

信用格付が社債利回りスプレッドの決定に与える影響

～複数格付における信用格付の情報伝達について～

後藤昌平（格付投資情報センター）

信用格付けは、クレジット情報として、社債スプレッドに大きな影響を与えることが、一般的に知られている。企業情報の開示拡大の動きの中で、投資家と発行体の間にある情報の非対称性の度合いは以前より低まったとはいえ、信用格付が、金融資本市場の情報インフラとして、重要な役割を占めていることには変わらない。

一方、近年では、エンロン事件や米国サブプライム問題などを契機に、依頼格付けモデルに基づく格付会社の利益相反構造に批判が向けられている。米国ではドットフランク法の下で依頼格付に代わる格付制度の提案が米国会計検査院から公表され、EUでも格付依存からの脱却の必要性が主張されている。

しかし、信用格付は、各格付会社が公表する格付の定義を見ると明らかなように、それ自体、きわめて定性的な情報であり、それを投資の意思決定にどう反映させるかといった利用の仕方は、投資家に任されている。

信用格付が含むバイアスは、利益相反に起因するものだけではなく、格付会社ごとに方法や評価の前提によるものも考えられる。投資家からは、投資判断における複数格付の有用性が言われてきたが、これは信用格付のバイアス差を検証することで、より詳細な情報を得られるということを示すと考えられる。

一般的に、信用格付の利用として、複数格付の必要性が言われている。ある社債に複数格付の格付が付された結果、格付会社間で格付水準が異なること、いわゆるレーティング・スプリットが生じることは、投資家にとって、望ましいことである。格付格差が極端でない限り、信用格付の情報性は高まると考えられる。

本報告の問題意識は、投資家が、社債の発行市場においてバイアスを含む信用格付を、どのように社債利回りスプレッド決定に利用しているのか、というものである。下田・河合（2007）は、投資家の格付格差の利用として、「格付が複数ある場合には、予め定めた優先順位に沿って使い、格付機関間のノッチ差を調整する」と述べている。そこで、本件では、信用格付の社債利回りスプレッドに対する影響を、複数格付の組み合わせごとにデータで検証した。その結果、格付会社による複数格付の組み合わせによって社債利回りスプレッドに対する信用格付の影響度は、大きくことなること、また、投資家の利用方法のルールを示唆する結果が得られた。