

Newsletter



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

アジアの信用格付けの問題点と今後のあり方について ～クロスボーダー債券投資拡大のための方策は何か～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部長 兼 開発経済調査部長
佐久間 浩司

koji_sakuma@iima.or.jp

<要旨>

1. 信用格付け業務は、債券の発行体、投資家、規制当局者にとって必要不可欠な金融インフラとなっており、格付け産業は先進国だけでなく新興国においても、当該国の金融資本市場においてある程度の存在を示す程度に発展してきた。欧米をはじめとする先進国では格付け機関への過度の依存が問題となったが、アジアにおいては、格付け機関への過度の依存をどう回避するかよりも、むしろ格付け機関をどう育成するかが主な課題である。
2. アジアでは各国の官民による取り組みにもかかわらず、債券市場の発展、なかでも社債市場拡大の成果は限定的であり、その背景の一つが格付け機関や証券取引所などの金融インフラが不十分なことである。ASEAN プラス 3 地域のクロスボーダー債券投資を促進するため、地場格付け機関の信用力を高めるためにより多くの努力が求められている。
3. 格付け機関に関する諸問題の解決は、クロスボーダー

レポート内の重要用語を
HPトップページ右上部「用語解説ツール」で解説しています。以下のURLにリンクしていますので「用語解説ツール」を是非ご活用ください。
<http://www.iima.or.jp/Docs/key-word/keyword.pdf>

取引の拡大を通じたアジアの社債市場の更なる発展に欠かせない課題である。また、倒産法などの現地法制、商慣行、財務データの公開基準などの国ごとの相違にどう取り組むかも併せて考える必要がある。

4. そのための方策として(1)アジア各国の地場格付け機関向けのガイドブックの作成、(2)地場格付け機関の認定基準の収斂会計基準、(3)企業情報開示などのルールや制度の収斂、(4)公式信用情報を掲載するウェブサイトの創設が考えられる。頑健で評価に耐えうる格付け制度を構築するためには、このような施策により格付けそのものに加え、格付けに影響を及ぼす要因を改善することによってのみ達成できる。

はじめに

信用格付け業務は、20世紀初めに米国で始まり、その後、投資家の信用リスク評価に必須の参考情報として広く用いられるようになった。今日では債券の発行体、投資家、規制当局者にとって必要不可欠な金融インフラである。ただし、このように格付けの重要度は高まったものの、格付けの信頼性や発行体と投資家の利益相反、格付け機関への過剰な依存など、格付け制度は様々な問題を抱えていることが指摘されるようになった。

一方、格付け産業は先進国だけでなく新興国においても、当該国の金融資本市場においてある程度の存在を示す程度に発展してきた。アジアをはじめ新興国においては、先進国と異なり、格付け機関への過度の依存をどう回避するかよりも、むしろ格付け機関をどう育成するかが主な課題である。本稿では、アジアの地場格付け機関の問題点と機能強化に向けた方策について論じる。

1. 格付け機関に関する最近の国際的論点

格付け業務は、長い間、当局の規制を受けずにいたが、2000年代に入り、主として米国で格付け機関（Credit Rating Agencies : CRAs）を中心とする格付け制度の問題点が指摘されるに至り、国際的にも格付け機関の行動と規制のあり方が活発に議論されるようになった。議論は2001年のエンロン破綻後と2007年から2008年にかけてのサブプライム問題とリーマン危機後に活発化し、中心となるのは以下の4点である。

1 - 1. 米国の企業会計問題後の議論

2001年のエンロン破綻以降、格付け機関についての国際的な議論の場では(1)格付け機関の独立性と利益相反や、(2)少数の機関による市場の独占が焦点となった。これらの議論を経て、証券監督者国際機構(International Organization of Securities Commissions : IOSCO)は2003年に以下の通り格付けのあるべき姿について原則を制定した。

- ① 市場参加者の情報の非対称性を補う質が高く誠実性の高い格付けプロセス
- ② 政治的あるいは経済的圧力からの独立性および利益相反の回避
- ③ 透明でタイムリーな格付け情報の開示
- ④ 非公開情報の秘密性の保持

1 - 2. 2007年から2008年のグローバル金融危機後の議論

また、2007年から2008年にかけてのサブプライム問題とリーマン危機後には2つの重要なポイント、すなわち危機の原因となった(3)証券化商品に関する格付け手法とデータの信頼性、および(4)格付け機関への過度の依存が論点に加わった。

前者の証券化商品に関しては、格付け機関は、当時格付けを行うと同時により格付けの高い証券化商品を組成するにはどうしたらよいか助言を行っていた。これは利益相反に相当する。一方、後者の格付け機関への過度の依存は市場のプロシクリカル性(循環増幅効果)をさらに大きくすると考えられた。規制当局者および投資家いずれも格付け機関への依存が大きく対処が必要であった。こうしたなかで、金融安定理事会(Financial Stability Board : FSB)は、2010年に格付け機関に関する依存度を引き下げのための原則を公表した(図表 1-1)。

図表 1-1 : 格付け機関の格付けへの依存引き下げのための原則

| | |
|------|---|
| 原則 1 | 基準、法律、規制における格付け機関の格付けへの依存度の引き下げ 基準設定を行うものおよび監督当局は、基準、法律、規制における格付け機関の格付けの参照を評価し、可能な限りそれらを削除し、あるいは代替する適切な信用価値基準に置き換えるべきである |
|------|---|

| | |
|--------|---|
| 原則 2 | 格付け機関の格付けへの市場の依存度の引き下げ 銀行、市場参加者および機関投資家は、自分たち自身で信用評価を行うことが期待され格付け機関の格付けのみに頼ったり、機械的に依存したりすべきでない |
| 原則 3-1 | 中央銀行のオペレーション 中央銀行は、公開市場操作において受け入れる場合、担保および買い切りの購入のいずれであっても、金融商品の信用判断を自ら行うべきである |
| 原則 3-2 | 銀行の健全性（ブルーデンス） 監督 銀行は資産の信用価値の評価を格付け機関の格付けに機械的に頼ってはならない。これは、銀行は、自らがエクスポージャーを持っている金融商品に関する他のリスクと同様に、金融商品の信用価値の評価を自ら行う能力を有するべきであり、監督当局を納得させるべきである |
| 原則 3-3 | アセットマネジメントと機関投資家の内部制約と投資方針 アセットマネジメント業者および機関投資家は資産の信用価値の評価を格付け機関の格付けに機械的に頼ってはならない |
| 原則 3-4 | 民間部門のマージン合意 市場参加者と中央の取引相手は、カウンターパーティあるいは担保資産の格付け機関による格付けの変更を、デリバティブ取引や証券貸借取引における大幅かつ自動的な追加担保の要求の自動的なきっかけとして用いるべきではない |
| 原則 3-5 | 証券発行体の情報開示 証券の発行体は、投資家が自ら独立した投資判断と証券の信用リスク評価が行えるよう、包括的でタイミングの良い情報を公開すべきである |

（出所）2010年10月14日付 金融安定理事会のプレスリリース

格付け機関への過度の依存についての議論は、サブプライム危機前の欧米金融市場で経験した不適切な行いが出発点となっている。この議論は、金融市場がいまだ未成熟で、かつ格付け機関を如何に発展させるかが主要なテーマとなっているアジアにおいては、必ずしも同様に扱われるべきでない。アジアにおいては、格付け機関への過度の依存をどう回避するかよりも、むしろ格付け機関をどう育成するかが主な課題である。同様の誤りをおかさないようにするためには、アジア各国は、欧米市場に追随すべきでなく、自分たちの地場格付け機関を育成するため、独自の手法を用いなくてはならない。

2. アジア債券市場の発展と格付け機関の役割

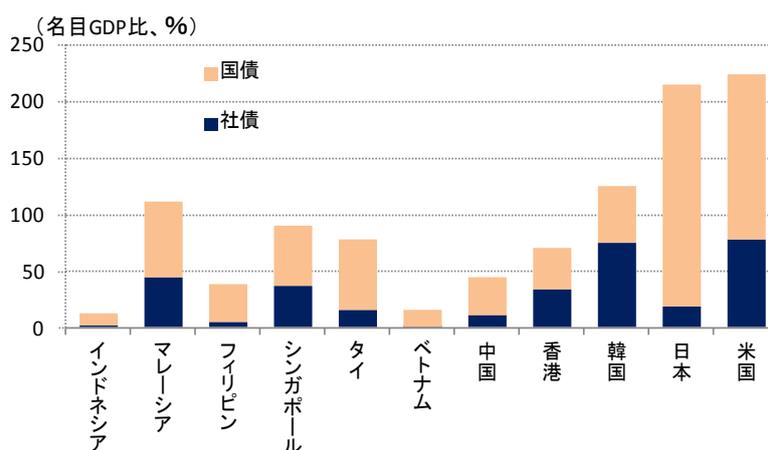
2-1. アジア債券市場活性化へ向けた地域協力

アジアでは、1997年から98年にかけての通貨危機以降、短期の外貨借入の利用を減らし、銀行システムへの過度の依存を正すことが各国にとっての優先課題となった。外貨での借入を減らすためには、アジア域内で貯蓄を投資に結び付ける道筋が求められた。それらの必要性に即し、アジア各国の政府は債券市場の育成支援を続けてきた。2003年のASEANプラス3財務大臣会合で合意された「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」がその代表である。ABMIは、アジア域内の貯蓄が域内の投資に有効に利用されることを目的に、効率的で流動性の高い債券市場の育成を目指すものであり、現在、その考え方は官民を問わず域内各国に広く共有されている。

2-2. アジアにおける社債市場の現状

しかし、各国の官民による取り組みにもかかわらず、債券市場の発展、なかでも社債市場拡大の成果は限定的である。各国の社債市場の大きさを経済規模との対比で見ると、東アジアの途上国は、米国や日本などの先進国に比べて規模が小さい（図表2-1）。

図表 2-1：アジア途上国・地域の債券市場の規模



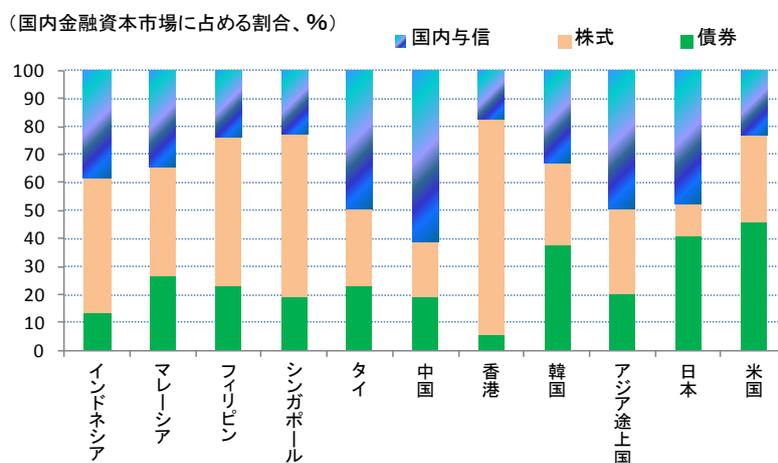
(注) 米国は2011年末、その他は2012年9月末のデータ。

(出所) アジア開発銀行“Asian Bond Online”、米国“Flow of Funds Accounts”

社債市場の拡大の度合いは国により大きな差がある。市場規模は、ASEAN 諸国のなかでは、マレーシア、シンガポール、およびタイ、その他の東アジア地域では香港と韓国がかなりの大きさに達したが、インドネシア、フィリピン、ベトナムは小さい。なお、インドネシア、フィリピン、タイの債券市場は、2008年にグローバル金融危機の影響により幾分縮小したが、程度はさほど深刻でなく、その後回復に転じた。

社債市場の規模拡大が進まない理由のひとつに、ASEAN 諸国の多くでは日本と同じように、企業が資金調達の多くを銀行借入に頼っていることがあげられる（図表 2-2）。銀行システムへの大きな依存のもとでは、経済悪化の影響は銀行に集中しやすく、その良い点は、経済悪化の程度が一定にとどまれる限り、ショックは銀行に吸収され、借り手も預金者も深刻な影響を受けないことである。しかし、ショックが銀行の自己資本で吸収できる範囲を超えると、問題はシステミックリスクに発展するため、結果として信用収縮が生じ、長期間にわたり実体経済に害が及ぶ。これは、1990年代後半に日本が経験し、また現在ユーロ圏が陥っているのを目の当たりにしている通りである。ASEAN 諸国が社債市場を育成する必要があるのはこのためでもある。

図表 2-2：アジア途上国・地域の国内与信の内訳



(注) 米国は 2011 年末、その他は 2012 年 9 月末のデータ。

(出所) アジア開発銀行 “Asian Bond Online”、米国 “Flow of Funds Accounts”

ただ、社債中心のファイナンスにも、その流動性の高さに起因する善し悪しがある。悪い面は、企業の資金調達に占める社債の割合が大きくなると、経済が危機に陥った際、企業の資金繰りはとくに中小企業を中心に直ちに悪化することである。一方、良い点は貸し手のリスクが広く分散され、また、通常は市場の回復スピードが速いため、実体経済の調整は比較的短い期間で終了することである。

東アジア新興経済のうち債券市場がある程度大きな規模にまで達した国では、社債市場が一定の拡大を示しているものの、市場の多くを占めているのは国債である（図表 2-1）。社債市場の発達の遅れの背景として、ほとんどすべての国の市場が直面している問題は以下の 2 点である。1 点目は、社債を発行できるようなしっかりした財務基盤を持った企業が少ないこと、2 点目は、格付け機関や証券取引所などの金融インフラが不十分なことである。

2 - 3. 不十分な格付け機能が社債市場の発達を制約

格付け制度の強化は、アジアの債券市場、とくに社債市場を活性化するうえで長らく課題とされてきた。2003 年の ASEAN プラス 3 財務大臣会合の共同声明においても、格付け機能の向上はアジアにおいて各国内外の債券市場をさらに発展させるうえで喫緊の課題のひとつとされた。しかし、その後現在に至るまで、アジアの格付け制度は必ずしも社債市場の育成に寄与していない。これまで指摘されてきた主な問題点は、(1) 格付けの信頼性の低さ、(2) 格付けの比較可能性の低さ、(3) 格付けに関する不十分な情報開示の 3 点である。

(1) 信頼性の低さ

多くの国際的な債券投資家は、以前より、アジアの地場格付け機関（DCRAs）は、国際格付け機関（GCRAs）に比べ信頼性が劣るとの見方を示している。これらの投資家によれば、まず、地場格付け機関は、地場企業の実態把握にすぐれ、また現地情報の入手にも長けているが、彼らの格付けに関する行動はタイムリーでなく、とくに格下げの動きはあまりに遅く役に立たない。もっと市場のセンチメントに対するフォワードルッキングな分析に徹する必要がある。また、格付け分析のレポートが国際投資家の要求水準を満たさない。投資家は地場格付け機関による格付けの正確性に懐疑的であり、評価が甘めで本来示すより大きい確率でデフォルトに至るケースが多いと指摘する。格付け機関は、しばしば金融機関や政府系機関の出資を受けているため、政府や規制当局者の圧力に屈しているとの声も聞かれ、格付け機関の独立性が疑問視されている。

(2) 比較可能性の低さ

通常、アジアの地場格付け機関の間、またアジアの地場格付け機関と国際格付け機関との間で格付けの手順に大きな差はないが、格付け対象の範囲と格付けの基準は大きく

異なる。

ムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) といった国際格付け機関は、世界中の債務者を対象とし、グローバルスケールと呼ばれる世界の統一基準を用いて格付けを実施する。このため、債券の国際分散投資を行う機関投資家にとって、国際格付け機関はとても使い勝手が良い。他方で、地場格付け機関は、特定国・地域の企業や政府系機関のみを対象とし、かつ当該国の経済情勢や政治的なリスクを考慮しないナショナルスケールといわれる基準で格付けを行う。結果として、地場格付け機関によるナショナルスケール格付けは、ある国で発行される債券の相対的なリスクを比較する際のみ有益となるため、クロスボーダー債券投資を行う投資家が地場格付け機関による格付けを使用するのは難しい。このように、地場格付け機関の間、またアジアの地場格付け機関と国際格付け機関との間で格付け対象の範囲と格付けの基準が異なることは、アジアの債券市場でのクロスボーダー債券投資の計画・実施を難しいものとする。

(3) 不十分な情報開示

国際的に債券投資を行う投資家のほとんどは規模が大きく、自前で債券の格付けと評価を行う機関も多い。こうした機関は、自分たちの調査に見落としがある場合に備え、しばしば補完の意味合いで地場格付け機関の格付け情報を利用する。ただし、その際に、投資家のニーズに耐えうる詳細な情報が公開されていないことがよくある。格付け情報の精度を高めるためには、デフォルトデータスタディ (DDS) が有力な補完ツールと考えられるが、これに必要なデータの整備と公開が十分になされていない。

2 - 4. アジアの地場格付け機関に対する投資家の意見

国際通貨研究所がシンガポールの投資家に対して実施したヒアリング調査によれば、投資家の地場格付け機関に対する評価は総じて低く、地場格付け機関の利用度も低いものとなっている。

もっとも、利用度については、投資家によってかなりの差がみられる。クロスボーダー投資を行っているグローバルな投資家は、地場格付け機関を全く利用していないか、参考情報としての利用に止めている。彼らは、社内に調査部門を持ち、独自に社内格付けを行っているためである。彼らは、その国の企業のことはその国の地場格付け機関が一番よく分かっているだろうとの理由から、地場格付け機関の情報を参考にはするが、最終的な投資判断は社内格付けに基づいて行っている。

一方、社内の調査部門を持たない投資家や、調査部門はあっても十分なスタッフを抱えていない投資家は、地場格付け機関の格付けに頼らざるを得ない。ただし、そうした投資家も地場格付け機関とコンタクトはとっておらず、格付けのグレードやレポートのコメントを参照する程度である。地場格付け機関を積極的に活用しているとは言い難い状況にある。

地場格付け機関の利用度が低い最大の理由は、格付けの地域横断的な比較が難しい点である。前述のように、地場格付け機関の格付けはソブリンリスクを考慮しないナショナルスケールで行われているため、国をまたいで企業のクレジットリスクを比較することは困難である。これは、自国内の企業にのみ投資している投資家にとっては大きな問題ではないかもしれないが、クロスボーダー投資を行う投資家にとっては致命的である。

格付けの地域横断的な比較を行うために、ナショナルスケール格付けをグローバルスケール格付けに読み替えている投資家もいる。例えば、ナショナルスケールの最上位の格付け（AAA）を、当該国のソブリンリスクを反映させてグローバルスケールのある格付け（例えば A+など）に固定し、そこから下に両者の格付けを並べていくということが行われている。しかし、このやり方ではソブリン格付けが低い国の企業はほとんどが投資不適格となり、格付けが実態よりも低くならざるを得ないという問題が生じる。

国営企業の割合が高いアジアでは、ソブリンリスクをどう評価するかは大きな問題である。投資家へのヒアリングでは、「格付けが企業単体のリスクとソブリンリスクとのマトリックスとして表示され、ソブリンリスクの格付けに対する影響度が可視化されると投資判断がよりしやすくなる」との声が聞かれた。このように、リスクの中身がより詳しく開示されることへの投資家の要望は強い。ちなみに、クロスボーダーで事業をしている企業が、どの国のカントリーリスクにどれだけさらされているのかという分析は国際格付け機関でも十分にはできていないのが実情である。

地域横断的な比較が難しいという地場格付け機関による格付けの欠点をどう補っているのか、投資家に聞いてみたところ、「地域内の同業他社との比較（peer comparison）によって格付けの妥当性を判断することしかできない」との回答があった。この場合、単純な業界内の比較ではなく、同じ企業規模や財務内容であっても、例えば、需要の強い国で高いシェアを持っている企業については、その分、評価を高くするなどの調整が行われているとのことである。

なお、投資家へのヒアリングでは、格付けの比較可能性を高めるために「ルールや制度の収斂が重要である」との声が多く聞かれた。各種規制や会計基準、倒産法制、情報開示のルールなど、各国の制度の違いを分析し、格付けに反映させることは非常に困難

だからである。この点では、各国政府や広範な市場参加者による取り組みが不可欠となる。

3. アジアの地場格付け機関の現状：その方法と実績、および挑戦

ASEAN プラス 3 の各国には、合計で約 30 社の地場格付け機関が存在し、主要国のほとんどは複数の地場格付け機関を持つ。主要国のなかでは、債券市場が比較的発達しているシンガポールには、地場の格付け機関はなく、国際格付け機関が利用されている。グローバルに展開するビッグ 3 格付け機関（ムーディーズ、S&P、フィッチ・レーティングス）はシンガポールで事業を展開してきた。ベトナムにも、地場の格付け機関はなく、グローバルビッグ 3 と日本の格付投資情報センター（R&I）が格付け業務を担っている。ASEAN プラス 3 地域では、債券市場が目覚ましく発達していないものの、地場格付け機関が誕生し、この 20 年間に現地の市場である程度の規模の存在を示すに至った。例えば、アジア開発銀行が発表した「ASEAN プラス 3 債券市場ガイド」によれば、中国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイのような国においては、発行者は債券を発行する際に格付けを取得することを義務付けられてきた。

しかしながら、この地域の格付け産業にはいくつかの共通する問題がある。銀行貸出に比べ債券市場の規模が小さいことなど、日本の格付け機関が直面する課題のいくつかは他のアジア各国に共通する。アジアの地場格付け機関は、歴史の浅さ、トラックレコードの少なさ、人材不足などにより国際市場で十分に認知されていない。この点は、アジアにおいてクロスボーダー債券投資が満足いくほど拡大しなかった理由の一つである。日本の場合は、例えば、日本格付研究所（JCR）は米国証券取引委員会に、全国的に認知されている統計的格付け機関（Nationally Recognized Statistical Rating Organization : NRSRO）として登録され、また、EU 規制のもとで格付け機関の認証も得ているが、その業務は日本に集中している。海外市場で資金調達を行いたい日本企業は、国際格付け機関から格付けを取得し、日本の地場格付け機関から格付けを取得しようとはしない。

アジア格付け機関連合（ACRAA）は地場格付け機関の信用力を高めるため多くの努力をし、その結果、行動規範の標準化、格付け基準の統一、アナリストの育成などの分野で一定の成果を上げてきた。しかし、それらは十分ではなく、ASEAN プラス 3 地域のクロスボーダー債券投資を促進するため、地場格付け機関の信用力を高めるためによ

り多くの努力が求められている。この点についての詳細は次章以降で検討する。

4. 比較可能な信用格付け制度の構築へ向けた様々な努力と示唆～国際格付け機関によるナショナルスケール格付けとグローバルスケール格付けの統合

4-1. 背景

新興国では、債券市場が閉鎖的で、そこでは市場の活性度合いは地場の投資家の活動如何により決まる。また、グローバルスケール格付けは投資家の関心を得られない。ソブリン信用格付けが投資適格に満たない新興国の国内市場では、とくに、資産は国内市場に限定されたものと考えられやすい。これは、主として債券が現地の発行体により現地通貨建てで発行され、現地の機関により仲介されて現地の投資家に保有されるためである。これらの国々は外国為替市場に関する管理が厳しく、国際投資家にとっては、コンバージョンリスクおよびトランスファーリスクが当該国の債券を取引する際の大きな制約となることが市場の閉鎖性に影響している。

しかし、このように海外投資家から切り離された市場において、コンバージョンリスクやトランスファーリスクは、国内発行体の信用ランク付けをするうえでの大きな要因には成り得ない。これは、ほとんどの国内取引が海外から隔絶され、国内の市場参加者はその国のコンバージョンリスクおよびトランスファーリスクと同程度の他の制約にさらされているためである。また、国内債は主として地場通貨で発行され、国内金融システムを通じて返済されるため、コンバージョンリスクおよびトランスファーリスクは軽減される。

このように、新興国市場では、地場格付け機関は国内の投資対象資産についてのみ格付けを行う。彼らは現地の市場参加者に対して、主として現地の言語にて情報を提供し、彼らの格付けは、また国内の規制当局によりルール化された規制手法として機能する。一方、国際格付け機関により提示されるグローバルスケール格付けでの現地発行体の格付け水準はしばしば余りに低く、これを用いた場合は投資対象となり得ないため、国際金融資本市場において主要通貨で資金調達を行う国、もしくは公的部門の発行体を除くと、国内外の市場参加者はこれらの格付けにまともな関心を払わない。海外の信用市場において強みを持つ国際格付け機関にとって、現地の市場での事業環境は極めて厳しい。

なお、新興国経済が発展するにつれ、これらの国々のソブリン信用格付けは投資適格

に向け改善していく。国内で信用力がトップレベルの企業は国際市場における発行体としての資格が認められるようになる。これは、コンバージョンリスクとトランスファーリスクが減少するにつれ、クロスボーダー取引に関する国際投資家の懸念が減少するためである。国際投資家は、質がトップレベルの国内信用に対し新たな投資機会として関心を高めるだろう。他方で、それらの発行体は、国際市場からの資金調達を試みるかもしれない。

クロスボーダー取引が増え始めるにつれ、国際的な金融機関もそれら諸国の国内市場を新たなビジネスチャンスの対象とし始めるだろう。国内の資本市場では、債券の取引高が増え、流動性の高まりと発行体の多様化が進み、その結果、国内市場における格付け業務のビジネス機会が拡大する。これは、国際格付け機関が高い成長ポテンシャルを有するそれらの国の国内市場への参入を試みる段階である。

4 - 2. ナショナルスケール格付けの特徴

国際格付け機関のグローバルスケール格付けは、格付けされたすべての発行体と国際比較が可能な国際市場の与信に限って与えられる。グローバルスケール格付けは、世界のすべての産業と国とに跨る信用において、比較可能となるように設計されている。定義によれば、グローバルスケールでシングル A と評価される Y 国・X 産業の発行体の信用の価値は、同格付けの W 国・Z 産業の発行体の信用と同等である。

他方で、ナショナルスケール格付けは、ある国の国内市場における信用にのみ与えられる相対的な尺度である。ナショナルスケール格付けは、各国における国内市場の同等のグループの範囲内で与えられる。したがって、ナショナルスケール格付けはグローバルスケール格付けとも他の国のナショナルスケール格付けとも比較ができない。

ナショナルスケール格付けの対象範囲はグローバルスケール格付けよりも狭いが、両者は同じ格付け基準と手法により、格付けに用いられる同じ要因を反映させて行われる。格付けの手順については、ナショナルスケール格付けは、基本的にグローバルスケール格付けと同じである。したがって、すべての負債はグローバルスケールと同様にナショナルスケールでの格付けが可能である。

すべての負債に関して、グローバルスケールでの格付け水準は、内包するコンバージョンリスクとトランスファーリスクを反映させるために、主としてソブリン格付けを反映している。対照的に、ナショナルスケール格付けの格付け水準は、単に国内与信の中での相対的な善し悪しを示すに過ぎない。グローバルスケールで BB の格付けが付与さ

れている国の国内与信のなかで、最も質が良い信用の発行体は、ナショナルスケールではAAAの格付けが与えられている可能性があり、これは、国際格付け機関によるある国の発行体についてのナショナルスケール格付けが、当該国の地場格付け機関により与えられた格付けと比較可能になることを意味する。

グローバルスケール格付けとナショナルスケール格付けのマッピングに関して、個々のナショナルスケール格付けの水準は、産業、財務面の強さ、事業環境など主要な要素により個別に判断される。通常、2つのスケールの対応関係を結び付ける変換マッピング表は(図表4-1)、対応する格付け水準の範囲を示すガイドラインを除いて開示されない。

図表 4-1 グローバルスケール格付けとナショナルスケール格付けの対応関係のイメージ

| 先進国 グローバルスケール | 途上国 X | | 途上国 Y | |
|------------------|---------------|----------------------------|----------------|----------------|
| | グローバルスケール | ナショナルスケール xx | グローバルスケール | ナショナルスケール yy |
| AA | | | | |
| A | Sovereign : A | AAA xx | | |
| | Issuer1: A- | AAA xx, AA+ xx | | |
| BBB | Issuer2: BBB | AA+ xx, AA xx | Sovereign: BBB | AAA yy |
| | Issuer3: BB+ | AA- xx, A+ xx | Issuer1:BB+ | AA+ yy |
| BB | | | Issuer2: BB | AA yy |
| | Issuer4: B+ | BBB+ xx, BBB xx, BBB-xx | | |
| B | | | Issuer3: B | A- yy, BBB+ yy |
| | Issuer5: B- | BB- xx, B+ xx, B xx | Issuer4: B- | BBB yy BBB-yy |
| CCC | Issuer6:CCC | CCC xx | Issuer5: CCC | CCC yy |
| | | | | |

(出所) 国際通貨研究所作成

4 - 3. 成長著しい新興国での格付けビジネス機会

ある新興国のソブリン格付けが投資適格水準へと改善したとき、国際格付け機関は、既存の事業を維持し発展させるために、当該国の市場の格付け対象を増やさなくてはな

らない。国際格付け機関の主要な顧客基盤である国際投資家が今後彼らの新しい投資機会として当該新興国の市場への関心を高めるためである。

地場の発行体のうち信用の質がトップレベルの企業は、主要通貨での資金調達を行うべく国際金融市場へ進出を試みるかもしれない。これは、国際格付け機関にとって、新しくかつ最も重要な格付けのビジネスチャンスである。彼らはまた資金調達源を多様化するために、諸外国の債券市場に進出することを考え始めている。一方、先進国の企業も、直接投資などの目的で、途上国の国内市場に関心をもち始めている可能性がある。これらは、国際格付け機関にとってもう一つの格付けビジネス機会である。

しかしながら、国際格付け機関が伝統的な格付けサービスに固執するならば、確りとしたビジネスモデルを構築するのは容易でない。理由は、国際市場で活動する地場の発行体の数、および地場の投資家の数がいずれも少ないためである。投資適格のなかでも格付けが低い発行体の格付けは、信用リスクが比較的高いこと、および分析に必要なデータが不十分なことにより、分析の内容は慎重なものとなりかつ費用がかかる。すなわち、それらの国々において、国際格付け機関にとっての現地での分析のコストとリスクが高くならざるを得ない。

さらに、国際格付け機関が、将来の国際的な発行体の候補になるようなトップレベルの地場の発行体のみならず、主に国内市場において活動する国内の発行体を対象とした国内の格付け事業を取り込む必要度合いは高まっている。

ソブリン格付けが投資適格以下の新興国の発行体にとって、グローバルスケールでの地場発行体の格付けの水準は、通常ソブリン格付けが上限となる。これは、主にコンバージョンリスクとトランスファーリスクがそれらの信用カテゴリーにおける主要なリスク要因として存在し続けているためである。例えば、地場格付け機関により AAA の格付けをされた発行体は、仮にその国のソブリン信用格付けが BBB の場合、通常国際格付け機関によるグローバルスケールでは BBB 以上の格付けをされにくい。

国内の発行体は、近い将来に国際市場に進出する予定がなければ、国際格付け機関のグローバルスケール格付けを得ようとはしない。主に国内市場で操業している国内の投資家にとって、国際格付け機関のグローバルスケールでの格付けは、地場格付け機関のより評価の高い格付け水準とは比較ができないためである。国内の発行体や投資家に格付け事業を浸透させるために、国際格付け機関は、地場格付け機関の格付けと比較可能な情報を提供しうるナショナルスケール格付けを導入する必要がある。

4 - 4. 国際格付け機関のナショナルスケール格付けとクロスボーダー取引の拡大

国際格付け機関により提供されるナショナルスケール格付けは、新興国のクロスボーダー取引の増加に寄与しよう、その理由は、国際格付け機関がグローバルスケールとナショナルスケールの格付け両方を唯一同時に行い得るという強みを持っているためである。格付けはしばしば同一の格付けレポートのなかに両スケールで示されている。これは、グローバルスケールとナショナルスケールの間の格付け水準のマッピングに近い意味を持ち、国内の市場参加者と国際的な市場参加者いずれにとっても役に立つ信用情報である。したがって、ASEAN プラス 3 の信用市場の発展に有益な情報をもたらすであろう。

国際格付け機関は、格付けを行う過程でグローバルスケールとナショナルスケールのいずれに関しても同じ格付け基準と方法を用いている。共通の基準を用いることは、二つの信用情報をつなぎ合わせる鍵である。同一の格付け基準と方法が用いられるのであれば、将来、ある国のソブリン信用格付けの水準が A もしくは AA の水準を超えた際に、ナショナルスケール格付けはスムーズにグローバル格付けに統合される可能性が高い。

国際格付け機関は、特定の地域に対して、また世界全体に対して、国内市場の参加者と国際市場の参加者双方を対象に、現地の言語と英語との両方で信用報告書を作成し配信できる強みを持つ。この点も、債券のクロスボーダー取引を増加させる要因となろう。

4 - 5. ASEAN リージョナルスケール格付けの導入

S&P は、2009 年に ASEAN10 カ国の 120 の発行体を対象とし「ASEAN リージョナルスケール格付け」を導入した。先に述べたナショナルスケールのように、ASEAN リージョナルスケール格付けは、グローバルスケールと同一の格付け基準と格付けプロセスを応用した格付けという位置付けであるが、信用リスクを ASEAN 諸国内で比較することができる。グローバルスケール格付けやナショナルスケール格付けと区別するために、ASEAN リージョナルスケール格付けは、識別子として前に“ax”をつける。S&P はグローバルスケールの ASEAN リージョナルスケールに対するマッピング表を公表している（図表 4-2）。

ASEAN リージョナルスケール格付けは、ASEAN の視点での資産クラスに関する情報として市場参加者に提供されるよう設計されている。このイニシアティブは、明らか

に最近の ASEAN の成長と金融市場統合へ向けた努力を反映したものである。域内のクロスボーダー取引が増えるにつれ、各国の信用ユニバースは拡大し、地域のユニバースへと統合されてゆく。これは、ASEAN リージョナルスケールが設計された当初の目的通り機能し始めていることを示している。

しかしながら、最近の ASEAN の金融市場の良好な発展にもかかわらず、基本となる信用リスクに対する考えと金融インフラには域内においていまだ違いがある。そこでは、A 国の X 企業と B 国の Y 企業との間の信用リスクの比較は非常に難しい。

ASEAN リージョナルスケールが ASEAN の域内市場統合を視野に入れたうえでの格付け情報であることは明らかである。しかしながら、10 カ国の国内市場をあたかも単一市場であるかのように捉えるのはあまりに時期尚早である。地域の発行体と投資家が国境を越えて率先して活動できるようなメカニズムを作り出す必要がある。

図表 4-2 S&P のグローバルスケール格付けと ASEAN リージョナル格付けのマッピング

| グローバルスケール (長期格付け) | ASEAN リージョナルスケール (長期格付け) |
|----------------------|-----------------------------|
| AAA | axAAA |
| AA+ | axAAA |
| AA | axAAA |
| AA- | axAAA |
| A+ | axAAA |
| A | axAAA, axAA+ |
| A- | axAA+, axAA, axAA- |
| BBB+ | axAA-, axA+ |
| BBB | axA+, axA, axA- |
| BBB- | axA-, axBBB+ |
| BB+ | axBBB+, axBBB |
| BB | axBBB, axBBB-, axBB+ |
| BB- | axBB+, axBB |
| B+ | axBB, axBB- |
| B | axBB-, axB+ |
| B- | axB+, axB, axB- |
| CCC+ | axCCC+ |
| CCC | axCCC |
| CCC- | axCCC- |
| CC | axCC |
| SD | SD |
| D | D |

(出所) Standard & Poor's 資料

5. アジアのクロスボーダー債券投資を活発化させるための格付け制度の構築へ向けた政策提言

格付け機関に関する諸問題を解決することは、社債市場の機能を高め、クロスボーダー取引の拡大を通じたアジアの社債市場の更なる発展に欠かせない課題である。また、同時に倒産法などの現地法制、商慣行、財務データの公開基準などが国によって異なることも国際的な社債取引の阻害となっているため、これらにどう取り組むかも併せて考える必要がある。以上の議論も踏まえ、そのための方策として以下の4点を提言する。

(1) アジア各国の地場格付け機関向けのガイドブックの作成

アジア域内の地場格付け機関が自らの格付けがより比較可能となるように格付けの手法と基準を発展させることを支援するためには、多くのアジアの地場格付け機関が自主的に採用できる共通の基本的な格付け手法と格付け基準に関するガイドブックを作成する計画を提案する。ガイドブックは信用格付けプロセスとこのプロセスの透明性に関する最小基準を確立できる。格付けの手法と基準が産業あるいはより細かい業種ごとに異なっているため、産業別、業種別の章建てでこれらの問題に対応するガイドブックを作成すべきである。

(2) 地場格付け機関の認定基準の収斂

国際決済銀行（BIS）、国際通貨基金（IMF）、アジア太平洋経済協力（APEC）など様々な国際機関により、格付け機関に関する規制の問題への対応がなされてきた。こうした基盤の下で、ASEAN プラス 3 の政府や関連企業はフォーラムを招集し、規制当局者がベストプラクティス事例の情報を共有しながら、域内各国の格付け機関を認定するうえでの最低限の基準と共通目標ラインを作成することを促進すべきである。

(3) 会計基準、企業情報開示などのルールや制度の収斂

市場間の格付けの比較可能性は、政府と企業から提供される透明性が高い情報と投資家保護のための法的枠組みに加え、財務報告書の基準や企業情報の開示規則の収斂なくしては高められない。各国の格付けの比較可能性を向上させるために、格付け手法や格付け基準の収斂に加え、分析の入力データの意味合いの一致や倒産法などの関連法の収斂、あるいは差異の明確化が欠かせない。ASEAN プラス 3 の政府、金融機関、金融関連協会などの広範な参加者による協議と収斂作業が必要である。

(4) 公式信用情報を掲載するウェブサイトの創設

提言の中核となるのは、市場参加者が情報を双方向に共有できる公式情報ウェブサイトの創設である。この枠組みは次の通りである。

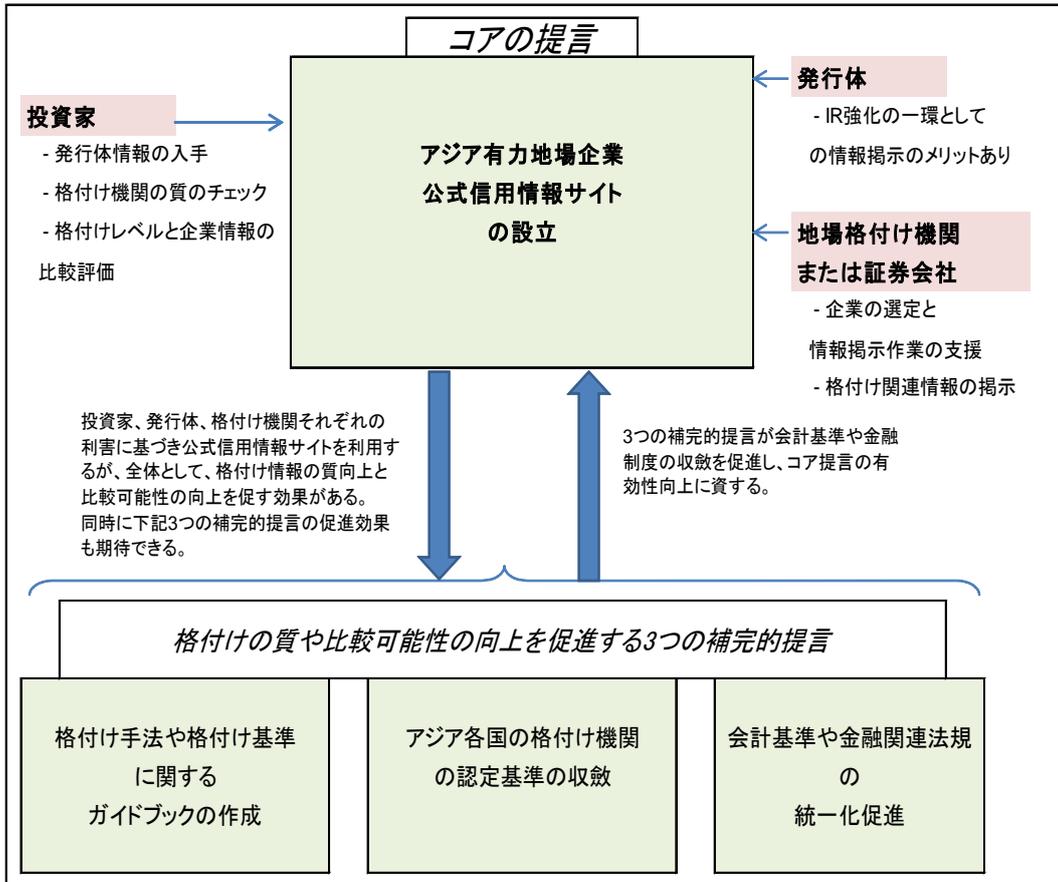
各国金融市場のトップランクおよびトップ下のランクの企業群を対象として、このウェブサイト上に、格付け機関と発行体企業がそれぞれ格付け情報と発行体の情報を掲載する。格付け機関は、当該発行体の現在の格付けに加え、過去の格付けの推移と妥当性について、また、発行体企業は財務データをはじめ自らの情報を記載する。掲載された内容は、記載した格付け機関と発行体に加え、投資家と金融機関、その他金融サービス業者などが自由に閲覧する。ウェブサイト運営面では、アジア各国政府の共同体あるいはアジア開発銀行など地域の国際機関がスポンサーとなる。

ウェブサイトの創設により、関係各機関には以下のような様々な利点が及び、結果として格付け情報に関連する環境の改善につながる。まず、格付け機関は自社で作成した企業の格付けグレード、格付けコメントおよび格付け履歴を記載することで、投資家からの信任獲得の点で格付け機関同士の競争の場となる。格付け情報が提供された発行体は財務情報その他の企業情報を提供することで、彼らにとって投資家向け広報活動(IR)の場となる。一方、投資家は企業の財務情報をベースに各国ごとのナショナルスケール格付けの水準感を自己検証していくことになる。

以上の作業を繰り返すことを通じ、閲覧者すべてにクロスボーダーの信用評価の共通軸が形成され、この結果、ナショナルスケール格付けが収斂していく可能性が高い。また、アジア地域の潜在的な投資対象企業を一覧性のある場にリストアップすることにより、投資家の間で地域横断的な企業群への投資意欲が強まることが期待される。以上の提言を図に纏めると図表 5-1 の通りとなる。

頑健で評価に耐えうる格付け制度を構築するための政策は、格付け機関だけでなく、格付け制度全般が市場原理に基づいて発展できるように設計されるべきである。そうしたアプローチは、このような施策により格付けそのものに加え格付けに影響を及ぼす要因を改善することによってのみ達成できる。

図表 5-1：格付け制度の構築に向けた政策提言



(出所) 国際通貨研究所作成

以 上

参考文献

- Mitsui, Hidenori, Akira Nozaki, Naoya Ariyoshi, Arito Ookoshi and Aya Tokuyasu, “Kakuduke-Kaisha Kisei ni kansuru Seido” (The Japanese System of Regulating Credit Rating Agencies, in Japanese), February 2011
- IOSCO, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies,” December 2004
- Asian Development Bank, 2007, “Capacity Building and Regional Cooperation of Selected Credit Rating Agencies in Asia,” September
- Ayako Yamaguchi, 2012, “Domestic Bond Markets in the ASEAN region,” April
- RAM Consultancy Services Sdn Bhd, 2000, “Development of Regional Standards for Asian Credit Rating Agencies,” October
- Asian Development Bank: “Handbook on International Best Practices in Credit Rating”
December 2008.

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>