

米国における格付批判と格付機関の構造的問題

田村 香月子

1 はじめに

本稿では、米国の格付機関に対するこれまでの批判を取り上げ、格付機関への規制議論の史的展開を分析し、現在の格付機関がおかれている構造に関する問題と、これからの展望について考察する。

現在米国では、サブプライムローン問題をめぐって、格付機関に対する規制が強く叫ばれている。2007年7月、ムーディーズ (Moody's Investors Service) やS&P (Standard and Poor's) などの主要な格付機関が、信用度の低い個人向け住宅ローンであるサブプライムローンを証券化したサブプライムRMBS (Residential Mortgage Backed Securities) の格付けを、大量かつ大幅に格下げした。これを受けて証券化商品市場では、サブプライムローン関連証券化商品の信用リスクに対する不安が急速に拡大したため、価格は急激に下落し、流動性が著しく低下した。またサブプライムローン関連以外の証券化商品に対するリスクの懸念も生じ、証券会社や銀行は巨額の損失を計上するなど、金融機関にも混乱が生じるとともに、影響は株式市場にまで拡大する事態となった。

これを受けてSEC (U. S. Securities and Exchange Commission) や連邦議会では、格付けが金融市場の混乱を招いた一因であるとして、格付けおよび格付機関に対する調査が開始された。また2007年10月に開催されたG7 (主要七カ国財務大臣・中央銀行総裁会議) においても、格付機関の役割が議論の俎上にのぼるなど、格付機関に対する批判と議論が高まった。格付けへの信頼が揺らぐ事態となっている現在、格付機関に対する監督規制が強く主張されている。日本においても、渡辺金融担当大臣の私的懇談会「金融市場戦略チーム」の報告書が格付機関への規制の可能性を提示するなど、影響は米国内だけではなく、各国に広がっている。

ただし、格付機関に対する批判はこれまでも度々なされている。例えば1970年のペン・セントラル鉄道倒産の際には、CP (Commercial Paper) 専門の格付機関であるNCO (National Credit Office) が、ペン・セントラル社のCPに最上位の格付けをつけていたため非難された。また近年では2001年エンロン社倒産の際に、格付変更のタイミングが遅れるなど適切な格付行動がとられなかったとして、ムーディーズなどの格付機関が批判を受けている。同時に、数々

の批判を受けて、格付機関に対する何らかの規制を設けようとする議論も行なわれており、格付機関を取り巻く環境は変化している。

本稿では以下の手順で議論を進める。まず初めに、格付機関へのこれまでの批判を整理する。次にこれまでの批判をふまえて、格付機関をめぐる構造的な問題を挙げる。最後に抽出した問題から、今後の展開を考察する。

2 格付機関をめぐるこれまでの批判

格付機関に対する批判において、格付機関をめぐる何が問題視されているのかを確認するために、これらの批判の内容を整理した。問題のポイントを挙げると、「格付能力」「利益相反」「非依頼格付け」の3点に集約できる。そこでこの3点について、具体的に事例を挙げながら考察したい。

1点目は「格付能力」である。格付けとは、発行体の債務履行能力や個々の債券の元利払いの確実性を記号によって表したものである¹⁾。つまり格付けとはデフォルト・リスクの評価であり、格付能力とはすなわち、格付機関が格付対象のデフォルトを適切に予測できるかどうかの能力を意味している。

また格付けは一度付与された後も、格付け対象のコンディションが変化すればそれに対応して変更される。この場合、仮に格付変更が適切な程度およびタイミングで行なわれず、格付変更に先行してデフォルトが生じれば、投資家は多大な損害を被る事となる。したがって格付機関には適時適切な格付けの変更も求められる。

すなわち、格付機関の格付能力には、付与される格付けの質と、適時適切な格付変更の両者が担保される。

以上をふまえて具体的事例を挙げると、格付機関の「格付能力」に対する批判としては、まず1970年のペン・セントラル鉄道の例を挙げることができよう。1970年6月にペン・セントラル鉄道が倒産したが、この時、CP専門の格付機関であるNCOはペン・セントラル鉄道のCPに最上位の格付けを付けていた。そのため、ペン・セントラル鉄道の倒産を見抜けなかったとしてNCOは非難を浴びた。CPは無担保の短期債券であるため、信用力が最大の担保となる。最上位の格付けを付与されたままの突然の倒産は、CP市場にパニックを引き起こし、市場を急

1) なお格付機関の名称について、格付機関はあたかも公的な機関のようにとられることがあるが、あくまでも民間企業である。わが国においては民間企業であることを強調するために「格付会社」と呼ぶ場合も多い。ただし法令上は全て「格付機関」の名称が用いられているため、本稿では便宜上「格付機関」と呼称することとする。なお、「格付機関」は“Credit Rating Agency”の日本語訳である。2003年7月、財務省はSECに対して、“Credit Rating Agency”は民間の営利企業であることから、代わりに“rating company”や“rating firm”を用いて「格付会社」とするようパブリック・コメントを提出している。財務省(2003)。

激に縮小させた。同時に、NCOに対する不信は投資家に慎重な態度を取らせることとなり、格付け全体への信頼性を損なう可能性もあった。最終的には1971年、当時まだCPの格付けを手がけていなかったムーディーズがNCOを買収してCPの格付けを行なうことで、事態の收拾をはかった²⁾。

1975年11月にニューヨーク市債がデフォルトした事例においても、格付機関の格付能力が問われている。ムーディーズとS&Pは1960年代半ばに、ニューヨーク市の債券にBBB格を付与していた³⁾。これは当時のニューヨーク市の財政悪化が背景であるが、悪化した状態が回復していないにもかかわらず、1970年初頭になって両社ともA格へと格上げを行なった。しかしデフォルト直前の1975年4月にS&Pは格付けを停止し、ムーディーズにいたっては同年10月からデフォルトまでの1ヶ月の間に、A格からB格へ、B格からCCC格へと短期間で2回もの格下げを行なった。

これを受けて格付機関は、現状のリスクに見合った格付けを行なわなかった、適時適切な格付変更がなされなかったとの批判を受けた。SECもその調査報告において、「格付機関が十分な調査を怠り、格付けの適切な変更を行わなかった」と批判している⁴⁾。1970年代初頭に格付機関がニューヨーク市債の格上げを行なった経緯については利益相反の疑いもあるが、これについては後ほど述べる。

1983年には、WPPSS (Washington Public Power Supply) 倒産の際に格付機関が批判を受けている。WPPSSは米国北西部における公共電力供給会社である。1972年に着工した原子力発電所の発電設備5基について、建設資金として発行された債券83億ドルのうち22億5千万ドルが1983年7月にデフォルトした。ムーディーズとS&Pはこれらデフォルトした債券に1978年当初A格をつけていたが、両社とも1981年にはBBB格に引き下げし、その後デフォルトまでにムーディーズがCCC格へ、S&PはB格からCC格へと順次格下げを行なうなど、発行体のコンディションに対応した格付けの変更を行っていた。

2) 以上ペン・セントラル鉄道倒産の事例については、黒沢 (1985), 155ページ, および黒沢 (1999), 94ページを参照した。

3) 格付記号は格付機関によって若干異なるため、本稿では便宜上次の通りに読み替えることとする。

	ムーディーズ	S & P
AAA格	Aaa	AAA
AA格	Aa	AA
A格	A	A
BBB格	Baa	BBB
BB格	Ba	BB
B格	B	B
CCC格	Caa	CCC
CC格	Ca	CC
C格	C	C

4) 以上ニューヨーク市債デフォルトの事例については、黒沢 (1985), 155-158ページ, 黒沢 (1999), 95ページを参照した。

しかしデフォルトによって損害を被った投資家は、当初の格付けであるA格が将来のコンディションの変化を織り込んでいなかったとして、具体的には電力需要の減退を格付機関が予測できなかったとして、格付機関を提訴した⁵⁾。

この裁判において特筆すべきは、格付けが「単なる投資情報に過ぎない」ということが認知され、提訴が取り下げられたことである。すなわち格付けは格付機関の「意見」であり、「意見」の表明に際して、故意の過失や通常ならば怠ることの無いミスが無ければ、格付けが引き起こす損害に対して格付機関は免責されるということが、裁判によって確認されたのである。

1994年12月には、ムーディーズとS&PがAA格を付与していた米国カリフォルニア州のオレンジ・カウンティ債がデフォルトを起こし、投資家が損害を被った。これも格付機関の格付能力を批判した事例であるが、投資家は被った損害について、「言論の自由のもとに敗訴したことの無い」格付機関は訴えず、発行体であるオレンジ・カウンティに損害賠償を訴えるという行動をとった⁶⁾。これが意味する所は、格付けが単なる意見でありその利用は投資家の判断に任されている以上、格付けを利用して被った損害は格付機関の責ではないと解釈されるということ、投資家が認識しているということである。

そして2001年には、エンロン倒産をめぐり格付機関への批判が噴出する。連邦破産法第11条の適用を申請した2001年11月当時、エンロンの総資産額は618億ドルであり、アメリカ史上最大の倒産となった⁷⁾。エンロン倒産をめぐっては会計監査制度やコーポレート・ガバナンスが問題となったが、同時に、格付機関がエンロンの社債の格付けを破産のわずか4日前まで投資適格としていたことが、批判の対象となった。当初エンロンの社債格付けはムーディーズとS&PともにBBB格すなわち投資適格であった。この格付けは約1ヶ月後、エンロンが破産法の適用を申請する4日前まで変更されなかった⁸⁾。しかしエンロンの不信は破綻前から様々な形で発表されており、これに格付けが対応していなかったこと、投資家に対して適時適切に情報提供できなかったこと、すなわち格付能力を担保する2つの点が問題となった。

2点目は「利益相反」である。格付けはリスク情報を投資家に伝達し、情報の非対称性を是正することが主な役割と考えられる。したがって、格付機関には発行体や債券のリスクを客観的に評価し、投資家の利益に資する行動が求められる。しかしこの客観性を阻害し、利益相反を引き起こす可能性が存在するとして、問題視されている。

前述の1975年のニューヨーク市債のデフォルトをめぐっては、格付機関の格付能力も批判の対象となったが、格付機関がニューヨーク市から政治的圧力を受け、格付けの客観性や格付機関の独立性が阻害されたのではないかと批判もあった。1960年代半ばに格付機関はニューヨ

5) 以上WPPSSの事例については黒沢 (1985), 159ページを参照した。

6) 黒沢 (1999), 97ページ。

7) 淵田・大崎 (2002), 2ページ。

8) 淵田・大崎 (2002), 213-216ページ。

ーク市債を格下げしたが、これに対して議会ヒアリングが開かれている。1973年にはニューヨーク市の予算局長がS&Pを訪問して市の財務改革案についての説明を行ない、格上げ後にお礼の電話をかけたことなどが明らかになっている。これを受けて、ニューヨーク市の財政状況が悪化しているにも関わらず格上げが行われたのは、格付機関は政治的圧力を受けたためではないか、との疑問が生じたのである⁹⁾。

また、格付機関の収益構造をめぐる利益相反の懸念も議論されている。

2002年のSECのヒアリングによれば、格付機関の収入はそのうちの90%以上が発行体からの格付手数料であるとされている¹⁰⁾。ムーディーズのアンニュアル・レポートでは、2007年の収入は約18億3500万ドルであり、そのうち約17億7900万ドルが格付けによるものである¹¹⁾。仮に、このうち90%が格付手数料からの収入であるとするれば、およそ16億ドルが発行体からの手数料ということになる。このような格付機関の収益構造の偏りが、格付けの質に何らかの影響を及ぼしているのではないかと懸念がある¹²⁾。

最後に、利益相反の問題と関連して、格付手数料の徴収をともなわない「非依頼格付け」の問題がある。非依頼格付けとは通称「勝手格付け」とも呼ばれており、発行体の依頼に基づかない格付けを指す。

格付機関の収入は当初、情報利用者から格付購読料のみであった。格付けが初めて行われたのは、ジョン・ムーディ（John Moody）がムーディーズを設立し、鉄道債券に対するリスク評価を情報誌として発行した1909年である。その後現在のS&Pの前身にあたるStandard Statistics CompanyやPoor's Publishing Co.などが他の会社が格付けを開始した。格付けはおよそ70年にわたって、すべて非依頼格付けであったが、1970年代に格付機関は発行体からの格付手数料徴収を始め、以来今日のような、発行体の依頼に基づいて格付手数料を徴収し格付けを付与するスタイルが拡大、普及した¹³⁾。非依頼格付けの場合、格付機関が格付判断に際して利用できる情報は、基本的に財務諸表など発行体が公表している情報となる。すなわち格付判断に重要な影響を与える情報が非公開であるならば、非依頼格付けにその情報は反映されない。依頼格付けの場合、格付機関は発行体から提供された非公開情報も判断材料に含めることができるため、ここに、判断に利用する情報の格差が生じる。この情報の格差が、最終的に付与される格付けに依頼と非依頼の格差を生じさせているのではないかと懸念がある。

依頼と非依頼格付けでは用いる情報の内容に差がある中で、いくつかの研究においては、実

9) 黒沢（1985），155-157ページ。

10) Securities and Exchange Commission（2002）。

11) Moody's Corporation（2008）。

12) 日本の三國事務所のように、すべての格付けを発行体の依頼に基づかないで行う格付機関も存在する。三國事務所は財務諸表等の公開情報を利用して格付けを行い、その収入は全て投資家からの購読料である。

13) 格付手数料と発行体の関係については、田村（2006）を参照されたい。

際に非依頼格付けが依頼格付けよりも低くなる傾向が示されている¹⁴⁾。これは基本的に情報内容の差から生まれるものと考えられるが、中には発行体を非依頼格付けから依頼格付けへと誘導するためではないかとの憶測する声もある。

さらには、非依頼格付けであっても、格付機関が下した評価が発行体に影響を及ぼすという問題がある。格付けはリスク評価の材料となるため、利回りや価格にも反映されており、格付けの低い債券は格付けが高い債券よりも様々な条件において不利になると考えられる。格付けの付与されていない債券についても同様であろう。

非依頼格付けをめぐる格付機関が批判された事例としては、米国コロラド州ジェファソン郡学校区の例が挙げられる。

1993年10月、ジェファソン郡学校区が債券を発行した際に、ムーディーズがこれに対するRating Newsを発表した。これはジェファソン郡学校区の依頼に基づかない勝手格付けであった。ムーディーズはの中で、債券とジェファソン郡学校区の財務状態を検討した結果、この債券の見通しを「ネガティブ」であると評価したため、ジェファソン郡学校区は予定より高い金利での債券発行を余儀なくされ、その差額は76万9千ドルに及んだ¹⁵⁾。この時、ムーディーズが非依頼格付けに用いた財務情報は現在のものではなく1年前のものであり、ジェファソン郡学校区はムーディーズの非依頼格付けによって損害を被ったとして提訴した。

一方、仮に依頼格付けと非依頼格付けに格差が生じているとしても、依頼と非依頼の区別を明確に表示すれば投資家はその差をある程度予期することができる。しかし現状は、依頼と非依頼の区別がすべての格付機関で行なわれているわけではない。

現在、主な格付機関のうち、非依頼格付けの区別を行っているのはS&PとR&I (Rating & Investment Information: 格付投資情報センター)、日本格付研究所 (Japan Credit Rating Agency: JCR) の3社である。そのうちR&Iは格付記号に「op」を、JCRは「p」をつけて区別しているが、S&Pはリストで提示している。ムーディーズとフィッチ (Fitch Ratings) は、初めて格付けを付与する場合にのみ依頼と非依頼の区別を行うが、それ以降は区別をしていない。

表1 格付機関が批判された主な例とそのポイント

事例	批判の内容におけるポイント		
	格付能力	利益相反	非依頼格付け
1970年 ベン・セントラル鉄道倒産	○		
1970年代より 格付手数料の徴収		○	○
1975年 ニューヨーク市債デフォルト	○	○	
1983年 WPPSS倒産	○		
1993年 ジェファソン郡学校区債			○
1994年 オレンジ・カウンティ債デフォルト	○		
2001年 エンロン倒産	○		

14) 非依頼格付けが依頼格付けよりも低い傾向があると指摘した研究として、Gan (2004), Poon (2003), Poon and Firth (2005) などがある。

15) U. S. Court of Appeals (1999).

3 格付機関の構造的問題

以上のように、格付機関をめぐる批判を3つのポイントに分類して整理すると、ある1つの共通点を見いだすことができる。それは格付けが格付機関の単なる「意見」であること、すなわち格付機関に「言論の自由」が保証されていることである。前節にあげたさまざまな事例の裁判において、格付機関が投資家の損害に対する責任を負うことは無かったが、これは格付けが格付機関の単なる「意見」であると確認されたからである。

格付機関自身も、格付けは単なる「意見」であり「世界で最も短い社説」であると表現する¹⁶⁾。すなわちそれは、どのような格付けを公表するかは格付機関の自由であり、格付けを信頼し利用するか否かは利用者の判断に委ねられる、ということの意味している。

格付機関が格付けを単なる意見であると表明できる背景には、合衆国憲法修正第1条「言論の自由」がある。格付機関にとってはこれが免罪符となる。前述のWPPSS倒産の際には、電力需要が減退することを格付機関が見抜けなかったために損失を被ったとして、投資家が格付機関を提訴した。すなわち格付機関の格付能力の不足を主張し、それからくる損失への賠償を請求したのであるが、裁判所で格付けは「単なる投資情報」と認められ、提訴は取り下げられている¹⁷⁾。さらに、ジェファソン郡学校区債の非依頼格付けに対する提訴の事例において、裁判所は格付機関の行動によって損害を被ったとする学校区の訴えに対して、「ムーディーズの格付けは合衆国憲法修正第1条によって保護される」と明確に結論づけた¹⁸⁾。オレンジ・カウンティ債のデフォルト事例においては、被った損害について投資家は、「言論の自由のもとに敗訴したことの無い」格付機関は訴えず、発行体を訴えるに至っている¹⁹⁾。

格付機関は、企業の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（選択的情報開示禁止規定：Regulation Fair Disclosure）²⁰⁾によって企業は、証券アナリストなどに対する非公開情報の漏洩を禁止されているが、格付けが公開される限りにおいて、格付機関はこれの適用除外となっている²¹⁾。格付機関の役割は、このような特権をもとに公開情報はもちろんのこと非公開情報をも適切に反映させ、リスクを過不足無く判断し、格付けとして表明することである。しかし2001年エンロン倒産の事例では、当時すでにウォールストリート・ジャー

16) U. S. Senate Committee on Governmental Affairs (2002), p.123.

17) 黒沢義孝 (1985), 159ページ。

18) U. S. Court of Appeals (1999), CONCLUSION, "Because the School District's complaint fails to allege that Moody's article contained or implied a provably false factual assertion, we conclude that the article is protected by the First Amendment."

19) 黒沢義孝 (1999), 97ページ。

20) Securities and Exchange Commission (2000).

21) 格付機関に対する規制上の優遇措置については、坂田和光 (2004), 46-48ページを参照した。

ナル等でエンロンの不正会計に嫌疑がかけられていたにも関わらず、格付機関のアナリストは、レギュレーションFD適用免除の特権を生かして、エンロンにこれら嫌疑に関わる情報の提供を求めることをせず、既にエンロンから提供されていた情報をそのまま受け入れた²²⁾。また公開情報の正確性についても、通常は、格付機関自身が判断するのではなく発行体の監査人に委ねる場合が多い²³⁾。これについて、エンロン事件に関するSECの調査では、格付機関が合衆国憲法修正第1条言論の自由に保護されている事実が、格付機関の説明責任を排除するものではないとしている²⁴⁾。

とはいえ格付機関は「言論の自由」のもとで格付けを付与しており、その格付けを信頼するか否かは投資家に委ねられている。では仮にある格付機関の格付けが信頼に足りないと判断されたら、投資家はどのような行動をとるか。ごく単純に一般的な商品の購入を考えた場合、ある商品が気に入らなければ消費者は他の信頼できる商品を購入すればよい。格付機関自身も、利益相反に対する批判への反論として、投資家の信頼の確保を挙げている。

ムーディーズはこの問題に対して、1995年に「ムーディーズでは、発行体手数料を受け取るのは正当であるとの結論を変えたわけではない²⁵⁾」としながらも、格付対象の商品が複雑化する状況のもとで適切なサービスを提供するためには、発行体からの手数料が必要であると述べた。ただし「発行体手数料を導入したために、格付業界は構造的な弱点を抱えることになり、その弱点が今に至るまで消えていないということを忘れてはならない。発行体は手数料を支払う立場に立ち、格付機関に対する交渉力を手に入れたのである²⁶⁾」と表明している。その上で「格付機関が発行体に販売すべき唯一の商品は、投資家の間に作り上げてきた信頼感」であり「投資家の信頼を維持する必要が自然に働いて、格付手数料の圧力を打ち消すようになる」とした²⁷⁾。2008年には「債券の発行体の格付け会社に対する支払いは、生命保険の契約者の検診を行う医者が、患者から診断料の支払を受ける方式と似ている。医者が仕事を続けていけるかどうかは、生命保険会社が彼らの診断を信用するかどうかにかかっている²⁸⁾」と述べている。すなわち、企業が問題行動をとるということは企業にとってレピュテーション・コストを発生させる原因となるとの主張である。言論の自由にあぐらをかいた不誠実な格付行動は投資家の信頼を損ね、レピュテーション・コストを発生させるため、そのような行動をとるインセンティブは働かないということになる。

しかしこの基本的な構図を格付機関に当てはめると、格付機関をとりまく構造上の問題が浮

22) U. S. Senate Committee on Governmental Affairs (2002), p.119.

23) Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2008), 2 ページ。

24) U. S. Senate Committee on Governmental Affairs (2002), p.124.

25) McGuire (1995), 5 ページ。

26) McGuire (1995), 5 ページ。

27) McGuire (1995), 5 ページ。

28) Moody's (2008), 2 ページ, 注釈 2。

かび上がる。それは、格付産業の寡占問題である。格付機関の寡占が続いている状況においては、ある格付けが信頼できないからといって、他の格付けを選択することが不可能な場合がある。格付機関は2007年の時点で、何らかの形で公認されているものが世界に59社、米国で信用リスクを測定する格付機関は100社以上あり²⁹⁾、多数存在する。公認されていないものを含めれば、それ以上である。しかし、これらすべての格付機関を投資家が自由に利用できるわけではない。格付産業には事実上の寡占が存在し、その寡占を産み出しているのはNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations:全国的に認知された統計的格付機関) とよばれる制度である。

格付けは現在多くの規制に用いられている。遡れば1931年、米国通貨監督官 (Office of Comptroller of the Currency : OCC) が銀行の自己資本算定基準にBBB格を一定のラインとして、格付けを利用したことが挙げられる³⁰⁾。他にも主な規制をみると、OCCは1957年に銀行に対して、BBB格未満の債券は投資不適格債であるとして投資できない旨の通達をおこなっている³¹⁾。格付けが投資適格基準として利用された例である。1998年の金融機関改革救済執行法では、貯蓄貸付組合 (S&L) に対しBBB格未満の債券への投資が禁じられた³²⁾。またMMF (Money Market Fund) が投資できる債券も、AA格以上のものに規制された³³⁾。

これら規制の中でも、1975年のSECによるブローカー・ディーラーの自己資本規制³⁴⁾ は、格付機関に強い影響を与えた。この自己資本規制は、ブローカー・ディーラーの保有している証券のリスクに応じて自己資本の計算を行うものであるが、この算出に格付けを利用する。そしてその格付けを付与している格付機関を、SECが認定するものに限定したのである。これはNRSROと呼ばれ、当初ムーディーズ、S&P、フィッチの3社が認定された。NRSROの認定には特に基準を設けられておらず、当時米国で上記3社の格付けが広く一般的に利用されているとSECのスタッフが認識したことが、認定の事実上の規準となった。

当初NRSROは1975年のブローカー・ディーラー自己資本規制のみに利用するものとして制定されたが、他の法律や規則に格付けを利用するに際にも広く用いられるようになった。1984年にはNRSROが、SECの規制を超えて、政府議会の制定する第2次抵当市場強化法においても用いられるようになり、不動産ローン証券の格付けを規制した³⁵⁾。1999年にはグラム・リーチ・ブライリー法が制定され、金融子会社を設立できる銀行は、NRSROがその債券にA格以上を付与しているものとした³⁶⁾。2002年時点では、米国において少なくとも8の連邦法、47の

29) 黒沢 (2007), 3ページ。

30) Harold (1938), pp.26-27.

31) 黒沢 (1985), 101ページ。

32) Canter and Packer (1994), p.6.

33) Securities and Exchange commission (1997a), 2a-7, (10).

34) Securities and Exchange commission (1975).

35) 坂田 (2004), 37ページ。

36) 坂田 (2004), 37ページ。

連邦規則, 100を超える州法や州規則においてNRSROの格付けがベンチマークとして利用されているとの報告もあり³⁷⁾, NRSROの影響は強く, 多くの投資家がNRSROの格付けに基づいた投資を行なっていると考えられる。

上記のように格付けの規制への利用は, おもに資本評価への利用と投資判断基準としての利用が考えられる。これは発行体にとっては, NRSROによる格付けの取得が, 事実上の債券発行条件となることを意味している。したがって発行体には格付けの取得, それもより高い格付けの取得が必要となった。格付けが規制に利用されるにともない, 市場における影響力も増大する。先にも述べたように格付けは格付機関の「意見」であるが, 市場は格付けを投資の判断基準もしくはベンチマークとみなしており, 単なる情報だとはみなしていない³⁸⁾。

格付機関にとっても, NRSROは影響の大きい制度であった。というのは, 格付けとNRSROが種々の規制に利用されるようになると, 格付けの信頼性以前に, NRSROに認定されること自体が自社の格付けを利用される最低条件となるからである。

しかしNRSRO認定には明確な規準は無く, SECスタッフの恣意的な判断に委ねられている状況であった。これにより, NRSROをめぐる格付ビジネスは事実上の寡占状態に陥った。1975年のムーディーズ, S&P, フィッチのNRSRO認定以降, 数社がNRSROに認定されたが, 多くはこれら3社と合併したため, 長らく2003年までNRSROは当初の3社のみであった。

このような状況において, 寡占状態を打破し格付産業の競争を促進させるため, NRSRO認定の条件を明確にすべきであるとの意見が強まった。これを受けて1997年, SECは『NRSRO認定のための規則案 (Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)』³⁹⁾を発表した。

SECが提示した規則案では, NRSROの要件として,

- (1) 米国において格付利用者から信頼できる格付機関として全国的に認知されていること
- (2) 格付けの対象となる債券の発行体の経済的な圧力や支配から独立して活動しうる十分な人材と財務基盤を備えていること
- (3) 信頼できる格付けを行なうための体系的な格付けの手続きがとられていること
- (4) 発行体の経営者とコンタクトをとっていること
- (5) 非公開情報の誤用防止とコンプライアンスに関する内部管理の手続きがとられていること

を提案している。

しかし米国司法省はこれに対して, (1)の「全国的に認知されている」という要件が, 新規に参入する格付機関にとっては「乗り越えることがほとんど不可能な参入障壁」となり, 競

37) U. S. Senate Committee on Governmental Affairs (2002), p.102.

38) U. S. Senate Committee on Governmental Affairs (2002), p.124.

39) Securities and Exchange Commission (1997b).

争を阻害するとの意見を表明した⁴⁰⁾。

SECの案に従えば、格付機関がNRSROに認定されるためには全国的に認知されていることが条件となるが、逆にNRSROに認定されていなければ格付けが発行体に採用されず、全国的に認知され得ない、という矛盾が生じる。すなわちSECの認定要件自体が格付機関にとっては新規参入の障壁となり、格付産業の競争をさらに阻害することとなる。結局1997年のNRSRO認定規則案は採択されず、明確な基準が設定されないままNRSRO制度は利用され続けた。

しかし、NRSROをめぐる議論はエンロン倒産事件によって再燃する。エンロン倒産と一連の格付機関批判を受けて、米国連邦議会やSECは様々な調査を行った。

上院政府活動委員会では2002年10月にスタッフによるレポート『エンロンに対する金融監督：SECと民間セクター監視役（Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs）』⁴¹⁾が提出されるなど、格付機関の役割や格付制度についての議論が活発に行なわれ、NRSROの弊害と認定制度の問題が確認された。またSECは2003年1月に『証券市場における格付機関の役割と機能に関する報告書（Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets）』⁴²⁾を発表し、同年6月にはNRSROに関するコンセプトリリース⁴³⁾を発表して広く意見を募り、2005年4月、再度NRSROの定義に関する案を発表した⁴⁴⁾。

このようなSECの一連の動きはNRSRO認定の規則を確立させるにはいたらなかったが、NRSROに関する議論は議会において急速に進展した。上記で述べた通り、上院政府活動委員会では2002年10月にスタッフによるレポートが提出され、2005年6月、下院において『格付機関寡占排除法（Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2006）』⁴⁵⁾が提案された。またこれをもとに2006年9月上院において『2006年格付機関改革法（Credit Rating agency Reform Act of 2006）』⁴⁶⁾が提出された。ブッシュ大統領は2006年9月、これに署名して法律として成立し、格付機関とNRSROに関する明確な規制が初めて誕生することとなった。

改革法は格付機関を以下のように定義している。

- (1) インターネットまたは容易にアクセスが可能な他の手段を通じて、無料または妥当な水準の手数料をもって格付けを付与する者
- (2) 格付けを決定するための定量的モデルか定性的モデル、またはその両者を用いる者
- (3) 発行体、投資家、その他の市場参加者などから手数料を得る者

40) U. S. Department of Justice (1998).

41) U. S. Senate Committee on Governmental Affairs (2002).

42) Securities and Exchange Commission (2003a).

43) Securities and Exchange Commission (2003b).

44) Securities and Exchange Commission (2005).

45) U. S. House of Representatives (2005).

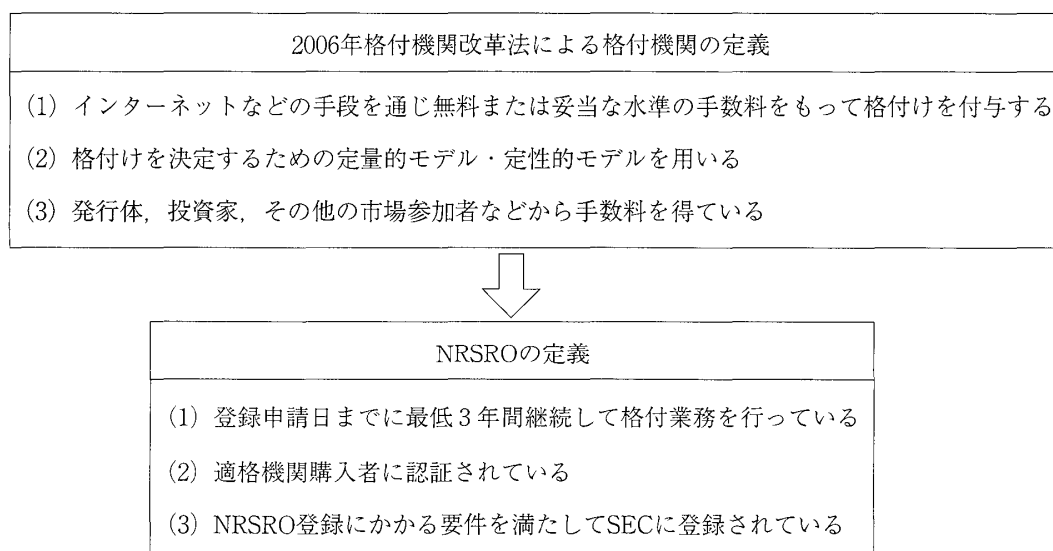
46) 109th Congress of the U. S. (2006).

またNRSROについては、

- (1) 登録申請日までに少なくとも3年間継続して格付ビジネスをおこなっている者
- (2) 金融機関や保険会社、発行体などの適格機関購入者⁴⁷⁾に認証されている者
- (3) NRSRO登録手続きにかかる要件を満たしてSECに登録されている者

と定義している。

改革法によってNRSRO制度は、従来のSECによる認可制から登録制へと変更された。一定の条件を満たせば、SECに申請することによって登録が可能な制度に改められた。



また、SECへの登録申請に関しては以下の情報が必要である。

- (1) 格付けのパフォーマンスについての統計
- (2) 格付けの手続きと手法
- (3) 非公開情報の誤用防止のための手続き
- (4) 格付機関の内部組織の構造
- (5) 倫理規定の有無
- (6) 利益相反の有無
- (7) 格付手数料や購読料など収入金額順の上位20社のリスト
- (8) 登録申請する格付機関の格付けを3年以上利用している適格機関購入者10社以上からの利用証明書、など

NRSROの登録や監督の権限はSECが持つこととされた。このため、SECは2007年6月、格付機関改革法施行規則『NRSROとして登録された格付機関の監督規則 (Oversight of Credit

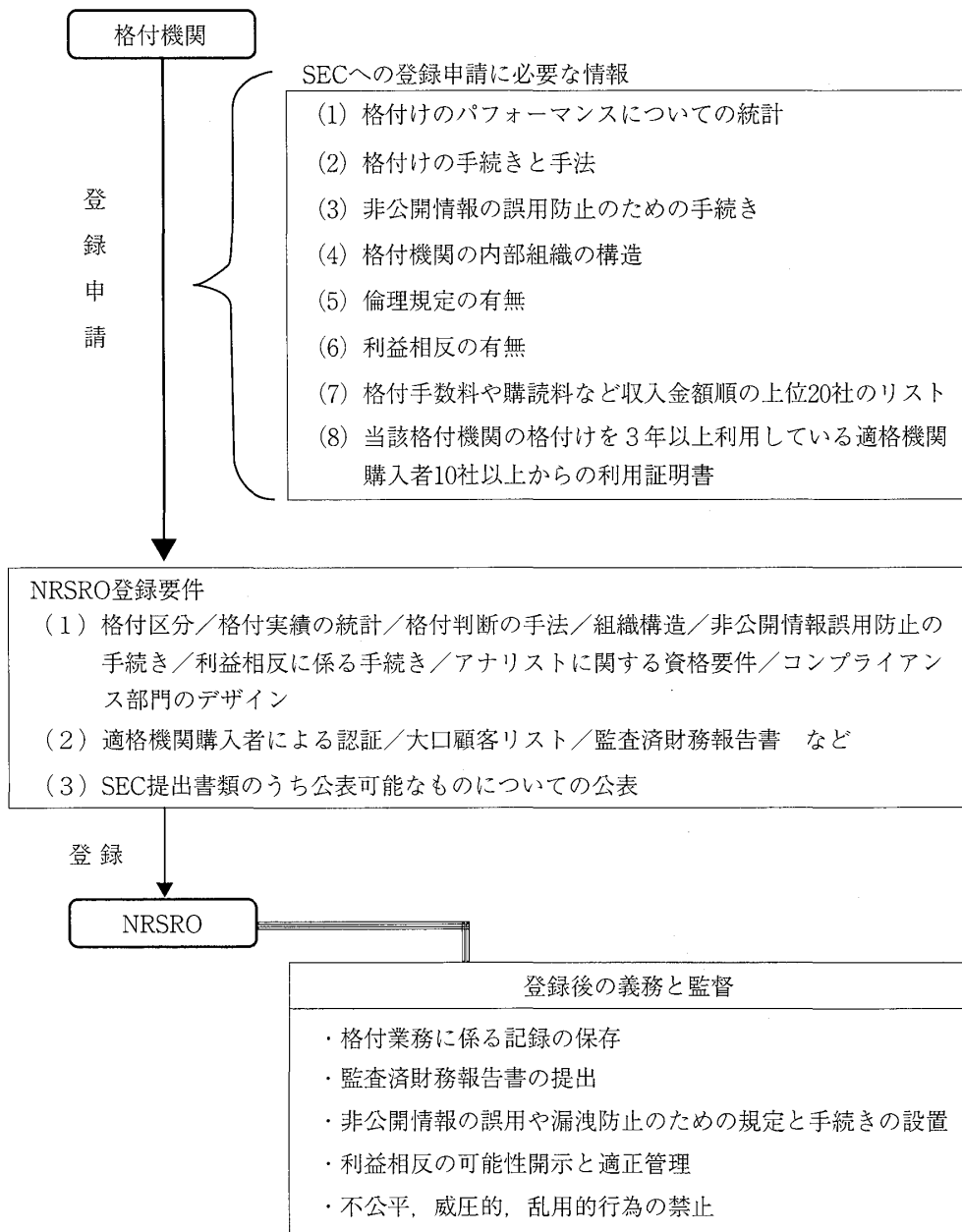
47) 適格機関購入者 (qualified institutional buyers) とは、1933年証券法規制144A (a) 項に定める保険会社、投資会社、年金基金など、格付けに十分な知識を有する者を指す。

Rating Agencies registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)』⁴⁸⁾ を発表した。

SEC規則は、まず登録要件として以下を定めている。

(1) ルール17g-1：登録要件

①格付区分②格付実績の統計③格付判断の手法④組織構造⑤非公開情報誤用防止の手続き⑥利益相反に係る手続き⑦アナリストに関する資格要件⑧コンプライアンス部門のデザイン、などの提出



48) Securities and Exchange Commission (2007).

また、NRSRO登録後の規則としては、

- (2) ルール17g-2 : 格付業務に係る記録の保存
- (3) ルール17g-3 : 監査された年次財務報告書の提出
- (4) ルール17g-4 : 非公開情報の誤用や漏洩防止のための規定と手続きの設置
- (5) ルール17g-5 : 利益相反の可能性開示と適正管理
- (6) ルール17g-6 : 不公平, 威圧的, 乱用的行為の禁止

などを定めている。

こうして、NRSROは「全国的に認知されている」かどうかを判断して認可する、といった曖昧な基準ではなく、上記の要件を満たす格付機関であれば申請することによって登録されるものとなった。これにより格付産業への参入条件もクリアとなり、競争が促進されることとなった。またNRSROには格付手法の説明責任が生じ、非公開情報の誤用の防止、利益相反の管理などが求められ、監督が強化された。

エンロンの倒産をめぐる格付機関に対する批判およびNRSRO制度に関する議論の活発化以降、新たなNRSROが数社誕生している。2003年にDBRS (Dominion Bond Rating Services), 2005年にはA.M.BestがNRSROとして認定された。さらに改革法の成立後から2008年6月末現在にかけて、格付投資情報センター (Rating & Investment Information : R&I), 日本格付研究所 (Japan Credit Rating Agency : JCR), Egan-Jones Rating Company, Realpoint LLC, LACE Financial Corporationが新たに登録された。

4 おわりに

本稿では、米国の格付機関にする批判を取り上げ、格付機関への規制議論の史的展開を分析し、現在の格付機関がおかれている構造的な問題について考察した。

格付機関に対する批判を見ると、3つのポイントを挙げることができる。まず付与される格付けの質と格付変更について、すなわち「格付能力」に対する批判である。次に「利益相反」については、格付機関の独立性や客観性に対する批判が挙げられた。最後に「非依頼格付け」については、依頼に基づかない格付けによって損害を被るなどの例があり、判断に用いる情報と、それによる格付けの影響が批判されている。

格付機関をめぐる批判を3つのポイントを考察した時、ある1つの共通点を見いだすことができた。それは、格付けは格付機関の「意見」であるとする見解である。この見解が依拠する背景は合衆国憲法修正第1条「言論の自由」であり、格付機関にとっては一種の免罪符とされている。ただし、格付けは「意見」ではあるが、格付機関が業務に際して当然払うべき注意を怠ることは非難されるべきである。とはいえ裁判の場において、格付けの表明は「言論の自由」に裏付けられることが確認された。

また格付けが「意見」に過ぎないとしても、市場はこれを単なる情報とはみなさず、投資規準あるいはベンチマークであるとみなす傾向が強い。なぜなら格付けは資本評価規準や投資適格規準など、種々の規制に用いられているからである。これら規制に格付けを用いるにあたり、NRSRO制度が制定された。NRSROに認定されることによって格付機関はさらに影響力を増したが、ここに格付機関の構造的な問題が発生する。それは、寡占である。NRSROに認定されるには全国で広く認知されていなくてはならないが、全国で広く認知されるにはNRSROに認定されなければならず、NRSROが格付産業の参入障壁となったのである。

しかし、エンロン倒産を初めとする格付機関への様々な批判から、近年NRSROの問題は解消されつつある。NRSROに関する初めての法律が成立し、曖昧な認定規準も明確な登録規準へと変更され、NRSROは増加した。これは格付産業への参入を促し、格付機関の競争を促進させる契機となると評価できる。

しかし一連の法律はあくまでNRSROに対する規制であり、NRSROではない格付機関を対象としていない。そもそも、格付けを規制に利用することによってNRSROの概念が創出されたが、規制利用そのものについての議論は深まっていない。むしろNRSRO制度を法的に定めることにより、金融規制当局がNRSROに様々な判断を委任する状況が正当化されてしまう⁴⁹⁾との批判もある。

また米国では一連の法律が制定された直後の2007年半ばに、サブプライムローン関連証券化商品の格付けをめぐる格付機関が強く非難され、新たな批判と規制の議論が噴出することとなった。格付機関をめぐる構造には、いまだ問題が残されている。

参考文献

- 黒沢義孝（1985）『債券格付けの実際』東洋経済新報社。
黒沢義孝（1999）『<格付け>の経済学』PHP新書。
黒沢義孝（2007）『格付会社の研究』東洋経済新報社。
坂田和光（2004）「米国における格付機関をめぐる議論について」『レファレンス』11月、35-52ページ。
財務省（2003）“Comments on Proposed Rule: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws, File No. S7-12-03,” July 28.
田村香月子（2006）「利用者から見る格付けの制度的特徴」『関西大学商学論集』第50巻第6号、39-59ページ。
淵田康之・大崎貞和（2002）『検証アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社。
Canter, Richard and Packer, Frank（1994）“The Credit Rating Industry,” *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer/Fall.
Gan, Yingjin. H.（2004）“Why do firms pay for bond ratings when they can get them for free?,” mimeo.
Harold, Gilbert（1938）*Bond Ratings as an Investment Guide*, Ronald Press Company.
Lawrence, White J.（2007）“A New Law for the Bond Rating Industry-For Better or For Worse?” *Law & Economics Research Paper Series Working Paper No.07-09*, New York University School of Law, February.

49) Lawrence（2007）, p.10.

- MacGuire, T. J. (1995) 『規制と格付け—ゴリラへの請願』 SEC主催の第5回International Institute for Market Developmentにおける講演 (1995年4月28日), Moody's Japan K. K.。
- Moody's Corporation (2008) Form 10-K, Annual report [Section 13 and 15 (d), not S-K Item 405].
- Moody's Investor's Services (2008) "Archaeology of the Crisis," 日本語訳『信用機器の考古学的考察』ムーディーズ・スペシャル・コメント, 2月。
- Poon, W. P. H. (2003) "Are unsolicited credit ratings biased downward?," *Journal of Banking and Finance*, 27, pp.593-614.
- Poon, W. P. H., and M. Firth (2005) "Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence from Bank Ratings," *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp.1741-1771.
- Securities and Exchange Commission (1975) "Adoption of Amendments to Rule 15c3-1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokers and Dealers," Release No. 34-11497, 40 FR 29795.
- Securities and Exchange Commission (1997a) "Money Market Fund," 17CFR270.
- Securities and Exchange Commission (1997b) "Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations," Proposed Rule, S7-33-97, February 2, and Final Rule, June 5.
- Securities and Exchange Commission (2000) "Selective Disclosure and Insider Trading," 17CFR243.
- Securities and Exchange Commission (2002) Credit Rating Agency Hearing Transcript, "Hearing on the Current Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets," November 21.
- Securities and Exchange Commission (2003a) "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002," January 24.
- Securities and Exchange Commission (2003b) "Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws," Concept Releases, June 4.
- Securities and Exchange Commission (2005) "Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization," S7-04-05, April 19.
- Securities and Exchange Commission (2007) "Oversight of Credit Rating Agencies registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations ; Final Rule," S7-04-07, June 18.
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2008) "Consultation Report, the Role of the Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets," March, (金融庁, 『IOSCO (証券監督者国際機構) による市中協議文書「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書(案)」の概要』, 3月28日)。
- United States Court of Appeals (1999) "Jefferson County School District No.R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.," No. 97-1157, May 9.
- United States Department of Justice (1998) "DOJ Urges SEC to Increase Competition for Securities Rating Agencies," Office of Public Affairs Press Releases, March 6.
- United States House of Representatives (2005) "Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2006," 109th Congress, House Report 109-546, June 20.
- United States Senate Committee on Governmental Affairs (2002) "Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs," Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, October 8.
- 109th Congress of the United States (2006) "An Act to Improve Ratings Quality for the Protection of Investors and in the Public Interest by Fostering Accountability, Transparency, and Competition in the Credit Rating Agency Industry," PL109-291, hereinafter "Credit Rating Agency Reform Act of 2006," S3850, September 6.