

SECURITIES格付機関 規制問題に関する

はじめに

わが国では、一九九五年一二月をもって、社債発行に関する適債基準が撤廃され、信用リスクの高い社債の発行が許容されることになった。適債基準の撤廃は、発行体にとっては資金調達機会の拡大につながり、投資家にとっても多様な運用を可能にするが、その一方で投資家の債券投資は自己責任原則にもとづいてより厳しいリスク管理が要求されることを意味する。現在のところ格付けの低いいわゆる投資不適格債に関しては海外での起債が先行しているが、今後国内での発行が増加することになれば、国内社債市場の性格が大きく変わることが予想される。

適債基準撤廃にもなつて信用リスクの大きい社債が市場で流通するようになると、投資家向けの情報提供サービスとしての債券格付けの重要性がより高まると考えられる。わが国では、昨年一二月以前の社債発行規制の下では、社債発行に関して大蔵省の指定を受けた指定格付機関の格付けを適債基準に盛り込んでいたため、発行体にとって格付け取得は社債発行を行う上で事実上必須であった。この点から、適債基準の下でわが国の債券格付けはそもそも当局による社債発行規制としての性格を持っていたと考えられる。

一方アメリカでは、周知のように一九〇九年にジョン・ムーデーが鉄道債のランキングを投資情報として投資家に販売したのが債券格付けの始まりとされており、ジョン・ムーデーに続いて今日のアメリカの代表的格付機関の多くが一九二〇年前後には設立された。日本と違って、アメリカでは、債券格付けは投資家向けに投資

表1
Selected Uses of Ratings in Regulation

Year Adopted	Ratings-Dependent Regulation	Minimum Rating	How Many Ratings?	Regulator/Regulation
1931	Required banks to mark-to-market lower rated bonds	BBB	2	OCC and Federal Reserve examination rules
1935	Prohibited banks from purchasing "speculative securities"	BBB	Unspecified	OCC, FDIC, and Federal Reserve joint statement
1951	Imposed higher capital requirements on insurers "lower rated bonds	Various	N.A.	NAIC mandatory reserve requirement
1975	Imposed higher capital haircuts on broker/dealers' below-investment-grade bonds	BBB	2	SEC amendment to Rule 15c3-1: the uniform net capital rule
1982	Eased disclosure requirements for investment grade bonds	BBB	1	SEC adoption of Integrated Disclosure System (Release #6383)
1984	Eased issuance of nonagency mortgage-backed securities (MBSs)	AA	1	Congressional promulgation of the Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984
1987	Permitted margin lending against MBSs and (later) foreign bonds	AA	1	Federal Reserve Regulation T
1989	Allowed pension funds to invest in high-rated asset-backed securities	A	1	Department of Labor relaxation of ERISA Restriction (PTE 89-88)
1989	Prohibited S&Ls from investing in below-investment-grade bonds	BBB	1	Congressional promulgation of the Financial Institutions Recovery and Reform Act of 1989
1991	Required money market mutual funds to limit holdings of low-rated paper	A1*	1†	SEC amendment to Rule 2a-7 under the Investment Company Act of 1940
1992	Exempted issues of certain asset-backed securities from registration as a mutual fund	BBB	1	SEC adoption of Rule 3a-7 under the Investment Company Act of 1940
1994	Would impose varying capital charges on banks' and S&Ls' holdings Proposal of different tranches of asset-backed securities	AAA & BBB	1	Federal Reserve, OCC, FDIC, OTS Proposed Rule on Recourse and Direct Credit Substitutes

* Highest ratings on short-term debt, generally implying an A-long-term debt rating or better.
† If issue is rated by only one NRSRO, its rating is adequate; otherwise, two ratings are required.
R. Cantor & F. Packer "The Credit Rating Industry" *FRENY Quarterly Review Summer-Fall 1994*.

情報サービスを提供するという形で、営利ビジネスとして成立した。

しかしながらアメリカでも、表1に見るように、格付けは比較的早い時期に規制当局によって金融機関などの投資規制の基準として使われ始めている。現在では、規制当局だけでなく、年金基金などの機関投資家も格付けを投資基準として内規に用いており、アメリカの債券格付けは公的な色合いを強めていると言いうことができるであろう。SECは規制監督上の格付け利用を進めるうえで、主要な格付機関を認定格付機関NRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) として認定している。SECの認定を受けた格付機関が市場に対して非常に大きな影響力を持つていることは言うまでもない。

こうした市場に対する大きな影響力を背景に、アメリカでは格付機関が債券発行体に対して不当な圧力をかけているのではないかという疑念が広がっていることが伝えられている。格付機関は、格付を投資家向けの情報提

供サービスとして位置付ける一方で、債券の発行体からは格付け依頼を受けて格付料を徴収している。実際には、格付機関の収入の大部分がこの発行体からの格付料であるとされており、アメリカの格付機関は格付けの判定のために債券の信用リスクを分析する本来の業務とやらんで、企業に自社の格付け取得を勧めるいわばマーケティング部門が非常に重要になっているという。(The Economist, June 1st 1996)

ところが、格付機関はこうした発行体からの依頼に基づく格付け以外に、発行体からの依頼を受けずに格付けを行っており、これがいわゆる勝手格付け (unsolicited rating) と言われる。格付けを投資家向けの投資情報サービスとしてのみ見るならば、勝手格付けは投資判断の比較対象が増加するという意味で、投資家にとって望ましいことである。しかしながら、格付料を支払っているもう一人の「顧客」である発行体の側から見ると、格付けの大きな市場影響力を背景に、勝手格付けが格付機関の顧客争奪戦の武器として使われるおそれが否定できない。

こうした格付機関の影響力の増大にたいして、司法省が反トラスト法違反容疑でアメリカ最大の格付機関ムーディーズ社の調査を開始しており、SECも格付け業界の監督強化を検討している。本稿では、格付機関のあり方を考える上で、こうした動きがどのような意味を持っているのかを考えてみたい。

ムーディーズ社をめぐるアメリカの動き

今回、SECが格付機関監督強化検討プロジェクトを開始した直接のひきがねになったのは、アメリカ司法省によるムーディーズ社の反トラスト法違反調査である。調査はコロラド州ジェファソン郡がムーディーズ社に対して行った訴訟に端を発する。同郡が行った提訴によると、ムーディーズは、同郡が格付け依頼を行わなかつ

たにもかかわらず、勝手格付けによって低い格付けを公表し、同郡の資金調達に損失を与えたというものである。同郡は一九九三年にスタンダード・アンド・プアーズ社とフィッチ・インベストアーズ・サービス社の二社に格付け依頼を行ったが、アメリカ最大の格付け会社であり、最も格付け料が高額であるムーディーズ社には格付け依頼を行わなかった。ムーディーズ社は、同郡の債券売り出し日のアナウンスメントで、ムーディーズ社が同郡の債券に対して格付けを行う予定であることを公表するとともに、「同郡の債券価値を低下させるコメントを発表した」(同郡の弁護士による)とされている。その後公表された格付けで、前二社はダブルAの格付けを行ったのに対して、ムーディーズ社はそれより低いBaaの格付けを公表した。提訴の中で、同郡はムーディーズ社の勝手格付けがなかった場合に比べてより高い利子負担を強いられ、それは七六万九〇〇〇ドルに上ったとしてゐる。(The New York Times, 10 May 1996)

これに対して、ムーディーズ社は、勝手格付けを言論の自由を保証した憲法上の権利によって保証されるとしており、裁判所が提訴を取り下げたため、同郡はあらためて反トラスト法違反でムーディーズ社を提訴した。

反トラスト法違反疑惑の下では、ムーディーズ社の嫌疑は二つある。一つはムーディーズ社が債券発行体に対し、同社を採用しなければ望ましくない低格付けを受けるリスクがあるとする通牒を行った可能性があることである。格付け結果が社債発行市場において大きな影響力を持つているアメリカでは、勝手格付けの結果が発行体の資金調達コストを大きく左右するため、こうした通牒は事実上ムーディーズ社の市場シェアを拡大するためのブラックメールに相当する可能性がある。もう一つの嫌疑は発行体からの依頼によらないいわゆる勝手格付けについても、発行体に費用を請求したという疑いである。

司法省の調査に対して、ムーディーズ社は疑惑の可能性についてははっきりと否定しているが、同社が発行体に対して何らかの圧力をかけるような取引慣行が存在している可能性が高いことが報道されている(Wall Street Journal, 10 May 1996)。

このように格付機関が反トラスト法容疑を受けたのは今回が初めてであるが、格付け判断の結果的な誤りによって投資家が損失を被ったとして起こした裁判は次節で見えるように過去にいくつか例がある。最近では破産したオレンジ郡の債券格付けに関連して今年六月にスタンダード・アンド・プアーズ社に対する訴訟が起こされたことが報じられてゐる。(Los Angeles Times, June 12 1996)

こうした動きを受けて、SECが格付機関の監督強化を検討しているのも、こうした疑惑がムーディーズ社の個別問題にとどまらず、債券格付け業界全体において潜在的な反競争慣行が存在するとの結論に達するならば、格付け業界に対して何らかの形で規制監督を強化する必要があるからであろう。

格付け判断をめぐる過去の判断

格付け判断の是非をめぐっては、過去にも何度かの裁判が行われている。格付機関は、こうした格付け判断の結果的な間違いについては、格付け判断は格付機関の投資に対する意見にすぎず、したがって言論の自由を保証した憲法上の権利によって保護されているとの姿勢を崩していない。次に見るように過去になされた告訴でも、こうした理由から、格付機関側が格付け判断に対して何らかの責任を負うことになった例はほとんどない。

・ニューヨーク市債のデフォルト(一九七五年一月)

一九六〇年代中頃にニューヨーク市の財政悪化を理由にムーディーズ社とS&P社が相次いで格付けの引き下

げを行ったのに対し、ニューヨーク市は格下げに伴う資金調達コストの上昇を嫌って格付会社に対する議会ヒアリングを行うなど政治的圧力を高めたといわれる。その後二社ともに資金事情の改善などを理由に格付けを引き上げたが、その後間もなく市の財政はさらに悪化した。二社は市の債務返済が停止される寸前に格付け停止もしくは大幅引き下げを行ったが、この一連の経過に関して、二社の格付け判断に政治的圧力が加わったのかどうか、格付けの変更のための十分な調査が行われたのかどうか問われた。

・マンヴィール社の破産（一九八二年八月）

アスベスト公害補償請求を受けていたマンヴィール社は、将来予想される補償請求を履行していくよりも現時点で会社を整理したほうが有利であると判断し、自己破産の申請を行った。これに先立って、破産法が改正され、実際に支払が不能になる前に自己破産の申請ができるようになったのを受けたもので、破産申請時点では企業業績が悪化していたわけではなかった。S & P社は、破産申請の時点で同社の債券に対して投資適格の判断をしていた。格付会社としては、企業業績が良好なときでも何らかの理由で事業を継続するよりも債務整理を行ったほうが企業にとって有利であるような場合に、格付け判断をどのように行うかという困難な問題を抱えることになった。

・ワシントン・パブリック・パワー・サプライ・システム（一九八三年七月）

ワシントン・パブリック・パワー・サプライ・システム(WPPSS)の原子力発電設備が、建設コストの増加や電力需要の減退のため建設途中で中止となり、五基のうち二基分に見合いの債券がデフォルトに陥った。これらの債券に投資適格の判断をしていたムーディーズ社とS & P社は、状況の変化に対応して早めに格付けを引き下げたが、損失を被った投資家は格付会社の責任を追及して提訴した。最終的には格付けは投資情報の一つに過ぎないとされ、提訴は取り下げられた。

格付機関の信用情報生産

格付機関は、債券についての信用情報を収集し、それを格付け記号の形で公表しており、銀行などの金融機関と同様に一種の情報生産を行っていると考えられる。しかしながら、生産された信用情報と実際に投下される資金の流れの関係を見ると、銀行と格付機関では大きな違いがある。銀行の場合は、自らの生産した信用情報もとに自らが投資や貸出を行うため、生産された信用情報は資金の流れと切り離されることなくいわば内部消費される。したがって銀行は自らが資金を投下することで、生産された信用情報の質を保証していると言える。

これに対して格付機関は、信用情報の生産を行いながら、自身は投資資金を投下することはない。実際に投資を行うのは格付け情報をもとに投資判断を行った投資家であり、投資行動の結果については自己責任原則にもとづいて投資家自らがリスクを負担する。格付機関は銀行とは違って、自分で投資を行うことはないため、格付機関の生産した信用情報の質を保証するものは市場での格付機関の「評判(reputation)」以外には存在しないことになる。このように格付機関では、情報生産と資金の流れがアンバンドルされているため、投資家側から見るとときに、信用情報の質に関するモラルハザードの可能性が否定できない。

さらに格付機関は、設立当初は投資情報を投資家に販売することで手数料収入を得ていたが、一九七〇年代以降は発行体から格付料を徴収するようになり、現在では発行体からの格付料が収入のほとんどを占めていると言われている。この事実と、格付けが一投資情報にすぎないとする格付機関の見解とのあいだには、隔たりがある

ことは否定できない。格付機関の主張するように、格付けが一投資情報にすぎず、格付け判断の是非にかかわらず勝手格付けが言論の自由を定めた憲法によって保証されるとするならば、発行者からの依頼に基づいて格付料を徴収するという格付機関と発行者の間の契約の性格は多少曖昧ならざるを得ない。もちろん格付け手数料を不特定多数の投資家から徴収して格付機関を運営することは、情報という財の性格から考えてかなり困難であることは想像に難くないが、それは、勝手格付けと格付料の問題に比べればむしろ技術的な問題といえるべきであらう。

SECによる格付機関の認可基準の見直しなどの検討プロジェクトに対して、格付機関は規制強化につながるとして反対意見を表明している。また発行者からも、格付けの行政利用について、NRSROsのなかの最も低い格付けに合わせて起債条件が決定されることになれば資金調達コストの上昇につながるとして警戒する空気が強く、SECが規制強化に乗り出すかどうかは予断を許さない状況である。

(清水)