

エンロン企業スキャンダルと アングロ・アメリカン型格付けの限界

三 浦 后 美

要 旨

ここでの主張は、いまアメリカで起きている粉飾決算の発端となったエンロン企業スキャンダル問題を取り上げ、格付けの歴史的視点から、これらの企業スキャンダルが投げかけたアングロ・アメリカン型格付けの構造的な問題点を考察する。

格付システムの発展は、アングロ・アメリカン・スタンダードのグローバリズムによって、本来持っている「アングロ・アメリカン型格付けの限界」、もしくは「アングロ・アメリカンのローカル・スタンダード性」をますます日米債券市場で顕在化しつつある段階と見てよい。そのため、これまでのアングロ・アメリカン・スタンダードを乗り越えた、新たな格付システムの理論的な枠組みがいま求められている。すでに100年以上の歴史をもつアングロ・アメリカン型の格付制度が今回のエンロン企業スキャンダルの引き起こした事態にまったく機能しないという無機能化、空洞化現象がなぜ起きたのか、日米債券市場のクロスチェンジ化の観点からまず、現状分析を試みる。

最後に、アングロ・アメリカン型格付けの効用と限界のなかから、新たな理論的な枠組みとしてのアングロ・アメリカン・モデルとジャパン・モデルを混合させた「ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト」を提案したい。

目 次

- | | |
|-----------------------------|--------------------------------|
| I. 問題の視点 | 1. エンロン債と格付けの無機能化 |
| II. エンロン企業スキャンダル構造 | 2. 米国企業改革法の内容 |
| 1. 粉飾決算 | 3. SEC 公聴会と格付認定政策 |
| 2. 経営者の不当利得 | IV. アングロ・アメリカン型格付けの限界 |
| 3. 監査法人の不正関与 | 1. アングロ・アメリカン型格付けのローカル・スタンダード性 |
| III. アングロ・アメリカン型格付けと米国企業改革法 | 2. 日米債券市場のクロスチェンジ化 |

3. ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト

V. 今後の課題——ハイブリッド・レーティング・モデルの確立

I. 問題の視点

2001年12月に経営が破綻したエンロンの粉飾決算を発端に、米国の有力な大企業を舞台とした不正会計処理問題が疑惑も含め表面化し、企業スキャンダルとして米国の資本市場に大きな影を落とすこととなった。この動きは、年明けて、Kマート（小売業）、ワールドコム（長距離通信）、ゼロックス（事務機器）、メルク（医薬品）など大企業に連鎖し、株価の暴落やドル安を通して、世界経済に大きな悪影響を及ぼしつつある。

本論文の主張は、いま発生している企業スキャンダルをアメリカ資本主義の病理と位置づけ、格付けの歴史的視点から、決して一過性の現象ではない構造的な問題を含んでいるとする立場にたって展開している。アングロ・アメリカン・スタンダードという世界化が、しばしばグローバル・スタンダードと呼ばれ、他方、現状の進展は、アングロ・アメリカン・スタンダードのグローバリズムによって、本来持っている「アングロ・アメリカン」の限界、もしくは「アングロ・アメリカン」のローカル・スタンダード性が顕在化しつつある段階といってよい。さらに、今日のアメリカの最大の問題は、なかでも知的なエリートが「功利的な個人主義」に陥り、これまでアメリカ社会が標榜してきた「市民的、社会的」正義の精神を失い、無責任な利己的な幸福だけを追求する観念が急速に広まりつつあることである。まさに、キャッシュフロー経営の

究極に、人間の「拝金主義」という極端な価値観だけが先行した病的な企業社会をつくってしまったものと考えられる。これまでのアングロ・アメリカン・スタンダードを乗り越えた、新たな理論的な枠組みがいま求められている。

ここでは、今回の不正会計処理問題の発端となった、エンロンの粉飾決算のやり方と経営者の不当利得の実態を掘り下げ、また、企業を監査する監査法人のアンダーセン自らが粉飾決算に、なぜ直接関与したのか、さらには、エンロンの崩壊の噂が市場に流れていた段階でも、依然としてエンロンを推奨株としてリストアップしつづけたゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなどの投資銀行の経営行動を取り上げ、現代アメリカの企業スキャンダルが投げかけている構造的な問題を提起してみたい。

そんななかであって、従来、米国債券市場において、投資家保護の観点から、投資家の投資情報として有効性を発揮し、すでに100年以上の歴史をもつアングロ・アメリカ型の格付制度が今回のエンロンの引き起こした事態にまったく機能しないという無機能化、空洞化現象がなぜ起きているのか、日米債券市場のクロスチェンジング化の観点から明らかにする。最後に、アングロ・アメリカ型格付けの限界のなかから、新たな理論的な枠組みとしての「ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト」を提案したい。

Ⅱ. エンロン企業スキャンダル構造

1. 粉飾決算

いまから1年前の2001年12月2日、米国総合エネルギー会社のエンロンは、通信事業の失敗や連結対象外の特別目的会社を使った簿外債務取引の膨張などで深刻な経営危機に陥って、ニューヨークの連邦破産裁判所に米国連邦破産法11条の適用を申請し、事実上の破産となった。当時、エンロンが破産申請したのは本社を含むグループ14社で、エンロン本社の資産総額は247億ドル、債務残高は131億ドルで、破産申請した14社合計の資産残高500億ドルになる¹⁾。簿外債務を含めた総債務残高は400億ドル(円換算、5兆円)を超え、過去最大の会社倒産と報道された。1985年7月にテキサス州とネブラスカ州の天然ガスパイプライン会社が合併してできたのがエンロンのはじまりである。その後、レーガン政権下のエネルギー産業の規制緩和策のもと、わずか15年間で41か国に進出し、全米で7位、世界で16位の巨大多国籍企業に発展していった。売上高は97年に200億ドル、98年に300億ドル、99年に400億ドルと毎年更新させながら、2000年12月期には1,000億ドル台へと一気に急増している。営業利益も同様に堅調な伸びで、97年に7億ドル、98年に14億ドル、99年に13億ドルと推移し、2000年には20億ドルへ増加している²⁾。破綻直前までは、現代アメリカ企業における急成長の代表格と持てはやされた。

エンロンの事業分野は、①運輸部門(天然ガスのパイプライン業)、②エネルギーのサービス部門(天然ガス、電力の小売業)、③卸売部

門(電力の卸売業)、④オンライン・サービス部門(エネルギー市場の電子取引)、⑤ブロードバンド業(パイプラインに敷設した光ファイバーを活用した通信事業)、の5部門からなる。なかでもエンロンの錬金術は、エネルギー先物市場などの「デリバティブ」(金融派生商品)であり、これこそがエンロン破綻の原因とされる³⁾。

石油や天然ガス、電力のエネルギー先物販売がそれにあたる。石油やガスは国際相場の上下によって価格が変動するが、電力会社や工場などは、相場の上下に合わせて自分が売っている電気や製品の値段を上下させることができないので、石油などの仕入れ値が一定になることを望んでいた。エンロンはその需要を使い、何カ月か先に決まった値段で石油や電力を売ることを契約してお金をもらう先物ビジネスで利益を出し、さらにその先物契約の権利を売買する市場を作り、自ら売り買いして利益を増やすはずだった。ところが、エンロンは、このデリバティブ取引で結果的に巨額の損失を発生させ、そこでの損失を正規のエンロンの帳簿に記載せず、「パートナーシップ」という特別目的会社を使って、粉飾決算を行ったのである。

エンロンには、本業の利益に反する可能性のある業務を禁止する「内部規定」があり、本来、危険をとまなう投機性の高いデリバティブ取引は禁止されていたという⁴⁾。にもかかわらず、デリバティブ取引ができたのは「LJM 2」と名付けられた「パートナーシップ」という投資組合を通じて行ったからである。子会社の「パートナーシップ」は、出資者の保有する株式を相互に担保にして、デリバティブ取引を行う、いわゆるヘッジファンドである。1999年

10月、エンロンの取締役会は、1,000万ドルの「パートナーシップ」の設立計画を承認している⁵⁾。ここでの決議では「パートナーシップは本業の利益に悪影響を与えないこと」という付帯条件をつけて、先の「内規規定」の適用除外にして、エンロンのデリバティブ取引はスタートされる。形式的には「パートナーシップ」は別会社であったため、デリバティブ取引で発生した巨額の損失は、エンロン本体の帳簿に記載されず、「パートナーシップ」の会計に隠し続けることができた。2000年に入ると、米国は、IT不況がはじまり、エンロンのブロードバンド業というパイプラインに敷設した光ファイバーを活用した通信事業は、スタート時点から逆風を受け、つまづくこととなった。そこで、粉飾決算で見せかけの利益を急増させ、株価の右上がりを持続させることで、有利な資金調達を可能とし、その資金でデリバティブ取引による巨額の損失を補填するという、自転車操業状態にあったと考えられる。粉飾決算によるエンロンの崩壊は早かった。2000年8月の決算で、特別損失が10億ドル計上され、最終赤字額は6億ドルと発表された⁶⁾。さらに、その後の報道で、「パートナーシップ」の損失額が130億ドル以上あることが暴露された⁷⁾。同時期に計上された利益の、実に70%が「架空の実在しない利益」であり、その不正経理の舞台となったのが「パートナーシップ」というペーパーカンパニーである⁸⁾。ピーク時には、2,832社にのぼり、うち30%近い874社をタックスヘブンのケイマン諸島などに設立されていた⁹⁾。

利益が出ている間は、株価が上がり、従業員は給料の中の現金支給を減らして、ストック・オプションをもらうことを希望し、会社にとっては経費削減ができたのである。ところが損失

が出てしまうと株価が下がり、従業員にも現金支給が必要となり、経費が増えてしまうことになる。エンロンはまさにこの4年間、利益を毎年急増させる決算を発表し、株価を急上昇させ、まわりにはエネルギー先物市場などの「デリバティブ」(金融派生商品)を絶賛されていた。しかしながら、ウソの高度成長を演出しつづけるために、エンロンの経営陣には粉飾決算が必要だったのである。2001年9月の同時多発テロ事件後、アメリカの景気はいつそう悪くなり、その10月には粉飾決算によって損失を隠すことができなくなり、4年前の1997年から実は利益が出ていなかったのだとする決算の修正を発表するに至った¹⁰⁾。これ以後、エンロンの問題は犯罪の色を帯びることになった。

2. 経営者の不当利得

エンロンの創設者で最高経営責任者(CEO)だったケニス・レイは、2000年から自分が保有する自社株を売り始めていたことが分かっており、倒産後、これは自社の崩壊を見越した「売り逃げ」だったとされている。当時のエンロンの最高経営幹部29名は、組織ぐるみ

図表1 エンロンの代表的な経営陣の株式売買推定金額

ケニス・レイ (会長兼 CED):	180万株 (1億130万ドル)
クリフォード・バクスター (副会長):	57万株以上 (3,520万ドル)
ジェフ・スキリング (CEO):	110万株 (6,690万ドル)
アンドリュー・ファストウ (CFO):	(3,000万ドル)
ルー・パイ (会長):	500万株 (3億5,370万ドル)
レベッカ・マーク (ディレクター):	140万株 (7,950万ドル)
ケン・ハリソン (ディレクター):	100万株 (7,520万ドル)

(出所) 大柴ひさみ, The Camouflage Makeup-Enron.
<http://www.jamjapan.com/jp/topics/i-media/Enron.html>

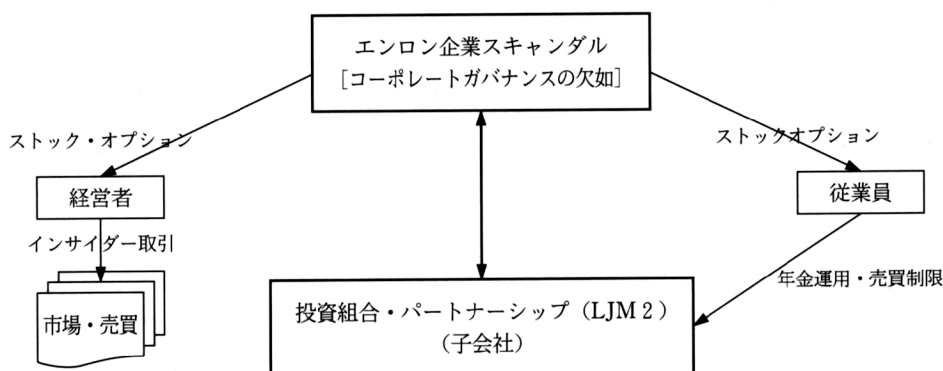
で自社株売りを行っており、1999年から2001年の半ばまでに1,730万株を手放し、その総額は11億ドルにのぼった。これがエンロン株の暴落につながった。別表は、主な経営陣の株式売買によって得た推定金額である(図表1)。これは「インサイダー取引」そのものである。経営陣の報酬の大半は、ストック・オプションによってもたらされ、そこでは、自社の株価を常に右上がりに押し上げておく必然性を持っていた。短期的には「利益」を増収基調にし、市場では常に株高を予想させる構図が必要としたのである。

一方、エンロンの一般の従業員は、「401 K (確定拠出型年金)」を通して自社株に集中的に投資していたといわれる。当時、企業年金は、「確定給付型年金」が一般的であった。この場合、その運用の責任は会社側にあり、総資産の10%以上を自社株に運用することは禁止されていた。ところが、エンロンが採用していた「401 K (確定拠出型年金)」は従業員個人の自己責任で運用することになっていた。自社株の運用枠には制限がない。そのため、自社の株価の右上がりを反映して、エンロンの年金資産の半分以上は、自社株に運用されていたのである。また、企業にとっては、「401 K (確定

拠出型年金)」に拠出すると税控除の対象になるとともに、自社の株価対策にもつながったために、ことさらに従業員にエンロンの自社株を年金運用するよう奨励した。極め付きは、一般従業員が「401 K (確定拠出型年金)」で運用した自社株には売却制限が付けられていた。

エンロンの経営陣は、粉飾決算により利益を底上げし、その結果として株価の右上がり状態を作り上げ、その影で、自らはインサイダー取引を利用しながら、自社株を売り抜けてばく大な株式売却益を得る。その一方で、事情の知らない一般従業員並びに一般投資家は、実質紙くず同然のエンロン株を購入し続けていたことになる(図表2)。ちなみに、エンロンが破産して、500人の上級管理職には、総額で5,500万ドルのボーナスを支給しているのに対して、21,000人の一般従業員には、4,500ドルの小切手が供与されただけである¹¹⁾。そんな中であっても、ケニス・レイ会長の2000年度の年収は、役員報酬、ボーナス、ストック・オプションの行使で得た自社株などを含めて、1億4,160万ドル(約180億円)にのぼっていた¹²⁾。同様に、当時のCEOであったジェフ・スキリングも、7,000万ドルと、事実上、会社が火の車で

図表2 エンロン企業スキャンダル・粉飾決算の構図(1) [経営者と従業員との関係]



あったにもかかわらず、法外な所得を得ていたことになる。まさに、経営者としての本来の資質や報酬のあり方に疑問が寄せられるのは、この点である。2001年、アメリカの大企業のCEO報酬は平均工場労働者の411倍に達したという¹³⁾。エンロンの破綻は、単に一つの大企業がつぶれたということを越えた、世界的に重大な意味を持っている。「グローバル・スタンダード」と呼ばれているアメリカ経済システムの根幹をなす、株式投資、キャッシュフロー経営、高株価経営、などに対する信頼が、この事件を機に失われてしまったからである。

3. 監査法人の不正関与

エンロンの会計監査を担当していたのはアメリカ最大の監査法人であったアーサー・アンダーセンは、エンロンの不正会計関連文書の大量破棄に不正に関与し、2002年6月に米国の上場企業の監査資格を失って、2002年8月31日に、89年の歴史の幕を下ろした。2002年の1月にはエンロン関連の書類の大量破棄を公表し、3月には米国ヒューストンの連邦地裁に司法妨害罪で起訴され、その過程で国際提携網は崩壊し、その姿を事実上消すこととなった¹⁴⁾。エンロンとアーサー・アンダーセンは、不正会計問題が発覚する直前の2001年10月、11月にかけて関係資料をシュレッダーにかけて粉砕するよう現場に指示していた。このことは、当局側がこの指示のメモを押収したため発覚したが、アーサー・アンダーセン本社は、担当者が個人的にやったことだとして、この担当者を2002年1月に解雇して全体の問題を終わらせようとしていたのである。

エンロンが数年間にわたって行っていた損失

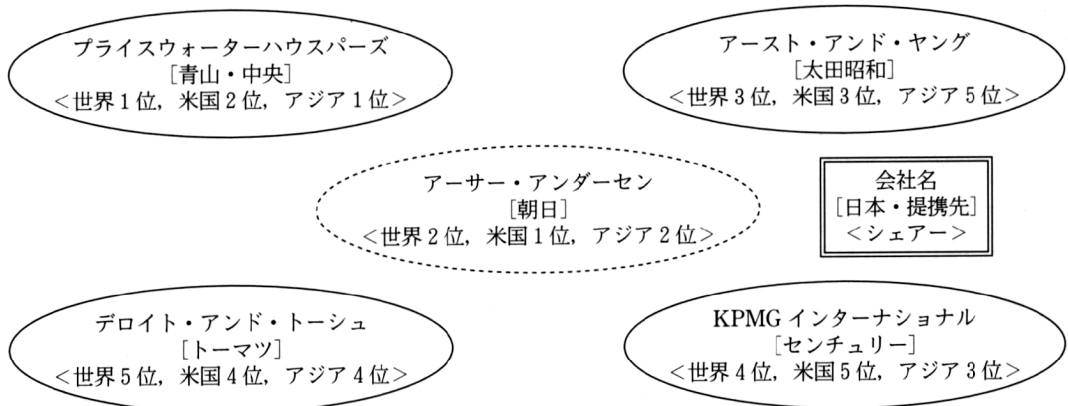
のつけ替えによる利益の水増しは、合法と違法の間のグレーゾーンにある会計手法で「積極型会計」(aggressive accounting) などと呼ばれており、これは監査法人が入れ知恵し、協力しない限り、実現するものではないといわれている¹⁵⁾。アーサー・アンダーセンは、この「積極型会計」の手法を経営戦略の一つにあげ、「なるべく多くの仕事を依頼してもらうため、企業側を喜ばせようと違法すれすれの会計を行ったに違いない」と米議会などから攻撃されたところである。本来、監査法人は、企業が不正をしないように監視するのが役割なのに、アーサー・アンダーセンのような優良とされていた世界規模の監査法人が不正に荷担していたということは、エンロン以外にも無数の会社が不正経理を行い、それを監査法人が承認していた可能性があると考えられている。監査法人には、クライアントとの馴れ合いを防止するために、相互監査(peer review) という制度があり、3年ごとに同業他社が互いに監査し合い相互にチェックするというものである。しかし、この場合、相互監査制度は機能していなかったことになる。アーサー・アンダーセンがエンロンを監査した2001年分について、デトロイト・アンド・トーシュは、相互監査の結果、問題なしと公表(2002年1月2日)していたからである¹⁶⁾。

監査法人の不正関与までして監査した背景には、「積極型会計」の名の下に、会計監査業務と経営コンサルティング業務を兼任しているためである。監査法人にとっては、監視する監査対象企業が、同時に、経営コンサルティング業務ではその企業の財務戦略を指導するという、二重の顧客になるのである。この兼任しながらの業務は、これまでも監査法人の独立性を脅か

す可能性がある」と指摘されてきたところである。しかしながら、本来、監査業務は「コモディティ」と呼ばれ利益率が低いため、法務サービス、資産評価、経理・財務代行、報酬額の決定、あるいはリスクマネジメントといった経営コンサルティング業務を積極的に推進している監査法人が多いという。アーサー・アンダーセンは、エンロンとの間で、会計監査業務として2,700万ドル、財務コンサルティング業務として2,500万ドル、合計で年間5,200万ドルという契約金額の収入が保証されていたという¹⁷⁾。このように、兼任するやり方は、現在、

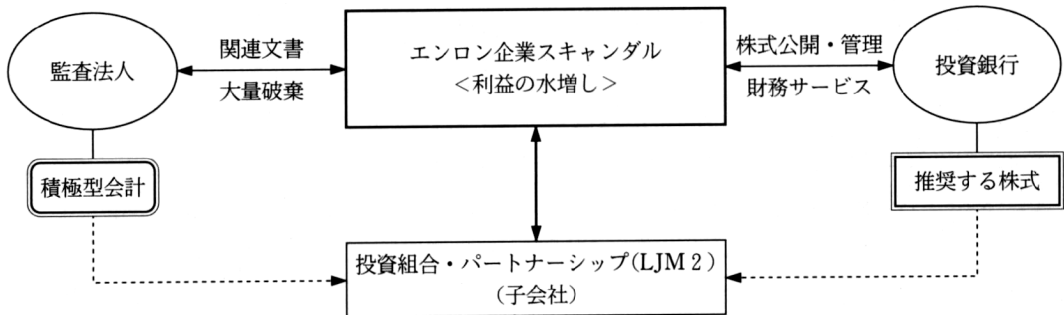
アメリカの5大監査法人のいずれもが行っており、エンロンとアーサー・アンダーセンとの不正会計処理問題は、他のアメリカの監査法人にも同様の不信感を起させるのは必然である。また、エンロンに株式公開し、それを管理するサービスとか財務サービスを提供してきたゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなどの投資銀行は、既に市場でエンロン倒壊のうわさがでている段階でも、エンロンを推奨株としてリストアップし、積極的に一般投資家や年金運用する従業員に株式の購入を推奨しつづけていた(図表3、図表4)。

図表3 世界の5大会計事務所(ビッグファイブ)



[出所] 日興アセットマネジメント・マーケティング業務室の資料をもとに作成。但し、アーサー・アンダーセンは、2002年8月31日で監査業務を停止する。アーサー・アンダーセンは、同年3月には、海外拠点をKPMGとの統合する交渉に入る。

図表4 エンロン企業スキャンダル・粉飾決算(2) [企業と監査法人などとの関係]



Ⅲ. アングロ・アメリカン型 格付けと米国企業改革法

1. エンロン債と格付けの無機能化

エンロンがニューヨークの連邦破産裁判所に米国連邦破産法11条に基づく会社更生の手続きを申請したことにより、同社の発行していた海外円建て債は債務不履行（デフォルト）となった¹⁸⁾。5本の海外円建て債、合計1,050億円が償還不能となり、短期運用主体の日本の投信会社はエンロン債の多くをMMFで運用していた（図表5）。投資信託では「償還まで1年以内の債券」と「満期まで保有する目的で取得した債券」については時価ではなく、償却原価法による価格の算定を行うことができる。償却原価法とは債券というのは基本的に満期には額面で償還されるために、多少、時価が下がってもその評価損は計上しなくてもいいという考え方である¹⁹⁾。エンロン債もこの運用で処理されていた。しかし、償却原価法で算出された価格と時価との間に著しい違いが生じた場合は速やかに時価に変更することになっている。エンロン債の場合、格付けがBB（ダブルB）格に格下げになったところで時価評価に移行したために、その結果としてMMFの元本割れが起こったとされている。格付けは、この場合、重要な影響力を持つ²⁰⁾。

では、米系（アングロ・アメリカン型）格付機関は、エンロン債にどのような格付けをつけていたのだろうか（図表6）。Moody's Investors Service（以下「Moody's」）は、エンロンが2001年7～9期の決算を発表した10月16日時点ではエンロン債を「Baa 1」格付けで評

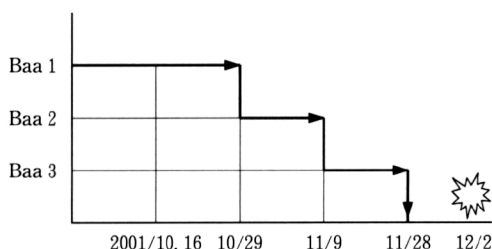
図表5 MMFのエンロン債保有状況

(億円, %)

名 称	運用会社名	保有額 (資産比率)
日興 MMF	日興アセットマネジメント	255(0.9)
UFJパートナーズ MMF	UFJ パートナーズ 投信	0(1.4)
ユニバーサル MMF		10(0.5)
日本 MMF	日本投信委託	70(6.3)
スミセイ MMF	スミセイグローバル 投信	30(5.5)

〔出所〕 NIKKEI NET, http://www.Nikkei.co.jp/sp2/nt48/20011129BH4BT001_29048002.html

図表6 エンロン債格付けの推移 (Moody's)



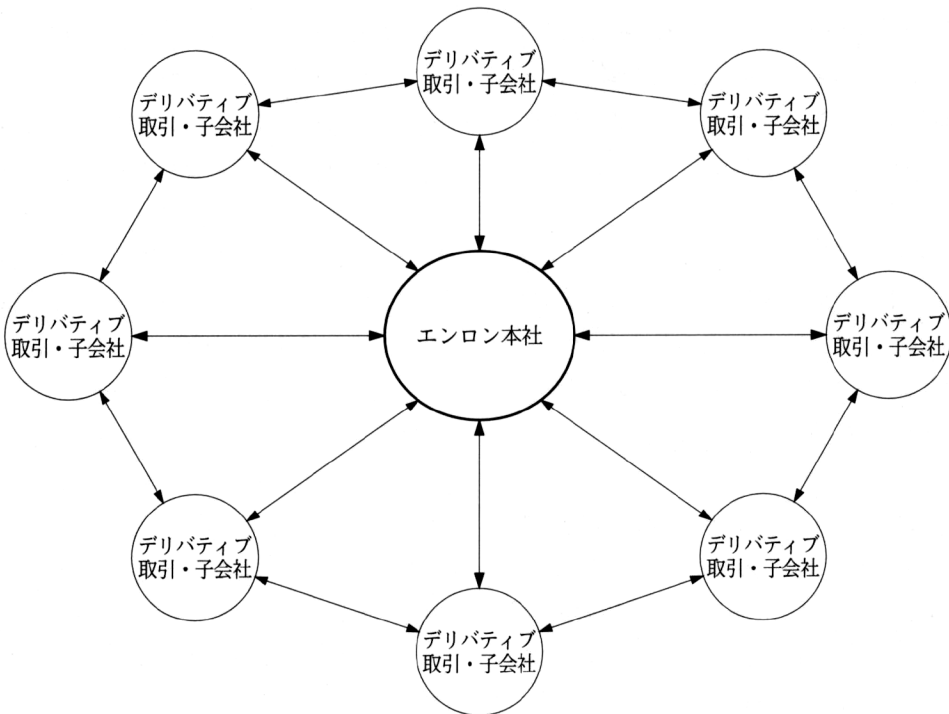
価し、Baa 格付けの上位にランクしていた。10月16日エンロンは米国商務省に1997年以来5億8,600万ドルの上乗せ収入の財務を実施していたと報告する²¹⁾。Moody'sは、この決算発表から13日経過した10月29日に「Baa 2」に格下げしたものの、依然 Baa 格付けの中位のままのランクである。それから9日後の11月9日には投資適格等級ギリギリの「Baa 3」（Baa 格付けの下位）まで、再度、格下げした。11月9日は、エンロンが同業のダイナジーに買収されることが決定した日である（但し、ダイナジーのエンロンとの買収合意は、11月28日に放棄されている）。Standard & Poor's（以下「S&P」）もこの時点で、「BBB+」から「BBB-」へ格付けを引き下げている。しかしながら、11月19

日にエンロンは、米国証券取引委員会（SEC）に追加財務報告書を提出し、社債格付けのたび重なる格下げによって、エンロンの関連会社（特別目的会社、パートナーシップ）の一部の債務に関して、追加担保の提供または繰り上げ返済が必要になることを公表した²²⁾。この事実を追うように、Moody's は11月28日に、エンロン債を「Baa 3」の投資適格等級から、いっきに、「B 2」格付けと5ノッチも引き下げたのである。この時点で、ようやく「Ba」以下の投機的等級に評価され、エンロン債は、いわゆるジャンクボンド（ハイイールドボンド）になった。同日、S&Pは、エンロン債の格付けを「BBB-」から「B-」へ、6ノッチも引き下げ、同様に、フィッチは、「BBB-」から「CC」へと、10ノッチも引き下げたのである。エンロンが米国連邦破産法11条に基づく会

社更生の手続きを申請したのは、それから4日後のことである。

エンロンの粉飾決算は、とくに連結対象外の子会社を利用した不正会計処理問題に対して、信用分析の基礎となる財務分析ができなくなったことを証明している。米系（アングロ・アメリカン型）格付機関の投資情報としての格付けは、この子会社とのデリバティブ取引を把握できなかった点で、まったく機能していなかったことになる（図表7）。金融・資本市場にとっても重大な問題である。市場は、米系（アングロ・アメリカン型）格付機関による信用収縮（クレジット・クランチ）を起こしたと批判したのである。本来、投資適格等級の「Baa」格付けは、Moody's の定義によれば、『中級と判断された債券および優先株に対する格付け（元利払いの確実性が極端に高くなく、また低くな

図表7 エンロン・カモフラージュされた企業実体



い)。現時点では元利払いの確実性が認められる。しかし、長期的観点から見ると、特定の要素について、その確実性が低いか、あるいは信頼性の低い性質のものがある。このような債券および優先株は投資適格を満たす顕著な特性が不足しており、また、事実投機的な要素をもっている。』となっており、極めて安定した信用評価である。米系（アングロ・アメリカン型）格付機関は、エンロン側が11月9日に、タイナジーとの合併合意をしたあたりから本格的に動きだしたかのように見える。エンロンが11月19日、米国証券取引委員会（SEC）に追加財務報告書を提出しても、格付けは「Baa」、「BBB」の投資適格等級のままで、事態の把握は後追いのままである。しかも、Moody'sの「Baa」という格付けは、その上の「A」の定義、『投資対象として数多くの好材料が認められ、中級の上位と判断された債券および優先株に対する格付け。元利払いの確実性は認められるが、将来ある時点において、その確実性を低下させるような事柄が出現する可能性がある。』に近く、アングロ・アメリカン型の格付けは無機能化、空洞化現象を起していることになる。

現実の格付機関の対応は、いたるところで環境の変化に混迷しつつある。たとえば、Moody'sは、2002年1月に発表したスペシャル・コメント『変化する環境に対応する社債格付けのプロセス』のなかで、“最近、格付け調整を頻繁に行ったり、大幅にしたりする機会が増えたのは、従来に比べて変化の激しい信用環境下で、Moody'sの意見が変化したわけではない”とする。しかし、Moody'sの意見が頻繁に変化した理由は、“適正な格付けを付与し、発表しようとするMoody'sの姿勢は変わらない

が、社債格付けシステムの運営のしかたは変化し続けている。社債市場の参加者は、変化し続ける市場の需要に迅速に応え、できる限り最新の分析技術を用いることをMoody'sに期待している”からだという。まさに、米国を中心とした粉飾決算という企業スキャンダルは、格付機関の評価姿勢を根本から揺るがす影響を与えはじめてきていたのである。

2. 米国企業改革法の内容

米国企業改革法（Sarbanes-Oxley Act）は、企業による情報開示の正確性と信頼性を向上させることによって、投資家に一層の保護を与えることを目的に2002年7月30日、大統領の署名を経て成立した。その骨子は、1. 監査法人の独立性の確保、2. 監査法人の監視体制の強化、3. 企業責任の強化、4. 格付機関の調査などその他の項目、から構成されている。

まず、『1. 監査法人の独立性の確保』では、①監査法人は、監査を行っている企業に対してコンサルティング業務を提供することは原則として禁止された。たとえば、経理事務、財務関連の情報システムをデザインすること、アクチュアリ業務、ブローカー・ディーリング・投資顧問業務、人事などの業務執行を担当すること、法律サービスなどがその業務に該当する。但し、税務関連業務などの一部については、監査対象会社の設置する監査委員会の事前承諾を条件に認められた。②監査人と監査対象会社の経営者との癒着を防止するために、監査法人の主任監査人もしくはパートナー会計士が同一企業の監査を5年以上行うことを禁止した。③当該監査法人の出身者が経営陣となっている企業の監査を行うことを1年間禁止した。

つぎに、『2. 監査法人の監視体制の強化』では、監査法人の監視体制を強化するための監督機関（PCAOB: Public Company Accounting Oversight Board）の設置を義務付けたことである。監督機関そのものは、ワシントンDCの非営利法人法での私的な非営利団体と位置づけ、SECの監督下に置かれた独立監視機関である。構成員は5名の常任委員からなり、うち2名は公認会計士からの選出を可能とし、SECが任命し、任期は5年で2期を越えることが出来ない。兼職は禁止とした。監督機関の権限は、公開会社の監査を行う監査法人に対する登録の義務づけ、監査規準・倫理規準の策定（SECの承認）、大手監査法人（顧客企業100社以上）に対して年1回、その他に対して3年に1回の調査を実施する、などである。

『3. 企業責任の強化』では、①経営陣に対する罰則の強化、具体的には、郵便・通信詐欺罪の禁固刑の刑期を最長20年（現行5年）、不正関連書類破棄による捜査妨害を最長20年の禁固刑、自社の開示内容の適切性に関する最高経営責任者（CEO）、最高財務責任者（CFO）の証明の義務、などである。②不正行為を働いた企業幹部が他社の幹部に就くことについて、SECによる無条件または条件付きでの禁止命令を可能にする。③公開会社による自社幹部への融資を禁止する。④従業員が年金基金で保有している自社株の売買を禁止されている期間、自社株を売買することを経営陣に対しても禁止する。⑤損害を被った投資家への補償のため、不正行為を働いた経営陣への民事制裁金をプールする基金を設立する。⑥内部告発者は保護する。⑦オフ・バランス取引の四半期開示など、ディスクロージャーの強化、などである。

最後が、『4. 格付機関の調査などその他の項目』である。①SECに対して、議会は証券アナリストの利益相反防止等に関するルールを1年以内に策定することを要求している。②SECに対して、議会は格付けの役割などについて、調査をすることを要求している。③海外の監査法人であっても、米国で公開している企業の監査を行っている場合には、米国企業改革法を適用させる²³⁾。④米国市場における証券の発行者にも米国企業改革法を適用させる、などである²⁴⁾。

3. SEC 公聴会と認定格付機関

米国証券取引委員会（SEC）は、2002年7月30日に成立した米国企業改革法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）を受けて、格付機関に関連する諸問題を幅広く聴取するため、2002年11月15日と同11月21日の2回にわたり、公聴会を開催した。米国企業改革法の702条において、SECは、格付機関に関する事項をまとめて、2003年1月26日までに議会に報告する義務を課せられていたためである。特に、SECのNRSROに認定されている米系格付機関（Moody's, S&P, Fitchの3社）は、前述したように、エンロンにはじまる米国の企業スキャンダルに際して投資家に対して十分な警戒を出さなかったとして、広く批判されていた。SECは、格付機関に関する具体的な事項として、「①証券発行者の評価における格付機関の役割、②投資家および証券市場における格付けの重要性、③格付機関が正確な評価をする上での障害、④格付機関の参入障害とその是正措置、⑤格付機関の情報伝達改善に必要な措置、⑥格付業務上の利益相反およびその防止措置」を大統領および上下両院に報告する義務がある

という²⁵⁾。

SECの公聴会は、①格付けの役割および機能、②格付手続における情報の流れ、③格付機関の役割に関連する潜在的な懸案事項（利益相反、地位乱用等）、④格付サービスへの参入障壁および規制のあり方、の四つのセッションに分かれ、行われた²⁶⁾。11月21日に行われたSECの公聴会には、格付機関のMoody's, Fitch, R&I, さらに、発行体、学識経験者など、16名の代表のパネリストが参加し、証言している²⁷⁾。公聴会の模様を詳しく引用しておく²⁸⁾。

【第1セッションー格付けの役割および機能ー】、「(1)格付機関代表 (LACE, AMBest, Moody's, R&Iの順で) が、それぞれの格付機関につき、①具体的な格付サービスの内容、②格付けに関し、如何なる報酬を誰からどのように得ているか、③如何なる手続きで格付けを行っているか、④従業員やアナリストの数はどの程度か、等につき、説明を行った。(2)R&Iからは、上記①～④の論点に加え、メディア産業であり株式非上場の日本経済新聞社およびそのグループ企業が当社の主要株主（持ち株比率56%強）となっており、資本構成の面でも、独立性が確保されている点が付加的に説明。(3)LACEを除く出席した全ての格付機関の代表は、収入は、格付けに対する報酬として、主として格付けの対象となる組織より得ている旨の発言に対し、LACE代表は、同社は（外国の銀行を含む）銀行の格付けに特化しており、格付けの対象となる組織からは報酬を得ておらず、収入は原則として同社の格付サービス使用契約者 (Subscriber) から得ているとの発言があった」。

【第2セッションー格付手続における情報の流

れー】、「(1)格付けの利用者 (Putnam Investments, Charles Schwab, Lehman Brothers等) より、それぞれ、①格付機関による格付けを、現場では実際にどのように利用しているのか、②そのような利用目的のため、格付機関の格付けは役に立っているか、③使用している格付機関による格付けの質等格付けの内容に満足しているのか、等につき発言があった。発言者のほとんどは、格付機関の行っている格付けは、（特に長期的な）信用リスクを評価するために検討する多くの要素の一つとして、有益な役割を果たしており、また、格付けの内容にも、勿論タイミング等の問題はあるものの、おおむね満足している旨の発言を行った。Lehman brothersは、大手投資銀行として、多数のクレジットアナリストを擁しているが、格付会社のレーティングサービスは、議論の出発点として大変重要であると考えているとの見解を表明。(2)格付けされる立場 (GM, Pfizer, Florida州) から、格付けを受ける際には、格付機関に対し、非公開の重要な情報も含め、多岐にわたる相当量の情報を提供している (GM, Florida州) 旨の発言があった。また、会社にとって死活的に重要な極秘の商品開発等については、それが漏れた場合のリスクを考慮し、開示しないこともあり得る (Pfizer) 旨の発言もあった。さらにGMからは、格付会社に対しCP格付けに関し、肌目細かな評価および新たな工夫を要望すると意見が提示された。(3)格付機関に対し、入手した非公開情報は、如何に利用され、また、その管理はどのように行われているのか、さらに、格付け等を公表する際に、一般に対して無料で提供する（公開）するものと契約者 (Subscriber) に提供するものとの間に、そのタイミングや内容にどのような差があ

るのか、等につき発言が求められた。これに関して各格付機関からは、おおむね、①格付自体は、契約者に対し提供すると同時に一般に公開していること、②契約者に対しては、格付けの背景や根拠につき、より詳細な説明が行われるが、格付対象企業より得た秘密情報等を開示することはあり得ない、等の説明がなされた。R&Iは同様の説明を行ったうえ、一般投資家に対する情報提供の基本的内容とタイミングは、Rating Monitorの取り扱いを含め、全く同一である点を強調。(3)本件に関連しRegulation Fair Disclosure (RegFD)では、インサイダー取引に関するルールの一環として企業等が重要な非公開情報を第三者に開示した場合には、直ちに同情報を公開しなければならないとされているが、格付機関に対し格付けを行うために非公開情報を開示する場合には適用されないことについて、出席者に意見が求められた。これに対しては、出席者のほとんどから、RegFDの下での格付機関の特別扱いは、合理的であり、変更する必要性はないとの趣旨の意見が出された。(なお、R&Iに対しては、RegFDの対象とならないとの観点から、RgeFDについては、特に発言は求められなかった。)、(5)最後に、それぞれの格付機関から格付けの際、企業から得られた非公開情報／秘密情報等を、如何に管理しているかにつき、説明を行った」。

【第3セッションー格付機関の役割に関連する潜在的懸念事項（利益相反、地位乱用等）ー】

「(1)主として、①格付機関が格付対象会社より報酬を得るとの仕組は利益相反とならないか、②格付以外の業務（例えば、コンサルティング業務）が、格付業務との間で利益相反をもたらさないか、③勝手格付け (unsolicited Rating)

を格付業務拡大の手段として使っていないか等の諸点を巡って、議論が行われた。(2)各格付機関は、①の点については、それぞれの格付機関が、潜在的な利益相反の可能性がないわけではないとした上で、その潜在的な利益相反関係に由来する悪影響を排除するために、様々な制度的対策（委員会による格付け、社内教育/訓練、人事評価制度、等）を講じている旨の説明を行った。また②に関しては、それぞれの格付機関から、格付以外のサービスを行っているとの説明があるとともに、格付以外の業務が、格付機関の主たる使命である厳格な格付けに悪影響が及ぶことがないよう適切な措置をとっている旨の説明があった。(3)何れにせよ、格付機関の最大の資産は、その格付けの信頼性にあり、利益相反により格付けが厳正なものとなっていないとの印象をもたれば、格付機関として存在できなくなる、との点で、出席者の見解の一致がみられた。(4)勝手格付けに関しては、R&Iから、①多数の投資家から強い要求が寄せられているものに限定して例外的に行っている、②具体的には、生命保険の極く一部、地方公共団体の全部、ソプリンの一部である、③生命保険は、相互会社であり、社債を発行していないが、契約保有者から格付けの強い要求がある、④地方公共団体は、中央政府との関係で依頼格付けにできない事情がある、⑤ソプリンの一部、特に、G7諸国は、格付手数料を支払う意思がない、⑥勝手格付けの場合でも、先方幹部に対して面談を行っている、ただし、守秘義務契約を結んでいないので、非公開情報は入手できない、⑦勝手格付けに対しては、“OP”という添字を付している、との説明がなされた。勝手格付けについてはMoody'sからは、過去に行っていた、Fitchからは、現在でも限定的

に行っているとの説明がそれぞれあった」。

【第4セッション—格付サービスへの参入障壁および規制のあり方—】、「(1)最後のセッションでは、①そもそもSECが現在NRSROという概念の利用を前提として、様々な証券関連の行政規制を実施していることが適切かどうか、②NRSROの存在を前提とするならば、現在のNRSRO指定手続きに問題はないか、③証券市場における格付けの重要性に鑑み、格付会社に対する監督を強化する必要があるか、等について意見交換が行われた。(2)この結果、①については、証券の格付けが資本市場の機能の効率化に貢献している点に着目し、SECが格付けの利用を前提とした様々な行政規制をすでに定めている以上、投資家保護や市場機能充実等の観点から、信頼性のある格付けの利用を確保するために、特定の格付機関を認定することは適切であるので、NRSROの概念を完全に撤廃する合理性はない、との線で出席者の意見は一致した。(3)②については、R&Iを含め、多くの出席者が、現在のNRSRO指定手続きが不透明であり、改善の余地があるとの指摘を行った。Moody'sおよびFitchとも、NRSROが現行の3社で十分であるとは言えず、正確な格付けが行われるとの条件の下で、より競争的である方が望ましいと発言した。また、R&I他からは、「米国市場における認知」(National Recognition)の要件を最重要視すべきではない旨の発言がなされた。さらにR&Iは、SECが迅速にNRSROの指定を行うことを促すために審査のタイムスケジュールも明確化させるべきとの主張を行った。他方、格付けのユーザーからは、rate shoppingを誘発し、格付けの質を下げる惧れがあるので、慎重であるべきとの意見も出された。また、特定の専門分野等でこれ

までの実績が証明された格付機関に対しては暫定的にNRSRO指定を行ってみるべきとの意見(Duke大学ロースクール教授)も表明された。(4)③の点に関しては、多くの出席者から、SEC等の行政機関が、民間格付機関の行う個々の格付内容を審査するような規制は不合理であり、格付機関の行う格付けの評価は、市場に任せるのが適当であるとする規制強化不要論が表明された。また、少数ながら、NRSROの数が増えることになれば、NRSROとして指定された格付機関の監視を強化するための何らかの行政的枠組みが必要となるとの主張(Investment Company Institute—投信を会員し、証券に関する規制・税制を提言する団体)も展開された。更に、格付けを行うアナリスト等に適用させる倫理規則の規定を示唆する意見(Glassman委員)も出された他、「National Recognition」に関しても、それぞれの実情をよく反映するよう、認定基準を工夫すべきであるとの見解(Atkins委員)も表明された。このように監督強化の是非に関しては、多様な見解の表明があり、コンセンサスは得られなかった」。

以上が公聴会の議論の中味である。ここでの議論は、一連の格付機関に関する今日的な問題がすべて提起されており、監査法人が抱えている問題と同様の矛盾を、格付機関も内包していることを理解できる。アーサー・アンダーセンがエンロンの会計処理の不正を知らながらその是正の機会を逃した最大の理由は、監査法人の「積極型会計」戦略にみられるように、監査対象会社より報酬を得る仕組から実質的な利益相反をもたらし、「監査法人が顧客企業を喜ばせたサービスを売りつづけるのに忙しい」からである。そのため、監査法人の独立性、監査対象

会社との利益相反問題は、本来、構造的に存在していた問題である。格付機関も起債会社からの格付手数料を主な収入源にしている為、今日、同様の問題を抱えていることになる。

今回の米国企業改革法の創設を受けたSECの格付機関への規制・干渉の動きは、事実上のSECの格付認定政策の見直しにつながるものである。アメリカのSECが1975年に証券会社の自己資本規制に格付けを利用する目的で、格付機関を認定したのが、今日のNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization、米国証券市場で国民的に認知された格付機関）の始まりである。

もともと、格付けが公的な規制を加えられたのは、1957年に、アメリカの通貨監督官が連邦準備銀行加盟銀行に対して、「債券の格付けが上位4ランク以内の公社債以外には投資できない」という運用規定を出したのが始まりとされる。そこでの認定格付機関による格付けの有無が、有価証券発行時のディスクロージャー要件の緩和基準や、証券会社等の自己資本規制に格付けの利用が拡大していった。また、機関投資家は、事業債運用に当たって、格付けを基準とした投資制限を定めている。さらに、銀行に対する新BIS規制では、一定の要件を満たす格付機関など外部の信用評価を参照して、必要な自己資本を計算することが提案されている。

これらの前提となっているSECの認定格付機関制度は、間接的な格付機関に対する直接の当局による規制を意味するとともに、他方、認定は、格付機関に対する政府の補助金的な機能をもっている。投資家に人為的に強いるこのようなやり方はもともと限界をもったものである。もし、SECが監査法人の監視体制強化の

ための機関を導入したと同様の考え方で格付機関を監視する組織を創設しようと考えているならば、SECは大きな過ちを起しかねない。つまり、格付機関を規制当局の監督下におこうとした時から、本来の格付けの信頼性と健全性は、いずれ失われていくことになるからである。たとえば、SECが現在、NRSROを使って業界規制を行っていることは、逆に海外からの米国市場への格付業界への参入障壁になってきたことは明らかである。国際的には、米系（アングロ・アメリカン型）格付機関の寡占化が進みつつあるなかで、国際金融市場においても、SECの米国政府の承認を受けた格付機関は、新規参入しようとする格付機関や海外の格付機関との競争で優位性を保っている。

確かに、SECの認定格付制度は、認定を受けた格付機関にとっては経営財務の側面では楽ではあるものの、同時に、このことは本当の意味での格付機関を育成する役割を失っている。アングロ・アメリカン型の競争的金融・資本市場では、格付機関同士の競争への恐怖こそが、格付事業の信頼性と整合性の高い格付けを維持する最善のインセンティブになるからである。このようなインセンティブを失ったならば、SECの格付認定政策の意図はどのようなものであれ、将来とも失敗に終わるであろう。今回のSECの公聴会の議論では、アングロ・アメリカン型格付けの適正な運用とか認定格付機関のコーポレートガバナンスの方向性だけが強調されて、構造的な問題として議論すべき「アングロ・アメリカン型格付けの持つ限界」とか「アングロ・アメリカン型格付けの持つローカル・スタンダード性」について、ほとんど問題視していない点が気になるところである。

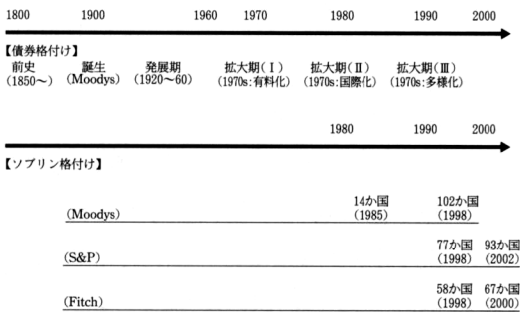
IV. アングロ・アメリカン型
格付けの限界

1. アングロ・アメリカ型格付けの
ローカル・スタンダード性

SEC の公聴会の冒頭、日本の格付機関の格付投資情報センター (R&I) は、次のように発言している²⁹⁾。“R&I は SEC 主催の当公聴会に参加の機会を得たことを評価する。我々は米国企業改革法 (The Sarbanes-Oxley Act) が検討対象とした事項は一般投資家の利益およびグローバルな資本市場の健全な発展に鑑み、徹底的に議論を行うに値するものと考えます。このプロセスの一端を担うことを光栄に思う”として、現在の国際格付市場のおかれた環境に、R&I がどのような決意で臨んでいるかを、つぎに述べている。“格付サービスは有用な信用リスク関連情報を提供することによって資本市場の効率性を高める役割をこれまで果たしてきたが、信頼できる格付けへの需要は、世界的な資本市場の統合が近年において進展するにつれて劇的に増加している。格付会社は市場の持続的成長に貢献するような方法でこのような需要に応えなければならない。”と表明している。ここで R&I が提起した二つの認識、『世界的な資本市場の統合』と『市場の持続的成長に貢献するような方法』という概念の位置づけは、今後、国際金融市場において極めて重要な役割を果たすものと考えられる。

R&I が提起した『世界的な資本市場の統合』という概念は、一般には、市場主義を前提としたアングロ・アメリカン型の競争的金融・資本市場にあらゆる先進国並びにエマージン

図表 8 アングロ・アメリカン型格付けの100年の歴史



マーケットが統合すると理解されているが、それはあやまちである。たしかに、100年まえにアメリカに誕生した債券格付けが21世紀においても債券のデフォルトリスクを測定する国際金融市場をサポートする重要なインフラストラクチャーの一つであると予想されているが、現在のアングロ・アメリカン型格付けがそのまま形ではグローバル・スタンダードな格付けにはならない。

米国の債券国内市場の投資家保護の観点から、投資情報としてスタートした債券格付制度の歩みは、これまで、その評価方法を、他の諸国の債券市場へ応用する歴史であった。アメリカは、格付けの先進国としての絶対的優位性をたてに、これまで発展・拡大してきた。しかしながら、米国国内債券市場では長い歴史を持つものの、その国際金融市場での展開は、格付けの拡大期【1970年代の「有料化」、1980年代の「国際化」、1990年代の「多様化」】の歴史からみて、債券格付けの歴史で30年、ソブリン格付けの歴史で20年にすぎない (図表 8)。それまでは、本来、米国の債券国内市場だけに適用された、いわば“アングロ・アメリカン型格付け”というローカル・スタンダード性を持った格付システムにすぎなかった。現在、そのまま“グローバル・スタンダード”なものとして国

際金融市場において猛威をふるっているのは、このアングロ・アメリカン型の格付システムの100年の歴史的展開の最大の効用である、世界的に理解しやすい「公平性・透明性・比較性」からくる一面を表しているだけである。

2. 日米債券市場のクロスチェンジング化

世界経済は、これまでの一国中心の垂直的な産業構造から多国籍的な地域に分散した水平的な産業構造に転換するなかであって、本来持っているその国の文化的価値と歴史的事実を無視して、すべてアングロ・アメリカン型の格付けに収斂されるという考え方は、理論的には、すでに否定されているものである。ここでの論文の立場は、いわゆる『収斂理論』の否定という考え方に立っている。

『収斂理論』は、アメリカの1960年代の経済政策の成功例をもとに、生まれてきた理論である。収斂とは異なったものの間で、それぞれが独立に類似する方向へと変化が起き、当初は異なった社会であったものでも、その後、著しく類似した社会になっていき、遂には、それぞれの持っていた文化的な伝統の価値の重みを減じてますます類似した社会になるというものである。その延長線には、理想のモデルとして収斂されていく社会として、米国のアングロ・アメリカン・モデルが描かれてくる。このような『収斂理論』は、1970年代後半以降の景気後退と回復をめぐって、ヨーロッパ各国でまったく異なった対応がうまれてきたことにより、次第にその説得力を失っていった。その後は、理論的には『収斂の終焉』と位置づけられて、完全に否定された。今日では、それぞれの国・地域の発展は、単純に一つの形に収斂していくので

はなく、いくつかの適応形態、それぞれの歴史的反映から独自の形態や結果が生まれてくるという考え方が支配的である³⁰⁾。

近時に見る日米債券市場の債券格付けの展開は、現状、それぞれの金融・資本市場の特徴を主張しながら、羅針盤になる理論的位置づけをもたない状態で、時々アメリカとの力関係だけでクロスチェンジング化しているにすぎないものである。米系（アングロ・アメリカン型）格付機関が進出した海外債券市場、特にアメリカに次ぐ市場規模を持つ日本市場での社債格付けやソブリン格付けに極端に現れるスプリット・レーティング（格付格差）は、そのアングロ・アメリカン型格付手法の内包する問題を顕在化させているだけである。つまり、『世界的な資本市場』という理想の形とは、『アングロ・アメリカン型の競争的金融・資本市場』とすべてイコールではないことを証明している。

個々の企業の社債格付けが絶対であるかどうかの決め手はどこにもない。米系（アングロ・アメリカン型）格付機関は、これまで蓄積してきた一定の手法に基づいて格付けを判断し、市場のリスク情報として投資家に提供してきた。これまで、異常に低い格付けが付けられたために余分なコストを払わされたと思う発行体からの訴訟に耐える判断根拠を格付機関は十分に用意している。しかしながら、「格付けとデフォルト率との関係」がこれまで公表されているものの、そこには絶対的な決め手はない。格付けは格付機関の意見であり、それをどのように受け止めるかは利用者次第であることが現在、定着している。格付機関に審査上の瑕疵がない限り発行体、また、それを信じた投資家からの訴訟に負けたことはなく、事実、格付機関敗訴の判例はない³¹⁾。

今日、格付機関が考える以上に、債券格付けはその企業の信用リスク評価のツールとして、ますます強い影響力を持ってきていることを勘案すると、改めて、新たな理論的な枠組みが求められている。同時に、今回のエンロン企業スキャンダルで見られたように、格付けを短期間にどんどん変更するという債券格付けの持つ今日的な課題を顕在化させていることを内外に印象付けたことである。短期資本市場の変化に、長期資本市場の信用リスクの評価である債券格付けが直接にリンケージしてしまっており、また、その格付変更のタイミングが非常に早まっていることも今日の特徴である。市場関係者によると、投資家（主に機関投資家）の時間的範囲は、多分1960年代ぐらいまでは年単位だったものが、その後月単位になり、週単位になり、最近では日単位から時間単位ぐらいまで短縮することもあるという。極端な場合は分単位もあり得るとする。

その動きには、発行体の信用力の変化も速くなり、さらには、地球規模で事業が展開され、経営情報のインターネット化や資金のネット化で、ますますダイナミックでかつ、スピードを伴って、経営環境が変化していることを裏付けている。このような急激な変化に、格付機関ともども市場関係者は振り回されている現状である³²⁾。日米債券市場におけるクロスチェンジング化のなかから、ここでは新たな理論的な枠組みとしての『ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト』を構築していくものである。

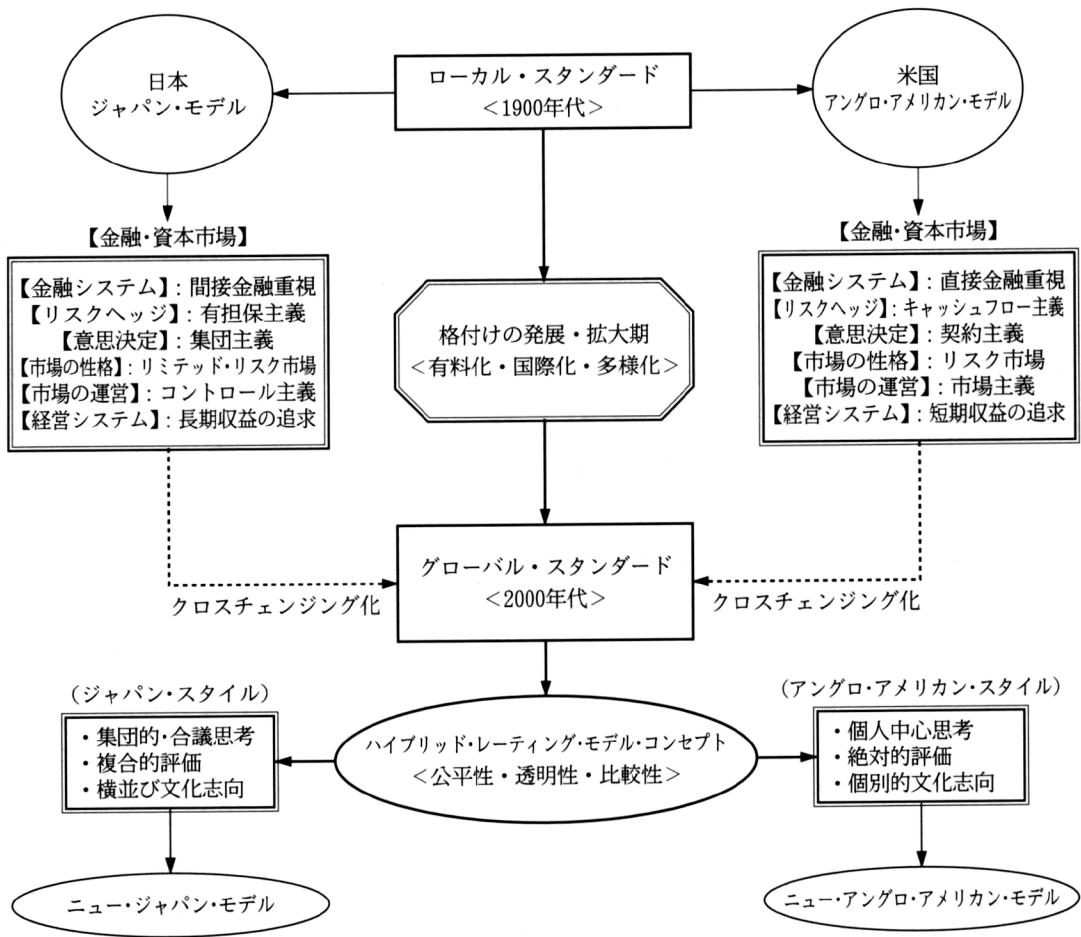
3. ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト

R&I が今回の SEC 公聴会の冒頭で提起した

いま一つの認識、『市場の持続的成長に貢献するような方法』という概念は、『ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト』を提案する場合の重要なカギとなる。金融・資本市場における、ジャパン・モデルとアングロ・アメリカン・モデルとは、歴史的には、1900年代には双方とも自由に誰でも参加可能な市場を作り上げていたが、その後の展開はまったく異なったものである。アメリカの金融・資本市場は、「直接金融重視、キャッシュフロー主義、契約主義、リスク市場、市場主義、短期収益の追求」の特徴を持つのに対して、日本のその市場は、「間接金融重視、有担保主義、集団主義、リミティド・リスク市場、コントロール主義、長期収益の追求」と特徴づけられる（図表9）。

アメリカに債券格付けが誕生して100年を経過した現在、日本もアメリカの格付制度を導入して25年を経過し、日米の債券市場では、双方とも「グローバル・スタンダード」を標榜し、それぞれの市場の規制緩和のもとで、互いにクロスチェンジング化が起きている。今回のエンロン企業スキャンダルに現れたように、アメリカの大企業を中心とした米国国内債券市場での経営行動は、むしろ日米市場のねじれ現象が起きているようにも思われる。しかし、このねじれ現象を利用した日米のパワーゲームだけでは、本当の「グローバル・スタンダード」な格付システムは生まれえない。むしろ、双方の市場の育成してきたプラスの特徴・手法を、混合されることによって、お互いの社会が共生可能な『ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト（公平性・透明性・比較性）』という新しい理論的な枠組みを創造できるのである。さらに、その原理論的な『ハイブリッド・レー

図表9 ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプトの流れ図



ティング・モデル・コンセプト（公平性・透明性・比較性）を双方の市場で実際に応用するときは、アメリカであれば、アングロ・アメリカン・スタイル（個人中心思考，絶対的評価，個別的文化志向），日本であれば，ジャパン・スタイル（集团的・合議思考，複合的評価，横並び文化志向）を考慮した形で実施すると，完結する。先の『市場の持続的成長に貢献するような方法』とは，まさに，ここでの主張の『ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプト』から構築できるものである。

V. 今後の課題——ハイブリッド・レーティング・モデルの確立

今日の世界では，アメリカの経済の圧倒的な強さだけが目だっている。この強い経済を背景として，アメリカは日本の構造改革やアジアの経済構造に対して一段と批判を強めている。

“日本を含めアジア経済を「クローニー・キャピタリズム（身内の資本主義）と命名し，その不透明性，不公正性をやり玉にあげる。このことは，アジアには「正しい市場経済」だけでな

く、「正しい民主主義」が成立していないと主張するに等しい。つまり、個人の自由、市場経済、民主主義といった価値が、日本を含むアジアにおいてはいまだに実現していないというのがアメリカの認識”にある³³⁾。しかし、一方では、今日ほど「アングロ・アメリカン・ローカル・スタンダード」のイデオロギー性や制度の限界があらわになりつつある時代もまた、事実と呼ぶべきである。アングロ・アメリカン・スタンダードの土台は、依然、絶えざる技術展開とその成果の大衆化を可能とする大量生産方式であり、それを受け取る大衆社会の形成にある。“しかしながら、こうした一連のつながりをもつ現代文明に、基本的なところで亀裂が生じ、衰弱がはじまっている”と考える立場の論者もいる³⁴⁾。

100年前にアメリカで誕生したアングロ・アメリカン型格付けのやり方も「アメリカ資本主義」が生んだツールであり、その格付システムの大きな限界が現れてきている。市場による規律を前提に、野放し状態でその経営を肥大化してきているアングロ・アメリカン型格付けは、この多様化した世界経済の共生化社会のなかで、その存在が重要になればなるほど、岐路に立たされているのである。今後の最大の課題は、アングロ・アメリカン・モデルとジャパン・モデルを混合させた『ハイブリッド・レーティング・モデル』の確立が急務であると考えものである。

注

- 1) NIKKEI NET, 特集：米企業会計，不信広がる。「米エンロンが破産法申請，過去最大の企業倒産」。
- 2) 北沢洋子「エンロン・スキャンダル—第2のウォータゲートか、ネオリベラリズムの破綻か」(<http://www.angel.ne.jp/>)
- 3) 同上。
- 4) 同上。
- 5) 同上。

- 6) 同上。
- 7) 同上。
- 8) 同上。
- 9) 同上。
- 10) 同上。
- 11) 同上。
- 12) 同上。
- 13) 同上。
- 14) NIKKEI NET, 2002年8月31日, 「米会計事務所アンダーセン, 89年の歴史の幕」。
- 15) NIKKEI NET, (http://www.nikkei.co.jp/sp2/nt48/20011129BTOO1_2904802.html)
- 16) 「米企業会計への不信①」, (http://www.nikko-am.com.jp/invest/column/b-number/020213_1.html)
- 17) ベイエリア最近事情2001年12月24日, 「The Roles of Watchdogs and Fools(番犬と道化師の役割)」, (<http://www.jamjapan.com/jp/topics/i-media/Andersen.html>)
- 18) NIKKET NET, 特集：米企業会計，不信広がる，2001年12月2日「エンロンの海外円建て債，1,050億円デフォルトへ」
- 19) NIKKEI NET, (http://www.nikkei.co.jp/sp2/nt48/20011129BTOO1_2904802.html)
- 20) 格付けは、発行された個々の債券について、契約通りに元金金が支払われるかどうかの安全性、確実性の信用度の格付機関が判断し、それを一定の格付記号によって投資家に投資情報として提供するものである。米国証券取引委員会 (SEC) が認定している格付機関には米系格付機関の Moody's Investors Service (Moody's) (本社：ニューヨーク), Standard & Poor's (S&P) (本社：ニューヨーク), Fitch Ratings (Fitch) (2 本社：ニューヨーク, ロンドン) の3社がある。
- 21) 「米企業会計への不信①」, (http://www.nikko-am.com.jp/invest/column/b-number/020213_1.html)
- 22) 大和証券投資信託委託(株)「エンロン社債を組み入れている公社債投信について」2001 (平成13) 年11月29日。
- 23) 日本公認会計士協会は、2002 (平成14) 年7月31日付けの文書『サーベインズ法案に対する日本公認会計士協会の懸念について』のなかで、外国監査法人への監督規制強化に反対の立場から、「我が国監査法人を直接かつ包括的に米国の法規制のもとに置くことを意味し、我が国の法律を全く無視する」と同時に、「我が国の証券取引法や公認会計士法よりも米国の法律を上位に位置づけようとするもので我が国主権の侵害であり、国際条約に反するもの」と主張している。
- 24) (株)日本経済団体連合会の経済法規委員会、企業会計部会は2002年10月1日付けの文書『米国企業改革法 (Sarbanes-Oxley Act) の適用等における日本企業の取扱いに関する要望』のなかで、外国企業を適用除外もしくは例外規定の適用を要望する立場から、「企業改革法が導入する新たな規制には、日本の法律と相容れない部分もあり、日本企業にとって遵守不可能であるばかりではなく、今後の米国での資金調達を妨げることとなる。規制が重複する部分については、日本企業を適用除外とすべきである。」とし、さらに、「企業改革法第301条に基

づく監査委員会の設置は、わが国の商法上の制度と相容れないものであり、わが国企業が商法上の制度を遵守しなければならない以上、同条の適用は差し控えるべきである。」と要望している。あわせて、『その他外国企業の扱いを明確にするべき事項(例)』として、「102条 会計事務所の登録制度、106条 外国会計事務所の扱い、201条 監査業務を行っている会社への一定の非監査業務の提供の禁止、202条 監査・非監査業務の監査委員会による事前承認、203条 監査パートナーの交代義務、204条 監査人の監査委員会への報告義務、206条 監査開始の1年前までに当該監査法人にいた者が当該会社のCEO・CFO等幹部になっている場合の当該監査法人による監査の禁止(Cooling Off Periodの新設)、303条 会計事務所への不当な影響の排除、304条 CEO・CFOの報酬・賞与の没収、307条 弁護士との責任、401条 簿外取引・プロフィール情報の開示規制、404条 内部統制の評価の報告、406条 財務担当役員の倫理規定の有無の開示、407条 監査委員会における財務専門家の有無の開示、408条 SECによるレビューの強化、409条 財務状況の重大な変更の即時開示」を挙げている。

25) 格付投資情報センター「米国証券取引委員会(SEC)による公聴会の模様」、なお、「格付」という用語は、論文の統一性を取るため「格付け」という形で修正引用している。(http://www.r-i.co.jp/)

26) 同上。

27) 同上。

28) 同上。

29) 同上。

30) J・H・ゴールドソープ編『収斂の終焉—現代西欧社会のコーポラティズムとデュアリズム』(元本1984年

刊。稲上毅・下平好博・平岡公一との共訳、有信堂高文堂、1987年)。

31) 黒沢義孝「格付けの思想：リスクのない社会とリスク社会」『金融グローバルリズム』東京大学出版会、2001年3月。

32) 格付機関は、社債市場の環境変化に対して、それぞれの考え方を明らかにしている。

Moodys「変化する環境に対応する社債格付けのプロセス」、2002年1月。

S&P「資本市場の新構造における格付け」、1999年2月。

R&I「社債市場の新たな流れのなか、“社債契約と格付け”への関心高まる契約内容により回収リスクを格付けに反映」、NEWS RELEASE、1998年7月7日。

33) 佐伯啓思[サタケケイシ]『アメリカニズムの終焉』TBSブリタニカ、1998年。

34) ロンドン大学のロナルド・ドーア(Ronald Dore)は著書*Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism-Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, 2000で、「グローバル資本主義」の名の下に、株主利益最優先の経営、規制緩和と市場の絶対化、競争と自己責任の強調といったアングロ・アメリカン型の資本主義がグローバル・スタンダードとされ、ポスト冷戦下でのアメリカの一極支配の下で、それが日本にもドイツにも圧倒的な力をもって浸透してくるという状況がある。だが、アングロ・アメリカン型資本主義は唯一絶対のモデルたりえるのか。日本やドイツの資本主義は、一時的な逸脱あるいは歪みにすぎないのか。ロナルド・ドーアの答えは「NO」である。

(文京学院大学大学院経営学研究科教授)