

## サブプライム問題と証券化商品の格付け —米国 SEC の格付け機関規制の見直しとその背景—

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 米国 SEC（証券取引委員会）は、2008年6月16日、ムーディーズ、S&P、フィッチなどの格付け機関（NRSRO）に対する SEC 規則の改正案を公表した。サブプライム問題の中で、証券化商品の格付けのあり方に関して米国内外で様々な議論が行われていることを受けて、SEC としての政策上の対応を示したものである。
2. 証券化商品の格付けの問題として、格付け機関の利益相反、格付けの正確性、格付けの同一性というおよそ三つの論点に関して議論が行われている。SEC 規則案は、①利益相反の問題に対してはアレンジャーへの提案行為の禁止および証券化商品の原資産とストラクチャーに関する情報開示を要請し、②格付けの正確性の問題には格付け手続き・手法に関するさらなる情報の開示、格付けパフォーマンスの比較可能性の向上などの手立てを講じ、さらに、③格付けの同一性の問題に対しては、証券化商品と債券の格付け記号を区別することを求めている。
3. また、SEC は、格付けの規制上の利用を減らすことで格付けに対する投資家の過度の依存を和らげることを狙いとして、様々な SEC 規則における NRSRO の格付け利用の見直しを行う提案を7月1日に公表している。
4. 格付け機関は、何よりもまず格付けに対する投資家の信頼を回復することが求められる。そのためには、自らの取り組みによって格付けの誠実さと透明性をいかに構築していくかが鍵となるであろう。一方、投資家には、証券化商品の格付けに対する適切な理解とその限界に関する認識を深め、格付けに過度に依存しないリスク管理のあり方を構築することが求められている。

## I 格付け機関規制に関する SEC の見直し

### 1. NRSRO に対する SEC 規則案

世界的な金融・資本市場の混乱を引き起こしたサブプライム問題の一つの中心的な論点

として、証券化商品の格付けのあり方に関する議論が行われている。こうした状況を受けて、米国では SEC（証券取引委員会）が、2008年6月16日にムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、フィッチを始めとする格付け機関、より正確には NRSRO（全国的に認知されている統計的格付け機関）として認定され、SEC に登録を行っている格付け機関に対する SEC 規則案（Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organization）を明らかにした<sup>1</sup>。

この SEC 規則案は、格付け機関の利益相反への対処、格付け機関の透明性とアカウントビリティの向上を通じて、格付けに対する投資家の理解を深め信頼の回復を図ろうとするものであり、さらに証券化商品とそれ以外の証券の格付け記号の区別を求めている。今後、7月25日までのパブリックコメントを経て、最終規則が策定されることになる。

また、SEC は、7月1日に NRSRO の格付けの規制上での利用を見直すための規則案の公表を行った<sup>2</sup>。これは、SEC 規則における格付けの利用を減らすことで、格付けに対する投資家の過度の依存を和らげることを狙いとするものである。この改正案には9月5日までのパブリックコメントの期間が設けられている。

こうした格付け機関に対する SEC の規制見直しは、証券化商品の格付けのあり方に関する米国内外の一連の議論を踏まえ、SEC としての政策上の対応を示したものである。

## 2. 格付け機関に関する最近の議論

証券化商品の格付けのあり方については、サブプライム問題の影響が広がりグローバルな規模で問題が深刻化した 2007 年半ば以降、米国内外で様々な議論が行われており、その結果としてすでにいくつかの調査報告や政策提言が公表されている。

2007 年 10 月に開催された G7 財務相・中央銀行総裁会議では、金融安定化フォーラム（FSF）に対してサブプライム問題を発端とする世界的な市場の混乱の要因分析とその対策の検討が諮問された。FSF は、2008 年 4 月に G7 に対して報告書を提出しており、その中で、①格付けプロセスの質の改善、②証券化商品と債券の格付けの差別化、証券化商品のリスク特性に関する情報提供、③格付け機関による証券化商品の原資産の評価プロセスの強化、④投資家や規制当局による格付け利用のあり方について提言が行われている<sup>3</sup>。

また、米国では、2007 年 9 月以降、上院銀行委員会や下院金融サービス委員会において証券化商品の格付けの問題に関して公聴会が開催されており、有識者から様々な格付けの問題点が指摘されている。一方、行政府の動きとしては、財務省、FRB、SEC および CFTC（商品先物取引委員会）で構成する PWG（大統領府金融市場作業部会）<sup>4</sup>が、2008

<sup>1</sup> 6月16日公表の SEC 規則は、<http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf> で入手可能。

<sup>2</sup> 7月1日公表の SEC 規則は3分冊となっており、<http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-58070.pdf>（1934年証券取引所法規則関連）、<http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/33-8940.pdf>（1933年証券法規則関連）、<http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/ic-28327.pdf>（1940年投資顧問法規則関連）で入手可能。

<sup>3</sup> Financial Stability Forum, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience,” April 2008

<sup>4</sup> PWG（正式名称は President’s Working Group on Financial Markets）は、1987年のブラックマンデーを契機に設

年 3 月に金融市場の改革方針に関する声明を公表しており、その中で、①格付け機関によるデュー・プロセスの見直し、②利益相反の管理、③格付け手法や格付けパフォーマンスの情報開示、④証券化商品と債券の格付けの差別化を始めとする格付けプロセスの改革などが提言されている<sup>5</sup>。

さらに、各国の証券監督当局などから構成される IOSCO（証券監督者国際機構）<sup>6</sup>は、2008 年 3 月に証券化商品市場における格付け機関の役割と題する市中協議報告書を公表し、2004 年 12 月に策定された格付け機関の基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）の改定案を明らかにした。その後、2008 年 5 月に、最終報告書と改定された基本行動規範が公表されている<sup>7</sup>。この基本行動規範は、格付け機関がウェブサイトで公表している自社の行動規範のスタンダードとなっており、今後、各社では IOSCO の改定を踏まえた行動規範の見直しが行われることになるだろう。

一方、SEC は、FSF や PWG、IOSCO の調査報告や政策提言の草案作成に関わる一方で、2007 年 8 月からムーディーズ、S&P、フィッチに対する検査を行い、その検査結果について報告書を公表している<sup>8</sup>。SEC 規則案は、FSF および PWG、IOSCO の調査報告や政策提言、議会での公聴会、そして検査結果を踏まえて策定されたものである。

## II 証券化商品に対する格付けの発行

### 1. NRSRO とは

NRSRO は、SEC からそれに認定されると米国の様々な金融規制においてその格付けが利用できるいわば「お墨付き」である。NRSRO は 1975 年に始まる制度で、NRSRO に認定された格付け機関は、近年まではムーディーズ、S&P、フィッチの 3 社のみであった<sup>9</sup>。

2006 年 9 月に 2006 年格付け機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）が成立し（2007 年 6 月施行）、SEC による競争制限的な NRSRO の認定プロセスの改革が行われると同時に、NRSRO としての SEC 登録が求められ SEC による監督規制が導入された<sup>10</sup>。その際、ムーディーズ、S&P、フィッチなど既存の NRSRO も改めて SEC に登録申請を行

置された組織。米国の規制当局の間の政策上のコーディネーターのような役割を担っている。

<sup>5</sup> President's Working Group on Financial Markets, "Policy Statement on Financial Market Developments," March 2008

<sup>6</sup> IOSCO（正式名称は International Organization of Securities Commissions）は、116 の国と地域の証券監督当局や証券取引所などから構成される国際的な規制機関である。

<sup>7</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf> で入手可能。

<sup>8</sup> SEC, "Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies," July 2008

<sup>9</sup> NRSRO は、1975 年に SEC がブローカー・ディーラーに対するネットキャピタル・ルール（自己資本規制）を導入する際に、所要純資産の算定にその格付けを採用したことに始まる制度である。2003 年にカナダの格付け機関であるドミニオン・ボンド・レーティング・サービスが新たに認定されるまで、NRSRO はムーディーズ、S&P、フィッチの 3 社体制が続いた。

<sup>10</sup> 法律制定に至る経緯および法律の概要については、拙稿「米国における格付け機関改革の成立」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号を参照。

い、新たな規制の枠組みの下で 2007 年 9 月に SEC から NRSRO の認定が行われた。現在は、ムーディーズ、S&P、フィッチのほか日本格付研究所 (JCR) や格付投資情報センター (R&I) を含む全 9 社が NRSRO として SEC に登録を行っている。

## 2. 証券化商品の格付け市場

こうした NRSRO の経緯もあって、格付け市場は米国のみならずグローバルにみてもムーディーズ、S&P、フィッチによる寡占市場となっている。グローバルの市場シェアを格付け収入ベースで測ると、ムーディーズと S&P がそれぞれ 4 割のシェアを占め、それに 15% 程度のシェアでフィッチが続いている<sup>11</sup>。さらに、証券化商品の格付け市場についてみると、各社が公表する格付け発行数は S&P が 19 万 7700 件、ムーディーズが 11 万件、フィッチが 7 万 5278 件であるのに対して、1000 以上の格付け発行数をもつ NRSRO は 3 社の他にはなく、ムーディーズ、S&P、フィッチによって市場は占められている。

証券化商品の格付けは、1970 年代半ばに住宅ローン・モーゲージを原資産とする RMBS (住宅ローン担保証券) に対して発行されたのを始まりとする。それ以来、クレジット・カードや自動車ローン、学生ローンなどの債権を原資産とする ABS (資産担保証券) や CMBS (商業用不動産ローン担保証券) にも格付けが発行されるようになった。1990 年代後半からは CDO (債務担保証券) に格付けが付与されるようになり、現在では社債や企業向け貸出のクレジットを原資産とする CBO や CLO、ABS や RMBS などを原資産とする ABS-CDO (SF-CDO)、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) を参照して組成されるシンセティック CDO など多様な CDO に格付けが発行されている。

現在、証券化商品の格付け発行から得られる収入は、ムーディーズ、S&P、フィッチ各社の大きな収入源となっているとみられ、格付けビジネスの中でも証券化商品の格付けは重要な位置づけにある。3 社の中では唯一米国で上場しているムーディーズのフォーム 10-K をみると、証券化商品の格付け発行による収入は、社債の格付け発行から得られる収入を大きく上回り、格付け総収入の 5 割を占めている (図表 1)。

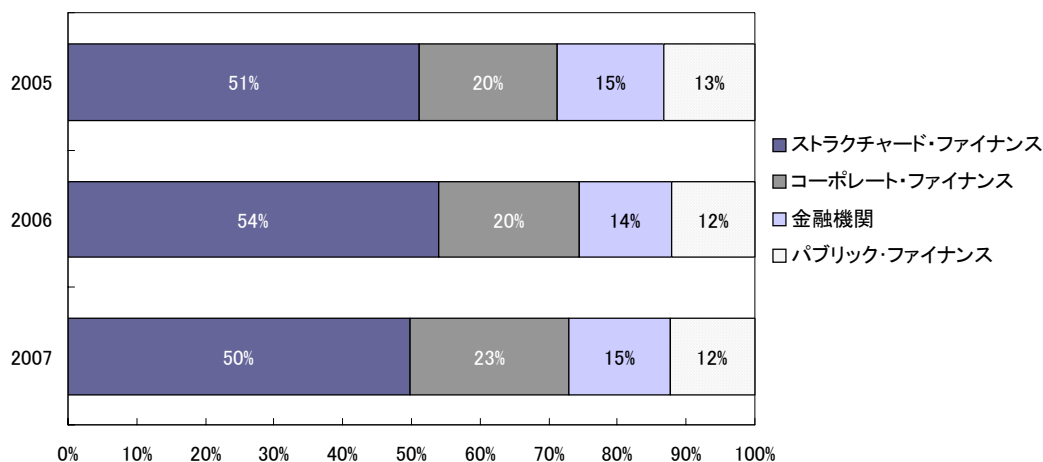
## 3. 証券化商品の格付け手法・プロセスの特徴

格付けは、それが与えられる証券のクレジットの価値を統一的に測定するものとして位置づけられており、証券化商品の格付けは、債券の格付けと同じ格付け記号、スケールで表現されている。債券の格付けを発行する場合は、まず企業の財務諸表やディスクロージャー資料、さらには経営者に対するインタビューなどを通じて企業に関する情報入手し、企業情報をもとにしてアナリストが様々な観点から分析を行うことになる<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> ムーディーズ「IR 資料」2008 年 5 月

<sup>12</sup> ムーディーズの事業債格付けにおいては、事業会社の債務返済能力を評価する要素として、①業界のトレンド、②国の政治的環境と規制環境、③経営陣のリスク・テイキングについての姿勢、④基礎的な事業上、競争上のポジション、⑤財務ポジションと流動性の源泉、⑥支払いの構造的劣後性や請求権の順位などを含め

図表 1 ムーディーズの格付け収入の内訳



(出所) ムーディーズ、10-K (2007年) より野村資本市場研究所作成

一方、証券化商品の格付け手法や格付けプロセスは、債券のそれとはまったく異なっている。そこで、住宅ローンを原資産とする RMBS を例にとりて、格付け機関が格付けを発行するまでのプロセスを確認しよう (図表 2)。

まず、格付けを取得しようとする RMBS のアレンジャーは、RMBS の原資産となる個々の住宅ローンの情報<sup>13</sup>、およびシニア、メザニン、エクイティといった優先劣後構造 (subordination) による各トランシェの信用補完やクーポンの支払い条件といった法的事項など RMBS のストラクチャーの案を格付け機関に提供する。情報を受けた格付け機関は、住宅ローン・プールや RMBS のストラクチャーを分析し、格付けの発行を正式に決定する役割を担う格付け委員会に対して、自らの分析結果をもとに格付けを推薦するリードアナリストを決定する。

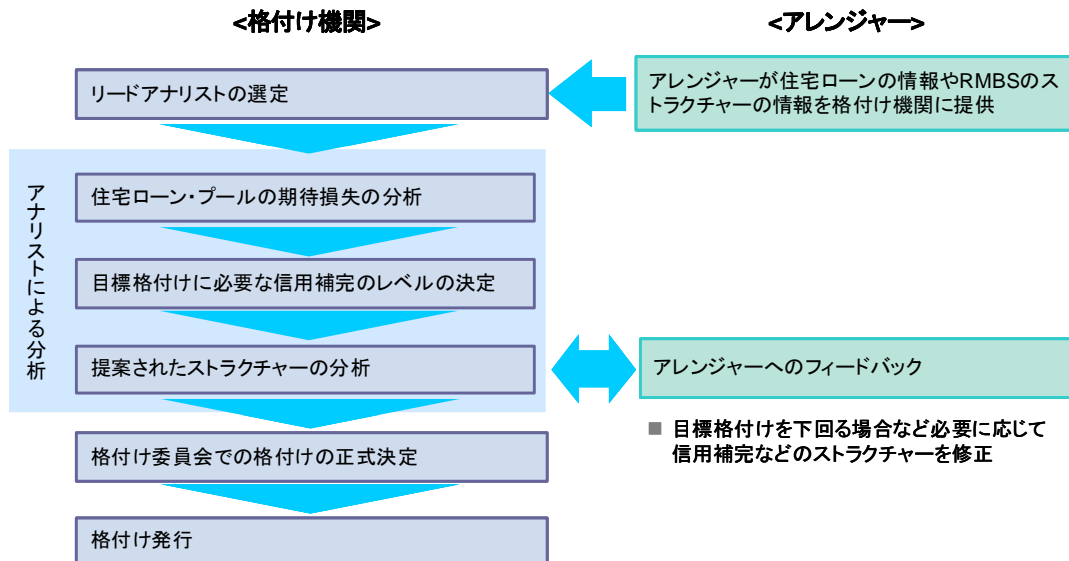
アナリストはまず、原資産の住宅ローン・プールの将来的なパフォーマンスを予測するために、デフォルトの発生確率やデフォルトが発生した場合のローンの回収率について、ストレス・シナリオの下で定量的なモデルを利用して期待損失の推計を行う。次にこうした期待損失の分析をもとに、個々の格付けに必要な信用補完のレベルを求める<sup>14</sup>。例えば、ストレス・シナリオにおいて住宅ローン・プールの 40% のローンでデフォルトが発生し、その回収率が元本の 50% に留まる場合、最上位のトランシェに AAA 格の格付けを付与するには、RMBS の元本の 20% 以上が信用補完でカバーされていなくてはならない。この

た企業構造、⑦親会社からのサポート・アグリーメント、⑧スペシャル・イベント・リスクを分析対象としている (ムーディーズ「一般事業会社に対する格付け手法」1998年12月)。

<sup>13</sup> 住宅ローンの元本、住宅の地理的情報、債務者の借入れ履歴、FICO スコア (フェアアイザックが開発した借り手の信用力を判定するスコアリング・モデル)、借入れ比率 (loan to value)、抵当順位 (第一位か第二位か)、住宅ローン種類 (住居用かセカンドハウスか) の情報がある。

<sup>14</sup> 信用補完にはいくつかの方法がある。①シニア、メザニン、エクイティによる優先劣後構造、②住宅ローン・プールから生じる金利や元本の返済、期限前償還などによる収入と受託手数料やサービサー・フィー、デリバティブのコストなどの支出との差から生じる超過スプレッド (excess spread)、③RMBS の元本と原資産プールの元本との差額によって生まれる超過担保 (over-collateralization)、④モノライン保険による保証やクレジット・デリバティブによる外部からの信用補完がある。

図表 2 証券化商品の格付けプロセス



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

ため、優先劣後構造によって信用補完を行う場合は、元本の 20%以上はシニア・トランシェに対して劣後するメザニンまたはエクイティのトランシェである必要がある。

そしてアナリストは、アレンジャーから提示された RMBS のストラクチャーについて、特定の格付けに対応する信用補完が必要なレベルに達しているかという点を検証して提示されたストラクチャーでは、アレンジャーが目標とする格付けを与えることができない場合、アレンジャーに対してフィードバックを行う。それを受けてアレンジャーは、目標格付けよりも低い格付けを受け入れるか、シニアとメザニンの割合を変えて信用補完のレベルを向上させるなどストラクチャーの修正を検討することとなる。

RMBS のストラクチャーが固まると、アナリストはキャッシュフロー・モデルを使って、ストレス・シナリオの下で住宅ローン・プールのキャッシュフローを推計して各トランシェのクーポンの適切さを検証し、最後に格付け委員会に推薦する格付けを決定する。

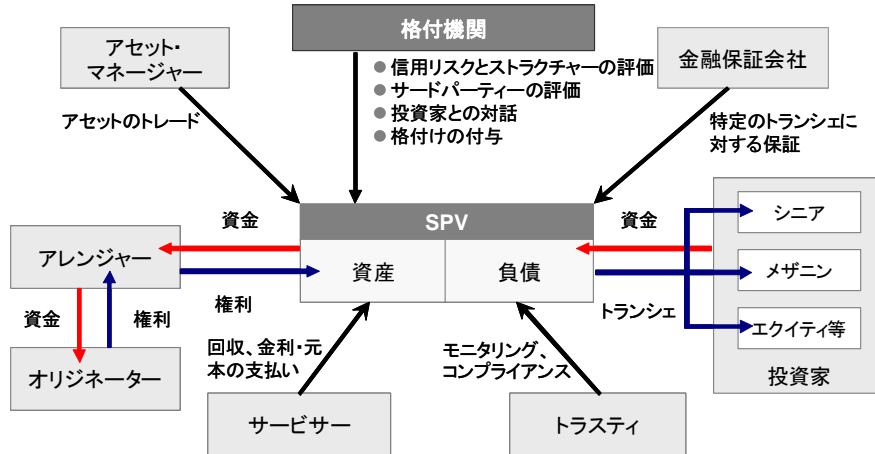
以上から社債の格付け手法・プロセスとの大きな違いとして、①証券化商品の格付け手法は原資産の期待損失やストラクチャーのキャッシュフローの分析など定量的なモデルに依存していること、②証券化商品の格付けプロセスはアナリストのフィードバックとそれを受けたアレンジャーの対応という相互作用のプロセスであることが指摘できる。

### III サブプライム問題と証券化商品の格付けの問題

#### 1. 証券化モデルにおける格付けの役割

サブプライム問題は、住宅ローンなどの原資産のリスクを証券化によって分散しながら

図表 3 証券化商品の取引における主要な参加者

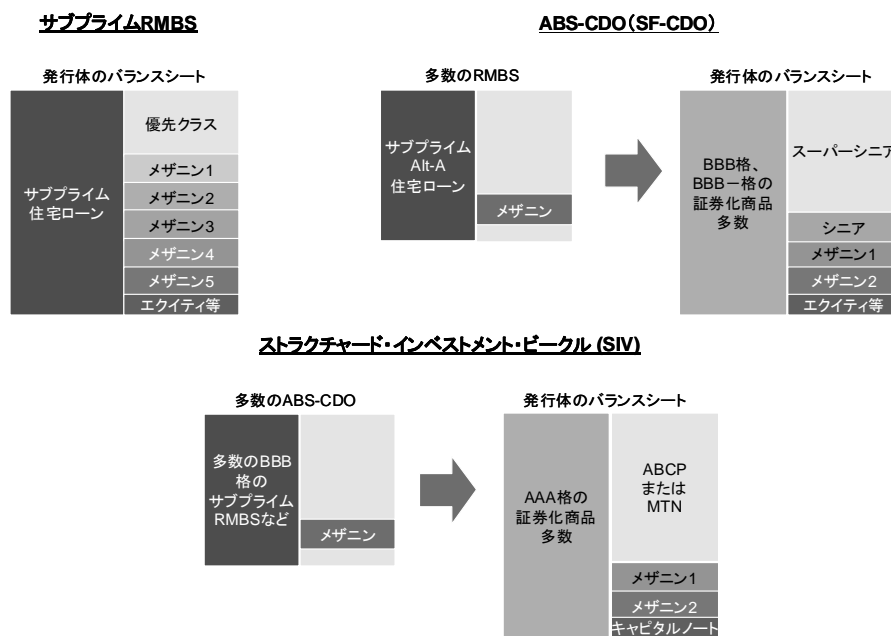


(出所) BIS, “The role of ratings in structured finance: issues and implications,” January 2005 より  
野村資本市場研究所作成

最終投資家に販売するというオリジネート・トゥー・ディストリビュート（originate-to-distribute）と呼ばれる証券化モデルの上で拡大した（図表 3）。

サブプライム問題の影響を受けた証券化商品としては次のものがある（図表 4）。まず、信用度の低い消費者などに対して実行されたサブプライム住宅ローンを原資産とするサブプライム RMBS である。数千の住宅ローンから組成されるサブプライム RMBS は、概ね

図表 4 サブプライム問題の影響を受けた証券化商品



(出所) 江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』より野村資本市場研究所作成

8~16 のトランシェに分けられ、AAA 格の格付けを得たシニアや上位メザニンのトランシェを中心に投資家に販売されていた<sup>15</sup>。次に、ABS-CDO は、サブプライム RMBS やサブプライム・ローンよりは信用度のある個人を対象とする Alt-A ローンを原資産とする Alt-A RMBS のうち BBB 格や BBB-格程度の下位メザニン・クラスの証券化商品を集めて CDO に再証券化した二次証券化商品である。ABS-CDO の原資産は下位メザニン・クラスの証券化商品が主であるが、信用補完によって AAA 格など最上位の格付けを取得した商品が組成されていた。さらに、大手投資銀行の簿外に設けられた SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）が発行する ABCP や MTN（ミディアム・ターム・ノート）がある。これらの商品にも高い格付けが与えられ、大手投資銀行や投資家に販売されており、その見合いの資産として SIV は高格付けの証券化商品に投資していた。

これらの証券化商品には基本的に格付けが発行されており、証券化商品を投資家に販売するには格付けの取得が不可欠の条件となっていたとみられる。その理由は、現在の証券化商品に関する情報開示レベルでは、原資産のパフォーマンスを始めとして証券化商品に関する情報を投資家が事前に入手してそれを分析したうえで投資判断を行うことは難しく、多くの投資家にとっては格付けが証券化商品を分析する唯一の情報源になっていたと推測される。格付けは、格付け機関が意図する意図せざるを問わず、結果的として証券化モデルの中で不可欠の要素として組み込まれていたという見方が可能であろう。

## 2. サブプライム問題の波及と格下げのメカニズム

米国では、サブプライム・ローンの審査基準が緩和されたり、無審査で融資が行われるなど 2005 年辺りから問題のあるサブプライム・ローンのオリジネーションが行われたとされている。伝統的なクレジット商品に比べて利回りが高く、高格付けの証券化商品に対する投資家の旺盛な需要を背景に、原資産となる住宅ローンの量を確保する必要があったことが指摘されている。2005 年以降に実行されたサブプライム・ローンは実行直後から多くのデフォルトが観察され、2006 年半ばからは、それまで上昇していた米国の住宅価格が大きく下落に転じ、デフォルト率がさらに上昇することとなった。

一方、格付け機関の行動をみると、2006 年の夏場にはサブプライム・ローン市場におけるデフォルトの増加について警告を発している。2006 年 11 月にはムーディーズは個別の証券に対して最初のレーティング・アクションを行っており、S&P も 2007 年 2 月にクレジット・ウォッチへの指定を行ったが、この段階では証券化商品に対する包括的な格下げは行われていない。ようやく 2007 年 7 月になって多数かつ大幅な証券化商品の格下げが行われ、その後も断続的に格下げが行われた（図表 5）。投資家にとって証券化商品の格付けはタイムリーで比較的安定的という暗黙の判断があった中で、数週間、数日という短期の間に大幅に格下げされることは想定外の事態であった<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』商事法務、2007 年

<sup>16</sup> Michel Crouhy and Stuart M. Turnbull, "The Subprime Credit Crisis of 07," September 2007



図表 5 サブプライム RMBS と CDO の格下げの状況

	サブプライムRMBS	CDO
ムーディーズ	▼ 2008年2月までに、2006年に発行されたサブプライムRMBSの94.2%、2007年に発行されたサブプライムRMBSの76.9%の商品が1トランシェ以上を格下げ。トランシェで見ると格下げされたサブプライムRMBSは2006年発行が53.7%、2007年発行は39.2%の割合 ▼ 2006年に発行された第一順位抵当権のRMBSのトランシェは平均6.0ノッチ、第二順位抵当権は平均9.7ノッチの格下げ幅であり、2007年に発行された第一順位抵当権、第二順位抵当権のものについてはそれぞれ平均で5.6ノッチ、7.8ノッチの格下げ幅	▼ 2007年中には1655の格下げを実施しており、これは2006年中の格下げ総数のおよそ10倍、2002年の2倍に相当 ▼ 2007年以前は格下げ幅は3~4ノッチであったのに対して、2007年の格下げ幅はおおよそ7ノッチ
S&P	▼ 2008年3月までに、2005年第1四半期から2007年第3四半期に発行されたサブプライムRMBSの44.3%が格下げされ、そのうち第二順位抵当権のものは87.2%が格下げ ▼ 2005年に発行されたものは4~6ノッチの格下げ、2006年および2007年に発行されたものは6~11ノッチの格下げ幅	▼ 2008年4月までに、705のCDOについて3068トランシェを格下げ
フィッチ	▼ 2007年12月までに、2006年から2007年第1四半期の間に発行されたサブプライムRMBSは3666のうち1229が格下げ	▼ 2007年12月半ばまでに、RMBSに対するエクスポージャーがある431のCDOのうち158を格下げ

(出所) SEC 規則案より野村資本市場研究所作成

証券化商品が格下げされたメカニズムは次のように整理できる。まず、原資産の住宅ローン・プールで発生した延滞やデフォルト、差し押さえの水準は、格付け機関がサブプライム RMBS に格付けを発行した際の当初の見通しを大きく超えるものであった。その結果、住宅ローン・プールから月次で入ってくる金利の支払いや元本の返済、あるいは期限前償還が RMBS のストラクチャーを設計した際の想定に比べて大幅に減少し、キャッシュフローの受け取り順位が低い RMBS の下位クラスのトランシェで損失が発生した。また、サブプライム RMBS の下位メザニンなどを集めて組成していた CDO にも下位クラスのトランシェで損失が生じることとなった。

さらに、RMBS や CDO の下位クラスのトランシェで発生した損失が元本を毀損し、それによって優先劣後による信用補完のレベルが下がった結果、上位クラスのトランシェのプロテクションが十分なものではなくなった。証券化商品の格付けにおいては、信用補完は格付けの水準を決定づける重要な要素であり、信用補完のレベルの低下が証券化商品の全体的な格下げをもたらすことになったものと想定される。

### 3. 証券化商品の格付けに関する三つの議論

サブプライム問題における証券化商品の格付けに関する問題は、一言でいえばモデルに依存する証券化商品の格付けのエラーとして表現できるが、その背景には様々な問題が指摘されている。それらを整理すると、①格付け機関の利益相反、②格付けの正確性、③格付けの同一性という三つの論点にほぼ集約される。

## 1) 格付け機関の利益相反

まず、格付け機関の利益相反の背景として指摘されているのが、証券化商品の格付けに対する収入の依存である。ムーディーズ、S&P、フィッチの各社では証券化商品の格付けからの収入が主な収益の源泉となっているほか、証券化商品の格付けフィーの収益性の高さが指摘されている。2000年代に入って証券化商品市場が急激に拡大しており、証券化商品の格付け発行数を増やすインセンティブが強く働く環境にある。そうした中で、証券化商品の格付けを依頼するのは、多くの証券化商品を繰り返し組成してきた大手投資銀行であり、特定少数の顧客にビジネスが偏る状況となっている。

特定の顧客への偏りがみられる中で、格付けのフィーのあり方にも大きな問題がある。契約によっては格付け発行を中止した際にブレイクアップ・フィーが発生することもあるが、通常は、格付け発行に対してのみフィーが支払われる。格付け機関にとってはアレンジャーから選ばれないとフィーを得ることができない。このため、証券化商品のアレンジャーは複数の格付け機関に格付けを依頼し、望ましい格付けを提案した格付け機関を選んで契約するいわゆるレーティング・ショッピング (rating shopping) を行うことが可能である。格付け発行前のアナリストの分析などに対しては手数料が一切支払われず、格付けが発行されて初めてフィーが支払われる現在のフィーのあり方に原因がある。

さらに、証券化商品の格付けプロセスでは、アナリストの分析結果がアレンジャーにフィードバックされ、アレンジャーは必要に応じて当初のストラクチャーを変更して目標格付けを取得しようとする。そうした中で、格付け機関がアレンジャーに対してより高い格付けを与えるためにストラクチャー上の提案を行う場合は<sup>17</sup>、格付け機関は自らの仕事に対して格付けを付与していることになる<sup>18</sup>。このような行為は、サーベンス・オクスレー法で禁止された監査法人による監査業務とコンサルティングなどの非監査業務の同時提供の問題と同じ構図であり、利益相反の観点から不適当な行為といえる。

## 2) 格付けの正確性

証券化商品の格付け手法は定量的なモデルに依存しているため、格付けの正確性はモデルに入力する原データやモデル、その前提条件の質の影響を受けることになる。証券化商品の格付けモデルは、アレンジャーなどから提出された非公開の情報やデータを原データとしている。ムーディーズ、S&P、フィッチの各社は、提供された情報やデータの正確性の検証を行う義務を負っていない旨を自社の行動規範で表明しており<sup>19</sup>、アレンジャーなどから提供された情報やデータはデュー・プロセスを経ずに利

<sup>17</sup> これに関連して、格付け機関のアナリストが、格付け付与に関するノウハウをもって投資銀行に転職するケースがあることが指摘されている。

<sup>18</sup> 2008年4月22日の上院銀行委員会におけるジョン・コーヒー教授（コロンビア大学ロースクール）の証言。

<sup>19</sup> S&Pの行動規範には、「レーティング・サービスは格付けとサーベイランスのプロセスに関連して提供されたか、入手した情報に対して、デュー・デリジェンスや独自の検証を実施する義務を一切負っていない。

用されている。したがって、アレンジャーなどから故意または過失により虚偽の情報  
が提出されれば、それを前提にした格付けを与えてしまうことになる。

また、モデルの前提条件も問題となっている。サブプライム問題が表面化する以前  
の米国では、所得・雇用環境は堅調で金利も低く、住宅価格は好調に推移しており、  
その結果、住宅ローンはよいパフォーマンスを示していた。証券化商品が発行された  
際は、格付けモデルはそのような経済環境における前提条件をベースとしていたこと  
になる。しかしながら、米国経済が変調をきたしていく中で、格付けモデルの前提条  
件の妥当性に疑問が投げかけられている。

RMBS に関しては、住宅価格の先行きの見通しやデフォルト率の正確性が議論され  
ている。また、CDO は原資産の間のデフォルトの相関関係の置き方によってモデル  
の結果は大きく異なる。経済が減速すればデフォルト率や回収率に変化が生じ、資産  
間の相関係数にも変化が生じ得るが、経済環境の変化がモデルの前提条件にどのよ  
うな影響を及ぼすか、格付け機関はその点を十分に把握していなかったことが指摘され  
ている<sup>20</sup>。

通常、格付け機関は個別の証券のモニタリングを中心に行っており、マクロ経済や  
市場の変化に対する認識が遅れがちであると指摘されている。モデルの前提条件の適  
切性という点では、経済環境や市場の変化がモデルの前提条件にどのように影響す  
るかを把握する観点から、アナリストや独立のチームによってモデルの有効性のレ  
ビューが定期的かつ効果的に行なわれていたかどうかも重要である。利益を生まない  
モニタリング機能に対する経営資源の投入が十分でなかった可能性が指摘されている。

また、格付け機関のアカウントビリティも問われている。格付け手法を更新した場  
合、格付け機関は、通常、新しい手法に則って既発行の格付けの見直しは行わない一  
方で、モニタリングは新手法で行うため、既発行の格付けを変更する際に断絶がある  
こと、レーティング・アクションが行われた際、それが格付け手法の変更によるも  
のなのか、原資産の劣化を反映したものなのか根拠が明確ではないことなども指摘され  
ている。

### 3) 格付けの同一性

格付けは、同一の格付け記号であれば異なる商品でも同じ期待損失を表すという前  
提に立っている。しかし、定量的なモデルに依存する証券化商品の格付けとアナリス  
トの判断に基づく社債の格付けとは格付け手法が大きく異なっており、格付けが表  
すクレジット・デフォルトの質もそれぞれに異なると想定するほうが適当であろう。

また、証券化商品は原資産のリスクをプールし、それを信用補完によって配分するこ

---

レーティング・サービスは監査を実施せず、レーティング・サービスに提供された情報、またはレーティ  
ング・サービスが入手した情報が完全であるかどうかを検証する義務を負わない」とある。また、ムー  
ディーズやフィッチの行動規範にも同趣旨の記載がみられる。

<sup>20</sup> 特に、CDO は新しい商品であり、その前提となる時系列データは米国の景気サイクルを経験していないため、  
不十分な時系列データを前提としたモデルの理論値は正確さに欠いていたとの指摘もある。

とで格付けの安定性を保っているが、経済全体に影響するイベントが発生するような場合は、信用補完によるクレジット・プロテクションの機能の低下を通じて、証券化商品全体に大幅な格下げがもたらされる。このような証券化商品の格付けの性質や特徴を考えれば、証券化商品と債券などその他の証券の格付けの質は異なるものとして捉えられるため、FSF や PWG、IOSCO は証券化商品の格付けと債券の格付けの区別を図ることを提言している。

これに対してムーディーズは、証券化商品の格付けにはこれまでと同様、債券格付けと同じ記号を用いつつ、新たに証券化商品の格付けに関する追加情報として、①想定変動性スコア、②損失感応度の情報提供を行うことを提案している<sup>21</sup>。ムーディーズは、こうした提案を行う前に証券化商品の格付けのあり方に関する意見募集を行っており、その結果、回答を寄せた投資家の 73%は、添え字を付すこと（例えば AAA.sf）も含めて証券化商品の格付け記号の変更を望んでいないという調査結果を明らかにしている。

## IV SEC 規制案の概要

### 1. サブプライム問題に対応する SEC 規則案

2008年6月16日に公表された SEC 規則案は、2006年格付け機関改革法を受けて2007年6月に策定された SEC 規則、具体的には、NRSROとして登録された格付け機関の監督に関する規則（Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule）の見直しを図るものである<sup>22</sup>。

サブプライム問題の中で議論されている三つの論点のうち、利益相反の問題に対しては、アレンジャーへのストラクチャーに関する提案行為を明確に禁止する一方、情報開示とその管理による市場の規律づけという規制の枠組みの下、証券化商品のストラクチャーや原資産に関する情報開示をかなりの程度まで要請している。これによってアレンジャーと契約していない格付け機関でも、開示された情報をもとにして証券化商品の格付けを自主的に発行できるようになることが期待されている。

また、格付けの正確性の議論に対しては、原資産の情報に関するデュー・プロセス、オリジネーターの検証、格付けのモニタリングの実施内容に関して NRSRO に情報開示を求めるとともに、格付けパフォーマンスの比較可能性の向上を要請している。

さらに、格付けの同一性の問題に対しては、証券化商品と債券との格付け記号の区別を

<sup>21</sup> ムーディーズ「証券化商品に想定変動スコアと損失感応度を導入」2008年5月

<sup>22</sup> 現行規則（17 CFR Parts 240 and 249b）は、①登録要件（規則 17g-1 条）、②登録申請書類（フォーム NRSRO）、③記録と保存（規則 17g-2 条）、④年次財務報告（規則 17g-3 条）、⑤重要な非公開情報の誤用防止の手続き（規則 17g-4 条）、⑥利益相反の管理（規則 17g-5 条）、⑦不公正、威圧的、不正な実務の禁止（規則 17g-6 条）を規定している。

求め、NRSRO が証券化商品の格付け記号を別にしない場合はその代わりに、証券化商品の発行に際して、他の証券との格付け手法や格付けプロセス、クレジット・リスクの質の違いを記載したレポートの作成を求めている。

### 1) 利益相反（改正規則 17g-5 条）

規則 17g-5 条は、NRSRO の利益相反に関する規定である。(c)項で掲げる利益相反行為を禁止する一方で<sup>23</sup>、(b)項に定める利益相反行為については、(a)項においてフォーム NRSRO で情報開示を行いつそれを管理する手続きを策定、維持、執行している場合に限り、その行為は禁止されないという規制の立て付けとなっている。

#### (1) ストラクチャーや原資産に関する開示

SEC 規則案では、アレンジャーが NRSRO にフィーを支払って証券化商品の格付けを発行することを(b)項の利益相反行為に新しく規定する。そしてその場合は、証券化商品の格付けを決定または発行し続ける際に NRSRO が利用するすべての情報が開示されていることが禁止の解除要件となる。すなわち、①発行者、引受人、スポンサー、受託者等から NRSRO に提供され、NRSRO が当初格付けを決定する際に利用するすべての情報、②NRSRO が格付けをモニタリングする際に利用するすべての情報が合理的に広く開示されていることが求められる（規則 17g-5 条(a)項(3)、同条(b)項(9)）。

この改正によって、証券化商品の原資産に関する情報、支払い条件、契約条項などの法的事項や信用補完などのストラクチャーに関する情報が開示され、また、延滞やデフォルトの発生、元本の回収といった証券化商品の原資産のパフォーマンスに関する情報が明らかになる。これらの情報開示によって利益相反を効果的に管理し、証券化商品の格付けプロセスの透明性を向上させることが大きな狙いである。

また、こうした手当てによって、市場参加者が自ら証券化商品の価値を分析し、モニタリングを行うことが可能になる。SEC は、アレンジャーと契約を結んでいない格付け機関が、開示されたストラクチャーや原資産の情報をもとに証券化商品に「勝手格付け」を行うことで、一つの証券化商品に対して複数の格付けが発行され、格付け機関の間の競争を促すことにつながるとしている。

なお、情報開示については、公募の場合は公衆縦覧の様式で行う必要があるが、開示規制の適用外となる私募の場合は、公衆への開示に該当しないよう NRSRO のウェブサイトにおいてパスワード保護によって利用者を限定したかたちで掲載することになる。

<sup>23</sup> 具体的には、①NRSRO の直近の年間純収入の 10%以上の収入を受け取る者からの依頼で格付けを発行・維持すること、②アナリストや格付け決定の責任者が直接保有する証券等（ソブリン債等を除く）の格付けを発行・維持すること、③NRSRO の関係者（子会社・関連会社等）に格付けを発行・維持すること、④アナリストや格付け決定の責任者が役員となっている先に格付けを発行・維持することが禁止されている。

## (2) 禁止行為の拡充

公益および投資家保護の観点から、格付けの客観性や格付けの質を損なうような可能性のある利益相反を回避することを目的として、規則 17g-5 条(C)項はいくつかの禁止行為を規定している。SEC 規則案では新たに次の利益相反行為が追加される。

まず、NRSRO やその関係者が、債務者や発行者、引受人、スポンサーに対して提案 (recommendation) を行う行為が禁止される (規則 17g-5 条(C)項(5))。この結果、証券化商品の格付けプロセスの中で、証券化商品に高い格付けを与えるためにアナリストがアレンジャーに提案を行うこと、格付けを発行している証券化商品について、NRSRO の子会社・関連会社が提案行為を行うことも禁止される。

ただし、この禁止規定は証券化商品のストラクチャーに関する提案行為を対象とすることを意図しており、NRSRO とアレンジャーとの間のすべてのコミュニケーションを禁止するものではない。したがって、アレンジャーに対して NRSRO が格付けモデルの分析結果などを提供すること、あるいは NRSRO からフィードバックを受けたアレンジャーがストラクチャーを自主的に変更することは問題とはならない。

また、アナリストや格付け委員会のメンバーなど格付け決定プロセスの中で責任を有する者、または格付け決定の手続きや手法 (定量的、定性的なモデルを含む) の開発、承認について責任を有する者が、フィーについて交渉、協議、取り決めを行うことが禁止される (同条(C)項(6))。これは、格付けの決定に関与する者とフィーを決定する者とのインセンティブの分離を図ることにより、利益相反を回避し、格付けや格付け手続き・手法の客観性、保守性を確保することを目的とするものである。

さらに、格付けの決定やモニタリングを行うアナリストや格付けを正式に承認する責任を有する者が、格付けを発行している証券発行者や引受人、スポンサーから 25 ドル以上の贈答品を受けることが利益相反行為として禁止される (同条(C)項(7))。

## 2) 新たな記録の作成・保持とその開示 (改正規則 17g-2 条)

規則 17g-2 条は、格付け業務およびそれに関連する記録の作成とその保持を求める規定である。SEC 規則案は、以下のような新たな記録の作成とその開示を行うことを求めている。

### (1) レーティング・アクションの開示

SEC 規則案は、当初格付け、格上げ、格下げ、格付けウォッチといったすべてのレーティング・アクションの開示を要請している。具体的には、当初格付けから現在の格付けに至るすべてのレーティング・アクションとその日付について、6 ヶ月以内に NRSRO のウェブサイトで公表することが求められる (規則 17g-2 条(a)項(8)、同条(d)項)。

## (2) モデル外で行う調整の根拠の開示

また、SEC 規則案は、NRSRO が格付けを決定する際に使用する格付けモデルの分析結果と、実際に発行された格付けとのレベルが異なっている場合の根拠の開示を求めている。つまり、格付け決定プロセスにおいて定量的なモデルが重要な要素となっている場合、モデルが算定する格付けと実際に発行された格付けの間に重要な差異があれば、その根拠を記録しなければならない(同条(a)項(2))。RMBS や CDO など証券化商品の格付けプロセスにおいては、期待損失やキャッシュフローに関してモデルを用いた分析が格付けを決定づける。このため、証券化商品の格付けの調整をモデルの外で行う場合は、その根拠を示すことが求められ、アドホックな調整を行うことはできなくなる。これによって、NRSRO が自ら公表している格付け決定の手続きに則って適切に格付けの発行が行われているかどうかを検証することが可能になる。

## (3) アナリストに対する苦情の記録

さらに、SEC 規則案は、格付け手続きの開始、格付けの決定、維持、モニタリング、変更、取り下げについて、アナリストのパフォーマンスに対する苦情を含む外部とのコミュニケーションを記録することを要請している。これについて SEC は、アナリストの担当替えや解雇が、アナリスト自身のパフォーマンスなど利益相反と無関係の理由によるものか、それともアレンジャーからフィーを受けることに起因する利益相反によるものかを検証することができるかと述べている。

## 3) 公衆開示の強化 (フォーム NRSRO に関する修正)

フォーム NRSRO とは、格付け機関が SEC に NRSRO としての登録を申請する際に提出する書類であり、SEC に登録した格付け機関は、そこに記載される情報のアップデートとウェブサイトでの公衆縦覧を行わなければならない。

### (1) 格付け手続き・手法の開示強化

フォーム NRSRO の別添資料 2 は、NRSRO が格付けを決定するための手続きや手法を開示するものである。現行のそれは、格付けを決定する際の方針や格付け決定に利用する公開・非公開の情報ソース、格付け決定に用いる定量的・定性的モデルや数値基準などに関して記述するよう求めている。一方、SEC 規則案は、サブプライム問題の中で指摘されている証券化商品の格付けの問題に対応して新たな情報の開示を要請しており、それらはいずれも格付け利用者が NRSRO の格付けの正確性を評価する際の重要な情報源となるものである。

まず、原資産の情報に対する検証が格付け決定の際にどの程度考慮されているかという点の開示である。証券化商品の格付けはアレンジャーから提供される原資産の情報に依存しているため、提供された情報が正確でなければ将来のパフォーマンスを予測するモデルの結果の正確性も失われる。そのため、格付け機関はどのような原資産

の検証を求めているか、検証が十分でない場合どのようにそれを考慮するのかなどについて開示を行うことが求められる。

次に、オリジネーターの質に対する評価方法の開示である。オリジネーターの業務経験や住宅ローンの審査基準は、住宅ローンの品質や審査書類の正確性に大きな影響を与え、格付けモデルにおける証券化商品の原資産に関する将来的なパフォーマンスの評価に影響を与えることになる。

さらに、格付けのモニタリング頻度と、モデルの修正がモニタリングにおいてどのように扱われるかということに関する開示である。証券化商品のパフォーマンスのデータが多く集まりデータがより頑健になることでモデルの質が向上する一方、従前のモデルを使って格付けを発行した既存の格付けは不正確なものとなるリスクが大きくなる。そこで、NRSRO が新しい手法に基づいて既発行の格付けをどのように検証しているかを明らかにすることを求めている。

## (2) 格付けパフォーマンスの比較可能性の向上

また、フォーム NRSRO の別添資料 1 に記載する格付け遷移やデフォルト率など格付けパフォーマンスを図る統計データについて、その比較可能性を向上する手当てが行われる。現行規定では、短期、中期、長期の格付けのパフォーマンスを測定する統計を作成することが求められている。一方、SEC 規則案では短期、中期、長期の定義を具体的に 1 年、3 年、10 年と定めるとともに、社債や証券化商品といったアセット・クラスごとに格付けパフォーマンス統計を作成する必要がある。

SEC は、格付けパフォーマンスの比較可能性の向上や前述のレーティング・アクションの公表によって、格付け利用者が格付けのパフォーマンスやその正確性についてアセット・クラスごとの比較が可能になると考えている。それによって、格付けの正確性が明らかになり、NRSRO の競争促進が図られることを期待している。

## 4) レーティング・アクションの報告 (改正規則 17g-3 条)

規則 17g-3 条は、NRSRO に対して年次ベースで財務報告を求める規定であるが、SEC 規則案は、それに加えて、レーティング・アクションの総数を証券種類別に年次報告することを新たに要請している。特定の種類の証券で格下げが急増する事態は、それがマクロ的な要因のみによってもたらされる場合を除けば、格付け決定プロセスにおける不適切な要因が影響している可能性がある。SEC の意図は、レーティング・アクションの年次報告によってそのような状況が生じているかどうかを明らかにすることにある。

## 5) 付属レポートの発行、格付け記号の分離 (規則 17g-7 条の新設)

さらに SEC は、規則 17g-7 条を新設し、証券化商品と債券などその他の証券の格付けの取り扱いを分ける提案を行っている。具体的には、(a)項として、証券化商品



の格付けを発行するごとに、①格付け決定に用いた格付け手法、②他の証券等との格付け決定の違い、③他の証券等とのクレジット・リスクの質の相違を記述する付属レポートの添付を求め、(b)項においてその適用除外として、証券化商品のみを識別できる格付け記号を用いることを求めている。

SEC はこのような提案を行う理由として、同じ格付け記号が用いられていることで証券化商品とその他の証券のリスクの質を投資家が同一のものとして認識していたり、証券化商品の購入前に投資家が格付け以外に独自のリスク分析を行っていないことに対応するものであるとしている。証券化商品に異なる格付け記号が用いられ、または、証券化商品の格付け手法や手続きやリスクの質に着目した付属レポートが作成されることで、証券化商品と他の証券とのリスクの質の違いが投資家に認識されるということが狙いである。

なお、SEC 規則案では、証券化商品の格付けを区分する際は、現在のアルファベットを用いた格付け記号とはまったく異なる記号を用いる方法でも、現在の格付け記号に添え字を付す方法（例えば、AAA.sf または AAA<sub>SF</sub>）でも構わないとしている。

証券化商品の格付け記号を変えようとする SEC に対して、投資家には否定的な意見が多い。そのため、格付け機関は債券格付けと同じ記号を使い続ける代わりに証券化商品の添付レポートを発行するようになるのか、その対応が注目される。

## 2. SEC 規則における格付け利用の見直し

NRSRO の格付けは、連邦・州レベルの法律、規制当局が定める規則、また米国外でも規制上のベンチマークとして利用されており、また、民間の様々な金融契約においても幅広く用いられている。SEC はこうした NRSRO の格付けの利用のあり方が市場参加者の過度の格付け依存を生み、それがサブプライム問題の一つの背景となっていると考えており、2008 年 7 月 1 日に公表された SEC 規則案は、NRSRO の格付けに対する規制当局と市場参加者の格付けへの依存を改善することを目的としている。

SEC は、1933 年証券法、1934 年証券取引所法、1940 年投資顧問法に関する SEC 規則のうち NRSRO の格付けを参照する 44 の規則や様式に関して検討を行い、38 の規則・様式の見直し（うち 11 の規則・様式は格付け利用を取り止め）を提案している（図表 6）。

NRSRO の制度導入のきっかけとなったブローカー・ディーラーのネットキャピタル・ルールにおいて、NRSRO の格付け利用を取り止めたことはその象徴である。ネットキャピタル・ルール（取引所法規則 15c3-1）はブローカー・ディーラーの保有資産について、流動性のない固定資産のほか、保有証券についても価格の変動や流動性の不足などのリスクに対応するためへアカットして所要純資産の算定から控除する。その際、現行規則では投資適格の証券は流動性がありボラティリティも小さいとの想定の下で、より小さな割合でしか控除されない扱いとなっている。

これに対して、SEC の新たな提案では、投資適格と非投資適格の要件を外して格付け

図表 6 主な証券法規則、取引所法規則の見直し

	規制分野	対象の規則・様式	見直し内容
1934年証券取引所法関連	ブローカー・ディーラーのネットキャピタル・ルール	取引所法規則15c3-1	投資適格、非投資適格に応じたヘアカットにより算定する方法を廃止。それに替えて、①CPの場合はクレジット・リスクが最小のものであって、保有価値と同じかそれと近い価値でほぼ即時に売却できる十分な流動性をもっていること、②債券等（非転換型）の場合は適度なクレジット・リスクを上回るものでなく、保有価値と同じかそれと近い価値で合理的な短期の間に売却できる十分な流動性をもっていることを条件付け、それらの点を考慮したヘアカットを決定。
	ブローカー・ディーラーの準備金	取引所法規則15c3-3	顧客の証券先物のポジションの証拠金を差し入れる登録清算機関、デリバティブ清算機関の要件として、最上位の投資適格の格付けの付与という条件を廃止し、金融債務に見合うだけの高い能力があり、最小のクレジット・リスクを超えないことという条件に変更。
	取引照合時の情報開示	取引所法規則10b-10	取引照合の際の無格付け債に関するブローカー・ディーラーの顧客に対する告知義務の廃止。
	相場操縦	レギュレーションM	安定操作取引規制の適用除外として、債券等（非転換型）およびABSに係る投資適格の条件を廃止。その代替として、債券等（非転換型）には証券法規則405条に規定する適格著名発行者（well-known seasoned issuer）による発行であること、ABSについてはフォームS-3により登録されていることを条件付け。
	ATS関連	取引所法規則3a1-1 レギュレーションATS	規定の定義区分が投資適格社債、非投資適格社債に分かれているのを止め、定義を社債に一本化。
1933年証券法関連	非転換型証券の発行登録	フォームS-3	証券募集の簡略な開示形式であるフォームS-3の適格要件として、投資適格証券との条件を止め、10億ドル以上の発行額で（株式以外は）過去3年以上の募集登録を行っていることを条件付け。
	ABSの発行登録	フォームS-3	投資適格の格付けを取得しているABSはフォームS-3による登録を可能とする現行規定に替えて、当初の売付とそれに続く売付の最低金額の条件と適格機関購入者（qualified institutional buyers）のみに当初売付が行われるという条件を規定。
		証券法規則415	現行では上位2つの格付け取得を求められるMBSについて、当初売付とそれに続く売付の最低金額の条件と適格機関購入者のみに当初売付が行われるという条件を規定。
海外民間発行者に対する会計基準の特例	フォームF-1 フォームF-3	海外民間発行者の募集において財務諸表がU.S.GAAP、IFRS以外で作成された場合の特例について、投資適格証券の条件を廃止し、上記フォームS-3と同様、10億ドル以上の発行額で（株式以外は）過去3年以上の募集登録を行っていることを条件付け。	

(出所) SEC 規則案より野村資本市場研究所作成

の利用を止める。その代わりに債券等については、適度なクレジット・リスクを超えるものではなく、保有価値と同じかそれと近い価値で合理的な短期のうちに売却できる十分な流動性をもっていることを条件づける。ブローカー・ディーラーが NRSRO の格付けに依存することなく、自らの金融知識と経営資源をもとに証券のクレジット・リスクを評価するプロセスを構築することを狙いとしている。

## V 今後の展望

### 1. NRSRO の競争を促す SEC 規則案

格付けのあり方が問題となったのはサブプライム問題が初めてではない。米国では、2001年のエンロン事件の際に監査法人や証券アナリストなどの利益相反問題などが議論され、2002年のサーベンス・オクスレー法の制定につながった。格付け機関も例外で

はなく、エンロンが連邦倒産法第 11 章（チャプター11）の申請を行う 4 日前までムーディーズや S&P は投資適格の格付けをエンロンに与えていたことから、利益相反を始めとして様々な問題が指摘された。サーベンス・オックスレー法では規制上の結論は出されなかったが、その後の議論を経て、2006 年 9 月に NRSRO に対する SEC の監督規制を導入する 2006 年格付け機関改革法が制定されるという経緯を辿った。

格付け機関は投資家に有益な情報を提供するという点で、監査法人や証券アナリストなどと同様にいわゆるファイナンシャル・ゲートキーパーとして、公益および投資家保護の観点で重要な役割を担っていると考えられている。これに対して、格付け機関の収入は通常、発行体やアレンジャーから得るフィーによって成り立っており、発行体やアレンジャーから選ばれて格付け発行数を増やせばそれだけ収入につながるため、発行体やアレンジャーの利害を考慮するインセンティブが働く。すなわち、格付け機関の収入モデルには、本質的に利益相反が内在していると捉えることができる。そのため、2006 年格付け機関改革法とその SEC 規則は、利益相反への対処として一定の利益相反行為を禁止し、一定の行為については NRSRO にその開示と管理を求めることとなった。

サブプライム問題においても格付け機関の利益相反の問題が再び注目を集めている。しかも、格付け機関が置かれた状況を検証していくと、エンロン事件の際に問題となった社債の格付けにおける利益相反と比べると、サブプライム問題ではより深刻なものである可能性がある。格付け発行数の特定顧客への偏り、アナリストとアレンジャーの間のやり取りを前提とする格付けプロセスなど、証券化商品の格付けにおいては利益相反をもたらすインセンティブがより強く働く。SEC 規則案では証券化商品の格付けに関する NRSRO の利益相反をいかに防ぎコントロールするかが極めて重要なテーマとなっている。

また、エンロン事件の際は、格付けを変更するときの条件や格付け変更のタイミングが明らかではないといった格付け変更の不確実性の問題が指摘されていたことから、2006 年格付け機関改革法では NRSRO に対して格付けプロセスや格付け手法に関する情報の開示が要請されることとなった。しかしながら、サブプライム問題では証券化商品の格付け手法や手続きなどに関して様々な不透明さが指摘されている。NRSRO の現在の情報開示レベルがまだまだ不十分であり、特に証券化商品の格付け手法や手続きについては、より一層の透明性とアカウンタビリティが求められているということであろう。

以上のような背景の下で策定された SEC 規則案を概観すると、格付け機関に情報の開示を求め、情報開示による市場規律の下で格付けの誠実性と透明性を確保するという従来の規制のあり方を維持しているように見える。もっとも、サブプライム問題で明らかになった証券化商品の格付けの問題の根源には、ムーディーズ、S&P、フィッチによる NRSRO の寡占的な市場があり、こうした競争環境が利益相反を生み、格付け手続きや手法に不透明さが残る温床となっていると考えられる。このため、SEC 規則案では格付け機関の競争を促進するための方策が随所に設けられており、より一層の NRSRO の競争を促すことが大きなテーマとなっていると捉えることができる。

図表 7 SECによる検査に関する報告

SEC検査で認められた問題点
<ul style="list-style-type: none"> <li>・取引の量と複雑さの増大という困難に直面していた。</li> <li>・関係する格付け基準（クライテリア）がすべて公表されていない。</li> <li>・モデル外で行う調整について調整根拠を文書化していない。</li> <li>・RMBSやCDOに特化した格付け手続きが文書化されていない。</li> <li>・モデルや手法のエラーに対応するための方針・手続きが存在しない。</li> <li>・モデルからの逸脱やモデル外の調整について必ずしも取引記録に残していない。</li> <li>・格付け委員会の行動や決定に関する記録文書が十分に作成されていない。</li> <li>・格付け委員会の出席者の記録が残されていないことがある。</li> <li>・経営資源の制約からモニタリングの取り組みがタイムリーに行われていない。</li> <li>・モニタリング結果の文書化が行われていない。</li> <li>・モニタリングの手続きが定められていない。</li> <li>・各格付け機関は方針・手続きにおいてアナリストがフィーの交渉に関与することを禁じている一方、格付けプロセスにおける重要な参加者がフィーの交渉に参加することを禁じていない。</li> <li>・アナリストは格付け発行の契約を確保するという格付け機関の事業上の利益を意識している。</li> <li>・市場シェアやその他の事業上の利害を考慮して、格付けや格付け基準に影響を与える可能性を排除するような手当てを講じていないように見える。</li> <li>・3社のうち2社の内部監査または経営者の対応プロセスが不適切である。</li> </ul>

(出所) SEC 検査報告より野村資本市場研究所作成

図表 8 格付け機関とニューヨーク州司法長官との合意

合意内容
<ol style="list-style-type: none"> <li>① 格付け発行に対して支払われる格付けフィーの支払い方法の変更</li> <li>② 当初格付けを付与する際に格付け機関に提供されたすべての証券に関する情報開示</li> <li>③ オリジネーターの評価に関する基準作成と評価結果のウェブサイトにおける公表</li> <li>④ RMBSの原資産である住宅ローンのデュー・デリジェンスに関して投資銀行が収集する情報の基準作成とウェブサイトにおける公表、ローン・レベルで行われるデュー・デリジェンス結果の評価</li> <li>⑤ 格付けの独立性を損なう実務を認識するためのRMBS関連業務に対する年次レビューの実施</li> <li>⑥ 投資銀行やその他金融機関からの表明・保証の徴求</li> </ol>

(出所) ニューヨーク州ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

## 2. 格付け機関に求められること

ムーディーズ、S&P、フィッチに対する SEC の検査結果をみると<sup>24</sup>、関係する格付け基準（クライテリア）が文書化されていなかったり、格付けモデルの外で行った調整について記録されていなかったり、格付け委員会における格付けの決定に関する記録文書が十分に作成されていないなど、証券化商品の格付けプロセスにおける様々な問題点が指摘されている（図表 7）。格付け機関は何よりもまず格付けと格付け機関自身に対する投資家の信頼を回復することが求められているといえるだろう。

2008年6月5日、ムーディーズ、S&P、フィッチの各社は、ニューヨーク州のクオモ司法長官との間で問題とされている証券化商品の格付け実務を見直すことについて合意を交わしている<sup>25</sup>（図表 8）。その中でも注目が集まるのは、格付けフィーの支払い方法の変更である。フィーの支払い対象を格付けの発行以外のプロセスにも広げることで、アレン

<sup>24</sup> 前掲注 8

<sup>25</sup> [http://www.oag.state.ny.us/press/2008/june/june5a\\_08.html](http://www.oag.state.ny.us/press/2008/june/june5a_08.html) を参照。

図表 9 IOSCO 基本行動規範の改正点

<b>1. 格付けプロセスの質と誠実性</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>格付け付与とモニタリングの分離など証券化商品のレビューと格下げの意思決定プロセスの客観性を確保すること</li> <li>格付け手法・モデルおよびその変更の定期レビューのための厳格で正式なレビュー機能を設けること</li> <li>格付けを支える十分な質に関する情報の合理的基準を設けること。格付けの前提となる時系列データが十分でない場合は、格付けの限界を明らかにすること</li> <li>格付け意見の作成について適切な能力・経験を有する者で格付委員会を構成すること</li> <li>新しいタイプの証券化商品の格付けのフィージビリティをレビューできる適切な経験をもった上級管理者による新商品のレビュー機能を設けること</li> <li>原資産のリスク特性に変化がある場合には既存の格付け手法・モデルの適切性の評価を行うこと</li> <li>アナリストが証券化商品の設計について企画、提案を行うことを禁止すること</li> <li>格付けのモニタリングとアップデートのために十分な経営資源を配置すること</li> </ul>
<b>2. 格付け機関の独立性と利益相反の回避</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>格付機関を退職し、格付けを付与していた発行体または格付機関と取引関係が深い金融機関に就職したアナリストの過去の業務をレビューするための方針・手続きを定めること</li> <li>格付けプロセスでの妥協を防ぐための従業員報酬に関する方針・手続きの定期的なレビューを行うこと</li> <li>年間売上上の10%超の収入を受けける発行体、オリジネーター、アレンジャー、その他顧客を公表すること</li> <li>証券化商品の発行体やオリジネーターに証券化商品に関する適切な情報の開示を求めること。証券化商品の格付け発行の際、適切な情報が開示されているか否かを公表すること</li> <li>付随業務と非付随業務の区分けおよびその理由を明らかにすること</li> </ul>
<b>3. 投資家、発行者に対する格付け機関の責任</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>格付けの意味、限界について投資家の理解を促すこと。格付け意見の役割と限界を明示し、発行体やオリジネーターから提供される情報によって格付けされた証券の検証の限界を明らかにすること</li> <li>格付け意見のパフォーマンスに関する確かで定量的な情報を公表すること。投資家のために可能な限り他の格付機関と比較可能な方法で行うこと</li> <li>証券化商品の格付けの場合、損失とキャッシュフローに関する十分な情報を投資家等に提供すること。格付けの前提条件に対してどの程度センシティブかを公表すること</li> <li>証券化商品の格付けと他の証券の格付けとを区別し、可能ならば別の格付け記号を利用すること</li> <li>格付けを決定する際の主たる手法およびそのバージョンを公表すること</li> </ul>
<b>4. 行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーション</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>行動規範、格付け手法の説明、時系列パフォーマンスに関する情報をホームページで公表すること</li> </ul>

(出所) IOSCO, "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets," May 2008 より  
野村資本市場研究所作成

ジャーによるレーティング・ショッピングの問題は大きく和らぐことになると考えられる。3社においては、今後、フィーの支払い方法の変更のほか、格付け付与の際に格付け機関に提供された情報の開示、原資産のデュー・デリジェンスやオリジネーターの質に関する情報開示など合意内容を踏まえた改革が行われることが期待される。

さらに、格付け機関は IOSCO の基本行動規範の改定を踏まえて自主的に実務を見直すことになる。基本行動規範では証券化商品の格付けについて、①格付けプロセスの質と誠実性、②格付け機関の独立性と利益相反の回避、③投資家・発行者に対する格付け機関の責任、④行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーションという項目について新たな提言を行っており、格付け機関は、自社の行動規範を改定するとともに、それに従って様々な格付け実務の改革を行っていくことが必要となる(図表9)。

また、米国では、格付機関が自主規制機関(SRO)を設立し、自主規制を設けるという議論もある。格付け機関から独立した第三者によってモニタリングが行われれば<sup>26</sup>、格付けの誠実さや透明性を確保し、投資家の信認を回復する手立てとなるかもしれない。

いずれにしても格付け機関に求められることは、格付けの誠実さや透明性を向上するた

<sup>26</sup> なお、取引所法 15E 条(c)項の規定により、SEC が NRSRO の格付けや格付け手続き・手法を監督規制の対象とすることは禁じられている。

めのベスト・プラクティスをいかに構築するかということであろう。すでに、ムーディーズや S&P などは自主的にある程度の改革方針を打ち出している。今後、SEC 規則案やニューヨーク州司法長官との合意、IOSCO の基本行動規範の改定への対応とともに、格付け機関の自主的な取り組みがいかに実効性をもって行われるかが注目点となる。

### 3. 投資家に求められること

格付けを利用して投資家の側にも問題がある。米国内外で生じた過剰流動性を背景に伝統的なクレジット商品のスプレッドが薄くなった結果、利回りが厚く格付けも高い証券化商品に対して強気の投資スタンスが醸成されたという金融環境が影響した面もある。もっとも、より重要なことは、証券化商品の格付けに対する投資家の誤解や認識の不十分さ、さらに証券化商品の格付けに対する投資家の過度の依存があったことが、サブプライム問題の深刻化の背景に存在することである。

まず、格付けに対する投資家の誤解や認識の不十分さとして、投資家は格付けの高さと流動性の厚みとを結びつけて認識していたり、あるいは格付けはクレジットの価値だけでなく流動性リスクも考慮に入れて評価していると誤解していたとされている。実際の市場では、高格付けの商品には高い流動性が認められることは経験的には観察されるが、クレジットの価値を表す格付けは、市場の流動性については何も考慮しておらず、高格付けと流動性の間の理論的な関係はない。

また、投資家の過度の格付け依存も深刻である。一般に、機関投資家は運用ルールなどにおいて投資適格の格付けを投資可能な要件としている。さらに、証券化商品の内部格付けを整備していたり、証券化商品の分析を自ら行う一部の洗練された投資家を除けば、投資家は証券化商品のリスクの分析として格付け推移をモニタリングすることしか行っていなかったとの指摘がある。つまり、証券化商品への投資にあたって、投資家は自ら行うべきリスク管理を格付けによって代替していたといえる。

したがって、投資家に求められることとしては、証券化商品に投資を行う場合、投資家は格付けをそのまま受け入れるのではなく、格付けに対する適切な理解とその限界に関する認識を深め、格付けの正確性の検証を自ら行うことなどを含めて、格付けに過度に依存しないリスク管理のあり方を構築することである。この点について SEC は、証券化商品の原資産やストラクチャーに関する情報や格付け手法、格付けパフォーマンスなどの情報開示を強化することによって、投資家に証券化商品のリスク分析を自ら行うよう促しているといえる。

### 4. その他の規制当局の動向

欧州連合 (EU) の EU 理事会は、2008 年 7 月 8 日、格付け機関に対して EU において登録制度を導入する方針を公表し、今秋までに格付け機関に対する具体的な規制の枠組みに

ついて検討を行うことを明らかにした。従来、欧州では格付け機関に対しては IOSCO の基本行動規範などに基づく任意の自主規制（voluntary self-regulation）の体制がとられていたが、欧州でも格付け機関に対して直接的な監督規制が導入されることになる。

また、銀行の自己資本比率を定めるバーゼルⅡでは、事業法人向け貸出と同様、証券化商品のエクスポージャーに関してもリスクアセットの算定において格付け（外部格付け）を利用することが認められている。バーゼル銀行監督委員会は、2008年4月にサブプライム問題を受けた銀行システムの強化策に関する声明を発しており、現在の自己資本比率のあり方が適切にリスクに対処しているものかどうかを見定める方針を述べている。声明では証券化商品の格付けの問題には触れてはいないが、バーゼルⅡにおける格付けの取り扱いについて見直しが行われる可能性も否定はできない。

一方、わが国では、2007年12月に公表された金融・資本市場競争力強化プランの中で、格付け機関のあり方に関しては必要に応じ適切な対応を検討する扱いとされている。渡辺金融担当大臣は、2008年7月15日の閣議後記者会見で格付け機関に対する規制の枠組みの検討を事務方に指示したと述べている。今後、わが国においても米国のような格付け機関に対する直接的な規制の導入を図るのか、従来どおり IOSCO を中心とした任意の自主規制の枠組みに委ねるのか引き続き慎重な検討が必要であろう。また、格付け機関に対する監督規制の導入のみならず、NRSRO を範にしたとされる指定格付機関制度やその格付けの規制利用の見直しまで行われる可能性もある。わが国においても格付け機関に関する規制の議論の動向が注目される。