

## 格付け機関規制を巡る欧州金融業界の混乱

井上 武

### ■ 要 約 ■

1. 欧州では2009年9月から段階的に実施されてきた格付け機関規制の施行が2011年6月7日に完了する予定であるが、市場関係者からは、格付け機関の登録作業の遅れや第三国で発行された格付けの取り扱いについてなど、規制当局の最終施行へ向けた準備について不安の声が上がっている。
2. 登録が完了した格付け機関は2011年5月20日現在で、ドイツ格付け機関2社、日本の格付け機関1社であり、世界中で最も利用されている3大格付け機関、スタンダード&プアーズ社やムーディーズ社、フィッチ社の登録は夏以降となる予定である。
3. 格付けは金融機関の自己資本比率の計算だけでなく、金融市場取引における担保やカウンターパーティ・リスクの評価にも利用されており、米国の格付け機関が発行する格付けが利用できなくなることで金融機関や金融市場に混乱が広がることが懸念されている。
4. 欧州証券市場機構（ESMA）は2011年5月18日にガイドラインを発行し、登録が完了するまでの間は格付けを利用することが可能であること、また、登録が拒否された場合についても、市場や金融機関に与える影響を考慮して、最長で6カ月の間その格付けを利用することが可能であることを明確にした。
5. 今後、欧州では格付けへの過度の依存を制限するための改革や、格付け機関の競争をより促すための改革、利益相反を防ぐための更なる改革なども検討されている。したがって、格付け機関、投資家や金融機関は、格付けの利用が継続できたと一息をつく暇はなさそうである。

### I. はじめに

欧州では2009年9月から段階的に実施されてきた格付け機関規制の施行が2011年6月7日に完了する予定であるが、市場関係者からは規制当局の最終施行へ向けた準備について不安の声が上がっている。そうした中、特に懸案となっていた第三国の格付けの利用に関して、2011年5月18日に最終的なガイドラインが欧州証券市場機構（ESMA）から出

され、6月6日を境にして市場に大きな混乱が生じないように配慮することが改めて明確にされた。以下では欧州の格付け機関規制をめぐる議論について概観する。

## II. 欧州証券市場機構 (ESMA) による直接監督へ

住宅ローン債権の証券化商品に端を発した今回の金融危機では、格付け機関による格付けが不適切であったことや、格付け機関のビジネスモデルが発行体からの手数料やコンサルティング・サービスからの収入に依存していたことなどが広く問題視された。また、最近では、特に欧州において、格付け機関の格付け動向が、欧州政府の債務問題、いわゆるソブリン危機に影響をもたらした可能性などについても議論されている。

現在、世界各国では金融安定理事会 (FSB) や G20 で合意された方針、証券監督者国際機構 (IOSCO) のガイドラインなどに沿って格付け機関の監督体制の整備が進められている最中である。欧州では 2009 年 4 月に格付け機関を監督する規則<sup>1</sup> (以下、単に規則と称す) が成立した。規則では格付け機関に登録制が導入され、格付けの情報や格付け手法、モデルなどの透明性の確保、さらに、報酬制度やアナリストのローテーションなど利益相反を防ぐための社内体制の整備が求められている。

格付け機関には、当局に対する情報提供が求められ、また、検査も実施されることとなり、自由な活動が認められていたこれまでの経営環境は一転し、今後、格付け機関は欧州においても規制業種として監督されることとなった<sup>2</sup>。

当初の法律では、監督を担当するのは EU 加盟国のそれぞれの規制当局となっていたが、欧州における金融監督制度改革の一環として、証券市場を監督する欧州証券市場機構 (ESMA) が 2011 年 1 月 1 日に設立されたことを受けて、同年 7 月 1 日からは、登録を含めた格付け機関に対する全ての監督権限が ESMA に移管される予定である<sup>3</sup>。

## III. 登録作業の遅れ

新たな規制に従った格付け機関の登録は 2010 年 6 月から開始され、同 9 月までに 24 社が登録申請を行ったが、2011 年 4 月 19 日現在、正式に登録が受け付けられているのは、ドイツの格付け機関 2 社と日本の格付け機関 1 社のみである (日本については後述する証明制度による登録)。

ドイツの格付け機関の一つは、保険会社アリアンツグループに属し、中堅企業の格付けを専門とするユーラー・ヘルメス社 (2010 年 11 月 16 日登録受付) で、もう一社は、金融

<sup>1</sup> REGULATION (EC) No 1060/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 September 2009 on credit rating agencies. EU 加盟国において国内法化を要する指令 (Directive) ではなく規則 (Regulation) であり、全ての EU 加盟国において規制が直接適用される。

<sup>2</sup> 詳細については小立敬「EU の格付け機関規制案—サブプライム問題を踏まえた EU の対応—」『資本市場クォーターリー』2009 年冬号を参照。

<sup>3</sup> 2011 年 5 月 11 に法改正が成立し、7 月 1 日より実施予定。

アドバイスを提供する独立系ノンバンクのフェリ・ファイナンス社の子会社フェリ・ユーロレーティング社（2011年4月14日登録受付）である。日本の格付け機関は日本格付研究所（JCR）（2011年1月6日登録受付）である。いずれもESMAへの権限集中よりも前の申請であるため、登録の受付は各国当局となっており、ドイツの場合はドイツ連邦金融監督庁（BaFin）、日本の格付け機関の場合はフランス金融市場庁となっている。

2011年6月7日に移行措置が終了し、規則が完全に施行される予定だが、市場関係者からは登録作業の遅れを懸念する声があがっている。ESMAのステイブン・マイヨール長官が2011年5月16日にドイツ議会で行ったスピーチによれば<sup>4</sup>、欧州でのみ格付けサービスを提供する機関については、今後、数週間のうちに順次登録が受け付けられるだろうとのことである。

一方、スタンダード&プアーズ社やムーディーズ社、フィッチ社など世界中で最も広く利用されている格付け機関を指していると思われる「国際的に活動する大手格付け機関」については、活動が国際的に多岐にわたっているため「夏までに」登録を済ませると述べた。期限には間に合わないことが宣言されているともいえ、市場参加者の間にはその間の取り扱いがどうなるのかという不安が広がっている。

また、ESMAは、後述する保証制度（Endorsement）や証明制度（Certification）の運営のために、オーストラリア、カナダ、日本、米国について、格付け機関に対する監督制度の同等性評価を実施しているが、結果はまだ日本についてしか出ておらず、こちらについても作業の遅れを懸念する声が聞かれる。

#### IV. 第三国で発行された格付けの取り扱い

もう一つ、市場参加者が懸念していた点として、第三国で発行された格付けの取り扱いがある。規則では第三国で発行された格付けをEU域内で利用する際に、EUと同等の監督を受けたものであることを確認するために保証（Endorsement）する制度と証明（Certification）する制度の二つが導入されている。保証制度については移行期間があり、2011年6月7日からの施行となっている。

保証制度はEUで登録を受けた格付け機関が第三国のグループ会社で発行された格付けを保証する制度である。例えば、S&P社の欧州子会社が欧州で登録を受け、米国本社で発行される格付けを「保証」し欧州で利用することを想定している。

証明制度は、EUに登録する子会社が無い格付け機関のための制度である。この制度を利用できるのは、EU加盟諸国の何れにおいてもその活動が金融システムに重要な影響を与えない機関とされる。証明制度を利用するには、本国の格付け機関に関する規制がEUにおける規制と同等であると認められる必要があり、また、当該格付け機関が本国で適切に監督されていることが前提となっている。前出の日本のJCRはこちらの制度を利用した

<sup>4</sup> スピーチについては以下を参照。<http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7570>

登録である。ちなみに日本の格付け機関に対する監督制度は2010年9月28日にEUから同等であるとの認定を受けている。

市場参加者が特に懸念しているのは、スタンダード&プアーズ社やムーディーズ社、フィッチ社が対象になると思われる保証制度の運用に関してである。規則では第三国の格付け（格付け機関）が欧州の格付け機関規制で定められる条件と比べて、少なくとも同等に厳格な条件を満たしていることが求められている（規則第4条3項(b)）。

ESMAが2011年3月18日に出したガイドライン案では、「同等に厳格な条件」については、第三国において格付け機関に対する「法律もしくは規則で規定」されていなければならないとされている。これについて、市場関係者からは、同じ条件が必ずしも第三国の法律で規定されないことも十分考えられ、ハードルが高すぎると懸念された。

各国ではFSBやG20、IOSCOなどのガイドラインに従って国際的にできるだけコーディネートされた格付け機関の監督制度を導入しようとはしているものの、国によって規制の実施方法や、特に法律や規則での規定の仕方が異なるのは当然である。そもそも欧州と全く同じような法律や規則を求めるのは、法律の域外適用に等しく、実質的に困難であると言える。また、法律や規則は将来的に状況に応じて改正されるものであり、第三国の改正の内容次第で、欧州で利用されている格付けの規制上の有効性自体が不安定となる可能性もある。

欧州の金融機関の業界団体である欧州金融市場協会（AFME）はガイドラインについて、「第三国の法律や規則での規定という前提は、もともと欧州の規則では求められていない。これを求めることは第三国の格付け、特に米国で発行された格付けが利用できなくなる可能性がある。仮に利用できなくなった場合、自己資本規制におけるリスクの評価において多大な影響がもたらされる」。また、「欧州での規則作成当時、保証制度は第三国で発行された格付けの利用に柔軟性を持たせようとして検討されたものであり、（第三国の法律や規制の有無が前提ではなく）あくまでも自己的に義務を課すものであったはずである」との懸念を表明している<sup>5</sup>。また、欧州銀行協会（EBF）も同様のコメントを寄せている<sup>6</sup>。

金融機関の多くは自己資本規制におけるリスクの計算に外部の格付けを利用しており、仮に格付けが利用できなくなった場合には、対象資産は「無格付け」となり、自己資本の追加が必要となる。特に自社の信用評価モデルを利用せずに、外部の格付けを利用する標準的な手法を利用している中小金融機関への影響は大きい。欧州では金融機関の自己資本合計のうち6割が標準的な手法を利用して計算されていると言われている<sup>7</sup>。

また、自社の信用評価モデルを利用している金融機関においても、証券化商品など複雑な商品については外部の格付けが利用されていたり、トレーディング勘定のリスク計算に

<sup>5</sup> 欧州金融市場協会のコメントについては <http://www.afme.eu/document.aspx?id=5012> を参照。

<sup>6</sup> 欧州銀行協会のコメントについては

<http://www.ebf-fbe.eu/uploads/documents/positions/FinMark/05%20April%20D0601C%20final-2011-ESMA%20CP%20on%20ratings%20endorsement.pdf> を参照。

<sup>7</sup> 欧州銀行機構（EBA）のデータ。2009年の値。

において格付けが利用されている。さらに、金融市場取引における担保やカウンターパーティ・リスクの評価にも格付けは利用されており、影響は広範囲に及ぶだろう。ESMA の影響度分析では、企業向け資産で 6.4 億ユーロ、証券化商品で 93 億ユーロの追加自己資本が必要となるという金融機関のケースも紹介されている。

これらの影響は最終的には証券を発行する企業や政府などの調達コストの上昇として反映されるかもしれない。欧州の企業の中にはスタンダード&プアーズ社やムーディーズ社、フィッチ社など米国の主要な格付け機関からしか格付けを取得していないところも多い。ESMA の推計によれば、全世界の 40 万を超える格付けのうち実に 93%が米国で発行されたものであるという。

## V. ESMA は大きな市場の混乱をもたらさないことを約束

ESMA はこうした市場参加者からの懸念に応えるため、2011 年 6 月 7 日以降の欧州における格付けの取り扱いについて、5 月 18 日にガイドラインを発行した。

登録作業が遅れていることもあり、ESMA は、格付け機関の登録、及び登録格付け機関による第三国で発行された格付けに対する保証についての承認が完了するまで、それらが発行する格付けを規制目的等で利用することが可能であることを明確にした。

また、第三国で発行された格付けについては、保証制度における条件を仮に満たさないと当局から判断された場合についても、市場や金融機関に与える影響を考慮して、3 カ月の間はその格付けを利用することが可能であること、状況に応じてその期間をさらに 3 カ月延長することが可能であることを明確にした。

一方で、保証制度の利用の条件として、第三国において欧州と少なくとも「同等に厳格な条件」が、格付け機関に対する法律もしくは規則で規定されていなければならないという点については、ESMA はその前身である欧州証券規制当局委員会（CESR）が 2010 年 6 月に公表したガイドラインの解釈をそのまま利用しただけであること、さらに、その解釈については当時、市場関係者と欧州委員会の間で既に合意されているとして、変更はないとした。

ただし、第三国の制度を評価する際には、条文の文言の一致まで求めるといったことはせず、あくまでも欧州の規制と第三国における規制が同様の効果をもたらす、同じ目的を達成できるかどうかといった点を、柔軟性を持って評価するという方針が示された。

先の ESMA 長官によるドイツでのスピーチでも、格付け機関規制の導入において「第三国の格付けの取り扱いの変更による市場の混乱は避けなければならない。十分な数の格付けが引き続き金融機関等が利用できるようにしなければならない」と発言しており、当局による杓子定規な運用によって格付けを利用する投資家や金融機関の間に無用な混乱が生じることは取りあえずは避けられそうである。

今後、欧州では格付けへの過度の依存を制限するための改革や、格付け機関の競争をより促すための改革、利益相反を防ぐための更なる改革なども検討されている。規制上の格

付けへの依存の削減は、国際的にも議論されているテーマであり、米国ではドッド=フランクリン法の下で既に取り組みが始まっている<sup>8</sup>。したがって、格付け機関、投資家や金融機関は、格付けの利用が継続できたと一息をつく暇はなさそうである。

---

<sup>8</sup> 米国における格付けへの依存を制限するための規制改革の状況については、小立敬「証券会社のネット・キャピタル・ルールから格付参照の廃止を図る米国 SEC の提案」『野村資本市場クォーターリー』2011年夏号ウェブサイト版を参照。