

## 書評

田中英隆・石渡明著

## 『格付 価値の再認識と広がる投資戦略』

(日本経済出版社, 2016年10月)

田村香月子

## I. 本書の視点

信用格付は、米国の格付会社である Moody's Investors Service の創設者 John Moody が、1909年に鉄道会社の信用情報誌 *Moody's Analyses of Railroad Investments* を発行した際、信用力をアルファベットで投資家に示したのが起源であり、以来100年以上の歴史がある。日本においても社債市場への格付導入のため、1975年に公社債研究会が日本経済新聞社内 に設置され、1985年には社内より独立した日本公社債研究所と、金融機関等から出資を受け設立された日本インベスターズサービスが本格的に格付を開始した。現在では格付投資情報センター (R&I)、日本格付研究所 (JCR) の他、上記 Moody's に加え、Standard & Poor's、Fitch Ratings などの米国系格付会社、また中堅、小規模の格付会社も存在し、債券市場における情報インフラとして定着している。

これら信用格付は、格付対象の信用力を簡単なアルファベットを用いてシンプルに表示したものである。しかし格付会社が示す数文字の単純な記号は、そのシンプルさゆえに資本市場に強い影響を与え、時に大きな反響を引き起こす。

近年の主な事例をみると、1997年のアジア通貨危機においては、為替レートの暴落からくる各国のソブリン格下げ、またそれにとまなう金融機関の格下げが悪循環を招き、アジア全体の金融危機へつながったとして、格付会社が批判を受けた。また2001年の米国エンロン社の破綻においては社債格下げのタイミングが遅延したとして、また近年では最も影響が大きい2007年のサブプライムローン問題においては、サブプライムローン関連証券化商品の格付変更が大きく取り上げられ、批判の対象となったことが記憶に新しい。こうした多くの反応は、おしなべて信用格付への信頼のゆらぎが根底にある。

本書は、日本を代表する格付会社の1つである R&I に所属し、長年格付業務のみならず格付会社経営にも携わる、実務を熟知した両氏により執筆された。格付に関する書はこれまでいくつ出版されており、実務を経験した著者による執筆も少なくはない。しかし本書の著者が冒頭で述べている通り、格付会社の立場から格付について述べたものはあまり存在しない。格付に対する反応を文字通り体感し、格付会社および格付の信頼について、一方で最も真剣に考える立場にある著者によって描かれた本書の内容と特徴を紹介し、評してみたい。

## II. 本書の構成と概要

本書は大きく7章から成る。以下はその構成である。

はじめに

第1章 サブプライムローン問題と格付 信用格付の終焉？

第2章 格付会社のガバナンスを問う

第3章 規制で格付の使い勝手は変わるのか？

第4章 信用格付の価値を生み出すメカニズム

第5章 原点回帰する格付利用 復活したバーゼルⅢ外部格付参照

第6章 信頼性の高いニッポンの格付

第7章 ミドルリスク・ミドルリターン投資戦略と格付利用

おわりに

「はじめに」において、筆者は本書を「現状の社債市場とそこにおける格付利用に加えて、市場型間接金融の発展に資する今後のさらなる格付利用のあり方を考えるため、市場における信用格付の価値や意義、利用方法等について格付会社の立場から論じたもの」（2頁）と位置づけた。その上で、第1章「サブプライムローン問題と格付 信用格付の終焉？」では、近年信用格付が最も注目され、格付が金融危機を引き起こす1つの要因であるとして批判が集まったサブプライムローン問題を中心に、その経緯が詳細に記述されている。ここでは格付会社による一連の格下げ行動が金融危機の生成においてどのように位置づけられたのかを、IOSCOの報告書を元に叙述している。

また筆者は第2章「格付会社のガバナンスを問う」において、サブプライムローン関連証券

化商品の格下げという市場に強いインパクトを与えた事象の発生原因を「①格付分析技術の問題、②格付プロセス・体制の不備と利益相反の顕在化、③格付会社ないしアナリストの規範の問題」（47頁）とした。特に3点目の規範について著者はコーポレート・ガバナンスと企業倫理について注目し、格付会社においてはアナリストがインテグリティ（integrity）を保持する重要性を述べている。

こうした金融危機を経て、格付会社に対する規制が強化されることとなるが、第3章「規制で格付の使い勝手は変わるのか？」では、格付会社規制の動向がサブプライムローン以前以後に分けて紹介される。各国で導入されている格付会社規制は、金融市場のグローバル化を踏まえIOSCOの基本行動規範をベースとした国際協調的規制となっている。ただし欧州および米国の規制には自国の資本市場の現状を踏まえた独自の規制もあり、信用格付の質を損ねる可能性があるかと懸念している。

以上の内容から「質の高い格付とは独立性、専門性、一貫性の三つの価値が高い信用評価である」（98頁）ことを踏まえ、信用評価の価値を生み出すメカニズムを、野中郁次郎・竹内弘高両氏の提唱する「組織的知識創造の理論」に当てはめ考察した第4章「信用格付の価値を生み出すメカニズム」は、本書の最も特徴的な部分といえよう。ここに関しては後に詳しく触れたい。

第5章「原点回帰する格付利用 復活したバーゼルⅢ外部格付参照」では、格付依存の問題への対処について、格付の有用性と望ましい利用のあり方について述べられている。

格付は資本市場の共通言語であると言われていいる。「格付会社が集中的に、様々な発行体や

金融商品の信用評価を継続していくことにより、結果として市場全体で多くの投資家が低コストで信用評価を共有することが可能」(128頁)となり、また格付符号は「情報生産コストの低減のみならず情報伝達コストの低減にも大きく貢献」(128頁)する。米国ではドッド・フランク法において連邦機関の公的な格付参照が禁止されたが、信用格付の有用性が強い部分においては格付参照を許容している事例もある。ただし筆者が「過度な格付依存の問題とは、こうした群衆的な投資行動が資本市場の安定性を損ねるといふ問題である」(140頁)、「信用評価はそもそも主観的なものであって、絶対視されるような客観評価ではない」(140頁)と述べている通り、投資家は格付を参考情報として用い、過度な依存、機械的な依存は避けるべきである。

ここまで、筆者は主にグローバルな格付の影響や規制について述べてきたが、第6章「信頼性の高いニッポンの格付」では翻って、我が国における格付の歴史的発展と資本市場の特徴、および格付利用について触れている。周知の通り日本は銀行を媒介とした相対型金融取引が中心であり、戦後の経済復興においては傾斜生産方式を採用し銀行を中心とするシステムを構築する方が効率的であった。わが国の信用格付は、米国のように自発的に生じたのではなく、社債市場の自由化と発展のために後から導入されたものである。こうした経緯を経て現在、わが国の社債発行は「特にシングルA格以上に92%集中」(152頁)するなど格付分布がいびつである、すなわち低格付債が発行されていないことなどが特徴であり、「デフォルトリスクに関して極めて回避的な投資家が大半を占める」(152頁)と分析されている。同様にサブプライ

ムローン問題において注目された証券化商品市場はわが国では未だ低迷しており、投資家の慎重姿勢がうかがえる。一方で、日本は世界に珍しく米系格付会社よりも日系格付会社が優位にあるといわれる市場である。またいずれの格付会社においても証券化商品格付のパフォーマンスは良く、信頼性が高いといえる。

第7章「ミドルリスク・ミドルリターン投資戦略と格付利用」では、投資家の運用利回り向上に向け、格付文章情報の活用と複数格付利用について、さらにはハイブリッド商品やプロジェクトファイナンス等の新たな金融商品、ハイ・イールド債市場の創設、アジア市場への拡大等にも言及している。

最後に「おわりに」では、これまでの内容を総括しながら、「格付会社の果たすべき使命は、本書に示したような信用格付の価値の向上に向けて弛まぬ努力を続けていくことであり、またその価値を生み出す枠組みを提示し、質の高い信用格付を金融・資本市場に提供し続けることであると認識している」と締めくくる。

### Ⅲ. 本書の特徴

さて本書の特徴は、やはり4章に著される、信用格付の価値を生み出す枠組みを理論的に示す試みだろう。格付評価の質は著者によれば「独立性、専門性、一貫性の三つの価値が高い」(98頁)かどうかで決まる。

独立性については格付会社の利益相反に関してこれまで様々な議論がなされているが、その根底にあるのは格付会社のビジネスモデルである。現在多くの格付会社が取るビジネスモデルはイシュー・ペイ・モデル、すなわち発行体やアレンジャーが格付手数料を支払い格付を取

得するモデルである。評価対象の発行体は一方で、格付会社にとっては顧客でもある。このイシュー・ペイ・モデルは1970年代半ばより定着し始め、現在では主流のビジネスモデルである。しかし、格付情報を利用する投資家にとってはこのモデルは利益相反になりうるため、サブプライムローン問題以降の各国規制においても独立性の確保は強く意識されている。

一方で専門性と一貫性については「研修制度や資格制度の議論はあったものの、本質的な意味では、ほとんど議論がなされていないといっても過言ではない」（98頁）とあるように、体制整備に関するいくつかの法的な規定はあるものの、信用格付の価値を生み出す内部発生的なメカニズムとしての議論はあまりされてこなかった。これについて筆者は格付会社の立場から、「より一般的な内部管理体制の構築」（98頁）と「格付アナリストの信用評価能力を開発し、その能力を十二分に発揮させる仕組みづくり、即ち、価値のある情報を組織として創出するメカニズム」（98-99頁）の構築に向けた枠組みを提示している。その際に用いられるのが、野中・竹内両氏による「組織的知識創造の理論」である。

野中・竹内〔1996〕によれば、日本企業の知識創造の特徴は、暗黙知から形式知への変換にある<sup>1)</sup>。そして企業にはその変換すなわち知識創造のプロセスを促進するための組織的条件が必要であり、新しい知識は、個人や役職グループを超えたダイナミックな相互作用の成果として表出される<sup>2)</sup>。

代表的キーワードである暗黙知と形式知については、遡って野中〔1990〕を参照したい。これによれば言語化・形式化が可能な客観的知識を形式知とする一方、言語化が困難である主観

的知識は暗黙知と分類される。また暗黙知は手法的技能（熟練）と認知的技能（思考の枠組み、ものの見方）に大別される<sup>3)</sup>。より具体的に示すと、すなわち形式知は「言葉や数字で表すことができ、厳密なデータ、化学方程式、明示化された手続き、普遍の原則などの形でたやすく伝達・共有できる」（野中・竹内〔1996〕8頁）ものであり、これに対して暗黙知は「主観に基づく洞察、直感、勘が、この知識の範疇に含まれる。さらに暗黙知は個人の行動、経験、理想、価値観、情念などにも深く根ざしている」（野中・竹内〔1996〕8-9頁）とされる。こうした「個人に内在化され、言葉で表現することが困難な暗黙知を組織にとって有益な情報として明示化させ形式知に変換していくためには、暗黙知は何らかの形で言語に翻訳されなければならない。企業で言えば、暗黙知はしばしば現場の経験から生まれる意味のある経験的知識ではあるが、それが個人の「勘」に留まっている限り、組織的に共有できる知識とはなりえない。しかし、暗黙知がいったん明示化され、形式化されると、その形式知を通じて新たな暗黙知の世界が開かれる」（野中〔1990〕57頁）、この暗黙知を形式知へと転換するプロセスが、さらなる暗黙知と形式知の相互循環を繰り返して拡大し、全体として知識を創造する組織を形成していく。

こうした概念に著者は、格付会社の信用評価の創出を当てはめて考えている。知識が変換されるプロセスは、（1）個人の暗黙知をグループの暗黙知に転換する「共同化（Socialization）」、（2）暗黙知から形式知を想像する「表出化（Externalization）」、（3）個別の形式知から体系的形式知を創造する「連結化（Combination）」、（4）形式知から暗黙知を創造する

「内面化 (Internalization)」の4つをたどる<sup>4)</sup>。この、ナレッジ・マネジメントの中核を為すいわゆる SECI モデルに、著者は格付会社組織における信用評価の思考のプロセスを重ねている。まず (1) では、信用格付のアナリストの「個人が持つリスク認識や信用力水準感の暗黙知」(113頁)を格付会社のグループ内で共有する。次に (2) ではアナリストグループにより共有された暗黙知 (リスク認識や信用力水準感) が、業種や金融商品ごとの格付方法として文章化されることで形式知として表出する。こうしてグループ内で形式知となった格付方法は、(3) のプロセスにおいて、既存の格付方法 (異なった形式知) との整合性を確保していく過程で連結し体系化される。そして (4) の形式知を暗黙知へと内面化するプロセスでは、「文書化は、体験を内面化するのを助けて暗黙知を豊かにする」(野中・竹内 [1996] 103頁)通り、格付アナリストは「体系化された格付方法を読み込み、それと整合性のある分析を行うことによって、アナリスト個人の内面で格付方法の背景にある暗黙知を確認」(116頁)し、アナリスト個人がすでに持つ暗黙知とすり合わせることにより、さらに暗黙知が拡大深化する。こうした (1) ~ (4) の過程が連続して引き起こされることにより、知識創造のスパイラルが形成される。

さらに著者は SECI モデルに当てはめた信用評価の知識変換プロセスを応用し、格付会社の経営モデルを提示している。これによれば格付会社は「信用リスク分析に相応の経験を有するアナリストを集めてきて、各アナリストが担当する業種と発行体を割り振る」(116-117頁)ことから始める。そして業種等によりアナリストのグループを作り議論する場を設け、アナリ

スト個々の暗黙知を共有し、個別の格付方法を作成することで形式知へ表出する。表出した各グループの形式知 (= 格付方法) は連結し体系化され、さらにアナリスト個人の信用評価にリフレクトされる。これが「アナリストの暗黙知と格付方法の形式知が相互に変換されることにより、専門性と一貫性の高い信用格付を生み出す信用評価の思考の次元が成長していく」(119頁)ための格付会社の経営モデルである。

格付手法と評価に関連して、Standard & Poor's のチーフ・クレジット・オフィサーであった Mark Adelson 氏は2009年に、“Credit Policy: On The Art And Science of Credit Analysis”と題したレポートを発表した<sup>5)</sup>。これは信用格付の2つの異なるアプローチ、すなわち定量的モデルに基づく信用格付 (=サイエンス) と、定量化が困難な定性的要因の分析を含むファンダメンタルな信用格付 (=アート) について、それぞれの長所短所を示したものである。サブプライムローン問題時にフォーカスされた米国証券化商品格付の場合、Adelson [2009] によるところのいわゆるサイエンスの側面が証券化商品格付においては強調されたとみられる。混乱期を経て現在は、格付のアートの側面が改めて重視されていると言えよう。

辞書を紐解けば、アート = Art には2つの意味がある。1つは一般的な「芸術・美術」の意、そしてもう1つは「熟練・技巧・技術」の意である。信用格付がアートであるという場合、恐らくその意味は後者のほうが適当であろう。著者の提示する経営モデルは、質の高い格付を提供するための格付会社の枠組みであり、個別アナリストの暗黙知をいかに組織的形式知として創造するかを提示するものだ。すなわち「熟練・技巧・技術」として個人にそなわる暗

熟知が、格付会社においてはアナリストのリスク認識や信用力水準感であり、その暗黙知を形式知に転換する仕組みこそが、格付会社のナレッジ・マネジメントの中核となる。事業会社やその他の組織と同じく、格付会社においても組織の価値を生み出すためのナレッジ・マネジメントは不可欠である。その意味で、現場の組織マネジメントにこうした定性的なアプローチを持ち込んだ本書の貢献は大きいと言えよう。ただし、著者の提示した格付会社の経営モデルは文中にもある通り、格付会社を立ち上げることを想定したモデルである。このアプローチを既存の格付会社に持ち込んだ場合の実践的インプリケーションについて、より詳しく知りたいところであった。

#### IV. もうひとつの視点

以上、本書の概要と特徴について著者の視点に添いながら見てきた。本書は格付会社の立場から格付評価の価値が生まれるメカニズムを分析し、格付会社の経営を定性方法的に開陳した点で特徴的であり意欲的な試みである。ここで最後に、評者から本書を読むにあたっての別の視点を提示したい。

もう1つの視点は投資家の問題である。信用格付の変更、特に格下アクションはこれまで市場に大きなインパクトを与えてきた。その影響は、投資対象商品の格下からくる直接的損失の他、金融システムに波及し経済全体に不安定性を惹起させる引き金となる場合もある。こうした事象には信用格付の質がどうだったのかという側面と、一方で投資家の格付利用がどうだったのかという側面も同時に議論される。

投資家の格付利用についての問題は、格付の

根源的な課題でもある。そもそも格付は当初から、信用情報を「明確かつ単純な形で」「ユーザーが必要な関連情報を容易に確認できるように」<sup>6)</sup>することが主眼であるため、いわば単純で簡便な符号を用いて情報がひと目で分かりやすい形態を取っている。この分かりやすさは、格付を現在の格付たらしめる所以でありアイデンティティでもある。もちろん格付情報は、符号に加え文章情報により構成されるが、分かりやすさの功罪は相半する。例えばこの点に関しては、Moodyも1909年の時点ですでに「すべての格付評価にあたっては恣意的な判断が多くなされていることを忘れてはならない。安全性を示すパーセンテージ等は一般的な目安となるが、多くの場合他の考慮すべき事項の影響を受ける。したがって格付ははっきりとした確かな意見ではなく、価値の指標として検証されるべきものである」<sup>7)</sup>と記している。

著者も文中で触れている通り、格付に過度に依存し、格付符号を盲目的もしくは機械的に利用する状況は避けるべきである。では適切な格付利用をいかにして投資家に促すのか。この点については「信用格付に対する過度な依存と機械的な依存のいずれの問題も、つまるところは投資家の自己責任の問題であって、債券投資の本質にかかる問題である。したがって（中略）投資家の自律的な姿勢・態勢によって解決されるべき問題である。格付会社の立場からは、信用評価に関する1つの意見である信用格付に過度に依存しないことが望ましいと考えている」（138頁）というのが著者の意見である。もちろん本書の立場は格付会社であるから、投資家の行動を論ずる位置にはない。したがってこの論点に何らかの解を著者に求めるのは、評者の見当違いだろう。しかし同時に著者は「投資運用

でリターンを上げるひとつの方法はファンダメンタル価値をしっかりと見極めて、売られすぎているものを安値で買うことである。信用格付が資本市場に浸透し、新たな意味とそれに反応する群衆的な投資行動が生まれるのならば、そこに投資機会を見出す新たな投資家が参入して取引参加者の厚みが増していくのが理想的な姿であると思う」(140頁)と述べている。日本の投資家のリスク回避的行動を指している文脈であるが、評者はここに、信用格付の質と投資家の格付利用行動に関して、市場効率性のパラドクスに類似する1つのヒントを見出した気がしてならない。

## 注

- 1) 野中郁次郎, 竹内弘高 [1996] 『知識創造企業』東洋経済新報社, 13頁。
- 2) 同上書, 15-19頁。
- 3) 野中郁次郎 [1990] 『知識創造の経営』日本経済新聞社, 56頁。
- 4) 野中・竹内 [1996] 上掲書, 92頁。
- 5) Adelson, Mark [2009] "Credit Policy: On The Art And Science of Credit Analysis," Ratings Direct on Global Credit Portal, Standard & Poor's, November 5. なお Adelson 氏は現在 S&P からは独立している。
- 6) Moody, John [1909] *Moody's Analyses of Railroad Investments*, Analyses Publishing Company, pp.14-15より和訳引用。
- 7) Ibid., p.194より和訳引用, 傍点は筆者。なおこの時点では格付符号の他にパーセンテージなどでも信用情報を発信していた。

(関西大学商学部准教授)