

国際レポート

アジア格付セミナー

ACRAA・ADBIと共にセミナーを開催

チーフアナリスト・Special Representative for Asia 仲川 聡

株式会社日本格付研究所（JCR）は、15年7月に東京で、アジア格付機関連合（ACRAA）及びアジア開発銀行研究所（ADBI）と共に、「アジア格付セミナー」を開催した。同セミナーでは、アジア11カ国・地域から14の格付機関の代表が参集した機会を捉え、日本の実業界・金融界の方を対象に、成長著しいアジアの金融市場における格付取得規制や地場格付機関を紹介すると共に、アジアで拡大が進むイスラム金融における格付や、中小企業格付について、説明・議論を行った。本稿では、当日の模様を、簡単にご紹介したい。

1 概要

JCRは、15年7月10日に、アジア格付機関連合（ACRAA）^{※1}及びアジア開発銀行研究所（ADBI）と共に、「アジア格付セミナー」を開催した。これは、同日午前で開催されたACRAA・ADBI共催による「ソブリン格付ダイアログ」のために、アジア11カ国・地域から14の格付機関の代表が東京に参集した機会を捉え、同日午後に、日本の実業界・金融界の方を対象としたセミナーを開催し、成長著しいアジアの金融市場における格付取得規制や地場格付機関を紹介すると共に、アジアで拡大が進むイスラム金融における格付や、中小企業格付について説明したものである。^{※2}

図表1 出席したACRAA加盟格付機関

国・地域	会社名
1 バーレーン	Islamic International Rating Agency (IIRA)
2 バングラデシュ	National Credit Ratings Ltd.
3	Brickwork Ratings India Pvt. Ltd.
4 インド	Credit Analysis and Research Limited (CARE)
5	SMERA Ratings Limited
6 インドネシア	PEFINDO Credit Rating Indonesia
7 日本	株式会社日本格付研究所 (JCR)
8 韓国	Korea Ratings Corporation
9	NICE Investors Service Co., Ltd.
10 パキスタン	JCR-VIS Credit Rating Co., Ltd.
11 フィリピン	Philippine Rating Services Corporation (PhilRatings)
12 台湾	Taiwan Ratings Corp (TRC)
13 タイ	TRIS Rating Co., Ltd.
14 トルコ	JCR Eurasia Rating

※1 ACRAAは、JCRの主導により01年9月に設立された。15年9月現在、15カ国・地域から33機関が加盟している。詳細は、15年2月3日付 Rating Eye 掲載国際レポート「アジア格付機関連合（ACRAA）～15年目を迎えるACRAAの軌跡と今後の展望」参照

※2 ACRAA、ADBI及びJCRによる共同プレスリリースも発出された（<http://www.jcr.co.jp/reportqa/pdf/2015071010.pdf>）

2 ソブリン格付ダイアログ

図表2 開会の辞を述べるJCR高木社長



まずは、「アジア格付セミナー」の前に行われた「ソブリン格付ダイアログ」の内容について、ごく簡単に紹介したい。同会合では、冒頭、JCR高木社長及びADBI吉野所長による開会の辞が述べられた後、JCR増田チーフアナリストから「ソブリン格付のメソドロジー」の説明が、また、東京大学公共政策大学院西沢教授から「ソブリンデフォルト：歴史からみた将来への教訓」とのテーマでの講演が行われた。その後、これらを基に、出席したACRAA加盟各格付機関、アジア開発銀行（ADB）、ADBI、アジア規制当局の代表者の間で、ソブリン格付のメソドロジーやその限界、分析方法などについて、活発な議論が行われた。最後に、司会者から、以下のような総括がなされ、同ダイアログは終了した。

3 アジアの債券市場と地場格付機関

図表3 ソブリン格付ダイアログ出席者



①ソブリン格付を通常のコーポレートなどの格付と比較すると、「過去の実績のみならず、政策や戦略なども踏まえた『将来』の債務履行の確実性を分析する」という側面は共通するものの、ソブリン格付には、(a)法的に担保された破綻枠組みが存在しない(b)クロスボーダーであり外貨交換送金リスクの要素を織り込む必要がある(c)徴税権や通貨発行権といった特権を有す(d)財政統計などの基準が国際的に完全に統一化されておらずソブリン間の単純比較は容易ではない—といった点で特異である。

②近年、(a)民間資本フローの流出入の規模が拡大(b)超低金利の持続や量的緩和など非伝統的金融政策が持続(c)変動相場制の下で外国為替の変動幅が拡大—といったことから、為替変動や金利上昇、資産価格変動の家計・企業・銀行・政府のバランスシートへの影響や、マクロプルーデンスル規制の活用の有無など、分析対象の深化が求められている。

③ソブリン格付には、(a)アクションが遅い(b)ネガティブな格付アクションが状況の悪化を加速させる(c)危機時に10ノッチ以上格下げをするといった「失敗例」がある—という点で常に市場から厳しい目で見られている。

④足元のギリシャ問題は、(a)リクイディティとソルベンシー(b)支払意思と支払能力(c)政治・社会的側面(d)地政学的要因(e)単一通貨ユーロの採用や欧州圏のセーフティネットといった制度の評価—を織り込む必要性をハイライトした。

⑤地場格付機関は、自国の企業・銀行の状況などミクロレベルでの情報を詳細に把握しており、その点において国際機関や国際格付会社に対しても潜在的な比較優位を有していると言えよう。

午後には、日本の実業界・金融界からの参加者も交えて、「アジア格付セミナー」が開催された。初めに行われた第1セッションでは、アジアにおける現地通貨建債券市場や格付取得規制、地場格付機関及びACRAAによる取り組みの紹介がなされた。

中でも、アジアの現地通貨建債券市場については、ADB 赤松シニアアドバイザーより、主に以下のような説明がなされた。①日本を除く ASEAN+3 地域における現地通貨建債券の発行残高は、04 年末から 14 年末にかけて、国債が 4.2 倍、社債が 6.3 倍へと順調に成長②とりわけ GDP 比で見ると韓国とマレーシアの規模が大きい③近年、インドネシア、マレーシアの現地通貨建国債の外国人保有比率が 30%を超える水準まで上昇している④ASEAN+3 地域における債券市場の標準化・統合に向け、当局と市場関係者が協力し、(a)ASEAN+3 Bond Market Guide の作成・公表(b)域内各国におけるプロ向け債券市場における情報開示の共通化を目指す ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework (AMBIF) の準備(c)Regional Settlement Intermediary (RSI) 設立に向けた検討など—を行っている。

アジア各国・地域における格付取得規制については、参加した地場格付機関の代表者より、それぞれの国・地域ごとの説明がなされた。要約すると、①債券発行に際し地場格付機関からの格付取得が義務付けられている(インドネシア、韓国(2格付)、パキスタン、フィリピン、台湾(発行体格付で可)、タイ)②金融システムの安全性確保などのために格付取得が義務付けられている(バーレーンのイスラム銀行(奨励)、バングラデシュの株式会社、インドネシアの対外借入を行う企業、パキスタンの預金等受入金融機関、フィリピンの劣後債を発行する銀行)③銀行融資を受ける際に BIS 規制に基づくリスクウェイト節減のために銀行から格付取得が要求される(バングラデシュ、インド、パキスタン)—であった。

また、アジアの地場格付機関の紹介にあたっては、参加した 11 カ国・地域の 14 機関が自己紹介を実施。中でも 14 機関中 10 機関は、社長・CEO などトップ自らが説明を行った。特に、それぞれの国・地域における市場でのプレゼンス(カバレッジや市場シェア)については、韓国 NICE が 71%^{*3}、JCR が 62%、フィリピン PhilRatings が 95%、台湾 TRC が 67%、

トルコ JCR-ER が 85%との説明があり、米系格付機関が 96%・93%の市場シェアを有す米国・欧州と異なり、アジアでは、地場格付機関が強いプレゼンスを有する点が確認された。また、ACRAA の発足の経緯やメンバー、活動の概要についても、ACRAA を代表して Faheem Ahmad 氏（ACRAA 会長）より、簡単な紹介がなされた。※4

※3 数字は各機関の発表ベースであり、カバレッジ比率（債券ベースや発行体ベース）や市場シェアなどが混在している。カバレッジ比率の場合は、複数機関が格付を付与している場合があるため、各機関の合計が必ずしも 100%にはならない

※4 ACRAA については、15 年 2 月 3 日付 Rating Eye 掲載国際レポート「アジア格付機関連合（ACRAA）～15 年目を迎える ACRAA の軌跡と今後の展望」参照

4 イスラム金融とシャリア格付

第 2 セッションでは、バーレーンに所在する Islamic International Rating Agency (IIRA) の Ghulam Mahatarem アドバイザーより、イスラム金融とシャリア格付についての解説が行われた。

具体的には、「イスラム金融」を「イスラム法（シャリア）に基づく金融」と、また「シャリア」を「コーランと預言者ムハンマドの言行（スンナ・ハディース）及びその解釈・前例・イスラム法学者間のコンセンサスに基づく法体系」と、それぞれ定義した上で、イスラム金融は「利子の禁止、リスクや利益の共有、アルコールやギャンブル・豚肉に関わる用途の禁止などが特徴」と説明。具体的なイスラム金融プロダクトとして、①Mudaraba（元本保証の無い預金。出資者から集めた資金を事業に投資し、利益を出資者に還元。リターンが変動する）②Musharaka（共同出資を行うプロジェクトファイナンス）③Murabaha（実物資産売買における事後払い、マークアップ）④Ijara（実物資産のリース）⑤Istisna（受注生産に対する事前融資）⑥Salam（農産品などへの前払い）といった金融商品の解説がなされた。また、イスラム金融の直面する課題として、「シャリアの解釈は、国によって、また、時には機関によって異なる」ため、「イスラム金融では統一的な会計基準・監査基準が存在しない」点を指摘。但し、「Islamic Financial Services Board (IFSB) や Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) が設立され、対応に向けた取り組みは始まっている。」との補足があった。

図表 4 アジア格付セミナーの様相



また、各イスラム金融商品の「シャリアへの適合性をスコアリングで評価するもの」としてシャリア格付についても説明。これは、具体的には、シャリアに対する適合度（例、「利子を取らない」「リスクを一方に片寄せしない」など）を判断し、「71～75 点」「76～80 点」といった点数で評価するものであり、特に「リスクや利益の共有」については「透明性や責任感の高さ」まで評価するとの説明が行われた。

5 中小企業格付

最後の第 3 セッションでは、中小企業格付にかかるメソドロジーについて、議論が行われた。

具体的には、まず、ADBI 吉野所長及び慶応大学 Taghizadeh-Hesary 助教より、タイ及びイランにおける、銀行の中小企業向け貸出のデフォルトデータに基づく企業分類の分析手法の紹介が行われた。次いで、CRD 協会桑原代表理事より、日本における、中小企業の財務・非財務・デフォルトデータを匿名ベースで蓄積した信用リスクデータベースの構築と、それを活用したスコアリングモデルの紹介が行われた。

中小企業、とりわけ開発途上国における中小企業の信用リスク分析は、一般的に、デフォルト情報にかかるデータベースの不備や、財務諸表の不十分な質などがボトルネックになるケースが多い。こうしたことから、本セミナーでは、ADBI の研究者及び各格付機関の間で、とりわけ、そのようなボトルネックに如何に対応するかについての議論がなされた。特に、中小企業格付が進むインドの格付機関からは、定量的な分析に際しては、信頼度の低い財務諸表については補正が必要であり、またトレンド分析も重要という指摘が、また、定量的な分析に加え、経営陣のプロフィールや、オーナーの個人資産といった定性的要因で補完する重要性が、強調された。

本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であると問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であると問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。