

## 格付の上手な利用法

— マイカル債の格付から学ぶもの —

岡 東 務

若林常務理事 お待たせいたしました。ただいまから  
本日の講演会を開催させていただきます。

本日は、御案内申し上げましたとおり、阪南大学教  
授の岡東務様に「格付の上手な利用法—マイカル債の  
格付から学ぶもの—」と題して御講演いただくことにな  
っております。

岡東教授の御略歴につきましては、お手元に御略歴  
を配らせていただいておりますが、一九六九年に神戸  
大学の修士課程を御卒業になり、日本経済新聞社に御  
入社になりました。その後、一九八五年に日本公社債

研究所の主任研究員、一九九八年には日本格付投資情  
報センターのR M本部業務推進部長、二〇〇〇年四月  
からは阪南大学教授に就任されています。皆さまも御  
案内のとおり、我が国の格付機関のいわば草創期から  
格付業務に携わっておられ、理論的にも多くの研究成  
果を発表されています。

本日は、できるだけ具体的な事例に則して御講演を  
していただきたいとお願いしましたが、マイカル債の  
格付を中心にお話をいただくことになっております。  
それでは、岡東教授、よろしくお願いたします。

ただいま、御紹介いただきました阪南大学の岡東務です。どうぞよろしくお願いいたします。

本日は、格付の上手な利用法についてお話し申し上げますが、具体的な事例として、マイカル債の格付から学ぶものが結構多かったのではないかと私は考えています。

実際、マイカルの業績推移との関連で、格付機関がどのような格付をしたのか。格付は一旦格付をすると、発行体の業績の推移に応じて見直しされる必要があるのですけれども、その見直しの状況がどうだったのか。そのようなことを中心にお話を申し上げた後、証券関係者の方が今後一般の投資家に債券購入のお話をされる際の一つの参考として、私なりの意見を述べさせていただきますと思います。

これからお話しする内容の骨子を申し上げますと、まず、マイカルの業績推移を分析します。そ

の後マイカル債に対する格付機関の格付がどのようなであったかをみます。マイカル債については四つの格付機関が格付をしていましたので、それぞれの格付機関の格付の評価を紹介したいと思います。さらに、それぞれの格付機関が格付しました結果について、私見ですが、それをどのように評価をするかということであります。最後に、これらの一連の格付から、どのようなことが教訓として考えられるのかということをもとめてみたいと思います。

## 一、はじめに——問題の経緯

(1) マイカルの破綻時の債務の状況

はじめにこの問題の経緯を申し上げます。事の発端は二〇〇一年九月一四日、今から三年前です。東京地裁に、後に会社更生法に変更しました

けれども、九月一四日の時点では民事再生法を申請して、マイカルが事実上倒産しました。そのときに、マイカルは転換社債、普通社債など合計二七本、未償還額券面総額が三二五三億五五〇万円ありました。また、旧マイカルファイナンス債を引き取っていましたので、それが約七〇億円あり、それ以外にも資産担保証券、アセットバックセキリティといわれているものがあり、総額で三三〇〇億円という巨額な債券の未償還額を残していたのです。

話は少し前後しますが、会社更生手続の中で、一一月頃に民事再生法から会社更生法に適用法律を変更したのですが、その翌年の二〇〇二年二月二八日にイオン社長の岡田元也事業管財人が、一月末までに届け出のあったマイカル単体に対する債権が二兆一一二八億五九〇〇万円になるということを明らかにしました。このような巨額

な債務を残して倒産したということになると思います。その内訳が担保付き債権と、それ以外の債権に分かれています。担保付き債権は六三〇六億円です。その残りがいわゆる無担保債権になりますが、これが一兆四八二億円です。そのうち、社債関係が約三三〇〇億円です。そのような内訳になると思います。

そこで今日のお話と関連のある社債に問題を絞り、さらに個人向け社債に絞ってお話をさせていただきます。ただきたいと思えます。

個人向け社債としては、図表1に示しましたように第二六回無担保社債と第二七回無担保社債の合計九〇〇億円がいわゆる個人向け社債でした。二〇〇〇年一月二八日に第二六回債として二％の利率で四〇〇億円を発行しました。それから、同じ年の秋に第二七回債として三・二五％の利率で五〇〇億円を発行しています。

図表1 個人向け社債の概要

銘柄	発行価額の総額	利率	払込期日	償還期限
第26回 無担保 社債	400億円	2.0%	平成12年 1月28日	平成16年 1月28日
第27回 無担保 社債	500億円	3.25%	平成12年 10月12日	平成16年 10月12日

これからその話にも何度か言及するかと思います。この場合の利率が高いのです。この二%、三・二五%という利率が、ある意味で個人向け社債として、購入されたときの大きな魅力になっていたと思います。では、なぜこんな高い利率がついたのかということですが、これはいつてみれば信用力をあらわす格付が実態とかけ離れていたことが影響したのではないかと思います。それにしても、その当時の定期預金などに比べても、非常に魅力ある投資対象物件でありました。これが個人投資家がたくさん買った大きな理由の一つだと思います。正確な数字はわかりませんが、個別の購入金額はともかくとして三万五〇〇〇人位の人たちが購入したといわれております。その人たちが大小にかかわらず損害を被ったということになると思います。

図表2 弁済に差をつけた理由

- 1 まず社債による資金調達が適切だったかという点。  
破たん前に個人向け社債を大量に発行したのは、銀行融資の一部を肩代わりさせる目的もあった。経営が悪化した企業の行動として道義に反する。
- 2 民事再生法申請後も小口の納入業者には代金を支払った。商品の供給を確保するのが目的。小口の社債保有者も同様に保護する必要がある。

(2) マイカル債の弁済率

その後、二〇〇三年五月にマイカルの会社更生計画の概要が明らかになりました。その内容は、個人投資家向け社債の保有者に元本の三割を弁済する。銀行など大口債権者に対しては一割以下の弁済にとどめるというものでした。

社債がデフォルトした場合の弁済率、これは後ほど説明しますが、これまでは通常一割程度が多かったのです。それに対してマイカルの場合は三割でしたので、これはこれで一つの話題になりました。もちろんこれで損した人にとっては七割が戻ってこないのですから、三割でも有り難いとはいえないということになるかもしれません  
が・・・

弁済に差をつけた理由としていわれていることを図表2にまとめてみました。まず社債による資金調達が適切だったかという点です。これはやは

り裁判所としても問題にしたと思います。破綻前に個人向け社債を大量に発行したのは、銀行融資の一部を肩がわりさせる目的もあつたのではないが。経営が悪化した企業の行動として道義に反する、裁判所はそう見たと思つのです。後ほど、詳しくマイカルの業績の推移を見ますけれども、社債の発行直前の業績は赤字ですし、発行した直後の業績も赤字でありましたので、かなり経営が悪化した状態で社債を出したということが一点だと思ひます。

弁済に差をつけた理由の二番目は、民事再生法申請後も小口の納入業者、例えば野菜や肉類などの商品を納めている小口の納入業者に対しては現金で払っていたということですので、それに対して五〇〇万円以下の小口の社債保有者に対しても同じように保護する、バランスをとるという意味で、小口の債権者に対してこのような弁済率に

なつたのだと思ひます。

マイカルに先立つて、日本国内でも幾つか公募債のデフォルトがありました。もちろん私募債では幾つかデフォルトの例はあるのですけれども、公募債に限つていえば図表<sup>3</sup>に示した事例があります。

ヤオハンジャパンについては、既に御存じかと思ひます。イオンの支援で復活しております。このときも一・六%の弁済率でした。日本国土開発という建設会社も二つの社債を出していたのですが、普通社債に対して六%、転換社債に対して一〇%という弁済率でした。配電盤の会社である川崎電気は二一・四三%ですが、これは少し多くなつた。それから青木建設も一二%です。で、このようにおしなべて公募債の社債がデフォルトした場合は一〇%前後しか弁済されないにもかかわらず、マイカルに関していえば三割だつた

格付の上手な利用法

図表 3 国内公募債の主なデフォルト例

時 期	発 行 体	種 類	デフォルト 時 残 高	弁 済 率
1997年 9 月	ヤオハン ジャパン	転換社債	287億円	11.6%
1998年12月	日本国土 開 発	普通社債 転換社債	500億円 70億円	6.0% 10.0%
2000年 9 月	川崎電気	転換社債	55億円	22.43%
2002年 3 月	青木建設	転換社債	450億円	12.0%

ということが、話題になった理由だと思えます。

行政当局としても、当然この問題は見過ごせないということ、証券取引等監視委員会はマイカル債の販売方法に関して金融庁に建議をしております。この建議を受けて、金融庁は証券会社の公益性の強化を検討するための調査を行ったという記事が日本経済新聞の二〇〇三年五月二十九日の朝刊に掲載されています。

また、一カ月近く前に、日本経済新聞に載っていました記事ですと、マイカル債を購入した個人投資家二〇人の要請を受けた弁護士が「マイカル債被害全国弁護団」を結成したということであり、同弁護団は、販売証券会社の野村證券、新光証券、みずほインベスターズ証券の三社に対して、総額一億円の損害賠償を求めるということであります。なぜ一億円かといいますと、二〇人の人たちが、合計一億五〇〇〇万円のマイカル債を

購入して、そのうちの三割に当たる約五〇〇〇万円は弁済されたので、残り一億円を損害賠償を求めて提起するということのようです。そのような内容の記事でしたが、今後どのような形で裁判が進んでいくのだろうかと思っています。

## 二、マイカルの業績推移

それでは、次に、マイカルという会社がどんな会社だったのか、また、業績がどのように推移していったかということについて、若干御紹介を申し上げます。

マイカルは、一九六三年一月に衣料品販売を目的としたセルフハトヤ、岡本商店、ヤマト小林商店、エルピスの四社の新設合併により設立されました。衣料品を中心としたセルフサービスのお店、スーパーの一つの形態ですが、このような合

併をすることによって総合スーパーに変わり、一九七〇年に株式会社ニチイになりました。その後も全国の百貨店やスーパーを買収しながら会社が大きくなっていったという経緯があります。上場関係では、一九七四年一〇月に大阪証券取引所に上場し、以後、第一部上場まで進みましたが、いずれにしても破綻直前においては日本を代表する総合スーパーであり、売り上げではスーパー業界の四位ぐらいで、全国的にも相当名前の知れた有力スーパーでありました。一九九六年には、「ニチイ」から「マイカル」に社名を変更しています。

### (1) マイカルの経営状態

マイカルの経営状態については、これから数字を見ていきたいと思いますけれども、その前に結論をお話することになりますが、次のようなこと

がいえるのではないかと思います。

連結貸借対照表をみると、銀行からの借入金と社債で有利子負債が膨らんでいることが、この会社の財務諸表を見て一番最初に気がつく点だと思えます。経営分析でよく使われる用語で、「借入金依存度」という言葉がありますけれども、これは有利子負債を分子にとり、分母に総資本を用いて算出します。資本プラス負債合計の総資本で有利子負債を割ると、借入金依存度が出てきます。この比率は、経営の借金に対する依存度を示しますから、低い方が望ましいわけです。にもかかわらず、マイカルに関しては非常に高かったということです。その内容については後ほど具体的な数字でお話を申し上げたいと思います。

自己資本を総資本で割った比率を自己資本比率といいます。健全性の観点からは、五〇%位あ

れば非常に理想的であるといわれています。これに対して、有利子負債が多くて自己資本が少ない場合には、当然自己資本比率は低くなります。非常に低い数字になってしまっており、今から振り返ると非常に危ない橋を渡っていたというような状態にありました。

ではなぜこういうことになったのかということですが、ヤマト小林商店の系統で、小林社長という方がおられて、その方は確かにニチイを日本の代表的なスーパーにまで育て上げた功績はあったのですけれども、結果的には経営のアクセルを踏み過ぎたということだと思います。

その時の経営のコンセプトは、「従来のスーパーは物しか扱っていない。物を売ることだけでは他のお店と差がない。むしろサービスを含めた総合的なもの、例えば映画館をつくるとかスポーツ施設を併設するといった形でサー

ピスを提供しなければいけない。さらに建物もいわゆるスーパーの店ではなくて、百貨店に近い、非常に豪華なお店でないとお客さんが来てくれないだろう」ということでありました。そして、そのような店舗を盛んにつくっていきました。その建設資金を借入金と社債で賄ったわけです。

確かに、この会社にとって不幸であったのは、一つには阪神・淡路大震災がありました。関西地区に店舗が多かった関係で、ダイエーと同じくらい震災の影響があった。さらに、これはマイカルに限らないのですが、流通業界にとって非常に厳しい環境が続いた。売り上げが増えない。非常に厳しい状況が続いた中で、建設費あるいはその償却費、その金利負担で利益が食われた。そのため利益が十分でない状態が続いていたということだと思えます。

(2) マイカルの財務諸表

図表4は、非常に細かい数字でわかりにくいかもしれませんが、これは一九九五年から直近までの七年間の連結貸借対照表です。二〇〇一年二月期に、社債を二本出しています。資産は一九九五年の一兆四五三億円から、徐々に一兆八〇〇〇億円位まで増えています。

一方、負債の方は一九九五年に一兆二二三億円で、負債合計はその後急速に増えています。資本金は、転換社債も余り株式に転換されていませんで、一九九八年以降は変化がありません。業績がなかなか上がらない中で、欠損金が増えていくという状態でした。

有利子負債は、いわゆる負債合計の中の利息を伴うものです。すなわち、借入金と社債の合計です。この数字を見ますと、一九九五年の八三三七億円から傾向的に増えています。この資金が、建

格付の上手な利用法

図表 4 マイカルの業績推移（連結貸借対照表）

科目／年月	1995/2	1996/2	1997/2	1998/2	1999/2	2000/2	2001/2
流動資産	606,985	707,494	733,091	700,717	643,842	486,846	438,325
現金及び預金	110,971	121,493	50,952	59,738	71,670	45,273	67,276
固定資産	837,754	941,330	949,725	1,017,721	1,159,328	1,333,419	1,399,790
有形固定資産	504,990	532,125	548,309	519,880	570,103	707,412	751,046
資産合計	1,451,368	1,654,276	1,689,210	1,723,052	1,808,266	1,822,903	1,840,618
負債合計	1,236,338	1,444,011	1,443,653	1,451,090	1,579,394	1,578,125	1,701,244
資本金	48,958	48,959	62,281	74,024	74,024	74,024	74,024
連結剰余金又は欠損金	55,836	50,414	58,381	60,862	16,908	4,351	-95,086
資本合計	215,030	210,264	245,557	271,962	228,872	205,625	105,227
負債・資本合計	1,451,368	1,654,276	1,689,210	1,723,052	1,808,266	1,822,903	1,840,618
有利子負債	833,736	1,006,310	939,776	846,231	938,079	1,077,001	1,120,027

物の建設資金に回ったと考えられます。

次に、図表 5 は、マイカルの損益計算書を見た数字です。これは一年少ないのですけれども、一九九六年から直近までの数字です。問題は、一九九九年二期期ですが、この段階で赤字です。その前の期も、利益としてはそんなに多くない。非常に厳しい状態がずっと続いてきた。一九九六年頃は震災の影響もあつたと思いますが、いずれにしても、もう少し利益が出てないといけないのではないかと思うような利益の水準です。このような段階で社債を出したことが、その後のいろいろな問題を複雑にした背景にあるかと思えます。

(3) マイカルの主要経営指標

これまでの話の繰り返しにもなりますけれども、おさらいを兼ねて図表 6 にマイカルの主要経営指標を示しました。自己資本比率を見てみます

図表5 マイカルの業績推移（連結損益計算書）

科目/年月日	1996/2	1997/2	1998/2	1999/2	2000/2	2001/2
売上高	1,633,918	1,742,908	1,773,032	1,793,258	1,794,319	1,649,148
売上総利益	406,844	423,849	434,086	432,113	430,161	435,740
営業総利益	462,207	481,524	495,019	491,278	491,656	509,252
営業利益	24,936	25,140	20,540	29,123	9,467	19,038
経常利益	11,107	22,366	16,258	18,140	109	-6,793
特別利益	588	18,549	29,949	8,762	19,112	71,803
特別損失	1,914	10,828	10,939	76,310	39,873	160,513
当期純利益(損失)	1,014	15,196	10,164	-35,581	-5,912	-87,292

と、一九九六年の二二・七%から二〇〇〇年の一・三%に低下しています。二〇〇一年に倒産したのですけれども、直前は、五・七%の自己資本比率しかありませんでした。利益は一九九九年からずっと赤字でした。したがって自己資本利益率やROEも極めて低い状態でありました。借入金依存度は、五〇%から六〇%台で推移しています。理想をいえば二〇%から一五%程度の数字であれば、借入金依存度は経営に対してそれほど大きな影響を与えないのですけれども、この会社に関していえば非常に高かったといえると思います。

下の三つの計数は、キャッシュフロー計算書からデータをとったものですけれども、これを見ますと、営業活動によるキャッシュフロー（これは本業でどれだけ現金を生み出したか、創出したかということの数字です）が、四二〇億円から三六

格付の上手な利用法

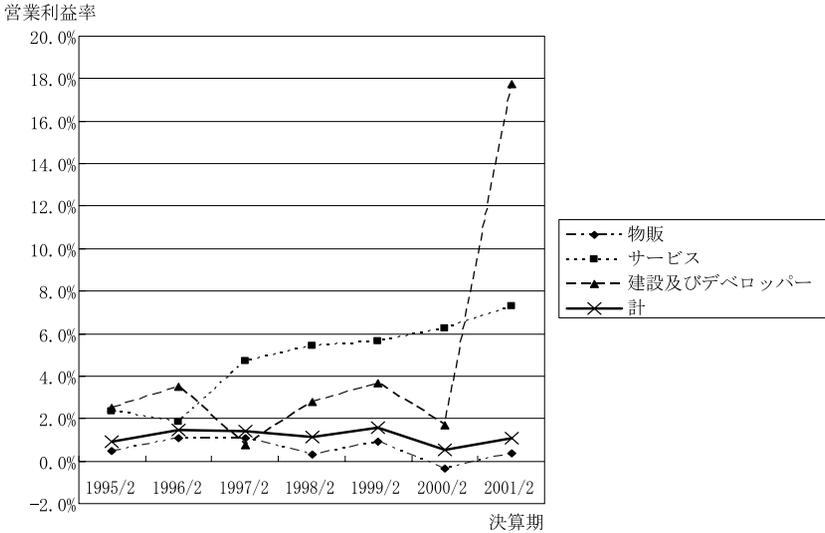
図表 6 マイカルの主要経営指標

経営指標／決算期	1996/02	1997/02	1998/02	1999/02	2000/02	2001/02
自己資本比率	12.7	14.5	15.8	12.7	11.3	5.7
自己資本利益率	0.5	6.1	3.9	-15.5	-2.9	-83.0
借入金依存度(%)	60.8	55.6	49.1	51.9	59.1	60.9
営業活動による キャッシュフロー	42,534	36,498	22,138	39,619	15,995	5,939
投資活動による キャッシュフロー	-148,858	-117,769	-87,255	-125,879	-77,960	33,672
財務活動による キャッシュフロー	116,898	10,718	72,965	98,111	66,182	-18,343
現金及び現金同等 物の期末残高	121,245	50,692	58,480	70,331	74,548	65,869

○億円程度の数字であれば、ほとんどのキャッシュフロー創出能力があるといえると思います。しかし、二〇〇〇年には一六〇億円しかない。投資活動は、当然投資をするとお金が出ていくわけです。アウトキャッシュフローが一九九六年で一五〇〇億円位だったのが、一九九七年以降は、一二〇〇億円、八〇〇億円、一二〇〇億円、七〇〇億円と巨額のキャッシュフローの喪失になっています。

一方、営業活動によるキャッシュフローがこんなに低い数字にもかかわらず、これだけの投資を大規模に行いますと、当然のことながら借入金が増えて、財務活動による資金調達は困難になってきます。その結果として、ここに現れていますように、自己資本比率の低下、あるいは借入金依存度の増加につながってくると思います。

図表7 マイカルのセグメント別営業利益率の推移



(4) マイカルのセグメント別の営業利益率

マイカルの業績についてセグメント情報(図表7)を見ますと、三つのセグメントに分かれて有価証券報告書に記載されています。第一は物販です。これはもちろんスーパー事業の物販です。第二はサービスです。この当時は、後にコナミに売却したスポーツクラブがありました。非常に優秀な会社でした。第三は建設ですが、日産建設を含めたデベロッパー会社がありました。それらの三つの部門のセグメント別の営業利益率の推移について、一九九五年二期期からの推移をみますと、図表7のグラフになります。この実線の部分が全体です。全体の営業利益率は2%以下です。それを部門別にみますと、肝心な物販が全体よりも下回っていた。つまり、売り上げの90%を占める物販部門が、ほとんど利益を出す状態になかった。それをいってみれば辛うじて建設及びデベ

ベロツパー部門で補っていた。また、サービス部門としてはある程度の利益水準がありました。いずれにしても、主力の物販、売り上げの九割を占める物販部門、スーパの本業である物販がかなり厳しい状況にあったことがこのグラフで読み取れるかと思えます。

### 三、マイカル債に対する格付機関の格付

これからマイカル債に対する格付機関の格付の問題に移っていききたいと思います。

#### (1) 格付け機関によるマイカル債の格付状況

マイカル債に対しては、四つの格付機関がそれぞれ格付していました。日本格付研究所、格付投資情報センター、スタンダード&プアーズ、ムー

ディーズです。今、日本にはこの四社以外にフィッチという会社がありますが、その当時はフィッチはこのマイカルに格付はしていませんでした。したがって、その当時のいわゆる指定格付機関としての四社がこのマイカルに格付していたということなのです。

例えば、図表8に示していますようにスタンダード&プアーズは一九九八年の時点でBB pi という格付をしておりました。これは上からみて、AAA、AA、A、BBBの次の五番目のランクのパイ(pi)というパブリックインフォメーションに基づく、いわゆる勝手格付です。「非依頼格付」といいますが、最初からBBの格付でありました。いわゆる勝手格付の場合、公表された財務諸表、財務データだけで判断している可能性がありません。そうすると、これまで説明したように、極めて財務内容は悪い状態です。したがっ

図表8 マイカルの格付戦略

格付機関名／決算期	1996/02	1997/02	1998/02	1999/02	2000/02	2001/02
日本格付研究所 (JCR)	なし	A+	A-	A-	A-	BBB
格付投資情報センター (R & I)	なし	なし	なし	BBB+	BBB+	(BBB-)
スタンダード&プアーズ (S & P)	なし	なし	BBpi	BBpi	BBpi	Bpi
MOODY' S (MDY)	なし	なし	Ba 3	Ba 3	Ba 3	Ba 3

(注) 格付けは期末現在

て、このような厳しい格付になるのはある意味で必然かと思えます。

一方、いわゆる「依頼格付」の方は、この時点まで格付投資情報センターの格付が「なし」となっていますが、それまでは日本公社債研究所が格付をしていました。日本公社債研究所は九八年の四月に日本インベスターズサービスと合併して格付投資情報センターになったわけですが、その合併の直前の格付がAプラスという格付でした。一方、日本格付研究所は、この段階から格付があり、こういう推移で来ました。

問題は二〇〇〇年二月の格付ですが、これがその後の波紋を引き起こした原因になります。この段階で、日本格付研究所はAマイナスの格付でした。格付投資情報センターは格下げをして、トリプルBプラスになっています。スタンダード&プアーズがBB、ムーディーズがBa3の格付

格付の上手な利用法

図表9 格付機関相互の格付格差(スプリット)の状況

(野村証券金融経済研究所調べ)

	1999年		2002年		2004年	
	R&I 対 JCR		R&I 対 JCR		R&I 対 JCR	
	JCRの方が…		JCRの方が…		JCRの方が…	
4ノッチ高い	3	1.0%				
3ノッチ高い	11	3.0%	5	1.7%	3	1.0%
2ノッチ高い	41	12.0%	43	15.0%	49	16.0%
1ノッチ高い	131	38.0%	134	45.4%	160	53.3%
同 格	138	40.0%	102	34.6%	80	26.7%
1ノッチ低い	17	5.0%	9	3.1%	7	2.3%
2ノッチ低い	1	0.3%	2	0.7%		
対象企業数	342社	100.0%	295社	100.0%	300社	100.0%

でした。

(2) 格付機関相互の格付格差(スプリット)の状況  
格付機関によって、同じ発行体に対する格付評価がどうなるかということについて、R&I(格付投資情報センター)とJCR(日本格付研究所)との格付をそれぞれ比較して示したものが図表9です。一九九九年、二〇〇二年、二〇〇四年について、野村証券の金融経済研究所が公表しているデータから持ってきたのですけれども、R&IとJCRを比べると、同じ発行体に対して、JCRの方は四ノッチ高いのが三銘柄ある。三ノッチ高いのは一銘柄ある。一ノッチ高いのは四一、一ノッチ高いのは一三三あります。恐らく先ほどのマイカルもこの一ノッチ高い方に入りますので、このグループに入っているかと思えます。同じ発行体に対する格付が同じものであつて

も、中身は違ふと思つのですけれども、いずれにしても出てきた格付を表だけでみて、同じ格付となっているものが四〇％あります。一ノツチ低い、逆にR&Iの方が高い格付が一七あり、二ノツチ低いのが一銘柄あるという分布です。

二〇〇二年から二〇〇四年の間に日本企業はかなり業績が悪くなりましたので、各社格下げを行いました。その結果として、三ノツチ高いのが一・七％ですが、同じ格付のものが一九九九年には四〇・〇％、二〇〇二年には三四・六％ですが、二〇〇四年になりますと二六・七％になっていきます。また、一ノツチ高い銘柄の方が一九九九年には五三・三％、二〇〇二年には一六・〇％、二〇〇四年には一〇・〇％になっています。一九九九年に比べた場合、最近は明らかに格付格差、スプレッドが開いてきているということです。そうすると、格付けされる会社にすれば高く評価してく

れる方をとりたいたいのが人情です。細かいことはともかく、自社をAと見てくれれば、そちらの格付機関の方をとるという傾向があると思つのです。

例えば、BBBプラスとAマイナスと比較して、ノツチでいえば一ノツチしか違わないのですけれども、やはりAマイナスの方が「みばえ」が多く、何となくいい会社だなという印象を与えます。そうすると高い格付をしてくれる格付機関の方に依頼しようかという流れになると思います。

### (3) 格付別スプレッド

スプレッドについては、社債の流通利回りから国債の利回り、あるいは固定金利と変動金利の交換レートであるスワップレートを引くとスプレッドが出てきます(図表10)。当然、格付によってスプレッドが違ふということですが、スプレッドが出るということは、つまり格付符号がつくこと

図表10 格付別スプレッド

◆スプレッドとは、社債の流通利回りから、国債の利回りもしくは固定金利と変動金利の交換レートであるスワップレートを差し引いて求める

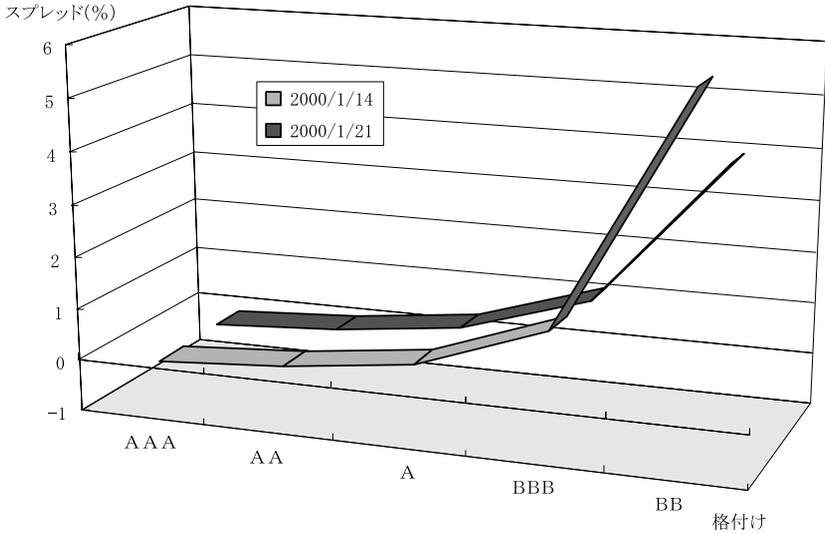
◆例

	AAA	AA	A	BBB	BB
2000/1/14	-0.092	0.062	0.377	1.247	5.802
2000/1/21	-0.049	0.078	0.376	1.141	3.948

によって、利回り格差が発生するということがあります。言い換えれば、リスクとリターンの関係があらわれているということです。ここが一般投資家の方にとっては、多分わかりにくいところではないかと思います。当然のことながら、BBBはAに比べたらリスクが高いわけですから、利回りがいいからといって安心するのではなくて、その分だけリスクもあるのだということの認識が大切です。しかし、一般投資家には、この点の認識が欠落していたのではないかと思います。もちろんプロの方や証券会社の方は十分御存じと思うのですが、それでも、そのところをうまく投資家の方に御説明していただきたいと思っています。リスク・リターンの関係をきちんと説明していただきたい。そうしないと、投資家の方は、「利回りがこんなに高いのか、じゃあ買おう」ということになりま

す。その判断に当たって、リスクのことは欠落し

図表11 クレジットカーブの形状



てしまう可能性があります。当然利回りが高いということはリスクが高いということですから、それについての説明は重要です。

#### (4) クレジットカーブ

図表11は、二〇〇一年の一月一四日及び一月二一日のクレジットカーブを示したものです。わずか一週間しか変わらないのですが、手前の方が一月一四日のクレジットカーブです。AAAは当然のことながら信用度が高く、リスクが低いわけですから、まさに〇・何%位です。それから徐々に格付が下がるに従って急カーブに上がっていくということが読み取れると思います。

問題は、一週間の差でこれだけ違うということですから、つまり静止している状態ではない。信用というのは常に動いているものだということを、投資家の方にきちんと説明しておかないと、「あの

ときこう言ったではないか。こんなに高い利回りを保証されると言ったではないか」というような話になってしまふと思います。このように常に信用状態に応じてカーブが変わってくるのです。

少し今日のテーマとは離れますけれども、理想をいえばならかな形でBBにつながってほしいのですけれども、日本の場合には、現実にBBBやBBの市場がほとんど存在しませんので、このような急カーブになってしまふのです。そうすると、クリフといって断崖絶壁のような形になります。そういう意味でも日本の社債市場は、まだまだ充実していないという印象を持ちます。

#### 四、マイカル債格付の評価

(1) JCRのマイカル債の格付の推移

マイカル債の評価に入りたいと思います。私

は、マイカルの立場から考えれば、資本市場を活用したことになり、そういう点では資本市場の関係者にとってはすばらしいことだと思つのですけれども、やや間違つた方向に活用したという感じがします。

当初はR&Iの格付を使用していました。ところが、先にR&Iが格下げをしてしまつたものから、JCRに変更した。それ以前はずっとR&Iを使っていたのです。ところがR&Iが合併をして、その後マイカルの格下げをしたので、そんな格下げをするような会社は使わないということで、マイカルの経営陣の方でJCRに変更した。そこで有価証券届出書にはJCRだけの格付が載るようになったということです。

もちろん、届出書に載らなくても、他の格付機関の格付そのものは生きていたわけです。つまり、R&Iやムーディーズ、S&Pの格付が付い

ていたわけですから、投資家の方がその気になれば調べることはできた。しかし、そんなことをいってもしょうがないのかもしれませんが、情報としてはあつたのです。したがって、今後こういう格付情報をどういう形で使っていくかということが、投資家の方たちにとっての課題だと思えます。そのために関係者がどういう努力をしていくかということだと思つのです。

結果的に、マイカルは格付機関としてJCRを選択しました。これは当然、民間の事業会社が民間の格付機関を選ぶわけですから、まさに自分がいいと思つた格付機関を選ぶことができます。これはある意味で非常にすばらしいことだと思いません。強制的に格付機関を割り当てるのではなく、自分で選べる。それは当然いいことなのですけれども、恐らく選んだ理由として考えられるのはJCRがAマイナスという高い評価をし

た。その後、第二七回債を出す直前の二〇〇〇年九月六日にJCRはAマイナスからBBBに変更しました。しかし、その時点でR&Iの方が確かBBBマイナスでしたから、それに比べたらJCRの方がまだ評価が高いということ、JCRの格付を有価証券届出書に記載したということ、

(2) JCRのマイカル債に対する格付事由

なぜJCRがマイカル債にこのように格付したかという理由が、JCRの格付月報に載っています。それを見ますと、詳しく書いてあるのですけれども、三つばかりにまとめると以下のようになるうかと思えます。これは二〇〇〇年の九月にBBBに変更したときの格付の説明です。

第一番目の理由は、マイカルは業界第四位であり、大型店は地域一番店として売上高を確保し、

同業他社比では既存店の減少幅が相対的に小さいということでした。

第二番目の理由は、消費の落ち込みから事業環境は厳しい。既存店の売上高も前年割れが続ぎ、収益性の悪化が続いており、業績は非常に厳しいということです。

第三番目の理由は、二〇〇〇年一月に二六回債を出していますが、その年の二期期は営業利益が大幅減になっています。営業利益の大幅減、実質経常利益は赤字、多額の債務を抱えて自己資本比率は一・三%と低い。そういうことで非常に厳しい状況にある。

アナリストの基本的な認識は以上のようなものですが、この認識は他の格付機関もそれほど変わらないと思うのです。ところが結果が違って来たということです。それはまた後ほど触れたいと思います。

(3) R & Iのマイカル債に対する格付事由

R & Iの場合の格付評価を見ますと、R & Iの合併直前直後、九八年四月はAプラスだったので、その後九九年二月、合併の次の年にBBBプラスへ変更しています。そのときの格付事由は次のとおりです。中期計画に基づき経営改善策を推進していることを評価している。業界環境の悪化もあって収益力が悪化している。有利子負債の負担が重い。また、キャッシュフローと有利子負債のバランス改善に予想以上の時間がかかるので、営業キャッシュフローが非常に少なく、低水準である。三〇〇億円あるいはそれ以下のキャッシュフローの水準に対して、設備投資に係るアウトフローが多いので、必然的に結果として財務面から見たキャッシュバランスが非常に悪く、それを改善するには相当時間がかかる。恐らく二〇〇〇年位から日本経済が急速に回復していれば、そ

んなことはなかったと思うのですけれども、残念ながらそういう状態ではなかったということが、マイカル債に対する格付評価をAプラスからBBプラスに変更した理由です。

(4) ムーディーズのマイカル債に対する格付事由  
 ムーディーズは、恐らく勝手格付だと思つてすけれども、二〇〇一年七月三十一日にBa3からB2になりました。もうこの段階では既にデフォルト直前ですから、投資情報として有用かどうかという判断は少し難しいかと思えます。当然、格下げしたわけですから、厳しい評価がついています。消費マインドが予想以上に弱く、競争が厳しい。小売り事業の収益回復が制約される。再編計画を進めるために大規模な施策が必要があるということ、このままでは相当厳しい状態になるという評価だと思えます。

(5) S & Pのマイカル債に対する格付事由

S & Pについては、マイカルは二〇〇〇年二月二〇日が決算だと思つてすけど、二年目の赤字になつた直後の二〇〇〇年三月一日にBBpiからBpiに変更したときの格付事由は以下のとおりです。これはS & Pのニュースリリースからそのままとつてきました。厳しい事業環境の中での設備投資の拡大により財務プロフィールが弱体化している。ここでの「財務プロフィール」というのは、恐らく財務内容などの財務の特色みたいなことだと思つてすけれども、それが弱体化している。二〇〇二年二期期は連結ベースの当期損失が六〇億円、負債比率が八〇%を上回っている。負債比率が八〇%ということは、借金だらけの会社である、そんなイメージになってしまいます。そのため、BBpiからBpiに変更になりました。この格付変更の時期が二〇〇〇年三月であつたと

いうことが一つのポイントだと思えます。S & Pは、この時点で既にもうこんな評価をしていたという事です。二〇〇二年九月一四日に民事再生法を申請をしましたので、申請と同時にB piからC C piに変更しています。

(6) 格付機関の格付の妥当性に対する評価

これまで四つの格付機関の格付評価を御紹介してきましたけれども、それらの評価について、どの格付機関が適切だったのかということを見てみたいと思います。

一番目は、格付が、マイカルの業績、すなわち債務の返済能力の推移を適切に反映したのかどうか。つまり、業績から離れた格付になっていないかどうかということが一つの視点です。

二番目は、マイカルの信用力が低下する過程の中で、格付機関は格付変更などの適切な対応を

とって、その結果を適切に投資家に提供してきたのかどうか。つまり、状況が変わったら、逐一投資家にお知らせしないといけません。その場合、投資家は実際の問題として、すぐ売りたいと思っても売れるかどうかという問題が確かにあるようですけれども、そういう情報がないと、そのまま持っていて大丈夫なのだということになる。メッセージとして投資家に何も出さないとこととは、そういうことでしょうか、これではやはり十分ではないと思うのです。この二つの点から四つの格付機関を見てみようということが次のテーマです。

これは私の個人的な感想です。格付投資情報センター、JCR、S & P、ムーディーズのうち、図表12に示された星の数が多い方がいいという見方をしてください。格付の妥当性、変更の適時性、この二つを総合したものが総合評価ということ

図表12 格付機関に対する評価(私見)

	格付の妥当性	格付変更の 適時性	総合評価
格付投資情報センター (R & I)	☆☆	☆☆☆	☆☆☆
日本格付研究所 (JCR)	☆	☆	☆
S & P	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆ (勝手格付)
ムーディーズ	☆☆☆	☆☆	☆☆

となのですけれども、私はこの四つの格付機関のうち、S & Pについて、五つ星というわけにはいきませんので、四つ星にしたいと思います。格付の妥当性は、先ほど少し説明しましたように、早い段階からBBゾーンを指摘していた。あるいはBpiにしていた。この会社はちょっと危ないよということ警告していた。後ほど御説明する機会があれば御説明いたしますけれども、これだと業績の内容と格付の定義とが非常に近い。また、適時性の観点からも、一番早く格付変更をしていたということ、この四つの格付機関の中では私はS & Pを評価しています。格付投資情報センターもそれなりに頑張ったのですけれども、一番ではない。これは二番です。ムーディーズも、確かに水準自体はそんなに高くない。Ba3という格付をしておりましたし、適時性に関しては、やや問題があるのかなと思うのですけれども、JCRに

比べたら幾らか早目に格付を変更した。

したがって、この中にJCRの関係者の方がいらつしゃると、非常に申し上げにくいのですけれども、私はこのような評価をしています。やはりJCRの格付は、いささか問題を残した格付評価ではなかったかと考えます。率直な印象、個人的な見解ということを再三お断りした上で、私の意見として理解していただければと思います。

## 五、むすび——マイカル債の格付から学ぶもの

(1) 格付は投資家にとって参考情報の一つ

これまで御説明してきた中で、マイカル債の格付から学ぶものとして、まず第一に、格付は投資家にとって参考情報の一つであるということとです。格付がこうだからこれがすべて、絶対に正し

いという言い方は、やはり許されないと思いますが。それは事実と違うと思います。参考情報の一つであるということです。

では、他にどのような参考情報があるのといえ、例えば株価の推移も企業の情報になると思いますが。むしろ、こちらの方が早いかもしれませんが。また、社債価格、利回りの推移ももちろん重要です。このような情報も重要です。さらに、会社発表の業績情報やホームページも情報のひとつです。会社は上場している場合には、業績見通しが違えば、それを公表する義務があります。大幅に違いがないと変更しないということですから、ページを投資家はきちんと見る必要があります。

証券会社の提供する投資情報も重要です。幹事証券会社の場合には、なかなか投資家に説明しにくいかもしれませんが、逆に幹事ではない

証券会社の場合は、かなり大胆なことがいえると思いますので、投資家としては、それぞれの証券会社から、いろんな情報を集めていくしかないと思います。新聞や雑誌の記事も当然読んでいたかないと、投資家も会社の情報が入りません。格付機関のホームページを見ることは、意外と面倒くさいように思われるかもしれませんが、そうでもありません。今はグーグルなどのソフトを使って、日本語で「日本格付研究所」と打ち込めば、ホームページにさっとつながるようになっていきます。投資家といわれている比較的知的な作業を行う人は、ホームページぐらいは常時見るのが当たり前だと思つたのです。それができない人はより投資に慎重であつてほしい。それくらい知的な仕事でありますので、当然こういう情報も参考にしてくださいということですが、結論としては、格付は相対的なものであつて、参考情報の一つで

すということをお願いしたいと思います。

## (2) 格付の特徴

もうご存じの方も多いと思うのですが、格付機関が公表するニュースリリースには、最後のところに次のようなことが書いてあります。これはムーディーズの例です。ほかの格付機関も似たような文言で書いてありますので、参考にしていただければと思います。「ムーディーズジャパンは、相当の注意をもってこの格付を決定しました。(一部省略)。相当の注意をもってやる。ただ、「本文書で述べられる情報は正確で信頼の置けると判断した資料を基礎にしていますが、人的・物的な誤りの生じる可能性からその正確性及び完全性は保証できません。ムーディーズの格付けは意見であり、債券売買の勧告ではありません。投資決定にあたり、投資家は格付けを一つの判断材料

として利用することが求められます」。

マイカルの投資家に対して、今さらこんなことをいっても、何だといわれるかもしれません、これからのこともありますので、格付というのはそういうものです。したがって神格化してはいけません。世界的な権威があるムーディーズあるいはS&Pの格付はこうだからこうだという言い方はできない、格付はそういうものだと思います。

(3) 格付の利用に当たってのポイント

これ以下は、私の意見が結構入ってまいりませう。格付は複数が前提であるということをごひ強調したいと思います。第一に、格付の利用に当たっては、複数の格付を参考に判断してほしいということでもあります。先ほど、マイカルのケースを申し上げましたけれども、公式的にはJCRの格付が有価証券届出書に載っております。

ですので、JCRの格付で単独になっています。しかし、実際はほかの格付機関もその会社に対して格付を出していますので、それを比較してほしい。やはりマイカルは自分のところがそういう状態にあるのであれば、なぜJCRの単独の格付だけを記載したのか。ここが問題だと思います。うちの会社がそんなにいい状態でないということは、例えば利益の状態を見ればわかるわけですが、なぜこんなに「みばえ」のいい格付だけにしたのでか。ここが経営者として問題になる点だと思つたか。やはり二つの格付を載せるべきではなかったかというのが私の結論です。

第二に、発行時に付された格付の日付を確認することです。最初に付された格付がそのままずっとついていることがあります。確かに業績が右肩上がりの場合はそれでいいと思います。しかし、業績が悪化しているときには、古い格付のままの

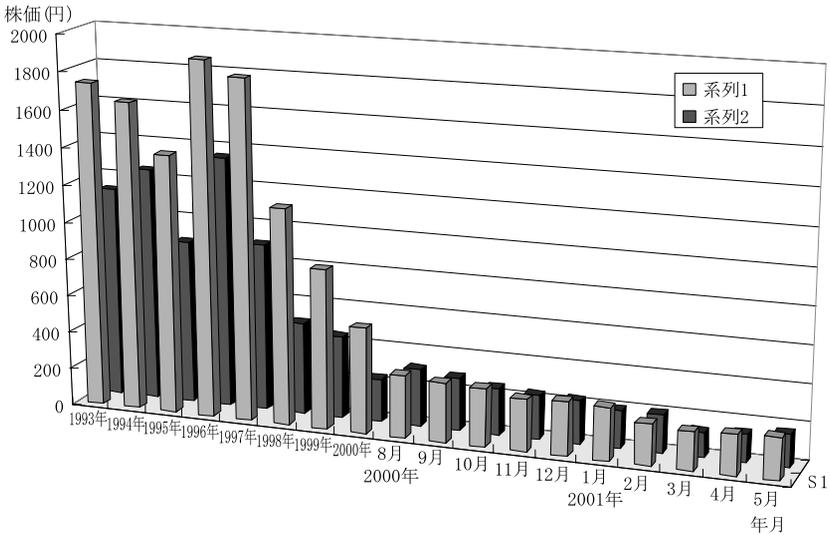
鮮度の古い、鮮度の悪い格付を使つてはいけませんということですが、いつ格付のレビューが行われたかということをも最新の情報をもとに確認することが必要だと思ひます。

第三に、資金の性質により、利用する格付水準を決定するという事です。資金の性質が、余裕資金なのか生活資金なのかということ、証券会社の皆さんは投資家の方に対して恐らくおっしゃっていると思ひますし、投資を始めるときに皆さん当然お聞きになつておられると思ひますが、資金の性質により利用する格付水準を決定しなければならぬと思ひます。もしそれが退職金であれば、当然のことながら、元本が減つては困るわけです。退職金しか収入がほかにないわけですから、その人にとっては自主的にA A以上の格付で債券を運用すべきではないか。Aも危ない、信用できないのであれば、やはりA Aになりま

す。その場合には、銘柄は限られてきます。限られてきますけれども銀行預金よりも利回りはいい。例えば東京電力などの個人向け社債を買つと、当然A A A、あるいはA Aプラスぐらいの格付がついています。それでも利回りはちゃんと乗りますから、やはり資金の性格によつて格付水準を決定する必要があります。損してもいいというお金を持つた投資家の場合には、B B BとかB Bを買つてもいいと思ひます。中には投機やジャンク債で儲けようという方がいます。それはそれでいいと思ひます。それなりの知識なり覚悟があつて買われる分については何ら問題ない。ただ、退職金で、銀行預金に預けるよりもという場合には、やはりA A以上の債券格付である必要があります。なぜA Aかといへば、そんなに理論的な根拠はないのですけれども、安全性を重視するのであれば、利回りは少々落ちてても信用度の高い

## 格付の上手な利用法

図表13 マイカルの株価の推移



債券で債券投資をやってくださいという意味です。

#### (4) 株価や社債の流通利回りを参考に

先ほどのいろんな情報を参考にしてくださいということの例として、マイカルの株価をみてみます。図表13にありますように株価というのは結構雄弁に物語っているなと思いました。短期的にはともかく、長期的に見ると、マイカルの経営実態を反映しているという印象を持ちました。株価は発行体の状態を雄弁に語っている。私が言うのも変な気もしますが、御専門の皆さんの方からはもっと積極的な、アグレッシブな意見が出るかと思えますけれども、私としては、雄弁に語っているなと思います。

やはり会社ですから、五年、一〇年の長期的な視点から株価の水準を見ることは重要だと思つ

です。短期的に、今期の業績や利益が増えたから、株価が上昇するというのはなく、長期的な視点から株価を見る。最近一年の株価のトレンドで、上向きなのか下向きなのかということもチェックポイントの一つかと思えます。

図表13には、系列1と系列2があります。系列1は年間で株価が高いときのグラフです。系列2は安いときのものです。いわゆる「高・安」の推移です。九三年から九六年の頃は確か橋本内閣で景気がよくて、二年ばかり景気がプラスになりました。そういうこともあって株価もよかったです。一八〇〇円から二〇〇〇円を超えたときもあつたのです。しかし、二〇〇〇年後半から六〇〇〇〜七〇〇〇円になり、この会社のエネルギーや勢いだけを見ると、この頃から明らかに失速し始めているという事です。私は株価については、そんなに詳しくないのですけれども、株価のデータだけを見

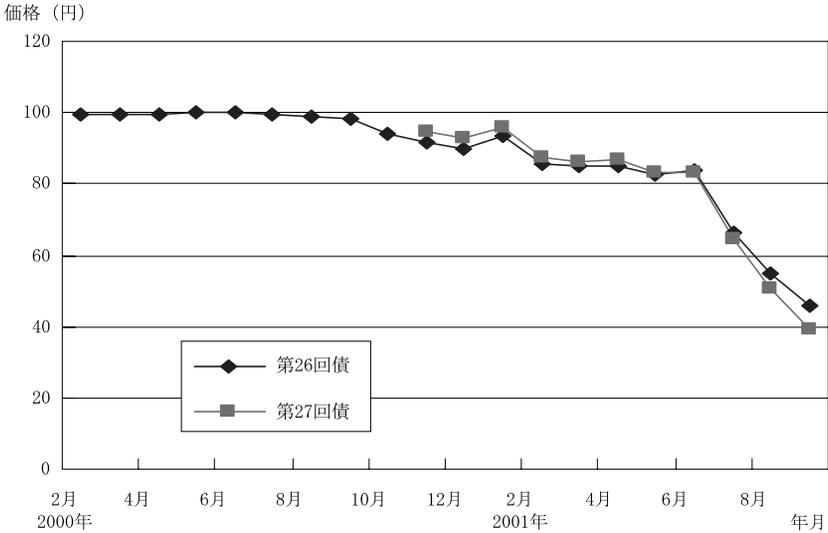
るとそういうことがいえるかと思えます。

当然、投資家は、自分の財産を投資されるわけですから、いろんな情報を集めて、その中で、「こういう会社の状態で本当に買っているのかどうか」ということを証券会社の方に質問されるべきだと思うのです。「いいのでしょうか」ということは最終的に投資家の判断に任せられると思いますけれども、そういう疑問があれば、ぶつけていくしかないと思うのです。

図表14は、マイカル債の店頭基準気配です。確かにこのデータ（店頭基準気配）そのものは信憑性がないとかといわれていますし、プロの中にはこのデータを信用しないという人も多いのですけれども、そうはいっても明らかにこの数字だけを見ても、ちゃんとこういうことが現実に出てきているのです。二〇〇〇年八月頃は一〇〇〇円近傍にあったのが、徐々に低下してきた。仮に八〇円位

格付の上手な利用法

図表14 マイカル債の店頭基準気配



までに売れば、三割というのではなくて、八割は戻ってくる。手数料もありますので、八〇円で買ってくれたかどうかわからないのですが、いずれにしても八〇%位であれば二割か三割位の損で済んだという気がします。したがって、こういう情報も軽視しないで、しっかりと活用してもらえばいいと思います。

(5) 集めた情報を整理する

これは釈迦に説法でありましようが、集めた情報を自分なりに整理する。当然、証券会社の人に聞いたなら「安心です。いい会社です」といった、そんな話だけで投資はできないだろうと思います。自分で情報を集めること、そういう努力をしない人は、投資をしてはいけないと私は思います。

投資家は、銘柄ごとに情報を整理するために、

新聞記事をスクラップブックに貼る、あるいは情報ファイルにとじ込む。自分の財産ですから、銀行と違って、通帳に金額が載っていればそれでいいという時代ではないわけです。当然のことながら、自分で情報をきちんと整理していったら、事の推移を的確に追いかけていく、そういった努力をしないといけないのではないかと思います。

朝日新聞の九月二五日朝刊に載っていました「オピニオン」という読者の声を載せる紙面の記事には、「マイカル倒産 私の眠れぬ夜 無職 田川かづと」。仮名ですが、朝日新聞が載せている以上は、そんないかげんな記事ではないと思うのです。名前が仮名になっているだけだと思います。「私はこのたびの大手スーパー、マイカルの倒産で昨年初めに買った社債が紙くずになり、貯金のほとんどを失った。悪夢の始まりは、証券会社から届いた無担保社債のお知らせだった。あ

まりの銀行の低金利に、少しの小遣いが欲しいと利率二％に心が動いた。念のため大手の格付会社の格付を見ると「Aマイナス」。これなら心配ないと、思い切って一〇〇〇万円購入した。こうなってみると、格付は飾り文字程度の効用しかなく、何の目安にもならないことを知った。(以下省略)

こういう記事が載っていました。多分相当悔しかった。悔しい以上に腹が立ったと思うのです。かつて私も格付会社におりましたので、この記事を見ると、やはり若干責任を感じます。

(6) まとめ

まとめとして、格付は格付機関の意見にすぎない。あくまでも参考情報であるということを繰り返し、繰り返し申し上げたいと思います。一つのポリシーとして、複数格付がついている債券を購

入する。残念ながら、日本の今の有価証券届出書の記載の状況を見ますと、複数格付が確か四二％です。残りの六割、六〇％弱が単独格付です。証券関係者、資本市場関係者の御努力で、一つだけしか格付がつかないで起債を許してしまうということは何とか改めていただきたい。「複数でない」と起債させない」と一致団結して頑張っていたきたいと私は思います。そうしないと、またマイカル債の二の舞が出てくる可能性があります。「そんなのは発行体の自由だ」という会社に対しては、資本市場を利用する資格はないのだということを懇々と証券市場関係者の方が説明していただきたい。発行体に対してそういうことを申し上げていただきたいと思うのです。

格付は二つのうち一つはAA以上の債券を選ぶ。今は、「業<sup>ギョウ</sup>に懲<sup>なや</sup>りて臆<sup>おそ</sup>を吹く」という気持ちかもしれませんけれども、最初はそんな慎重など

ころでいいと思うのです。投資家が勉強していけば、「ああ、なるほど、Aまで買えるのだな」とわかる。本当はBBBまで買えるのが理想なのですけれども、日本の現状ではBBBというのは景気がよくなつたときにポツと出てくる程度です。確かに現在は少し景気がよくなつてきましたから、BBB格のところが出てきておりますけれども、最近また別の発行形態になっています。全額証券会社に引き受けさせるのが出てきております。あれが将来どういうことになっていくのか、ちょっとよくわかりません。もし何かございましたら、後で教えていただきたいと思ひます。

いずれにしても、格付は複数であるという慣行を是非つくり上げていただきたいと思ひます。格付スプリット、格付評価が違うのは当たり前です。先ほどいいましたように、日本の場合だつて、R&IとJCRで一致しているところが、か

つては四〇%位あったのが、今は三〇%位になっているということですので、当然格付評価は違っていると思うのです。一方が高ければ、一方が低くなってもいい。そのこと自体が投資家に対して一つの警鐘になると思うのです。なぜ格付の評価が違うか。それはもちろん定義が違うし、評価方法も違うので、同じになることの方がむしろ不思議なのですけれども、違うこと自体が、一つのリスクに対する認識を深めてもらうきっかけになると思います。

以上でお話を終わらせていただきます。御清聴ありがとうございました。

御質問がございましたら、時間が少々残っておりますので、遠慮なく御質問いただきたいと存じます。どうもありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 岡東教授、どうもありがとうございました

いました。

今、講師の方からもお話がございましたように、お時間もいただいておりますので、もし御質問等がございましたら、御意見等も含めまして御挙手いただければと思いますが、いかがでしょうか。

関理事長 ほかに質問もないようですので、私から一つ質問させていただきます。今日のお話で、格付を利用するときに、投資家の方としてもいろいろ注意しなければならないことをお話しいただきました。また、市場の仲介者としての証券会社等が格付の質の向上のためにいろいろ努力をした方がよいというところも触れていただいたわけですが、格付機関自体は、例えばこのマイカル事件みたいなことが起きたことについて、中でのどういふ反省、改革ということをやっているのだろうかというあたりについては、いかがでしょう。

うか。

また、このごろ格付機関というのは、もちろん性格的には自分の意見だということになりますけれども、市場の価格形成、投資家のデジジョン、投資の判断において、非常に重要な役割を果たしています。その割に、マイカルだけではなくて、アメリカでもエンロン事件のときにも、直前まで高い格付を出していたということもあって、格付機関自体のあり方についてどうすればいいかということが、アメリカでも非常に問題にもなりまして、ヨーロッパでも問題になっています。世界的にはIOSCOのような機関の中でもいろんな議論をされているわけです。そういったあたりを少しお話しただけだと思います。

岡東 格付機関は反省しているのかという御質問でございますが、これにつきましては、新聞記事が出た前後に、朝日新聞が日本格付研究所のアナ

リストに取材をしまして、そのときにJCRの担当アナリストの方が次のようなことをいっております。「格付のリポートにはかなり厳しい意見を書いた。しかし投資家には十分伝わらなかつたようだ。今後はコメントの内容に即した記号にしていく必要がある。格付記号がコメントから離れて、ひとり歩きしていたようだ」と語っているようにアナリストとしては、非常に厳しく観察分析をした。ところが、出てきた格付がアナリストの意図に反した形になった可能性があります。それはアナリストが無責任かという点、そうではなくて、格付の決定の仕組みとして、格付委員会とというのが格付会社の中で多分開かれています。その中で、担当アナリストがかなり厳しい意見を出したとしても、その格付委員会の結論として、機関決定の過程でそれは厳し過ぎるのではないかと退けられて、結果的にAマイナスという意見が会

社としての意見として採用されたのではないかと  
思います。この辺は内情がよくわからないのです  
けれども、推測するに、そういうことかと思いま  
す。

今、質問者の方からおたずねがありましたよう  
に、エンロンの方についても、実はS&Pとムー  
ディーズが破綻直前、四日前まで投資適格とされ  
るBBBマイナスという格付をつけていたのです  
けれども、それに対して直後にS&P、ムー  
ディーズはレポートを出しました。従来投資適格  
の格付の場合は、見直しの頻度は一年に一回程度  
だった。しかし、これからは投資適格値といえど  
も、見直し頻度を増やす。特に、二番目の改善点  
として、短期の流動性の分析が十分ではなかつた  
という反省をしています。やはりどうしても資金  
繰りなどの見方、分析が甘かったということは率  
直にいつております。これからはそういう短期の

分析をきちんとやる。特に、クレジットファイシリ  
ティーなどについて、格付機関も発行体に対して  
もっと強く出て、ちゃんと資料を出してください  
ということをやろうとしています。

なお、エンロンに関しては、格付機関にとって  
少し気の毒な面があるのは、アーサー・アンダー  
センが、結果的にエンロンと手を組んで、偽りの  
財務諸表、有価証券報告書を出したということが  
あります。その点に関してS&P、ムーディーズ  
の人がいつているのは、格付機関もむしろ被害者  
だった。我々は別に何の監督権限もないし、公認  
会計士と違って会社の過ちを指摘するのが仕事で  
はない。与えられた情報で格付をした、そういう  
言い方をしていますけれども、それはそれとし  
て、やはり格付機関としても切磋琢磨して、こう  
いう過ちとか、もし仮に誤った格付をすれば、す  
ぐに見直していくべきだと思つのです。何も一旦

格付したから、そのまま一年間は格付をいじれないと考えると、まさに病状が悪化しているまま何も手を下せないことになりますから、それはやはりメンツを捨てて、間違った格付であれば、最新の正しい格付に変えていく、そういう勇気が格付機関として必要だと思います。

市場の価格形成に重要な役割を果たしているということについては、先ほどの話の繰り返しになりますけれども、ぜひ証券仲介者の方に、発行会社に対して指導なり説得なりをしていただきたいと思います。健全な資本市場を共有しなければ、一部の人だけが得をして、多くの人が損をするような資本市場であれば、市場は発展しないと思います。そういう意味で、証券仲介者の方の役割はむしろ重要だと思います。

逆に、仲介者の方が格付機関に対してもいろいろと意見を出されてもいいと思うのです。格付機

関というのは、何も殿様でも何でもありません。偉いという人はいるのですけれども、とんでもありません。そんなことはありませんので、むしろ証券会社の方あるいは仲介業者の方は率直にいるんな意見を出していった方がいいと思うのです。

最近の傾向として、そういうことも少しずつ出てきておりますので、まさに独断的に格付を決めて、あとは知らぬ、そういう言い方の格付機関は今後生き残っていけないのではないかと思えます。

若林常務理事　それでは、今日の講演会は、これで終わらせていただきたいと思います。

岡東教授、大変ありがとうございました。（拍手）

（おかつ　つとむ・阪南大学教授）

岡 東 務 氏

略 歴

- 1943年 7月 長崎県生まれ  
1969年 3月 神戸大学大学院経営学研究科修士課程修了  
1969年 4月 株式会社日本経済新聞社入社  
1985年 3月 株式会社日本公社債研究所主任研究員  
1998年 3月 株式会社日本格付投資情報センター（現在の株式会社格付投資情報センター）RM 本部業務推進部長  
2000年 4月 阪南大学大学院企業情報研究科兼経営情報学部教授  
明治大学大学院経営学研究科非常勤講師、日本経営分析学会理事、  
日本経営ディスクロージャー研究学会理事、  
日本インベスター・リレーションズ学会理事  
博士（経営学：明治大学）中小企業診断士

主要著書・論文

1. 「日米の格付格差についての一考察」、『公社債月報』、1996年10月号
2. 『債券格付の研究』、中央経済社、1998年
3. 『実例にみる債券格付の方法』川口史麻氏（立正大学専任講師）との共著、税務経理協会、2003年
4. 『現代社債市場分析』松尾順介氏（阪南大学教授）との共編著、シグマベイズキャピタル、2003年
5. 『日本の債券格付』、税務経理協会、2004年