

米国における格付機関をめぐる論議について

坂 田 和 光

目 次

- はじめに
- I 格付機関
 - 1 格付機関の概要
 - 2 法規中にみられる「格付け」
- II 米国における公認格付機関
 - 1 公認格付機関の認定基準
 - 2 エンロン社の破たん以降の議会・SECの動き
- III 公認格付機関の制度にかかる論点
 - 1 公認格付機関の制度がもたらす参入障壁と競争阻害
 - 2 公認格付機関の認定基準
 - (1) 特定の分野・特定のエリアを対象とした格付機関について
 - (2) 計量モデルだけを用いている格付機関について
 - (3) 数値基準と内部管理を行っていることを認定基準に盛り込むことについて
 - 3 公認格付機関の認定プロセス
 - 4 格付機関の利益相反
 - (1) 格付機関の収入源の問題
 - (2) 格付機関のアドバイザー業務
 - 5 公認格付機関に対する監督の強化
- IV 格付機関のあり方と規制論議
 - 1 格付機関に対する規制上の優遇措置
 - 2 公認格付機関の構造問題と規制論議
- V 結びにかえて

はじめに

米国では、ここ数年、ムーディーズやスタンダード & プアーズに代表される格付機関に対する議論が高まっている。

2001年12月2日に米国の総合エネルギー会社であるエンロン社は連邦破産法第11条の適用を申請し、会社更正手続きに入った。ムーディーズ (Moody's Investors Service Inc.)、スタンダード & プアーズ (Standard & Poor's ; 以下S&Pとする。)、フィッチ (Fitch Ratings) の主要格付機関は、エンロン破たんの4日前まで同社の債券を投資適格と見なしていたことから、その信用リスクの判定能力に疑問が呈され、さらには格付機関のあり方が問題とされるようになった。エンロンの破たんは、企業統治ルール、証券市場監視のあり方を根本から見直す契機となり、2002年7月末にはこれらの強化を目的としたサーベンス・オクスリー法 (企業改革法)⁽¹⁾が成立した。同法は、経営者の責任の強化、監査法人・アナリストに対する規制の強化などと並び、格付機関の役割と機能について調査することも規定している。

エンロン破たん以降、連邦議会、合衆国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission ; 以下SECとする。) は、企業改革法の要請もあって、格付機関のありかたについて調査を進めてきた。

格付機関になんらかの規制の枠組みを設ける

(1) The Sarbanes-Oxley Act of 2002, P.L.107-204.

ことは、新 BIS 規制⁽²⁾の要請もあり、実は世界的な動きとなりつつある。米国の動きは、わが国やその他の国に波及する。本稿では、格付機関の概要を紹介するとともに、最近の米国における、格付機関をめぐる連邦議会、SEC の動き、格付機関をめぐる主要な論点を紹介し、今後の動きを展望する。

I 格付機関

1 格付機関の概要

格付けとは、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⁽³⁾の信用力を記号で表わしたものである。格付けを付与することを業務とする会社が格付機関である。市場において、債券の買い手（投資家）と売り手の間には情報の非対称性が存在する。債券の信用にかかる情報を投資家に与えることで、情報の非対称性を極力少なくして、投資家の便宜を図ることが格付けそして格付機関の役割である。

格付けの多くは Aaa や BBB など、アルファベットの記号で表されている。数字が及ばず、評価に直結するような含意を避けたものとも言われている⁽⁴⁾。格付けの段階をノッチと呼んでいるが、格付けが1ノッチ違うと、債券の利回り、すなわち資金調達コストが異なり、企業財務に大きな影響を及ぼす。

米国市場では、古くから債券発行で資金を調

達する直接金融が盛んであり、格付けは鉄道債券が市場に出回った20世紀初頭から用いられていた。大恐慌では、格付けが高い債券ほどデフォルト（債務不履行）が少ないことが明らかになり、その実績を梃子に格付けは広く普及した⁽⁵⁾。ひるがえってわが国では、銀行融資による間接金融が産業金融の中心であったことから、社債市場は近年まで未成熟であったが、規制緩和やバブル崩壊による株安、金融不安を追い風に、90年代以降、社債の発行が急増し、それに伴い格付けも普及してきた。

バーゼル銀行監督委員会よると、1999年時点であるが、世界には大小130の格付機関が存在するという⁽⁶⁾。その態様も、従業員規模では2,000人以上を擁するところから数人規模のところまで、格付け対象数では100万件近い企業の格付けを行うところから数百程度に限定しているところまで、また格付対象の地理的分布も、全世界に及ぶところから、アジア、ヨーロッパなどの特定地域や国内に留まるところまでと、様々である。

しかしそのなかにあって、ムーディーズ、S&P の存在感は際立っており、両者の世界市場における売上高シェアは8割を占めている⁽⁷⁾。

2 法規中にみられる「格付け」

「格付機関」とは "rating agency" を直訳したものである。しかしムーディーズや S&P を始め、いずれも民間企業である。わが国財務

(2) 国際業務を行う銀行の自己資本比率を定めたもの。

(3) 格付けの対象となる債券を発行する企業・公的機関を総称した呼びかた。

(4) Basel Committee on Banking Supervision Working Paper, No.3, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, August 2000, p.15.

(5) 山澤光太郎『よくわかる格付けの実際知識』東洋経済, 2003.6, p.13.

(6) Basel Committee, Working Paper, No.3, p.14. 業界発表では150と言われている。なおバーゼル委員会とは、1975年に G10諸国の中央銀行総裁会議によって設立された委員会。日、米、英、独、仏、伊、カナダ、ベルギー、蘭、スイス、スウェーデン、ルクセンブルグ、スペインの銀行監督当局と中央銀行の上席代表者により構成されている。もともとは銀行監督における国際的協力を目的としていた。

(7) 山澤, pp.162-163; Jenny Wiggins, "A chance to step into the light: Credit Rating Agencies." *Financial Times*, Dec 9, 2002, p.10.

省は、1998年に日本国債の格付けが引き下げられたときから "rating agency" の動きに敏感になっているが、昨年（2003年）7月には、"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" という言葉を使うようにとするパブリックコメントをSECに送っている⁽⁸⁾。財務省に限らずわが国では、民間企業である点に着目して、"rating agency"を「格付会社」と呼ぶケースがある。ただし法規上では、おおもとの内閣府令（旧大蔵省令）⁽⁹⁾を始めとしてすべて「格付機関」の用語が用いられている。本稿では、便宜、「格付機関」という言葉を用いる。

ところで財務省がこのようなパブリックコメントを出した背景には、格付機関による債券の格付けを指標に用いた規定が米国の法規の中に多く存在し、格付機関は、民間企業とはいえ、公的な側面を持ちあわせていることと関係がある。

1975年にSECは、公認格付機関 Nationally Recognized Statistical Rating Organizations（略称NRSROまたはNRSROs）から特定ランク以上の格付けを得た債券は割引率を低く設定できる（自己資本を多く積める）という規定を含む、証券会社の自己資本規則⁽¹⁰⁾を定めた。そ

れ以前から格付けの文言は米国の法規中にみられたが、ここで初めて「公認格付機関」、「公認格付機関による格付け」という概念が用いられ、以後の普及をみた。

1984年には第2次抵当市場強化法⁽¹¹⁾が成立し、今まで、SECの規則に用いられていた公認格付機関という言葉が、議会の定める法律にも登場した。具体的には不動産ローン証券は公認格付機関の上位2ランクまでの格付けを付与されなくてはならないというものである。その後制定された連邦法上にも公認格付機関NRSROの文言は用いられている。たとえば、金融業務を定めたグラム・リーチ・ブライリー法⁽¹²⁾には、金融子会社を設立できる銀行は、公認格付機関による債券の格付けがA以上という規定がある⁽¹³⁾。貯蓄貸付組合（S&L）の救済を目的とした金融機関改革救済執行法では、S&Lが投機的格付けの債券へ投資することを禁じている⁽¹⁴⁾。金融・証券以外の分野をみると、道路・都市交通整備の長期計画を定めた交通最適化法では、公認格付機関により投資適格の格付けを付与された高速道路のプロジェクトにかぎり財政支援が可能とされている⁽¹⁵⁾。

規則レベルでは、マネーマーケットファンド（投資信託の一種）に組み込める債券は公認格付

(8) Ministry of Finance, Japan, Comments on S7-12-03, July 28, 2003, <<http://www.sec.gov/rules/concept/s71203/dkotegawa072803.htm>>

(9) 企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和48年1月30日大蔵省令第5号）13-2 指定格付機関 格付機関のうち… 下線筆者。

(10) 17 CFR 240.15c3-1. ブローカー・ディーラーのネットキャピタルルール。該当法規は、240.15c3-1(c)(2)(vi)(E), (F), (H).

(11) Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984, Public Law 98-440. 該当法規は15U.S.C.78c(a)(41). SEC Concept Release, S7-23-94, Aug.31, 1994, p.3参照, <<http://www.sec.gov/rules/concept/34-34616.pdf>>

(12) Gramm-Leach-Bliley Act of 1999. P.L.106-102. それまでの金融業務の枠組みであるグラス・ステイガル法に代わるもの。銀行・証券の垣根の実質的撤廃を盛り込んでいる。

(13) 12U.S.C.24a.

(14) 12U.S.C.1831e(d). 金融機関改革救済執行法はFinancial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989, P.L.101-73.

(15) 23U.S.C.182. 交通最適化法はEquity Act for 21st Century 1998, P.L.105-178.

機関の特定ランク以上のものでなくてはならない⁽¹⁶⁾といったものを始めとして、法律よりさらに広範に、「公認格付機関による格付け」の規定をみることができる。

上院政府問題委員会のスタッフレポート（後述）によると、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ベンチマークとして用いられているという⁽¹⁷⁾。

多くの法規に公認格付機関の格付けという枠組みが組み込まれている結果、市場では専ら公認格付機関の格付けを付与された債券が取引きされることになる。資金調達のためにも、債券発行に際しては公認格付機関の格付けを取得する必要が生じている⁽¹⁸⁾。このように、公認格付機関は、米国証券市場に多大な影響を及ぼしている。

ちなみにわが国も政令・施行規則レベルで格付けがツールとして用いられている。証券会社は、債券の格付けによって異なるリスクウェイトで自己資本を算定することになっている⁽¹⁹⁾。また「銀行等保有株式取得機構」が取得可能な株式は、指定格付機関⁽²⁰⁾の特定ランク以上の格付けの債券を発行する企業の株式と定められ

ている⁽²¹⁾。証券・金融以外の分野でも、労働基準法施行規則では、従業員の合意があった場合は、指定格付機関の特定ランク以上の格付けの債券で賃金を支払うことが認められている⁽²²⁾。

また国際的には、先般公表された、国際業務を行う銀行の自己資本比率に関する基準を定めた新 BIS 規制⁽²³⁾において、銀行保有の債券のリスクウェイトが、国債、銀行債、事業債など債券のカテゴリー別、格付け別に細分化されて設定されている（後述）。

II 米国における公認格付機関

すでに述べたように、米国では1975年に、公認格付機関（NRSRO）の制度が導入された。制度創設当初に公認格付機関に認定されたのは、ムーディーズ、S&P、フィッチの3社である。その後現在までに5社が新たに認定されているが、そのうちの4社はフィッチと合併している⁽²⁴⁾。現在は、当初の3社に、2003年2月に認定されたカナダのドミニオン・ボンド（Dominion Bond Rating Service Limited；以下 DBRS とする。）を加えた4社が、公認格付機関となっている。

(16) 17CFR270.2a-7(a)(10).

(17) *Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs*, October 8, 2002, [hereinafter, *Staff Report*], p102, <http://govt-aff.senate.gov/_files/100702watchdogsreport.pdf>

(18) *Staff Report*, p.102.

(19) 証券会社の自己資本規制に関する内閣府令第5条第4項第1号、第17条第6号。

(20) わが国では「企業内容等の開示に関する内閣府令」（昭和48年大蔵省令第5号）第1条第13号の2、金融庁告示「企業内容等の開示に関する内閣府令第1条第13号の2に規定する指定格付機関を指定する件」（平成15年第55号）で、指定格付機関が規定されている。現在の指定格付機関は、格付投資情報センター、日本格付研究所、ムーディーズ、S&P、フィッチと定められている。有効期限は17年末まで。

(21) 銀行等保有株式取得機構に関する命令第19条第1号、第20条の4第1号。

(22) 労働基準法施行規則第7条の2第2号。法令レベルではないが、年金資金運用基金は、運用受託金融機関に対して「信用のある格付機関のいずれかにより BBB 格以上の格付を得ている銘柄とすること。」という運用ガイドラインを出している。

(23) Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised framework*, June 2004.

1 公認格付機関の認定基準

75年にムーディーズ、S&P、フィッチの3社が公認格付機関に認定されたのは、当時のSECのスタッフが、その格付けが米国で広く用いられていることから、ふさわしいと判断したためである⁽²⁵⁾。特に認定基準があったわけではない。

現在も公認格付機関を認定する公式の基準は存在しない。しかし1997年にSECは公認格付機関の基準を定めた規則案を提案しており、実際にはその規則案に列挙された基準にもとづいて認定の可否を判断している⁽²⁶⁾。97年規則案で提案された基準は表1のとおりである⁽²⁷⁾。

公認格付機関を認定するのは、SECのスタッフであり、コミッショナー会議⁽²⁸⁾による決定を要さない。スタッフは基準をもとに、格付機関を調査し、公認格付機関としてふさわしいと決定した場合に、市場規制部（Division of Market Regulation）長発のノーアクションレターを当該格付機関宛てに送付し認定する。ノーアクションレターというのは、SECでしばしばとられている法規解釈の手法で、SECのスタッフが証券取引委員会に対して執行行為（enforcement action）を為すことを勧告しないという趣旨を記したレターである。公認格付機関の認定のケースでは「証券会社の自己資本規

【表1】公認格付機関認定のための基準
(1997年証券取引委員会規則案)

- | |
|---|
| <p>(1) 信頼できる確かな格付けを出す格付機関として米国内の格付けユーザーの多くから認知されているか</p> <p>(2) 信頼できる確かな格付けを出すために十分な人的基盤・財務基盤、組織を備えているか、発行体の経済的な圧力に左右されないで格付けを出すことができるか</p> <p>(3) 信頼できる正確な格付けを出すための手段が使われているか</p> <p>(4) 発行体の経営陣とコンタクトをとっているか</p> <p>(5) 非公開情報の悪用を防ぐための内部管理体制が構築され遵守されているか</p> |
|---|

則のために当該格付機関が出した格付けを証券会社が用いることに対して、証券取引委員会が執行行為を為すことを勧告しない」という内容になる⁽²⁹⁾。

なお、1997年規則案は、内外の格付機関が公認格付機関の地位を求めて申請するようになったことを背景に、相応の準備期間を経てSECが提案したものである。提案に先立つ94年にはコンセプトリリース（論点整理）を公表し、パブリックコメントを求めている。しかしパブリックコメントを踏まえて出された97年規則案に対して、司法省は、米国で認知されているという前記表1の(1)の要件が、競争制限的な環境を維

⁽²⁴⁾ 1982年に Duff and Phelps が、1983年に McCarthy, Crisanti & Maffei が、1991年にロンドンを本拠とする IBCA が、1992年に Thomson Bankwatch の格付機関が公認格付機関として認められた。1991年に Duff & Phelps は McCarthy, Crisanti & Maffei を取得、フィッチは1997年に IBCA と合併し、2000年には Duff and Phelps と合併し、また Thomson Bankwatch を取得している。

⁽²⁵⁾ Testimony of Isaac Hunt, *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies*, Hearing before the Committee On Governmental Affairs U. S. Senate, March 20, 2002, [hereinafter, *Senate Hearing*], <<http://govt-aff.senate.gov/032002hunt.htm>>

⁽²⁶⁾ *Rating the Rating Agencies*, Hearing before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Serial No.108-18, April 2, 2003, [hereinafter, *H.R. Hearing*], p.129, <<http://financialservices.house.gov/media/pdf/108-18.pdf>>

⁽²⁷⁾ Proposed Rule: Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, S7-33-97, Dec. 17, 1997, <<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-39457.txt>>

持するとの懸念を示した⁽³⁰⁾。他方、公認格付機関からの反対もあり⁽³¹⁾、結局、規則として制定されるには至らなかった⁽³²⁾(一連の流れは表2参照)。

【表2】公認格付機関をめぐる動き

1975. 7.16	証券会社の自己資本規則で「公認格付機関」の概念を導入
1984.10. 3	第2次抵当市場強化法
1994. 8.31	公認格付機関に関するコンセプトリリース
1997.12.17	公認格付機関の規則案提案
2001.12. 2	エンロン社、連邦破産法第11条の適用を申請
2002. 3.20	上院政府問題委員会公聴会
2002. 7.30	サーベンス・オクスリー法(企業改革法)
2002.10. 8	上院スタッフレポート Financial Oversight of Enron
2002.11.15	SEC 公聴会
2002.11.21	SEC 公聴会
2003. 1.24	SEC 報告書
2003. 2.24	ドミニオン・ボンド社、公認格付機関に認定される。
2003. 4. 2	下院金融サービス委員会資本市場・保険・政府支援企業小委員会公聴会
2003. 6. 4	公認格付機関に関するコンセプトリリース
2004. 9.14	下院金融サービス委員会資本市場・保険・政府支援企業小委員会公聴会

2 エンロン社の破たん以降の議会・SECの動き

すでに述べたように2001年末のエンロンの破たんを経て、格付機関に対する議論が再燃した。議会では、2002年3月に上院政府問題委員会、2003年4月に下院金融サービス委員会資本市場・保険・政府支援企業小委員会が、エンロンの破たんをめぐる格付機関の役割について公聴会を開催した。

2002年10月8日には、上院政府問題委員会のスタッフが "Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs"⁽³³⁾と題する報告書(上院スタッフレポート)を公表し、提言を行っている。

SECも、エンロンの破たん以降、格付機関や市場参加者と非公式に議論し、また個別に公認格付機関を調査するなどの活動を進めていた。SECは、2002年11月には2回にわたって格付機関に関する公聴会を開催し、格付機関、証券会社、投資家(格付けユーザー)⁽³⁴⁾、発行体など

(28) 証券取引委員会は委員長を含む5名の委員(コミッショナー)からなる。

(29) Division of Market Regulation, *No-Action Letter to Dominion Bond Rating Service Limited*, February 24, 2003, <<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/dominionbond022403-out.pdf>> "it(the Division of Market Regulation)will not recommend enforcement action to the Securitiesand Exchange Commission against broker-dealers that consider credit ratings issued by DBRS to be credit ratings from a nationally recognized statistical rating organization for purposes of the net capital rule."

(30) U. S. Department of Justice Press Releases, *Doj Urges Sec To Increase Competition For Securities Ratings Agencies*, March 6, 1998, <<http://www.usdoj.gov/opa/pr/1998/March/100.htm.html>>

(31) Moody's, *Comments on S7-33-97*, March 2, 1998, <<http://www.sec.gov/pdf/mole1.pdf>>

(32) *Staff Report*, p.104.

(33) 脚注17参照。

(34) 資産運用会社・投資顧問会社・年金基金など買い手側の代表。

(35) 原田氏は、NRSROsの顔ぶれが1975年以来実質的に変わっていないことをあげ、SECは公認格付機関の認定のありかたを変えるべきである、そもそも明瞭な基準がないままに公認格付機関による格付けという規定を著しく拡大してきたことが問題である、他方、実際の認定に際して重視されている米国で認められているという基準を廃止し、認定基準を「格付けの質」に変えるべき、特定の専門領域・エリアの格付けを主たる業務とする格付機関も公認格付機関に認めない限り、市場から専門性に基づく評価が失われると論じている。Rating and Investment Information, Inc., *Written Statement of SEC Hearing*, November 21, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/ratingsinvest.htm>>

広範な立場からの意見を聴取した。11月21日の公聴会には、わが国の格付投資情報センターの原田靖博副社長も呼ばれて見解を述べている⁽³⁵⁾。

公聴会を含む様々な調査を経て、SECは、2003年1月に企業改革法第702条に基づき"Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets"と題する報告書(SEC報告書)をまとめ、議会に提出した⁽³⁶⁾。報告書は、格付機関をめぐる課題、すなわち、格付機関の重要性とその役割を果たすにあたっての障害、格付機関からの情報の流れを促進する方策、格付機関の参入障壁の問題、格付機関にかかる利益相反の問題などを整理したものである。

SECはその後、格付けを連邦証券諸法⁽³⁷⁾の下の規則に引き続き組み込んで用いるべきか、公認格付機関の認定基準や認定プロセス、公認格付機関に対する規制はどうあるべきかなど、細部までブレークダウンしたコンセプトリリース(論点整理)⁽³⁸⁾を2003年6月に公表し、意見を募った(以下、断りがないかぎりコンセプトリリースとはこの2003年6月のものを指し、パブリックコメントとはこのコンセプトリリースに対する意見を指す)。パブリックコメントとして、格付機関、投資家、発行体、学者などから40件以上

の意見が寄せられた⁽³⁹⁾。日本からのものは4件で、投資格付情報センター、日本格付研究所に加えて、財務省と金融庁からも意見が寄せられている。ちなみにこの件でパブリックコメントを出している行政機関は他国では例がない。

エンロン破たん以降の、格付機関のあり方をめぐる議会、SECの調査活動を通じて、多方面から意見が吸い上げられ、従前から論じられてきた格付機関の問題点が一層明確なかたちで浮かび上がってきたといえる。以下では、格付機関にかかる主要な論点について、パブリックコメントや公聴会で表明された意見を中心に、当局者の見解も交えて紹介する。

III 公認格付機関の制度にかかる論点

1 公認格付機関の制度がもたらす参入障壁と競争阻害

公認格付機関の枠組みは米国資本市場に定着していることから、市場関係者の多くは制度を維持することを支持しており⁽⁴⁰⁾、制度の妥当性にまで立ち返って議論しているのは一部の学者に限られる⁽⁴¹⁾。

しかし、この制度が参入障壁となっており、競争を阻害しているということは多方面から指摘されている⁽⁴²⁾。非公認格付機関に加え、司

⁽³⁵⁾ U. S. SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January 2003, [hereinafter, *SEC Report*], <<http://www.sec.gov/news/studies/cred-ratingreport0103.pdf>>

⁽³⁷⁾ 1933証券法、1934年証券取引所法、1935年公益事業持株会社法、1939年信託証書法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法、1970年証券投資者保護法、2002年企業改革法をいう。

⁽³⁸⁾ SEC Concept Release, S7-12-03, June 4, 2003, <<http://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>>

⁽³⁹⁾ 当該パブリックコメントはすべてSECのホームページの下記のアドレスに搭載されており、それぞれ閲覧可能である。以下個々のパブリックコメントについてのアドレスは省略する。<<http://www.sec.gov/rules/concept/s71203.shtml>>

⁽⁴⁰⁾ S&P, Comments on S7-12-03, July 28, 2003, *SEC Report*, p.21.

⁽⁴¹⁾ 学者には、企業の信用力に係る有効な情報を出していないなどの理由から、公認格付機関の制度をやめるべきだという強い意見もみられる。Testimony of Jonathan Macey, Professor of Law, Cornell Law School, *Senate Hearing*, <<http://govt-aff.senate.gov/032002macey.htm>> ; Lawrence J. White, Professor of Economics, Stern School of Business, New York University, Comments on S7-12-03, July 25, 2003.

⁽⁴²⁾ Pacific Credit Rating, Comments on S7-12-03, December 2, 2003; Rapid Ratings PTY Limited, Comments on S7-12-03, November 3, 2003, etc.

法省も公認格付機関の制度がもたらす参入障壁の問題を重くみている⁽⁴³⁾。SEC当局者自身も、格付機関が公認格付機関になるには米国における実績が必要であり、米国で実績を積むには公認格付機関の地位が必要という状況を、不条理な Catch-22 situation⁽⁴⁴⁾と揶揄している⁽⁴⁵⁾。

ただし、競争が阻害されているのは、公認格付機関の制度の問題ではなく、格付産業固有の競争環境の問題だという見方もある⁽⁴⁶⁾。現在米国には4つの公認格付機関が存在しているものの、現実にはムーディーズとS&Pのパートナーモノポリー⁽⁴⁷⁾の状態にある⁽⁴⁸⁾。加えて多くの発行体は双方の格付けを取得しているため、両者の間にも競争は働いていないと言われている⁽⁴⁹⁾。

2 公認格付機関の認定基準

参入障壁の問題は、同時に公認格付機関の認定基準にかかる問題でもある。SECはコンセ

プトリリースで認定基準のありかたについて論点を整理したうえで、意見を募っている。代表的な論点として、下記の三点があげられる。

(1) 特定の分野・特定のエリアを対象とした格付機関について

米国で実績を積むことのネックから、特定の分野・特定のエリアを対象とした格付機関を公認格付機関にするように求める声が多い⁽⁵⁰⁾。わが国の格付機関も強く主張している⁽⁵¹⁾。

司法省も98年に、特定分野の格付機関を、1年から1年半の間、暫定的に公認格付機関とすることを提案している⁽⁵²⁾。

特定分野の格付機関が公認格付機関になるのは前例のないことではない。かつて公認格付機関であったIBCAやThomson Bankwatch(何れもフィッチと合併)は、金融機関専門の格付機関である⁽⁵³⁾。また2003年2月に公認格付機関に認定されたカナダのDBRS社は、他の

(43) U. S. Department of Justice, *op.cit.*, 脚注30.

(44) 八方塞がりの状況を指す。英辞郎によると、「精神障害にかかっていることを理由に除隊を申し出ると『自分で精神障害と判断できるのは精神障害ではない』と判断されて除隊を認めてもらえない」こと。Catch-22は米国の軍務規則の条項名。

(45) Kathleen Day, "SEC Backs 4th Credit Agency." *The Washington Post*, Feb 25, 2003, p.E2.

(46) Fitch, Comments on S7-12-03, B., July 28, 2003.

(47) Egan-Jones Ratings, Comments on S7-12-03, July 28, 2003. パートナーモノポリーは司法省の造語。

(48) 当初からNRSROの地位にあったフィッチ社も、過去4半世紀、シェアを伸ばそうと試みたものの、両社の市場支配力が強力で、困難を強いられてきたと述べている。フィッチ社は、公認格付機関の制度をなくしても競争は促進されないと述べている。Fitch, *op.cit.*, B.

(49) *H.R. Hearing*. ちなみにムーディーズは、パブリックコメントで、格付産業にとって競争は必要であるが、歴史的にみても、新規参入者は、より高い格付けを付与することで発行体に取り入るような手段を使ってきた、格付けが多くなると企業は都合のいい高位格付けを選ぶ格付ショッピングを行うようになることから、メリットとデメリットを合わせ考えるべきであると述べている。Moody's, Comments on S7-12-03, July 28, 2003, I.A, II.B, Annex1 3.

(50) Steven L. Schwarcz, Professor of Law, Duke University, Written comments on SEC Hearing, November 15, 2002; Pacific Credit Rating, *op.cit.*; DBRS, Comments on S7-12-03, August 5, 2003; S&P, *op.cit.*; Fitch, *op.cit.*, C.; Consumer Federation of America, Comments on S7-12-03, July 28, 2003; Texas State Securities Board, Comments on S7-12-03, July 28, 2003.

(51) 投資格付情報センター, Comments on S7-12-03, July 28, 2003; 日本格付研究所, Comments on S7-12-03, July 14, 2003.

(52) U. S. Department of Justice, *op.cit.*

(53) Fitch, *op.cit.*, C.

グローバルかつ総合的な格付機関に比べて、小規模かつ、エネルギー、環境、自動車、森林、鉱山関係の企業を得意分野としている点に特徴がある⁽⁵⁴⁾。

なお発行体サイドには、公認格付機関が増えることに、若干慎重な意見がある。対応の質を落とさずにより多くの格付機関とつきあうのは不可能という理由からである⁽⁵⁵⁾。

(2) 計量モデルだけを用いている格付機関について

多くの格付機関は、発行体の首脳部とのミーティングを通じて公開されていない情報を入手し、定性分析も踏まえて格付けを出す。格付機関のなかには、公開情報をもとに計量モデルによる定量分析だけで格付けを出すところもある。現行の米国の運用基準にしたがうと「発行体の経営陣とコンタクトをとっている」ことも公認格付機関に認定されるためのポイントであり（表1(4)）、公開情報の定量分析だけを格付け付与の手法としている格付機関は公認格付機関には認定されていない。

該当する格付機関は、計量モデルを用いることにより、多くの債券、発行体の格付けが可能であり、格付けコストも安価になるというメリットを主張しているほか、逆に、経営陣とコンタクトをとっていることが、エンロンやわが国のりそなのケースでどれだけ有効だったのかとい

う問題提起を行っている⁽⁵⁶⁾。

これに対して、定性分析も行っている非公認格付機関は、定量分析だけでは、情報が限られ、会計基準の変更などの外部要因も考慮されないとして、このタイプの格付機関を公認格付機関として認定すべきではないと主張している⁽⁵⁷⁾。発行体企業からも、同様の意見が表明されている⁽⁵⁸⁾。また投資家（格付ユーザー）サイドからは、少なくとも計量モデルによる格付けであることを開示すべきという意見が表明されている⁽⁵⁹⁾。

しかし定量分析、定性分析双方の手法をとりいれている現行の公認格付機関は、両者の手法の必要性を認識しながらも、SECが、格付け付与のプロセスに立ち入り、格付け手法によって公認格付機関にするか否かを決めることに対しては批判的である⁽⁶⁰⁾。

(3) 数値基準と内部管理を行っていることを認定基準に盛り込むことについて

また、ほとんどの格付機関は、財務基盤やアナリストの数などの数値基準を公認格付機関の認定基準に盛り込むことには反対している⁽⁶¹⁾。

他方、後述する利益相反防止や、非公開情報の悪用防止のための内部管理を行っていることをNRSRO認定の条件とすることについては、多くの格付機関が賛成している⁽⁶²⁾。

唯一S&P社は、公認格付機関の要件は、市場による信頼だけでよいとしている。数値基準

⁵⁴ Rick Westhead, "Watch out, Wall St., here comes DBRS", *Toronto Star*, Apr 19, 2003, p. D1. DBRS社の認定当時のアナリスト数は40人強、格付け企業数は600である。

⁵⁵ Bunge Limited, Comments on S7-12-03, July 28, 2003.

⁵⁶ LACE Financial Corp, Comment on S7-12-03, July 25, 2003.

⁵⁷ Pacific Credit Rating, *op.cit.*; 投資格付情報センター, *op.cit.*; 日本格付研究所, *op.cit.*

⁵⁸ Bunge Limited, *op.cit.*

⁵⁹ Multiple Markets, Comment on S7-12-03, July 28, 2003.

⁶⁰ DBRS, *op.cit.*; S&P, *op.cit.*

⁶¹ もっとも格付機関によって温度差があり、財務基盤や格付けアナリストの質が、重要な要素と認識している格付機関も多い。Fitch, *op.cit.*, C.; Pacific Credit Rating, *op.cit.*; 投資格付情報センター, *op.cit.*; 日本格付研究所, *op.cit.*

⁶² Moody's, Comments on S7-12-03, II.B.3,4; DBRS, *op.cit.*

にかかる事柄や、内部管理体制など格付機関の業務に関わることに SEC が関与することに基本的に反対しているからである⁽⁶³⁾。現行の運用基準のなかでも、米国内で認められているという基準（表1(1)）以外は受け付けないスタンスであり、他とは一線を画している。

3 公認格付機関の認定プロセス

公認格付機関の認定基準に加えて、認定プロセスの不透明さもかねてから批判されている。前述のように現在は「証券取引委員会が執行行為を為すことを勧告しない」というノーアクションレターによって公認格付機関として認められるが、認定までの期間が定められていないことに加え、経過が不透明で、申請が適正に受理されたのか、認定手続きが進んでいるのかもわからない状態である。現在申請中の格付機関からは、何年も申請しているにもかかわらず、SECからは連絡がほとんどない⁽⁶⁴⁾、申請書類は適正なのかという問いにも答えてもらえないこともある⁽⁶⁵⁾、といった不満が寄せられている。

多くの格付機関は、現行のノーアクションレターによる手続きではなく、パブリックコメントを求めたうえで特定期限内に認定するかたちの正式な手続きが望ましいと考えている⁽⁶⁶⁾。

4 格付機関の利益相反

格付機関が、収入の大部分を発行体の手数料

に負っていること、そして格付け改善のためのアドバイス業務を行っていること、これらの利益相反の問題も大きな論点となっている。

(1) 格付機関の収入源の問題

現在、公認格付機関を含む多くの格付機関は収入の大部分を発行体が支払う格付け手数料に負っている⁽⁶⁷⁾。そのため、発行体よりの甘い格付けが出されるのではないかという懸念がある。格付機関の収入源は、当初は、投資家（格付けユーザー）が支払う情報購読料であったが、債券の複雑化と格付け対象の増加で格付けコストが膨張したことや、投資家の要望もあって、発行体からの手数料にシフトしたと言われている⁽⁶⁸⁾。もちろん現在も、情報購読料で成り立っている会員制の格付機関もあり、このような格付機関からは、手数料収入に伴う利益相反に対して強い懸念が示されている⁽⁶⁹⁾。しかし格付けを公開する一般的なケースでは、手数料収入以外で格付けコストを確保するには、親会社のビジネス（出版社、新聞社や銀行・保険会社等、表3参照）や、格付機関のなかの格付け以外の業務に頼ることになる。しかしこれではかえって、中立性の問題や別の利益相反の問題を引き起こす。したがって、手数料収入を前提としたうえで、利益相反防止のための措置を講じる必要がある⁽⁷⁰⁾。利益相反防止措置とは、具体的には、格付けを行う部門と営業部門の間にフェ

⁽⁶³⁾ S&P, *op.cit.* これらは信頼できる格付けを保障するものではない、むしろ参入障壁となり、効率を阻害し、格付手法の発展も殺ぎかねないものであるという。

⁽⁶⁴⁾ *Financial Times*, Dec 9, 2002. LACE Financial は、8年の申請期間のなかで、SECからは「申請を受け取った」「申請を却下した」という手紙を2通受け取っただけと述べている。

⁽⁶⁵⁾ "SEC unresponsive to Japan Credit.", *Asset-Backed Alert*, Aug 1, 2003. p.6.

⁽⁶⁶⁾ S&P, *op.cit.*; Fitch, *op.cit.*; DBRS, *op.cit.*; Pacific Credit Rating, *op.cit.*; Egan-Jones Ratings, *op.cit.*; 投資格付情報センター, *op.cit.*; 日本格付研究所, *op.cit.*; The Association of Corporate Treasurers, Comments on S7-12-03, August 8, 2003, Investment Company Institute, Comments on S7-12-03, July 28, 2003.

⁽⁶⁷⁾ ムーディーズの場合、Annual Reportによると、2003事業年における手数料収入の割合は88.8%である。

⁽⁶⁸⁾ *SEC Report*, p.41, Moody's, Comments on S7-12-03, II.B.3. 1970年代頃から格付手数料が導入されるようになった。

⁽⁶⁹⁾ Egan-Jones, *op.cit.* わが国の三國事務所も会員制をとっている。

ファイアウォールを設けたり、格付けアナリストの報酬を、格付け手数料とは独立の体系にするといったものである。

公認格付機関は、すでにこのような措置を講じていることに加えて、格付けの決定に際しては格付委員会を開催していること⁽⁷¹⁾、一顧客からの収入割合が低いこと⁽⁷²⁾、長年、発行体からの手数料を主な収入源としながら、格下げを行ったケースのほうが格上げのケースよりも多いこと⁽⁷³⁾などを示し、利益相反が生じていないことを説明している。

しかし公認格付機関以外の小規模な格付機関では、格付けアナリストと営業組織の完全な分離が難しいケースもあり⁽⁷⁴⁾、利益相反の防止が一律に可能というわけではない。

(2) 格付機関のアドバイザー業務

格付機関が行うアドバイザー業務とは、特定のプロジェクトを進めたら格付けはどうなるのか、という発行体側からの問いに答えるものである⁽⁷⁵⁾。企業の信用リスクを評価する格付機関が、企業の中核に入り報酬を得て格付け改善のためのアドバイスを行うことは、中立性を阻害するおそれがあるとして問題にされている。利益相反以外の問題として、発行体が、格付けアナリストからアドバイザー業務を薦められた

場合、受けざるを得ないという競争政策上の問題もある。SECのコンセプトリリースでは、アドバイザー業務の収入に占める比率に上限を設けるなど、なんらかの制限を課すことも選択肢の一つとして提起されている⁽⁷⁶⁾。

すでにアドバイザー業務を行っている規模の大きい公認格付機関は、両業務間にファイアウォールを設けたり、セーフガードを講じるなどの内部管理を行っていること⁽⁷⁷⁾、アドバイザー業務が収入に占める割合はわずかであること⁽⁷⁸⁾、むしろ財務基盤も強化され、格付の質の向上に寄与すること⁽⁷⁹⁾などを掲げ、アドバイザー業務の制限に反対している。この件では、発行体企業も公認格付機関の立場に同調しており、企業にとっての、格付けアドバイザー業務の重要性を強調している⁽⁸⁰⁾。

しかし非公認格付機関はアドバイザー業務を行うことに反対しており⁽⁸¹⁾、アドバイザー業務の制限に対する公認格付機関の意見は、格付機関に共通するものではない。公認格付機関の見解は、認定基準にあげたケース（Ⅲ 2(2)）と同様、格付機関の業務にSECが立ち入ることに対する抵抗感を反映したものといえる。

5 公認格付機関に対する監督の強化

公認格付機関に対する監督を強化すべきとい

⁽⁷⁰⁾ SEC Concept Release, S7-12-03.

⁽⁷¹⁾ Moody's, Written Statement of SEC Hearing, III, November 21, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/moodys.htm>>; S&P, *op.cit.*

⁽⁷²⁾ Moody's, Written Statement of SEC Hearing, III; S&P, *op.cit.* ムーディーズの場合年間収入の1.5%以下。

⁽⁷³⁾ Moody's, Written Statement of SEC Hearing, III. 格下げ15%、格上げ9%。

⁽⁷⁴⁾ Pacific Credit Rating, *op.cit.*

⁽⁷⁵⁾ Moody's, Comments on S7-12-03, Annex 2, b.

⁽⁷⁶⁾ SEC Concept Release, S7-12-03.

⁽⁷⁷⁾ Moody's, Comments on S7-12-03, Annex 2, b. セーフガードとは、具体的には発行体企業が近く格付けの変動があることを示すウォッチリストに入っているときはアドバイザー業務を行わないなど。

⁽⁷⁸⁾ SEC Concept Release, S7-12-03.

⁽⁷⁹⁾ S&P, *op.cit.*

⁽⁸⁰⁾ Bunge Limited, *op.cit.*

⁽⁸¹⁾ 投資格付情報センター, *op.cit.*; 日本格付研究所, *op.cit.*; Pacific Credit Rating, *op.cit.*

う主張は議会サイドを中心に多くみられる⁽⁸²⁾。上院スタッフレポートも、公認格付機関の認定基準を規則で定めたうえで、基準の遵守状況をモニターすべきであると提言している⁽⁸³⁾。また格付けユーザーである投資家も、公認格付機関が市場に強い影響力を持っているだけに、監督も強化する必要があるとしている⁽⁸⁴⁾。

公認格付機関はいずれも投資顧問業者として登録しており⁽⁸⁵⁾、他の投資顧問業者と同様に5年に1度のSECの検査を受けている。

当然ながら公認格付機関は、現行の監督体制を強化することには反対である。大きな反対理由として、業務記録を作成してSECに開示しなくてはならないことがある。民事訴訟の増加をもたらし、発行体の非公開情報を含む記録が開示されることを懸念してのことである。非公開情報の提供に発行体も慎重になり、格付けの質の長期的な低下にもつながるといふ⁽⁸⁶⁾。

しかし、このような具体的な弊害によるよりも、むしろ、格付機関や格付けの性格、あり方に関わる問題として監督そのものに反対していることが大きい⁽⁸⁷⁾。次章では、これらにかかる論議を紹介する。

IV 格付機関のあり方と規制論議

1 格付機関に対する規制上の優遇措置

格付けが適正ではなかったとして格付機関が世間の批判を浴びたのはエンロン破たんのケースに留まらない⁽⁸⁸⁾。しかし格付機関は常に、格付けは「意見」ないしは「世界で最も短い社説」であり⁽⁸⁹⁾、「絶対的真実ではない」⁽⁹⁰⁾というスタンスをとりつづけてきている。

格付機関のスタンスの拠り所となっているのが、合衆国憲法修正第1条の「言論の自由」である。格付機関は、「意見」の表明は合衆国憲法修正第1条の「言論の自由」で保護されると主張している。これまでに幾たびか、格付けを信頼した結果、損害を蒙ったとして、格付機関は裁判に訴えられてきたが、判例では、格付機関の主張する「言論の自由」が認められており、また「ジャーナリストの特権」として、格付機関は記録の提出も免れている⁽⁹¹⁾。

そのことと符号するかのように格付機関に対する規制が緩くなっている。典型的な例として、次の二点をあげることができる。

第一に、発行体が、公募債券の発行届出書や

⁽⁸²⁾ *H.R. Hearing.*, pp.22, 42.

⁽⁸³⁾ *Staff Report*, p.127.

⁽⁸⁴⁾ Fidelity Investments Money Management, Inc., SEC Hearing, November 15, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/credrate111502.txt>> ; Investment Company Institute, *op.cit.*

⁽⁸⁵⁾ 97年規則案には認定基準に加えて投資顧問業者として登録することが望ましいということも盛り込まれている。

⁽⁸⁶⁾ Moody's, Comments on S7-12-03, III A2.ii).

⁽⁸⁷⁾ ムーディーズは、監査法人、投資銀行、投資顧問業、証券業に対する監督体制をモデルにすべきではないと述べている。Moody's, Comments on S7-12-03, III.

⁽⁸⁸⁾ エンロン以前では、ニューヨーク市債のデフォルト（75年）や、原子力発電所ワシントンパブリックパワーシステムの破綻（83年）、オレンジ群の破産（94年）、エンロン以後では、カリフォルニア州電力公社、ワールドコム、グローバルクロッシングなどの破たんに際しても批判を受けた。

⁽⁸⁹⁾ *Staff Report*, p.123.

⁽⁹⁰⁾ S&P, *op.cit.*

⁽⁹¹⁾ *Staff Report*, pp.123-124.

目論見書に専門家等の意見を引用する場合、当該専門家の同意書を添付し、専門家も民事責任を分担するかたちになるが、公認格付機関による格付けに関しては、格付けが一般に公開されるかぎり、格付機関の同意を要さない⁽⁹²⁾。すなわち、公認格付機関は目論見書等に記載されている格付けに対する責任を負わず、民事責任も免れていることになる。投資家は、公認格付機関だけが法的責任と説明責任を回避しているとして批判的である⁽⁹³⁾。

第二に、前述のように、現在の公認格付機関は、いずれも投資顧問業者の登録をしており、現行では投資顧問法⁽⁹⁴⁾に基づく5年毎の検査が行われ、会計帳簿や記録、業務運営状況が検証されているという⁽⁹⁵⁾。しかし法律の運用が厳格になされているとはいいがたい。

投資顧問法には、新聞やビジネス誌の出版社に対する適用除外規定がある⁽⁹⁶⁾。ある係争事件で、さる出版社が行っていた業務が投資顧問業に該当するか否かが争点となり、顧客に直接、個人的にアドバイスを行っていない場合には投資顧問業に該当しないという判例が出された。格付機関は、自分たちもこのケースに相当するのではないかと主張している⁽⁹⁷⁾。格付機関の

立場からは、投資顧問業の登録も記録の提供も自主的に行っているにすぎず、法の要請に遵っているわけではない⁽⁹⁸⁾。現実には、公認格付機関が記録の開示に抵抗したこともあったという⁽⁹⁹⁾、SECは投資顧問法の下で、格付機関に対して、登録取り消しなどの強制的な措置を今までに採ったことはない⁽¹⁰⁰⁾。

このように、公認格付機関は「言論の自由」に保護され、「目論見書等への記載内容の同意に伴う民事責任」を免除され、「投資顧問業としての義務」をも実質的に免除されている。ほぼジャーナリストに近い裁量が許されているといえる。

他方で、レギュレーションFD⁽¹⁰¹⁾という規則の適用が免除されており、格付機関は、通常では入手できない非公開情報を入手しやすい立場にある。レギュレーションFDは、発行体が、非公開の重要情報を一部の証券アナリストなどに選択的に開示することを禁止するものである。しかし格付機関に提供する非公開情報については、格付けが一般に公開される場合には、開示は免除されている。格付けが公開されることによって、非公開情報そのものを公開しなくても、それが発行体の信用に与える影響を、一般に知

⁽⁹²⁾ 17CFR230.436(g), Securities Act Sec.11, 15U.S.C.77k. 17CFR230.436(g)は、格付機関のなかでも公認格付機関に限定した措置である。

⁽⁹³⁾ Investment Company Institute, Written Statement of SEC Hearing, November 21, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/investcoinstit.htm>>

⁽⁹⁴⁾ 15 U.S.C. Chap. 2D Subchap. II.

⁽⁹⁵⁾ *Staff Report*, p.124. 投資顧問法は、投資顧問業者に、会計帳簿や文書、テープ、ディスクなどの業務記録を作成し、一定期間、保管し、広く配布することと、これらの記録を、SECの定期検査や特別検査に付すことを規定している。15 U.S.C. 80b-4.

⁽⁹⁶⁾ 15 U.S.C. 80b-2(a)(11)(D).

⁽⁹⁷⁾ *Staff Report*, pp.124-125. なお、このことに関する裁判については、牛丸與志夫「米国投資情報出版業と投資顧問規制」『商事法務』1985.8.25, pp.263-268に詳しい。

⁽⁹⁸⁾ *Staff Report*, p.124.

⁽⁹⁹⁾ Commissioner Campos, SEC Hearing, November 15, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/credrate111502.txt>>

⁽¹⁰⁰⁾ *Staff Report*, p.125.

⁽¹⁰¹⁾ 17CFR243.100. 一般投資家保護のために2000年に制定された。なお格付機関の免除を定めた規定は17CFR243.100(b)(2)(iii)で、全格付機関に適用される。FDはfair disclosureの略。

らしめることができるからである⁽¹⁰²⁾。発行体企業は、企業秘密である将来のプロジェクトを企業の信用力に反映させる唯一の方法として、レギュレーションFDの適用が格付機関に免除されていることを支持している⁽¹⁰³⁾。しかしレギュレーションFDが適用されて非公開情報入手できない立場である投資会社はこの措置を不満としており、格付機関からのディスクロージャーの拡大を求めている⁽¹⁰⁴⁾。

様々な規制を免れている格付機関であるが、レギュレーションFDの免除で、より多くの重要情報を入手できるという特別な地位が与えられているからには、それに伴う責任も求められるはずである。ところがその責任が果たされていないとの指摘がなされている。

エンロン（2001年12月破たん）のケースでは、不正会計疑惑がフォーチュン誌やウォール・ストリート・ジャーナル紙で報道されるなど、2001年後半には疑惑が表面化していたにも関わらず、公認格付機関は、レギュレーションFDの適用を免除されている特権を活かして経営者に説明を求めることをしなかった⁽¹⁰⁵⁾。

なおそれ以前の問題として、エンロンに関しては、公表された資料も十分に精査されていなかったことが、SECが行った公認格付機関に対する調査で明らかになっている。議会やSECの公聴会で、当時の公認格付機関は、自分たち

もエンロンの虚偽情報の犠牲者である⁽¹⁰⁶⁾、自分たちは、発行体の会計監査をしたり、不正行為を発見することを任とせず、会社が提供したくない情報を得るために召喚状を出す権限もないと述べている⁽¹⁰⁷⁾。しかしエンロン社の2000年の財務情報（Form 10-K）⁽¹⁰⁸⁾には、関連会社や特別目的会社との疑わしい簿外取引のことが記載されている。ムーディーズ、S&P、フィッチのいずれのアナリストも、この取引内容に注意を払わず、この取引のより詳細な情報が記載された株主総会議案説明書（Proxy statement）も見なかった。

上院スタッフレポートは、公認格付機関が、財務諸表の十分な精査を行わず、レギュレーションFDが格付機関には免除されているにも関わらず、エンロン側から提供された情報を額面どおりに受け取り、なにも追及しようとしなかったと批判している⁽¹⁰⁹⁾。さらに、同レポートでは、「言論の自由」は、格付機関の怠慢を許すものではなく、また説明責任を排除するものではないと断じている⁽¹¹⁰⁾。

2 公認格付機関の構造問題と規制論議

公認格付機関の制度に対する論点は、公認格付機関、非公認格付機関、投資家、発行体それぞれの立場によって異なる。非公認格付機関は、参入障壁の是正と、競争阻害的な要因の除去、

⁽¹⁰²⁾ SEC Report, note 60, p.22. なおレギュレーションFDの免除で非公開情報を得る立場にある格付けアナリストに、格付機関の情報購読者（会員）がコンタクトをとることで、非公開情報が不適切に開示されることに対して、特に発行体から懸念が示されている。Bunge Limited, *op.cit.*

⁽¹⁰³⁾ Ford Motor Company, SEC Hearing, November 15, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/credrate111502.txt>>

⁽¹⁰⁴⁾ Fidelity Investments Money Management, Inc., *op.cit.*

⁽¹⁰⁵⁾ Staff Report, pp.116-119.

⁽¹⁰⁶⁾ Testimony of Ronald Barone, S&P, Senate Hearing, p.2.

⁽¹⁰⁷⁾ *ibid.*, p.9.

⁽¹⁰⁸⁾ Note 16 - restructuring charge, Enron Corp. Form 10-K, 2001.4.2, <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1024401/000102440101500010/0001024401-01-500010.txt>>

⁽¹⁰⁹⁾ Staff Report, p.119.

⁽¹¹⁰⁾ *ibid.*, p.124.

認定基準・認定プロセスの透明化を要望している。投資家は、公認格付機関に対する監督の強化、公認格付機関のディスクロージャーと説明責任の拡大を求めている。発行体は、非公開情報の管理や格付けコストなど、自らの事業や財務に関わることに専ら関心がある。しかし一番の争点は、格付機関の性格にかかわるところの、規制のありかたである。

公認格付機関は、規制が一貫して緩かったという既得権益もあって、格付機関の裁量を広く解釈しており、それに踏み込むかたちの規制を新たに設けることには反対している。

公認格付機関は、格付けを適正に行うためには、レピュテーション（評判）に対する配慮で十分であり、新たな規制を設ける必要はないとしている⁽¹¹⁾。たしかにムーディーズやS&Pなどの格付機関は過去の格付けのトラックレコード（実績）を検証しており、エンロンの破たん以降は、市場との対話を通じて自ら各種の改善に取り組んでいる⁽¹²⁾。しかしこのようなレピュテーションに対する配慮だけで、公認格付機関に特有の構造問題は解決をみるだろうか。

構造問題とは、一つは、公認格付機関による格付けの枠組みが多くの法規に組み込まれ、市場取引の上で既成事実が積み重なり、これらの除去が現実的に不可能に近いことから、公認格付機関、とりわけムーディーズ、S&Pの両者は、格付けの相対的位置づけや市場の評価に関

わりなく地位が保全されるということである。昨今、銀行や投資会社は、内部に信用評価を行う部門を備えるようになり、格付けは従来に比べて絶対的な位置づけではなくなっている⁽¹³⁾。また格付けの信頼を失わせるような事件があり、格付機関が「怠慢」の謗りを受けたのは既述のとおりである。それにも関わらず、例えばムーディーズの場合、2000年以降、総収入、営業利益とも、年率2割以上の伸びを記録している⁽¹⁴⁾。レピュテーションが機能しないままに、公認格付機関は市場に大きな影響力を及ぼしつづけ、高収益を維持できるのである。

いま一つが、市場に影響力を持っていることから、格下げへのディスインセンティブが働くということである。特に、債券の契約に、公認格付機関による格付けが下がった場合に返済を繰り上げるという財務特約（引き金を引くということで、レーティング・トリガーと呼ばれている）が入っている場合には、企業の破たんを促進させることから、公認格付機関は格下げを躊躇する傾向があるとも指摘されている⁽¹⁵⁾。公認格付機関ではない格付機関がエンロンの社債の格下げを早期に行っている⁽¹⁶⁾こともその可能性を暗示している。

このように、現在の公認格付機関をめぐる、レピュテーションが働かず、インパクトの大きさから、ときに格下げもままならないなど、格付けの質の低下につながる弊害が生じやすい環

(11) S&P, *op.cit.*

(12) ヴィッキー・A・ティルマン「格付けプロセスへの規制には断固反対する」『東洋経済』2003.11.8, p.81; 淵田康之「米国における格付け会社を巡る議論について」『資本市場クォーターリー』2002,春, pp.18-20.

(13) *ibid.*, p.17.

(14) Moody's, *Annual Report 2003*, p.5. S&PはMcGraw Hill社の、フィッチはフランスのコングロマリットのFIMALAC社の子会社であるため、財務情報は公開していないが、ムーディーズは2000年にDun&Bradstreet社から独立し、財務情報を公開している。

(15) SEC, Letter to Richard Baker, 6), June 4, 2003, <<http://www.sec.gov/spotlight/ratingagency/baker060403.pdf>>; Sean J. Egan, Written Statement of, SEC Hearing, November 15, 2002, <<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/eganjones2.htm>>

(16) Egan-Jonesはエンロンの破たんの1月以上前に債券を投機的格付けに格下げしている。Sean J. Egan, Written Statement of, SEC Hearing, November 15, 2002.

境が醸成されている。

このようななかで、レピュテーションに対する配慮で十分であるという公認格付機関の主張は、説得力を欠く。SECのハーヴェイ・ゴールドシュミット委員も、レピュテーションは全能ではない、と述べている⁽¹¹⁷⁾。

公認格付機関に特有の環境の下、前節の、格付けは意見、社説と主張する公認格付機関のスタンスの妥当性も問題になってくる。上院スタッフレポートは、市場では、専ら格付けに制約された取引が行われていること、また何百もの法規に格付けの枠組みが組み込まれていることにかんがみると、格付けは社説と同等のものとは言いがたいと論じている⁽¹¹⁸⁾。フィナンシャルタイムズ紙も、公認格付機関、とりわけムーディーズとS&Pの資本市場に対する強大な影響力を考えると、意見と言い切ることはできないのではないかという見解を示している⁽¹¹⁹⁾。市場のチェック機能が働かない状況の下、格付けのインパクトが大ききだけに、格付機関には相応の責任が求められるといえる。

エンロンの破たんを契機に、「言論の自由」の下で保護されてきた格付機関の、責任を問われないありがたが、これまでになく注目を集め、その妥当性が問われるところとなった。規制強化論議が生じたのも必然といえよう。

V 結びにかえて

エンロンの破たん以降、格付機関の調査活動

の中心となってきたSECであるが、その動きが緩慢であると言われている。昨年(2003年)4月の、下院金融サービス委員会資本市場・保険・政府支援企業小委員会の場では、SECは格付産業の寡占を許している⁽¹²⁰⁾、長らく問題点を調査していながら何も決めていない⁽¹²¹⁾、その態度になんの熱意も感じられない⁽¹²²⁾といった批判が噴出した。当該小委員会ののち、SECは2003年6月にコンセプトリリースを提示し、2カ月にわたりパブリックコメントを受けつけたものの、その後の動きは今のところ見られない。

かつてニューヨークタイムズのコラムニストのトム・フリードマンは、「世界には二つのスーパーパワーがある。アメリカ合衆国とムーディーズである。そしてどちらがより強力なのかかわからない」と述べたという⁽¹²³⁾。「言論の自由」と、市場への強大な影響力を併せ持つ格付機関が、規制強化に反対の立場を表明しているなかで、SECが次のステップになかなか進めないでいることもゆえなしとしない。とはいえ他方では、投資家の保護、市場の透明性の強化を求める議会からの圧力もある。

2003年2月にDBRS社が公認格付機関に認定されたのは、当時の三つの公認格付機関に対する非難が高まっているさなかのことである。

現在、米国では、Egan-Jones、A.M. Best、LACE Financialが⁽¹²⁴⁾、わが国では、投資格付情報センター、日本格付研究所が公認格付機関の申請を行っているという⁽¹²⁵⁾。公認格付機

⁽¹¹⁷⁾ *Financial Times*, Dec 9, 2002.

⁽¹¹⁸⁾ *Staff Report*, p123.

⁽¹¹⁹⁾ Jane Fuller, "Credit rating groups need greater scrutiny." *Financial Times*, Apr 13, 2004, p.17.

⁽¹²⁰⁾ *H.R. Hearing*, p.4. オクスレー議員の指摘。

⁽¹²¹⁾ *H.R. Hearing.*, pp.3, 13.

⁽¹²²⁾ *H.R. Hearing.*, p.19.

⁽¹²³⁾ 山澤, p.171; Senator Lieberman Statement, *Senate Hearing*, <<http://govt-aff.senate.gov/032002lieberman.htm>>

⁽¹²⁴⁾ SEC Approves Fourth Credit-Rating Agency, *St. Louis Post - Dispatch*, Feb 25, 2003.

⁽¹²⁵⁾ SEC unresponsive to Japan Credit, *Asset-Backed Alert*, Aug 1, 2003, p.6.

【表 3】 主要格付機関の概要

	格付機関	設立	従業員数	系 列	本社	主たる報酬源	格付け公表の有無	備 考
公認格付機関	Moody's Investors Service	1900	1,800 うち1,000人以上がアナリスト*	独立系	米国	発行体	○	わが国の指定格付機関
	Standard & Poor's	1906	1,250 (アナリスト数)*	McGraw-Hill (出版・メディア)	米国	発行体	○	わが国の指定格付機関
	Fitch	1913	1,500*	FIMALAC (フランスのコングロマリット)	米英	発行体	○	わが国の指定格付機関
	Dominion Bond Rating Service	1976	68 (アナリスト数)*	独立系	カナダ	発行体	○	
非公認格付機関	A. M. Best	1899	450*	独立系	米国		○	保険会社専門
	Egan-Jones Credit Rating Co.	1992			米国	情報購読者	×	
	日本格付研究所 (JCR)	1985	74	保険会社や銀行を含む機関投資家	日本	発行体	○	わが国の指定格付機関
	格付投資情報センター (R&I)	1985	140	日本経済新聞金融機関等	日本	発行体	○	わが国の指定格付機関
	LACE Financial Corp.	1984			米国	情報購読者	×	計量モデルによる格付け、金融機関が主対象
	三國事務所	1975		独立系	日本	情報購読者	×	財務諸表の分析による格付け

(資料) Basel Committee On Banking Supervision, Working Papers No. 3, August 2000, Credit Ratings And Complementary Sources of Credit Quality Information, Annex I.A, I.B, Annex I.C、* 各社のホームページ

関の数を増やしていくことが、規則制定など直接的な私たちの規制強化に容易に着手できない SEC のナローパスとも言える。しかし現在申請している格付機関は、会員限定サービスを行っている格付機関 (Egan-Jones)、計量モデルで格付けを行っている格付機関 (LACE Financial)、保険会社の格付けを主力としている格付機関 (A.M. Best)、あるいは日本企業を主たる対象としている格付機関など、従来の認定基準の枠を超えた格付機関が多い (表 3 参照)。これらの格付機関を公認格付機関に新たに認定するに際しても、SEC は従来の判断からの飛躍が求められる。

いずれにしても、公認格付機関に対する規制の枠組みの帰結がどのようなものになるかは、議会と格付機関のパワーバランス、そして SEC 自身の力量にかかってくるといえる。

折しも、国際基準行の自己資本ルールを定めた新 BIS 規制 (バーゼル II) が決着をみ、銀行保有の債券について、格付けごとに細かくリスクウェイトを設定して自己資本を算定することとなった。外部格付けを導入する場合、各国監督機関の認定した外部信用評価機関の格付けを用いることになる⁽¹²⁶⁾。この場合、外部信用評価機関には、現行の各国の公認 (指定) 格付機関が充てられる公算が強く、銀行監督の分野にも公認 (指定) 格付機関の格付けの枠組みが組み込まれることになる。S&P は、世界中の金融監督機関が、格付機関に対する規制の枠組みを考えている現在、SEC の新しい規制のありかたは、米国外に波及すると述べているが⁽¹²⁷⁾、わが国も例外ではない。

わが国市場においても、格付けは大きな影響力を持つようになっている。また、すでにいく

(126) 外部格付機関については、バーゼル II の第 90 条にその認定基準が規定されている。

(127) S&P, *op.cit.*

つかの法規に格付けという言葉が用いられてもいる。規制事実が積み重なっている一方で、指定格付機関の定義は、明文化こそされているものの、その中味は「格付実績、人的構成、組織、格付の方法および資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して…」というもので⁽¹²⁸⁾、米国の運用基準より曖昧ともいえる。米国で格付機関をめぐる論点となっていることは、わが国にもあてはまる。

わが国の場合、とりわけ財務省は、格下げされた国債の発行体としての立場もあり、格付機関に対する批判が先に立つきらいがある。しか

し、バーゼルⅡの導入が2006年末に迫っていることを一つの契機として、わが国においても、米国の議論を注視しつつ、格付けそして指定格付機関のありかたを再考していく必要がある。

下院金融サービス委員会資本市場・保険・政府支援企業小委員会の2004年9月14日のヒアリングにおいて、カンジョルスキ議員は、SECの遅々とした動きに若干苛立ちながらも、来る2005-2006年の第109連邦議会では、最適なステップが踏まれることを期待していると述べている。米国の動向が注目される。

(さかた かずこう 財政金融課)

⁽¹²⁸⁾ 企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和48年1月30日大蔵省令第5号）。