

## エンロン破綻の衝撃（四）

問われるゲートキーパーの役割（その一）

佐賀卓雄

本来、ゲートキーパーは投資家に検証と保証というサービスを提供するレピュテーション・インタームデアリー（訳者注―信望を抛り所とする仲介者という意味）である。これらのサービスには、会社の財務諸表の監査（独立の監査人の役割）、会社の信用度の評価（格付け会社の役割）、競合相手と比較した事業および財務の将来性の評価（証券アナリストの役割）、特定の取引の妥当性の評価（投資銀行のフェアネス・オピニオンの提出）が含まれる。弁護士も取引に専門家としての評判を提供する時には、ゲートキーパーである。・・・

専門家であるゲートキーパーは、顧客である企業自身あるいは特定の取引についての資料を評価し、証人となる。この重複が必要なのは、市場が企業よりもゲートキーパーの方がウソをつく動機が小さく、それ故、ゲートキーパーの評価の方が信頼できるとみなしているからである。確かに、番犬（watchdog）としてのゲートキーパーは監視する企業から報酬を受け取るが、その信頼性は長年にわたって多数の顧客にサービスを提供することによって築かれてきた評判という資本（reputational capital）を担保にしていることに基づいている。

(Coffee, Jr., J. C., "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid," Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, *Working Paper No. 207*, July 30, 2002)

これらの失敗（訳者注—SEC、および民間のゲートキーパーが期待されているような役割を果たすことができなかったことを指す）は、アメリカの金融規制の枠組み構築の基本的な前提に対して疑問を投げかけている。相対的に少数のスタッフから構成されるSECは、企業の不正行為を根絶するために必要な業務の多くを直接に遂行するように体制が整えられてはいない。代わりに、わが国は公衆が巨大な市場を監視できるようにSECと民間のゲートキーパーの協力関係に依拠するシステムを有している。しかし、SECが企業の広範囲に及ぶ不正に対する、最初の、かつ重要な監視を民間部門に頼ることができるという基本的な前提が、

エンロンの場合にはまったく誤っていることが明らかになった。そして、SECの調整の不十分さとあいまってこの前提が成り立たないことは、SECが期待されている市場の主要な番犬（lead market watchdog）として機能することに疑問を抱かせている。

(Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, Oct. 8, 2002)

## 一、ゲートキーパーとは何か

エンロン社の破綻の原因は、重層的にチェック機能を果たすべく期待されていた組織が機能しなかったことである。既に見たように、大多数が外部取締役から構成される取締役会（および、監査役会）、監査法人は問題のある会計処理を指摘で

きなかった。SECとして例外ではない。一定額以上の資産規模の企業はSECに年次報告書(Form 10-K)、四半期報告書(Form 10-Q)などの継続開示情報の提出を求められている。しかし、冒頭で引用した上院「政府活動委員会」が今年十月八日に公開した報告書によると、それらを審査するSECの企業財務局(Division of Corporate Finance)はわずか三三〇人(内、会計士一〇七名、弁護士一四四名)しかおらず、二〇〇一年度では提出された一四、六〇〇社の年次報告書(Form 10-K)のうち、わずか一六%の二、二八〇社しか審査していない。また、三年間に一度もチェックを受けていない公開会社が全体(約一万七千社)の五三%、九、二〇〇社に達している。かくして、法律上、自主規制機関(SRO)と定められている証券業協会(NASD)や証券取引所に加えて、ゲートキーパーと呼ばれる民間

の情報仲介業者などの役割にも頼らざるをえないのである。

ゲートキーパーと呼ばれるのは、発行体と投資家との間の情報格差を埋め、時にはチェック機能を果たすべく期待されている、引受証券会社、監査法人、弁護士、格付け会社、証券アナリストを指している。これらの組織は、連邦証券規制が定める監督機関と自主規制機関の役割を補完することが期待されており、時に「民間の番犬」(private-sector watchdog)と呼ばれることもある。エンロン社の破綻を嚆矢とした資本市場の危機の震源は、これらのゲートキーパーが期待されているような役割を果たすことができなかったという意味で、一言でいえば「ゲートキーパーの失敗」ということになる。

ここでは、格付け会社と証券アナリストの役割についてとりあげる。

## 二、格付け会社の役割

アメリカ資本市場において、格付け制度は発行証券の元利返済の確実性を判断するうえで重要な役割を果たしている。その歴史も長く、二〇世紀初頭にジョン・ムーデーが鉄道債について信用度を簡便な記号で示したのが最初であるといわれている。その後、いくつかの契機を経て、格付け制度は投資家に重要な投資情報を提供する役割を果たしている。

格付け制度が定着していくうえで、金融監督当局がそれを利用するようになったことが大きい。すなわち、一九三一年には、OCC(通貨監督局)は銀行が保有する債券を評価するにあたり、投資不適格の債券は時価で評価し、評価損の五〇%を自己資本から差し引くことを求めた。一九三六年

には、OCCとFRBは、商業銀行が二社以上の格付け会社から格付けをえていない債券を保有することを禁止した。

そして、戦後、格付け制度が規制上、明確な位置づけを与えられるようになる。すなわち、SECは、一九七五年に、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あたって、全国的に認知された格付け会社 (NRSRO, Nationally Recognized Statistical Rating Organization) から「投資不適格」の格付けを受けている債券についてより大幅な割引率を適用することにした (SEC規則15C3-1)。SECによるNRSROの認定は、格付け会社の業務、財務状況、規模、経験、格付け手法、内部管理体制などをレビューし、問題がなければノーアクション・レターを発出することによって行われる。つまり、NRSROとしての認定は、実質的に一定の公的

な権威づけを与えるものであった。現在、S & P、ムーディーズ、フィッチの三格付け会社がNRSROとして認定されている。

このように、格付け会社による格付け情報の提供は歴史的に一定の公的性格をもつようになっており、先の政府活動委員会報告書によると、現在、少なくとも八つの連邦法、四七の連邦規制、一〇〇以上の州法および規制において、格付けがベンチマークとして言及されているといわれる。近年でも、公正開示規制（Regulation Fair Disclosure）の採択にあたって、格付け会社は適用除外の扱いを受けており、会社情報へのアクセスの面で特別な地位を与えられている。

一九六〇年代まで、格付け会社はその格付け情報を投資家に販売することによって収益をあげていた。しかし、コピートの普及により業務の採算性を維持することが困難になったために、七〇年頃

より、発行体から格付け料を徴収するようになった。一部では、このことが格付け会社に利益相反状況をもたらし、その公正性を損なっているとの指摘もある。しかし、格付け料がそれほど大きな金額ではないこと、NRSROが三社であり、発行体の選択の余地が限られていることを考えると、格付けの有料化がその中立性に影響を及ぼしているかどうかの判断は難しい。他方、NRSROがわずか三社に止まっていることから、格付け業務をめぐる競争性の欠如がそのタイムリーな見直しを阻害する一因になっているのではないかと指摘もある。

今年七月三〇日に成立した企業改革法（サーベンス・オクスリー法）は、SECに対して格付け会社をめぐる規制の枠組みを評価することを義務づけ、一月一五日、二二日の二日間にわたって公聴会が開催された。

### 三、エンロン社の破綻と格付け会社

それでは、格付け会社によるエンロン社の（社債）格付けはどのような推移を辿ったのであろうか。詳細な推移は表にまとめてあるが、結論的にはエンロン社が連邦破産法第一一条の適用申請を行う四日前の一月二十八日に、格付け三社は一気に五ないし八ノッチ引き下げ、投資不適格とした。格付け三社は、今年三月二〇日に上院政府活動委員会が開催した「格付け会社を格付けする－エンロン社と格付け会社」と題する公聴会において、その理由を説明している。それによると、その日まではダイナジー社によるエンロン社の買収交渉が継続しており、それが実現すればエンロン社への資本注入の可能性があり、再建は可能と判断したためであるという。

さらに、そもそも格付け会社は公開された情報と発行体が提供する情報に基づき格付けを行っており、エンロン社の場合のように、経営者が正確な情報を開示しなかったり、虚偽の情報を流したりすれば、証券の信用度について誤った判断が下されることがありうる。それは開示される情報の質の問題であり、格付け会社の責任ではないと主張している。

この反論は、一見もっともらしいが、先の政府活動委員会報告書は次のように問題点を指摘している。第一に、格付け三社が公表された情報十分にはチェックしていなかったことである。二〇〇〇年の年次報告書 (Form 10-K) の「脚注一六」には関連会社との疑わしい取引についての情報が記述されており、さらに二〇〇一年の委任状説明書 (proxy statement) には簿外取引についてのより正確な情報が記述されている。したがっ

エンロン破綻の衝撃（４）

表 エンロン社の社債格付けの推移

日 時	格付け会社の対応
2000年 3月末頃	3格付け会社、エンロン社債を投資適格に格付け（ムーディーズ、Baa 1、S&P およびフィッチ、BBB+）
2001年 10月初頭	エンロン社、ムーディーズ、S&P に対して、近日中に不良資産による評価損により税引き後利益10億ドル減額、株主資本12億ドルの減額の決算修正を発表の予定であることを伝えるが、格付けの変更はなし
10月12日	レイ CEO、ムーディーズと S&P が格付けの引下げを検討していると聞き、両社を訪問し、資産の売却によってバランスシートの再建は可能であると説明。その際、格付け担当者は何故、膨大な資本調整が生じたのかについて説明を求めず
10月16日	エンロン社、決算修正発表
10月25日	S&P、エンロン社の格付けをネガティブに変更。フィッチ、格下げの方向
10月29日	ムーディーズ、Baa 2（投資適格の範囲）に引下げ
11月 1日	S&P、BBB に引下げ（ジャンク債の 2 ノッチ上）
11月 5日	フィッチ、2 ノッチ引下げ BBB-（ジャンク債のひとつ上）に。エンロン社、3 格付け会社にダイナジー社との合併の可能性を示唆。
11月 9日	ムーディーズ、Baa 3（ジャンク債のひとつ上）に引下げ。S&P、BBB-（ジャンク債のひとつ上）に引下げ
11月28日	格付け会社、ダイナジー社との合併について検討し、その可能性が小さいと結論。格付けをムーディーズ、B 2（5 ノッチ引下げ）、S&P、B-（6 ノッチ引下げ）、フィッチ、CC（8 ノッチ引下げ）に
12月 2日	エンロン社、連邦破産法第11条の適用を申請

（出所） Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, *op.cit.*, pp.108-115、より作成。

て、公表された情報だけでも、注意深く分析すればエンロン社の会計処理の適切性に疑問をもつことができたはずである。格付け会社は十分な注意を払って分析を加えたとはいえない。

第二に、格付け会社は長期的な信用度に注意を払って格付けを行うと述べているが、エンロン社の基本的な問題や会計処理の適切性に十分な注意を払っていたようには思えない。格付けアナリストの関心は主として短期の資金繰りやダイナジースとの合併の帰趨に向けられていたように思われる。

第三に、議会証言の中で、格付け会社は監査人や格付け会社のアナリストに求められるのは「グリーンアイシエッド・クエスチョン」(green-eyeshade question, 固定観念に囚われない疑問という意味)を持つことであると述べている。しかし、格付け会社のアナリストは、概してエンロ

ン社の経営者が真実を述べていると信じて、説明を字面どおり受け取っていたようにみられる。早いものでは二〇〇一年五月頃から、遅くとも一月一六日の決算修正発表の頃には、既に『フォーチュン』誌や『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙などの一部の新聞、雑誌がエンロン社の会計処理などについて疑問を投げかけ始めても、経営者に対して詳細な説明を求めていないのである。格付け会社は公正開示規制の適用除外となっているから、情報の取得についてはいわば特権を認められているが、本来期待されている役割を果たしていないといわざるをえない。

第四に、格付け会社の説明責任に対する無自覚である。格付け情報は市場に大きな影響を及ぼす。発行体は資金調達コストを左右されるし、投資家は保有する証券の価格が変動する。さらには、エンロン社が設立した投資組合(SPE)の



多くにおいて、格付けが低下した場合、繰上げ返済を定める条項が入っていた。このため、一月二八日の格付けの引下げが資金ショートを引き起こし、数日後には破産手続きに入らざるをえなくなったのである。

このように、格付け情報は極めて重要な、ある場合には企業の生命を制するような役割を果たしている。それにもかかわらず、格付け会社は議会議言の中で、「格付けは単なる意見に過ぎない」(S & P)、「格付けの記号は『世界で最も短い社説』である」(フィッチ)と述べ、その特別な役割を否定している。

#### 四、格付け会社の対応

格付けに対する批判が強まるにつれ、格付け会社も進んで格付け方法やプロセスの改善に取り組

んでいる。ムーデイズは二〇〇二年一月に特別コメントを発表し、格付けのタイムリー性を確保するために見直しを短期化するなどの施策を発表した。同じく、S & Pも、個々の発行体についてのコメントの頻度を高める、監視の強化、格付けについての透明性の向上を図ることを表明している。

このように、格付け会社は格付けの見直しの頻度を高め、タイムリー性を強化することを改善策の柱に据えている。これは、格付け会社に対する批判がエンロン社の格付けの引下げが遅れたことに集中し、格付け情報に対する不信任が高まっていくことに対応したものである。

(さが たかお・当研究所主任研究員)