

SECによる格付機関の認定をめぐる問題について

清水 葉子

1 はじめに

投資指標としての格付けのインパクトは日本でも急速に高まっており、特に昨年以來、格付機関による格付けの見直し発表や引き下げがシグナルとなつて、市場での発行体の資金調達を急速に困難にするなど、その影響力の高まりが報じられている。それにともなつて、特に近年、格付けが市場の判断をあと追いつているに過ぎず、新たな投資情報としての価値を十分提供していないとか、市場での信用不安が高い状態で一定以下の格付けの起債が一律に困難になるケースが見られ、格付け判断が絶対視されて市場が硬直的になつてきていることなど、多くの懸念が聞かれる。

格付けの認知度の高まりとともに見られるようになったこうした事態は、時に格付けが単なる一投資情報として以上の影響力を持ちうることを示していると思われる。格付けは、まずなによりもアルファベットや数字などのシンプルな形式で有価証券の信用力を表示するという簡便さという利点を持ち、また格付機関自らは資金投下を行わないため、客観的な第三者による評価としての性格を有しているため、市場指標として大きく取り上げられ易いからである。

アメリカでは、こうした格付けの簡便性、客観性という性格を利用して、格付けを証券会社の自己資本規制などの公的規制に利用したり、年金基金などが内規で投資対象を限定する際に格付けを用いたり、公的、私的両面で利用が盛んである。格付けの公的規制への利用は、規制当局にとつて監督コストの低下につながるだけでなく、市場メカニズムを利用したより柔軟な規制を可能にする一方で、格付機関にとつても、格付けの市場への定着を進め、格付けの権威を高める効果があると思われる。しかしながらこのように公的規制への格付け利用が進むと、格付けは一投資意見にすぎないという格付機関の主張にもかかわらず、事実上、半公式的な市場指標としての存在意義が次第に高まつていくと考えられる。

今回取り上げるSECの格付機関認定の問題は、こうした市場における格付けの意味合いのために、きわめて微妙な問題となつており、今後も論議が続くと思われる問題の一つであると考えられる。

2 格付けの公的・私的規制への利用

SECは、一九七五年以來、証券会社の自己資本比率規制を行うに当たつて、格付けを利用した「ネット・キャピタル・ルール」を定めている。証券会社の自己資本を計算する際、資産である保有有価証券の評価に関しては、有価証券の種類や残存期間ごとに一定のヘアカット率を市場価格から減じることになっているが、SECの認定を受けた少なくとも二つ以上の格付機関が投資適格の格付けを付与している有価証券に関しては、ヘアカット率を小さくすることができるというものである。

格付けは、証券会社の自己資本規制だけでなく、銀行や保険会社の保有有価証券規制にも同様に用いられている。こうした規制の多くは、トリプルBとダブルBを境に債券をインベストメント・グレード（投資適格債券）とスペキュラティブ・グレード（投機的債券）に分け、スペキュラティブ・グレードの債券保有に制約を設けている場合が多い。一九八〇年代以降は、一定以上の格付け取得を条件にさまざまな規制緩和措置をとるケースも

見られるようになり、証券保有者にとつての自由度の高い規制スタイルに移行していると言えることができる。

また、公的な規制だけでなく、多くの年金基金や投資信託が、投資対象を一定の安全資産に限定する時の目安として格付けを用いることも頻繁に見られる。通常は内規などに規定を設けて、投資先を投資適格以上の債券に限定する形で利用されている。

こうした格付けを用いた自己資本算定や投資対象の限定は、ほかの統計的評価手法を用いる方法に比べてはるかに簡便であるため、規制当局の規制コストを節約するだけでなく、格付け判断の客観性を前提とすれば、市場メカニズムを利用したより柔軟な規制を可能にしていると考えられる。こうした公的・私的規制による利用を通じて格付けはアメリカの証券市場にすっかり定着したといえることができる。

SECはこうした公的規制に格付けを利用するにあたって、一定の条件を満たした格付機関を指定し、それをNRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) と定めた上で、規制上利用する格付けはNRSROsの格付けに限定している。

3 NRSRO認定の問題

ところが、このようにSECがNRSROsを指定して行う格付け利用には問題があることが指摘されてきた。

まず、一九七五年のNRSROs導入以来、NRSROsの定義がどこにも規定されないまま用いられていることである。指定の手続きは現在はノー・アクション・レターによってなされており、格付機関が一定の条件を満たしているSECが判断すれば、その格付機関の格付けを、証券会社の自己資本規制に利用しても法的措置をとることはないという形式をとっている。SECはNRSROs認定の条件として、当該格付機関がアメリカ国内で広

く認知されていることを第一とし、加えて、格付機関の社内組織、財務の健全性、スタッフの規模と質、格付け対象企業からの独立性、格付けの手順、機密情報管理のための手順の確立と遵守などの項目について検討を行っているとしている。しかしながら、このような認定条件はきわめてあいまいであるといわざるをえない。

もう一つの問題は、現在のノー・アクション・レターを通じる認定手続きそのものの不透明さである。NRSROs認定の申請や、そのあとのようなプロセスで認定が行われているのがきわめてあいまいであるため、おもにアメリカへの参入をのぞむ外国の格付機関から不満の声が上がっていた。

とはいえ、SECがNRSROsの定義をさけ、認定条件や手続きをあいまいにしたままNRSROsの格付け利用を行ってきたことには理由がある。それは、SECのNRSROs認定の眼目は、あくまでも証券会社の自己資本規制にあるのであって、一投資意見を述べているにすぎない格付機関を直接規制することにはないためであると考えられる。SECの格付け利用の矛盾はここにあつて、格付けの簡便性、客観性といった利点は、市場メカニズムを生かした柔軟な規制を行う上で非常に都合がよいが、単なる投資意見に過ぎない格付けを実際に規制に用いるためには、一定の標準を設けるのでなければ規制の有効性を損いかねない。一方、厳格に格付機関の標準化をすすめてしまうと、格付け利用の柔軟性が失われてしまう。このようなSECのジレンマにもかかわらず、NRSROs指定が、アメリカの証券市場で格付がビジネスを行うために重要な要件になっていることから、結果的にはNRSROs認定の条件が不透明であることはアメリカでの格付機関の活動への大きな参入障壁になっていることは否定できない⁽¹⁾。

こうした問題についてSECは、すでに一九九四年に、格付機関の問題に関する最初のコンセプト・リソースを提示しており、このなかでSECは今後もNRSROs利用を継続すべきか、NRSROsの定義を定める必要がある

るか、ノー・アクション・レター発行という手続きが適切であるか、といった点に関してコメントを求めていた。今回取り上げるSECのコンセプト・リリースは一九九四年に出されたコンセプト・リリースの議論をふまえて再提出されたものであり、格付機関の市場での重要性の高まりを受けた措置であると考えられる。

4 SEC提案の概要

SECは一九九七年二月一七日付けでNRSROs認定に関する二度目のコンセプト・リリース⁽²⁾を提出した。すでに述べたように、一九七五年のネット・キャピタル・ルール以来、SECはNRSROsを無定義で利用しており、その認定にはノー・アクション・レター方式を用いて、個別に認定を行うというやり方をとっていた。ノー・アクション・レター方式でのNRSROs認定の条件は3節で述べたとおりであるが、今回のリリースでSECは、こうした認定条件を明文化するとともに、新たに発行体企業幹部へのアクセスという条件を付け加えた上で次のように提言している。

- (1) 米国での全国的な認知度（主要な格付け利用者から信頼できる格付機関であるとの認知を受けていること）
- (2) スタッフ、財務基盤、組織構成が規模と質の点で適切であること（信頼できる格付業務を執行するに足るだけの条件を備えていることと、格付け対象企業からの経済的圧力に屈しないだけの独立性を備えていること）
- (3) 正確で信頼度の高い格付けのために必要な系統的な格付け手順が確立されていること。
- (4) 発行体の幹部とのコンタクトの度合（客観的なリスク評価に必要な発行体へのアクセスが十分確保されていること）

(5) 格付けに必要な発行体の非公開情報が漏洩しないよう十分な社内手順が確立され、また遵守されていること。

リリースによれば現在NRSROsの指定を受けている格付機関は新しい条件の下でもそのまま資格が引き継がれる一方、今後指定に必要な条件を満たさなくなった場合は指定が取り消されるとしている。

また、リリースではこれ以外の問題にも言及している。まず、発行体から支払われる格付け手数料が格付機関の収入の多くを占めている現状は中立的な格付判断に支障をきたす恐れがないか、司法省のMoody's調査に見られるように、発行体の了承を得ずに行う勝手格付けが結果的に発行体にたいして格付け取得を迫る圧力になっているのではないかなどである。また、このリリースの提案でNRSROs指定への参入が増加すれば、多くのNRSROsの間を回ってより有利な格付けを得ようとする「shop」の可能性も出てくるがそれをどのように考えればよいか、などもとり上げている。

5 おわりに

SECは今回のリリースのなかで、NRSROsの定義や認定手続きが不透明である点を取り上げ、その改善策を提言している。NRSROs指定の手続きがより透明になることで、現在指摘されているような外国系格付機関の米国参入がより容易になり、多くの投資判断が提示されるようになることとすれば望ましいことであると考えられる。ところが一方で、格付判断の規制利用がより進むようになることも予想されるので、格付けの投資意見としての私的な性格より半公式的な性格のほうが前面に出る可能性があると考えられる。その場合、格付け情報の市場での扱いは今後微妙に変化することが考えられる。

● 実際、格付けは、情報量の少ない個人投資家を別にすると、投資情報として現実の運用に用いるだけでなく、情報開示などの際の客観的な指標の一つとして用いられることもかなり多いと考えられる。アメリカでは指定格付機関の格付けは、多くの年金基金や投資信託などで投資判断の基準として使われているが、それは運用上の投資情報としてではなく、資金委託者への説明のために使われているとみなしうる性格を多くもっており、実際、運用者が無批判に格付けを自らの運用判断に用いていることはまれであるといわれている。すなわち、格付けは、投資情報としてだけでなく運用者のモラルハザードがないことを示すアカウントビリティのために使われている要素がかなり高いと思われる。

格付機関の格付判断の責任を問う裁判では格付機関が憲法上の言論の自由を持ち出して反論するケースが多いように、格付けは本来は私的投資意見であるべきである。しかしながら、このように格付けは徐々に半公式的な性格を強めてきている可能性があり、リリースをめぐる今後のSECの判断によってそれが加速化するならば、必ずしも望ましい方向とはいえない。

注

(1) 現在はMoody's Investors Service' Standard & Poor's Rating Services' Fitch IBCA Inc' Duff & Phelps Credit Rating Co.' Thomson BankWach Inc.の5社がNRSROに指定されている。また日系格付機関を含む教社がNRSROs指定を申請中であるといわれている。

(2) Securities and Exchange Commission. Release No. 34-39457. December 17, 1997.