

債券格付と格付の進化

三 浦 后 美

はじめに

2001年から2002年にかけて、エンロン、ワールドコムなどの企業スキャンダルから会計監査法人の経営行動が問われ、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。同時に、このことに関連して格付機関の情報開示が不十分であると批判され、格付けの有り様を問われることとなった。その結果、米国では「2006年格付機関改革法」（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）が制定された。あらためて、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たのである。

日本では1996年1月に従来の適債基準が完全撤廃され、以後、社債発行市場への入口規制をなくし、信用リスクの評価は格付け一本の基準に委ねる形に転換された。同時に、「財務上の特約」設定の規制も自由化された。「財務上の特約」は、1996年1月以前は“財務制限条項”として呼ばれ、画一的に運用されていた。一般的には、①センサー機能を持った“純資産維持条項”“利益維持条項”“配当制限条項”と②劣後性回避機能を持った“担保提供制限条項”“担附代替条項”などからなるもので、投資家保護の観点から重要な役割を担ってきた。ところが《従来の社債契約では、財務制限条項として、数種類の条項を必ず付けることになっていたが、自由化によって「財務上の特約」という形式で、発行体がある程度自由に特約内容を選択できることとなった⁽¹⁾》。その後の社債契約の内容は“発行体の企業側にとって有利に設定され、社債権者に不利な方向へと変更されている”のが実態である⁽²⁾。この時から、投資家にとっては、信用リスクを日常的に意識しなければならないマーケットになる。まさに、1985年に導入された債券格付制度は、1996年を境に日本でも本格的に機能する時代をむかえ、公募社債のデフォルト（債務不履行）が現実が発生することとなったのである。

1997年9月ヤオハンの発行した国内転換社債、ユーロ円建て転換社債がデフォルトし、社債管理会社である銀行2行は、社債残高（約375億円）の買い取りを拒否した。その未償還の社債は会社更生法の更正債権として処理された。その転換社債には投資適格証券の格付記号が付加されていたため、信じて所有していた投資家は多かった。個人投資家がほとんどを占めていたという。2002年2月に最終的に決定・許可されたヤオハンの会社更生計画では、国内転換社債については額面の11%、ユーロ円建て転換社債については3%が弁済された。国内公募転換社債としてはじめて社債権者に実損を与えた例である。さらに、2001年9月マイカルは、経営破綻し、発行していた国内普通社債、国内転換社債、ユーロ円建て普通社債がデフォルトした。

その未償還の社債残高は3,458億円にのぼり、もっとも最大の発行残にのぼる事例となる。やはり、そこでも投資適格証券の格付記号が付加されていた。これらの公募社債のデフォルトによって、機関投資家や個人投資家にとっては、格付機関の信用リスク情報は欠くことのできない存在となってきたのである。

さらに、日本では、2000年代に入って、債券格付けを応用した「第三者評価制度」が大学格付け、病院格付けに導入され、アメリカ型債券格付けの考え方を応用した「格付の進化」がはじまる。日本における債券格付けの新たな展開である。本稿では、このような債券格付の現状を概観しながら、国際化・多様化してきた債券格付、格付機関の歴史的な変容を明らかにする。最後には、日米格付機関に対する問題点を相互に比較しながら、債券格付け、格付機関の今日の有り様を検証しようと試みたものである。

1-1 格付けと格付機関

格付けは、発行された個々の債券について、契約通りに元利金が支払われるかどうかの安全性、確実性の信用度を格付機関が判断し、それを一定の格付記号によって投資家に投資情報として提供するものである。契約通りに元利金支払いができない状態を、ここではデフォルト（default、債務不履行）と呼ぶ。格付けは、過去の累積したデフォルトリスク（default risk、債務不履行の危険度）の妥当性を表すとともに、デフォルトの発生する確率がどの程度のクレジットリスク（credit risk、信用の危険度）を持つかも表している。格付けの歴史は、100年前のアメリカにはじまる。“現在のムーディーズ・インベスターズ・サービスの創設者であるジョン・ムーディー（John Moody）は、1909年、“Manual of Railroad Securities”の中で、主要な米国鉄道会社の、約250社の発行する鉄道債の信用評価（クレジット・リスク）をだれにでもわかるような記号で表した。この表記法が債券格付制度の始まりである⁽³⁾”。

債券格付けとデフォルトとの相関関係が顕著に認められたのは、1929年以降の大恐慌の時である。“アメリカ資本市場で格付けが重視されるようになったのは、1929年恐慌以後、破綻法の改正（会社更正法チャプター・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、証券取引委員会（SEC）が認定格付け会社制度（NRSRO）を制定する（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アメリカ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⁽⁴⁾”。

1980年代に入って、ムーディーズ（Moody's）、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）を中心とした米国の格付機関が「他国には進出しない」という従来の経営戦略を一大転換し、積極的に日本、ヨーロッパなどに進出し、いわゆる格付けの国際化・多様化を進展させた⁽⁵⁾。現在では、世界で設立された格付機関は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）に達するといわれている⁽⁶⁾。

格付機関は、グローバルな規模で債券市場に影響力を増すごとに、そのつど格付けの評価が厳しく問われた。1997年から1998年にかけての「アジア金融危機」には、エマージング・マーケットで発足間もない格付機関にとって試練となった。高い格付けを付与された発行体が軒並み倒産したからである。その反省から、各国政府は格付機関の育成に努めており、アジア格付機関連合（Association of Credit Rating Agencies in Asia, ACRAA）は、13か国からの15のアジアの信用格付け機関によって、アジア開発銀行の本部（メトロ・マニラ）で2001年9月14日に組織され、2007年5月1日時点で、会員数は25人のメンバーに増加している⁽⁷⁾。《2001～02年にかけて、ワールドコム、エンロンの粉飾決算などによる破綻に際して、倒産の寸前までこれらの社債が投資適格に格付けされていたことから、格付け会社に対する批判が高まり、サーベンス・オクスリー法（2002年7月：「企業改革法」と日本語訳されている）によって監査法人などとともに格付け制度についても見直しこととされた。----最終的にはCredit Rating Agency Reform Act of 2006（格付け会社改革法）成立した⁽⁸⁾》。2007年に顕在化した米国のサブプライム・ローン問題が深刻になってから大きく格付けが引き下げられたということに対して、格付機関の格付け能力に対する疑念の声が聞かれる。新たな意味で、格付機関の役割が問われている⁽⁹⁾。

1-2 米国の認定格付機関制度・日本の指定格付機関制度

米国証券取引委員会（SEC）は、1975年に認定格付機関制度（NRSRO, Nationally Recognized Statistical Rating Organization）を導入した。証券会社の自己資本規制に格付けを利用する目的で格付機関を認定したことに始まり、法的根拠は1934年証券取引法のもとにSECルール15c3-1を裏づけにスタートさせた制度である。格付機関は、はじめに投資顧問法（1940年施行）203条に基づいて投資顧問会社としての登録を受け、さらにその上で、SECルール436及び同ルール134のもとでの審査の結果、はじめてNRSROに認定する。認定を受けた格付機関は実質的に公募債の債券格付けを行なうことができる。但し、一般の投資顧問会社に対する規制は、格付機関には適用されない。必ずしも適用除外の根拠は明確ではない⁽¹⁰⁾。

2007年9月現在、米国の認定格付機関に認定された会社は7社で、ムーディーズ（Moody's Investors Service, Inc. 米国、認定時期1975年）、スタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's Ratings Services, 米国、認定時期1975年）、フィッチ⁽¹¹⁾（Fitch, Inc. 米国、認定時期1975年）、ドミニオン・ボンド・レーティング・サービス（DBRS Ltd. カナダ、認定時期2003年）、アルフレッド・エム・ベスト（A.M. Best Company, Inc. 米国、認定時期2005年）、格付投資情報センター（Rating and Investment Information, Inc. 日本、認定時期2007年）、日本格付研究所（Japan Credit Rating Agency, Ltd. 日本、認定時期2007年）である⁽¹²⁾。

一方、日本の指定格付機関制度は、企業内容等の開示に関する内閣府令（1973（昭和48）年1月30日大蔵省令第5号）第1条第13号の2の規定に基づいた「指定格付機関」のことである。米国のNRSROに倣って導入された。金融庁長官がそれぞれの格付機関の格付実績、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指定するという。さらに、「金融庁告示第88号<2005（平成17）年12月27日>」で有効期間が定められ、現在の指定は2006（平成18）年1月1日～2007（平成19）年12月31日まで、そのつど更新される。ムーディーズ（Moody's Investors Service, Inc.米国）、スタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's Ratings Services,米国）、フィッチ（Fitch, Inc. 米国）、格付投資情報センター（Rating and Investment Information, Inc. 日本）、日本格付研究所（Japan Credit Rating Agency, Ltd. 日本）の5社が指定されている。

1-3 長期債務の格付記号

債券格付けには長期債務と短期債務があり、それぞれに格付機関ごとに格付記号の定義が明らかにされている。《長期債務の格付けが現実的には3～5年先を見つめながら、年数が経つにしたがってデフォルトの可能性が上昇してゆくカーブを想定しているのに対して、短期債務の格付けは格付け後1年以内のデフォルトの可能性のみを予想したものである⁽¹³⁾》

債券の信用度（信用リスク）が低いということは、言い換えるならば、元利支払い能力の安全度が高いということを意味している。たとえば、社債などの長期債券の最も低い信用リスクは、AAA（トリプルエー）もしくはAaa（トリプルエー）という最も安全度の高い格付記号で表される。さらに、この安全度の高い格付記号を取得すればするほど、期待されるリターン（債券利息）は低くなる関係になっている。一般には、AAA（Aaa）からBBB（Baa）までの格

図表1 格付記号（長期債）の定義

格付記号 /格付機関	格付投資情報セン- R&I	日本格付研究所 JCR	Moody's	S&P	Fitch
AAA (*Aaa/Moodys)	債務履行の確実性は最も高く、多くの優れた要素がある。	債務履行の確実性が最も高い。	極めて優れていると判断された債券および優先株に対する格付け。(以下省)	予定期日に当該債務を履行する能力がきわめて高い。スタンダード&プアーズの最上級の格付け。	最上の信用力：信用リスクが最も小さいと予想される債務。(以下省)
AA (*Aa)	債務履行の確実性は極めて高く、優れた要素がある。	債務履行の確実性は非常に高い。	総合的に優れていると判断された債券および優先株に対する格付け。(以下省)	当該債務を履行する能力は非常に高く、最上位の格付け(「AAAJ」)との差は小さい。	非常に高い信用力：信用リスクが非常に小さいと予想される債務。(以下省)
A (*A)	債務履行の確実性は高く、部分的に優れた要素がある。	債務履行の確実性は高い。	投資対象として数多くの好材料が認められ、中級の上位と判断された債券および優先株に対する格付け。(以下省)	当該債務を履行する能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、状況の変化や経済環境の悪化からより影響を受けやすい。	高い信用力：信用リスクが小さいと予想される債務。(以下省)
BBB (*Baa)	債務履行の確実性は十分であるが、将来環境が大きく変化した場合、注意すべき要素がある。	債務履行の確実性は認められるが、上位等級に比べて、将来、債務履行の確実性が低下する可能性がある。	中級と判断された債券および優先株に対する格付け(元利払いの確実性が極端に高くなく、また低くない)。(以下省)	キャッシュフロー指標は十分であるが、経済環境の悪化や状況の変化などにより、上位の格付けに比べ債務履行能力が低下する可能性がより強い。	良好な信用力：信用リスクが現状において小さいと予想される債務。(以下省)

出所) 各格付機関のホームページをもとに作成。

付記号を投資適格等級とし、BB (Ba) からCまでの格付記号を投機的等級と呼ぶ。特に、投機的等級を取得した債券のことは、ジャンク・ボンド (ジャンク) 債とか、あるいはハイリスク・ハイリターン⁽¹⁴⁾の債券という意味で、ハイ・イールド債と呼ばれている。

社債などの長期債務の格付記号は、AAA (*Aaa/Moodys), AA (*Aa), A (*A), BBB (*Baa), BB (*Ba), B (*B), CCC (Caa), CC (*Ca), C (*C) に分類されている (図表1)。さらに、S & PとJCRはD, FitchはDDD, DD, Dのいうカテゴリーの格付記号を用いている。また、ほとんどの格付機関はAA~CCCの各カテゴリーで相対的な強さを表すために

図表1 格付記号 (長期債) の定義 * 図表1のつづき

格付記号 /格付機関	格付投資情報センタ R&I	日本格付研究所 JCR	Moodys	S&P	Fitch
BB (*Ba)	債務履行の確実性は当面問題ないが、将来環境が変化した場合、十分注意すべき要素がある。	債務履行に当面問題は無いが、将来まで確実であるとは言えない。	投機的な要素を含むと判断された債券および優先株に対する格付け。(以下省)	他の「投機的」格付けに比べ、近い将来に債務が不履行になる可能性は低いが、事業状況、財務状況、経済状況が悪化した場合に、当該債務を期日通りに履行する能力が十分となる可能性をもたらす。大きな不確定要素やリスクにさらされている。	投機的。信用リスクが顕在化する可能性がある債務。とりわけ経済状況の変化が債務支払能力に大きな影響を及ぼすと見込まれる一方、債務支払いのための代替的手段は残されているものと考えられる。
B (*B)	債務履行の確実性に問題があり、絶えず注意すべき要素がある。	債務履行の確実性に乏しく、懸念される要素がある。	好ましい投資対象としての適切さに欠けると判断された債券および優先株の格付け。(以下省)	現在は債務履行能力を有しているが、「BB」の格付けよりも、当該債務が不履行となる可能性はより高い。事業、財務、経済状況の悪化により債務履行能力や意欲は損なわれ易い。	非常に投機的。重大な信用リスクが現実存在するものの、限定的な債務履行の可能性はあると考えられる。現在債務支払いは履行されているが、経営および経済環境が悪化した場合の支払能力が十分に確保されていない。
CCC (*Caa)	債務不履行に陥っているか、またはその懸念が強い。債務不履行に陥った債権は回収が十分には見込めない可能性がある。	現在においても不安な要素があり、債務不履行に陥る危険性がある。	安全性が低いと判断された債券および優先株に対する格付け。(以下省)	債務不履行となる可能性があり、債務履行能力は良好な事業状況や財務、経済状況に依存している。事業状況、財務状況、経済状況が悪化した場合に、当該債務を期日通りに履行する能力がなくなる可能性がある。	債務不履行の懸念が強い債務。債務支払能力は経営および経済環境に全面的に依存する。CC格付は一部債務不履行の懸念が見込まれることを示す一方、C格付は債務不履行に陥る可能性が差し迫っていることを示唆する。
CC (*Ca)	債務不履行に陥っているか、またはその懸念が極めて強い。債務不履行に陥った債権は回収がある程度しか見込めない。	債務不履行に陥る危険性が高い。	非常に投機的であると判断された債券および優先株に対する格付け。(以下省)	当該債務が不履行となる可能性が非常に高い。	*CCCに同じ。

格付記号 /格付機関	格付投資情報センタ R&I	日本格付研究所 JCR	Moodys	S&P	Fitch
C (*C)	債務不履行に陥っており、債権の回収もほとんど見込めない。	債務不履行に陥る危険性が極めて高い。	長期債券および優先株に対する最も低い格付け。有効な投資対象となる見込みは極めて薄い。	現在、破産法に基づく申請を行っているが、当該債務は引き続き履行されていることがある。	*CCCに同じ。
D	なし	債務不履行に陥っている。	なし	債務不履行に陥っている。利払いや元本の返済が期日通り行われない場合に用いられる。また、破産法に基づく申請が行われ、なおかつ元利払いが危ぶまれる場合にも用いられる。	債務不履行の状態：債務者の更生手続、または更正による債権の一部あるいは全部回収の可能性を、格付の根拠としている。回収率の見込みについて、一般的にDDD格付は元本および経過利子に対し90%から100%と最も高く、DD格付は同50%から90%、D格付は最も低い同50%以下とそれぞれなっている。[DDD, DD, Dは同じ]
[備考]	プラス(+), マイナス(-) 表示 AA格からCCC格については、上位格に近いものにプラス、下位格に近いものにマイナス表示をすることがあります。尚、CC格には、契約内容等による債権者の地位や回収の可能性を反映して、長期優先債格付と異なる格付けをすることがあります。	(注)AAからBまでの格付記号には同一等級内の相対的な位置を示す符号としてプラス(+)もしくはマイナス(-)の符号を使用することもあります。	注:ムーディーズは、AaからCaaまでの格付けに、1,2,3という付加記号を適用している。1は、債券債務が格付けのカテゴリーで上位に位置することを示し、2は中位、3は下位にあることを示す。	「AA」から「CCC」までの格付けは、プラス記号またはマイナス記号を付加することがあり、それぞれ、各カテゴリー内での相対的強さを表わす。	注: 同格付の中で相対的な位置づけを示すために「+」または「-」の記号を付けることがあります。但し、AAAおよびCC以下の格付にはこれらの記号を付けません。

「プラス記号（+）」と「マイナス記号（-）」が用いられている。但し、JCR だけは、このプラス・マイナス記号の適用範囲を AA～B の格付記号に限定している。Moody's は、このプラス・マイナス記号に代わって、1（上位）、2（中位）、3（下位）という付加記号を適用している。S & P は、信用リスク以外に多大なリスクがある債務の格付けには「r」記号、格付けの依頼がなく、かつ格付けの根拠となる情報が不十分である場合には「N. R.」記号を付加している。

1-4 短期債券格付け

つづいて、CP（コマーシャルペーパー）のような短期財務の格付けは、発行体の一年以内の相対的な債務履行能力を格付機関が判断した意見である。格付機関ごとに格付記号がある（図表2）。Moody's は、P-1（Prime-1・ピーワン）、P-2（Prime-2・ピーツー）、P-3（Prime-3・ピースリー）、NP（Not Prime・ノットプライム）の4段階で区分されている。特に、P-1では、①安定した業界での指導的地位、②高い使用資本収益率、③適度な借入依存、豊富な自己資本による安定した資本構成、④固定金融費用を負担する利益幅が大きく、キャッシュ生成能力が高い、⑤多様な資金調達源をもち、代替流動性が確立されている、ことなどが強調されている。S & P は A-1、A-2、A-3、B、C、D の6段階に区分している。Fitch は F-1、F-2、F-3、B、C、D、の6段階に、R & I は a-1、a-2、a-3、b、c、の5段階に、JCR は J-1、J-2、J-3、NJ、の4段階に区分している。

長期債格付けとの対応関係は、Moody's の場合で見ると、P-1 が Aaa から A3 までの範疇、P-2 が A2 から Baa2 までの範疇、P-3 が Baa2 から Baa3 までの範疇、NP が Ba1 から C までの範疇、⁽¹⁵⁾ になっている。

図表2 格付記号（短期債）の定義

格付記号 /格付機関	格付投資情報センター R&I	日本格付研究所 JCR	Moody's	S&P	Fitch
	a-1 債務履行の確実性は高い。	J-1 債務履行の確実性が最も高い。「J-1」の中でも特に債務履行の確実性の高いものについては「J-1+」で表す。	P-1 極めて優れた返済能力をもつ発行体(または信用補完機関)に対してつけられる格付け。(以下省)	A-1 予定期日に当該債務を履行する能力が最も高いことを示す。スタンダード＆プアーズの最上級の格付け。特に信用度が極めて高いと見なされるものには、プラス記号(+)が付される。	F1 最上の信用力:債務履行の確実性が最も高いことを示している。とりわけ高い信用力が認められる債務には F1+ が付与される。
	a-2 債務履行の確実性は十分であるが、環境が大きく変化した場合、注意すべき要素がある。	J-2 債務履行の確実性は高いが、J-1 より若干劣る。	P-2 優れた返済能力をもつ発行体(または信用補完機関)に対してつけられる格付け。(以下省)	A-2 予定期日に当該債務を履行する能力が十分にありますが、「A-1」よりも、状況の変化や経済環境の悪化からより影響を受けやすい。	F2 良好な信用力:債務履行の確実性は十分であるが、その確実性は F1 より劣る。
	a-3 債務履行の確実性は当面問題ないが、環境が変化した場合、十分注意すべき要素がある。	J-3 債務履行の確実性は認められるが、環境の悪化による影響を被りやすい。	P-3 満足できる返済能力をもつ発行体(または信用補完機関)に対してつけられる格付け。(以下省)	A-3 キャッシュフロー指標は十分であるが、経済状況が悪化した事業環境に変化があった場合に、当該債務を期日通りに履行する能力が低下する可能性がある。	F3 中位の信用力:債務履行の確実性は十分であるが、近い将来、経営および経済環境の影響を受けることによって、投資不適格格付になることもあり得る。

出所) 各格付機関のホームページをもとに作成。

図表2 格付記号（短期債）の定義 * 図表2のつづき

格付記号 /格付機関	格付投資情報センター R&I	日本格付研究所 JCR	Moody's	S&P	Fitch
	b 債務履行の確実性に問題があり、履行に懸念を抱かせる要素がある。	NJ J格(上位等級)のどの等級にも含まれない。	NP 投資適格としての返済能力が認められない発行体に対してつけられる格付け。	B 予定期日の債務履行に関して、投機的要素が強い。現在、予定期日に当該債務を返済する能力はあるものの、当該債務を期日通りに履行する能力が不十分となる可能性をもたらす。大きな不確定要素を抱えている。	B 投機的。債務履行の確実性が乏しい一方、近い将来、経営および経済環境の影響を受けやすい。
	c 最低位の格付で、債務不履行に陥っているか、またはその懸念が極めて強い。			C 当該債務が不履行となる可能性があり、債務履行能力は、良好な事業状況や財務、経済状況に依存している。	C 債務不履行の懸念が強い。債務支払能力は良好かつ持続可能な経営および経済環境に全面的に依存する。
				D 債務不履行に陥っている。当該債務の支払いが期日通り行われない場合に用いられる。また、破産法に基づく申請が行われ、なおかつ元利払いが廃止される場合にも用いられる。	D 現在債務不履行の状態にあるか、債務不履行に陥る可能性が差し迫っている。
[備考]	プラス(+)表示 a-1グループに属するもののうち、債務履行の確実性が特に高いものにプラスの表示を使用することがあります。				注: 同格付の中で相対的な位置づけを示すために「+」または「-」の記号を付けることがあります。但し、F1以下の格付にはこれらの記号を付けません。

1-5 依頼格付けと勝手格付け

格付けには、格付手数料を発行体から徴収して行うソリシテッド・レーティング (solicited rating, 依頼格付け) と格付手数料をまったく徴収しないで勝手に行うアンソリシテッド・レーティング (unsolicited rating, 勝手格付け) とがある。なお、勝手格付けは、非依頼格付け、自由格付けとも呼ばれている。歴史的には「勝手格付け」からスタートしたものの、現在では株式会社が発行する社債格付けの中心は「依頼格付け」で行われている。《もともと格付けは投資家のための情報であるので、アメリカでは企業からの依頼があろうとなかろうと格付けをしてきた。1960年代まで、格付けは殆ど勝手格付けであった。ところが1970年代に入り金利が上昇すると、米国企業のなかには格付け料を払っても格付けを受けた方が大量に社債を有利な条件で販売でき、格付けがあれば社債販売の宣伝費用をかけなくても投資家を買ってもらえると考えた企業が増加した。また、2001～02年のエンロン、ワールドコムなどの破綻に際して、格付けの精度を高めるために社債発行企業に対してヒヤリングを行い十分な情報を得た上で格付けを行うべきであるという声が高まった⁽¹⁶⁾》日本ではMoody'sの「勝手格付け」が「依頼格付け」を先行してきた。Moody'sは日本に進出当初から「勝手格付け」と「依頼格付け」との区別なく公表されている。S & Pは、1996年から2003年まで公開情報「pi (public information)」に基づく「勝手格付け」を導入していたが、現在ではMoody'sと同様のやり方で区別なく公表するようになった。R & IとJCRは「勝手格付け」をそれぞれの格付記号に「op」、「p」をつけることによって「依頼格付け」と区別している。「勝手格付け」では、公表情報という制約を反映して、プラス・マイナス記号の格差によるノッチ (notch) はない。

2-1 格付けのプロセス

ここでは、依頼格付けのMoody'sの例を中心に、全体の流れを展開する⁽¹⁸⁾。

①発行体による格付け取得の検討。②格付機関による格付けプロセスの説明。③発行体からの格付けの依頼、および経営陣とのミーティングの日程調整。④発行体からの基礎資料の提供。【ここまでの段階で、発行体は格付機関に対する基礎資料およびプレゼンテーションの準備を完了する】⑤経営陣とのミーティング（プレゼンテーション、質疑応答）。⑥経営陣とのミーティング終了後、通常6～8週間程度で格付機関の格付委員会が格付けを決定する。但し、債券発行のスケジュールに応じて決定期間を短縮する場合もある。【経営陣とのミーティングに入ると同時に、格付機関の信用分析は開始されている】⑦格付委員会の開催および格付けの決定。⑧発行体への格付け決定の通知、および格付けの公表（プレスリリースを行う）。

Moody'sの格付けは、発行体についての定量・定性要因を網羅した総括的な調査を行うとされる。その信用分析は、①ソプリン・マクロ分析、②業界分析、③規制環境、④業界の競争動向、⑤マーケットポジション、⑥定量分析（財務分析）、⑦定性分析・法的側面、をピラミッドのように積み上げて行われる⁽¹⁹⁾。

2-2 格付けの監視

つぎに、格付けを決定し、市場に公表されれば、格付機関は継続的に発行体の経営・財務状況を監視（モニタ）する。監視の種類には、それぞれの格付機関が独自の名称で規定している⁽²⁰⁾。その目的は当初予想された動向から逸脱し、なんらかの不測の事態が起きた場合、新しい状況を確定する間の格付けの見直し中であることを投資家に喚起するためのものである。Moody'sは、特別の名称では呼んではいないが、「格上げ、格下げまたは方向未定で検討」とし、必要に応じてその内容を公開している。

S&Pは、名称を「クレジット・ウォッチ」とし、「発行体の短期あるいは長期債務の潜在的な方向に注目する。そして、対象債券を特別監視の下に置き、その原因となった出来事や短期的なトレンドに焦点を当て分析する。必要ならクレジット・ウォッチに指定される。しかし、指定された銘柄が必ず変更されるとは限らない。」とし、その内容を公開している。掲載された後、格付けが変更・据え置きが決定された際には、「クレジット・ウォッチ」から除外される。S&Pは、通常の格付けの決定に、この緊急時の「クレジット・ウォッチ」とは別に、ストラクチャード債を除いた長期格付けに「アウトルック」という考えを付加している。「アウトルック」は、中・長期的に見てその格付けの信用度がどちらの方向に向かう可能性かを示唆し、ポジティブ（信用度が上方に向かう可能性がある）、ネガティブ（信用度が下方に向かう可能性がある）、安定的（信用度が安定的に推移する）、検討中（信用度が上方または下方に向かう可能性がある）の4種類からなっている。

Fitchは、同様に、正当な格付け変更の可能性があること、またその変更の予想される方向がある場合に、「レーティングアラート」という名称で、その監視を掲載している。通常の格付け

にはポジティブ（アップグレードの可能性）、ネガティブ（ダウングレードの可能性）、エボルビング（展開中）が指定されている。

R & Iは重大な環境変化で、関連する資料・情報の不足等に陥った場合、格付保留として、「レーティング・モニター」という名称で格付けの監視を行っている。その定義は、合併、買収、資本参加等、経営に重大な影響を与える事象の発生や、業績の急変、さらには事業環境の無視できない変化などがあった場合に、臨時に格付けの見直しをする制度である。この制度の指定の対象となった銘柄については、その事象や経営環境の変化が及ぼす影響を中心に早急に格付けの見直し作業を行い、その結果を発表するとなっている。

JCRは、その監視を「クレジット・モニター」とし、内容は、当社が発表した格付につき、定期的に見直しを行うほか、戦争、大きな事故、合併、訴訟、行政措置、大幅な業況の変化など格付変更の可能性があると判断した場合には、クレジット・モニターの対象とし、その旨を発表するとともに格付の見直しを行うものである。

2-3 格付けの種類

2-3-1 発行体格付け

発行体格付けは、発行体それ自体の信用力を評価するもので、これまでの債券格付けが個々の債券に付与されているのと対照的である。格付記号は債券格付けの記号と同じである。Moody's は長期（Aaa～C）および短期（Prime－1～Not Prime）の範囲で、S & Pは長期（AAA～CC）および短期（A－1～C）の範囲で、それぞれ決めている。

S & Pの発行体格付けでは、「D」（債務者が全面的に債務不履行に陥っており、実質的にすべての債務について期日に支払が行われないと判断したときに付与する記号）、「SD」（選択的債務不履行 [Selective Default] の意味で、債務者がある特定の債券または債務の種類を選択して不履行として、その他の債務については期日通りに支払いを継続できると判断したときに付与する記号）、「N. R.」（格付けされていない発行体のことを表す）で、格付けの差別化を図っている。

Moody'sの発行体格付けは、シニア無担保発行体格付けとシニア・インプライド発行体格付けに区分される。さらに、シニア無担保発行体格付けは、(1) 外貨建て発行体格付け：外貨建てのシニア無担保金融債務および契約を履行する能力に対する格付機関の意見で、外貨建て債務カントリー・シーリングが上限される、(2) 自国通貨建て発行体格付け：自国立てのシニア無担保金融債務および契約を履行する能力に対する格付機関の意見、(3) カウンターパーティ格付け：デリバティブ商品専門会社および決済機関に付与される発行体格付けで、金融契約に基づくシニア債務を履行する債務者の財務能力に関する格付機関の意見、(4) 銀行発行体格付け：シニア無担保金融契約を履行する銀行の財務能力に関する格付機関の意見、からなる。シニア・インプライド発行体格付けは一般に、投機的等級の発行体で用いられている。これは金融債務を履行する発行体の能力に関する意見で、その発行体が、単一クラスの債務を持ち、連

結された単体の法的組織であるとの仮定のもとで評価される。S & Pの発行体格付けは、債務者が債務を履行する総合的な能力（信用度）についての評価である。S & Pはカウンターパーティ格付け、会社格付け、およびソブリン格付けも、この発行体格付けで評価している。

2-3-2 銀行預金格付け

Moody'sの銀行預金格付けは、外貨建ておよび自国通貨建て預金債務を遅延なく返済する銀行の能力に関する格付機関の意見である。この銀行預金格付けには、銀行の将来の返済に関連する総合的な信用リスクを反映させており、たとえば銀行固有の財務内容、外貨建て預金などの国の移転リスク、明示的・暗示的な外部支援といった要素を考慮した格付けである。

長期銀行預金格付けは、Aaa（預金債務に関して、信用力が極めて優れ、リスク水準がもっとも低い銀行に対する格付け。信用力が変化する可能性はあるが、予見できる変化によって信用力の強さが大きく損なわれるとは考えにくい。）からC（多くの場合、預金債務に関して債務不履行に陥っており、回収率も低いと考えられる銀行に対する格付け）までの格付記号で区分され、AaからCaaまでのカテゴリーには1（上位）、2（中位）、3（下位）の付加記号を適用している。

短期銀行預金格付けは、Prime－1（預金債務に関して、信用力が極めて優れ、短期預金財務を遅延なく履行する能力が極めて高い銀行に対する格付け）から Not Prime（預金債務に関して、信用力が弱い、ないしは信用力に疑問があり、短期預金債務を遅延なく履行する能力が不確実な銀行に対する格付け）までの4段階に区分されている。

一方、これに準じた格付けで、S & Pは、銀行の「事業継続性評価」という銀行格付けを2002年2月、日本に導入している。従来の債務不履行の可能性を表す、カウンターパーティ格付けを補完するシステムで、この「事業継続性評価」という考え方は、ある案件の将来のキャッシュフローに携わる銀行の業務の継続性に一定のリスクを認識して、仮に金融システムがストレス下にある場合、または破綻の前兆がある場合に、規制当局の支援の仕組みを尊重して、業務上の流動性が確保されるとするものである。S & Pは、日本の場合、金融システム全体にとって重要な銀行で、カウンターパーティ格付けが「BBB」カテゴリーであれば、カウンターパーティ格付けより最大3ノッチ上の事業継続性評価が認められると結論付けている⁽²¹⁾。事業継続性評価の格付記号はAAAからCCまでの8段階で、さらに、AAからCCCまでのカテゴリーにはプラス・マイナスの付加記号が適用されている。また、銀行が財務上の理由から規制当局の監督下に置かれている状態を「R」で表している。

Fitchは、「サポート格付」という格付けを行っている。この格付けは当該発行体が財政的困難に陥った場合の法的な保護措置や、政府などから期待できる支援に対しての格付機関の意見である。格付記号は、1（当該銀行の負債に政府の保証が付いているもの。或いは当該銀行は国際的にも国内的にも重要であり、政府からの支援が期待出来るもの。この場合の政府とは支援に対する用意があり、実際に銀行の支援を行い得る主体でなくてはならない）、2（法的拘束力

はないが当該銀行の政府による支援が期待出来るもの。支援理由としては当該銀行の経済全体における重要性や、政府或いは中央銀行との歴史的関係等が例としてあげられる。この場合の政府とは支援を行う十分な資力がある主体でなくてはならない)、3(当該銀行または銀行持株会社が十分な市場での地位と資力のある株主により所有されており、必要とあれば株主の支援が期待出来るもの)、4(当該銀行が外部からの支援を受けるであろうが確実ではない)、5(当該銀行または銀行持株会社は、外部からの支援を受ける可能性はあってもあてには出来ない)、T(上記2、3、4または5の後に「T」の表示のあるものは、経済的または政治的リスクにより債務者が支援を受けられない状況に現在あるかまたは有り得ることを示している)、の6段階に区分されている⁽²²⁾。

2-3-3 銀行財務格付け

つづいて、いま日本の銀行に大きな影響力を与えているのは Moody'sの銀行財務格付けである。この格付けは外的な信用リスクと信用サポート要因を排除した、個々の銀行固有の安全性と健全性を評価した格付機関の意見である。従来の債券格付けや銀行預金格付けのように期日までの債務能力の可能性を測定した格付けと異なり、この銀行財務格付けはその銀行が出資者や系列・系統グループ、公的機関の支援をどのぐらい必要とするか、その可能性を測る尺度として生まれてきたとされる。判断材料には、財務のファンダメンタルズ、営業基盤事業内容や資産の分散度などの銀行特有の評価要因を含む。格付記号は、「A」(固有の財務内容が優良な銀行に対する格付け。一般に、事業基盤の収益機会が大きく、競争優位性があり、財務基盤が強固であり、事業環境が極めて安定しており予測可能な銀行)、「B」(固有の財務内容が堅固な銀行に対する格付け。一般に、事業基盤の収益機会が大きく、競争優位性があり、財務基盤が良好で、事業環境が安定しており予測可能な銀行)、「C」(固有の財務内容が適度な銀行に対する格付け。一般に、事業基盤が限定的ながらもある程度の収益機会がある銀行。安定した予測可能な事業環境の下である程度の財務基盤をもつか、事業環境がそれほど安定し予測可能ではない中で良好な財務基盤をもつ銀行)、「D」(一定水準の固有の財務内容を持ち、時として外部からのサポートが必要となる可能性がある銀行に対する格付け。事業基盤が弱い、財務基盤がある面で劣っている、事業基盤が不安定で予測不可能である、などのいずれか一つ以上の要因によって制約を受けている銀行)、「E」(固有の財務内容が非常に弱く、一時的な外部サポートまたは最終的な外部支援を必要とする可能性が高い銀行に対する銀行に対する格付け。事業基盤が弱く限定的、財務基盤がある面で著しく劣っている、事業環境が極めて不安定で予測不可能である、などのいずれか一つ以上の要因によって制約を受けている銀行)までの5段階のカテゴリーに区分され、必要に応じて「A」より下の格付けに「プラス(+)」、「E」より上の格付けに「マイナス(-)」の付加記号が適用される⁽²³⁾。

Fitchは、同様に、外部からの支援を考慮に入れない当該銀行自体の財務の強さを9段階(A、A/B、B、B/C、C、C/D、D、D/E、E)に記号化した「個別財務格付」を導入している。

2-3-4 保険財務格付け

Moody's の保険財務格付けは、保険契約に基づいて債務の遅延なく履行する保険会社の支払能力を格付機関が評価した意見である。個々の保険債務の地位は、その債務と保険会社の双方に適用された法律に基づく相対的な評価によってなされる。格付記号は長期債券格付けのものと同じで、保険契約に基づいた債務を履行する保険会社の支払能力を、投資家が簡単に測定できるように設計されている。

保険財務格付けは、Aaa～Cまでの9段階のカテゴリーに区分され、Aaa（支払能力がきわめて優れている保険会社に対する格付け。財務力は変化する可能性はあるが、予見できる変化によって基本的な財務力が損なわれることはきわめて考えにくい）からBaa（支払能力が適切である保険会社に対する格付け。しかし、長期的にみた場合、確実性を支える要素のいくつかがかけているか、その性格上、信頼性が不足している部分がある）までのグループと、Ba（支払能力に疑問がある保険会社に対する格付け。これらの会社の保険契約債務支払能力はやや低く、したがって将来の支払に関する安全性が十分でない場合もある）からC（支払能力が最低の保険会社に対する格付け。支払の安全性がほとんどない）までのグループとの2つのグループに分けられている。また、Aa～Caaのカテゴリーの相対的な順位を表すために、1（上位）、2（中位）、3（下位）の付加記号⁽²⁴⁾を適用している。

S & PはMoody'sの保険財務格付けを「保険財務力格付け」と呼んでいる。この格付けは、保険金の支払う能力に関して、その保険会社の財務内容を評価した意見で、ほぼMoody'sと同じ内容である⁽²⁵⁾。Moody'sには短期保険財務格付けもある。この格付けは保険契約に基づく債務のうち、1年未満に満期ないし支払い期限を迎える債務を対象としている。格付記号は短期債券格付けと同じものである。R & Iは、「保険金支払能力」を導入しており、格付記号はAAA～Cの9段階に区分されている。また、R & Iは、発行体格付けの一環として、「地方自治体の財務ランク」という日本に限定した格付けを行っている。この財務ランク（a, b, c, d, e）は、地方自治体の普通会計の健全性を示したものである⁽²⁶⁾。

2-3-5 MMM, 債券ファンド格付け

格付けは、さらに今日、多様化し、MMM（マネー・マーケット・ファンド）や債券ファンドに対する格付けも導入されている。ファンドの純資産価値（NAV）について変動性の程度を相対的に評価した、Moody's のミューチュアル・ファンド・マーケットリスク格付け（MR格付け）、S & Pのマネー・マーケット・ファンド格付け、公社債ファンド信用度格付け、ファンド運用格付け、などが挙げられる。

3-1 ソブリン格付け

ソブリン格付けは、国の発行する国債の支払能力を評価したものである。この格付けの対象

は中央政府の発行した債券だけでなく、政府から密接な支援を受けた政府機関などの発行した債券にも及ぶ。ソブリン格付けには、外貨建て債券と自国通貨建て債券があるが、通常は外貨建て債券をもってソブリン格付けとする考え方が定着しつつある。

ソブリン格付けの歴史は、第一次世界大戦の直前に遡るとされる。⁽²⁷⁾ Moodysの創始者であるジョン・ムーディーが、外国政府、州、市が米国の資本市場で債券に、債券格付けの準じたソブリン格付け記号を付与したのははじまりである。当時は、欧州、カナダ、中南米の発行体の発行した債券がその対象とされた。1920年代、ヤンキー市場でのソブリン債券の発行が急増し、ソブリン格付けの対象は拡大したものの、その大半は1940年代までにデフォルトを起している。⁽²⁸⁾ 1950年代から1980年代初頭まで、欧米および日本での経済の安定と急速な回復に伴い、ソブリンの発行体は、ハードカレンシーの投資資金を豊富に持ったドルベースの投資家を求めて再び米国市場に登場し、その後ユーロ市場にむかった。

1980年代に入って、急成長したエマージング・マーケットの新興諸国は、国際金融資本市場で積極的な資金調達を行い、そのためソブリン格付けはこれらの地域で注目されはじめた。しかし、1985年の終わりに至っても、Moodysの例でみても、ソブリン格付けの対象はOECD加盟14カ国（オーストラリア、オーストリア、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、日本、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデン、スイス、英国、米国）のみにとどまっていた。⁽²⁹⁾ いまだ、これらの新興諸国の政府自体はソブリン格付けの対象となる債券を発行していなかったからである。その後、これらの国の「新興市場債」の拡大とともに、2002年7月現在ではMoodysのソブリンの対象とする国は100カ国以上にのぼっている。S & P、Fitchはもちろんのこと、日本のR & I並びにJCRもソブリン格付けを行っている。

ソブリンの格付手法は、すべての債券格付けのもっとも基礎になる広範囲にわたる分析で、S & Pの例をみると（1）政治リスク、（2）所得および経済構造、（3）経済成長、（4）財政の柔軟性、（5）公的債務負担、（6）物価の安定性、（7）国際収支の柔軟性、（8）対外債務と外貨準備、⁽³⁰⁾を総合的に評価するものとなっている。

3-2 ソブリン・シーリング

ソブリン格付けには「ソブリン・シーリング」という考え方があり、これはその国の居住者の発行するすべての債券格付けの上限を原則として、ソブリン格付け以下の格付け評価とするというものである。つまり、その国に居住する民間債の格付け（社債の格付け）は、その国のソブリン格付けに常に制限されるとする考えである。とくに、外貨建てソブリン・シーリングは、発行体自体の信用上の問題からではなく、すべての債務を完全に履行する外貨準備が不足するという国全体の危機から、実質的にすべての格付けの前提となるためである。日本国債のソブリン格付けは、2002年3月にMoodysによって「自国通貨建てソブリン格付け<A2>」「外貨建てソブリン格付け<Aa1>」とG7先進諸国の中でもっとも低い状態に引き下げられた（図表3）。併せて、民間債の社債格付けも一律引き下げられることとなった。改めて、これら一連

図表3 Moody's ソブリン格付け（自国通貨建て）

<2002年3月31日現在>

格付記号	格付け対象国
Aaa	アイスランド、アイルランド、アメリカ、イギリス、オーストラリア、オーストリア、ポーランド、カナダ、シンガポール、スイス、スウェーデン、スペイン、デンマーク、ドイツ、ニュージーランド、ノルウェー、フィンランド、フランス、ルクセンブルグ、
Aa1	ベルギー、
Aa2	ポルトガル、イタリアー
Aa3	スロベニア、台湾、香港、
A1	エストニア、チェコスロバキア、チリ、バハマ、ハンガリー、ボツワナ、
A2	日本、イスラエル、キプロス、ギリシャ、南アフリカ、ポーランド、モーリシャス、
A3	韓国、スロバキア、バルバドス、マカオ、マルタ、マレーシア

#1 G7のなかで、日本はもっとも低いソブリン格付け。

#2 自国通貨建ての日本国債は、A2というソブリン格付けで、外貨建てでの日本国債は、Aa1というソブリン格付けになっている。A2からAa1までの4ノッチも格付格差があり、この状態は異常である。

#3 ソブリンシーリング:民間会社の社債格付けは、原則として、ソブリン格付けの上限を超えることができない。

出所) みずほ証券「スペシャルレポート」2002年3月31日付け、並びに<http://www.moody.co.jp>を参照。

の動きは、「ソブリン・シーリング」の民間企業への影響力の大きさを顕在化させることとなったのである。

ところで、この「ソブリン・シーリング」は、すべて原則的に適用しきれないという、今日的な問題に直面しつつあると考えられていることである。たとえば、企業の多国籍化によって、「ソブリン・シーリング」を超えるような外貨建て社債の実現、さらにはストラクチャード・ファイナンスのような証券化取引の拡大により、従来の「ソブリン・シーリング」という慣行システムは、その機能と存在が問われ始めてきているからである。

Moody'sは、1997年、従来の「ソブリン・シーリング」という呼称を、その曖昧性を防ぐため「カントリー・シーリング」に変更している。Moody'sは、2001年6月に「カントリー・シーリングの方針の変更」を明らかにし、大規模な国際企業などを対象とする原則、緩和の方向に動き出している。カントリー・シーリングを超える能力を持つかどうかは、“(1) 発行体の信用力（外部支援メカニズムを含む）、(2) 政府がデフォルト状態に陥ったときに、一律的なモラトリアムが実施されない可能性、(3) 外貨調達に関する発行体固有の状況、の3つの要因にかかっている”⁽³²⁾とされる。

S & Pは、2002年4月に、日本国債ソブリン格付けを外貨建ておよび自国通貨建てとも<AA->から<A-1+>に引き下げたもののMoody'sとはまったく違った対応をした。その「格付けニュース」の方針は、日本国債のソブリン格下げ後も日本の事業会社、公益企業の債券

格付けを据え置くというものである。⁽³³⁾つまり、ソブリン・シーリングの原則が例外的に緩和されたことになる。その結果、現在、トヨタ自動車の債券格付け「AAA／ネガティブ／A－1＋」を筆頭に、日本企業の29社は、日本国債のソブリン格付けより高い格付けのままとなったのである。

いまひとつ、Moody'sのソブリン格付けは、日本国債に新たな難題を投げかけている。2002年3月からMoody'sによる日本国債のソブリン格付けは、「自国通貨建てソブリン格付け<A2>」と「外貨建てソブリン格付け<Aa1>」とで4ノッチ（格付け格差）とかけ離れるという異常な状態がつづいていることである。また、それに追い討ちをかけるように、Moody'sは、2002年10月21日に日本国債の自国通貨建てソブリン格付けをそのままにして、新たに、その外貨建てソブリン格付けの<Aa1>を<Aaa>に格上げするという格付け評価にでたのである。⁽³⁴⁾6ノッチという格付け格差は一層拡大し、ソブリン格付けのもつ、新たな複雑な問題を日本政府に投げかけたことになる。これは、Moody'sの固有な経営戦略からくるものである。もともと、ソブリン格付けは勝手格付けの世界であり、これはMoody'sが日本市場で行っている債券格付けでの勝手格付けと連動する経営行動と理解できるものである。

4 格付けとデフォルト率

Moody'sとS&Pは、格付けと実際のデフォルト率発生率の関係を情報公開している（図表4）。累積デフォルト率は、これまでの格付けがどの程度正しかったかを示すものである。たとえば、AAA格付けの場合、累積デフォルト率は、3年目で0.0％、5年目で0.1％、10年目で0.7％の確率であることを示している。日本のR&Iは、2000年6月から「広義デフォルト率」を公開している（図表5）。広義デフォルト率は、企業の債務が実質的に支払い不能状態に陥る割合を表したもので、日本の公募社債市場でのデフォルト件数の少ない状況下では、潜在的な「社債のデフォルト率」を呈示するものである。たとえば、AAA格付けの場合、累積平均広義デフォルト

図表4 格付別累積デフォルト率（格付け取り下げ調整済み、％）

格付記号 /年数	AAA	AA	A	BBB	BB	B
10年目	0.7	1.0	1.9	5.2	23.9	43.4
5年目	0.1	0.3	0.6	2.2	12.6	29.6
3年目	0.0	0.1	0.2	0.9	6.7	20.1
1年目	0.0	0.0	0.0	0.2	1.1	5.9

出所) S&P「格付けとデフォルトの関係、2000年」をもとに作成。

図表5 格付別累積平均広義デフォルト率（％）

格付記号 /年数	AAA	AA	A	BBB	BB以下
10年後	0.85	1.68	2.83	3.26	13.64
5年後	0.00	0.20	0.96	1.54	7.73
3年後	0.00	0.06	0.34	0.76	5.96
1年後	0.00	0.00	0.05	0.14	2.62

出所）R&I「格付けとデフォルトの関係、広義デフォルト率・格付推移行列」（2002年6月27日）をもとに作成。

率は、3年目で0.0％，5年目で0.0％，10年目で0.85％の確率であることを示している。その定義は、（1）社債のデフォルト，（2）法的破綻，（3）債権放棄，（4）救済合併あるいは主たる営業資産の譲渡（資産価値がない場合），（5）債務超過回避を目的とした資本注入，（6）債務超過（その後，倒産回避のために金融支援を要請した場合），から構成されている。

5 格付機関の公的規制

格付けが公的な規制を加えられたのは、1957年に、アメリカの通貨監督官が連邦準備銀行加盟銀行に対して、「債券の格付が上位4ランク以内の公社債以外には投資できない」という運用規定を出したのがはじまりとされる。指定・認定格付機関による格付けの有無が、有価証券発行時のディスクロージャー要件の緩和基準や、証券会社等の自己資本規制に格付けが利用されている。また、機関投資家は、事業債運用に当たって、格付けを基準とした投資制限を定めている。さらに、銀行に対する新BIS規制では、一定の要件を満たす格付機関など外部の信用評価を参照して、必要な自己資本を計算することが提案されている⁽³⁵⁾。これらの前提となっている指定・認定格付機関制度は、間接的な格付機関に対する直接の当局による規制を意味するとともに、他方、格付機関に対する補助金機能をもっている。投資家に人為的に強いるこのようなやり方はもともと限界をもったものである。本来、格付機関の監督はマーケット自身であるという考え方が支配的であるが、近時にみる格付機関の積極的なM&Aなどの経営戦略は、より民間企業として経営行動を強めていることを意味する、新たな動きである。国際的には、格付機関の寡占化が進みつつある（図表6）。また、日本国内での格付機関の動きは、勝手格付けを巡る経営戦略の違いを浮き彫りにすることとなる（図表7）。

国際金融、国際財務のマーケットに対するより一層の影響力を持ってきた格付機関へのコーポレートガバナンスは、NPO（特定非営利活動法人）などによる新たな監視の仕組みを求めら

図表6 2001年格付け市場占有率（ヨーロッパ）

格付機関/ 格付けの種類	Fitch	S&P	Moody's	Total (number of cases)
銀行	67%	45%	54%	752
一般事業会社	29%	77%	75%	597
ストラクチャード・ファイナンス <2001年発行>	71%	66%	75%	228
保険	10%	99%	17%	700
ソブリン	78%	85%	93%	58
地方公共団体	29%	65%	50%	187

出所）Fitch Ratings「フィッチ・レーティングの紹介」をもとに作成。

図表7 日本企業の格付け取得状況（2000年6月現在）

格付記号	R&I	JCR	Moodys	S&P
AAA(*Aaa/Moodys)	19	12	1	11
AA(Aa)	92	67	39	37
A(A)	266	191	85	30
BBB(Baa)	288	208	112	32
BB(Ba)	74	36	42	4
B(B)	14	6	15	1
CCC~C(Caa~C)	2	3	4	1
依頼格付け <小計>	755	523	---	116
勝手(自由)格付け <小計>	7	28	---	200
合計	762	551	298	316

出所）各格付機関のホームページ等をもとに作成。

れてきている。⁽³⁶⁾

6 格付けの環境変化

格付機関は、勝手（自由）格付けにみられるように、発行体の依頼がなくとも公募社債を格付けの対象としている。Moody'sが日本市場で展開する依頼格付けと勝手格付けを区別なく公表

図表8 代表的財務指標と格付けの関係（1980年代の米国企業/全製造業平均）

S&P調べ

格付け/ 財務指標	AAA	AA	A	BBB	BB	B
長期資本利払い前利益率 (%)	29.0	24.9	19.7	16.0	17.2	12.6
利払い能力 (倍)	14.4	7.6	5.5	3.3	2.4	1.5
キャピタリゼーション比率 (%)	11.6	19.6	25.7	36.0	42.4	56.1
有利子負債比率(%)	17.0	24.9	30.0	38.0	47.8	60.3
キャッシュフロー (%)	250.9	109.5	68.2	39.0	27.7	13.9

出所）黒沢義孝「格付け思想:リスクのない社会とリスク社会」『金融グローバリズム』
東京大学出版会、2001年3月。

するやり方も、或いはS & Pなどのそれぞれを公表するやり方も、公表された情報と格付けの評価には密接な関係がある。返済能力に影響を及ぼす特段のことがなければいくつかの代表的な財務的な指標によって大方の格付けは決定されるという（図表8）。

しかしながら、格付機関は、定量分析、定性分析を合わせもって、総合的に評価するとこれまでの基本的な視点を変容化させ、近時では、企業のキャッシュフローの潜在力を重視するという、格付けの短期的な評価を重視する方向に変化してきているようである。まさに、今日的な企業経営の急変する変化に、これら従前の長期的な財務指標（定量分析）を中心とした格付けの経験値は、長期的な視点では重要性を増しつつも、逆に現実の長期債格付けの評価では、その説得性を失いつつあるように考えられる。

現実の格付機関の対応は、いたるところで環境の変化に混迷しつつある。たとえば、Moody'sは、2002年1月に発表したスペシャル・コメント「変化する環境に対応する社債格付けのプロセス」のなかで、“最近、格付け調整を頻繁に行ったり、大幅にしたりする機会が増えたのは、従来に比べて変化の激しい信用環境下で、ムーディーズの意見が変化した結果であって、格付けのプロセスについての基本的な方針が変化したわけではない”とする⁽³⁷⁾。しかし、ムーディーズの意見が頻繁に変化した理由は、“適正な格付けを付与し、発表しようとするムーディーズの姿勢は変わらないが、社債格付けシステムの運営のしかたは変化し続けている。社債市場の参加者は、変化し続ける市場の需要に迅速に応え、できる限り最新の分析技術を用いることをムーディーズに期待している”⁽³⁸⁾からだという。また、Moody'sは、ソブリン格付けでは、日本国債の外貨建てカントリー・シーリングを一貫して引き下げてきたこれまでの方向を突然転換して、その評価を<Aa1>から<Aaa>に引き上げてしまった。しかも、現在、国債の発行実態のあ

る自国通貨建てのカントリー・シーリングは、＜A2＞の据え置いたままでの見直しである。その理由は、「2001年に行ったカントリー・シーリングの方針変更に伴う見直しの一貫である。」とするだけである。日本国債に対するMoody'sの格付け格差は6ノッチにも拡大するという異常な状態が続くことになる。また、米国を中心とした粉飾決算という企業スキャンダルは、格付機関の評価姿勢を根本から揺るがすような影響を与えはじめてきている。

7 債券格付けの進化～大学格付け・病院格付けへの応用⁽⁴⁰⁾～

日本の大学は2004年4月施行された改正学校教育法で、大学経営の質の社会的評価を得るため、国の認証を受けた機関（認証評価機構）による「第三者評価制度」の導入が義務付けられた。また、病院経営にも2001年7月、政府の総合規制改革会議・中間意見書の中で日本医療機能評価機構を含んだ「第三者評価制度」が同様に導入された。国などによる規制・統制に代わって第三者機関が会社・組織の信用力を評価・格付けし、それらをもとに社会システムが運営されるという仕組みである。いずれもアメリカ型格付けの考え方の応用である。

第三者機関が評価するというアメリカ型格付けは、本来、債券の信用リスクを評価する手段の限定的な利用に限られたものであり、その考え方を直接、教育機関や医療機関などの組織の信用評価に応用することには無理がある。本稿では、その理由をアメリカ型格付けの考え方がもっている限界という視点から分析し、その打開策として新たに「共生・共創的评价システム」の確立を提起するものである。

8 アメリカ型格付けの応用

8-1 社債発行市場のデフォルト

日本での社債発行市場は1997年からそれまでの市場起債者を入り口で規制してきた適債基準を完全撤廃し、誰でもが市場に参加できることになった。社債のデフォルト（債務不履行）があり得ることを前提に市場が大きく変化したことにより、投資家にとっては投資情報としてのアメリカ型格付けが現実的な意味合いをもつこととなる。たとえば、1997（平成9）年9月ヤオハンが発行した国内公募転換社債（CB）とユーロ円建転換社債（CB）とで合計社債残高375億円を残して倒産した。その後の社債の処理は、社債額面の10%の価額でヤオハンが買い取り、その後スポンサー企業に転売されている。社債権者に対する弁済率は3%である。ヤオハンは1997年9月会社更生法を申請、同年12月適用開始決定された。国内公募債としてはじめて社債権者に実損を与える例である。その後は、図表9の「日本における公募社債のデフォルトとその処理（1997年以降）」に見るように、日本の社債市場はすべて市場で競争させる「市場原理主義」と、そこに参加する投資家の「自己責任原則」が一般化することとなった。

2000年代に入って、大学・病院格付けという「第三者評価制度」の導入が日本ではクローズアップされている。アメリカ型債券格付けの考え方を応用した新たな動きである。

図表9 日本における公募社債のデフォルトとその処理（1997年以降）

●1997（平成9）年9月 ヤオハン＜国内CB,ユーロ円建CB＞社債残高375億円
【社債の処理】社債額面の10%の価額でヤオハンが買い取り、その後スポンサー企業に転売。弁済率は3%。1997年9月会社更生法を申請、同年12月適用開始決定。[国内公募債としてはじめて社債権者に実損を与える]
●1998（平成10）年12月 日本国土開発＜国内SB,国内CB＞社債残高571億円。
【社債の処理】更生計画により弁済（6%の一括弁済、但し、19年分割弁済の場合は10%）1998年12月会社更生法を申請、1999年1月適用開始決定。[国内公募普通社債としてはじめて社債権者に実損を与える]
●2000（平成12）年9月 川崎電気＜国内CB＞社債残高55億円
【社債の処理】更生計画により弁済、弁済率22.43%。2000年9月民事再生法を申請、2000年10月適用開始決定。2001年6月再生計画許可。
●2000（平成12）年12月 靴のマルトミ＜国内CB＞社債残高46億円
【社債の処理】預金担保が付されていないため全額弁済。2000年12月民事再生法適用申請。
●2001（平成13）年9月 マイカル＜国内SB,国内CB,ユーロ円建SB＞社債残高3458億円
【社債の処理】2001年9月民事再生法適用申請、同年11月民事再生手続中止、同時に会社更生法申し立て、同年12月更生開始決定。
●2001（平成13）年12月 青木建設＜国内CB＞社債残高30億円
【社債の処理】2001年12月民事再生法適用申請。

出所）岡東務・松尾順介共編著『現代社債市場分析』2003年、シグマベイスキャピタル。186-187頁の表から一部修正引用。

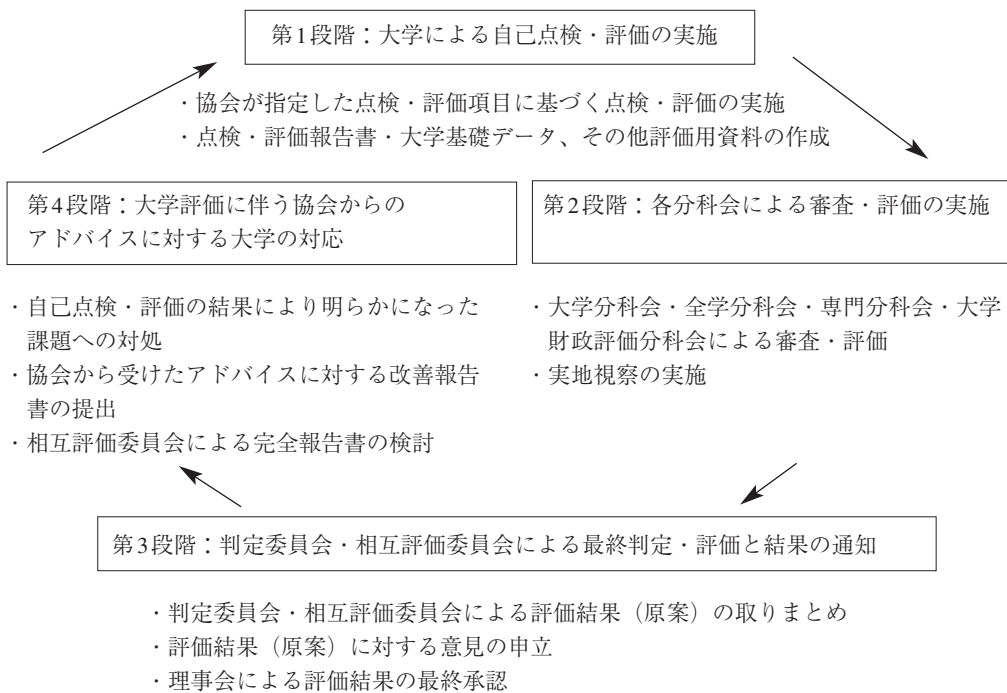
8-2 大学・病院経営への「第三者評価制度」の導入

日本の大学は2004年4月施行された改正学校教育法で、大学経営の質の社会的評価を得るため、国の認証を受けた機関（認証評価機構）による「第三者評価制度」の導入が義務付けられた。この改正を受けて、たとえば、私立学校の会員を母体とした大学基準協会は、認証評価機関としての認証を得ている（2004年8月31日付）。大学評価・認証評価のプロセスは以下のよう大きく4つの段階に分けて行われている（図表10）。

さらに、日本基準協会は大学評価を受ける意義を4つ挙げている。

“第一に、このような大学評価を受けることを通じて、その大学は、「大学」にふさわしい要件を備えていること、自己点検・評価を通じ「理念・目的」の実現に向け改善のための努力を払っていること、自己点検・評価の結果が客観的に見て妥当であること、などが広く社会に対して保証されている。第二に、その大学が「理念・目的」の実現に向け、長所を一層伸ばすと

図表10 大学評価のプロセス



出所）財団法人日本基準協会のホームページより引用。

ともに問題点を是正していく上で有益なアドバイスをはじめ、改善のための様々な支援を受けることができる。第三に、協会の大学評価がその大学の個性や特徴を基本においた自己点検・評価のプログラムを確立しこれを実行に移す契機となる。第四に、さまざまな大学評価のための制度が定着している国々では、大学基準協会の正会員大学に対しては、従来から積極的な評価がなされてきた⁽⁴¹⁾”

改正学校教育法（2004（平成16）年4月1日施行）は第三者評価制度を導入した。第三者評価という大学の質の保証に係る新たなシステムの構築は、国の認証を受けた機関（認証評価機構）が、自ら定めた評価基準に基づき大学を定期的に評価し、その結果を公表し社会的評価を促す制度である。同時に、ここに至り大学のブランド化を意識して直接アメリカ型債券格付けを取得する大学も現れた（図表11）。債券格付け取得の背景には、長期的な小子化の進行に伴う大学間競争激化により、日本の大学法人の経営環境は厳しさを増してきているためである。今後は、資金調達が多様化、効率化が求められ、自らの信用力を確認し、学生・父兄などの関係者に対する説明責任の果たす為、格付け取得の意義が高まるものと考えられる。

一方、病院経営にも2001（平成13）年7月、政府の総合規制改革会議・中間意見書の中で日本医療機能評価機構を含んだ「第三者評価制度」が同様に導入された。国などによる規制・統制に代わって第三者機関が会社・組織の信用力を評価・格付けし、それらをもとに社会システ

図表 11 学校法人の長期優先債務格付け（主な事例）

	R&I	S&P	JCR
AAA			
AA+	早稲田大学 慶應義塾大学 2003／7／15 2004／1／13		
AA	日本大学 2003／4／17	慶應義塾大学 2004／1／8	
AA-	法政大学 成蹊大学 千葉工業大学 2003／2／6 2003／9／24 2003／11／6	東京理科大学 2004／1／8	
A+	大阪産業大学 修道大学 2003／9／26 2003／12／15		共立女子学園 2004／1／13
A			
A-			
BBB+			
BBB			
BBB-			

出所）格付機関のホームページをもとに作成。

ムが運営されるという仕組みである。病院への「第三者評価制度」の導入は、（1）提供する医療サービスの質の向上<医療人としての義務、自己評価から第三者評価への転換>、（2）医療の質の標準化<医療サービスの標準化>、（3）総合規制改革会議中間取りまとめ（平成13年7月）<日本医療機能評価機構を含む第三者機関による医療評価の充実>などが理由に挙げられている⁽⁴²⁾。格付けを取得する病院が表われた（図表12）。

また、病院の格付けには一定の限界を持ちながらも、その格付け取得の背景には、今日的な課題が横たわる。（1）「医療の質」と「経営の質」のバランスをどのように取るかという点にあ

図表 12 病院の長期優先格付け（導入当初の例）

	JCR	Fitch
AAA		
AA+		
AA		
AA-		
A+		
A		社会福祉法人 三井記念病院 2004／1／26（予備格付け）
A-		
BBB+		
BBB	医療法人社団ジャパンメディカルアライアンス 2003／12／15	
BBB-		

出所）格付機関のホームページをもとに作成。

るが、医療機関は本来、営利を目的としてはならない。たとえば、自治体病院は、「高度、特殊、先駆的、不採算医療を行う」という『公営企業法』で規定され、事実、自治体病院の約1/3は僻地、離島などで行われている。(2)「経営の質」による格付けの対象は医療法人に限定される。(3)日本の病院の資金調達には、従来、間接金融が主体であったが、近時、近代化・高度化といった設備投資のニーズに対応するため、資産の流動化、病院債の発行が注目されてきている、などによるためである。

9 アメリカ型格付けの限界

9-1 第三者評価と格付機関

アメリカ型格付けの『第三者評価』は、「自己点検・自己評価」よりも客観性に富み、統一した基準から比較しやすいという利点がある(図表13)。反面、その運用の仕方は難しい。第三者間の比較には、どのようにして相互の評価の「質の高さ」を保つのか、また、公平で透明な「分かりやすさ」をどのような基準で確立するか、評価するための「費用負担」を誰がするのかなど、多くの課題がある。さらに、第三者評価を活かすためには、それぞれの立場での工夫が必要である。“評価される側”のデスクロージャーの拡充、問題意識を的確に把握することが大切である。一方、“評価する側”は、質の向上、評価の尺度とその根拠ならびに過去の分析結果を常に公表する努力が求められる。“利用者側”は、評価目的に沿った利用に限定される。近時、アメリカ型格付けが『第三者評価』という形で様々に応用され出す、新たに、この評価システムの構造的な限界を顕在化させている。

図表13 自己評価と第三者評価

	自己評価	第三者評価
視点	主観的	客観的
情報	豊富	必ずしも十分ではない
他社比較	不利	有利

出所) 戸田周作「第三者評価の利点と課題」文京学院大学大学院、
夏季セミナー資料、2003.9.10。

格付機関を除いた第三者評価機関には次のような機関が挙げられる。

[1] 大学評価の「認証評価機構」：2004(平成16)年度認証評価制度が導入され、(a)「大学基準協会」、(b)「大学評価・学位授与機構」、(c)「日本私立大学評価機構」、(d)「短期大学基準協会」と4機関が誕生した。[2] 医療機関：米国ではJCAHO(Joint Commission on Accreditation of Healthcare Organizations－医療施設認定合同機構)があり、ここでは3年ごとに評価を受けないとMedicare、Medicaidの支払停止というペナルティーを課せられる。[3] 医療機関：日本では(財)日本医療機能評価機構がある。ここで認定された医療機関は5年後に再評価を受けるシステムである。この機構の歴史的経緯は、●1987年：厚生省・日本医師会による<「病院機能評価表」>●1987年：JCAHO研究会発足<「第三者評価」>●1990年：「病院医

療の質に関する研究会」●1995年7月：「日本医療機能評価機構」発足●1997年4月：2年間の試行を経て本稼動されたものである。[4] 民間ベースで、日本でも（株）医療福祉経営審査機構が発足し、そこでのサービスは、●経営審査サービスの提供<医療福祉機関に対し、財務面のみならず医療内容にも踏み込んだ評価を行い、金融機関における経営審査をサポートがある>●経営診断サービスの提供<多角的な調査分析を通じて、貴施設の現状を総合的・客観的に評価する。>●経営コンサルティング・サービスの提供<専門的なノウハウおよび豊富なデータを活用し、貴施設の経営改善を行う。>[パンフレットより作成]というものである。

ところで、これらの大学・病院を評価する機関と債券格付けを行う格付機関とは、それぞれの役割を異にした評価機関である。たとえば、日本医療機能評価機構と格付機関と比較してみると、その役割と機能は大きく異なる（図表14）。また、そこでの病院の顧客満足に対する第三者評価を行う目的は、格付機関とはまったく異質のものである（図表15）。

図表14 日本医療機能評価機構と格付機関の比較

	日本医療機能評価機構	格付機関
対象	日本の病院	世界の債券発行体とその債券
何を	医療機能	債券発行体の債務返済能力
目的	医療の質の向上	債務返済能力の評価
手順	事前の書類審査と訪問審査、評価部会、特別審査委員会議、評価委員会	マネジメント・ミーティング、格付け委員会
方法	小項目の評点の総合判断	事業リスクと財務リスクの総合判断
担当者	専門経験を有するサーベイヤー	格付けの専門家
結果の公表	認定病院の同意を得た上で「総括」（総合的な所見）および「すべての中項目の評点」を公表	格付け符号と格付け根拠を公表

出所）図表13に同じ。

図表15 病院の第三者評価を行う目的

患者	病院、医師の選択
医師	病院、医師の推薦・紹介
評価機関	医療の質の向上、債務返済能力の評価、コンサルティング、他
投資家	投資対象としての魅力とリスク
マスコミ	情報提供

出所）図表13に同じ。

9-2 アメリカの『収斂理論』の限界

アメリカ型格付けは、本来持っているその国の文化的価値と歴史的事実を無視して、すべてアングロ・アメリカン型のスタイルに収斂しゅうれんされるというアメリカの『収斂理論』から派生した考え方で、アメリカがより優れているという前提に立った評価システムである。アメリカの

1960年代の経済政策の成功例をもとに、生まれてきた理論である。収斂とは異なったものの間で、それぞれが独立に類似する方向へと変化が起き、当初は異なった社会であったものでも、その後に、著しく類似した社会になっていき、遂には、それぞれの持っていた文化的な伝統の価値の重みを減じてますます類似した社会になるというものである。その延長線には、理想のモデルとして収斂されていく社会として、アングロ・アメリカン・モデルが描かれてくる。このような『収斂理論』は、1970年代後半以降の景気後退と回復をめぐって、ヨーロッパ各国でまったく異なった対応が生まれてきたことにより、次第にその説得力を失っていった。その後は、理論的には『収斂の終焉』と位置づけられて、完全に否定されたものである。ところが、いま、改めて『第三者評価』という形で復活しつつある。アメリカの競争的な資本市場から自然発生的に誕生した債券格付けは、リスク社会を前提としている。すべての人に事前に提供されることが「公平で効率的な市場」の条件であるが、そこでは、情報を利用した後の結果については問わない。いまや、日本社会にも深く浸透し、従来のリスクを回避した日本の安全な評価システムの良さは崩壊し、より資金力の強いものだけが優位性を持つこととなる。

10 日本での共生・共創的評価システムの確立

10-1 キャッシュフロー経営の「拝金主義」

アメリカ的なキャッシュフロー経営の究極には、人間の「拝金主義」という極端な価値観だけが先行した病的な企業社会をつくってしまうものと考えられる。弱肉強食に徹したリスク社会では、「勝ち組」組織はより一層競争力を増すものの、社会全体は疑心暗鬼になり、非常に安定性を失っていく。現在、アメリカ型格付けを乗り越えた、新たな評価システムの理論的な枠組みが日本でいま求められている。

10-2 人的経営の「共生・共創的評価システム」

共生・共創的評価システムでは、共生（symbiosis シムバイオーシス）というお互いの「生命・生活・生涯・生活様式」などの文化・歴史を認め合い、かつ、片方だけの一方的な利益をのみ求めるのではなく、双方の利益を分かち合う。併せて、共創という価値、すなわち、お互いの競争相手と切磋琢磨しながらも、一方的に採り尽くしたり、食べ尽くしたりしない、双方が譲り合うという尊厳を持つ評価システムである。すでに、日本企業は1990年代中頃から海外進出、特に東南アジア地域において「ハイブリッド・マネジメント（hybrid management）」という経営形態を実践しながら、その経験則から日本での『共生・共創的評価システム』を実現しつつある。つまり、異なる組織、文化の関係で、一方による一方的な支配・服従関係を排除しながら、国内で創造性、応用力のある人材を育成し、その他の諸資源や基礎研究などについては、世界的な視野で可能な限り活用し、海外のローカル企業の自立性を尊重し、そこでの人材を生かし、各地域の社会的文化的要素の統合を図るという経営・社会形態である。日本での『共生・共創的評価システム』の確立という新たな展開が期待されている。

『共生・共創的評価システム』の確立には、多文化・異文化共生という立場からそれぞれの地域の文化・歴史の違いを実証分析することが不可欠である。すでに、全世界には60数社の格付機関が設立され、活動している。中国だけでも8社にわたる機関が設立される。今後は当面、アジア地域を中心にアメリカ型の契約主義的なスタイルにはない日本・アジア型のコミュニティアン主義のスタイルを検証しながら、『共生・共創的評価システム』の確立を試みたい。

おわりに

米国ではエンロン、ワールドコムなど格付機関に対する批判から、2006年に格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）が制定された。本改革法は、セクション1（呼称）、セクション2（事実認識）、セクション3（定義）、セクション4（認定格付機関の登録）、セクション5（年次レポート、他）、セクション6（委員会の年次報告書）、セクション7（NRSROに関する会計監査院（GAO）の調査とレポート⁽⁴³⁾）の構成からなっている。

ここでの主な論点を整理しておく。セクション2（事実認識）では、格付機関が以下の点において特に重要であることを認識している。《（1）格付け、刊行物、文書、分析、レポートの提供や配布、クライアントとの契約の交渉や実行は、メール、その他の各州の取引の手段、媒介によって行われる。（2）格付け、刊行物、文書、分析、およびレポートは通常、証券取引所や各州間の店頭株市場で取引されている証券、各州の企業によって発行される証券、国法銀行と連邦準備制度加盟銀行によって発行される証券の売買に関するものである。（3）上記の取引は、各州企業、証券市場、国家の銀行制度、および国家経済に大きく影響を与えるような規模で行われる。（4）格付機関を監督することは投資家保護に資する。（5）二大格付機関が市場の大部分のシェアを占めており、競争の導入が市場の利益に資する。（6）SECは、格付機関を監督する法的権限を必要とすると述べている》。セクション3（定義）では、信用格付けと格付機関を明確に定義している。《信用格付け（Credit Rating）という用語は債務者本体か、特定の証券あるいはマネーマーケット商品に関する、その債務者の信用度の評価を意味する》。《格付機関（Credit Rating Agency）は以下の人（法人）を意味している。（A）インターネットか、他の容易にアクセスできる手段で、無料もしくは適正な手数料をもって格付けをビジネスに従事するもの。ただし信用情報に関するレポートを販売する会社を含まない。（B）信用格付けを決定するために定量的モデルか定性的モデル、あるいは両方を使っている。（C）債券発行者、投資家、他の市場参加者等から手数料を受け取る》。

これらを見る限り、従来の認定格付機関制度の認定の根拠の不透明な点が明確な形に改善され、さらには米国の考え方を、これまでのように一方的に押し付けるのではなく、グローバルなインフラ・ストラクチャーとしての認定格付機関制度に改善した努力をしているように見受けられる。2006年格付機関改革法の導入は、アジア格付機関連合（ACRAA）の動きとも相まって、多文化・異文化共生という立場からの『共生・共創的評価システム』に近づく改革と前向きに評価できるものと考えられる。さらに、国際機関である証券監督者国際機構である

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) が2004年に格付機関に対して求めた「信用格付機関の基本行動規範」の規制の動きである。この動きに呼応して格付機関は2005年にそれぞれ行動規範を制定した。IOSCO は元々が米州証券監督者協会、Interamerican Association of Securities Commissions) が前身で1986年に改組転換した組織といわれている。本稿では、これら一連の急激な動きの連関関係については、ほとんど分析しておらず、今後の課題である。

(注)

- (1) 徳島勝幸 (2004) 『新版現代社債投資の実務』 財経詳報社、p99.
- (2) 上野孝司・ブルームバーグニュース 『ブルームバーグ東京発:信用リスクを読む』 日本評論社、p204.
- (3) 三浦后美[2000] 「アメリカにおける格付」 『現代債券格付論』 税務経理協会、p211.
- (4) 黒沢義孝[2007] 『格付け講義』 文眞堂、p9.
- (5) 三浦、前掲書、pp216-217.
- (6) 黒沢、前掲書、p11. さらに詳しくは同書 pp67-69.
- (7) <http://acraa.com/>
- (8) 黒沢、前掲書、p12.
- (9) Moody's, S&P など格付機関のホームページ参照。
- (10) 黒沢義孝[1985] 『債券格付けの実際』 東洋経済新報社、pp140-144.
- (11) 米国証券取引委員会 (SEC) はフィッチに対して1975年、NRSROの認定をしている。SECは1975年以降、2000年まで4社の格付機関に新規認定をしたが、いずれの格付機関も現在はフィッチに統合されてしまった。“ダフ・アンド・フェルプス (D&P) 及びマッカーシー・クリサンティ・マッフェイ (MCM) が1982年と1983年にそれぞれNRSROに指定 (三浦：認定) されたが、1991年にはD&PがMCMを買収した。1991年と1992年にはIBCA (英国の格付会社) とトムソン・バンクウォッチが金融機関の債券のみを専門とするNRSROの指定 (三浦：認定) を受けた。IBCAは、1997年にフィッチを買収 (フィッチの名称を継承)、さらに2000年にはフィッチがダフ・アンド・フェルプスとトムソン・バンクウォッチを買収した。この結果、2000年までに4社のNRSROのすべてがフィッチに吸収され、1975年当時の3社 (三浦：Moody's, S&P, Fitch) に戻った” 《Swiss Re, 「保険会社の格付け」 sigma NO.4/2003,p23.》
- (12) 米国証券取引委員会 (SEC) のホームページをもとに作成。《<http://www.sec.gov/news/press>》
- (13) 黒沢、前掲書、p76.
- (14) Glenn Yago[1991] 『Junk Bonds』 New York Oxford, Oxford University Press./Edward I. Altman[1990] 『The High-Yield Debt Market; Investment Performance and Economic Impact』 Salomon Brothers Center for The Study Financial Institutions,
- (15) Moody's Japan K.K. 「UNDERSTANDING RISUK」
- (16) 黒沢、前掲書、p23.
- (17) 黒沢、前掲書、p23.
- (18) Moody's[<http://www.moody's.co.jp/ssl/genral/about.asp>]
- (19) 同上。
- (20) それぞれの格付機関のホームページ参照。

- Moody's[<http://www.moody's.co.jp/>], S&P[<http://www.standardandpoors.com/japan/>],
Fitch[<http://www.fitchratings.co.jp/>], R&I[<http://www.r-i.co.jp/>], JCR[<http://www.jcr.co.jp/>],
(21) S&P[http://www.standardandpoors.com/japan/resources/rating_variety_item14.html],
(22) Fitch[<http://www.fitchratings.co.jp/isf/>],
(23) Moody's[<http://www.moody's.co.jp/ssI/def/bank.asp>]
(24) Moody's[<http://www.moody's.co.jp/ssI/def/bank.asp>]
(25) S&P[<http://www.standardandpoors.com/japan/>],
(26) R&I[<http://www.r-i.co.jp/>],
(27) Moody's Japan K.K.「ソブリン格付けの推移」2002年4月。
(28) Moody's Japan K.K.「ソブリン格付けの推移」2002年4月。
(29) Moody's Japan K.K.「ソブリン格付けの推移」2002年4月。
(30) スタンダード&プアーズ「ソブリン格付けの規準」1998年12月。
(31) Moody's Japan K.K.スペシャルコメント「カントリー・シーリングの方針の変更」、2001年6月。
(32) Moody's Japan K.K.スペシャルコメント「カントリー・シーリングの方針の変更」、2001年6月。
(33) <http://www.standardandpoors.com/japan/>
(34) Moody's Japan K.K.のNEWS「ムーディーズ、日本の外貨建てシーリングを変更」、2002年10月21日。
(35) 変わった格付けの利用例としては、年金資金運用基金（旧年金福祉事業団）が、運用資産の預ける金融機関を格付けで選別するというやり方を導入したことである。それは、資産運用先の最低満たすべき基準の「金融機関の選別基準」に、格付機関からBB格以下の評価を受けていない、という利用条件である。《日経金融新聞、2001年4月27日》。
(36) 特定非営利活動法人NPOフェア・レーディングは、格付機関に対する監視機能の一つを担う団体になりつつある。《<http://www.fair-rating.jp/>》。
(37) 黒沢義孝「格付けの思想：リスクのない社会とリスク社会」『金融グローバリズム』東京大学出版会、2001年3月。
(38) Moody's Japan K.K.スペシャルコメント「変化する環境に対応する社債格付けのプロセス」、2002年1月。
(39) Moody's Japan K.K.スペシャルコメント「変化する環境に対応する社債格付けのプロセス」、2002年1月。
(40) 「7債券格付けの進化」から以下の部分は、三浦[2006]「格付けの進化」『文京学院大学経営論集』第16巻第1号、で発表した原稿を加筆修正したものである。
(41) 財団法人日本基準協会のホームページより引用。
(42) 政府「総合規制改革会議」の中間報告書（2001年7月）参照。
(43) 黒沢義孝（2007）『格付会社の研究』東洋経済新報社、pp246-259

参考文献・論文・資料

- (1) Andrew Fight [2001] “The Ratings Game” John Wiley & Sons,LTD.
(2) 黒沢義孝 [1999] 『<格付>経済学』PHP研究所。
(3) 黒沢義孝 [2007] 『格付け講義』文真堂。
(4) 黒沢義孝 [2007] 『格付会社の研究』東洋経済新報社。
(5) 三浦后美 [2000] 「アメリカにおける格付」『現代債券格付論』税務経理協会。

- (6) 三浦后美・箕輪徳二編著 [2004]『新しい商法・会計と会社財務[改訂増補版]』泉文堂。
- (7) 三浦后美 [2003]「エンロン企業スキャンダル問題～債券格付けの歴史的視点から～」『文京学院大学総合研究所論集』文京学院大学。
- (8) 三浦后美 [2006]「格付けの進化～大学格付け・病院格付けへの応用～」『文京学院大学経営論集』第16巻第1号、文京学院大学。
- (9) 徳島勝幸[2004]『新版現代社債投資の実務』財経詳報社。
- (10) 上野孝司・ブルームバーグニュース[2004]『ブルームバーグ東京発:信用リスクを読む』日本評論社。
- (11) 久保吉生他共著 [2003]『実例でわかる「格付け」のしくみ』中央経済社。
- (12) 山澤光太郎 [2003]『よくわかる格付けの実際知識』東洋経済社。
- (13) 岡東 務・松尾順介共編著 [2003]『現代社債市場分析』ジグマベイスキャピタル。
- (14) 岡東 務 [2004]『日本の債券格付』税務経理協会。
- (15) 月刊MEDICAL QOL『特集 国内初公表で注目される医療法人の「格付け」・財務の第三者評価は、医療の資金調達手段を変える』NO.112、2004年3月1日号。
- (16) 日本私立大学協会設置、私学高等教育研究所「私学の大学評価システムの在り方を考えるー自己研究と第三者評価を中心に」『RIIHE Series』NO.14、2003年1月25日。
- (17) 磯野可一「大学基準協会の認証評価機関としての歩み」『じゃあ』NO.32、2004年3月25日。
- (18) 星 和夫「病院医療の質の評価について」文京学院大学大学院、夏季セミナー資料、2003年9月8日。
- (19) 赤石陽子「格付機関の病院格付け」文京学院大学大学院、夏季セミナー資料、2003年9月10日。
- (20) 戸田周作「第三者評価の利点と課題」文京学院大学大学院、夏季セミナー資料、2003年9月10日。
- (21) 東 美智子「病院機能評価の現状と新評価体系」文京学院大学大学院、夏季セミナー資料、2003年9月8日。