

債券格付けと信用情報の生産

清水 葉子

要旨

本論では、社債市場の自由化の進展とともに注目を集めるようになった債券格付けについて、アメリカと日本での各々の格付けの成立・発展の経緯を簡単に振り返りながら、信用情報の生産という観点から、格付けが資本市場でどのような役割を果たすかを考察する。第I章では、債券格付けの理論的な存立根拠を、市場での情報の非対称性と情報収集のコストに求めて述べる。格付けは、債券市場において情報の非対称性から生じる逆選択の問題を解消するとともに、収益に上限が存在する債券投資において情報収集のコストを節減するという機能を果たしていると想定される。第II章では、アメリカで19世紀の終わり頃に始まった債券格付けが、大恐慌を経て市場に定着し、格付け対象となる債券の種類を広げながら現在に至るまでの経緯を述べる。この間、格付手数料を発行者から徴収し始めたこと、一括登録制の影響で格付けの利用が増大したこと、いわゆる勝手格付けが始まったこと、などの大きな変化があった。これらの変化は今後の格付けのあり方にも依然として大きな影響を持つと考えられる。また近年、監督当局による利用が格付けのあり方に何らかの歪みをもたらすのではないかと懸念されていることにも触れる。第III章では、日本における格付けの成立・発展の経緯を金融環境の変化とともにまとめる。日本の格付けは長年のあいだ起債制限として機能してきたため、そこに関心を寄せてきたのは発行体の側に限られており、投資家による利用がは不十分なままにとどまっていたが、近年の規制緩和の流れの中で、本来の投資家向けの投資情報を提供するという役割が認識され始めた。第IV章では、これまでに述べてきたことをもとにしながら、現在の日本で債券格付けの問題点とされていることを、格付けの判断の妥当性、格付会社の独立性、行政による格付け利用、の3つの問題に分けて考察する。格付会社は、銀行が同時に行っている資産変換と信用情報生産という総合的な金融仲介機能を切り離して、後者の信用情報の生産だけを行っていると考えられることができるため、資金の流れをともなわない格付情報の信頼性は、銀行の行う情報生産の信頼性とは別の形で保証されるほかないということになる。格付けの市場での定着が進むにつれて、格付け情報の信頼性の問題は、今後より厳しく問われることになるだろう。

はじめに

I. 債権格付けとは

1. 情報の非対称性と債券格付け
2. 債券格付けの実際

II. 債券格付けの誕生

1. アメリカの債権格付けの成立と発展
2. 格付手数料の徴収
3. 格付け対象の拡大
4. 一括登録制度の影響
5. 規制当局による格付けの利用

はじめに

1995年に行われた日米包括協議での金融分野の交渉を受けて、1996年1月から国内での社債の発行基準に関する規制が全面的に撤廃された。規制撤廃以前は、たとえば無担保普通社債の場合であればトリプルB以上の格付けを取得することと、その格付けに応じて一定の財務制限条項をクリアすることが義務づけられていたわけだが、これ以降、証券会社による引受審査だけで社債発行による市場での資金調達が行えるようになった。

適債基準の撤廃に至った社債市場の規制緩和の背景として、資本市場の国際化にもなって国内の社債市場の空洞化を回避する必要が生じたこと、バブル経済の崩壊で増資による資金調達がいきづまったこと、BIS規制との関係上銀行貸出も以前ほど機動的でなくなったことなどがあげられる。すでに現在までに、発行限度の撤廃、デフォルト債の買い取り廃止、社債の種類が多様化、手数料の引き下げなど次々と規制緩和措置が実施され、適債基準についても順次緩和がなされてきたが、今回の措置をもって発行基準に関する規制は撤廃されたことになる。

目次

III. 日本での格付けをめぐる経緯

1. 「起債会」による格付け
2. 起債制限としての格付け
3. 格付けの重要性の高まりと投資家保護概念の変化

IV. 格付けの抱える諸問題

1. 格付け判断の妥当性
 2. 格付会社の独立性
 3. 行政による格付けの利用
- おわりに

適債基準が撤廃されたことで、債券市場にはより多様な債券が流通する可能性ができたわけだが、そうした多様な債券に効率的な価格付けがなされるためには、市場メカニズムが機能する前提である、投資家の自己責任原則の徹底と発行体企業の情報開示が進められていく必要がある。またあとで述べるようにそうした市場メカニズムに即した市場では、債券格付けの重要性は今後ますます増大すると思われる。

本論では、社債市場の自由化の進展とともに注目を集めるようになった債券格付けが資本市場でどのような役割を果たすかを、信用情報の生産という観点から考察したい。第I章では、債券格付けの理論的な存立根拠を、市場での情報の非対称性と情報収集のコストに求めて述べる。債券市場に深刻な情報の非対称性が存在すると、後述するような逆選択と呼ばれる現象が生じて、市場での効率的な資金の配分機能が損なわれる。これは資金需要者である債券の発行者と、資金提供者である投資家の双方にとって好ましくないことであるため、双方がコストをかけてでも情報の非対称性を埋めようとするインセンティブを持つ。しかしながら市場の情報を完全情報に近づけるためだけなら、発行者の適切な情報開示が行われれば十分であり、その

うえにさらに格付情報が必要とされる理由はない。格付けの存在を説明するためにはさらに債券の償還リスクを予測するための情報収集のコストを考慮に入れなければならない。すなわち、債券の投資収益は上限が一定であるので、投資家が個別に企業業績についての情報を収集していると、そのコストが収益を上回りかねない。したがって、格付会社が情報収集に特化して債券の償還リスクを予想することの方が全体としてのコストを低く抑えることができる。

続く第II章では、アメリカで19世紀の終わりに始まった債券格付けが、大恐慌を経て発展し、格付け対象となる債券の種類を広げながら現在に至るまでの経緯を簡単に述べる。この間、格付手数料を発行者から徴収し始めたこと、一括登録制の影響で格付けの利用が増大したこと、いわゆる勝手格付けが始まったこと、発行体の側にも格付会社を選別する動きが強まったことなど、大きな変化があったことを見る。これらの変化は今後の格付けのあり方にも依然として大きな影響を持つと考えられる。また、本来民間の投資情報サービスとして始まった格付けが、市場に定着するにつれて規制当局による利用が進められるという動きも見られ、このことが格付けのあり方に何らかの歪みをもたらすのではないかと懸念されている。これは第III章でも見るように、そもそも監督当局による利用から始まった日本の格付けと比較するとたいへん興味深い。

第III章では、日本における格付けの成立・発展の経緯を金融環境の変化とともにまとめる。日本の社債格付けの経緯をさかのぼると、成立当初の格付けは、まさに起債調整のためのものであり、その後も起債調整もしくは起債制限という文脈から出ることなく、適債基準の構成要

素の一つとして用いられてきたことを見ることができる。このように、日本の格付けは長年のあいだ起債制限として機能してきたため、そこに関心を寄せたのは発行者の側に限られており、投資家による利用が十分進んだとは言えない。近年の規制緩和の流れの中で、やっと本来の投資家向けの投資情報を提供するという役割が認識され始めたわけだが、その背景には、投資家保護という言葉の意味することが、起債制限によってリスクの高い債券の発行を抑えることで結果的に投資家に損失を被らせないことから、自己責任原則を徹底できるよう十分な投資情報を開示することへと変わってきたことがあるとすることができる。

第IV章では、以上の内容をもとにしながら、現在の日本で債券格付けの問題点として指摘されてきた、格付けの判断の妥当性、格付会社の独立性、行政による格付け利用、の3つの問題について考察する。格付会社は、銀行が同時に担っている資産変換と信用情報生産という総合的な機能を切り離して、後者の信用情報の生産だけを行っていると考えられる。銀行の場合には、その生産する信用情報の信頼性は自らの融資等のコミットメントによって担保されているわけであるが、資金の流れをとまわらない格付情報の信頼性は別の形で保証されるほがなく、今後より厳しく問われることになるだろう。

I. 債券格付けとは

1. 情報の非対称性と債券格付け

債券格付けは、「債券の元本および利息が約定どおり返済される確実性の程度を測定（審査する）」ものであり、通常アルファベットや数

表1 発行登録制度指定格付会社の概要

名称	(株)日本公社債研究所 (JBRI)	(株)日本インベスターズサービス (NIS)	(株)日本格付研究所 (JCR)
設立	1975 日本経済新聞社内に「公社債研究会」設立 1979 任意団体として設立 1985 株式会社に改組	1985 設立	1985 設立
資本金	1億円	58.8億円	58.4億円
出資者	日本経済新聞社100%出資	興銀, 日債銀, 都銀, 地銀など受託銀行及び証券系経済研究所など121社	生損保, 信託, 長銀, 東銀, 農林中金など金融機関及び機関投資家など109社

名称	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク	スタンダード・アンド・プアーズ・コーポレーション	フィッチ・インベスターズ・サービス・インク
設立	1890 J. Moody が Moody's社を設立 1909 鉄道債券格付け開始 1914 事業債格付け開始 1985 Moody's Japan 設立 (資本金625万円)	1860 Poor's Publishing Co.設立 1914 Standard Statistics Co.が格付け開始 1941 2社合併, S&P社となる 1986 S&P社の東京駐在員事務所設立 (S&Pアジア)	1913 設立 1924 事業債の格付け開始
本拠地	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク
出資者	1962年以降ダン&ブラッドストリート社が100%出資	1966年以降マグロウヒル社が100%出資	個人出資

名称	ダフ・アンド・フェルプス・クレジット・レイティング・カンパニー	IBCA リミテッド	トムソン・バンクウォッチ・インク
設立	1932 信用調査会社としてDuff & Phelps Illinois Inc. 設立 1980 事業債の格付け開始 1987 Duff & Phelps Credit Rating Co. として独立	1976 Fox-Pitt Kelton から分かれて独立 1978 銀行格付け情報提供開始 1988 東京事務所開設	1974 KeefeBruyette & Woodの一部門として設立 1989 Thomson Corp.(カナダ) が買収
本拠地	シカゴ	ロンドン	ニューヨーク
出資者	個人出資	不詳	Thomson Corp (カナダ)

(出所) 渡辺茂・棚橋祥紀・染宮秀樹 (1993)
(注) 上記9社の外, 指定を受けていない格付機関として, (株)三國事務所が存在する。同社の資本金は2,500万円(個人出資)。1975年設立され, C83年より投資家向け格付け情報サービスを開始した。

字などの記号を使って表現される。格付けは債券の償還の確実性についての格付会社の一つの意見に過ぎず, 当然ながら債券の元利支払いを保証するものではない。また, 格付けは, 将来に予想しうる最悪の経営環境の下での債券の償還の確実性を表すものである。そのため, たとえば景気の悪化にともなって格付けを下げていくということは基本的にはなく, 信用リスクそのものを測る判断であることが分かる²⁾。表

1は日本での指定格付会社の概要, 表2は日本の主な格付会社の格付記号を一覧したものである。

この債券格付けが資本市場において果たされている役割を, 情報の経済学の観点から見てみよう。

一般に, 規制緩和が進められる背景には, 規制を排して競争原理に基づく市場を実現することで, 適正な価格づけがなされ, その結果効率

表2 格付け会社3社の格付等級とその定義

日本格付研究所	日本インベスターズサービス	日本公社債研究所
(長期債) AAA 元利金の支払いの確実性が最も高い。 AA 元利金の支払いの確実性は非常に高いがAAAの債券よりは劣る要素がある。 A 元利金の支払いの確実性は高いが経済的・政治的情勢等環境の悪化による影響を被りやすい面を持っている。 BBB 元利金の支払いの確実性は認められるが, 上位等級に比べて, 将来元利金の支払いの確実性が低下する可能性を含んでいる。 BB 元利金の支払いの確実性は当面は問題ないが, 将来, 安全であるとは言えない。 B 元利金の支払いの確実性に乏しく将来に懸念がある。 CCC 元利金の支払いについて, 現在においても不安な要素があり, 債券不履行に陥る危険性がある。 CC 上位等級に比べて, なお不安な要素が大きい。 C 債務不履行に陥る危険性が最も高いもの。 D 債務不履行に陥っており, 元本・利息の一方または両方が延滞, 不払いとなっている。 同一グループ内の相対的な位置を示す符号として, プラスもしくはマイナスの追加符号を使用することもある。 (コマーシャル・ペーパー) J-1 支払いの確実性が最も高い。 J-2 支払いの確実性は高いが, 若干劣る。 J-3 支払いの確実性は認められるが, 環境の悪化による影響を被りやすい。 NJ J格(上位等級)のどの等級にも含まれない。	(長期債) AAA 債務履行の確実性は最高水準にある。 AA 債務履行の確実性は極めて高い水準にある。 A 債務履行の確実性は高い水準にある。 BBB 債務履行の確実性は十分であるが将来環境が大きく変化した場合, その影響を受ける可能性がある。 BB 債務履行の確実性は当面問題ないが, 将来環境が変化した場合, その影響を受ける可能性がある。 B 債務履行の確実性に問題がある。 CCC 債務不履行になる可能性がある。 CC 債務不履行になる可能性がかなり大きい。 C 債務不履行になる可能性が極めて強く, 当面立直る見込みがない。 D 債務不履行に陥っている。 同一グループ内でも, 上位等級に近いものにプラス, 下位等級に近いものにマイナスの表示を使用することがある。 (コマーシャル・ペーパー) a-1 債務履行の確実性は極めて高い水準にある。 a-2 債務履行の確実性は高い水準にある。 a-3 債務履行の確実性は十分であるが環境が大きく変化した場合, その影響を受ける可能性がある。 b 債務履行の確実性は当面問題ないが, 環境が変化した場合, その影響を受ける可能性が強い。 c 債務不履行になる可能性がある。 d 債務不履行に陥っている。 a-1 グループに属するもののうち, 債務履行の確実性が特に高いものにプラスの表示を使用することがある。	(長期債) AAA 総合的に判断して安全の度合いが最も高い。 AA 安全の度合いはかなり高い。 A 安全度は平均水準, 将来にわたり元利の支払いは安全と判断するが絶えず注意していかなければならない要素もあわせ持っている。 BBB 安全度は平均水準, 将来にわたり元利の支払いは安全とするが絶えず注意していかなければならない要素もあわせ持っている。 BB 将来まで考慮すると, 安全の点で心配される要素がある。 B 収益力がきわめて低く, 改善もしばらく困難で, 将来の安全を現段階で判断できない。 CCC 社債の支払いは行っているが, 債務超過の状態にあるか, あるいは債権者から金利の減免, 返済猶予等, 特別の救済措置を受けている。 CCとC 社債利払いの遅延, 不払いが生じている。 ランクは全部で9ランクですが, 同じ格の中の信用度の差をより細かく表すために, 必要に応じてプラスもしくはマイナスをつけています。たとえばAプラス(A+)は第3ランクのA格ですが, 第2ランクのAAに近いという意味です。同様にAマイナス(A-)は, 第4ランクのBBBに近いという意味になります。 (コマーシャル・ペーパー) A・1 債務履行の確実性は極めて高い。 A・2 債務履行の確実性は高い。 A・3 債務履行の確実性は良好な水準にあるが, 環境が変化した場合, 影響を受ける可能性がある。 B 債務履行の確実性は, A格と同質ではない。 A・1グループに属するもののなかでも債務履行の確実性が優れたものについてはプラス付で表示します。
クレジットモニター 戦争, 大きな事故, 合併, 訴訟, 行政措置, 大幅な業況の変化など格付け変更の可能性があると判断した場合には, クレジット・モニターの対象とし格付けの見直し作業を行うと共に, その旨「クレジット・モニターの対象とした」と発表する。 保留・撤回情報入手が困難となり, または客観的な情勢に重大な変化がある場合等には, 格付けを保留・撤回することがある。 (出所) 日本格付研究所	格付留保 重大な環境変化, 資料・情報の不足等の事由により, 格付け留保することがある。	格付け留保 重大な変化があった場合は, 格付けを保留することがあります。 監視銘柄 格付けに大きな影響を及ぼす要素が生じたとき, 格付け変更の可能性をいち早くお知らせするため, 監視銘柄に指定することがあります。

的な資源配分が達成できるという、市場に対する信頼があると考えられる。競争的な市場で効率的な価格づけがなされるためには、取引引きされる財やサービスに関して、市場参加者全員が等質の完全情報を持っていることが理論上の前提となっている。しかし実際には、質のわかりにくい財やサービスの取引引きについては、理論が想定するような完全情報の状態は成立しにくく、そのため市場の資源配分機能が十分働くとはかぎらない。情報の経済学は、現実の市場におけるさまざまな制度的仕組を、こうした売り手と買い手の間の情報格差(情報の非対称性)に起因する諸問題を解決するための工夫であると解釈している。

資本市場でも、取引引きされる資本をめぐって、資金需要者と資金提供者の間に情報の非対称性が存在していると考えられる。資金需要者である企業は、自己の将来にわたる業績について投資家よりはるかに多くの情報を持っていると考えられるのに対して、資金提供者である投資家にとっては、自己の取引相手である企業が優良であるかどうかの正確な情報を入手することは難しい。このように財の需要者側に情報が不足しているとき、逆選択(アドバース・セレクション)と呼ばれる問題が生じる³⁾。

たとえば市場に高品質の財と低品質の財が入り交じって存在し、かつ買い手には品質の区別がつかないとしよう。このとき、買い手が実際には高品質の財を手にしても、品質の見分けがつかない以上、何割かの確率でそれが低品質である可能性があるという判断するしかない。このとき買い手は、高品質であることが明らかであれば支払ったであろう価格でも、自分が手にしている品質が不確実な財に対して支払うには高すぎると考えるであろう。市場全体でこうし

たことが起ると、品質の高い財でも低い価格付けしかなされないことになり、結果として高品質の財の売り手は品質に見合うだけの対価が得られない可能性がある。そうなると高品質の財に対する供給インセンティブは低下し、市場に出回るのは低品質の財のみになってしまうかもしれない。これが、逆選択と呼ばれる、市場の情報が非対称であるために生じた一種の市場の失敗の例である。

逆選択の理論を債券市場に当てはめれば、デフォルトリスクの高い債券と低い債券が全く同じ条件で市場で流通しており、投資家にはデフォルトリスクを測定するための情報が十分与えられていない状況を想定することができる。理論が述べるような逆選択が生じると、デフォルトリスクの低い優良な債券までもが低価格、すなわち高い利回りを要求されて、結果として高い資金調達コストが必要となることになる。これに対して、投資家が十分な投資情報を得ていて、債券のデフォルトリスクの高低を見分けることができる状態であれば、デフォルトリスクの高い債券には高い利回りが、デフォルトリスクの低い債券には低い利回りが付与されるので、結果として投資家のリスク許容能力に応じた効率的な資金配分が実現できるのである。

このように逆選択と呼ばれる現象が生じると、リスクに応じた価格付けがなされなくなり、市場の効率的な資金配分機能が損なわれる。このとき債券の発行者は必要以上のリスクプレミアムを要求されて高い資金調達コストに直面する一方、投資家としても十分な投資情報がないままデフォルトリスクの高い債券に投資してしまう可能性がある。したがって逆選択の問題を回避するインセンティブは理論的には売り手と

買い手、すなわち資金需要者である債券の発行者と資金提供者である投資家の双方に生じることになる⁴⁾。すなわち、債券の発行者の側では、コストをかけてでも企業情報を開示したり中立的な第三者機関の評定を受けたりして、情報の非対称性の解消に努めれば、資金調達コストを自らの信用リスクに応じたレベルにまで下げることができる⁵⁾。また、同様に投資家としても、コストをかけてでも投資情報を集め、債券のデフォルトリスクの正確な予測ができれば自らの負担リスクに応じた収益を得られるようになるのである。

当然ながら、ここで問題になるのは、デフォルトリスクの高い債券が出回ることそのものではない。デフォルトリスクの高い債券が出回っても、対称的で十分な情報が市場に存在しているならば、それぞれの債券はリスクに応じた価格付けがなされるため、効率的な資源配分が損なわれることはないからである。逆選択が生じる原因はリスクについての情報が不十分なためなのであるから、効率的な資源配分のためにはたとえ市場全体としてコストの増加につながるとしても、情報の非対象性の解消をはからなくてはならない。

しかし以上のことだけでは、発行者が虚偽のない詳細な企業情報を投資家に対して公開すれば事足りてしまい、そのうえにさらに格付情報が必要とされる理由はない。格付けの存在を説明するためには、さらに債券の償還リスクを予測するための情報収集のコストを考慮に入れないといけない。

すなわち、債券がデフォルトを起こしたときには、一般に投資家は大きな損失を被り、場合によっては投下した資金が全く戻ってこないこともありうるのに対して、債券投資の収益は債

券の利回りがその上限になるので、企業業績がいかに良好でも利回り以上の投資収益が投資家にもたらされることはない。したがって、投資家にとっては、自分の投資した債券がデフォルトを起こす可能性どの程度であるかを知れば十分であって、それ以上の企業業績には関心を持つ必要がないといえる。

しかも投資家にとって投資収益の上限が利回りに定められている以上、償還リスクを予想するために各投資家が個別に企業業績についての詳細な情報を集めていると、そのコストは容易に投資収益を上回ってしまうであろう。そこで、投資収益に上限が存在する債券投資については、格付会社が情報の収集と分析に特化して債券の償還リスクを予想し、各投資家はその償還リスクの予想である格付けを購入することの方が、全体としてのコストを低く抑えることができると考えられるのである⁶⁾。

2. 債券格付けの実際

実際に格付けが取得されるまでのプロセスを日本格付け研究所の場合を例にとって見ていこう⁷⁾。格付けは原則として発行体が格付会社にたいして格付けの依頼をすることで始まる。

発行者からの格付けの依頼時には、確認事項として、①格付けに必要な資料提出・役員面接・実地調査等についての協力、②格付け結果の公表に関する取り決め、③格付けの見直し(レビュー)に対する協力、④格付けの変更に対する同意、⑤格付手数料の支払い、⑥格付会社の免責事項等が定められる。一方格付会社側は守秘義務についての確約を行う。すなわち格付けのために提出された資料のうち、未公開の機密事項は格付会社で厳重に管理し、公表したり格付け以外の目的に使用しないことを約束す

証券経済研究 第1号 (1996.5)

る。以上の正式な申込みの手続きを終えると担当のアナリストが選定され格付けを行う。日本格付研究所の場合担当アナリストは原則2名である。

発行者は格付けの審査のための資料を作成しなければならない。アナリストは、提出された資料を検討し発行体との間で質問をやり取りするほか、主要部門の責任者に対するヒアリング、工場・研究所・流通拠点等の実査や経営陣に対するトップインタビュー等を実施する。アナリストの分析・インタビューが終了すると格付委員会が担当アナリストによる格付け案および提案理由を審議し、最終的な格付けが決定される。

起債時の格付けに当たっては、発行内容が具体的に決定される前に一定の起債条件を想定して予備格付けと呼ばれる格付けを付すことが多い。具体的な条件が決定すれば本格付けに切り替えるが、発行者の状況や起債条件等に大きな変化がない限り、この予備格付けがそのまま本格付けになる。予備格付けは払込日の1か月程度前に付されるようである。

決定された格付けは速やかに発行体に通知され、発行体側に異議のある場合は再審議が行われる。また格付け結果は新聞等のメディアを通じて公表される。

II. 債券格付けの誕生

1. アメリカにおける債券格付けの成立と発展

理論的にはこうした根拠をもって存立している債券格付けは、では歴史的にはどのような経緯を経て成立・発展してきたのであろうか。本章では、格付けという形で投資情報を提供するサービスが最も早く始まり、現在最も債券格付

けの利用が進んでいるアメリカについて、簡単にふりかえてみたい。

アメリカの債券格付けは、19世紀後半から20世紀初頭にかけて、相場情報サービスや金融時事紙などの興隆とともに始まった。一般に格付符号を用いた格付けは、1909年にジョン・ムーディーが投資家向けに鉄道債券の格付けを始めたのが最初であるとされているが、それ以前にも相場の解説や証券分析という形で金融ジャーナリズムと呼べるものが存在しており、その中ですでに投資物件の比較分析が行われていたので、それを格付けの前身であると考えることができる。その後、1920年代前後にはブアーズ・パブリッシング社、スタンダード・スタティスティクス社、フィッチ社がそれぞれ格付けを開始している。

この時期に債券格付けが生まれるに至った背景としては①鉄道債が中心であったとはいえ、事業債の発行もかなり増加しており、債券市場が成立していたこと、②投資家に占める個人投資家の割合がかなり大きかったこと、③債券の起債者のディスクロージャーが不足しておりデフォルトもかなり頻発していたこと、などを挙げることができる。投資対象としての債券のリスクを比較分析し、投資家向けにその情報を提供する格付けサービスへの需要が生じたということが出来る。

アメリカの格付けが、そもその始まりから投資家向けの営利事業として情報サービスの提供を行ったことは、あとで述べるように日本の債券格付けが近年まで起債制限のニュアンスを引きずったまま行政主導で育成されてきたために投資家向けの投資情報としての認識が薄かったことと対照的であると言える。

その後、アメリカでは工業化の進展にともな

って企業の資金需要が増大したことを背景として、社債発行市場は持続的に拡大を続けた。特に商業銀行が企業の長期資金需要に応じることに制限があったことや、法人税制上の優遇措置がとられたことから、社債発行市場は企業の重要な資金調達場となり、社債市場の拡大につれて格付けに対する投資家の需要も増していったと考えられる。

さらに大恐慌後の1930年代の経済環境が格付けの定着に大きな影響を及ぼした。大恐慌当時、債券のデフォルト率は高騰したが、こうしたなかで格付会社は信用リスクに対してかなり信頼できる格付けを発表しており、高い格付けを付与された債券は、低い格付けのものに比べて明らかにデフォルトを起こす確率が低かったことが認識された。このことは後の実証研究でも証明されたが、格付会社がおおむね的確な判断を下していたという事実は、格付けに対する投資家の信頼感を高め、市場での定着を進めたとされる。また大恐慌後に制定されたグラス・ステイター法をはじめとする一連の証券関連の法律によって、投資銀行による有価証券評価が事実上禁止されたことで、外部の格付会社に債券の評価を求める必要が生じ、格付けへの需要を高めたこともその発展に大きく寄与した。

2. 格付手数料の徴収

債券格付けは以上のように、当初は投資家を顧客とする投資情報サービスとして自然発生的に成立したといえるが、その後いくつかの大きな変化を経て今日に至っている。以下では格付会社の性格に影響を及ぼした大きな変化について順に述べる。

格付会社の性格に影響を及ぼした変化の一つに、1970年前後以降、起債者から格付手数料を

徴収し始めたことを挙げることができる。格付会社は当初投資家向けの刊行物の購読料を収入源にしており、発行者から手数料を徴収することはなかった。しかし、その後格付けに対する認知度が高まると、格付けは投資家のための投資情報であるだけでなく、起債に際して格付けを取得することが発行者にとっても有益であるという考えが広まってきた。これは、格付けが投資家の間ですでに十分な信頼を得ていたので、起債に際して格付けを得ることが市場での資金調達コストを低下させることにつながるといえる。この考えが説得力を持ったからであると思われる。

格付手数料の徴収が始まると、場合によっては格付会社と起債企業の癒着が始まり、格付手数料徴収のために高い格付けを付与するといった動きが懸念されるが、現在までのところ、アメリカでは格付料金を得るために恣意的な格付けを行うといった問題は生じていないとされる。

3. 格付け対象の拡大

70年代にはいると企業の短期資金の調達手段であるCP(コマーシャル・ペーパー)の発行が増加した。CPは通常無担保であるため、その発行には格付け取得が事実上の必須条件となった。CPの格付手数料は発行時のほか、毎年メンテナンスフィーと称する追加支払いがあるため、格付会社にとっては安定した収入源になった。

80年代以降、ジャンクボンド市場が拡大すると、格付会社も積極的にジャンクボンドに対する格付けを強化した。ジャンクボンドは本来は投資対象として不適格であるとされるダブルB以下の格付けの債券をいうが、発行社債につい

て低い格付けしか得られない企業でも高い潜在成長力を持つ企業がないわけではなく、実際1980年以降のジャンクボンドはデフォルトリスクを上回る投資収益率を生みだしていた。したがってポートフォリオの十分な分散が可能だけの資金を持つ投資家にとってはジャンクボンドへの投資は大きな魅力を持っていたと言える。こういった状況のなか、ダブルB以下の格付け区分にも投資家のリスク意識が集まり、格付けに対する需要が生まれた。もっとも、ジャンクボンド市場は1980年代後半になると投機的な性格を強め、景気後退とあいまって急速に縮小していった。

格付けの対象は、その後さらに拡大し、従来の債券に加えて譲渡可能預金証券(CD)、マネーマーケットファンド(MMF)などにも付与されるようになってきた。このように格付けに対する需要が広がった理由としては、セキュリタイゼーションの進行にともなって、これまで流通することのなかった債券が証券化されて市場に出回るようになったため、従来は特定分野の知識を豊富に持つ投資家の間でだけ取り引きされていたものが、一般投資家の投資対象とされ始めたことが挙げられるだろう。

4. 一括登録制度と「勝手格付け」

1980年代以降の格付け会社をめぐる環境の変化としてもう一つ重要なのは、証券発行の際に一括登録制度が認められたことであろう。これは一定の条件を満たした企業なら、あらかじめ包括的な登録届出書を提出することで、以降2年間は届出書の内容に沿う限りいつでも証券が発行できるというものである。この制度を利用すれば、発行のつど届出書を提出する必要がないため、機動的な起債が可能となり、起債にとも

なう発行者の負担は大きく減少した。一方、一括登録制度が可能にしたタイムリーな発行は、投資家や引受会社が審査や情報収集をする時間的余裕を奪ってしまったため、一括登録の前に格付けを取得して投資家の判断に資するという傾向が強まり、格付けの重要性はますます高まることとなった。

また、近年起債企業の依頼を受けずに格付けを行ってそれを公表する、いわゆる「勝手格付け」と呼ばれる動きも見られる。起債企業の依頼による格付けの場合は、起債企業が公に発表している情報以外にも、経営者とのインタビューに基づく判断を加味するなど、発行者からの直接情報にアクセスすることができるが、「勝手格付け」の場合それは困難である。したがって依頼を受けずに行なう格付けについては、格付けとしては不完全で好ましくないという考えもある。しかし、起債企業が、満足できる格付けが得られるまで多くの格付け会社に依頼を続け、得られた格付けのなかから自分に最も都合の良いものを選別するといった「Shop」と呼ばれる行動が見られ、これを問題視する立場からは、依頼を受けない格付けも、その旨を付記するならばそうした企業の行動を封じる上で一定の有効性があるという考えも示されている。

5. 規制当局による格付けの利用

興味深いことに、アメリカで当初投資家向けの営利サービスとして生まれた格付けが、市場での認知度が高まるにつれて、行政当局によって市場の規制や監視のための手段として使われ始めている。このことは、日本での格付けが最初から起債調整もしくは起債制限のために行政に利用されていたことと対照的である。

すでに1930年代初めには財務省通貨監督機関

が、簿価で保有している債権をBBB以上の格付けに制限することを始めた。続いて連邦預金保険機構、全国保険委員協会、証券取引委員会と次々に監督下の銀行や保険会社、証券業者に対して格付けを用いて保有債券に制約を加え始めた。この傾向は、1980年以降セキュリタイゼーションが進み、市場に流通する証券の種類が増加すると、それを追いかけるように加速している。また1980年代まではトリプルBとダブルBを境に債券をインベストメント・グレード(投資適格債券)とスペキュラティブ・グレード(投機的債券)に分類し、その2区分を用いて規制を行っていたが、1984年にモーゲージ担保証券に関してダブルA以上の格付けを得ているものについて発行条件が緩和されたのを皮切りに、より細かい区分で規制措置がとられるようになった。こうした行政による格付けの利用は、金融機関の行動に制約を課すものばかりではなく、むしろ一定以上の格付け取得を条件にさまざまな規制緩和措置をとるものも見られる。

こうした監督機関の格付け利用にともなう、SECはアメリカの主な格付け会社をNRSRO(nationally recognized statistical rating organizations=全国的に認知された統計的手法を用いる格付け会社)として認定している。SECが初めてNRSROの格付けを規制に適用したのは1975年のブローカー・ディーラーの純資産を算定する際に格付けを用いたときであった。その後いくつかの格付け会社がNRSROに加えられ、現在9社が認定されている。現在では行政監督機関だけでなく、機関投資家をはじめとする多くの民間投資家が、内規や契約でNRSROの格付けを用いている。

行政当局にとってはNRSRO認定格付け会社の格付けを利用することで、自らの市場監督コス

トを低下させることにつながったと考えられ、また格付け会社にとっては認定を受けることが結果的には格付けの定着を進め、格付けの権威を高めることに貢献したと思われる。しかしそれはあくまでもすでに格付けが投資家の間で認知され実際にも使われていることを前提としたものであるため、投資家に対して格付けの利用を促進するといった目的は含まれていないと思われる。その点、日本でも大蔵省が格付け会社を指定して行政上の利用を進めてきたが、格付けがそもそも起債条件として使われてきた経緯があるため、人為的に投資家への格付け定着をはかることを主たる目的とした措置であったという点で扱いが大きく異なるということが出来る。

しかしながら、行政監督機関が認定した格付け会社の格付けを市場での規制に用いるという傾向には批判も多く聞かれる。まずNRSROの認定に関していくつかの問題が指摘されている。一つは、NRSROの定義や資格認定手続きに恣意的なところがある点で、NRSROの認定を受けていない外国格付け会社から不満の声も上がっている。SECはNRSRO認定に際して、格付け会社が提供するデータに基づいて、格付け会社の歴史や出資者、被雇用者、格付けの方針や格付け過程などについて調査を行うが、基本的な認定の方針はSEC自身によれば、「アメリカの幅広い格付け利用者によって信頼性の高い信用のおける格付け会社として全国的に認められていること」であるとされ、多少あいまいであることは否定できない。とくに認定に際して、市場での知名度が重視されるとなると、新規参入者に不利になるおそれがあるため、認定自体が格付け事業への大きな参入障壁となる可能性も否定できない。

もう一つの問題は、NRSRO認定の複数の格付会社の格付けが規制に用いられているにもかかわらず、認定格付会社同士の間で、格付符号の定義が同じである保証がないということである。実際複数の格付会社のあいだに格付符号のシステマティックな違いがあるともいわれている。この場合、起債者が自らに最も有利な格付けが得られるまで複数の格付会社をまわるといふ前述のような行動をとる可能性が出てくるとして批判されている。

また、行政監督機関の格付け利用が進むことについては、格付会社側からも疑問の声がいくつか上がっている。その一つは、行政の格付け利用が進むことで、起債者から投資家に直接向けられる情報開示が軽視されるのではないかという懸念である。格付けは信用リスクを表わす符号である以上、格付けと投資判断は別のものであるので、格付けと情報開示は投資判断に際して互いに補完的な機能を果たすはずであり、格付けの利用の拡大が情報開示を不要にするわけではない。また格付けも公に発表された情報にその判断の多くを負う以上、情報開示が後退すると格付けの質も損なわれる可能性がある。格付けと情報開示が二者択一的に考えられるとすれば大きな問題である。

さらに、行政監督当局が格付けに頼りすぎると格付会社に不当な圧力がかかるおそれがあることも指摘されている。格付けを重視した制限が起債に際して行われるようになると、当局の規制のハードルを超えるために有利な格付けを取得したいという起債者のインセンティブが高まるため、これまで保たれてきた格付会社の中立性が損なわれる可能性があるのではないかという疑念も生まれている。

こういった監督機関の圧力をできる限り排除

しようという考えの背景には、格付会社についても市場原理の徹底を求める考えがあることを読み取ることができる。すなわち、起債後の流通市場で決まる利回りが、格付会社の判断を検証する役割を果たすならば、格付会社の判断は市場参加者から不断に問い直されることになり、そのような市場の緊張関係が格付け機関の中立性を保証するというものである。

いずれにしろ、格付会社が情報生産という形でマーケットシステムの一端を担っていることを考えると、格付けが市場で今後どのように扱われていくかを注視する必要がある。また日本の債券市場が今後秩序を失わずに規制緩和・自由化を進めていく上でも、格付会社と行政当局との関係は一考を要する問題であると思われる。

Ⅲ. 日本での格付けをめぐる経緯

1. 「起債会」による格付け

次に、日本で債券格付けがそのように発展してきたかを簡単にふりかえってみよう。現在日本では指定格付会社9社¹⁰をはじめとする民間格付会社が格付けを公表しているが、そもそも日本で符号による債券のランクづけは、1949年に日銀適格担保社債事前審査制度のもとで、金融機関が社債を担保として日銀から借入れを行う際に、日銀がその担保価値を決定するために社債に格付けをしたことから始まった。この制度の下で高い格付けを得たのは、国家の基幹産業や戦後復興の上で重要な産業に属する企業の社債であって、企業の成長性や収益力を見るものではなかった。

同制度が1956年に廃止されたあと、起債調整は民間の起債関係者の自主調整に任せられるこ

とになるが、そこでは日本興業銀行を中心とする受託銀行の集まりである「八行会」が実質的な起債調整を行い、それを受けて受託銀行と証券4社で構成される「起債打合せ会（後に起債会と呼ばれる）」がABC3分類の格付けを行って発行条件等を調整した¹¹。

その後、格付基準は度々改訂されるが、いずれも銘柄選別による優良銘柄中心の起債達成がねらいであったため、結果的には基幹産業・重厚長大産業に優先的資金配分を行う働きをした。こうした格付けは、企業の将来の償還能力を判定するという現在の格付けの考え方とはまったく異なるものであった。また起債会による格付けについては、当然ながら投資家に対する情報提供といった視点はほとんどなく、産業政策・金融政策上の関心のほうが強かった考えられる。つまり、日本において格付けは、まず起債調整として存在していたと行うことができる。

2. 起債制限としての格付け

1970年代にはいると金融の国際化の進展にもなって、海外市場との整合性のために無担保での起債への要求が高まる。それとともに社債の安全性を担保するのは不動産等の実物資産の価値ではなく発行者の信用力であるという考えが広がり、格付会社に対する関心も高まった。1975年3月には日本経済新聞社内に「公社債研究会」が設置され、1977年4月から試験的な格付けが開始された。同研究会はその後日本公社債研究所と名を変えて1979年最初の格付会社となった。

一方1977年10月の証券取引審議会基本問題委員会は、「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」のなかで、起債会による人為的な起

債調整の廃止とともに、社債の無担保化の推進を提唱、あわせて投資家保護のために、情報開示の充実に加えて格付会社を含めた適切な方策を講じる余地があることを述べている。しかしながら、報告には、わが国の場合、発行者の影響力が強いことから中立的な格付会社の成立は困難であろうとの意見もみられる。また当時格付けを重視する見解に対してはいくつかの反対もあり、社債のデフォルト自体が少なく投資家保護は受託銀行の存在によって保証されているので格付けに対するニーズが少ない、普通社債の発行がそもそも少ないので格付けもあまり利用されていない、現行の起債システムが十分機能している、などの理由で格付け重視は時期尚早との意見も見られた¹²。表3は、戦後の主な債務不履行社債とその処理を示したものであるが、1980年代までは、社債が債務不履行を起こしても、最終投資家に損失が及ぶことはほとんどなかったことが読み取れ、こうした状況ではこうした反対意見がでることも当然であったと思われる。事実、格付会社の定着は、1985年の格付会社の設立ラッシュ以降となる。

投資家保護については、同報告で、投資家の本来的な自己責任は認めながらも、個人投資家などが元本と利子が確実に支払われることを期待して債券を購入していることも見過ごせないとして、投資家保護のためにはリスクの高い債券が一般投資家を対象とする市場に出回らないよう留意することが必要であるとしており、投資家保護が投資損失からの保護であるとする認識をうかがわせる。

その後1979年には無担保社債の適債基準と財務制限条項が設定され、最初の無担保社債が発行される。その後適債基準は緩和されて行くが、いずれにしても、財務内容の良い企業のみは無

表3 戦後の主な債務不履行社債とその処理

	年, 月	会社名	発行社債	処理方法
1	1955年 6月	津上製作所	国内転換社債	償還期限の延長, 分割償還
2	9月	川南工場	国内普通社債	受託銀行買取り, 肩代わり
3	12月	高砂鉄工	国内普通社債	受託銀行満期日買取り, 肩代わり
4	12月	東洋繊維	国内普通社債	受託銀行買取り, 肩代わり
5	1965年 3月	山陽特殊製鋼	国内普通社債	受託銀行買取り, 肩代わり
6	3月	日本繊維	国内普通社債	受託銀行買取り, 肩代わり
7	5月	明治鉱業	国内普通社債	受託銀行買取り
8	1975年 8月	興人	国内普通社債 国内転換社債	受託銀行買取り, 肩代わり 受託銀行買取り, 肩代わり
9	1978年 2月	永大産業	国内普通社債 国内転換社債 ドル建転換社債	受託銀行買取り, 肩代わり 受託銀行買取り, 肩代わり 保証会社による保証債務弁済
10	1984年 2月	大沢商会	S F 建私募普通社債	保証会社による保証債務弁済
11	7月	リッカー	S F 建私募転換社債	債務不履行
12	1985年 8月	三光汽船	国内普通社債 国内転換社債	受託銀行買取り, 肩代わり 受託銀行買取り, 肩代わり
13	1986年 5月	オート	S F 建私募普通社債	保証会社による保証債務弁済
14	1991年 5月	日東あられ	S F 建私募普通社債	保証会社による保証債務弁済
15	8月	マルコー	S F 建私募転換社債	債務不履行
16	1992年 5月	レック	S F 建私募転換社債	債務不履行
17	1993年 7月	につかつ	S F 建私募普通社債 4 銘柄	保証会社による保証債務弁済 債務不履行
18	11月	テーエステー	S F 建私募転換社債	保証会社による保証債務弁済
19	12月	光洋機械産業	S F 建私募普通社債 S F 建私募転換社債 S F 建私募新株引受 権付社債 DM建新株引受権 付社債	債務不履行 保証会社による保証債務弁済 保証会社による保証債務弁済 保証会社による保証債務弁済
20	1995年 1月	日本データー 機器	S F 建私募転換社債	債務不履行

(出所) 松尾順介 (1991), 児玉万里子 (1995)

担保社債の発行を認めるという意味で、依然として格付けは起債に際して優良企業だけを選別する機能を果たしていたとすることができる。したがって格付けは、特に発行者にとっては発行条件と結び付いて考えられ、投資家に対する投資情報の提供という面はどちらかという見過ごされがちであった。投資家保護についても起債制限によってリスクの高い債券の流通を制限することをもって保護と理解されていたと考えられる。

3. 格付けの重要性の高まりと 投資家保護概念の変化

表4は、1980年代以降の格付け制度導入の動きをまとめたものである。国内での格付けの導入にとくに大きな役割を果たしたのは、1984年5月の円ドル委員会で格付けを用いることで円建て外債の発行基準を簡素化することが決定されたことであった。これによって円建て外債は日米いずれか一つの格付会社でシングルA以上の格付けを取得すれば発行できることになる。また外債建て外債の発行、ユーロ円債発行の弾力化など次々と規制緩和措置がとられ、国際化が進んだ。国内発行条件も緩和され、特にユーロ円投資についてはその後急速に自由化が進んだ。

こうした規制緩和措置をうけて、国内でも無担保社債が増加し、投資家層の拡大や運用手段の変化などと併せて、格付けの重要性が高まることが予想された。格付会社設立についての議論も本格化し、1984年12月に、銀行や証券会社、事業会社の代表で開かれた社債問題研究会の報告では、格付会社は複数の機関の存在が望ましいこと、起債の利害関係者でなく、また行政府からも独立していること、発行企業の機密保持

を義務づけること、などが提言された¹³⁾。

また1986年の証券取引審議会報告書「社債市場の在り方について」では、海外からの金融自由化要請への対応の必要性とともに、海外での起債の増加が国内の空洞化を招くことへの危惧から、国内の社債発行に関する制度の見直しが提言されている。社債発行における有担保原則の見直し、適債基準のいっそうの緩和などとともに、ディスクロージャー制度や格付会社についても言及されており、中立性、独立性の確保された第三者機関による格付けの充実と格付情報の定着を推進することが提唱された。しかしながら、具体的には適債基準とあわせて格付けを利用すること、発行基準としての利用を拡大することが述べられており、格付けの重要性は認めながらも、依然として適債基準の枠のなかで育成していくという方向が示されている一方、投資家保護については、保護は債券の価値自体を保証することを意味するものではないと明言され、投資家の自己責任についての認識を明確に示された。同報告書では投資家保護とは「投資家が投資判断を行う上で必要な情報が、正確に、適時に、かつ分かり易く提供され、情報不足や不公正な取り引きにより不当な損失を被ることのないようにすること」とされている。

つづいて、1990年6月証券取引審議会基本問題研究会第2部会報告「国際的な資本市場の構築を目指して」では、できるだけ速やかに適債基準を撤廃することが提言され、当面数値基準から格付けによる基準へと移行した上で、順次緩和することが推奨されている。つまりこの報告によれば、適債基準のなかでの格付けの比重は高めながら、適債基準自体は緩和、撤廃させていく方針が確認されたのである。そして現在、

表4 わが国における格付け制度導入への動き

年月	適用	導入の主目的
1981年2月	円建て外債適債基準へ格付けを導入。	適債基準
1982年2月	CB発行条件決定基準に格付けを導入。	発行条件決定 適債基準
1984年5月	「日米円ドル委員会報告書」、ユーロ円債適債基準に格付け導入を提言。	適債基準
12月	ユーロ円債適債基準に格付けを導入。 社会問題研究会「新たな債券格付け機関の設立に向けて」発表。 複数格付け会社の必要性を提言。	適債基準 適債基準
1986年8月	CB発行条件決定基準における格付け利用を拡大(低格付け債の利率をアップ)	発行条件決定
12月	証取審「会社発行市場の在り方について」発表、格付け制度の充実を提言。	適債基準
1987年7月	無担保社債適債基準、財務制限条項設定基準に格付け導入。 わが国格付け会社による国内債格付け有料化開始。	適債基準 適債基準
1988年4月	CB発行条件決定基準を格付けに全面移行。(無格付け債には懲罰的な利率アップ)	発行条件決定
11月	担保格付け社債適債基準に格付けを導入、適債基準は格付けに原則一本化	適債基準
12月	CP発行適格基準、バックアップライン設定基準に格付けを導入。	適債基準
1989年6月	格付けについての懇談会「我が国資本市場における格付けの定着に向けて」発表。	適債基準
1990年1月	CB発行条件決定基準の複数格付け利用を強化(複数格付け取得債は利率引下げ。)	発行条件決定
4月	CB発行に際し、複数格付け取得を義務づけ。	適債基準
6月	格付けについての懇談会「我が国資本市場における格付けの定着に向けて」第2回報告(SB, WBの複数格付け取得を提言)	適債基準
10月	CP発行適格基準を格付け基準に原則一本化、複数格付け取得を義務づけ。	適債基準
11月	適債基準における数値基準を廃止、格付けに一本化(ただし、CB, WBの一部に数値基準が残存)。	適債基準
1991年4月	CP発行適格基準で格付け基準に付していた純資産額による制約を撤廃。	適債基準
12月	格付けについての懇談会「格付けの一層の定着に向けて」報告(投資家の格付け利用促進を提言)	投資家利用

(出所) 新美一正 (1992)

適債基準が撤廃されたことで格付けの適債基準としての役割は終わったことになる。

以上見てきたように、日本での格付けは、社債の発行体である企業側が起債のための要件として取得してきた経緯がある。これに対して、アメリカでは債券格付けの前提として、信用力が高くデフォルトリスクの低い企業は低い資本コストで資金を調達することができ、デフォルトリスクの高い企業はリスクプレミアム分だけ資本コストが高くなるという競争的市場が想定されている。そうした自由な市場の前提の下では、格付けはあくまでも投資家にリスク情報を提供することが本来の機能であるという認識が成立していると考えられる。

このことと比較すると、日本では格付けに対する投資家側のニーズは最近まで存在しなかったと言ってよいだろう。これには、日本では起債制限を行ってデフォルトリスクの高い社債の発行を抑えることが投資家保護であると認識され、その下で格付けを起債制限の手段として用いてきたという経緯が大きく影響していると考えられる。そういった認識の下では、格付けは起債制限とはほぼ同義であり、起債制限の下では投資家は投資情報としての格付けを必要とせず、むしろ起債を望む企業側が格付けに大きな関心を寄せているのは当然の帰結であると考えられる¹⁰⁾。格付けがこれまで行政側によって、「適債基準の一つとして」育成されてきたこともここから理解できよう。

資本市場の自由化が進み適債基準が撤廃されるとともに、自己責任原則の下で十分な情報の開示と不公正な取り引きの排除を旨とする投資家保護概念が定着しつつある今日、本来のリスク情報としての格付けが求められていると言えるであろう。

IV. 格付けの抱える諸問題

1. 格付け判断の妥当性の問題

格付けが格付会社による投資情報の一つにすぎない以上、格付けが結果的に間違っていたからといって格付会社にはなんら責任問題は生じない。とはいえ、格付けが市場に浸透するにつれて、以下で見るように不適切な格付け判断のために投資家が損失を被るといったケースも増加するであろうし、また格付会社が自分の判断に何の責任も負わないのであれば、格付会社の判断に信頼を置く根拠がどこにあるのが問題となる。間接金融の分野では、金融仲介業務を行う銀行が、本源的証券から間接証券への資産変換を行うのと同時に、融資先企業についての信用情報を生産しその情報に基づいてリスクの管理を行っているという解釈が定着しつつある¹⁵⁾。この観点に立つと、格付けは、直接金融の分野で、資産変換と切り離れた形で信用情報を生産していると解釈できる。すなわち、格付けは、市場メカニズムに基づいた資本市場と投資家の自己責任原則の下で、債券のデフォルトリスクに関する情報を提供し、市場における資金の流れを効率的で円滑にするという機能を果たしており、格付けはリスク情報の面から資本市場での資金の仲介の役割を果たしているといえる。格付情報の信頼性の問題を考えることは、直接金融における信用情報生産の問題とかかわる重要な問題であると考えられる。以下では、格付けの判断の妥当性、格付会社の中立性、格付けの行政利用の問題について順次考察する。

まず、格付け判断の妥当性について、アメリカの事例を検討しよう。アメリカでは格付けが

市場に定着している一方で、その判断の妥当性をめぐるトラブルも多く、格付判断の是非をめぐる訴訟が起こされたこともある。アメリカで格付判断のあり方が問われたケースを次に挙げてみよう¹⁰⁾。

①ペン・セントラル鉄道の倒産(1970年6月)

ペン・セントラル鉄道が倒産した時点で、CP専門の格付会社であったナショナル・クレディット・オフィス(NCO)社は同社のCPに最上位の格付けをしていた。当時CPを発行してきたのは信用力の高い企業に限定されていたこともあって、ペン・セントラル鉄道の倒産は短期金融市場に信用不安を引き起こした。NCO社はペン・セントラル鉄道の倒産を見抜けなかったとして投資家の信頼を失い、自身が経営難に陥ってムーディーズ社に吸収された。

②ニューヨーク市債のデフォルト(1975年11月)

1960年代中頃にニューヨーク市の財政悪化を理由にムーディーズ社とS&P社が相次いで格付けの引き下げを行ったのに対し、ニューヨーク市は格下げに伴う資金調達コストの上昇を嫌って、格付会社に対して市議会でヒアリングなどを行った。その後2社ともに市の資金事情の改善などを理由に格付けを引き上げたが、間もなく市の財政はさらに悪化した。2社は、市の債務返済が停止される寸前に格付けの停止もしくは大幅引き下げを行ったが、この一連の経過に関して、2社の格付け判断に政治的圧力が加わったのかどうか、十分な調査に基づいた適切な格付けの変更が行われたのかどうかなどの点が問われた。

③マンヴィール社の破産(1982年8月)

アスベスト公害補償請求を受けていたマンヴィール社は、将来予想される補償請求を履行し

ていくよりも現時点で会社を整理したほうが有利であると判断し、自己破産の申請を行った。これに先立って、破産法が改正され、実際に支払が不能になる前に自己破産の申請ができるようになったのを受けたもので、破産申請時点では企業業績が悪化していたわけではなかった。S&P社は、破産申請の時点で同社の債券に対して投資適格の判断をしていた。企業業績が良好なときでも何らかの理由で事業を継続するよりも債務整理を行ったほうが企業にとって有利であるような場合に、格付け判断がどのように行われるべきかという困難な問題が提起されたのである。

④ワシントン・パブリック・パワー・サプライ・システム(1983年7月)

ワシントン・パブリック・パワー・サプライ・システム(WPPSS)の原子力発電設備が、建設コストの増加や電力需要の減退のため建設途中で中止となり、5基のうち2基分に見合いの債券がデフォルトに陥った。これらの債券に投資適格の判断をしていたムーディーズ社とS&P社は、状況の変化に対応して早めに格付けを引き下げたが、損失を被った投資家は格付会社の責任を追及して提訴した。しかし最終的には格付けは単なる投資情報の一つに過ぎないとされ、提訴は取り下げられた。

日本については表3で見ると戦後約20年の社債の債務不履行が見られたが、受託銀行が債務不履行社債を買い取るか、銀行保証付社債の場合には保証会社である銀行が投資家に対して元本と経過利息を肩代りするかのどちらかの措置がとられたため、最終投資家が損失を被ることはほとんどなかった。したがって格付会社の判断が大きく問題になることもなかった。し

かしながら、1980年代以降債務不履行が増加しており、しかも1984年リッカー債のデフォルトをはじめとして、受託銀行が債務不履行社債の買い取りを行わないケースが生まれてきている。今後、格付けが起債制限としてではなく、本来の債務不履行の確率を表示するものとして投資家による利用が進めば、格付けの信頼性をめぐる問題が関心を集める可能性は高いだろう。

格付け判断の誤りが及ぼす社会的影響は今後ますます大きくなると考えられるが、格付けが一投資情報であると位置付けられている以上、最終的な責任を追及することができないのは当然である。むしろ、格付会社にとっては投資家の間での評判(reputation)が重要な経営資源であり、投資家の信頼を失うと経営がたち行かなくなるといふ事実が、格付会社の判断に対して市場規律を働かせることになるかと理解すべきだろう。実際アメリカの投資家は、格付機関が信頼のおける分析を行っているかどうかについて強い関心を持っており、格付け判断に問題が生じればNCO社のケースのように格付会社自体が経営難に陥るといった事態が繰り返されないという保証はないのである。そして市場メカニズムに基づく資本市場の一部としての格付け制度からすれば、それはむしろ必要なこととさえ言えよう。

わが国では、本格的な格付けが開始されてからの年数が浅いため、過去の格付け判断と実際のデフォルト率との関係を分析するだけのデータが蓄積されていない。そのため格付け判断の適切さを客観的に評価できる状態になく、日本の格付け判断について必ずしも一致した評価があるわけではない。

2. 格付会社の独立性の問題

表1の指定格付会社の出資者の欄を見ると、日本の格付会社3社のうち2社が、代表的な金融機関や機関投資家の出資をあおんでいることがわかる。また経営・管理者層に大蔵省のほか金融機関の出身者を迎えていることも多い。このため、日本の格付会社はその出資者との関係で独立性に疑問があるとの批判をしばしば受けている。

とは言うものの格付会社としては、株主構成では出資比率のトップに数社が並ぶように配慮しているほか、格付けに実際にかかわる格付け委員は完全に経営から独立して格付け判断を行い、格付けにかかわるすべての発言に対して経営者の関与から保全している。また格付け委員の任命は社外の人事指紋委員会の承認によるものであって、中立を期すよう配慮されている¹¹⁾。アメリカでは親会社の格付けを引き下げるといったケースもあり、今のところ、出資関係で格付会社の独立性が損なわれるかどうかの判断をすることはできない。

また、格付会社の格付手数料収入についても、格付手数料の徴収が始まると、格付会社と起債起業の癒着が始まり、格付け料金徴収のために高い格付けを付与するといった動きが懸念される。現在までのところ、アメリカでは格付け手数料を得るために恣意的な格付けを行うといった弊害は生じていないと言われている¹²⁾。日本では、格付会社が格付手数料の徴収を始めたのが比較的早く、まだ格付けの格差が発行条件の格差という形で現われるほど投資家のあいだに格付けが定着していなかったため、格付会社の判断が発行者よりであるとの批評が聞かれる¹³⁾。格付けが投資家の間で定着すれば、起債者が市

場での資金調達コストを低下させるためには、投資家の信頼を得ている格付会社から格付けを得る必要が生じるため、格付手数料との関係で格付会社の信用をおとしめることは起債者にとっても得策ではないということになるだろう。

3. 行政による格付けの利用

第Ⅱ章でも述べたが、格付けの行政利用に関しては、日米でかなり事情が異なっている。アメリカではまず投資家による投資情報としての利用が定着した後に行政利用が始まったため、NRSRO認定を受けた格付けを利用した債券投資であっても、投資家が投資結果に責任を追うことは当然であるとの認識がある。したがって、格付けの行政利用が自己責任に疑問を生じさせる心配はない。アメリカで行政利用に関して問題になっているのは、行政によるNRSRO認定の際の認定基準に曖昧なところがある点、認定が新規参入の障壁になる可能性がある点、規制に利用されることで格付会社に発行者からの不当な圧力がかかるおそれがある点、認定された格付会社の格付けにシステムティックな違いがあることが発行者の格付会社選別行動に拍車をかける可能性があるなど前述した通りである。

これらは日本でも同様に問題にされるべき指摘であるが、日本ではそれ以前の問題として、そもそも格付けが起債制限として使われてきただけでなく、適債基準を格付けに一本化することで人為的に格付けの定着策がとられたという経緯がある。これは確かに発行者の格付けへの関心を集め、市場での格付けの認知度を高めたであろうが、投資家から投資情報として認知されるためにはむしろ逆効果であったのではないだろうか。表5を参照すると、投資家の現行の格付けに対する満足度は総じて低いことが読み

取れる。また逆に海外投資については格付けの利用がほぼ定着していることから、投資家の不満は主に国内の格付けに向けられたものであることも分かる。日本では、今後、格付けを投資家向けのサービス業として改めて定着させる必要がある。

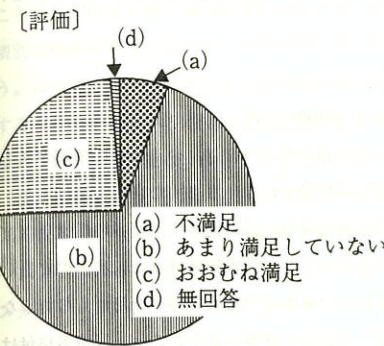
おわりに

第Ⅰ章では、直接金融の分野において、債券格付けが、信用情報の提供という点から資本市場での資金仲介の役割を果たしているという見方について述べた。一方、間接金融の分野では、銀行業の経済的機能を資金の仲介にともなう信用情報の生産を中心において分析するという、情報の経済学の新しい見方がほぼ定着している。伝統的な銀行業の説明によれば、銀行は決済サービスとそれにとまなうリスクを引き受けるほかに、流動性の高い預金の形で資金調達を行い、それを非流動的な貸出の形で運用することで利鞘を稼ぐという資産変換サービスを行っていると言われてきたが、新しい見方では、銀行は資金仲介のプロセスの中で資産変換サービスと同時に融資先企業に関する信用情報の生産を行っていると言われる。ここでいう信用情報の生産とは、融資に際して、銀行が事前の審査や期中のモニターなど融資先企業に関する総合的な調査を行っていることを指す。銀行は、こうして生産した融資先の信用情報を預金者に知らせることはないものの、生産した信用情報を自らが消費することで、最終的な資金提供者である預金者と融資先企業の間にある情報の非対称性を埋める役割を果たしていると説明されている。

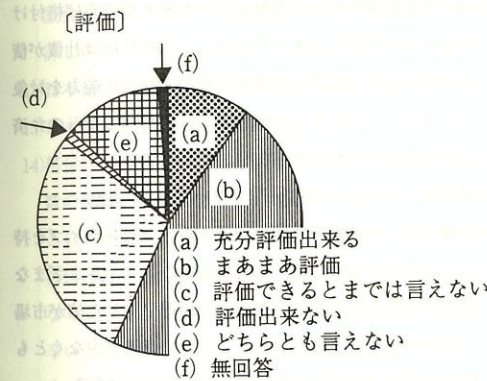
格付会社が企業の格付けに際して行う調査・

表5 格付け制度についての調査

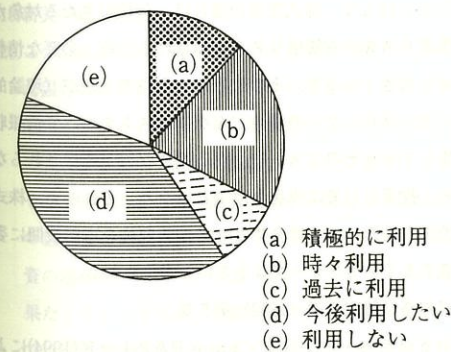
① 日本の格付制度の現状に対する評価



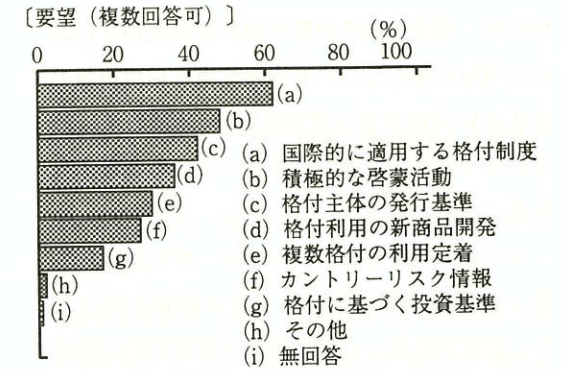
③ 国内の格付機関の活動に対する評価



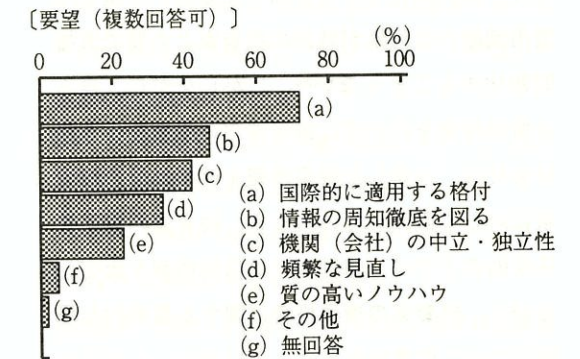
⑤ 国内債券投資における格付の利用状況



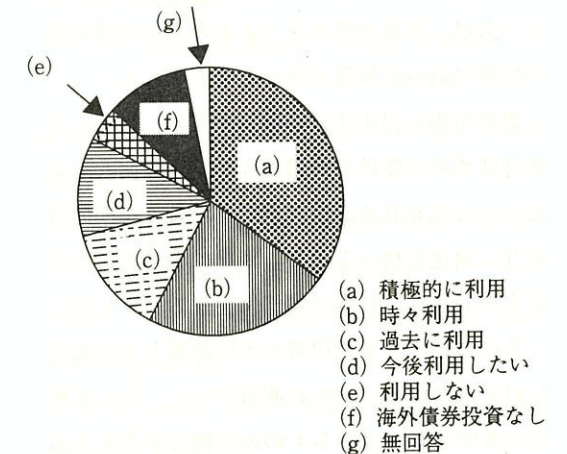
② 国内の格付制度定着化へ向けての要望 (重複回答)



④ 格付機関に対する要望 (重複回答)



⑥ 海外債券投資における格付の利用状況



(出所) 公社債月報 (1988)

(注) 外国系機関を含む国内の主要投資家200社を対象に1988年に実施された調査より、一部を抜粋したものである。

分析も、銀行が行う調査と本質的には変わるところはないと考えられる。したがって上のような考え方を援用すると、本論で考察した債券格付けは、間接金融の分野で銀行が資金仲介において同時に果たしている資産変換と信用情報の生産という総合的な機能を2つに分解して、後者の信用情報の生産だけを行っていると考えられる。

ところで間接金融においては、銀行は自ら生産した信用情報に基づいて自ら融資を行うため、銀行が生産した信用情報が直接外部の投資家(預金者)に知らされることはない。したがって、例外的なケースを除いて銀行の生産した信用情報の信頼性が外部の投資家との間で直接問題化することもない²⁰⁾。しかしながら、自らは債券投資を行わずに信用情報の生産を行う格付会社は、生産した信用情報を直接外部の投資家に対して販売しているうえ、投資家の自己責任原則の下では、格付会社は信用情報を販売しながら、投資家の債券投資に関する最終的な帰結についての責任を負うことはない。このことから、格付情報の信頼性が格付会社に対する市場規律の形で監視されなければならないというあり方は、資金の流れをとまわらない信用情報の生産に固有の現象であると考えられる。

債券市場の自由化の進展とともに、こうした格付情報の信頼性の問題は今後大きな関心をもたれると思われる。第IV章で見たような問題は相互に関連を持っており、別々に論じることはできないうえ、日本では格付会社のパフォーマンスについて、まだ現時点では詳細な実証研究に耐えるだけのデータの蓄積がなく、多くの懸念が表明されてはいるものの明確な評価をすることが難しい状態にある。今後資本市場での規制緩和の進展とともに、投資家の格付けに対す

る関心が高まれば、実際の資金の移動と切り離れた形で生産された信用情報である格付け情報の有効性はより厳しく問われることになるだろう。

- 1)黒沢義孝(1985) P.77。
- 2)格付けの性格をめぐっては、いくつかの誤解があることがしばしば指摘されている。主な指摘を挙げると、①格付けは投資情報の一つに過ぎず、債券の償還を保証するものではないこと。②債券格付けは元利金の支払い能力を測る記号であるので投資収益率を示すものでもなければ、まして売買の推奨ではないこと。③債券格付けは個別の債券に対する格付けであって、発行企業そのものの成長力や収益性を見るものではなく、また同一発行体の債券でも期間や担保の有無といった条件が違えば格付けが違ふということがありうること。④格付けは社債が債務不履行になる前までの発行会社の元利支払能力を対象としており、したがって債務不履行になってからの弁済の程度を表わすわけでもないこと、などである。
- 3)逆選択については池尾和人(1985) 第1章参照。
- 4)正確には、逆選択の問題を回避するインセンティブを持つことを言うためには、不完全情報の下で、さまざまな債券の利回りをそれらの存在比で加重平均した値が市場での利回りとして決められること、投資家が少なくとも危険回避的であることを仮定していることになる。
- 5)この時、低い格付けしか得られない発行者にとって、格付けを取得するインセンティブは何であるのが問題になる。この点については(9)注参照。
- 6)これに対して、株式投資の場合は、分析の主たる対象が償還リスクから価格リスクに移されるため、必要な情報量も大きくなるが、その一方で、収益の上限が(理論的には)存在しないので、どんなにコストをかけて情報収集しても、そのコストを上回る投資収益が確保されるなら、投資としては成功したことになる。それゆえ、株式投資の場合には市場全体として情報収集を専門機関に委託するインセンティブは小さいと考えられる。
- 7)日本格付研究所編(1992)第5章。
- 8)以下は新美一正(1992)、Cantor,R&Paker,F.(1994)による。
- 9)児玉万里子(1991)は、格付手数料が、高い格付けを得て調達コストを低減することの対価であるという考えに

- 異論を述べている。氏によれば、格付けを付すことが調達コストを引き下げるのは、個別の債券に高い格付けが付されたからではなく、格付けの取得が一般的になること自体が起債市場全体の成功につながり、結果として個別の債券の調達コストを引き下げることになる、という。この考えは、格付けによって情報の非対称性を解消することで市場全体の効率的な資金配分機能を回復するという第I章の想定とも整合すると思われる。
- 10) (株)日本公社債研究所(JBRI)、(株)日本インベスターズサービス(NIS)、(株)日本格付研究所(JCR)、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク、スタンダード・アンド・プアーズ・コーポレーション、フィッチ・インベスターズ・サービス・インク、IBCAリミテッドの9社が指定格付機関となっている。
 - 11)「起債会」とその前身である「起債打合せ会」「起債懇談会」の成立をめぐる経緯については志村嘉一(1980)が詳しい。
 - 12)日本格付研究所(編)(1992)第3章。
 - 13)日本経済新聞(1984)12月21日。
 - 14)格付けへの関心が、発行会社に片寄っていることは、複数の格付会社の格付けが一致しないとき(一致しないこと自体は何ら問題となることはないにもかかわらず)、格付けの評価が投資家サイドから問題とされることは少なく、主として発行者の側から「(企業にとって)甘い、辛い」と批評されることから見る事ができる。
 - 15)金融制度調査会(1994)、清水葉子(1995)。
 - 16)詳細は黒沢義孝(1985) P.154-P.162。
 - 17)洪原進(1994)。
 - 18)Cantor, R. & Paker, F. (1994)。
 - 19)新美一正(1992)。
 - 20)この観点からは、近年銀行の不良債券問題では、こうした銀行の信用情報機能の信頼性が預金者との間で直接問題化していると解釈でき、興味深い。というのは、銀行の生産する信用情報を「消費」するのは通常は当該銀行そのものであるため、融資業務が好調なときは信用情報の信頼性の問題は内部化されてしまう。(ただし協調融資の場合のメインバンクは一種のシグナリングの機能を果たしていると言え、信頼性の問題が協調融資行との間で「問題化」することもあり得る。いわゆる住専問題における母体行と農協系金融機関との対立の根拠をここに見ることもできよう。)ところが、生産した信用情報が不十分であって融資に問題が生じたときにも、情報生産

の失敗は、資金仲介全体(とそこから生まれる財務状況)の失敗として外部化されるのであって、情報生産機能のみが独立して批判されることは原則的にはありえないのである。

参考文献

- 池尾和人(1985)『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社
- (1990)『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社
- 金融制度調査会(1994)『金融自由化と金融機関の健全性確保について』(金融制度調査会基本問題検討委員会中間報告)
- 格付についての懇談会(1988)『我が国資本市場における格付の定着に向けて』(格付についての懇談会平成元年6月報告)
- (1991)『格付の一層の定着に向けて』(格付についての懇談会平成3年12月報告)
- (1992)『格付の一層の定着に向けて』(格付についての懇談会平成4年12月報告)
- 黒沢義孝(1985)『債券格付けの実際』東洋経済新報社
- 児玉万里子(1991)『社債格付け 投資家のための利用方法』中央経済社
- (1995)『社債格付けの知識』有斐閣ビジネス
- 澁原進(1994)「格付けの信頼性向上のために」『公社債月報』平成6年12月460号
- 清水葉子(1995)「情報生産と金融仲介機関」『証研レポート』No.1524, 日本証券経済研究所
- (1995)「債券格付けと投資家保護」『証研レポート』No.1525
- (1995)「アメリカにおける格付機関」『証研レポート』No.1527
- 志村嘉一(1980)『日本公社債市場史』東京大学出版会

証券経済研究 第1号 (1996.5)

新美一正 (1992) 「債権格付けの研究-歴史, 現状, 課題」『Japan Research Review』 vol. 2, No. 8

日本総合研究所

日本格付研究所編 (1992) 『格付け 信用審査と実際』
東洋経済出版社

日本証券経済研究所 (1975) 『アメリカの公社債市場』

日本証券経済研究所

松尾順介 (1991) 「高度成長期における社債制度—社債受託制度を中心に」『証研レポート』 No. 1475

日本証券経済研究所

「格付制度についての調査」(1988)『公社債月報』昭和63年10月

Cantor, R. & Paker, F. (1994) "The credit rating industry" *FRBNY Quarterly Review Summer/Fall 1994*

"Rating the rating agencies"(1995), *The Economist* July 15th 1995

(当所大阪研究所研究員)