

## 米国における格付け会社を巡る議論について

格付け会社がエンロンの破綻の直前まで、同社の債券を投資適格としていた問題が契機となり、米国では、格付け会社のあり方を巡る議論が活発化している。

格付け会社は、米国では明確に規制されていないものの、様々な規制プロセスにおいて、認定格付け会社（NRSRO）が出す格付けが利用されている。このため、格付けのもたらす影響は非常に大きなものがある。

格付け会社に関しては、従来より様々な問題が指摘されてきたが、今回、SEC は本格的な調査に着手する。改革案の一つとして、NRSRO の認定プロセスの見直しや監視の導入が、俎上に上っている。

### 1. はじめに

エンロンの事件を契機に、米国では格付け会社のあり方を巡る議論が活発となっている。表 1 に見られるように、エンロンの問題が徐々に表面化していくのに対応し、格付け会社はエンロンの債務の格付けを順次低下させていった。しかし結局、エンロンが 2001 年 12 月 2 日にチャプター11 を申請する数日前まで、格付け会社はエンロンの社債を投資適格としてきた。そこで、格付け会社に対する不信感が高まっているのである。

エンロンの問題の中核となったのは、多くの特別目的会社との間の取引であるが、格付け会社は、これらの特別目的会社の発行証券の格付けも行なっていた。

格付け判断が、相当程度、市場の後追いになったこと、そして、エンロンはもとより、問題となった同社の特別目的会社について調査・分析しながらも、適切な情報を投資家に提供できなかったことが、エンロンを巡るその他各種の問題への関心の高まりの中で、政治的にも注目されるに至っている。

既に米議会においては、各種の委員会でヒアリングが開かれてきたが、この中で注目すべき最近の動きは以下の点である。

まず 2002 年 2 月、下院の金融サービス委員会のオックスレイ委員長と資本市場小委員会のベーカー委員長は、Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act of 2002(H.R.3763)という法案を提出した。同法案は公認会計士を監督する規制機関の設立や

表 1 エンロンの破綻への経緯と格付け会社の対応

	エンロンの動向	ムーディーズの対応	S&P の対応
2001 年 10 月 15 日	2001 年の第 3 四半期、10 億ドル超の巨額の損失が発生すると発表。また、会計処理の誤りにより 12 億ドルに上る自己資本減額が生じると発表。		
10 月 16 日		格下げをどうかのレビューの対象とすると発表。	格付けを BBB+ で据え置きと発表。
10 月 25 日			株価下落を反映し、アウトルックをネガティブに変更。
10 月 29 日		Baa1 から Baa2 に格下げ。さらなる格下げの可能性があるとしてレビューの対象と位置に。	
11 月 1 日			格付けを BBB に下げ、クレジットウォッチ・ネガティブとする。
11 月 8 日	Form-8K をファイル。過去 4 年半の純収益が過大に計上されていたこと、これまで非連結対照としてきた 3 つの SPEs を連結対象とすること、役員会に特別委員会を設置すること等を発表。	Ba2 への格下げを決定しエンロンに通知したところ、ダイネジーとのディールの進展、追加的な流動性供給の可能性に関する情報が得られた。このため、Ba2 への格下げは保留。	
11 月 9 日	ダイネジーがエンロンの買収で合意との発表。	格付けを Baa3 に格下げ。短期格付けも Prime-2 から Not Prime に格下げ。	格付けを BBB- に格下げ。クレジットウォッチ・ネガティブを継続。
11 月 12 日			エンロンに関するテレコンファレンスを開催。ダイネジーとのディールとこれに伴う 15 億ドルの流動性供給が無ければエンロンの格付けは B の上の方が、BB の下の方になるとコメント。
11 月 19 日	7-9 月期の四半期報告を発表。社債格付けの低下や株価の低下により特別目的会社関連の手形の支払い期限が前倒しになったこと（2003 年から 2001 年 11 月 26 日へ）、特別委員会の調査中のため、この四半期財務諸表について監査法人が必要なレビューを完了できなかったことを発表。		エンロンと銀行との利害の調整や支払期限延長の努力がうまくいくと信じるという見解を表明。
11 月 26 日		エンロンよりダイネジーとの合併に関する条件を入手。これまでの説明よりもはるかに増資額が少ないなど、驚くべき内容であった。銀行もクレジットラインを提供するつもりが無いことも判明。	
11 月 28 日	ダイネジー、買収合意を破棄。	格付けを B2 に引下げると発表。	格付けを B- に引下げ。クレジットウォッチ・デベロップングに。
11 月 30 日			格付けを CC に引下げ。クレジットウォッチ・ネガティブとする。
12 月 2 日	米連邦破産法 11 条を申請。		
12 月 3 日		Ca に格下げ。	D に格下げ。

(出所) 野村総合研究所

ディスクロージャーの改善などの他、SEC が格付け会社について調査することを求めている。すなわち格付け会社の役割や重要性、正確な格付け判断を妨げるものは何か、格付けビジネスへの参入の障害、格付け会社が格付けを発表する際の情報伝達のあり方をいかに改善するか、格付け会社に関わる利益相反とその対応、といったポイントについて、法律施行後 180 日以内に、SEC が大統領や議会に報告することが求められている。同法案は、2002 年 4 月に委員会で承認され、下院での審議に移った。

SEC のピット委員長は、同法案の成立を待たず、SEC が格付け会社調査に取り組むことを 2002 年 3 月 20 日に開催された下院の金融サービス委員会のヒアリングで表明している。

また、上院政府活動委員会では、エンロンに関わる各種の問題についての一連のヒアリングが行なわれているが、2002 年 3 月 20 日のヒアリングは、**Rating the raters**（格付け会社を格付けする）と題し、格付け会社の問題についての集中的な討議となった。

ここでも SEC のコミッショナー、アイザック・ハント氏は、SEC としても、格付け会社がエンロンの財務問題を見落とししたことを問題視しており、格付け会社の役割及び規制を見直す必要があると発言した。1997 年にも SEC は、格付け会社に対する監視の強化を検討したものの、見送った経緯があるが、今回再検討されることになるわけである。

以下、格付け会社についての各種の議論を整理した上で、現在の米国の金融・証券行政における格付け会社の位置付けについて紹介する。

## 2. 格付けを巡る議論の整理

エンロンを契機に現在高まっている格付けを巡る議論であるが、その多くのポイントは、これまでも繰り返し論じられてきたものが多い。以下では、今回のエンロンの破綻で問題となっている点を含め、格付けを巡る各種の議論を整理する<sup>1</sup>。

### 1) 格付けが破綻を十分予測できていないという問題

エンロンの問題では、格付け会社の格付けが結果として破綻を予測できなかったことが問題となったが、こうした事例は今に始まったことではない。

1970 年 6 月、ペンセントラル鉄道が倒産したが、同社の CP に対して、CP 専門の格付け会社であるナショナル・クレジット・オフィス（NCO）は最上位の格付けを付けていた。この結果、CP 市場はパニックに陥り、格付け会社に対する信用も危機に瀕した。これを契

---

<sup>1</sup> 以下の記述は、“Bond investors berate agencies,” Financial Times, January 14, 2002, “Moody’s blues,” Financial Times, January 21, 2002, “How far is too far?,” Investment Dealers’ Digest, February 12, 1996, “Moody’s and S&P may speed credit ratings downgrades,” Wall Street Journal January 23, 2002, “Moody’s Investors Service cuts back on plan to overhaul ratings process,” Wall Street Journal, February 14, 2002、黒沢義孝『＜格付け＞の経済学』PHP 新書、1999 年、等を参考とした。

機に NCO は、ムーディーズに吸収合併された。

1975年、ニューヨーク市の市債がデフォルトしたが、格付け会社が同市の財政状況が悪化する中で、格付けを上げていたことが問題となった。この背景として同市が格付け会社に圧力をかけていたことが明らかとなり、格付け会社の責任が議会でも問われた。

1983年に倒産したワシントン州の原子力発電所、WPPSS (Washington Public Power Supply) の場合、格付け会社は、発行時にシングル A をつけたものの、経営の悪化を受け、格付けを順次引き下げていった。しかし債券の値下がりや損害を被った投資家が、電力需要の減退を見抜けずに発行時（デフォルトの5年前）に投資適格の格付けをつけた格付け会社にも責任があるとして提訴した。結局、「格付けは単なる投資情報にすぎない」ということで、格付け会社は免責され、提訴は取り下げられた。

## 2) 格付けの妥当性に対する発行者の不満

格下げが発行者の資金調達コストの上昇をもたらすため、格付け会社の格下げ判断に対する発行者からの批判が生じることは日常茶飯事であるが、時には訴訟に至ることもある。

1995年、コロラドのジェファソン・カウンティ・スクール・ディストリクトが債券を発行しようとした際、格付け会社の格付けがネガティブなものであったため、予定より高い金利での発行を迫られた。この時の格付けはいわゆる勝手格付けであり、判断に用いられた財務データは1年前のものであった。

発行者は格付け会社を提訴し、損害賠償を求めたが、裁判所はこれを却下した。この理由は、格付けは単なる意見の表現であり、憲法に定める表現の自由によって保護されている、というものであった。

この他にも裁判になったケースはいくつもあるが、やはり表現の自由ということを理由に、格付け会社は敗訴を免れている。ただし、裁判に伴う各種コストを避けるため、格付け会社側が和解金を支払ったケースも多い。

## 3) 格付け会社に求められる会社情報の収集と分析

以上に述べた、格付けが破綻を予測しきれなかった問題や、格下げに対する発行会社からの批判が生じる場合において、常に問われるのは、格付け会社が十分な情報収集や調査を行なっていなかったのではないかと、という点である。エンロンのケースでも、この点が争点となっている。

これに対して、格付け会社は、格付けは公開情報と発行体が提供した情報に基づいて行なうものであり、元になる情報のクォリティを上回ることができない、と主張する。財務データの正確性についても、格付け会社が会計監査法人の仕事を繰り返す立場に無く、格付け会社はその内容の責めを負わされるものではない、というものである。エンロンの場

合は、まさに企業情報に、監査法人も指摘しなかった過誤があったわけである。

そして、表2に見られるように、通常は、格付けの差は将来の破綻の可能性の違いを極めて明確に表している。つまり統計的にも証明されたトラックレコードがある。エンロンはその意味で異常なケースであり、こうした例を持ってして格付け会社の活動全般に問題

表2 格付け別累積デフォルト率 (%)

格付け	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目
AAA	0.00	0.00	0.03	0.07	0.10	0.18	0.27	0.41
AA	0.01	0.03	0.08	0.16	0.26	0.37	0.51	0.63
A	0.05	0.14	0.24	0.40	0.57	0.74	0.93	1.13
BBB	0.26	0.62	0.99	1.57	2.16	2.78	3.30	3.79
BB	1.22	3.49	6.14	8.50	10.59	12.65	14.10	15.30
B	5.96	12.68	18.25	22.28	25.06	27.18	29.09	30.56
CCC	24.72	33.06	38.40	42.60	46.87	48.48	49.62	50.02
投資適格	0.10	0.24	0.39	0.63	0.88	1.14	1.38	1.62
投機的	4.72	9.46	13.67	16.93	19.48	21.54	23.19	24.48

格付け	9年目	10年目	11年目	12年目	13年目	14年目	15年目
AAA	0.46	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
AA	0.71	0.83	0.94	1.06	1.13	1.22	1.31
A	1.36	1.58	1.75	1.89	2.02	2.12	2.32
BBB	4.17	4.66	5.18	5.57	5.97	6.30	6.64
BB	16.49	17.40	18.20	18.69	19.20	19.37	19.52
B	31.63	32.61	33.40	34.08	34.66	35.20	35.76
CCC	51.28	52.22	52.76	53.07	53.45	54.38	54.38
投資適格	1.84	2.08	2.30	2.48	2.65	2.79	2.98
投機的	25.61	26.56	27.33	27.91	28.44	28.84	29.17

(出所)スタンダード&プアーズ「信用力の悪化と経済の低迷に伴う2001年のデフォルト」2002年2月

があるかのように批判するのは不適切、とされる。

さらに、これまでの判例を踏まえて、格付け会社はエンロンの事件においても、「格付けは単なる意見であり、推奨ではない。」「格付けの記号は、世界で一番短い社説である。」「表現の自由によって保護されている。」といった指摘をしている。

これに対して、格付けの利用が法的に要請されているケースも多く、発行体としてもフィーを払って格付けを取得していることから、単なる「意見」であり、表現の自由があるから、仮に格付け会社が怠慢や誤りを犯しても免責されるとまでは言えないのではないか、という批判がある。

さらに批判者は、格付け会社は、発行会社と守秘義務契約を結んで、一般の投資家では

得られない情報を入手しうる立場にあること、さらに2000年に導入されたレギュレーションFDの適用を格付け会社は免除されている点を重視する。レギュレーションFDにおいて、企業はアナリスト等に重要な情報を提供した場合、同様の情報を一般に公表することを要求されたが、格付け会社に対しては、監査法人や弁護士やマスコミに対するのと同様、企業は一般への公表義務を負わずに重要な情報を提供できるのである。つまり、格付け担当者は、株式アナリスト以上に、重要な情報を入手しやすい立場にあるといえ、それなりの責任がある、というわけである。

#### 4) 自己実現的予測の問題

格下げ判断が単に破綻確率についての客観的な予想に留まらず、破綻の引き金となるようなケースはより多くの議論を呼ぶことになる。格付けをベースに多くの投資家が投資判断を行なうようになればなるほど、格付け会社の格下げ判断が発行会社の資金調達を困難にし、実際に破綻を引き起こしやすくなるという問題が発生する。

多くの投資家が格付けをベースに判断していることが、格付けが自己実現的となってしまいう一因であるが、エンロンの場合、重要だったのは、投資家の投資判断のみならず、他の様々な取引が、格付けをよりどころとしたものとなっていたことである。

まず、格付け会社はダイナジー社による買収が実現することを前提に、エンロンに投資適格の格付けを付与していたが、ダイナジーがエンロン買収を実行するかどうかの判断が、相当程度、エンロンが投資適格であるかどうか依存していた。

さらに、エンロンの場合、特別目的会社の多くにおいて、格付けが低下した場合、資金返済が前倒しになるという条項が入っていた。このため、格付け会社が格下げをしたことで、資金繰りの行き詰まりが明白なものとなり、ダイナジーの買収失敗とあわせて、投機的格付けへの格下げ、そして破綻を決定付けることとなった。

このように格付けの変化が企業の財務等に大きな影響をもたらす仕組みとなっている場合、その仕組みを rating trigger と呼ぶ。こうした仕組みの存在は、必ずしも公表されていないが、後述するように、エンロン以降、格付け会社はその把握に、より注意を払う方針を打ち出している。

#### 5) 発行体からのフィー収入依存の問題

格付け会社の多くは、発行体からのフィー収入に大きく依存している。ムーディーズの場合、年間収入の85%が格付け先の発行体からのフィー収入である。ムーディーズは、1970年代初頭より、投資家からの情報料収入に加えて、発行体から手数料を徴収して格付けをするというビジネスを行なうようになった。これは、金融市場がより広範かつ複雑なものになっていったことに対し、格付け会社がグローバルな信用分析に十分な人的リソースを

確保するには、格付け情報の購読料に依存するだけでは限界が生じるようになったため、と説明されている。

しかし、このように格付け会社にとって、発行体からのフィー収入が重要な地位を占める結果、顧客である発行体の意向に格付けが影響される恐れがあるのではないかと、という議論がある。

これに対して格付け会社は、格付け会社にとってレピュテーションが重要であり、独立性と客観性を持って格付けをする姿勢を堅持しているということ、またムーディーズの場合、同社の年間収入の1.5%を超えるフィーを払う単一の発行体は存在せず、個々の企業からのフィー収入の影響度は小さいということ、また格付けアナリストは、格付け対象企業からどの程度のフィー収入をあげたかに応じて評価されていないことを指摘する。

発行体からのフィー収入に関連した問題として、格付け会社がいわゆる勝手格付け、すなわち発行体からの依頼ではない格付けの場合、低めの格付けがつく傾向があるという指摘がある。このような状況がある場合、発行体にとっては、フィーを払って、適切な格付けを取ろうという動機が生まれることになる。

この点について、ムーディーズは、企業によってはより高い格付けを出してくれる格付け会社をショッピングし、格付け会社もフィー収入を得るために高めの格付けをつけるという問題が生じる恐れがあるが、フィーを得られなくても格付けを発表することで、こうした動きを牽制できる、と主張している。

格付けに対して発行体から手数料を得る他に、近年、格付け会社が始めているのは、コンフィデンシャルなアドバイザリー・サービスである。これは企業がある戦略をとることで、格付けにどのようなインプリケーションがあるかをアドバイスするサービスである。例えば大型の買収・合併を考えているが、これを実行すると格付けはどうか、という経営者の疑問に答える。

このように、企業の戦略策定に密接に関わるサービスからの収入を追求するようになる場合、格付け会社は、果たして発行者に対して独立性、客観性を保てるのか、が問われている。これはちょうど、会計監査法人が、監査業務のみならずコンサルティング業務を追求するようになった結果、監査の中立性が揺らいでいると指摘されていることと同様の問題と言える。

## 6) 格付けの必要性

格付け会社が、エンロンの長期債務を投機的に格下げする以前より、エンロンの債券は社債市場で額面1ドルに対して60セントで取引されていた。これは一般にジャンクボンドに相当する価格水準である。すなわち、格付け会社よりも社債の流通市場の方が、エンロンの信用リスクを適切に評価していたと言える。

今日、格付けサービスが登場した頃に比べ、社債市場ははるかに巨大かつ複雑なもの

なった。そして銀行や大手債券投資家が、大人数のリサーチ・チームを擁して企業の信用度を分析するようになってきている。こうした投資家にとっては、格付けは投資判断のための重要な参考情報の一つであっても、従来ほど絶対的な位置付けではなくなっていると言えよう。またこうした投資家によって債券価格が形成されるようになると、格付けよりも価格、すなわちトレジャリー等に対するイールド・スプレッドなどを、他の一般投資家も信用リスクのシグナルとして利用しやすくなる。そこで、こうした指標を格付けに代替させようという考え方もでてきている。

また株価のボラティリティ等、発行体の株価情報等をベースに、数理的モデルをもって破綻確率を分析する会社も登場している。中でも有名な **KMV** 社は、ムーディーズや **S&P** の格付けに含まれる情報は、市場データだけを使った **KMV** のモデルで全て説明できるのであり、それ以上の情報は含まれていない、と指摘している。

ただし、以上のような市場価格情報に注目する考え方の場合、新規発行のケースや売買が薄い銘柄など、流通市場が不十分なケースではこの手法は使いにくい。市場に行き過ぎが生じ、適正な価格形成がなされていない局面もある。また相場操縦行為が生じる可能性もある。さらに格付けの場合、なぜその格付けか、なぜ格上げ（格下げ）したのか詳細なレポートが提供され、発行体にとっても投資家にとっても有益な情報となっているのに対し、市場価格情報依存の場合、こうした情報は提供されない。

ただ新規発行債券の場合も、事前のプライストークが行なわれるのであり、クレジット・スプレッドを想定するのは不可能ではないという指摘もある。流動性に問題がある場合も、なんらかの公正な価格評価を採用すれば良いという考え方もある。

注目されるのは、格付け会社自身が、市場価格の動向を格付けの判断に何らかの形で活用しつつある点である。先述の **KMV** 社も、2002年2月、ムーディーズによって買収されている。

## 7) 金融イノベーションの阻害の恐れ

ほとんど全ての投資家が格付けを求める結果、格付け会社が世界のあらゆる証券の「関所」のようにになっている。イノベティブな商品が登場した場合も、格付け会社の判断を経なければ投資家が買いにくいため、格付け会社が迅速かつ適切な判断ができなければ金融イノベーションを抑制しかねない、という議論がある。

## 8) 新 BIS 規制と格付けについて

現在検討中の新しい **BIS** 規制案においては、リスクウェイトの計算において格付けを活用することが盛り込まれている。内部格付けモデルを有する先進的な銀行においては、融資先の信用リスクを自ら判断し、これに見合った自己資本を保持することができるが、一般



の銀行の場合は、外部の格付け会社の格付けに対応したリスクウェイトを、自己資本比率の計算に用いることになる。

この結果、格付けは、国際的な銀行監督上も重要な役割を果たすこととなり、その影響が従来にも増して大きくなることになる。

影響が大きければ、投資不適格の格付けの付与に慎重になってしまう傾向が生じるのではないかと、という指摘がある。逆に、高すぎる格付けを付与して、結果として誤ることのリスクが強く認識されすぎると、低めの格付けが付与されやすくなるのではないかと、という指摘もある。

### 3. 格付け会社による事態改善への努力とその影響

以上、各種指摘される問題点を紹介し、一部、格付け会社の反論も示したが、格付け会社も単に自己弁護しているだけではなく、エンロンの問題以降、進んで各種の改善に取り組んでいる。

#### 1) ムーディーズの対応

ムーディーズは、2002年1月、スペシャルコメントを発表し、この中で、格付けとリサーチのクオリティとタイムリネスを向上するため以下のような施策が考えられるとした。

- 発行体の信用に関するマーケットの見方を、格付けアナリストが参考にする。
- rating triggers を調査する。
- CP発行体の流動性リスクのプロファイルを深く分析する。
- 格付けのタイムリー性を確保するための施策として、格付けレビューをより短期で行なうこと、重要な出来事に対してより迅速に対応すること、フォーマルなレビューを省いて格付けを変更するケースを増やすこと、格付けアウトルックを整理する、ないし廃止すること、などを検討する。

その上でムーディーズは、「我々は格付けプロセスを大きく変化させるつもりはないし、マーケットと徹底的に対話すること無しに、いかなる提案も採用しない」と述べた。

ムーディーズは、この間、「マーケットとの徹底的な対話」を実施してきた。すなわち20以上の大手アセットマネジメント会社にコンタクトし、格付けの利用について意見を求めた。これを踏まえ、2002年2月、ムーディーズはそれまでに判明したポイントを取りまとめ、プログレスレポートを発表した<sup>2</sup>。投資家の意見のポイントは以下の通りである。

- 投資家は、格付け会社の行動がマーケットのボラティリティを増幅させる結果を

<sup>2</sup> Moody's Investors Service, "The Bond Rating Process: A Progress Report," February 11, 2002

生むことを懸念しており、格付け会社には中長期的なファンダメンタルズに重点を置くことを望んでいることが分かった。

- 投資家は、タイムリーな格付けには賛成し、レビュー期間の短期化にも同意しているが、従来の格付けレビューやアウトルックを評価している。そして、発行体が、こうした格付け会社のレビュー等を踏まえ、格下げにならないよう行動を修正していくことを期待している。
- 投資家は、格付け会社が会計のクオリティやコーポレートガバナンス、ディスクロージャーについて、よりアグレッシブになることを期待している。
- 投資家は、格付け会社のリサーチがより透明性の高いものとなり、主たる懸念材料は何かといったことが明確に示されることを望んでいる。
- 投資家は、発行体の流動性リスクをより深い調査を行い、また rating triggers 及びその他のコンディショナルな金融契約を特定すべく努力する、というムーディーズの計画を支持している。

以上を踏まえつつ、プログレスレポートの中で、ムーディーズは次のような暫定的な結論を導いている。

- マーケットの意見は、発行体のファンダメンタルな信用度を反映しているという面もあり、ファンダメンタルな信用度分析の重要な一要素とみなすことも出来る。
- 格付けのボラティリティの増大には反対強いため、長期的な信用度に重点を置く。しかし、クレジット・ストレスが高まっている場合、より頻繁な調整は必要であろう。
- マーケットデータ等を用いた数量分析を活用する。
- 格付けレビューをより短期に行い、タイムリーな格付けを目指す。格付けアウトルックは続ける。
- 会計の質や透明性、会計慣行の問題、コーポレートガバナンス等についても注目する。ただし、監査法人と異なり、格付け会社は、発行体に未公開情報を要求する権限を持っていない点に留意する必要がある。
- リサーチの透明性を向上させる。流動性リスクや rating triggers 等についての調査を深める。

## 2) S&P の対応

S&P も、2001年初めより市場参加者と格付けのあり方について議論をしてきたが、2002年1月に入り、これを踏まえたいくつかの改善を実施しつつあると発表した<sup>3</sup>。ポイントは以下の通りである。

---

<sup>3</sup> Standard & Poor's, "Credit Policy Update: Changes to ratings process address economic conditions and market needs," January 25, 2002

- 個々の発行体についてのコメントをより短い頻度で提供する。業績発表、重要事実の開示等をカバーする他、市場センチメントが発行体に対して懸念を抱いており、市場価格のボラティリティにそれが反映されているような場合もコメントで取り上げる。
- 経済の不確実性の高まりを受け、監視を強化する。
- クレジットウッチやアウトルックを通じ、将来予測情報をより多く提供していく。
- クレジットウォッチ・ネガティブの状況にある場合、格下げのポテンシャルについてより情報を提供する。特にどのようなイベントが起きた時、どのレベルの格付けに落ちるか、という点のコメントを提供する。
- 投資適格格付けの発行体に **rating trigger** や **equity price trigger** を利用しているかどうかについてアンケートをとった。こうした **trigger** については公表を義務づけるべきである。
- 多くの業界で競争が活発化し、投資適格債においてもボラティリティが上昇しているため、より頻繁かつより完全なコメントを出すニーズが高まっている。これに関連し、証券価格の動向をどのように格付けの監視やコメント作成のプロセスに織り込んでいくのが最適か検討していく。
- **rating trigger** や **equity price trigger** に加え、政府や第三者からの支援の有無、何らかのイベントの有無、金融における取り付けのような取引相手からの信頼の突然の変化等により、発行体の信用度が急激に変化する **credit cliff** という状況が生じる場合がある。こうしたリスクについてより透明性を高めることを検討する。

### 3) 格付け会社のスタンス変化がもたらす影響

以上のように、格付け会社は、格付けに対する信頼向上のため、改善努力を行なっている。企業の信用状況をより短い頻度で見直すことがその一つの柱であるが、同時に、これがボラティリティの上昇につながらないように、慎重な姿勢をとっている。

もっとも実際には、格付け会社が格下げが後追いになるのを防ぐべく、昨今、積極的に格下げを実施しているのではないかとの見方がされている。特にエンロンのあおりを受け、エネルギーセクターでこの動きが目立つという。

例えば、2001年12月に、ムーディーズは **Mirant Corp.** の格付けを2ノッチ下げ **Ba** とし、**Calpine** の格付けを1ノッチ下げやはり **Ba** とした。エネルギーセクター以外でも、**K マート** に対する急速な格下げも市場の注目を集めた。すなわち、ムーディーズは、2001年12月14日の時点で **K マート** を投資適格としていたが、その後、一週間に5ノッチの下げを含む急速な格下げを実施し、ジャンクボンドの中でも最低レベルにまで評価を変化させたのである。

今後とも、格付け会社のスタンスの変化が、市場や発行体に大きな影響をもたらしてい

く可能性は否定できない。

#### 4. 格付け会社と規制のあり方について

以上のように、格付け会社による自主的な事態改善の努力も実現しているが、何らかの規制上の対応が必要かどうか、という議論が活発化している。

##### 1) 規制は必要か？

3月20日の上院のヒアリングでは、デューク大学ロースクールの Steven L. Schwarcz 教授が、格付け会社に対する規制は不要とする証言を行なった。同教授は、格付けが存在し、これを各種の規制も活用することにより、行政も投資家がゼロから信用リスクを分析する手間が省けるというメリットが実現していると主張する。そして、格付けは将来の破産可能性の予測という点において、十分な実績があると指摘する。

そこで Schwarcz 教授は、この上何らかの規制の必要性があるとすれば、規制によって格付け会社のパフォーマンスがより向上する場合、あるいは規制によって格付け会社の行動がもたらす問題が緩和される場合、このいずれかの場合に限られるとする。

そして、同教授は、①格付け会社にとっては、問題のある格付けを行なうことはレピュテーションコストをもたらすため、規制が無くても適切な行動をする。規制や監視があると格付けの正確性が向上するとは言えない、②規制することはコストを伴う、③規制を通じて政治的なバイアスが格付け会社に加わる恐れがある、④米国内で規制を強化しても、多国籍に活動する格付け会社の行動をコントロールすることは困難である、といった主張を展開している。

しかし、こうした議論に対しては批判もある<sup>4</sup>。例えば、格付けが倒産の可能性を十分予測できているという主張に対しては、企業が悪い情報を発表したことを受けて悪い格付けが付けられるという順番になることが多く、倒産の予想において格付け自体が新たな情報を生み出しているかどうかは疑問という指摘もある。

また米国において、格付け会社は民間企業とは言え、格付けの利用が規制の中に組み込まれている以上、何らの規制も課さないのは不適切であるという意見もある。この、米国の規制における格付けの利用について、以下で議論する。

---

<sup>4</sup> Partnoy, F. "The Siskel and Ebert of financial markets?: Two thumbs down for the credit rating agencies," Washington University Law Quarterly, Vol. 77, No.3, 1999。因みに Siskel と Ebert は有名な映画評論家。

## 2) 金融・証券行政と格付けについて

米国において、現状、格付け会社は明確な規制・監督を受けていないが、格付けを規制上利用することは古くから行なわれてきた<sup>5</sup>。すなわち、1931年、OCCは銀行が保有する債券を評価するにあたり、投資適格の債券は額面で評価して良いが、投資不適格の債券は、時価で評価し、評価損の50%を自己資本から差し引くことを要求した。

1936年には、OCCとFRBは、銀行が2社以上の格付け会社から格付けを受けていない債券を保有することを禁止した。

こうした投資不適格債かどうかで保有債券に制限を加える規制は、その後、保険、年金基金、S&L、MMF等の投資にも採用されていった。また、1950年代初頭には、保険会社の必要自己資本の算出において格付けによる区別が採用された。

SECは1975年、証券会社の純資産ルールを計算する場合の有価証券の評価において、全国的に認知された格付け会社、すなわちNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)より投資適格の格付けを受けている証券の場合、そうでない場合よりも有利な扱いを適用した (SECルール15c3-1)。

NRSROとは、その会社の格付けが信頼でき、また市場において利用されているものを指すとされた。この考え方は、他の証券関連法規にも導入された。例えば1982年には、投資適格証券の発行体に対する開示要件を緩和した。1992年には、アセットバック証券が投資適格である場合は、登録要件が簡素化された。この他にもNRSROからの一定の格付けの有無に言及した証券規制が散見される。

SECは、格付け会社をNRSROと認定するにあたり、格付け会社の業務、市場での地位、財務状況 (経済的に自立しているか)、規模、経験、研修体制、格付け対象企業からの独立性、格付け手法、非公開情報の誤用防止のための内部管理体制等々をレビューし、問題がなければ、ノーアクションレターを発給する。特に、全国的に認知された格付け会社であるかが重要なポイントとされる。その意味で、SECのNRSROの認定は、市場での評価を追認するものであり、何らかのお墨付きを与えるものではない。

なお、格付けはある種の投資アドバイスの形態をとるため、SECは格付け会社が1940年投資アドバイザー法上の投資アドバイザーとして登録することを推奨しており、各社はこれに従っている。

SECが、1975年のルールにおいて格付け会社を初めて認定した時は、Standard and Poor's Corporation、Moody's Investor Service, Inc.、Fitch Investors Service, Inc.の3社が認定された。

その後、Duff and Phelps, Inc.、McCarthy Crisanti & Maffei, Inc.、IBCA Limited及びその子会社のIBCA, Inc.、Thomson BankWatch, Inc.がNRSROに認定された。しかし、これら企業は合併・吸収を経て、結局、現状では当初の3社がNRSROとされている。

---

<sup>5</sup> “Use of Ratings in the Regulatory Process,” International Capital Markets, IMF, September 1999 参照。

格付け会社に対してより明示的な規制を課そうという議論は、これまでも特に大きな破綻が生じた時に高まった。オレンジ郡のデフォルト、WPPSS のデフォルトの際などである。

1992 年、SEC は、格付け会社の監督当局の必要性について真剣に検討したが、当時は規制が必要であるというコンセンサスは得られなかった。

1994 年には、SEC は、連邦証券法における格付けの位置付け、及び NRSEO の認定とモニタリングについてフォーマルなプロセスを確立することについて、コンセプトリリースを出し、パブリックコメントを求めた。

このコンセプトリリースに対しては、25 のコメントがあった。その内容としては、NRSRO の考え方は今後も利用すべきで、その認定プロセスをフォーマルなものとするのを推奨するものの、新たな規制上の監督を課すことには反対するものが太宗であった。

1997 年、SEC は NRSRO を明確に定義し、格付け会社が NRSRO と認定されるための要件を規定するルールを提案した。これは概ね既存の格付け会社の認定プロセスを、透明でフォーマルなものとする性格のものであった。しかし、このルール案は提案されただけに留まり、その後今日に至るまでなんらの進展は見られなかった。

### 3) 注目される SEC の調査

今回、SEC は、NRSRO の認定が格付け会社の競争環境に与える影響について検討することを決定した。また、競争制限的となる恐れが少ない方法、例えば市場価格情報等の利用といった案についても検討する予定とされる。

これは、一部の論者（司法省も含まれる）からは、現状、NRSRO の認定が必要とされていることが、新たな格付け会社の参入障壁となっているとの批判が表明されているためである。規制上、NRSRO の格付けの利用が有利となっているため、NRSRO ではない格付け会社は、全国的に認知されにくく、結局、NRSRO になることが困難になってしまうという問題があるとされる。

また、現実に、いくつかの格付け会社が NRSRO のステイタスを新規に獲得しようとしても非常に時間を要したり、あるいはいつまでもこのステイタスを獲得できないままである、という指摘がある。

市場価格情報の利用は、先述したような問題があるものの、特定の NRSRO の格付けに依存した規制を取らずに済む。そこで、規制上は、格付けの利用を止め、クレジット・スプレッドを採用すべきという主張がなされるのである。

この他、SEC は、NRSRO の認定プロセスを改善していくことを通じて、格付け会社に対する監視を強化していく可能性を示唆している。

## 5. 今後の展望

### 1) 何故、「格付け」だったのか？

格付け会社が行なう債券格付けも、株式アナリストが行なう株式格付けも、どちらも企業のキャッシュフローのある側面を分析し評価するという点では共通である。にも関わらず、証券市場における債券格付け業務と株式アナリスト業務の位置付けには大きな相違がある。株式アナリスト業務は主として証券会社や機関投資家内部で行なわれており、従ってこの業務を担う組織は無数にある。一方、債券格付けを担う組織は、NRSROに限れば米国内に3社しかない。また株式アナリストが出す株式格付けは、債券格付けのように規制上利用されることは無く、何らかの取引契約においてtriggerとなることもまず無い。

株と債券の間で何故このような違いが生じたのだろうか。これは一つには、債券が株に比べて安全な資産として、戦前より機関投資家、銀行の投資対象とされてきたことがあげられよう。この場合、当時これら投資家においてはバイ・アンド・ホールドの投資手法が主流だったため、満期までの元利払いの確実性に関心が集中した。そこでこの点を簡単に示す指標としての格付けが普及しやすかったといえる。債券が機関投資家、銀行の主要な投資対象であるゆえ、機関投資家や銀行等の監督当局としては、規制プロセス上、債券格付けを利用するのが便利であった。

これに対して米国において株式が機関投資家の本格的な投資対象となったのは、1960年代以降である。銀行では保有が禁止されていた。従って、株式格付けが仮に普及していたとしても、銀行や機関投資家の監督の立場からは、関心がもたれなかった。また、満期までの元利払いの確実性が問われる債券と異なり、株式は活発に売買され、値動きに関わる判断が重要である。投資家によって投資期間が多様であり、格付けのような単純で画一的な指標に、多くの投資家が依存して投資判断をする状況にはならなかった。

以上のような背景の下、債券格付けが独自の発展を遂げてきたと考えられる。しかし、社債の流通市場も拡大し、期中の値動きも重要となってきた。しかも近年、株価の変動と社債価格の変動は、密接に関連するようになっている<sup>6</sup>。こうした中で、将来を展望した場合、株式のキャッシュフローの分析者である株式アナリストと、債券のキャッシュフローの分析者である格付けアナリストが、従来のように、市場において全く別種の存在であり、今後も全く別個の発展を遂げていくのは、本来不自然と思われる。

---

<sup>6</sup> BIS Quarterly Review, November 2000

## 2) 格付けビジネスの構造変化は起きるか

大手の機関投資家や金融機関が、外部の格付けに大きく依存するのではなく、独自の信用リスク分析チームを充実させ、格付けの変化に先行して債券の流通価格を変化させていくこと、あるいは、株価の変動をベースに倒産確率を予想するモデルの台頭といった点は、従来型の格付けパラダイムの変化を示唆するものと言える。

しかしその一方、先述の通り、市場価格を通じた信用リスク判断には限界がある。また、格付け会社がレギュレーション FD において特別な地位に置かれ、通常の市場参加者では入手しえない情報にアクセスできる立場となった点も、格付け会社のアナリストを他のアナリストとは全く異なる立場とし、格付けの情報を他の手段によって代替されにくいものとしている。

今後、SEC が NRSRO の改革を実施した場合、新規の格付け会社が次々参入し、速やかに NRSRO のステータスを与えられるような展開になるかどうか、市場における格付けの位置付けを展望する上での一つのカギとなろう。

格付けが多くの規制や取引のメルクマールに採用されやすいのも、僅か 2~3 社の格付け会社が、それほど大きく違わない格付けを発表しているためとも言える。

もし多数の格付け会社が多様な格付けを出していれば、どの格付けを選択するかの問題が大きくなり、規制や契約上、利用しにくくなる。株式アナリストの株式格付けを、債券格付けのようになんらかの規制や取引契約において一般的に採用することが想定しにくいのも、株と債券の違いもあるが、多数かつ多様な格付けがあるかないかの違いも関係していよう。

しかし、NRSRO のあり方を変化させることで、実際に格付け会社の新規参入が増大するかどうかは不確定である。先述の通り、かつて今よりも多くの NRSRO が存在したが、これが結局統合されてきた経緯がある。

仮に、多数の格付け会社が競争する状況になった場合、現状のように格付け会社の経営が発行体からの収入に支えられる構造の中では、企業がより甘い格付けを出す格付け会社をショッピングするようになり、いわゆる *race to the bottom* 的になる懸念も生じる。

## 3) 格付け依存のさらなる拡大の可能性とその是非

より根本的には、格付けをベースに投資の可否を判断する条項が各種の投資家の運用ポリシーに規定されている状況が大きく変わらない限り、格付け依存が本質的に変化する可能性は小さいと言えよう。NRSRO の認定が明確化することは、それが新規参入の拡大と、多数かつ多様な格付けの登場につながらないとすれば、むしろ既存の NRSRO の地位がより法的に確実なものとなる結果をもたらす、格付け依存の投資や金融取引が一層拡大する可能性がある。



格付け会社の問題はその意味で、格付け会社がどうあるべきかという問題もさることながら、発行体や投資家、各種の規制における格付けの利用が現状のままで適切なのかどうかにあると言える。これらの市場参加者や当局が、自ら十分な分析・調査をすることを放棄し、安易に第三者の付与した格付けに判断を委ねてしまう傾向が強まるとすれば、これは十分責任のある規制あるいは取引の姿勢かどうか問われてしかるべきである。

現実には起きていることは、こうした疑念とは裏腹に、むしろ rating trigger に見られるように格付けに依存した意思決定メカニズムが、より拡大している。また 90 年代にかけて米国のみならず、途上国を含めた世界の市場でも、格付けを各種の規制や取引契約で活用する動きが普及している。そして新 BIS 規制の導入がこれをさらに後押しすることになる。

しかし、このような姿勢の蔓延が市場ボラティリティの拡大などの深刻な外部不経済を持つ場合は、行き過ぎを修正する方向で何らかの公的介入を行なうことも正当化されよう。例えば新 BIS 規制の導入にあたっては、可能な限り外部格付けではなく、内部格付けの利用を奨励していく、といったことが考えられる。また各種の規制において、どうしても格付けに依存しなければならないかどうかを再考し、クレジット・スプレッド等、他の多様な指標の活用も積極的に検討していくことが考えられる。

格付け会社としても、現状のようにあまりに格付けの重要度が高まり、自己実現的予測すら生んでいる姿は、本来の格付けの役割である客観的投資情報としての価値を揺るがすものであり、決して居心地の良い環境とは言えない。格付けへの依存がもう少し低下していくことが、むしろ格付けの投資情報としての価値を高めていくという見方もでき、上記のような変化は、格付け会社にとっても望ましいものと考えられる。

(淵田 康之)