書　評

上野孝司・ブルームバーグニュース著

『ブルームバーグ東京発：信用リスクを読む』

（日本評論社，2004年４月）

小　林　和　子

はじめに

一見して，本書の著者名と書名に多少の違和感を覚えるだろう。

「ブルームバーグ」という語が双方に入っているのは何故か。著者の上野孝司氏はブルームバーグニュースの債券資本市場担当記者であるが，本書全体を同社の同僚と共同執筆したわけではない。「本書の成り立ち」で書かれているように，内容の相当部分は上野氏が過去に同ニュースに執筆された文章が用いられている。配信されたニュースの版権・使用権は同社にあるため，著者といえども新たな出版物に用いるに当たってはこのように併記しなければならなかったのである。また，著者がこのテーマで一書をものするに当たっては，当然にその職業経験と，諸々の同社ファシリティーズの利用が寄与したことも確かであろう。しかし，本書の執筆成果は紛れもなく上野氏個人の資質と努力の賜物である。

著者のキャリアもまた興味深い。数学科出身で，教育学科を経て，証券会社で仕組み債の設計等を経験した後に，ニュース配信会社ブルームバーグに入社して，債券資本市場担当記者となり，多くの市場関係者に市場の最新情報についてインタビューを積み重ねてこられた。本来の資質として文学にも親しんでこられたようで，多岐に亘るジャンルの読書が極めて現実的な分析を行う文章を支えるとともに，本書の最後の考察である資本市場の文化論に結実しているといえよう。

Ⅰ．本書の構成

プロローグで書かれているように本書の素地になったものは2002年１月～2003年２月にブルームバーグニュースに連載された「信用リスク再考」及び関連記事である。債務証券を発行している株式会社，銀行，国，地方自治体等の信用力評価に関して，この期間中に問題になった事項を余さず取り上げたニュースがベースである。この特色を良く理解するために，本書の構成を紹介するに当たって，そこで取り上げられている発行体の固有名詞を付記した。

プロローグ　本書の成り立ち

0　アートは科学を超えるか

ムーディーズは格付をアートとして捉え

（定性分析重視の姿勢），S＆Pは科学として認識している（定量分析を重視する姿勢）とみる。

：武富士，島津製作所，古河電気工業，三菱自動車工業

1　格付とは

1.1　情報の非対称性(1)――市場には“性悪説”でのぞめ

：エンロン

1.2　情報の非対称性(2)――株価は何を語るのか

：ワールドコム

1.3　格付と投資判断――「逆転現象」から考える

：日本国債，公営企業金融公庫，富士電機，富士通

1.4　ザ・トヨタ――恐るべき金融力，個人債で攻勢

：トヨタ，トヨタの金融子会社（TMCC，TFC，TFS），トーメン，大日本印刷

1.5　親と子の逆転――ドコモはNTTを超えるか

：ドコモ，NTT，NTTリース

発行体と投資家の情報の非対称性に基づいて，信用リスク評価の手段として格付が要求されるが，不正会計などに対しては格付会社にも限界がある。格付は「一つの意見」として投資判断の材料に止めるべきである。

2　信用リスクの見方，考え方

2.1　民鉄も破綻の時代――信用不安と金余りの矛盾

：高松琴平電気鉄道，フジタ，住友電気工業，NTT

2.2　信用力は改善，だが過剰債務解消は道半ば

：日産，KDDI，足利銀行，マツヤ電機

2.3　信用不安の兆候を読み取る

2.4　株価50円割れの信用力

：住友金属工業，神戸製鋼

2.5　問われる負債削減のスピード――ゼネコンの信用力

：大林組，大成建設，三井住友建設，JFEホールディングス，

2.6「敗者復活」へのシナリオ――巨額償還に挑む

：エス・バイ・エル，住友金属工業，神戸製鋼，沖電気工業，丸紅，三菱自動車工業，いすゞ自動車，日産自動車，ミノルタ

2.7　同じ不祥事，なぜ格差？――価格弾力性で解く

：日本ハム，雪印食品，三井物産，東京電力

2.8「時代遅れ」がもたらした優位

：三菱電機，富士通，日立，東芝，NEC

企業倒産が常態化・無差別化し，高格付け債にもリスクはあるが，信用不安の兆候は読み取れる。同じ不祥事でも，格付の認識は価格弾力性の大きい消費財の性格に焦点が当てられ，価格弾力性の小さい商品を扱う企業は国家の政策との関連に注目する（基本的な「命題」）。一時点での格付ではなく，信用力の方向性に市場評価の焦点が移っているため，格付の迅速化が求められる。

3　国家，公共セクターなどの信用リスク

3.1　日本国債の相次ぐ格下げ

3.2　始動する地方債改革

3.3　政府保証なしの財投機関債――市場原理で自ら資金調達

：日本道路公団，政策投資銀行，国際協力銀行

3.4　一体化する安保と金融

：アルゼンチン，トルコ，北朝鮮

3.5　アルゼンチンの「教訓」――サムライ債の行方

3.6　米政府からの書簡――国益と「中立性」と信頼

：イラン

「国家の信用力」における債務返済能力には政策・国家の意志が含まれ，政治動向・國際関係も入る。「地政学的リスク」等の判断を考えれば，格付会社には歴史家・社会学者なども必要かもしれない。

4　金融と信用リスク

4.1　ダブル・スタンダード――銀行信用力はいずこに

：東京三菱銀行，足利銀行，三井住友銀行

4.2　変わるか日本の金融(1)――ヒステレシス

4.3　変わるか日本の金融(2)――日暮れて道遠し

：神戸製鋼，住友金属工業

4.4　東京三菱だからなのか――邦銀初のTier Ⅲ債

金融機関の信用リスクにはいくつか特殊な性格が読み取れる。金融機関の破綻は必ずしもその債務の不履行に直結しない（長信銀など，利金債デフォルトせず）。S＆Pは足利銀行格付を異例のR（規制当局の監督下におかれた債務者への格付）とする。強い規制を受けた業種であるためヒステレシス（履歴現象）症候群が見て取れる。市場は今なお間接金融に比較優位があり，リスク認識が曖昧である。

5　社債契約，財務と信用リスク

5.1「常識」か「非常識」か――雪印と投資家保護

：雪印，東芝

5.2　担保の有無が絶対ではない――JR 3社の試み

：JR 3社，KDDI

5.3　外圧，変革，そして無担保化――消えた保護の概念

：TDK，シアーズ・ローバック

5.4　自社株買いでROEは上昇するか

5.5　立場の弱い社債権者

：日立，トヨタ，松下，東燃ゼネラル石油

5.6　揺らぐEBITDA神話(1)――人は，神を求めるのか

5.7　揺らぐEBIDTA神話(2)――財務指標は有効か

：エンロン，ワールドコム

投資家は種々の社債契約の違いを認識し，また低格付での担保の重要性を認識せよ。株式市場でもてはやされる自社株取得も財務の安定性の面に着目すれば，信用力は低下し，格下げに至る事例もある。

6　デリバティブと信用リスク

6.1　鉄とデリバティブ――最先端の“奇妙な関係”

：新日鉄ソリューションズ

6.2　究極のリスク・テイカー

6.3　金利スワップの起源

金融工学を土壌に信用リスクの計量化が可能になり，新たなリスク・テイカー（海外投資家，ヘッジファンドなど）の出現にともない，クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などが登場する。米国「金利スワップ」の起源も金融機関の信用力格差に求められる。機関投資家にはリスクを連続的にとらえる志向が強まる（信用リスクであるとともに市場リスク）。

7　倫理と信用リスク

7.1　墜ちたブランド――雪印，一夜で信用力を失墜

：雪印，日本ハム，ブリジストン，JR東日本，武富士

7.2　国破れて山河あり――消えるこの国の形

：雪印

7.3　病院債の登場――課題克服は「社会的責任投資」

：三井記念病院，法政大学等

日本の技術水準の低下・国際競争力（経営効率・販売力など）の低下と，信用力（債務返済能力）の低下には「正の相関関係」がある（経営者の倫理観と格付の相関関係）。

8　資本市場の文化論

8.1「鎮めの文化」と資本市場

：水資源公団，東京電力，四国電力，JR東海，京成電鉄

8.2「鎮」と「煽」の相克

：ヒューレット・パッカード，東電

8.3　存亡を賭けたリスク――合理的思考と日本人

8.4　なぜ，いま資本市場文化論なのか

日本には根本に無常観（山折哲雄氏）のようなものがあり，これを市場に当てはめて見ると「リスクを受け入れる文化」，「リスク認識が曖昧」，「鎮めの文化」ということができる。不良債権問題への対処に典型的に表現される。これに対して，欧米の市場には「リスクを回避する文化」，「煽る文化」が見て取れる。「鎮め」「煽り」の対比は大村英昭氏の説である。実務に呼応したオプション理論の形成は煽る文化の典型例であり，リスク認識が明確である。この二つの文化の相克はやむを得ないが，日本人としてなすべきは「守るべきは守り，糺すべきは糺す」志である。その果てにこそ，日本人の豊かな感性と欧米流の論理実証主義の融和がある。「高等数学」を用いる金融工学よりも，資本市場の原点に返り，「借りた金は返す，利子をつけて」というリスクの素朴な姿を認識すべし。

エピローグ　クレジット・パラダイムの視点

経済学の分野では貨幣に関る変数を重視する「マネー・パラダイム」と経済主体の債務に焦点を当てた分析である「クレジット・パラダイム」の二つの考え方があったが，新古典派経済学の成立，制度化の過程で後者は忘れ去られた。榊原英資氏の議論を援用しつつ，資本市場の急速な「クレジット化」，特定のミクロ的な情報から積み上げていく経済分析が重要になってきているのではないかとして，「クレジット・パラダイム」の視点に期待する。

Ⅱ．なぜ信用リスクが焦点になるのか

日本人はリスク認識が曖昧だ，リスクを良く認識していないといわれるが，リスク一般にこれを敷衍することはできないだろう。証券市場に関しても，株式についてのリスク認識は明確にある。大量売買商品に関して大きな市場リスクが存在し，これに対処する必要があることは，すでに江戸時代の全国商品であった米の先物取引に遡り認識されており，多くの文献も残されている。明治に入って，株式会社の数も少ないうちに設立された株式取引所における株式流通取引には，先行した米先物取引の手法が色濃く取り入れられ，その実態はリスクそのものを取引対象にしてきたといってもよい。株式取引の世界では市場リスクはあって当然，対処して当然，むしろその逆手をとって市場の主たる取引対象としてコントロールして当然の存在で

あったといえる。

しかし，債券商品の信用リスクとなると，日本市場は明確な意識をもたないままに何十年を過ごしてきた。ここに来て急速に信用リスクに対する意識が高まってきたことには，市場型債券商品の急拡大が大きな理由となろう。第２次世界大戦中のように赤字国債の発行が巨額に上ったとしても，市場売買が抑制されており，国家の政策に対する批判が封じられていれば，リスク意識が持てるわけもない。自由競争市場において，デフォルトが頻発するようになって初めてリスクの存在が公然化し，資金運用者側がリスク認識を持つようになったのである。

債券市場の歴史を辿ってみると，日本では信用リスクに対する認識が遅れた理由がわかるともいえる。第２次世界大戦前の日本では，銀行貸出の形態は①対人信用，②有価証券担保（国債，株式），③不動産担保にほぼ３分された。この時代には貸出リスクを「読む」ことは比較的単純で，個人資産（銀行預金，有価証券，不動産等），国債（リスクフリー），不動産価格（第1次世界大戦前後のバブル期を除いて40年間で約倍増という程度）にはさして分析の必要がなかったろう。銀行に担保に入った現物株式については支配証券として（子会社化），利潤証券として（好況期には10割配当もありえた），また最終的には一部は再担保物件（日銀見返り担保）として評価された。

戦前の債券市場の画期となったのは1933（昭和８）年，日本興業銀行のリードによる無担保債発行の原則禁止の申合せであった（いわゆる社債浄化運動）。これ以前は，小規模の自由競争市場で，無担保債が中心であったが，無担保債にも担保付債にもデフォルトが見られた。自由金利市場では，投資家は基本的に自己責任でハイリスク・ハイリターン投資を選択したのである。試みに，1928（昭和３）年と，戦後の規制金利市場時代の1960（昭和35）年との，発行市場金利を比較してみよう。

	1928	1960
金利規制	自由金利	規制金利
担保主義	規制なし	有担主義
金利の幅	５～９％	７～7.6％
最高金利	９％	15％

（資料）日本興業銀行『全国公債社債明細表』各年版

担保に関する規制のなかった時代には，しかし格付も存在せず，金利は自由であったため，信用リスク（というべきもの）に対応するには高金利が要求された。1928年発行の最高金利は近江絹糸（1917設立，東株未上場）の無担保債，９％であったが，前年には何と50％もの金利が付されたものもあった（東京図案印刷）。これに対して，規制金利で，有担主義の1960年には金利の幅はきわめて狭く，８％以上の高金利を付けた発行は全て縁故債であり，大半が無担保であった。すなわち，無担保であるがゆえの高金利で，有担主義の時代には例外的発行といわざるをえない。

戦後は社債受託銀行が担保付社債を受託し，起債市場を管理した時代が長かった。この時期には銀行の担保評価・管理能力が信用リスク分析に代わり，デフォルト必至の緊急事態には受託銀行が社債買取りで対応したため，一般投資家はリスクを取らずにすんだ。デフォルト・リスクに対する市場意識が高まったのは，無担保社債の解禁と，デフォルト時の対応の変化（受託銀行が保証せず）が生じた1980年代半ば以降である。他方で，計量的手法の発展とリスク分析への応用が可能にもなり，格付会社，証券会社，金融機関における信用リスク分析の必要性が認識されるようになった。

とりわけ，本書が対象とした直近の数年は，(1) 1企業の破綻に止まらず，金融市場への衝撃が大きい例が出た（マイカル社債を組み込んだMMFの業績悪化など），(2)エンロンなど世界的大企業の，前例のない形での破綻を予測できなかった，(3)アルゼンチンなど，国家の債務不履行例も生じ，(4)雪印，三菱自動車など企業倫理に関る不祥事が信用に大きな影響を与える例が出るなど，発行体側の大きな変化が信用リスク分析の必要性認識に画期をもたらしたといえる。

2004年7月現在いくらか変化が見えてきたが，金融市場の超低金利と，経済全般のデフレが継続し，株価不振でもあれば，スプレッドの大きい債券商品に対するニーズは拡大する。有価証券投資を専門とする本来の機関投資家も，伝統的預貸業務が不振でやむを得ず有価証券投資を選択する金融機関も，ともに年度決算で利益を求めるとなれば，巨額の債券投資の信用リスクは最大の問題になる。ハイリスク・ノーリターン（低格付で結局デフォルトの場合）からローリスク・ローリターン（国債）までの選択肢の間で，投資対象を選択し決定するには，最低限とはいえ相当量の基本的な判断情報が必要である。

Ⅲ．資本市場に関する「技術」から「哲学」への展開

本書の第一の特色は，2002年から2003年という限定された期間についての，徹底した取材に基づく判断の提示にある。この取材活動はまさにニュース記者としてのものであるが，その判断に関しては著者のかつてのクオンツとしての経験と，数学を基礎的専門分野とした上での経済学・社会学・文学に亘る深い教養が活かされている。書評者は数学も計量経済学もわからないが，数式の羅列に悩まされることはなく最後まで読みきった。一見して，ニュースのトップか上位に来るようなトピックスを無数に取り上げながら，事実に呑みこまれず，徹底した取材で「市場の判断」を確認する，これを繰り返す中で，著者自身の判断力が磨き上げられていったものであろう。一般事業債の分析においても，同じような不祥事であっても評価が異なるのは何故かを，発行体の対応で見るケースと，政策による保護の有無で見るケースとがある。読者はこうしたトピックス毎の詳細な分析にまず惹きつけられるだろう。金融機関の信用力の分析には政策との歴史的な関りの重み（ヒステレシス）が重視され，国家の信用力の分析には政策そのものの決定権を内包する政府組織の特殊性と国際的政治経済・金融諸力とのかかわりが重視される。ここに来て，分析のツールは一気に拡大し，資本市場の文化論にまで展開する。

著者はキャリアのどの時点からか，技術的分析の積み重ねを通じてか，分析の背後にある何かを求めるようになり，本書の最後を資本市場に関する文化論で締め括るに至った。資本市場に関する技術的な分析を通じてその背後にある「哲学」に到達したことが本書の最大の特色であろう。

Ⅳ．いくつかの論点

実は，書評者が当所の公社債市場研究会で本書を取り上げるに当り，いくつかの論点を著者に問い合わせ，すでに書面で回答を得ているとともに，研究会当日にも直接にお話いただいた。そこで，書評としては異例であるが，以下の論点の後半には著者からの回答を要約して掲

げた。

① 「クレジット・ストーリーを描く」とは何を意味するのか

近年，機関投資家が投資に際して要求するという「クレジット・ストーリーが描ける」企業とは何か。「クレジット・ストーリー」とは，別途言われている「信用力の方向性」と同義だといえるのか。ある時点（現時点）での格付に止まらず，近い将来に向けてある程度の期間を包含する信用力の展開，予測を望んでいると思われるが，信用力に関するアナリストはどの程度の期間を予測可能範囲と考えているのか。あまり長くなると格付者の恣意性が強く出ると思われ，また環境の変化もあって予測の意味がなくなるのではないか。

回答：「信用力の方向性」とほぼ同義である。ⅰ．ストーリーが描ける（良いシナリオ），ⅱ．ストーリーが描ける（悪いシナリオ），ⅲ．描けない，の3通りが考えられる。ⅲは判断がつかない，先が読めない。ⅰ，ⅱは絶対値，前後の状況などで判断する。もっとも投資妙味があるのは，「現在は信用力が低下しているが，今後上向きのストーリーが描ける場合」であろう。

分析の期間については一般的に3～5年程度と考える。

② 信用リスク分析に限界はないのか

国にも債務不履行がありうる時代であれば，リスクフリー資産はないということになるのか（BIS自己資本規制の算出方式ではなお国債，地方債，OECD加盟国国債等はリスクフリー）。とりあえず「リスクフリー」ランクではあるが，デフォルトの可能性を絶えず気を抜かず測定しておくということか。これを含めて，信用リスク分析の必要性は十分に認識できたが，ではその分析において限界はないのか。

回答：限界はある。対象企業が違法な行為により情報を隠蔽する場合には，適正な分析を行うことはできない。対象企業が正しい情報を十分に与える場合でも，定性分析に関しては100％見通しを的中させることは至難の業であり，限界に近い部分においてこそアナリストの手腕が問われるといえる。

③ 格付会社の格付の性格

格付会社の格付を市場に提示される「一つの意見」に過ぎないとすると，何故市場がそれを要求するのか。一つの意見に過ぎなくても市場（投資家）よりははるかに多い情報量と判断分析力のゆえに，その意見を買い，複数意見を対比して自らの投資判断に利用するのか。

回答：格付会社の必要性は「情報の非対称性」に根拠があり，投資家と発行体との間の情報格差のズレの是正がその役割であるが，投資家の側はこれを鵜呑みにするのは危険である（一つの意見に止める）。とはいえ，利害関係者から完全に独立した第三者として情報を提供しうること，及び専門家集団として独自の高い水準のノウハウを持つことにより，この「意見」の使用には意義がある。現在行われている格付は行政の規制によるものではなく，投資家保護のためのものでもない。投資家にとっては参考意見，発行体にとっては（プロにより整理された，他の発行体と比較可能な一定水準の）情報提供に，その役割が存する。

④ 機関投資家と個人投資家との格付利用の違い

本書のインタビュー対象は各種の市場関係者：発行体，機関投資家，市場仲介者，行政当局等であるが，中心は大口の買い手である機関投資家だといえよう。これは債券の発行市場がす

でにして大口・機関投資家向けと個人投資家向けに分断されていることの反映であるともいえるが，では個人投資家の立場はどうなるのか。信用リスク分析の必要性が機関投資家に強く認識されており，それに対してコストを支払いうるのに対して，個人は必要性はあるがコストは支払わない。いわばフリーライダーになるのか。機関投資家と個人投資家の情報格差をどう考えるか。

回答：機関投資家と個人投資家には大きな環境の差異が存在する。個人には格付会社の意見を鵜呑みにせざるを得ない状況もあるかもしれないが，自己の判断で投資を行うことには変わりはない。そこで，新聞やその他の専門的メディアが，投資の自己責任性を強くアピールし，格付会社の意見を判断して市場に提示する役割を求められると思う。

⑤　資本市場の文化論

大きく見て日本文化を「鎮めの文化」，欧米の文化を「煽りの文化」と把握して，これを資本市場の文化論に応用することの妥当性について。特に欧米の文化のうち，資本市場を動かす精神が「煽りの文化」であればこそ，「鎮めの文化」を維持してきた日本市場は欧米市場を形式的に模倣することはできても，アメリカ市場が次々と生み出してきたような「実務の蓄積を基盤にした資本市場の理論」を生み出すことはできなかった，とする。「煽りの文化」は，自由競争，規制少なく，デフォルトの現実，敏感なリスク感応度があり，「鎮めの文化」は，競争制限，規制多く，政府・銀行の救済でデフォルト少なく，リスク認識が薄い，と言い換えられよう。しかし，この数年は欧米型になってきているとの叙述もある。市場における「鎮めの文化」は後退ないし消失したのか。

回答：欧米流の資本市場での「リスクテイク」の根底には，リスクに見合ったリターンを求める合理的な認識がある。この認識が文化によって異なり，日本の場合にはこの認識が薄く，リスクをとるということになじまないのではないか。近年の信用リスクの高まりは確かにあったが，信用リスク文化はまったく根付いていない。それは，日本的な金融行政，不祥事への対応の方法などがいまだ根を張っているゆえである。

最後に

一般的な文化論を資本市場の文化論に重ね合わせることができるとして，そのことで何が明確になるのだろうか。「鎮めの文化」論を受け入れたとして，日本市場は近い過去に一度，バブル絶頂期に世界最大規模の株式流通市場を実現している。多くの市場参加者が短期～中期の株価の右肩上がりを信じたことは，ローリスク・ハイリターンに身をささげた極めて日本的な現象だったのであろうか。「鎮め」か，「煽り」かは，市場の発展そのものを規定するわけではない。リスクに鈍感な投資家がリスクに敏感な一部の投資家に食い物にされても，市場全体としては発展する場合もあろう。「鎮めの文化」は端的には，市場を破綻させないための志向性が強い文化，と捉えることもできるのではないか。個別具体的なリスク・リターンとは別に，市場全体の破綻リスクは回避したい，そのことによって全体としてのリターンを減らさないようにしたいというべきか。本書の提起した課題は日本市場のレーゾンデートルを問うものであるようだ。

（当研究所理事・主任研究員）