

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
財団法人 国際通貨研究所

## 格付けシステムの問題点は何か

—日本国債の格付論争を考える—

(財)国際通貨研究所  
専務理事 浅見唯弘

### 1 はじめに

財務省の黒田財務官は、去る4月、日本国債の格付けを1998年以来順次引き下げてきた3大格付け会社<sup>i</sup>（ムーディーズ、S&P、フィッチ）へ意見書を送り、その中で既に現状の国債の格付けが低すぎることで、更なる格下げは根拠を欠くとして、格付け評価の客観的基準を明らかにし、詳細を説明するよう求めた。発行体である政府が、格付け会社に対して公開書簡により格付けを批判したことは異例である。

その狙いとするところは、格付け論議を公開することによって、格付けに対する一般の理解を深めることが、将来的に格付け引下げに対する抑止力となると判断したためと思われる。政府は当然のことながら更なる格下げが、国債価格の下落を招き、財投機関のみならず金融機関や一般企業の格付けにも悪影響を及ぼしかねない点も懸念している。さらに、2006年末から実施が予定されている銀行の「自己資本に関する新しいバーゼル合意」（バーゼルⅡ）では、格付けAAの国債のリスク・ウエイトはゼロであるのに対し、格付けAの国債は20%となるため、格付けAへの引下げは、国債を大量に保有する邦銀の自己資本比率を低下させることも考慮されたのであろう<sup>ii</sup>。

本稿は、財務省が仕掛けた格付け論争で明らかにされつつある国債格付けの問題点に触れながら、さまざまな金融サービス部門の中で最も競争関係が欠如している格付け市場の仕組み、格付け会社の国際的展開、今後更に重要性が高まる格付け会

i 3大格付け会社の正式名称はMoody's Investors Services, Standard & Poor's, Fitch Ratings。

ii 但し、各国当局の裁量により、自国通貨建ての自国政府向けのエクスポージャーにはより軽いリスク・ウエイト（このケースではゼロ%）を適用することが可能である。

社の役割、競争的な格付け市場の育成につき考えてみたい。

## 2 日本国債格付け論争

日本の一般政府債務残高の対GDP比率は1.4倍、対歳入比率は4.5倍に上る。少なくとも今後数年間財政赤字は続くので、借換え債を含めて毎年100兆円を超える国債の発行を要し、中期的に一般政府債務は増加し続ける。政府債務は憂慮すべき水準に達しており、財政再建は政府が取り組むべき最重要課題となっている。

3大格付け会社は日本国債に対して次のように格付けしている。

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
外国通貨建て政府保証債	Aa1	AA-	AA
自国通貨建て国債	A2	AA-	AA

3大格付け会社の格付けには格差がある。

- ・ 自国通貨建てと外貨建て政府保証債<sup>iii</sup>（ユーロ円を含む）の格付けをS&Pとフィッチは同一（S&PはAAマイナス、フィッチはAA）としているのに対し、ムーディーズは4ノッチの格差をつけている（外貨建て政府保証債Aa1に対し自国通貨建て国債A2）。
- ・ 自国通貨建て国債の格付けに最大で3ノッチの格差がある（フィッチAAに対しムーディーズA2）。

各社とも財政指標を含む経済のファンダメンタルズや政治情勢等についての評価を行った結果、異なる格付け評価となっている。このように異なる結論に達した各社の考え方や分析手法にはどのような違いがあるのだろうか。格付けは、債務者の中期的な債務不履行の可能性を簡単な記号で表したもので、ソブリン格付けには一般的に格付けの根拠等詳細な説明は付されない。格付け会社がこれまで公表した財務省への回答書簡（フィッチのみ回答書簡を公表）及び各社のウェブサイトの資料を見る限り、財務官の問いに対して明確な回答はされていない。

各社による格付け、中でも最も低い格付けを行ったムーディーズの格付けに対する一般の反応は、日本経済の実態を正しく反映していないとして声高に憤慨するものから、低い格付けは日本の経済運営能力に対する市場の信頼が失われた証拠だから、格下げは警鐘と受け止めるべきだとの意見まで幅のあるものであった。

これらの論争に対する筆者の意見は以下の通りである。

(1) ソブリン格付けが市場へ与える影響の大きさを考えれば、公器たる格付け機

<sup>iii</sup> 現在外貨建て債としては、政府保証債が発行されているが、国債は発行されていない。

関は判断の根拠を可能な限り公表し、一般に説明する責任があると考え。財務省は書簡を公開しているのだから、格付け会社も議論の透明性を高めるためにその回答を公開すべきである。

- (2) 一般的には外貨建て債務のほうが自国通貨建て債務より厳しい基準に基づき格付けされる。その理由は、政府は自国通貨建て債務に対しては通貨の増発、国債の中銀引き受け、増税など政策手段を持つので債務不履行を回避する手段があるのに対し、外貨建て債務に対してはそのような政策手段を持たないからである。ムーディーズは一般論とは逆に、自国通貨建てを厳しくし、外貨建て政府保証債の格付けに比べ4ノッチ低いA2格付けとした。それが意味するところは、日本政府は、債務返済の困難に陥った際に、外貨建て債務を自国通貨建て債務に優先させて弁済する、と同社は考えていることである。何を根拠にそのような予想が立てられるのか十分な説明が与えられていない。
- (3) 格付け会社は日本の格付けを行うに際し、マクロ経済のファンダメンタルズの中で財政指標を重視している。しかしながら、例えば日本は米国とともに、他のG7諸国の中で租税負担率が最も低く、徴税余力がある点が考慮されていない。
- (4) 財政指標を重視するあまり、総合的なマクロ経済指標に基づく評価は十分に行なわれていない。
- (5) 最近まで、国の債務格付けが、国内企業の債務格付けのシーリングとなると考えられてきた。しかしながら、ムーディーズは、数年前にカントリー・シーリング（日本のカントリー・シーリングは現在Aa1）を導入し、一般企業の格付けは、国債格付けが引き下げられても必ずしも連動しないとした。その結果多くの国内企業は自国通貨建て国債格付けを上回る格付けを保有している。しかしながら、カントリー・シーリングで、ソブリン格付けと国内起債者との複雑な関係を論じてはいるが、納得できる内容とはなっておらず、今後更に検討が重ねられる必要がある。

3大格付け会社は数十年以上にも亘り数多くの一般企業の格付けを行ってきた。各社とも常時数千社の格付けを行なっている。後に述べるエンロンのように個別には失敗例もあるが、各社が発表する一般企業格付けと債務不履行との関係、即ち、低格付けほど債務不履行が生ずる確率が増加する姿を描くことに成功している。

一般企業格付けと異なり、ソブリン格付けの歴史は比較的短い。それが活発化したのは、国際資本市場においてOECDメンバー国を中心とする起債が活発に行なわれ始めた80年代後半からである。90年代に入ると、新興市場国によ

iii IMFの定義によればサーベイランスとは「メンバー各国が実施した経済財政政策の国内・海外に対する影響についての政策対話であり、モニタリングとコンサルテーションのプロセス」とされている。とりわけ、資本フロー、金融セクター問題、域内貿易と為替制度が大きなウエイトを占めている。(福居信幸「国際金融」1082号(2002.3.15)参照)

る起債が始まり、格付けが行なわれるようになった。ラテン・アメリカにおいては、10年に及ぶ債務危機解決のために、ブレディー・プランが提唱された。それによってこれら政府が抱える巨額の銀行債務が証券化され、流通市場において活発に取引されるようになった。その結果これらの新興市場国は格付けを取得した。現在およそ100カ国が格付けされている。ソブリン格付けの手法は、比較的短い歴史の中で、さまざまな工夫が凝らされているが、実のところまだ手探りの状態にある。一般企業格付けと異なり、ソブリンに対する格付けの正しさを、債務不履行の経験値に基づいて検証することは大変な困難を伴う。

日本の国債の格付けに関する論争を通じて明らかにされつつある問題点は、格付け会社による説明責任が十分に果されていないために、格付けの不透明さが解消されていないことであると思われる。格付け業界は他の金融サービス業と異なり3大格付け会社の優位性が確立されているために、競争関係が最も働きにくいと考えられている。このような寡占的であると称される業界の問題点を見る必要があると思われる。

### 3 米国の格付け制度「NRSRO」

米国では、「米国において広く認知された格付け機関」(NRSRO<sup>iv</sup>) と呼ばれる制度に基づき、米国証券取引委員会 (SEC) が、格付け会社の中からNRSROの資格をもつ格付け会社を指定している。米国において広く認知された (nationally recognized) 格付け機関とは、全米において当該機関の格付けが信頼され、投資家、起債者及びその他市場参加者によって利用されていることを意味する。従って、NRSROはSECが市場による認知と信頼を追認するものであり、SECが法や規制によってあらかじめ定められた資格要件を満たした格付け会社に対してライセンスを与える制度とは異なる。新たに「広く認知された格付け機関」となるためには永年に亘る格付け実績が必要とされ、新規参入は極めて困難となっている。このようにNRSROが格付け市場の競争を阻害し、「事実上の寡占」をもたらしている、との見方をする人もある。

SECは1975年に、証券会社のネット資本金評価に必要な保有有価証券を評価するに際しNRSROの格付けを利用することに決定し、現在3大格付け会社として知られる、各社をNRSROとして承認した。その後ダフ・フェルプス等4社がNRSROとして承認されたが、その後3大格付け会社によって合併ないし吸収されたためNRSROの3社体制は不変である。

米国では、さまざまな法令によって、NRSROによる格付けを政府や民間の資産運用の安全性基準にするよう規定している。例えば、現在2兆ドルに達するマネ

<sup>iv</sup> nationally recognized statistical rating organizations

ー・マーケット・ファンドは、NRSRO格付けに従って運用されている。格付け会社は一般投資家より先に入手した企業等の内部者情報を一般に公表する義務を負わないとされ、また、格付け会社の格付けは当局による指導の対象とはならない。このように特典と保護にも浴している米国におけるNRSROは、実質的に公的機関としての役割の一端を担っており、政府機関に準じた公的な権限を担っているにもかかわらず当局監督の対象にはなっていない。

去る3月20日上院の政府問題委員会（Committee on Government Affairs）において「格付け機関を格付けする一エンロンと格付け機関」と題する公聴会が開催された。昨年業績が急速に悪化し12月に破綻したエンロンに対する格付けが、倒産の4日前まで投資適格格付け（BBB）であったことから、不適切な格付けが投資家に損害を与えたという格付け会社批判に端を発したものである。公聴会では、格付け機関の競争促進や、事実上政府機関に準ずるパワーを有している格付け会社の説明責任等が論じられた。SECのコミッショナーであるアイザック・ハント氏は公聴会において、(1) SECが格付け会社をNRSROとして指定する制度がもたらす市場の競争への影響、(2) NRSROの資格を有する格付け会社に対する当局による監督の必要性、につき今後検討することを約した。

しかし、SECが検討を約した2点はこれまでも議論されてきたものであり目新しいものではない。1983年に起きたワシントン州の原子力発電会社WPPSSの倒産や、1994年に起きたオレンジ・カウンティ破綻問題に関連して、格付け会社が批判され、提訴までに至ったが、いずれの場合も、格付けは単なる投資に関する意見に過ぎないとして、制度変更等具体的な成果は得られなかった。従って、NRSRO制度を大幅に変更して、例えば、NRSROの数を大幅に増やしたり、格付け会社に対する規制や監督を強化する動きは、少なくとも近い将来は期待できないと思われる。

#### 4 グローバルな展開をする格付け会社

NRSRO3社は、世界の機関投資家、起債者及びその他市場関係者による評価を得てグローバルに展開している。ムーディーズによれば、格付け手数料収入を主たる収入源とする2001年における格付け会社の総収入21億ドルのうち、S&P、ムーディーズ、フィッチがそれぞれ870百万ドル（41%）、797百万ドル（38%）、302百万ドル（14%）であった<sup>v</sup>。3大格付け会社の収入の合計額は、全収入の94%に達する圧倒的なシェアとなっている。

ムーディーズは2000年にDun & Bradstreet社傘下から独立し、現在ニューヨーク証券取引所に上場する独立法人となっている。

S&Pは、1966年にMcGraw-Hill社の傘下に入り以来同社の一部門となっている。

<sup>v</sup> Moody's

フィッチはパリ証券取引所に上場するフランス企業Fimalacの子会社で、ニューヨークとロンドンに本社を置く2本社制をとっている。同社はストラクチャード・ファイナンスと銀行格付を得意分野としている。同社のマーケット・シェアはムーディーズやS&Pのおよそ半分であるが、近年起債を拡大しつつある欧州企業を中心に市場シェアを拡大しつつあり、またラテン・アメリカ市場にも強みを発揮している。

3大格付け会社は何れも米国のNRSROとしての資格を取得し、それを背景にしてグローバルな展開をしている。

日本は米国の制度に倣って1992年に指定格付け会社制度を設け、金融庁は現在3大格付け会社と共に日本格付投資情報センター（R&I）と日本格付研究所（JCR）2社を指定格付け会社としている。日本の格付け会社の歴史は20年程度に過ぎないが、今ではソブリンの格付けを行ない、またアジア地域へ展開を始めつつある。しかしながら、市場による認知の点で3大格付け会社の後塵を拝している。また米国のNRSRO資格は未取得である。

アジア地域における地場格付け機関は、日本の格付け会社を除きおよそ20社ある。その多くは設立後10年に満たず、設立に際しては、政府や中銀の支援を得ている。主たる業務は、地場企業の国内市場における起債に必要な格付けを行うことであり、ソブリン格付けは行っていない。1997—98年のアジア危機はこれら誕生間もない格付け機関にとり試練となった。高い格付けを付与していた企業が軒並み倒産したからである。各国政府とも格付け機関の育成に努めており、2000年9月にはアジア開発銀行の支援のもとに13の格付け機関よりなるアジア格付機関協会（Association of Credit Rating Agencies in Asia, ACRAA）がマニラに設立された。

## 5 拡大する格付け業務

今後格付け業務の範囲は拡大し、その重要性は増すと考えられる。

その理由は第1に、起債の増加である。最も成熟した格付けシステムを持つのは、資本市場が最も発達した米国である。ヨーロッパでは、銀行融資による間接金融が必要な産業資金を供給してきたので、これまで起債は低調であった。然るに、1999年の単一通貨ユーロの導入以来、金融・資本市場の統合や市場の整備により、今後直接金融の割合が増加すると予想されている。BISによれば、既にユーロ市場ではユーロ建て債券の新規発行額は、米ドル建て発行額に迫っている<sup>vi</sup>。アジアやラテン・アメリカ地域においても一般企業による起債が徐々に増加すると期待される。その結果、格付けはヨーロッパ及びアジア、さらにはラ米地域へと拡大し市場の不可欠なインフラ機能としてその重要性は増大すると考えられる。

vi 国際決済銀行（BIS）Quarterly Review 2002年6月号

第2に、今後増加が予想される新たな金融商品、例えば、ABS（アセット・バックド・セキュリティーズ）をはじめとするストラクチャード・ファイナンス、クレジット・デリバティブにとって格付けは不可欠である。

第3に2006年末に導入が予定されているバーゼルⅡにおいて国際的に展開する一部の金融機関は、内部格付け手法により保有資産の信用リスク評価を行い、自己資本の査定を行なうよう期待されている。しかし多くの金融機関は、標準的手法に基づいて信用リスク評価を行なうことになる。この場合、格付け会社を含む外部の格付けに依拠することになっている。このように格付け会社は、現行のバーゼルⅠには無い新たな公的な役割をバーゼルⅡにおいて国際的に果たすことになる。

格付け会社業務の重要性が増し、グローバルな拡大をする中で、将来の格付け業界はどのような姿になっているであろうか。3大格付け会社が引き続き支配するのだろうか、あるいは、より競争的な環境へと変化しているのだろうか。最も好ましいシナリオは、地域的に広がりのある格付け会社が、より競争的な環境の下で、より透明性のある質の高い格付けを提供することであろう。

## 6 結論—透明性の高い格付け市場の育成

格付け制度は、金融サービス産業の根幹をなす「信用システム」を国際的に支えるものとして重要な役割を果たしている。米国の金融サービス産業を担う銀行、保険、投資銀行等は、金融の国際的な統合を推進し、グローバルな金融システムに最も大きな影響力を及ぼしてきた。格付け会社も米国のNRSRO制度を通して、グローバルな金融システムの一翼を担っていると見ることが出来る。

しかしながら、NRSROシステムはその指定制、即ち「市場による認知要件」のために金融サービス産業の中でも最も非競争的な市場となった。この要件は、量的な捉え方が困難なため格付け会社を新たにNRSROとして認定することが容易にできないという難点がある。これまでも多数の申請書がSECに対し提出されてきたが、長期に亘り処理されていないと報道されている<sup>vii</sup>。

今後格付け市場が、より競争的な市場として発展するかは、以下二つの要因にかかっている。第1に、米国のSECが米国以外の格付け会社を含む新たなNRSROを指定するかである。第2に、米国以外の格付け会社が3大格付け会社と競争できるようになるかである。格付け業務の拡大が見込まれる中で、米国以外の格付け会社、中でも巨大な資本市場を持つ日本の格付け会社が市場のプレゼンスを高め、3大格付け会社と競争出来るまでになるかである。

格付けは、証券やその他債務の発行体の信用力に関する、民間企業である格付け会社による意見の表明である。この「意見の表明」は、当局による監督から自由な

vii New York Times article by Leslie Wayne carried by Herald Tribune of April 24, 2002, 及び Financial Times article of May 21, 2002.

市場をベースとした金融サービスとして市場参加者に提供されることが望ましい。格付け会社にとって、自由な「意見の表明」が出来る環境が、重要であることは間違いない。しかし自由な「意見の表明」は、格付けが競争的な環境の下で行なわれ、透明性が確保されていることが前提となる。

格付けの根拠など情報開示が十分行なわれないために格付けの透明性が欠如する場合は、格付けの信憑性が問われることになる。何が原因となって格付けにかかわる情報開示が十分に行われないかを明確に示すことは容易ではないが、格付け会社が現在置かれている寡占的な状況が原因の一つになっているのではないかと推測される。市場が非競争的であり続け、その弊害が無視できない状況になれば、政府機関に準ずる機関として、今後重要性を増す格付け会社に対して、当局規制が強化されることもあり得るであろう。そのような事態を回避するために、格付け会社は自ら透明性を高める努力をすることが望まれるのである。

(本論文は、財団法人外国為替貿易研究会発行の2002年8月1日付「国際金融」1090号に掲載された。)

---

©2002 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2

電話：03-3245-6934(代)ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp/>