

岡東 務著

『債券格付の研究』

(中央経済社, 平成10年10月)

小 林 和 子

はじめに

金融システム改革法の大半の事項が施行された98年12月1日、全国紙各紙の紙面は証券ビッグバンの中核となると思われる投資信託関連の記事、広告等で埋められた。他にも多くの経済関係の記事があったなかで、印象に残ったのが日本債券信用銀行と（北海道拓殖銀行の首都圏営業店舗を引き継いだばかりの）中央信託銀行との合併報道、そして日本国土開発の会社更生法適用申請と受理である。日債銀はその後合併談は消え、12月13日に一時国有化措置となった。既発行金融債の権利は保全され、今後も発行は継続される。日本国土開発は5種類の債券を発行しており、12月4日に全国紙にこれら債券の「期限の利益喪失」公告を出した。99年3月期以後の元利支払いは会社更生法による更生計画に基づくものとなる。

97年9月のヤオハン（会社更生法）、98年6月の大成建設（純資産額維持条項への抵触）、7月のダルマラ・インターナショナル（利払い不履行）等、社債権者集会の公告や期限の利益喪失公告が、どうやら日常茶飯事となってきた。

た。投資家や関係者の頭が切り替わる前に、非常に速いスピードで、債券市場の現実のほうが進みつつある。急展開する時代が、標題の格付の研究を重視すべきことを要請しているのである。

I. 本書の構成と内容

著者の岡東氏は日本経済新聞社の経済記者、同社系列の格付機関である日本公社債研究所の主任研究員を経て、98年4月に日本公社債研究所と日本インベスターズサービスとが合併して新設された日本格付投資情報センターの現職の業務推進部部長である。日本公社債研究所は日本における民間格付を組織化し、日本経済新聞社内に蓄積された企業分析の経験と方法をベースにして、1985年から格付産業をリードしてきた。岡東氏こそこの書物を書くべくして書いた人と言える。

しかし、何分にも日本における債券格付の歴史は短く、そのうえ行政の関与が大きかった。格付の元祖というべきアメリカに比べると、問題多々ありといわざるをえない。著者の腕前はこれらをどのように切りわけるか、そして未来

に向けて再構築するかにあると思われる。

第1章 序論

格付は市場における証券発行と流通に関して発行者の信用リスクを計測し、一般に理解し易いランキング指標で示すものであるから、市場が利用されないところでは格付に関するニーズもない。格付先進国であるアメリカは市場取引の国、すなわち（きわめて日本的な表現をするならば）直接金融優位の金融構造を持つ国であり、格付後進国である日本は反対に非・市場型取引の国、すなわち間接金融優位の金融構造を持つ国であったということが出来る。序論ではこの関係を、まず日本について、資金調達の仕事の変化と格付制度の遅い発展として捉え、アメリカのそれと対比させる。日本の格付制度の育成には行政の果たした役割が大きかったが、それは投資家保護政策の一端としてであった。格付は当初、発行を規制するための「適債基準」として用いられたが、行政の規制型保護政策はすでに終了し、現在では投資家が自己責任で投資を行うための投資情報として位置づけられる。

日本と比較対照される格付先進国アメリカは、確かに格付の歴史はほぼ90年以上になるが、1970年のペンセントラル倒産が改めてデフォルト・リスクを見直させたという点は注目される。信用リスクの高い鉄道業社債の堆積が歴史的に格付を生み出し、第2次大戦をはさんで再び一部鉄道業の破綻が現代的な格付の発展を必要としたといえる。補足するならば、日本でも戦前戦後、社債発行会社の破綻がなかったわけではない。それどころか戦前の自由市場時代には、1927年金融恐慌の前後に多くの社債が破綻している。しかし、この事態に対しては周

知のように日本の関係者は「社債浄化運動」で「社債の有担保化」により信用リスクをカバーする方法で対応した。担保付き社債の担保の受託者は銀行・信託会社であり、社債浄化運動の方向は間接金融機構の強化につながった。戦後はこの機構の内部で、大社債保有者であり大株主でありメインバンクである受託銀行が、破綻社債を一括買い取りして対応した。間接金融優位の金融構造の下で格付のニーズがなかったということは、一般投資家はほとんど信用リスクを考慮する必要がなかったことを意味する。

なお1920年代、日本が外国で発行した債券がムーディーズの格付を受けていたとあるが、具体的にどういう資料で確認できるのか、著者に教えを乞いたい。

第2章 格付概論

格付の定義は本書によれば「企業に代表される発行体が債券市場で普通社債や転換社債等の債券を発行するときに、債券の利子と元金が約束どおりに支払われるかどうか、つまり債券の信用力を第三者が客観的に評価するための1つの方法である」。第三者とは民間の格付機関であり、この評価はアルファベット、+-、数字等を組み合わせた記号で示される。品質のよい格付情報とは、正確、タイムリー、明瞭かつ簡潔、中立性、の特徴を持っている。これらのうちとりわけ前2者のためには格付は常に見直されなければならない、定期的レビューおよび突発時の特別レビューは格付作業の宿命でもある。いや生命線というべきかもしれない。レビューを繰り返す過程で「格付監視銘柄」となった場合は、その債券発行会社は事実上市場で発行できなくなる。

先にみたように定義のうちに「第三者の評価

——1つの方法」という限定を置きながら、格付の結果が場合によっては「市場の評価」そのものになる。あるいは市場の評価を先取りする、市場の評価を過大に表現する、等いろいろな表現の仕方はあるが、少なくとも「市場の評価」の重要な一部になる。この点を、格付の定義の内側に入れて考えてみる必要があるのではないかと考える。

第3章 格付の仕組み

本章から第7章までは具体的な格付「技術」とその証明に当てられる。(格付機関が勝手に行う勝手格付もあるが) 発行者から依頼される依頼格付の場合には発行内定段階で「予備格付」を行い、発行決議後、必要書類が揃った段階で問題がなければ「予備格付」がほぼ自動的に「正式格付」に移行する。この間の日数は2-4ヵ月である。

第4章 格付の実際(1)

企業調査は売上高・利益・キャッシュフロー・株主資本・含み利益等の定量的側面と、次の章にみる定性的側面とがある。格付による企業の分析評価は、最終的には「絶対評価」ではなく「相対評価」であるので、全企業を対象にした「企業評価モデル」により、相対的な位置づけを確認する。分析評価の対象期間は、実績期間5年、計画期間3ないし5年である。社債発行は現在以後であり、平均して7年後に償還される(いつのデータか)ので、当然に計画データが重視される。

第5章 格付の実際(2)

定性的側面とは、業種、所属産業、業界ランク、株主構成、取引関係、財務政策、経営トッ

プ・経営管理体制、研究開発費・体制等である。個別の債券発行に関して独自の条件としては、無担保債券の発行に関するいわゆる財務上の特約がここで触れられている。特約には担保関係や利益関係等いろいろな種類があるが、あげられた2例はともに利益維持条項に抵触したもので、バブル経済崩壊後の時期の特殊性を示しているともいえる。

本章には「格付の結論」なるまとめがある。格付の結論に対する投資家あるいは市場の批判を考慮して、著者の個人的見解として例えば定量分析と定性分析のウエイト付けは平均すれば半々であること、アナリストの個人的な意見の相違は複数の格付委員会の討議で解決すること等が明らかにされる。格付は格付機関の「意見」であるがしかし、また「商品」でもある。したがって「格付の評価基準および決定のプロセスをすべて明らかにするわけにはいかない」。この点は後に見る「格付学」の提唱と矛盾するのではないか。

第6章 CPの格付

日本でこの10年非常に発行高の増えたCP、コマーシャル・ペーパーも格付の対象になる。個別のCPは短期であるから利払いの確実性は問題にならず、「満期日に決済される確実性の度合い」が格付される。格付対象は予め取得され、長期にわたり存続する「発行枠」であり、長期債務格付と基本的に同じ要素を多く持っている。CPのデフォルトは歴史的には低いが、ペンセントラルの例のように破綻が巨額に上ることもあるので、格付を取得するためには必要な償還用資金を補完する「バックアップライン」の設定が重要である。

第7章 格付とデフォルト・リスク

格付の妥当性を客観的なデータで証明するのが本章である。米ムーディーズのデータによりながら格付とデフォルト率の関係を調べ、高い格付のものほど長期にわたってデフォルト率が低いこと、BB格から際立ってデフォルト率が高くなり「投機的等級」とされる根拠があることが明らかにされる。この関係は「米国の格付機関の数字がグローバル・スタンダードになっている」。しかし、日本では先にみたような事情からまだ米国と比較検討しうるほどの歴史的データが蓄積されていない。

第8章 日米の債券市場の比較

歴史的には日本市場では適債基準が存在した（適債基準に外れれば発行できなかった）結果、発行証券のほぼ100%が投資適格格付であり、しかも中心軸は適格の最低であるBBBにあったが、米国では約3分の1が投機等級であり、しかし中心軸はAにある。米国社債市場の「深さ」の各種要因はテッド・リーの著作によって説明されている。一言でいえば間接金融機構によって社債市場が支配されておらず、純投資を行う機関投資家が発達し、行政による規制は無いということであろう。

第9章 結びにかえて

本章では「私見」としてではあるが、「債券格付学の構築へ」という試みが打ち出されている。格付作業が対象とする企業の財務活動の分析には経済学、経営学、会計学、法律学の4分野が必要である。格付学の構築には格付の「対象性、中立性、先見性、基軸性、基軸の可変性」が5つの視点としてあげられる。格付機関

の成長と社会的役割の実行に当たって解決すべき課題の1つとして債券格付学の構築が位置づけられる。

第10章 事例研究

キヤノン販売（キヤノンカメラ・事務機販売を中心とする大手卸売会社）と、イトーヨーカ堂（代表的小売り会社）を対象とする。

Ⅱ. 債券格付学の提言について

書評者は具体的な格付作業についてコメントする能力を持たない。また本書に書き込まれた限りでは、具体的な作業といっても関心を持つ読者の客観的な同意を得られる範囲を心掛けたと思われる。その意味で教科書として勉強させてもらった。予め批判を受ける部分を予想した良心的な入門教科書であろう。当然に格付作業の技術的な部分の説明が多いが、格付のツールとして技術的に何をどう使用するかは、いわばベーシックな最低限が打ち出されていれば良いものではないか。著者が何度も強調されているように、格付が格付機関の「意見」であるとするならば、その意見を他者に理解させるに足る（納得させなくともよい）使用ツールの説明が明確であればよいものと考えている。

また、著者は「商品」としての格付の性格に触れ、「評価分析の過程をすべてあきらかにはできない」としている。そもそも「意見」にすぎず、そのうえ「商品」であれば企業秘密の部分がある、とすればどうしても現実の格付の客観性には一定の限界があるだろう。格付そのものを「学」として成り立たせるにはいささか基盤が弱い。学問として成立させるには、「意見」を万人に承認させるための立証過程が不可

欠である。

格付そのものは自らの「商品」性をもっと高めるべきである。すなわち市場に通用する格付を打ち出し、投資家から情報に対する対価を受け取れるようになるべきだと思う。けれども格付学の提言は、むしろ一步後景に退いて、個別企業の財務活動全般の分析手法の集大成の確立から始めるべきではないか。著者が構想する格付学はいわば経済学、経営学、会計学、法律学の学際分野であるが、これは（抽象的な株式会社論ではない）「生きた株式会社」論、株式会社分析であろう。

格付は発行体の信用力の分析であって、発行体そのものの分析評価ではない、と強調されて

いるが、評者の結論は市場商品としての格付と、発行体そのもののできる限り客観的な分析・評価との分離である。「学」という表現が使えるのは後者の方であると考える。

最後になったが、格付後進国日本と先進国でありグローバル・スタンダードでもあるアメリカの、歴史の違いをもう少し直接に対比させる構成にしてはどうだったか。日本市場はすでに50年前にアメリカ型の証券市場の枠組みを取り入れたにもかかわらず、このような事態になったのは戦前からの金融・証券市場の構造の違いが大きかったからである。

（当所東京研究所主任研究員）