

企業評価の一手法としての債券格付け

秋 本 敏 男

1. 問題意識
2. 債券格付けの意義
3. 債券格付けの種類
4. 格付けの歴史
5. 債券格付けと企業評価との関係性
6. 結びに

1. 問題意識

「失われた10年」の言葉に象徴されるように、わが国経済は、バブル崩壊以後長期間にわたって景気の低迷が続き、今日、デフレスパイラルの様相を呈してきている。

1997年には、日産生命、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、ヤオハン・ジャパンなど金融・証券・小売の大手企業の経営破綻が相次ぎ、一時、金融不安が一斉に広がった。政府は、その後公的資金の投入などの支援を続けているが、今日でも金融不安は根深く依然として解消されていない。

当時、老舗企業山一証券の倒産は衝撃的な出来事で、「山一は格付け会社に潰された」などが世間でうわさされた。事の真偽は定かでないが、格付け会社 (credit rating agency) が行う格付けの企業へ及ぼす影響力が注目された。これは、格付け会社ムーディーズ社が山一証券が発行した無担保転換社債の格付けを投資適格 (investment grade) Baa3から投機的階級 (speculative grade) の Ba3に引き下げたことにより、山一証券は短期的資金の調達が困難となり、デフォルト (債務不履行) が生じ、結果的に自主廃業に追い込まれた。この倒産事例は、ムーディーズ社の格下げに投資家らが過剰に反応したことが直接の原因とされているが、わが国の報道機関などは当該階級を投資不適格との判断に基づき、その発行体企業は「危ない企業」との厳しい見方をしていたことも原因している。ところが米国では、投機的階級の債券はジャンク・ボンドまたはハイ・イールド債とよばれ、それを取り扱う債券市場が確立され、活発な取引が行われている。

発行債券が債務不履行となる確率をデフォルト率というが、わが国の起債実態は、投資家保護の観点から近年まで規制当局の規制のもとに債券の発行が行われてきたことから、デフォルトの発生が回避されてきた。そのため投資家側に自己責任意識が希薄であった。また、効率性市場が成立していないなど日米債券市場の成熟度の違いなども原因とされ、ジャンク・ボンド市場は確立されな

かった。

本論文では、これまで投資家に対する有用な投資情報として利用されてきた債券格付けが企業評価にどのように役立ち、またどのような関係性を有するのかを明らかにすることを目的としている。そのため、債券格付けの意義とは何か、それはいつ誕生し、どのような歴史的変容を遂げているのかについて最近の動向を踏まえ明らかにするとともに、格付けのプロセスで発生するさまざまな行為は企業評価そのものとも考えられるので、その理由などについて論証していきたい。

2. 債券格付けの意義

債券格付け (bond rating) とは、社債、コマーシャル・ペーパー (CP)、転換社債 (CB)、ワラント債と呼ばれる新株引受権付社債 (WB) などの確定利付証券を発行する企業の信用力を記号化して段階的に表示することにより、クーポンレートの決定および債務返済能力を信用度の観点から評価することをいう。

債券格付けは、企業評価とはその目的の違いから直接的には企業評価と関係はないとされているが、格付け会社は、格付けに際して企業が個々に発行する債券の元金 (元金プラス利息) の支払能力を評価し、将来の安全性について意見表明する。債券格付けは、発行体企業の財務内容の分析を中心に、財務政策、経営方針、企業の歴史、事業の将来見通しなどを総合的に分析・評価し、各格付機関独自の表示方法を用いて行われる (秋本 (2001)p. 243.)。つまり、格付けのプロセスで発生する財務分析に基づく財務的評価 (定量的評価) や事業内容、経営能力、経営戦略の方向性などの定性的評価は、企業評価そのものであり、企業評価の一領域として取り扱うことができる。たとえば S&P では、BBB 格以上の場合を投資適格、BB 格以下の場合を投資不適格すなわち投機的と捉えて、債務不履行の可能性の度合いを開示している。

格付けの結果は、被格付け企業の格付け情報として、信用力、財務リスクなどがそれを必要とする機関投資家などに投資情報の参考として提供されている。ただし、複数格付けの場合他の格付け会社と同等の等級であっても格付け内容は微妙に異なることに注意が必要とされる。債券格付けにより、発行企業体の資金調達コストが決定されるという財務機能と投資家に対して財務リスクなどが開示されることによって、投資情報を提供する機能を担っているのである。

わが国の社債発行は、1995年まで社債権者保護を目的として厳しい適債基準・財務制限条項が設けられており、社債を発行できる企業は担保力があるか、または業績の良い大企業に限られていた。したがって、投資家は社債がデフォルトになることは予想しなかったので、信用リスクに対する関心は低かったといえる。

ところが、1984年、日米円・ドル委員会の協議結果を踏まえて、起債制限の根拠をなしていた適

債基準および財務制限条項が順次緩和され、1996年1月、適債基準は完全撤廃された。その結果、投資家には自己責任原則が求められるようになり、独立した第三者機関である格付け会社が行う債券格付けに対する関心は急速に高まった。

3. 債券格付けの種類

債券格付けは、格付け依頼の有無、期間、対象主体などとの関連で、さまざまに分類される（秋本（2001）pp. 243-244.）。

① 格付け依頼の有無に基づく分類

債券格付けは、発行体企業の格付け依頼の有無によって、ア．依頼格付けとイ．勝手格付けとに分類される。

ア．依頼格付け

依頼格付けとは、発行体企業の格付け依頼に基づき発行体企業と格付け会社との相互協力によって行われる格付けで、わが国では一般的である。依頼格付けは、公表財務諸表の分析や将来情報に関する分析、ヒヤリング調査など主として内部情報に基づく判断である。ただし、格付け会社の甘く、歪んだ格付けが行われることも懸念され、それを防止し、信用リスクや格付け情報の信頼性を確保するため異なる格付け会社による複数格付けを取得し、開示されている。格付け費用は、発行体企業の負担となる。

イ．勝手格付け

企業の格付け依頼の有無に関係なく、投資家からの依頼や自ら投資家へ投資情報を提供するなど格付け会社が独自の必要理由から財務諸表など公開情報のみに基づき行う格付けをいう。主として欧米の格付け会社および国内では、指定外格付け会社に多く見られ、被格付け企業の了解を得ていないことから格付けをめぐるしばしばトラブルになることがある。

格付け会社は、機関投資家などに投資目的の格付け情報を提供することにより報酬を得ることから、当然、被格付け企業は費用を負担しない。ちなみに「有価証券届出書」などの財務書類に記載される格付けは依頼格付けの結果とされている。

② 償還期間との関連による分類

債券格付けは、償還期間との関連によってウ．長期債格付けとエ．短期債格付けとに分類される。

ウ．長期債格付け

長期債格付けは、償還期間が1年を超える普通社債などの債券を対象に償還可能性について評価が行われる。

エ．短期債格付け

短期債格付けは、償還期間が1年以内のコマーシャル・ペーパーなどの債券や短期CD（譲渡性預金）を対象に償還可能性について評価が行われる。

③ 対象主体の関連による分類

オ. カウンター・パーティ格付け

カウンター・パーティ格付けとは、スワップ取引などの関係者であるカウンター・パーティ（counter party、債務者）すなわち金融機関における債務履行能力に関して、現在の評価と将来見通しを表示している。

カ. ソブリン格付け

ソブリン格付けとは、国家、政府関係機関・国際機関および地方政府などが発行する国債・政府保証債・世界銀行債・地方債等の債務履行能力を評価し、その結果を表示する。

④ その他

特殊な格付けとしては、業種別には、生命保険会社を対象とした保険格付け、金融機関を対象とした預金格付け、金融機関の財務格付け、企業の環境経営の度合を評価した環境格付けなどがあり、時代の変化とともにさまざまな格付けが新たに行われている。

4. 格付けの歴史

債券格付けが登場した背景や、発展段階では、日米で大きな相違が見られる。この事実を認識することが、両国間、ひいては世界的に格付けがどのように実施されているかを理解する上で、重要とされる。

(1) 米国における格付けの歴史

米国における格付の歴史は、1900年に創業されたムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（Moody' Investor Service Inc.）の創業者ジョン・ムーディーが投資価値を開示する目的で、1909年に250社以上の鉄道会社の鉄道債券に格付けを行ったのが世界最初とされる。当時、米国は、鉄道建設ブームで、投資家の多くは鉄道会社へ投資していた。格付けは、投資家へ信頼できる投資情報を提供する目的で行われ、格付けは、重要な投資尺度となった。その後、1922年スタンダード・アンド・プアーズ・レーティンググループ（S&P）の前身や、1924年フィッチ・インベスターズ・サービス（現在、フィッチ IBCA・インク）などが誕生した。

この時期、米国では、厳しい銀行の出店規制により債券市場が急速に発展した。資金調達は、債券発行など直接金融からの調達が中心であった。

格付けが投資家の信頼性を高めたのは、世界大恐慌時代（1929－32年）で、格付けの低いランクの公社債がデフォルト（償還不能）に陥る確立が30～40%と高かったのに対して、高格付けの金融

商品は、デフォルト率が低かったことが証明されたことによる。その結果、債券格付けは、投資価値評価から信用度を中心とする安全性評価へ重点が移った（秋本(2001)p. 245.）。

（2）日本における格付けの歴史

わが国では支払能力を見るデット格付けの歴史は、1977年に日本経済新聞社が「日経公社債情報」の発刊に伴い、その中で転換社債の試験的格付けの公表を開始したのが最初とされる（格付投資情報センターの資料による）。同新聞社は1979年に日本公社債研究所を設立し、公社債研究会で取り扱っていた格付け業務を同社に移管した。同社と1985年に設立した日本インベスターズサービスが合併し、1998年に新会社、株式会社日本格付投資情報センター（R&I）を設立した。さらに同社は、2000年8月、株式会社格付投資情報センター（R&I）に社名変更をした。この他、日本格付研究所（JCR）や機関投資家を対象とした三国事務所などがある。

現在、企業内容開示の充実を図る目的から「指定格付機関」として、金融庁の指定を受けているところは、格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（Moody' Investor Service Inc.）、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングスサービシス（S&P）、フィッチ・IBCA・インク、ダフ・アンド・フェルプス・クレジット・レーティング・カンパニー（D&F）、トムソン・バンクウォッチ・インク（TBW）の7社である（昭和48年大蔵省令第5号「企業内容等の開示に関する省令」、官報 平成11年12月24日大蔵省告示第373号、平成12年12月12日金融庁告示「指定格付機関」）。

債券の格付けを主たる業務とする格付け会社は、債券の発行に伴い、発行体企業の資本負債構成比率、負債カバレッジ、諸資産・資本・負債回転率、自己資本比率、借入金依存度などの諸比率がどのように変化するかをできるだけ正確に分析・検討し、将来の見通しを立てることを目的としている（秋本(2001)pp. 245-246.）。

5. 債券格付けと企業評価との関係性

債券の格付け（bond rating）は、本来、発行債券の元利金（元金プラス利息）を償還期限内に予定通りに支払う能力があるか否かを評価すること、すなわち債務履行能力を評価することであり、将来の安全性に対する格付け会社の意見表明である。格付けが行われたら、格付け会社は被格付け企業へ取得通知するとともに、格付け情報はディスクロージャーの観点から投資家に対し投資情報として提供される。

一方、企業評価は、企業を評価対象として企業全体の価値を評価することをいう。企業評価は、財務的には、合併・買収などに際して企業の経済価値を決定することである。そのため、企業の収益性、成長性、安全性及び付加価値生産性などについて分析を行い、それを基礎として企業全体を

総合的に評価する必要がある (秋本(20001)p. 240)。

上記のことから、両者の特徴を示せば次のことがいえる。債券格付けは、企業が発行する債券が償還されるまでの期間を対象とし、将来の安全性についての格付け会社の意見表明である。それに対し企業評価は、主に過去または現在時点における経済価値を評価することを目的としているところに主な特徴がある。つまり①格付けとは、本来、個々に発行された債券の元利金の支払能力を評価することであって、企業自体の評価を目的としていない。従って、俗にトリプルAカンパニーなどというのは誤りである。端的な例をあげれば、担保付なら破たん寸前の会社でも AAA の格付社債を発行することも可能である (1996年1月、適債基準の撤廃により現在では、無担保社債が中心であるが)。また、たとえ社債格付けが AAA であっても社債を償還した後、企業価値が無価値 (ゼロ) となることもあり得る。②格付けはデット (支払能力) を判断することが目的とされる。企業価値は、純資産あるいは株価時価総額で表わすことができる。③すなわち、貸借対照表の貸方はデット (債務) とエクイティ (資本) という2つの異なる領域を扱う。しかし、それらは無関係ではなく、デットは利払い償還、残余財産分配でエクイティより法律上優先権を有している。格付記号Dの社債を発行している企業の価値が高いということは通常考えにくいといえる。

つまり、格付けは債券の支払能力 (安全度) の判断を通じて企業評価を行っているものであり、両者には密接な関係性が認められる。一般的には、上述のとおりである。格付けは、債券の償還能力を表明したもので、仮に格付け等級が最上級にあっても企業の成長力の高さを表明したものではないので、企業評価に際しては注意を要する。

そこで、本節では、格付け会社は格付けに際してどのような財務指標を重視しているのかについて、世界最大の格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービス社の事例から考察してみることにする (ムーディーズ・インベスターズ・サービス(1998)pp. 13-16.)。

ムーディーズ社は、格付けのための財務指標の分析に際して、事業会社の収益性、カバレッジ、資産の効率性、使用総資本利益率、資本構成 (キャピタリゼーション) 利益率、キャッシュ・フロー、およびキャピタリゼーションなどについて91財務指標を用いて事業会社を分析している。具体的には次のような財務指標を主要指標として分析の対象としている。

① 金融費用カバレッジ

金融費用カバレッジ (倍) = (営業利益+営業外収益-営業外費用) ÷ 支払利息・割引料

これは、収益力と債務履行能力の関係から金利負担能力を見るとき有効な指標とされる。しかし、この指標は、変動要因を結果として表示するだけで、今後の見通し (競争力を維持するために必要な投資に関わる負債の増加、業績の好調持続の可能性など) を表すことはないとされている。

② 債務合計に対するキャッシュ・フロー（内部留保）の割合

債務合計に対するキャッシュ・フロー（内部留保）の割合(%) = (キャッシュ・フロー（内部留保）÷ 債務合計) × 100

この指標の適正水準は、事業特性・業界特性により左右される。ここで重要なことは、債務返済の原資となる使途制限のないキャッシュ・フロー（内部留保）の内容を評価することであり、指標自体を評価することではない。

③ 利益率

資産や資本構成（キャピタリゼーション）に対する営業利益の割合である。経営の効率性を同業比較で測定する。債券発行者が資金コストを上回る収益力を維持できるか否かを判断することが重要とされる。

④ レバレッジ

財務諸表上の勘定項目を個別に詳しく吟味し、必要な調整を施さなければ、この指標の意味を理解することはできない。同社のアナリストは、債券発行者の含み益や偶発債務を評価するとともに、非連結子会社・関係会社を含めた企業組織全体のレバレッジを分析する。

6. 結びに

バブル経済崩壊後1997年には、長期に及ぶ平成不況の影響で体力が低下した大企業の倒産が相次いだ。この契機となったのが格付け会社の事業会社に対する格付けの格下げといわれている。それ以来、格付け会社と格付けは国民に広く注目されるようになった。

本論文では、債券格付けと企業評価は異質のものとされているが、筆者は、両者間には密接な関係を有するという仮説のもとに論証してきた。

研究の結果、債券格付けはそのプロセスの中で、財務分析などの定量分析を通じて財務的評価および非財務的評価（定性分析）によって企業評価を行っているという結論が導き出された。これにより債券格付けと企業評価との間には、関係性を有することが明らかになったといえる。また、勝手格付けや低格付けに対して一部の発行体企業等において反発があるものの、格付け会社の格付けを独立した第三者が行った企業評価として認知し、受け入れる傾向も強まっている。

格付けは、株価格付けや環境格付け、業種別企業格付けなど時代を反映した新たな格付けを導入することにより、急速に拡大・発展を遂げており、企業評価の有効な手段となりつつある。

今回、株価格付けや環境格付けなどと企業評価との関係について言及することができなかったが、今後は研究を進めていきたいと考えている。

参考文献

- 秋本敏男・倍 和博(1998)『会計情報の形成と展開』同友館。
- 秋本敏男(2001)「企業評価の意義と手法に関する新しい展開」『経営研究所論集』第24号、東洋大学経営研究所。
- 池井戸 潤(1997)『会社の格付』中経出版。
- 太田昭和監査法人・日本格付研究所編(1999)『格付け向上の財務戦略』中央経済社。
- 岡東 務(1998)『債券格付の研究』中央経済社。
- 岡東 務(1999)「債券格付とデフォルト率」『経営分析研究』日本経営分析学会。
- 岡東 務(1999)「債券格付けの意味と役割」『証券経済研究』(財)日本証券経済研究所。
- 黒沢清孝(1999)『〈格付け〉の経済学』PHP 研究所。
- 小泉 深(1998)『「格付け」の読み方・使い方』かんき出版。
- 児玉万里子(1993)『社債格付け投資家のための利用方法』中央経済社。
- 田中 稔(1996)「債券市場の規制緩和と格付けの役割」『月刊資本市場』No.136。
- 長銀経営研究部(1997)「社債格付け等における新しい企業評価の研究」。
- 日本格付研究所(1996)『ゼミナール格付け信用審査と実際』東洋経済新報社。
- 日本投資格付情報センター(1998)『格付けの知識』日本経済新聞社。
- 古川徹也(2000)「格付け機関が投資家の行動に与える影響について」『東京国際大学商学論叢』東京国際大学商学部。
- 三浦后美(1999)「債券格付制度の現状と問題点」『証券経済研究』第18号、(財)日本証券経済研究所。
- ムーディーズ・インベスターズ・サービス、日本興業銀行国際金融調査部訳(1994)『グローバル格付分析』きんざい。
- ムーディーズ・インベスターズ・サービス(1998)『事業債格付けの概要』pp. 13-16。
- 吉村光威(1995)「企業評価と格付け 定着する社債格付け」『JICPA ジャーナル』1995年2月号、日本法令出版。
- 吉村光威(1992)「格付機関による企業評価」『財務管理研究』第3号、日本財務管理学会。