

STANDARD & POOR'S

2006年7月25日

クレジット FAQ: 政府系機関の格付け規準

アナリスト:

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

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

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「Credit FAQ: Rating Criteria For Government-Related Entities」を翻訳したものです。

2006 年 6 月 14 日、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」）は、公的機関と、経済・財政危機が発生した際に政府による特別介入の影響を受ける可能性の高い民間機関の格付け規準を改定し、「政府系機関（GRE: Government-Related Entities）の格付け規準」を発表した。なお、今回の格付け規準の改定によって格付けを変更することは予定していない。

本クレジット FAQ は、政府系機関の格付け規準の変遷を要約するとともに、本件に関して受けた質問に回答するものである。本稿では、スタンダード&プアーズが政府系機関についてジョイント・サポート（共同信用補完）分析を適用しない理由を説明しているほか、欧州連合（EU）の競争政策が政府支援に与える影響や、民営化が格付け先の政府系機関に与える影響についても述べている。

本格付け規準に基づいて格付けを付与された政府系機関は、欧州、アジア太平洋地域、米国など世界中で 400 を超える。政府系機関には、経済開発機関、住宅公社、公共交通機関などの公共セクターの機関と、政府の介入色が強い国々の各郵政会社、金融システム上重要な金融機関などの民間機関の両方が含まれる。

FAQ（よくある質問）

スタンダード&プアーズは政府系機関の格付け規準を変更したのか？

基本的には政府系機関に対するスタンダード&プアーズの見方に変更はないが、新たな政府系機関の格付け規準では、以下の 2 つの点で格付け手法が変更された。

-
1. 過去10年間に政府系機関に影響を及ぼしてきたトレンドをより良く反映させるために、格付け手法が簡素化された。これにより、スタンダード&プアーズでは政府系機関を以下2つの広範なカテゴリーに分類することになった。

- **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す。大方の場合、ソブリン格付けより下に2格付けカテゴリー（6ノッチ）以内に格付けされる。
- **政府支援を期待できる商業ベースの事業体**：公共政策における役割は小さいか皆無である。通常、単体(stand-alone)での格付けより上に、2格付けカテゴリー（6ノッチ）以内に格付けされる。

旧規準では、スタンダード&プアーズは、政府系機関を3つのカテゴリーに分類していた。旧基準の第1カテゴリーは、政府との一体性が非常に強い機関で、一般にその格付けは政府と同等であったが、政策担当者が政府系機関を市場原理に委ねようとする傾向が強まっているため、このカテゴリーに属する機関の数はほとんどの国で減少している。これらの機関の格付けは引き続き政府と同等であるが、現在では、より広義の公共政策の実施機関のグループに含まれる。

政府支援を期待できる商業ベースの事業体の格付け手法の詳細については、上述の「政府系機関の格付け規準」で参照できる。これらは、旧基準では「その他の機関」という第3カテゴリーに分類され、政府の特別支援を受ける可能性の高い事業体や金融機関が含まれていた。

2. 政府の特別支援を反映させるために単体格付けに加えられるノッチ数について、柔軟性を高めた。多くの場合、政府の特別支援に起因するノッチアップは3ノッチ以内と想定しているが、政府介入の可能性が大きい場合は、6ノッチまでのノッチアップが許可される場合がある。政府系機関のプロファイルが変化して信用リスクの高まる局面において、従来の手法では、ソブリン格付けと政府系機関の格付けの差に着目するアプローチ（トップ・ダウン・アプローチ）から、政府系機関の単体格付けからノッチアップしていくアプローチ（ボトム・アップ・アプローチ）に切り替わることで急激な格下げが生じかねなかった。今回ノッチアップの幅に柔軟性を持たせたことにより、こうした急激な格下げが生じにくくなる。特に、ソブリンが高い格付けを有していて、単体での信用力が弱い事業体が、公共政策の実施機関から政府支援を期待できる商業ベースの事業体へ段階的に移行する場合に、この点が重要となることが多い。

スタンダード&プアーズは、政府系機関が発行した債券を格付けする際にジョイント・サポート（共同信用補完）規準を適用するのか？

ジョイント・サポートが付されている債務についてのスタンダード&プアーズの格付け規準に基づくと、各債務者が債務全体に対して全面的に責任を負い、かつ両債務者間のデフォルト相関関係が小さいと予想される場合、債務には信用力が高い方の債務者（信用補完提供

者)の格付けより高い格付けが付与される可能性がある。これは、両債務者がデフォルトするリスクが、一方のみがデフォルトするリスクより低いためである。ジョイント・サポート格付け規準を適用する一般的な例としては、信用状 (Letter of Credit : L/C) による保証の付された債務などがある (詳細は、2006 年 6 月 14 日付リポート「ジョイント・サポートの格付け規準を精緻化」を参照)。

しかし、スタンダード&プアーズでは、政府系機関の債務格付けにこうした確率論的な手法を適用する予定はない。政府系機関と支援を提供する政府の相関関係は一般に非常に高いと考えているためである。ジョイント・サポートの格付け規準においては、債務者間の相関水準が最も高い場合のデフォルト相関は 25%と想定され、債務者が 3 つの条件 (同業界、同地域、および「ダブル B 格」以下の格付けを有する) のうちの 2 つを共有する時に適用される。

政府がある政府系機関の債務全体に全責任を負うとみなされる場合、政府系機関および政府は相互に大きな影響を及ぼしあう可能性が高い。例えば、政府系機関は、公共政策上の役割を果たし、継続的に資金支援を受け、政府に厳格に管理され、政府を経営戦略の決定に関与させる可能性がある。その結果、政府と政府系機関の相関関係はジョイント・サポートの確率論的な手法で適用される最大相関の 25%を大きく上回るであろう。この場合、実現性の高いデフォルト・シナリオは、政府と政府系機関の双方がほぼ同時期にデフォルトに陥るケースか、または、政府系機関がデフォルトに陥り、政府が陥らないケースのいずれかである。

政府系機関に政府よりも高い格付けが付与される稀なケースもあるが、これは、政府系機関の単体での信用力が強く、政府への依存度が低く、かつ政府から距離を置いた関係にある場合であって、確率論的な手法を適用した結果ではない。こうしたケースの詳細については、「政府系機関の格付け規準」を参照されたい。

スタンダード&プアーズは、EU の競争政策が潜在的な政府支援に与える影響をどう評価するのか？

EU 加盟国の政府が民間セクターの企業の運営を支援する権限は、多くの場合、ビジネスや政府の反競争的行為を規制する法律によって制約を受けている。政府に関しては、一般的なルールでは、ある加盟「国」が補助金を支出することで競争を歪めたり、加盟国間の取引に影響を与えたりする場合、そのような支援行為は認められない。この場合の加盟「国」は、広義に解釈され、加盟国政府、地方自治体、政府系金融機関、その他の公共機関を含む。問題となる「支援」も広義に解釈される。「支援」の例としては、政府補助金、債権放棄、市場実勢より低い金利での融資、コンフォート・レター (支援を約束する文書)、融資、増資、保証などがある。

国家支援が禁止されている種類の支援かどうかを判断するには、以下の質問をすればよい。国が市場条件とは異なる条件で何かを提供したか否か？ 換言すれば、国は市場価格で支払いまたは受け取りを行ったか否か？ 当然、いかなるルールにも例外はあり、当該支援が市場条件と異なっている、特定の国家支援が認められる場合もある。例えば、公共サービスを履行するための国家の資金支援などである (もし一般市場での調達を義務付けるルールが

尊重されており、プライシングが妥当な水準で、かつ同サービスが本当に公共サービスであれば、の話であるが)。

国家支援のルールにより、加盟国は EU 委員会に対して、欧州共同体設立条約 (EC 条約) 第87条1項に規定された援助に該当する国家援助供与の計画を通知しなくてはならず、また、EU 委員会の承認が下りるまでは援助を実行してはならないとされている。承認なく援助が供与された場合、違法とみなされるだけではなく、援助を供与した側に、供与した援助の回収・撤回の義務があるため、重大な影響が及ぶ可能性がある。

このため、EU 内の競合セクターで運営されている政府系機関に対する政府支援の可能性を評価する際、スタンダード&プアーズは、一般的に EU の規制下で政府の支援提供能力に関してどのような制約があるかを検討する。金融機関や、エネルギー・電力・ガスなどの事業に対する支援については特に詳細に検討される。こうしたケースでは、政府が民間の株主と同じように行動したか、行動すると予想される場合のみ、政府系機関に対する政府支援が法的に可能となる。したがって、政府支援の評価規準は、民間セクターの親会社・子会社関係に適用される規準と変わらない(「Corporate Ratings Criteria 2006」の 85 ページ、「Financial Institutions Criteria - September 2005」の 81 ページを参照)。

詳細については、2004 年 6 月 2 日付リポート「European Infrastructure Projects and the Legal Risks Arising From Competition, State Aid, and Related EU Laws」を参照。

政府系機関を評価する際に、スタンダード&プアーズは政府保証をどの程度重要視するのか？

政府系機関は、多様な種類の政府保証から恩恵を受けることが可能である。

政府系機関が金融債務のすべてについて、タイムリーに、無条件で、取り消し不能な保証の恩恵を受ける事例は数少ないが、そうしたケースでは、スタンダード&プアーズは政府系機関の格付けを政府の格付けと同等にする可能性が高い。しかしながら、政府は政府系機関を市場原理に委ねようとする傾向が強まっているため、このような保証はなくなる可能性がある。

より一般的な政府保証の形態は、以下の通りである。

- タイムリーで無条件の政府保証。ただし、通常は、歴史的な理由から政府系機関の債務の一部分(政府がすべての債務を保証していた時期に発行され、今なお残っている残高)のみ。
- 公務員の年金債務や原子力関連の活動に係わる環境リスクなど、政府系機関の現在または過去の公的使命から生じた特定リスクまたは債務に対する保証。
- 政府系機関の法的ステータスに基づく場合が多い最終保証では、保証された機関の金融資源がなくなって初めて、保証者にすべての債務履行を求める。
- 事前に定められた金融収支や資本構造を維持するための保証。必要に応じた運転資金や資本拠出の供与という形をとる。

これらの保証形態は期日履行の保証というよりは最終的な履行の保証であるが、多かれ少なかれ政府支援の強力な形態を証明するものである。上記の最後の2つの保証形態は一般的に政府系機関のうちの公共政策実施機関カテゴリーに適用され、政府支援の強力な形態を示すものである。最初の2つの保証形態は、過去には政策上の役割があったが、現在は商業セクターでの活動が多い事業体の場合によく見られる。これらすべてのケースについて、スタンダード&プアーズでは、政府系機関の格付け規準に定められた手法を用いて、政府が政府系機関をタイムリーに（最終的な履行のみではなく）支援する意志や能力を評価する。

たとえ明らかに期日履行の保証であっても、スタンダード&プアーズは、保証債務を期日履行する政府の意志とコミットメントを慎重に分析する。こうした方法は、特に新興諸国の地方政府が供与する保証の場合に当てはまる。こうした地域ではスタンダード&プアーズの経験上、「保証」という用語が、無条件、期日履行、拘束力のある保証には達しない約束や確約を含む大まかな意味で使われることが多く、また政府がこうした債務を期日通りに返済する意志の度合いにばらつきが見られる傾向が強い（詳細は、2004年7月29日付リポート「How much is a Guarantee Worth in the Public Sector?」参照）。

スタンダード&プアーズは、民営化の見通しを政府系機関の格付けにいつ、どのように反映させ始めるのか？

政府が政府系機関に特別支援を提供する意志と能力は、民営化の影響を受ける。ただし、民営化のプロセスは不確実性が高い状況にあることも多く、また、最初に政治上の議論が始まってから実際の民営化までに何年もかかる場合がある。民営化のプロセスが政府系機関の格付けに与える全体的な影響は、政府系機関の単体での信用力、現在の格付けにおいて政府保有が持つ重要性、民営化の時期と条件など、いくつかの要因に左右される。

実際に民営化の政治的決断がなされる相当前、民営化が政治的に議論され始めた段階における最初のステップとして、スタンダード&プアーズでは、民営化プロセスの性質、可能性、および時期を分析し、現在の格付け手法に適切に反映されているかどうかを評価する。分析の一環として、例えば、他国の類似する政府系機関がどのような民営化プロセスをたどったかを考慮する。分析対象の機関が公共政策の実施機関に分類される場合、スタンダード&プアーズでは、民営化プロセスによって、当該機関の事業プロフィールが政府支援を期待できる商業ベースの事業体にシフトするとみなす可能性が高い。その結果、格付け手法は、ソブリン格付けと政府系機関格付けの格差に着目するアプローチから、当該機関の単体格付けからノッチアップするアプローチへと変更される。この過程で、政府保有が格付け決定において占めていたウエートや政府系機関の単体格付けによっては、格付けやアウトルックが変更される場合もある。

いったん民営化のプロセスや条件が明らかになれば、当該政府系機関の格付けを民営化後の信用力に近いと思われる格付け水準にさらに調整することが可能となる。当該機関が民営化される際の条件は、格付けの変遷において重要な役割を果たす。政府は当該機関を売却する前に特別配当を通じて資金を吸い上げる方法を選択するかもしれないし、逆に、当該機関の市場での魅力を高めるべく、その「過去の」債務の一部（例えば年金債務）を直接負担する方法を選択するかもしれない。

民営化プロセスの結果、政府系機関が格下げされる場合も多いが、政府が当該機関に対する強力な支援形態を明示している場合や、政府系機関の単体での信用力が十分に高い場合は、格付けが維持される場合もある。また、民営化の結果、格付けの高い事業体と合併すれば、民営化プロセスが政府系機関の格上げにつながる例もありうる。

政府系機関がデフォルトしそうな場合、政府からの特別支援の可能性は高まるのか？

政府系機関の格付けには、財務的な危機の際に政府から特別支援を受けられる可能性に関するスタンダード&プアーズの意見が反映される（そうした支援がタイムリーに提供され、当該機関のデフォルトを防止できそうかどうかとも検討される）。現時点で当該機関の財務内容が健全であっても、政府からの特別支援の可能性は常に政府系機関の格付けに反映される。

実際には、「トリプルB格」以上の高格付けの機関に対する政府の特別支援の可能性は、仮定に基づく議論となってしまいうため、これを証明することが困難な場合がある。単体での財務内容が健全な機関は、政府支援が不要であるため、政府支援の実績は限られたものであるか皆無である（一方で、過去の支援実績は、同様の支援が将来も行われることを示唆するものではない）。さらに、こうした健全な機関の経営戦略決定について、政府が監督・関与する必要性は通常、低い。最後に、平時においては財務的な危機に陥った状況を想定・議論することが難しいせいか、政府が支援を提供する意志を明確に表明しない場合もある。

対照的に、単体での財務内容が脆弱化あるいは悪化している機関の場合は、政府は実際に支援の検討を迫られているため、声明や行動によってその意志を表明する傾向にある。スタンダード&プアーズは通常、政府支援が予想される場合、政府が当該政府系機関の単体での信用力をそれほど悪化させたり、悪化した状態で放置しておいた理由を、その支援する能力と意志を測る目安として捉えるようにしている。

こうした理由から、政府系機関の単体での信用力の悪化に伴い、政府はより明確に介入の意志を示す可能性がある。この結果、スタンダード&プアーズでは政府系機関の格付けに政府支援の可能性を一層反映させる場合もあり、政府支援が適切な内容であれば、それによって格下げの時期を遅らせたり、格下げを見送ったりする場合もある。

スタンダード&プアーズは、金融機関の場合も同じ格付け規準を適用するのか？

金融機関に対する政府の特別支援を評価する際に使われる枠組みは、その他の政府系機関の場合に使われる枠組みと同じである。金融機関が破綻しつつある場合、当該金融機関に対して政府が特別支援を行う理由としては、1) 政府保有または政府保証、2) 当該金融機関が金融システム上きわめて重要である—のいずれかが挙げられる。政府は、経営難に陥った銀行がその国の経済において貯蓄の受け入れやその再配分、金融取引の仲介、金融政策の実施、経済成長の促進など重要な役割を果たしている場合、当該銀行に対して特別支援を提供することがある。介入や支援の程度は政府によって異なる。

2005年以來、スタンダード&プアーズでは、銀行セクターに対する政府の介入色が強いと思われるいくつかの国の金融機関を格上げしてきた。これは、危機の際に政府が金融システム上重要な民間銀行に対して特別支援を行う可能性を、以前より重視するようになったため

である。

しかしながら、政府系機関の分析上の枠組みには、銀行の信用力評価の際に不可欠ないくつかのマクロ経済上および金融システム上の要因を直接考慮に入れていない。こうした継続的に見られる金融システム全体にかかわる要因は、むしろスタンダード&プアーズによる銀行業界のカントリー・リスク評価に反映されている要因である（2006年6月6日付リポート「Banking Industry Country Risk: These Are The Good Old Days」を参照）。中央銀行による流動性供給、緻密かつ予防対策的な銀行規制、債権者と債務者の権利を特定し、企業破綻を円滑に解決できる法制度などがその例である。銀行業界のカントリー・リスク評価は、一国の銀行システムの全体的な信用力やその国の個別銀行の信用力を国際的に比較する際のベンチマークを提供するものである。

スタンダード&プアーズは、政府からの支援、地方自治体からの支援、地方政府からの支援を、それぞれ異なる方法で評価しているのか？

適用される規準は、一般的に、政府の支援を受けている機関、地方自治体の支援を受けている機関のいずれの場合も同じである。地方自治体の支援を受けている機関は、たいていの場合、公共交通、公営住宅およびエネルギーなどの自治体保有の企業である。

政府は固有の権限を有するため、政府が機関を支援できる裁量は大きいが、機関の単体の信用力を低下させる力もまた大きい。さらに、「政府系機関の格付け規準」の後半に記載されているように、ソブリンに関しては外貨建て格付けをめぐる特別な論点も存在する。

スタンダード&プアーズは単体格付けをどのように定義しているのか？

単体格付けは、政府や親会社など関連機関からの特別支援を考慮する前の、その機関固有の信用力を評価したものである。このため、政府系機関の単体格付けでは、当該機関の経営・財務の現状や見通しを反映させるにあたって、平時における政府との日常的な関係は考慮するが、緊急時に予想される政府の特別支援（流動性供給や資本注入）は除外している。

政府系機関と政府との間の日常的な関係には、例えば、運営費および資本金の経常的な補助、優遇資金の融通、独占的地位・優遇契約・規制面での優遇策の提供などが含まれる。これらは政府系機関の経營業績と財務内容を向上させる支援形態であるが、定量化することは難しい。一方、政府系機関の経營業績と財務内容に悪影響を及ぼす政府介入の形態としては、上限価格の設定、政府系機関に高リスクの投資プロジェクトへの参加や採算割れの物やサービスの提供を義務付けたりする措置などが挙げられる。

過去に発表したリポートは 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

上記商品の詳細、または個別リ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&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&プアーズ : 55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.
スタンダード&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

弊社発信のリポートは信頼しうる情報に基づくものですが、情報源あるいはリ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&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。