

# 格付会社は市場のゲートキーパーか？



東京国際大学 商学部 教授

渡辺 信一

## ■ 1. 問題の所在

最近、金融市場で格付会社<sup>(注1)</sup>が発表する「信用格付け」(以下「格付け」)が注目を集めている。2008年のリーマン・ショックでは、格付会社の行った証券化商品に対する格付けが甘かったことが証券化商品の肥大を招き、結果的に金融危機を引き起こしたとされている。また、最近のギリシャ・ショックに始まる「ヨーロッパの金融危機」も、「アメリカの格付会社が、ギリシャ国債の格付けを引き下げたこと」が直接の原因であるとされ

### —〈目次〉—

1. 問題の所在
2. 格付会社のビジネスモデル
3. ゲーム理論による分析
4. 公認格付会社制度の問題
5. 結論

る。

ところで、よくよく考えてみれば、民間企業にすぎない格付会社が、「世界の金融危機を引き起こすほどの影響力を持つ」というのもナンセンスな話である。そもそも、今日の情報化社会にあって、格付会社だけが特別の情報を持っているというのも不公平な話である。悪いのは実体経済の方であって、格付会社は悪い実体経済を単に追認したにすぎないのではないだろうか。

それとも格付会社は、市場参加者を上回る特別な情報処理能力、あるいは、特殊な将来予測能力を有しているのだろうか。確かに格付会社は独自の分析モデルを有しているが、筆者には、それが市場を出し抜くほどの将来予測能力を有しているとは思えない。実を言うと、この問題に対しては、金融理論によって答えは用意されている。代表的な金融理論である「効率市場仮説」によれば、「長期間にわたって市場平均を上回る投資収益率を達

成することは、どんなに優れた能力を持つ人や組織でも不可能」なのである。

要するに、リーマン・ショックの後で、格付会社は一種の政治的なスケープゴートにされたと言えるのではないだろうか。アメリカの金融規制改革法案でも、格付会社に対する規制は強化された。その背景には、格付会社と債券の発行企業との間の癒着や、行き過ぎたアドバイスなど利益相反の問題があったのは事実であろう。しかし、果たしてこの問題は、規制強化によって解決する問題なのだろうか（注2）。

また、最近では、格付会社に市場のゲートキーパーとしての役割を期待する向きもある。BIS規制下での公認格付会社制度（注3）は、その現れである。しかし、民間企業にすぎない格付会社に、そのような公的な役割を期待することはおかしいのではないだろうか。したがって、本稿の問題提起に対する筆者の見解をあらかじめ言っておけば、「ノー」である。

## ■ 2. 格付会社のビジネスモデル

格付会社のビジネスモデルは、比較的単純である。投資家に代わって債券の資金回収の可能性を判断し、投資家に情報を提供する。その場合、格付会社は債券の発行企業（issuer）か投資家（investor）から、情報提供料を徴収する。しかし、情報はいくらでもコピーできるから、投資家からの手数料の徴

収は困難である。結局、格付会社は、「債券を発行する企業から格付手数料をとる」ことでビジネスを成り立たせなければならなくなる（注4）。

しかし、「債券の発行企業からの手数料徴収」というビジネスモデルでは、必ず利益相反の問題が発生する。これに対して格付会社は、チャイニーズ・ウォール（情報隔壁）を作りアナリストと営業部隊の間の行き来ができなくなるようにして、問題が生じないようにしている。しかし、いずれにしても、この問題は格付会社の営業基盤に係わるものであり、根本的な解決策の提示が必要であると思われる（注5）。

格付会社のビジネスモデルに関しては、最近、ニューヨーク大学のマシュー・リチャードソン教授とローレンス・ホワイト教授が新たな提案を行っている。彼らのアイデアは以下のとおりである。まず、SECの中に一つの機関（centralized clearing platform）を用意する。起債を行いたい企業はその機関に行き、債券の種類に応じた定額料金を支払う。その機関はどの格付会社が格付けを行うかを決定する。ただし、その際、格付会社の経験や過去の相対的なパフォーマンス、監査結果等を参考にして選択が行われる。料金と引き換えに格付会社は格付けを実施する（注6）。

このアイデアにはいくつかのメリットがある。第一に、起債企業が支払うのでフリー・ライダーの問題が発生しない。第二に、格付会社と起債企業との間の利益相反が生じな

い。第三に、格付会社間の競争が起こるので格付会社のインセンティブが失われぬ。

このような提案がなされる背景には、1995年から2000年間のムーディーズ社の税引き後総資産利益率が28.3%から55.0%と非常に高いことがある。ローレンス・ホワイト教授は、「会計数字の変動の可能性を考慮しても、この利益率は驚くべきものである。この数字は、ムーディーズが市場に対する強い影響力を持っていることを疑わせるに十分なものである」と述べている。高い利益率の源泉は、格付会社が規模と範囲の経済が働く装置産業であるためと言うよりは、NRSRO（後述）に代表される政府の規制によるものであることは明らかである。しかし、この手法が成功するには、規制当局が格付会社の過去のパフォーマンスを詳細に分析し、正確に評価する能力があることが前提となる。

さて、このような面倒な手続を避けるには、証券市場が格付会社のパフォーマンスを評価すれば良い。格付会社の過去のパフォーマンスは、格付会社への「評判」となって現れる。いいかげんな格付けを行った格付会社は、市場から相手にされなくなる。同時に、「評判」の悪い格付会社は、起債企業からも敬遠されるだろう。その結果、そのような格付会社は市場から締め出されるので、規制当局は別段大きなコストをかけて規制をする必要がなくなる。

しかし、そうなると格付会社は、今度は市場の「評判」だけを気にするようになり、本

当の分析結果を正直に公表しなくなる可能性がある。分析結果を正確に公表するよりも、「評判」を落とさないことの方が重要になるからである。

### ■ 3. ゲーム理論による分析

この問題に対して、ゲーム理論からは一定の答えを導くことができる（注7）。ここで、債券の発行企業に関して情報を持たない投資家と、情報を持っているが情報を公表する際に一定のバイアスをかけて公表するインセンティブを持つ格付会社がいるとする。格付会社は正しい情報を公表するのではなく、自分の「評判」を高めることに最大の価値を見出すものとする。

ここで、投資家は直ちに資金を回収するか回収を延期するかを決定できるものとする。一方、格付会社は、投資適格とした企業が生き残り投資不適格とした企業が倒産しても評判を上げることはないが、投資適格とした企業が倒産したり、投資不適格とした企業が生き残れば、評判を落とすものとする。

また、格付会社が投資不適格とすれば直ちに投資家は資金を回収するが、投資適格とすれば投資家は資金回収を延期するものとする。さらに、投資家が直ちに資金回収すればAを回収でき、資金回収を延期した後に企業が生き残ればBを回収できるものとする（ただし、 $A > B$ ）。格付会社は、投資適格とした企業が倒産すればFという利得（損失）を得、

投資不適格とした企業が生き残ればEという利得（損失）を得るものとする（ただし、 $0 > E > F$ ）。また、投資適格とした企業が倒産しなくても、あるいは、投資不適格とした企業が倒産しても評判は変わらないとする。

この時、格付会社が情報を正確に公表し、投資家がそれを100%信じる均衡は存在しない。以下、その理由を説明する。

初めに、Aが大きく、直ちに資金回収した方が回収率が高いので、投資家が資金回収する可能性が高い場合の格付会社の最適戦略は、すべてのケースで投資適格債を投資不適格とすることである。

次に、直ちに資金回収してもAが小さく、投資家の資金回収の可能性が低い場合、格付会社の最適な戦略は2つに分かれる。Aが小さくても、Fが大きく、投資適格とした企業が倒産した場合に評判を落とすリスクが大きい場合は、投資適格債を投資不適格にするインセンティブが働く。反対に、Fが小さく、投資適格とした企業が倒産した場合に評判を落とすリスクが小さい場合は、信用状況が悪い企業に対しては投資不適格とし、信用状況が良い企業に対しては投資適格債とするインセンティブが働く。しかし、後者の場合でも、Aが小さく投資家は資金を回収しないので格付けの効用は限定的なものとなる。

このような状況の下で、格付会社が情報を正確に開示するケースとしては、2つのケースが考えられる。第一は、格付会社が投資適格債を投資不適格とし、投資家が直ちに資金

を回収しても、直ちに企業が倒産しないケースである。この場合、格付会社には情報を正確に公表するインセンティブが生じる。第二のケースは、格付会社が2社以上あり、1社が不正確な情報を開示しても別の会社が正しい情報提供を行う可能性があり、格付会社間の競争が情報秘匿のインセンティブをなくす場合である。

#### ■ 4. 公認格付会社制度の問題

格付会社に関する議論をやっかいなものにしているのは、現在の格付会社が「公的な役割」を負担しているという点である。

アメリカでは、1975年にNRSRO（公認格付機関制度：Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）の制度ができた。NRSROは、もともとは証券会社の自己資本比率規制に利用する目的で創設された制度であったが、その後、この格付けをさまざまな規制の基準にするという考え方は多方面に普及する。

日本でも格付会社の公表する格付けは、BIS規制上、リスク・ウェイト算定の基礎となっているし、年金資金の運用に際しては、投資適格債であることが運用の条件となっている。格付会社側は「格付けは、単なる意見の表明であり、意見表明である以上、その行動は、言論の自由によって守られている」と主張している。

これに対して、規制当局は基本的に反対の

立場である。例えばアメリカでは、「格付会社は、レギュレーションFD (fair disclosure) (注8)の対象外であること」、「目論見所等への記載内容の同意に伴う民事責任を除外されていること」等をその理由に挙げている。また一方で、「格付会社の市場に対する影響力が大きくなりすぎている」という問題もある。具体的には、「格付会社のレートを引き下げが、企業の倒産の引き金を引く (rating trigger)」という問題があり、格付会社の格付けの引き下げを躊躇させる原因となっている。

さらに、「格付会社間の自由な競争を認め、市場原理によって悪質な格付会社を市場から締め出そう」という市場淘汰の議論に関して大きな問題がある。そもそも、「公認格付会社にならなければ、市場の信認を得られないし、市場の信認を得られなければ、公認格付会社になることはできない」のである。

しかも規制当局が規制を強化すればするほど、新規参入企業は少なくなり、格付会社の寡占化を招くという問題もある。また、そもそも格付会社のサービスする商品である格付けは、価格競争になじまないものである。例えば、格付開始が新規参入する際には、勝手格付けという公表データに基づいた格付方法を採用することが通常である。しかし、勝手格付けは手数料を投資家から徴収しなければならないという問題の他に、勝手格付け自体が企業に対する脅し (black mail) に利用される可能性を持っている。

このように、格付会社に対する規制は容易な問題ではない。格付会社の寡占化が問題となったアメリカでも、1975年から2004年までに当初のムーディーズ、S&P、フィッチ以外に5社が公認格付会社に指定されたが、そのうちの4社はフィッチと合併している。格付会社の行う格付けの品質を高めるために認められている公認格付会社の制度が、逆に、格付会社の新規参入を阻害しているというのはいかにも皮肉な話である。しかし、それも民間企業である格付会社の営業基盤が盤石ではないにもかかわらず、市場のゲートキーパー (番人) の役割を期待されているという複雑な事情によるものである点は、十分に認識する必要があるだろう。

## ■ 5. 結論

本稿では、「格付会社は市場のゲートキーパーか?」という問題に対して、さまざまな問題を提起した。本稿の結論は、以下のとおりである。

第一に、格付会社と債券の発行企業との間には利益相反の可能性がある。この問題は、格付けの信頼性にとって重要である。しかし、それは格付会社の扱う商品である「情報」が簡単にコピーでき、フリー・ライダーの存在が排除できないものである以上、避けられない問題であると同時に、格付会社を営利企業として存続させる以上、止むを得ない問題でもある。

---

第二に、ゲーム理論からのアプローチによれば、「評判を得ること」を目的とした場合、格付会社の最適行動は評価した結果をそのまま公表することではなく、一定の「バイアス」をかけて公表することである。しかし、そのことを投資家が知っているので、格付会社の公表する格付けは、そのまま投資家に受け入れられることはない。このことは、格付会社の公表する格付けの情報伝達機能を大きく阻害する可能性がある。この場合、複数の格付会社の存在を認めなければ、格付会社に情報を正確に伝達するインセンティブは生まれませんが、現在の寡占体制下で、それが保証されているかどうかは大いに疑問である。

第三に、しかしながら、現在の公認格付会社制度の下では新規参入は起こらず、また、そのことが格付会社の寡占化を進める結果となっている。皮肉なことに、「市場の信認が得られなければ公認格付会社にはなれず、公認格付会社になれなければ、市場の信認を得ることも不可能」なのである。

このように考えると、我々は格付けの信頼性に関して、より慎重な対応が必要となる。仮に、格付会社の提供する情報が他の方法では得られないものだという前提に立てば、規制を強化するだけではなく、格付会社の営業基盤をどのように強化すべきかという政策的な問題を検討する必要があるだろう。あるいは、ニューヨーク大学のローレンス・ホワイト教授が主張するように、「格付会社がこれほどの力を持つようになった理由は、政府

が政策の遂行に当たり、格付会社を重視したためである。すべての公的規制から格付会社の格付条項を排除すれば、格付会社の新規参入、あるいは、新たなビジネスモデルが生まれる可能性がある」として、一切の規制を排除する方法も検討に値するであろう。

2012年の1月に、GAO（アメリカの会計検査院）は、格付会社に関する新たなビジネスモデルを発表した。詳細は省くが、格付会社と債券の発行企業との間の利益相反の問題を防止するために、何らかの形で第三者的な機関を介在させ、格付会社と企業との間の直接的な費用の支払いを禁止するモデルとなっている。しかし、第三者機関をどのような方法で運用するのかとか、格付会社のインセンティブをどのように維持させるのかといった問題に関しては、今後の検討課題であるとしている。

また、いわゆるアメリカの金融改革法では、格付会社に対するレギュレーションFDへの対象除外や損害賠償の免除規定が廃止された。これらの動きは、本稿で主張した格付会社のゲーム理論的な行動（市場のゲートキーパーになるよりも、自己の評判を優先するあまり、市場の動きに追随した格付けを行うこと）を助長することになる。その結果、格付会社は生き延びることができるかもしれないが、市場は大きく混乱する可能性がある。

筆者は、格付会社に過大な期待を寄せ、市場のゲートキーパーの役割を任せることには反対である。要するに、我々は格付けの持つ

限界性を認識するとともに、格付会社のビジネスモデルや格付会社に対する規制の在り方を再検討し、今後の市場改革に結び付けていかなければならないのである。

#### [参考文献]

- ・ GAO, 2012, “Credit Rating Agencies : Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations Report to Congressional Committees,” January (<http://www.gao.gov/assets/590/587832.pdf>)
- ・ Kuhner Christoph, 2001, “Financial Rating Agencies : Are They Credible? —Insights Into The Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Systemic Risk—,” *Schmalenbach Business Review*, Vol. 53, January, pp. 2-26 ([http://www.fachverlag.de/sbr/pdfarchive/einzelne\\_pdf/sbr\\_2001\\_jan-002-026.pdf](http://www.fachverlag.de/sbr/pdfarchive/einzelne_pdf/sbr_2001_jan-002-026.pdf))
- ・ White Laurence J., 2011, “Testimony before the Subcommittee on Oversight and Investigations Committee on Financial Services United States House of Representatives Hearing on “Oversight of the Credit Rating Agencies Post Dodd-Frank” July 27, 2011” (<http://financialservices.house.gov/UploadedFiles/072711white.pdf>)
- ・ ヴィラル・V. アチュリア、マシュー・リチャードソン編、2011、『金融規制のグランドデザイン』、中央経済社
- ・ 坂田和光、2004、「米国における格付機関をめぐる議論について」、『レファレンス』、11月号 ([http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200411\\_646/064602.pdf](http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200411_646/064602.pdf))

(注1) アメリカでの情報提供ビジネスは、1860年に、ヘンリー・バーナム・プアーが投資ガイドを出版したのが最初であるとされる。1909年には、ジョン・ムーディーが、ムーディーズ・インベスターズ・サービスという会社を起し、国内の鉄道会社250社の債券格付けを開始した。

(注2) 日本でも、平成21年度に金融商品取引法が改正され、公認格付会社に対する誠実義務、業務管理体制の整備義務、信用格付けに対する助言禁止義務が課された。また、アナリストへのローテーション・ルールの確立、利益相反の禁止、監督委員会の設置等が義務付けられた。

(注3) BIS規制では、銀行の保有する債券に対して、格付けごとに、リスク・ウェイトを置き、全体的なリスク量を算出することになっている。公認格付会社制度とは、その算出の基礎になる信用格付けを行う機関を、国が指定する制度である。

(注4) これを、issuers-pay-modelと呼ぶ。これに対して、投資家が支払うモデルを、investors-pay-modelと呼ぶ。

(注5) 現実的には、利益構造の多角化が必要であると思われる。しかし、例えば、格付会社がコンサルティング・ビジネスに乗り出した結果、エンロン事件のような、さらなる混乱を招いたことは記憶に新しい。

(注6) アメリカの金融規制改革法案では、審議の途中で、「格付けの中央機関設立条項」が削除された。

(注7) 詳細は、Kuhner Christoph, 2001, “Financial Rating Agencies : Are They Credible? —Insights Into The Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Systemic Risk—,” *Schmalenbach Business Review*, Vol. 53, January, pp. 2-26

([http://www.fachverlag.de/sbr/pdfarchive/einzelne\\_pdf/sbr\\_2001\\_jan-002-026.pdf](http://www.fachverlag.de/sbr/pdfarchive/einzelne_pdf/sbr_2001_jan-002-026.pdf)) 参照。

(注8) 債券の発行企業が、非公開の重要情報を一部の証券アナリスト等に選択的に開示することを禁止する規定。

