

黒沢義孝著

## 『格付け講義』

(文眞堂, 2007年3月)

三浦后美

## はじめに

本書は「格付け」に関する研究書であると同時に、「格付け」の模擬的な実務体験をさせながら、将来の「格付け」アナリストなど、格付けに関心を持つ人材を養成しようとする啓蒙書でもある。著者によると、本書は大学院で行なってきた「格付け評価論」の講義のエッセンスをまとめたものである。一般には、投資家や債券を発行しようとする発行体にとって、格付けは「客観的でないブラックボックスが多くわかり難い」という批判の声がある。

著者は、それも一面真理であると認めながらも、「格付け」は科学的なプロセスを経て、客観的な事実を予測する作業であるとする。すなわち、AAA、AAなど、それぞれの格付け記号は将来どのくらいの割合でデフォルト（default, 債務不履行）になる可能性があるかを表すもので、米国における過去100年の格付けの歴史において、格付けの予測値は現実のデフォルト値とほぼ一致しているからである。

前半では、この「格付けの有効性」の理論的な側面を詳細に展開している。後半の模擬格付けでは、部外者が公表資料を基に、財務データ

などの定量的指標とその組織の事業基盤の特性などの定性的要因を科学的に推論し、格付け会社の専門アナリストの見解に近い信用リスクの結論を導き出す。まず、模擬格付けの対象を決め、過去5年間の定量的指標を整理して、基準となる格付け表に基づく「マッチング（matching）表」によって定量的格付けを決める。つぎに、対象企業が抱える問題点、および業界動向や経済環境を考慮して定性的格付けを決定する。これらの定量的格付けと定性的格付けを総合して最終の模擬格付けが決定される。この手法は、いわゆる格付け会社が公表資料のみで行なう「勝手格付け」に近いものである。なお、本書では企業の社債格付けに加えてソブリン格付け（sovereign rating, 国の格付け）についても同じ手法で「模擬格付け」を試みている。

## I. 本書の構成

全体は、第1章から第5章までで構成されている。第1章 格付けの概論では、日本企業の格付けの現状と日米格付け格差など、現在話題になっているトピックスや格付けの持つ問題点などを概説している。第2章 格付けの考え方では、実際の市場で「格付け」はどのようなこ

とを意味しているのか、格付け会社が行ったパフォーマンスをどのように評価すればよいのか等、理論的な面について解説する。第3章 企業格付けの手法では、模擬格付けを行うための手順を示している。分析のフレームワーク、マッチングによる定量分析の方法、定性的要因による格付けの考え方、最終的な信用リスク評価の総合的な判断の方法などを具体的かつ詳細に分析している。また、格付け会社によって同一企業に対する評価が異なる場合がある。その場合の違いがどこから来るのか、三菱自動車など5つの企業の実例を挙げて比較している。加えて、特殊な格付けとして、大学格付け、病院格付け、金融証券化商品の格付け、地方自治体の格付けについて、どのような視点で格付けが行われるかを解説する。第4章 ソブリン格付けの手法では、外貨建てや自国通貨建ての国債について、企業の社債格付けと同じマッチングの手法で格付け評価を行う手順を示している。第5章 模擬格付けでは、模擬格付け報告書の作成要領を解説し、著者が「格付け評価論」で大学院生に指導し、研究したなかの8つの実例を採り上げて分析している。

さらに、本書での「格付け理論」ならびに「模擬格付けの手法」の論点を詳しく整理してみる。

## II. 格付け情報の今日的役割

経済が豊かになるに従って信用格付けの重要性が増してくる。資産やサービスの蓄積と同額の金融資産が保有され、その金融資産を安全性とともにリスクがあっても有利に運用しようとするからである。不特定多数の投資家が購入する社債や国債の信用リスク、すなわちデフォル

ト (default, 債務不履行) になるかもしれないリスクは主として格付け会社が測定している。また、最近では社債や国債に限らず、保険、銀行預金、証券化商品、不動産投資信託、銀行ローンなどについても信用リスクを把握することが必要になってきている。企業や国家が良い格付けをとれば低いコストで公募市場から資金を調達することができ、格付けが低くなると高い利息を払わなければならない。だから企業や国家の財務担当者にとって良い格付けをとることのメリットは大きい。また、個人投資家にとっても、発展途上国などが発行する国債の金利は高いので投資の魅力はあるが、デフォルトになるリスクがどの程度であるか不安である。これらの信用リスクがどの程度であるかを測定して、資金の運用者 (投資家、預金者、生命保険加入者など) にその情報を提供するのが格付け会社である。格付け会社のアナリストは産業、財務、国際経済などの専門的知識と長年の経験を積んで格付けを行っているが、格付けの部外者が自分でリスクを測定することは難しい。

模擬格付けは、格付けの部外者が、公表された情報を基にして信用リスクの程度を簡易的に推論する方法である。格付け会社の格付けを受ける前に、自分の所属する企業がどの程度の信用リスクを抱えているかについての予備知識を持つことができる。個人投資家が利回りの高い社債や外債の信用リスクを自分で判断し、証券会社の勧めを客観的に見ることもできる。また、マンションなどのプールされた管理費を運用するためにどの銀行が安全であるのかを知る情報の一助にもなるであろう。

格付けは、発行する債券の近い将来におけるデフォルトの可能性を表すものである。例え

ば、BBBと判定されれば“当面1年はデフォルトの可能性はゼロで、3年以内では0.5%（異なる200銘柄のBBB社債のうち1銘柄がデフォルトになる可能性）のデフォルトの可能性が、5年以内には4%（BBB社債100銘柄のうち4銘柄）のデフォルトの可能性がある”ということになる。格付けは「将来のデフォルト可能性」を示す指標であるので、現実がそうなるかどうかは保証の限りではない。格付けのときに前提とした基本的事項や経済情勢が変化すれば格付けもまた変更される。したがって、格付けはデフォルト可能性についての「ひとつの情報」であって、それを「保証するもの」ではない。過去約100年の現実の市場において、ムーディーズやS&Pの格付けは中・長期的には正しい情報を出してきた。広く投資家が対価を払っても格付け情報を利用しようとするのは、これまでの格付け会社の実績に裏づけられたものである。

### Ⅲ. 日米格付け格差問題

日本市場で活動している格付け5社の日本人に対する格付け件数は、2006年7月1日現在、R&I（格付投資情報センター）が648件、JCR（日本格付研究所）640件、S&P（スタンダード・アンド・プアーズ東京オフィス）366件、ムーディーズ（ムーディーズ・ジャパン）209件、Fitch（フィッチ・レーティングス東京支店）が171件（信用金庫、ストラクチャー・ファイナンスを除く）である。R&Iとムーディーズの日本企業に対する格付け分布を比較すると、日本の格付け会社（R&I）の方がアメリカの格付け会社（ムーディーズ）よりもA以上の上位格の割合が多い傾向が見られる。

ムーディーズの全世界を対象にしたグローバル格付け（格付け件数5109社）と同社の日本企業に対する格付け（214社）の分布では、日本企業に対する投資適格（BBB以上）の比率がグローバル格付けよりも高く、BB以下の日本企業比率が低いことがわかる。格付け4社（MDY・S&P・R&I・JCR）について、AAAからDまでの格付けを24区分（AA～CCまでについてはそれぞれのカテゴリーを3区分して、1区分をノッチと呼んでいる）して数値化し平均値を出すと、米国系が6.9～7.3（BBB+～BBBに該当）、日系が6.5～6.7（A～A-）で日系の方がやや高い格を付けている。格付け4社について、共通して格付けしている日本企業を対象にして格付け差を見ると、米系同士の格差（1.2ノッチ）、および日系同士の格差（0.9ノッチ）は小さいが、米系と日系との間の格差が大きい。特にムーディーズとJCR（2.5ノッチ）、S&PとJCRの格差（3.1ノッチ）が大きい。米系と日系との格差では大方、日系の格付けの方が高く、米系同士の間ではムーディーズの方がS&Pよりも高い格付けをつけており、日系同士の間ではJCRの方がR&Iよりも高い格付けを付けている。6ノッチ格差は6社（王子製紙、日本製紙、日本製紙グループ本社、住友金属工業、神戸製鋼所、日本郵船）、7ノッチ格差は3社（新日本製鉄、JFEホールディングス、JFEスチール）で製紙業（パルプ・紙）と鉄鋼業に集中している。その他、日米間で格付け格差の大きい業種は建設、海運、航空などであり、日米の格付けアナリストによる業界評価の見方の違いが格付け評価に表れている。一方、米系格付け会社の方が日系よりも高く評価しているのは三菱自動車工業、いすゞ自動車、阪急ホールディングスなどで、リス

トラや M&A など特殊な状況にある企業の格付けの場合が多い (全体で14社)。格付けは将来の債務償還可能性を表すものであるから、将来の見方が異なることによって異なる格付けが出されるのは自然であるが、あまり大きな格差が生じると利用者である投資家や債券のアンダーライターを担当する証券会社が金利を決定する際に困難が生じる。成熟化した米国の証券市場では格付け会社間によって銘柄別には1~3ノッチの差があることはあるが、全体を平均して2~3ノッチ以上の差が生じることはない。

#### IV. 3つのソブリン格付け問題

ソブリン国家 (主権国家) についても格付けが付与されている。ソブリン格付けの目的は外貨建て国債、自国通貨建て国債などに対する信用リスク情報を投資家に知らせるほか、企業や地方自治体が債券を発行するときのそれぞれの国のシーリング (格付けの上限) を設定することである。一般的に、国家は外国為替市場や資本市場に対して優先的権限を保有しているので、企業や自治体が債務の返済についてその優先的権限の範囲外にない限りソブリン国家に対する格付けが企業や自治体格付けの上限になる。国家は外為市場を閉鎖したり、資本市場に制限を加えたりすることがありうるからである。

第一の問題はソブリン国家の償還力を評価する格付け手法がまだ必ずしも完成の域に達していないという問題である。ソブリン格付けはムーディーズなどによって1930年代以降行われているが、1997~98年のアジア通貨危機において格付けの信憑性が問われた。ソブリン格付け

は企業格付けと同様、長期的観点に立って3~5年先を見通したうえで格付けされる。したがって、ソブリン格付けも短期的に頻繁に変更されることは稀である。しかしアジア通貨危機に際しては、タイと韓国について97年2月からわずか10ヶ月の間に7回の「格下げ」ないし「見通しの変更」が行われた。これは、金融市場が未成熟なアジアのエマージング・カンントリーが為替について固定相場 (ドル・ペッグ制) を採りながら資本移動の自由化を導入したことから、急激な資本流出を招いたことがひとつの原因とされている。アジア通貨危機を契機として、経済のファンダメンタルズに重点を置きすぎていたソブリン格付け手法に、国際資本移動の要素を分析の視点に加えるという変化が生じている。

第二の問題は、日本国債の格下げに際して提起された、「民間格付け機関による主権国家に対する評価の妥当性」の問題である。日本国債 (円貨建て) は多額の財政赤字を背景に1998年以降トリプル A から格下げが行われ先進国中で最も低いシングル A まで低下した。日本の財政当局 (財務省) は「巨額の対外純債権 (国際収支の累積黒字) を保有する日本が国債償還に支障をきたすことはない」などの問題を提起し格付け会社に質問状を送った。日本の国会も「日本がボツワナやエストニアと同じレベルの格付けであることに納得できない」などの議論を背景にして衆議院決算行政監視委員会において公聴会を開催した。

第三の問題は「ソブリン格付けとデフォルト率の関係」である。事業債の場合は格付けと実際のデフォルト率は長期的に見ると相関関係が極めて高いことから信頼性の高い信用リスク情報として利用されている。しかし、ソブリン格

付けの場合は投機的ランクのBB以下については相関関係が高いが、AAA～BBBについてはデフォルトの実績がない。「実績デフォルト率がゼロなのになぜ格付けに差を設けないといけないのか」という問題である。

## V. 米国型格付けの国際化

格付けは米国で始まり、1980年代以降全世界に普及した。米国で格付けが始まった理由は、米国の大統領、議会、財務省、各州の銀行監督局などが欧州で経済恐慌の原因となった銀行の信用創造を厳しく規制したためである。そのために社債や州債がファイナンスの重要な手段になり、多くの一般投資家や機関投資家が資本市場に参加するようになった。社債や州債はいったん投資家に販売されると転々と流通することになり、個々の投資家が保有債券の信用リスク（デフォルトリスク）をフォローすることが難しいことから、格付け会社が投資家に代わって格付け情報を提供することとなった。代表的な格付け会社は現在のムーディーズ・インベスターズ・サービスの前身であるジョン・ムーディーズ（1909年創業）、スタンダード・アンド・プアーズの前身のプアー社（1922年創業）およびスタンダード社（1924年創業）、およびフィッチ社（1924年創業）などである。その他にも、ナショナル・クレジット・オフィス社、ダフ・アンド・フェルプス社、キーフェ社、MCM社など多数の格付け会社が登場しては吸収合併されたり消滅したりした。米国資本市場で格付けが重要視されるようになったのは、1929年恐慌以後、破産法の改正（会社更生法チャプター・イレブンの導入）によって社債の無担保化が進み、投資家が企業の信用状況を常

に把握しておく必要が生じたためである。その後、銀行や生命保険会社、年金運用基金などが社債投資に際して格付けを投資基準として採用し、米国証券取引委員会（SEC）が認定格付け会社制度（NRSRO）を発足させる（1975年）など格付けに公的な色彩が強くなり、投資家にとっても起債者にとっても格付け制度が米国資本市場に欠かせないインフラ・ストラクチャーのひとつとして定着することとなった。

直接金融市場が拡大すると、投資家の手を転々と流通する社債や国債および公共債などの信用リスクを測定する必要が生じ、米国以外の国にも格付け会社が次々と誕生することとなった。日本では1985年4月に日本の資本による格付け会社が3社誕生し、外国系6社が進出して9社による競争がスタートしたが、その後、日本の2社が合併して日系2社に、外国系も合併などにより3社に統合されたので現在5社による格付けが行われている。アジア全体では、韓国、中国をはじめ、日本を含めて12カ国34機関の格付け会社が活動している。アジア以外の地域では、先発の米国をはじめ16カ国29機関の格付け会社があり、世界合計の格付け会社は61社（アジア34社とアジア以外29社の合計から重複するS&PとFitchの2社を控除）に達する。

格付けは投資家の立場に立って、全体的に衡平な資金の配分を前提にしている。格付けが将来の信用リスクを正しく判断していれば、どの投資家も同じ程度の利回りを得ることができるように格付けは制度設計されている。例えば、AAAに格付けされた債券は5年間保有してもデフォルトの可能性はゼロなので、6%の期待利回り（機会費用に対する報酬）が得られるとすれば、BBに格付けされた債券はデフォルト可能性が20%程度であるので、その予想損失を

埋め合わせるように32%の金利が付けられる。そのため、どちらの債券に投資をしても元利合計の期待利回りは6%である。したがって、格付けの存在によって、投資家は事前に期待利回りを予定することができ、期待利回りを予想した資産運用が可能になる。

格付けは将来の信用リスクを予測する情報であるから、期間10年の社債であれば発行後10年間のリスクを測定するのが原則である。しかし、実際問題として、人間(アナリスト)が今後10年間のリスクを予想することは不可能であり、市場経済の現場においてもそこまでは求められていない。現状において、経験を積んだアナリストが科学的な信頼性をもって見通せる期間は3~5年であり、投資家も当てにならない長期予測よりも信憑性のある近い将来の情報に価値を置く。期間10年の社債を購入する投資家は3~5年先までのリスク情報を得て、その後については逐次更新される情報に依拠してリスクを把握し、保有し続けるか売却すべきかを判断すればよい。したがって、現在の資本市場において、格付け会社と投資家間の情報の信頼性の期間についてのコンセンサスは3~5年までと見てよいであろう。つまり、格付け情報は信用リスクについての3~5年先の先行指標であるといえる。

## VI. 米国のNRSROと日本の指定格付制度

米国では、投資顧問法(1940年施行)203条に基づく登録をし、米国証券取引委員会(SEC)ルール436及び同ルール134によりNRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)として認定を受けた格

付け会社が公募債の格付けを行うことができる。1990年代の中頃まではムーディーズ、S&P、フィッチ、ダフ・アンド・フェルプス、MCM、トムソン・バンク・ウオッチ、英国のIBCA(1997年にフィッチと合併)など多くの格付け会社がNRSROの認定を受けていた。その後、合併により数が減少し、ムーディーズおよびS&Pの2大格付け会社のシェアが高くなったことから、格付け会社が司法省によるアンタイ・トラスト法の査察を受けるなど問題とされていた。認定格付け会社は2002年の段階でムーディーズ、S&P、フィッチの3社のみであったが、カナダのドミニオン・ボンド・レーティング(2003年)およびA.M. Best(2005年)の2社が新たに認定され、NRSRO認定格付け会社は日本の2社も認められ現在7社となっている。

日本では、格付け会社は「企業内容等の開示に関する内閣府令(昭和48年大蔵省令第5号)第1条第13号の2に規定する指定格付機関」として金融庁が指定するが、指定の基準などは明らかにされていない。現在、格付投資情報センター(R&I、本社:東京都中央区日本橋)、日本格付研究所(JCR、本社:東京都中央区銀座)、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(Moody's、本社:米国ニューヨーク)、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングズ・サービス(S&P、本社:米国ニューヨーク)、フィッチレーティングスリミテッド(Fitch Ratings、本社:英国ロンドン)の5社が指定格付機関となっている(平成17年金融庁告示第88号、指定の有効期間:平成18年1月1日~平成19年12月31日)。

## Ⅶ. マッチングによる企業格付け手法

格付け会社のアナリストは蓄積された知識と長年の経験に基づいて定量分析および定性分析等を行って格付けを決める。アナリストの提案格付けは格付け委員会に付され、他の専門家の意見を取り入れた上で合議制や多数決などを経て格付け会社としての最終格付けが決定され公表される。分析のフレームワークは、まず、企業の財務諸表や決算関連資料、業界地位や生産性など数字で表現できる定量的な分析を行う。次いで、経営者の戦略性や変化への適応力、自由化など規制緩和によって予想される変化、国の産業政策や産業保護政策の影響などの商慣習による救済措置などの定性的要因の分析を行う。定量分析ではいくつかの主要な指標によって定量格付けを決める。定量格付けに定性的要因に基づく定性格付けを加味して最終的な格付けが付けられる。格付けは、評価後の経過年数に応じた予想される累積デフォルト率と総合的に決められる。

格付けアナリストは格付け対象企業について過去のデータ分析を行った後、定性要因を加味して今後3～5年の償還力予想を行う。実績数値に基づく定量分析は過去および現在の状況を伝える情報であるが、現在生じている変化や今後生じる変化によって償還力が変化する可能性がある。償還力予想に織り込むべき定性要因には、分析対象企業そのものに関する内部要因(indigenous factors)と、企業を取り巻く外部要因(exogenous factors)とがある。これら要因を総合化するための決められたルールはない。定量格付けと定性格付けとの評価が異

なった場合には、例えば、① 定量と定性の間をとる、② 今後5年間の業界環境に変化がないと予想されれば定量格付けを優先する、③ 分析者の力量に重点を置いて定性要因格付けを優先する、などの方法がとられる。

格付けの部外者やアナリストとしての十分な経験を積んでいない者が、企業格付けを行う方法として定量指標のマッチング表が利用される。格付け会社はいくつかの主要な財務指標について格付け別の過去の実績平均値を公表している。公表されていない場合は、企業の公表された財務諸表を使って、各指標について格付けごとの平均値をつくる事が出来る。定量指標のマッチング表は、収益率の水準などを表す比率・倍率指標(純有利子負債[有利子負債一現預金]/EBITDA[償却前営業利益]倍率、インタレストカバレッジ[利息支払い前利益÷支払利息]など)と規模を表す指標(有利子負債、キャッシュフローなど)で構成されている。このマッチング表を利用する手法は、これらの平均値指標を使って、ターゲット企業の格付けを類推する方法である。

## Ⅷ. 模擬格付けの目的と前提条件

模擬格付けの目的は、格付けに関する部外者が興味のある企業やソブリン国家、あるいは自分の所属する企業がどのぐらいの格付けになるのか、公表された情報・資料を基にして、マッチング表の利用など一定の手順に従って、格付け会社の専門アナリストの領域にできるだけ近づいた模擬体験をすることである。前提条件として、①公表された情報・資料を基に行うので勝手格付け(非依頼格付け, unsolicited rating)の方法をとる、②定量分析と定性分析の

それぞれについて格付けを決定し、最後に総合格付けを決める、③定量分析は、過去5年間の実績資料を基にして、今後の償還力を格付けする、④定性分析は、公表された情報を丁寧に収集して、被格付け主体の過去と将来の定性評価を行う、⑤格付け会社が公表した格付け結果と同じになる必要はない、⑥民間企業の模擬格付けについては、企業が公表している有価証券報告書などを過去10年間について詳細に分析すること、⑦ソブリン国家については世界銀行、IMF、OECD、アジア開発銀行などの公表資料のほか、国際金融情報センター(JCIF)および各格付け会社などの公刊資料やホームページ情報を利用する、⑧全体のまとめとして、「模擬格付け報告要旨」「会社概要」(ソブリンの場合は「国の概要」)「報告書本文」「説明付属資料」, 等を作成する。

## むすび

著者は日本にはじめて「格付け」を紹介した研究者の一人である。また、著者は日系格付機関の一社の設立にも深く関与した経験を持つ。本書で論述された格付け理論は、これまで出版された格付け関連の研究書に比して、実践的、現実的な内容である。特に、定量指標のマッチング表を利用する「模擬格付けの手法」は極めて説得性を持つものである。はじめに抱かれた「客観的でないブラックボックスが多くわかり

難い」という批判は、最終的には払拭されるものと確信する。

2001年～2002年にかけての米国でのエンロン、ワールドコム経営破綻に際して、格付機関は倒産寸前までこれから会社が発行する社債に投資適格の格付けを付与していたことから、その格付け手法が問われた。その結果、2002年にサーベンス・オクスリー法(企業改革法)が制定された。さらに、格付け制度について見直すが行われた。見直しの内容は、NRSRO制度、参入障壁、利益相反などについてである。3年以上の経験のある格付け会社の米国格付け市場の参入を容易にすることなどを内容とする「2006年格付機関改革法」(Credit Rating Agency Reform Act of 2006) [2006年9月]が制定されたのである。いま、米国で進行しているサブプライムローン関連証券は、証券化商品という複雑なファイナンス・スキルを利用した債券で、ここでも深く格付機関が関与する仕組みである。日本の金融機関もその証券化商品の運用で負荷を担う。格付機関の国際的な債券市場に与える影響力を広く思い知らされる場所である。

これらの今日的な観点からも、本書『格付け講義』は、格付けに直接携わっていない部外者や格付けを依頼する企業の担当者、および研究者や格付けに興味のある学生にとっての必読書である。

(文京学院大学大学院経営学研究科教授)