

## 2.3 社債格付の課題

### 2.3.1 格付の意義

社債の信用リスクを判断する材料として欠かせない情報としては、格付機関による格付が挙げられる<sup>12</sup>。

債券の格付とは、一般に、発行された個別の債券について、約定どおり元利金が支払われる確実性の程度を、一定の記号によって投資家に提供するものである<sup>13</sup>。加えて、格付は格付機関による当該債券に対する一つの意見であることも重要な事項である。

債券の格付には、格付機関が債券の発行会社の依頼を受け、財務諸表等や経営者との面談等によって発行体に付与する「依頼格付」と、公開情報のみにより格付を行う「勝手格付」とがある。

格付情報の重要性が高まっている現在では、発行体が社債を新規に発行する場合は、格付機関に格付を依頼して社債の格付を取得した後発行を行っている。なお、格付の取得状況については、有価証券届出書などに記載することが義務付けられている。

格付は、同一の発行体の社債でも、短期債と長期債、担保の有無などにより異なっている。格付表示については、一般に BBB 格以上が投資適格債券、BB 格以下が投機的要素の強い債券とされている。

我が国においては、平成 11 年度の数字でみると、日本企業の約 1,000 社程度が格付されているが、格付の分布は A 格と BBB 格が中心であり、平均水準としては、A 格と BBB 格の間にある。

社数をベースに最高格付で格付の分布をみると AAA 格が 33 社・3.4%、AA 格が 144 社・14.8%、A 格が 371 社・38.2%、BBB 格が 347 社・35.8%、BB 格以下が 75 社・18.9% である。累計では、A 格以上が約 56% と過半数を超え、BBB 格以上が 92% に達している。

一方、社債残高をベースに最高格付で格付の分布をみると、累計では A 格以上で 79% と 8 近くに達し、社数で最も分布の多い BBB 格は 20% 程度 (19.1%) に過ぎない (図表 2-10 参照)。

---

<sup>12</sup> 民間機関投資家においても、大手 4 社が出している格付について、基本情報はすべて確認しているという声がほとんどである。

<sup>13</sup> 岡東務[2000]「格付の意味と役割」による。

図表 2-10 格付の分布

格 付	社 数 ベ ー ス(社)				社 債 残 高 ベ ー ス(億円)			
	最 高 格		最 低 格		最 高 格		最 低 格	
AAA(Aaa)	33	(3.4%)	9	(0.9%)	23,472	(5.7%)	0	(0.0%)
AA(Aa)	144	(14.8%)	84	(8.7%)	133,731	(32.3%)	52,569	(12.8%)
A(A)	371	(38.2%)	255	(26.3%)	166,339	(40.6%)	74,603	(18.2%)
BBB(Baa)	347	(35.8%)	438	(45.2%)	78,272	(19.1%)	140,032	(34.2%)
BB(Ba)	54	(5.7%)	138	(14.2%)	7,646	(1.9%)	103,519	(25.3%)
B以下(B以下)	21	(2.2%)	46	(4.7%)	2,102	(0.5%)	38,840	(9.5%)
合 計	970	(100.0%)	970	(100.0%)	409,563	(100.0%)	409,563	(100.0%)
平均格付水準	A-弱		BBB7ラット強		A+弱		BBB7ラット弱	

- (備考) 1 氏家純一 [2002]『日本の資本市場』掲載の図表(野村証券金融研究所が作成)に加筆・修正の上作成。  
 2 格付取得企業の平成 11 年度の社債残高(除く金融、電力・ガス、未公開企業発行分)である。  
 3 最高格(最低格)とは、一企業が同一の債券について複数の格付機関から格付を取得している場合、最高位(最低位)の格付で集計した場合を意味する。

### 2.3.2 格付機関の比較

#### ① 格付機関

格付機関とは、債券の格付を専門に行う民間の会社である<sup>14</sup>。

現在、我が国における主な格付機関は、日系では格付投資情報センター(R&I)と日本格付研究所(JCR)、米系では、ムーディーズ(Moody's)、スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)の4大格付機関である。ほかに、日系の格付機関としては起債会社の格付を行う三國事務所、欧米系の格付機関としてはフィッチ・レーティングス(Fitch Ratings)が挙げられる。

なお、我が国では、「企業内容等の開示に関する内閣府令」(昭和48年1月30日大蔵省令第5号)第1条第13号に基づき指定格付機関が定められている。指定格付機関とは、格付機関のうち、金融庁長官がその格付実績、人的構成、組織、格付の方法及び資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して有効期間を定めて指定したものをいう。格付投資情報センター、日本格付研究所、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ、及びフィッチ・レーティングスの各格付機関については、金融庁告示第93号(平成13年12月21日)により、平成14年1月1日から平成15年12月31日まで指定格付機関に指定されている。

<sup>14</sup> 同様の意味を示すことばで、「格付会社」という名称を用いている文献もあるが、本稿では「格付機関」という名称を用いている。なお、各格付機関の名称は、各種文献で一般に用いられている名称であり、法令・財務諸表等で使用されている正式名称とは異なるものである。

## ② 主な格付機関の比較

格付機関のうち、日米それぞれの代表的な格付機関の4社について比較したものが、図表2-11である。

これをみると、親会社・出資者については、米系2社は調査・出版などのマスコミ関係であるのに対して、日系の格付機関は、マスコミ関係に加えて、金融機関等が入っている<sup>15</sup>。

また、米系は1929年から始まった世界大恐慌の洗礼を受けるなどの歴史が古いのに比較して、日系の格付機関は昭和50年・60年に設立されるなど、格付の歴史は浅い。

米系・日系共、収入源のほとんどは格付手数料によるものであり、格付機関としての事業運営は十分成立しているものと考えられる。

図表2-11 格付機関の比較

	Moody's	S&P	R&I	JCR
親会社・出資者	ダン・アンド・ブラッドストリート社	マグローヒル社	日本経済新聞社、銀行、証券会社	時事通信社、日本生命、住友生命、第一生命、朝日生命、明治生命 ほか
本社所在地・設立年 (日本進出年)	ニューヨーク(米)、1900年 (1985年に日本法人設立)	ニューヨーク、1860年 (1986年に日本法人設立)	東京、1975年(昭和50年)	東京、1985年(昭和60年)
設立・開業の経緯	1900年、ジョン・ムーディー氏が設立、1909年に米国鉄道会社の債券格付をしたのが格付の始まり。	1860年、ヘンリー・バーナム・ブアー氏が米国鉄道会社の投資ガイドブック「アメリカ鉄道運河史」を発行。1916年に社債の格付を開始。	1975年(昭和50年)に日本経済新聞社の内部組織として発足。1979年(昭和59年)に外部化、1985年(昭和60年)に株式会社化、1998年(平成10年)に日本インベスターズサービスと合併。	1985年(昭和60年)、生命保険会社中心に出資して設立。
主な収入源	収入の7～8割が格付手数料	収入の7～8割が格付手数料	不明	収益の9割以上が格付手数料
依頼に基づかない格付の有無	あり。依頼格付と区別せず。	あり。「pi」と表記して区別。	あり。「po」と表記して区別。	なし。

(備考) 各格付機関ホームページに加え、次の資料を参照して作成。

渡辺茂、平井直樹、富田宏[1996]「格付産業の分析」、仁科剛平[1998]『格付け会社「ムーディーズ」その実力と正体』、松田千恵子[2002]『格付けはなぜ下がるのか?～大倒産時代の信用リスク入門』、野口晃[1998]『格付の基礎知識』、格付投資情報センター編[1998]『格付の知識』、帝国データバンク企業情報。

<sup>15</sup> そのため、格付を取って社債を発行することを促す立場の意見が格付に影響するのではないかと懸念する向きもある。

### 2.3.3 格付機関による格付格差（スプリット・レーティング）

同一の債券でも格付機関の違いによって、格付が大きく異なっている。これは、いわゆる「スプリット・レーティング（split rating:格付の格差）」と名づけられている問題であり、以下説明を行う。

#### ① 格付データの比較

まず、図表2-12に示したとおり、格付機関別の格付データがどのように異なるかを確認すると、日本企業では、格付投資情報センターの格付を得ている件数が約1,200社と圧倒的に多いことが分かる。

民間機関投資家の中には格付投資情報センターの格付を基準として、他社についてはそれとの乖離を確認するという方法を取るところもあるが、こうした事情に拠るものである。

また、格付投資情報センターは近年、格付別デフォルト率データ及び格付遷移行列を公表し始めており、その点で米系2社に近い体制を整えつつあるとの見方もできる。

図表2-12 格付機関別の格付データの比較

	Moody's	S&P	R&I	JCR
格付別デフォルト率	あり	あり	あり	なし
格付遷移行列	あり	あり	あり	なし
格付変更可能性の公表	アウトルックとして公表	不明	レーティングモニターとして公表	不明
格付されている日本企業の社数 (グローバルな社数)	約300社 (約5,500社)	約250社 (約7,000社)	約1,200社 (約1,200社)	約620社 (約620社)

(備考) 各格付機関のホームページに加え、次の資料を参照して作成。

渡辺茂、平井直樹、富田宏[1996]「格付産業の分析」、仁科剛平[1998]『格付け会社「ムーディーズ」その実力と正体』、松田千恵子[2002]『格付けはなぜ下がるのか?〜大倒産時代の信用リスク入門』、野口晃[1998]『格付の基礎知識』、格付投資情報センター編[1998]『格付の知識』、帝国データバンク企業情報。

② スプリット・レーティングの分析

ア 格付のスケール

スプリット・レーティングの分析は、格付機関が異なっても格付は横比較が可能であるという前提に立っている。

その横比較の方法を示したのが図表 2-13 である。以下の分析においてはこの表において同じ段にある格付は格差がないとみなしている。また、「1 ノッチ」の差というのは、この表のスケールが一つ異なることを指す。

図表 2-13 格付スケール表

	Moody's	S&P	R&I	JCR
1	Aaa	AAA	AAA	AAA
2	Aa1	AA+	AA+	AA+
3	Aa2	AA	AA	AA
4	Aa3	AA-	AA-	AA-
5	A1	A+	A+	A+
6	A2	A	A	A
7	A3	A-	A-	A-
8	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+
9	Baa2	BBB	BBB	BBB
10	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-
11	Ba1	BB+	BB+	BB+
12	Ba2	BB	BB	BB
13	Ba3	BB-	BB-	BB-
14	B1	B+	B+	B+
15	B2	B	B	B
16	B3	B-	B-	B-

- (備考) 1 各格付機関ホームページの資料を参照して作成。  
2 B格以上について記載。

イ 各格付機関相互の格付格差の状況

(ア) 分析 1

野村証券金融研究所の分析によると、米系と日系とでは、平均して3ノッチ程度、すなわち1格相当のスプリットが開く状況が続いていた（図表2-14参照）。

ただし、近年では格付投資情報センターが新体制（平成10年に新会社発足）となって以降、格付方針を変更した様子があり、少しずつ米系2社との格差が縮まっているといわれている<sup>16</sup>。

図表2-14 各格付機関相互の格付格差（スプリット）の状況

ノッチ差	日系間		日系 vs 米系						米系間			
	R&I-JCR		MDY-R&I		MDY-JCR		S&P-R&I		S&P-JCR		S&P-MDY	
4ノッチ(高い)												
3ノッチ(高い)	1社				1社	1%					6社	3%
2ノッチ(高い)											15社	7%
1ノッチ(高い)	13社	4%	2社	1%			4社	2%			32社	16%
同 格	128社	40%	7社	3%	1社	1%	15社	7%	1社	1%	57社	28%
1ノッチ(低い)	135社	42%	30社	12%	9社	7%	20社	9%	12社	10%	56社	28%
2ノッチ(低い)	38社	12%	84社	33%	20社	15%	35社	16%	13社	11%	16社	8%
3ノッチ(低い)	4社	1%	73社	29%	33社	25%	69社	31%	23社	19%	15社	7%
4ノッチ(低い)			39社	16%	34社	25%	50社	22%	23社	19%	5社	2%
5ノッチ(低い)			14社	6%	21社	16%	20社	9%	30社	25%	1社	0%
6ノッチ(低い)			2社	1%	14社	10%	6社	3%	12社	10%		
7ノッチ(低い)					1社	1%	5社	2%	2社	2%		
8ノッチ(低い)									2社	2%		
9ノッチ(低い)									3社	2%		
合 計	319社	100%	251社	100%	134社	100%	224社	100%	121社	100%	203社	100%

(備考) 1 氏家純一 [2002] 『日本の資本市場』掲載の図表（野村証券金融研究所が作成）の図表に加筆・修正の上作成。

2 表の見方：

（例 R&I-JCR）双方の格付を持つ319社中、R&Iの評価がJCRより3ノッチ高いのは、1社、1ノッチ低いのは135社ある。

3 ノッチ記号のないJCRのp格付、スタンダード・アンド・プアーズの金融機関のpi格付は除く。

4 格付は平成13年3月末現在

<sup>16</sup> むしろ最近では、日系格付機関相互間の格差が明確に開き始めていることが注目されている（平均では0.7ノッチ程度）。

(イ) 分析 2

国際金融情報センターの山澤光太郎氏の分析によると、日系の格付機関と米系の格付機関とでは、平均して 3.4 ノッチ程度の開きがある（図表 2-15 参照）。

図表 2-15 日系格付機関と米系格付機関の格付の状況  
（平成 13 年 4 月末現在、日本の発行体が対象）

	米系格付会社(最低)															格付け格差 (ノッチ差)		
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B		B-	
日系格付会社 (最低)	AAA		1	1	6												2.63	
	AA+			2	1													
	AA			2	1		3	2										2.90
	AA-						2	2	3	1	2							
	A+						1	3	1	2	1	1						
	A						1	1		3	5	1		1				3.50
	A-									3	3	3	3	1				
	BBB+									1		2	5	3		2		
	BBB									1		2		2	2	2		3.96
	BBB-												1	2	2	3		
	BB+														2			
	BB															1	1	3.25
	BB-																	
	B+																	
B																		
B-																	3.42	

- (備考) 1 山澤光太郎 [2002] 「主要格付会社の特徴と評価」による。  
2 テーブル内の数値は当該格付の発行体数を示す。

また、スタンダード・アンド・プアーズの格付を見ると、全世界ベースの数値よりも、同じ格付でも日系企業のデフォルト率が高いが（図表 2-16 参照）、これは、スタンダード・アンド・プアーズの格付を取っている日系企業に金融機関が多いことなどが理由として説明されている。

平成 13 年末時点でスタンダード・アンド・プアーズが格付を付与している日系企業の業種別内訳によると、金融機関の占める割合が 30.5%となっている。一方、日系の格付投資情報センターは 15.9%である。

図表 2-16 スタンダード・アンド・プアーズのデフォルト率の検証  
(平成 10 年 9 月～平成 13 年 9 月)

	日 系 企 業			累積デフォルト率
	発行体数	デフォルト件数	デフォルト率(%)	(全世界ベース、%)
BB	30	2	6.67	5.35
B	16	4	25.00	15.88
CCC	0	0	-	37.37
投機的格付け 合計	46	6	13.04	11.9

(備考) 山澤光太郎 [2002] 「主要格付会社の特徴と評価」の図表に加筆・修正の上作成。



③ 最近のスプリット・レーティング

以下、主要な業界について格付格差の現状を調べる。

ア 鉄道業界

鉄道業界についての格付格差は、日系間で1ノッチ、日系 v s 米系3ノッチ程度か、一部については5～6ノッチの差が開いている（図表2-17、2-18参照）。

2-17 鉄道業界におけるスプリット・レーティング

ノッチ差	日系間		日系 vs 米系						米系間			
	R&I-JCR		MDY-R&I		MDY-JCR		S&P-R&I		S&P-JCR		S&P-MDY	
4 ノッチ(高い)												
3 ノッチ(高い)												
2 ノッチ(高い)												
1 ノッチ(高い)			1社	14.3%								
同 格	3社	17.6%	1社	14.3%							1社	14.3%
1 ノッチ(低い)	10社	58.8%	2社	28.6%	2社	28.6%	1社	6.7%			2社	28.6%
2 ノッチ(低い)	3社	17.6%	3社	42.9%	1社	14.3%	4社	26.7%			2社	28.6%
3 ノッチ(低い)	1社	5.9%			4社	57.1%	7社	46.7%	5社	33.3%	1社	14.3%
4 ノッチ(低い)							1社	6.7%	5社	33.3%	1社	14.3%
5 ノッチ(低い)							2社	13.3%	4社	26.7%		
6 ノッチ(低い)									1社	6.7%		
7 ノッチ(低い)												
8 ノッチ(低い)												
9 ノッチ(低い)												
合 計	17社	100%	7社	100%	7社	100%	15社	100%	15社	100%	7社	100%

(備考) 各格付機関資料（平成14年8月末日時点）から作成。

図表2-18 鉄道業界に対する格付

	日系間				日系 vs 米系				米系間	
	Moody's	S&P	R&I	JCR	R&I-JCR	MDY-R&I	MDY-JCR	S&P-R&I	S&P-JCR	S&P-MDY
小田急電鉄		BBB+pi	A+	AA-	-1	N.A.	N.A.	-3	-4	N.A.
近畿日本鉄道	Baa2	BB+pi	A-	A	-1	-2	-3	-4	-5	-2
京王電鉄	A2	Api	AA-	AA	-1	-2	-3	-2	-3	0
京成電鉄		BB-pi	BBB+	BBB+	0	N.A.	N.A.	-5	-5	N.A.
京阪電気鉄道		BBB-pi	A-	A	-1	N.A.	N.A.	-3	-4	N.A.
京浜急行電鉄	A3	BBBpi	BBB+	A	-2	1	-1	-1	-3	-2
神戸電鉄				BB+	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
相模鉄道	Baa2	BB-pi	BBB+	BBB+	0	-1	-1	-5	-5	-4
東海旅客鉄道		Api	AA	AAAp	-2	N.A.	N.A.	-3	-5	N.A.
東京急行電鉄	Baa3	BB+pi	BBB+	A-	-1	-2	-3	-3	-4	-1
東武鉄道		BBpi	BBB-	BBB	-1	N.A.	N.A.	-2	-3	N.A.
名古屋鉄道		BBB-pi	A-	A-	0	N.A.	N.A.	-3	-3	N.A.
南海電気鉄道		BBpi	BBB	BBB+	-1	N.A.	N.A.	-3	-4	N.A.
西日本鉄道			A-	A	-1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
西日本旅客鉄道		A+pi	AA	AAAp	-2	N.A.	N.A.	-2	-4	N.A.
阪急電鉄	Baa1	BB+pi	BBB+	A+	-3	0	-3	-3	-6	-3
阪神電気鉄道			BBB+	A-	-1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
東日本旅客鉄道	Aa2	AA-	AA+	AAAp	-1	-1	-2	-2	-3	-1

(備考) 各格付機関資料（平成14年8月末日時点）から作成。

イ 電力・ガス業界

電力・ガス業界については、米系でも格付が比較的高く、さらに格付格差は最大でも3ノッチ程度しかない（図表2-19、2-20参照）。

図表2-19 電力・ガス業界のスプリット・レーティング

ノッチ差	日系間		日系 vs 米系						米系間			
	R&I-JCR		MDY-R&I		MDY-JCR		S&P-R&I		S&P-JCR		S&P-MDY	
4 ノッチ(高い)												
3 ノッチ(高い)												
2 ノッチ(高い)												
1 ノッチ(高い)												
同 格	3社	20.0%	1社	8.3%							6社	54.5%
1 ノッチ(低い)	12社	80.0%	5社	41.7%	2社	20.0%					4社	36.4%
2 ノッチ(低い)			6社	50.0%	3社	30.0%	11社	100.0%			1社	9.1%
3 ノッチ(低い)					5社	50.0%			9社	100.0%		
4 ノッチ(低い)												
5 ノッチ(低い)												
6 ノッチ(低い)												
7 ノッチ(低い)												
8 ノッチ(低い)												
9 ノッチ(低い)												
合 計	15社	100%	12社	100%	10社	100%	11社	100%	9社	100%	11社	100%

(備考) 各格付機関資料（平成14年8月末日時点）から作成。

図表2-20 電力・ガス業界の格付

	Moody's	S&P	R&I	JCR	日系間		日系 vs 米系				米系間
					R&I-JCR	MDY-R&I	MDY-JCR	S&P-R&I	S&P-JCR	S&P-MDY	
東京電力	Aa2	AA-	AA+	AAA	-1	-1	-2	-2	-3	-1	
中部電力	Aa2	AA-	AA+	AAA	N.A.	-1	N.A.	-2	N.A.	-1	
関西電力	Aa2	AA-pi	AA+	AAA	-1	-1	-2	-2	-3	-1	
中国電力	Aa3	AA-	AA+	AAA	-1	-2	-3	-2	-3	0	
北陸電力	Aa3	AA-pi	AA+	AAA	-1	-2	-3	-2	-3	0	
東北電力	Aa3	AA-pi	AA+	AAA	N.A.	-2	N.A.	-2	N.A.	0	
四国電力	Aa3	AA-	AA+	AAA	-1	-2	-3	-2	-3	0	
九州電力	Aa3	AA-pi	AA+	AAA	-1	-2	-3	-2	-3	0	
北海道電力	Aa3	AA-pi	AA+	AAA	-1	-2	-3	-2	-3	0	
沖縄電力			AA+	AAA	-1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
日本原子力発電			AA	AA+	-1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
東京瓦斯	Aa1	AA-	AA+	AAA	-1	0	-1	-2	-3	-2	
大阪瓦斯	Aa2	AA-	AA+	AAA	-1	-1	-2	-2	-3	-1	
東邦瓦斯	Aa3		AA	AA	0	-1	-1	N.A.	N.A.	N.A.	
北海道瓦斯			A	A	0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
広島ガス			A		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
西部瓦斯			AA-	AA-	0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
中部瓦斯			A-	A	-1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	

(備考) 各格付機関資料（平成14年8月末日時点）から作成。

ウ 鉄鋼業界

鉄道業界及び電力・ガス業界に比べると、鉄鋼業界についての格付格差は非常に大きく、最大9ノッチの差が開いている（図表2-21、2-22参照）。

図表2-21 鉄鋼業界のスプリット・レーティング

ノッチ差	日系間		日系 vs 米系						米系間		
	R&I-JCR		MDY-R&I		MDY-JCR		S&P-R&I		S&P-JCR		S&P-MDY
4 ノッチ(高い)											
3 ノッチ(高い)											
2 ノッチ(高い)											
1 ノッチ(高い)											
同 格											
1 ノッチ(低い)	3社	37.5%	2社	28.6%							
2 ノッチ(低い)	4社	50.0%			1社	11.1%					
3 ノッチ(低い)	1社	12.5%	3社	42.9%	2社	22.2%					4社 57.1%
4 ノッチ(低い)			2社	28.6%	2社	22.2%					2社 28.6%
5 ノッチ(低い)					2社	22.2%	2社	33.3%			1社 14.3%
6 ノッチ(低い)					2社	22.2%	3社	50.0%	1社	14.3%	
7 ノッチ(低い)							1社	16.7%	1社	14.3%	
8 ノッチ(低い)									4社	57.1%	
9 ノッチ(低い)									1社	14.3%	
合 計	8社	100%	7社	100%	9社	100%	6社	100%	7社	100%	7社 100%

(備考) 各格付機関資料（平成14年8月末日時点）から作成。

図表2-22 鉄鋼業界の格付

	日系間				日系 vs 米系					米系間
	Moody's	S&P	R&I	JCR	R&I-JCR	MDY-R&I	MDY-JCR	S&P-R&I	S&P-JCR	S&P-MDY
新日本製鐵	Baa2	BBpi	A+	AAp	-2	-4	-6	-7	-9	-3
川崎製鐵	Baa3	BB-pi	A-	A+	-2	-3	-5	-6	-8	-3
日本鋼管(NKK)	Baa3	BB-pi	A-	A	-1	-3	-4	-6	-7	-3
住友金属工業	Ba1	Bpi	BBB-	A-	-3	-1	-4	-5	-8	-4
神戸製鋼所	Ba2	Bpi	BBB	A-	-2	-3	-5	-6	-8	-3
淀川製鋼所			A-		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
住友鋼管			BBB-	BBB	-1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
大同特殊鋼	Ba2		BBB+	A	-2	-4	-6	N.A.	N.A.	N.A.
日立金属			A		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
栗本鐵工所			A-		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
旭テック			BB+		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
日本鋳鉄管			BBB-		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
日亜鋼業			BBB+		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
愛知製鋼				A	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
山陽特殊鋼				BBB+	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
東洋鋼鋳				A-	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
日新製鋼	Baa2			A	N.A.	N.A.	-3	N.A.	N.A.	N.A.
東京製鐵					N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
三菱マテリアル	Ba1	Bpi	BBB-	BBB	-1	-1	-2	-5	-6	-4
住友金属鉱山	Baa3	Bpi		A-	N.A.	N.A.	-3	N.A.	-8	-5
愛知製鋼					N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
丸一鋼管				AA-	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

(備考) 各格付機関資料（平成14年8月末日時点）から作成。

#### 2.3.4 機関投資家による格付の利用<sup>17</sup>

機関投資家の多くは、社債投資の際には格付機関の格付に依存するわけではないという。当然、入手可能な情報として参考にはしているものの、自社で付与した独自の格付を重視して、それを売買の意思決定に用いている。

機関投資家による社債の格付利用については、次のような特徴がある。

##### ア 格付投資情報センターの格付利用が一般的

我が国の企業が発行する社債の格付なので、機関投資家は、一般に、日系の代表的な格付機関の一つであり、さらに、日系の格付機関中では格付評価の厳しい<sup>18</sup>、格付投資情報センターの格付を基本に用いている<sup>19</sup>。

##### イ 日系と米系格付機関との開きを信用リスク管理に活用

ムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズの格付がある銘柄については、格付投資情報センターとの格付の開きを信用リスク管理に活用するという例もある。例えば、開きが1～2ノッチであれば正常とみなすが、3～4ノッチ開きがあるようであれば、要注意ないしは異常とみなす。異常な場合には、格付投資情報センターの格付も格下げされる可能性が高いという。つまり、米系2社の格付が、格付投資情報センターの格付に対して先行指標的に利用されているということになる。

##### ウ 機関投資家は格付機関の格付のほか、自社による独自の格付を付与

格付を積極的に利用する機関投資家がある一方で、「格付によってなんらかの意思決定を行うことはない。」という見方もある。

そこでは、格付は周知の事実となり、社債の価格に瞬時に織り込まれてしまうため、ベンチマークを上回るリターンを得ることを目指す投資家としては、格付が変更になってから売買しては遅いという考え方が根底にある。

---

<sup>17</sup> 2.3.4で述べている説明については、あくまで、本調査研究において、各種文献及び専門家の意見を踏まえ、まとめた筆者の個人的な見解に過ぎない。もちろん、機関投資家等の格付利用の見方については多々あり、本稿もそれらの見解の一つに過ぎない。

<sup>18</sup> 徳島[2002]『現代社債投資の実務』では、「日本格付研究所と格付投資情報センターの格付については、前者の日本格付研究所の格付が格付投資情報センターの格付よりも甘いというコンセンサスがある」と、指摘している。

<sup>19</sup> 格付投資情報センターについては、最近同社が急速に格付の見直しを行っており、米系格付機関とのスプリット・レーティングの問題も解消する方向にあるという見方もある。

例えば、「格付のスプリットは当然見ているが、それ以上に定性的評価に基づく自社のクレジットアナリストによる社内格付を重視している。当然他社の評価と異なる結果になるが、それが利益の源泉であると考えている。」という見方がある。

格付が変更になるとなればマーケットが反応するが、機関投資家としてはそれを見越して格付が変更になる可能性を格付機関が出すウォッチ・リストに載るより先にどれだけ正確に予想するかが付加価値である。

格付変更の予測に際しては、変更が 1 ノッチなのか 2 ノッチなのかを見極めることが重要である。そのためには、どの程度の情報でどの程度の格付が変更になりうるかについて、過去のデータを整備してクレジットアナリストが研究している。

また、社内格付とは別に、統一基準で評価するために、例えば、ムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズの格付を取っていない企業については、格付推計モデルを用いて補完するという機関投資家もある。

## 2.4 まとめ

一般に、社債投資における信用リスクとは、投資した社債の債権が予定通りに履行されないことである。具体的には、利息および償還金が予定した時期に予定した金額で支払われないこと（すなわち、デフォルトすること）を信用リスクという。

公募社債を発行している企業が倒産した場合、再建型の倒産法である「会社更生法」あるいは「民事再生法」が適用され、社債も他の債権と同様に法的手続きに従って回収の条件が定められる。

最終的に回収ができたとしても長い期間を要する。例えばヤオハンの場合、会社更生法適用申請から更生計画完了までで4年が経過しているが、それでも一般には「早い」といわれるほどである。

加えて、日本におけるデフォルト社債の回収率は、一般に極めて低い。ヤオハン債の例を見ると、国内発行の転換社債で額面の12%程度、海外発行の転換社債の場合で3%程度となっている。

社債の信用リスクを判断する材料として欠かせない情報としては、格付機関による格付が挙げられる。債券の格付とは、一般に、発行された個別の債券について、約定どおり元利息が支払われる確実性の程度を、一定の記号によって投資家に提供するものである。我が国において格付の分布をみると、A格とBBB格が中心である。

現在、我が国における代表的格付機関は、日系では格付投資情報センター（R&I）と日本格付研究所（JCR）、米系では、ムーディーズ（Moody's）及びスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）である。

米系格付機関は、1860年・1900年に設立され歴史が古いのに比較して、日系の格付機関は昭和50年・60年に設立されるなど、格付の歴史は浅い。

米系と日系とでは、平均して3ノッチ程度、すなわち1格相当のスプリットが開く状況が続いていたが、近年では少しずつ米系2社との格差が縮まっているという分析がある。また、日系の格付機関と米系の格付機関とでは、平均して3.4ノッチ程度の開きがあるという分析もある。

機関投資家の社債の格付利用についてみると、格付投資情報センターの格付利用が一般的である。また、日系と米系格付機関との開きを信用リスク管理に活用すると共に、自社による独自の格付を付与して社債の信用リスクの管理を行う機関投資家の例もある。

