

**証 研**

# レポート

No.1618

---

2003年6月

欧米証券取引所の国際化について

伊豆 久(1)

欧州委員会による株式決済市場改革

吉川 真裕(12)

不正会計事件後のSECによる格付会社調査

清水 葉子(27)

# 欧米証券取引所の国際化について

伊豆 久

はじめに

この五月、ストックホルム証券取引所を運営するOMグループが、ヘルシンキ証券取引所の買収を発表した。金融のグローバル化が証券取引所を巻き込み、世界中の取引所に国際化を促しているのである。

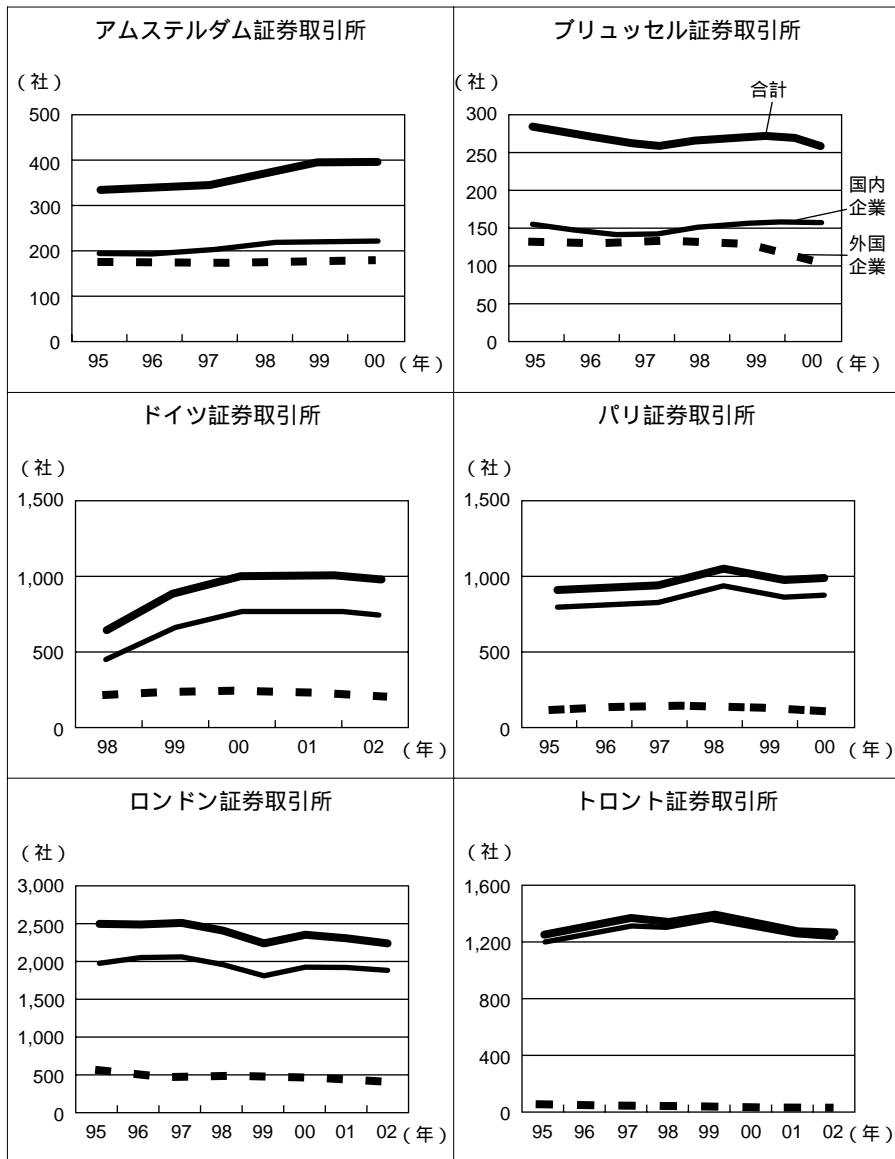
しかしながらここで注意すべきは、一言で「国際化」といっても、そのありようが、地域や国によって、大きく異なっている点である。

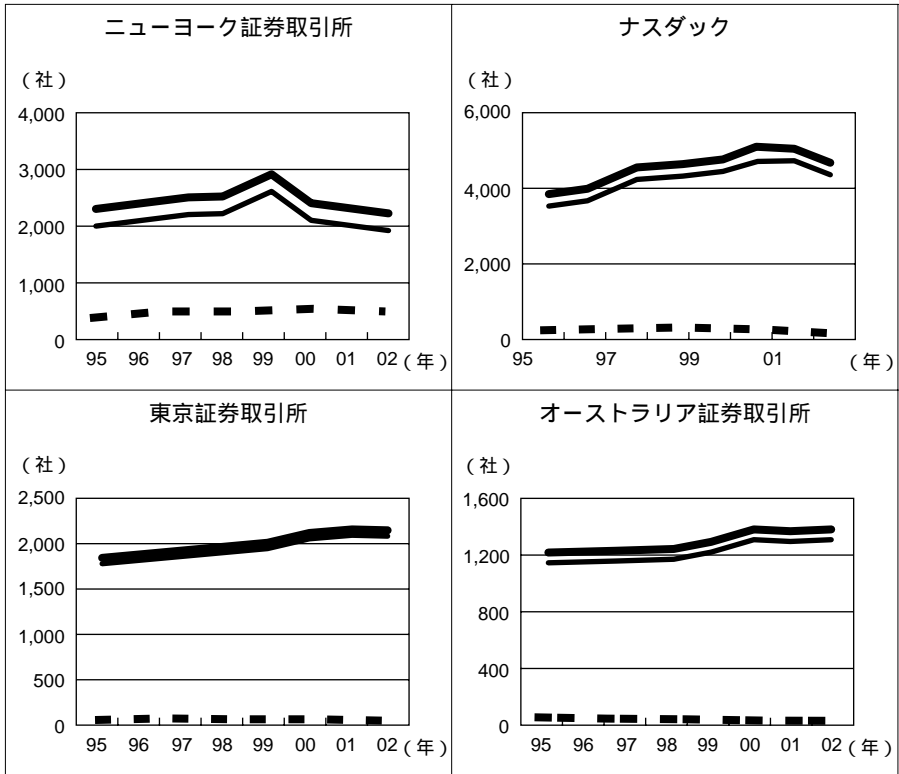
例えば、欧州では、冒頭に紹介したようにOMグループが積極的な買収攻勢をかけているほか、二〇〇〇年九月には、パリ（フランス）・ブリュッセル（ベルギー）・アムステルダム（オランダ）の三取引所が統合する（ユーロネクスト）など、取引所間の国境をまたいだ再編が活発である。しかしながら、米国や日本ではそうした動きは見られない。一時、米国ナスダックが、海外での新興企業市場の創設を試みたが、それは失敗に終わっている。

欧州の取引所と対照的に、米国のNYSE（ニューヨーク証券取引所）が九〇年代以降積極的に取り組んでいるのは、外国企業の上場であり、それは後述するように目覚ましい成果をあげている。

他方、日本では、取引所の国際的な統合は生じておらず、また外国企業の上場も進んでいない。外国企業の上場は、バブル期を頂点に減少を続けている。反対に日本で生じている国際化は、売買に占める外国人シェアの上

図1 各国取引所における内外上場企業数





(注)(1) 優先株のみ上場の企業を含む。(2) いわゆる勝手上市、投資ファンドを除く。(3) アムステルダム・ブリュッセル・パリは、2000年にユーロネクストに統合された。  
 (出所) 国際証券取引所連合(FIBV)資料より作成。

昇ということになる。

すなわち、証券取引所のグローバル化・国際化といっても、その形態や特徴は、地域ごとに大きく異なるのであって、その違いの背景を明らかにすることが、「取引所の国際化」を議論する上でも重要であるように思われる。そこで小稿では、外国株式の上市に焦点を絞り、そこから、欧米取引所の置かれた状況や国際化戦略の違いを検討することとしたい。

1 各国取引所における外国企業の上場

図1は、各国の取引所における上場企業数の推移を国内企業と外国企業に分けて示したものである。ここから、以下のような特徴を指摘する

ことができるであろう。

第一に、大きく分けると、欧州では上場企業に占める外国企業の比率が高く、反対に北米・アジア地域は国内企業中心の市場となっていることである。欧州では、外国企業が全上場企業の二丁四割を占めているのに対して、その他の地域では、(最近のNYSEを例外として)いずれも数%から一割程度にとどまっている。

第二に、欧州内でも一定の格差があり、外国企業の比率が高いのは、アムステルダム(オランダ)やブリュッセル(ベルギー)であって(二〇〇〇末の数字でそれぞれ四〇%、三九%)、経済規模の大きいロンドン(一九%)、ドイツ(二三%)、パリ(一六%)は、それほどでもない。これは、経済大国は国内に上場に適した大企業が、結果的に外国企業の比率が小さくなるためであろう。したがって、比率ではなく絶対数で見れば、ロンドン、ドイツ、(最近の)NYSEにおける外国企業の数、アムステルダムやブリュッセルを上回っている。しかし、逆は当てはまらない。すなわち、経済規模の小さい国は外国企業の比率が高いか、という点必ずしもそうではない。トロントやオーストラリアなど相対的にGDPの小さい国の市場では外国企業の比率が高いかという点、そうはなっておらず、ロンドンやドイツを大幅に下回っている。やはり外国企業の上場においては、欧州という地域の特性が大きく作用しているものと思われる。

第三に、興味深いことに、世界中のどの取引所においても、外国企業が減少傾向にあることである(この点で、NYSEは例外である)。グローバル化のイメージとは正反対に、世界の取引所から外国企業は撤退しつづけているのであり、企業の側から言えば、外国市場への上場を廃止する傾向にある。そうしたなかで、ここ一〇年ほど外国企業の上場を急速に増やし、ロンドンを追い越して今や世界最大の外国企業を抱える市場となったNYSEは、特異な存在と言わざるをえないであろう。

こうした現象の理由を検討する前に、もう一点、欧米間における相互上場の動向を確認しておこう。

## 2 欧米間の相互上場

表1は、一九八六年、九一年、九七年の三つの時点における、欧米間の相互上場の状況を示したものである。

ここからまずわかるのは、欧州企業の米国市場への上場が激増していることである。米国市場に上場する欧州企業は八六年にはわずか五二社だったが、九一年には八九社、九七年には二〇六社と、およそ一〇年の間に四倍に増加している。

反対に、米国企業の欧州市場への上場は大幅に減少している。八六年には二八四社が欧州の取引所に上場していたが、九七年には一八四社へと三五%減少している。その結果、八六年には、欧州に上場する米国企業は、米国に上場する欧州企業の五倍以上あったにもかかわらず、九七年には状況は逆転、後者が前者よりも多くなったのである。

次に、欧州企業の欧州域内での国際上場（例えば、ドイツ企業がロンドン証券取引所に上場するといったケース）を見てみよう。これを見ると、欧州企業も、米国企業と同じく、欧州市場から撤退し

表1 欧米間の相互上場

		企業の母国			
		欧州企業の外国上場		米国企業の外国上場	
		外国上場企業数	外国上場件数	外国上場企業数	外国上場件数
上場取引所	欧州	147	267	284	465
		182	339	234	418
		180	309	184	316
	米国	52	53		
		89	90		
		206	207		

(注)(1)「欧州」は、イギリス、フランス、ドイツ、ベルギー、オランダ、イタリア、スイス、オーストリア、スペインの9カ国。

(2)3段の数字は、上から1986年、1991年、1997年末の数値。例えば、左上の147とその右の267は、欧州の企業で、欧州域内の(自国以外の)外国市場に上場した企業が1986年末に147社あったこと、ただし欧州域内の複数の市場への上場を1件ずつ数えると外国上場件数は267件になることを示す。

(出所) Marco Pagano, et.al., "The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?," *The Journal of Finance*, vol.57, vol.6, 1992. p.2663.

ていることがわかる。八〇年代後半には、自国以外の欧州域内の市場に上場する企業が増加したが（一四七社一八二社）、その後は横ばいとなる一方で、上場件数は、三三九から三〇九に減少している。つまり、複数市場に上場する企業が、上場先を絞り込むようになり、その結果、上場件数が減少したのである。欧州の個々の取引所は、米国企業だけでなく欧州企業にとっても魅力のない市場となりつつあるのである。

### 3 欧州取引所における「国際化の段階」

以上の事実を整理すると、次のようになる。欧州の取引所では従来、上場企業に占める外国企業の比率が高かった。しかしそれは、九〇年代後半に低下した。米国企業の上場が減少しただけでなく、欧州企業も欧州の上場先を絞っている。ところが、こうした欧州の状況と対照的に、米国のNYSEは、従来少なかった外国企業の上場を九〇年代に急増させている。

なぜこうした変化が生じているのであろうか。まず、欧州市場の変化について考えてみよう。

欧州の地域的な特徴は、何よりも、ほぼ同じ時間帯に、経済規模の類似した先進経済国が密集しているという点にある。一般的に、個別の株式取引は、母国市場へのバイアスが強く、その時間帯から離れた市場で取引を拡大させることは難しい。また市場が成熟しない新興国が先進国企業の株式取引を奪つことも事実上不可能である。ところが欧州は、世界的に見れば、先進国が凝集する珍しい地域となっている。だからこそ、投資家が相互に国際投資を進めると同時に、企業も域内での相互上場を進めていったのである。そうした基礎の上に、ECの経済統合計画が段階的に実施されたため、早くから株式の相互上場比率が高まっていたものと推測される。

しかしながら、九二年の市場統合、九九年の単一通貨ユーロの導入と、経済の一体化がさらに深化していくと、

機関投資家の成長やその分散投資の拡大もあいまって、欧州域内のそれぞれの市場に株式を上場しておく必要性は低下する。欧州全域にわたって株式の流動性や企業の知名度を維持するという目的も、少数の有力市場に上場すれば十分達成できるようになるからである。

このことは、欧州の取引所からすると、当初は、企業の相互市場という取引所にとって大きなメリットをもたらした国際化（欧州経済統合）が、その飛躍的な高度化によって、逆に、上場市場の絞り込みという、極めて厳しい状況を生み出すものに転化したことを意味する。

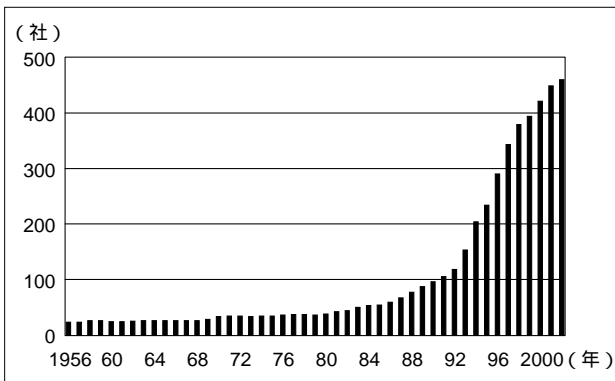
ここ数年、欧州において、取引所の生き残りをかけた合従連衡が展開されているのは（グローバル化により適合的なデリバティブ取引をめぐる動きをおくとしても）、他地域では見られない、特殊欧州的な高度の国際化を反映したものであると思われる。

#### 4 NYSEにおける外国企業の上場

では、こうした欧州の動きと対照的に、NYSEが外国株式の上場を急増させているのはなぜだろうか。図2を見ると、それまであまり変化することのなかった外国企業の上場数が、八〇年代末頃から急増していることがわかる。<sup>(1)</sup>

米国に関しても、まず、その地理的な特徴を確認しておく

図2 NYSE上場外国企業



(注) 優先株のみを上場する企業を除く。(優先株のみを上場する企業は、2002年末時点で13社)

(出所) 1998年までの数値は、M.Pulatkonak and G.Sofianos, "The Distribution of Global Trading in NYSE," *NYSE Working Paper*, 99-3,1999による。99年から2002年までは、NYSE, *Fact Book* より。



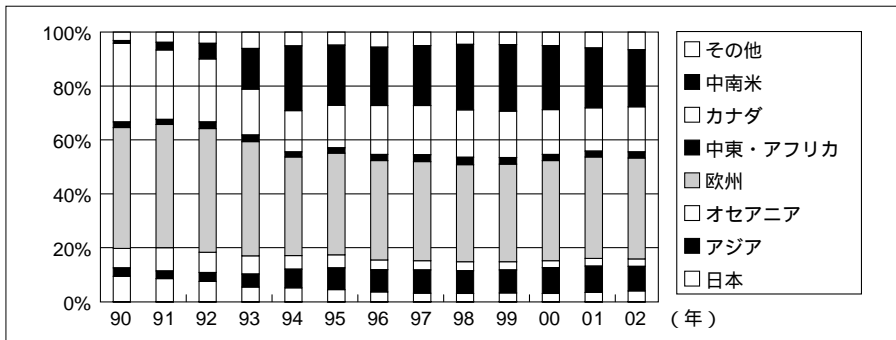
う。米国と同じ時間帯にある南北アメリカ大陸には、経済大国が、カナダを除いて存在しない。（市場規制や会計制度、投資家の厚みなど）証券市場の成熟度という点を考えれば米国の優位は圧倒的である。すなわち、米国の証券市場は国内での市場間競争こそ極めて活発であるもの、外国市場から受ける脅威や圧力に関しては、欧州各国とは比較にならないほど、小さいのである。

しかしそのことは、NYSEにとって国際化のチャンスが小さいことをも意味する。優良大企業向けの市場としてのステータスを重視するNYSEは、ナスダックのように新興企業向け市場の創設を目指して海外に進出するというわけにもいかない。といって、南北アメリカには、カナダをのぞいて、NYSEに上場可能な大企業は少ないからである。だからこそ、九〇年時点において、NYSEに上場する外国企業はわずか九六社にすぎず、しかも、その七四％は、歴史的言語的に近い関係にあるイギリスを中心とする欧州の企業と、隣国カナダで占められていたのである。

ところが、八〇年代末から、状況は大きく変化する。

中南米各国で、IMFの主導あるいは「ワシントン・コンセンサス」の影響のもと、経済・企業改革が進められ、多くの国有企業が民営化され始めたのである。その過程で、石油、鉱山、電力、通信といった民間大企業

図3 NYSE上場外国企業の分布

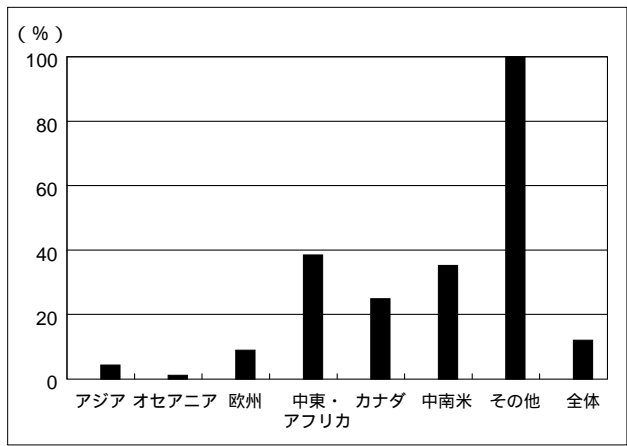


(出所) NYSE, Fact Book より作成。

が新たに誕生し、母国市場には収まりきらないそうした大企業の受け皿という新しい役割をNYSEは担うようになる。その結果、地域別の上場企業数で、中南米は九四年にカナダを追い抜き、以降現在まで欧州に次ぐ第二位のシェアを占めている。

その一方で、欧州からの上場も増加を続けたが、それは、八〇年代までとかなり性格の異なるものである。九〇年代の主たる目的は、米国市場における資金調達やそれに関連した流動性の維持ではなく、株式交換方式による米国企業の買収であった。米国企業（被買収企業）の既存株主に、欧州企業（買収企業）の株式を割り当てるといって買収方法を成功させるためには、欧州企業株式の換金相場を米国市場に確保することが重要となる。欧州企業は、市場統合に伴う競争の激化に直面すると同時に、（特に大陸欧州企業は）米国流の株式文化の洗礼を受け、グローバル化時代における企業戦略の一つとして、米国企業の買収を積極的に進めたのである。その結果、NYSEに上場している欧州企業の分布も、九〇年には五六%をイギリスが占め（四三社のうち二四社）、大陸は四四%でしかなかったのに対して、〇二年末では大きく逆転し、欧州企業一六九社のうちイギリス企業はわずかに二八%（四七社）だけとなっている。大陸欧州企業の米国上場が急増したのである。

図4 NYSE上場比率（2001年末）



(注) NYSE上場時価総額を、発行済み時価総額で割ったもの。  
 (出所) NYSE, Fact Book より作成。

こうした目的であるために、欧州企業のNYSEへの上場の場合、発行済み株式に占める上場株数の比率は多くない。図3は、発行済み株式数に占めるNYSE上場分の比率を地域別に示したものであるが、「その他」（カリブ海諸島）の企業がNYSEを完全にメイン・マーケットとしている他、「中東・アフリカ」（イスラエルと南アフリカ）、カナダ、中南米の企業も三割前後がNYSEに上場されている。つまり、そうした地域ではそれだけ母国市場が空洞化していることになるが、欧州の場合、同比率は9%にとどまっている。母国市場が大きい他、米国で流動性を維持する目的が前述のものに限定されており、通常の資金調達役割が低いからである。付け加えれば、アジア、オセアニアの場合、NYSE上場比率は5%にも満たず、これは、同地域からの上場の主たる目的が、資金調達や流動性の維持ではなく、米国における知名度の向上（あるいは母国における名声の獲得）、米国会計基準順守のお墨付きの獲得、などにあるということであろう。

## 5 アジア企業のNYSE上場

このようなNYSEの状況に、九〇年代末から、さらに新しい変化が生じ始めている。欧州からの上場は引き続き活発であるが、中南米からの上場ラッシュはストップし、ここ四年間、一〇〇社前後で伸び悩んでいる。前述した企業改革・民営化が一巡した上、九〇年代末からブラジル、アルゼンチンなどで経済危機が続いていることなどが影響しているものと思われる。

その一方で、最近、アジア企業の上場が目立っている。二〇〇〇年から〇二年末までの三年間の上場を見ると、中国六社（一四社）、インド八社（八社）、日本七社（一九社）、台湾三社（四社）などとなっている（括弧内は〇二年末時点の上場企業数）。

流通市場でも、アジア銘柄の注目度は高く、〇二年の外国株式売買額ランキングで、台湾の半導体大手のTSMCが七位（一六二億ドル）、同じくUMCが三二位（五三億ドル）に入ったほか、韓国テレコムが三〇位（五億ドル）につけている。（ちなみに、日本の売買額ではソニーが三六億ドル（ランキング（五〇位まで）外）であるが、それ以外はいずれも一〇億ドルに達していない）。

もちろん、こうした状況は、アジア諸国の母国市場の規模が小さいことの裏返しである（反対に、日本の場合は、母国市場の大きさの反映でもある）。しかし、日本からすれば、アジア企業は、日本を素通りしてNYSEへの上場を求めているのであり、このことは、欧米企業の東証上場廃止よりも、大きな意味をもつことのように思われる。なぜなら、日本の取引所は、同じ時間帯に競合する有力市場が存在しないという、国際競争上極めて恵まれた状況にあり、成長するアジア企業は格好の上場対象であるはずであるが、そのメリットが活かされていないことを示しているからである。そして、そこに、NYSEが、時間帯のハンディキャップを超えて進出しているということになる。九〇年代に一人勝ちを続けてきたNYSEは、欧州、中南米、そしてアジアへと、そのテリトリーをさらに拡大させつつあるのである。

注

(1) NYSEの国際化については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の国際化について」中尾茂夫編『金融グローバルイズム』東大出版二〇〇一年参照。

(いず) ひさし・客員研究員)

## 欧州委員会による株式決済市場改革

吉川 真裕

ヨーロッパの株式市場では単一通貨ユーロの導入によって国境を越えたクロスボーダー取引が増えているとはいえ、ユーロ導入諸国が一つの国のように各業種間で資金の再分配をおこなうという動きは予想されたほどには進んではない。ヨーロッパ各国の証券取引所は合併や統合という形で、株式市場統合を試みたが、イギリス、フランス、ドイツの三大取引所間の主導権争い、各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。他方、ユーロ債の決済の大半をおこなってきたユーロクリアとクリアストリーム（旧セデル）も株式取引では各国の証券集中保管機構との協力関係を確立せざるを得ず、しかも両者の間で対抗意識が強いことから、フランス、オランダ、ベルギー、イギリス、アイルランドを押さえたユーロクリアと、ドイツとルクセンブルグを押さえてイタリアに関心を寄せるクリアストリームの対立が収まる兆しは見られない。さらに、証券決済機関は併存していても単一清算機関が清算業務を一本化して決済費用の削減を目指すというアイデアもイギリス、フランス、ドイツの三大清算機関の対抗関係から進展する兆しは見えない。証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが、民間ベースではなかなか進展しそうにもない。そこで、欧州委員会がイニシアティブをとることを期待する動きもみられるようになった。本稿ではヨーロッパの株式決済市場統合に対する欧州委員会の取り組みを紹介することによって、今後のヨーロッパ株式市場の行方を展望する。

# 1 EUの証券決済法規制<sup>(1)</sup>

各国の証券中央保管機構(CSD)をリンクするECSDA(欧州CSD協会)モデルにせよ、一九九九年にユーロクリアが打ち出した国際決済機関(ICSD)が核となるハブ・アンド・スポークス・モデルにせよ、あるいはセデルがドイチエ・ベルゼ・クリアリング(DBC)と合併してクリアストリームとなり、ユーロクリアがフランスのSICOVAMとイギリスのクレストを傘下におさめた合併・買収モデル(ECHモデル)にせよ、各国のCSDの統合が進めば、投資家は複数のCSDに口座を開設する必要がなく、複数のCSDに担保を提供する必要もなくなる<sup>(2)</sup>。しかし、クロスボーダーの証券決済に伴う非効率性は各国の法規制の相違等に起因するところも大きく、この問題はCSDの統合によつては解決されえない。これがヨーロッパの株式決済市場統合に欧州連合(EU)レベルでの対応が求められる由縁である。

EUレベルでの証券決済に関する法規制としては一九九三年の投資サービス指令(ISD)があり、EUに加盟する一國で認可を受けた金融機関は他國の規制市場(regulated market)にアクセスすることが保証され、当該市場におけるCSDにもアクセスすることが保証されると定められている(ISD一五条一)。しかし、二〇〇〇年一月に欧州委員会が発表したISD改正に関するコミュニケーションにおいて、各國のCSDへのアクセスにはさまざまな障害が存在することが指摘され、証券決済システムの見直しが必要検討事項として掲げられた。そして、二〇〇二年一月一九日に発表されたISD改正案では、CSDのみならず、セントラル・カウンターパーティ(CCP)や清算機関への自由なアクセスを保護するための規定が新たに設けられている(改正ISD案三二条)。

## 2 第一次ジョヴァンニーニ報告

二〇〇〇年一月のISD改正コミュニケーションにおける証券決済システムの見直しへ向けて、二〇〇一年四月二日に欧州委員会はコンサルテーションを開始した。このコンサルテーションはクロスボーダー証券取引に現存する障害を把握し、将来の証券決済インフラの整備に向けた政策を探ることを目的としており、五月四日を回答期限として、二〇〇一年夏を予定されていた専門家による報告書（ジョヴァンニーニ報告）にも利用されるものと説明されていた。

ローマ銀行副頭取のアルベルト・ジョヴァンニーニ氏を座長とするジョヴァンニーニ・グループは金融サービスに関して欧州委員会を支援する目的で一九九六年に結成された調査グループであり、金融機関等に所属する有識者が個人の資格で参加し、これまでも『ユーロ導入が資本市場に与える影響』（一九九七年七月）、『EUレボ市場：変化への機会』（一九九九年一月）、『ユーロ圏における調和した公債発行』（二〇〇〇年一月）という三つの報告書を作成している。そのジョヴァンニーニ・グループがクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する報告書の作成を欧州委員会から依頼され、二〇〇一年一月二三日に『EUにおけるクロスボーダーのクリアリングとセトルメント』<sup>3)</sup>を発表した。

この報告書では、今回の報告書は問題の特定をおこない、二〇〇二年半ばに予定している次の報告書で問題に対する対処策を検討するものとされている（以後、この報告書を第一次ジョヴァンニーニ報告と呼ぶ）。そして、この第一次報告の補遺には二〇〇一年四月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答が一部紹介されており、報告書の分析にも利用されている。

第一次ジョヴァンニーニ報告はクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントの仕組みを紹介した後、コ

ストの推計とコストの増加要因を分析している。第四章のコストの推計では、まず、ベルギーの経済政策研究センター（CEPS）のデータに基づいて、デンマーク、ドイツ、フランス、イタリア、イギリス、スウェーデンのCSDの株式と債券（ドイツとフランスのみ）の典型的な決済費用（主として国内取引）と、ICSDであるクリアストリームとユーロクリアの内部システム取引と外部システム取引の決済費用（株式と債券の区別なし）を比較している。直接的な比較には問題があるが、ICSDでの費用が各国CSDの費用よりも大幅に高いこと、そしてICSDの費用の中でも外部システム取引が内部システム取引よりも大幅に高いことが読み取れる。

他方、各決済機関の經常収入と決済件数から一件当たりの収入を推定し、これを費用の代理変数と見る方法も採用されている。この方法はロンドン証券取引所が用いたことのある方法であり、ここでもCEPSによる分析結果が用いられている。まず、各機関ごとのネットイング前あるいはネットイング後の一件当たり經常収入では、ユーロクリアとクリアストリームの値が桁違いに大きいことがわかる。さらに、アメリカのDTCCを比較の対象としてみると、ICSDを除くEU加盟国のCSDの一件当たり經常収入はネットイング後では遜色なく、ドイツ、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、イギリスではアメリカを下回る結果になっている。したがって、一件当たり經常収入が決済費用を反映しているとすれば、EU諸国の証券決済費用はアメリカの証券決済費用と大きな違いはないが、ユーロクリアやクリアストリームを通じておこなわれるクロスボーダー取引の決済費用は格段に大きいということが推定されることになる。

第一次ジョヴァンニ二報告の第五章ではクロスボーダー取引の決済コストの増加要因を分析している。現状の問題点としては一五項目が上げられているが、これを技術的要因／市場慣行に関する障害（一〇項目）、税制に関する障害（二項目）、法律上の確実性に関する障害（三項目）の三つのグループに区別している。



まず、技術的要因ノ市場慣行に関する障害として上げられている一〇項目を列挙すれば以下の通りである。

情報技術やインターフェイスの国ごとの相違

複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限

コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する国ごとの相違

日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違

決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害

決済に要する期間の国ごとの相違

業務時間や締め切り時間の国ごとの相違

証券の発行慣行の国ごとの相違

証券の保管場所に関する国ごとの制限

プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する国ごとの制限

次に、税制に関する障害として上げられているのは以下の二項目である。

外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制

国内決済システムに機能的に統合された証券取引税

最後に、法律上の確実性に関する障害として以下の三項目が上げられている。

証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如

金融取引のバイラテラル・ネットティングに関する法律上の取り扱いの国ごとの相違

証券の保有と権利に関する国ごとの法律の抵触

第一次ジョヴァンニ二報告の補遺では二〇〇一年四月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答結果が紹介されており、三八件（商業銀行一三、投資銀行二、CSD二、ICSD二、証券取引所四、投資マネジャー協会一）の回答が寄せられていた。報告書第五章で上げられた一五項目を問題点として指摘した回答件数は多い順に、三四件、三三件、三〇件、二九件、二九件、二七件、二七件、二七件、二四件、二二件、二二件、一九件、一九件、一一件、七件であった。このうちからまでの技術的要因／市場慣行に関する障害についてはそれがコスト増のメジャー要因かマイナー要因かを区別しており、メジャー要因の比率を計算すると、九七％（三四件中三三件）、八八％（三三件中二九件）、一三％（三〇件中七件）、二四％（二九件中二四件）、八三％（二九件中七件）、七〇％（二七件中一九件）、六三％（二七件中一七件）、五二％（二七件中一四件）、一〇〇％（一九件中一九件）、五七％（七件中四件）であった。そこで、全回答者数に占める回答比率と回答中のメジャー要因比率を掛け合わせて技術的要因／市場慣行に関する障害のプライオリティ比率を計算すると、九二％、八〇％、六七％、五三％、五三％、四八％、三八％、一九％、一九％、一二％となる。<sup>(4)</sup>

### 3 その後の推移

第一次ジョヴァンニ二報告はおおよそ好意的に受けとめられたが、それは二〇〇一年二月に発表されているラムファルシー委員会（欧州証券市場規制に関する賢人委員会）報告に沿って、技術的要因／市場慣行に関する対処策は民間の市場関係者のイニシアティブを重視するという姿勢を見せ、欧州委員会がアメリカのDTCCのよような単一機関を強制することはないということが関係者に安心感を与えたからと考えられる。

二〇〇二年三月二日には欧州証券監督者委員会（CESR）と欧州中央銀行制度（ESCB）が証券決済に関する共同作業への協力を求めるコンサルテーション文書を公表した。<sup>(5)</sup> リкоменデーシヨンの法的位置づけ、リкоменデーシヨンの主体、リкоменデーシヨンの範囲、リкоменデーシヨンの目的、決済機関へのアクセス条件、証券決済におけるリスクと弱点、決済サイクル、構造問題、これらについて二〇〇二年五月六日を期限として、一年前の欧州委員会によるコンサルテーションと同様に市場関係者の協力を求めた。

他方、二〇〇二年四月には買収の手続きを進めていたドイツ取引所とクリアストリームが『ヨーロッパにおけるクロスボーダー株式取引、クリアリング、セトルメント・白書』と題する報告書を公表し、垂直的格納庫と擲されるドイツ取引所/クリアストリームの戦略の正当性を主張した。<sup>(6)</sup> この時期はまだドイツ取引所によるクリアストリームの買収がドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による承認を経ておらず、その正当性を示す意味でこの報告書はこの時期に公表されたものと考えられる。しかしながら、内容的には第一次ジョヴァンニ二二報告では踏み込めなかつた決済費用の内訳を詳細に推定しており、とりわけドイツにおける大口のクロスボーダー取引は国内取引よりも三〇％割高であり、小口のクロスボーダー取引は国内取引よりも一五〇％割高であることを示しているのは興味深い。また、クロスボーダー取引の費用の四〇％は各国の法制や税制に起因し、市場慣行の調和、取引所や決済機関の統合によって削減できるのは二〇％にすぎないと推定しており、技術的要因や市場慣行の改善を民間主導で進めようというジョヴァンニ二二報告とは異なる立場を示していた。

二〇〇二年五月二十八日には欧州委員会から再びクロスボーダー取引の決済に関するコンサルテーションが公表された。<sup>(7)</sup> 今回のコンサルテーションはラムファルシー委員会報告と第一次ジョヴァンニ二二報告を受けておこなわれたものであり、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという上からのアプローチはとらず、

市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件をいかにして作り出すかという下からのアプローチを採用している。今回のコンサルテーションは八月三一日を回答期限としており、二〇〇二年末までに回答結果の分析を公表する予定であると説明されていた。

第一次ジョヴァンニ二報告の中で二〇〇二年半ばと予定されていた第二次ジョヴァンニ二報告は、二〇〇二年中、二〇〇三年年明けへと公表がずれ込み、草稿はできあがったものの、市場関係者との最終的な調整に手間どっているとも伝えられた。この間、一月一八日には予定通り、五月の第二次コンサルテーションの分析結果が欧州委員会から公表された。<sup>8)</sup> 第二次コンサルテーションへはEU加盟一四カ国を含む一六カ国から二一のEU加盟国の公的機関を含めて六一件（インフラ提供者二七％、銀行二六％、公的機関二二％、プロカー七％、年金基金二％、兼業金融機関七％、その他一〇％）の回答が寄せられていた。この分析結果によると、当局ではなく、市場が決済サービスの統合モデルを決定すべきであるという点で合意が得られたとしており、ラムファルシー委員会報告、第一次ジョヴァンニ二報告の下からのアプローチが受け入れられていることを明らかにした。第三章では第一次ジョヴァンニ二報告で採り上げられた一五の障害を除去するプライオリティに対する回答が吟味されており、具体的な数字は明記されていないが、障害（複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限）、障害（決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害）、障害（証券の保管場所に関する国ごとの制限）の三つの障害を除去すべきという要望が高かったとされている。さらに、第四章の説明によれば、公平な競争のためにEUレベルでクリアリングとセトルメントの機能的な定義が必要かという質問に対する回答は、好ましいが七四％、反対が七％、無回答が一八％であり、EUが取引と決済へのアクセスと選択に関する包括的な権利を法制化すべきかという質問に対する回答は、アクセス権のみ必要が三九件、選択権のみ必要が三二件、両

方必要が二二件、両方不要が二二件、無回答が七件であった。

他方、二〇〇二年二月三日には、五月二十八日に欧州委員会が発行したコミニケに対する欧州議会経済金融問題委員会からの承認が採決され、二〇〇三年一月一日には欧州議会の公聴会でボルケシュタイン欧州委員会委員によって二〇〇三年前半にも欧州委員会によるクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされる見通しが明らかにされた。公表がずれ込んでいる第二次ジョヴァンニ二報告は欧州委員会の政策提言のもとになるものと考えられており、第二次ジョヴァンニ二報告の公表も二〇〇三年前半にはおこなわれるものと見られていた。

二〇〇三年一月には欧州証券取引所連合(F E S E)から二〇〇二年一月二十五日にジョヴァンニ二・グループとF E S Eの間でおこなわれた第二次ジョヴァンニ二報告草稿をめぐる議論の要点が公表され、第二次ジョヴァンニ二報告はラムファルシー委員会報告と第一次ジョヴァンニ二報告の下からのアプローチを採用して、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという上からのアプローチとはならず、市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件を作り出すための改善策に徹していることが明らかに<sup>(9)</sup>なった。その意味ではヨーロッパの株式市場統合に結びつくようなドラスティックな提言が第二次ジョヴァンニ二報告で盛り込まれる可能性は低く、これを受けて欧州委員会が大胆な政策提言をおこなうという可能性も低いと考えられるようになった。

#### 4 第二次ジョヴァンニ二報告

二〇〇三年四月一六日に『EUのクリアリングとセトルメント・アレンジメントに関する第二次報告』と題す

るジョヴァンニーニ・グループの第二次報告が公表された。<sup>(10)</sup> これを報じた主要なニュース・ソースはなく、第一次報告に対する反響とは様変わりであった。これはドラスティックな提言がないということがある程度予測されており、すでに市場関係者の関心も薄れていたためと考えられる。発表当日には垂直的格納庫アプローチが強制的に排除されないことに安心したドイツ取引所のみが歓迎するというプレス・リリースを出している。

予想されたとおり、第二次ジョヴァンニーニ報告はどのような形態の決済市場インフラが必要であるかという上からのアプローチはとらないことを明言し、第一次報告で採り上げた一五の障害をいかにして取り除くかということに徹している。

具体的には、第一次報告の障害（業務時間や締め切り時間の国ごとの相違）と障害（情報技術やインターフェイスの国ごとの相違）を二年以内に取り除くことに優先順位を与え、その実現から三カ月以内に障害（日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違）、障害（決済に要する期間の国ごとの相違）、障害（コーポレート・アクションや株主権限、カस्टディに関する国ごとの相違）、障害（証券の発行慣行の国ごとの相違）、障害（外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制）、障害（国内決済システムに機能的に統合された証券取引税）を除去すること、そして現時点から三年以内に残るすべての障害を取り除くことを提言している。

障害除去の優先順位と並んで、どの機関がイニシアティブをとるべきかを第二次ジョヴァンニーニ報告は特定しており、一五の障害をいかにして速やかに取り除くのかという手順を示したことが第二次ジョヴァンニーニ報告の功績と言えよう。

まず、最優先（二年以内）とされた障害除去のうち、障害（業務時間や締め切り時間の国ごとの相違）につ

いては決済機関の協議会である欧州CSD協会（ECSDA）が中心となつて、欧州中央銀行制度（ESCB）と協力してイニシアティブをとること、障害（情報技術やインターフェイスの国ごとの相違）についてはSWIFTと証券市場実務家グループ（SMPG）が中心となつてフォーマットやプロトコルの共通化をはかることが明記された（ただし、SWIFTがイニシアティブをとることは情報プロバイダーとしてSWIFTを利用することをかならずしも意味しない）。

次いで、第二グループ（最優先から三カ月以内）とされた障害除去のうち、障害（日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違）についてはECSDAが中心となつて、独自のコンサルテーションも実施した欧州証券監督者委員会（CESR）と欧州中央銀行制度（ESCB）の共同ワーキング・グループと協力してイニシアティブをとること、障害（決済に要する期間の国ごとの相違）についてはドイツの実施する二営業日後決済（T+2）に他国も移行すべきか、ドイツが他国の三営業日決済（T+3）に移行すべきかを再検討すること（イニシアティブの主体は明記されず）、障害（コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する国ごとの相違）については欧州銀行協会、欧州貯蓄銀行グループ、欧州コーポラティブ銀行協会の三つの組織からなる欧州クレジット・セクター協会（ECSA）に加盟するローカル銀行とECSDAが民間部門の提言をコーディネートし、各国政府はEU首脳会議を通じて対応すること、障害（証券の発行慣行の国ごとの相違）については国際プライマリー市場協会（IPMA）とナショナル・ナムバーリング・エージェンシーズ協会（ANNA）がイニシアティブをとることが示された。

さらに、第三グループ（三年以内）とされた障害除去のうち、障害（証券の保有と権利に関する国ごとの法律の抵触）、障害（金融取引のバイラテラル・ネットینگに関する法律上の取り扱いの国ごとの相違）、障害

(証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如)の三つについては、各国政府がEU証券口座確定プロジェクト(EU Securities Account Certainty Project)に合意することを通じて、障害(国内決済システムに機能的に統合された証券取引税)と障害(外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制)については各国政府がEU首脳会議を通じてイニシアティブをとることが示された。

また、第四グループ(第二グループの障害除去を踏まえて現在から三年以内)とされた障害除去のうち、障害(複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限)と障害(証券の保管場所に関する国ごとの制限)については各国政府が改正ISD案を採用することを通じて、障害(決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害)については各国政府が欧州証券監督者委員会(CESR)と欧州中央銀行制度(ESCB)との整合性を踏まえて、障害(プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する国ごとの制限)については各国政府がEU首脳会議を通じてイニシアティブをとることが明示された。

## 5 今後の見通し

今のところ、第二次ジョヴァンニ二報告を踏まえて二〇〇三年六月にも欧州委員会によるクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされ、それに基づいて欧州委員会の政策提言がおこなわれる見通しである。第二次ジョヴァンニ二報告が市場関係者の意見をすでに参考にしており、コンサルテーションに基づく欧州委員会の政策提言が第二次ジョヴァンニ二報告と大きく異なるものになるとは考えにくい。証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが、民間ベースではなかなか株式市場の統合は進まなかった。これを株式決済



市場統合という側面から欧州委員会が大幅に進めるということが一時は一部の人々によって期待されたが、すでにみたように、その可能性も当面は極めて小さく、ヨーロッパの株式市場統合へ向けての道のりはまだまだ遠い。

むしろ、ラムファルシー委員会報告や第二次ジョヴァンニ二報告にみられるように、欧州委員会は民間ベースでの競争による統合をお膳立てするためにレヴェル・ブレイキング・フィールドを実現することを目指しているようである。電信電話会社や電力・ガス会社、空運会社などはかつては他産業のインフラとしての側面が強調され、相互の競争よりも重複投資の無駄を省くことが最も重視された。その意味では証券取引所や証券決済機関、清算機関も同じであった。ところが、独占または寡占の弊害が技術革新を妨げているという見方が強まり、参入障壁の撤廃のみならず、積極的な競争相手の参入促進が押し進められるようになった。そして、効率性の基準も静態的な資源の節約から動態的な技術革新へと変わりつつある。証券市場における後者の成功例がアメリカのナスダック市場における電子証券取引ネットワーク（ECN）の躍進であるが、実は一国ベースではそれ以外に成功例は見当たらない。

ヨーロッパでは一九八五年にロンドン証券取引所がSEAQインターナショナルというナスダックをまねた外国株市場を開設し、ヨーロッパ諸国での株式取引の多くがロンドンでおこなわれるようになった。しかし、危機感を募らせた各国の証券取引所が市場改革を實行し、一九九〇年代には取引は母国市場へと逆流していた。一九九九年の単一通貨ユーロの導入は為替相場の変動という障壁を取り除き、取引所間の競争が再び活発化するものと考えられた。一九九八年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携を皮切りに、証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けてのさまざまな試みがおこなわ

れ、競争は活発化したものの、統合はさほど進んでいるとは言えない。民間ベースではなかなか進展しそうにもない株式市場統合を、欧州委員会がイニシアティブをとることで一気に押し進めようという一部の人々の期待は欧州委員会の競争重視という姿勢によって脆くも崩れさったと言えよう。

とはいえ、第二次ジョヴァンニ二報告が採り上げた株式決済市場の障害を取り除くための優先順位とスケジユール、その実施主体の特定はEUにしかできない調整策であり、ヨーロッパの株式決済市場を改善し、将来の株式決済市場統合を準備する上でも重要なものとなるであろう。

注

- (1) この節の記述は、岩田健治「EU証券規制の新展開…その背景と現状」『証券経済研究』三八号、二〇〇二年七月、野村亜紀子・小橋亜由美「二極化に向かう欧州証券決済機関〈ユーロクリアとクレストの合併発表〉」、『資本市場クォーター』二〇〇二年夏号、大崎貞和「EU投資サービス指令（ISD）改正案について」、『資本市場クォーター』二〇〇三年冬号）に負つてゐるが大きい。
- (2) ヨーロッパの株式決済市場統合に関わる詳細については、拙稿「ユーロCCPとDTCCの欧州クリアリング機関」(本誌一六〇一号、二〇〇一年二月)、「ドイツ取引所によるクリアスチームの買収合意」(本誌一六〇四号、二〇〇二年三月)、「ユーロクリアとクレストの合併」(本誌一六一〇号、二〇〇二年九月)を参照。
- (3) The Giovanni Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001.
- (4) 報告書の脚注で示されているこの方法で計算すると、値は若干違つたものになるが、論旨に違いはない。
- (5) CFSR and ECB, *Joint Work of the European System of Central Banks and the Committee of European Securities*

*Regulators in the Field of Clearing and Settlement: A call for contributions from interested parties*, 3 March 2002.

- ( ㉑ ) Deutsche Börse Group and Clearstream International, *Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe: White Paper*, April 2002.
- ( ㉒ ) Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges*, COM (2002) 257, 28 May 2002.
- ( ㉓ ) Commission of the European Communities, *Commission Communication on Clearing and Settlement: Summary of Responses*, IP/02/1910, 18 December 2002.
- ( ㉔ ) Federation of European Securities Exchanges, *Comment on the Preliminary Draft Sections of the Giovannini II Report on EU Clearing and Settlement Arrangements as discussed in the meeting of the Giovannini Group on 25th November 2002*, January 2003.
- ( ㉕ ) The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003.

( ㉕ ) の 補 足 報 告 書

# 不正会計事件後のSECによる格付会社調査

清水 葉子

## 1 はじめに

二〇〇一年のエンロン破綻と、それによって明らかになった不正会計問題の経緯のなかで、格付会社にも不適切な点があったとして大きくとりあげられた。たとえば、エンロンが会社更生法にあたる破産法チャプター十一を申請する二〇〇一年十二月二日の数日前まで投資適格の格付がなされていたこと、不正の温床となったとされる特別目的会社の発行証券の格付が適切でなかったこと、格付があらかじめ決められたレベルを下回ると資金返済の前倒しや追加担保など特定の財務条項が発動するといった、いわば格付連動型の条件付き契約が結ばれており、格付の低下と同時に条項が発動して一気に経営破綻に至ったこと（格付が引き金を引くことから「格付トリガー」と呼ばれる）などが話題となった。

議会は、エンロン破綻などの一連の不正会計事件を重く見て、二〇〇二年三月には上院の政府問題委員会（Committee on Governmental Affairs）で格付関係者などに対するヒアリングを行ってレポートを発表し、さらに、二〇〇二年七月に成立したサーベンス・オクスリー法七〇二条に、SECによる格付会社調査を命じる規定を盛り込んだ。SECはサーベンス・オクスリー法の規定にしたがって、調査を行い、今年三月に調査報告書を発表している。本稿では、このSECが行った格付会社調査報告のなかからいくつかの論点を紹介することとしたい。

## 2 アメリカの格付会社

格付会社は、資本市場の機能の一角をになう信用情報機関として大きな役割を果たしている。投資家が投資判断をする際に格付情報を重視することから、証券発行者にとって格付会社から格付を取得せずに債券を発行することはかなり困難であるとされる。また、近年複雑な金融商品が次々と開発されていることも、シンプルな記号で信用リスクを評価する格付の利用を増加させている。

アメリカでの格付利用の広がりには、規制利用によって制度的に後押しされている面も大きい。SECは、一九七五年に証券会社の純資産ルールのなかで、証券会社が保有するリスク資産の評価に格付を利用することを始めた。<sup>(3)</sup> 具体的には、一定の要件を満たした格付会社をSECがNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) 全国的に認知されており統計的手法を用いる格付会社)として認定し、NRSRO認定を受けた格付会社による格付を、資産リスク評価の代理変数として用いたのである。現在、NRSRO認定を受けているのは、ムーディーズ (Moody's Investors Service, Inc.)、フィッチ (Fitch, Inc.)、スタンダードアンドプアズ (Standard and Poor's Division of the McGrawHill Companies, Inc.) の三社である。<sup>(4)</sup>

規制に格付を利用する手法はその後大きく拡大し、現在では連邦と州の幅広い規制に援用されているとされる。たとえば、一九四〇年投資会社法では、MMFが投資可能な債券をNRSROによる格付で上位二グレードなどに制限している。一九三三年証券法でも、普通社債などがNRSROから投資適格以上の格付を得ていればフォームS 3と呼ばれる簡易な登録が許されるが、そうでなければ手間のかかる詳細な登録が義務付けられる。預金保険法でも、自己資本比率計算の際のヘアカット率が、NRSROから上位四グレードまで(投資適格)の格付を取得しているかどうかによって決定される。さらに、アメリカSECが認定したNRSROの格付は、海外

の証券規制にも援用されており、たとえばエルサルバドルでは、SEC認定によるNRSROが同国の証券法にあたる法律で用いられている。

もちろん、格付の利用はこうした公的な規制だけにとどまらず、たとえば、ポートフォリオ管理などの目的で機関投資家が内規として定める投資ルールにも用いられているが、これも実際にはNRSRO認定を受けた格付会社の格付が用いられることがほとんどであるとされる。

### 3 NRSROの認定

このように、格付は当初投資家向けの私的な情報サービスとしてはじまったが、その後、SECによって公式な規制に援用されはじめ、現在ではこれが拡大して非常に幅広く規制利用がなされている。すなわち、民間の情報サービスに過ぎない格付を、規制判断の根拠として用いているわけである。

このことから必然的に、公的に大きな責任を負うNRSRO認定がどのような基準でどのように行われているかが問題となる。一九七五年時点でのNRSRO認定には、当初は厳密な基準はなく、「全国的に広く利用されているので」といった極めてあいまいな理由であった。その後、SECはNRSRO認定を行うノー・アクション・レター発給の過程で徐々に認定基準を明確化し、現在では次のような基準で認定判断がなされるとされている。

SECによると、最も重視されるのは「全国的に認知されているか」という点であり、続いて、組織構成、財務状況（発行者側からの独立性確保の観点から）、スタッフの人数と質、格付判断の独立性の確保、

恣意性のないシステムティックな格付手順、非開示情報の取扱い、といった点についてNRSROにふさ

わしいかどうかの判断が行われる。認定はノー・アクション・レター方式がとられ、「証券会社の純資産ルールに当該格付会社の格付を用いても違法ではない」という主旨の間接的な表現でNRSROが認定される。

NRSROは、あくまでも証券会社の純資産ルールのなかで用いられる概念であって、格付会社を規制するルールが独立に存在するわけではない。ノー・アクション・レターでは、格付会社に投資顧問会社として登録することをSECスタッフが推奨することが通例となっており、結果的にNRSROは投資顧問会社登録を行っている。

このようなNRSRO認定のあり方には、当初ほどではないにしても依然としてあいまいなところが残っていることが指摘されてきた。また、格付ビジネスへの新規参入者にとっては、十分な利用実績を持たないとNRSRO認定を受けられないにもかかわらず、そもそも認定を受けないと利用が進まないといった矛盾する事態が生じ、規制利用が新規参入障壁となっているという批判も見られた。

SECはこうした背景から、一九九四年にコンセプト・リリース<sup>(5)</sup>、次いで一九九七年プロポーザル・リリース<sup>(6)</sup>を発表して格付のあり方を検討してきた。両リリースでは、格付会社という私的情報サービスを公的な規制のなかでどのように位置付けるのか、NRSROの定義や認定手順をどのように明確化するか、認定した後の規制監督をどのように考えるべきか、といった論点が検討されている。しかし、これらのリリースは最終的なルール成立には至らず、結論が持ち越されたままとなっているあいだに、今回の不正会計問題が生じたという経緯である。

#### 4 SECによる調査

SECは、すでに述べたとおり、サーベンス・オクスリー法に基づいて、NRSRO三社に対して格付方針や手順について書類提出を求めたほか、特定の発行者に関しては、格付会社側の担当スタッフや発行者側の上級担当者にも調査を行った。さらに二〇〇二年十一月に一週間にわたってNRSRO認定格付会社、非認定の格付会社、発行者、機関投資家、研究者などに対して広くヒアリング調査を行った。

格付会社に対しては、従来から、さまざまな批判が行われてきた。たとえば、発行者が支払う格付手数料が格付会社の収入の多くを占めるため、収入を得るために厳しい格付をしにくいとされる利益相反問題<sup>(7)</sup>、あるいは、格付ビジネスが大手三社によって独占的に占められており、市場支配力を背景に発行者に格付取得を迫る潜在的圧力がある点、私的投資情報サービスであるといったてまえから、憲法に定める言論の自由を守られ、格付が「間違っていた」時にも責任を負つメカニズムが存在しない点などが指摘されている。本稿ではこうした従来指摘されたこと以外に、調査の中で言及されたいくつかの点を検討する。

##### 〔格付会社の機能〕

今回の不正会計事件では、格付会社が結果的に「正しい」格付をしていなかったことに、格付を信頼して投資をした投資家からの批判が集まった。しかしながら、調査のなかでの格付会社の主張によれば、格付会社は信用力の評価を行っているとはいえず、正式な会計監査をしているわけでもなければ不正行為の捜査をしているわけでもない。また発行者に対して資料提出を求める正式の権限を持つわけでもない。このことからすれば、今回のような監査法人も指摘していないような不正会計問題が発生した時に、格付会社が正しい評価を行えなかったから



と云って、これを批判することはあたらないという主張ももつともであると考えられる。

とはいえ、いまや投資家の私的な投資判断のみならず、公的な規制も格付に大きく依存していることは事実であり、格付の「間違い」は、結果としては格付に基盤を置いた市場機能に大きな影響をもたらす。格付は証券市場の「インフラ」として大きな責務を負わされる一方で、権限が小さく、このアンバランスが矛盾をもたらししていると云えるのではないか。もしNRSROによる格付を資本市場機能の基本的インフラとして正面から位置付けるなら、NRSRO認定格付会社を現在のように投資顧問業者として登録させるといふややちぐはぐな規制にとどめず、公式の格付会社規制ルールを検討する必要がある。一方で、もし格付を従来どおり私的情報サービスとして位置付けるなら、規制利用のあり方の方を再検討すべきではないだろうか。<sup>(8)</sup>

#### 「格付をめぐる情報の流れ」

格付会社は、手数料を支払って格付を購入している投資家に対しては、一般の投資家に開示する以上に詳細な格付根拠や追加情報などを提供するほか、格付アナリストへの直接コンタクトも許容している。このような状況では、格付購入者が格付アナリストと非公式な口頭でのコンタクトを行うことで、(意図的であるかどうかを問わず)格付変更の可能性やそのタイミングなどが一部の投資家だけに伝わってしまう可能性が否定できない。このことは、格付が私的情報サービスであることを考えると当然のことであるが、格付が公的・私的に広く利用され、格付の「インフラ化」が進んだ現在では、格付は市場の「外」から客観的な評価を行う主体というよりは、市場情報の一部としての性格を強めており、格付の変更そのものが市場情報として価格インパクトを持つ可能性がある。<sup>(9)</sup> このため、格付変更の結果がその時点で「正しい」かどうかにかかわらず、格付変更情報が伝わること

が市場への価格インパクトとなる潜在的な可能性が否定できない。

この意味で、格付変更情報そのものが二次的な意味でインサイダー情報に近い性格を持ちうるといえる。とりわけ、格付会社は監査法人や弁護士などと同様に、選択的情報開示を禁じたレギュレーションFDの例外扱いとなっており、発行者は一般への開示義務を負わずに特定の情報格付会社に提供できる点には注意が必要である。格付会社からこうした「格付インサイダー情報」が流れる可能性があるなら、格付変更情報のフローに関して新たな規制を導入する必要があると言えるかもしれない。

〔格付会社の行うアドバイザリー・サービス〕

格付会社は、格付を行う以外に、発行者に対して有料でアドバイザリー・サービスを行って収入を得ている。これは、たとえば特定の資産の売却・リストラといった仮想的条件を提示して、実際にそれが実行された場合の格付を推計してもらうといったサービスであるとされる。具体的には、発行者が特定のリストラを行った場合に、格付がどの程度上がるかの予想をってもらうことを意味する。これも私的なコンサルティングビジネスとして行われるかぎりでは、特に問題があるというわけではない。

しかしながら、こうしたアドバイザリー・サービスは、暗黙のうちにアドバイスにしたがわなければ格付が下がる、あるいはアドバイスどおりにすれば格付が確実に上がるという期待を発行者にもたせることにつながるかねない。さらには、アドバイス通りにすれば必ず格付を上げざるを得ない、といった格付会社に対する逆の圧力につながるかもしれない。これは、格付会社のアドバイスが「正しい」かどうかにかかわらず、実際に格付が上がれば資金調達が有利になり本当に財務が改善してしまう、といった格付の自己実現的な性格を考慮すると、か

なり問題があると言わざるを得ない。

もっとも、格付会社サイドは、アドバイザリー部門と格付部門との間にファイアーウォールがあること、アドバイザリーからの収入は極めてわずかでこれが格付会社としての評判を損なってまで行われることはありえないといった点を挙げて反論している。格付会社のアドバイザリー・サービスは、今回問題になった監査法人のコンサルティング業務と同様の性格を持ちかねないため、大きな利益相反問題になりうる。

〔格付トリガー〕

規制上の格付利用が拡大するとともに、私的契約上の格付利用も拡大している。すでに述べたように、格付が一定以下となると、資金の早期返済や追加担保を要請する格付連動の条件が付与された契約が見られるようになった。この場合、発行者の信用力低下によって格付が低下すると、契約上の条件が発動し（トリガー）、一気に破綻につながる。格付会社にとっては、契約で定めのある条件以下に格付を引き下げることが直接的に破綻につながることであり、格付に不要な圧力がかかる可能性が否定できない。格付はそもそも自己実現的な性格を持っているのでトリガーがこれをさらに助長するのではないかと考えられる。SECは、トリガーとなる条項を持つ契約についてはこれを開示すべしという考えを示しているが、トリガーの存在が開示されると、一層格付への暗黙の圧力が増して逆効果となることも考えられる。

## 5 おわりに

SECは、今回の調査に基づいて、近日中に再度コンセプト・リリースを発表して格付問題についてのルール

を検討するとしている。格付問題は、すでに一九九〇年代後半に検討されたものの実際のルール変更にまでは至らず、今回の調査も、結論をもちこした形の論調が多く見受けられた。格付会社は、私的情報サービスであるとの建前をとりながら、ますます証券市場のインフラ＝公共財としての性格を強めており、この矛盾が格付規制を難くしていると考えられる。

注

- (1) 2002.3.20 "Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies", March 20, 2002. 詳細は熊田慶之(二〇〇二)「米国における格付け会社を巡る議論について」『資本市場ウォッチャー』二〇〇二年春号vol.15 四参照。
- (2) Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Market As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, SEC, January 2003
- (3) これ以前にも銀行監督局などが格付利用を行っていたが、特定の格付会社を指定するわけではなかった。
- (4) SECは次の各社のNRSRO認定も行ったが、現在ではこれら各社は合併などで姿を消し、結果的にもこの三社が残っている。このため、NRSROが十分な競争環境にならなかつた批判もある。Duff and Phelps, Inc.; McCarthy Crisanti & Maffei, Inc.; IBCA limited 和信証券のIBCA, Inc.; Thomson BankWatch, Inc.
- (5) SEC (1994) "Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", No.34-34616
- (6) SEC (1997) "Capital Requirements for Brokers or Dealers Under the Securities Exchange Act of 1934", No34-39457
- (8) とはいえ、格付に公的な監査権のよつなものを付与することは、単に監査法人の機能と重複するものになって効率性が悪い。SECの調査では、規制で格付を用いることをやめ、価格のボラティリティといった別の量的指標を用いるこ

とも検討対象とするとしている。

- (9) もちろん、格付変更がおり込み済みであるとして価格インパクトを持たない場合も少なくないと考えられる。格付変更が全く価格インパクトを持たないならば、格付は期待されている信用情報生産機能を果たしていないことになり、格付の存在意義が問われかねない。一方、もし格付変更が頻繁に大きな価格インパクトを持てば、本文で述べたように格付情報のフローに規制の必要が生じるかもしれない。

(しみず ようこ・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

1601 (2001.12)	執筆者	1609 (2002. 8)	執筆者
最近の個人顧客の動向	二上	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1)	王
インターネット取引の拡大について	伊豆	トランジション・マネジメント	三木
ユーロCCP	吉川	ITバブル後の国際資本移動について	伊豆
- DTCの欧州クリアリング機関 -			
金庫株解禁の商法改正	福本	1610 (2002. 9)	
NYSEとナスダックのスプレッドの比較	三木	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
		中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (2)	王
		ユーロクリアとクレストの合併	吉川
1602 (2002. 1)		1611 (2002.10)	
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	証券代理店構想について	二上
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	社会的責任投資とエコファンド	三木
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水
中国上場企業のパフォーマンス	王		
米国の機関投資家と取引コスト	三木	1612 (2002.11)	
		中国株式市場の機能について	王
1603 (2002. 2)		機関投資家と株券貸借取引	三木
減資について	伊豆	「第二期グローバル化」論について	伊豆
- 株式・資本金・株主持分 -			
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川	1613 (2002.12)	
- プライメックス・オークション・システム -		市場間競争と証券取引所	二上
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王	中国のQFII制度の導入	王
証券決済制度改革	福本	シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
- 現行改革議論の整理 -		- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
1604 (2002. 3)		1614 (2003. 1)	
清算機関のガバナンス	二上	日本の産業・企業再生の行方	二上
- 市場インフラと競争 -		日中の経済関係について	王
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	米国のストックオプション制度とその問題	三木
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	初期のロンドン証券取引所	清水
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本		
米国機関投資家の取引コストと取引システム (1)	三木	1615 (2003. 2)	
		ドイツ取引所の上場制度再編	二上
1605 (2002. 4)		- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -	
中国株式市場の形成と国有企業改革	王	機関投資家とオルタナティブ投資	三木
米国機関投資家の取引コストと取引システム (2)	三木	ITバブル期の米国企業金融	伊豆
債券取引の電子システム	清水		
1606 (2002. 5)		1616 (2003. 3)	
日本版金融ビッグバンの評価	二上	中国株式市場の問題点について	王
中国の証券行政	王	わが国の最良執行の現状について	三木
- 中国版SEC (中国証券監督管理委員会)の誕生 -		スーパーモンタージュ導入の影響	吉川
外為取引の減少と電子取引	伊豆	- ナスダックによる予備的分析 -	
1607 (2002. 6)		1617 (2003. 4)	
資産管理型営業の再考	二上	東証・上場廃止基準を強化	二上
中国の個人投資家	王	- 急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり -	
投資顧問業者の注意義務について (1)	三木	日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	松尾
- 運用機関の受託者責任より -		ナスダック・ドイチェラント	吉川
1608 (2002. 7)		- ナスダックの新たなヨーロッパ戦略 -	
家計の金融資産を取り巻く状況	二上	第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水
投資顧問業者の注意義務について (2)	三木		
ペイオフと地方公共団体の公金管理	清水		

(財)日本証券経済研究所の  
ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

JSRIについて	証券図書館	証券関係論文・記事データベース
TOPICS	蔵書検索	LINK集
出版物案内	株式投資収益率	証券経済学会
講演会録	証券年表	

- |                             |   |
|-----------------------------|---|
| <b>J S R I について</b>         | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。   |
| <b>T O P I C S</b>          | 当研究所等に関する最近の動向や新刊書の案内等を掲載しています。   |
| <b>出 版 物 案 内</b>            | 「証券レビュー」「証研レポート」の全文、「証券経済研究」の各論文要旨を掲載。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。著者名・書名・論文名による検索も可能です。 |
| <b>講 演 会 録</b>              | 平成12年12月以降に開催した講演会録をお読みいただけます。  |
| <b>証 券 図 書 館</b>            | 証券図書館の利用案内や受入新着資料（最近3カ月分）を紹介しています。  |
| <b>蔵 書 検 索</b>              | 証券図書館（東京）所蔵の雑誌を除く全単行本の検索ができます。  |
| <b>株 式 投 資 収 益 率</b>        | 2002年の概要を紹介するとともに、市場収益率の年別・月別のデータや、産業別・銘柄によるランキングを掲載。   |
| <b>証 券 年 表</b>              | 1996年から現時点の2カ月前までの記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、日付ごとに記事の一覧ができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。記事は逐次、月単位で追加しております。   |
| <b>証券関係論文・<br/>記事データベース</b> | 2000年から現時点の2カ月前までに発行された単行本、雑誌の証券関係の文献を分類、文献名、著者名により検索ができます。逐次、月単位で追加しております。                         |
| <b>L I N K 集</b>            | 他機関のウェブ・サイトにリンクして官公庁、証券関連機関、国内外のシンクタンク、全国の大学、各学会等、調査・研究に関連のあるサイトにアクセスできます。                          |
| <b>証 券 経 済 学 会</b>          | 当研究所が事務局を引き受けている「証券経済学会」に関する情報を公開しています。学会の紹介、大会・部会のお知らせ、入会案内、機関誌の紹介・バックナンバー等を掲載しています。               |

証研レポート第一六一八号  
二〇〇三年六月九日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2003年6月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話(06)6201 0061(代表) Fax(06)6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)