

## 格付けと世界経済 (3) 欧州危機で注目を集めたソブリン格付け

江夏あかね (えなつ あかね)  
野村資本市場研究所

### 1. はじめに

金融市場においては、昨今の金融危機、欧州周辺国を中心とした国(ソブリン)の財政危機、ソブリンに関する格付規制の拡充などを経て、「ソブリン・クレジット」や「ソブリン格付け」に大きな注目が集まっている。一連のソブリン・クレジットをめぐる流れを経て、ソブリン格付けには課題が存在することが露呈されている状況となっている。

本稿は、ソブリン格付けに焦点を当てて考察を行う。最初に、ソブリンおよびソブリン格付けの特徴および歴史の変遷を分析する。そのうえで、昨今のソブリンの財政危機などを踏まえ、ソブリン格付けの今後の発展について論考する。

### 2. 「ソブリン」とは

ソブリンとは、主権者、統治者などを意味する言葉である。ソブリンは、一般的に中央政府(もしくは連邦政府)を指し、その管轄区域内で全権限を行使することができる。ソブリン債務は、中央政府(もしくは連邦政府)の直接金融債務および支払いを保証する金融債務を指し、国債、借入金、政府短期証券などが含まれる。

ソブリンは、立法権を有しているほか、課税権、通貨発行権<sup>1)</sup>(多くの国の場合)といった企業にはない多数の権限を有している。ムーディーズ(2010)は、ソブリンの特徴として、「(1) 課税権という比類のない特権、(2) 極めて高い存続の蓋然性(国が消滅することはまずない)、(3) 債務問題の解決を予測可能にするさらに上位の司法当局が存在しない、(4) 債務不履行(デフォルト)の事例がほぼゼロなので、ただでさえ少ないサンプルの分布が非常に高い格付けに偏る」<sup>2)</sup>といった点を挙げている。

### 3. ソブリン格付けの定義と特徴

#### (1) ソブリン格付けの定義

ソブリン関連の格付けとしては主として、(1) 主権国家(中央政府)が発行する本国通貨建てと外貨建て国債のデフォルト可能性(信用リスク)に関して格付けするもの、(2) 企業や地方公共団体等が発行する債券のカントリー・シーリング(格付けの上限)として使用するカントリー格付け(主権国家の債務負担能力についての包括的格付け)<sup>3)</sup>とがある。本稿では前者に焦点を当てる。

ソブリンの格付けの種類としては、(1) 当該ソブリンの総合的な債務履行能力や返済の意思などを見極める発行体格付け、(2) 国債、政府借入金、政府短期証券、政府保証債など、個別のソブリン債務が対象となる個別債務格付けがある。一方、ソブリン格付けは、ソブリン債(国債)の通貨に着目して、本国通貨建てと外貨建てに分類される。本国通貨建て債務格付けは、政府が債務を債券保有者に返済するために、本国通貨で資金調達する政府の能力と意思を反映している。一方、外貨建て債務格付けの場合、本国通貨建て債務格付けを踏まえて、外貨を取得するリスク(為替リスクや海外市場における外貨調達能力など)を反映して決定される。

なお、ソブリン格付けには、「カントリー・シーリング」(ある国の居住者・企業等が発行する債券の格付は当該国の国債の格付けを超えないというもの)といった概念がある。ソブリン格付けは、この概念の下、地方公共団体および政府系機関といった公的セクター、事業法人および金融機関といった民間セクターの格付水準を位置づけるうえで重要な役割を果たしている。

#### (2) ソブリン格付けの特徴

ソブリン格付けの手法は、格付会社によって異な

るが、政治、経済、社会、外交、地理、貿易・国際収支、金融、財政などの幅広い側面から分析が行われる<sup>4)</sup>。加えて、どのような経済・財政指標に注目をしているかに関しても格付会社によって異なるものの、一般的には財政収支、対外債務、1人当たりGDP、失業率、インフレ率、外貨準備高などに着目する傾向が見られる。

ムーディーズによるソブリン格付けに関する遷移、デフォルト率および回収率に関する統計(2012)などに基づく、ソブリン格付けは、社債などの格付けに比して安定性が高いほか、累積デフォルト率が低い傾向にあることが明らかとなっている<sup>5)</sup>。

他方、回収率に着目をすると、デフォルト時もしくは救済目的の債務交換時の取引価格に基づいて算出した発行体ベースのデフォルトを起こしたソブリン債の回収率は、全体の平均(1983～2012年上半期の発行体ベース加重平均、平均売買価格)では51%となっているが、サンプル数も少なく、1998年のロシアや2000年のコートジボアールの18%から2005年のドミニカ共和国の95%まで回収率に大きなばらつきがある状況となっている(表1参照)。

なお、企業の回収率に関して、世界のシニア無担保債(1987～2012年、発行体ベース)の平均回収率は51.6%であった<sup>6)</sup>。加えて、日本の再生型の倒産法における弁済率の平均は、会社更生法が11.5%(2004年1月～2012年4月)、民事再生法が12.4%(2008年)となっている<sup>7)</sup>。

一方、地方公共団体の回収率に焦点を当てると、米国地方債(1970～2011年)の平均回収率は、65%とソブリンの平均回収率よりも高い結果となっている<sup>8)</sup>。このように、ソブリンよりも地方公共団体の平均回収率が高くなっているのは、地方公共団体に課されている財政規律が財政の裁量性を制約していることを背景に、地方公共団体は一般的にソブリンより収支ギャップが小さい傾向になることなどの財政上の特徴が背景となっていると見られる。

すなわち、ソブリンの格付け遷移、デフォルト率および回収率の統計などから読み取れるソブリン格付けの特徴としては、(1)事業法人に比して、格付けの安定性が高く、累積デフォルト率が低く、回収率が高いこと、(2)米国地方公共団体に比して回収率が低いこと、などが挙げられる。

表1 ムーディーズ：デフォルトを起こしたソブリン債発行体の回収率(1983～2012年上半期)

デフォルト年	国	平均売買価格 (注2) (額面に対する%)	新証券の キャッシュフ ローの現在 価値の比 率(注2)(%)
1998	ロシア	18	50
1999	パキスタン	52	65
1999	エクアドル	44	60
2000	ウクライナ	69	60
2000	コートジボアール (注1)	18	NA
2001	アルゼンチン	27	30
2002	モルドバ	60	95
2003	ウルグアイ	66	85
2003	ニカラグア	NA	50
2004	グレナダ(注1)	65	NA
2005	ドミニカ共和国	95	95
2006	ベリーズ	76	NA
2008	セーシェル(注1)	30	NA
2008	エクアドル	28	NA
2010	ジャマイカ	90	80
2012	ギリシャ	24	29
発行体ベースの回収率		51	64
金額ベースの回収率		25	31

注1：デフォルト時にムーディーズは格付けを付与していなかった。1999年のトルコ、2003年のドミニカ、2004年のカメルーンについては価格情報は入手不能であった。2008年のニカラグアの現在価値比率は2008年の債務交換時のもの。

注2：デフォルト後30日の価格、もしくは債務交換前の価格。

注3：当初に約束されていたキャッシュフローの現在価値に対する、債務交換の結果得られるキャッシュフローの現在価値の比率。割引率にはデフォルト直前の最終利回りを用いている。(Bank of England, *Resolving Sovereign Debt Crises: The market-based Approach and the Role of the IMF, Financial Stability Review*, June 2005).  
出所：Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012H1*, July 30 2012, p. 14.

#### 4. ソブリン格付けの史的展開

##### (1) 20世紀に幕開けしたソブリン格付けの歴史

そもそも、ソブリン債務である国債の歴史は、イタリアの都市国家であるジェノバ共和国が11世紀に徴税権を担保にして証券化と同様の手法で資金調達を実施したのが始まりと言われている<sup>9)</sup>。一方、

ソブリン格付けに関しては、20世紀に入り、1919年にムーディーズの創始者であるジョン・ムーディーが欧州、ラテン・アメリカおよびカナダのソブリンおよび準ソブリン（州、地方政府）が米国の資本市場で発行するヤンキー債を中心とした債券に格付けを付与したことで歴史が幕開けした<sup>10)</sup>。一方、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）も前身のスタンダード・スタティスティック社およびプアーズ・パブリッシング社が1920年代後半よりおのソブリン格付けを付与し始めた<sup>11)</sup>。

その後、ソブリン格付けのカバレッジは、ヤンキー債の発行を契機に大きく拡大していった。しかしながら、1930～1940年代にかけて、大恐慌や第2次世界大戦の影響を受けて多くのソブリン発行体がデフォルトを起こした。

そして、1950～1980年代にかけて西欧諸国や日本といった先進国が経済の安定化および回復を背景に国際債券市場での起債を活性化させた。特に、ソブリン発行体は、ハードカレンシーの投資資金を豊富に持ったドルベースの投資家を求めて再び米国市場に登場し、その後ユーロ市場に向かった。

一方、新興市場国は20世紀半ば頃まで、銀行および国際開発金融機関を主たる資金調達先としていたものの、1980年代に入り状況が大きく変化した。1980年代に入り、1982年のメキシコの債務元利払い停止宣言をはじめ、中南米諸国を中心に対民間債務の返済が困難になる債務危機が発生した。その後、債務国の中期経済調整プログラムに関する国際通貨基金（IMF）との合意を前提とした債務の証券化による対民間債務の削減（ブレイディ債の発行）などを柱としたブレイディ提案などを契機に、新興市場国の債務危機問題が緩和に向かった。そして、多くの新興市場国が国際資本市場における資金調達を試みるようになり、ソブリン格付けのユニバースは大きく拡大していった<sup>12)</sup>。

このようななか、ソブリン格付けは規制などでも大きな役割を担うようになる。中央銀行の適格担保基準や自己資本比率規制上のリスク・ウェイトにおいても、格付けが活用されるようになった。

## (2) ソブリンの財政危機とソブリン格付け

2007年頃から問題が深刻化した米国のサブ・プライムローン問題、2008年秋のリーマン・ブラ

ザーズの破綻などによる金融危機は、ギリシャをはじめとした欧州周辺国のソブリンの財政危機を招く事態となった。また、多くの先進国において、多額の資金調達を余儀なくされ財政状況が悪化したほか、一部の国においては、国債の調達金利が大幅に上昇した。

そして、民間セクターに比して長年、安定性を維持してきたソブリン格付けに関しても、先進国を中心に大きな下方圧力がかかるようになり、ギリシャなどの財政状況が比較的脆弱な国のネガティブ・アクションが相次ぐのみならず、S&Pにより2011年8月に格付けが「AAA」から「AA+」に引き下げられた米国のように、長らく維持してきたAAA格を失う国が散見される状況となった。

米国を含む先進国がこれほど広範かつ深刻な状況に陥ったのは、1930年代以来のことである。先進国経済における金融自由化を通じてより多くのリスクテイクが可能となり、その一部が膨大な民間債務の蓄積につながり、金融危機を招いた。そして、多くの先進国においてかつてない規模の財政出動が求められ、世界各地域において厳しい状況が散見されるようになったのである。

このようななか、規制等で利用されてきたソブリン格付けにも問題点が露呈した。中央銀行の適格担保基準に関して、例えば欧州中央銀行（ECB）の場合、一部の欧州周辺国のソブリンの財政危機が深刻化するなかで、国債等の適格担保基準の緩和を進めたほか、一部の国の最低格付基準を一時的に停止する事態となった。

一方、自己資本比率規制上の国債のリスク・ウェイトにおいても、バーゼルIIおよびバーゼルIIIの標準的手法によるソブリンのリスク・ウェイトは格付けもしくは格付けもしくは輸出信用機関（ECA）のカントリー・リスク・スコアを用いて決定することとされている<sup>13)</sup>。しかしながら、国債のリスク・ウェイトは、同水準の格付けを付与されている事業法人や金融機関向け債権よりも低い数値となっていることをメリットとして認識し、国債に投資資金の一定部分を振り向けていた金融機関が、ソブリンの財政悪化および格下げを背景に投資時には想定していなかったリスク・ウェイトの上昇に見舞われるようなケースも散見された。このようななか、民間金融機関が国債に投資することを通じて長期的には

誤った資本のアロケーションを招きかねないといった指摘も聞かれるようになった<sup>14)</sup>。

そして、ソブリン格付けに限定されていないものの、米国で2010年7月に成立したドッド・フランク法においては、連邦預金保険法を含む各種法令の中で格付けや格付会社に言及した規定の削除・代替を行うことが求められた。その後、米国においては、自己資本比率規制上で、他国向け与信については、格付けに代えて経済開発協力機構（OECD）が定めるカントリー・リスク分類（CRC）を参照することが決定した。

同様の動きとして、2013年1月に欧州議会で可決された欧州格付会社規制改正法（CRA3）においても、2020年までに欧州連合（EU）のあらゆる法律における信用格付けの参照・利用を廃止するという規定を盛り込む旨が示された。さらに、CRA3は、ソブリン格付けに関しても、(1) 欧州ソブリンの非依頼格付けは年3回まで、前年までに定めて公表した日のみ変更可能、(2) ソブリン格付けの公表は欧州金融市場が開いていない夜間から早朝にかけてもしくは週末・休日に制限、(3) 格付会社の民事責任を問いやすくする規定を盛り込む、といった内容が示された。

## 5. 結びに代えて

ソブリン格付けの歴史が幕開けしてからほぼ100年になろうとしている。ソブリン格付けは投資家のみならず規制などの公的セクターにおいても広く活用され、重要な役割を担ってきた。しかしながら、今般の金融危機や欧州周辺国などの先進国を中心としたソブリンの財政危機を通じて、長らく高い安定性を維持してきたソブリン格付けのアクションが相次ぐなど、利用者にとってこれまで想定されなかった状況が露呈されることとなった。

ソブリン格付けの場合、歴史は事業会社とほぼ同様の期間を刻んでいるものの、格付対象数は事業会社に比して約180分の1（ムーディーズの2012年までの統計に基づく）と圧倒的に少ない<sup>15)</sup>。格付対象数が少ないことは格付けパフォーマンス（精度）を維持することも、統計的に確かめることも困難にすると考えられる<sup>16)</sup>。ただし、ソブリンの信用力を、格付対象数といった尺度ではなく、ソブリ

ン格付け開始以前も含めた歴史といった尺度で勘案してみると、今般のソブリン危機でも厳しい状況を露呈したものの、世界有数の富裕国であるスペインでさえも1300年から現在までに14回もデフォルトの歴史を起こしたとの指摘もある<sup>17)</sup>。つまり、かなりの時間は要するものの、事例を蓄積していくことを通じて、ソブリン格付けの精度を向上させ、計測可能とすることを一定程度期待することができよう。

ソブリン格付けをめぐるのは、欧州などのソブリンの財政問題が解決するのに時間を要する可能性が高いことを踏まえると、現在も世界各地で検討が進められているものの、最適な利用方法を結論づけるのは現時点では時期尚早と言える。しかしながら、ソブリン格付けが利用者である投資家、発行体、当局などにとって意義があるものとなるためには、

(1) 発行体であるソブリンによる継続的な財政健全化努力および開示の拡充、(2) 投資家、発行体および当局によるソブリン格付けの適切な利用の仕方の継続的な検討、(3) 格付会社によるソブリン格付けの質の向上に向けた持続的な取り組み、といったことが不可欠であると考えられる。

## 注

- 1) 日本をはじめ多くの国々において現在、国家または中央銀行が発行する貨幣または銀行券を法定の「通貨」とし、こうした「通貨」の発行は国家および中央銀行が独占的に行うこととするという制度が採られている。なお、Goodhart (2011) は、課税権および通貨発行権を有するソブリン (full sovereign) と課税権を有するものの通貨発行権を持たないソブリン (subsidiary sovereign) に分類した研究を行っている。(日本銀行金融研究所「中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会」報告書『金融研究』2004年8月、6ページ、Charles Goodhart, Global Macroeconomic and Financial Supervision: Where Next, *NBER Working Paper* No.17682, National Bureau of Economic Research, December 2011, p. 10)
- 2) ムーディーズ「ソブリン債の格付」2010年9月30日、5ページ
- 3) 格付投資情報センター (R&I, 2001) は、(1) ソブリン格付けは、中央政府（または中央銀行）の信用力を示している一方、(2) カントリー・リスクは、一般的に「政治・経済・社会環境の変化に

- よって海外投融資や貿易事業が変化を受ける危険性」を表している、と説明している。一方、S&P (2010) は、ソブリン格付けについて、(1) 中央政府の信用リスクを評価するもので、特定の国で事業を遂行するうえでの個別のリスクに言及するものではないこと、(2) ソブリン格付けは国の格付けではなく、為替変動リスクや規制リスク、あるいはソブリン以外の発行体の事業や金融環境に影響を与える各国の特性に具体的に言及するものでもないこと、(3) ソブリン格付けとカントリー・リスクの関連性は高いこと、などの見解を示している。(格付投資情報センター『格付けQ&A』2001年、152-153ページ、S&P「格付け規準：ソブリン格付け：入門編」2010年7月20日、17ページ)
- 4) 江夏あかね『日本の復興と財政再建への道』学文社、2012年、48ページ
  - 5) Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012H1*, July 30, 2012.
  - 6) Moody's, *Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2012*, February 28, 2013, p. 7.
  - 7) 帝国データバンク「特別企画：DIP型会社更生法の申請状況と弁済率調査」2012年4月26日、3頁、帝国データバンク「特別企画：民事再生法施行9年間の申請動向、08年の弁済率動向調査」2009年4月8日、4ページ
  - 8) Moody's, U.S. *Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2011*, March 7, 2012, p.1.
  - 9) 富田俊樹『国債の歴史(第3刷)』東洋経済新報社、2007年、34ページ
  - 10) Moody's, *Default and Recovery Rates of Sovereign Bond Issuers, 1983-2005*, April 2006, p. 5; Richard Cantor and Frank Packer, *Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 1, No. 3, Federal Reserve Bank of New York, June 1995, p. 2.
  - 11) S&P, *Default, Transition, and Recovery: Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2010*, Update, February 23, 2011, pp. 35-36.
  - 12) なお、主要先進国のソブリン格付けは、基本的には、発行体の依頼に基づかない「非依頼格付け」である。
  - 13) Bank for International Settlements, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards-A Revised Framework Comprehensive Version*, Basel Committee on Banking Supervision, June 2006, pp.19-20.
  - 14) Hannoun, Herve, *Sovereign risk in bank regulation and supervision: Where do we stand?*, Bank for International Settlements, October 26 2011, pp. 11-12.
  - 15) 例えば、ムーディーズのソブリン格付けに関する遷移、デフォルト率及び回収率に関する統計(2012)では、カバレッジは111発行体である一方、事業法人に関する統計(2013)の場合、1920～2012年のデータは20,000以上の長期公募債の発行体がカバーされている。(Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012H1*, July 30, 2012, pp. 2-3; Moody's, *Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2012*, February 28 2013, p. 14.)
  - 16) 黒沢義孝『格付け情報のパフォーマンス評価』梓出版社、2009年、306ページ
  - 17) Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff 村井章子訳『国家は破綻する 金融危機の800年』日経BP社、2011年、150ページ

#### 参考文献

- [1] Richard Cantor and Frank Packer, *Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Economics and Finance*, Vol.1, No. 3, Federal Reserve Bank of New York, June 1995.
- [2] 江川由紀雄「米司法省がS&Pを提訴 格付け会社を締め付ける欧米当局 投資家利益は蚊帳の外」『エコノミスト』第91巻第11号、毎日新聞社、2013年3月12日、96-98ページ
- [3] 江夏あかね『日本の復興と財政再建への道』学文社、2012年
- [4] 黒沢義孝『格付け講義』文真堂、2007年
- [5] 黒沢義孝『格付け情報のパフォーマンス評価』梓出版社、2009年

#### 略歴

##### 江夏あかね(えなつ あかね)

オックスフォード大学経営大学院(MBA)修了、経済学博士(埼玉大学)。ゴールドマン・サックス証券、メリルリンチ日本証券、日興シティグループ証券等にて、審査・公的セクターのクレジット・リサーチ等に従事。2012年より野村資本市場研究所主任研究員(専門分野：国家および地方財政、信用分析および格付け)。2013年より埼玉学園大学大学院経営学研究所客員教授。日本証券アナリスト協会検定会員。日本地方財政学会、証券経済学会、日本財務管理学会会員。