

格付会社の競争構造について

清水 葉子

1 はじめに

金融市場に大きな混乱をもたらしたサブプライム問題以降、格付会社の利益相反や、格付プロセスの透明性などについて、多くの議論が行われてきた。アメリカでは、二〇〇九年に格付会社に対する規則の最終的な見直しが行われ、情報開示や利益相反への対応など多くの規制強化が行われた。また、ドッド・フランク法の規定によって、格付の公的利用を見直す方向で現在さまざまな法律・規則の検討が行われている。さらに、国際的なレベルでも、IOSCOなどを中心に、同様の規制強化のほか、公的利用の見直しが議論されている。

一方、格付会社については、そもそも産業としての参入障壁が高く、十分な競争環境が確保されていないという批判が強い。格付会社の独占的な産業構造も、利益相反や不透明性の原因となっていると考え方である。

本稿では、アメリカにおける格付会社規制を簡単に概観した上で、後半で、SECの報告をもとにアメリカの格付産業の競争環境について見てみよう。

2 アメリカの格付会社規制

アメリカの格付会社規制は、一九七五年に認定格付機関NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Agency) 制度を導入したことに始まる。これは、証券会社の自己資本比率規制にあたって、行政が証券会社の保

有価証券を評価する際に、一定の条件を満たした格付会社の格付を利用する目的で、格付会社に登録を求めたものである。したがって、この規則は、格付会社自身を規制することを主たる目的とするものではなかった。形式としては、一九三四年証券取引法の下にSEC規則15c3-1として規定され、格付会社はノーアクションレターによってNRSROに認定されて、SECに登録された。

認定にあたってノーアクションレターという非公開の手法がとられたため、認定基準が不透明で競争制限的であると批判が根強かった。とりわけ、認定にあたって、全国的に認知されていること(Nationally Recognized)が重視されたため、認定されるためにはすでに有名になってなければならず、一方、有名になるためには認定されなくてはならないので、新規参入は事実上不可能だと揶揄された。一九九〇年代には、NRSROの認定基準や監視手続きについて、規則提案が何度か行われたが、成案は得られなかった。

二〇〇一年のエンロン事件を契機に、格付会社に対する批判が強まると、二〇〇二年の企業改革法によって、SECに対して格付会社に対する調査と議会報告が求められ、二〇〇三年には格付会社規制のためのコンセプトリリースが発行されるなど、規制強化の動きが強まった。こうした動きを受けて、二〇〇六年には、「格付会社改革法(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)」が制定され、これを受けて、翌二〇〇七年に「格付会社改革法施行規則(Oversight of Credit Rating Agencies Registered as NRSRO)」が定められて、長らくノーアクションレター方式によってきた認定制度の透明性が大きく向上した。

二〇〇七年の改正は、SEC規則17g-1(登録要件)、17g-2(記録保存)、17g-3(年次財務報告)、17g-4(重大な未公開情報の取り扱い)、17g-5(利益相反の管理)、17g-6(不公正・威圧的・不正な実務の禁止)の一連の規則からなり、従来の明文規定に基づかないノーアクションレター方式から、要件を満たせば登録申請が可能とな

ることでNRSRO認定に伴う不透明性が改善された。また、格付会社の利益相反や、未公開情報の取り扱いについて一定の規則に従うことなどが定められた。ただし、発行者からの手数料徴収による利益相反・格付の正確さなどの基本的問題は依然残ったほか、NRSROという認定の仕組み自体が格付の寡占を招いているとの批判は継続した。現実にも、S&P社、ムーディーズ社、フィッチ社による三社寡占の状態は改まらなかった。

3 証券化の拡大と金融危機以降

証券化の拡大とともに、格付会社の利益相反問題が以前にも増してクローズアップされるようになった。証券化商品の格付にあたっては、アレncyジャーに提供された担保資産や商品のストラクチャー情報をもとに、アナリストが資産プールの期待損失や信用補充レベル・ストラクチャーの分析を行うが、その後、商品が目標としている格付の取得にあわせて、資産や信用補充を追加・調整するのが通常である。従って、格付会社とアレncyジャーとの間のフィードバック関係が強く働き、格付会社は商品組成プロセスに関係者として完全に「埋め込まれて」いる。このため、中立的な第三者としての立場を確保しにくくなり、より強い利益相反関係が働くとされる。つまり、証券化商品の格付というビジネスは、従来の金融商品の時とは異なる、新しい性格の利益相反を格付産業にもたらしたと言えるだろう。

こうした証券化商品特有の利益相反関係に加えて、そもそも証券化商品の市場拡大に追いつくためにビジネスを無理に拡大しようとしたことや、格付会社がアレncyジャーから提供されるデータそのものを検証しないため、元のデータに虚偽情報が含まれていた場合に対処できなかったこと、個別証券のモニタリングが中心となつていく格付モデルでは、経済環境全体のレビューをすることができなかったことなど、さまざまな問題点が指摘され

た。

こうした問題点を受けて、SECは二〇〇八年六月にNRSROに対する規制の改革案を行い、二〇〇九年二月に一部の規則を追加・修正の上、最終規則が採択されて四月から施行されている。(一部は延期の上、再提案)。また、並行して二〇〇八年七月には格付に対する過度の依存を防止するための提案が行われ、その中で格付の公的利用の縮小が検討されている。⁽¹⁾

新しい規則では、すべての格付機関にSEC登録を義務づけた上で、①利益相反規制の強化(格付手数料の開示、手数料交渉担当とアナリストの分離、顧客との贈答の禁止、転職規制、SECによる利益相反管理状況のレビュー)、②コンサルティング業務などの格付以外のサービスの同時提供の禁止、③コンプライアンス担当役員の職責の明確化、報告書提出義務、④情報開示規制の強化(原資産情報の開示、予備格付の開示、格付アクションや格付手法に関する開示強化)、⑤SECの監督強化、⑥格付手法についての恣意性の排除(モデルの取締役会承認、モデルの大幅変更の制限など)が定められた。

また、公的機関が自らの規制に格付を利用していることが、格付依存を助長しているとの考えから、格付の公的利用の縮小も検討されている。二〇一〇年七月ドッド・フランク法で、①二年以内に連邦預金保険法、一九四〇年投資会社法、一九三四年証券取引所法を含む特定の法令で格付関連規定を削除、②一年以内に連邦規制当局が各種規制の中で格付け参照部分を見直すことが定められ、現在見直しが進行中である。

4 アメリカの格付産業の競争状況

以上、簡単に格付会社の規制について見てきたが、実際のアメリカの格付産業の現状はどのようになっている

のだろうか。SECは二〇〇六年格付会社改革法に基づいて、議会に対して定期的に格付会社に関する報告を行うことが義務づけられている。報告内容は、NRSRO申請の状況と申請への対応、およびNRSROの競争環境に対するSECの見方となっている。最新の報告は二〇一一年一月に行われたので、この報告をもとにアメリカの格付産業の現状を見てみよう。⁽²⁾ 報告書が対象としている期間は、二〇〇九年六月二十六日から二〇一〇年六月二十五日までの一年間である。

SECは報告期間の一年間にとった規則改正等について述べた後、NRSRO申請の状況について報告している。現在のアメリカのNRSRO認定格付会社は、図表1の一〇社で変更がないこと、期間中に、中国籍の格付会社から一件の申請を受けたが、認定しなかったことを述べている。

続いて、SECはアメリカの格付会社の競争状況について分析している。まず、一〇社のNRSROが二〇〇九年の一年間に付与した格付の数を、会社別・証券の種類別にまとめたものが図表2である。

全体として、主要三社であるS&P社、ムーデーズ社、フィッチ社がきわめて大きな割合を占めていることが見てとれる。全証券の合計では、S&P社が三三・七％、ムーデーズ社が三二・五九％、フィッチ社が二三・六一％と、三社合計で八九・九％を占めている(図表3)。証券種類別で最

図表1 アメリカの現在のNRSRO (10社)

社名 (英文)	社名 (邦文)	登録日
A.M. Best Company, Inc.		2007年9月24日
DBRS Ltd.		同
Fitch, Inc.		同
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	日本格付研究所	同
Moody's Investor Services, Inc.		同
Rating and Investment Information, Inc.	格付投資情報センター	同
Standard & Poor's Rating Services		同
Egan-Jones Rating Company		2007年12月21日
LACE Financial Corp.		2008年2月11日
Realpoint LLC		2008年6月23日

(出所) SEC (2011) 注1。以下同じ。

も寡占度が高いのは、「政府・地方債・ソブリン債」の区分で、S & P社が四五・〇〇%、ムーディーズ社が三八・六三%、フィッチ社が一五・八〇%と、三社合計の寡占度は九九%を超える(図表4)。保険会社の区分では、三社合計は七七・七%と最も低い。とはいえ、全体的に見て寡占度は非常に高いと言いうことができらるだろう。

図表2の下端のHHI (Herfindahl-Hirschman Index) は、市場の独占度をはかる指標で、一つのマーケットで競争している各社の市場シェア(パーセント)の二乗を足し合わせたものである。たとえば、シェア五〇%ずつで二社が完全寡占状態にある市場であれば、HHIは二五〇〇となる。定義から、HHIはゼロから一万までの数字をとり、数字が小さい方が市場は競争的、数字が大きいと独占的であることを示す。アメリカ司法省の指針では、HHIが一〇〇〇から一八〇〇の間をとる場合、市場はやや独占的とされ、一八〇〇を超えると独占的であるとされているという。

アメリカ格付産業のHHI指標は、全証券合計で三四九五であり、きわめて独占度が高いことが分かる。また、この指標によ

図表2 NRSROが付与した格付件数(証券の種類別)

NRSRO	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government, Municipal & Sovereign	Total Ratings
A.M. Best	3	5,364	2,246	54	0	7,667
DBRS	16,630	120	5,350	8,430	12,400	42,930
EJR	82	45	853	14	13	1,007
Fitch	72,311	4,599	12,613	69,515	352,697	511,735
JCR	156	31	518	64	53	822
LACE	17,263	60	1,000	0	61	18,384
Moody's	76,801	5,455	31,008	106,337	862,240	1,081,841
R&I	100	30	543	186	123	982
Realpoint	0	0	0	8,856	0	8,856
S&P	52,500	8,600	41,400	124,600	1,004,500	1,231,600
Total	235,846	24,304	95,531	318,056	2,232,087	2,905,824
HHI	2,599	2,601	3,145	3,145	3,767	3,495
HHI Inverse	3.85	3.84	3.18	3.18	2.65	2.86

ほか、金融機関、資産担保証券、政府・地方債・ソブリン債の区分でもやや改善しているが、数字としては三前後であり、三社寡占を強く表している。

図表6は、格付会社ごとのアナリスト等の人数を表したものであるが、ここでも大手三社の圧倒的な強さが表れている。

格付会社の財務状況については、格付会社はSECへの報告義務はあるが、開示義務がないため、上場会社以外は財務状況を知ることができない。SECの報告書では、全一〇社の合計収入は、三七億ドルで、昨年の三八億ドルから減少していることが示されている。収入で見たHHI指標は三五八（HHI Inverseで二・九七）と寡占度は極めて高い。同様に利益のHHI指標は三九二六（HHI Inverseで二・五五）とさらに高く、大手が利益を独占していることがうかがえる。S&P社、ムーディーズ社、フィッチ社の三社で、全利益の

図表5 HHI Inverse指標の変化

Year	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government, Municipal & Sovereign	Total Ratings
2007	3.37	4.02	3.27	2.71	2.35	2.65
2008	3.72	4.05	3.79	2.82	2.83	2.99
2009	3.85	3.84	3.18	3.18	2.65	2.86

図表6 格付会社ごとのアナリストと監督者の数

NRSRO	Credit Analysts	Credit Analyst Supervisors
A.M. Best	134	42
DBRS	67	20
EJR	5	3
Fitch	1,035	345
JCR	61	27
LACE	7	4
Moody's	1,096	143
R&I	81	6
Realpoint	15	7
S&P	1,019	1,019
Total	3,520	820

九八%を占めている。

5 おわりに

SECは、報告書の中で、格付産業は二〇世紀初頭に誕生した時点から独占度の高い産業であったこと、とはいえ、その後の規制利用の拡大などがさらに独占を後押ししたことを認めている。産業特性として、システム整備やアナリストのノウハウ、管理やコンプライアンス、マーケティングなどの様々な面で規模の利益が働きやすくサンクコストが大きいこと、業界におけるレピュテーションが重要であるため新規参入が難しいこと、特定会社の格付が広く使われていることがさらなる需要を呼ぶというネットワーク外部性を持つことも産業として独占に傾きやすい原因となっていることを挙げている。また、格付の公的利用に加えて、私的契約にも格付が多用されており、格付が一定水準を下回ると追加担保を要求するといった「格付トリガー」に、特定の格付会社の格付が使われている。こうした利用方法も格付産業への新規参入の妨げになっているとしている。加えて、証券化商品の格付は非開示情報が多く用いられており、勝手格付（非依頼格付）は不可能である。

格付に対する効果的な規制は非常に難しく、国際レベルでの模索が続けられているが、SEC報告にあるような格付会社に独特の産業特性や産業構造にも、今後の検討が必要となるだろう。

注

(1) 最近の格付規制の見直しについては、小立敬「米国SECの格付規制に関する最終規則および再提案」『資本市場クォーターリー』2009 Spring、および同「サブプライム問題と証券化商品の格付け—米国SECの格付け機関規制の見直し

ととの背景」『資本市場クォーターリー』2008 Summer:参照。

- (2) Securities and Exchange Commission (2011) "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006", January 2011.

(しみず ようこ・客員研究員)