

格付けと世界経済（1） 注目を集める格付けの役割と問題点

黒沢義孝（くろさわ よしたか）
日本大学教授
NPO フェア・レーティング代表

はじめに

格付けは20世紀初めにアメリカで始まり1980年代に世界に広がった。21世紀に入って資本市場のグローバル化が進展し、社債や国債が国境を越えて流通するようになると、これらの償還の確実性を表す信用リスク情報が欠かせないものになった。そのような状況のなかでサブプライム証券に対する格付けの失敗をきっかけとするリーマンショックが発生した。その結果、高格付けの米国証券に大量投資をしていたEUの金融機関の自己資本が毀損され、資本注入と不況対策のために国債発行を行ったユーロ通貨圏の国債が格下げとなってEU経済が混乱をきたしている。本連載では格付けの役割と問題点を概観し（第1回）、日本の格付けの過去と現在（第2回）を概説したうえで、EU経済混乱の一要因ともなっているソブリン格付けとはどのようなものか（第3回）、サブプライム証券に対する格付け失敗の反省に立って行われたアメリカ・EU・日本の格付け制度改革（第4回）について論説する。

1. 信用格付けの始まりと世界への普及

(1) アメリカ格付け史

格付けは20世紀初めにアメリカで始まり、資本市場のメッカであるウォール・ストリートで発展・成熟したあと、1980年代に世界に広がった。社債の格付けが1909年ジョン・ムーディーによって開始されたことは広く知られているが、商業貸付（銀行ローン等）に対する信用格付けが1837年の金融恐慌のあとレイ・タッパンによって行われていた。ローン格付けは金融機関の内部で与信管理を目的として使われるため借手の格付けが外部に知らされることはなかったが、今日までアメリカの銀行は

内部格付け（Internal Ratings）として信用格付けを行っており、BIS（国際決済銀行）がバーゼルIIとして銀行の自己資本比率規制を格付けによって決定するルールを採用した（2007年）ことも自然の流れである。社債の格付けはジョン・ムーディーに続いて、ヘンリー・プアー（1922年）、スタンダード・スタティスティック社（1924年：プアーと1941年に合併して今日のS&Pとなる）、ジョン・フィッチ（1924年）が社債格付けを開始し、今日の3大格付会社が出揃うことになった。

アメリカで格付けが発展成熟した理由には四つの背景があった。第一は、アメリカで社債市場が発達したことである。EU、アジア地域など、アメリカとカナダを除くほとんどの国において企業の資金調達は伝統的に銀行ファイナンスである。アメリカでは独立当初から銀行業務が厳しく規制され、銀行の長期貸付は禁止されていたのでJ. クックやモルガン商会などの投資銀行（証券会社）は積極的に社債のリスクを引き受けるアンダーライティングを行って社債市場の発展に貢献し、投資家が信用リスク情報を必要とする素地が形成されたため、格付会社が活動する場が与えられたことである。第二は無担保化の進展である。経済恐慌が発生した1929年までのアメリカの社債金融は有担保主義が主流であったが、恐慌後は安易に物的担保に信用基盤を求めたことへの反省から社債の無担保化が進展した。そのため担保に代わって企業の財務状況を常に把握しておくことが必要になり格付け情報の重要性が増すことになった。第三は、1920年代までの格付け情報は荒削りで必ずしも信用度の高いものではなかったが、その後、格付け手法やアナリストの質が向上し、大恐慌によって多数の企業の社債がデフォルトに陥った1930年代には、概ね格付けの序列どおりのデフォルト率が実証的に示され、投資家による信

頼を獲得したことである。第四は格付けの公的利用である。投資家に利用されていた格付けが1970年代にアメリカ連邦政府に利用されることとなった。1975年の投資顧問法の改正に際してアメリカ証券取引委員会（SEC）は投資顧問会社の自己資本を規制する基準に格付けを採用した。またSECは企業が社債を発行する際に作成する資料や目論見書の中に、それまで禁止されていた格付け情報の掲載を一定の条件のもとに認めた。連邦政府が格付けを利用するようになると格付け情報の信頼性がさらに高まり、地方政府や年金基金、投資信託（ミューチュアル・ファンド）なども積極的に格付けを利用するようになった¹⁾。

(2) 格付けの世界への普及

1982年に始まった中南米の累積政府債務デフォルトはそのほとんどが銀行借入れであったが、償還可能な部分を小口の証券に分割して世界市場に販売したプレディーオおよびベーカープランが証券化の波を世界に広げ、各国に証券の信用リスクを測定する格付会社を誕生させた。1970年代までアメリカおよびカナダの資本市場に限られていた格付け産業が、現在では世界45カ国で112の格付会社が活動する一大産業に発展した²⁾。格付け発祥の地アメリカでは多くの格付会社が誕生しては消滅する栄枯盛衰をへてムーディーズ、S&P、フィッチの3大格付け時代が続いたが、リーマンショック後の制度改革によって新規参入が容易になり現在12の格付会社が存在する。アジアでは日本と韓国が1980年代中頃に格付け制度をスタートさせた後、90年代に両後の筈のこのように格付会社が設立され、現在では日本・韓国を含めて15カ国39の格付会社が営業している。世界を対象に格付けを行うグローバル格付会社は米国のムーディーズ、S&P、フィッチと日本のR&I、JCR³⁾、および金融機関を専門に格付けするキプロスのキャピタル・インテリジェンスとBREEコンサルティングの計7社といわれており、そのほかの格付会社は自国内企業を対象に格付けを行うローカル・レーティング・エイジェンシーである。

2. 格付けの役割と定義

(1) 格付けの役割

格付けは社債などの債務の元本と利息を契約どおり返済する将来の能力を簡略な記号で表現するものであり、正しくは信用格付け（Credit Rating）と称される。格付けの対象は「債務」であり、社債、金融債、預金、保険、ファンド、金融証券化商品（ストラクチャードファイナンス）、国債、地方債、大学債券、病院債券、銀行ローン、コマース・ペーパー（短期格付）など契約によって返済や利息の支払い（預金の引き出しや保険金の支払いを含む）が約束されているものである。株式のように元本（払込資本金）の返済は予定されていず配当率も確約されていないものは格付けの対象にならないが、株式転換前の転換社債や普通株に優先して配当を支払う優先株式などは格付けの対象になる。格付けの役割は社債購入者（投資家＝資金提供者）や預金者、保険契約者に将来のデフォルト可能性を伝えることであり、社会的には情報不足によって起こる非対称性を取り除くことによって経済的非効率性を低減することである。また起債者も社債などに簡略な記号が付くことによって社債の販売コストや説明時間を節約することができるという点において格付けの受益者である。

(2) 格付けの定義と投資家による利用方法

格付け記号の定義は各社とも表現は異なるが概ね表1のような文章で説明している。しかし文章表現の定義を投資家が投資収益の予想に定量的な情報として使用することはできないので、実務的には表2のような格付け各社の過去の累積デフォルト率を参考して使用する。すなわちAAAであればデフォルトの可能性はゼロ%、AAは格付け後4年目までの予想デフォルト率はゼロであるが5年目（0.2%）からデフォルトの発生が予想され、BBBであれば1年目はゼロ、2年目は0.2%、3年目は2年目のデフォルト率に3年目のデフォルト率が加算されて累積0.3%が予想される。その際、社債の償還期間が10年であってもアナリストが行う予測能力には限界があるので実際に予測として使用される期間は5年程度までといわれている（表2のyr1～yr5の範囲）。起債者が格付会社に格付けを依頼し（依頼格

付け), 格付けが決まると証券会社のアンダーライティング(引き受け)を通じて表3のように市場利回り(発行金利)が決められる。発行金利は予想される損失(格付けに対応する予想デフォルト率)を穴埋めするように決まるが, その考え方は効率的資本市場仮説に基づく理論値, すなわちリスクのない債券の機会費用(AAA債券の金利)に格付けに基づく予想デフォルト率を加えた値をデフォルトにならない確率(1マイナス予想デフォルト確率)で割った値が理論値としてのベンチマークになる。すなわち, 発行金利を q , リスクのない債券の金利を r_f , 格付けに対応する予想デフォルト率を P_d , とすると $q=(r_f+P_d)\div(1-P_d)$ となる⁴⁾。投資家による格付けの利用方法としてその一例を示すと表3のとおり

表1 格付け記号の定義(長期債券)

記号	S&P
AAA	債務履行能力がきわめて高い
AA	債務履行能力が非常に高い
A	債務履行能力が高い 事業環境悪化の影響を受けやすい
BBB	財務内容は適切だが債務履行能力が低下する可能性が高い
BB	債務履行能力が不十分となる可能性がある
B	債務償還能力が損なわれやすい
CCC	債務履行の不確実性が現時点で高い
CC	債務履行の不確実性が現時点で非常に高い
C	劣後債務・優先株式の支払い不確実性が非常に高い
D	債務不払い中

(注) ムーディーズはAaaのように大文字と小文字を組み合わせて表現している。AA~CCCに+- (Aa~Caaに1, 2, 3)を付して20~22ランクに分けられる。

(出所) 格付け各社のホームページを参照して筆者が要約した。

表2 格付けの実務上の定義(累積デフォルト率: 単位%)

Ratings symbols	yr 1	yr 2	yr 3	yr 4	yr 5	yr 6	yr 7	yr 8	yr 9	yr 10
AAA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
AA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.5
A	0.0	0.0	0.2	0.7	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
BBB	0.0	0.2	0.3	1.0	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	5.0
BB	2.0	3.5	5.0	7.5	10.0	14.0	18.0	22.0	26.0	30.0
B	8.0	10.0	12.5	16.0	20.0	26.0	32.0	38.0	44.0	50.0

(出所) ムーディーズ, S&Pの累積デフォルト率の実績(それぞれのホームページに掲載のもの)をもとにして筆者が作成した概念的数値である。

りである。信用リスクに関して3種類の投資家(リスク回避的投資家A, リスクニュートラルな投資家B, リスク愛好的な投資家C)を考えると⁵⁾, 市場における実際のデフォルト率と格付け情報が示す率とが同じ場合の収益率はA, B, Cとも6%になる。景気が好転しデフォルトが皆無であった場合(実際のデフォルト率が予想値より低い場合)はリスク愛好的であるCが最も高い収益を上げ, 実際のデフォルト率が格付会社による予想値より高い場合(表4では実際のデフォルト率をBについて1%アップ, Cについて5%アップとしてある)はリスク回避的な投資家Aが高い利回りを受け取り, Cは損失を受けることになる。すなわち, 市場における実際のデフォルト率は短期的に変動するのに対して, 格付会社が発信する格付け情報は中長期的(3~5年)なベンチマークとなる値を提供するものであり, 投資家は格付け情報を基準として, 業界や景気の変動を予想しながら債券のポートフォリオを組成するように格付けを利用する。

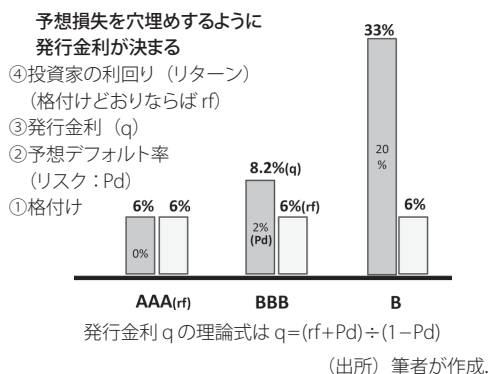


図1 格付けと市場利回りの関係(理論値: 単位%)

表3 投資家による格付け情報の利用方法

	ポートフォリオ A (リスク回避的)		ポートフォリオ B (リスク・ニュートラル)		ポートフォリオ C (リスク愛好的)	
格付け 信用リスク (10年) 金利	AAA 0%	AA 1.5%	A 2.0%	BBB 5%	BB 30%	B 50%
	6%	7.6%	8.2%	11.6%	51.4%	112%
投資額 (万円)	800	200	500	500	200	800
デフォルト率が期待どおりの場合 (収益率)	1,060 万円 (6%)		1,060 万円 (6%)		1,060 万円 (6%)	
デフォルト率が期待より低い場合 (収益率)	1,063 万円 (6.3%)		1,099 万円 (9.9%)		1,999 万円 (99.9%)	
デフォルト率が期待より高い場合 (収益率)	1,058 万円 (5.8%)		1,049 万円 (4.9%)		960 万円 (-4%)	

3. 格付けの問題点

(1) 格付け情報の正確度の判定

格付け情報が正しいかどうかの判定は難しい。天気予報の正確度は翌日、翌々日、週間予報などの的中率がどの程度かによって測定される。格付けは基本的には前述の累積デフォルト率の実績値と格付け変更のトランジションによって判定される。累積デフォルト率は格付けの定義が格付会社によって異なることもあるので全く同一基準で測定することはできないが、それぞれの格（コーホート）のデフォルト率が時間の経過に伴って相互に逆転することがないか（累積期間曲線を描いたときに交差しないかどうか）、またそれぞれのコーホートの時系列のデフォルト率が一定の値に近い値をとっているかを見ることによってパフォーマンスを評価することができる。投資家は運用資産の予想収益率を推定するために格付け情報を用いるので、過去の格付けコーホートごとのデフォルト率が安定していなければ将来を予想する情報として使用できないからである。格付け変更のトランジション（遷移）はある一定期間の間に格付けがどの程度変更されたかを見るマトリックス表である。表4はムーディーズの期間1年（格付け後1年間）のトランジションであるが、縦軸は1月1日の格付けであり横軸は12月31日の格付けである。1月1日にAa⁶⁾であった格付けは年末にその0.5%がAaaに格上げされ、86.7%が変更されずAaのままどまり、8.5%がAに格下げされたという記録である。したがって斜め対角線上の比率を留保率（一定期間内に変更のなかった比率）と呼べば、この比率が1～5年ほどの期間マトリックスを観察して、留保率が高いほど格付け見通しの安定性が高いといえることができる。しかし現状、累

表4 格付け変更のトランジション（期間1年：ムーディーズ 1990～2003年、%）

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa/C
Aaa	86.9	8.4	0.3	0	0.1	0	0
Aa	0.5	86.7	8.5	0.2	0	0	0
A	0	2.2	87.5	5.4	0.5	0.1	0
Baa	0	0.2	4.7	84.8	4.5	0.7	0.3
Ba	0	0	0.6	5.3	73.9	8.9	0.9
B	0	0.1	0.2	0.6	5.6	72.2	5.6

(出所) ムーディーズ・インベスターズ・サービスのホームページ。

積デフォルト率と格付け変更のトランジション留保率を観察して格付会社のパフォーマンスを評価する機関がない⁷⁾。表5はリーマンショックの引き金となった2007年組成の米国サブプライムCDO証券の格付け変更トランジション（期間1年）である。わずか1年のうちにAaa証券の97.7%（Aaa留保率2.3%）が格下げになり、その74%が事実上デフォルト状態（Ca+Cの欄）になって、投資家に格付けから予想された以上の損失を与えたばかりでなく経済全体の混乱をもたらすことになった。格付会社のパフォーマンスをウオッチする公的あるいは民間の機関の創設が望まれる。

(2) 格付け制度改革と利益相反の問題

サブプライム証券の格付け失敗に伴って2009～10年にかけてアメリカ、EU、日本の格付け制度改革が行われた。制度改革については本連載の第4回で詳細な報告を予定しているが、要すれば、格付会社を登録制にして競争を促し、内部管理体制や内部規程を整備することによって、結果として格付け情報の質（パフォーマンス）の向上を図ることとなった。格付けは、格付け情報を利用する投資家と、で

表5 サプライム証券の格付け変更1年トランジション (MDY:2008年, %)

当初格付け (2008年1月1日)	2008年12月31日時点の格付け									
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C	Ca+C
Aaa	2.3	2.5	0.9	1.4	2.5	4.9	11.6	34.6	39.5	74.1
Aa		1.4	3.7	0.5			7.0	29.4	57.9	87.3
A			12.1	2.7		0.4	2.7	16.1	65.9	82.0
Baa				0.0	2.6		0.9	12.2	84.3	96.5
Ba					1.6	4.9		13.1	80.3	93.4
B						0.0		100.0		100.0

(出所) ムーディーズ/スペシャル・コメント/Credit Policy「証券化商品の格付け遷移(1983~2008年)」。

きるだけ良い格付けをとって資金コストを下げたいと思う起債者との間に「利益の相反」がある。情報公開の進展によって投資家は無料の格付け情報を比較的容易に入手できるようになったので、格付会社の主たる収入は起債者が払う格付け料になった。そのため、起債者の意図が格付けに反映されやすい環境になった。しかし、今回の米欧日の格付け制度改革において、利益相反から発生する可能性のある格付け情報の偏向を直接的に排除する条項は含まれていない。2001年に倒産したエンロンの格付け問題も、2008年のサプライム問題も格付会社の過度な利益追求に原因の一端があったことはアメリカ議会の公聴会からも明らかである。格付けが世界に広がり、BISによる銀行の自己資本ルールにも国際基準として採用され、ユーロ通貨圏の中央銀行であるECBはじめ多くの機関に格付け情報が公的利用されるようになった今日、格付け情報は金融資本市場のインフラとして「公共財」の性格を色濃くしている。第二のサプライム問題が起きる前に格付け規制を公共財の観点から再検討する必要がある。

注

- 1) SECは行政目的で利用する格付会社の認定制度(NRSROと呼ばれる)を1970年代に制定した。
- 2) 黒沢(2011)40~41頁参照。
- 3) 日本の2社がグローバル格付会社と呼ばれるとはいえ、売上高およびアナリストを含む職員数を比較すると、S&Pが3,300億円/6,300人、ムーディーズが2,444億円/2,900人、フィッチが754億円/2,346人であるの対して、R&Iが43億円/200人、JCRが17億円/120人と雲泥の差がある(黒沢, 2007年12月)。

- 4) 市場で決まる債券の利回りは実証分析によると格付けがAAA~BBBの債券については概ね理論値どおりであるが、格付けがBB以下の債券については担保や部分保証が付いたりするため理論値よりも低い。また、信用リスク以外に債券の規模、流動性、知名度なども利回りに反映されるので理論値と市場利回りのあいだにはある程度の乖離がある。
- 5) 投資家の予算は1,000万円、予想デフォルト率は計算を簡略するために表2の累積10年の値、金利は格付けに対応するデフォルト率の理論値(リスクフリー金利は6%)、投資配分は表3の投資額のとおりとする。
- 6) ムーディーズは表1の記号に示したとおりAaaなど、アルファベットの太文字と小文字を組み合わせた格付け記号を使用している。
- 7) 日本の金融庁によるBISルールでは過去3年間の累積デフォルト率の実績のみが格付けのパフォーマンス評価基準となっている。

参考文献

- 黒沢義孝『格付け講義』, 文真堂, 2007年3月。
 黒沢義孝『格付会社の研究』, 東洋経済新報社, 2007年12月。
 黒沢義孝『経済は格付けで動く』, 中経出版, 2011年9月。

略歴

黒沢 義孝 (くろさわ よしたか)

1967年北海道大学経済学部卒業(1991年北大経済学博士), 日本開発銀行(現, 日本政策投資銀行)入行。1991年日本大学経済学部教授, 2002年NPOフェア・レーティング代表理事就任。