

格付けの市場定着に向けて

1. はじめに

昨年は、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、ヤオハン、東食などの上場企業の経営破綻をはじめ、民間調査機関によると、倒産企業の負債総額が過去最悪になった。今年に入っても、銀行の貸し渋りの影響も加わり、企業の経営環境は、厳しい状況が続いている。

最近、経営内容のディスクロズが必ずしも十分ではないので、投資家が自己防衛のために、「格付け」という外部情報に頼る現象が表れ始めている。この「格付け」という言葉は、最近では一般的になっているが、本レポートでは、金融市場での格付の存在意義、利用する際の注意点などに加えて、日本市場での浸透状況を整理しておきたい。

2. 格付けとは

(1) 格付けとは

格付けとは、「各債券の元利金返済の確実性に関する格付機関の意見」である。

つまり、それぞれの債券の利金支払、償還などの債務不履行（デフォルト）^(注1)の可能性を表しており、債券発行者の成長力や競争力、更には、倒産などの可能性を表すものではない。同じ発行者の債券であっても、担保の有無など各種条件に違いがあれば、格付けが異なることも普通である。また、格付けは、経済統計のように客観的なデータを提供するものではなく、各格付機関の主観的な意見であることを忘れてはならないだろう。

格付けの代表的なものとして、長期債券格付け、CP（コマーシャルペーパー）格付けがある。その他にも、長期預金格付け、銀行財務格付け、保険金支払能力格付けなどがあり、将来の資金フローであれば、債券の形態である必要はないのである。

また、本来の格付け取得は、発行者の依頼により、格付機関がインタビューなど、依頼者との意見交換を行った上で決定されるものであるが、財務諸表のような公開情報のみに基づく、「勝手格付け」が格付機関から一方的に発表されることもある。

(2) 格付機関

先に、「格付けは、格付機関の意見」と述べたが、わが国で活動してい

る格付機関には、次のような機関がある。

現在、日系格付機関3社（日本公社債研究所(JBRI)、日本インベスターズサービス(NIS)、日本格付研究所(JCR))、外資系格付機関5社（Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA, Duff & Phelps, Thomson Bankwatch）が大蔵省より指定格付機関とされている。これら指定格付機関の格付けは、発行登録制度^(注2)を利用する際の必須要件になっている。また、指定格付機関以外にも、三國事務所などが投資家向けに格付けを公表している。このうち、Fitch IBCA は、Fitch と IBCA が昨年合併したものであるが、本年4月には、日本公社債研究所(JBRI)と日本インベスターズサービス(NIS)の2社も合併予定である。格付機関各社は、国際競争力の強化を目指しており、業界内の競争が激化しているようである。

(3) 格付け情報の利用者

格付け情報は、債券投資家、債券発行者の双方に利用されている。

最初に、債券投資家にとってのメリットは、①調査コストの節約、②中立的第三者の意見の利用、の2点である。債券は、株式と異なり、最終的には償還されるキャッシュフローのため、通常は多額のキャピタルゲインを得ることは難しい。したがって、信用リスクの調査に費用をかけ過ぎると、投資採算が合わなくなる可能性がある。また、格付機関は、引受証券会社やメインバンクとは異なり、中立的で信用リスク分析の専門家としての立場から意見を公表している。これらの理由から、債券投資家は、投資判断の重要資料として、格付け情報を利用しているのである。

次に、債券発行者にとってのメリットは、①資本市場へのアクセス拡大、②資金調達コストの削減、の2点である。「格付け」という、信用リスクに関する世界共通尺度を用いれば、発行者の国籍などに関係なく、世界中の資本市場から資金調達が可能となる。また、格付けにより自社の信用リスクが公表されるため、認識不足や誤解に基づく余計な信用スプレッド^(注3)を投資家から要求されず、適切な金利水準で資金調達が可能になるのである。

上記のような理由から、格付けは債券投資家、債券発行者の双方から利用されており、主に機関投資家は情報料を、発行者は格付け取得費用を格付機関に支払っている。このように、投資家、発行者の双方から収入を得ることができるため、格付機関の中立性は保たれるのである。

(4) 格付けの歴史

格付けは、アメリカで自然発生的に生まれたものである。19世紀には、鉄道債、事業債が大量に発行され、アメリカ国内の投資家だけでなく、ヨーロッパの投資家にも購入されていた。しかし、デフォルトに陥る債券が少なくなかったため、投資家に対する債券情報誌の発行が始まった。この中に、信用リスクをアルファベットの組み合わせで表したのがあり、これが今日の格付けに発展したのである。

一方、日本では、79年より、適債基準の一部として格付けが導入され、

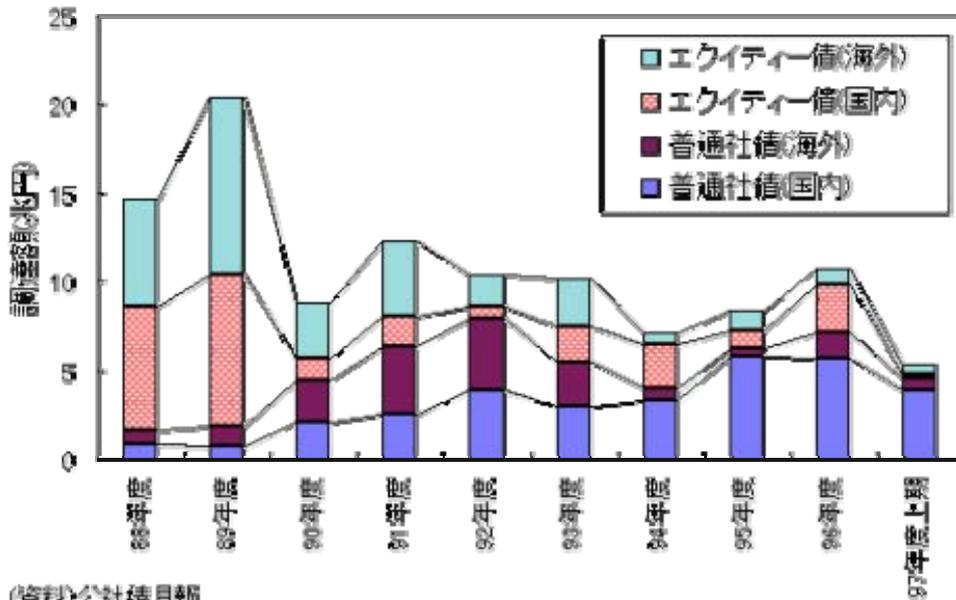
債券市場への定着が図られてきた。適債基準とは、社債権者（投資家）保護を目的として、（無担保）債券発行者に課されたハードルであり、格付けや財務指標が一定条件を満たさなければ、債券を発行できないように定めたものである。つまり、市場には、信用リスクを考慮する必要のない優良発行者の債券しか存在しないよう、予め発行時点で規制していたのである。その後、いく度かの段階的な適債基準緩和を経て、96年に、ようやく完全撤廃された。これにより、市場には、様々な格付けの債券が存在することになり、投資家は自己責任に基づく投資判断が必要になったのである。したがって、日本で、本来の意味での格付けが利用され始めて、まだ2年程度である。

3. 近年の企業の資金調達動向

日本企業の社債による資金調達の動向をしてみる（図表－1）。バブル崩壊前（88、89年度）と、その後を比較すると、エクイティー債（転換社債、新株引受権付社債）による資金調達額が大幅に減少していることが分かる。バブル崩壊に加えて、94年に、新株引受権付社債に関する会計処理が変更されたことにより、企業の普通社債による資金調達の割合が高まってきている。また、以前は海外市場の方が国内市場よりも、発行手数料が安く、規制も緩やかであったため、海外での起債が多かった。しかし、適債基準の完全撤廃に代表される最近の規制緩和や、各種手数料の低下により、近年は国内市場での発行が増加している。

更に、最近の動きとして、銀行は、自己資本比率向上のために資産圧縮を進めており、いわゆる貸し渋りが景気回復の足を引っ張る大問題になっている。そこで、銀行借入の代わりに、社債（特に普通社債）による資金調達の動きも拡大しつつある。図表－1から分かるように、今年度の普通社債の発行額は、過去最高となる見込みである。

図表-1 日本企業の社債による資金調達



(資料) 会社債月報

(注) 1. 普通社債は、電力債を含むが金融債は含まない。

(注) 2. エクイティー債とは、転換社債と新株引受権付社債。

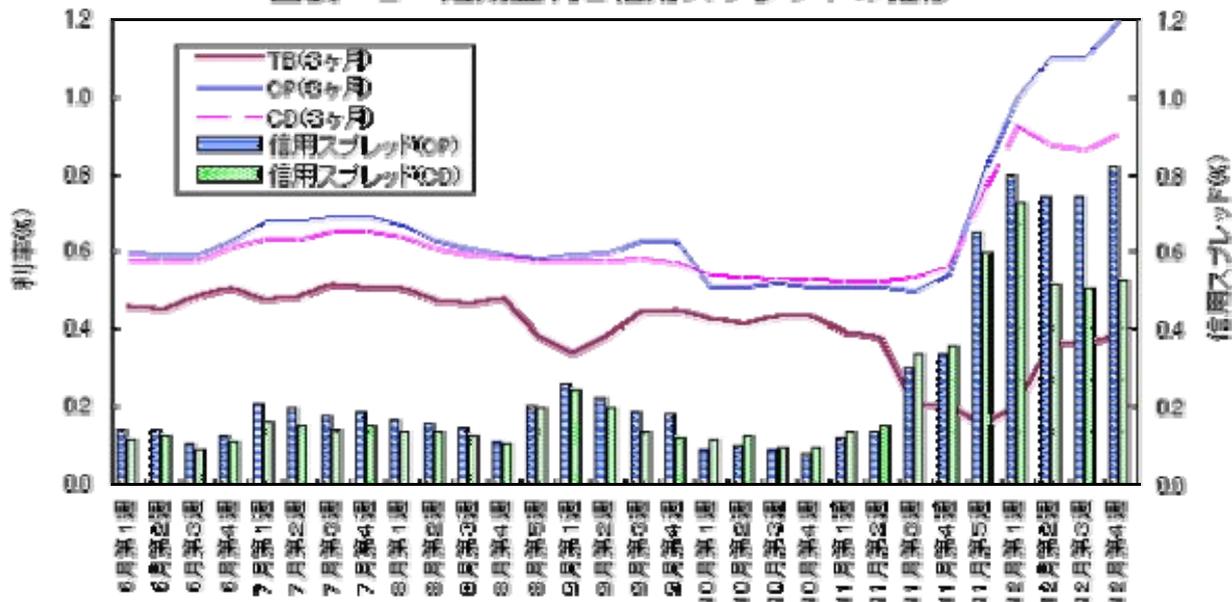
4. 市場に反映される格付け情報

(1) 短期金融市場の動向

最初に、短期金融市場における信用スプレッド（短期国債(TB)に対する、コマーシャルペーパー(CP)、譲渡性預金(CD)のスプレッド)の動向をしてみる(図表-2)。昨年11月17日の北海道拓殖銀行の営業譲渡や、11月24日の山一証券が自主廃業を発表した際の記者会見によると、株価の大幅下落や格付けの引き下げを契機に、短期金融市場からの資金調達が困難になったことが、経営破綻につながったようである。図表-2によると、11月第3週頃より信用スプレッドは急激に拡大しており、一時、平常時の4倍近くのスプレッドを要求されていたことが分かる。図表-2で示している信用スプレッドは、市場平均的な性質の値であるので、相対的に信用リスクの高い(格付けの低い)企業は、一層高いスプレッドを市場から求められていたものと考えられる。

このように、様々な属性の銘柄が市場に供給される中で、投資家は、自己責任原則に則った投資行動が必要になる。その際に、判断材料の1つとして格付け情報を利用し、信用リスクに応じたスプレッドを強く求めるようになってきているのである。

図表-2 短期金利と信用スプレッドの推移

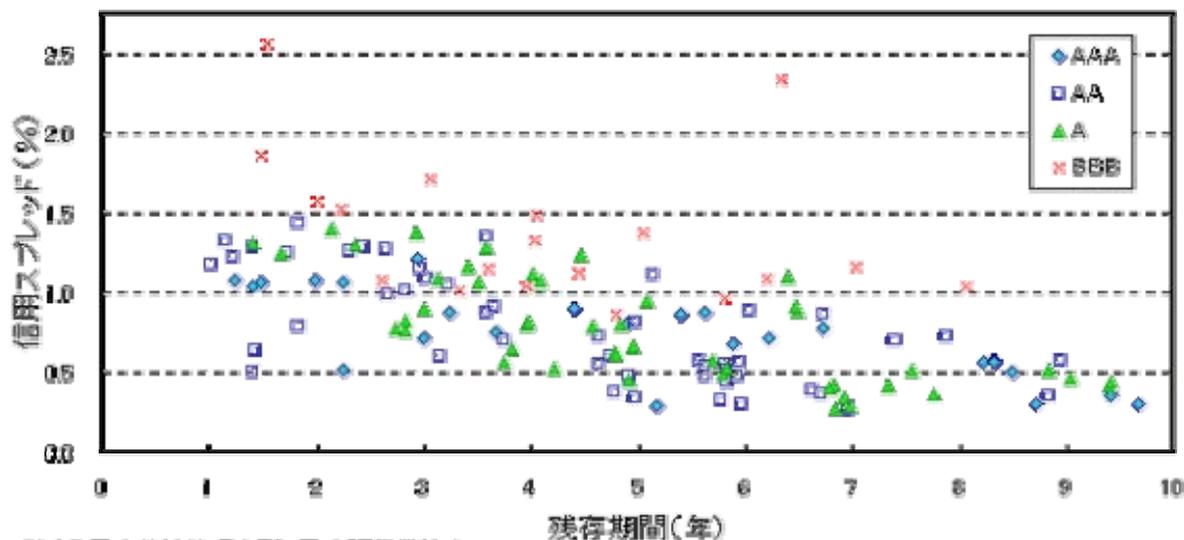


(資料) 日本経済新聞社、野村證券、日本相互証券

(2) 普通社債市場の動向

次に、国内の普通社債市場における社債の価格評価状況を見てみよう。図表-3は、96年9月末日における、残存期間の等しい社債と国債の利回り格差(スプレッド)の分布である。国債価格は東証の終値、社債価格は店頭基準気配^(注4)、格付けは日本公社債研究所のデータを使用した。

図表-3 信用スプレッドの分布 (96年9月末)



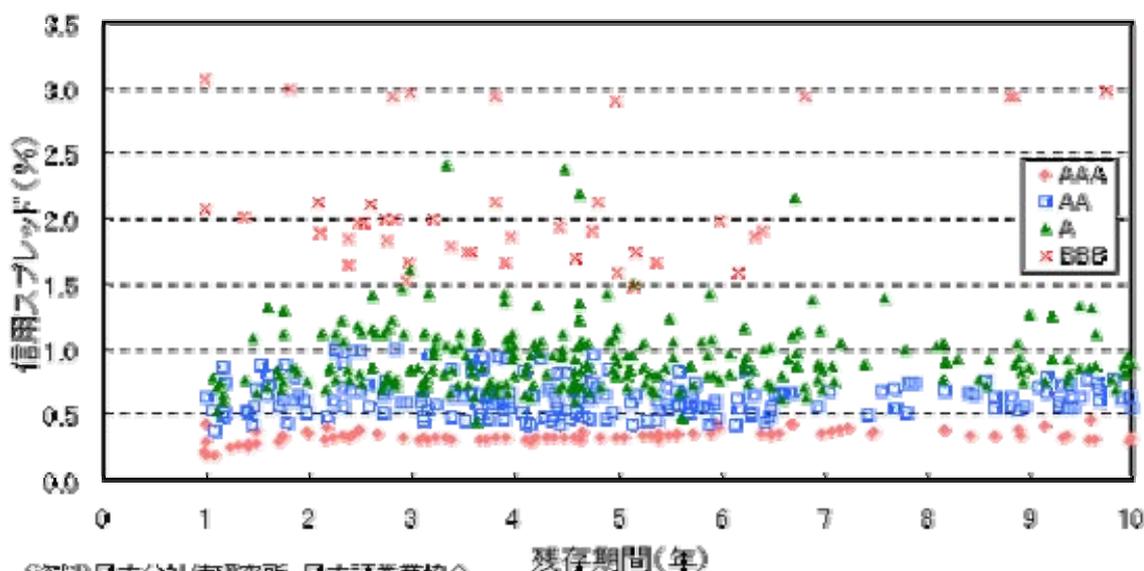
(資料) 日本公社債研究所、日本証券業協会

図表-3からは、①残存期間が長い社債ほどスプレッドが小さくなる、②同じ格付けでも銘柄によってスプレッドが大きく異なる、③高格付けの社債ほどスプレッドが小さいとは限らない、などが分かった。統計的な裏付

けは強くないが、平均的には、低格付けの社債ほどスプレッドが大きくなる傾向が見られた。また、クーポンレートが高いほどスプレッドが大きいという不可解な傾向も一部で見られた。更に、担保の有無によるスプレッド格差についても、明確な分析結果を得ることができなかった。これらは、数年前から見られた特徴であり、乱暴な言い方をすれば、「この頃までの社債市場は、信用リスクに対し鈍感だった」ようである。

ところが、97年4月の基準気配制度改革^(注5)により、対象銘柄が大幅に増加し、気配報告会員も増加すると、これらの関係は大きく変化した。残存期間の等しい社債と国債について、97年12月末における利回り格差(スプレッド)の分布を見てみる(図表-4)。

図表-4 信用スプレッドの分布 (97年12月末)



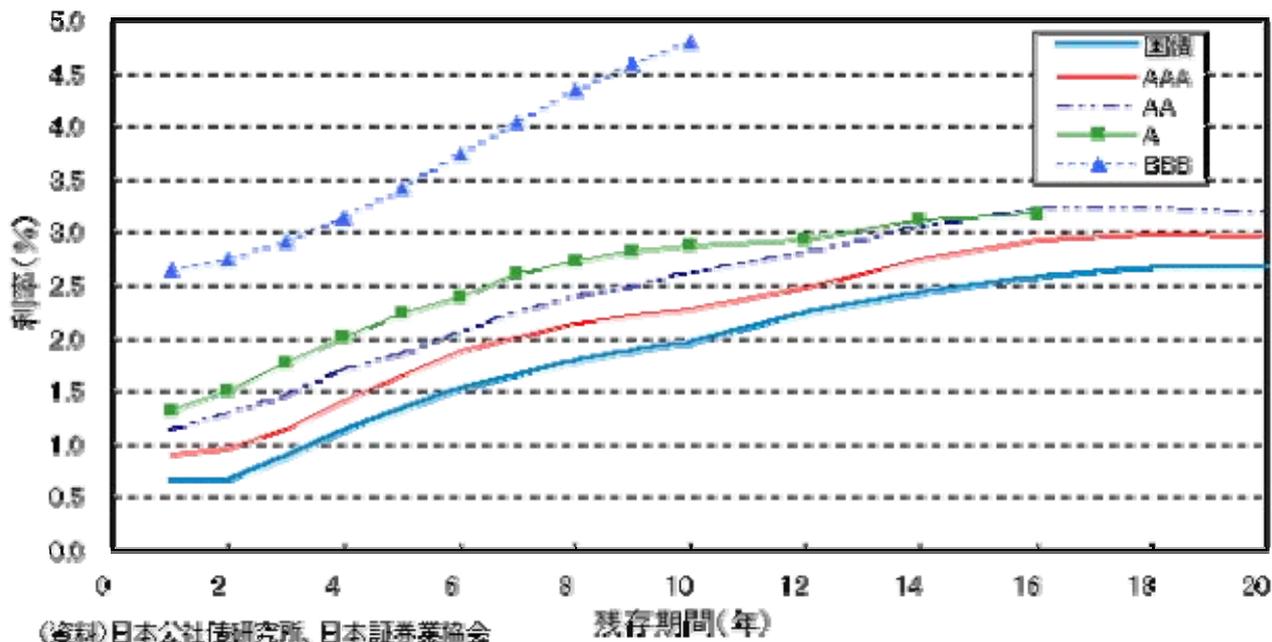
資料)日本公社債研究所、日本証券業協会

図表-4から、①残存期間による影響が小さくなった、②格付けを明確に反映した格差が見られる、などが分かった。これらの結果は、統計分析によっても明確に示されている。ただし、以前のクーポン・レートに対する依存性は低下した。このような信用スプレッドの期間構造は、米国の社債市場では以前から指摘されてきた特徴であり、信用リスクを考慮した債券価格理論とも整合的である。分析に使用した店頭基準気配値と実際の取引価格の間に乖離があるかもしれないが、「日本の社債市場も、投資理論に基づく本格的な分析が可能になってきた^(注6)」、と前向きに解釈しても良いと思われる。

現在では、信用スプレッドが格付けを明確に反映するため、債券市場の理論的な分析の第一歩として、格付け別スポット・イールド・カーブ^(注7)を推定することにも、意味があるようになってきた。図表-5は、店頭基準気配値から推定した97年12月末の格付け別スポット・イールド・カーブである。国債のカーブが最も低く、格付けが低くなるほど利回りは高くなる。BB格の利回りは25%以上と非常に高いため、図表-5ではBBB格まで

しか示されていない。実は、分析対象のBB格の企業は全て建設業で、昨年来のゼネコン危機によってBBB格から格下げされ、まさに投機的格付け企業として取り扱われているのである。このようなスポット・イールド・カーブは、社債の銘柄別割高・割安分析に利用したり、カーブから疑似デフォルト確率を算出して、クレジット・デリバティブなど、他の金融商品の価格評価にも利用できるものである。

図表-5 格付別スポットレート (97年12月末)



5. 格付機関の比較

以上、格付けを媒体に、信用リスクの社債市場での評価の実態を分析してきた。そこで、ここでは原点に戻り、「各格付機関の意見」として、格付けを考えてみる。

格付けは各々の意見であるから、当然、全員の見解が一致しているとは限らない(図表-6)。図表-6はスプリット・レーティング(格付け格差)と呼ばれているもので、各格付機関の見解の相違を表したものである。日系格付機関3社のいずれかからと、米系格付機関2社(Moody's, Standard & Poor's)のいずれかから格付けを取得している企業(265社、97年12月末)について、その分布を調べた。日系格付機関3社の最高位格付けと、米系格付機関2社の最低位格付けとのスプリット・レーティングは大きく、平均3.2ノッチ^(注8)、最大8ノッチとなっている。

格付けは、財務指標(営業利益率、株主資本比率など)の定量的要因と、事業基盤(業界動向、対象企業の特性など)の定性的要因、対象債

券固有（発行条件、債券種類など）の要因を、総合的に判断して決定されている。それぞれの要因に対する格付機関のスタンスの相違などが、スプレッド・レーティングの原因になっているのであろう。

このように、どの格付機関の格付けデータを用いるのかによって、投資判断が大きく異なる可能性がある。通常は、最低の格付けを用いて分析するケースが多いが、自分の投資スタンス、判断基準と照らし合わせて利用しなければ、貴重な情報も無意味になってしまいかねないのである。

図表-6 スプレッド・レーティングの状況 (97年12月末)

		日系格付機関の最高格付け													
		投資適格格付け							投機的格付け						
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	C
米系格付機関の最低格付け	AAA	7													
	AA+	7		2	1										
	AA	7													
	AA-	2	4	2											
	A+	2	5	15	1										
	A		7	7	9		1								
	A-		8	6	8	7	3								
	BBB+			2	5	7	12	6	3						
	BBB				6	10	7	7	7	1					
	BBB-					5	6	10	6	1	1	2	1		
投機的格付け	BB+					1	4	7	2	2					
	BB				1		1	3	2						
	BB-					1	4	3	4		1		1		
	B+							1	1	1	1				
	B												1		
	B-										2				
	CCC+													1	1
	CCC-														1
	CC														1

(資料) 日本会社債研究所、日本インベスターズサービス、日本格付研究所、Moody's、Standard & Poor's
 (注) 1. 日系格付機関の格付けは、同じ記号は同程度の信用リスクを表していると仮定して比較している。
 2. Moody'sとS&Pの格付けは、AaaとAAA、AaaとAAaなどが同程度の信用リスクであると仮定して比較している。
 3. 米系格付機関の格付記号の表示は、S&Pの表示方法に準じて変化した。
 4. クレジット・モニターなどの格付けは、除いている。

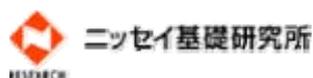
6. おわりに

日本版ビッグバンに向け、社債市場の規制緩和が進む中で、自己責任原則に基づく投資スタンスを求められている投資家は、少しでも質の高い情報を求めて、試行錯誤を繰り返している。その中で、信用リスクに対する有効なメジャーとして、格付けの役割は非常に大きいものであろう。しかしながら、格付けは、信用リスクに対するバイブルではなく、ツールの1つにしか過ぎない。今後は、格付けとデフォルト率や信用スプレッドの関係、格付けの変化と価格変化の関係などの分析を進めることにより、更に効率的な社債市場となるようにしていかなければならないだろう。また、様々な分析を通じて、格付機関の情報の質に対する監視の目を光らせ続ける

必要があるだろう。

企業も、ディスクロズを積極的に進める一方、格付機関の評価に不満がある場合には、堂々と議論を行うべきであろう。このように、様々な分析や競争を通じて、社債市場が更に効率的な市場へ、また格付けが更に質の高い情報へ、相互に発展していくことが、日本版ビッグバンを目前に控えた資本市場の目指すべき姿と考えられる。

-
- (注1) 債務者が、当初の契約通りの債務履行を行わないこと。履行遅延（債務履行が遅れる）、一部履行（一部しか履行されない）、完全不履行（全く履行されない）などのケースも含めるため、「債務不履行＝倒産」とは限らない。
 - (注2) 格付けなど一定要件を満たす企業が、発行予定の債券種類、発行予定額などを記載した「発行登録書」を提出し、登録後1～2年は、簡便な手続きで、機動的に発行できる制度。
 - (注3) 債券のような金利資産の場合、通常は価格の代わりに利回りをを用いて議論をする。債券の利回りには、その債券が抱える様々なリスクが反映されるので、債務不履行（デフォルト）の可能性がある社債と、その可能性がない国債の利回り差（スプレッド）を分析すれば、デフォルトなど信用リスクに対する市場評価や投資家選好などを検出できる。
 - (注4) 店頭基準気配値が、取引の実勢価格をどの程度反映しているのかは明確でない。本稿では、便宜的に店頭基準気配値が市場を代表とみなして、分析を行った。
 - (注5) 詳細は基礎研レポート97年6月号「[さらなる改革が望まれる公社債市場](#)」を参照。
 - (注6) ただし、長期的な分析を行う場合、データの質的連続性に注意を払う必要があるだろう。スプレッドの変化が、対象銘柄の増加のような、データの量的な変化によって生じていれば問題はないが、制度改革を境として、価格データが質的不連続になっている可能性がある。
 - (注7) スポット・レートは、現時点からT時点までの残存期間をもつゼロクーポン債の利回りである。ゼロクーポン債は償還時にしかキャッシュフローが発生しないため、スポット・レートは、各年限に対して一意に決まる。様々な年限のスポット・レートを求め、つなげたものがスポット・イールド・カーブである。
 - (注8) 二つの格付けの間の差の大きさを表す単位。例えば、「A+とA」、「A+とAA-」は、それぞれ1ノッチである。



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所[金融研究部](#)までお寄せ下さい。