

# 「格付」と「格付会社」

——その意義と実状——

小林 一 広\*

## 1. はじめに

2008年にリーマンショックという形で顕現し世界に衝撃を与えた金融危機について、その原因とそれらの再発を防ぐための規制、管理などに関する議論が活発になされてきた。筆者もこれらの議論に参加してきた。金融危機発生に至る原因として6つのポイントを指摘し（小林2009）、それらを規制、管理するうえで、特に危機の震源地であるアメリカにおいてどのように考えられ（反省され）、どのようにまとめられ、制度化されようとしているかについて論じてきた（小林2009, 同2010）。

これら6つのポイントの落ち着き具合について論じる時期になっているが、本稿ではこのうち最も厄介な（nasty）ポイントである格付と格付会社について少し立ち入ってみたいと思う。

格付の問題は格付会社の問題として今なお論じられているが、格付行為の具体的内容から格付会社の在り方をどう考えるべきかを検討してみたい。金融危機発生の震源地では当然視されている事柄も、実は問い詰めれば nasty な問題となることを感じていて取って避けているようでもあるが、正面から真剣に取り上げてもらいたいと考えている。

格付と格付会社の具体的問題点については、上記2論文で触れたとおりであるが、それが nastyなのは、小林2010で述べたとおり3つの原因、①格付の質、②格付根拠に対する透明性、

③利益相反、の故である。これらは改善可能なものなのであろうか。おそらく現在のビジネス形態のままでは不可能である。ビジネスとしての流れを変えていかなければ真の改善はない。筆者はそのように考える一人である。

格付とは一言でいえば、企業（または格付の対象組織）の特定債務に対する支払能力への評価である。債権者からみて当該債権の元本、利子等の回収リスクに対する評価である。そしてその評価は評価対象が営利目的の企業である場合、企業体としての安全性、収益性などを踏まえたものであるはずである。

一般に企業の評価という場合、企業体としての安全性、収益性、成長性が問われる。特定の債務の支払い能力を評価する場合も、債務の期間、資金使途、金融仕法などによって違いはあるが、原理的には企業体としての安全性、収益性、成長性が評価されるポイントになる。

特定企業等の評価を業とする者には信用調査会社（商業興信所）がある。また、企業の評価という意味では「監査」あるいは「会計監査」が類似の役割を果たしている。金融を業とする銀行等が行なう「与信審査」も同様の作業をしている。「会計監査」では財務面、特に経済取引の処理の適格性を評価するが、そこでの評価が適正とされることが企業評価を受けるにあたってまず最初に必要なことである。与信審査に長く関わり、必然的に会計監査にもまた必要に応じて信用調査機関とも関わってきた筆者としては、格付とそれらとの対比において、格付のあるべき姿を捉えてみたいと考える。

\* 広島経済大学経済学部教授

信用調査、会計監査、与信審査も現時点では社会的に制度として確立している、少なくともレーゾンデートルを与えられている、といっていだらう。格付が同じように制度として確立しているかと問われれば“否”と言わざるを得ない。150年の歴史の中で確立しているかに見えたが、今般それが虚像であったことが判明した。格付そのものが虚像であるわけではない。格付は現在の制度はとにかく資本主義社会において必要なものであろう。150年の歴史が必要性与えたという意味で、会計監査や与信審査と同様レーゾンデートルはあると言ってよい。しかし制度としての不完全性が、今般の一連の事例からみて稚拙である。当事者間の利害関係が無視されたまま出来上がっているようである。ある瞬間に強い力が働いて出来上がった制度で、多くの識者がこのままでは？と疑問を持ちながら歴史を重ねてきた制度のように思える。この状況を改め、制度としても社会的に許されるものになるには何が必要かを考えてみたい。

【表記について：格付は格付け、格付会社は格付け会社とも表記されるが、それぞれ前者が一般的になってきているように思われるので、本稿では格付、格付会社とする。

金融商品取引法では信用格付、信用格付業者とある。格付と言えば、その対象は一般的にはより広い意味を持っているので、信用状況に対する格付と限定する趣旨であろう。本稿においても同趣旨であるが、金融商品取引法および関連法などを引用するとき以外は格付、格付業、格付会社とする。

また、格付会社に対して格付機関とも言われる。これは旧大蔵省がアメリカで使われる rating agency を訳して格付機関とし政令で使用したところから、ながく使われてきたものである。現時点ではすべてが民間企業であるところから、本稿では格付会社とする。】

## 2. 格付行為の起源と格付業務

格付はアメリカにおいて金融上の必要からいわば自然発生的に生まれた。生まれたのち暫くして、資本主義社会として常のことであるが、利害関係者の恣意が作用して人工的に修正が加えられ、現在のかたちになった。その過程の概略を見ておく。

### (1) 信用情報の必要性

19世紀に入って建国の意気上がるアメリカは、景気の波は免れないものの新興国らしい経済成長をする。成長の根底にあるのが西部開拓とそのため鉄道網整備で、鉄道網整備は主要駅への人々の移動と街づくりの産業を興す。多くの投資家に加えて新規投資家が活躍する格好の材料がそここに現れる時期が続く。中でも鉄道産業は政府の補助金もあって、投資対象として注目され、ブームになっていく。

この時期のアメリカでは銀行業が十分な発達を遂げておらず出店規制が厳しい一方、中央銀行もないため銀行に対する諸制度が整備されておらず、銀行は長期資金を多額に貸し出すということに積極的ではなかった。そこで企業等が必要とする資金の調達はいわゆる直接金融で、株式や債券の発行に依った。

その株式や債券への投資家は、その発行会社が街の有力者とかの知り合いである場合は、さしたる躊躇もなく投資の可否を判断できたであろうが、やがて未知の経営者が現れるようになると不安になる。この不安を緩和するため、投資の可否を判断するための材料が求められるようになる。債券等の発行が多くなってそれらの経営者について、財務内容について、さらに過去の実績など、企業の信用度を示す情報が必要とされるようになる。

19世紀の中ごろ、鉄道会社への投資がブームになって、資金需要の旺盛な企業の信用情報を

扱う業者が現れ、やがて専門紙、解説本などの形で投資者に有料で提供するようになる。

投資先企業の信用情報（Credit Information）を可能な限り早く、詳細にかつ正確に得たいという投資者の要請に応えるビジネスは、当初 Mercantile Agency として現れる。そして1857年の金融パニックを契機にこれがビジネスとして確立し盛んになる<sup>1)</sup>。

19世紀のアメリカでは8度の金融パニックが発生したと言われるが、1857年パニックでは、その直前の数年間が特に鉄道ブーム華やかで、土地価格は上昇し債券等の発行、売買も盛んであった。1857年、夏も終わりのころブームは暗転する。株価も債券価格も下落、破綻する鉄道会社も現れる。農地を担保に農地拡充などを行っていた農家も行き詰る。バブル崩壊である。投資する者も発行会社の安全度を一層注意するようになり、投資対象会社に係る信用情報への需要が増大した。

## (2) 信用調査会社の興隆

投資者層等からのこのようなニーズに対して、信用情報を提供する者が19世紀から20世紀初頭にかけて多数現れた。現代に大をなす三社、Dun & Bradstreet Corp, Standard & Poor's, Moody's Investors service について当初の様相を見ておこう。

### イ. Dun & Bradstreet Corp の前身

Mercantile Agency として歴史上初めて頭角を現すのは、現在でも Dun Report で知られる Dun & Bradstreet Corp. の創始者である Lewis Tappan (1788-1873) である。彼は企業の取引先開拓、深耕、投資者の投資先決定などのため企業情報がなくてはならないものになると考え、1841年に Credit Information 提供の専門会社である Mercantile Agency をニューヨークに設立した。鉄道会社をはじめ多くの企業の信用情報を提供し、1860年代にはその顧客は数万に及ん

だ<sup>2)</sup> という。

この Mercantile Agency はその後 Robert Dun が引き継ぐなどして、現在では Dun & Bradstreet Corporation となり企業評価を行なう信用調査会社（商業興信所）として、世界最大の規模を誇っている。なお、同社の Report には経営者、財務内容、支払ぶりなど当該企業の信用状況を表すに必要な項目がきめ細かく取り上げられ、記述されている。そしてそれらの項目の多くが段階評価されている。たとえば財務内容の総合評価として純資産額の大きさにより、また内容の健全性に応じて、記号化された評点<sup>3)</sup> が与えられている。簡略な単語、アルファベットその他の記号などで、調査項目に応じた段階評価が行なわれている。これはこの時期にもすでにある程度取り入れられていたとのことで、同業者間の相対評価に役立つほか、何よりも判りやすいということが、受け入れられた理由であろう<sup>4)</sup>。

### ロ. Standard & Poor's の場合

Standard & Poor's の場合は、創設者が Henry Varnum Poor (1812-1905) で、かれは The American Railroad Journal の編集者として企業情報の開示の必要性を強く認識するようになり、1860年に History of the Railroads and Canals of the United States を著し、鉄道会社の財務、事業内容、実績などを公表した。さらに1868年には The Manual of the Railroads of the United States を刊行、442ページに及ぶ単価 \$5.00の2,500部がたちまち売り切れになったと言われる。毎年改訂し、同社発展の原動力になった<sup>5)</sup>。

### ハ. Moody's Investors service の場合

南北戦争を経て、アメリカ資本主義は高成長を続ける。景気変動のサイクルを一層小刻みにしながら20世紀を迎える。1900年に Moody's の創始者 John Moody (1868-1958) が John Moody & Company を設立し、Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities in 1900

を出版する。John Moody もやはりジャーナリストで早くから企業の信用情報へのニーズを把握していた。説明に当っては統計表を使うなどして説得力を高め、対象も鉄道会社250社をはじめ金融機関、政府機関、製造業、鉱業、食料品などほぼ全業種におよぶもので、株式、債券へ投資する者から好評をもって迎えられたという。発売後2ヶ月で完売となり全米に行き渡ったとも言われる。

## 二. Rating (格付) 業務のはじまり

このマニュアル (Moody's Manual) は上記イ. ロ. の各社においても同様この時期においては現在の「信用調査報告書」である。信用情報を必要とする投資者等に提供するもので、対価を得て販売することを目的とするものである。したがって評価の質が高ければ販売量は増加する。価格が上昇する。あるいはその一方が期待できる。品質の良いものがよく売れるという通常のビジネスタイプである。

1909年に Moody はその年のマニュアルを改訂するにあたり、信用情報の要約としてアルファベットの記号で各社を一事ごとに相対評価する手法を編み出し、公表した。これは1800年代の後半から信用調査会社 (興信所) が Credit Reporting をする際行っていた手法であるが、評価対象企業ごとに一つのシンボルで表わすのはこれを嚆矢とする。そしてこの一事を一つの記号で評価する手法は rating と呼ばれ多くの投資者に受け入れられた。簡明で判りやすいと多くの大衆投資者の間で人気上がり、十数年後には S & P もこの rating の手法を取り入れ、rating 会社の rating 手法が定着していく<sup>6)</sup>。

## 3. 格付会社の成立

### (1) 企業評価と格付

このようにして rating (格付) は企業の信用状況を伝える手段として生まれた。信用状況は本来対象企業のあらゆる情報を分析して解明す

る。分析の結果対象企業の信用される度合いを測り、それを評価として表す。信用される度合の評価は本来一言で表わされ得るものではない。複雑多岐にわたる情報を分析して企業体の多数の側面について評価を与えていく。規模が大きくなれば評価のポイントも多くなり、評価結果も複合的になる。一方、対象企業が発行する社債への投資を考える投資者たちから、支払能力についての評価を求められるようになって、限定して信用状況を伝えることをビジネスとするものが現れる。特定の金額についての、特定の期限までの信用状況、すなわち支払い能力に限定しての評価を求めるものが現れる。ここに機能分化が現れる。企業評価に対して企業格付といわれるものが定着していくのであるが、その詳細を改めてみておきたい。

### イ. 企業評価ビジネス

分析対象となる情報は対象企業の企業としての安全性、収益性、成長性などを伝えるもので、具体的項目としては多くのものがある。企業によっては複雑多岐にわたり読み解くには専門知識を要する。そこで情報を生のまま伝えるのではなく、分析し類似企業との比較をするなどして何らかの評価を加えて伝える。そのことによって評価を伝える作業がビジネスになる。

評価は当然、正確で説得力あるものでなければならない。従って評価のもととなる情報は質、量において十分なものでなければならない。評価がそのように評価される根拠として、評価する側の専門知識によって納得的に受け入れられるものでなければならない。評価される企業側としては専門知識を有する評価者が正当に評価できるだけの質と量の情報を呈示しなければならない。

企業評価のサービスを必要とするものは、対象企業と新たに取引関係に入りたいと考えている他の企業とか、対象企業が発行する株式なり社債を購入したいと考えている投資者たちであ



る。企業評価を必要とする者が企業の場合は評価のための専門知識を有しているかもしれない。株式なり社債を購入しようとする投資者の場合は個人であることもあり、専門知識を十分持ち合わせていない場合が多いであろう。

評価のための専門知識を有していないものについてはもちろん、有している者にも評価のもとになる信用情報についてはニーズがある。当時ディスクロージャーの観念はなかった。一方経済の成長とともに企業評価へのニーズは高まる。企業評価のための情報へのニーズは当然高まる。企業評価を提供するサービスはビジネスとして盛んになる。信用情報へのニーズ、企業評価へのニーズが高まっていく。

企業の信用度を伝える情報にはどのようなものがあるか。大きく分けて対象企業固有の情報と対象企業が属する業界、国などのマクロ情報がある。前者は経営者の資質、能力などから企業の財務内容、キャッシュフロー、技術力、開発力、従業員の状況、取引銀行、取引先とそこでの reputation など、後者では取扱商品、業界の状況、そこでの競争力から景気感応度など、さらにマクロ経済に至る情報、と枚挙にいとまがない。

このような情報を分析し評価を下す作業は単純ではない。個別情報の分析評価に専門知識を必要とするものもあろうが、さらに、いくつかの項目についての分析結果がすべて同一の評価を示すとは限らないということもある。ある項目で優れた評価を受け別の項目では劣る評価になることもあろう。項目によっては相反する評価を示すこともあろう。企業評価としては本来これらを総合して複数の観点から評価を下すことになる。企業評価ビジネスとして現在でも信用調査会社として機能しているが、このような評価作業が行なわれているのである。上記の Dun & Bradstreet はその代表であり、わが国にもいくつかの信用調査会社がある。

企業体として、組織体としての評価を期待する者には、対象企業の特徴、得意点、弱点などが詳細に語られている評価が望ましい。評価を依頼したコストに見合う結論ということで、受け入れられることになろうが、対象企業が発行する債券への投資の安全性を知りたい者にはどうであろうか。

#### ロ. 評価ビジネスの機能分離

発行される債券総額の期日における償還能力、そのクーポンの支払能力についての評価を求める投資者にとっては、仕入形態の適正性とか、営業力についての評価とか、新技術の開発力についても、それら個別の評価は必ずしも必要ではなく、それらを総合しての支払能力についての評価があればよいことになる。信用評価の目的が特定されれば複雑な企業分析の結果は呈示されなくても、特定の一点についての評価があれば十分ということになる。信用調査会社と格付会社が機能分離していく根拠がこの辺にあるようである。

もちろん特定の目的のための評価においても企業全体としての評価要素をなおざりにするわけにはいかない。評価するに当たってはすべての要素が必要である。しかし、いくつかの要素評価（評価ポイント）ごとに異なる評価を呈示されても債券投資などを目的とする者には不要または混乱のもとになるということにもなる。

Moody's が始めた評価を一つの記号などのシンボルで表わすことは、この辺の状況を慮ってしたことで、投資者にとってわかり易く受け入れやすいものであったであろう。この時代のこのニーズに適合するものであったのである。複雑多岐にわたる情報を分析した結果としての評価を縷々述べられるよりも、その分析結果としての信用度を測る点数表示がひとつあればよいということになる。企業分析の専門知識を持たない大衆投資者にとって判り易さが最優先されたのである。

## ハ、格付会社の成立

このようにして主に債券投資の判断材料としての企業評価が必要とされるようになる。19世紀後半から20世紀初頭にかけての債券ブームが生んだニーズである。

このニーズは信用調査会社が提供する企業の全般にわたる評価ではなく、特定の期間内の特定金額の支払い能力に限定しての評価であればよい。そのニーズに応えたのが格付会社である。

そして1929年勃発の大恐慌が格付会社の発展を後押しすることになる。これは、ひとつには大恐慌によって投資者たちのデフォルトに対する警戒心が喚起され、また破綻した企業数について、格付会社により低格付された企業が高格付けされた企業より圧倒的に多数であったという事実から、格付に対する信認が増大したということと、さらにそういう事実もあって、当局から規制手段の一つとして格付が採用されるようになったことである。

大恐慌発生時点で発行されていた債券の三分の一がデフォルトし、この中にはソブリン債（州政府関連債など）も多数あった<sup>7)</sup>。1931年には連邦通貨監督庁（OCC: Office of Comptroller of the Currency）により連邦政府認可銀行の保有債券の評価に当って格付が採用され、BBB格に達しない債券については時価評価が義務付けられた<sup>8)</sup>。1934年にはSEC（Securities and Exchange Commission）が登場し証券市場の監視役として規制、監督を行なうようになる。証券発行企業は財務諸表の定期的作成と、会計監査人による監査と開示を義務付けられる。そしてOCCは1936年に連邦政府認可銀行に対しそのポートフォリオの中に investment grade（BBB格）に達しない債券の保有を禁止した<sup>9)</sup>。

これら一連の大恐慌後の公的機関の処置と投資者等利用者による信認の増大により、格付会社は社会的位置を与えられ（White 2005）独立した業種として成立する。

## (2) 格付会社の変質

このようにして格付会社は格付会社としての社会的地位を得る。信用調査会社として誕生した企業が、企業の評価を一つのシンボルで表わす格付会社として、信用調査会社とは似て非なるビジネスとして独立した歩み続けることになる。

一方、格付会社による格付が当局、法などの要請によりビジネス推進上必要不可欠なものとなったことによって、格付会社は大きく変質する。格付サービスは本来投資者等で企業評価を自ら行うことを通常作業としない者のために行なっていた。個人投資者等が債券投資などに当りその発行企業の支払能力などの信用度を知るために受けていたサービスである。そのサービスを取引の対象とするビジネスである。従ってそのサービスの対価は、評価を必要とする者、すなわち投資者等により支払われていた。

それがニューヨーク証券取引所上場の企業にとって格付取得が必要になった。当局規制上また法により格付取得が必要なものになる、あるいは取得した格付のレベルにより扱いが異なることになった。

そうすると格付会社としては、格付サービスの対価を格付対象企業に求めることが可能になる。格付取得が必要となった側も格付会社に格付を依頼するようになる。対価を支払って格付作業を依頼するようになる。格付会社としては、不特定多数の投資者に対価を求めるより、企業であり営業体である格付対象会社に対価を求める方が安定的であり、より経済的である。格付サービスの対価支払人はこの時点で入れ替わり格付会社の経営はより安定的になる。

このような状況になると、格付サービスという商品の売り手も買い手も shopping に向かうようになるのもまた必然である。互いに企業であれば他の商品と同様である。

他の商品と同様でない点は、大方の他の商品

であれば商品の品質に応じて価格が決められる。高品質のものほど高価格である。格付サービスの価格は少し異なる。格付としての品質はより正確に対象企業の内容を反映しているという点にあるとしても、格付を必要とする企業側の最も強い関心は格付のレベル、高格付か低格付かという点にある。格付の品質の良し悪しではない。

サービスの品質をより高くするためには対象企業の内容把握をより正確に行なうことであるが、格付を必要とする企業側からいうとその観点は同じではない。商品の品質と格付レベルの高低は無関係の関係である。

とはいえ通常の上場企業の評価であれば、既述の通りその企業の財務内容など開示されており、極端な実態との乖離はビヘイブされざるを得ない状況である。

問題は証券化商品の場合である。さらに証券化される原資産によりことはさらに深刻になる。サブプライムローン、RMBS、それらを加工するCDOなどが原資産である場合、第三者がとやかく言うことは不可能に近い。そしてその状況が一部の、というか多くの証券化商品組成者、それを実行するアレンジャー、などに利用される。悪用されたと言ってよい。

#### 4. 企業評価の作業

一つの企業なり組織を評価する作業は、評価の対象となる企業なり組織に関する信用情報を得て、それを分析し評価する作業である。そしてその作業は次の4つのポイントよりなる。

##### (1) 評価作業の手順

信用情報には通常評価対象の組織内のあらゆる情報と組織外の関連するあらゆる情報がある。その情報群の中から評価目的に必要なものを可能な限り広く収集する。

作業の流れは情報の収集があつて、それらの

分析作業がなされ、その結果の評価が出る。評価作業の担当者あるいはチームによる評価は、通常評価の評価作業を経て確定する。煎じつめればこのような流れで評価は出来上がる。これは評価作業を行なうものが組織内のものであるか、外部の第三者であるかを問わず必要な手順である。

また評価作業の目的に拘らず発生する手順でもある。すなわち信用調査会社の調査報告書も、与信審査による提案書も、そして格付会社による格付作業においても当然見られるところである。異なるのは、前二者では通常相対取引の中で行なわれるのに対し、後者の格付作業はその結果が公表される。分析作業の過程とか評価理由の一部について対外公表されないものは多数ありうるが、評価作業の結果である評点は公表される。それだけに社会的責任がより重くなるということにもなる。

##### (2) 評価作業を成立させる二つの要件

これらの作業のありよう、手法などについて論じるのはここでの目的ではない。ここで論ずべきはこれらの作業を意味あるものにする基本的要素についてである。

評価（与信審査の場合も含めて、以下本項で同じ）作業が意味あるものになるには単純なことであるが、評価すべきすべての要素（評価ポイント）について必要情報が漏れなく収集されていることであり、そしてそれらがすべて真実のものであるということによる。この二つの要件が充足されていて評価作業は成立する。

情報が真実のものであるか否かについては、情報の中の虚偽の有無だけではない。必要以上に誇張されている情報、逆に項目として挙がっているが内容について詳しく触れられていない、あるいは関連情報が故意に提示されていない、といったものが含まれていないかという点もチェックされなければならない。

### (3) 制度としての可能性

この二つの要件すなわち、必要情報はもれなく収集されているか、収集されている情報はすべて真実を語っているものか、について確証を得るに至るには専門知識はもとより、経験の集積が必要である。それは当然として、専門知識と一定の経験の集積があれば可能であると言うには、前提として、制度上の整備、制度的支援が必要である。制度上の整備、制度的支援には法的拘束を含む。業界等の自主規制機関による指針、規則なども含まれる。その点で会計監査については整備されていると言えるであろう。そしてここで議論してきた評価する者のうち、会計監査以外の評価者については整備されているとはいえない。

#### イ. 会計監査の場合

会計監査は主に財務面、会計処理の適正性を検証する。組織内のすべての「取引」を対象に、その発生の事実検証とその適正性、会計処理の適格性などをチェックする。各取引には契約書、領収書などの証拠書類がある。

「取引」ではあるが計理処理に至っていないものについてもチェックされる。また計理処理されているが会計制度上対象年度内に処理すべきか否かもチェックされる。評価目的に応じて対象となるすべての情報について適正性、適格性が検証される。そのような制度になっている。

会計監査の制度について今一つ指摘しておくかなければならないことは、監査サービスの対価を監査対象の企業等から得ると言うことである。利益相反の関係は十分考えられる。この関係が監査の適正性にどのように作用するか、しているかという点について十分な検証が必要であろう。多くの研究があるようであるが、ここではエンロン事件後の監査法人の結末を例に挙げて、最低限の抑制作業は働いているとの指摘にとどめておきたい。そして、格付会社については、破綻直前まで高格付を与えていたが、のちに触

れる理由で咎められることはなかったこととの対比をも指摘しておきたい。

#### ロ. 会計監査以外の場合

会計監査以外の企業評価の作業においては会計監査における場合のような制度的支援はない。特に信用調査会社と与信審査の場合は相対取引の中での評価作業となる。評価対象企業等から信用情報をもれなく収集することは容易でないことが多い。会計監査の場合のようにチームを組んで対象企業等の中へ入って行って、帳簿、帳票、取引エビデンスを収集、検証をするというわけにいかないことが多い。

これは、対象企業としては同様の作業を会計監査として受けていれば、その結果の有価証券報告書を見てくださいと言うことになるし、評価する側も作業の効率性からそれを受け入れることになる。

有価証券報告書を受け入れた場合でも、会計情報以外の信用情報については別途収集すべき情報がある。有価証券報告書に掲載されていない情報、掲載されていて事実関係のみ記載されていて、その実情が表に出ていないこともある。

ここで詳しく議論しないが、たとえば経営者について、オーナー経営者の場合とくに重要であるが、プライベートな事柄についても相当程度必要な情報がある。担保の設定状況についても、会計情報としては担保設定などなくクリーンな不動産であるはずが、いざという時直ちに担保設定が可能ないように書類を常時提出させておき、実質担保設定と同じ効果をもつなどのケースも稀ではない。

与信審査の場合ではこれらの情報は日頃からの訪問、工場見学（と称する視察）、時間外の会話などの機会に、十分な情報を収集することが可能であるが、作業時間が限定される信用調査会社、格付会社の場合は容易な作業とはいえないケースが多いであろう。



信用状況の評価作業中重要な部分を占める会計情報については、制度的支援に支えられた会計監査による有価証券報告書に依るとはいえ、有価証券報告書の作成義務のない対象企業等の場合は別途作業が必要になる。

一般企業の場合で格付を必要とするケースでは概ね有価証券報告書作成企業であろうからここでは措くとして、一般企業以外でソブリン債発行体とか、今般組上に上がっている CDO などの証券化商品の場合、評価作業を成立させる要件、信用情報の収集量、その質は、そしてその信憑性は十分であろうか。

## 5. 格付会社における評価作業

会計情報は企業評価の中で重要な分野であり、それについて制度的支援を受けて作成される有価証券報告書は重要な位置を占める。しかし同時に有価証券報告書に現れない事項、現れてもさらにその実情を検証する必要のあるものなどがある。企業評価をし、その結果を対価と引き換えに提供するものは、この点を窮めていなければならない。企業評価サービスを提供するものが、そのサービスの中に会計監査による評価結果を使用している場合、企業評価サービスの対価は、企業評価サービスが会計監査以上のものでなければ、以上のものを志向して同結果になることはありうるが、会計監査に関わるポジションは対価を請求できないであろう。評価される側からみれば、同じ商品に二度の支払いをもとめられる論理になる。これを有価証券報告書を読み解くためのサービスの対価であるとするなら、その対価は評価対象企業に求めるのではなく、その評価結果を利用する側、投資者等に求めるべきである。この点について格付会社側の論理をみる。

### (1) 会計監査結果の利用

会計監査による評価作業を使用することは当

然のこととしているようである。一般公開されている有価証券報告書等を利用することにももちろん異論はない。しかし繰り返すが、有価証券報告書に現れない事項、現れてもさらにその実情を検証する必要のあるものなどがある。企業評価をし、その結果を対価と引き換えに提供するものは、この点を窮めていなければならない。これは格付会社に限らず与信審査等の過程でも同様である。

格付会社についてはエンロン事件について多くの批判を受けた格付会社 Moody's は、格付会社は「会計監査法人の仕事を繰り返す立場にない…」として公開されている情報を活用して格付作業等を行なうことは当然であるとしている。

エンロン事件について言えば、格付会社がエンロンの長期債を格下げ評価する以前から社債市場ではジャンクボンド扱われていて（額面1ドルに対して60セントの市場価格）、市場と会話の多いはずの格付会社としては怠慢の誹りをまぬかれないとの批判も受けていた。

すべての格付会社が監査評価を公開された一般情報として自然界の空気然として利用しているのが現状である。しかし、格付により市場の指標となる格付会社の評価行為が、そのもっとも重要な部分において他人任せでよいのかという批判は現在も続いている。

### (2) 監査情報のない分野について

債券の格付けの場合はその債券の発行体の信用状況から評価される。証券化商品の場合は、商品の発行者は特別目的会社等で実態のないペーパーカンパニーとなっており、監査報告はない。このほかソブリン債などもその発行体の監査報告は本来ない。これらの格付には、証券化商品の場合はそれを構成する住宅ローンなどが評価の対象となり、ソブリン債の場合は改めてその発行体を評価することになる。

この場合格付会社は評価のもとになる情報を

どこからどのようにして得ているのであろうか。ソブリン債の場合は当然対象自治体などの公表数字、あるいは直接訪問をして収集しているのであろうが、実態は不明である。

証券化商品については、たとえばサブプライムローンを束ねた CDO の場合、格付会社のホームページを見て明らかであるが、サブプライムローンの明細が羅列されている。しかし大切な情報が抜け落ちている。住宅ローンについて最重要な事項は担保の状態であるが、公表されていない。プライバシーに関することなので控えられているのか、それであれば担保の状況はすべて確認済みであるとかの表示があるかといえば、見たことはない。

ひとつの CDO で数十はおろか数百を超える住宅ローンが束ねられている。これらの担保を一件ずつ確認したとは到底思えない。与信審査の場合では必ず現地調査とその時点での鑑定評価をするのが常の手順であるが、それを行なったとの記述はどこにもない。

逆に、格付会社の主張は、格付は「発行体が提供した情報に基づいて行なうものであり、元になる情報のクオリティを上回ることはできない」(下線筆者。エンロン事件の際、十分な情報収集や調査を行なわなかったのではないかと、との批判に対しての釈明)というもので、それと同趣旨の断り文は現在の格付会社のホームページにも明確に表示されている。

与信審査の場合は情報の欠陥は評価の欠陥であり、直接その影響が自己に及ぶ。格付会社の場合は、格付評価の欠陥は自己に直ちには及ばない。及びそうになっても「元になる情報のクオリティを上回ることはできない」と情報提供者の責任に転嫁すればよい。公表されている情報以外は評価対象企業等から提供される情報により評価作業を行ないその情報の真偽は問わない、というわけである。

### (3) 証券化商品の場合

証券化商品の場合、小林 2009, 同 2010で明らかにしたように、何百という住宅ローンが束になって出来上がる。その住宅ローンは銀行等が貸し出したものである。住宅ローンであるから本来すべてのローンに不動産担保が設定されている。しかし、オリジネータ(住宅ローンを所有していた銀行等)が提供するローンをそのまま信用して CDO などに組成していった。ひとつとして担保物件の現地調査をした形跡はない。デフォルトの確率から AAA に評価される部分が最初に抜き出される。順次格付に従って CDO が投資者に販売される。そしてそのほとんどがデフォルトになった現在、ひとつのローンに何十という担保が設定されていたとして話題になっている<sup>10)</sup>。もちろん担保価値をはるかに上回る担保設定が行なわれていたのである。

また、ローンの返済が遅れたことを理由に前触れもなく担保物権である住宅を強制的に転売する米大手銀行の話題も新聞紙上をにぎわした。

Arranger である投資会社、originator である商業銀行がそもそも担保調査などやっぴなく、担当者がバブルの勢いに乗って無理な押し込み貸付を行なったことが歴然とする。20年前のわが国のバブル時の銀行の勢いをはるかにしのぐ状況であることが判明した。Originator である商業銀行のみでなくそれを知りながら組成に狂奔した投資銀行(小林 2009)、そしていさめるべき立場にある格付会社も加担した、という図がその後の報道だけでも明らかになる。

格付会社の評価作業とは、公開情報があるものについては公開情報を利用し、公開情報がない部分については originator の提供する資料をそのまま評価結果とする。これでは評価作業ではない。これでは信用調査会社として活躍した創業者にどう思われるであろうか。

これに対して格付会社の言い分は、「格付とは世界で一番短い社説である」<sup>11)</sup> と言い、意見表

明は「合衆国憲法の修正条項第一条（言論の自由）により保護されている権利である」<sup>12)</sup>と主張して、相変わらぬ姿勢を貫いて譲らない。

## 6. 結 語

### (1) 格付会社の実態

格付会社はアメリカの経済風土の中で異常な発達をした。制度として異常な形になった、と考えている。これは上記のとおり生成の歴史から窺えることである。

企業の側に情報公開（disclosure）の観念がない時期、企業評価のための信用情報伝達は、ジャーナリストとして先見の明ある素晴らしいアイデアであった。これが投資ブーム、債券ブームに乗って大きく成長する。やがて現在の格付方式が生まれ、その簡便さ判り易さが、大衆投資者にも受けて、高度成長期を支えるとともに格付会社も成熟していく。

そして大恐慌があり、格付の実績、その有効性が印象付けられ、公的支援を受けることとなり格付会社は無くしてはならない不動のものとなる。社会的に公的機関と言ってよい存在になる。Rating agencyと言われる所以である。

ところがそれほど制度に守られながら、その本質はジャーナリストであった。信用情報を収集し、分析し責任を持って企業評価をするアナリストではなかった。多くのアナリストを抱えているが、会社としては収集した資料を編集はするがアナライズ（分析）はしないジャーナリストであったと言ってよい。

ベンセントラルの倒産時（70年）にはそのCPを最上級評価していた。ニューヨーク市債がデフォルトとなったとき（75年）、財政悪化が明瞭になっているにも拘わらず格上げした。そのほかオレンジ郡の破産、カリフォルニア州の電力会社、ワールドコム等々、エンロン以外でも格付会社が信用アナリストでないと思わせる事例が多数ある。

格付と言う企業評価作業を行ないながら、その根拠となる情報の真偽は不明である、格付は単なる短い「社説」にすぎないという。このような企業を公的 agency とまごう方法で公認する（NRSROs）社会にも問題があるといえるが、この是正には抜本の方策が必要であろう。

### (2) 事態への対策

このような事態を受けて本国アメリカでは批判に会うつど規則の修正、新しい規制の追加で補おうとしてきた。しかし制度そのものを変えようとするものではなかった。今般の金融危機に際しても大同小異である。2010年ドット=フランク法<sup>13)</sup>も規制の見直しで、制度の見直しではない。抜本の見直しには程遠い。

見直しすべき第一は、格付が現在の市場にとって必要であるかという点である。市場は社会のニーズの反映であるが、現代社会でのレーゾンデートルから議論をスタートさせるべきであると考ええる。

格付とは公社債、CPなど金額の上限と支払期日が確定している債務の、債務者による支払い能力を評価するものである。これが現在真に必要なものであるかの議論が必要である。このような格付のニーズが現れたのは、公社債なりCPを購入して期限まで保有してよいかという投資判断のために必要となったものである。格付が生まれた当初投資者たちは発行される公社債等を購入すると、通常期限まで保有したのである。保有している間、デフォルトは起きないかが問題であったのである。

現在の債券市場、CP市場の状況はどうであろうか。期限まで保有するものは、期限にもよるがいないわけではないが、金額的に大部分を扱う機関投資家たちはまず期限まで保有することは少ない。債券市場も株式相場と同じくイールドを求めて売買が盛んである。セカンダリー・マーケットの活発な取引状況を見ていると、株

式市場と変わらない動きである。債券アナリストが生まれ株式アナリストと収益の多寡を争っている。

このような状況で格付の必要性はどの程度あるのか、「投資の先行き、安全性は市場に聞け」という声が聞こえてくるが、格付が尊重される時代は終わったということではなかろうか。特に機関投資家の間では専ら自社の債券アナリストが活躍する時代であると言える。

見直すべき第二は、格付に対する公的、制度的支援を断ち切ることである。銀行の安全性チェックの一環として、格付を銀行などが社債等を保有する場合のベンチマークにするとか、取引所への上場条件として一定の格付を必要とするとかの条件付けは、規制を受ける側にも判り易く、検査する側にも好都合である。しかし、この安易さを求めてルーズさにのめりこむようでは、同じ過ちが繰り返される。評価作業を成立させる二つの要件が確保されない限り格付作業は企業評価作業ではない。少なくとも二つの要件が確保されない限り、格付の公的、制度的ベンチマークとしての資格は取り消されるべきである。債券アナリストたちはこの辺を十分承知していて独自の評価と投資判断を始めている。

見直すべき第三は、現状の利益相反の関係を一掃することである。これは第二の公的、制度的支援がなくなれば、すなわち規則上のベンチマークとしての役割がなくなれば、発行体（企業等）からの shopping はなくなるであろう。少なくとも減少する。発行体からの格付ニーズが減少すれば格付会社の営業は投資者に向かう。本来の需給関係に沿うことになる。加えて格付会社の参入も自由度を上げ競争環境を整備すれば格付作業の品質も向上する。

見直すべき第四は、格付会社を監査の対象会

社にすることである。上場、非上場に関係なく監査対象にすべきである。監査するものは会計監査法人が適当か、公的機関が適当かは議論するとして、格付会社は他者を評価することを業としている以上、自己も厳正に監査されるべきである。そして当然のことながら監査のポイントは評価作業を成立させる二つの要件をチェックすることである。二つの要件が厳正に守られているか否かをチェックすることが何より重要である。

## 注

- 1) Richard Cantor, Frank Packer (1994): "The Credit Rating Industry" Federal Reserve Bank of New York - Quarterly Review/Summer-Fall 1994
- 2) D&B 社のホームページ: <http://www.dnb.com/about-dnb/history/14909191-1.html>
- 3) たとえば財務状態について Strong, Good, Fair, Limited, Unbalanced と 5 段階表示がある、など。
- 4) D&B 社のホームページ: <http://www.dnb.com/>
- 5) S & P のホームページ: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>
- 6) Moody's のホームページ: <http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>
- 7) Marc Flandreau, Norbert Gaillard, Frank Packer (2009): "Ratings and Performance, Regulation and the Great Depression", CEPR Discussion Paper 7328
- 8) Lawrence J. White (2005): "Good Intentions gone away: A Policy Analysis of the SEC's Regulation of the Bond Rating Industry"
- 9) Enron 事件の際の米上院政府問題委員会のスタッフが作成したレポート (Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs) によると、米国においては少なくとも 8 つの法律、47 の規則、100 以上の州法で公認格付会社 (NRSRO) の格付が必要または参照されるとなっている。
- 10) 9月1日付 New York Times (Bank of America のケースで)
- 11) 上記注 9 の staff report p123
- 12) 格付会社は「ジャーナリストの特権」として記録の提出も免れている。Staff report
- 13) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010