

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。⁽³⁾ 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。⁽⁴⁾

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⁽⁵⁾、次いで一九九七年プロポーザル・リリース⁽⁶⁾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⁽⁷⁾、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」時にも責任を負う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⁽⁸⁾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。

「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⁽⁹⁾がある。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りかねない。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)