

格付けビジネスの現状と見通し

【ポイント】

1. 米国では公認格付機関制度により、大手格付会社が長く公的な役割を担ってきたが、2000年以降、徐々に格付会社を取り巻く規制は変化している。
2. 米国の格付けビジネスの規模は大きく魅力的である。ただ、規制が変化しても大手3社の寡占状況は変わっていない。
3. 格付けビジネスをめぐる新しい動きも出てきたが、現在の事業環境を大きく変える要因にはならない見通し。

1. 米国の公認格付機関制度とその見直し

格付け（Credit rating）とは、企業や公的機関が発行する債券の元利払いの確実性や債券の発行体の信用力を、一定の記号で表したリスク情報である。また格付けを付与する会社を、「格付機関」もしくは「格付会社」と呼ぶが、この格付機関という呼び名は、“rating agency”を直訳したもので、わが国では、2003年に財務省がSEC（米国証券取引委員会）に“agency”という言葉はあたかも公的機関を想起させるため“rating company”という言葉を使う、とパブリックコメントを送っており、一般的に「格付会社」と呼ばれることが多い。

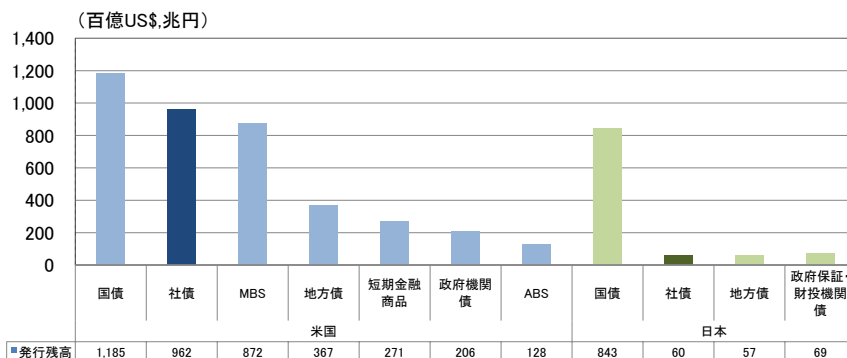
実際、米国では、NRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization、公認格付機関）制度により、民間企業であるムーディーズ、S&P、フィッチなどの格付会社が公認格付機関としてSECに登録され、彼らの付与する「公認格付機関による格付け」が、法律や各種規制上の要件として組み込まれてきた。2001年のエンロン事件の際、米上院政府問題委員会に提出されたレポートには、米国において少なくとも8つの法律、47の規則、100以上の州法で公認格付機関の格付けが必要または参照される、と報告されており、民間格付会社といえども公的な役割を担ってきたことに違いない。

しかし、エンロン事件やサブプライム問題を機に、規制による格付の公的な利用は、緩和もしくは廃止する方向で見直しが進んでいる。公認格付機関への認定においても、2006年に格付機関改革法が成立し、「“米国内”で広く認知されている統計的格付け機関」という、海外の格付会社にとって最大のネックとなっていた非公式な基準が見直され、海外格付会社にも米国市場への門戸が開かれた。2007年に日本の格付会社が公認格付機関として認可されたのもこうした経緯による。

2. 魅力的な米国市場

格付けビジネスにおける米国市場の魅力はその規模にある。勝手格付けの国債は、日米の規模はほぼ互角だが、国債の構成比が80%を超える日本に比べ、米国は30%程度にすぎない。一方、依頼格付けが期待できる社債の規模は日本の16倍（1\$=100円換算）である。その他、MBS（住宅ローン担保証券）や地方債（地方債は無格付けもあるが）などの規模も格段の差がある。格付けの手数料は一般的に、ストレートボンドなら固定料金、証券化商品なら数bpなどとフィー体系が異なるため、単純には比較できないものの、残高ベースから

図表1. 日米債券市場の種類別発行残高(2013 年末)



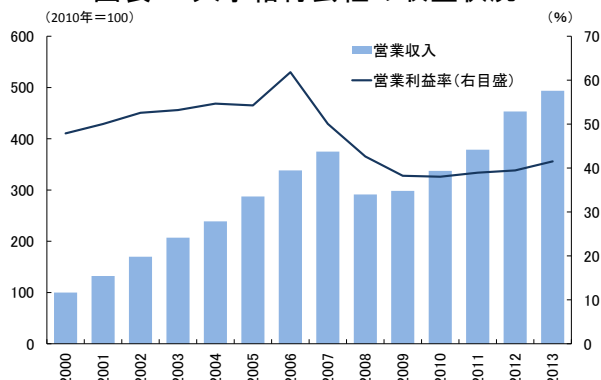
(資料)SIFMA、日本証券業協会資料より富国生命投資顧問作成

図表2. 分野ごとの格付け件数(2012 年末)

社名	登録年	本社所在地	金融機関	保険会社	事業会社	証券化商品	政府証券	全体
大手3社	1975	米国	51,718	3,786	15,367	56,311	223,188	350,370
大手3社	1975	米国	50,795	3,639	32,510	82,357	754,062	923,363
大手3社	1975	米国	60,300	7,600	47,400	97,500	930,500	1,143,300
A社	2003	米国	16,222	148	3,736	10,054	15,952	46,112
B社	2005	米国	N/R	4,610	1,787	55	N/R	6,452
C社	2007	米国	109	48	1,004	N/R	N/R	1,161
D社	2007	日本	159	27	472	N/R	56	714
E社	2008	米国	15,646	50	1,000	352	1,945	18,993
F社	2008	米国	N/R	N/R	N/R	13,935	N/R	13,935
G社	2012	メキシコ	N/R	N/R	N/R	N/R	184	184
全体			194,949	19,908	103,276	260,564	1,925,887	2,504,584

(資料) Annual Report on NRSROより富国生命投資顧問作成

図表3. 大手格付会社の収益状況



(資料) 会社決算資料より富国生命投資顧問作成

は日本の数十倍の市場規模があると見込まれる。

有望な米国市場への通行許可証である公認格付機関の資格を得た格付会社はその後どうなったのか。NRSROの公表資料をみると、新規登録組の中ではB社が保険分野で大手3社に伍しているが、同社は大手3社同様に業歴が長い老舗で、登録を機に事業が拡大したというわけではない。A社やE社が金融機関向けに比較的健闘しているものの、2007年以降大手3社が落としたシェアはわずか1%程度で、相変わらず市場を席巻(シェア98%)している。せっかく認定を受けた格付会社も、経営戦略上の判断により公認格付機関の登録を自ら取り消すといった事例も出ており、米国戦略は思うようにはいかないようである。

図表3は大手格付会社の業績動向である。サブプライム問題後、証券化ビジネスはさすがに落ち込んだものの、変わってデータサービスやコンサルティングなどの周辺ビジネスが次の柱となっており、最近では営業収入全体の3割を占める。利益率もかつてに比べ低下したとはいえ40%という高さを維持している。こうした特徴は、格付けビジネスが装置産業ということもあるが、規制以上に過去のトラックレコードの有無が見えない参入障壁となっていることを示している。格付会社風にコメントするなら、大手3社は、長年のビジネスの蓄積により分散されたロイヤルティの高い顧客基盤を有し、市場支配力が強く、変化に対応したビジネス展開力を有するなど強固な事業基盤を確立している、ということか。米著名投資家のウォーレン・バフェット氏もこうした点を評価して、格付会社の株式を古くから保有しているのだろう。

3. 格付けビジネス寡占化の行方

それでは、今後も大手格付会社の行く手に懸念はないのか。以下の3点を検討する。

- ・ EUの格付会社ローテーション制

- ・ 国を超えた格付会社同士の連携
- ・ 新興国の格付け需要拡大

EU(欧州連合)は、2013年5月に主に大手格付会社を対象とした新しい規制案を採択した。その中の一つに、格付会社と発行体の過度な癒着を防止することを目的に、仕組み商品では同じ格付会社を4年以上続けて採用してはいけない、という格付会社ローテーション制度があり、これは将来、他の金融商品にも適用される可能性があるとしている。欧州市場でも大手3社のシェアは約95%を占めており、適用拡大されれば影響が出ると予想される。

複数の格付会社が国を超えて連携し、一つの格付会社を共同設立する動きはごく最近のものである。中国、米国、ロシアの格付会社が設立した Universal Credit Rating Group や、ポルトガル、インド、南アフリカ、マレーシア、ブラジルの5つの格付会社が設立した ARC Ratings などがその例である。ただこれらは、大手格付会社のアンチテーゼとしての側面が強く、ビジネス上の課題が多い。世界に格付会社はいったい何社あるのか。Credit Rating Agency をキーワードに検索すると70社は確認できる。有力な格付会社同士の連携が実現すれば、あるいは大手の牙城を切り崩す勢力が現れるかもしれない。

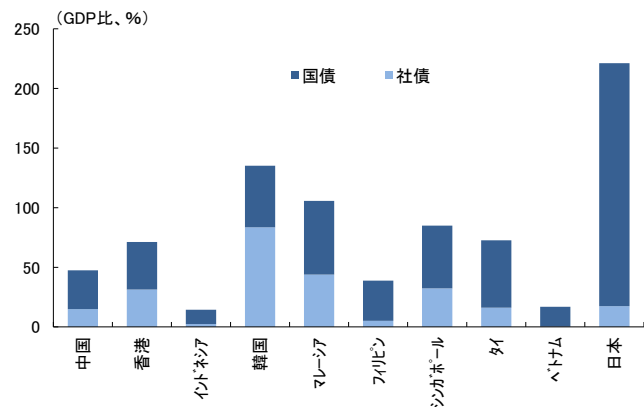
最後は、新興国など従来とは異なる地域で格付け需要が拡大することで、結果的に大手の寡占体制が崩れる、というシナリオの実現可能性である。鍵となるのは、クロスボーダー投資家への対応力となろう。図表4はGDP比で見たアジアの債券市場規模である。社債市場が未発達な新興アジア諸国では、社債のグローバルなクロスオーバー取引は少なく、当局からライセンスを与えられた地場の格付会社が、主に現地の市場参加者に対して、現地の言語で格付情報を提供している。

それらはソブリンリスクを考慮しないナショナルスケールで行われるため、国を跨いで信用リスク比較は困難である。大手格付会社の対応はどうか。彼らは通常グローバルスケールと呼ばれる世界統一基準を用いて格付けを行っているが、一部の新興国では格付けビジネスを始める際、ナショナルスケールを用いる、というダブルスタンダードを取っている。こうした格付けは地場格付会社の格付け同様、グローバル投資に必要なコンバージョンリスク(為替リスク)やトランスファーリスク(送金不能や停止などのリスク)の情報を反映していない。しかし、大手格付会社はナショナルスケールをグローバルスケールに変換する際のマッピングを公表することで、ある程度、投資家に資する指標としている。国単位のスケールを拡大し、ASEAN10カ国を対象とするリージョナルスケールの導入例も見られる。例えば axA+などと、ASEANレーティングであることを意味する識別子(ax)を格付けの前に記す。これは信用リスクを同諸国内で比較し得るものとしており、域内クロスボーダー取引が増えるにつれ、スタンダードな位置付けとなると推察される。大手格付会社は債券市場の発達度合いに応じたスケールの使い分けにより、不要なコストを省きつつ、十分市場が拡大すると、利便性を武器にスタンダードな地位を獲得する戦略を取っている。

自嘲的な結論になるが、投資家サイドの格付け依存が変わらない限り、大手格付会社の収益は今後も安定したものとなりそうである。

(富国生命投資顧問(株) クレジットアナリスト 岡崎 多美)

図表4. アジア各国の債券市場規模



(資料)ADB, Asian Bond Monitorより富国生命投資顧問作成