

岡東 務著

『日本の債券格付』

(税務経理協会, 2004年4月)

木村 由紀雄

I

債券格付は、起源のはっきりした新しい学問分野である。債券格付の研究は実務の世界から始まり、次第に学界でも議論されるようになり、それが実務へ跳ね返ってその改革・改善につながってきた。したがって、学問への道筋は始めに実務家がつけ、その後、研究の発展によって証券市場論、企業金融論の一角に場所を占めるようになった。

こういうケースは学問の分野ではそんなにたくさんある話ではない。その点で、実際にこの分野の研究に携わってきた人たちは、まれにみる幸運の持ち主、幸福な人たちである、といっても失礼にはなるまい。

格付会社の実務家からスタートし、その後、大学に転じた著者こそ正にそのプロセスの体現者である。本書はその著者の学問研究の歩みを集大成したものであり、現時点で債券格付に関してわが国で望みうる最良の書といえよう。

目次をみると、

- 序章 債券格付の黎明
- 第1章 債券格付の現状と課題
- 第2章 債券格付の意味と役割

- 第3章 債券格付の仕組み
- 第4章 債券格付の実際
- 第5章 債券格付における財務上の特約
- 第6章 債券格付とデフォルト率
- 第7章 日本と米国の社債市場の比較
- 第8章 業績不振企業にみる格付機関の対応
- 第9章 マイカル債格付の妥当性
- 第10章 格付変更の適時性
- 終章 債券格付論の系譜

となっており、債券格付に関する問題が満遍なくとりあげられていることが了解される。

すなわち、日本における債券格付の始まりから実務の展開、問題の発生と把握、研究の発展、実務の改革・修正、現在の到達点とその評価、今後の課題、といったテーマが濃密に議論されている。まず、本書を詳しく紹介した上で、著者の見解をどう評価するかが書評に課せられた課題といえよう。

II

日本における債券格付の発展にとって、画期は格付専門企業の設立であろう。1980年代半ば、金融市場・証券市場の改革、金融の自由

化、国際化の波が次第に高まる中で、当時の大蔵省が音頭を取り、複数の格付会社の設立を目指して、銀行や証券、保険など金融関連業界に呼びかけた。

その結果、金融業界の共同出資により、二つの格付会社が誕生した（日本インベスターズサービス、日本格付研究所）が、その出資比率は金融機関の勢力図を反映するような形になっていた。もう1社、証券市場の情報サービス企業ともいえる日本経済新聞社が日本公社債研究所を設立、国産の格付会社は三社体制でスタートした。日経は債券格付が日本でもビジネスとなる日の到来を予想して、先行的に任意団体として設立していたものをこの時点で株式会社に改組したのである。

アメリカでは情報サービス業者が自然発生的に開拓したのが格付という分野であったが、日本では政府の意図的、計画的なリードで始まり、しかも本来、格付の対象となる金融機関が強く関わる形でスタートしたのである。

以来、約20年が経過し、日本の債券格付は発展を続け、社会に一応、定着してきたといえるが、問題、課題も少なくない。そうした問題は、格付専門企業の成り立ち、業界構造に由来するところが少なくない。換言すれば、それが「上から」作られたものであるという点に起因するといっても過言ではない。

著者は「格付は債券市場の発展にとって、欠くことのできないインフラの一つ」と位置づけた上で、しかし、日本の債券格付はアメリカなどと比べると、発展途上にあると総括し、その課題を五つに要約する（第1章、これは本書の結論的部分である）。

① 複数格付が定着していないこと。そもそも、最初に格付機関の創設が提唱された際

（社債問題研究会）、複数の格付機関の必要性が指摘された。また、その後も格付の信頼性を高めるために、複数格付の重要性が議論された。いったん、転換社債についてはあったが、複数格付の義務付けとその格付の発行条件への反映が決定された

しかし、1996年1月から適債基準の撤廃に伴い、複数格付取得のルールもなくなり、発行体の自主判断に任された。その後の発行市場ではゼロ金利政策の長期化のもと、ほとんどの債券が投資家から歓迎され、少しでも好条件と判断される債券は瞬間蒸発という事態が続いている。これでは発行企業はコストのかかる複数格付を採用するはずがない。

これはアメリカとの大きな違いで、アメリカでは複数格付のないものには投資家が相手にしないとされる。日本の投資家も発行体に複数格付を要求し、それを一つの投資判断の材料にすることが必要である。

こうした発行体の姿勢が日本の（一部の）格付機関の甘い格付け姿勢と結びつきやすいことは、容易に考えられるところである。日米間、あるいは日本の格付機関の間には、大きな格付格差（スプリットレーティング）が存在していることは、今や有名な事実である。ある格付機関の格付と他の格付機関の格付とに格差が存在すると、発行体は甘い格付をくれる格付機関を選ぶようになる。それが格付機関の営業の武器となる。これでは投資家の信頼を得ることはむずかしく、投資家は何を信ずればよいか、わからなくなる。

② 社債発行が増加してきたとはいえ、なお発行企業数が少ないことである。発行できるのは歴史の古い企業、著名な企業に限られるという傾向があることは否定できない。

これは換言すれば、信用力に応じた対価を支払えば起債が可能になるという仕組みが十分に出来上がっていないことを意味する。このため、日本ではハイイールド債が発行できない事態が続いているだけでなく、社債市場の規模、発行企業の多様性が十分でない背景となっている。ハイイールド債の問題は、日本の債券市場の問題を凝縮して提示するものとなっている。

- ③ 投資家、特に機関投資家の保守的な投資姿勢が格付利用の広がりを妨げている。この背景には監督官庁の指導による運用規制、投資家自身の内規などが格付の低い債券への投資を抑制させている事情がある。いわゆる投資適格ラインが高く設定されているのである。これは機関投資家が投資失敗の責任を問われたくないため、と考えられる。

機関投資家には債券のリスクを判断するクレジットアナリストがほとんどいないのが現状である。クレジットアナリストが増え、リスクの所在と大きさを判断できるようになれば、債券投資の運用効率が向上し、債券投資が活発化する原動力になるだろう。

- ④ 日本の格付機関は格付基準（クライテリア）を明確に打ち出す必要がある。格付機関は自らが使用している格付記号について定義を明らかにしているが、第三者にはそれ以上のことを理解するのはむずかしい。定義と格付基準の明確化が関連づけられて、格付の意味が理解されるのである。
- ⑤ 格付の知識の不足。啓蒙活動の遅れ。日本社会への格付の知識の浸透は不十分だといえる。身も蓋もない感じがしないでもないが、20年にわたる日本の格付の展開、発展を当事者として体験してきた著者の総括的な

評価、判断がこれである。これは重い言葉であり、今後、取り組むべき重要課題が明らかになされたといえる。

このような不足、遅れの原因は何か。これは戦後日本における企業金融の展開をどう評価するかという問題に帰着する。著者によれば、「間接金融全盛時代が長らく続いた中で、格付が制度として人為的に導入された。アメリカのように格付に対するニーズがあって、草の根的に発生し、定着したものではなかった」ことが指摘される。

行政が最初にとった政策は投資家保護の観点から適債基準の導入であった。これは一定の基準に満たない企業を債券市場から締め出す結果となり、適債基準とセットで複数の格付機関を指定したため、指定された格付機関は形式的な審査で行政のお墨付きを得た形になった。

発行体は対価を払う以上、自社を最も高く評価する格付機関を選択するのは当然の行動であり（レートショッピング）、このことだけで発行体を責めるわけにはいかない。

この辺りは、行政の制度設計のミスに近いものを感じる重要な指摘であり、著者の分析、判断は明快である。

問題は適債基準の運用にあったようだ。格付の意味と内容は格付機関によって異なる。発行体の信用力に対する評価は本来、多様であることが望ましい。それゆえ、複数の格付機関が必要とされた。

ところが、実際の格付の運用では、格付機関の特色を無視して、格付がアルファベットの数（格付記号）により適債基準を満たしたかどうかを判定した。結果として、発行体からは格付の上位記号であるAが多いか、ある

いは適債基準を満たす最低ラインの格付が歓迎された。

さらに、適債基準が撤廃された後も、そうした発想は残り続けている。加えて日本企業特有の横並び意識が強く働いており、企業の独自性が見当たらないという事情がある。

この結果、現在に至るまで格付機関は行政の形式審査は受けたが、市場のテストを十分に受けていない。格付機関は格付記号とその背後にある情報の質と量で市場のテストを受けているはずなのに。

こうしたテストを通過しなければ、日本の格付機関のグローバル化を議論するのは早すぎるのではないか。この場合、グローバル化とは日本の格付がアジアや欧米の資本市場で利用される日が来るという意味である。

以上のような問題点を点検してみると、著者が指摘するように、日本の社債格付が発展途上であるという理由がよく理解される。

III

著者が繰り返し指摘していることだが、現在の最大の問題と思われるのは、日本社会ではそもそも格付というものに対する正確な理解がなかなか進まない、ねじまがった利用法が浸透し、修正されないということであろう。

この問題は第2章を中心に議論されており、著者が最も注力している部分であるといえよう。

これは期待される市場原理の浸透、活用にとってもひとつのカベであるといえる。あるいはこれこそが格付が発展途上の段階を脱したか否かの最大のメルクマールであるのかも知れない。

格付は企業の安全性に対する「ひとつの評価情報」であり、「格付機関のひとつの意見」に過ぎない。ところが、日本社会では「格付機関が権力を持ち、銀行や企業の命運を左右するかのとき」極端な理解がある。そのため、アメリカでは無理なく受け入れられることが、わが国では誤解を招くか、格付の表面的な理解にとどまり、格付の本来の意味と役割が見失われてしまうおそれがある。

出発点で複数の格付機関が必要とされたのは、格付機関は当然、異なる個性、特徴を持ち、信用力についての評価方法にも違いがあるためである。したがって、同じランクだから、信用リスクも同じというわけではない。それを同一視するのは格付利用者の単なる思い込みなのである。

そうした思い込みが格付の結果情報のみの利用、格付記号のみの利用の段階にとどめる理由であると判断される。

これは格付記号が発行企業の選別に利用されるという、いわばねじれ現象が生じることにもつながる。

この背景には、行政が格付利用の出発点に際し、適債基準として利用するという発想を採用した事実も影響している。有担保原則の廃止に当たって、投資家保護の拠り所を格付に求めたのである。このため、社債発行が可能なのは優良企業のみといった方向に行き着いてしまうのである。

適債基準としての格付の利用は、当初、数値基準と併用することにされ、仮に数値基準を満たせない企業でも、一定の格付を取得すれば発行適格とされた。最初はAA格以上の格付を取得しているか、純資産550億円以上で、A格相当の格付を取得している企業は数値基準にかか

ならず、無担保公募普通債を発行できるようになっていた。

ところが、適債基準が緩和されると、格付一本に絞り込まれると、結果として格付記号のみの利用で、発行企業の選別に利用されるという方向に進んでしまったのである。さらに適債基準が1996年より完全撤廃されても、格付記号のみに関心が行くという事態は変わらないまま今日に至っている。

こうした格付の誤用(?)のケースは、日本社会において市場原理を徹底させようとするムーブメントが当面する難関といえよう。

格付が正しく理解され、根付くには、投資家層、機関投資家も変わる必要があるが、その前提として、①債券発行の増加②債券投資家の拡大③債券の信用リスクの増大④調査コストの節約、などが指摘される。

投資家にとって格付情報は本来、投資情報サービスである。格付結果情報である格付記号だけでなく、文章情報こそが重要なのである。特に機関投資家はクレジット・アナリストを配置することが必要なのであるが、その点の理解もようやく進みつつある。この点、格付は起債時のハードルとして捉えられ、指定された格付機関の中から、最も高い格付を与えるところを選べばよい、という発行体よりも正しい理解の浸透は早いかもしれない。

以上のような著者の指摘、分析は現実とかがわってきた重みを感じられ、強い説得力がある。本書で最も価値のある箇所である。

IV

以下の章について、順に紹介して行くと、

「第3章 債券格付の仕組み」「第4章 債

券格付の実際」では著者の実務経験を織り込んだ簡潔な説明が行われている。第3章では、格付は発行体と格付機関との共同作業であり、両者の信頼関係が求められる、という指摘が印象に残った。

第4章は格付アナリストの仕事、役割についての要約である。アナリストは格付後も社債が償還されるまで、発行体の信用力を常時ウォッチし、必要に応じて格付の変更を行わなければならないという重要な指摘がなされている。いわゆるフォローアップ調査である。これは後のケーススタディに結びつくが、ここで「格付は科学であると同時に芸術である」という先人の言葉を共感を込めて引用していることを紹介しておきたい。

次に「第5章 債券格付における財務上の特約」と「第6章 債券格付とフォルト率」は、各論として議論の余地のあるテーマである。

まず、「債券格付における財務上の特約」とは、発行体が投資家に対して、元利金の支払い、償還を確実にするために行う一定の約束事の中で、その目的は社債権者の保護である。具体的には無担保債の発行体が投資家に対し担保に代替すると考えられる財務上の手当てを約束したものである。

これによって、発行企業の信用リスクが増大していく過程で、企業の破たん前に社債の期限前償還とか担保付債券に切り替えるといった措置が可能であり、デフォルトに伴う損失を回避できると想定されるのである。

そこで、これに関連して、デフォルト(の可能性のある)企業をなるべく多く把握し、健全な企業を把握しないためには、どのような財務上の特約が有効か、というやや技術的な問題が発生する。先行研究の紹介とともに、自ら調査

した結果が披露されている。それによると、純資産額維持、有利子負債増加、インタレスト・カバレッジ・レシオ、自己資本比率の4指標の有効性が高いという。

また、実際のケースとして財務上の特約条項が機能し、無担保転換社債が物上担保付転換社債に変更された企業、無担保社債が期限前に繰り上げ償還された企業が紹介され、投資家の利益が守られたとしている。

しかし、格付機関は格付に際し、財務上の特約についてどう評価し、格付にどう反映させるのか、必ずしも共通の姿勢が確立されているわけではない。財務上の特約は回収リスク分析に分類されるもので、発行体の信用力分析を中心とする格付の体系からすると、サブ的な位置付けになる。そのためか、アメリカの格付機関はやや冷淡な扱いをしているように思われる。

日本ではようやくデフォルトが現実の問題となってきたばかりであり、財務上の特約に対する注目度が高まりつつある。

著者は発行体が財務上の特約を軽視してはならない、これは発行体の自己規律の表明であり、投資家からの信頼獲得に不可欠とする。

これは当然といえようが、ただ財務上の特約を求め過ぎると、発行体の負担はもとより、格付自体の意義を軽減させてしまうことにならないだろうか。その結果、社債市場の拡大、活性化につながらない懸念を否定できないと思われる。財務上の特約のあるべき姿については、著者もなお今後の課題として、共同研究を呼びかけている。同感である。

「第6章 債券格付とデフォルト率」は格付機関が債券の格付記号をその意思で独自に決めることは問題でなく、格付記号の正確さを裏付けるデータ提供が重要であるとする。その中で

もデフォルト率の分析、情報提供を呼びかける。歴史の古いアメリカの格付機関に比べ、日本の格付機関の最も遅れている側面として捉えられている。しかし、格付機関である以上、避けられない課題である。

アメリカのデフォルト率は格付が低位になるに従って上昇している。格付が下がると、倒産のリスクが高まることになる。これこそが格付の信頼性を裏付ける担保となる。その結果、新規発行社債の利率は、他の条件が同じであれば格付＝デフォルトリスクの大小によって決定される。格付が市場原理に従った企業金融を促進する、優れた機能を備えていることを示すものである。

こうした実績と信用を背景に、アメリカの格付機関の格付が日本市場でも大きな影響を与えるようになってきている。この結果、グローバルスタンダード＝アメリカンスタンダードではないか、と一部から強い反発を招く原因になっている。

ところが、アメリカの格付機関といえども、日本市場では格付とデフォルト率の相関を把握し切れていないという。つまり、信頼できる格付ができていないのである。

もちろん、この原因は日本ではこれまで倒産件数が少なかった、サンプル数が少なかったことにある。しかし、経営環境の変化により、日本企業の不倒神話も完全に消滅した。日本における格付とデフォルトの関係の研究はこれからである。格付が発展途上にあるのは、こうしたところにも原因があったわけで、言い換えれば、格付が発展、定着していく条件は整ってきたのである。こうした著者の評価は十分首肯しうるものである。

V

第7章以下、第10章までは応用問題、ケーススタディの評価ということになる。

「第7章 日本と米国の社債市場の比較」は現在の社債市場の比較である。格付はおおむね日本社会に定着したという時点に立っての比較である。当然、予想される市場規模の違いは措くとしても、格付分布の違いには目を引くものがある。要するに低格付の社債が自由に発行されているアメリカと一定の格付以上でないと発行されない日本、具体的にはハイイールド債の発行の有無という問題になってくる。

格付だけが尺度となる自由な市場では当然、ハイイールド債は発行され、是非の議論など起きるはずもない。しかし、日本では制度的に可能なハイイールド債の発行が市場関係者の合意で自主規制された形になっている。それをどう打開すればよいのか、これも日本の格付が発展途上を脱するメルクマールといえようか。市場経済の原理的な運営が可能な経済であるかどうか問われている。

著者は日本におけるハイイールド債市場成立の必要条件を資金需要者（企業）、資金供給者（投資家）それぞれについて検討している。そして、クレジットアナリストの養成、信用情報の整備などにその可能性のカギを求めている。

「第8章 業績不振企業にみる格付機関の対応」「第9章 マイカル債格付の妥当性」「第10章 格付変更の適時性」は、実際に発生した問

題に対し、日本の格付機関はどう行動したかというケーススタディである。機関別に評価の違いはあるが、日本の格付機関は高い評価を得られそうにないことは想像に難くない。

1990年代の長期不況の中で、日本でもかつては考えられなかったデフォルトが続出した。初体験といえる事態に日本の格付機関の対応は遅れ、投資家への情報サービス提供の責任を果たしたとはいえなかった。それが現在も根強い格付への不信、アメリカの格付機関との実力差の認識として存続する一因となっている。

こうした事実の確認、評価などを最初に行なったのが著者の研究であった。日本の格付機関がにがい経験に学んで、その姿勢、組織などを点検し、改革していることを信じた。

VI

以上の議論、テーマとは別に、あるいは並行する形で、著者は「序章 債券格付の黎明」「終章 債券格付論の系譜」を書いて、日本における債券格付の研究、学問の発展の過程をフォローし、現在の課題につなげている。読者が斯学の展開、発展を理解するのに誠に便利な章である。その叙述の中に特に先行研究に対する敬意がにじみ出ており、後に続く者としての決意を含ませている。これによって、「日本の債券格付」という書物の価値はさらに増したことが感じられる。

（目白大学人間社会学部教授）