

STANDARD & POOR'S

2006年7月25日

政府系機関(GRE)の格付け規準

アナリスト:

マリー・カバナー、ニューヨーク 電話 (1) 212-438-7343

スコット・ブギジー、パリ 電話 (33) 1-4420-6680

アレクサンドラ・ディミトリヴィック、パリ 電話 (33) 1-4420-6663

山岡 隆正 東京 電話 03-4550-8719

柿本 与子 東京 電話 03-4550-8705

*本レポートは2006年6月14日付英文レポート「Rating Government-Related Entities: A Primer」を翻訳したものです。

「政府系機関 (Government-related entities, GRE)」とは、経済的または財務的な危機が発生した際に、政府による特別な介入により影響を受ける可能性の高い機関のことである。ほとんどの場合、政府介入は支援の形態を取り、政府系機関の格付けにとって政府との関係はプラスに働く。逆の場合は、政府介入により政府系機関の経営資源が政府の政策を遂行するために振り向けられてしまい、政府系機関の信用力が弱まる可能性もある。政府系機関の多くは公共部門の機関であり、過半数を所有する政府（または政府機関）によりコントロールされている。しかしながら、政府保有が僅かまたは皆無であるが、独占的な地位を有していたり、金融システム上重要な金融機関であったり、その他不可欠な物品・サービスの供給者あるいは重要な雇用者としての役割を有していることを理由に政府系機関とみなされる機関もある。

政府の行動はその主権が及ぶすべての法人・組織に影響を与えるものであるが、その手法は、1) 規制や許可などの手法で直接影響を与える場合と、2) 財政、金融、その他の経済政策の影響を通してより広く影響を与える場合—がある。ソブリンリスクおよびカントリーリスクも多く格付けに影響を及ぼすが、これは、事業法人、金融機関その他の事業体が活動する事業環境や金融環境が国家権力によって形成されるためである。ソブリンおよびカントリーリスクの影響は、スタンダード&プアーズ・レーティング・サービス（以下「スタンダード&プアーズ」）のあらゆる発行体格付けおよび個別債務格付けの格付け規準の中でも重要な部分である。さらに、国をメンバーとする国際機関は、各政府の方針の影響を受けるものの、複数あるいは多数のソブリンが関与するため、その影響の及び方は根本的に異なる。本規準で対象としているのは、より狭い範囲、すなわち、一国の公共部門か民間部門の機関であり、通常その経済的な重要性によりストレス・シナリオ下では政府から特別な影響を受ける可能性のある機関である。

本稿は2001年6月に発表された「政府系機関に対する格付手法の見直し」の改訂版である。主な相違点は以下の通りである。

- 政府系機関について、従来3つあったカテゴリーが、「公共政策の実施機関」、「政府支援を期待でき、かつ商業ベースで活動している、または活動しうる事業体」の2つにまとめられた。
- ノッチングのガイドラインが緩和され、政府系機関格付けの、単体格付けやソブリン格付けからのノッチ差が拡大された。しかし、単体格付けやソブリン格付けによって、政府系機関の格付けが制約されることに変わりはない。
- 政府の介入色が強い国については、金融システム上重要な民間金融機関に対して特別な考慮を加える。
- 関連する政府およびソブリンを上回る格付けを政府系機関に付与する場合の新たなセクションを追加した。
- 外貨建て格付けについて、別途明確化した。

本格付け規準改定による格付け変更は予定されていない。

格付け規準の変遷と概要

かつてに比べて政府が市場メカニズムに依存する頻度が高くなっている。多くの国で民営化が政治上の議題にのぼっているが、議題に上がっていない国でも、多くの政策担当者が政府保有機関を市場原理に委ねようとする傾向が強まっている。その一方で、運営・財務面で困難に直面する重要な民間機関が様々な形態で政府の特別援助を受けるケースも引き続き見受けられる。

スタンダード&プアーズの政府系機関の格付け手法は、こうした傾向を反映して変遷してきた。25年前は、公共部門企業の格付けはほとんどの場合、政府の格付けと同等であったが、スタンダード&プアーズの分析アプローチでは、政府系機関の単体での信用力と、政府との関係の持続性を徐々に重視するようになってきた。こうしたアプローチのメリットは、分析が厳格であることに加えて、当該機関の運営上および財務上の側面だけでなく政府との関係の変遷を考慮していることにある。機関への政府支援が縮小されたり、政府支援があいまいになる兆候が現れたり、政府の援助力が低下したりする場合には、政府系機関の格付けは機関自身の債務返済能力に左右され、調整される可能性がある。政府が民営化プログラムや、より積極的な競争政策（たとえば欧州連合（EU）の競争政策）を採用した場合は、影響を受ける機関の特色を考慮して、同様の調整が行われる。これにより、急激な格付け変更を最小限にとどめることができる。

政府系機関が政府から特別な影響を受ける可能性を分析するに当たって、スタンダード&プアーズでは、その機関の公共政策上の役割と政府との一体化の度合いに基づいて、政府系機関を分類することから始める。すべての政府系機関は、平時の継続的な政府支援のみを考慮した単体の信用力と、非常時に政府の特別支援を受ける可能性を組み合わせることで、格付けされる。政府との一体性が最も強い機関に関しては、ストレス・シナリオの下で政府が

タイムリーな特別支援を与える可能性が高いことが重要な要素となる傾向があり、当該機関の格付けは政府の格付けにリンクする。政府との一体性が高い機関の格付けとソブリン格付けとの差は、一般的に2格付けカテゴリー（6ノッチ〈段階〉）以内となっている。

反対に、政府の優遇支援策や直接支援の恩恵を受けるものの商業ベースの環境でも機能し得る公共部門の政府系機関や、政府支援が期待される民間部門の事業体の格付けはすべて、単体の信用力の影響をより大きく受ける。政府との一体性が強い機関と同様に、単体格付けには平時の継続的な政府支援が織り込まれる。ストレス・シナリオ下で特別支援を受ける可能性に基づいて、こうした機関の格付けは、通常1または2格付けカテゴリー以内（つまり6ノッチ以内）の範囲で、単体格付けからノッチアップされる。このカテゴリーに属する民間部門の機関の例としては、金融システム上重要な位置にある金融機関が挙げられる。政府が破綻金融機関を直接支援したり、より強い金融機関との合併を促進したりする可能性があると考えられる場合には、当該機関の信用力が押し上げられる。一国の経済において何ら政策的役割を果たしていない健全な民間銀行の場合、通常、ノッチアップ幅は1ノッチを超えない。

単体格付けには政府からの継続的な影響を織り込んでいる

分析の第一段階は、政府系機関の単体格付けを決定することである。単体格付けでは、政府系機関が日常的に受けている政府支援や介入を考慮し、当該機関の戦略、業績および今後の見通しが反映されている。しかしながら、緊急時に予想される政府からの特別支援や影響は除外され、スタンダード&プアーズが個別の業種やプロジェクトなどを分析対象に設定した格付け規準に従って評価される。金融機関、公共事業体、石油会社、住宅供給会社、その他に適用される格付け規準は、政府の特別支援や政府介入の可能性から恩恵を受けない同種の民間部門の企業に適用される格付け規準と同じものである。

単体格付けでは、政府からの影響がどのように変遷するか、政府が政府系機関の運営・財務面にどのように関与してきたかを織り込んで評価するため、「単体」(stand alone) という用語はしばしば混乱を招くことがあった。単体格付けは、政府からの実質的な影響力を含めた現状の環境に焦点を当てたものであり、こうした現状の環境が将来どのように変化していくかを予想することが重要である。

単体格付けに織り込まれる継続的な政府の影響力としては、補助金や資本注入に加え、優遇資金の融通、独占的地位、優遇契約、規制上の優遇策などが挙げられる。これらは定量化することは難しいものの、政府系機関の経営成績と財務内容を向上させる支援形態である。一方、上限価格を設定したり、政府系機関に高リスクの投資プロジェクトや採算割れの物品やサービスの提供といった任務を負わせることなどは、政府系機関の経営成績と財務内容に悪影響を与える政府介入の形態である。

単体格付けは、当該政府系機関の経済効率性を考察するうえで有用であるほか、政府にとって、偶発債務としてのその政府系機関の存在を最も明確に示すものでもある。政府の特別支援が得られない場合に、当該機関の信用力がどれだけ低下するか、急激な格付け変更（ク

レジット・クリフ) が起こる可能性がどれだけあるかが、単体格付けによって明確にされる。単体格付けを決定する際には、政府が政府系機関の支払能力や流動性を維持するためにの特別介入を行わないこと、換言すれば、政府が当該機関の危機に際しても救済行動に出ないことが重要な前提条件となる。特に、民営化もしくは政府関与の低下が政策課題として上がっている場合には、スタンダード&プアーズは、民営化に向けて当該機関の資本構成や事業目的にどのような変化が生じる可能性があるかを予測する。この結果、単体格付けは将来を予想する主観的な評価となるものの、それでも依然として最終的に民営化されるまでの格付け遷移を管理していく上で有用である。分析プロセスには、国内外の同種の政府系機関との比較も含まれる。

政府の特別介入により政府系機関の格付けが高めまたは低めになる可能性

政府系機関の単体格付けを一方の端、ソブリン格付けをもう一方の端として、その間に政府系機関の格付けが属する領域が形成される。単体格付けを決定した後は、政府から受ける特別な影響が考慮される。多くの場合、政府支援の可能性は、政府系機関の格付けを押し上げるが、政府介入がマイナス影響を及ぼし、当該機関の経営資源を流出させたり、財務の柔軟性が単体ベースで得られるはずの水準を下回ったりする場合もある。

政府による保有あるいは政府との関係が当該機関の信用力に及ぼす影響を評価する際、スタンダード&プアーズでは、政府系機関を以下の2つのカテゴリーに大きく分類する。公共政策の実施機関。政治的・経済的目標を達成するために中心的な役割を果たし、機関自体の信用力は政府の信用力と密接に関連している。政府支援を期待でき、かつ商業ベースで活動している、または活動しうる事業体。公共政策における役割が小さいか皆無で、その信用力は単体格付けとの関連性が強い。

以上の分類は、政府と当該機関の関係に対するスタンダード&プアーズの判断を明確にすることを目的としている。政府と政府系機関の関係は多様であり、予想される政府関与の度合いや確実性もまた多様である。スタンダード&プアーズの分析においては、政府から受ける影響の可能性を評価し、一貫した手法で政府系機関の格付けに織り込むことが重要となる。

もっとも強力な形で政府の影響力がある場合、当該政府系機関の格付けとソブリン格付けは同等になる。多くの場合、格付けが同等になると、当該機関の格付けが単体格付けを上回ることになるが、資本が充実し経営状態の良好な機関では、格付けが単体格付けを下回る場合もある。後者のケースでは、政府系機関の格付けが政府による制約を受けているように見えるが、当然のことながら、少なくとも公共部門の政府系機関であるならば、その経営・財務内容が比較的良好であること自体が、政府の政策がもたらした結果と言える。

公共政策の実施機関の発行体格付けは、政府のタイムリーな支援を行う意思と能力に対する評価（もっとも支援とは逆に機関の経営資源を政府が収奪してしまうこともあるが）によって決まり、一般的にソブリン格付けから2格付けカテゴリー（6ノッチ）以内に収まる。一方、政府支援を期待できる商業ベースの事業体の発行体格付けは、一般的に単体格付けから1または2格付けカテゴリー（6ノッチ）以内に収まる。一国の経済において特に重要な

政策的役割を果たしていない民間部門の健全な銀行の場合は、通常、単体格付けからのノッチアップ幅が1ノッチを超えることはない。しかし、政府系機関の単体格付けとソブリン格付けがかなりかけ離れている場合や、これらの格付けのうちの1つや政府系機関と政府の関係が変化しつつある場合は、政府系機関の格付けがこうしたガイドラインに収まらない可能性もある。

公共政策の実施機関と政府支援を期待できる商業ベースの事業体の区別

公共政策の実施機関と商業ベースの事業体を区別することは非常に困難である。ほとんどの政府系機関は、政府の通常支援を受け、かつ政府の特別支援の恩恵を受ける可能性もあるため、現実にはこの2つのカテゴリー区分の間に多数の機関が存在していると言える。政府が民営化および市場志向型の政策を追求する傾向を強めるなか、スタンダード&プアーズでは、一般に、当該機関が公共政策の実施機関、商業ベースの事業体のいずれに区分すべきが微妙な場合、当該機関を商業ベースの事業体のカテゴリーに区分することが多い。政策実施機関では、政府の影響力は政策面、法律面の双方に及び、法律上の政府支援は債務の期日履行や最終履行の政府保証といった形をとることがある（政府保証に関する詳細は後述）。一方、商業ベースの事業体は、一般的に政府保証の恩恵は受けていないことが多く、民間セクターで活動していることもある。政府の特別支援を受ける可能性もあるが、政策実施機関と比べるとその可能性は低い。しかし、政府保有や政府からの影響力は、政府支援が期待される商業ベースの事業体が直面する事業リスクに影響を与える可能性がある。

政策実施型の政府系機関

政府によるコントロールが非常に強いと評価されたとしても、それが100%確実ではないことが多く、ソブリン格付けと政府系機関の格付けにノッチ差をつけることが適切である場合がある。単に政府が肯定的な態度や保護的な姿勢を示すだけでは、特別な政府支援とは言えない。政府系機関のデフォルトを回避するために政府が介入する能力と意志を持つとスタンダード&プアーズが確信できることが必要である。政府系機関の数が多い場合や、政府がそれら機関を支援する能力が限られている場合には、政府支援の度合いは限定的になるかもしれない。

各々の事例においてソブリン格付けと政府系機関の格付けの間の適切なノッチ差を考慮するに当たっては、政府系機関の単体ベースでの評価（政府の通常支援を織り込んだもの）、ソブリン格付け、および政府支援の可能性に対するスタンダード&プアーズの評価が反映される。最大で2格付けカテゴリーのノッチ差が生じるのが一般的である。当該機関の債務の最終的な履行（期日履行ではない）を政府が保証しており、ソブリン格付けが「ダブル A」もしくは「トリプル A」カテゴリーで、政府と当該機関との関係が安定的で、当該機関が単体ベースで高い信用力を有し、政府系機関の数が比較的少ない場合には、一般的にソブリン格付けと政府系機関の格付けのノッチ差が1格付けカテゴリー以内に収まるのが適切である。一方、債務の最終的な履行すら保証されておらず、社会政策上の役割が不明瞭もしくは低下している政府系機関の数が多い（これは政府にとって偶発的な財務リスクを高めることになる）、格付け対象機関の民営化リスクが高まっているとみなされるような状況では、それ以上のノッチ差が付けられることとなる。

政府からの特別な支援（あるいは逆に政府による経営資源の収奪）の可能性を考え、これによって、ソブリン格付けと単体格付けを上限・下限としつつ、ノッチングを決める際、スタンダード&プアーズでは特に以下のような特定の項目について検討する。

- 政府系機関に対する政府の特別支援の実績。実績がない場合は、政府の支援方針はどのようなものか、財源はあるのか、政府系機関の財務危機を認知し、タイムリーに対応するためにどのような制度が整備されているのか。
- 政府が政治的・経済的に困難な状況に直面した時期に、政府の財源を増やすために、政府系機関に対して高い課税や配当支払いや、その他の措置を課した実績。
- 当該政府系機関の経済的・政治的重要性、ならびに他の政府系機関と比較した場合の政府にとっての重要性における順位、他国の同様の政府系機関と比較した場合の政策的役割の重要性。
- 当該政府系機関が提供するサービスの必要性、および他の機関（特に民間部門の機関）が同一の物品またはサービスを提供する可能性。
- 当該政府系機関がデフォルトに陥った場合に、政府や政府系機関による金融市場へのアクセスが困難になる可能性、および政府が継続的かつスムーズに金融市場で資金調達をするうえでの重要性。
- 民営化についての政府の方針および実績（民営化の際の政府の債務負担や、資本増強の実績を含める）。

当然のことながら、これらの点は常に明瞭であるとは限らず、格付けを最終的に決定する際には、政府の政策の方向性や、何よりも当該機関そのものの信用力を考慮して、総合的に勘案する。新興市場諸国の中には、法制度および管理体制の脆弱さ、および政府支援に依存している政府系機関の数の多さから、政府支援の可能性がより疑問視される国もある。このような場合、政府系機関の格付けは、政府系機関自体の信用力を重視して決定される可能性がある。一国の経済において政府が大きな役割を果たしている場合には、政府支援は希薄化し、政府系機関の格付けは単体での信用力に大きく依存することになる。一方、同種の政府系機関であっても、公共部門のスリム化が進んだ国では、より多くの政府支援を受けられる可能性がある。

政府の現行の政策がどのようなものであるかにかかわらず、政府系機関の最終的な格付けには、民営化リスクがどの程度の期間で現実となりそうなのか、現行の政策が転換される可能性、政府系機関の単体格付けが考慮される。欧州では、EUの競争政策によって、政府系機関の政府保有や政府支援が影響を受け、政府が政策変更と民営化の遂行、あるいは少なくとも政府支援の縮小を迫られる可能性がある。

政府系機関の格付けがソブリン格付けと同等になるのはどのような場合か？

政府系機関の格付けがソブリン格付けと同等になるのは、一般的には以下のようなケースが考えられる。まず、当該機関が政府の省庁である場合があげられる。また、当該機関が政府とは別組織であるが、多額の財政収入をもたらしている、法律上政府の一部として機能しており、その位置づけを変えることが難しい、商業ベースでは容易に遂行できない業務を行っている、という特徴を持つ場合もある。ソブリン格付けと同等の格付けは、当該機関の

政策的役割や政策上の重要性のみではなく、むしろ行政プロセスにおける位置も考慮した結果、与えられるものである。このカテゴリーに属する機関の例としては、預金保険機関、政策的に重要な石油備蓄機関、また多くの開発銀行や輸出信用機関などが挙げられる。一方、政府介入の可能性によって政府系機関の格付けが制約される場合もある。例えば、政府保有の石油会社は、最終的な発行体格付けから示唆されるよりも高い単体での信用力を有している可能性がある。これは、最終的な格付けには、政府の財政状況や外部環境が悪化した局面で、政府が政府系機関に対して増税や増配あるいは補助金の支出を要請したり、何らかの措置によって政府系機関の柔軟性を制限したりする傾向があることが、織り込まれているためである。

政府支援を期待できる商業ベースの事業体

政府支援を期待できる商業ベースの事業体には、特定の公共政策を遂行する使命が少ないか皆無の一連の政府保有機関、および政府の特別介入の影響を受ける可能性のある民間機関が含まれる。民間部門の機関としては、政府の介入色が強いあるいは政府が支援的な国における金融システム上重要な金融機関が挙げらる。政府支援を期待できる商業ベースの事業体は一般的に単体格付けから1または2格付けカテゴリー以内に格付けされる。その国の経済において特別な政策的役割を持っておらず、財務状態が健全な民間銀行の場合、単体格付けからのノッチアップ数は1ノッチを超えることはない。政府から特別支援を受ける可能性を理由にしたノッチアップ数は、政府支援の可能性はあるものの、政策実施機関に比べると不確実であるという状況を反映している。緊急の場合に政府支援を徐々に拡大し、当該機関の直面する事業リスクが低下する可能性があるような状況もこれに該当する。

政府高官が支援を確約し、デフォルト回避を約束する場合もあるが、スタンダード&プアーズは、制度の安定性、行政プロセス、財務危機を認知し迅速に対処する政府の能力を考慮し、ノッチングを制約する場合がある。また、今後の民営化の可能性があったり、現在すでに一部民営化されている場合には、スタンダード&プアーズは、こうした状況は支援の論理に矛盾し、政府と当該機関との利害のずれを拡大させると考えることもある。また、政府が政府系機関のデフォルト回避の実績を持つものの、公には当該機関は支援対象ではないという立場を取り、政府支援の有無が不明瞭な場合がある。こうした場合は、政府との関係を重視せずに、当該機関の単体の信用力を注視する。ノッチ差を検討する際の主な評価項目は、公共政策の実施機関の場合と同様である。政府支援を期待できる他の商業ベースの事業体と比較して検討を行う。

単体での信用力評価の低下に伴い、政府の特別支援の可能性が高まる

スタンダード&プアーズの格付け規準のガイドラインは動的に適用されている。格付け対象機関が公共政策の実施機関と商業ベースの事業体の間で行き来することもあれば、そもそも政府系機関として認識されるかどうか自体が変わることもある。時間の経過とともに、政府の特別支援に対する確信が強まったり弱まったりすることもある。特に、事業法人や金融機関（あるいは金融システム全体）の財務状況が悪化していく局面では、政府支援が実施される根拠が増加する可能性がある。このような場合、当該機関の単体での信用力評価が悪化する一方で、政府による追加支援の可能性を織り込むことで、当該機関の格付け悪化に歯止めがかかることになる。結果的に、政府系機関の格付けが通常のノッチング・ガイドライン

から乖離したものになることもある。

例えば、1990 年代後半および 2000 年代初めに、経営状態の悪化した日本の民間部門の銀行数行の格付けが「トリプル B」以上にとどまったが、これは、日本政府が同セクターを支援すべく大型の対策を打ち出したためであった。政府の介入がなかったら、経営破綻したかもしれない銀行もあった。危機が深刻であったときには、政府支援の要因による格付けのノッチアップ数は、いくつかの銀行グループの格付けにおいて 2 格付けカテゴリーを超えたことがある。過去数年間、日本の銀行の単体での信用力は回復し、ノッチ差は通常の水準に戻っている。

政府保証

政府支援を受けている政府系機関の中には、タイムリーかつ全面的な政府保証の付いた債務を有しているものもある。こうした政府保証付き債務には、一般的にソブリン格付けと同等の格付けが付与される。しかし、こうした政府保証の存在によって政府支援のレベルの高さが示されていても、当該機関の発行体格付けがソブリン格付けと同等になるとは限らない。発行体格付け（および政府保証の付いていない金融債務の格付け）を決める際には、当該機関を公共政策の実施機関、政府支援を期待できる商業ベースの事業体のいずれかに分類した後、上で述べたような格付けアプローチが適用される。

最終的な債務履行の保証は、一般的に、保証を付与された当該機関の資金が枯渇して初めて、保証者に債務履行を求めるものである。政府が、政府系機関のタイムリーな債務履行ではなく、最終的な債務履行のみを保証している場合も、政府系機関の発行体格付けは上述の手法に基づいて付与される。前述の通り、こうした機関は公共政策の実施機関のカテゴリーに分類されるのが一般的である。

政府保証に条件がある場合、または、政府がタイムリーな債務履行を保証し、政府本体の債務と支払い優先順位が同列であるにもかかわらず、事務上その他の問題によりタイムリーな債務履行が妨げられている場合は、保証を付与された発行体または債務は、ソブリン格付けを付与されるのではなく、政府系機関の格付け規準に基づいて格付けされる。一般的に、民間セクターでは、支払い順位が同じ債務であれば、区別されることはない。しかし、公共セクターでは、政府保証債の支払い遅延が実際に発生した場合でも、その他債務の債権者が期限の利益喪失を主張したり、法的救済を求めるような例はほとんど見られない。

政府系機関の格付けがソブリン格付けを上回るケース

政府系機関の単体格付けが政府の格付けより高い場合であって、かつ、政府が財政危機などのストレス・シナリオの下でも政府系機関の信用力を損なうような行動を取らないと予想される場合には、政府系機関に対して政府よりも高い格付けが付与される。政府系機関が政府よりも高い格付けを付与されるのは、通常あることではない。こうした格付けを付与する際に考慮すべき重要なポイントは以下の通りである。

- 当該政府系機関は、競争環境で運営される商業ベースの事業体でなければならない。

政府との契約関係や、政府証券の保有も含め、政府との関係は最小限でなければならない。

- 政府によるコントロール・保有（政府保有の比率は100%を大きく下回り、今後上昇する可能性が低くなければならない）については、親会社・子会社の視点で分析する。親会社（政府）が財政難に陥った場合には、子会社（一部政府保有の政府系機関）に対して資金提供を求める可能性があるだろう。このため、政府以外の株主からの支援、厳格なガバナンス基準、政府介入に対する財務面での抵抗力、政府の非介入実績などを通じて、政府系機関がこのタイプの政府介入を軽減できる高い能力を有していることが明確でなければならない。
- 政府より高い格付けを付与するに当たっては、カントリーリスクも考慮される。カントリーリスクが政府系機関の事業および財務に与える影響を検討し、特に外貨建て格付けにおいてソブリン格付けより高い格付けを付与する場合は、当該政府系機関に対してストレス・テストを行う。当該機関は、当該カントリーリスクを軽減する能力を持っている必要がある。一般的には、輸出事業やオフショア事業を持つ機関がこのような特徴を最も備えており、規制下にある電力・ガスなどの公益企業が最も該当しないとみられる。

ソブリン格付けより高い格付け

上記の箇条書きの最後のポイントについて詳細に述べると、政府との一体性が強い政府系機関は別として、政府からの特別支援の可能性を考慮することによって、政府系機関の自国通貨建て格付けがソブリンの外貨建て格付けよりも高くなる可能性は極めて低い。ソブリンがそれだけ強い信用補完を提供するためには、政府がたとえ自身の外貨建て債務を履行できなくても、政府系機関に対して支援を提供するとスタンダード&プアーズが判断する必要がある。より一般的には、ストレス・テストの下で政府系機関の単体格付けがソブリンの外貨建て格付けを上回って初めて、政府系機関の格付けがソブリンの外貨建て格付けよりも高くなる。この際のストレス・テストには通常、政府支援の低下、必要準備金や税金の増加、規制上のリスクの増加、政府の債務不履行などに加え、急激な通貨下落、インフレ率の上昇、経済のマイナス成長、実質・名目金利の上昇などがある。

スタンダード&プアーズが発行体格付けや個別債務格付けをソブリンより高く格付けする場合、当該機関の債務履行の意志と能力がソブリンよりも優れており、最終的にソブリンがデフォルトになる場合でも当該機関や債務がデフォルトにならない可能性が十分に認められなければならない。ソブリンの信用力低下やデフォルトはしばしば非常に困難な状況を惹起するため、政府系機関に対してソブリンよりも格付けを付与するには、ストレス・シナリオを考慮する必要がある。政府系機関の中でソブリンよりも格付けが高くなる機関としては、事業・財務面で強みを持ち、事業の地理的分散が十分であり、政府証券をあまり保有していない商業ベースの事業体が該当するだろう。特に政府の介入色があまり強くない場合は、最有力候補といえよう。

金融機関の格付けは通常、外貨建てのソブリン格付けを上回ることはない

金融機関の格付けは通常、外貨建て格付けだけでなく、自国通貨建て格付けにおいても、外貨建てのソブリン格付けを上回ることはない。その理由は以下の通り。

-
- 銀行は一国の経済全体に対して信用リスクをとっていると言えるが、一国の経済パフォーマンスとソブリンの信用力の間には通常高い相関がある。
 - ソブリンのストレス・シナリオの下で、銀行の信用力にとってネガティブな政府介入が行われる可能性がある（例えば、預金凍結など）。

しかし、EU 加盟国では、深刻な通貨下落やインフレに見舞われる可能性が低いという点で、ソブリンのストレス・シナリオが厳しいものになる可能性は低く、ソブリン格付けより高い格付けを付与する余地が大きい。政府保有の銀行にソブリンより高い格付けが付与される可能性は最も低い。銀行は通常、ソブリンのデフォルトや経済危機シナリオの影響を最も大きく受け、とりわけ政府保有の銀行は民間部門の銀行よりも大きな影響を受ける。

外貨建て格付けに関する考察

ここまでは、自国通貨建ての発行体格付けの格付け手法を中心に、格付け規準の概要を述べてきた。外貨建ての格付けを付与する際は、いくつかの区別が必要になる。

- 当該政府系機関がソブリンと直接関連のない機関である場合（例えば地方政府の関連機関など）、当該機関の外貨建て格付けは、当該機関の自国通貨建て格付けか、所在国の通貨の送金・交換にかかるリスクの格付け（T&C 格付け、T&C は transfer and convertibility の略）の、いずれか低いほうになる。T&C 格付けは、ソブリン以外の発行体の債務履行に必要な外貨へのアクセスをソブリンが制約する可能性を評価するものである。
- 当該政府系機関がソブリンの関連機関で、かつ公共政策の実施機関である場合、当該機関の外貨建て格付けは、当該機関の自国通貨建て格付けか、ソブリンの外貨建て格付けの、いずれか低いほうになる。この場合、格付けを制約するのは、ソブリンの外貨建て格付けであって、T&C 格付けではない。なぜなら、ソブリンは保有または支援する政策実施機関に対して T&C 規制に訴えることなく多様な形態で介入できるためである。T&C 格付けは通常、ソブリン以外の発行体を対象としている。政府系機関の自国通貨建て格付けがソブリンの特別支援の可能性によって押し上げられ、ソブリンの外貨建て格付けを上回っているとしても、その格付けが表すのは当該政府系機関の自国通貨建て債務の履行能力にすぎず、外貨建て債務の履行能力ではない（訳注：自国通貨建て定義については後述）。また、このような政府系機関の自国通貨建て格付けがソブリンの自国通貨建て格付けを上回ることはない。ここで自国通貨建てソブリン格付けの定義が適用される理由は、政策実施機関が主に政府の「代理機関」であるためである。
- 当該機関がソブリンの支援が期待される商業ベースの事業体である場合、当該事業体の外貨建て格付けは通常、当該事業体の自国通貨建て格付けか、所在国の T&C 格付けの、いずれか低い方になる。当該事業体の自国通貨建て格付けは、当該事業体の単体格付けが外貨建てソブリン格付けを上回り、ネガティブな政府介入の可能性

が低いとみなされて初めて、外貨建てソブリン格付けを上回ることができる。こうした扱いの対象となる最有力候補は、政策的役割を持たない財務が健全な石油会社と、強い競争力を持って民間セクターで活動する機関で、困難な状況に直面したソブリンがこれら事業体の柔軟性を損なうような行動をとると予想されない場合である。

格付け定義の違いはソブリンの支援や介入に関する議論を複雑にする。自国通貨建て格付けは、①ソブリン以外の発行体については、債務履行に必要な外貨の調達に対する規制がない場合において、自国通貨建て・外貨建てを問わずすべての金融債務を履行する意志と能力を表すのに対し、②ソブリンについては、自国通貨建ての金融債務の履行の意志と能力を表す。ソブリン（またはその中央銀行）は一般的に自らが外貨へのアクセスをコントロールする立場にあるため、ソブリン格付けにおいて外貨調達規制を考慮することは無意味である。こうした外貨へのアクセス規制は、通貨危機の際にソブリンがソブリン以外の発行体に介入する最も一般的な方法であるが、政府がそうした手段に踏み切るケースは少なくなりつつある。

自国通貨を発行し、自国通貨建て債務を履行するというソブリン独自の能力により、自国通貨建てソブリン格付けは、外貨建て格付けより高いことが多い。何らかの理由により、自国通貨を発行して自国通貨建て債務を履行するという選択肢をソブリンがあえて採らないこともあるが、ソブリンの自国通貨建てデフォルトは稀であり、また目立たない。直近 25 年間の各年において、外貨建てソブリンのデフォルト件数は、自国通貨建てソブリンのデフォルト件数の 5 倍以上であった。このことは、ソブリン格付けでは自国通貨建て格付けのほうが外貨建て格付けよりも高いことを裏付ける有力な根拠であり、ひいては、実質的に政府の一部門である政府系機関の格付けにおいても自国通貨建て格付けのほうが外貨建て格付けよりも高いことの根拠と言える。こうした明らかな違いはソブリン以外の発行体には存在しない。これは、ソブリンが外貨へのアクセスを規制している場合を除き、ソブリン以外の発行体は、同順位の債務を自国通貨建てと外貨建てとに区別することが通常できないためである。

要約

政府との関係の特徴および安定性によって政府系機関を大きくカテゴリー分けすることで、政府系機関の格付けは、将来生じ得る変化をより織り込んだものとなる。この手法では、政府と政府系機関の関係における多様性に焦点を当てる一方で、こうした関係が今後どのように変化していくかについても考慮する。政府系機関と政府の関係はあいまいで、一見矛盾するように見えたりすることが多い。政府の中には、支援しないという方針を表向きは打ち出しておきながら、特定の政府系機関に対して明確な支援実績を持つところもある。価格引き上げを拒絶したり、不採算業務を強制するなど、政府系機関に対して不利な扱いをしている政府もある。こうした政策は、当該機関の重大な信用リスクを意味することもあれば、当該機関に対する政府の道義的責任を強めることもある。政府は、政府系機関の財務状況に注意を払わないことが多い。これはまさしく政府系機関が政府の特別援助の受け手であり、それ故に事業の継続や金融市場へのアクセスを確保するために財務内容を良好に維持する必要がないからである。スタンダード&プアーズは、政府の特別援助や介入は白か黒かといった明

瞭な問題ではないことを認識した上で、政府との関係を評価していく。

過去に発表した関連レポート

2001年6月 「政府系機関に対する格付手法の見直し」

*過去に発表したレポートはS&Pの以下の情報サービス商品（年間契約制）とウェブサイトに掲載されています。

<日本語情報サービス商品>

Research Online（リサーチ・オンライン）：www.researchonline.jp

Credit Wire Japan（クレジット・ワイアー・ジャパン）：ブルームバーグ・プロフェッショナル SPCJ<go>

<日本語ウェブサイト>

www.standardandpoors.co.jp：トップページ「信用格付け」の「格付け定義・規準」

<英語情報サービス商品>

RatingsDirect（レーティングス・ダイレクト）：www.ratingsdirect.comの「CRITERIA」

上記商品の詳細、または個別レポートのご購入については以下までお問い合わせください。

担当部署：営業・クライアントサービス

電話：03-4550-8711

eメール・アドレス：sales_japan@standardandpoors.com

スタンダード・アンド・プアーズ（ザ・マグローヒル・カンパニーズの一部門）より発行 ©2006 ザ・マグローヒル・カンパニーズ

本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグローヒル・カンパニーズ 会長兼社長－ハロルド・W・マグローIII

本社：1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A. スタンダード・アンド・プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.
スタンダード・アンド・プアーズ東京：東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル28階

弊社発信のレポートは信頼しうる情報に基づくものですが、情報源あるいはレポートその他に人為的または機械的な誤謬が生じる可能性があるため、情報が正確、妥当または完全である旨の保証は致しかねます。さらに誤謬や脱漏、あるいはそうした情報に基づく結果についても責任を負いかねます。スタンダード・アンド・プアーズは格付けに際して原則として対価を受領しています。格付けの発表についてはその権利を留保しており、出版物の講読料を除き料金はいただいておりません。格付けは証券の購入や売却、あるいは保持を奨めるものではなく、また時価や利回り、ある特定の投資家に対するその証券の適合性について言及するものでもありません。