

## 格付けと世界経済 (2) 日本の格付けの過去と現在

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

### 1. 格付制度の導入と現在の状況

1985年4月に日本で格付制度がスタートしたとき、社債の発行は必ずしも自由ではなく、起債会が起債を制限し一部の優良企業や政策的に優遇する業界に限定して社債の発行を認めていた。それでも社債の元利返済が滞ったときは、その社債を受託した銀行が全額責任を負い、投資家に損失を負担させない仕組みになっていた。事実、この制度がスタートした1930年代以降、この時点まで社債がデフォルトになったことは一度もなかった。したがって、デフォルトのない社債を保有している投資家の観点からみれば信用リスク情報を生産する格付会社は必要なかった。しかしながら、国債の発行・流通を円滑にし、起債会による社債発行規制を廃止して、開かれた公社債市場の育成が必要であることを提言した証券取引審議会(証取審)の基本問題委員会(委員長: 館 龍一郎東大教授)<sup>1)</sup>が、情報提供による投資家保護という観点から、利害関係のない複数の第三者による格付機関が必要であることを強調したことによって、社債発行の自由化と格付機関<sup>2)</sup>の必要性がクローズアップされることになった。この証取審の提言を受けて大蔵省と経団連が中心となって格付機関の役割や設立の可能性を、時間をかけて検討するための機関として社債問題研究会が1984年1月に設置された。ところが日本の金融資本市場の開放を求めるアメリカ財務省が日米円ドル委員会をスタートさせ84年5月の特別会合作業部会報告書において、格付制度の導入を具体的に明示した。当時、アメリカ企業など非居住者は円を調達するために日本の厳格な規制を逃れて、規制のないロンドン市場などで円建て債券(ユーロ円債と呼ばれる)を発行していたが、その発行についても日本の大蔵省の認可が必要であった。アメリカ財務省は作業部会

報告書の内容よりも一歩踏み込んで「外国企業等が発行する円建てユーロ債については日本の行政による認可ではなく、格付機関を設立し、その評価によって決める」ことを要求してきたため、社債問題研究会にはわかeni格付機関を設立するための場となった。そして85年4月、社債問題研究会が描いたビジネスモデルに沿った三つの民族系格付機関が設立された。日本経済新聞社を株主とした日本公社債研究所(JBRI)、生損保や長銀、地銀、日本開発銀行(現在の日本政策投資銀行)などで構成された日本格付研究所(JCR)、興銀、都銀、証券、地銀などが主導した日本インベスターズサービス(NIS)の3つである。さらに米国大手格付機関のムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズも東京事務所を開いて同時スタートし、しばらく遅れて英国のIBCA、アメリカのフィッチおよびダフ・アンド・フェルプスなどの外国格付機関が次々と東京市場に進出してきた。

それから28年経った現在、東京市場では、「格付機関」という呼び名も「格付会社」が一般的になり、5つの格付会社が活動している。格付投資情報センター(R&I:JBRIとNISが98年に合併)、JCRの日本2社と、ムーディーズ、S&P、フィッチのそれぞれの日本法人である。アジア通貨危機(1997~98年)におけるソブリン格付けの失敗、起債者と格付会社の癒着の疑惑を生んだエンロンやワールドコム事件(2001~02年)、そして格付け誕生以来(米国100年、日本20余年)の最大の惨事となったサブプライム関連証券に対する格付けの失敗(2006~08年)などを経て、日米欧ともに格付制度の大改革が進んでいる(この大改革については本連載の第4回で掲載予定)。

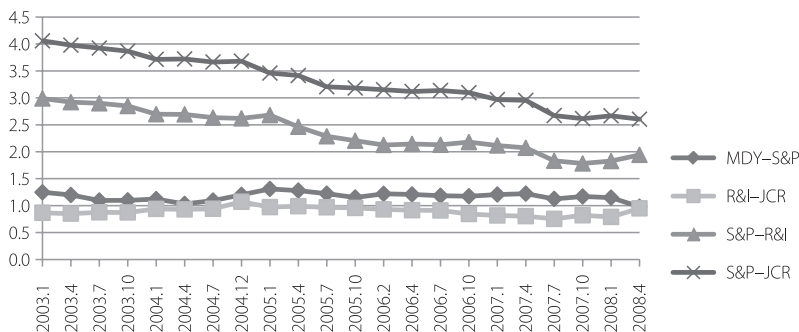
## 2. 日米格付け格差と市場利回り<sup>3)</sup>

### (1) 日米格付け格差

日本企業がアメリカで発行したドル建て社債に対する格付けは1960年代から行われていたが、日本企業が日本国内で発行する円建ての社債に対する格付けが始まったのは1986年である<sup>4)</sup>。ところが、1990年代中頃までは銀行の護送船団方式のもとで、投資家は社債のデフォルトの影響を受けることはなかったため、格付けが何であろうと実際的な問題はあまりなかった。しかし1996年の日本版ビッグバンによって銀行にも競争原理が導入されることになり、社債の受託銀行がデフォルト社債を買い取る余裕がなくなったため、社債の債務不履行の可能性を考慮する必要に迫られた。そのような状況において格付けに格差があると投資家にとってはもちろんのこと、起債者もより良い格付けをとって金利コストを下げる必要があることから格付け格差は大きな問題になった。格付けに格差があると、投資家はポートフォリオの期待利回りを予想するのに、どの格付会社の格付けを用いるかの選択が必要になる。また、起債者はどの格付会社が良い格付けを付与するかについてショッピングすることになる。監督当局（金融庁）も公正な格付けを行っているかどうかについて監督しなければならない。格付け情報は将来のデフォルト可能性についての予想を表すものであるから、格付会社の間で同一の社債に対する格付けが異なるのは自然なことである。しかしプロの格付けアナリストが一定の手法と蓄積した経験に基づいて行うので、見通しが大きく異なることは頻繁に

起きることではない。アメリカ市場の経験によれば格付会社間の格付け格差は全体（全業種）平均で最大でも3ノッチ以内（AA以下の格付けはそれぞれの格がプラス・フラット・マイナスの3ノッチで構成されているので1格以内）である。1998年当時、R&Iとムーディーズ（MDY）が同一の日本企業に格付けしていた210社の格付け格差は全体平均で3ノッチ（約1格）以上あり、MDYがトリプルA（Aaa）に格付けした企業が6社（トヨタ・大日本印刷・住友海上・電力3社）であったのに対し、R&IがAAAに格付けしたのは19社（MDYの6社のほか、日立・松下・三菱重工・凸版・JR東日本・電力6社・ガス2社）であった。また最大格付け格差は、サントリー（MDYがBa2、R&IがAA-）と小売業のマイカル（MDYがBa3、R&IがA+）で8ノッチ（3格差）の差があった<sup>5)</sup>。

図1は2003年1月から08年4月（それぞれ四半期ごとの月初めの1日現在）までの日本市場で活動する格付け4社の格付け格差（単位：ノッチ）を示したものである<sup>6)</sup>。縦軸はAAA（ムーディーズはAaa）を1として、以下1ノッチごとに1ずつ増加する数値（最高はDが24）を基に格付け格差をノッチ単位で表している<sup>7)</sup>。なお格付け対象企業は社債を発行している日本企業で、格付会社が共通に格付けをしている企業である。特徴を要約すれば、(1) 日系同士（R&IとJCR）、米系同士（S&Pとムーディーズ）の格付け格差は従来から小さく、特に日系同士の格差は常時1ノッチ以下である。同一企業から同じ資料を受け取って格付けしているにもかかわらず日系は日系、米系は米系で同じような格付け



(出所) 黒沢義孝 (2009年) 105頁

図1 日本企業の格付け格差 (2003～08年, 単位: ノッチ)

になるのは、会計制度や政府支援企業に対する日米の考え方の違い、企業の公開情報と内部情報の取り扱いの違い、業界に対する規制の強化や緩和に際しての格付け変更のタイミングの違いなどが挙げられているが、最大の理由は格付会社の格付け方針、すなわち司令塔（コマンディング・ハイツ：具体的には格付けの基本的な基準を定める「格付会社の格付け基準委員会」など）の違いから発生するものであると考えられる<sup>8)</sup>。(2) 日系と米系の格差は、S&Pを米系の基準とすると、03年1月にはR&Iが3ノッチ、JCRが4ノッチの格差があったが、以後縮小トレンドにあり08年4月にはそれぞれ2～2.5ノッチへと縮まった。日系と米系の格差が縮小した最大の理由はバーゼルII規制である。バーゼル委員会は第二次規制（バーゼルII：日本の場合は2007年3月末決算から実施）で銀行の自己資本規制の計算基準に格付けを採用した。すなわち銀行の貸付先企業の格付けの程度によって貸出銀行の自己資本の多寡を決め、採用する格付けは金融当局が認定する適格格付会社に限定された。日本の場合、格付け5社（R&I, JCR, S&P, ムーディーズ、フィッチ）がすべて適格格付会社となったが、格付会社が発信する日本企業についての格付けの3年累積デフォルト率（実績値）が金融当局（金融庁）の定める累積デフォルト率から大きく乖離した場合は適格性を失い、適格性を失った格付会社の情報は銀行の自己資本比率算定に使用できない可能性が出てきた<sup>9)</sup>。し

たがって日本企業に対する格付けと累積デフォルト率の実績が乖離していた米系格付会社の司令塔が日本の実情に合わせて、2007年3月のバーゼルII実施に向けて日本企業の格上げを実施したことが日米格差の縮小の背景であったのではないかと考えられる<sup>10)</sup>。

## (2) 格付け別市場利回り

社債の利回りの大部分は信用リスクの程度によって決定されているといわれている。すなわち信用リスクを表す格付けが高い（信用リスクが低い）社債の利回りは、格付けの低い（信用リスクが高い）社債の利回りよりも低い<sup>11)</sup>。そこで、格付け情報が市場利回りとの程度整合的であったかを調査するために、格付けが下位の社債の利回りが格付け上位格の利回りより低かった回数（利回り逆転回数）を測定してみた。その結果は表1のとおりで、調査期間は1997年6月30日～2008年6月30日で、4半期別データを用いて行った（合計45期間）。社債の残存期間は1, 2, 3年をサンプルとした。要約すれば、全体として日系格付会社の逆転回数が少なく、米系格付会社の逆転回数が多い。すなわち日系格付会社の格付けのほうが市場の実情をよりよく表している、あるいは社債の売買において日系位格付会社の情報がより重視されているということがうかがえる。米系格付会社による日本企業に対する同期間の格付けは、AAA（ムーディーズはAaa）とAA

表1 格付け間の市場利回り逆転回数（1997～2008年の4半期45回の合計回数）

社債の残存期間	格付会社	AA-AAA	A-AA	BBB-A	BB-BBB	B-BB	合計
1年	R&I	12	0	0	0	4	16
	JCR	1	0	1	2	8	12
	S&P	25	2	8	0	2	37
	MDY	30	0	1	0	1	32
3年	R&I	6	0	0	4	2	12
	JCR	0	0	0	0	0	0
	S&P	19	0	9	2	2	32
	MDY	26	0	0	0	3	29
5年	R&I	7	0	0	4	0	11
	JCR	0	0	0	0	0	0
	S&P	17	0	6	2	0	25
	MDY	17	0	0	4	1	22

(出所) 黒沢義孝 (2009年) 110～111頁参照。

(同 Aa) の格付けがかなりの程度逆転しており、A と BBB の格付けにおいても日系格付会社より逆転数がやや多い。

本連載の第1回「注目を集める格付けの役割と問題点」235頁で格付けと利回りの関係について、債券の市場利回りの理論値  $q$  は、 $q=(rf+Pd)\div(1-Pd)$  となることを述べた。ここで、 $rf$  は信用リスクがゼロの債券の利回り（通常 AAA の国債利回り、または AAA 社債の利回り）、 $Pd$  はデフォルトリスクの予想値であり、各格付けに対応するデフォルト率（同第1回連載235頁の表2「格付けの実務上の定義」参照）である。表2は格付けごとの理論値と市場利回りとの標準誤差（残存期間3年の社債）

表2 理論値を基準とした日本国債とのリスクプレミアムの標準誤差

	R&I	JCR	MDY	S&P
誤差総平均	3.60	3.65	4.85	2.02
AAA (Aaa)	0.29	0.25	0.37	0.28
AA (Aa)	0.43	0.57	0.27	0.28
A (A)	0.53	0.62	0.48	0.46
BBB (Baa)	1.01	1.23	0.43	0.50
BB (Ba)	5.25	12.42	2.33	2.35
B (B)	14.78	100.55	20.30	16.60

(出所) 黒沢義孝 (2009年) 113頁。

を基に計算したものである<sup>12)</sup>。計算結果である標準誤差が小さい場合は格付けが市場の評価に近いと解釈され、標準誤差が大きい場合は市場が期待していた評価と格付けとの乖離が大きいと考えることができる。表2の計算結果からこの12年間（1997～08年）の残存期間3年の社債について、S&Pの格付けが最も市場の評価にマッチしており、AAA～Aの高格付け社債については日米の格付会社の間に差はないが、BBB～Bについては米系格付会社の評価が市場評価に近い<sup>13)</sup>。

### (3) リーマン・ショック後の格付け状況

リーマン・ショック（2008～09年）の影響を受けて格付け件数は激減した（社債発行件数自体も減少）。表3は2013年の格付け状況を03年と比較したものである。格付け件数はJCRを除いて大幅に減少、特に外資系（S&Pが148件減、MDYが91件減）の格付けが大幅に減った。これは金融庁によるバーゼル・ルールの適用（2007年以降）が依頼格付けのみになり、勝手格付けの多かった外資系格付会社が格付け対象から外したことで、企業が複数格付会社からの格付け取得を減少させたことなどによるものであると考えられる。格付けの構成にも大きな変化が見られる。トリプルA企業がJCRを除いてゼロになり、AA (Aa)～A格の企業が激増し

表3 最近の格付け状況（2013年1月1日現在：単位%）

	R&I		JCR		S&P		MDY	
	2003	2013	2003	2013	2003	2013	2003	2013
AAA	1.1	0.0	4.2	2.1	1.2	0.0	0.0	0.0
AA	16.6	26.5	14.1	19.7	14.4	23.7	10.4	33.1
A	39.8	50.1	38.8	48.5	16.8	61.3	23.9	46.3
BBB	34.0	21.6	35.9	28.6	37.7	10.8	42.6	18.1
BB	6.7	1.7	6.2	0.6	18.6	3.2	15.1	1.9
B	1.8	0.0	0.7	0.0	9.3	1.1	6.4	0.6
CCC	0.0	0.2	0.0	0.3	0.3	0.0	1.2	0.0
CC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
C	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0
D	0.0	0.0	0.2	0.2	1.2	0.0	0.0	0.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
AAA～BBB	91.5	98.1	93.0	98.9	70.1	95.7	76.9	97.5
CCC～D	8.5	1.9	7.0	1.1	29.9	4.3	23.1	2.5
格付け企業数	661	645	569	625	334	186	251	160

(出所) NPO フェア・レーティングのデータを基に筆者作成

表4 最近の格付け格差 (2013年1月1日現在)

格付会社	MDY-S&P	MDY-R&I	MDY-JCR	S&P-R&I	S&P-JCR	R&I-JCR
共通格付会社数	92	122	84	135	84	282
平均格差 (ノッチ)	0.60	1.68	2.37	1.58	2.40	0.81

(出所) NPO フェア・レーティングのデータを基に筆者作成

た(特に外資系は8割がA以上となった)。一方、BB (Ba) ~ Cの投機的格付けランクの格付け件数比率が大幅に減少した(日系は2%以下に、米系は3割程度であったものが数%に減少した)。要するにリスクの高い企業は社債から銀行ファイナンスに変更し、社債市場は財務的に余裕のある企業のマーケットになった。表4は2013年1月1日現在の格付け格差(単位:ノッチ)を示したものであるが(二つの格付会社が共通して同じ企業に格付けをした会社数)、図1で見た格差の減少が続いている。最大格差(ノッチ差)はいずれもJCRと外資系2社との格差であるが2.4ノッチ程度まで縮小しているのので「格差問題」はほぼ解消したといっても差し支えないが、意見の違いが縮小したことから、日本の社債市場の規模から見て格付会社が五つも存続できるのかといった視点の異なった問題も生じる可能性がある。

#### 注

- 1) 日本公社債研究所社史編纂委員会(1995年)、67~77頁参照。
- 2) 当時、格付会社は公的な色彩と金融インフラのイメージが強かったことから「格付機関」と呼称されていたが、現在では一般的には「格付会社」と呼ばれている。なお、英語では「agency」の語が当てられている。
- 3) 以下において格付会社の呼称を、格付投資情報センターをR&I、日本格付研究所をJCR、スタンダード・アンド・プアーズ(東京)をS&P、ムーディーズ・ジャパンをMDYと表すことがある。
- 4) 日米格付け格差および格付けと市場利回りの関係については黒沢(2009年)参照。
- 5) 黒沢義孝(1999年)127~128頁参照。
- 6) フィッチは日本企業についての格付け履歴が短いので含めていない。
- 7) 格付け対象会社数は日本の格付会社(R&IおよびJCR)が約600~700社、米系はS&Pが約300~

400社であったが07年以降300社以下に減少、ムーディーズ(ジャパン)は03年に約300社であったが06年以降200社程度に減少した。図1にはフィッチが含まれていないが同社は07年に日本企業の格付けを遅れて開始し08年で約150社を格付けしている。

- 8) 格付け格差発生の原因については黒沢義孝(2009年)103~104頁参照。
- 9) バーゼル規制については黒沢義孝(2009年)113~119頁参照。
- 10) 米系格付会社は2006年~08年にかけて日本企業の格上げを行ったが、格上げの理由として、この時期に日本経済が好転し企業業績が向上したことが格上げの理由であると説明しているが、そのような経済状況の変化がおきたことも事実である。
- 11) 社債の利回りは機会費用(リスクのない債券の利回り)、償還までの期間、信用リスク(リスクプレミアム)、発行金額(流動性に影響を与える場合)、知名度、その他の要因によって決まるが、市場経済の深化とともに信用リスクが利回りに影響する度合いが高くなっていると言われており、債券の種類や経済の環境などによっても異なるが信用リスクのウエイトは大雑把にいて8~9割といわれる。
- 12) この表2では理論値を計算するにあたって、格付けに対応するデフォルト率Pdについてそれぞれの格付会社の実際の過去の格付け別デフォルト率を用いている。
- 13) 社債の残存期間3年以外の期間については黒沢義孝(2009年)112~113頁および付属データ資料(149~208頁)を参照。

#### 参考文献

- 日本公社債研究所社史編纂委員会『わが国債券格付けの歩み:日本公社債研究所の20年』、(株)日本公社債研究所、1995年。
- 黒沢義孝『〈格付け〉の経済学』、PHP新書、1999年。
- 黒沢義孝『格付け情報のパフォーマンス評価』、粹出版社、2009年。