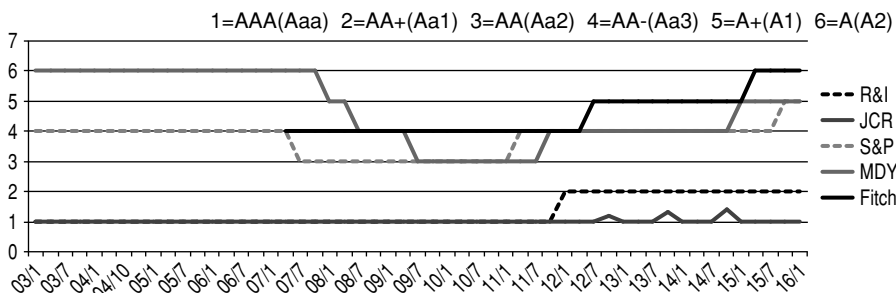
以上の前提を踏まえたくて格付会社五社の日本国債格付けがすべて異なっていた期間の格付け根拠を比較検討してみたい。まず、日本国債を評価するにあたってソブリン格付けで用いられる主な定量的マクロ指標を見ると、実質GDP成長率(二〇〇九年以降・最近までの平均)は〇・五%(一般的基準ではシングルBクラス)、



名目GDPの規模（以下二〇一三年の値）は約四兆九千億ドル（同トリプルAクラス）、一人当たりGDP（購買力平価ベース）は約三万七千ドル（同トリプルAクラス）、一般政府債務の対GDP比率は二四二％（同シングルBクラス）、一般政府利払いの対歳入比率は六・三倍（ダブルAクラス）で、経済規模や所得水準は最上位格の範疇にあるが政府債務の水準やGDP成長率は最下位にあり国債の償還力をどの指標に力点を置いて決めるかによって大きな開きがある。日本国債の米系格付会社による格付けは一九九八年一月にトリプルAから格下げになって〇三年にはムーディーズがシングルAまで下げたが、図表1（四半期ごとの格付け推移）のとおり日系と米系の格付け差は三〜四ノッチで定着している。この格付け差の主因は、米系格付会社が日本の高水準の公的債務残高と長期的なデフレ下における低成長などの定量的指標に評価の重点を置いたのに対し、日系格付会社は日本の財政状況の厳しさを指摘しつつも、日本国債保有の大宗を占める日本の投資家による信任が厚く、低金利を維持しながら借り換えによる償還に問題がないとする資金の流動性に判断の根拠を置いた、視点の違いにあると思われる。

そこで、フィッチがシングルAに格下げして（一五年四月二七日）格付け五社すべての格付けが異なることとなった根拠を、公表されたレポートから要約すると次のとおりである。安倍政権のスタート（二〇一二年一二月）と

図表1 日本国債（円建て）の格付け〈2003/1～2016/1：各月1日現在〉



(注) Fitchの15年4月1日現在は5であるが同年4月27日に格下げが行われたので6と表示した  
 (出所) NPOフェア・レーティングホームページ (<http://www.fair-rating.jp/>) の表から作成した

ともに開始したアベノミクスに対して、全格付会社は格付けを変更せずに約二年間静観したが、ムーディーズが一四年一二月、Aa3からA1へ一ノッチ格下げした。わずか一ノッチではあるがダブルAクラスの水準からシングルA水準への変更はムーディーズの定義によれば「リスクが極めて低い」(S & Pの定義では「債務履行能力が非常に高い」)から単なる「低い」(同「高いが」)への格下げでありその重みは大きい。ムーディーズは格下げレポートの中で三つの格下げ理由をあげている。第一は「政府が中期的な財政赤字の削減目標を達成できるか否か」<sup>(7)</sup>、第二は「成長促進(第三の矢)を達成する政府の能力に関する不確実性の高まり」、第三は「債務負担を削減する能力を損ない」<sup>(8)</sup>「債務の持続可能性が低下し始める」が格下げの根拠で、続く一五年六月発表のクレディット・オピニオンで「[A]を再確認し政府債務の対GDP比率および対歳入比率がシングルBの水準に位置づけられることをスコアカード格付けで示した(後述)。S & Pは〇七年以降四年弱の間AAを、その後四年半の間AAーと八年以上にわたってAAクラスを維持してきたが、一五年九月にシングルAクラス(A+)に格下げした。S & PはAA水準のときに「財政赤字が今後数年にわたって高止まりするが・・・対外純資産と金融面での柔軟性が財政問題に起因する格付けへの下方圧力を一部相殺する」との見解であったが、一五年九月「日本経済の低下傾向を今後二〜三年で好転させる可能性は低く・・・財政状況が極めて脆弱であり・・・消費税率引き上げによる増税効果や輸出業者からの税収増を勘案しても一五〜一八年の一般政府債務残高の対GDP比の年間伸び率は5%以上となり・・・純債務残高の対GDP比は二〇一八年に一三五%に達すると予測している」とアベノミクスの効果に対する評価を下げたことがシングルA水準への格下げの根拠となった(一五年九月以降現在までS & PはA+, ムーディーズはA1で同一水準)。フィッチは二〇一二年五月に一ノッチ下げてA+とした三年後の一五年四月、さらに一ノッチ下げてシングルAフラット(最上級か

ら六番目）へ格下げした<sup>(11)</sup>。フィッチの一二年の格下げは「公的債務比率が高水準かつ上昇している・・・純債務も大幅に増加しつつある」<sup>(12)</sup>ことがその根拠であったが、一五年四月の格下げは「延期された消費税増税に代わる十分な構造的な財政措置が含まれていない・・・フィッチの予想によると日本の一般政府総債務/GDP比率は二〇二〇年にGDPの約二五〇%の水準へと高まる」<sup>(13)</sup>と安倍政権の経済政策に大きな懸念を示したものとなっている。一方、日本の格付会社は、JCRが一貫して最上級のAAAを継続しており、その理由として「先の総選挙によってアベノミクスが継続されること、次回の消費税率の引き上げも景気弾力条項の削除によって確保される見通しであることなどから従前のAAA格付けを直ちに見直す必要はない」とアベノミクスの効果を前向きに評価し、今後の「見通しも安定的」として近い将来の格下げは視野に入れていない<sup>(14)</sup>。R&Iは二〇一一年に格付け要因を定量的要因に多少シフトしAAAから一ノッチ下げたAA+としたものの、その後それを維持しており、その根拠として「財政状態が深刻なことに変わりはなく先行き楽観はできないが、経済再生・財政健全化への軌道は外れていないと判断」<sup>(15)</sup>し、「財政が金利上昇に脆弱になっており」、「政府債務の増大には歯止めがかかっていない」点に懸念を示したものの、今後の方向性を「安定的」とし、近い将来の格下げは考慮に入れていない。要するに、米系格付会社は消費税一〇%への増税先送りの方針発表（一四年一月）を受けてムーディーズがいち早く格下げのアクションをとり（一四年二月）、続いてムーディーズより一ノッチ・ダウンを維持してきたフィッチが格下げして（一五年四月）その幅を維持し、S&Pが金融面での柔軟性を高く評価してAAの根拠としてきたが故に格下げ（一五年四月）が遅れたことが「すべて異なった格付け」の背景であった。

## 2 ムーディーズの国債格付け手法

米国大手格付会社がサブプライム・ローン住宅関連証券（RMBIS/ CDO等の証券化商品）に対する格付けの見通しを誤り二〇〇七年夏から〇八年始めにかけて集中的・大量格下げに追い込まれ、この格付けの失敗に対する批判が高まったことから米欧日の格付制度改革が行われ、ソブリン格付けについても格付け手法の公表が求められることとなった。ソブリン格付けは国債を発行する当該国のみならず、格付けのシーリング（上限）等の形で金融機関や企業格付けにも大きな影響を与えるにもかかわらず、格付け決定のプロセスや根拠がわかり難く国や投資家の信頼が厚いとは言えない面もあった。これらの批判に答える形でムーディーズは二〇一三年一〇月「ソブリン債の格付」<sup>(16)</sup>を、S & Pは一五年六月に「ソブリンの格付け手法」を公表した<sup>(17)</sup>。以下、ムーディーズのソブリン債格付けの手法と日本国債への適用を概観し従来の手法がどの程度改善されたのかについて考えてみる。

ムーディーズの「ソブリン債の格付け手法」はスコアカード方式によって、格付け情報の利用者が決定のプロセスと要因を理解し易いように配慮したものである。スコアカードは四つの要因で構成される。経済力（要因一）、制度の頑健性（要因二）、財政状況（要因三）、イベントリスクに対する感応性（要因四）の四つである。それぞれの要因は一五のランキング・スコアで順序付けされる（図表2～図表4の横軸最上段行および縦軸左側の記号）。ランキング・スコアは最も高いものがVH+（Very High+）で最も低い値がVL（Very Low-）である。なお要因四はリスクに対する感応性が低いほど（リスクが生じても影響を受け難い）スコアが高く、感応性が高いほどスコアが低いので順序付けの配列は上下が逆になっている点に留意する必要がある（図表4）。スコアカード格付けは四つの要因を順次組み合わせながら決定される。まず要因一（横軸）と要因二（縦軸）を組み合わせて「経済の耐性」と称されるスコアを決める（図表2）。例えば、要因一がMで要因二がHであれば「経

「経済の耐性」はその交点である「E」になる。次に要因三（横軸）と新たな「経済の耐性」（縦軸）を組み合わせて「政府の財政力」スコアを決める（図表3）。要因三が「E」であれば「政府の財政力」は前述の「経済の耐性」Eとの交点であるMとなる。最後に「政府の財政力」（横軸）と要因四（縦軸）を組み合わせてスコアカードによる格付けが決まる（図表4）。要因四が「V」であれば「政府の財政力」Mとの交点「Ba1」がスコアカードによる格付けとなる。ただし最終的な格付けはスコアカードによる格付けを中央値として上下一ランク（合計三ランク）の範囲内で、その他の定性要因等を加味して決定される。前述の例では、スコアカード格付けが「Ba1」であるので一ノッチ上の「A3」か中央値の「Ba1」か、中央値から一ノッチ下の「Ba2」のいずれかに決定されるが、特に加味する定性要因等がなければスコアカード格付けが最終格付けとなる。以上のプロセスを通じてソブリン格付け情報の利用者はどのような要因が原因になってスコアカードによる格付けが決定されたのかについて知ることができる。なお、スコアカードに含まれない調整要因、将来のリスク動向、お

図表2 スコアカード1（要因1と要因2）

		経済力（要因1）														
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
制度 の 頑 健 性 ( 要 因 2)	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M
	VH	VH+	VH	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M-
	VH-	VH+	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-
	H+	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-
	H	VH	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L
	H-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L
	M+	VH-	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L-
	M	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L-
	M-	H+	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	VL+
	L+	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	VL+
	L	H	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL
	L-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL
	VL+	H-	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL-
	VL	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL	VL-
	VL-	M	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL	VL	VL-	VL-	VL-

(出所) "Rating Methodology: Sovereign Bond Rating" Moody's Investors Service (October 10, 2013)

図表3 スコアカード2 (要因1+要因2+要因3)

		財政状況 (要因3)														
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
経済 の 耐 性 ( 要 因 1 + 要 因 2 )	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	
	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H	
	VH-	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-
	H+	VH-	VH-	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M
	H	VH-	H+	H+	H	H	H	H	H-	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M
	H-	H+	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M+	M	M	M	M-
	M+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L
	M	H	H-	H-	H-	M+	M+	M	M	M	M-	M-	L+	L+	L+	L
	M-	H	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L+	L	L	L-
	L+	M+	M	M	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L-
	L	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-
	L-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-	L-	L-	VL+
	VL+	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+
	VL	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL	VL	VL	VL	VL	VL
	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-

(出所) "Rating Methodology: Sovereign Bond Rating" Moody's Investors Service (October 10, 2013)

図表4 スコアカードによる格付け (要因1+要因2+要因3+要因4)

		政府の財政力 (要因1+要因2+要因3)																	
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-			
イ ベ ン ト リ ス ク に 対 す る 感 応 性 ( 要 因 4 )		Aaa-	Aa1-	Aa2-	Aa3-	A1-	A2-	A2-	A3-	Baa1	Baa2	Baa3	Baa3	Ba1-	Ba2-	Ba3-	B1-	B2-	
		Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	-Ba1	-Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B2	B3	Caa	
	VL-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3
	VL	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3
	VL+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	Ba
	L-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa1
	L	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa1
	L+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa2
	M-	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B3	B1	B2	B3	Caa2
	M	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa1	Caa2	Caa3
	M+	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa1	Caa2	Caa3
	H-	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
	H	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
	H+	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3
	VH-	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3
	VH	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3
VH+	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	

(出所) "Rating Methodology: Sovereign Bond Rating" Moody's Investors Service (October 10, 2013)

よび公表や開示ができない機密情報などに基づいて判断する必要がある場合は、最終的な格付けがスコアカード格付けの範囲内に入らない場合もある。

決定要因一～四のランキング・スコアを決める指標はサブ要因指標と称され次のような内容である。経済力(要因一)は七つのサブ要因指標で決められる。平均実質GDP成長率、同成長率のボラティリティ、世界経済ホーラムによる競争力指標、名目GDPの規模、購買力平価ベースの一人当たりGDPの五指標が定量指標でランキング・スコアの順序別に判断数値が示されている。その他、調整要因として過剰な信用拡大と経済変化に対するショック吸収能力の二指標が必要に応じて勘案される。制度の頑健性(要因二)は六つの指標で構成されている。世界銀行の三指標(政府の効率性/法の支配/腐敗の抑制)が全体の七五%のウェイトを占め、インフレ率の水準とそのボラティリティが二五%のウェイトである。その他、調整要因として過去に政府債務のデフォルト経験があるとマイナス評価される場合がある。財政状況(要因三)は債務水準として二つの指標(債務/GDP、債務/歳入)、債務負担能力として二指標(利払い/歳入、利払い/GDP)、および調整要因として外貨建て債務、一般政府以外の公的部門債務、公的部門の金融資産・ファンデ等が考慮される。イベントリスクに対する感応性(要因四)は突然のイベントが財政を圧迫しデフォルト確率を高めるリスクで、ランキング・スコアの順序は要因一～三とは逆順になりVETIが最も高評価でVETI+が最も低くなる。指標としては国内政治(世銀の指標)、地政学的リスク、流動性の基本指標、市場調達ストレス、銀行システムの規模・頑健性・預貸率、対外脆弱性リスク(経常収支・外貨準備・純投資)等で、数値にして定量的評価が行われる。従来の手法との違いは各サブ要因指標の数値がランキング・スコアごと明示され、指標ごとのおよその格付けランクがわかること(スコアと格付けの対応関係は図表4の横軸上段を参照)、世界経済ホーラムや世界銀行などの外部の評価

が格付けに織り込まれていることである。

このスコアカード方式に基づいて行われた日本国債の評価内容を整理すると図表5のとおりである。<sup>(18)</sup> 結論として経済力(要因一)は一五ランクの上から四番目でE<sub>10</sub>、制度の頑健性(要因二)<sup>(19)</sup>は二番目のV<sub>11</sub>、財政状況(要因三)は九番目(下から七番目)のM<sub>1</sub>、イベントリスクに対する感応性(要因四)は四番目のI<sub>1</sub>である。要因一と要因二の組み合わせによる経済の耐性はV<sub>11</sub>E<sub>10</sub>(三番目)であり、要因一・要因二・要因三の組み合わせによる政府の財政力はE<sub>10</sub>(四番目)である。政府の財政力と要因四の組み合わせによる最終的なスコアカードによる格付けはA<sub>1</sub>となり、実際の格付けもスコアカードとおりA<sub>1</sub>と判定され一ノツチの格下げとなった(格付けゾーンはAa3~A2:図表4参照)。このスコアカード格付けを基にダブルA水準からシングルA水準への格下げ要因を探ると、要因二(制度の頑健性:V<sub>11</sub>)と要因四(イベントリスクに対するか感応性:I<sub>1</sub>)はB<sub>2</sub>水準の条件を満たしているが、要因一(経済力:E<sub>10</sub>)と要因三(財政状況:M<sub>1</sub>)がシングルA水準への格下げの要因であったことがわかる。特に、財政状況(要因三)はスコアカード上のBa2~Ba1の水準に悪化している(図表5・要因三のM<sub>1</sub>が図表4のランキング・スコアと格付けゾーンの対応関係のBa2~Ba1に該当)。なかでも政府債務水準のGDP比と歳入比がスコアカード格付け表(図表5)で最下位のV<sub>11</sub>でありB<sub>2</sub>~Caの位置づけに相当する。格付けレポート(注18の二〇一五年六月一日付けレポート)における今後の見通し(アウトlook)は安定的(stable)で「今後一~一年半は格付けの変更はない」とされているが「デフレ圧力の高まりや經常収支の継続的赤字の状況が発生した場合は更なる格下げもあり得る」と特記されている。



図表5 日本国債のスコアカード格付け表

(2015年6月11日付けMoody's Investors Service)

要因	サブ要因の指標	数値	スコア
<b>要因1：経済力</b>			<b>H+</b>
成長力（50%）	経済成長率	0.5	VL
	同上ボラティリティ	2.7	M
	WEF競争力指標	5.5	VH+
経済規模（25%）	名目GDP（US\$ billion, 2013）	4,920	VH+
国民所得（25%）	1人当たりGDP（PPP, US\$, 2013）	36,793	VH+
<b>要因2：制度の頑健性</b>			<b>VH</b>
制度の枠組み（75%）	世銀・政府効率性	1.6	VH+
	世銀・法の支配	1.4	VH+
	世銀・腐敗の抑制	1.6	VH+
制度の信頼性・効率性（25%）	インフレ水準	0.6	M
	インフレ率のボラティリティ	0.7	VH+
<b>経済の耐性（要因1×要因2）</b>			<b>VH-</b>
<b>要因3：財政状況</b>			<b>M-</b>
債務水準（50%）	一般政府債務/GDP（2013）	242.6	VL-
	一般政府債務/歳入（2013）	758.4	VL-
債務負担能力（50%）	利払い/歳入（2013）	6.3	VH
	利払い/GDP（2013）	2.0	VH-
<b>政府の財政力（要因1×要因2×要因3）</b>			<b>H+</b>
<b>要因4：イベントリスクに対する感応性</b>			<b>L-</b>
政治リスク	世銀・発言権と説明責任指標	1.1	VL-
政府の流動性リスク	借り入れ必要額/GDP	58.1	VH+
	政府債務非居住者シェア	7.2	VL-
	市場調達ストレス	Aa1	VL-
銀行セクター・リスク	銀行システム頑健性	baa1	L-
	国内銀行総資産/GDP	191.9	VH
	銀行システム預貸率	74.7	L-
対外脆弱性リスク	（経常収支+FDI流入）/GDP	0.8	VL-
	対外純投資/GDP	67.7	VL-
<b>スコアカードによる格付けゾーン</b>			<b>Aa3-A2</b>
<b>国債格付け（最終的格付け）</b>			<b>A1</b>

(出所) Moody's Investors Service Credit Opinion: Japan, Government of Global Credit Research - 11 June 2015から抜粋して筆者が作成。

### 3 国債格付けの問題点

これまでソブリン格付けは文章で書かれた格付け理由が必ずしも明解でなく格付けの決定要因がブラックボックスに隠されているという批判があったが、ムーディーズのスコアカード方式による格付け手法はあらかじめ評価要因を公表し一定のプロセスを経て格付けを決めるという客観性が付与された点で評価に値する。本論前段でみた日本国債の格付けの違いでは、格付会社が強調する格付け要因については理解できるが、その他の要因が決定にどのように影響しているかについては明らかでなかった。それに対してムーディーズのスコアカード方式は要因ごとのランキング・スコアが明示されるので格付け情報の利用者にとって理解し易い。日系の格付会社は現状ではこのような方式をとっていないが、ムーディーズの手法に類似した方式をとれば格付け結果の違いの理由が明らかになり、格付会社の視点の違いがある程度明らかになるので格付け情報の利用者にとって有益となるであろう。しかし国債格付けに固有の問題もある。

第一に、ソブリン格付けの手法はいまだ未完成であることである。格付け情報は三～五年先の償還能力についての将来情報であるので「客観性」に拘りすぎると状況の変化に対する柔軟性が失われることになる。アジア通貨危機（一九九七～九八年）に際してマクロ経済指標（客観的指標）に偏った評価手法をとったためにアジア諸国の格付けの変更が遅れたのはその一例である。<sup>(20)</sup> 前述の日本国債の格付けに関してもムーディーズのスコアカード方式で公的債務残高の対GDP比率や対歳入比率（要因三）が格下げの大きな要因になっているが公的債務比率とデフォルト発生率は必ずしも相関度が高いとは言えないとする研究もある。<sup>(21)</sup> ギリシャ国債の格下げ（二〇一五年七月）<sup>(22)</sup> に際して「公表や開示が出来ない機密情報に基づいて信用動向を予想する場合がある」との条項を適用してスコアカード格付けの範囲（Ba～Ca2）を下回るCa3に決定されているがそのような弾力的取り扱いを

排除しないことも必要である。また社債のデフォルトはキャッシュフローの行き詰まりが主な原因であるのに対して国債の場合は「返済の意思」に依存している場合も少なくないこと、EUのソブリン格付け規制（二〇一三年）<sup>(23)</sup>によって格付け変更のタイミングが制約されること等スコアカードに含み難い要因があることにも留意が必要である。ソブリン格付けは社債の場合と異なつて件数（二〇〇〇～二三〇カ国程度）が少なく、格付けの正確性についての統計的検証が困難であることを考慮したうえで格付け情報を利用する必要がある。

第二の問題は国債の利回り差が何によって発生しているかである。格付けBB（Baa）以下の国債は格付けランクに応じて社債と概ね同じ率のデフォルトが発生しているが、AあるいはBBB（Baa）以上の国債についてはギリシャ国債のデフォルト（二〇一一年）を除いて過去数十年デフォルトが発生していない。デフォルトが発生していないければすべてトリプルA（信用リスク・ゼロリスク・プレミアム・ゼロ%）で良いはずであるが格付け会社による格付け差は存在しており市場でも利回り格差がついている。<sup>(24)</sup>この利回り格差は何によって発生しているのか、信用リスク以外の要因によって利回り差がついているとすればソブリン格付けの記号の付け方（定義）の再考が必要となる。ソブリン格付けと利回り格差についての理論的、実証的研究の必要性が望まれるところである。

注

(1) 日米五社は日本格付研究所（JCR）、格付投資情報センター（R&I）、Standard & Poor's Rating Services（S&P）、Moody's Investors Service、Fitch Ratingsの5社。

(2) フィッチを除く日米の格付会社四社においてはムーディーズが一四年一二月にA1に格下げして以降、S&PがA+に

- 格下げした一五年九月までの八ヶ月半にわたって四社の格付けが異なった。なお日本のソブリン格付けはムーディーズ、S & Pがニューヨーク本社の責任のもとにシンガポール・オフィスで、フィッチはニューヨーク本社で行っている。
- (3) 「スタンダード&プアーズの格付け定義等」(二〇一四年二月二日) 四頁参照。プラス・マイナス、一、二、三の記号を付した区分はノッチと呼ばれる。
- (4) 過去の格付け別デフォルト発生率が時系列的に大幅に異なる格付会社は投資家が使用する格付け情報としては有用性が低いと認識され、過去の格付け別デフォルト発生率の安定性が格付け情報のパフォーマンスを表す一つの指標とされている。
- (5) ギリシャ国債についてEUおよびIMFは支援計画に基づいて債務を再編したという解釈をしデフォルトという表現を使っていないが、格付会社はデフォルトの定義を格付け対象国債の発行時の「契約通りの償還が行われなかった場合」と定めているのでギリシャ国債について二〇一一年七月以降デフォルトとしている。
- (6) ソブリンについての外貨建てと自国通貨建て格付け区分は外国為替市場の自由化の進展とともに希薄になり最近では外貨・自国通貨で異なる格付けを付しているのはS & Pおよびフィッチが途上国を中心に全体の一割前後、ムーディーズ・R & I・JCRの格付けは同一である(NPOフェア・レーティングHomepageのソブリン格付け一覧表参照)。
- (7) 日本政府(国債および保証)についても二〇〇〇年以降はR & I、JCR、S & Pの三社については外貨・自国通貨とも同格付けであり、ムーディーズについては二一年以降、Fitchについては二二年以降同一格付けである。
- (8) "Moody's downgrades Japan to A1 from Aa3; outlook stable" Moody's Investors Service, Singapore December 1, 2014.  
"Credit Opinion: Japan, Government of Global Credit Research" 11 June 2015.

- (9) S&P CAPITAL IQ Research Online 二〇一一年一月二七日
- (10) S&Pプレス・リリース 二〇一五年九月一六日
- (11) フィッチが日本国債(円建て)の格付けを公表したのは〇七年(当時AA-)である。
- (12) Fitch Ratings Hong Kong 22 May 2012. Press Release
- (13) Fitch Ratings Hong Kong 27 April 2015, Press Release
- (14) JCR ニュース・リリース 二〇一四年二月五日
- (15) R&I NEWS RELEASE 二〇一五年二月二三日
- (16) 原題は“Rating Methodology: Sovereign Bond Rating” Moody’s Investors Service (October 10, 2013 : 日本語訳は「ソブリン債の格付」)で二〇〇八年九月および二〇一〇年二月発行のソブリン債の格付け手法に関するレポートに代替するもので、同社による市場からのパブリック・コメント(二〇一二年)を織り込んで分析手法の精緻化を図ったレポートである。
- (17) S & P の「ソブリンの格付け手法」(二〇一五年六月一八日)は二〇一三年六月二四日付け“Criteria Governments Sovereigns: Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions”の内容を拡充したものである。
- (18) 日本国債のAa3からA1への格下げレポートは二〇一四年一月二二日に公表され、スコアカードによるレポートは二〇一五年六月二二日に公表された (Moody’s Investors Service Credit Opinion: Japan, Government of Global Credit Research - 11 June 2015)。
- (19) 要因二に調整要因としてデフォルト実績が含まれているが日本政府の一九四二〜五二年の外貨建て債務のデフォルト(当時の連合国の投資家に対する返済拒否)および一九四六〜五二年の新円切替え・預金口座封鎖は調整要因とされて

いない。

- (20) アジア通貨危機におけるソブリン格付けの失敗については黒沢義孝（二〇〇〇）参照。
- (21) 例えばC. M. Reinhart & K. S. Rogoff（二〇〇九年）一九六～一九七頁、黒沢義孝（二〇一三年）八六～八七頁
- (22) Moody's Investors Service Credit Opinion: Greece, Government of Global Credit Research - 01 July 2015参照。
- (23) ソブリン格付けのスケジュールを事前に公表する、格付け・変更は年三回以内、格付けの公表は金曜日営業終了後に限定する等の規制（Regulation EU No. 462/2013 of EU Parliament and of the Council of 21 May 2013）。米国・日本はソブリン格付けに限定した規制はない。
- (24) 例えばムーディーズのソブリン国債一三二カ国格付け（二〇一六年一月一日現在）内訳はAaa一四カ国、Aaクラス一六カ国、Aクラス一六カ国、Baaクラス二五カ国（Baaクラス以上合計七一カ国）である（ムーディーズのホームページ参照）。

#### 参考文献

- ・ Moody's Investors Service（二〇一三年一〇月一〇日）"Rating Methodology - Sovereign Bond Ratings" 日本語訳「ソブリン債の格付け Sovereign Ratings」
- ・ C. M. Reinhart & K. S. Rogoff（二〇〇九年）"This Time is Different - Eight Centuries of Financial Folly" 日本語訳『国家は破綻する：金融危機の八〇〇年』村井章子訳 日経BP社 二〇一二年一月二五日
- ・ 黒沢義孝（二〇〇〇年三月）「アジア通貨危機とソブリン格付け」『日本大学経済学部紀要』第二九号 三三二～三三九頁
- ・ 黒沢義孝（二〇〇九年三月）『格付け情報のパフォーマンス評価』梓出版社

・黒沢義孝(二〇一一年九月)『経済は格付けで動く』中経出版

・黒沢義孝(二〇一三年三月)「ソブリン格付けの決定要因におけるマクロ経済指標」『日本大学経済学部紀要』第四三号 七  
七～一〇二頁

(くろさわ よしたか・埼玉学園大学教授)

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1680 (2013.10)</b>	執筆者	<b>No.1687 (2014.12)</b>	執筆者
世界の「上場」取引所の収益動向	二上	なぜ国債発行市場は安定しているか	中島
東日本大震災復興におけるファンドの取組	松尾	拡大するラップ口座	二上
ペイルアウトとペイルイン	伊豆	クラウドファンディングの可能性	松尾
B A T S とダイレクトエッジの合併合意	吉川	アメリカの証券市場構造とH F T (高頻度取引)	清水
—米国株式市場の再編—			
五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場	志馬	<b>No.1688 (2015.2)</b>	
クラウドファンディングによる岡山県・西粟倉村の地域活性化の取組み	坂下	ネット取引と対面取引	二上
		異次元緩和における<二年>の意味	伊豆
		欧州H F Tの実情	吉川
		—E S M Aのデータ分析—	
<b>No.1681 (2013.12)</b>		金融緩和と国債市場	志馬
国債危機の回避は財政再建か経済成長か	中島	—金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化—	
デリバティブ市場統合における論点	二上		
A T SでのN M S証券の取引状況	清水	<b>No.1689 (2015.4)</b>	
新規公開株の価格形成	岡村	日本再興戦略と株式市場	二上
		欧州H F Tの実情2	吉川
		—E S M Aのガイドライン・レビュー—	
<b>No.1682 (2014.2)</b>		変化する金融商品仲介業支援ビジネス	坂下
投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給	松尾	—オンライン総合証券と中堅証券の参入—	
ペイルイン債とは何か	伊豆	インフレ率目標<二%>の起源	春井
米国H F Tの実情	吉川	貸株取引の決済制度改革	福本
—S E CのM I D A Sデータ—			
取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性	志馬	<b>No.1690 (2015.6)</b>	
		わが国のクラウドファンディング規制の現状	松尾
		金融危機と公的資金	伊豆
		株価指数先物の見せ玉注文	吉川
		—米国司法省による英国投資家訴訟請求—	
		米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム	清水
		米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization)	志馬
		—リキャップC Bの原型—	
<b>No.1683 (2014.4)</b>		<b>No.1691 (2015.8)</b>	
リーマン・ショック以降の証券決算	二上	最近の投資信託市場の状況について	二上
海外におけるクラウドファンディングの現状	松尾	誤情報配信による不正取引	吉川
ティックサイズと市場構造	清水	—S E Cのブルガリア投資家訴訟請求—	
ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究	坂下	ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制	清水
		—ブロップ・ファームをF I N R A会員へ—	
		国債決済期間の短縮とレボ市場の革新	中島
<b>No.1684 (2014.6)</b>		<b>No.1692 (2015.10)</b>	
「適格機関投資家等特別業務」の見直しとその背景について	二上	証券会社収入の変化をどう見るか	二上
中央銀行と自己資本	伊豆	英国の投資型クラウドファンディング規制	松尾
—「出口戦略」を考える—		預金封鎖・E L A・改革プログラム	伊豆
米国H F Tの実情2	吉川	—ギリシャ危機と「最後の貸し手」—	
—S E CのM I D A Sデータ—		日銀の国債保有状況と国債市場の流動性	志馬
アベノミクス導入から一年	志馬	流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか	中島
—機関投資家の動き—			
<b>No.1685 (2014.8)</b>		<b>No.1693 (2015.12)</b>	
クラウドファンディングの投資家と地理的分散	松尾	クラウドファンディングの世界的趨勢	松尾
破綻処理と店頭デリバティブ	伊豆	豪州H F Tの実情	吉川
—一括清算をめぐる—		—A S I Cによる調査報告書—	
アメリカのA T S以外の取引所外取引の現状	清水	米国A T S (代替的取引システム)の透明性向上のためのS E Cルール提案	清水
		長期保有株主優遇策としての種類株式	福本
<b>No.1686 (2014.10)</b>			
わが国証券業界の資本生産性	二上		
長期国債先物取引に対する行政処分勧告	吉川		
—アルゴリズム取引と相場操縦—			
異次元緩和前の銀行の国債投資状況	志馬		



# 公益財団法人 日本証券経済研究所

## ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

### I. 研究所の紹介等

- |             |   |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。   |
| 出版物案内       | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館       | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。  |
| 講演会録        | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。   |
| 研究会         | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。  |
| 株式投資収益率     | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。  |
| トピックス       | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。   |

### II. データベース検索

- |            |  |
|------------|--|
| 研究所出版物     | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。  |
| 証券図書館の蔵書   | 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。                         |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。                       |
| 証券年表       | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができますとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

# 証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

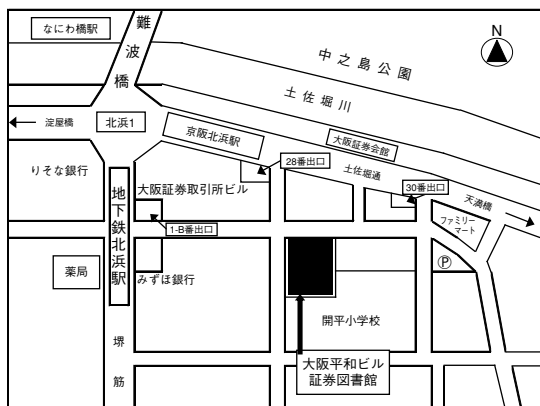
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

**開館時間** 午前9:30 ~ 午後5:30  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

**図書** 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



**道順**  
地下鉄堺筋線・京阪本線  
北浜駅1-B番出口又は  
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六九四号  
二〇一六年二月八日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2016年2月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル  
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048  
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)