

ソブリン・準ソブリン格付方法

1. ソブリン格付方法

はじめに

90年代には、欧州、メキシコ、97年のアジアなど主だったものだけを取り上げてみても通貨危機が世界各地で続発しました。この背景として高度に発展した国際金融システムの不安定性という問題が指摘されています。資本移動の自由化が高度に進展した現在の国際金融システムの下では投機的な資金移動が発生しやすくなっています。その結果、国が産業構造問題など潜在的な問題を抱えている場合、従来ならば時間をかけて徐々に表面化していったものが、投機の格好の標的とされ一挙に表面化させられる可能性も高まってきました。また、アジア通貨危機ではある国の市場に発生したパニックが他国市場に伝播するというリスクの「伝染効果」も観察されました。このように金融市場のグローバル化、ボーダレス化が急激に加速する中、債券市場においても国際的に通用する、より信頼度の高い格付が信用リスクの重要な判断基準として求められています。格付の信頼性と正確性を向上させるためには体系的な格付方法を構築することが重要となりますが、JCRでは国の債務償還能力に関する格付評価を実施する際に、独自に開発した評価システム、「ソブリン格付多段階評価システム」を使用しています。ソブリン格付方法について説明するに当たり、まずこの評価システムの概要について紹介します。

1. 「ソブリン格付多段階評価システム」の基本的特徴

この評価システムの大きな特徴として次の二点を挙げるすることができます。まず第一に、アジア通貨危機により改めて浮き彫りにされた流動性リスクを的確に評価し、これを格付に反映させる評価の仕組みがシステム内部に組み込まれています。次に当該評価システムの名称にも明らかなように、この評価システムでは評価のプロセスが5つに分類・整理されています。これは、評価を五つのプロセスに従って段階的に行ってゆくことでより洗練された評価体系を構築しようとする試みであり、これが当該評価システムのもうひとつの大きな特徴となっています。

以下では、まずこの二つの特徴について解説します。

2. 評価システムの特徴 1 「流動性リスクの評価について」

(1) 流動性リスクと格付会社としての対応

冒頭で述べた通り、巨額な資金が常時、世界中を飛び回る現代において国際金融システムは不安定なものとなっており、その影響下にある各国のマクロ経済運営もまた不安定さを増しているといえます。従って、今日のソブリンリスクの分析・評価は、こうした国際経済環境の変化を踏まえたものでなければなりません。また、97年7月タイに始まったアジア通貨危機に即して言えば、国の流動性リスクが顕在化する要因がより複雑さを増しているとも言え、その点も格付に的確に反映する必要が高まってきました。

JCRとしてはこのような問題意識に立ってリスク評価の精度向上のための努力を続けてきました。その努力の一環として「ソブリン格付多段階評価システム」において、こうした国際経済状況を織り込むよう中長期のクレジット・リスク評価システムおよび流動性リスク評価システムを設計（項目設定）しています。さらに後者を評価システム全体の内部に組み込み、中長期評価と流動性リスク評価結果とをクロスチェックする仕組みを採用することで起こり得る複雑な事態への対応を図っています。

(2) 流動性リスクと主な評価ファクター

次に通貨危機からの教訓を踏まえて当該評価システムに織り込んでいる流動性リスクの主な（定性）評価ファクターについて紹介します。これは「当局による危機への対応力」と「通貨危機を誘発する要因」との2つに整理することができます。まず、前者に関しては、①当局の政策対応能力と②適切な外貨準備管理の2つの面を分析・評価します。次ぎに後者については、①為替政策②対外債務構造③金融システム④産業構造問題などについて分析・評価を行います。

(ア) 当局による通貨危機への対応力

① 当局の政策対応能力

通貨危機が生じた場合には、政府、中央銀行等の政策当局が危機回避のための迅速な対応をとれるかどうかということも危機の影響を最小限にとどめるという意味で重要です。そのためには、迅速な政策決定の前提としてマクロ統計の正確な把握管理も不可欠となります。韓国の場合、危機発生当初、民間部門の対外債務の把握の必要性を含め、当局が問題を正確に認識していなかったことに大統領選前という特殊事情も加わり、その後の当局による政策対応（為替レートの安定と外貨準備の流出防止のための速やかな利上げおよびIMFとの速やかな協議など）が遅滞する結果となりました。また、インドネシアの場合には、政府当局の政策対応が市場の不信を買い、危機の深刻化を招きました。

従って、危機発生時に適切なマクロ経済政策を実行する能力があるかどうかという点について十分な分析・評価を行います。

② 外貨準備管理

為替切り下げ圧力および短期債務の急激な流出リスクに対処するため、適正水準の外貨準備が必要となります。ブレトンウッズ（固定相場制）体制下においては、輸入の3ヶ月分の貿易信用をカバーすることを外貨準備の一応の基準としましたが、国際資本移動の自由化が高度に進展した現在ではこの基準は意味を失っています。従って、外貨準備は各国の状況により個別に適正水準を判断して行く必要がありますが、基本的には、国際収支における流入資本の内容を分析し、短期債務資金、オープンエンド・ファンド等のポートフォリオ資金など資本逃避の起きやすい資金が多い国については、高水準の外貨準備が必要となるでしょう。逆に安定度の高い直接投資資金が主体の場合は、その分外貨準備の必要性は軽減されます。

外貨準備の適正水準について判断する上で、当局が外貨準備の内容についてどこまで正確に把

握しているかも重要です。例えば、通貨のフォワード市場、オプション市場などでの取引については、当局に実態把握を要求すると同時に、保守的にみるため、公表数字よりも固めに見積もるなどの対応が求められます。

(イ) 通貨危機を誘発する要因について

① 為替政策

ドルペック制などのように基軸通貨に自国通貨を固定させることにより、自国通貨を安定させ、インフレ抑制を図るといふ為替政策には注意が必要です。これは、自国のインフレ率が基軸通貨のそれを上回る場合に、自国通貨を過大評価させてしまい、結果的に、輸出競争力の低下や貿易赤字の拡大を招きます。また、同政策の結果として低金利を享受できた場合、為替リスク管理が不十分なまま、民間セクターに對外債務を安易に抱えさせ民間企業の過剰債務（短期債務依存の場合は特に問題が大きい）、銀行システムの不安定性増大などを助長する可能性もあります。この結果、為替切り下げリスクに直面し、実態経済上も深刻な問題に発展する可能性があります。

また、国際資本移動が高度に自由化された現在の国際金融システムの下では、経済のファンダメンタルを必ずしも反映しない、期待収益に基づく投機的な資金移動が発生しやすくなっています。こうした状況下では、国際収支および對外競争力などのほか、経済政策に対する懸念、政治的混乱さらには金融情勢への思惑など様々な要因により為替が変動します。特に短期民間資金に過度に依存した国において、脆弱な金融セクターや企業部門の過剰債務などが理由となった場合には、深刻な経済問題となる可能性があるということは、アジア通貨危機における韓国やインドネシアの事例の教訓と言えるでしょう。

② 債務構造

(a) 民間部門の對外債務を含む総對外債務

債務構造について分析する場合、民間・公共両部門を合わせた一国の総對外債務を分析する必要があります。民間部門債務は、一国の對外ポジションが悪化した場合、民間部門（アジア通貨危機における韓国の場合は民間銀行）の問題がマクロ経済全体に波及することを回避するために、公的部門が肩代わりするといった形で公的債務に切り替わる可能性があります。このため、銀行および企業債務などの民間部門債務を政府の偶発債務として認識することが必要となります。

97年に通貨危機に陥った国々においては、中央銀行が民間部門の對外債務を十分に把握しておらず、格付会社が情報開示を求めても十分な回答が得られないという状況がありました。これに対して韓国のように当局の情報開示体制が飛躍的に改善されたケースもあります。今後とも下記(b)の満期構造（借入れ期間別の債務の構成内容）を含め各国の管理体制が整備され、対外的に情報開示が遅滞なく行われることが望まれます。

(b) 債務の長短構造 —短期債務の把握—

国の對外債務の満期構造を分析することも重要で、特に短期對外債務には注意が必要です。

アジア通貨危機のように、一度、何らかの理由により通貨の切り下げ期待が高まると、それが銀行部門や民間部門の財務内容の悪化を引き起こす懸念などから短期資金の急激な流出を引き起こす可能性が高まります。また、銀行の短期資金（マネーラインなど）に加えて、リスクに敏感な海外からのポートフォリオ投資資金の動向にも注意する必要があります。

③ 金融システム

アジア通貨危機に見舞われた諸国は、国内のI-Sギャップを埋め、経済成長を支えるために外国資本の流入を必要としました。このため、各国当局は金融の規制緩和を図り、その過程で金融機関が海外から短期資金を借り入れ、資金需要に応じて長期貸し出しを実施しました。それ自体が不健全な運用といえますが、国内への外国資本流入により過剰流動性が生じ、その一部が不動産部門や株式市場に流れ、タイなどの不動産バブルを発生させる結果となりました。一方、中央銀行にも金融機関にもリスクを管理把握する能力・体制が整備されていませんでした。このような点もアジア通貨危機を誘発した重大な要因と考えられます。従って、中央銀行による金融機関の資産内容の管理体制、金融機関の情報開示、金融機関の融資審査能力、それらを背景とする金融システムの不良資産状況、金融・資本市場の自由化政策（適切なステップが踏まれているか）等について分析・評価します。

④ 産業構造問題

アジア通貨危機以前の韓国では、事業採算を度外視して規模拡大および事業多角化を進めた財閥が、多くの非効率部門と多額の債務を抱えることとなり、また、強力な労働組合の力に押されて人件費が上昇した結果、外部環境の変化に対して脆弱な経営体質（高コスト・低効率）となっていました。また、東アジア諸国共通の輸出主導型の産業政策の問題点として、生産機械などの資本財産業と部品生産などのすそ野産業が未発達なままとなり、輸出増が機械・部品などの輸入増を招いてしまうという産業構造問題が指摘できます。前者のようなケースでは、一国の主要産業の財務体質の脆弱性が、金融不安に絡んだ場合には、深刻な経済問題として表面化する可能性があります。また、後者のようなケースでは経常収支の赤字基調を定着させ、為替切り下げ圧力を引き起こす可能性があります。こうした構造問題は、一度、表面化すると急速に事態が悪化する可能性があることは、アジア通貨危機の一つの重要な教訓といえます。

従って、産業構造問題の分析・把握とその通貨危機の誘因となる可能性、さらに通貨危機が発生した場合の影響度などについても検討し、格付に織り込むこととなります。

3. 評価システムの特徴 2 「五段階の評価プロセスについて」

次に当該評価システムのもうひとつの大きな特徴について述べます。この評価システムは、評価手法の体系化を目的として評価プロセスが5段階に分類されています。すなわち、第一段階の定量評価プロセスに始まり、第二段階＝総合分析プロセス、第三段階＝定性評価プロセス、第四段階＝総合判断プロセス、第五段階＝予測評価プロセスという五つの評価プロセスにより構成されています（図1:「ソブリン格付多段階評価システム・チャート」参照）。各プロセスの個別内容は以下の通りです。

(1) 第一段階：定量評価プロセス

格付の分析・評価は基本的に定量評価と定性評価とに分類されます。当該評価システムにおいては、まず最初に定量評価を行い、定量的に判断した場合のリスク水準がどのようなレベルに属するものであるかを測定します。これは具体的にはコンピューター評価プログラムを使用しております。なお、この評価プロセスは中長期信用リスク評価プログラムと流動性評価プログラムの2つに分かれており、各々について評価を行っております。

(2) 第二段階：総合分析プロセス

格付とは端的に言えば、債務償還に関するリスクを評価することです。一般にある対象について評価を行う場合、必ず評価対象に関する認識基盤を築くことが前提となります。この第二段階は、第一段階の定量評価プロセスにおいて使用した主要経済指標がどのような背景の下で形成されてきたのかを認識し、さらに次の第三段階以降の評価作業を行うための認識基盤を構築するために総合的な分析作業を行うプロセスです。従って、この第二段階が当該評価システムの中で最も重要なプロセスと言っても過言ではありません。

総合分析の大きな分析項目を列挙すれば、およそ次の通りです。政治の歴史・現状分析（対外関係、国際政治経済上の位置付けを含む）、GDPの需給両面の分析（産業発展史含む）、公共部門財政分析、金融・財政政策分析、金融システム分析、国際収支分析、対外債務分析などの（国際）政治経済分析など。なお、総合分析の詳しい内容と留意点に関しては次の第4章で説明します。

(3) 第三段階：定性評価プロセス

これは、第二段階の総合分析プロセスによって構築した、対象国に関する認識基盤に基づいて、定性評価を行うプロセスです。この定性評価プロセスも中長期信用リスク評価と流動性評価の2つに分かれており、各々に関する評価プログラムに従って評価を行います。

(4) 第四段階：総合評価プロセス

第一段階の定量評価と第三段階の定性評価の各々の評価結果を下に、一定のルールに従って総合評価を行うプロセスがこの第四段階の総合評価プロセスです。ここでも中長期信用リスクに関する総合評価と流動性リスクに関する総合評価との2つの総合評価結果を出しています。そして2つの評価結果の間に対応関係を設定することにより、両者の結果をクロスチェックし、流動性リスクの進捗状況次第でそのリスク評価結果が、中長期信用リスク評価にとってのウォーニング・サインとなる仕組みを構築しています。

(5) 第五段階：予測評価プロセス

最後の第五段階では、これまでの分析プロセスに基づいて、第一段階の定量評価と同じ評価項目に関する3年間の予測評価を行います。同様に第三段階の定性評価についても予測評価を実施します。なお、厳密には第四段階までの評価プロセス自体そうですが、中でも特に定性評価においては

将来への影響と方向性を考慮しています。このため、評価が重複する面もありますが、それまでの分析・評価を下にあえて予測評価を実施することにより、将来の総合評価結果を出します。そしてそれを第四段階での総合評価結果と照らし合わせることで、格付の見通しを判断する重要ツールとして使用するのです。

4. ソブリン格付における総合分析の主な内容と留意点

ソブリン格付を行う場合、当該国の社会、政治、経済の全般にわたって分析が行われます。大きく分けて政治リスクと経済リスクの両面から分析する必要がありますが、その場合、特に政治と経済が相互依存関係にある点を認識することが重要です。例えば、政治的に不安定な国では国際収支が悪化した場合、国民に耐乏生活を強いる安定化政策の導入は困難となるでしょうし、高い経済成長を維持しつつ、所得分配の平準化が実現されている経済では国民の不満が鬱積する度合いは少なく、政治も安定化の方向に向かうと考えられます。本来、政治と経済を切り離して評価することは出来ません。企業の格付において当該企業の諸側面を分析した上で最終的に総合して判断しなければならないのと同様に、国の場合も国の諸側面からの分析結果に基づき総合して判断することが重要です。

(1) 分析の内容

格付で分析する国の諸側面は、地理、社会、政治、外交、経済一般、貿易・国際収支、金融、財政、対外債務など多岐にわたります。このような多面的な分析を行う理由について添付図2（「ソブリン格付の考え方」）を使って説明します。

(ア) 返済能力と返済意思

格付は約定とおりの返済確度を評価するものです（図の中央の半円にそれが示されている）。返済の確度は当該国の返済能力に依存します。しかし、仮に十分な返済能力を有していても、その国に返済の意思がなければ返済は滞ることになるでしょう。返済の確度は返済能力と返済意思によって決まるといえます。もちろん、返済能力のある国は返済意思も高いのが普通です。逆に、返済意思が強ければ、返済努力をする結果、返済能力も高まるケースが考えられます。この点は、図では、返済能力と意思を囲む二つの扇形の枠をつなぐ矢印が、両方向に付いていることで示してあります。しかし、ここでは、返済の確度は返済能力と返済意思に依存すると、一応、分けて考えることとします。

(イ) 返済意思と政治・社会

返済意思は、その国の政治・社会状況に大きく影響されると考えられます。政治への不満が強くと、政府に国民の意思を債務返済に向ける能力がなければ、政府は国民に耐乏をしいる安定化政策の代わりに、返済をしない方を選ぶかもしれません。ブラジルが1990年にモラトリアム宣言をしたことは、社会的、政治的背景を知らなければ理解しにくいと考えられます。また、例えばソ連崩壊のように体制の変更をとまなう政権交替が合った場合には、返済が滞るリスクが高まります。このようにその国の返済意思を知るためには、その国の社会と政治を知る必要があります。

しかし、その国の社会と政治を知る必要性はこれにとどまらず、その国の経済を知るためにも必要となります。例えば、マレーシアの歴史と人種問題の理解なしには、マレーシアで採られているマレー人優遇政策であるブミプトラ政策の意味を理解できません。ベルギーの財政を理解する場合にも、同国における人種問題を知る必要があります。このことを図では、「政治、社会」と「経済」を両方向の矢印でつなぐことによって示してあります。

政治・社会は大きく、歴史を含む社会・文化、国内政治そして外交の諸側面に分けられます。なお、それぞれについての主要な分析項目については図に示した通りです。

(ウ) 返済能力と対外支払ポジション

返済能力（図の主に右半分に示されている）は、個人ないし企業の場合と同様に一義的にはその支払ポジションに依存します。従って、返済財源となる対外資産と返済義務が発生する対外債務がどれだけあるかを知る必要があります。対外債務については、債務残高だけでなく毎年の返済額も知る必要がありますし、絶対額だけでなく、他の経済指標、例えば、GDP、輸出額等との対比で検討されます。そうすることによって、最新時点だけでなく、過去の実績と比べることが可能になり、また、国際比較も容易となります。

(エ) 国際収支

ストックである対外資産と対外債務は、毎年、フローとして流出入する外貨の累積したものです。したがって、対外資産と対外債務（そのうちでも特に対外債務）がどのようにして累積したのか、また今後どうなるのかを知るためには、外貨の毎年のフローを示す国際収支の分析が不可欠です。

国際収支の分析は、国際収支表の全項目、すなわち貿易収支、貿易外（サービス）収支、移転収支の経常収支と長・短資本収支に及びます。返済能力は外貨獲得能力と外貨借入能力の組合せで決まると考えれば、国際収支のうち経常収支はその国の外貨獲得能力の結果であり、資本収支は外貨借入能力の結果とみることができます。

国際収支をみるポイントは、外貨収入が減った場合、それに合せて輸入を減らせるか、また外部環境が悪化した場合、輸出への影響がどの程度かということです。このためには、輸出入品目の構成、輸出の地域構成、輸出入の価格・所得弾性値、輸入依存度、輸入抑制能力等が検討されます。国際収支の検討においては、国際収支の環境変化への適応能力ないし柔軟性（＝フレキシビリティ）を分析するのですが、そのためには、国際収支をみるだけでは十分な分析はできません。輸出や輸入は、その国の経済活動の結果として行われるものであるため経済そのものを知る必要があります。

(オ) 経済の3側面

国の経済について理解するために、大きく、三つの側面からの分析が行われます。すなわち、①経済動向、②経済構造・制度、および③経済政策です。

経済動向あるいは経済パフォーマンスは、経済に関する諸数値で、図に示されているように、

国民所得勘定の諸項目、雇用、物価、財政、金融と経済全般にわたります。それぞれの数値は単独に検討されるものではなく、相互の関連で分析されます、相互関連を分析する際の有効な手段が経済理論（特にマクロ経済理論）です。最新時点のみでなく過去の推移（タイムシリーズ）が検討されるとともに、国際比較（クロス・セクション）がなされ、その経済のパフォーマンスが評価されます。

経済構造の主要なものとしては、産業構造、就業構造、貿易構造があり、制度としては金融制度、財政制度、労使関係等があります。経済構造は経済パフォーマンスの結果であるとともに、経済構造によって経済パフォーマンスがある程度規定されます。また、制度の理解は、経済動向や経済政策を理解するためには不可欠のものです。例えば、金融制度を知らなければ、企業の資本調達の実体もわからず、マネー・サプライの動きも理解できません。また、金融政策の手段として利用出来るものとして何があり、その有効性がどの程度かを知ることができません。賃金の動向や物価動向を理解するためにはその国の労使関係や賃金決定メカニズムを知る必要があります。

経済政策は、主に短期の経済動向をコントロールするための政策手段であるマクロ経済政策として財政政策、金融政策、為替政策があり、長期の経済として外資政策を含めた産業政策があります。途上国の場合、これに経済開発計画が加わります。

経済政策の分析は、その国が環境変化に対応する能力、すなわち経済運営能力を知るために行います。また、経済政策の運用状況から政治の実体を理解することも可能となります。経済政策はマクロ経済理論をベースとして実施されますから、経済動向以上に経済理論との関連が強いといえます。また、経済運営能力は、経済性策だけに依存するものではありません。それは経済構造・制度、経済動向との関連も含めて理解されるべきものです。経済の構造調整が経済政策運用いかに大きく依存することは、東南アジア諸国経済とラテン・アメリカ諸国経済の1980年代の動向を比較してみれば明らかとなるでしょう。

(2) 分析上の留意点

以上、当社がソブリン格付を行う場合に分析する諸側面を図にしたがって説明してきましたが、この図で用いられている双方向の矢印は、その矢印がつなぐ二つの側面との間だけに相互依存関係があることを示しているではありません。例えば、物価は、両側にある雇用と財政から影響を受けるだけでなく、金融動向とも関係しますし、また当然のことながら各種の経済政策の影響も受けます。従って、この矢印は相互依存体系の一部を示しているに過ぎず、依存関係は全体に及ぶと理解する必要があります。

また、政治・社会の側面については、経済の側面ほどには、各項目の依存関係が明確にされていません。これは、政治・社会については、経済におけるマクロ経済理論のような分析の枠組みが用意されていないことによるものであり、政治・社会についての分析に重点が置かれていないことを意味するものではありません。この項の最初に述べたとおり、ソブリン格付は、最終的には政治・社会と経済の諸側面の分析の総合として行なわれます。また、諸側面を分析するにあたっては国際政治経済情勢とその国の歴史という2点についての理解が前提とされるということも重要です。国

際政治経済情勢の理解について図では政治・経済の枠の一番外側の右端に「国際政治」と「国際経済」の枠を置くことによってこのことを示しています。その国の歴史の理解については、100年から200年タームの大きな歴史の流れと、最近10年から20年タームの政治・経済動向の把握が必要となります。さらにソブリン格付分析上の留意点として、ソブリン格付が前節で説明した諸側面を一律の密度で分析・評価するものではないということも重要です。その国の置かれた状況に応じて、分析・評価の重点は異なることがあります。例えば、債務負担の大きい国については、外貨準備や対外債務の内容および短期の借入能力の分析・評価がそうでない国に比べて重要となってきます。また、政治・経済の成熟した先進国と開発指向の強い途上国とを同一基準で測ることは出来ません。先進国での政権交替は選挙を通して行われます。しかし、途上国の場合、国内の各種グループ間の争いの結果としての政権交替が多く見られるので、人種・宗教・政治等のグループの分析がより重要になります。経済について言えば、同じ経済政策でも先進国ではマクロ経済政策の運用に分析の焦点を当てますし、途上国では外資政策を含めた開発政策に重点が置かれます。また、途上国は経済開発に必要な資金を借入で賄っているため、債務負担が大きく、しかも国際金融市場での調達能力も限られているのが通常ですから、対外債務を中心とした対外支払ポジション、IMF、世銀等の国際金融機関との関係、国際収支等の分析・評価が重要となり、そうした側面の良し悪しが格付に大きく影響を与えることが考えられます。一方、国際金融市場へのアクセスが容易と思われる先進国の場合は、経済全体の分析・評価がより重要になってきます。

また、的確なソブリン格付を行う上で他の国との比較も重要です。企業の格付についても企業間の比較が重要であることは同じですが、国の場合は、企業以上に複雑な活動を営む主体であるだけに、クロス・セッションの分析を通じた総合的な視点がより重要であると言えます。

(3) 格付とカントリー・シーリング

最後にカントリー・シーリングについての当社の考え方を述べます。カントリー・シーリングとは、「ある国の居住者が発行する債券の格付は当該国の政府債の格付を超えない」という考え方で

す。外国政府の発行する債券は、返済通貨が当該国の自国通貨であるか、外国通貨であるかによって、格付が異なることがあります。自国通貨であれば、政府は銀行券を増発したり、増税したりして償還財源を確保することは可能です。しかし、外国通貨が返済通貨である場合には、政府が外国通貨を保有していないときには返済が不可能となります。すなわち、政府の外貨調達能力によって格付が異なってくるのです。したがって、自国通貨建ての場合は、国内債と同様に当該債券の返済の確度を判断し、それに基づいて格付がなされますが、外国通貨建ての場合はたとえ発行者が当該国で最優良の企業であり、国内通貨で十分な返済財源を有していたとしても、国として返済外貨がない事態を想定して、格付は政府債の格付を上限として行なわれることとなります。これがカントリー・シーリングの考え方です。

この考え方に従えば、発行者の信用度に変化がなくても、国の格付が引き上げられれば、当該発行者の債券の格付も引き上げられることもあり得ますし、その逆も起こり得ます。換言すれば、外貨建外国債の場合は、格付は当該発行者の事情と国の事情との両方により変わりうるということ

す。

例えば、ある外国企業 X がその属する国で最優良企業であって、本来の格付（自国通貨建債券を発行した場合と言ってもよいでしょう）がトリプル A（AAA）であるとしします。しかし、当該国の外貨建政府債がダブル A マイナス（AA-）であれば、企業 X の格付も AA-となるのです。そして、仮に、政府債の格付がダブル A フラット（AA）に下がれば、企業 X の業績に変化がなくても、企業 X の格付も自動的に AA となります。また、政府債の格付に変化がなくても、企業業績が悪化すれば、企業 X の格付は例えば、1つ下のシングル A プラス（A+）となります。

以 上

図 1: 【ソブリン格付多段階評価システム・チャート】

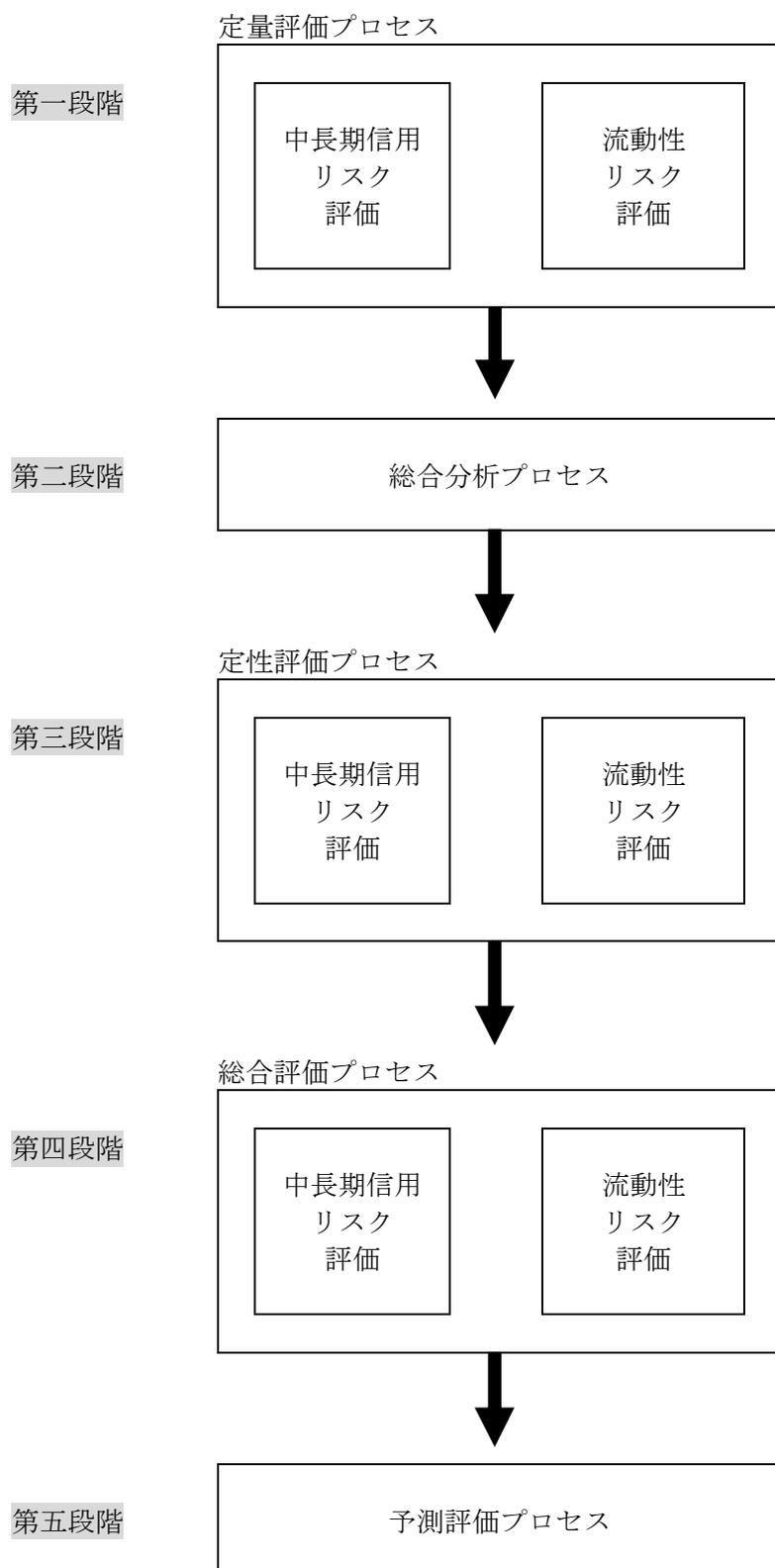
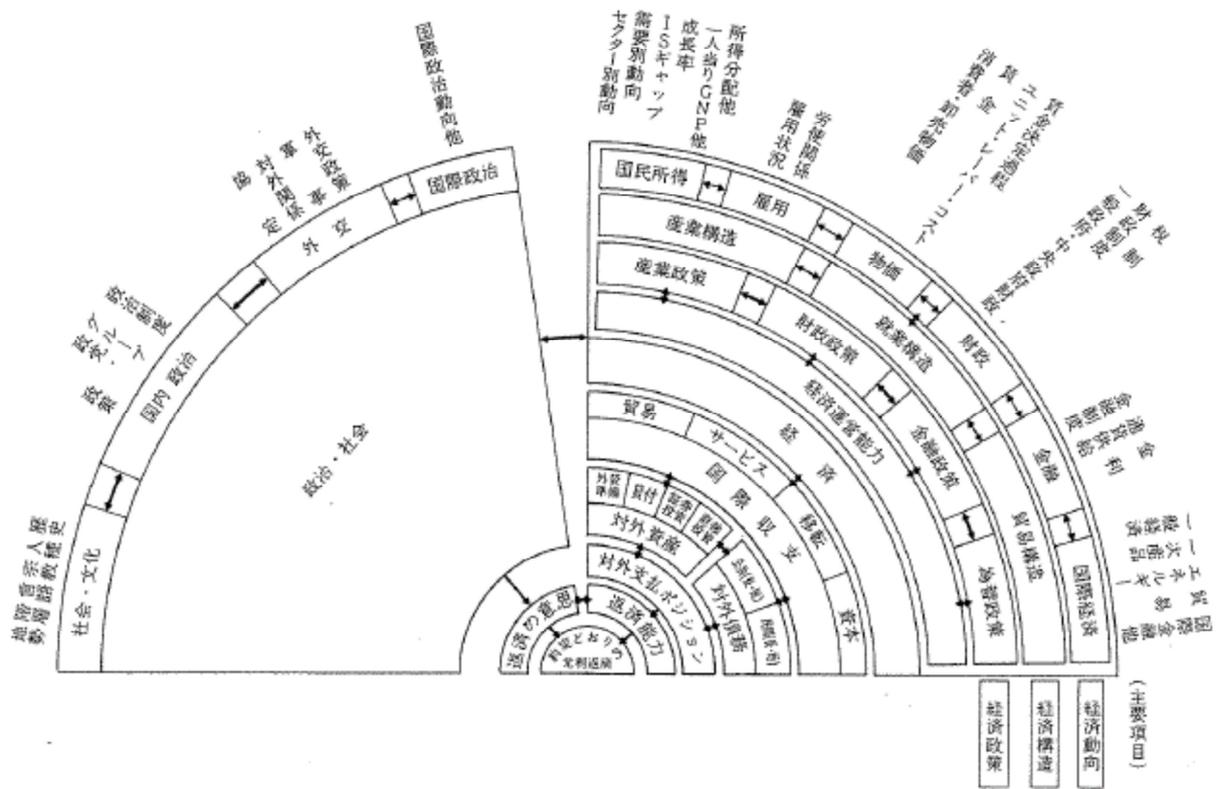


図2：【ソブリン格付の考え方】



II. 準ソブリン格付方法

1. 準ソブリンの格付方法の概要

JCRでは、政府系特殊銀行や国営企業などの政府系機関、いわゆる「準ソブリン」の格付を行う場合、政府による明示的保証の有無のほか、政府による法的な支援の有無や産業政策上の重要性など政府との関係の深さ（ソブリン性）を分析し、政府の信用力を格付にどの程度反映させるべきかを判断しています。また、同時に財務状況や事業リスクを分析・評価し、総合評価を導き出すというアプローチをとっています。このため「準ソブリン」の格付は、政府による元利払いの完全な保証がない場合でも「ソブリン」の格付と同じになる場合もありますし、それを下回る場合もあります。尚、当該「準ソブリン格付方法」は外国の準ソブリンを対象としています。

2. ソブリン性評価上の重要ファクター

JCRでは、政府系機関のソブリン性を評価する場合、以下の5つのファクターに着目し、ソブリン性の強度を多角的に分析・評価しています。なお、各々のファクターには評価ウェイトを設定しており、基本的には下記(1)の評価ウェイトが最も重くなると考えています。但し、評価ウェイトは完全に固定されたものではなく、適切と判断される場合は各政府系機関により変更することもあります。

(1) 規制上の保護を含む法的保護の強度

準ソブリンと見なされる政府系機関に関して公的な保護が設立準拠法等の法律により規定されている場合、ソブリン性の判断上、プラスに評価できます。例えば、①法律で規定された明示保証、②法律で規定された政府による支援措置、③政府が予算の範囲内で特定企業の事業について必要な費用の一部を補助したり、財政資金を融資でき、当社が発行した債券の利子について一部補助ができることを定めた法律が存在するなど。

また、当該機関を保護する規制が政府によって実施されている場合、ソブリン性の判断上、プラスに評価できます。例えば、政府が免許制により新規参入を制限し、国内市場での競争を制限している場合など。なお、政府による規制の将来動向を予測することも必要です。その場合、規制当局の方針（民営化など）、規制当局の将来の意思決定に影響を与える外部環境、社会团体や政治団体の存在などについても検討する必要があります。

(2) 上記以外の政府による支援の強度

当該政府系機関の信用力を補完するために政府が提供する経済的並びに設立準拠法など必ずしも明確な法的根拠がない場合の規制上の支援の内容についても分析する必要があります。このような支援には、①明示的保証（法律で規定はされていない場合の）、②当該政府系機関が経営難に陥った場合に債務の返済を支援するという政府の意志、③間接的な補助金、さらには当該政府系機関の信用の質の向上に有利な一般的な経済・社会環境などの広義の支援などが考えられます。また、明示的な政府保証がない場合の政府による支援に関しては、全体的な規制環境、経済環境、政治環境を国がどう設定し、維持していくかという点も重要になると考えられます。その場合、政府が当

該政府系機関の将来の経営に有利な事業環境を創り出す能力と意思があるかをみる必要があります。

(3) 政府との資本関係の強度

政府が政府系機関の株式を保有し続けることは、企業に対する経営管理権を維持したいという政府の意思の現れとしてソブリン性の判断上、プラスに評価できます。但し、政府が株式を保有していることが、当該政府系機関の債務返済責任を政府が全て負うことを必ずしも意味しない点には留意が必要です。また、政府保有比率が50%超である場合は、そうでない場合に比べて経営難の際に政府が介入する可能性は一般的に高いと考えられますが、その場合も同様に留意が必要となります。

また、政府の当該政府系機関の株式保有意図も重要と考えられます。例えば、外国企業による支配を防ぐ目的であれば、政府は当該機関の市場を保護し事業環境を安定化させる方向で規制を進めると期待できます。さらに、当該政府系機関に関する政府による民営化計画の有無や政府による株式保有比率の変化についても確認する必要があります。

(4) 政府の産業政策上の重要性

政府のエネルギー政策、産業政策、社会保障政策、防衛政策などの国家政策上の観点から当該政府系機関の重要性を判断します。重要性が高ければ、ソブリン性の判断上はプラスに評価でき、逆に低ければ、マイナスとなります。

(5) 政府との人的関係の強度

政府と当該政府系機関との人的関係が強い場合は、ソブリン性の判断上はプラスに評価できます。政府による経営への人的関与、経営陣の任命権を政府が有するか、有する場合は、それに対する法的根拠の有無などを確認する必要があります。

以上、JCRでは上記の5つのファクターを分析・評価し、格付の対象となる政府系機関のソブリン性の強度を判断しています。なお、政府との関係が強いことはソブリン性の判断上はプラスに評価できますが、一方で、当該政府系機関の経営内容に基づく信用力評価という観点からはマイナスとなる可能性もあることには注意が必要です。例えば、政府の持株比率が高いことが、経営効率化や市場原理に基づく経営を行う上での阻害要因となったり、モラルハザードを引き起こす可能性があります。また、外資による投資に対する制約がある場合、企業の海外資本調達を制約するという点で長期的なマイナス要因ともなりえます。従って、政府系機関の格付の最終的な判断においてはこのような点も踏まえた総合的な判断が求められます。

以 上