

学籍番号:CD112006

金融市場における格付けの意義と課題

[The Role and Limits of Credit Ratings in the Financial Market]

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融 専攻

根本直子

1. 背景及び目的

本論文の目的は社債市場を対象に情報の非対称性を緩和する格付けの役割を検証し、その限界や問題点を提示することである。

格付けは企業や国の信用力を AAA などの記号により序列化したものであり、金融市場における情報の非対称性を是正し、取引コストの削減をもたらすなど一定の役割を果たしている(Altman and Rijken(2004))。具体的には債券発行市場でのプライシング、流通市場での売買における指標などに活用されている。また世界的に活動する銀行を規制するバーゼル委員会の自己資本比率も格付けをベンチマークとするなど、規制当局や民間投資家の間でも幅広く利用されている。さらに格付けを投資ガイドラインに織り込むことで年金の委託者等の投資家が運用機関などの受託者を監視し、エイジェンシー問題を緩和させるモニタリング機能がある(Cantor et al.(2007))。

しかしその一方で格付けの変動率が激しく、合理的な理由のない大幅な変更が金融市場の安定性を損なっているという批判があり(Kiff et al.(2012))、金融危機以降格付け会社の規制がグローバルに強化されてきた。こうした状況の下、格付けの意義を検証し、また格付けの背後にある要因を分析することは、格付けの有効な活用につながり、社債市場の発展にも資すると考えられる。

海外、特に米国では格付けに関する豊富な研究実績があるが、これは社債発行による資金調達のコストが高いことから格付けが市場に及ぼす影響が大きいと考えられる。先行研究のテーマは格付けの役割、格付けの決定要因、格付け会社の利益相反問題に大別される。第1の格付けの役割についての研究では、Boot et al.(2006)やKiff et al.(2012)は格付けの資本市場での役割を①情報生産、②認証、③モニタリングとしている。情報生産機能は市場参加者が公開情報などから得ている情報以外の付加価値をもたらすことであり、認証は投資適格の格付けを銀行や保険会社の投資対象とするなど、格付けと規制やル

ールを結びつけることであり、モニタリングは格付け会社が投資家の代理人として発行体を監視し規律を与えることである。このうち情報生産と認証機能は肯定する研究が多いがモニタリングについては意見が分かれている。また欧米では格付け会社大手 2 社が寡占的な地位を維持しているため、格付け会社の参入を促進することで情報の質やモニタリング機能を強化できるのではないかという問題意識から、複数格付けの意義についても多くの研究がなされている。第 2 のテーマである格付けの決定要因に関しては、格付けが景気変動に影響されるプロシクリカルなものかどうかについて多くの研究があるがコンセンサスは得られていない。格付け会社は格付けの付与に際して企業のファンダメンタルズを重視し格付けが短期的な景気循環に左右されない手法（スルー・ザ・サイクル）を採用していると主張している。スルー・ザ・サイクルについての研究が行われる動機として、第一に格付け会社の開示する方針と実際の格付けが異なる場合格付けの情報生産、モニタリング機能が発揮できなくなることがあげられる。第二に格付けが金融市場の不安定性を拡大させているという懸念がある。その他格付けの決定要因に関連するトピックとして、同じ企業に対して格付け会社が異なる格付けを付与する格付け格差の要因について内外の研究がある。日本での研究も多いがこれは日系と外資系の格付け格差が大きく、情報の解釈が複雑化していることに市場参加者の関心が高いためと考えられる。ただし日系と外資系の格付け格差の定性的な要因について深く分析した研究は少ない。

本論文の問題意識は第 1 に日本の市場を対象として格付けの意義を検証することである。海外の格付けに関する研究はアジア危機、欧州ソブリン危機、グローバル危機などにおいて格付けの失敗といわれる事例が増加することに関連している。日本では格付けの導入が遅かったことや、デフォルト事例が少なかったこともあって実証研究は相対的に少ない。しかし日本市場においても格付けが企業の債券スプレッドなどに影響を与えていることは多くの研究で実証されており（大山・本郷(2010)）国内の投資家の多くも格付けを重要な判断材料としている。今後社債市場の発展、多様化に伴い日本でも格付けの重要性は増し

ていくと考えられ、日本における格付けの機能と要因を分析することには意義がある。第 2 に格付けを通じて他国と比べた日本の金融市場の特徴について新たな知見を得ることができる。第 3 に、海外市場にとってもインプリケーションを得ることができる。欧米では格付け会社 2 社が寡占的な地位を占めていることから、新規参入を促す政策が導入されている。多数の格付け会社が競合し、意見に幅のある日本市場の分析は欧米の方向性を予測する上でも意義がある。またアジア地域は日本と同様に企業と銀行の密接な関係が債券市場にも影響を及ぼしており、ローカルな格付け会社とグローバルな格付け会社が競合している。日本の実証結果はアジアの市場にとっても示唆を与え、アジアの債券市場の発展にも貢献しうる。

格付けには様々な限界や問題点があるが完全に代替する指標を見つけることも難しい（日本証券業協会（2011））。一例として、バーゼル銀行監督委員会は 2014 年に銀行の自己資本比率の計算において外部格付けの参照を大幅に削減する変更を提案したが、反対の意見が多く参照を継続する可能性を示している。市場参加者が格付けの限界を認識し、格付けを効果的に使うことが重要であり、本研究もその一助となることを目的としている。

2. 本論文の概要

以下では本論文の第 2 章以降の概要を述べる。まず第 2 章では、格付けに関する内外の実証研究を概観し今後の研究課題を提示する。先行研究を概観した結果以下のことがわかった。格付けの情報生産機能、認証機能については実証分析が蓄積され、コンセンサスが形成されているが、モニタリング機能について意見はまちまちであり今後の分析課題といえる。また複数格付けの意義について、格付け取得数に注目した研究は少ない。格付けの決定要因に関連して、格付けがスルー・ザ・サイクルかどうかについては海外では多くの研究があるが意見は多様であり、また日本での実証研究は少ない。格付け会社間の格付け

格差の要因については、内外で研究実績があるが、日系と外資系の格付け格差の定性的な要因について深く分析した研究は少ない。本論文は先行研究が十分にカバーしていない研究課題を取り上げて検証を行い、日本における格付けの機能と要因について分析を広げている。また本論文の結果はアジアなど海外の市場にとっても示唆を与えると考えられる。

第 3 章は日本の社債市場を対象として、複数の格付け、とりわけ外資系格付け会社の格付けが情報の非対称性を緩和し、企業の調達コストの低下につながるかを分析する。本章では複数格付けによってモニタリング機能が強化され、調達コストが低下する可能性を提示する。

第 4 章は、格付けの決定は格付け会社の規準に沿っているものかという点について分析しており、特に格付けのプロシクリカリティに注目している。格付け会社は格付けが短期的な景気循環（ビジネスサイクル）に左右されない手法を採用しており、それはスルー・ザ・サイクルと言われる。しかし米国企業については GDP 成長率のようなシクリカルな変数が格付けに強い影響を与えているとして、スルー・ザ・サイクルの手法の有効性について否定的な意見も多い。一方で日本企業についてはシクリカルな変数が個別企業の格付けに影響を与えていることは明確ではなく、米国に比べて格付けは安定している。格付け変動の要因が明らかになれば投資家は格付けをより有効に活用でき、情報の非対称性を緩和する格付けの機能が高まる。また格付け会社は格付け規準を明確にすることで、投資家と資金の運用者の間のエイジェンシー問題の緩和に貢献していると言われるが（Cantor et al. (2007)）、仮に格付け会社の公表する規準と実態が乖離しているとすれば格付けの機能が十分に発揮されないため注意が必要となる。第 5 章は日本企業に関する日系、外資系格付け会社の格付け格差の実態と原因について分析をしている。格付け会社が複数競合し、その格付けに違いがあることは多様な意見を投資家に提供しているという意義がある（Cantor and Packer(1994)）が一方で投資家にとって情報の解釈が複雑となる（黒澤(2007)）。本章ではローカルな格付け会社はその国固有の要因をより格付けに反映させ

ているのではないか、という仮説を立てそれを検証している。ローカルな格付け会社とグローバルな格付け会社の格差の要因については、債券利回りへの影響、あるいは財務データの評価の違いを扱った研究があるが、財務データ以外の定性的な要因についてはその重要性が指摘されながら深く分析した研究はない。

本論文は次のような点で貢献を持つ。第1に複数格付けの情報生産機能について、先行研究では十分に取り扱っていない格付けの数、格付けの格差が債券スプレッドに与える影響を分析している。債券格付けの数を変数に取り上げて分析を行った研究は筆者の知る限り存在しない。第2に先行研究では意見がまちまちとなっている格付けの持つモニタリング機能についても、それが投資家に評価されている可能性を示している。企業発行体が複数の債券格付けを取得することは、事業リスク、財務リスクに関するより厳しい規準を達成していくことを投資家に対して示すことであり、それが債券利回りスプレッドに反映されていることが本論文では明らかになった。第3に先行研究では意見がまちまちとなっている、景気変動が格付けに与える影響について、格付け会社の規準と実態の乖離という点に焦点を当てて分析を行い、米国と日本において景気変動が格付けに与える影響の違いがあることを示している。第4に日系と外資系の格付け会社の格付け格差の要因について、先行研究が十分取り上げていない財務データ以外の定性的な要因に焦点を当てて分析をし、日系格付け会社が日本固有の要因を織り込んでいる可能性を示した。第5に、全般的に先行研究が少ない日本市場での格付けの機能と決定要因について新たな知見を提示している。社債市場の規模が大きく格付けの利用が進んでいる欧米と、銀行主体で格付け利用の歴史が浅い日本とは状況が異なるため、日本市場を対象とした検証は意義がある。

3. 本論文の結論

以下では実証分析の結果を述べる。

第 3 章では、日本の社債市場を対象として、複数格付けの果たす経済機能を検証した。具体的には、①発行体企業が複数格付けを取得することで、より厳しい信用力規準を維持する意欲を対外的に示し、それが調達コストの低減につながるかどうか（シグナル効果）、また②複数の格付けの格差が市場が想定する範囲にとどまることが調達コストの低下につながるかどうか（保証効果）を分析した。分析の結果以下のことがわかった。第 1 に、国内の債券発行に際しては、債券格付けの取得数がスプレッドを改善させる方向に影響を与えている。これは仮説 1 の効果を裏付けるものである。なお、以上の結果は債券格付けに関して証明されたが、発行体格付け（イシューア—格付け）の数が債券利回りに影響を与えていることは証明できなかった。発行体格付けは、企業の依頼に基づかない勝手格付けである場合もあること、また、債券格付けに比べて企業の格付け維持のコミットメントが弱いことが理由と考えられる。以上の結果は、格付けは発行体企業に財務内容を維持するような規律を与えている、という格付けのモニタリング機能と整合的である。ただし、格付けが相対的に低水準の場合は発行体格付けの数は調達コストを低下させる効果が認められた。第 2 に、2 社以上から債券格付けを取得しているグループについて、異なる格付け会社の格付けの格差が、格付け対象となる企業全体の平均的な格差と同様かより小さい場合、利回りスプレッドの改善につながることを示された。これは 2 社以上の格付け会社が信用力の評価を提示し、その格差が、市場の想定範囲内にある場合、投資家は企業の信用力に関する情報の確実性がより増したと考えるという、仮説 2 の保証効果を裏付けるものである。

複数格付けに情報の非対称性を緩和させる機能があるとすれば、日本市場における格付け取得数の少なさは、投資家の利益の点からも、また日本の社債市場の健全な発展という点からも望ましいことではない。複数格付けの取得を促進させるような制度や規制の設計といったことも考慮に値する。

第 4 章では、格付けが企業固有の事業リスク、財務リスクだけでなく、景気循環の影響

を受けやすいのではないかという仮説について実証を行った。実証に際しては格付け会社の規準に沿ったモデルを工夫し、米国企業だけでなく日本企業にも分析を拡張した。結論として、グローバルな格付け件数の約4割を占める米国企業の格付けについては、シクリカルな指標が影響を与えている可能性が示唆された。一方日本企業の格付けにおいては、シクリカルな指標との間に相関性がみられなかった。日米の結果の違いについては、日本は銀行と企業の緊密な関係があり、企業の信用力が景気変動の影響を受けにくいことを格付け会社が格付けに織り込んでいるためとみられる。

格付け変動の特徴や要因が明らかになれば、投資家は格付けをより有効に活用できる。また、格付け会社の公表する規準と実際の格付けとが乖離しているとすれば、エイジェンシー問題を緩和させる格付けの機能が十分に発揮されないため、注意が必要となる。格付け会社は格付け規準を改定するか、あるいは景気変動の影響を受けにくくなるような形で格付け手法を再検討する余地がある。さらに、バーゼル規制においては、格付けが資本賦課の計算に織り込まれているため、格付けの利用がプロシクリカリティを高めることがないかどうかの検証も必要である。

第5章は日本企業の日系と外資系の格付け格差について分析を行い、ソブリン格付けの違いとメインバンクと当該企業の関係といった日本固有の要因が格差に影響を及ぼしている可能性を示した。格付け会社の格付け規準によれば事業会社の格付けはソブリン格付けに直接の制約を受けないため¹、理論的には説明をつけにくい。ソブリン格付けはサンプルが少なく格付けとデフォルト率の関係が十分に検証されていないため、仮に民間事業会社の格付けに強い影響を及ぼすとすれば格付けが実態から乖離するおそれがある。また日本では企業の財務危機時にはメインバンクが特別な役割を果たすことが多くの研究で実証されている。先行研究では、当該企業が企業系列グループに属していることや系列グループとの関係について、外資系の格付けと日系の格付けへの影響が異なることは証明できない

¹外資系格付け会社の規準では企業の収益源が海外に分散し国の信用力の変化の影響を受けにくい場合格付けはソブリンが上限とはならない。実際に多くの企業がソブリンを上回っている。

と結論しているが、本論文は企業の外部の支援をメインバンクからの支援と、銀行以外の親会社やグループ企業からの支援に分け、前者については日系と外資系で影響度に違いがあることを示した。外資系格付け会社がメインバンクの支援要因をより保守的に評価し、メインバンクの支援が堅固であるとすれば、外資系格付け会社の格付けは実際のデフォルト率に比べて低くなる可能性がある。実際に外資系格付け会社の公表する日本企業の累積デフォルト率は、同じ格付けのグローバル企業のデフォルト率より低い。ただし格付けは将来のデフォルト率を予測するものであり、今後メインバンクの支援要因が銀行に対する規制等で変わっていくとすれば、その変化をどう織り込むのかによって格付け会社の見方が異なることは説明される。

格付け格差の要因が明確になることで、投資家は異なる格付け会社の格付けをより有効に活用でき、情報の非対称性を緩和する格付けの機能が高まる。また日本の実証結果は、ローカルとグローバルの格付け会社が競合しているアジアの債券市場についても示唆を与えうる。

論文の全体を通じて以下の点が指摘できる。第1に日本では社債市場の規模や多様性が欧米に劣るため、格付けの意義も相対的に少ないと予想されるが、格付けのレベルや格付けの数は債券利回りスプレッドに影響しており、投資家は格付けの情報生産機能、モニタリング機能を評価している。債券市場の一層の活性化のためには、格付けの浸透や質の向上は重要である。第2に格付けはグローバルに利用されているスタンダードな指標であるが、格付けの決定要因は各国の特徴を相当程度反映している。例えば日本では企業とメインバンクとの関係についての格付け会社の評価の違いが格付けに反映され、また景気変動の格付けへの影響も日本と米国では異なっている。従って米国で実証された結果がそのまま日本や他国において該当するとは限らない。米国以外の地域を対象とした研究の蓄積が必要であり、またそれは各国の金融市場の特徴や違いについて新たな知見をもたらすと期待される。

本論文の課題としては以下の点があげられる。第 3 章では、複数格付けに情報生産機能があることを証明したが、それにもかかわらず、日本で複数格付けの利用が進まない制約要因は何かといった企業行動の分析は今後の課題と言える。第 4 章では、米国と日本で、景気循環の格付けへの影響が異なる結果となった原因を分析すること、また米国では格付けが景気循環の影響を受けているが、日本では景気循環の影響が少ないことは両国の金融市場にどのような影響を与えているのかの考察も課題である。第 5 章では、ローカルな格付け会社とグローバルな格付け会社の格付け格差について、どちらが信用リスクを的確に表しているのか、また他のアジア諸国の市場において本論文の仮説が成立するのかといった考察も今後の課題といえる。

最後に本論文の構成は次の通りである。本論文は 7 章から構成され、第 1 章は序論、第 2 章は格付けの実証研究と課題を概観する。第 3 章は格付けの機能として、日本市場を対象に複数格付けの機能と社債利回りへの影響を検証する。第 4 章は米国と日本の企業を対象に、シクリカルな変数が格付けに与える影響を検証する。第 5 章は日系、外資系格付け会社の格付け格差の説明要因を分析し、第 6 章では本論文の結論を述べる。