

東アジアの債券市場と情報の経済学

信用評価機関の格付け行動に関する実証分析

(株)三菱総合研究所 永野 護

< 報告要旨 >

東アジアでは、1980年代後半から1990年代前半にかけ、相次いで格付け機関が設立され、このブームのひとつの特徴は、多くの国々において設立の過程で米系格付け機関の技術支援が供与されていることである。例えばスタンダード&プアーズ社(S&P社)が、1993年設立のインドネシア・ペフィン社、1998年設立のフィリピン・フィルレーティングス社(1998年CIBI社より改組)へ、またムーディーズ社は1985年設立のコリア・インベスターズ・サービス社(KIS社)、フィッチ社はレーティング・エージェンシー・マレーシア社(RAM社)へ技術援助を行っている。特にS&P社は、技術支援のみならず、資本面でも、80年代半ばから東アジア発行体の格付け業務に深く関与してきた。こうした状況を反映し、東アジア地域では、米国大手3社の中ではS&P社の格付け実績が突出している。

本稿は東アジア域内に現存する信用評価機関の格付け行動に焦点を充て、米系格付機関と地場格付機関4社について、その格付け行動にいかなる類似性、相違点があるかについて検証を行った。実証分析の結果、発行体の安全性評価の基準に、米系格付機関と地場格付機関では統計的な異質性が存在する一方、地場格付機関間においても、それぞれ格付けに影響を与える固有の要因が存在することが明らかとなった。

本稿の研究における含意は、本稿で採り上げたインドネシア、マレーシア、フィリピンそして先進国の一角を担う韓国は、東アジア域内においてもそれぞれ異なる経済発展のプロセスを歩み、また資金調達市場、資本市場の発展経緯も異なっている。こうした発展経緯の違いに加え、格付け業務における経験の違いにより、米系機関と地場4機関の格付け行動の違いに影響を与えている。したがって、アジア債券市場という共通市場において、例えば、発行体が所属する国・地域の信用評価情報を用いることは、評価基準が異なる信用情報がアジア債券市場で流布することを意味する。

一方、先進国における経験が豊かな米系格付機関の信用評価も、多分に先進国における格付け業務の経験が信用評価に色濃く反映されており、信用情報としては国際的な汎用性が高いものの、東アジア企業システム固有の評価基準が反映されてない可能性もある。したがって今後の、信用評価機関の育成に際しては、東アジア企業システムの経緯、背景を理解した統一基準を持つ評価者の育成が望まれる。

< 討論者からのコメント >

慶應義塾大学経済学部 吉野 直行

報告内容は、2003年以降のアジア債券市場に関わる議論を踏まえ、市場育成策を企業ミクロデータからの視点で分析し、時節に適った分析内容であると言える。現在のアジア債券市場の議論は、通貨危機の経験を踏まえ、域内資金循環の安定化、銀行システムが機能しない場合の中小企業への資金アクセスの機会など、幾つかの問題意識を背景として、現在では実務上の育成支援が進行しつつある。こうした議論を踏まえた報国内容について、討論者として発行体と格付けの因果、相互関係、中小企業等について、以下8点をコメントしたい。

第一に今回の論文では、米系、域内格付機関の格付け行動に影響を与える要因が分析されているが、これは逆に格付けが企業行動、パフォーマンスに影響を与えるという側面を有するのではないか。第二に報告者の実証分析では、域内機関が調達者 資金提供者間の「慣習」を見ているか否かという変数が与えられていないが、こうした要因も米系と域内機関の格付け行動を実証する上では必要なのではないか。第三に第一のコメント同様、ソブリン債の格付けが変化すれば、社債の格付けも影響を受けうるのではないか。

第四に今回の推計では上場企業のみが分析の対象であるが、中小企業の信用評価という点では報告者はどのような展望を抱いているのか。第五にビジネス・グループに帰属する企業の場合、それにより格付けが影響を与えられているか否かという視点は、今回の報告ではどのように考えているか。第六、七点目に、今回の実証分析は、米系・域内格付機関の格付け行動に影響を与える要因は、それぞれ異なるウェイトを持つことが、ひとつの含意であると見られるが、それぞれの要因のヒストリカル・データが影響を与え得るという可能性は考えられないか。第八に、順序プロビットモデルの推計において、格付け順序を集約しすぎたがために、被説明変数の情報が一部喪失されているのではないか。

< 討論者コメントへの回答 >

今回の実証分析では、企業へ与える一方向の影響のみしか考慮に入れられていない。これまでの先行研究においてもこのような分析の進め方がなされていたため、このような考え方となったが、今後の改訂の方向で検討致したい。また地場企業の慣習などを域内機関が考慮に入れているか否かについては、今回は適切な変数を設けられなかったものの、考察の中で、米系、域内機関の格付け行動の違い、特に金利負担余力の影響の点で言及している。企業グループへの帰属の有無が与える格付けへの影響については、今回は、分析対象機関の所有者がいずれも保険会社、商業銀行が多く、企業グループが所有者となっているケースは（タイを除いて）稀であったことから、この影響は少ないと考えて実証を進めた。順序プロビットモデルの被説明変数の格付け順序再定義は、分析者としても集約しすぎたとの感がある。しかし、格付けデータの制約もあり、特定の格付けの実績がない域内機関が存在するといったケースもあり、今回はこのような格付け再定義となった。