

この格付手法は、現行のものではない。
 ムーディーズ・ジャパンが現在使用している格付
 手法は、弊社ウェブサイトを参照のこと。

RATING METHODOLOGY

政府系発行体の格付手法

Government-Related Issuers Methodology

目次:

概要	1
格付対象	2
格付アプローチ	2
JDA の枠組み: BCA からノッチアップ	
される場合	3
デフォルト相関	4
緊急時のサポート	5
GRI スコアカード	8
スコアカードの有用性が認められない	
事例	10
付録	14
関連リサーチ	28

コンタクト:

東京 03.5408.4100

本格付手法は、2018 年 6 月発行の Government-Related Issuers (ムーディーズ・ジャパン版「政府系発行体」2018 年 6 月)を改訂するものである。主な変更は公的年金基金の格付を説明した付録 VI のアップデートであり、タイトルを「公的年金マネージャーの格付」に変更した。ベースライン信用リスク評価(以下「BCA」)を付与しない場合のみ、付録 VI で説明されたアプローチを用いて公的年金マネージャーの格付を決定することが明記されている。今回同時に発行された、BCA を付与するのに十分なデータがある場合に適用される、公的年金マネージャーに関する格付手法と変更箇所は一致する。改訂された付録には、公的年金マネージャーの格付がスポンサーの格付を上回る場合の基準の変更も説明されている。

概要

本格付手法は、政府系発行体(以下、「GRI」)に対する格付手法および GRI の信用分析において、GRI とサポートを提供する中央・地方・地域政府の信用力のつながりに関するムーディーズの見解を説明するものである。本稿では、複合デフォルト分析(以下「JDA」)における基本的な考え方を説明する。また、GRI に対する格付を付与する際、JDA は標準的な手法として適用され、一部事例にはサポートに基づく手法が適用されている。

ムーディーズの格付アプローチでは、GRI 単独の信用力についてムーディーズの意見を表すベースライン信用リスク評価(以下「BCA」)を付与した後、政府から緊急時のサポートが提供される可能性を反映したノッチ幅の上方修正(以下「ノッチアップ」)を行う。但し、非常に数少ない事例ではあるが、発行体と政府の一体性が非常に高いため、単独の信用分析にあまり意味がない、あるいは誤解を招くこともある。このような場合、ムーディーズの格付評価は、政府サポートのみにあるいは主に政府サポートに焦点を当てる。

本稿は、GRI の評価に関する全般的なガイダンスを提供し、主要な定量的・定性的リスク要因がどのように個々の格付結果に影響を与えるかを理解していただく一助となることを目的としている。本稿は、アナリストが検討し、ムーディーズの格付に反映されるすべての要因を網羅したものではない。JDA の枠組みには、多くの場合 GRI の信用力の推定に用いられる参照ツールであるスコアカードが含まれる。スコアカードは、GRI に格付を付与するにあたり、通常、最も重要とされる要因を簡潔な形で説明するものである。

JDA スコアカードは格付上の全ての考慮事項を含んでいるものではない。透明性の向上を目的としたスコアカード形式の表現にそぐわない他の定性的および定量的な考慮事項も格付に影響を与える。また、実際の格付には将来の予測が織り込まれており、JDA スコアカードの結果が実際の格付に一致しない例は多々ある。

本格付手法では、GRI の信用格付に用いられる分析の枠組みを説明する。場合によって、業種に固有ではない分析上の考慮事項(短期債務格付、様々な債務クラスやハイブリッド証券の相対的な格付、ソブリン債の格付が他の発行体に及ぼす影響、他の事業体からの信用サポートの評価など)に対する文書が適用されることもある。こうしたクロス・セクター格付手法上の考慮事項については、本稿の「関連リサーチ」のセクションを参照されたい。

格付対象

ムーディーズの定義する GRI は、政府が資本の全部または一部を所有する(政府所有比率が 20% 以上の場合、GRI とみなすことが多い)、あるいは実質的に支配する法人、特別立法によって設立された法人、政府の政策執行機関等である。

米国では、連邦政府、州政府、地方自治体の権限分立など、憲法の枠組みが特有であることから、州・地方自治体、またそれらが設立する収益事業を行う法人やその他法人(年金基金を除く)は、本格付手法の GRI の対象外である。一方、本格付手法は米国連邦政府が所有または出資する法人には適用される。

ムーディーズは通常、徴税権を持つ事業体を GRI とみなさない。GRI の子会社は GRI とみなされず、政府による所有および政府サポートによる恩恵は、当該子会社に関する定性的分析において考慮されることが一般的である。しかし、GRI が一部もしくは完全に所有、あるいは実質的に支配する子会社を GRI として扱う事例も全くないわけではない。銀行格付手法が適用される発行体は通常、GRI とみなされない¹。また複数のサポート提供者がいる場合も GRI とみなさないことが多い²。

格付アプローチ

標準的アプローチ: BCA からのノッチアップ

GRI に対するムーディーズの信用分析は、その単独の信用力、すなわち政府からの緊急時のサポートに依拠することなく単独で債務を履行する能力を検討することから始まる。

BCA を付与するにあたり、GRI の主要業務に最も適する既存のセクター別格付手法を適用し、単独の信用力を評価する。

BCA には、日常的業務における政府からの通常のサポートを織り込んでいる。これは、緊急時のサポート³とは全く異なるものであり、明確に区別することができる。例えば、日常的業務の一環として政府の該当部門から事業資金が提供されている GRI については、「通常の流動性サポート」が提供される蓋然性を単独ベースの信用力評価に織り込んでいる。また、政府該当部門とのやり取りが習慣的に繰り返されることで、発行体の経営戦略の策定、規制遵守、日常業務の管理に及ぼされる影響は、ムーディーズのガバナンスに関する分析に考慮されている。発行体の債務支払能力および流動性を十分に確保する「政府の義務」が実際に法律または契約の形で明文化されている場合、政府サポートの枠組みに対する評価が、BCA に反映される。

BCA の付与を受けて、GRI の債務格付が検討される。ここで、ムーディーズによる格付決定を支えるツールである JDA の枠組みを用いた、システムックサポートによるノッチアップが検討される。

政府サポートに基づく GRI 格付: BCA が付与されない場合

BCA の大きな効用とは、GRI が債務不履行に陥る公算が高まった結果、政府が救済する可能性に対するムーディーズの客観的な評価を明示できる点にある。しかし、常に BCA を付与することが可能であるあるいは有用とは限らない。GRI が政府と密接に結びついており、単独ベースの BCA を切り分けて評価することにあまり意義が認められない場合、ムーディーズは「トップダウン」の考え方を採用している。トップダウンの考え方とは、政府の格付を起点とするものであり、BCA を格付の起点として政

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト (www.moody.com) の発行体のページの Ratings タブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

¹ 銀行格付手法では政府サポートをどのように織り込むかが説明されている。まれに銀行が GRI とみなされることがある。

² 1つの政府が直接あるいは間接的に 20%以上を所有する極めてまれなケースでは、GRI とみなされることがある。

³ 緊急時のサポートの定義についての広範な議論および詳細は、後掲の「緊急時のサポート」のセクションを参照されたい。

府の格付を上限としたノッチアップを検討する「ボトムアップ」の考え方とは異なる。トップダウンの考え方では、主に政府がタイムリーにサポートを提供する能力とその意思に、分析上の焦点を定めている。

付録 II で、「BCA からのノッチアップ」ではなくトップダウン型の分析を適用する条件について例示し、政府と同等の格付を付与する際に考慮する要因を説明している。

JDA の枠組み⁴: BCA からノッチアップされる場合

実績をみると、GRI に対する格付アプローチを強化する必要性が示されている。このためには、単独ベースの信用リスクをより詳細に検討すること、政府が発行体の救済の有無を判別する背景などを慎重に理解することが基本となる。

契約上の義務などがないにもかかわらず、政策上重要とみなされる資産を敢えて政府が保護する意思を明示した事例も多く存在した。また、一部の国では、信用サイクルにより政府のサポート対象が限定的になったり、政府サポートが選択的になったなどの事例が散見され、リスクを社会化する公的セクターのサポート能力に限界があることが示唆されている。

多額の偶発債務に直面する政府が、クレジットの分離(ring-fence)を行使することもサポートの前提として認識しなければならない。すなわち、一部の GRI にサポートを提供する一方で、重要性が低いとみなされる GRI については破綻が容認される。こうした分離はソプリンの長期的な信用ファンダメンタルズを維持する可能性がある一方、特に GRI は経済危機や金融危機時に緊急時のサポートを必要とする可能性が高まるため、優先度が高いと判断されなかった GRI の信用力を悪化させる要因となる。政策の透明性と予見性が低く、政府の意向を把握することが困難な国では、サポートの前提は保守的に設定される。さらに、政府の行動はストレス時に変化することから、サポートの可能性をほぼ確実にする重要なシステムがないのであれば、BCA が低い GRI の格付を、サポートを提供する政府と同水準に引き上げるという前提を検討する際に、通常より詳細な検討を行う。

このような現実を反映するために、JDA では、単独の信用力を評価したうえで、緊急時に見込まれる具体的な政府サポートの可能性と緊急時に想定される政府の債務支払能力の評価を合わせて織り込んでいる。

ムーディーズのアプローチでは以下の要因を考慮している。

- » GRI 単独ベースのリスク要因、ベースライン信用リスク評価 (BCA)
- » サポートを提供する政府の格付水準
- » 両者のデフォルト相関度の推定 (以下「デフォルト相関」)
- » 政府による緊急時のサポートの可能性の推定 (以下「サポート」)

BCA の水準は、小文字のアルファベット (aaa から c) と数字の付加記号を用いた尺度で示される。また、BCA においては、政府からの継続的な交付金、補助金、長期契約などは考慮されているが、緊急時のサポートは織り込まれていない。つまり、BCA とは緊急時のサポートがないと想定した場合に当該 GRI がデフォルトする可能性を示すものである。前述した通り、BCA に係るガイダンスとしては、関連するセクター別格付手法に準拠している。

「デフォルト相関」とは、GRI と政府が、厳しい状況に同時に直面し、デフォルトに近い状況に連鎖して陥る蓋然性を図るものである。本格付手法では、このようなデフォルト相関を検討する際の要因についても、詳細なガイダンスを説明する。

「緊急時のサポート」では、GRI のデフォルトを回避すべく、タイムリーに政府が行動を起こす可能性を検討している。政府サポートの形態は、正式な保証から、資本注入、当面の資金繰りをやり繰りするための流動性補完措置まで多岐にわたる。本格付手法では、このような緊急時のサポートが提供される可能性を見極めるための検討要因について説明している。

⁴ JDA に係る詳細については「付録 I: 複合デフォルト分析 (JDA) の概要」を参照されたい。

JDA のテクニカルな枠組み、特殊な状況下での JDA 適用にかかる留意点などは、付録で説明されている。付録 I では、JDA のテクニカルな側面をまとめた。付録 II では、BCA が付与されず、政府サポートのみあるいは主にサポートに基づいた格付アプローチを取り扱う。付録 III では、BCA が著しく低いにも関わらず、政府格付と同等の格付を付与する場合の論点をまとめる。付録 IV では、複数の政府がサポートを提供する場合の取り扱いについて述べる。付録 V では、GRI が発行するジュニア・ハイブリッド証券やその他ジュニア証券に対する格付アプローチを検討する。付録 VI では、GRI のサブセクターを構成する公的年金および年金基金マネージャー（併せて「公的年金基金」）の格付アプローチを説明する。公的年金基金には BCA は付与されず、サポートに基づいて格付が決定される。

デフォルト相関

デフォルト相関の定義

JDA を適用する場合、「デフォルト相関」とは GRI とサポートを提供する政府の両方が、厳しい状況に同時に直面し、デフォルトに近い状況に連鎖して陥る蓋然性を示すものである。政府が緊急時のサポートを提供する能力は、その債務支払能力にも左右されるため、両者のデフォルトリスクの相関度が高いほど、サポートの恩恵度も低くなる。

デフォルト相関は、双方の債務者の信用力に関する相関が不完全である可能性を示す。このようなリスクの分散効果は、JDA の結果を左右する重要な要素と考えられる。つまり、GRI と政府のデフォルト確率に相関が認められなければ、その信用力は相互に独立しており、両者が同時にデフォルトする確率は、いずれか片方がデフォルトする確率より低いと考えられる。これに対して、両者のデフォルト確率が完全に相関している場合、両者が同時にデフォルトする確率は当然高まる。

相関の度合い

ムーディーズは GRI に対する JDA の枠組みにおいて、デフォルト相関を「低位」(30%)、「中位」(50%)、「高位」(70%)、「非常に高位」(90%)の 4 段階に大別している。この 4 段階の区分により、相関の度合いを概念的に評価し、より広範な分野でデフォルト相関を把握することができる。政府がデフォルトした結果、傘下の GRI が連鎖反応に陥るデフォルト相関は、概ね中位から非常に高位にあるとムーディーズは判断している。これは、両者の制度的枠組みが密接に関連していること、両者の経済基盤が共通していることなどから、両者の信用力評価が似通ったものとなる傾向が認められるためである。

相関の検討

個別の GRI とサポートを提供する政府の相関を検討するにあたり、格付委員会は幅広い裁量を有するが、通常、次の 3 つの要因に注目する。すなわち、(1) GRI と政府の事業上および財務上での結びつきの度合い、(2) GRI と政府が同一の収入基盤に依存している度合い、(3) GRI と政府が共通の信用リスクに晒される度合いである。

事業上および財務上の結びつき

デフォルト相関評価は、GRI の事業上の位置づけの分析から始まる。サポートを提供する政府と明確な結びつきがなく、営利目的で運営されている GRI は、政府の信用力とは性質が異なると考えられる。一方、政策を執行する役割を明白に担っているなど、政府と事業上または業務管理上の結びつきが明確に認められる GRI の信用力評価は、該当政府と類似する傾向があるため、デフォルト相関も非常に高いとみられる。

事業上の位置づけに加えて、財務上の結びつきも両者の信用力を関連付ける。例えば、GRI の収入が政府からの交付金または補助金に構造的に依存している場合、こうした構造が財務ストレスが相互に連鎖するチャネルとなりうる。同様に、GRI が政府に配当を支払っている場合、または政府が GRI の年間収入の相当割合を占めている場合にも、財務上の圧力が相互に連鎖しうるであろう。

主要指標

- » GRI の収入に占める直接または間接の政府からの交付金の割合
- » GRI の収入に占める対政府取引の割合
- » 政府歳入に占める GRI からの支払い(配当)の割合

同一の収入基盤への依存度

デフォルト相関を検討する第二段階は、GRI と政府が同一の収入基盤または同一の経済基盤からの収入に依存する度合いの評価である。例えば、輸出主導型の GRI と国内経済の影響が圧倒的に大きい中央政府とでは、両者が同じように収入に対するショックを受けることはないと思われる。

従って、収入基盤の重複度合いを検討するにあたり、ムーディーズの分析では、GRI とサポートを提供する政府の収入が、共通の経済基盤から発生する度合いに着目する。

主要指標

- » GRI: 収入に占める輸出の割合
- » サポートを提供する中央政府: 収入に占める対外収入の割合
- » サポートを提供するサブソブリン: 収入に占める支払配当等の割合⁵

共通する信用リスクへのエクスポージャー

デフォルト相関評価の第三段階は、GRI と政府が共通の信用リスクに対するエクスポージャーの分析である。例えば、両者の債務構成によっては、為替リスク要因が共有されており、両者のデフォルト確率が同様の影響を受ける可能性がある。発展途上国の場合、不安定な政治環境が、例えば、クーデター、革命、市民紛争などの政治的イベントリスクに繋がり、両者に悪影響を及ぼす可能性がある。また、共通のリスクに対するエクスポージャーの評価は、前述の経済的要因の評価と重複する場合がある。特定のコモディティの輸出など、両者が同じ業種または同じ商品に過度に経済的に依存している場合等である。

主要指標

- » 債務構成における為替リスク
- » 共通の業種へのエクスポージャー
- » 政治的イベントリスク

緊急時のサポート

緊急時のサポートの定義

緊急時のサポート(以下「サポート」)は、GRI の所有者である政府が、GRI のデフォルトを回避するため、財務的サポートを提供する、あるいは契約に基づく保護を行う可能性を示している。サポートは、政府から直接、あるいは政府の影響下にある第三者(例えば、政府の指示による銀行からの緊急融資など)を通じて提供される。サポートには、GRI のデフォルトを回避するために、通常の事業範囲を超えて提供されるサポートも含まれる。

多くの GRI は、政府から通常のサポートを受けており、通常 BCA に織り込まれる。一方、緊急時のサポートは BCA には織り込まれておらず、JDA の枠組みで検討される。

サポートが、通常のサポートか緊急時のサポートかは、通常、発行体固有の考慮事項に基づき決定される。緊急時のサポートはデフォルトを回避する措置となる一方、政府はデフォルトが差し迫る前に緊急時のサポートを提供することもある。政府は、先の将来を見越して、デフォルトを回避するために

⁵ 中央政府からの交付金、およびサブソブリンの領域より広範な経済領域からの収入

サポートを提供する場合もある。GRI にサポートを提供する規則性や頻度は、予想されるサポートが通常のサポートか緊急時のサポートかの判断材料となりうる。

サポートが二重に考慮されることはない。すなわち、通常のサポートが継続すると予想される場合、緊急時のサポートとはみなされない。ただし、一部の状況においては、通常のサポートの提供は、緊急時のサポートを提供する意思があると判断されることもある。

サポートのレベル

GRI に対する JDA の枠組みにおいて、ムーディーズはデフォルト相関を 4 段階、緊急時のサポートを、5 段階区分している（詳細は後掲セクションを参照されたい）。パーセント表示を特定するのではなく、敢えて範囲を設定したのは、潜在的サポートが提供される可能性を評価することが本質的に不確実であることを反映したものである。サポートはストレス時に提供されるため、サポートの最終的な決定に至った状況を具体的に特定することは難しい。

図表 1

GRI に対するサポート評価の主な考慮事項

構造的要因

1. 保証
2. 所有比率
3. サポートに対する障壁

意思に関する要因

4. 政府介入
5. 政治的關係
6. 経済における重要性

出所: Moody's Investors Service

サポートの検討

GRI に対するサポートレベルの検討にあたり、格付委員会は幅広い裁量を有するが、通常、3 つのサポートの構造的要因、そして 3 つの政府のサポート意思の強さを示す要因に注目する。構造的要因では、GRI と政府との関係を定める法的側面およびそれに準ずるもの、すなわち、(1)政府保証、(2)政府所有比率、および(3)政府サポートに対する障壁が考慮される。意思に関する要因では、(4)政府介入の度合い、(5)政治的關係、および(6)経済における重要性といった、よりソフトな両者の関係を考慮する。

保証

サポートの可能性を検討する上で、保証の有無は重要な考慮事項である。保証には様々な程度や形態があり、GRI に対するサポートの水準も個々に異なる。契約に基づく保証から、デフォルトに直面した GRI に対して負う最低限の道義的責任まで、幅広く存在する。保証の形態は(1)明示的な保証、(2)口頭ベースの保証および念書、(3)特別な法的地位に大別される。

- » **明示的な保証:** GRI が有する全ての債務に対して、法的拘束力のある明示的保証が適時に発動される場合、サポートの可能性が極めて高いことを示し、GRI の格付はサポートを提供する政府の水準まで引き上げられることが一般的である。一方、保証の対象が一部債務に限定される場合、個別債務に対する政府サポートの水準も相応に異なることを反映して、格付較差がつけられる場合がある。
- » **口頭ベースでの保証および念書:** 具体的には、保証提供者が個人なのか法人なのか、使われている文言、最初に保証が付与されてからの時間の経過、情報が公開されているか、若しくはムーディーズのみに非公式に開示されているのかなどが検討される。個別条件に基づいて判断されるものの、政府のサポートに対する前向きな姿勢が示唆されれば、サポートの可能性が高いことが想定される。
- » **特別な法的地位:** 保証がない場合、ムーディーズは、GRI が通常の破綻手続きを回避できる、あるいは GRI の債務に対して国が一定の責任を負うといった特別な法的地位を有しているかを分析

する。例えば、フランスには Etablissement Public à caractère Industriel et Commercial (EPIC)、スペインには Ente Público という、一定の地位をもつ公的機関がある。そうした法的地位にある場合、政府はデフォルトによって生じる不確実な影響を回避する措置をとる可能性があり、高位のサポートがあるといえる。

公式な政府保証がなくても、ムーディーズは GRI を政府と同水準の格付を付与する場合もある。付録 II および III に、BCA を用いずサポートのみに準拠して格付を付与する GRI についての詳細な議論（付録 II）、BCA が著しく低い場合の格付（付録 III）について論じているので参照されたい。

所有比率

ムーディーズは、政府による高い所有比率を、サポートの可能性を示唆するものとみなす。所有比率は、国にとっての GRI の重要性を示すが、その他の法的手段による支配もムーディーズの分析において考慮する。

- » **政府の所有比率：**政府所有比率は、政府にとっての GRI の重要性を実証する指標のひとつである。他の条件が等しければ、所有比率が高いほど、GRI に対するサポートが提供される可能性が高まる。ムーディーズは、政府が密接にコントロールしている事業体による所有比率も考慮に入れる。GRI の政府所有比率は 100% でない場合、サポートの提供は、他の株主の承認や追加出資を行う必要があるかによって左右されることがある。
- » **民営化計画：**その方向性が示されている、あるいはその結果に不確実性がある場合も含め、民営化計画は政府のサポート提供の決定に影響を与えているとみられる。ムーディーズは、民営化の候補となっている GRI に対するサポートレベルを低く見積もる傾向がある。これは、当該 GRI の政府における重要性が低いとみられるためである。事実、近い将来に確実に民営化される GRI については、実際の民営化に先立って、サポートレベルが大幅に引き下げられる。民営化計画が不確実な場合でも、格付の対象期間内に救済の可能性が低下することを織り込んで、サポートレベルが下方調整されることもある。

サポートに対する障壁

サポートに対する法的・政治的障壁がある場合、サポートが提供される可能性は低下する。注目されるのは、営利企業に対する優遇のサポートを禁止する EU のルールだが、EU 加盟国以外の政府やその他の貿易地域でも、少数だがサポートを制限する国内法や競争委員会ルールがある場合がある。実際には、EU 加盟国では EU ルールに関わらず緊急時の財務サポートが提供されているため、そうしたルールがある場合、政府がそれに従う可能性をムーディーズは考慮する。

政府介入

その理由がイデオロギー、政治的、社会経済的のいずれによるものであれ、政府が経済に介入する傾向があれば、GRI をサポートする意思があるとみられる。この基本的なサポート提供の意思は、政府と GRI との関係によって強まる場合、あるいは弱まる場合がある。ムーディーズはこれらの要因を、過去の行動、現在の政府の姿勢、政府と GRI の関係から評価する。

- » **救済の実績：**政府がサポートを新たに提供した、またはサポートを引き下げた過去の事例は、今後の政府の意思決定の方向性を示唆するものである。一般的に、過去に GRI または民間企業に緊急時のサポートを提供した政府は将来も同様の行動をとる可能性が高く、逆に GRI のデフォルトを容認した政府はサポートに無関心であったとムーディーズはみている。この評価は通常、同一の政府が所有する全ての GRI に対して共通である。
- » **イデオロギーおよび政治的傾向：**ムーディーズは、現在の政府が政治的またはイデオロギー上、経済への政治介入に前向きか否かを評価する。一般的に、経済における国の役割が大きい場合、GRI にサポートが提供される可能性は高いとみられる。
- » **GRI に対する政府の方向性：**GRI の財務状況に対する、規制およびそれに準ずる手段を通じた政府の影響は、サポートのインセンティブを示すものである。GRI の収入および利益に対する間接的なコントロール（料金設定等）も、政府内あるいは対外的に政府が GRI の事業に責任を負うことを示す。
- » **事業計画：**事業計画、資金計画、役員任命への政府の関与がある場合は、サポート提供の可能性が高いとみられる。GRI の長期計画を政府が認可する、あるいは作成する場合、政府は GRI

の財務状況に責任を負うことになる。役員の任命も GRI の監督とみなされる。これらはいずれもサポートの可能性が高いことを示唆する。

政治的關係

政府は GRI がデフォルトした場合の政治的コストが、救済の財務負担より大きいかを計算する。そのため、自由市場主義をとる政府でも、レピュテーションリスクを考慮して GRI のサポートを選択することがある。このダイナミクスを評価するにあたり、ムーディーズは、GRI のデフォルトが、(a)政府または関連機関にとっての借入コストの増大につながる度合い、および(b)GRI の政府との結び付き、および GRI の国内外での地位から、政治的混乱が生じる度合いを分析する。

経済における重要性

ムーディーズは、GRI の経済上の地位と、サポートの可能性には直接的な関係があるとみている。取引・財務上の関連や大規模な政策的雇用など、経済上の重要性が高い場合、政府がサポートを提供するインセンティブとなる。ただし、この関係を評価するうえで、ムーディーズは、政府が GRI のデフォルトを回避しないで救済し、再編や破綻手続きを通じて事業を継続させることも可能であると認識している。重要な点は、法制度上、債権者が資産処理を行う権利が与えられるかどうかである。これが可能であれば、回収見込みが高まるが、政府が戦略的資産を失う可能性のあるデフォルトを回避する強いインセンティブともなる。

GRI の経済における重要性を分析する方法として、ムーディーズは、GRI が提供するサービス・製品の特徴も考慮する。例えば、軍事機器を提供する GRI に対しては、特に政府が破綻の影響を懸念している場合には、強い救済のインセンティブが働くと考えられる。同様に、重要な競合が存在しない GRI や、重要な公共サービスを提供する GRI も、そのデフォルトがサービスの停止につながる場合、政府がサポートを提供するインセンティブが働く。

GRI スコアカード

スコアカードの概要

本格付手法に示された概念を如何に適用すべきかについては、格付委員会が幅広い裁量を有するものの、JDA を適用する際には、GRI スコアカードを活用することが一般的である。スコアカードは、前述したサポートおよび関連のレベル推定に加えて、GRI の BCA と政府の格付から、最終格付がどのように導かれるかについての指針を示すものである。

スコアカードでは 3 つの参照ポイント、(1)デフォルト関連の推定レベル、(2)緊急時のサポートの推定レンジ、(3)GRI の BCA およびサポートを提供する政府の格付を踏まえて、想定される結果のレンジを推定する。

スコアカードによる関連の推定

アナリストが GRI とサポートを提供する政府のデフォルト関連の度合いを評価するために使用するツールとして、スコアカード(後出)では、前述の 3 つの要因、すなわち(1)GRI と政府の事業上および財務上の結びつきの度合い、(2)GRI と政府が同一の収入基盤に依存している度合い、および(3)GRI と政府が共通の信用リスクにさらされている度合いに基づき、関連を推定する。

スコアカードでは、3 つのデフォルト関連の要因のそれぞれについて、信用リスクの推定関連レベル(「低位」(30%)、「中位」(50%)、「高位」(70%)、「非常に高位」(90%))を付与する。次に、3 つの要因で最も高水準のものに基づいて関連を推定する(信用リスクに対するエクスポージャーに影響を与える 3 つの要因がいずれも重要であるという観点による)。スコアカードから導出された関連レベルは、GRI に JDA を適用する際の格付委員会の決定における参照ポイントとなる。

デフォルト関連の要因(1)(事業上および財務上の結びつき)と(2)(同一の収入基盤への依存度)は定量的指標(下表を参照)を用いて計測・スコアリングされるが、要因(3)(共通する信用リスクへのエクスポージャー)は前述の基準の定性的評価を伴う(図表 2 および図表 4、5 のスコアカード例を参照)。要因(1)は 3 つの指標、すなわち、交付金の水準、対政府取引の割合、GRI から政府への支払い(配当)に基づき、関連レベルに従ってスコアリングされる⁶。例えば、交付金が GRI の収入の 20%

⁶ GRI が明らかに政府機関とみなされる場合、「事業上および財務上の結びつき」の要因のスコアは非常に高いと評価される。

以上を占める場合は「非常に高位」と評価される。要因(2)は主に、サポートを提供する政府と GRI が収入を同一の経済基盤に依存している度合いに関する指標に基づく。例えば、政府と GRI がそれぞれ収入の 95%以上をその政府の領域から得ている場合には、相関は非常に高いと評価される。

図表 2
デフォルト相関の要因

	低位	中位	高位	非常に高位
(1)事業上および財務上の結びつき				
GRI の収入に占める直接または間接の交付金の割合	0-5%	5-10%	10-20%	>20%
GRI の収入に占める対政府取引の割引	0-5%	5-10%	10-20%	>20%
政府歳入に占める GRI からの支払い(配当)の割合	0-5%	5-10%	10-20%	>20%
(2)同一の収入基盤への依存度				
政府の領域	GRI と政府の両方	GRI と政府の両方あるいは一方	GRI と政府の両方	GRI と政府の両方
発生する収入の割合	50%未満	50%以上	75%以上	95%以上
(3)共通する信用リスクへのエクスポージャー				

出所: Moody's Investors Service

スコアカードによるサポートの推定

アナリストが緊急時のサポートが提供される可能性を評価するために使用するツールとして、スコアカード(後出)では、3 つの構造的要因、すなわち、(1)保証、(2)所有比率、および(3)サポートに対する障壁と、3 つの意思に関する要因、すなわち(4)政府介入のレベル、(5)政治的関係、および(6)経済における重要性に基づいて、サポートのレンジを推定する(図表 5 のスコアカード例を参照)。

スコアカードでは、6 つの要因それぞれに、低位(0-30%)、中位(31-50%)、強い(51-70%)、高位(71-90%)、非常に高位(91-100%)のサポートレンジを付与する。その後、6 つの要因のスコアの平均に基づき、サポートレベルを推定する。これは、政府が救済を行うか否かの決定に影響を与える様々な要因をバランスよく織り込むものである⁷。スコアカードにより推定されたサポートレンジは、格付委員会の決定における参照ポイントとなる。

スコアリングレベルの決定に所有比率(政府の所有比率が 80%であれば高位のサポートと評価される)のデータを用いる要因 2 を除き、他の 5 つの要因はおおむね定性的な要因である。これらの要因について、アナリストは前述の根拠を反映する個々の要因のスコアを選び、国内外の比較対象発行体に対する相対的なサポートレベルを評価する。

図表 3
サポート要因(2)

	低位	中位	強い	高位	非常に高位
所有比率	0-30%	31-50%	51-70%	71-90%	91-100%

出所: Moody's Investors Service

スコアカードの結果のレンジ

相関とサポートが推定されたのち、その他の JDA の要素である GRI の BCA およびサポートを提供する政府の格付を用いてスコアカードの結果のレンジを導く。これは、GRI の格付を決定するにあたり考慮される情報となる。

⁷ サポートに対する法的障壁がない場合、要因 3(サポートに対する障壁)は考慮されず、他の 5 つの要因の平均に基づいて算定される。

スコアカードの結果が、数字付加記号付き格付で示された結果のレンジであるのは、スコアカードに反映されない要素(変化する市場構造や、他の支出ニーズと比較して、直接的かつ偶発的に求償される債務の優先度を高めるような政府の行動の変化など)について、アナリストの評価が加えられることを考慮したものである。スコアカードは、全ての分析対象に対して一貫して、想定される主な分析要因が網羅されていることを確実にするものである。また、サポートに影響を与える主な要因についても、十分に反映する柔軟性を有する。とはいえ、スコアカードでは必ずしも個別の状況および格付上の考慮事項をすべて想定することはできないため、最終的に決定される格付はスコアカードに示唆されるレンジ外となる場合もある。

例えば、ムーディーズはソブリンに関する事項を検討し、サポートの想定を引き下げることが適切と判断することもある。あるいは、スコアカードにより推定された結果のレンジを検討する際、サポートによる格付のノッチアップを制限することがある。このような判断には、通常、ストレス時に政府がサポートを提供する一般的な能力と意思に関する国別の見解に加え、特定の GRI に対する政府サポートについてのムーディーズの予想が織り込まれる。

政府サポートの制約に関する国別の見解に関しては、ソブリン・レーティング・グループは、次の場合に、政府がサポートを提供する可能性は、GRI スコアカードが示唆するものより低いと判断することもある。

- » 政府のサポート提供の意思が引き続き強くても、多くの GRI が緊急時のサポートを必要する可能性があるマクロ経済上のストレス時あるいは危機時に、政府のバランスシート・オフバランスシートが圧迫されると、サポートを提供する能力は制約される。財政状況が圧迫されている国については、政府がサポートを提供する能力は影響を受けやすい。財政状況に関する重要な考慮事項には、ソブリンの債務残高、債務負担能力、債務構成、オフバランスの債務(GRI セクターから生じる偶発債務の規模も含む)、財政上のバッファが含まれる。例えばドル化が進展した経済など、経済上および財政上の柔軟性が低下した場合は、サポートを提供する能力の低下を示す考慮事項となりうる。
- » 政策の透明性と予見性が低い場合、政府サポートを評価することは難しくなる。制度の枠組みが脆弱な国では、通常、政策の予見性と透明性は限定的である。そのため、財務面で困窮した GRI に対する政府対応を事前に把握することは困難である。制度の頑健性を示す政府効率性と法の支配の指標は重要な考慮事項である。

格付の透明性を高めるため、仮想 GRI のケースに基づくスコアカード適用方法を次頁に示した。この例は、アナリストがスコアカードをどのように使用するかを示すとともに、サポートと関連の評価の根拠となる全ての要因のスコアリング、およびスコアカードのレンジの評価結果の解釈を説明するものである。

スコアカードの限界

スコアカードは、格付委員会の決定の基礎となる主要な要因に対する、重要な示唆を提示するものである。しかし、格付の決定につながる全ての要素を網羅的に把握できるわけではないため限界がある。従って、スコアカードは格付委員会の決定に代わるものではなく、格付の自動的な付与または変更には用いられない表でもない。

スコアカードの有用性が認められない事例

GRI の親会社に対する格付を付与するために十分な情報がない場合がある。単体として GRI を評価できる場合、ムーディーズは GRI の BCA に基づいて格付を付与する場合がある(しかし親会社に起因した GRI 信用力悪化に関する懸念が非常に大きい場合、格付を敢えて付与しない可能性が高まる)。この場合の GRI に対するムーディーズの格付評価では、緊急時のサポートが提供される可能性はゼロであると想定している。しかし GRI は政府と密接に結びついており、例えば税率の軽減、銀行からの資金調達における配慮、政府の後ろ盾を得た新規事業などを含む間接的な恩恵が期待できる。格付評価上、このような間接的恩恵は考慮されている。

スコアカードの適用例: 国有水道会社

この仮説例は、小規模な発展途上国の中央政府が所有する国有水道会社への、前述のスコアカードをツールとして用いた JDA の適用例である。

デフォルト相関

事業上および財務上の結びつき

水道会社と政府の間の事業上および財務上の結びつきは「中位」である。水道会社は配当を行わないが、政府からの交付金が同社の収入の 10% を占め、加えて政府との取引が 10% を占める。

同一の収入基盤への依存度

水道会社と政府は同一の経済基盤に大きく依存しているため、デフォルト相関は非常に高いと考えられる。両者とも、収入のほぼ 100% がその政府の領域内で発生している。

共通の信用リスクへのエクスポージャー

水道会社と政府の、共通の信用リスクへのエクスポージャーは「中位」で、為替リスクに関するものである。両者とも、国外での債券発行に大きく依存しており、ヘッジがなされていない為替エクスポージャーが大きい。

これらの結果を総合し、デフォルト相関は「非常に高位(90%)」と判断される。

図表 4	低位	中位	高位	非常に高位
(1)デフォルト相関				
事業上および財務上の結びつき				
GRI の収入に占める直接または間接の交付金の割合		✓		
GRI の収入に占める対政府取引の割合				
政府歳入に占める GRI の支払い(配当)の割合				
(2)同一の収入基盤への依存度				
政府の領域内で発生する収入の割合				✓
(3)共通の信用リスクへのエクスポージャー				
債務構成における為替リスク		✓		
共通の業種へのエクスポージャー				
政治的イベントリスク				
相関水準				✓

出所: Moody's Investors Service

サポートの保証

中央政府は、ムーディーズのアナリストに対して、水道会社がデフォルトに直面した場合は債務履行を支える意向を示した。最近のプレス・コンファレンスで政府筋からも同様のコメントがあった。同国の公共政策の透明性と予見性のレベルは比較的高いため、ムーディーズはこの口頭ベースの保証は、緊急時のサポートの可能性が高いことを示唆すると判断した。

所有

中央政府は水道会社の 100% を所有しており、民営化の計画はないため、緊急時のサポートの可能性は非常に高いと考えられる。

サポートに対する障壁

サポートに対する法律上あるいは政治的な障壁はない。

政府介入

政府介入の実績(流動性危機に直面した GRI に対して政府が緊急時のサポートを提供した最近の事例)に関しては、政府が 12 名の取締役のうちの 9 名を任命し、GRI の事業計画の策定・承認に積極的に関与している。これらを勘案すると、緊急時のサポートの可能性は非常に高いと考えられる。

政治的関係

水道会社のデフォルトを容認するレピュテーションリスク、および水道会社のデフォルトに伴う公的セクターの借入コストの上昇を勘案すると、中央政府が緊急時のサポートを提供するインセンティブは高く、その可能性は非常に高いと考えられる。

経済における重要性

国における重要なサービスを提供していることに加え（家計の100%、企業の95%が同社の上下水道サービスに依存している）、GRIは規模が大きく、雇用も大きい（国内で4番目の規模の公的セクター）。これらの要因から緊急時のサポートの可能性は高いといえる。

総合すると、これらの結果から、緊急時のサポートの可能性は非常に高い（91-100%）と判断される。

図表 5 サポート	低位	中位	強い	高位	非常に高位
(1)保証 明示的な保証 口頭ベースの保証および念書— 特別な法的地位				✓	
(2)所有 所有比率 民営化計画					✓
(3)サポートに対する障壁					
(4)政府介入 救済の実績 イデオロギーおよび政治的傾向 GRIに対する政府の方向性 事業計画					✓
(5)政治的關係					✓
(6)経済における重要性 サポートレンジ				✓	✓

出所: Moody's Investors Service

スコアカードの結果のレンジ

デフォルト相関とサポートに関するガイダンスに基づき、水道会社のBCAがba1、中央政府の債務格付がBaa1であることを勘案すると、スコアカードの結果のレンジはBaa2からBaa1となる。

図表 6

スコアカードの結果のレンジ

GRI の BCA: ba1、サポートを提供する政府の格付: Baa1

サポート	低位	中位	強い	高位	非常に高位
相関	低位	中位	高い	非常に高位	
Aaa					
Aa1					
Aa2					
Aa3					
A1					
A2					
A3					
Baa1					Baa1
Baa2					Baa2
Baa3					
Ba1					
Ba2					
Ba3					
B1					
B2					
B3					
Caa1					
Caa2					
Caa3					
Ca					
C					

出所: Moody's Investors Service

付録 I: 複合デフォルト分析(JDA)の概要

条件付きデフォルト確率

債務者 2 者双方でデフォルトが発生する確率は、(a)いずれか一方がデフォルトを起こす確率と、(b)一方がすでにデフォルトを起こしており、その条件の下で、もう一方がデフォルトを起こす確率によって決まる。これを、事象 A と事象 B について、代数で次のように表すことができる。

$$P(A \text{ and } B) = P(A|B) \times P(B) \quad (1)$$

または、

$$P(A \text{ and } B) = P(B|A) \times P(A) \quad (2)$$

事象 A は「債権者 A 自身の債務でのデフォルト」とし、事象 B は「債務者 B 自身の債務でのデフォルト」とする。同様に「A and B」は「債務者 A、債務者 B 双方の債務でのデフォルト」すなわち債務者双方のデフォルトとする⁸。P(●)は、事象「●」が起こる確率、P(●|*)は「*」の発生を条件として「●」が起こる条件付き確率と定義される。

ムーディーズの格付は、発行体がP(A) and P(B)のデフォルトを起こす確率を直接に推定するために使用することができる⁹。しかし、条件付きデフォルト確率、P(A|B)および P(B|A)を推定するには、債務者双方のデフォルト要因の間の関係を考慮しなければならない。P(A)、P(B)、P(A|B)、P(B|A)の 4 つの確率はいずれも、信用補完がない場合のリスクを示すことを意図したものである。つまり、複合的にサポートされる共同債務ではない、または介入がない場合の、債務者のデフォルトの可能性を示すものである。

理論的には、式(1)または式(2)に示した条件付きデフォルト確率のいずれかを推定することによって、この問題への直接の回答が得られるが、格付が低い方、あるいは信用補完を受ける側の企業の条件付きデフォルト確率と、格付が高い方、あるいは信用補完を提供する側の企業の無条件デフォルト確率の最終結果に注目する方が、より理解しやすいかもしれない。「格付が低い方の債務者 L のデフォルト」を L とし、「格付が高い方の債務者 H のデフォルト」を H とすると、式(1)を次のように書き換えることができる。

$$P(L \text{ and } H) = P(L|H) \times P(H) \quad (3)$$

条件付き確率 P(L|H)が理論最大値(つまり 1)または最小値(つまり P(L))になる状況を想像することは難しくない¹⁰。この極端な結果を、順に例をとって検討してみよう。

P(L|H)=1 発行体の財務力が、格付の高い方の当事者の事業に密接に関連していると想定する。例えば、1 社のサプライヤーが支配的なシェアを持つ競争の熾烈な流通市場で、流通業者がデフォルトを起こすリスクは、サプライヤーの財務の健全性に大きく左右されるといえる。言い換えれば、格付の高いサプライヤーがデフォルトを起こしたという条件下で流通業者がデフォルトを起こす条件付き確率、P(L|H)は 1 に等しい。この場合、L と H は相関が最大である¹¹。このシナリオでは、式(3)で表される、両者がデフォルトを起こす複合デフォルト確率 P(L and H)は P(H)となる。つまり、この場合の共

⁸ ここに示されるのはデフォルトが同時に起こることだが、求めたいのは、信用補完付き債務の保有者が一定期間内に信用損失を被るタイミングである。

⁹ ムーディーズの格付は、デフォルトリスクの順序(相対的)尺度と定義され、基数的(絶対的)なデフォルト率を示すものではない。しかし、格付が相対的なデフォルトリスクの一定した尺度を提供し、信用サイクルにおいて格付カテゴリー毎のデフォルト率が比例的に上下する限り、ここで提示された方法は、共同債務の格付について論理的に整合性のある尺度を提供する。

¹⁰ 理論的には、条件付きデフォルト確率 P(L|H)は最小ゼロとなりうる。これは、債務者 2 者のデフォルト相関が理論上、最大の負の値となった場合である。しかし、ムーディーズの検討を通じて、債務者 2 者のデフォルト相関が負になるという極めて確率の低い状況は考慮しないことを通常の慣行とした。

¹¹ ここでの「相関」という用語は、二項分布に従うデフォルト事象について用いているのであり、格付の推移に関する相関(あるいはデフォルトの集約度)と混同すべきではない。債務者 2 者のデフォルト要因の相関が最大の場合、P(L|H)=1 かつ P(H|L)=P(H)/P(L)となる。つまり、格付の高い方がデフォルトを起こせば格付の低い方は必ずデフォルトを起こすが、格付の高い方がデフォルトを起こすのは格付の低い方もデフォルトを起こした場合のみ、ということである。その結果、P(H|L)=P(H)/P(L)となる。債務者の格付が異なる場合は、相関は最大でも 1 未満である。

同債務の格付は、サプライヤーの格付に等しくなり、発行体 L の単独での格付にかかわらず、格付の上方調整はない。

$P(L|H) = P(L)$ 格付の高い欧州の銀行が、格付の低い米国の農業関連企業に信用状を提供していると想定する。農業関連事業自体が財務難に見舞われる可能性もあるが、農業事業の健全性は、欧州の銀行のデフォルトにつながりうる要因とは一般的に関連性がない。このシナリオでは、銀行のデフォルトが発生したという条件下で、農業関連企業のデフォルトが発生する条件付きデフォルト確率、すなわち $P(L|H)$ は、農業関連企業の単独でのデフォルトリスク $P(L)$ に等しい。つまり、事象 L と事象 H は相関がなく、互いに独立している。この場合、複合デフォルト確率は、単独でのデフォルト確率から推定して、 $P(L) \cdot P(H)$ となる。こうした関係のある共同債務の格付は通常、信用補完を提供する企業 H の格付より高くなる。

実際、格付の高い方の企業デフォルトを条件とした、格付の低い方の企業の条件付きデフォルトリスクは、相関が最も高い場合 ($P(L|H)=1$) と、独立している場合 ($P(L|H)=P(L)$) の間のいずれかの地点の値となる。

相関が中程度の場合

ここでは、デフォルトリスクの相関が中程度の場合の推定を行う単純な方法を提示する。W を相関ウェイトとし、 $W=1$ は格付の低い方の企業と高い方の企業のデフォルトの相関が理論上最大の場合、 $W=0$ は両社のデフォルト事象が完全に独立している(相関がゼロの場合)としよう。1 と 0 の間にある W の値は、両者のデフォルト事象の相関の程度を示す。

相関ウェイトを用いて、債務者 L と H の複合デフォルト確率を次のように表すことができる。

$$P(L \text{ and } H) = W \cdot P(L \text{ and } H|W=1) + (1-W) \cdot P(L \text{ and } H|W=0) \quad (4)$$

あるいは、より簡潔に次のように表すことも可能である。

$$P(L \text{ and } H) = W \cdot P(H) + (1-W) \cdot P(L) \cdot P(H) \quad (5)$$

言い換えると、債務者 2 者の単独での格付が決まれば、共同債務への格付を付与するには、相関ウェイトさえ決定すればよいということである。

部分的信用補完

債務に外部からの信用補完が付されているが、その信用補完が完全な保証ではない場合も多い。そうした例には、比較的信用力が高い親会社の、信用力が低い子会社が発行した社債や、政府が一部出資する発行体が発行した債券が含まれる。後者では、発行体が経営難に陥った場合に、政府が当該発行体を救済するインセンティブは、政府の出資比率、あるいは国の経済における当該発行体の重要性に左右される。

投資家が損失を被る 2 つの極端な状況を考えてみるのが有益である。ひとつは、債務発行体がデフォルトを起こし、外部支援がない状況である。この確率は単純に $P(L)$ 、すなわち発行体 L が自身の債務でデフォルトを起こす確率となる。もうひとつは、100%の信用補完が提供されるが、発行体と信用補完提供者の双方がそれぞれの債務でデフォルトを起こす確率である。前述の通り、これは $P(L \text{ and } H)$ で表される。信用補完の度合いも考慮されるため、その確率は 0 から 1 の間の値をとる。このリスクの投資家向けのモデルでは、この確率が、 $P(L)$ と $P(L \text{ and } H)$ の 2 つの結果の間で変動すると想定する。

$$P(L \text{ and } H|S) = (1-S) \cdot P(L) + S \cdot P(L \text{ and } H) \quad (6)$$

ここで、パラメーター S は、信用補完が提供される確率を示す。この結果は、100%の信用補完が提供される場合(すなわち $S=1$)には両者がデフォルトを起こす確率となり、信用補完が提供されない場合(すなわち $S=0$)には債務者 $P(L)$ の単独でのデフォルトリスクとなる。

付録 II: BCA を用いず政府サポートに基づいた場合の GRI に対する格付分析アプローチ¹²

前述の通り、GRI に対する格付付与におけるムーディーズの標準的アプローチは、BCA を検討したうえでサポートを考慮したノッチアップを検討するものである。BCA 分析は、サポートが必要となる可能性に影響を与える、ファンダメンタルな信用要因（自己資本、資金調達、ガバナンスの質等）に関する有益な情報を提示する。また、これによって、サポートが提供される可能性、およびサポートが実現しなかった場合に投資家が被るリスクに対する明確な見解を示すことが可能になる。

しかし、一定の条件を満たす場合、政府との一体性が非常に高い GRI については、単独での BCA を付与せず、公式な保証またはそれに類似する保護がなくとも政府格付と同水準または近い水準とする非常に稀なケースもある。一方、政府サポートおよび政府との一体性について大きな懸念があり、有意な BCA を導くことも不可能な場合には、発行体格付を付与すること自体考えにくい。

BCA を用いずサポートのみにあるいは主にサポートに基づいて格付を付与する場合、以下のような特徴が認められる。

- » **利害および目的が非常に密接かつ持続的に結びついているため、明確な公共政策上の役割を担っていることが多い。** または、厳密に規定された国策を遂行する許認可を受けている場合が多く、通常はその領域において独占的な地位を占める。
- » 何らかの形の**特別な法的地位**を有しており、通常の破産手続きの適用除外、破綻処理時に GRI の債務を政府に移管する法的規定等の保護などがあると推定され、独立した清算を行うことが困難である。
- » 一般的に、**政府によって 100%所有されている政府機関**である。無論、（完全または部分的にでも）民営化が理論的に可能であるからとして、サポートのみに基づくアプローチが必ずしも排除されるわけではない。しかし、民営化の可能性が高い場合にはサポートのみに基づくアプローチが採用される可能性は、ほぼ確実になくなる。
- » **戦略上または事業上の自己裁量は非常に限られている。** 長期的な財務の健全性を確保するために、自ら決定できる施策の余地はほぼない。主要な決定の全ては最終的に政府に委ねられている。例えば、取締役および経営陣の任命を通じて政府が直接的に影響を及ぼしており、事業運営予算や資本予算ならびに債務発行には政府の承認が必要とされる。政府へ報告する義務負担が大きく、政府から頻繁に監督も受ける。
- » **事業および財務が政府と不可分に結びついている。** いかなる状況でも財務や運営のために必要となるリソースの提供は、政府の通常の行動の一貫として当然とみなされる。
- » 単独での**業績および財務指標は基本的に意味をなさず**、債券保有者が直面する信用リスクには結びつかない。また、単独で評価することもほぼ不可能に近い。自己資本、収益基盤、流動性、収益力などを含むファンダメンタルな要因の変化も、格付に影響を与えないものであれば意味はないといえるだろう。言い換えれば、発行体の固有の信用力がいかに低くても、その低下のペースがいかに早まろうとも、分析上の焦点となるのは政府がサポートを提供する可能性にとどまる。
- » GRI が**デフォルトすれば政府の信用力を大きく毀損し**、GRI に託した自らの政策目的を遂行する能力も低下する。従って、政府が緊急時のサポートを提供する可能性は 100%に極めて近い。

GRI に対する格付はサポート提供者の格付に近い水準となるが、必ずしも同水準とはならない

BCA を用いず GRI に対する格付を付与する場合、ムーディーズはまず、サポートに着目し、緊急時のサポートがほぼ確実に提供されると想定する。しかし、公式な保証がない場合はサポートの確実性は 100%ではないため、多くの GRI の格付がサポート提供者の格付と同水準になるとはいえ、一定の不確実性を織り込んで政府格付より 1-2 ノッチ低い水準、稀に 2 ノッチ以上低い水準とすることもある。

厳格なルールはないため、個々の事例に対する決定には最終的に格付委員会の判断が反映される。格付委員会は特に、政府および GRI の双方が深刻な財務難に陥ったらどうか、GRI へサポートを提供する政府にとっての優先順位、GRI へのサポート提供は政府へのストレスをどの程度増大

¹² ここで説明されているアプローチは、保証を評価する際の信用代替の概念と異なる。信用代替のアプローチの詳細については、「関連リサーチ」のセクションに掲載されている。

または低下させるか、破綻後において GRI が手掛けていた業務がどの程度重要か、デフォルトによって GRI の業務が支障を来すか、あるいは民間企業による代替が可能かを考慮する。

つまり、格付委員会が主に検討するのは、政府自身の債務履行が困難な状況となった場合に自らの債務履行をまず優先する可能性が高いか否かとなる。

わずかな不確実性でもノッチ調整の理由となりうる

サポートが提供される可能性が必ずしも 100% を大きく下回っていても、ノッチ調整を行うことが適切と判断されることがある。例えば、発行体に BCA が付与されておらず、固有の財務力が Caa1 の格付に相当する場合、政府格付 A1 と同水準まで格付が引き上げられるにはサポートの可能性が 100% でなければならない。発行体が政府と非常に高度に一体化していれば、ムーディーズは確実性がその水準に近いとみることがある。

しかし、サポートの不確実性が少しでも示された場合、当該発行体の格付は即座に引き下げられる。目安としては、タイムリーにサポートが提供される可能性が 99.5% であれば A2、99% であれば A3、98% であれば Baa1 相当とみなされると考えてよいであろう。このような判断には非常に繊細な配慮が必要とされ、常識的な判断が不可欠であるが、少しでも不確実性が高まれば、2-3 ノッチのノッチダウンが妥当と一般的には判断される。GRI 固有の信用力と政府の格付が密接に関連してくれば、サポートの確実性は強まる。しかし、GRI の格付を政府の格付と同水準とするためには、サポートが確実に提供されることが絶対条件とされており、その不確実性がわずかでも上昇すれば、GRI に対する格下げが検討される可能性が生じる。

また、定義上、政府と発行体が密接かつ持続的に結びついていると判別された GRI に対するノッチダウンが 2 ノッチを超えることは非常にまれであることを付け加える。格付委員会が、サポートのみに基づくアプローチを適用することを決定した場合、次のステップとして、政府格付と同じ、若しくは 1-2 ノッチ低い水準とすべきかが検討される。

BCA が付与されずサポートに基づいて格付される GRI の特徴、および政府格付と同水準かそれより低くすべきかの判断基準

GRI に対する格付が政府の格付と同水準となるのは、少なくとも次の幾つかの条件に合致した場合のみである。合致しない場合は、政府格付より低い格付となると考えられる。

- » 現時点で、**政府が自らの債務の返済を優先的に返済することは極めて考えにくく**、いかなる状況でも政府が GRI の債務を自らの債務と同順位（パリパス）として取り扱うことが見込まれている。ごく最近に緊急時のサポートが提供された該当事例では、政府によるサポートの意思とその能力が極めて明確に実証されていた。
- » **非常に良好な制度の頑健性および財政状況**から、GRI の信用力が政府の信用力とほぼ同一であると確実視される。一方、政府の信用力が低く（具体的には A 格以下が目安とされる）、多額のオフバランスの債務とマクロ経済上のストレスを抱えている場合、政府自身の債務返済が優先されるリスクが若干高まるため、GRI に対するノッチダウンの幅が拡大する可能性が生じる。
- » GRI がデフォルトすれば**政府は非常に大きなレピュテーションリスクにさらされ**、政府に対する市場の信認が大幅に低下する。具体的には、公共政策を担うものとして広く認識されている GRI が、その戦略、運営予算、債務発行に関する重要な決定を政府に完全に依拠しており、政府からも相応のサポートを提供する明確な政策的コミットメントが示されている場合、GRI のデフォルトは政府に対する市場の信認の大幅に低下に繋がる公算が大きい。繰り返すが、高格付であれば、サポート提供能力も相応に高く、市場における信認も相応に高いため、GRI の格付が政府格付と同水準に落ち着く可能性が高い。一方、格付水準が低く、市場における信認が既に低下している場合、市場における信認と自らの信用力をともに回復させるための政策的手段を慎重に考慮した結果、債務返済に優先順位をつけることが前向きに検討されるであろう。このような場合、GRI 格付がノッチダウンされる可能性が高まる。
- » 明示的な保証がなくとも、**政府が緊急時のサポートを提供することが法令により定められている**。こうした側面は、文書化された念書などによって補われることが多いが、文書が存在するだけで政府格付と同水準とする理由にはならない。
- » 債権者による資産の所有を認めがたい、若しくは民営化が想定できない**重要な資産**を政府が**実質的に統制**している。また、経済において**不可欠な機能**を果たしており、民間セクターが許容可

能なコストでその機能を代替することが困難であるため、GRI がデフォルトすれば社会生活に然るべき支障が生じる。これは、鉄道や国防関連事業者といった、公的インフラ事業、あるいは公的セクターや政策的に重要とされる分野に重点的な資金供給を行う政府系金融機関などに最もあてはまるものと考えられる。

政府による 100%所有は、政府との一体性が高いとしてポジティブに評価されることが多い。しかし、これは、政府の格付と同水準の格付を付与するための必要な条件のひとつにすぎず、この事実のみを以て、格付評価がなされることはない。

実際には、上記の条件を満たし、政府の格付が Aaa または Aa である場合、GRI に対する格付が政府と同水準となる可能性が高いとムーディーズはみている。逆に、政府の格付が Baa 以下である場合にはノッチダウンの頻度が高くなる。BCA が付与されずサポートのみにあるいは主にサポートに基づいて格付が付与される GRI の多くは、政府の同水準の格付が付与されており、1 ノッチ以上乖離している例は非常に少ない。

OUTDATED
METHODOLOGY

付録 III: BCA が大幅に低い場合、あるいは BCA が付与されていない場合に GRI に政府と同水準の格付を付与する状況

GRI が政府から包括的な保証を受けていない場合でも、GRI の格付を政府格付と同水準まで複数ノッチ引き上げること、また、BCA が付与されていない GRI の格付を政府格付と同水準とすることを検討する場合もある。ただし、政府格付と同水準の格付は、サポートが提供される可能性をほぼ 100% と想定しているため、注意を要する。

例外もあるが、政府と同水準の格付を付与するに相当する GRI は、政府と同水準または近い水準の格付付与を決定するにあたり考慮する、共通の特徴を有している。すなわち、その役割が戦略的に重要である、通常の破綻手続きが適用されないといった保護が提供されている、その役割に応じた財源が保証されている、または資本の補填拡充という形態での財務面の保証がある、事業上の損失に対する補填がある、あるいは清算時に GRI の債務を政府が継承する法的規定があるといった、特別な地位である。GRI が発行する債務の一部に対して政府の明示的な保証が付されている場合、政府の格付を発行体格付、そして非保証債務に対しても適用するかどうかを検討する。この場合、非保証債務については、政府が一部の債務を保証する一方、それ以外の債務を保証しないと決定することは十分理解でき、政府が債務区分に応じて実質的なサポートに較差を付ける決定を意図したものではないことが前提条件となる。また、保証債務のクロスデフォルト条項の存在も、政府が非保証債務に対してサポートを提供するインセンティブを高めるとみられるため、考慮している。

制度変更によるリスクが生じるため、政府の政策や優先課題の変更、政府が介入する意思および能力に影響を与える国際条約の変更による、発行体の地位の動向は、将来にわたりサポートが提供される可能性を示す重要な要素である。同様に、国内の政策的役割を本業とするにも関わらず、GRI が国際的な事業活動を拡大している場合、政府のサポートに関する姿勢、または選択的サポートを促す姿勢に変化が生じる可能性がある。

上述の通り、国の制度の頑健性、予見性および財政状況がいずれも高く、GRI の信用力が政府とほぼ不可分であるとの強い確証を政府が示していれば、GRI の格付が政府と同水準となる可能性は高まる。

付録 IV:複数の政府による所有

GRI が複数の政府によって所有されている場合、ムーディーズは通常、所有比率が最大の政府が GRI をサポートすることによって最も恩恵を受けるという前提に基づいて、サポートを想定する。所有比率が最大の政府がサポートを提供しない、あるいは提供できない場合、その他の所有比率の低い政府にとってはサポートを提供するインセンティブが大幅に低まるため、サポートの可能性も低まる。しかし、2 つ以上の政府が同程度のかかなり高い所有比率を有する場合には、サポートの負荷が分散されるため、ムーディーズにおける JDA の適用方法でも応じた調整がなされる。

複数の政府が所有するケースは通常、次のように取り扱われる。

- » 1 つの政府が過半数を所有する、あるいは 1 つの政府の所有比率が他の政府より大幅に大きい場合、その政府が GRI 格付手法上の唯一のサポート提供者とみなされる。
- » 通常、20%未満を所有する政府はサポートの分析対象には含まれない。
- » 2 つ以上の政府が 20-50%を所有する(ただし圧倒的な所有割合の政府はない)場合、平均的サポート提供者という前提が作られる。具体的には、(i)GRI の所有比率は、全ての所有者の所有比率の算術平均とみなされ、(ii)サポート提供者の格付は、当該所有者全ての加重平均格付とみなされる。
- » 所有者が多数の政府(地方自治体等)に広く分散している場合、それらの政府が適時かつ効果的に協調して行動したという明確な実績、または根拠があれば、連帯責任を負っていると考えられるため、所有比率の合計を用いて検討する。しかし、サポートに関して複数の政府が実際にどのようにタイムリーな合意に達するかが不明な場合には、サポートの可能性は非常に低い、あるいはそもそも当該発行体を GRI に分類すべきではないとムーディーズは考える。

付録 V: GRI が発行するハイブリッド証券、その他ジュニア証券に対する格付

GRI のハイブリッド証券やその他ジュニア証券（併せて「ジュニア証券」）に対するムーディーズのアプローチでは、GRI のシニア債務に提供される緊急時のサポートは、ハイブリッド証券に対しても付随的に提供されると想定している。

GRI が発行するジュニア証券に対する格付は、通常、BCA を起点とする。ムーディーズは、企業が発行する債券、優先株、ハイブリッド証券のノッチングに関するクロス・セクター格付手法¹³あるいは関連するセクター別格付手法で説明されるガイダンスに従い、BCA を起点としてノッチングを決定する。GRI が発行するそれぞれの証券（シニア無担保、シニア劣後、ジュニア劣後）に対する政府の緊急時のサポート水準についてのムーディーズの予想に基づき、当該証券に適切なノッチアップの幅を検討する。規制対象業界では、規制当局がデフォルト前に債券保有者に損失負担を求めることを決定できるため、同じ発行体でも証券の種類によって緊急時のサポート水準が異なる可能性が高い¹⁴。

政府は GRI に対する持ち分を有していることから、サポートは、（シニア債務だけではなく）GRI 全体の存続可能性を回復させ、政府の持ち分の価値を支える形で提供されることが多い。ハイブリッド証券が GRI の全体の資本構成に占める割合がごくわずかである場合、多くの場合、シニア債務のデフォルトを回避するために十分なサポートは、必ずしも同程度とはならないが、ある程度はハイブリッド証券のデフォルト回避にも十分とされることが多い。そのため、GRI のハイブリッド証券に対する緊急時のサポートの想定はシニア債務より幾分低い。したがって、ハイブリッド証券には、劣後性やその他契約条項に基づくノッチダウンが適用され、GRI のハイブリッド証券の格付は、分析の起点となる BCA を下回ることが多い。

ただし、稀なケースではあるが、GRI の所有者である政府が、例外的にシニア債務とジュニア証券に対して大きく変わらない緊急時のサポートを提供する可能性が高いとムーディーズが判断した場合、同水準のサポートを想定する場合もある。そのような場合、ハイブリッド証券の格付は、分析の起点となる BCA と同水準あるいはシニア無担保債務を 1-2 ノッチ下回る水準となるだろう。シニア無担保債務とハイブリッド証券の格付の差異は、ハイブリッド証券の予想回収率の低さを反映し、また一般的な発行体のデフォルト前に毀損しうる特徴を有する証券については、高いデフォルト確率が織り込まれることもある。

¹³ ムーディーズのセクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法へのリンクは「関連リサーチ」のセクションに掲載されている。

¹⁴ GRI が発行するジュニア資本証券については、ムーディーズの銀行格付手法で説明される破綻時損失と追加ノッチングの枠組みに基づきノッチングが決定される。ムーディーズのセクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法へのリンクは「関連リサーチ」のセクションに掲載されている。

付録 VI: 公的年金マネージャーの格付

付録 VI では、公的年金マネージャーに BCA を付与せずに、主に中央政府あるいはサブソブリンのサポートに基づいて格付を決定するうえで、最も重要な分析上の考慮事項に関する追加情報を述べる。BCA を付与するのに十分な情報がある場合、公的年金マネージャーに関する格付手法に従い BCA を導き¹⁵、JDA の枠組みを用いて政府サポートを織り込む。

公的年金マネージャーには、基金の運用に加えて、年金制度の拠出金と給付金を管理する公的年金基金と、年金制度の拠出金と給付金の管理は行わずに運用のみを手掛ける公的年金の積立金の運用を行う事業体の両方が含まれる。

公的年金制度のスポンサー/サポート提供者¹⁶は中央政府あるいはサブソブリンである。格付は、年金給付債務に対してではなく、公的年金マネージャーが運用および負債管理方針の一環として引き受ける負債、保証あるいは一般的な支払義務（ヘッジ契約など）に対して付与される。また、発行体格付やカウンターパーティ・リスク格付（CR 格付）を付与することもある¹⁷。

後段で詳細に述べるが、BCA を付与しない場合、公的年金マネージャーの格付分析の始点となるのは通常、スポンサー/サポート提供者の長期発行体格付である。公的年金マネージャーの格付対象債務の支払い請求優先順位が年金給付義務に対し明白かつ持続的に優先する場合¹⁸、公的年金マネージャーはスポンサー/サポート提供者より高い水準に格付される可能性がある。その場合のノッチ差は 3 ノッチを上限とし、格付対象のシニア債務に劣後する債務の規模（レバレッジ比率）と、年金債務の積み立て状況（積み立て比率）に基づいて決まる。

その他の一部の考慮事項により、格付に下方圧力が加わる場合もあり、それによるノッチダウンの幅に上限はない。法的枠組み、年金の資金積み立ての柔軟性、ガバナンスあるいは政治的独立性に弱さがみられる場合、公的年金マネージャーの格付はマイナスの影響を受けるだろう。

BCA が付与されず、サポートに基づき格付が決定される公的年金マネージャーの主な考慮事項

スポンサー/サポート提供者の格付が始点

公的年金マネージャーは公的セクターの事業・財務に極めて密接に統合されている、あるいはその利益と目的が常に公的セクターの事業体の利益と目的に一致することが多い。BCA を付与しない場合、格付分析の始点となるのは通常、スポンサー/サポート提供者¹⁹の長期発行体格付（通常、シニア無担保債務格付と一致）である。スポンサー/サポート提供者と年金マネージャーは利益が一致し、年金基金への拠出金はスポンサーの他の収入を支える経済基盤から支払われるため、多くのケースで両者の格付は極めて緊密に結び付いている。現在の従業員および退職者に対する将来債務の正味現在価値に相当する金額が十分に積み立てられている場合でも、スポンサー/サポート提供者

¹⁵ ムーディーズのセクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法へのリンクは「関連リサーチ」のセクションに掲載されている。

¹⁶ 公的年金基金の分析において、「スポンサー」は年金給付を受ける従業員（年金制度加入者）の国の年金制度に参加する政府（雇用主）を指す。「サポート提供者」は、年金または年金拠出金の積み立て/管理に関与し、GRI に緊急時のサポートを提供するであろうとムーディーズがみているスポンサーまたは政府機関を指す。

¹⁷ CR 格付は、発行体が金融債務以外のカウンターパーティ債務における無担保部分（以下「CR 格付対象債務」）を履行する能力についての意見であり、当該債務の不履行時における期待損失を示す。CR 格付と CR 格付対象債務の詳細については、格付記号と定義を参照されたい。公的年金基金には一般的な破綻処理手続きが適用される可能性が高く、CR 格付の対象となる金融債務の期待損失がシニア無担保債務の期待損失と同水準になるとみられることから、CR 格付は公的年金基金のシニア無担保債務格付あるいは発行体格付と同水準になることが多い。公的年金基金の状況により、CR 格付対象債務のデフォルト確率やデフォルト時損失がシニア無担保債務と大きく異なるとムーディーズが判断した場合、CR 格付にその差異が反映されるだろう。

¹⁸ 詳細については「支払い請求の優先順位」のセクションを参照。

¹⁹ 公的年金基金の分析において、「スポンサー」は年金給付を受ける従業員（年金制度加入者）の国の年金制度に参加する政府（雇用主）を指す。「サポート提供者」は、年金または年金拠出金の積み立て/管理に関与し、GRI に緊急時のサポートを提供するであろうとムーディーズがみているスポンサーまたは政府機関を指す。多くの場合、スポンサーとサポート提供者は同一の事業体である。

は現在および将来の従業員に将来供与するサービスに関連した債務をカバーするために²⁰資金を抛出する。公的年金が十分に積み立てられていない場合、債務が削減されないあるいは政府が将来の年金給付の一部を一般歳入から賄う意思を示さない限り、将来債務に対応するために、長期的に資金の抛出額を引き上げていかなければならない。

ムーディーズの評価では一般に、支払い請求の法的優先順位が公的年金マネージャーの格付対象債務の信用リスクにどう影響するかを、スポンサー/サポート提供者の格付に照らして検討し(上方または下方に調整される可能性がある)、次に、公的年金マネージャーの単独での財務力、運用実績、スポンサー/サポート提供者からの独立性に関連した他の様々な要因を検討する。これらの要因を考慮することによって、年金マネージャーの格付は、スポンサー/サポート提供者の格付と支払い請求の優先順位のみを考慮した場合の格付水準からノッチダウンされる場合がある。支払い請求の法的優先順位により回収率が高くなるとの予想に基づき格付をノッチアップするケースにおいても、こうした下方調整が上方調整を一部または完全に相殺し、公的年金マネージャーの格付がスポンサーの格付を下回る可能性がある。

スポンサー/サポート提供者と公的年金マネージャーの格付が低くなるにしたがって、相対的なデフォルト確率あるいは相対的な予想回収率を有意に識別できるようになる可能性がある。例えば、ストレスシナリオにおけるサブソプリンの対応によって、様々な支出項目(年金給付、一般財源債の返済、年金基金の債務返済、一般政府サービスへの資金抛出、等)のどれが優先されるかがわかる可能性がある。サブソプリンがどの支出を優先するかによって、相対的なデフォルト確率と予想回収率が影響を受ける可能性がある。こうしたケースでは、支払い請求の法的優先順位が予想回収率にどのように影響するかを引き続き検討する。

次のセクションでは、年金マネージャーの格付をスポンサー/サポート提供者の格付より高く、あるいは低く位置付ける根拠となる特定のセクター固有の考慮事項について検討する。すべての GRI に適用される、サポートおよびデフォルト相関を含む主要格付要因は、公的年金マネージャーにも適用される。また、付録 II、III および IV で検討した原則は、スポンサー/サポート提供者の格付に対して公的年金マネージャーをどの水準に格付するかを検討する上で有用である。

ノッチアップに関する考慮事項

支払い請求の優先順位や大きく異なるデフォルト確率に関する考慮事項に基づき、公的年金マネージャーにスポンサー/サポート提供者を上回る格付を付与する場合がある。

支払い請求の優先順位

公的年金マネージャーの格付対象債務(主として負債)の想定される支払い請求が他の債務(主として年金給付債務)の支払い請求に対してどの程度優先するかは、デフォルトシナリオにおける損失率と回収率に大きく影響する非常に重要な格付要因であり、これを検討することでスポンサー/サポート提供者の優先順位もわかる。

支払い請求の優先順位の存在およびその持続性の評価

公的年金マネージャーの格付対象債務が年金給付義務に優先するかどうかについて、ムーディーズは、規定の法的優先順位を考慮すると同時に、政府がストレスシナリオにおいて年金受給者あるいは債権者を優先するためにどのような措置を講じるかを示す前例とムーディーズの予想を考慮して判断する。

ほとんどの場合、年金スポンサーには年金受給者への年金給付を高い優先度で扱うことに対する政治的・経済的インセンティブが強くはたらく。そのため、格付対象債務に対する支払い請求の実効的な優先順位(債権者優先権とも呼ばれる)を決定できるのは通常、上位政府が制定した法律・法令(スポンサー/サポート提供者がサブソプリンである場合は国レベルの法律)のみである²¹。強固な法

²⁰ 将来の年金債務、割引率、将来の投資収益率、等の数値計算上の想定には大きなばらつきがあり得る。ムーディーズは、年金基金が報告する想定とは異なる想定を用いる場合がある。

²¹ 一般的に、中央政府が法的枠組みの支配権を握ることから、通常スポンサー/サポート提供者がサブソプリンの場合に限り、スポンサー/サポート提供者の格付からノッチアップされる。同様に、サブソプリン(米国の州など)の法律に支払い請求の優先順位が規定されている場合、サブソプリンが年金マネージャーのスポンサー/サポート提供者であればノッチアップしない。

の支配と債権者の権利を確保する独立した司法制度も重要である。前例も考慮されることがある。債権者優先権に対する違反があったり、それが無効とされた前例は、非常に大きなマイナス要因となる。債権者優先権が法律で規定されていない場合、支払い請求の優先順位が持続すると判断するには、一貫性のある十分に確立された前例がなくてはならない。

持続的な支払い請求の優先順位に基づくノッチアップの可能性

格付対象債務の支払い請求優先順位が明白で持続的である場合、それらの債務の格付がスポンサー/サポート提供者の格付をどの程度上回るかは、(1)格付対象債務に劣後する債務の規模(レバレッジ比率)、(2)年金の積み立て状況(積み立て比率)によって決まる。デフォルトの主な要因は流動性(すなわち、年金の積み立て比率が高いものの流動性が不足するシナリオで、債権者が劣後する債務からも全額の支払いを受ける可能性が高い)、あるいは破綻(すなわち、積み立て比率が低いデフォルトシナリオで、破綻処理手続きで債権者優先権が維持される場合、年金受給者の将来の年金受取額が減額されるとみられる)であることから、これらの考慮事項はいずれも重要である。政府がスポンサーとなる年金制度は、スポンサーの公的セクターの多数の従業員向けに設けられることが多い。デフォルトシナリオにおいて機関投資家全体を維持するために、このような年金制度に損失を負担させるのは政治的に困難である。破綻処理手続きを行う裁判所は、支払い請求権の取り扱いに大きな裁量権を持つことが多い。そのため、年金制度の積み立て状況が悪化したら、債権者が年金受給者に優先する可能性は低下するだろう。したがって、ノッチアップの可能性を検討するうえで、支払い請求の法的優先順位と劣後する債務の規模に加え、ノッチアップの幅を制約する年金マネージャーの資金積み立て状況も考慮に入れる。

レバレッジ比率。分子はシニア債務総額、分母は総資産。この比率を算出あるいは推定する際に、ムーディーズは金融機関の分析における財務諸表の調整を説明したクロス・セクター格付手法の中で、適用できる調整を織り込む²²。また、例えば、公的年金マネージャーのカウンターパーティとのネットティング契約に含まれる特定の条項を反映し、追加の調整を行うこともある。ノッチングについては、年金マネージャーの財務諸表やその他の開示情報に基づく最近の実績から示される持続的なレバレッジ比率の予想を用いる。また、同比率に大きく影響する事象や、同比率のトレンドも考慮に入れる。

積み立て比率。積み立て状況は退職給付債務に対する純資産の比率を算出あるいは推定したものである。分子は、総資産から債務および債務に準じる義務を差し引いた純資産である。分母は、退職給付債務である。年金支払い期間とほぼ同期間であり、信用力の高い課税対象の有価証券の市場金利に基づく割引率を適用し、積み立てられた年金給付の現在価値を算出したものを、退職給付債務として用いる²³。米国とカナダの年金マネージャーには、FTSE Pension Liability Index (FTSE PLI) を用いる²⁴。このアプローチでは、確約された年金給付の市場価値に関する特定時点の負債が示され、これはバランスシート分析において、他の事業体と比較可能な指標である。ノッチングについては、年金マネージャーの財務諸表やその他の開示情報に基づく最近の実績から示される持続的な積み立て比率の予想を用いる。また、同比率に大きく影響する事象や、同比率のトレンドも考慮に入れる。例えば、ノンリコース債務が多額に上り、主要プロジェクトの財務あるいは業務において困難が生じて、年金マネージャーがサポートを提供しないとムーディーズが考える場合、あるいは、多額のオフバランス債務が年金マネージャーの負債となると考える場合、分子に調整を加える場合がある。

年金資産(すなわち年金積立金)の運用のみを手掛ける年金マネージャーの積み立て比率のスコアについては、スポンサーの退職給付債務のうち年金積立金がカバーするとみられる割合についてのムーディーズの推定を織り込んだ純資産/退職給付債務比率を算出した、年金制度の積み立て比率に関するムーディーズの見解を織り込む。

レバレッジ比率と積み立て比率の合算。図表 7 に従い両比率を考慮して、通常適用されるノッチアップの幅を導く。公的年金マネージャーの格付は 3 ノッチを上限として、スポンサー/サポート提供者の

²² ムーディーズのセクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法へのリンクは「関連リサーチ」のセクションに掲載されている。

²³ 詳細については、米国の州・地方自治体の年金データにムーディーズが加える調整について説明した格付手法を参照されたい。ムーディーズのセクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法へのリンクは「関連リサーチ」のセクションに掲載されている。

²⁴ 例えば、FTSE PLI が入手できなくなった場合など、実際に使用する指標は変更されることもある。米国の年金基金に用いられる指標が変更された場合、カナダの年金基金も同指標に変更される可能性が高い。米国・カナダ以外の年金基金については、公表されている代表的な指標を用いる。

発行体格付を上回ることができるが、最終的にはソブリン格付の制約を受ける。また、支払い請求の優先順位に基づき、ノッチアップの対象であったとしても、公的年金マネージャーの格付は法的枠組み、年金の資金積み立ての柔軟性、あるいはガバナンスと政治的独立性の制約を受けることもあり、以下で説明する。

図表 7
ノッチングのガイダンス²⁵

		レバレッジ比率(%)		
		≤ 10	10 - 25	> 25
積み立て比率(%)	> 90	3	2	1
	70 - 90	2	2	1
	50 - 70	2	1	0
	≤ 50	0	0	0

出所: Moody's Investors Service

支払い請求の優先順位がない場合のノッチアップの可能性

公的年金マネージャーがスポンサー/サポート提供者を上回る格付を得るには、明白かつ持続的な支払い請求の優先順位が前提条件となる。ただし、(1)スポンサー/サポート提供者の格付が相対的に低い場合、(2)年金基金マネージャーの単独の信用プロファイルがスポンサー/サポート提供者の信用プロファイルより強い場合、(3)公的年金マネージャーのデフォルトの可能性はスポンサー/サポート提供者を大きく下回ることが明らかな場合はこの限りではない。

ノッチダウンに関する考慮事項

次のセクションでは、公的年金マネージャーの格付が、スポンサー/サポート提供者の格付および支払い請求の優先順位のみに基づく格付からノッチダウンされうる場合の考慮事項について説明する。

年金給付債務が優先される場合の影響

格付対象債務の支払い請求の法的優先順位がその他の優先債務(特に、負債の大部分を占める年金給付)に劣後する場合、通常、格付対象債務はスポンサー/サポート提供者の格付を複数ノッチ下回る。

格付対象債務と他の債務(年金給付を含む)に対する支払い請求の法的優先順位が等しく、デフォルト時も同順位で扱われるとムーディーズが考える場合(すなわち規定の優先順位と実際の優先順位が同じ場合)、支払い請求の優先順位を理由として格付対象債務の格付をスポンサー/サポート提供者の格付からノッチダウンすることはない。ただし、規定の優先順位が他の債務と同順位あるいは他の債務に優先する場合でも、デフォルト時に格付対象債務が劣後の扱いを受けると考えられる場合(すなわち実際の劣後)、格付対象債務はスポンサー/サポート提供者の格付を複数ノッチ下回る水準に格付される。

規定の支払い請求の優先順位と、実際の優先順位に関するムーディーズの予想に加えて、スポンサーの対応が格付対象債務と年金給付債務の相対的なデフォルトの可能性にどのように影響するかについても考慮に入れる場合がある。スポンサーが公的年金基金の債務の支払いより年金給付債務を優先するとムーディーズが考える場合、スポンサー/サポート提供者の格付から複数ノッチ引き下げられる場合がある。

法的・組織的枠組み

上述の通り、公的年金基金は退職者へ継続的に年金給付を行う義務から生じるリスクを直接管理する。公的年金の積立金の運用を行う事業体は、最終的な受給者ではなく、スポンサーや顧客となる政府機関に代わりに基金を運用し、スポンサーは年金給付義務を負う。そのため、公的年金の積

²⁵ この図表は、債権者の支払い請求の優先順位が年金受給者より明らかに高いとムーディーズが判断した場合の年金マネージャーのノッチアップの幅を示す。

立金の運用を行う事業体は年金債務に対する法的地位が異なる。とはいえ、年金給付義務を負うのが公的年金マネージャーでもスポンサーでも、公的年金マネージャーが運用資産をうまくかつ慎重に管理するだろうとの強い期待がある。スポンサーがストレス状況にあり、法的地位の違いが維持されることが明らかな場合にのみ、法的地位の違いは格付に重要な要因となる。

また、政治的・実務的考慮事項が年金マネージャーとスポンサーそれぞれの責任にどう影響するかを検討する場合もある。法的・組織的枠組みが不透明であったり、変化の途上にある、または今後変化するとみられる場合、公的年金マネージャーの信用プロファイルはマイナスの影響を受けるだろう。

年金基金の資金積み立ての柔軟性

公的年金マネージャーは一般に、非常に規模が大きく高度に分散された証券ポートフォリオおよび他の運用ポートフォリオを有しており、それらのポートフォリオとスポンサーの地域経済の強さとの相関は(特にサブプリングがスポンサーであるケースでは)比較的低い場合がある。年金マネージャーがストレスシナリオにおいて大規模な損失を被るリスクが比較的高い資産を有する場合や(セクター集中、重要な資産が年金マネージャーの法管轄域に所在)、支払い義務をカバーするために容易に換金できないとみられる資産を有する場合、年金マネージャーの柔軟性と信用プロファイルはマイナスの影響を受け、格付はノッチダウンされる可能性がある。

年金制度の積み立て状況も重要である。積み立ての余剰はどちらかという一時的な現象であり、将来の拠出金の減少によっていずれ余剰分は減少していくとムーディーズはみている。恒常的な積み立て不足はスポンサー/サポート提供者のコミットメントの弱さや、年金マネージャーあるいはスポンサーが将来の債務を支払う能力が不十分であることを示していることもあり、信用評価上マイナスである。しかし、特に経済安定期における慢性的かつ多額の積み立て不足は、公的年金マネージャーがその債務を支払うにあたり緊急時のサポートを必要とした場合、スポンサー/サポート提供者がそれを提供する能力や意思を持っていないのではないかと疑念を起こさせる。年金債務の増加に対応するため、あるいは運用リターンが予想を下回った際に、基金管理者がスポンサーに積み立て方法の変更(拠出金の引き上げ、給付水準の引き下げ、など)を求める能力が弱い場合も、資金積み立ての柔軟性が制約されていることを示すだろう。

年金基金の資金積み立ての柔軟性を弱めるとみられる、年金給付債務の他の重要な特徴として、不利な人口動態(特に年金債務の平均デュレーション、年金受給者に対する現役世代の比率)や、年金制度が想定する割引率などが挙げられる。割引率については、公的年金マネージャーの長期平均リターン(実績および予想)、法管轄域のリスクフリー・レート(国債利回りや一部のケースにおけるサブプリング債利回り)、年金給付リスクを反映した市場金利、比較対象となる年金基金が使用する割引率、などと比較することが有効である。

ガバナンスと政治的独立性

公的年金マネージャーの取締役会が監督するガバナンスは、公的年金マネージャーの財務の健全性と信用プロファイルを支える。ガバナンスは通常、取締役会の独立性、専門的知見、関与の度合い、経営陣による適切な監督と経営戦略に沿ったガバナンス慣行を推進する能力によって評価される。公的年金マネージャーにガバナンスの弱さがみられる場合、信用プロファイルにマイナスの影響が及ぶ。

また、公的年金制度のスポンサー/サポート提供者が通常の状態とストレス状況でどのような行動をとるかを予想するために、公的年金マネージャーのスポンサー/サポート提供者である中央政府またはサブプリングの利益、動機、実績、リソースを評価することもある。スポンサー、債権者、年金加入者の利害が対立する可能性は、取締役会と経営陣がこれらの要請のバランスをとるためにどのような行動をとるかを評価する上で重要となり得る。

ムーディーズは通常、公的年金マネージャーの戦略、ポートフォリオ構成、事業運営が、スポンサーに影響を与える政治的配慮(税収・歳入ベースへの影響、従業員や組合との関係)からどの程度独立性を保てるかを、特定の利益団体を満足させるための政治的配慮が年金拠出金、年金給付、投資判断、数理計算上の想定と測定にマイナスに影響する状況と比較して検討する。政治介入は公

的年金マネージャーが債権者の利益に反する判断を行うリスクを高め、これは信用評価上マイナスであり、公的年金マネージャーの格付がスポンサー/サポート提供者を下回ることもありうる。

共同スポンサーを持つ公的年金基金

共同スポンサーを持つ公的年金基金については、各スポンサーの信用プロフィール、コミットメントの配分と信用プロフィールのばらつき（信用プロフィールの類似あるいは相違、ほぼ同程度のコミットメントが多数のスポンサーに配分されているか、あるいは一部スポンサーに集中しているか、など）、コミットメントの法的性質、スポンサー同士の関係（例えば、スポンサーは全て地方自治体で、法的拘束力のあるコミットメント以外の相互サポートは期待されない基金と、地方自治体へのサポート提供に共通の関心があるとみられる地域・地方政府がスポンサーとなっている基金との比較）に基づいたサポート提供者の総合的な信用プロフィールを決定し、それを格付分析の始点とする。

- » スポンサーが連帯責任でコミットメントを有し、最も格付の高いスポンサーが他のスポンサーの債務を履行する能力と意思を持つとムーディーズが予想する場合、通常は最も高いスポンサーの格付がサポート提供者の総合的な信用プロフィールを表す。
- » アンカー・スポンサー（コミットメント全体の大きな割合を占める、あるいはコミットメントのための資金積み立てに重要な役割を担う）が存在し、他のスポンサーより上位にある場合（例えば、国/州・地域政府がアンカーで、他のスポンサーがアンカー・スポンサーが法的権限を持つ法管轄域に所在する地方政府である場合）、スポンサーの債務が連帯債務でなくても、アンカー・スポンサーが公的年金基金の健全性の維持に強く関与するとムーディーズが予想する場合は、アンカー・スポンサーの格付をサポート提供者の総合的な信用プロフィールとして用いる。アンカー・スポンサーの信用力と他のスポンサーの信用力の加重平均との間に大きな開きがあるケースでは、アンカー・スポンサーの格付からの下方調整を適用する。

アンカー・スポンサーが存在せず、コミットメントが連帯責任ではない場合、スポンサーの格付に大きなばらつきがないことを条件として、スポンサーの信用格付の加重平均の推定値をサポート提供者の総合的な信用プロフィールとして用いる。信用力の低いスポンサーへの大きな集中がみられる場合、サポート提供者の総合的な信用プロフィールは加重平均が示唆するものより低いとみなす可能性がある。そのような集中が顕著である場合、ウィークリンク・アプローチまたは修正ウィークリンク・アプローチを用いる可能性がある。

関連リサーチ

信用格付は主にセクター格付手法により決定される。いくつかの広範な手法上の考察(クロス・セクター格付手法に記載)も発行体および証券の信用格付の決定に重要となる場合がある。セクター格付手法およびクロス・セクター格付手法については、ムーディーズ・ジャパンのウェブサイト参照されたい。

本格付手法を用いて付与された信用格付の過去の精緻度および予測能力をまとめたデータは、[こちら](#)に掲載されている。

他の情報については、ムーディーズ・ジャパンのウェブサイトに掲載されている「格付記号と定義」を参照されたい。

OUTDATED
METHODOLOGY

ムーディーズ・ジャパン株式会社
〒105-6220
東京都港区愛宕 2 丁目 5-1
愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: 1186222(Japanese)
1186207(English)

著者
William Coley
Daniel Marty

プロダクション・アソシエイト
高瀬 美紀

(C)2020 年 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. 並びに(又は)これらの者のライセンサー及び関連会社(以下、総称して「ムーディーズ」といいます)。無断複写・転載を禁じます。

Moody's Investors Service, Inc. 及び/又は信用格付を行う関連会社により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズの資料、製品、サービス及び公開情報(以下総称して「刊行物」といいます)は、ムーディーズの現時点における意見を含むことがあります。Moody's Investors Service は、信用リスクを、事業体が契約における財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由又は経済的損害(インペアメント)が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。Moody's Investors Service の信用格付において言及された、契約における財務上の義務の類型に関する情報については、ムーディーズの刊行物である「格付記号と定義」をご参照ください。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付、非信用評価(以下「評価」といいます)及びムーディーズの刊行物に含まれているその他の意見は、現在又は過去の事実を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づき信用リスクの評価及び Moody's Analytics, Inc. 及び/又はその関連会社が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、各投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、評価を行い、その他の意見を述べ、自社の刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が投資判断を行う際にムーディーズの信用格付、評価、その他の意見又は刊行物を利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により複製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、規制目的で定義される指標(ベンチマーク)としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標(ベンチマーク)と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付与することなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること(独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります)を確保するため、すべての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で又は自社の刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはできません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別、二次的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害 (a)現在若しくは将来の利益の喪失、又は(b)関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されない)の可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するいかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちのいずれかの側の過失によるもの(但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言すると法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く)、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測及びその他の見解(もしあれば)は意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきものであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、信用格付、評価、その他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず)いかなる保証も行っていない。

Moody's Corporation(以下「MCO」といいます)が全額出資する信用格付会社である Moody's Investors Service, Inc.は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます)及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc.が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、1,000 ドルから約 270 万ドルの手数料を Moody's Investors Service, Inc.に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO 及び Moody's Investors Service は、Moody's Investors Service の信用格付及び信用格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間、及び、Moody's Investors Service から信用格付を付与され、かつ MCO の株式の 5%以上を保有していることを SEC に公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moody's.com 上に "Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy" という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリア専用の追加条項: この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657(オーストラリア金融サービス認可番号 336969) 及び(又は)Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972(オーストラリア金融サービス認可番号 383569)(該当する者)のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は 2001 年会社法 761G 条の定める意味における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、この文書又はその内容を 2001 年会社法 761G 条の定める意味における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。

日本専用の追加条項: ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下、「MJKK」といいます。))は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社(MCO の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc. の完全子会社)の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズ SF ジャパン株式会社(以下、「MSF」といいます。))は、MJKK の完全子会社である信用格付会社です。MSF は、全米で認知された統計的格付機関(以下、「NRSRO」といいます。))ではありません。したがって、MSF の信用格付は、NRSRO ではない者により付与された「NRSRO ではない信用格付」であり、それゆえ、MSF の信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取扱を受けるための要件を満たしていません。MJKK 及び MSF は日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官(格付)第 2 号及び第 3 号です。

MJKK 又は MSF(のうち該当する方)は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます。))及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK 又は MSF(のうち該当する方)が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、12 万 5,000 円から約 2 億 5,000 万円の手数料を MJKK 又は MSF(のうち該当する方)に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK 及び MSF は、日本の規制上の要請を満たすための方針と手続も整備しています。