

# 債券格付制度の現状と問題点

三浦 后美

## 要 旨

戦後、日本国内での社債の発行を事実上制限してきた適債基準が1996年1月に撤廃されて、すでに丸3年が経つ。これを契機に、日本の社債発行市場は現在、構造的な変化を遂げつつある。この「完全自由化」によって、信用力の低い企業、あるいは財務内容の悪化している企業でも公募での起債が可能となり、その結果、日本の投資家は、これまでとは一変し、常に市場で債務不履行（デフォルト）に陥るかもしれない社債を掴まされる危険にさらされることとなった。

日本の金融（財務）システムは、1993年に始まった金融制度改革の進展とともに、金融・資本市場を競争市場へと大きく移行させた。そこでは規制当局の「情報開示規制」を出来るだけ排除し、市場に公平性、効率性を委ねるとする考え方に基づくものである。そんな中で、日本の投資家は、企業の信用リスクに対する自己責任原則の意識を高め、投資情報としての“債券格付け”に従来にも増して関心を持つこととなった。アングロ・スタンダードの米国から生まれてきたのが、債券格付け制度そのものである。いままさに、その債券格付制度が、これまでの日本的金融（財務）システムに深化させる形で、大きく影響力を持ち始めたのである。

1980年代に入って、ムーディーズ、S&Pを中心とした米国の格付機関が、「他国には進出しない」という従来の経営戦略を一大転換し、積極的に日本、ヨーロッパ、に進出したことである。現在では先進国で主要9機関、エマージング・マーケット27機関の合計36の格付機関が活動している。さらに、1990年代に入ると、「それぞれの国への内政不干涉政策」を転換し、自らが外国の金融市場に直接進出する世界戦略を開始していると言われる。債券格付けの公的利用は世界的な規模で生成・発展を遂げつつある。また、格付機関は、私企業であるにもかかわらず、確実に国際金融市場の貴重なインフラの一つになろうとしているのである。

目 次

I. 債券格付制度の影響力

1. 社債格付け
2. ソブリン格付け
3. アングロ・スタンダード

II. 債券格付制度の歴史

1. 債券格付けのルール
2. 債券格付けの有料化
3. 債券格付けの公的利用

III. 債券格付制度の国際化

1. 債券格付制度
2. 債券格付けのプロセス
3. 格付けの多様化

IV. 債券格付制度の問題点

1. 格付機関の公認・指定化
2. 情報公開と自己責任原則

## I. 債券格付制度の影響力

### 1. 社債格付け

戦後、日本国内での社債の発行を事実上制限してきた適債基準が1996年1月に撤廃されて、すでに丸3年が経つ。これを契機に、日本の社債発行市場は現在、構造的な変化を遂げつつある。この「完全自由化」によって、信用力の低い企業、あるいは財務内容の悪化している企業でも公募での起債が可能となり、その結果、日本の投資家は、これまでとは一変し、常に市場で債務不履行（デフォルト）に陥るかもしれない社債を掴まされる危険にさらされることとなった<sup>1)</sup>。

とりわけ、1997年11月に始まった金融機関の経営破綻は、日本の金融史上、稀にみる金融危機と経営環境の激変を招く。1997年11月3日、三洋証券が会社更生法を申請して事実上、倒産すると、同17日北海道拓殖銀行、つづいて、同24日山一証券が経営破綻に陥り、自主廃業を発表する。あれよあれよという間のこれらの出来事は、本来投資家が持っているべき危険性（信用リスク）を日本の市場で現実化させたことになる。こうした事態に、これまで世界中でグ

ローバル格付分析を行ってきた、ムーディーズ・インベスターズ・サービス (Moody's Investors Service) やスタンダード・アンド・プアーズ・インベスター・サービス (Standard & Poor's Investor Services) の債券格付けが急速にその影響力を増し、格付機関の“先見性”が広く一般に日本でも注目されることとなったのである<sup>2)</sup>。

たとえば、ムーディーズは、それまで山一証券発行の無担保転換社債に社債格付け Baa 3 (ビーダブルエー 3) の格付記号を付けていたが、1997年11月6日、「山一証券債の格下げを検討する」と発表した。そのことによって、翌7日には、山一証券の株価は一気に急落し、一時159円と73年再上場以来の安値になり、会社それ自体の信用不安が高まった。さらに、11月21日、ムーディーズは、山一証券の社債格付けを Baa 3 (ビーダブルエー 3) から3ランクの Ba 3 (ビーエー 3) に引き下げ、ひきつづき同日、Caa 1 (シーダブルエー 1) へ再度格下げを実施し、その流れに追い打ちをかけた。山一証券は、週明けから短期のコール市場での資金調達事実上不可能になり、資金繰りに生きざる。山一証券が自主廃業に陥る過程で、ムーディーズの社債（長期債）格付けは、その随所で影響力を及ぼしていた<sup>3)</sup>。

日本の金融（財務）システムは、1993年に始まった金融制度改革の進展とともに、金融・資本市場を競争市場へと大きく移行させた。そこでは規制当局の「情報開示規制」を出来るだけ排除し、市場に公平性、効率性を委ねるとする考え方に基づくものである。そんな中で、日本の投資家は、企業の信用リスクに対する自己責任原則の意識を高め、投資情報としての“債券格付け”に従来にも増して関心を持つこととなった。

## 2. ソブリン格付け

債券格付けは、株式会社が発行する社債（普通社債、転換社債、新株引受権付社債）に対する“社債格付け”だけではない。いま一つ、ソブリン（国）が発行する国債、またその国の政府機関が発行する政府保証債に対して行われる“ソブリン格付け”がある。

ソブリン格付けは、一国の債務支払い能力を評価したもので、さまざまな格付けの種類の中なかでも、最も基本的かつ重要な格付けである。近年、国際資本が資金調達を行うエマージング・マーケット（新興国市場）でもソブリン格付けは注目され、これらの国への資本流出入に大きな影響力を持つに至る。日本の国債に対するムーディーズの“ソブリン格付け”はこれまで最も信用度の高い Aaa（トリプルエー）であったが、1998年4月には格下げの可能性のある「ネガティブ（弱含み）・リスト」に取りあげた。その後、ムーディーズは同7月に再度「Aaa から引下げの方向で見直す」ことを発表し、遂に1998年11月17日に日本政府の外貨建てソブリン格付けを Aa1（ダブルエー1）へ格下げしてしまった<sup>9)</sup>。

このソブリン格付けは、ほぼすべてのケース

で“ソブリン・シーリング”が働く。つまり、“その国の政治的支配が及ぶ法人が発行した外貨建て、自国通貨建てのすべての債務で、ソブリン格付けが格付けの上限になる”。まさに、シーリングとは、ある国に本店を置く企業とか金融機関の社債格付けがいくら高くてもソブリン格付けの評価を越えることが出来ないという原則である<sup>9)</sup>。ソブリン・シーリングによって、日本企業に対するムーディーズの Aaa（トリプルエー）という評価は、当面存在しないこととなった。具体的には、この時点で Aaa（トリプルエー）を取得していた NTT、東京電力、中部電力、関西電力（計4社）の外貨建て債、さらには日本開発銀行、日本輸出入銀行などの日本政府の保証で発行している外債は、すべて Aa1（ダブルエー1）へ格下げされたのである<sup>9)</sup>。

ソブリン格付けがソブリン・シーリングになる理由は、外貨の決済がすべてその政府の中央銀行のコントロール下にあることからくるとされる。仮に、中央政府は、事情によって思い切った緊急措置をとる必要の状況が発生したならば、その国の企業や政府系機関の外貨建収益を集中管理する権限を持っているのである。さらに、中央政府は海外との資金移転を直接管理する法的権限も持つ。これら外国為替管理のほかにも、政府は自国の借り手の返済能力を制限する直接的な権限を持っている。たとえば、すべての企業に利益の一部を政府に納入させる権限、銀行預金を封鎖する権限、海外における取引を規制する権限を持つ。より広い視点に立てば、国家は国民生活の福利厚生のために社会、経済、政治、外交、規制などの条件を整備する責任を持っており、その一部として、民間企業の借り手を最終的に管理しているとも考えられ

るからである。また、明示的な政府保証がなくとも、民間部門の借り手の信用力は国家が提供する要因に大きく依存している。たとえば、①発行体の業界における公平で安定した規制、②紛争解決に関する公正な法律構造、③政治的混乱をもたらさないと同時に、国民の気質と要求に合った政治構造、④発行体の事業を円滑にするインフラの整備、資源配分、財政・金融政策などがあげられる<sup>7)</sup>。ソブリン格付けを根拠づける、このような中央政府の提供するサービス(間接的な支援)は、その国に存在する民間の発行体にとって、債務返済にあてるキャッシュフローを生み出す能力、資産価値、流動性などにきわめて重大な影響力を与えるものと考えられる。

### 3. アングロ・スタンダード

(財)国際金融情報センターは、1998年12月に『主要格付会社の特徴と評価(1999年版)－日本とアジアの格付けを中心に－』の報告書を出した。これが一般に言われている“逆格付け(格付機関を格付けすること)”した報告書である。格付機関に関するアンケート調査は、(財)国際金融情報センターの会員企業を中心とした主要金融機関(175社)および主要事業会社等(89社)を調査対象として行った。回答社数は149社(回答率56.4%)にのぼった。本調査での主要格付会社(格付機関)とは、大蔵省の指定格付機関7社のうち、主に日本及びアジアにおける格付け実績の多い6社(日本格付投資情報センター、日本格付研究所、ムーディーズ、S&P、フィッチ IBCA、トムソン・バンク・ウォッチ)を指している。

格付け産業全般については、つぎのような問題点が指摘された。“アンケート回答者の約3

分の2は、“米国の格付機関(ムーディーズ、S&P)の影響力が過度に強まっており、格付機関間に健全な競争原理が働いていない<sup>8)</sup>”とし、また、“格付け公表の際の説明が不十分または不適切であるため、投資家の混乱を招いている<sup>9)</sup>”としている。一方、“投資家が格付機関の情報に過度に依存し、自身の投資判断を放棄する傾向にある<sup>10)</sup>”と6割近くが回答している。つづいて、“勝手格付け”については、“格付機関は勝手格付けの根拠をもっと詳細に公開すべきである<sup>11)</sup>”とし、“格付機関の勝手格付けと依頼格付けを区別して明示すべきである<sup>12)</sup>”との意見が6割回答している。また、“勝手格付けは、格付機関が格付依頼を獲得するための営業戦略として使われており、格付け自体の信憑性に問題がある<sup>13)</sup>”と全体の3割の回答者が根強い不信感を抱いているとする。また、格付機関と行政当局との関係については、格付機関の金融市場に対する強い影響力を背景に“格付機関への規制強化論”はほとんど支持されなかったと言う。一方、“格付機関の活動に対する直接的な規制は行うべきではないが、行政当局は報告の徴求、ディスクロージャーに関する基準作成、不適切な営業活動に対する監視等、投資家、顧客保護の観点から現在より積極的な役割を果たすべきである<sup>14)</sup>”との考え方は広範な支持を受けたと結論づけている。

この報告書が出る前に、ムーディーズは、“1998年9月16日声明文”で、(財)国際金融情報センター(JCIF)から日本における格付機関を独自に評価する名目で、格付けのプロセスおよび手法その他についての情報を提供するように求められていることを明らかにし、そこで、ムーディーズは、同センターが発表した「主要格付機関の特徴」の予備報告書を読み、JCIF

の実態および同センターが格付機関の評価の行う意図について、“逆格付け”した JCIF に逆に情報開示を求めたのである<sup>15)</sup>。

具体的には、つぎのような内容（抜粋）である。『ムーディーズは格付けおよび信用分析の問題について公の議論が行われることを望んでおり、つねに第三者による評価を歓迎しています。ムーディーズの組織ならびに出資者の詳細は公の情報となっています。さらに、ムーディーズは規範を定め、調査や分析に利害の背反が生じることをないようにつとめています。ムーディーズは JCIF の出資に関する情報の開示を求め、同センターが調査および分析において利害の違反の発生をどのように防いでいるのか、情報の開示を求めています。残念ながら、JCIF は自身の実態に関して情報の開示を拒否しています。

①JCIF は、スポンサーの実態や役員の兼務の実態を公表していません。②昨今の JCIF のコメントから、ムーディーズは JCIF の格付会社評価の客観性に疑問を持っています。③JCIF は日本国政府および関係機関から収入があるのでしょうか。JCIF は、政府および関係機関その他から完全に独立しているのでしょうか。④JCIF の役職員が他の機関や組織から派遣されているとすれば、この点について情報をしているのでしょうか。またその結果生じうる利害の背反の可能性をどう回避するのでしょうか。<sup>16)</sup>』

（助）国際金融情報センターとムーディーズとのこれらの報告書・議論は、その考え方の根底に、ジャパン・スタンダード（日本の基準）とアングロ・スタンダード（米国的基準）の本質的違いを見せつけているようである。これらの違いを明らかにすることは本論の中心課題では

ないが、ここではっきりしてきたことが一つある。債券格付けを行っていい人はだれかである。格付機関は、その対象が広く一般に販売される公募債が中心であるため、常に市場関係者からの「中立性・独立性」が強く求められる。したがって、債券の発行者、証券会社、受託銀行（社債管理会社）、政府ならびに政府機関などの起債関係者は、本来格付機関の主体にならない。ムーディーズが（助）国際金融情報センターに投げかけた疑問もこの点にある。アングロ・スタンダードの米国から生まれてきたのが、債券格付制度そのものである。いままさに、その債券格付制度が、これまでの日本的金融（財務）システムに深化させる形で、大きく影響力を持ち始めたのである。

## II. 債券格付制度の歴史

### 1. 債券格付けのルーツ

米国では、債券格付けの前史として、商人の信用力の格付けが行われていた。“1841年に、ルイス・タッパンがニューヨークで、最初の商人格付機関をした。その後、ロバート・ダンがこの会社を買収し、1859年に初めて格付けガイドを発行した。ジョン・ブラッドストリートも1849年に、同じような商人格付機関を設立した。この二つの格付機関が1933年に合併して、ダン&ブラッドストリートとなった<sup>17)</sup>”。“1850年代には、鉄道建設が盛んになり、ニューヨーク証券取引所が活況を呈し、鉄道会社の社債が人気を集めるようになった。英国をはじめ、外国の投資家の投資が鉄道債に占めるウェットもかなり大きかった。ヘンリー・バーナム・プアーは、1860年に、鉄道会社120社の分析を一

冊にまとめて『アメリカ鉄道運河史』を出版した。これが、まとまった形での投資情報の始まりと言われている<sup>18)</sup>。これらの債券格付けの前史を経て、債券格付けが始まったのは、今世紀に入ってからである。

現在のムーディーズ・インベスターズ・サービスの創設者であるジョン・ムーディー (John Moody) は、1909年、“Manual of Railroad Securities”の中で、主要な米国鉄道会社の、約250社の発行する鉄道債の信用評価(クレジット・リスク)をだれにでもわかるような記号で表した。この表記法が債券格付け制度の始まりである。当時、鉄道各社は、資本市場の最大の発行体で、西部開拓の鉄道建設のための長期安定資金を必要していた。一方、米国東部やヨーロッパの投資家サイドとしては、どの鉄道会社の社債にはどの程度のリスクがあるかを知る情報を欲していた。こうした投資家のニーズに着目した簡便な記号がジョン・ムーディーが考えた債券格付けである<sup>19)</sup>。

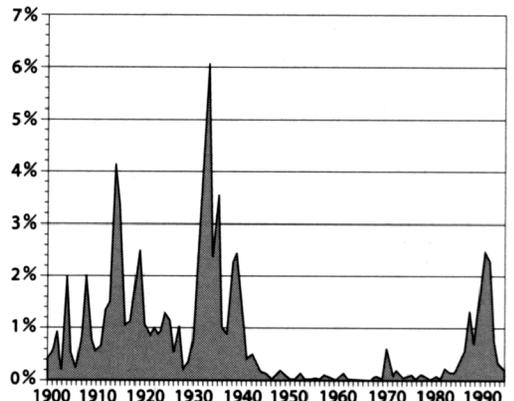
以来、1914年には主要事業会社、公益事業会社の“社債格付け”に着手する。1916年にプアーズ・パブリッシング社 (Poor's Publishing Co.) が、1922年にスタンダード・スタティスティック社 (Standard Statistics Co.) が、1924年にフィッチ社 (Fitch) が“社債格付け”を始めた。1924年に至っては、米国国内の発行債券のほとんどを格付けするまでに発展した。1920年代後半のピーク時には、米国の債券市場では6000銘柄、額面総額260億ドル以上が発行され、それらのほとんどが格付機関によって格付けされた。40以上のソブリン格付けや、活況だったジャンク債も格付けされていた。最も、この間の債券格付けは、いわゆる“勝手格付け”の域を出るものではない。その後、スタ

ンダード・スタティスティック社とプアーズ・パブリッシング社は、1941年に合併し、現在のスタンダード・アンド・プアーズ・インベスター・サービス (S&P) となった<sup>20)</sup>。

債券格付けとデフォルトとの相関関係が投資家に顕著に認められたのは、1929年以降の大恐慌の時である。1929年の大恐慌を契機として、格付けの高い社債ほどデフォルト(債務不履行)率が低かったことから、投資家の確固たる信頼を得た。債券格付けの創成期、格付けに対する需要が強かったこの時期は、債券発行残高の約三分の一がデフォルトに陥るなか(図1)、ムーディーズの債券格付けは、極めて高い信頼度を示した。その高い評価の源は、当時の“モルガンを中心とした投資銀行の長期融資の際の、調査・審査システムに学んだ点が一番のポイントだった<sup>21)</sup>”とされる。

さらに、ここで注意して置くべきことは、債券格付事業が出版事業の一部門として始まったことである。“債券格付けは言論の自由という米国の伝統、報道の自由という憲法で認められた権利に根ざしており、意見を競争市場で自由

図1 社債のデフォルト (1900~93年)  
1900~93年の全ての格付等級について



〔出所〕 Thomas J. McGuire 『規制と格付け—ゴジラへの請願』格付け情報サービス, Moody's Japan K. K. 1995年6月.

に発表することによって、優れた意見が劣った意見を駆逐するという理念に基づいている<sup>22)</sup>。”こうした市場で、投資家は独自に信用調査を行い、格付けを自らの調査を補完するものとして活用した。債券格付けは発行体の資金調達コストに影響を与えるものの、格付けのための経費は、すべて、購読料によって賄われていた。格付機関が発行する刊行物の購読者は、主に機関投資家であり、格付機関の経済的基盤をここにおいていたことによって、独立性、健全性、信頼性をこれまで獲得してきたものと考えられる。

## 2. 債券格付けの有料化

1970年代初めに、大きな変化がおこった。その変化は、発行体から格付け手数料を受け取るようになったことである。S&Pが1968年に地方債の格付けを有料化し、これにつづいて、ムーディーズが1971年に社債格付けの有料化を導入し、本格的な「有料化」時代を迎える<sup>23)</sup>。それまで“勝手格付け”で機関投資家への情報提供による収益にのみ依存していたのを、発行体からも収入を得る“依頼格付け”の道、すなわち、債券格付けの有料化が整備されたことである。収入の二重構造がここから始まった。

1950年代終わり、発行体から格付手数料を受け取ることが議論されたとき、業界内部では反対の意見が強かったという。その理由は、“格付対象の発行体から格付料金を受け取れば、格付制度の信頼性と健全性が失われていくのは避けられない<sup>24)</sup>”とするものである。その後の実態はこの議論と反対の方向に進むこととなった。格付機関が格付けしなければならない債券の数がますます多くなり、さらに、格付けの複雑さが増し、多様性も増大していった。そし

て、“1960年代末になると、資本市場の変化に対応していくための資源は、もはや出版による収入だけで確保できないことが明らかだった。ムーディーズは前言を撤回し、他の格付機関とともに、発行体から格付け手数料を受け取るようになった<sup>25)</sup>”しかし同時に、債券格付けの有料化を導入することによって、格付機関は、構造的には、常に発行体の干渉力を受けるといふ弱点を抱えながらも、飛躍的な発展を遂げることとなったのである。

いま一つ、さらに、債券格付けの有料化を促進させ、飛躍的に発展させる契機となったのが、1970年6月に起きたペン・セントラル鉄道事件である。当時、発行していたCP（コマーシャル・ペーパー）残高、8,200万ドルに、CP専門の格付機関、ナショナル・クレジット・オフィス（NCO）が付けた最高格付けのままペン・セントラル鉄道が倒産してしまい、改めて、債券格付けの信頼性が問われたというものである<sup>26)</sup>。

1960年代前半まで米国経済は順調に推移し、また、企業の短期資金の調達手段としてのCP（コマーシャル・ペーパー）市場が拡大していた時期である。ところが、60年代末のベトナム戦争の拡大をきっかけとして経済の状況は一変してしまう。CPはSEC（米国証券取引委員会）への登録を必要としない無担保の短期証券で、そのため、信用力の高い企業だけに限定して発行されていた。一時的に、格付機関の不信感が募った。結局、ムーディーズは翌71年にNCOを吸収合併し、債券格付けの威信を取り戻す<sup>27)</sup>。

このペン・セントラル鉄道事件は格付機関に大きな打撃を与えたものの、一方、投資家に債券格付けの重要性を再認識させる機会にもなっ

た。つまり、債券格付けには十分な審査能力と細心の注意が必要であることが認識されたからである。マーケットでは、発行体の格付け取得を債券発行の基本条件とする体制が自然発生的に出来上がっていった。債券格付けの有料化は、その後の格付機関の経営基盤を強化するきっかけになる。この結果、格付対象の金融商品が複雑になっていく状況で、格付機関は、産業や企業分析のアナリストのほかにも法律や計量経済学の専門家も雇い、より審査能力を向上させたのである<sup>28)</sup>。

### 3. 債券格付けの公的利用

米国の行政当局における1930年代当初の頃の債券格付けの利用方法は、政府が機関投資家に一定基準以下の債券格付けの取得をした債券に所有を禁止したことにある。政府は、投資適格債券(「BBB」以上)と投機的債券(「BB」以下)とに区別し、投機的債券の保有基準などを応用していた。既に債券格付制度が一般投資家の間で広く利用されていることが背景になってこそ、その一層の定着に貢献するものと考えられる。

1957年に、米国の通貨監督官がFRB(連邦準備銀行)加盟銀行に対して「債券の格付けが上位四ランク以内の公社債以外には投資できない」という規定を出してから、債券格付けは公的性格をおびるようになった。1974年に退職年金法(ERISA)が制定され、SECは、同法の趣旨にもとづく年金の安全運用のために、年金運用者が債券格付けを重視するように指導した。それまでの3大格付機関(ムーディーズ、S&P、フィッチ)に加えて、MCA(1975年)、キーフ(1977年)、ダフ・アンド・フェルupp(1980年)などの新興格付機関が誕生し

たのである<sup>29)</sup>。

行政当局が規制の手段として「債券格付け」を利用するようになったのは、1975年に、SECのDivision of Market Regulationが規制対象のブローカー・ディーラーの純資本を算出する際に債券格付けをつかったのが始まりである<sup>30)</sup>。全米保健監督官協会(NAIC)は、保険会社が債券ポートフォリオの損失に備えて維持しなければならない自己資本水準を決めるために、債券格付けを利用している<sup>31)</sup>。今日、米国の行政機関は、それぞれの規則等の中で債券格付けを利用している(表1)。その利用はあくまでも利用者の立場に立ち、元々、格付機関の監督はマーケット自身であるという認識が強い。

日本におけるその歴史は浅い。1970年代後半にみる急激な転換社債の無担保化が直接の契機となって、その導入問題を惹起させた。日本では、1977年に日本公社債研究所が転換社債の試験格付けを公表し、1980年代に入って、円建外債・ユーロ円債の適債基準や、転換社債の発行条件決定基準に債券格付けが利用された。1990年には、転換社債(CB)とコマーシャル・ペーパー(CP)に「複数格付け」が義務づけられた<sup>32)</sup>。1992年には適債基準で格付基準への完全一本化を計った。同7月、大蔵省は発行登録制度に指定格付機関の制度を導入した。当時、「格付についての懇談会」は、『報告書』で、「わが国において格付は相当程度定着したとみられるが、今後の制度改革に伴ってその重要性はますます高まっている」と提言した<sup>33)</sup>。遂には、先に述べたように、1996年1月の適債基準が完全に撤廃され、債券格付けは、投資情報としての本来の役割を果たすこととなったのである。

表1 米国における行政機関（訪問先に限る）と格付機関との関係

	行政等による格付利用の有無	格付機関の認定の有無	格付機関の客観的認定基準	格付機関の監督状況	格付機関が負う義務の有無
SEC	有	有	存在せず	NRSRO 6社に関する情報把握 INVESTMENT ADVESERとしての監督	NRSROとして求められる組織変更等の通知及び INVESTMENT ADVESERS ACT上の義務
NAIC	有	有	存在せず	無	無
OTS	有	無	存在せず	無	無
OCC	有	無	存在せず	無	無
DOL	原則なし（例外ケース1件あり）	原則なし（例外ケース1件あり）	存在せず	無	無
NY	有	有	存在せず	無	無

(注) SEC: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

NAIC: NATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE COMMISSIONERS

OTS: OFFICE OF THRIFT SUPERVISION

OCC: THE OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY

DOL: DEPARTMENT OF LABOR

NY: NEW YORK STATE BANKING DEPARTMENT

(出所) 本田晃一「米国における格付機関の監督について」『平成3年度行政官短期在外研究員研究課題報告』1991年。

1980年代に入って、ムーディーズ、S&Pを中心とした米国の格付機関が、「他国には進出しないう」という従来の経営戦略を一大転換し、積極的に日本、ヨーロッパ、に進出したことである。現在では先進国で主要9機関、エマージング・マーケット27機関の合計36の格付機関が活動している<sup>34)</sup>。さらに、1990年代に入ると、「それぞれの国への内政不干渉政策」を転換し、自らが外国の金融市場に直接進出する世界戦略を開始していると言われる<sup>35)</sup>。債券格付けの公的利用は世界的な規模で生成・発展を遂げつつある。また、格付機関は、私企業であるにもかかわらず、確実に国際金融市場の貴重なインフラの一つになろうとしているのである。

### Ⅲ. 債券格付制度の国際化

#### 1. 債券格付制度

債券格付けは、もともと投資家が投資する判断材料の一つとして格付機関から提供された投資情報である。少なくとも米国の債券の発行市場では、格付けを取得せずに債券を発行することは事実上不可能である。また、流通市場では、利回り、償還、流通性と並んで、格付けが投資の意思決定を行う際の最も重要な情報となっている。特に、市場関係者の中でも、発行体と投資家にとっては、財務収益性の確保並びに投資の安全性という点で、重要な役割を果たす。ところで、債券格付けは、個々の発行債券

に付けられるもので、その債券を発行している「発行体それ自体」を評価したものではない。同じ発行体であっても、発行条件が異なると二種類の債券、たとえば、優先債と劣後債といった債券を発行したならば、それぞれの債券格付けは異なる場合がある。また、債券格付けが発行体それ自体の評価でない点は、つぎの例からもわかる。たとえば、ある発行体の特定の債券に「AA」の格付けが付けられていたとしても、その格付けが主として担保や第三者の保証を根拠としているものならば、その発行体は、別の現在「BBB」の格付けを有する発行体よりも必ずしも信用力が高いとは限らない。

今後、日本でも債券の種類などの多様化が進展し、たとえば、だれもが自由に劣後債を発行できるようになったり、同じ発行体が発行した債券の財務制限条項に格差が付いたりしたならば、それぞれの信用力の違いが債券格付けにはっきり表れて来るものと考えられる。いまなお、日本では債券格付けの対象を発行体格付けと考えている人が多い。誤解である。格付機関が債券格付けを決定するにあたり、事前に「発行体それ自体」のおかれている固有の状況を詳細に分析するため、だれもがその分析結果から認識される実体要因（発行体の経営能力）と債券格付けとは同一のものと思ってしまうからである。確かに、発行体の信用の基礎となる実体要因の分析は、その発行債券の償還までのキャッシュ・フローを継続的に生成する能力を推定するという目的で一致するものの、債券格付けそのものではない。その実体要因の分析を前提にしながら、債券格付けは、そこから予想される数多くの不確定要因、たとえば産業ならびに経済・政治環境の変動など、が複雑に絡み合い相互に影響し合うことにより結果的に認識

されるものである。したがって、債券格付けは、発行体が「良い会社」か「悪い会社」かを判定するものではなく、あくまでも債券のデフォルトに関する将来の見通しを予想した格付機関の意見である。

債券格付けは、投資家に証券の購入や売却、保持などを勧めるためのものではなく、あるいは特定の投資家のためにその証券の時価が適切かどうかについての意見や助言を提供したのものでもない。あくまでも、投資家の自己責任原則を確立する上で重要な役割を果たすものである。たとえば、ムーディーズは『格付記号の定義』のなかで《ムーディーズの格付けは意見であり、債券売買の勧告ではありません。また、その正確性についても保証しません。格付けは、投資決定におけるひとつの要素として考慮されるべきものであり、格付け利用者は、売買を検討している債券やその他の債務の発行者に関して自ら調査・評価しなければならない》<sup>36)</sup>と明確に定義している。

債券の格付けの対象となる負債（債務）証券は、本来、金利や元本の返済時期、財務上の特約が発行時に事前に決められている。その発行体に、約束通りに返済する能力（元利払いの確実性）があるかどうかを格付記号で評価したものが“債券の格付け”である。債券の格付けを行っている格付機関は、個々の債券の信用リスク情報を投資家に安く提供することによって、法律が意図する包括的な債権者保護を補完するものである。株式会社が発行する同じ証券でも普通株式は、社債とは事情が異なる。つまり、株主から投資された株式資本は返済されず、配当も利益によって変化するもので、本来「格付け」の対象にはならない。したがって、証券会社が株価をもとに、その会社の成長性を予測

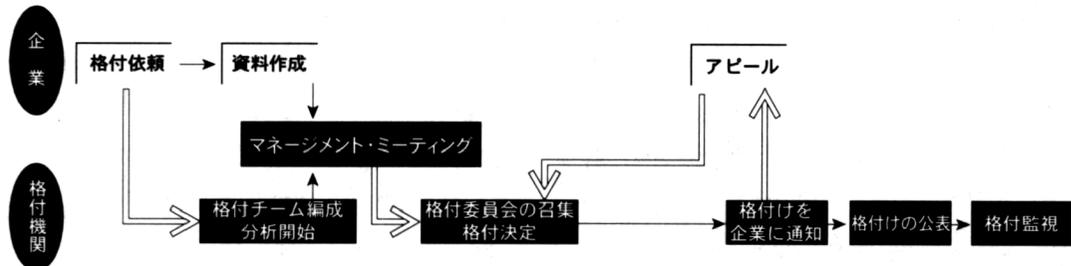
し、銘柄推奨する「株式の格付け」は全く異質のものである。但し、株式でも優先株式は、優先配当率などがあらかじめ決められているので、その通り実施されるかどうかの「格付け」の評価の対象になる。

## 2. 債券格付けのプロセス

まずはじめに、格付機関は、原則として、発行体から依頼を受けてから格付作業をスタートする(図2)。格付機関は、格付けの依頼を受けると、直ちにその発行体の調査・分析を担当するアナリストのチームを編成する。このチームは、通常、2~3名のアナリストで編成され、準備作業として、格付けのプロセスの説明や発行体に対する理解を深めるために、事前の打合せを行う。一方、発行体は、格付機関と経営陣との面接調査(マネージメント・ミーティング)で使用する説明資料を作成し、用意出来しだい格付機関に提出する。説明資料のひな型とか、書式は特にない。発行体のことをよく理解しているのは発行体自身であり、格付機関に何をどのように教えるか、発行体が決めるべきものである。一般的な内容としては、①事業内容、部門別・地域別の売上高及び利益、②主要事業部門の現状及び将来の戦略、③主要製品のマーケット・シェア、市場規模及び利益率の推移、並びに今後の展望・目標、④競合他社との

比較、⑤過去5年分の財務諸表(貸借対照表、損益計算書、及びキャッシュフロー表で、いずれも連結ベースが望ましい)及び主要非連結子会社の財務データ、⑥今後3~4年程度の事業計画・財務予測、⑦財務部門での方針、目標、及び政策、などが用意されている。この資料作成に、発行体は大体2~3カ月の期間を要している。マネージメント・ミーティングの1週間前までには、格付機関は資料の提出を求める。マネージメント・ミーティングは、格付けの手順全体の中でも最も重要な過程である。通常、発行体の本社で2~3日間にわたって行われ、業種によっては工場見学が含まれることもある。このミーティングには発行体の経営陣と格付機関のアナリストのチームが参加する。経営陣のトップは、経営方針など経営全般についてプレゼンテーションを行う。主要な事業部門の責任者は、その部門での業務の現状、及び今後の計画について説明する。一般に、ここでの議題となっている討議事項には、①発行体の沿革、組織形態、②経営戦略、経営理念、③業界の地位、事業体制、④財務状態、会計方針、⑤その他の重要事項、などが挙げられる。こうしたプレゼンテーションは、発行体の信用力に与える事業・産業リスクと将来の収益機会を認識する点で、格付けの前提となる過程である。さらに、アナリストは、マネージメント・ミー

図2 S&Pの格付手順



(出所) 野口晃『格付けの基礎知識』124-125頁、一部修正して引用、東洋経済新報社、1998年9月10日。

ティングの中から、格付けをする上の重要なポイントとなる、十分な内部情報を得ようと努力する。格付機関は、発行体とのミーティング終了後、通常4～6週間以内に格付委員会を開き、格付けを決定する。その結果と決定理由は直ちに発行体に連絡する。発行体が格付委員会の決定した格付けに不満な時は、格付委員会に再検討の要請が可能である。発行体が決定された格付けを最終的に希望しない場合は、その結果は一切公表しない。一方、発行体が格付けを承諾したならば、格付けはただちに公表される。格付け公表後、格付機関は常にその格付けを監視していく。年一回、定期的にレビュー・ミーティングを行う。格付けは、原則として当該債券が償還するまで存在する。このため、格付機関は発行体の信用リスクの動向を常に監視していく必要がある。レビュー・ミーティング後、格付委員会は従来の格付けが適切であるか、それとも変更の必要性があるか、検討する。その結果、変更の必要性がある場合は、改めて格付けを決定し、その旨を発行体に連絡するとともに、その格付けをすめやかに公表する。

### 3. 格付けの多様化

債券格付けは、発行される個々の債券の信用リスクに関する格付機関の意見である。たとえば、発行した債券の元本と利子を償還日までに予定通り支払う能力が発行体にどのくらいあるか、またその債券の発行条件に含まれた契約上の義務にはどんなものがあるのか、相対的に評価したものである。そのため、格付機関は、各発行体が置かれている固有の状況を多面的に分析し、個々の債券の発行条件を詳細に検討した上で格付けを決定し、それをわかりやすい格付

記号で表す。債券の利子と元本を支払うためのキャッシュは、主に、発行体の将来の収益から生成するものであるため、格付けは過去のデータに基づいたものというよりも、むしろ将来の長期的な見通しを判断したものと言える。ここでは特に、発行体の経営環境が悪化した時に、継続してキャッシュ・フローが確保できるかどうか問題となる。

なお、格付機関が格付けする債券は債券全般を対象としているが、もともと債券格付けは、株式会社が発行する長期債（社債）と短期債（CP）とに限定している。格付けの定義には、一年以上のすべての債務を対象とした「長期債格付け」と一年未満の無担保債務を対象とした「短期債格付け」とがある。長期債格付けは個々の債券（社債）を対象とし、そのデフォルト（債務不履行）に対する安全度を表している。短期債格付けはコマーシャルペーパー（CP）の発行枠を対象とし、契約どおり満期日に債務返済が行われるか否かの確実性を表している。CP格付けと関連して、格付機関は、CP発行に際してバックアップライン、すなわち、CP発行時に事前に確保しておく銀行借入枠の設定も提示する。発行体の長期債格付けと短期債格付けの間には、信用リスクの測定項目は共通しているものの、特定の相関関係は基本的には存在しない。長期債格付けは長期的な指標を重視するが、短期債格付けは流動性など短期的な指標をより重視する。しかしながら、格付けを利用する投資家はいずれの格付けも同程度に重きをおく。ここでは、短期債格付けは手元流動性の目安として、長期債格付けは発行体の財務内容の安定性を長期的に評価する尺度として位置づけられる。長期債格付けは、程度の差はあるものの、一般的には《①債務不履行

表2 長期価格付記号と呼称

	ムーディーズ	S&P	R&I および JCR
投資適格	Aaa トリプルエー	AAA トリプルエー	AAA トリプルエー
	Aa1 ダブルエー 1	AA+ ダブルエープラス	AA+ ダブルエープラス
	Aa2 ダブルエー 2	AA ダブルエー	AA ダブルエー
	Aa3 ダブルエー 3	AA- ダブルエーマイナス	AA- ダブルエーマイナス
	A1 エー 1	A+ シングルエープラス	A+ シングルエープラス
	A2 エー 2	A シングルエー	A シングルエー
	A3 エー 3	A- シングルエーマイナス	A- シングルエーマイナス
	Baa1 ビーダブルエー 1	BBB+ トリプルビープラス	BBB+ トリプルビープラス
	Baa2 ビーダブルエー 2	BBB トリプルビー	BBB トリプルビー
	Baa3 ビーダブルエー 3	BBB- トリプルビーマイナス	BBB- トリプルビーマイナス
投機的	Ba1 ビーエー 1	BB+ ダブルビープラス	BB+ ダブルビープラス
	Ba2 ビーエー 2	BB ダブルビー	BB ダブルビー
	Ba3 ビーエー 3	BB- ダブルビーマイナス	BB- ダブルビーマイナス
	B1 ビー 1	B+ シングルビープラス	B+ シングルビープラス
	B2 ビー 2	B シングルビー	B シングルビー
	B3 ビー 3	B- シングルビーマイナス	B- シングルビーマイナス
	Caa1 シーダブルエー 1 Caa2 シーダブルエー 2 Caa3 シーダブルエー 3	CCC+ トリプルシープラス CCC トリプルシー CCC- トリプルシーマイナス	CCC トリプルシー
	Ca シーエー	CC ダブルシー	CC ダブルシー
	C シー	C シングルシー	C シングルシー
	-	D デー	D デー

〔出所〕黒沢義孝『<格付け>の経済学』PHP 新書、53頁、一部修正して引用 PHP 研究所、1999年2月3日。

の可能性～債券の発行条件に従って、利息の支払いと元本の返済を予定の期日に行う債務者の能力と意欲、②債券の種類と条項、③債券保有者の権利に影響を及ぼす破産法やその他の法律に基づく破産、組織変更その他の取り決めなどがあった場合に提供される、債権保護の内容と

債券の相対的地位<sup>37)</sup>の諸要素に基づいて決定される。一方、短期価格付けは、一般的には《①安定した業界での指導的地位、②高い使用資本収益率、③適度な借入れ依存、豊富な自己資本による安定した資本構成、④固定金融費用を負担する利益幅が大きく、キャッシュ生成能

表3 主な格付けの種類

格付けの種類	格付けの定義	対象企業・機関	格付けをしている格付け会社
長期債格付け	1年以上の債券に対する元本や利息の支払能力の評価。	一般企業、銀行、証券、生保、損保、公益法人、国、地方公共団体など。	ムーディーズ、S&P、フィッチ IBCA、R&I、JCR など。
短期債格付け	1年以下の債券に対する元本や利息の支払能力の評価。	一般企業、銀行、証券、生保、損保、公益法人、国、地方公共団体など。	ムーディーズ、S&P、フィッチ IBCA、R&I、JCR など。
カウンターパーティ(債務者)格付け	債務を遅延なく履行することができるかどうか、総合力に対する評価。	一般企業、銀行、証券、生保、損保、公益法人、国、地方公共団体など。	ムーディーズ、S&P など。
長期預金格付け	1年以上の預金に対する元本や利息の支払能力の評価。	銀行など。	ムーディーズなど。
短期預金格付け	1年以下の預金に対する元本や利息の支払能力の評価。	銀行など。	ムーディーズなど。
銀行財務格付け	財務の安全性と健全性に対する評価。	銀行など。	ムーディーズ、フィッチ IBCA など。
保険金支払能力格付け	保険契約に基づく契約を遅延することなく履行する能力に対する評価。	生保、損保など。	ムーディーズ、S&P、フィッチ IBCA、R&I、JCR など。

(出所) 野口晃『格付けの基礎知識』75頁、一部修正して引用、東洋経済新報社、1998年9月10日。

力が高い、⑤多様な資金調達源をもち、代替流動性が確立されている<sup>38)</sup>などをポイントに検討される。

国際的な米国の格付機関であるムーディーズとスタンダード・アンド・プアーズは、それぞれ独自の表記法で格付記号を定義する。ムーディーズは、長期(債)格付けを「Aaa」「Aa」「A」「Baa」「Ba」「B」「Caa」「Ca」「C」と9段階でランクづけを行う。そこでは、最も安全性の高い債券をAaa(トリプルA)と評価し、順次、記号評価しながら、債券の安全性が最も下位のをC(シングルC)という形で表記する。さらに「Aa」から「Caa」までは、付加記号(1は上位、2は中位、3は低位)を

適用している。S&P社のそれは、「AAA」「AA」「A」「BBB」「BB」「B」「CCC」「CC」「C」「D」までの10段階に分けられている。「AA」から「CCC」までには、プラス記号またはマイナス記号を付けることがあるが、これは同一の格付けの中での相対的な強さ、弱さを表わしたものである。現在、長期債格付けが「Aaa(AAA)～「Baa(BBB)」までの債券を投資適格債券、「Ba(BB)」以下の債券は投機的債券(ジャンクボンド)と一般に呼ばれている。「投資適格」という呼び方は、もともと米国の銀行、保険会社、貯蓄貸付組合などが投資対象として取り上げることができるという意味で使われ、次第に投資家の間に広まったと

言われる。これに対し、短期債格付けは、ムーディーズが「P-1」「P-2」「P-3」「NP」の4段階、S&P社が「A-1+」「A-1」「A-2」「A-3」「B」「C」「D」の7段階に、それぞれ分けて、格付けを行っている。日本格付投資情報センター、日本格付研究所、さらには三国事務所といった、日本の格付機関は、S&P社とほぼ同一かムーディーズの格付記号を応用した表記になっている(表2)。

現在では、格付けの対象は、従来の債券である長期債格付け、短期債格付けに止まらず、カウンターパーティー(債務者)格付け、銀行預金格付け、銀行財務格付け、保険支払能力格付けなどと多様化しつつある(表3)。ここにきて、その会社の保有している優良資産を切り出して、それを特定目的会社(SPC)に譲渡し、譲渡された資産をアセットバック(担保資産)にして社債、CPを発行するという新しい資金調達が進んでいく。この特定目的会社が事前に債券格付けを取得する時に、格付機関はこれらの証券化スキームに深く関与するというものである。初めから、一人歩きした債券格付けである<sup>39)</sup>。

## IV. 債券格付制度の問題点

### 1. 格付機関の公認・指定化

現在、米国における行政当局と格付機関との関係は、概略的には以下のように状況になっている<sup>40)</sup>。

①格付機関を固有の一業態として規制する行政機関は存在しない。しかしながら、証券市場における格付けの与える影響力から、証券市場を監督するSECは、格付機関の動向にこれま

で強い関心を示してきた。②SECは、1975年に証券会社の自己資本規制に債券格付けを利用する目的で、NRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization, 《国民的に認知された格付機関》)制度を導入し、その認定するか否かを決定する際に、格付機関の実地調査を行い、認定後はフォローアップも行っている。但し、これらの行為はインフォーマルなものに止まっているとされる。ムーディーズ、S&P、ダフ・アンド・フェルプス、フィッチ IBCA、トムソン・バンク・ウォッチの5社が認定を受けている。③格付機関は一般的にInvestor Adviserとしての側面から、Investor Advisers Act of 1940に基づき他のInvestor Adviserと同じ立場でSECから規制を受けている。④SEC以外の行政当局(それに準ずる自主規制団体を含む)は、管轄対象である各種組織(銀行、保険会社等)に対する規制目的の範囲内で債券格付けを利用する立場に止まり、格付機関を監督する意図は乏しい。

本来、人為的・政策的に、投資家に格付機関のサービスの利用を強いることは、限界を伴っている。SECは、1994年8月にNRSROの存続の是非について、市場関係者に意見を求める。これに対して、“S&Pは1994年12月、格付機関に対する規制は、格付けの迅速性、適格性、革新性、および最も重要な独立性を脅かすものであり、NRSROの認定基準についても、SECの従来の基準を変える必要はない、という意見書を、SECに提出した<sup>41)</sup>”。さらに、SECは1997年末、NRSROの基準変更を提案し、そこでの改革案(5点)について広くコメントを求めている。

“①米国内の大多数の格付けユーザーから、

信頼できる格付機関(本文:格付会社)として認知されていること。②信頼できる格付業務を遂行するのに十分なスタッフ(債券発行者の信用力をきちんと評価できるだけの経歴(教育、経験)を持つ十分な数のスタッフ)、資金、及び組織を有していること。格付け対象となる企業からの経済的な圧力から独立して経営を行うこと。③正確かつ信頼できる格付けが保証されるような体系的な格付け手法をゆうしていること。④格付け対象会社のシニアレベルの経営陣とコンタクトをおこなっていること。⑤(格付け対象会社等から得た)非公開情報の取扱いに関する内部規定が整備されていること。<sup>42)</sup>などである。

このSECの改革案に対して、司法省は基準の客観化により新規参入の促進、格付けの信頼性の向上が期待されるとして、支持の考えを表明している。但し、司法省は、第1の“米国内でユーザーから広く認知されている格付機関”に限定することについて、米国内の金融機関やコンサルタント会社等、格付け産業に参入できる潜在力を持った企業や、海外で実績のある格付機関に対して参入障壁になる可能性があるとして、反対している<sup>43)</sup>。

日本でも米国の“公認格付機関制度”に準じて、1992年7月、大蔵省は発行登録制度の中に、指定格付機関の制度を導入している。利用される格付機関および格付けは大蔵大臣が有効期間を定めて指定し、告示するというものである。現在、大蔵省は、日本の格付機関である日本格付投資情報センター、日本格付研究所の2社の他に、ムーディーズ、S&P、フィッチ IBCA、ダフ&フェルプス、トムソンバンク ウォッチ(米国)、を指定格付機関にそれぞれ指定している。この場合、大蔵省は指定の対象

となる格付機関に特別の地位を付与するものではないし、ましてそれを監督する立場にはない、とする。あくまでも、指定格付機関の制度は、行政による格付けの利用者の立場を明確にし、行政の透明性を踏まえたものである、と言う<sup>44)</sup>。証券会社の自己資本規制に関する省令1条9号、企業内容等の開示に関する省令9条の3第3項ホでは、大蔵大臣が指定を決定するために、その格付け実績、人的構成、組織、格付けの方法及び資本構成その他発行体からの中立性の確保、などの勘案事項を明記した<sup>45)</sup>。指定根拠が明確であるが故に、逆に問題が残る。今後、日本でも格付けの公的利用が一層進展すればする程、そこでの格付機関に対する公的関与のしかたが問われるからである。

本格的な格付けの時代を迎え、日本の格付機関は一層の国際的な地位向上に努めなければならない。日本の格付機関は、すでにSECに投資顧問業者として登録している。さらに、米国のNRSRO公認の資格取得は日本の格付機関が新たな発展を遂げるための必須条件である。日本企業の社債資本による資金調達が多様化・国際化すればするほど、日本での債券格付け制度の有り様が問われる。今後ともその展開に注目したい。

## 2. 情報公開と自己責任原則

米国の格付機関は公開情報を重視し、日本の格付機関は企業の内部情報を債券格付けに反映させる傾向が強いと言われる<sup>46)</sup>。その結果、今日、スプレッド・レーティング(格付けの内外格差)問題が広く議論されている<sup>47)</sup>。たとえば、ムーディーズと日本格付投資情報センターを例にとると平均3ノッチの開きがあるという。この問題を考える場合、米国の格付機関が

置かれてきた社会環境に大きく構造的な違いを見いだすべきである。

米国の格付機関の歩みは淘汰・再編の歴史である。米国の格付機関は、常に投資家からマーケットで審判を受けるという競争市場への恐怖こそ、債券格付けの質を維持することが出来る最善のインセンティブであることを経験則で知っている。先の「債券格付けのルーツ」でも述べたように、“債券格付けは言論の自由という米国の伝統、報道の自由という憲法で認められた権利に根ざしており、意見を競争市場で自由に発表することによって、優れた意見が劣った意見を駆逐するという理念に基づいている”からである。当然のことながら、日本人が最も得意とする非公開情報（オフレコ情報）にはあまり重点を置かない。“非公開情報は株主や投資家に対して正式に伝えられたものではないので、変更の可能性もあり、確実な情報として取り扱えないものもある”ためである。常に、公開情報だけが求められる社会構造である。

日本の格付機関は日本的経営体質や協調的相互依存の利点を反映させながら、企業の内部情報を考慮しながら債券格付けを行っている。長い間、日本の企業社会は顔の見えない、曖昧な責任体制を求めてきたため、そこで日本の格付機関は隠された企業の内部情報をできるだけ評価することが最も合理的な行動であった。日本企業の多くは、いわゆる「護送船団方式の体制」の中では、事業の監督庁である行政当局と、過度の間接金融体制での金融機関（メインバンク、大株主）に対してのみ、企業の内部情報（耳寄り情報）の開示を必要としてきたのである。

残念ながら、いまだ日本では企業が出す公開情報だけではその本当の実態を掴むことが困難

な状態にある。日本企業の公開情報に対する姿勢は、旧態依然とした状態にある。今日、否応なしに国際的な競争社会に突入しているにもかかわらず、その動きが鈍い。仮に、米国の格付機関に事細かに非公開情報（オフレコ情報）を伝達しても、それを早い段階で広く公開情報化しないかぎり、評価されないのは当然である。格付機関に対する批判をするよりも、ここでは日本企業の“秘密主義”が問題になっている。

一方、投資家にとっても、デフォルトの存在しないこれまでの債券市場では、投資のリスクは受託銀行などが持っており、投資情報は基本的に必要としなかったとも言える。プロと言われる機関投資家が「格付け神話」に陥っていることは異常なことである。投資家の自己責任原則の確立は急務である。

## 注

- 1) 拙稿「日本の社債金融の歴史とグローバル格付分析」『証券経済研究』第8号、(財)日本証券経済研究所、1997年7月。
- 2) 仁科剛平『「ムーディーズ」その実力と正体』祥伝社、1998年4月15日。
- 3) 山一證券株式会社社史編纂委員会『山一證券の百年』1998年11月30日。
- 4) 日本経済新聞、1998年11月17日、同18日。
- 5) ムーディーズ・インベスターズ・サービス著（日本興業銀行国際金融部訳）『グローバル格付分析』189～230頁、(財)金融財政事情研究会、1994年5月12日、原典：Moody's Investors Service, (1991), GLOBAL CREDIT ANALYSIS, IFR.
- 6) ムーディーズジャパン(株)「ムーディーズ格付月報」1999年1月号。
- 7) ムーディーズ・インベスターズ・サービス著（日本興業銀行国際金融部訳）『グローバル格付分析』192頁。
- 8) (財)国際金融情報センター『主要格付会社の特徴と評価（1999年版）-日本とアジアの格付けを中心に-』1頁、1998年12月。
- 9) 同上。
- 10) 同上。
- 11) 同上。
- 12) 同上。
- 13) 同上。
- 14) 同上。
- 15) Moody's Investors Service「1998年（平成10年）9月16日声明文」1998年9月。

- 16) 同上。
- 17) 戸田周作「シリーズ 格付けの話」『CREDIT WEEK JAPAN』STANDARD & POOR'S pp.67-68, 1995年5・6月号。
- 18) 同上。
- 19) 野口晃『格付けの基礎知識』150頁, 東洋経済新報社, 1998年9月10日。
- 20) 戸田, 前掲稿。
- 21) 黒沢義孝稿「“格付け界の覇者” ムーディーズの歩んだ歴史」, *Forbes*, April 1998.
- 22) Thomas J. McGuire「規制と格付け—ゴジラへの請願」米国証券取引委員会 (SEC) 主催の第5回 International Institute for Securities Market Development における講演 (1995年4月28日, ワシントンDC), 格付け情報サービス, Moody's Japan K. K. 1995年6月。
- 23) 黒沢義孝『<格付け>の経済学』43頁, PHP 新書, PHP 研究所, 1999年2月3日。
- 24) Thomas J. McGuire「規制と格付け—ゴジラへの請願」4-5頁。
- 25) 同上, 5頁。
- 26) 岡東 務『債券格付の研究』19頁, 中央経済社, 1998年10月31日。
- 27) 黒沢, 前掲書, 94頁。
- 28) 野口, 前掲書, 152頁。
- 29) 黒沢, 前掲書, 64頁。
- 30) Thomas J. McGuire『規制と格付け—ゴジラへの請願』6頁。
- 31) 同上。
- 32) 拙著『現代社債財務論』189-204頁, 税務経理協会。
- 33) 格付についての懇談会「格付の一層の定着に向けて」1992年12月報告。
- 34) 黒沢, 前掲書, 68頁。
- 35) 同上。
- 36) ムーディーズ「ムーディーズ格付け記号の定義」より引用。
- 37) S&P「格付けの定義」より引用。
- 38) ムーディーズ「ムーディーズ格付け記号の定義」より引用。
- 39) グレンフェル=良太郎「一人歩きした格付けを利用する」『経理情報』22-26頁, 中央経済社, 1998年6月1日号。
- 40) 本田晃一「米国における格付機関の監督について」『平成3年度行政官短期在外研究員研究課題報告』1991年。
- 41) 戸田, 前掲稿。
- 42) 財団法人国際金融情報センター『主要格付会社の特徴と評価 (1999年版)—日本とアジアの格付けを中心に—』33頁, 1998年12月。
- 43) 同上, 34頁。
- 44) 團藤丈士「格付をめぐる最近の動向」商事法務, No. 1310。
- 45) 同上。
- 46) 黒沢, 前掲書, 131頁。
- 47) 森田弘和稿「格付けの内外格差について」『経理情報』21-22頁, 中央経済社, 1998年6月1日号。

(文京女子大学経営学部教授)