

森脇 彬編

『現代債券格付論』

(税務経理協会 2000年5月)

中 島 将 隆

I. 本書刊行の意義

債券の格付とは投資情報の公開である。投資情報の公開が重要になってくるのは、社債市場の自由化が完了し社債がリスク・キャピタルになった時点からである。自由化の完了と共に投資家は自己責任を求められるが、自己責任は投資情報の公開が前提である。社債市場の自由化と投資情報の公開である債券格付は、表裏一体の関係にある。そこでまず、本書刊行の意義を明らかにするため、社債市場の自由化は何時完了したのか、概観しておきたい。

日本の社債市場は1980年代末から90年代にかけて大改革が行われた。まず、1988年4月、全ての社債発行にプロポーザル方式が認められたことである。プロポーザル方式とはミニ入札方式ともいわれ、社債発行者が銀行などの介入を受けることなく発行金利を自由に決定できる発行方式である。それまで社債の発行条件は受託銀行グループを中心とする起債会が人為的に決定し、社債発行条件は規制金利体系の中に組み込まれていた。金利自由化が進展していく過程で、1987年から NTT 債の発行に際してプロ

ポーザル方式が初めて導入された。そして、1988年4月から全ての社債発行にプロポーザル方式が認められ、社債発行条件の自由化が完了したのである。プロポーザル方式の導入によって、これまで発行市場に深く関わってきた起債会は39年間の歴史を閉じて消滅していったのである。

第二に、1993年の商法改正によって社債発行限度額規制が撤廃され、同時に、社債受託銀行制度が廃止されて社債管理会社制度が導入されたことである。これまで商法によって社債発行の限度額が定められていた。この規定は明治23年の旧商法成立時に導入された規定であり、この制限規定に理論的根拠がないことは全ての人が承認するところであった。商法の改正により、やっと、この制限規定が撤廃された。社債発行額の上限が撤廃され、自由に発行額を拡大することが出来るようになったのである。社債受託制度は戦時中に強化され、受託会社である銀行は社債の発行の際、発行条件等の決定に深く関与できるようになった。戦後においては、受託会社（銀行）はメインバンク制度を通じて企業に資金を貸付け、同時に社債の発行にも大きく関与してきたのである。社債市場は銀行貸

付市場の補完的存在となっていた。社債受託制度が廃止されることによって従来の受託制度は単なる社債管理に姿を変え、社債市場は銀行の支配から独立したのである。

第三に、1996年1月、社債適債基準が撤廃され財務制限条項が撤廃されたことである。適債基準とは、社債の発行を選別する制度であってトリプルB格以上でなければ社債の発行を認めない、というものである。適債基準は起債会が作成していたが、1988年に起債会が消滅すると、その後は大蔵省の行政指導によって行われていた。また、この適債基準は無担保債にも設けられた。起債会は無担保債に対して財務制限条項を定め、極めて厳しい発行禁止的基準を作成したのである。その後、禁止的な基準は次第に緩和されたが、発行抑制的な規制であったことに変わりない。適債基準と財務制限条項は、社債の発行を制限禁止する規定であった。この制限禁止規定が1996年1月に撤廃され、ここに日本の社債市場は完全に自由化したのである。

社債制度の大改革によって社債市場の自由化は完了した。そして、自由化完了と共に社債発行額は急増していく。1990年代中ごろ以降、社債発行額が飛躍的に増加し、社債市場は文字通り資金調達市場となった。日本の社債市場は新たな局面を迎えることになったのである。

社債市場の完全自由化は、一方で社債発行額を急増させたが、他方で自由化によって社債はリスク・キャピタルとなった。自由化以前の社債は必ずしもリスク・キャピタルではなかった。社債の発行は信用力の高い一部の企業に限定され、発行額も少なかった。社債のデフォルトが発生しても、受託会社（銀行）がデフォルト債を額面価格で買い取っていたからである。受託会社による救済のための買い取りは市場慣

行であった。受託会社は法律上の責任は何も無いが、受託会社がメインバンクであり企業との結びつきが強かったこと、発行額が小額であったこと等により救済のために買い取っていたのである。だが、自由化後は一変する。受託銀行制度は廃止され、受託会社は単なる管理会社となった。また、信用力の低い企業も自由に社債を発行できるようになり、社債の発行額は以前と比較にならないほど巨額になった。銀行は以前のようにデフォルト債を買い取ることも不可能になった。自由化後の1997年9月にヤオハンジャパンの転換社債が、続いて1998年12月には日本国土開発の普通社債がデフォルトしたが、銀行は救済買い取りを行わなかった。メインバンクが救済買い取りを行わないのは戦後初めてのことであった。かくして自由化後、社債はリスク・キャピタルとなったのである。

社債市場の自由化によって社債発行は更に増加していく。また、ハイイールド債も今後、更に増加するであろう。社債がリスク・キャピタルとなれば、投資対象に関する情報公開がなければ、社債市場へ資金を誘導することができない。格付機関による情報の公開は、社債市場発展の前提条件である。

社債市場の自由化によって、投資情報の公開、格付機関による格付が不可欠となった。ところが、日本の格付は不幸な歴史を持っている。日本の格付は、長らくの間、起債調整の手段に使われてきた。本来の意味とは全く異なった使われ方をしてきたのである。従って、格付の重要性が高まったにもかかわらず、格付に対する誤解があまりにも多い。改めて、格付とは何か、格付機関の現状と問題点は何か、今後の格付機関の課題とは何か、を検討することが必要になってきた。本書はまさにこの問題に正面

から取り組んでいるのである。

Ⅱ. 本書の構成と概要

本書は10章で構成される大著で、巻末には詳細な「格付用語辞典」があり、執筆者の略歴と業績の紹介がある。各章はそれぞれ独立した論文なので、全体を概観するため、各章のタイトルと執筆者を見ておこう。

第1章 社債市場の格付

(加藤 隼人・日本証券業協会)

第2章 日本における格付

(新美 一正・日本総合研究所)

第3章 格付の意味と役割

(岡東 務・阪南大学)

第4章 格付と分析指標

(岡田 依里・横浜国立大学)

第5章 格付と財務政策

(平井 直樹・野村証券)

第6章 資産担保証券と格付

(荒木 光二郎・日本銀行)

第7章 機関投資家と格付

(大橋 英敏／村田 昭仁・日本生命)

第8章 アメリカにおける格付

(三浦 后美・文京女子大学)

第9章 格付と財務制限条項

(浅野 敬志・愛知淑徳大学)

第10章 格付情報の利用

(大柳 康司・慶応義塾大学院)

第1章の「社債市場の格付」は本書の総論部分でもあり、日本の格付の歴史と特徴を簡潔に記述している。本章の冒頭で筆者は次のように述べている。「わが国起債市場の歴史の上で

『格付』という用語が見られるのは、1949年4月である。一般に、債券の格付といえば、第3者機関が公表している債券の信用リスクの度合いを表す投資情報としての格付を思い浮かべるが、わが国における債券の格付の歴史は起債調整を目的としたものであった。戦後間もなく経済復興のために不足する資金を重要産業へ重点的に配分することを目的として起債調整が行われたが、資金配分の観点から格付基準が作成されたのである。当時、設備投資資金の源泉は日銀信用を背景とした金融機関借り入れに大きく依存しており、社債市場は『日銀適格担保社債事前審査制度』といわれる社債担保金融優遇措置により、わずかに支えられていた。この日銀担保適格社債として日本銀行が社債発行銘柄の選定を行ったが、その際、電力債と超一流債、私鉄および起債実績のある一流債、地方会社あるいは新顔債と区別するためにA、B、Cと3分類したのが最初の債券の格付である」(2頁)。以後長らくの間、格付は起債調整、資金配分の手段として利用される。格付が起債調整という性格を払拭し投資情報の公開という本来の意味で使用されるようになるのは、社債市場が自由化される1996年まで待たねばならない。

日銀による社債発行の選別は1955年に廃止され、以後、起債調整は民間の自主調整に委ねられる。まず、昭和30年代には起債会による起債調整が行われた。1961年4月から起債調節を目的に格付基準が作成された。A、B、C、Dに格付されたが、その基準は資本金、純資産額、起債残高など量的規模を重視してランク付けされ、ランクに応じて発行量や発行条件が決められたのである。社債市場は銀行貸付市場を補完する地位にとどまっていた。1979年から債券格付機関による格付制度が導入されることにな

る。1979年4月、わが国最初の格付機関である日本公社債研究所が設立された。引き続き1985年4月には日本格付研究所、インベスターズ・サービスが設立され、その後も海外の格付機関が設立されて情報提供機関の整備が進むことになる。この間、無担保債の発行が始まり、同時に財務制限条項が定められた。無担保債の発行が増えてくると、従来のように資産担保による格付はできなくなる。そこで、適債基準が設けられ、適債基準の要素に債券格付が導入されたのである。そして、1990年、ついに「起債会格付」は廃止され、適債基準を債券格付に一本化した(8~19頁)。しかし、債券格付によって人為的な起債制限が行なわれてきたのである。

1996年、日本の社債市場は新たな転換局面を迎えることになる。「大蔵省は1995年3月、わが国資本市場の成熟化および国際化の進展に鑑み…適債基準および財務制限条項についての基本的な見直しを行う方針を発表した。いわゆる起債自由化の宣言である。具体的には、(1)これまで社債を発行できる会社を制限してきた適債条項を撤廃する、(2)企業内容のディスクロージャーを充実することとし、まず、格付情報を社債発行の開示書類に開示することとした」。「かくして大蔵省は、1996年1月から社債の適債基準と財務制限条項に関するルールを撤廃した。起債関係者にとって長年の念願であった社債発行市場がほぼ完全に自由化されることとなり、社債市場は戦後第2の発展局面を迎えたのである」(20頁)。起債市場の自由化によって、投資情報の公開が重要な意味を持つようになり、格付が投資判断の基準となる時代が訪れたのである。

第2章「日本における格付」では格付の経済

機能、わが国の格付の歴史と現状、当面の課題が分析されている。冒頭で誤解の多い格付の定義を行い、「格付とは『企業が社債を発行する際、その元利金が約束通り支払われるかどうかという点に関する格付機関の評価』のことであり、一般にアルファベットを組み合わせた記号で表現されている」(31頁)としている。その上でまず、格付の経済機能とは社債の発行者と投資家の間にある情報の非対称性を縮小すること、その情報提供の担い手が格付機関であると述べている。格付機関はビジネスとして格付情報を投資家に提供するが、中立的な立場にたつ情報提供がビジネスとして成立する要件として社債発行の増加、社債投資家層の拡大、信用リスクの存在、調査コストの節約を挙げている。

次に、日本の格付導入の特徴を分析して次のように述べている。「わが国には戦後ほぼ一貫して、格付機関が発表する格付とは全く性質を異にする『数値基準格付』なるものが存在し、それに基づいて社債発行の可否を決定するという慣行が長年維持されてきた。さらに、近年になってようやく登場してきた民間の格付機関が提供する格付についても、今日に至るまでもっぱら数値基準の代替役としての機能しか果たしていない現状がある。『投資家ニーズ』とは全く無縁の場所で格付が利用されてきたという歴史的経緯こそ、わが国の格付の性格を複雑かつわかり難いものにしていく最大の原因である」(43頁)と強調している。そして、日本の特徴を「適債基準としての格付導入」、「エクイティ債中心の格付導入」、「行政主導の格付導入」と要約している。日本における格付の信任は低い、市場による格付モニタリングが開始されれば当面する格付の問題も解決するだろうと展望している。

第3章「格付の意味と役割」では、冒頭で次のように述べられている。「本章は、債券の発行体からあらゆる意味で独立した立場にある格付機関が行う債券格付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の役割と限界を改めて整理しながら、格付機関が取り組まなければならない課題を指摘することにした。債券の発行体や投資家など直接の利害関係者をはじめ、一般の人々が債券格付について持っている無用な誤解を解き、格付の持つ意味と役割を考えることは、わが国の格付の現状を考えると今日的な意義がある」(63頁)。そして、格付とは格付機関の行う投資情報であること、投資情報は二つの内容をもっていると強調する。投資情報としての格付は二つからなり「1番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番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の文章情報である」(64頁)。

このように整理した上でアメリカと日本の格付の歴史と現状を紹介して、日本の問題について次のように要約している。「まず、格付は結果情報と文章情報の二つから構成されている。わが国では、格付の早期定着を図るために格付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得も、格付は格付機関の一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。上記の結果として格付に対する軽視あるいは表面的な理解を生み出し、格付のもつもう一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」(86頁)。筆者は複数格付の必要性についても概念図を示して説明しているが(71頁)、こうした試みは日本ではじめてのことである。

1章から3章までは日本における格付制度の歴史と特徴を論じているが、第4章から第7章までは財務分析指標、社債の発行企業、新しい金融商品である資産担保証券、機関投資家の視点から、日本の格付について論じている。ここでは視点を変えて、格付を債券の発行者や投資家の側から分析している。

まず、第4章「格付と分析指標」では、日本の格付機関が使用する指標とアメリカの格付機関が使用する指標を比較して、その有効性を検討している。著者の念頭にある問題は、日本企業の発行する債券について海外の格付機関による格付が日本の格付機関による格付よりも一ランク低くなっているのはどうしてなのか、という点である。そして、こうした相違が生じてくるのは、財務分析指標が異なっているからであり、日本の格付機関は日本市場の独自性を考慮しながら格付評価を行っているとしている(103～110頁)。しかし、今後検討されるべき課題として「キャッシュフロー指標精緻化の努力」、「企業の会計方針選択から読み取れる財務体質や利益の質」、「純資産分析とリスク所要資本基準の利用」等を挙げている。

第5章「格付と財務政策」では、日本の企業

が格付を財務政策にどのように取り込むか、を検討している。ここでは、格付機関の格付格差についても検討が加えられている。表5-4掲載の格付機関の格差を見ると、日本の格付機関とアメリカの格付機関との間には大きな較差がある(133頁)。この格差は日米の基準が異なるから格差が生じるのは当然のことであろう。しかし、日本の格付機関の相互間にも大きな較差がある。こうした違いは「投資家にとっては、投資参考情報として選択肢は単数よりも複数のほうが基本的には望ましい」が「あえて米系格付を取得する動機は企業側には弱いのが現状である」(132頁)と述べている。最後にもう一度この点にふれ、「企業にとっては、高い格付が良い格付でなく、かと言って厳しい格付が良いわけでもない」と発行体から見た格付の視点を述べている。

第6章「資産担保証券と格付」では金融新商品とも言うべきABSを格付の視点から検討したチャレンジャブルな論文である。ABSは1980年代半ば以降アメリカで急成長をとげ、日本でも近年になって短期間に市場が拡大している。はじめにABSの特徴とABSにおける格付機関の役割を整理したあと、ABS市場の歴史と現状、ABSの仕組み、ABSの代表的スキームが検討され、今後の課題として法的基盤の整備やオリジネーター、原債務者の双方の意識改革、情報開示等による市場環境の整備等をあげている。ここで取り上げている問題は今後の格付研究にとって極めて重要な問題であり、先駆的な研究論文である。

第7章「機関投資家と格付」は、機関投資家の視点から論じている。まず、社債の発行市場

は適債基準の撤廃により自由化されたが、流通市場については多くの問題が残されており、税制面では債券利子課税の源泉徴収の問題、マーケット・メイクに対する信頼の問題、社債の価値を的確に反映するシステムの整備を指摘している。次に、機関投資家は格付を利用するのは「与信判断」、「デフォルト率の推計と価格評価」、「ポートフォリオ管理」の3つの場面であり、格付け記号の重要性は今後も変わらないとして次のように展望している。「格付記号はポートフォリオの視点で信用リスクを評価・分析するためのツールとして非常に有効である。少なくとも投資家にとっては、運用成績が絶対評価でなく『ベンチマーク』を睨んだ『相対評価』が重要であり、投資家が利用する情報として『公共性』および『指標性』が備わった格付け記号は、信用リスクのある資産へ投資する投資家にとって、更には資金調達者としての投資家にとっても、今後も変わりにく重要な経営管理のツールであることは間違いなからう」(198頁)。しかしながら、格付け記号には限界があり、この限界を格付け「コメント」が補完しているとして文書情報の重要性を強調している(202~204頁)。

第8章「アメリカにおける格付け」では、アメリカの格付制度の歴史とその発展過程が分析されている。要約すれば、次のようになろう。まず、ルーツをたどると20世紀初頭にさかのぼることができる。1909年にジョン・ムーディが鉄道債に投資物件としての優劣を記号で表示したのが最初の社債格付とされる。とはいえ、格付が定着するのは1929年恐慌以降である。格付機関に対する信用力が急速に高まり、通貨監督官が銀行の証券投資の適格銘柄選定に格付を利

用するなど、公的機関も格付を利用するようになる。1970年代には格付の有料化という大きな変化が生じる。それまでの格付は勝手格付であり、格付機関の収入は格付を行った企業から格付収入を得るというものではなかった。1970年代以降、発行企業が格付機関に対して格付を依頼するようになる。格付が多様化し複雑になると格付機関は格付有料化をせざるを得なくなるが、有料化することにより格付機関の中立性をどのように守るか、という課題を背負うことになる。格付機関の独立性と中立性が問題になるのは、この時点からである。1975年にはSECが規制の手段として債券格付を利用するようになる。この年、SECはNRROs（国民的に認知された格付機関）制度を導入した。そして、投資顧問法が改正されSECが投資顧問会社の資産額算定に格付を利用するようになる。1980年代にはアメリカの制度が国際的に採用されアメリカの制度が国際化される。1990年代に入ると格付が多様化して格付は債券の格付から発行体の格付へ、また、債務者の格付・預金の格付・銀行財務の格付・預金支払能力の格付など格付は多様な展開を見せ、本来の意味から今日では大きく変わりつつある。

では、どうしてアメリカの格付制度はこのような発展をとげたのであろうか。筆者は末尾で次のように締めくくっている。「アメリカの格付機関は、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、債券格付の質を維持す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。すなわち、“債券格付は言論の自由というアメリカの伝統、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、ここでは、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である”ためである。必然的に、アメリカは常に公開情報だけが説得的である」（230頁）。情報の公開こそが市場にとって必要だと認識された時点で、アメリカの格付制度がグローバルスタンダードになったのである。本章は日本の格付制度を検討する場合の尺度、座標軸であり、本書の大きな骨格を形成している。

第9章「格付と財務制限条項」では、アメリカの企業は財務制限条項をどのように利用しているかを検討している。本章の狙いを筆者は次のように述べている。「アメリカ企業は財務制限条項を戦略的に活用している。財務制限条項の自由な設定が認められるようになった現在、わが国の企業も財務制限条項を戦略的に活用する必要があると思われる。本章ではアメリカ企業を対象に、経営者と社債権者間の利害対立の具体的内容、利害対立を解消するために設定されている財務制限条項の特徴、財務制限条項の設定理由、テクニカル・デフォルトのコスト、そのコストを回避するために発動される会計政策を分析」（235頁）することにあるとしている。そして、アメリカの企業は「レバレッジの高い企業、規模の小さい企業、経営者報酬の少ない企業、経営者の株式所有割合が高い企業、そして経営者の保有する株式市場価値が大きい企業ほど、社債権者の利益を株主に移転させないように、より厳しい財務制限条項を設定する傾向にあった。また、格付機関が財務制限条項

を格付に反映させるため、償還不能のリスクの大きい社債を発行する経営者は当該リスクを少しでも抑えるために、より厳しい財務制限条項を設定する傾向にあった」(254頁)。だが、厳しい財務制限条項は達成が困難だから細心の注意が必要だと述べている。

第10章「格付情報の利用」では、債券格付が株価に如何なる影響を与えるか、日本格付投資情報センターの格付を用いて実証研究を行っている。そして、実証分析の結果を次のように要約している。「大幅に格下げされる場合には、株価が大きく影響を受けることが観察できた。…日本においては格付が投資家に対してある程度の影響を持っていることを証明しているといえよう。ただ、格付変更前から株価が低下していることを考慮すれば、投資家の投資行動をみて、格付機関が格付を変更していると考えることができるかもしれない。…格上げと株価の関係に関しては、サンプルが少なかつたため十分な分析を行うことができなかった」(276頁)としている。

巻末には「格付用語辞典」が付録として44項目にわたり解説され、読者の便に供している。

Ⅲ. 本書の特徴

本書を読んで感じたことは、まず、格付に関する無用の誤解を解き、格付の持つ意味と役割を考え、日本の格付制度はどうあるべきか、を強く訴えていることである。長らくの間、日本では格付が本来の意味とは異なる使われ方をしてきた。概要構成の中で紹介したように、わが国起債市場の歴史の上で「格付」という用語が登場するのは1949年4月にさかのぼる。以後、

格付という用語は市民権をえて社債市場で定着するが、ここでの格付は起債調整を意味した。社債市場の自由化が完了するまでの間、格付とは一種の信用割当の手段であった。格付が投資情報の公開という本来の意味を持つようになるのは、適債基準と財務制限条項が撤廃される1996年以降のことである。それまでの格付の歴史は、いわば、歪められた歴史であった。本書の基調は、この歪められた格付に対する無用の誤解を解き、格付の持つ意味と役割を考え、日本の今後の格付制度を考えるというものである。行間を通じて、一種の使命感をさえ感じるのである。こうした意味で本書は啓蒙書という性質をもっている。

第二の特徴は、格付に関する重要な論点を網羅した研究論文集だという点である。各論文は論点を絞り込んでボーリングしているが、執筆者は各分野における第一人者と思われる。巻末の執筆者紹介と業績紹介からそのことが伺える。従って、この書物は少なくとも学会レベルでは格付研究の第一級の書物ということになる。格付に関する重要な論点はカバーされているが、全体的な統一は取れていない。随所に繰り返される重複がある。しかし、この重複は論文集のデメリットでもあり、メリットでもある。というのも、重複によって重要性が確認されるからである。歴史記述の箇所では、特にそのように感じた。

第三の特徴は、格付という視点から戦後日本の社債市場を概観していることである。格付という窓口からみた戦後日本の社債市場史であり、社債市場史の一つの切り口となっている。格付という視点から見ると、適債基準と財務制限条項の撤廃が発行者だけでなく、投資家にとっても如何に重要な変化であったかを理解す

ることができるのである。

第四の特徴は、格付制度に関する今後の研究課題を明示していることである。格付が投資情報の公開という本来の意味を獲得した段階で、格付制度の研究は新たな局面を迎えることになる。格付の分析指標、格付と財務政策、新たな金融商品の格付、財務制限条項の戦略的活用等、今後の実証研究と理論的枠組みの形成が必要になってきた。本書はこうした分野においても研究課題を明示し、先駆的な研究を行っている。

本書を通じて考えさせられた問題点は多い。まず、格付機関の格付格差についてである。格付機関の間で格付格差があるのは、望ましいことであろう。評価に違いが出てくるということ、格付機関の独立性が確保されていることの表れでもある。だが、日本の格付機関とアメリカの格付機関の格付格差、日本の格付機関の間に見られる格付格差、アメリカの格付機関の間で見られる格付格差、この格差を比較すると不思議に思う。日本とアメリカの格付機関の間で格付格差があるのは、日本とアメリカとでは基準が異なるから相違があってもそれほど不思議ではない。一般には日本の格付はアメリカと比較して甘いといわれているが、本書の第4章では明確に否定されている。問題は日本の格付機関の間にみられる格付格差が大きいという点である。アメリカの格付機関の間では、格付格差があるもののそれほど大きくない。ところが、日本ではR&IとJCRとの格付格差を見ると、J

CRのほうが54%の確率でR&Iよりも常に甘い格付を行っている(133頁 表5-4参照)。本書ではこの点の説明はない。これほど大きな較差があるということは日本の格付機関が未だ十分に成熟していないからなのか。それとも、日本の場合は格付機関ごとの基準が大きく異なっているのだろうか。

また、本書を読んで改めて問い直すことは、格付とは何か、という問題である。本書を通じて社債の格付とは何か、この点は明快になった。格付に関する多くの誤解も本書を通じて氷解することだろう。その上で新たな問題が生じてくる。格付という用語は債券だけにとどまらず、本書の第5章でも「発行企業の格付」という表現が見られる。また、第8章では格付の多様化が1990年代の特徴である、と述べられている。こうした論述から、格付は債券の格付から始まり、今日では預金や銀行財務、保険金支払能力まで格付の範囲が拡大しているのではないか、と思われる。そうであれば、なぜ、格付の多様化が進むのか、また、多様化する格付はどのように定義できるのか、といった問題も生まれてくる。

この書物は自己完結的な本ではなく、開放体系の本である。本書の貢献は単に日本の格付制度の現状と問題点を明確にただけでなく、今後の研究課題、新たな研究テーマを提起している点でも有益である。

(甲南大学経済学部教授)