

嘉庫 嘉悦大学学術リポジトリ Kaetsu

University Academic Repository

ソブリン格付評価に関する提言 (100周年記念号)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2003-10-01 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 中野, 正健, ナカノ, マサタケ, Nakano, Masatake メールアドレス: 所属:
URL	https://kaetsu.repo.nii.ac.jp/records/75

ソブリン格付け評価に関する提言

中野正健

日本国債の格下げ

近時、日本における国債の大量発行が国債市場改革の原動力となる一方で、海外投資家は国債の著しい増加から日本の信用力を不安視し始めている。実際、政府機関が外貨建債券を発行すると、以前よりもかなり高い金利を要求されるようになってきた。国内では考えられないソブリン、即ち、国の信用リスクが意識され始めたのである。景気対策の名の下に、いわば何でもありで国債を増発し、金利が上がったら日銀の国債買いオペ増額や大手銀行による国債引受で対応するといった仕組みそのものが日本の信用を更に低下傾向に持ってきていると言えよう。

ソブリンの格付けが大きく取り上げられる昨今であるが、機関投資家による国債分散型投資が急速に拡大する中で、格付けの重要性が一段と増してきている。これまでのような信用力の高い先進国だけではなく、経済基盤がまだ確立されていない新興国が国際資本市場で資金を調達するようになってきたということもある。そして又、同じ国であっても、発行する債券が自国通貨建てかによって格付けが異なる場合がある点に留意する必要がある。

格付け評価の基準とは

そこで、ソブリン格付けについての基本的な考え方は、(多少格付け機関によって項目は異なるところもあるが) 各国中央政府の債務履行能力、或いはその確実性を各種評価項目別に累算し、そして評価格付けするものである。そこで、具体的に評価項目は何かであるが、まず、その国の政治社会体制が安定していることが問題となる。革命やクーデターなどによって債務履行の継続が妨げられるようなリスクについては十分検討されるし、その国の国際的な地位、安全保障や外交面での能力、更には債務の返済意思なども当然評価要素に含まれる。

実際の債務返済能力を測るには、経済のファンダメンタルズを分析するわけで、キャッシュフローの源泉となる財政については、健全性、公的債務の状況、資金調達力などが焦点となり、経済資源、経済構造、経済政策の実効性、更には民間企業部門の財務や金融システムの健全性など、経済全体の質を考察する。対外経済面では、外貨準備高、経常、資本収支などの国際収支の動向、公的民間部門の対外債務の状況などを併せ評価する。

因みに、2003年4月現在で、主要各国のソブリン格付けを、各機関別に、また、国連に対する分担率を示すと、下表の通りである。

格付け機関別主要国ソブリン格付け評価並びに国連分担金一覧

国名	Moodys	Standard & Poor's	Fitchi	国連分担金%
アイルランド	Aaa	A A A	A A A	0.294
アメリカ	Aaa	A A A	A A A	22.000
イタリア	Aa2	A A A	A A	5.06475
イギリス	Aaa	A A A	A A A	5.536
オーストラリア	Aaa	A A A	A A +	1.627
オーストリア	Aaa	A A A	A A A	0.947
オランダ	Aaa	A A A	A A A	1.738
カナダ	Aaa	A A A	A A +	2.558
韓国	A3	A -	A	1.851
ギリシャ	A1	A	A	0.539
スエーデン	Aaa	A A +	A A +	1.02675
スペイン	Aaa	A A +	A A +	2.51875
中国	A3	B B B	A -	1.532
デンマーク	Aaa	A A A	A A +	0.749
ドイツ	Aaa	A A A	A A A	9.769
日本	Aa1	A A A	A A	19.51575
フィンランド	Aaa	A A A	A A A	0.522
フランス	Aaa	A A A	A A A	6.466
ベルギー	Aa1	A A +	A A	1.129
ポルトガル	Aa2	A A	A A	0.462
ルクセンブルグ	Aaa	A A A	A A	0.080
ロシア	Ba2	B B	B B -	1.200

(出所；格付各社並びに国連のホームページによる)

尚、moodys の格付けの定義を示すと下記の通りである。

Aaa (トリプルエー)

極めて優れていると判断された債券及び優先株に対する格付け。一般的に「一流債券 (ギルド・エッジ)」と呼ばれ、投資の対象としてリスクは最小限である。利払いは大きな、もしくは非常に安定した利益によって余裕を持って保護されており、債券の元本が予定通り支払われる確実性が最も高い。債務履行の確実性に関するいくつかの要素が変化することも考えられるが、こうした変化が債券の基本的な安全性を阻害することは無い。

Aa (ダブルエー)

総合的に優れていると判断された債券及び優先株に対する格付け。Aaa 格の債券及び優先株とともに、一般的に上級債券と総称される。Aaa 格の債券との相対的比較から、元利払いの安全性の余裕度が小さく、債務履行の確実性に関する要素に変動幅があり、もしくは、長期的なリスクに影響を及ぼすような要因が存在しうる。

A (エー)

投資対象として数多くの好材料が認められ、中級の上位と判断された債券及び優先株に対する格付け。元利払いの確実性は認められるが、将来ある時点において、その確実性を低下させるような事柄が出現する可能性がある。

Baa (ビーダブルエー)

中級と判断された債券及び優先株に対する格付け（元利払いの確実性が極端に高くなく、また低くない）。現時点では元利払いの確実性が認められる。しかし、長期的な観点から見ると、特定の要素について、その確実性が低いか、或いは信頼性の低い性質のものがある。このような債券及び優先株は投資適格を満たす顕著な特性が不足しており、また、事実投機的な要素を持っている。

Ba (ビーエー)

投機的な要素を含むと判断された債券及び優先株に対する格付け。将来の安全性に不確実性がある。元利払いの安全性は中位で、長期的には、情勢によってその安全性が維持されない場合もありうる。不確実性という言葉で特徴づけられる債券及び優先株である。

B (ビー)

好ましい投資対象としての適正さにかけると判断された債券及び優先株に対する格付け。長期的な観点から見ると、元利払い及び契約条項の遵守の確実性は低い。

Caa (シーダブルエー)

安全性が低いと判断され債券及び優先株に対する格付け。債券不履行に陥っているか、あるいは、元利払いを困難にする要素が認められる。

Ca (シーエー)

非常に投機的であると判断された債券及び優先株に対する格付け。債務不履行の状態にあるか、また重大な危険性が認められる。C (シー) 長期債券及び優先株に対する最も低い格付け。有効な投資対象となる見込みはきわめて薄い。

(注) ムーディーズは、Aa から Caa までの格付けに、1, 2, 3 という付加記号を適用している。1、は債券債務が格付けのカテゴリーで上位に位置することを示し、2、は中位、3、は下位にあることを示す。

(出所；Moody's のホームページによる)

格付け機関に対する評価

以上が各国別の格付けであるが、近時、その評価内容について、いろいろと論議が各国から続出してきている。というのは、“格付け機関を使ってアメリカは政治力を動かし、経済面での戦略性を米系の各格付け機関が発表する評価内容に組み込ませているのではないかと疑われる節がある” と言うのである。先ほど申し上げたように、格付けの基本的な考え方は、誰もが納得のいくものであって、その中の一つを取り上げて大きく評価が上下するようなことはあってはならないし、また、国毎の間に温度差があってもならない。

ところで、平成 10 年 11 月以降、数度に亘り、アメリカの格付け機関であるムーディーズ・インベスターズ・サービス、S & P、フィッチ等が日本国債の格下げを行った。これを文字通り解釈すれば、日本の国債の元利金が帰ってこない可能性が僅かながらでも出てきているといったことを世界に示したわけである。単に株式会社である一格付け機関が評価したものに過ぎないと一笑に付することも可能ではあるが、懸念されるように、もし、政治的、或

いは経済戦略的なものが加わった評価であるとする、世界各国に対する影響力は非常に大きく、日本国に対する各国乃至は投資家の見方は、共通して低下せざるを得なくなる。

先般来、述べてきたが、ソブリンの格付けは、あまり一つのデータに固執してはならない。また誰が見ても納得できるような基本的な評価基準に基づいて行われたものでなくてはならない。更には、国別に温度差があってもならないし、況やこれが政治力、或いは経済戦略といったようなものに利用されてはならない。これが基本である。

日本の国債格下げについては、まず、第一に財政赤字に重点を置きすぎてはいないか。確かに日本の財政は大変な赤字である。これを改善すべく財政改革の実施に一時期踏み切ったわけであるが、これが結果的にはタイミングの問題で景気の面に非常に悪い状況を生み出し、改革を一時棚上げした経緯がある。而して、景気の回復を待ってこの財政赤字問題に取り組んでいくという国の姿勢はハッキリしている。しかし残念ながら、今や、これに金融機関の不良債権問題が加わり、デフレスパイダルに落ち込みかねない情勢にもある。それにしても、日本は個人金融資産が 1400 兆円を超える世界の貯蓄国である。更に、日本は巨額に上る経常黒字 1000 億ドルが見込まれ対外純資産も 1 兆 4000 億ドルに達し、外貨準備も 5400 億ドルに達する世界最大の債権国でもある。経常赤字の国は他国から資金を借りねばならず、迷惑をかけないとも限らない。日本のような黒字国は貸すことはあっても、資金の借入れを必要としない最も健全な国家である。

ムーディーズは日本の格下げの最大のポイントに財政赤字と金融機関の不良債権問題をおいているが、かつてアメリカが大幅な双子の赤字であったとき、なぜ格下げをしなかったのか。

1985 年当時米国は経常収支 1180 億ドル、財政収支 2200 億ドル、計 3380 億ドルの双子の赤字を計上、更に、2002 年度年間ベースで経常収支、5034 億ドル、財政収支も 3740 億ドル、計 8774 億ドルと 1985 年当時と比較しても膨大な赤字を計上しており、こういった点でも温度差というものを実感するわけで、世界最大の対外債務国であるアメリカを何故格下げしないのか。温度差というだけでは足りず、評価そのものが大変偏っている。即ち、アメリカでの評価が世界各国共通、即ちグローバルスタンダードと位置づけていることに問題ありとする昨今の世評でもある。

更に、1997～80 年にさかのぼるが、東南アジア通貨危機を予測し得なかったために、機関投資家の非難を一手に背負わされている格付け機関も見受けられる。

日本 2010 年までの景気本格回復が鍵

政治的、経済的な戦略性が見え隠れする格付け機関と、いくら議論しあってみたところで、所詮空しいものであり、況や感情論に走るのには厳に慎むべきである。私は、今回の景気浮揚策が本格的に奏功せず、再び多額の財政出動を強いられ、仮にも国債が円滑に発行できないような状態に追い込まれるようなことが決してあってはならないと思う。従って、これが為

にも政府は即時適切な構造改革と規制緩和を軸に、「企業競争力の強化」即ち、①グローバル市場における国際化の強化。②経営資源としての技術力強化と知的財産戦略。③人材の国際化、雇用の流動化など人材の戦略的活用。更には、緊急の課題として企業の活性化を目指し、設備の償却、不良債権の償却に伴う税制改正（無税）をはじめとした法人税制の改正、不動産（土地）の流動化を目的とした改正等、景気対策を実行に移し、2010年までに完全に景気を本格回復させるしか手はないわけであり、このことが市場そのものを動かし、日本の適切な評価に繋がるものと信ずるものである。

格付け評価に国際社会への貢献度を

そして最後に私が提言したいことは、ソブリン格付けの基本的な現評価に加え世界に対する貢献度、とりわけ経済社会面での貢献を評価の対象にすべきであるという点である。というのも、今や世界第二の経済大国といわれるまでに発展した我が国ではあるが、戦後日本が今日のような発展を成し遂げた大きな要素の一つに世界銀行からの支援がある。

これはあまり語られていないところであるが、日本の経済発展に大きな役割を果たしたものに東海道新幹線、更には、東名高速道路といった日本の経済大動脈があるが、この大動脈を作るに当たっての資金的な支援が実は世界銀行からである。日本ではこういった大動脈に留まらず、製鉄、化学、自動車各社も、大なり小なり世界銀行の融資により今日の繁栄を遂げたところである。

こういったご恩に報いる意味からも、日本は、世界銀行をはじめ IMF, アジア開発銀行、或いは国際連合等の国際機関への出資は何れも世界第二位の支援を持続してきているところである。また最近では、アジアでの通貨危機、更には、南米等の同じような通貨危機の問題があったが、これも IMF をはじめとする国際機関の支援あればこそ、何とかこの難局を乗り切らんと頑張ってきたところでもある。

私は、第二次世界大戦の敗戦によっては廃墟と化した日本が今日あるのは、世界各国からの温かい支援があったればこそと考えるが、日本はこれに応える意味からも、繰り返しになるが、資金面、また人道支援面に於いても世界各国に役に立つべく努力しているところである。従って、先般来縷々述べたことに加えて、ソブリンの格付け上、この点を大きく評価する項目に入れるべきではないか。これは自国のことだけでなく、ともすればエゴイズムになりがちな今日、やはり世界の平和と安定のために如何に貢献するかということが、日本の果たすべき役割と考えるからである。それだけに、単なる基本的な項目に留まらず、卑しくもソブリンの評価という点においては国際貢献という項目があつてしかるべしと考えるところである。

(補足) ムーディーズ・インベスターズ・サービス (Moody's) について

最後にムーディーズについて敷衍し、参考に供したいと考える。平成 11 年 10 月号の雑誌

「選択」によれば、ムーディーズといえばスタンダード & プアーズと並んで今やアメリカの代表的債券格付け機関である。これは既にご承知の通りであるが、実はこのムーディーズには親会社がある。それは、ダン & ブラッドストリートコーポレーション (D & B) であり、ニュージャージー州に本拠を置く持ち株会社である。この D & B は、債権格付けに留まらず、いわゆる企業情報の分野に於いて国際的なデファクトスタンダードを確立しようとしている。また、驚くべきことには、D & B の通信員から 4 人ものアメリカ大統領が選出されていることである。第 16 代大統領のリンカーン (共和党) をはじめ、18 代のブラント (共和党) 22 代のクリーブランド (民主党)、25 代のマッキンレー (共和党) といったように、D & B が如何にアメリカの主流を行くエスタブリッシュメント企業であるか、また、共和、民主の両政党はもとより、政府との太いパイプが敷かれていることが推察される。D & B グループの中では、債権格付けの世界的リーダーへ育ったムーディーズが果たす役割も確かに大きい。むしろ D & B の最大の武器は発祥母体が長年に亘って積み重ねてきた世界 200 カ国以上、5.500 万社に及ぶ世界最大の企業情報データベースである。

同社は今、単なる信用調査レポートの提供会社からグローバルな情報サービス企業へと急ピッチに転換を遂げており、今後の電子商取引時代を見据えた企業データの世界標準を作ろうと押し進めてきている。この戦略は日本でも本格化し始めてきており、D & B の日本進出は 14 年前の 1989 年であるが、94 年には東京商工リサーチ (TSR) と戦略的提携を締結しており、この 99 年からは TSR のデータも統合され、D & B が所有する日本企業のデータベースが一気に 150 万社以上へ拡大された。今のところ、D & B の日本での収入の大半は、日本の商社や金融機関などを対象とした海外企業の信用調査レポートの提供であるが、TSR とのデータ統合を契機に、ビジネスの幅は今後、飛躍的に広がる見通しにある。このダズナンバー^(註)はアメリカの大手企業の間で部品調達業者の識別や、顧客管理などに使われており、アメリカの税関や郵便局でも企業識別コードとして採用されている。1991 年には国連が国際間の電子取引にかかわる依頼書や請求書等のビジネス文書への使用を推薦しており、国際標準化機構 (ISO) でも 1993 年から世界的な企業識別コードとして推薦しているのである。

また、1993 年 10 月には当時のクリントン大統領は政府調達をすべて電子的に行うと発表しており、30 万社に及ぶ業者との電子取引データを管理する企業識別コードとして選ばれたのが、このダズナンバーである。1995 年には欧州委員会も電子商取引の標準と認定しており、4 人の大統領を出しただけあり、前述したとおり政界や公的機関とのパイプも大変協力である。しかも既に欧米では世界標準の座を確保しているのである。電子商取引が現実的なものとなりつつある今日、日本でも企業識別コードの標準確立の必要性が叫ばれている。

D & B の強みは国際的なネットワークと欧米で培ってきたデータベース管理の技術力、システムの応用力である。世界 5500 万社をカバーするダズナンバーは、特に国際的な営業網や顧客網を持つ日本の商社や金融機関、大企業に対してアピール力は絶大なのである。

しかも、そうした日本の先進企業の間では情報技術 (IT) を応用した在庫管理や、物流効率化、いわゆるサプライチェーンマネジメント (SCM) が大きな課題となっており、SCM を実現するためのコンピュータソフトウェアである全社的業務管理 (ERF) パッケージの導入が相次いでいるのである。D & B の将来戦略の柱の一つは、まさに顧客企業の ERP システム上に D & B のダングズナンバーを埋め込むことであり、顧客の取引先管理のデータ合理化を全てダングズナンバーを通じて実行しようとしているところである。

言葉を変えれば、それは、日本企業の細胞に D & B の DNA を埋め込む作業とも見える。そして、企業の中核部門に飛び込むため、D & B は 1999 年 1 月 ERP パッケージで最先端を行くドイツの SAP 社と提携、5 月には統合ウェアハウジングと意思決定支援のリーダーであるアメリカ SAS インスティテュートと提携するなど、着々と布石を打っている。こうした官民一体となったアメリカの経済戦略、これは、早晩日本企業のデータベース管理面での標準化を D & B 主導で進めていく可能性が非常に高いわけで、日本企業の経営革新は、企業情報分野の上でもアメリカ主導で行われていく可能性がすこぶる大であることを銘記すべきとしている。

しかるに、先般来ソブリンの格付けに関し、一喜一憂すること事態ナンセンスであり、また空しいことと述べてきたが、日本はこの D & B から提供される情報は情報として、或いは、システムはシステムとして受け入れるべきものは大いに受け入れる一方で、日本独自の情報収集管理体制、或いはシステムというものを早急に開発すべきではないか。これが、何によらず、アメリカ主導のアングロサクソン流グローバルスタンダードに対抗する早道ではないか。批判の批判、また、批判に対抗する感情論は禁物である。むしろソブリンの格付けもさることながら、個別企業の格付けはもとより、情報管理システムそのものを日本流に開発し、世界に通用する新しいシステムの構築を叫ばねばならぬものと思う。

(注) ダングズナンバー

1962 年 D & B がデータベース構築の為、考察した 9 桁の企業識別コードで、世界の企業に独自につけた背番号である。