



2011年7月25日(月)開催

テーマ:「国家財政と格付機関」

報告者:和佐健介(主任研究員)

概要

## 1. 先進国における国家と市場との衝突の顕現と格付機関

欧州における「国家債務危機」や米国における「債務上限引上問題」にみられるように、これまで市場から高い信認を得てきた先進国において、国家財政への信認が揺らいでいる。これと同時に、金融市場が各国家の政策に与える影響力が大きくなっている。こうしたなかで、格付機関による国債の格付の影響力が注目されている。

最近の欧米の情勢をみると、金融市場の動きが国内政治に影響を及ぼす場合と、国内政治が金融市場に動揺をもたらす場合との双方がある。国債に対する格付の変更が金融市場の動きを増幅させる場合がある。

本発表では、最近の欧州や米国を中心とした国際政治経済情勢を踏まえ、金融市場における情報の役割と格付機関の国際政治経済における「パワー」について考察する。また結論として、その考察が日本の政策対応について示唆するところを述べる。

## 2. 国際政治経済における格付機関の「パワー」

### (1)格付機関の誕生と発展

格付及び格付機関の起源は、19世紀中頃から20世紀初頭における米国金融市場における「情報爆発」へ対応するための投資家への情報提供である<sup>2</sup>。更にその後の直接金融化の進展、市場のグローバル化の進展により、金融商品が地理的にも内容的にも飛躍的に多様化した。その結果、金融商品に関する情報を銀行にかわって集約・分析する機能の必要性が高まり、格付機関の発展に拍車がかかった。

更に資産証券化の際の格付取得義務などの公的規制や、金融機関が中央銀行からの信用供与を受ける際に提供する担保の適格基準などに格付の利用が拡大し、格付機関は金融市場のシステムにその一部として組み込まれた<sup>3</sup>。格付機関が、その生みの親、育ての親とも

<sup>1</sup> 報道などでは、最近、格付「会社」と呼ぶのが一般的であるが、本発表では格付「機関」という用語—特別な機能を有するかのような印象を与える傾向があると思われる—を用いる。その理由は、本発表は、その是非はともかく、いわゆる格付「会社」が国際金融市場や国際政治経済において単なる情報サービス会社以上の影響力を有する可能性があることを指摘しようとするものだからである。この発表では、格付という尺度—多様で複雑な要素からなる信用を一次元の評価基準に当てはめたもの—の利便性に依存せざるをえないグローバル金融市場の状況と、そういった依存が盲目的あるいは機械的になる場合に格付機関の「パワー」が大きくなることを指摘する。

<sup>2</sup> Sinclair, T. J. [2005], *The New Masters of Capital: American bond rating agencies and the politics of credit worthiness*, Cornell University Press., 22-27.

<sup>3</sup> Ibid., 42-47. なお、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチ・レーティングスの3社で世界の売上高の約90%を占めるといわれている(黒沢義孝[2007], 『格付会社の研究』, 東洋経済新報社, 8.)

いえる金融市場の自由化・グローバル化と親和性が高いのは当然といえる。

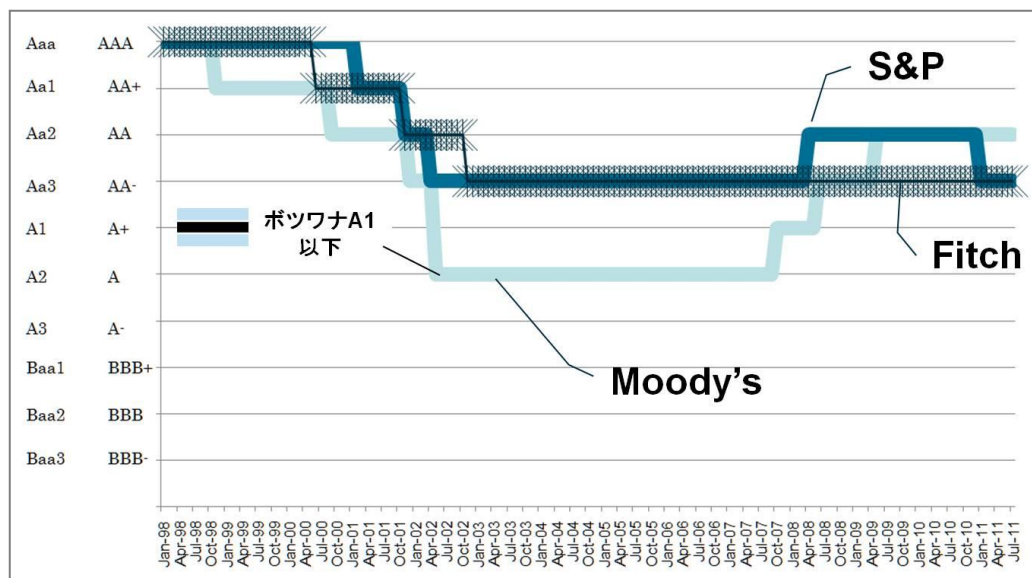
## (2)格付機関の「パワー」

### ①格付とは何か

格付の決定過程<sup>4</sup>から、格付の本質は4点に集約することができる。①客観的事実を示すものではなく、過去の定量的分析のみからは断じ得ない将来についての主観的な意見である。②債務者の財務能力だけでなく、意思といった極めて定性的なものをも対象にしている。③債務者の信用という多様な要素が複雑に組み合わせられて構築されているものを、1次元の尺度に記号化して凝縮したものである。④信用を構築する各要素の軽重は、格付機関の主観的・定性的判断によっている。

このように決定された諸格付機関による格付は、当然、常に一致するわけではない(図1)。

図1 日本国債の格付の推移



[出所] 格付機関資料より筆者作成

また国家の債務履行能力についての格付の主観性は、国ごとの格付の比較をしてみると歴然とする。ムーディーズ・インベスターズ・サービスによる日本国債の格付は、2002年に同社のボツワナ共和国の国債に対するそれを1段階下回った(図1)。当時フィナンシャル・タイムズ紙は「日本国債の格付は、人口の3分の1がHIVに感染しているアフリカの国の格付を下回った」と報じた<sup>5</sup>。一方、ボツワナ共和国は世界有数のダイヤモンドの産地であり、1960年

<sup>4</sup> 各格付機関資料[インターネット]

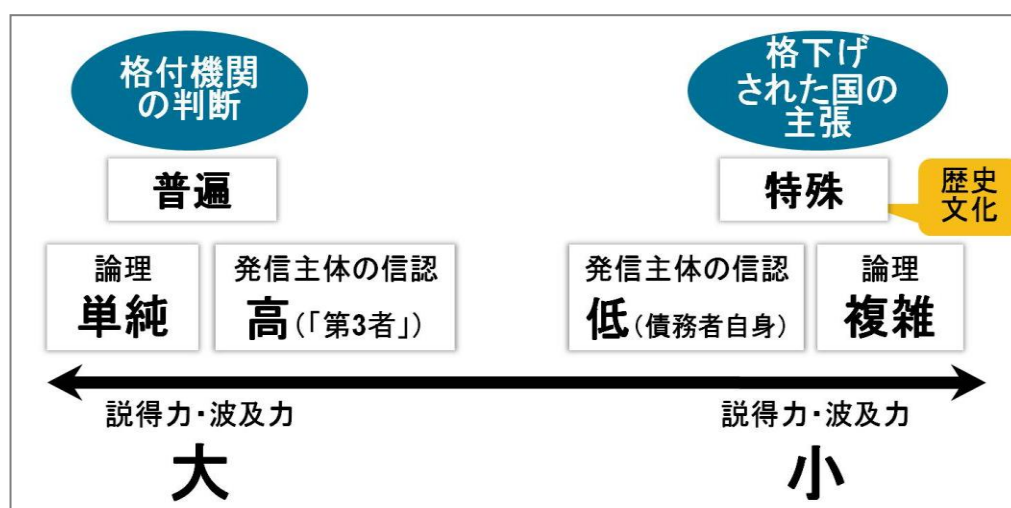
<sup>5</sup> Sinclair, op. cit., 144. (原典は Financial Times, February 14, 2002, 12.)

代後半から 30 年間平均 9%という高い経済成長率を達成している<sup>6</sup>。各国の信用について、何に重きを置いてどれくらいの差があると判断するのが妥当なのか。結局主観によらざるを得ないことが明らかな事例といえる<sup>7</sup>。

## ②「パワー」の淵源

格付機関の「パワー」の淵源は、金融市場における「市場の見方」を左右する情報を発信することにある。格付という情報は、(a)さまざまな金融商品を同じ尺度で示すことによる普遍性、(b)記号化による単純性、(c)格付機関が「第三者」という立場への信認により、グローバル金融市場において<sup>8</sup>、説得力・波及力を得やすい(図2)。

図2 仮説：金融市場における情報の影響力の強弱とその要因



〔出所〕 筆者作成

金融商品の価格は、将来にわたる収益の総和と考えられるが、将来の収益の予測は誰も正確にはできないため、主観あるいは「見方」に多くを依らざるを得ない。ケインズの美人投票の例えにあるように、支配的多数の投資家による「見方」により金融商品の価値は時々刻々と決定される。格付機関は、このような「見方」を左右する力を有する。

国家財政の場合、金融市場は資本移動を通じて国家に影響力を行使する。国家債務の格付の場合、格付機関の意見が金融市場に影響することによって、格付機関は間接的に国家財政に「パワー」を行使している(図3)。

「パワー」の行使により、①どの国家が、②どれだけの量、③どれだけの費用(金利)で信用(資金)を金融市場から獲得できるかが左右される。これは更に、国家が、どの程度国防や

<sup>6</sup> 日本国外務省資料 [インターネット]

<sup>7</sup> また、細かな格付の違い—例えば「A1」と「A2」との違い—にいかほどの意味があるのかについて疑問を投げかける例であるともいえる。

<sup>8</sup> 特に、格付の対象となっている商品について独自の情報獲得・分析力が高くない投資が多く参加している状況によりあてはまると筆者は考えている。

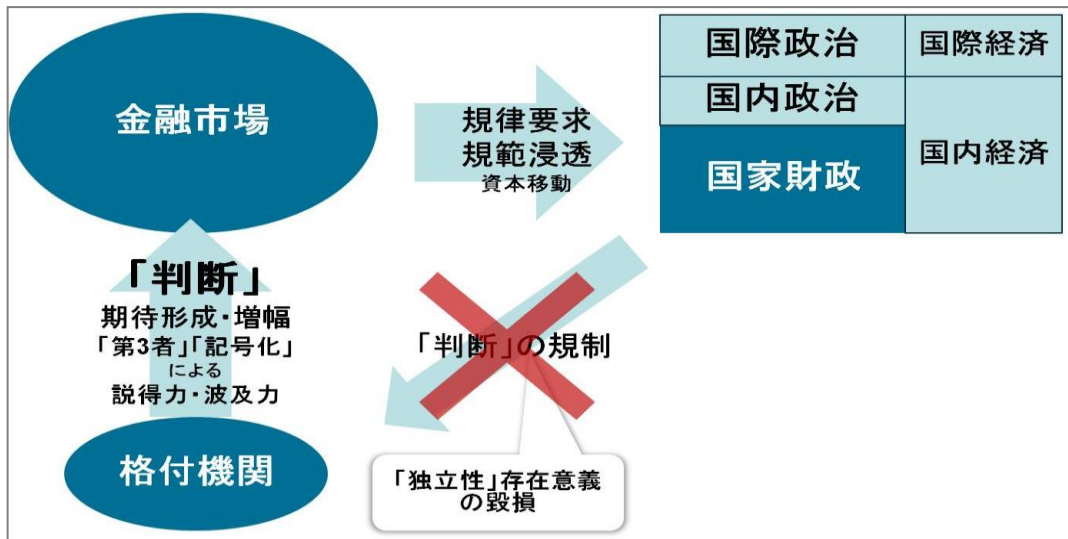
民政などの政策に資金を投入できるかを左右されることを意味する。

また、シンクレアが指摘するように<sup>9</sup>、市場の求める規範を浸透させるという格付機関の「パワー」を見過ごしてはならない。債務者には、資金を獲得するために、格付機関の判断に迎合しようとするインセンティブがはたらく。このとき、グローバルに活動し市場の信認を得ている格付機関は、グローバルな比較可能性を要求する。つまり、このような格付機関が求める規範は、経済活動の画一化を要求するものである。

このような「パワー」を有する格付機関であるが、その判断内容については、公的に何ら規制は受けていない。格付機関はそのサブプライムローン債権の証券化への関与のあり方などについて批判を受けた。そのため各国金融監督当局による格付機関への規制は近年一定程度強化されたが、その存在意義に関わる判断の独立性は担保されている(図3)。

ただし、格付機関の「パワー」にも一定の限界がある。格付は「市場の見方」と一定程度寄り添う必要がある。かけ離れてしまうと、格付機関自体が市場から信認を失い、市場の期待形成に影響を及ぼせない状態に陥る。

図3 格付機関の「パワー」



〔出所〕 筆者作成

### 3. 結論

欧州や米国にみられる市場や格付機関の求める規律と、国家が国民に果たすべき責務との衝突は、日本にとって決して他人ごととはいえない。

ひとたび危機に陥ると、最近の欧州の例にみられるように、金融市場の信認回復のための改革は市場原理に沿った分かりやすく大胆である必要がある。情報の記号化をはじめとする格付機関の作用はその傾向をいっそう強くする。

日本社会のよき独自性を維持するためには、市場や格付機関との対立が危機的状況に陥

<sup>9</sup> Sinclair, op. cit.

る前に、震災復興や、超高齢化・人口減少社会への対応など直面する課題への対応を、日本人自らの手で着実に進めなくてはならない。

(了)