

債券格付けの意味と役割

岡 東 務

要 旨

債券の格付けはこの数年の間に人々に広く知られるようになった。おそらく、1997年秋に北海道拓殖銀行や山一証券といった著名な金融機関が相次いで破綻に追い込まれた時に、その引き金を引いたのがほかならぬ格付機関である、と名指しをされたことと無縁ではない。

しかし、格付けは本来債券の発行を通じて資金を調達したい発行体が、債券の発行を円滑に行うために、発行体とは利害関係のない第三者の格付機関に、当該債券の信用リスク、すなわち債券の元利金の支払の確実性の程度の測定を依頼するものである。債券を購入する投資家はその格付けなどをもとに債券を購入するかどうかを決めるが、格付けはその際に参考にされる多くの投資情報の中の1つにすぎないのである。格付けが格付機関の単なる意見といわれる理由である。日本では、格付けの歴史が浅い。しかも導入の経緯は行政主導のやや強引とも思える手法に頼らざるを得なかった。これに対して格付けの先進国である米国では、投資家の要求から自然発生的に定着していった。両者では様相をかなり異にする。

本稿では、格付けの意味と役割を原点に立ち返って考察するものである。格付けは、記号で表される格付結果情報と当該債券の信用リスクについて多面的に分析した文章情報からなる。日本では発行体に格付取得を義務付けしたことから発行体の関心は結果情報のみに集まった。いきおい格付機関の性格や特徴についての正確な理解が得られることもなかった。一方、格付けの本来的な利用者である投資家は債券、特に普通社債の発行が少ないことや購入した債券を満期まで保有するという投資姿勢から、信用リスクに対する切実なニーズが乏しかった。格付機関も質量とも十分な投資情報を提供してこなかった。

しかし、日本においても格付けが本格的に定着する条件が整いつつある。すなわち、債券の発行高の増加、投資家層の拡大、信用リスクの顕在化、調査コストの節約である。特に投資家の行動が積極化しようしている中で格付機関には投資家の期待に応えうるだけの文章情報の提供という大きな使命がある。

目 次

- I. はじめに
- II. 格付けの意味
 - 1. 格付けの定義
 - 2. 格付情報の内容
 - 3. 格付記号と定義
 - 4. 問題の所在
- III. 格付けの歴史と現状
 - 1. 日 本
 - 2. 米 国
- IV. 格付定着の要件
 - 1. 日本の現状
 - 2. 情報提供の重要性
- V. 結 び
 - 1. 要 約
 - 2. 格付機関の課題

I. はじめに

「債券格付け」という用語は、ひと昔前までは銀行・証券界の専門家によって独占されていた。ところが今や全国紙や週刊誌などにも日々、頻繁に登場するようになった。一般のビジネスマンは言うに及ばず、学生、主婦層に至るまで幅広く受け入れられるようになっていく。しかし、用語の知名度の向上とは裏腹に、用語自体がひとり歩きを始めた印象もまた否めない。債券の格付けは本来、投資家に対して債券の安全性についての1つの情報を提供するのにすぎないにもかかわらず、格付けを行っている格付機関が“権力”を持ち、あたかも銀行や企業の命運を左右するかのごとくやや極端に理解されている面も見受けられるようになったからである。本稿は、債券の発行体から独立した第三者である格付機関が行う債券格付けの本来の意味と役割を原点に立ち返って考えることを目的としたものである。そのうえで債券格付けの役割と限界を改めて整理しながら、格付機関が独自に取り組まなければならない課題を指摘することにしたい。債券の発行体や投資家などの直接の利害関係者をはじめ、一般の人びとが債券格付けについて持っている無用な誤解を解

き、格付けの持つ意味と役割を考えることは、わが国の格付けの現状を前提にすると大きな意義があると考えられる。

II. 格付けの意味

1. 格付けの定義

今後の議論の展開のために基本的な用語の定義から始めておきたい。

まず、債券の格付けとは、企業の発行する個別の債券について、約定通り元利金が支払われる確実性の程度を、一定の記号によって投資家に情報として提供するものである¹⁾、とするのが一般的である。

債券の格付けを行う直接の当事者は格付機関である。格付機関²⁾は通常、債券の発行体（債券の発行者には企業が圧倒的に多いと考えられるが、国、自治体など企業以外の場合もあるので、以下では「発行体」とする）から、格付けの依頼を受けて、格付けを行い、その結果を発行体に伝える。発行体の同意が得られ次第、「格付け」として公表する。

格付けの依頼の有無をもって「依頼格付け」と「非依頼＝勝手格付け」がしばしば議論の対象になるが、ここでは依頼格付けを前提に進め

る。その理由は、依頼格付けと勝手格付けには、格付けの「質」に差があると考えられており³⁾、この点に関する限り、発行体の内部情報を利用できる依頼格付けの方が、原則として公開情報のみに基づいて格付けする勝手格付けに比べて優位にあると判断できるからである。依頼格付けと勝手格付けの相違については、平井・富田 [1996] が簡潔に説明しているのでそれを参考にされたい⁴⁾。

2. 格付情報の内容

公表された格付けは投資家に対する情報である。投資情報としての格付けは、新美 [1992b] によると、次の2つからなる⁵⁾。1つ目はアルファベットの組み合わせによる記号で表現される（格付結果情報）であり、2つ目は格付機関による当該発行体の経営状況に関するコメントが付される（文章情報）である。

格付けが2つの情報からなるという理解は本稿において極めて重要な視点になる。

そのうえで、新美によると、格付けの特徴は要約すると次のように整理される⁶⁾。

- ① 格付けは、元利金の支払い能力を測定するものである。
- ② 格付けは、個々の債券を対象とする。
- ③ 格付けの高低は、起債者の絶対的な評価の基準にならない。
- ④ 格付けは、格付機関の当該債券に対する「1つの意見」である。

まず、「格付けは元利金の支払い能力を測定するものである」とする特徴の第1について次のように補足説明が加えられている。格付けは債券投資の持つリスクのうち⁷⁾、信用リスク、具体的には元利金の確実性だけを測定するものである。しばしば、格付けが債券投資における

売買推奨と誤認されることがあるが、格付けは債券投資における予想投資収益率とは全く関係を持たないのである。

第2の特徴である「格付けは個々の債券を対象とする」については、格付けは起債者でなく、個々の債券を対象として成立する。特に事業債の場合、同一の発行体の発行する社債であっても、社債権者との権利関係によって異なる格付けがなされる可能性がある。

第3の特徴である「格付けの高低は起債者の絶対的な評価の基準にならない」は、起債者の発行する債券に優劣がない場合、債券格付けは各起債者の全発行債券につき同一になる。その場合、格付けは起債者の全体としての元利金支払い能力を反映したものになるが、この格付けは起債者自体の社会的な評価とは無関係である。高い格付けを維持することは、起債者が一流の発行体である、ことを意味しない。

第4の特徴である「格付けは格付機関の当該債券に対する『1つの意見』である」は、発行体は1つの格付けに拘束される必要はなく、格付けに不満な場合は他の格付機関に新たな格付けを依頼することができる。複数の格付機関による格付けが慣行として定着した市場では、利用者による複数格付けの選別によって、結果的に格付機関の中立・公正性が確保される。

主として新美の説明に依拠しながら、格付情報の内容と特徴について説明してきた。ここで再度強調しておきたいことは、格付けが厳密に分けると2つの情報から構成されていること、本来、2つの情報は表裏一体となって、例えていえば1つのコインの表と裏との関係にあることから両者を切り離して使うことは、格付け本来の意味を損なうおそれがあることをここでは指摘しておきたい。

3. 格付記号と定義

(1) 格付記号

日本で格付事業を行っている主要格付機関のうち、1999年1月31日現在、大蔵省が省令に基づいて「指定格付機関」としているの次の7社である(表1)。

7つの格付機関のうち、日系が2社で残りはすべて米系である。このうち、日本の発行体を比較的多く格付けしているのは、日系の2社と米系のうち、MDYとS&Pである。今後特に断らない限り、以上の4社を念頭に置きながら話を進めることにする。

4社の格付記号を比べてみると、MDYを除く3社の記号はアルファベットと+(プラス)、-(マイナス)の記号の組み合わせからなり、

全く同じである。これに対してMDYの記号は最上格をAaaとしているのをはじめ、以下の記号をアルファベットの大文字、小文字それに数字を使って表現している。ちなみに数字の1は3社の+(プラス)に、2は中間、3は-(マイナス)にそれぞれ相当する。

(2) 格付けの定義

格付機関は自らが使用している格付記号についてそれぞれ定義を明らかにしている。本来なら全格付機関の定義を紹介する必要があるが、紙幅の都合もあるので、日米の代表的な2社の格付けの定義を示すだけにとどめておきたい(表2)。

格付けの定義は定義として尊重されるべき性質のものである。しかし、第三者がこの定義だ

表1 日本の指定格付機関一覧

名 称	主たる事務所の所在地	格 付
株式会社 日本格付投資情報センター(R&I)	東京都中央区日本橋人形町三丁目八番一号	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-
株式会社 日本格付研究所(JCR)	東京都中央区日本橋兜町二十一番七号	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(MDY)	アメリカ合衆国ニュー・ヨーク州ニュー・ヨーク市チャーチ・ストリート	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3
スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングズ・サービシス(S&P)	アメリカ合衆国ニュー・ヨーク州ニュー・ヨーク市ブロードウェイ	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-
フィッチ・IBCA・インク(F・IBCA)	アメリカ合衆国ニュー・ヨーク州ニュー・ヨーク市ブロードウェイ	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-
ダフ・アンド・フェルプス・クレジット・レーティング・カンパニー(D&F)	アメリカ合衆国イリノイ州シカゴ市イースト・モンロー・ストリート	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-
トムソン・バンクウォッチ・インク(TBW)	アメリカ合衆国ニュー・ヨーク州ニュー・ヨーク市ブロードウェイ	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-

注) 名称のうち、社名の後の括弧内は略称であり、筆者の判断で追加した。本文中でも差し支えない限り略称で表記することにする。

〔出所〕大蔵省告示第84号。同号は企業内容等の開示に関する省令(昭和48年大蔵省令第5号)第九条の第三第四項第一号ホに規定する格付を指定する件(平成7年9月大蔵省告示第222号)の一部を改正し、平成10年4月1日から適用。

表2 格付記号（長期債）の定義

格付記号	R & I	格付記号	MDY
AAA	債務履行の確実性が最も高く、多くの優れた要素がある。	Aaa	極めて優れている。一般的に一流債券と呼ばれ、対象債券としてのリスクは最小である。
AA	債務履行の確実性が極めて高く、優れた要素がある。	Aa	総合的に優れていると判断された債券。Aaa とともに一般的に上級債券と総称される。
A	債務履行の確実性が高く、部分的に優れた要素がある。	A	投資対象として数多くの好材料が認められ、中級の上位と判断される。
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、注意すべき要素がある。	Baa	中級。現時点では元利払いの確実性が認められる。しかし、長期的な観点からは特定の要素についてその確実性が低いあるいは信頼性の低い性質のものがある。
BB	債務履行の確実性は当面問題がないが、将来環境が変化した場合、十分注意すべき要素がある。	Ba	投機的要素を含む。将来の安全性に不確実性がある。元利払いの安全性は中位で長期的には、情勢によってその安全性が維持されない。
B	債務履行の確実性に問題があり、絶えず注意すべき要素がある。	B	好ましい投資対象としての適切さに欠ける。長期的な観点から見ると、元利払い及び契約条項の遵守の確実性は低い。
CCC	債務不履行になる可能性が大きく、将来の履行に懸念を抱かせる要素がある。	Caa	安全性が低い。債務不履行に陥っているか、元利払いを困難にする要素が認められる。
CC	債務不履行になる可能性が極めて大きく、将来の履行に強い懸念を抱かせる要素がある。	Ca	非常に投機的である。債務不履行の状態にあるか、重大な危険性が認められる。
C	最低位の格付で、債務不履行に陥っているか、またはその懸念が極めて強い。	C	最も低い。有効な投資対象となる見込みは極めて薄い。

〔資料〕各社の説明資料から作成。

けを見てもそれ以上のことは到底理解できないと考えられる。定義が意味を持つとすれば、定義の裏付けとなりうる格付ランク別のデフォルト率などの実証データと関連づけができる場合に限られるからである。

米系の代表的な格付機関は日本に比べて格付けの長い歴史を持っている。例えば MDY は 1920 年から直近年までのデフォルト率の研究成果を毎年公表している⁸⁾。しかし、それは米国市場を中心としたグローバルな市場のデフォルト率のデータである。それをそのまま日本市場

に当てはめることはできない。たとえ有力な米系格付機関であっても日本市場での格付けの歴史・経験は浅く、統計結果に基づく主張は難しい⁹⁾と考えられるからである。

格付機関の格付けがほぼ同じ定義によるアルファベット（及び添字）記号で表現されることは、投資家にとって各格付機関の格付けを横並びで比較し、投資判断とすることが容易になる利点がある¹⁰⁾。これは新美による説明であるが、新美に限らず、一般的に幅広く受け入れられている理解の仕方であろう。解釈そのものは

特に問題はないことは明らかである。

しかしながら、上のような理解は格付けの先進国である米国では無理なく受け入れられても、わが国ではむしろ誤解を招くだけかあるいは格付けの表面的な理解の水準にとどまってしまう、格付けの本来の意味と役割を見失ってしまうおそれがある。この理由をひと言で言えば、日本の金融資本市場では格付けおよび格付機関についての理解が完全に定着していないためである、と言うことになる。次節以下でその理由を少し掘り下げて検討していくことにしよう。

4. 問題の所在

(1) 複数の格付機関

格付機関はもともと、それぞれが個性なり特徴なりを持っていることである。格付機関によるそれぞれの格付けの定義が一見して同じ、あるいはほぼ同じに見えても、格付けが投資情報として投資家に伝える内容が同じである、という保証は全くないのである。単に同じランクだから同じ信用リスクに違いない、と格付けの利用者が信じ込んでいるにすぎない。

エダーリントン (Ederington, L. H.) が彼の論文の中で使用した図表を借用しながら¹¹⁾、格付機関の特徴を図示してみよう。

ここに2つの格付機関があるとする。2つの格付機関の名称はここではギリシャ文字の小文字の α 、 β で表す。まず、最初に、2つの格付機関の格付記号、定義そして投資家に伝えるメッセージ、すなわち債券の信用リスクの評価内容が全く同じであった場合、それは図1の概念図(その1)のようになる。

この場合、信用力の高低を示す左右の軸を境に、上に格付機関 α 社の、下に格付機関 β 社の

格付けをそれぞれ示している。 α 社がある債券 (Ii) を例えばAと評価した時、概念図では $Ii\alpha$ と表される一方、 β 社が同じ債券 (Ii) を同様にAと評価すれば $Ii\beta$ となる。

次に、 α 社と β 社の格付けの記号は全く同じで、定義は少し異なるが解釈としてはおおむね同じ、投資家に伝える債券の信用リスクの評価内容もほぼ同じ場合を、図1の概念図(その2)に示したものである。しかし、この場合は α 社と β 社の格付け結果は両社の格付けの規準が異なるためにそれぞれBBとBBBとに分かれてしまうのである。

実際はさらに複雑である。格付機関の間には、格付機関ごとに信用力についての評価方法の違いがある。格付けの規準の違いに加えて、この評価方法の違いが加わる。さらに、これはあってはならないことであるが、どうしても避けられないものとして、格付アナリストの経験年数などにより多様な判断が入り込む可能性も

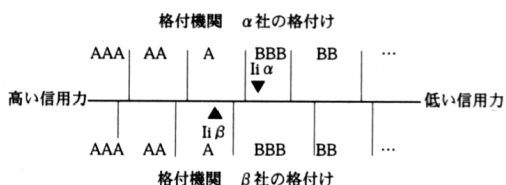
図1 概念図(その1)



概念図(その2)



概念図(その3)



ある¹²⁾。アナリストによる多様な判断を除いて考えた場合の実際の姿は図1の概念図(その3)のようになると考えられる。

本来、あるべき姿とされる金融資本市場において、複数の格付機関が必要とされる¹³⁾、のは、複数の格付機関の格付けが一致することが期待されるよりも、むしろ格付けが相違することの方がはるかに重要であると考えられるからである。もし仮に2つの格付機関の評価がすべてについて同じなら、格付機関は2つもいらないということもまた真実である。

(2) 文章情報

2番目はより本質的な理由である。格付けが投資情報であり、2つの情報、すなわち格付結果情報と文章情報からなるという先の議論に立ち戻って考えてみると、記号や定義がほぼ同じだから、信用力も同じであるはずである、という解釈だけでは、格付けの表面的な理解に止まってしまうおそれがある。格付けは単に甘い、辛いの議論だけではないのである¹⁴⁾。格付機関に求められているのは格付機関による格付けの方針、判断の規準となるクライテリア、マクロ経済の動向、発行体の所属する産業の特色と今後の見通しなどについての詳細な文章情報である。繰り返しになるが、格付けを巡る議論が結果情報だけの理解の段階に止まっている限り、格付けが金融資本市場に本当に定着したとは言えないのである。

Ⅲ. 格付けの歴史と現状

日本における債券格付けについての一般的な理解がともすれば格付けの結果情報の段階にとどまっているのは決して偶然の産物ではない、

と推測される。日本の社債市場の生い立ちや金融資本市場における社債市場の位置付けなどを検討し同時に、格付けの先進国である米国での格付け成立の事情とも照らし合わせて、その理由を少し詳しく探ってみる。

1. 日 本

(1) 金融資本市場の“後進性”

最初に日本の金融資本市場の特徴を要約してみよう。日本の金融資本市場は、金融機関、なかんずく銀行が預金者から幅広く資金を集め、その資金を主として企業に貸し出す「間接金融」中心に運営されている。したがって資金を恒常的に必要とする企業が金融資本市場から、株式や社債を発行して資金を直接調達する「直接金融」が従たる地位にあることはまぎれもない事実である。最近の統計によれば¹⁵⁾、1995年度から法人企業部門の資金調達額のうち、借入金による調達がマイナスに転じる一方で、株式や社債などの有価証券による調達が借入金を上回るようになった。確かに資金の流れ、すなわちフローで見た場合には間接金融優位が崩れてきたものの、資金の残高、すなわちストックで見た場合は依然として間接金融が優位にある。

こうした流れの中で直接金融市場、なかんずく社債市場の役割は永らく限定的であったとされる。戦前・戦中から始まった「起債計画」から戦後の「起債調整」へと続く、国による社債の発行市場の規制がつい最近まで継続したからである¹⁶⁾。人為的な調整が加えられる一方で、企業が自らの自由意思で金融資本市場からの資金調達ができなかったことは、対極にあると考えられている米国の金融資本市場と比べてみると、日本の金融資本市場の“後進性”は明らかである。

ちなみに米国の社債市場では、どのような企業であれば債券を発行できるか、できないかを規定する法的な基準はないし、社債市場は信用力の低い企業にも開かれ、頻繁に起債する発行体は大型の債券をほとんど思うままに発行できる¹⁷⁾。

(2) 無担保債の発行

発行企業を電力、鉄鋼、化学などの基幹産業などに限定しながら、しかも有担保原則を貫いてきた日本の社債制度も、日本経済が一応の高度成長を成し遂げた1970年代に入って変革を迫られるようになった。

証券取引審議会基本問題委員会が1977年10月にまとめた「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」¹⁸⁾では、事業債について画一的に有担保原則を貫くと、財務内容の良い企業については発行コストを高める一方で、十分な担保物件を持っていない場合には国内で起債できないので、外債によって資金を調達することになるなど、変則的な事態を招きかねないとし、投資家保護というような名分のもとに有担保原則を固守するべきでない、と論じている。

産業界においても銀行借入金に過度に依存してきた企業の資金調達行動の反省機運とともに、1978年7月にイトーヨーカ堂が日本企業として初めての無担保・無保証債を米国で発行した。さらに1979年2月になってわが国起債市場の懸案だった無担保債発行について関係者間の合意が成立した¹⁹⁾。一定の制約の下であるが、完全無担保社債発行の道が開かれた。これに基づいて3月には、米国の流通資本大手のシアーズ・ローバックのキュラソー金融子会社、シアーズ・オーバーシーズ・ファイナンスN.V.が日本で初めて円建無担保債を発行した。

(3) 適債基準による格付けの利用

無担保債の発行に際して決められた適債基準は発行企業を事実上優良企業に限定するものであった。例えば、1979年の無担保公募事業債の適債基準は表3に示すとおりである²⁰⁾。

最初の適債基準を満たす企業は松下電器産業とトヨタ自動車工業(当時)の2社とされたが、その後、規制緩和が徐々に進み、基準を満たす企業数は増加の一途をたどった。1987年には、基準の内容がそれまでの数値基準のみから、数値基準と格付基準の併用になった。たとえば数値基準では満たせなくても、一定の格付けを取得すれば発行適格とされた。1987年の無担保公募事業債の適債基準は表4のように緩和されている。

一方、初めて導入された格付基準は、AA格相当以上の格付けを取得している企業、あるいは純資産額が550億円以上でかつA格相当の格付けを取得している企業は数値基準にかかわらず無担保公募普通社債を発行することができる、とするものであった²¹⁾。

1987年7月に決まった格付基準の具体的な実施方法によると、格付けは通達により「適格格付機関」とされた次の6つの格付機関から取得することとされた²²⁾。

- a. フィッチ・インベスターズ・サービス
- b. 日本公社債研究所
- c. 日本格付研究所
- d. ムーディーズ・インベスターズ・サービス
- e. 日本インベスターズサービス
- f. スタンダード・アンド・プアーズ

適格格付機関の選定に際しては次の点が考慮された。

- ①格付実績等からみて、当該格付機関の格付

表 3 無担保公募事業債の適債基準（1979年）

純 資 産 額	自己資本比率	純 資 産 倍 率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ・ レ シ オ	配 当 率 直 近 5 期 連 続
億円以上	%以上	倍以上	%以上	倍以上	%以上
6,000	40	4	10	4	12
3,000	45	6	14	8	12
1,500	50	8	18	12	12

注 1) 本基準は無担保の公募普通社債の発行を希望する本邦企業に適用する。

2) 適債性の判定は起債の都度行う。

3) 判定に使用するデータは公開された最近期の有価証券報告書（連結決算）とする。

4) 純資産倍率＝純資産／資本金

5) 使用総資本事業利益率＝（営業利益＋受取利息・配当金）／使用総資本

6) インタレストカバレッジ・レシオ＝（営業利益＋受取利息・配当金）／支払利息

表 4 無担保公募事業債の適債基準（1987年）

純 資 産 額	自己資本比率	純 資 産 倍 率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ・ レ シ オ	1 株 当 り 配 当 金
億円以上	%以上	倍以上	%以上	倍以上	直近 5 期連 続 6 円以上
3,000	30	3	8	3	〃
1,100	40	4	10	4	〃
550	50	5	12	5	〃

情報が信頼性あるものとして広く市場関係者に利用され、また認知されているか。

②資本構成、人的構成などに照らして、格付機関としての中立性が確保されていると認められるか。

③人的構成、組織等に照らして、格付機関として適正に格付業務を遂行しうると認められるか。

④当該格付機関の格付けが発行体からの十分な情報提供を得たうえでなされているか。

以上である。

（４）格付利用の評価

1990年11月には適債基準の緩和が一段と進んだ。適債基準はこれまでの数値基準を廃止し、格付機関の格付基準に一本化され、格付基準そのものも緩和された。この結果、企業は格付機

関からA格相当以上を取得すれば無担保公募事業債を発行できるようになった。

適債基準としての格付利用は、格付制度の定着を図るための手段として導入されたと解釈される。格付けの普及や格付機関の経営基盤強化に果たした役割は大きかったことは率直に認めなければならない。しかし、同時に発行企業側の格付け軽視や格付け回避の動きももたらしている²³⁾、とする指摘があることも無視できない。

新美によると²⁴⁾、格付けの必要性を認識していない起債企業、特に従来の数値基準で社債発行が可能だった企業にとって起債時の新たな外部流出コストの発生（格付手数料の負担、筆者注）を意味する。このため、一部の企業では格付けが不要な私募発行や数値基準による社債発行の継続を求める動きがあった、としている。

さらに基本的な問題として、適債基準としての格付利用は、事実上、格付結果情報、すなわち格付記号のみの利用にとどまったことである。本来は投資情報として投資家に利用される性質のものが、発行体の選別に利用されたことにより、発行体の格付けに対する主たる関心が格付記号に傾斜したとしてもある意味では当然である。

特に日本の企業社会に特有の現象として、“横並び意識”が強く働き、企業内容の詳細な比較よりも格付記号のみによる比較がしばしば優先したことは想像に難くない。こうした傾向は投資家が十分に育っていないこともあって、適債基準が完全に撤廃された1995年12月末以降も続いていると推測される。

(5) 行政による利用

行政による格付けの利用も格付けの普及に一定の役割を果たした。例えば大蔵省は指定格付機関の格付けを次の2つの目的に限り利用している²⁵⁾。発行登録制度の利用適格要件と証券会社の自己資本比率算定である。

前者は企業がその発行する社債について、複数の格付機関からA格相当以上の格付けを取得していれば、社債の新規発行にかかる届出手続きを簡略化することができるものである。後者は、証券会社の自己資本比率算定の際に、保有する社債の市場リスク相当額を計算するに当たり、指定格付機関からBBB格相当以上の格付けを取得している債券については「一般債債券」としてそのリスクウェートを「その他の債券」の2分の1にする、というものである。

行政による格付けの利用は適債基準による格付けの利用と基本的に同じ発想である。ここでも指定格付機関の格付けは実質的に格付記号を

意味したと解釈できよう。

2. 米 国

米国において、格付けの定着がどのような条件なり、背景なりの下で可能になったのかを簡単にサーベイしてみる。

米国の格付けの歴史は1909年にジョン・ムーディーが自著の中で、米国の鉄道債券の格付けを始めたことをもって最初の1頁が開かれた²⁶⁾とする。黒澤[1985]は、格付けが米国の金融資本市場に定着するようになったきっかけとして次の3点をあげている。

- ① 1929年～1932年の恐慌
- ② 行政機関による格付けの利用
- ③ 1970年代後半以降のインフレ・高金利と、それに伴う企業財務内容の悪化およびコマーシャル・ペーパーの発行増加

黒澤の説に依拠しながらそれぞれについて少し補足してみる。まず、1929年から始まる恐慌時に債券発行額の30～40%が債務不履行に陥ったが、格付機関の行った格付けが償還力の判定においておおむね適正であることが立証された。

行政機関による格付利用の促進については、全国保険委員協会(National Association of Insurance Commissioners)は1930年代の初めに保険会社投資適格証券の基準として格付機関の格付けを利用した。その後も各行政機関による格付けの利用が進んだ²⁷⁾。行政は投資家保護の立場から、金融機関などに対して適格格付機関(NRSROs, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)²⁸⁾の格付を判断基準にして、非投資適格証券の取得を禁止した。

1970年代後半以降のインフレ・高金利と、そ

れに伴う企業財務内容の悪化などによって、社債の格下げ件数が増加した。このことが機関投資家のリスク情報に対するニーズを高め、格付けに対する需要の増加をもたらすことになった。

以上は黒澤が指摘した3点であるが、これにさらに付け加えると、「社債の発行量の着実な増加」をあげることができる²⁹⁾。

米国では行政による格付けの利用はあったものの、日本で行われた適債基準のような債券の発行規制ではなかったことが日米における決定的な違いであることは忘れてはならないだろう。

IV. 格付定着の要件

1. 日本の現状

日本に格付機関と格付けが登場してから十数年を経過した。約1世紀の歴史を持つ米国の格付けと比べても彼我の違いは誰の目にも明らかである。しかし、日本の格付けも行政の支援、銀行・引受証券など起債関係者の努力、発行体の協力、さらに投資家の理解などもあって軌道に乗りつつあることもまた事実である。同時に格付機関も自らに課せられた課題を着実に克服していくことが求められている。

米国で債券格付けが定着した理由など参考にしながら、日本における格付定着の要件を考えていくことにしたい。

まず、その手がかりとして新美の所説を見てみよう。新美は1992年の論文の中で、債券格付けが投資家間に定着する要件を探りながら、同時に日本において投資情報としての格付利用が低調だった背景を明らかにしている³⁰⁾。格付け

が投資家層に定着する要件は次の4点である。

- ① 債券（特に普通社債）発行の増加
- ② 債券投資家層の拡大
- ③ 債券の信用リスクの増大
- ④ 調査コストの節約

(1) 普通社債の発行高

まず、債券、特に普通社債の発行の増加が必要である。日本において80年代半ば以降、空前の資金余剰を背景に社債発行は急増したが、その大部分は転換社債（CB）や新株引受権付社債（WB）などのエクィティ債（新株発行を伴う債券）で占められ、普通社債（SB）は低水準にとどまっていた。社債の中でもSBはリスクアセットそのものであり、CBやWBに比べて格付けのニーズは強いと考えられている。

表5は日本企業の社債による資金調達状況（海外を含む）をまとめたものである。それによると、日本企業の社債による資金調達額は1989年度をピークに一転して減少に転じたものの、90年度以降、それまでのエクィティ債に代わってSBによる資金調達が主役となっていることが大きな特徴として読みとれる。格付けに対するニーズは必然的に高まると予想される。

(2) 投資家層の拡大

次に債券投資家層の拡大である。債券が大量に発行されただけでは不十分である。債券が個人投資家を含む広範な投資家層に保有されることが必要になる。そしてその反映として債券流通市場が一応の発達をみていることが重要である。

この点はどうだろうか。わが国の場合、間接金融重視の金融システムの下で、社債発行が融資の変形として行われたこともあり、その大部

表5 日本企業の社債による資金調達状況

(単位 億円, %)

年 度	普 通 社 債	転 換 社 債	新株引受権付社債	合 計
1985	23,828 (40.8)	25,335 (43.4)	9,212 (15.8)	58,375 (100)
86	26,192 (30.2)	39,533 (45.6)	20,972 (24.2)	86,697 (100)
87	17,390 (15.4)	61,316 (54.2)	34,390 (30.4)	113,096 (100)
88	15,916 (10.9)	80,610 (55.1)	49,821 (34.0)	146,347 (100)
89	18,489 (9.1)	93,784 (45.9)	91,848 (45.0)	204,121 (100)
90	43,642 (49.5)	14,248 (16.2)	30,195 (34.3)	88,085 (100)
91	63,038 (51.3)	18,894 (15.4)	40,868 (33.3)	122,800 (100)
92	79,310 (76.3)	8,145 (7.8)	16,502 (15.9)	103,957 (100)
93	53,781 (53.3)	26,070 (25.8)	21,117 (20.9)	100,968 (100)
94	38,922 (55.3)	28,987 (41.2)	2,500 (3.6)	70,409 (100)
95	61,923 (74.2)	14,602 (17.5)	6,923 (8.3)	83,448 (100)
96	70,900 (66.0)	32,955 (30.7)	3,585 (3.3)	107,440 (100)
97	103,069 (93.2)	7,113 (6.4)	455 (0.4)	110,637 (100)

〔出所〕日本証券業協会「公社債年鑑」1998年版

分は金融機関が消化・保有する構造が永らく続いた。その傾向は基本的に大きな変化はないと推測される。例えば、普通社債の消化状況によると、1995年度に金融機関の占有率がその前年度の38.7%から48.4%に大幅に増えた後、96年度43.3%、97年度50.9%と推移している。なかでも保険、農林中金・農業協同組合、商工中金・信用金庫が債券購入額を増やしている。今後、機関投資家を中心とした消化・保有構造の下、個人を含めた社債保有層は多様化する方向にある³¹⁾。

一方、流通市場の基礎的な整備も進みつつある。日本証券業協会は1997年4月から公社債基準気配制度を大幅に拡充し、基準気配の対象銘柄数をそれまでの約600銘柄から1,600銘柄に増やした。1998年12月1日現在で2,867銘柄を数えるまでになった。また、格付けの重要性に照らして新たに格付機関ごとに「格付マトリックス表」を公表している。この結果、流通市場で形成された流通利回り情報が発行市場へフィードバックされるようになり、新発債の発行条件

に影響を与えるようになっている。

(3) 信用リスクの増加

格付けが投資家層に定着する要件の3番目である債券の信用リスクの増大についても状況が大きく変わりつつある。長年にわたって日本企業の社債には信用リスクが事実上存在しないという認識が続いていた。しかし、その認識も変更を迫られつつある。その理由は①バブルの崩壊に続く戦後最大の不況の中で発行体の信用力の低下および格差の顕在化②金融機関体力の低下を一因とするデフォルト後の回収リスクの変化③1995年末に社債発行企業を選別してきた適債基準の撤廃、である³²⁾。

このうち、発行体の信用力の低下に起因すると推測される企業倒産は1996年後半以降、オリンピックスポーツ、京樽、ヤオハン、日本国土開発などに代表されるように上場企業クラスにも相次いでいる。企業リスクの顕在化は紛れもない事実である。

(4) 調査コストの節約

調査コストの節約が最後の検討項目である。企業の信用力分析はなにも格付機関だけの独占物ではない。投資家が必要と判断すれば自ら行い得る。問題は格付機関が提供する情報が投資家自身の調査と同等以上の内容を持ち、さらにコスト面で優位に立てるかどうかである。今後、社債の発行量が増加し、さらに機関投資家が積極的にポートフォリオの入れ替えを行うようになれば、投資家からの潜在的なニーズは高まっていくと予想される。

2. 情報提供の重要性

格付機関による格付けは本来、投資情報サービスである³³⁾。投資情報はこれまで議論してきたように格付結果情報と文章情報からなる。しかしながら、ここで重視するのは後者の文章情報であることは論を待たない。それは投資家にとって発行体の信用度に対する高い質の情報を、いかにタイムリーに、使いやすい形で、しかも妥当な価格で提供できるか³⁴⁾、という視点から評価される。

(1) 格付機関

日本の格付機関は当初から情報の提供を軽視してきたわけではない。格付機関は2つの目的から情報提供に力を入れることを期待されていた。1つは信頼される格付結果とその実績の積み重ねを通じて、格付機関の信頼性の向上を図る必要があったことであり、その一環として「格付レポートの内容の充実を図る」ことであった。2つ目は格付機関の経営基盤の確立のために格付手数料に収入を依存するだけでなく、「情報提供の多様化・有料化を推進する」必要があったのである³⁵⁾。

しかしながら、次に述べる発行体および機関投資家の行動様式からも容易に推測されるように格付文章情報を必要とする環境になかったこと、およびニーズが少なかったこと、さらに付け加えれば格付機関自らの努力も決して十分ではなかったことなどから、格付機関および関係者が期待したような成果はあげられなかった。

(2) 発行体

発行体にとって格付けは起債時に乗り越えないければならないハードル(基準)を意味した。極論するとそれ以上の意味合いはなかったと言っても過言ではない。何段階かに分かれた基準、正確には「適債基準」のうち、基準が高くなるほど発行体に有利な発行条件が与えられた。しかも発行体は指定された格付機関の中から、発行体に最も高い格付けを与える格付機関を選べば良かった。仮に最初の格付けが気に入らなければ2番目の格付機関に依頼し、費用と手間さえいとわなければさらにその他の格付機関の扉をたたくこともできた。発行体が格付機関から格付けを取得する過程で必要とした投資情報は記号で表される結果情報だけで十分であったと推測される。少なくとも文章情報の量や質が格付機関を選択するときに求められることはなかった。

(3) 投資家

投資家、特に機関投資家にとって格付機関による格付情報はどのような意味を持ったのだろうか。結論から先にいうと、投資家による格付けの利用は低調だった。その理由として、わが国市場において従来、社債のデフォルトの危険性が低いこと、わが国の市場が公共債や転換社債中心のマーケットであり、格付投資情報とし

での機能を発揮する普通社債は、発行量が少ないうえ、銘柄も限られており、また投資家の運用対象の中でのウェイトが小さいことなどがあげられている³⁶⁾。加えて機関投資家は日米を問わず、社債投資に対する基本的な姿勢は、債券の購入後も満期まで保有する、いわゆる持ちきりが主流であった³⁷⁾。結果として、投資情報を必要とする環境にはなかったといえる。

V. 結 び

1. 要 約

日本における債券格付けの歴史は米国に比べるとはるかに浅い。しかし、わずか十数年で格付けが曲がりなりにも定着へ向けて着実に前進していることもまた事実である。本稿を結ぶに当たってこれまで述べてきたことを要約することにする。

まず、格付けは格付結果情報と格付文章情報の2つから構成されている。わが国では、格付けの早期定着を図るために格付けが適債基準に組み込まれた。それ自体は格付の普及に一役を買ったことは否定できないとしても、格付記号がカット・オフ・レート（足切り）として利害関係者、特に発行体から理解されたことも事実である。

第2に、指定格付機関は格付けの記号や定義がおおむね似通っていることから、格付機関の違いは一般に十分に認識されなかった。仮に同一債券に対する評価が異なった場合でも、格付けは格付機関の1つの意見とされるので、格付機関の違いについて十分な検討もされなかったようである。

このことの結果として格付けに対する軽視あ

るいは表面的な理解を生み出し、格付けの持つもう1つの側面である文章情報の必要性が必ずしも重視されなかったと考えられる。

しかしながら、これまで見てきたように格付けの定着に欠かせないと考えられる4つの要件、すなわち普通社債の発行増加、債券投資家層の拡大、債券の信用リスクの増大、さらに調査コストの節約という課題はいずれも現実のものとなりつつある。特に普通社債の発行増大、信用リスクの顕在化は債券の投資家に従来の姿勢からの転換を迫っている。

2. 格付機関の課題

格付機関は金融資本市場の羅針盤ともいわれる。この理由は、格付けが、発行体には資金調達の機会を、投資家には資金運用の機会をそれぞれ提供すると考えられているからである。羅針盤が正しく働き、羅針盤が示す情報が必要かつ十分な形で関係者に伝えられることがその前提になる。ここでいう必要かつ十分とは、繰り返しになるが発行体の信用リスクについての質の高い情報を適時かつ適切に提供することである。格付機関は自らに課せられた投資情報の提供にさらに積極的に取り組む必要がある。

格付けの利用者である機関投資家の中には自らの判断で発行体の信用リスク分析を担当するクレジット・アナリストを置き始めたところもある³⁸⁾。さらに格付けを有力な情報源としながらも「どの債券が自らの投資に適するかは投資家が判断するべきもの」³⁹⁾という認識が広く定着しつつある。

投資家による格付けの利用がいったん進み始めると、投資判断に当たって格付けの持つ有用性とその限界についての理解が幅広く行き渡ることになる。日本の格付けは今まさにその時期

に達したと考えられる。(本稿は筆者個人の責任で執筆されたものである)

注

- 1) 日本格付投資情報センター [1998 a], 1頁。原文では「符号」となっているが、本稿では「記号」に統一して使用する。
- 2) 格付機関と言う用語は英語の「Rating Agency」の訳であるが、すべて民間企業である。一部では格付機関と言う代わりに格付会社と言う用語を使用している。本稿では企業内容等の開示に関する省令(昭和48年大蔵省令第5号)などで格付機関と言う用語を使用しているので無用の混乱を避けるために格付機関に統一して使用する。国際金融情報センター [1998] 参照。
- 3) 平井・富田 [1996], 406頁。
- 4) 平井・富田 [1996], 406頁。両氏によると、依頼格付けと勝手格付けでは、①発行体が依頼したか、格付機関のイニシアティブによって始められたか②格付料を徴収したかどうか③インタビューを含め、発行体の内部情報を使っているか、それとも公開情報のみに基づくのかどうか、という点で異なっている、としている。
- 5) 新美 [1992 b], 6頁。
- 6) 新美 [1992 b], 6-11頁。
- 7) 岡東 [1998], 107頁。原資料は Alexander, G. J. / Sharpe, W. F. / Bailey, J. V. [1989]。
- 8) 前掲書 [1998], 110頁。
- 9) 平井・富田 [1996], 409頁。
- 10) 新美 [1992 b], 7頁。
- 11) Ederington, L. H. [1986], 39頁。
- 12) Ibid. p. 37.
- 13) 社債問題研究会『新たな債券格付け機関の設立に向けて』1984年12月, 6頁。
- 14) 平井・富田 [1996], 410頁。
- 15) 日本銀行「資金循環勘定(2)応用表(続)-5-法人企業部門の資金調達」。
- 16) 日本の社債市場について以下の文献を参考にした。
公社債引受協会 [1996], 5-118頁。
三浦后美 [1998], 49-70頁。
新美 [1992 a]。
- 17) テッド・リー「米国の公社債市場」『公社債市場の展開』公社債引受協会編, 東洋経済新報社, 1996年, 151-152頁。
- 18) 大蔵省証券取引審議会基本問題委員会『望ましい公社債市場の在り方に関する報告書』1977年, 22-23頁。
- 19) 公社債引受協会『公社債年鑑』1979年版, 20-22頁。
無担保債の発行に際して決定された基準は①海外民間企業の円建外債②本邦企業の無担保公募事業債③本邦企業の無担保転換社債の3つに分け、それぞれが適債基準、財務制限条項および付則からなっている。
- 20) 公社債引受協会『公社債年鑑』1979年版, 23頁。
- 21) 公社債引受協会『公社債年鑑』1987年版, 46頁。
- 22) 公社債引受協会『公社債年鑑』1988年版, 68-70頁。
なお、1992年7月に社債発行登録制度の緩和を目的に企

業内容等開示省令が改正された。それに合わせて従来の通達で指定されていた適格格付機関は省令に基づいて大蔵大臣が指定する格付機関になった。同年10月、新たにダフ・アンド・フェルプス・クレジット・レーティング・カンパニー、トムソン・バンク・ウォッチ・インク、IBCA リミテッドの3社が追加指定された。

- 23) 新美 [1992 b], 11-12頁。
- 24) 新美 [1992 b], 27頁。
- 25) 国際金融情報センター [1998], 13頁。
- 26) 黒澤 [1985], 95頁。
- 27) 岡東 [1998], 21頁。「行政当局による格付けの利用例」参照
- 28) 米国の適格格付機関(NRSROs)は1975年に米証券取引委員会(SEC)が証券会社の自己資本規制に用いるために格付機関を公認したことを契機とする。最初のNRSROsにはMDY, S&P, フィッチ(現F・IBCA)の3社が指定された。渡辺・平井・富田 [1996], 60頁以下参照。このNRSROsが日本の指定格付機関のモデルになったといわれる。この点について三浦后美「日本の社債発行市場とグローバル格付分析(3)」文京女子大学『経営論集』第6巻1号, 66頁以下参照。
- 29) 新美 [1992 b], 46-50頁。ちなみに新美は債券格付けの定着した背景を次に4点に整理している。①社債市場の持続的な拡大②大恐慌による格付けの再認識③1933年証券法の施行④行政による格付け利用の拡大としている。
- 30) 新美 [1992 b], 16-26頁。
- 31) 小林和子「社債保有構造と流通市場要求」『証券経済研究』第4号, 145頁。
- 32) 渡辺・平井・富田 [1996], 65頁。
- 33) 平井・富田 [1996], 397頁。
- 34) 平井・富田 [1996], 409頁。
- 35) 格付についての懇談会「我が国資本市場における格付けの定着に向けて」およびその後のフォローアップ会合での検討事項
- 36) 同上, 6頁。
- 37) 島 [1997], 20頁。
- 38) 日本格付投資情報センター『日経公社債情報』1998.12.14号, 2頁。
- 39) 高田・香月 [1998], 21頁。

参考文献

- 岡東 務 [1996 a], 「格付けの役割は高まったか」東洋経済新報社『金融ビジネス』, 10月号。
- [1996 b], 「日米の格付格差についての一考察」『公社債月報』, 10月号。
- [1997 a], 「日本の『ハイ・イールド債』市場の現状と今後の課題」(上, 下), 中央経済社『旬刊経理情報』, 4月20日号, 5月10/20日号。

- [1997b], 「格付分布の比較と格付の役割の変化について」『公社債月報』, 12月号。
- [1998a], 「業績不振企業に見る格付機関の対応」, 日本経営分析学会『年報経営分析研究』第14号。
- [1998b], 『債券格付の研究』, 中央経済社。
- 黒澤義孝 [1985], 『債券格付けの実際』, 東洋経済新報社。
- 公社債引受協会 [1996], 「わが国社債市場の現状と展望」『公社債市場の新展開』, 公社債引受協会編, 東洋経済新報社。
- 国際金融情報センター [1998], 『主要格付会社の特徴と評価 (1999年版)』。
- 島 義夫 [1997], 『信用リスク, 格付け, 債券投資入門』, シグマベイスキャピタル。
- [1998], 『クレジットリスクと債券投資』, シグマベイスキャピタル。
- 証券団体協議会 [1991], 『格付について』。
- 証券団体協議会 [1998], 『格付けの現状と今後の課題』。
- 高田創・香月康伸 [1998], 「内外格付から事業リスクをどう読みとるか」『金融財政事情』, 9月7日。
- 新美一正 [1992a], 「社債発行市場の現状と諸問題」『Japan Research Review』, 日本総合研究所), 2-3。
- [1992b], 「債券格付けの研究—歴史, 現状, 課題」『Japan Research Review』, 日本総合研究所, 2-8。
- 日本格付研究所 [1992], 『ゼミナール格付け 信用審査と実際』, 東洋経済新報社。
- 日本格付投資情報センター [1998a], 『格付けの手引き』, 4月。
- [1998b], 『月刊格付けデータブック』, 10月〜。
- [1998c], 『レーティング情報』, 11月刊号〜。
- 『日経公社債情報』
- 野村証券金融研究所経営調査部財務戦略調査課 [1998], 「激動する日本企業の格付け」『Corporate Finance Research Report』vol. 21, 9月。
- 野村総合研究所経営調査部企業財務調査室 [1991], 「90年代の企業財務」『財界観測』, 6月。
- 同資本市場調査部: 奥代英樹, 井潟正彦, 西村修一 [1991], 「見直されるデッド・ファイナンス」『財界観測』, 12月。
- 同経営開発部企業財務調査室 [1993], 「社債格付け—日米格付機関の評価格差とダウン・グレイドの動向」『NRI Corporate Finance Research Report』, Vol. 2, 9月。
- [1995], 「格付機関を比較する」『NRI Corporate Finance Research Report』, Vol. 7, 5月。
- [1996], 「変革期の企業金融」『NRI Corporate Finance Research Report』, Vol. 11, 3月。
- 平井直樹・富田宏 [1996], 「わが国の格付けの現状と課題」『公社債市場の新展開』, 公社債引受協会編, 東洋経済新報社, 392-412頁。
- 三浦后美 [1998], 「社債金融の史的展開」, 水越潔編, 財務制度研究会著『会社財務制度の史的展開』, 税務経理協会。
- 渡辺 茂・平井直樹・富田宏 [1996], 「格付産業の分析」『財界観測』, 野村総合研究所, 6月。
- Alexander, G. J. / Sharpe, W. F. / Bailey, J. V. [1989], *Fundamentals Of Investments*, Prentice-Hall. 日興リサーチセンター訳, [1991], 『現代証券投資講座』, 日本経済新聞社。
- Ederington, L. H. [1986], "Why Split Ratings Occur", *Financial Management*, Spring. (日本格付投資情報センター業務推進部長)