

## 格付けをどう利用するのか？

以前から指摘されている、日米格付機関による格付け格差の現状と、格付けを利用する際の注意点を紹介する。

昨年来、上場企業の経営破綻が相次ぎ、倒産企業の負債総額が過去最悪になるなど、厳しい経営環境が続いている。このような中で、投資家は、信用リスクに敏感になり、信用リスクを表す指標として、最近、経済誌などで盛んに取り上げられている格付けに注目するようになっている。従来から格付けを利用している機関投資家に加え、個人投資家にも浸透しつつある。

そもそも、格付けは、「債券のような将来のキャッシュフローの、デフォルト（債務不履行）の可能性に関する、格付機関の意見」である。したがって、同じ債券（企業）に対する格付けであっても、格付機関によって、格付格差があっても当然である。

表1は、日系格付機関3社（日本公社債研究所(JBRI)、日本インベスターズサービス(NIS)、日本格付研究所(JCR))のいずれかから格付けを取得しており、さらに、米系格付機関2社(Moody's Investors Service(Moody's)、Standard & Poor's(S&P))のいずれかからも格付けを取得している企業(265社)について、格付け格差の状況を調べたものである。

表1 日米格付機関による格付け格差の現状（1997年12月末）

|               |         | 日系格付機関の最高位格付け |     |    |     |    |    |    |      |     |        |     |    |     |
|---------------|---------|---------------|-----|----|-----|----|----|----|------|-----|--------|-----|----|-----|
|               |         | 投資適格格付け       |     |    |     |    |    |    |      |     | 投機的格付け |     |    |     |
|               |         | AAA           | AA+ | AA | AA- | A+ | A  | A- | BBB+ | BBB | BBB-   | BB+ | BB | BB- |
| 米系格付機関の最低位格付け | 投資適格格付け | AAA           | 7   |    |     |    |    |    |      |     |        |     |    |     |
|               |         | AA+           | 7   |    | 2   | 1  |    |    |      |     |        |     |    |     |
|               |         | AA            | 7   |    |     |    |    |    |      |     |        |     |    |     |
|               |         | AA-           | 2   | 4  | 2   |    |    |    |      |     |        |     |    |     |
|               |         | A+            | 2   | 5  | 15  | 1  |    |    |      |     |        |     |    |     |
|               |         | A             |     | 7  | 7   | 9  |    | 1  |      |     |        |     |    |     |
|               |         | A-            |     | 8  | 6   | 8  | 7  | 3  |      |     |        |     |    |     |
|               |         | BBB+          |     | 2  | 5   | 7  | 12 | 6  | 3    |     |        |     |    |     |
|               |         | BBB           |     |    | 6   | 10 | 7  | 7  | 7    | 1   |        |     |    |     |
|               |         | BBB-          |     |    |     | 5  | 6  | 10 | 6    | 1   | 1      | 2   | 1  |     |
|               | 投機的格付け  | BB+           |     |    |     | 1  | 4  | 7  | 2    | 3   |        |     |    |     |
|               |         | BB            |     |    |     | 1  | 1  | 3  | 2    |     |        |     |    |     |
|               |         | BB-           |     |    |     | 1  | 4  | 3  | 4    |     | 1      |     | 1  |     |
|               |         | B+            |     |    |     |    |    | 1  | 1    | 1   | 1      |     |    |     |
|               |         | B             |     |    |     |    |    |    |      |     |        | 1   |    |     |
|               |         | B-            |     |    |     |    |    |    |      |     | 2      |     |    |     |
|               |         | CCC+          |     |    |     |    |    |    |      |     |        |     |    | 1   |
|               |         | CCC-          |     |    |     |    |    |    |      |     |        |     |    | 1   |
|               |         | CC            |     |    |     |    |    |    |      |     |        |     |    | 1   |

(資料) JBRI、NIS、JCR、Moody's、S&P

(注1) 日系格付機関については、同じ記号の格付けは、同程度の信用リスクを表しているものと仮定した。また、JBRIとNISは、平成10年4月1日に合併予定である（新会社名は「日本格付投資情報センター」）。

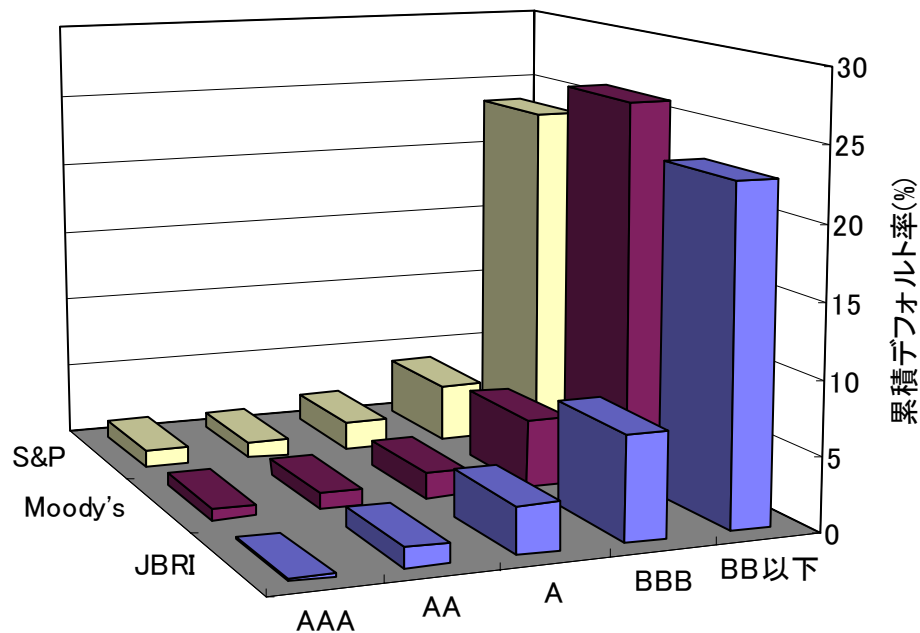
(注2) Moody'sとS&Pの格付けは、AaaとAAA、Aa1とAA+などが同程度の信用リスクであると仮定し、S&Pに準じて、格付け記号を表示した。

(注3) クレジット・モニター、格付け監視などの格付けは除いた。

日系3格付機関の最高位格付けと、米系2格付機関の最低位格付けとの格差は、平均3.2ノッチ（1ノッチは、「A+とA」のような1段階の格付けの差）、最大で8ノッチもある。もっとも、格差が特に大きいのは、合併企業など、経営判断の難しいケースが多いようである。

「格付けが信用リスクを表す尺度」であるならば、格付けとデフォルト率との相関関係は、強いはずである。そこで、各格付け毎に10年累積デフォルト率（例えば、初年度の格付けがAAAであった企業が10年以内にデフォルトする確率）を計算した結果を、JBRI、Moody's、S&Pの3社が発表しており、図1に示した。

図1 格付け別10年累積デフォルト率の比較



(資料)JBRI、Moody's、S&P

(注1)JBRIの発表データは、主に日本企業を対象に推計した信用リスク比率である。これは、財務データを用いて経営困難となった企業を集計する、擬似的に算出したデフォルト率である。デフォルト（債務不履行）とは、債務者が、当初の契約通りの債務履行を行わないことで、履行遅延、一部履行、完全不履行などのケースも含まれるため、「デフォルト＝倒産」とは限らない。

(注2)Moody's、S&Pのデータは、両社の全世界の企業を対象にした実績値から算出している。

格付け別10年累積デフォルト率には、各格付機関で大きな差異は認められない。ただし、JBRIのデータは推計値のため、実際には、メインバンク等の支援により、もっと低い実績値であったことに注意が必要である。ただし、今後、メインバンク等の支援が、従来ほど期待できなくなるため、実績値は、推計値に近くなると思われる。

このように、日米格付機関が、格付け別に同程度のデフォルト率を想定している（図1）とすれば、約3ノッチという格付け格差（表1）があることには、理解に苦しむざるをえない。これは、恐らく、日系格付機関が、日本国内での低い実績デフォルト率をもとに格付けを行っているためと考えられる。いずれにせよ、これほど大きな格付け格差があるのであれば、格付け記号だけを見て、単純に投資判断するのは危険である。まず、どの格付機関から発表された格付けかを確認した上で、自らの投資スタンス、判断基準と照らし合わせて、利用する必要があるだろう。