

財投機関債格付けの基本的な考え方

本年4月から新しい財政投融资制度がスタートした。新制度の目玉の1つである財投機関債の発行は本年下期に本格化するとみられる。JCRでは既に本誌2000年1月号で財投機関債の格付けの視点を公表しているが、今回改めて財投機関債を格付けするに当たっての基本的な考え方についてやや敷衍して整理してみた。なお、本稿で述べる考え方は現時点におけるJCRの考え方を表すものであり、今後の特殊法人改革等の情勢変化に応じて適宜見直しを加える可能性がある点を留保しておきたい。

1. 基本的な考え方

(1) 分析の枠組み

財投機関債の格付けについては、JCRでは既に公表の通り、財投機関単体としての個別状況(業務基盤、財務内容等)と国による信用補完効果の双方を踏まえて総合的に判断する方針である。財投機関債の格付けに国による信用補完効果を織り込むのは、債券発行体の財投機関が出資・役員人事・業務執行等の広い範囲にわたり国のコントロール下に置かれていること、債券発行自体および元利償還費を含む予算に国の許可が必要とされることなど国との結び付きが強く、たとえ明文の保証規定はなくても発行債券の元利償還について、既に高い信用評価を有する国(自国通貨建て長期優先債務格付け「AAA」)からのサポートを期待することが可能と考えられるためである。

しかし一方で、このように国による信用補完効果を織り込むことは、財投機関単体としての個別状況を問わずに、国によりサポートされた一律の格付け水準を付与することを意味しない。即ち、債券発行体の元利償還能力は、まず第一義的にはその発行体自身の個別状況に照らして判断すべきものと考えられることから、各財投機関の個別状況の格差は格付け結果に反映される。

上記の考え方に従い、実際に個別の財投機関債の格付けをするにあたっては、まず国の信用補完を勘案して一定レベルの格付けを下限(フロアー)に置き、その上で各財投機関の個別状況を踏まえて総合的な観点から格付け水準を判断する。なお、財投機関はその業務内容により、国の事務代行的な業務等を行なう公共性の高い「行政代行型」財投機関と、民間でも同種の業務を行なう「民業補完型」財投機関に大まかに分類出来るが、このうち民業補完型財投機関の格付けフロアーについては、後述の通り、将来民営化により信用補完効果を織り込めなくなる可能性が高いことから行政代行型財投機関のそれに比べて下方に設定される。この結果、民業補完型財投機関は格付け判断上、単体としての個別状況がより重視されることとなる。

(2) 特殊法人改革との関係



News Release

2000年12月に発表された「行政改革大綱」に基づき、2005年度末までにすべての特殊法人が独立行政法人化、民営化、廃止、整理縮小のいずれかに区分けされることになっている。「行政改革大綱」で示唆されている民営化の判断基準は、事業の社会的意義、国の関与の必要性、民間との競合の有無 - 等であるが、上記で述べた民業補完型財投機関はこの意味では民営化の可能性が高い財投機関とすることが出来よう。

2. 国による信用補完の見方

(1) 基本的見方

国による信用補完については、財投機関の行なう業務の「公共性」を踏まえて判断すべきものと考えられる。業務の公共性は、業務の社会的意義、政策的重要性、国の関与の必要性等の検討を踏まえ総合的に判断する必要がある。財投機関は高度成長期に社会資本の整備や産業振興・助成の役割を果たすべく設立されたものが多いことから、本来の目的を既に終えていないか、また行政が担うべき領域の見直しが推進されるなか、現状でも国の政策上関与していくことが重要であるのかという観点から検討される。この他、下記のような項目も併せ考えて、公共性を判断することが必要であろう。

(2) 法令上の政府との結びつき

法令上の政府との結びつきについては、(イ)役員人事、業務執行、予算などに関するコントロール規定(ロ)政府との資本関係を定める規定を中心に判断する。役員人事において主務大臣による総裁等の任命が必要ない(許可に留まる)財投機関があったり、債券発行について主務大臣の許可が必要である財投機関と届出だけでよい財投機関があるなど若干の差がある。政府との資本関係も全額政府出資の財投機関が多い中、政府の出資比率が50～60%台の財投機関も幾つかあるなどばらつきがある。しかし、株式会社形態以外の財投機関の設立根拠法には「必要があるときは、主務大臣の許可を受けて資本金を増加することができる」と明記されていること、いずれの財投機関においても政府が筆頭株主であること - 等から政府との距離に格差を設ける理由とはなり難い。つまり設立根拠法上のコントロール規定および政府との資本関係を定める規定は各財投機関でほぼ同じであり、「政府との結びつき」の差はあまり見られないと言える。

(3) 財政援助の有無等

財政援助の有無、内容、その必要性の検討は業務の公共性を判断するうえで重要である。即ち、財政援助が与えられている財投機関は、一般的に事業の採算性が乏しく、逆にそれだけ事業の公共性は高いとすることが出来よう。国による財政援助をみるにあたって経常収入に占める補助金等(交付金、利子補給等を含む)の割合が注目される。これをみると0%～37%まで幅広い。ただ、損益計算上に現れる補助金等の割合が高くなくても出資金、無利子貸付といった形態での財政援助が行われている点に留意が必要である。例えば政府は道路公団、新東京国際空港公団に対して建設資金として追加出資をしたり、関西国際空港株式会社に対

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町21番7号
兜町ユニ・スクエア

<情報提供電子メディア(検索コード)>

BLOOMBERG (和文: JCRA / 英文: JCR) REUTERS (EJCRA)
QUICK (和文: QR / 英文: QQ) TELERATE

<お問い合わせ先>

TEL: 03-5695-2573 FAX: 03-5695-2582 担当: 情報部
<http://www.jcr.co.jp>



News Release

して無利子貸付を行っている。また、補助金等投入の目的が広く赤字補填のためのものか、限定的に災害復旧や新規設備の建築費等に対するものなのかによっても財政援助の程度が変わってくると思われる。

(4) 民間での類似業務の有無

民間において類似の業務が存在するか否かも業務の公共性を判断する重要な基準である。その業務につき既に民間市場が形成されているのであれば、それだけ民営化の可能性がより高いと考えられるからである。

3. 財投機関単体としての個別状況

ここでの記述は、今年度財投機関債を発行する予定の20機関を主たる対象に置いて行なっている。

(1) 事業系財投機関（融資を主たる業務としない財投機関を言う。以下同じ。）

財投機関の個別状況について、民間の事業法人同様の分析を行なう。財投機関の特性を踏まえた主な評価ポイントは以下の通りである。

事業基盤

当該財投機関を一個の事業体と見た場合、事業内容の多様性（複数の種類の事業を行なっているか）、競合企業の有無、事業対象顧客の構成、製品・サービス価格の決定方法、技術水準等、その事業基盤を構成する諸要件を検討する必要がある。また、事業規模も事業基盤の強固さを判断する有力な指標である。

収益性、効率性

財投機関の役割（政府事務代行、民業補完）を考えると収益性を重視することを疑問視する声も多い。しかし、補助金の整理合理化の風潮が高まるなか、収益的に自立できているかどうかは重要なポイントとなる。概して重い金利負担に耐えうるだけの、収益を本業で獲得している（営業利益をあげている）ことは高く評価される。資産効率も重要である。98年度の事業系財投機関10機関平均のROA（補助金等を除いたベース）は1.8%（95年度2.4%）にまで低下した。投下資本の回収の遅れは、債務償還の長期化や借換需要の発生につながることから問題視される。

金利変動リスク

事業系財投機関では、金利変動が収益に与える影響が大きいため金融収支が重要である。98年度の事業系財投機関13機関の金融収支の平均は 1,535億円であり、経常費用に占める支払利息の割合も高い。大規模な



News Release

投資資金を債券発行や借入で賄っているため金利負担が大きくならざるを得ない。問題なのは金利の変動リスクが大きいことである。これは資金の借入れと投下資本の回収期間にミスマッチが生じるために巨額の資金の借換があることが主因となっている。現状のような低金利においては低利率で借り換えができるために問題は顕在化しないが、高金利になった場合、収益に大きなダメージを与えることが予想される。また 事業系財投機関といっても資金の貸付も行う機関が多いこと、 本業の収益力の低下により資金需要が増えていること - 等も借換ニーズの高まりおよび金利リスクの拡大を後押ししている。特に、借換により生じた収支差は財投機関自身が負わなければいけないリスクとされている場合が多いことから、将来の収支差損に備えた引当金の状況、政府による利子補給の規定をみることは金利変動リスクを吸収できる体制にあるのか判断するのに役立つ。

財務の安定性

株主資本比率は幾つかの先を除いて10%に達していない。政府の信用力を背景に安定的な資金調達が可能であること、補助金等の投入がなされることを考慮しても、株主資本が大きいとは言い難い。

債務償還能力を判断する総CF比率や利払能力をみると両指標とも低い数値の財投機関が多数を占める。ただ、財投機関の場合は独自の償還システムを持つため民間企業の債務償還能力を評価する指標をみるだけでは不十分である。例えば、日本道路公団、首都高速道路公団、阪神高速道路公団では「償還準備金積立方式」をとっている。具体的には道路公団3機関の建設費等の償還には料金収入から、管理費、金利等を賄った残額が充当されている。収入が見込みを下回った場合には、それに応じて積立額が少なくなる。実際に償還が順調に行われているかは、償還率（各年度末の償還準備金 / 各年度末の道路資産額）や償還計画と実際の未償還残高との比較等によって確認することとなる。

その他の財投機関についても償還計画が収入見通しに基づき作成されている場合が多いことから、需要見通しと実績との比較は今後の財務の安定性を占うものとして有用である。

コスト削減、事業の見直し

財投機関は原価低減やコスト削減をしても結果として補助金が減るだけに終わりがねないこと、利益留保が基本的に認められていないこと、総括原価主義によりコストを価格に転嫁できること - 等のコスト削減推進の妨げとなる要因を抱えているケースが多い。しかし、特殊法人改革の進行により各機関ともコスト削減努力が求められるのは確実であり、各機関のコスト削減への取り組み状況も評価ポイントの1つとなる。コスト削減と合わせて注目されるのが、不採算部門からの撤退など事業の絞り込みである。都市基盤整備公団では99年10月の新公団への移行を機に収益圧迫の主因となっていた分譲住宅事業からは基本的に撤退し、賃貸住宅事業についても政策的に必要なものに特化した。これは採算改善のための事業縮小として評価されよう。

(2) 金融系財投機関（融資を主たる業務とする財投機関を言う。以下同じ。）



News Release

基本的に民間の金融機関と同じような観点から評価を行う。具体的には、事業基盤 資産の内容 金利リスク 株主資本充実度 収益性・効率性 - 等に注目する。

事業基盤

事業系財投機関と同様、融資事業内容の多様性、競合金融機関の有無、融資対象顧客の構成等、その事業基盤を構成する諸要件を検討する必要がある。また、融資規模も事業基盤の強固さを判断する有力な指標である。

資産の内容

資産の内容、特に貸出債権の質に注目している。バブル崩壊後、金融系財投機関の不良債権は累増し、貸出債権の劣化は民間金融機関と同様に大きな問題となっている。99年度末において7つの金融系財投機関¹の延滞債権（元金の返済が6ヶ月以上滞っているもの）の合計額は1兆7218億円となり過去最高を更新した。これは従来から民間企業が融資しにくい分野や業務に融資してきたことに加え、バブル崩壊後は景気対策や民間の貸し渋りに対応するために融資を拡大したためとみられる。ただ、不良資産比率（98年度）は0.0%～5.7%と民間金融機関ほど高くない。これは政策の公平性が要求されているために大口案件が少なく結果として分散投資となっているためであろうが、開示が遅れている側面もあるかもしれない。

不良債権処理への準備がどの程度できているかという観点から引当率にも注目している。金融系財投機関では国の政策の一貫として採算性の低い案件にも融資をしてきたため、不良債権の処理に国費が投入される可能性も高い。しかし、引当率は商工組合中央金庫（98年度3.3%）以外は1%に満たない水準にあり、引当不足の感は否めない。また引当金の積立基準が明確ではなく、かつ一律でないことに留意して他機関との比較を行う必要がある。

金利リスク

金融系財投機関では金利変動が収益を大きく左右することから、総資金利ざやを中心に金利の動向に注目している。民間金融機関においても調達と運用の期間のミスマッチや、固定変動ギャップが存在するが、金融系財投機関では超長期の貸出や政策的に低金利の融資を行うことから更に金利変動の影響が大きい。特にバブル崩壊後の金利低下につれ金融系財投機関の利ざやは縮小し、93年に逆ざやとなった後（94年は除く）は、97年中半頃までその状況は多くの機関で続いた。加えて住宅金融公庫では繰上げ償還リスクが存在する。最近ではバブル崩壊後に超低金利となったことで大量の繰上げ返済（95年度で約10兆円）が発生し、90年度以降逆ざやが続いている。

¹ 日本政策投資銀行、住宅金融公庫、国際協力銀行、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、沖縄振興開発金融公庫

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町21番7号
兜町ユニ・スクエア

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）
QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE

<お問い合わせ先>

TEL：03-5695-2573 FAX：03-5695-2582 担当：情報部
<http://www.jcr.co.jp>



News Release

株主資本充実度

不良債権処理と逆ざやの拡大に伴う損失補填に充当しうる株主資本があるかを重視している。金融系財投機関の株主資本比率は0%～30%台と幅広いが、公営金融公庫と住宅金融公庫の株主資本比率は1%に達しておらず、民間金融機関に比べて低い。資本注入や利子補給を中心とする国の支援があるという観点から民間金融機関と同程度まで株主資本を充実させる必要がないともされる。しかし、民間なみに不良債権処理を行うこととなった場合に債務超過になる危険性が高いこと 根拠法に明記されていない資本注入や収益補填が特殊法人改革の流れの中で縮小していく可能性も否定できないこと - 等から株主資本比率が高いことは評価に値する。

収益性・効率性

金融系財投機関の収益は資金収支に大きく左右される構造となっている。特に近年は貸出金利が調達金利を下回っていることを主因として最終損益が赤字となっている法人が多い。収益性の評価にあたっては、逆ざやの拡大に耐えうる収益力があるかという観点から経費率に注目している。98年度の経費率をみると0.3%以下がほとんどで、機関毎に大きな差はない。全金融系財投機関の経費率の平均（97年度0.23%）は都市銀行（0.88%）や地方銀行（1.45%）に比べても良好な水準にある。しかし、民間金融機関は経費がかかる決済業務を多く行っているほか、金融系財投機関が行っていない手数料ビジネスにも経費がかかっている。このため金融系財投機関の効率性の方が高い、コスト削減余地はないとは断定できず、今後の合理化、効率化に対する取り組み状況も注視していかねばならない。

以上が、個別の財投機関の財務内容についての評価ポイントである。現状では財投機関は民間企業と異なり連結会計、時価会計、退職給付会計など国際会計基準への対応の点で遅れており、関係会社の状況、資産の時価評価額、退職給付債務等を把握しにくい。しかし、今後は財投機関に適用される会計基準が民間企業並に整備され、こうした情報の開示が進んでいくことが期待される。また今後に予定される特殊法人改革により各財投機関の経営の自主性が拡大されれば、中長期的な経営方針も格付け上重要な判断材料となつてこよう。

以上

（チーフアナリスト 江森 剛文、 アナリスト 福山 優美子）