

## 日米欧の新たな格付機関規制の方向性<sup>1</sup>

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 現在、サブプライム問題の中心的な議論の一つとして格付機関が発行していた証券化商品の格付のあり方が問題となっており、日本および米国、EU を中心に格付機関に対する公的規制が新たに導入または見直しされようとしている。日米欧の格付機関規制の強化は、サブプライム問題を発端とする金融危機の対応策の一環として国際的にも最重要課題の一つとなっている。
2. サブプライム問題でみられた大幅な証券化商品の格下げはモデル・エラーに起因する。モデル・エラーの原因として証券化商品の格付について格付機関の利益相反の問題が指摘されており、利益相反を生じやすい環境的な要因が背後に存在したことが明らかになっている。一方、利益相反を回避するには格付機関のガバナンスが機能していることが重要であるが、SEC が行った検査では格付機関のガバナンスについて多くの問題が認められた。
3. 日米欧ではいずれも格付機関に登録制が導入されることとなるが、その監督の枠組みはそれぞれに異なる。また、日米欧では格付機関に対する規制スタンスも異なっており、サブプライム問題で明らかになった証券化商品の格付に関する問題への対処として、1 対 1 対応型の米国、格付機関のガバナンス強化を重視する EU、IOSCO の基本行動規範と国際的な調和に重点を置く日本に分かれる。
4. 日米欧で進められている格付機関に対する規制の導入・見直しは、格付機関の利益相反の回避、格付プロセスの透明性の向上などを狙いとしており、基本的な規制の方向性は一致している。しかしながら、原資産情報の開示に係る情報の提供範囲、アナリストのローテーション制度、格付機関のガバナンス強化などに関して規制の相違がある。規制ギャップを解消し、国際的な格付機関規制のコンバージェンスをどのように行っていくかが次の課題となる。

<sup>1</sup> 本稿は、2009年1月23日時点で入手可能な情報に基づいて執筆したものである。

## I 日米欧における格付機関規制の導入・見直し

### 1. 日米欧で進む格付機関に関する規制の導入・見直し

現在、サブプライム問題の中心的な議論の一つに、格付機関が発行していた住宅ローン担保証券（RMBS）や債務担保証券（CDO）を始めとする証券化商品の格付のあり方の問題がある。そのため、日本および米国、EU（欧州連合）を中心として格付機関に対する公的規制が新たに導入または見直しされようとしている。

2001年のエンロンの不正会計事件を機に格付機関に対する規制導入の検討が行われた米国では、2006年格付機関改革法の成立を受けて2007年6月に格付機関規制が導入された。さらに、サブプライム問題の顕在化によって証券化商品の格付のあり方が問題となったことから、証券取引委員会（SEC）は格付を発行していた米系のムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、英米系のフィッチに対して検査を実施し、その結果を踏まえて2008年6月に規制の見直しを図る規則案を公表した<sup>2</sup>。その後、SECはパブリック・コメントの手続きを経て、2008年12月に最終規則と一部内容に係る新たな規則案に関する規制方針を公表した<sup>3</sup>（別紙参照）。SECはその方針に沿って近いうちに最終規則および一部規則案を策定し公表する見通しである。

一方、EUでは、2003年のパルマラットの不正会計事件を受けて格付機関に対する規制導入の検討が行われたものの、2006年9月に一旦は規制導入が見送られ、格付機関による証券監督者国際機構（IOSCO）の「格付機関の基本行動規範」の自主的な遵守の状況を見守っていくという結論に至った。しかし、サブプライム問題の発生を受けて、2007年10月のEU財務相会合を機に再び格付機関に対する規制の必要性に焦点が当てられ、2008年7月には、欧州閣僚理事会が格付機関規制の導入を正式に決定することとなった。欧州委員会はその決定を踏まえて、2008年11月にEU域内に適用する「格付機関規制案」を公表した。このEU規制案は、欧州議会および閣僚理事会における採決を待つ段階となっており、採決が行われればEU官報の掲載日から6ヶ月後に施行される予定となっている<sup>4</sup>。

こうした欧米の動向を踏まえて、日本でも格付機関に対する規制の導入が図られようとしている。2007年秋に格付機関に公的規制を導入する検討を行う方針が金融庁から示され、その後、2008年10月に金融庁長官の諮問機関である金融審議会が格付機関の規制導入の検討が正式に始まった。そして、金融審議会は2008年12月、格付機関の登録制の導入を諮問する金融審議会報告を策定・公表した<sup>5</sup>。現在、金融商品取引法を改正し同法において格付機関の登録制を導入する方針の下、法律改正作業が進んでいる。

<sup>2</sup> 拙稿「サブプライム問題と証券化商品の格付—米国 SEC の格付機関規制の見直しとその背景」『資本市場クォーターリー』2008年夏号を参照。

<sup>3</sup> SEC プレスリリース No.2008-284 およびファクトシートを参照。

<sup>4</sup> 拙稿「EU の格付機関規制案—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>5</sup> 「金融審議会金融分科会第一部会報告—信頼と活力のある市場の構築に向けて」（2008年12月17日）を参照。

## 2. 格付機関規制に関する国際的な議論

日米欧を中心とする格付機関規制の強化は、サブプライム問題を発端とする金融危機への対応策の一環として国際的にも最重要課題の一つとなっている。

まず、2007年10月に開催された7カ国財務相・中央銀行総裁会議（G7）の諮問を受けて2008年4月に策定された金融安定化フォーラム（FSF）の報告書<sup>6</sup>では、①格付プロセスの質の向上、②証券化商品に関する格付の区別および開示の拡充、③格付機関による原資産のデータの質の評価、④投資家および規制当局による格付利用の見直しといった格付実務の改善が提言された。また、IOSCOの基本行動規範についてもサブプライム問題を受けて2008年5月に大幅に改訂されている。

さらに、2008年11月の20カ国・地域（G20）による金融・世界経済に関する首脳会合（金融サミット）では、格付機関に対する規制強化の方針が明確に打ち出された。具体的には、金融サミットの行動計画において、①2009年3月末までの当面の措置として、格付機関が証券監督者の国際機構が定める高度な規範（IOSCOの基本行動規範）を遵守し、利益相反の回避、投資家および証券発行者に対する開示の強化、複雑な金融商品の格付の区別を確かなものとするための措置を各国当局が講じること、②中期的な措置として、公開格付を提供する格付機関を対象として登録制度を導入することが謳われている。

## Ⅱ サブプライム問題で判明した証券化商品の格付の問題

### 1. 露呈した証券化商品の格付のモデル・エラー

証券化商品には主にムーディーズ、S&P、フィッチが格付を発行していた。サブプライム問題の表面化を受けて、サブプライム・ローンを裏付けに組成されたRMBSやサブプライムRMBSなどを原資産とするABS CDOの格付は、過去に例のない格下げを経験した。ムーディーズの格付を例にみると、サブプライムRMBSの格付は2008年2月までに2006年発行分で94.2%、2007年発行分で76.9%が格下げされ、CDOの格付は2007年に前年の約10倍に相当する1,655の格下げが行われた。複雑なストラクチャーのABS CDOは格下げ幅も大きく、最上位から最下位の格付に格下げされたものもあった（図表1）。

証券化商品の格下げは、格付機関が格付を決定する際に利用するモデルにエラーが生じたことが直接の原因である。サブプライム・ローンは比較的最近の商品であるため、サブプライムRMBSのデフォルト・データは、金利が低く所得・雇用の水準も良好で住宅価格が上昇した2000年代初め以降の経済環境を反映したものであり、経済が悪化し住宅価格が下落するダウンサイドにおけるデフォルトの発生データが含まれていなかった。その

<sup>6</sup> Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008.

図表1 ムーディーズの格付遷移

<サブプライム RMBS>

2008年1月28日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C
Aaa	98.45% (5,519)	1.16% (65)	0.11% (6)	0.09% (5)	0.14% (8)	0.05% (3)			
Aa	0.71% (23)	94.50% (3,043)	0.62% (20)	1.24% (40)	1.24% (40)	0.71% (23)	0.40% (13)	0.34% (11)	0.22% (7)
A	0.03% (1)	0.52% (17)	60.83% (1,991)	17.26% (565)	10.69% (350)	6.02% (197)	1.50% (49)	1.10% (36)	2.05% (67)
Baa				43.51% (1,465)	12.65% (426)	18.53% (624)	7.99% (269)	6.27% (211)	11.05% (372)
Ba					29.68% (320)	13.64% (147)	6.96% (75)	9.18% (99)	40.54% (437)

<ABS CDO>

2007年12月31日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca/C	WR
Aaa	77.75% (898)	2.86% (33)	6.49% (75)	5.89% (68)	3.29% (38)	1.73% (20)	1.04% (12)	0.52% (6)	0.43% (5)
Aa		55.09% (292)	11.32% (60)	13.02% (69)	7.36% (39)	3.40% (18)	6.42% (34)	2.83% (15)	0.57% (3)
A			34.31% (164)	19.87% (95)	18.41% (88)	7.11% (34)	11.72% (56)	8.58% (41)	
Baa				29.08% (146)	19.72% (99)	14.94% (75)	17.33% (87)	18.73% (94)	0.20% (1)
Ba					24.26% (41)	20.12% (34)	20.71% (35)	33.14% (56)	1.78% (3)
B								100.00% (2)	

(出所) ムーディーズ (2008) 「証券化商品の格付遷移 (1983年 - 2007年)」をもとに野村資本市場研究所作成

ため、サブプライム・ローンのデフォルト率は4.5~6%と過小推計され、サブプライムRMBSの格付は妥当性を欠く結果となった<sup>7</sup>。さらに、米国で住宅価格が下落に転じデフォルト増加が懸念される中で、モデルの前提条件の修正が遅れたという問題もある。格付機関は2006年終わり頃までにサブプライム・ローンのデフォルト増加の見通しを市場に警告していたが、低く見積もられたデフォルト率の前提条件は適切なタイミングで修正されなかった。また、住宅価格の見通しについても、2006年半ばに全国的に下落に転じた後、見通しの修正が遅れたことが指摘されている<sup>8</sup>。

サブプライムRMBSなど原資産プールの証券に付与された格付を前提に評価されたABS CDOの格付については、原資産プールの証券間のデフォルトのコリレーション(相関係数)を過小評価していたこと、モノライン保険会社がクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)を通じて提供していたプロテクション(保証)に過度に依存していたことなどの問題点が指摘されている<sup>9</sup>。

<sup>7</sup> Charles W. Calomiris, *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, October 2, 2008.

<sup>8</sup> BIS, *Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?*, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 32, July 2008

<sup>9</sup> John C. Coffee, *The Role and Impact of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Markets*, Testimony before the Senate banking Committee, September 26, 2007.

## 2. 格付機関の利益相反

### 1) 利益相反を生んだ環境要因

証券化商品の格付にモデル・エラーが生じた要因として格付機関の利益相反の問題が指摘されており、その背後には利益相反を生じやすい環境的な要因があった。

第一に、米国の NRSRO という公認格付機関制度の導入による格付市場の寡占化である。NRSRO は 1975 年に SEC がブローカー・ディーラー（証券会社）の自己資本規制を導入する際に格付の利用を目的として導入した制度であり、当初からムーディーズ、S&P、フィッチは NRSRO に認定されていた。その後、NRSRO は様々な金融規制で利用されるようになり、公的なお墨付きの性格を帯びて、次第に競争制限的な制度となっていく。その後、エンロン事件を機に格付機関に対する規制の導入が議論された結果、格付機関の競争促進を目的とした格付機関改革法が成立し、SEC による NRSRO 認定プロセスの透明性向上が図られ、NRSRO は SEC に登録することが必要となった。

もっとも、2007 年の格付収入シェアでは、ムーディーズと S&P がそれぞれ 4 割、フィッチが 15%程度と上位 3 社で 95%のシェアを占めている<sup>10</sup>。さらに、証券化商品の格付に限ってみると、SEC によれば SEC 規則の導入後にはムーディーズが 11 万、S&P が 19 万、フィッチが 7 万という格付発行数に上る一方、発行数が 1,000 を超える格付機関はその他にはないなど、上位 3 社による寡占の状況となっていた。

第二に、「発行者支払いモデル」と呼ばれる格付機関の収入構造の問題である。格付機関の収入は、通常、証券発行者やアレンジャーから格付発行の対価として支払われる格付手数料に拠っており、さらに、ムーディーズ、S&P、フィッチは証券化商品の格付手数料の収入依存度が高く、格付収入全体の 4~5 割に達していた。発行者支払いモデルは格付発行数を増やせば利益につながるため、証券発行者やアレンジャーの利益を考慮して格付を決定するインセンティブが働く。発行者支払いモデルは利益相反を内在した収入モデルであり、利益相反の回避が極めて重要な課題となる<sup>11</sup>。

第三に、証券化商品の格付プロセスは格付機関とアレンジャーの相互作用のプロセスである点である<sup>12</sup>。一般に、証券化商品の格付は原資産プールの期待損失の推計と証券化商品のキャッシュフローに関する分析によって決定される。重要な点は、証券化商品のキャッシュフロー分析では、証券化商品のストラクチャー、特に信用補完（優先劣後、超過担保、超過スプレッド、保証）の評価が格付決定の重要な要素となることである。

信用補完はストラクチャーの設計時に調整されることが多く、その調整には格付の決定が関係している。すなわち、アレンジャーから提示された信用補完を格付機関の

<sup>10</sup> Moody's, *Investor Presentation*, May 2008.

<sup>11</sup> 前掲注 8 参照。

<sup>12</sup> Joseph R. Mason and Joshua Rosner, *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions*, May 2007.

アナリストが分析した結果、信用補完の不足などからアレンジャーが目標とする格付を付与できない場合、アナリストはその旨をアレンジャーにフィードバックする。一方、アレンジャーは信用補完の水準を向上させるなどストラクチャーを調整して再びアナリストに評価を依頼して目標格付を得ようとする。証券化商品の格付プロセスは、アレンジャーとアナリストの相互作用のプロセスであり、債券などと比べると証券化商品のストラクチャーの設計における格付機関のアナリストの関与の度合いが強い（図表2）。

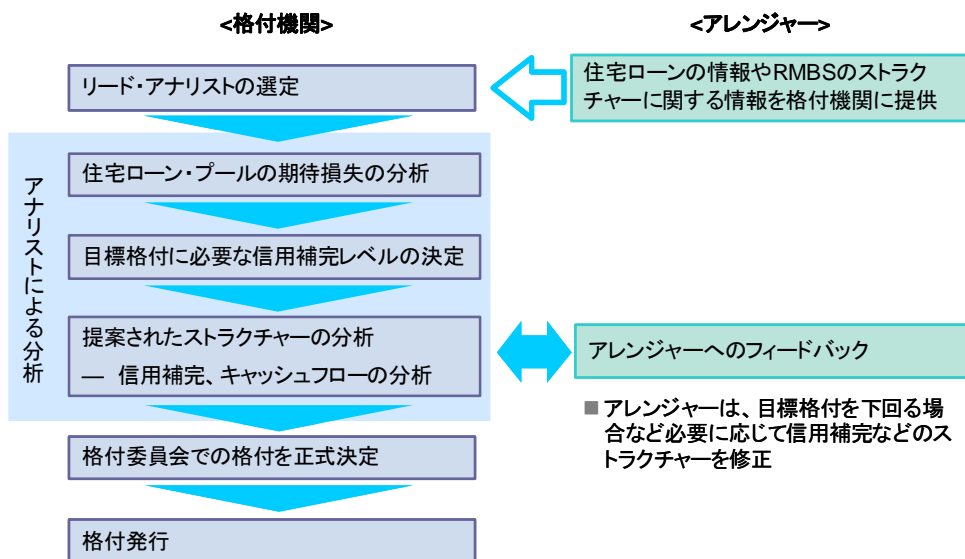
## 2) 証券化商品の格付に係る利益相反

このような環境要因を背景に格付機関は利益相反を生じていた可能性がある。

第一に、証券化商品の格付業務はアレンジャーの意向が反映されやすい環境にあったことである。ムーディーズ、S&P、フィッチに対するSEC検査では、調査対象の642件のサブプライムRMBSについては金額・件数ともに全体の80%がアレンジャー12社との取引であり、368件のABS CDOは件数で92%、金額で80%の取引がアレンジャー11社に集中していたことが明らかになった。このような状況は、相当多数の証券発行者を取引相手とする社債の格付業務とは異なり、格付機関を選ぶ側のアレンジャーの影響が格付機関に及びやすく、アームズ・レングスの取引関係の維持を難しくする。

第二に、顧客が少数に限られている状況における「格付ショッピング」の問題がある。一般に格付手数料は格付発行の対価として支払われることから、アナリストが格付決定の分析プロセスに入っていたとしても発行前に依頼が取り下げられれば格付機関は収入を得られない。一方、アレンジャーは複数の格付機関に格付発行を依頼し、

図表2 証券化商品（RMBS）の格付けプロセスの特徴



(出所) 野村資本市場研究所

最も望ましい格付を提案した格付機関だけを選ぶことができるという有利な立場に置かれている。さらに、顧客であるアレンジャーの数が限られているため、格付機関にはその意向に配慮するインセンティブが強くなり利益相反を生じやすくなる。

第三に、証券化商品のストラクチャーに関する格付機関の提案である。格付機関がアレンジャーの目標格付を付与するためにアレンジャーに対してストラクチャーの提案や推奨を行うと、格付機関は自らの提案・推奨に対して格付を与えることとなる。これは、格付の中立性や客観性を失い、格付機関の利益相反を助長する行為と捉えることができる。

### 3. 格付機関のガバナンス

#### 1) 内部ガバナンスの問題

利益相反に直面する格付機関がそれを回避するには、ガバナンスが適切に機能していることが重要である。しかし、ムーディーズ、S&P、フィッチに対する SEC の検査報告書では、内部文書や電子メールのやり取りなどから、格付プロセスの重要事項が開示されていないこと、格付手法・手続きの開示が不十分であること、格付プロセスの重要な記録に不備があることなどの問題が認められている<sup>13</sup> (図表 3)。その多くは格付機関のガバナンスに不備や欠陥があったことを示唆するものである。

図表 3 SEC 検査で明らかになった問題

● 証券化商品の格付発行に際して、取引量と複雑さの増大という困難に直面している。
● 格付決定に関係する格付基準(クライテリア)の中に対外的に公表されていないものがある。
● 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。
● RMBSやCDOの格付に特定された手続きが文書化されていない。
● 格付モデルや格付手法で生じるエラーに対応するための方針・手続きが存在しない。
● 格付モデルからの逸脱やモデル外で行われた調整について必ずしも記録に残されていない。
● 格付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。
● 格付委員会の出席者の記録が残されていない場合がある。
● 経営資源の制約からモニタリングがタイムリーに行われていない。
● モニタリングの結果の文書化が行われていない。
● モニタリングの手続きが定められていない。
● 各格付機関は格付方針や手続きの規定によっ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ものの、アナリスト以外の格付プロセスにおける重要な関係者がフィーの交渉に参加することを禁じていない。
● アナリストは格付発行の契約数を確保するという格付機関にとっての利益を意識している。
● 格付機関は、市場シェアやその他の事業上の利害を踏まえて格付や格付基準に影響を与えうる事柄を排除する手立てを講じていない。
● 格付機関3社のうち2社では内部監査または経営者の対応プロセスが不適切である。

(出所) SEC 検査報告書

<sup>13</sup> SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008.

## 2) 品質管理の問題

証券化商品の格付にモデル・エラーが生じた背景として、格付の品質の維持や保証という品質管理の面における格付機関の不十分さも指摘できる。

格付機関は証券発行者やオリジネーター、アレンジャーなどから提出された情報やデータを利用して格付を決定しているが、通常、格付機関は情報やデータの検証を行わない。社債の格付であればその原データとなる財務データを監査法人が監査することになるが、証券化商品の格付の場合は、未検証の原データに不正や虚偽のものを含んでいれば格付の正確性の問題に直結する。したがって、提出された情報・データを格付機関が自ら検証したり、第三者が行ったデュー・デリジェンスを格付機関が評価するプロセスが必要である。

また、経営資源の制約からモデルの前提条件や格付に対するレビュー、モニタリングが十分に行われていなかったことが明らかになっている。サブプライム・ローンのデフォルトの増加を見通していたにもかかわらず、モデルの前提条件は適切なタイミングで修正されなかった。また、SECの検査報告書では、RMBSやCDOの格付に特定したモニタリング手続きを定めた文書が存在しなかったり、モニタリング結果が十分に記録されていないなどモニタリングやレビューのプロセスの不備も指摘されている。

経済サイクルの中でテストされノウハウを蓄積してきた債券の格付とは異なり、新しい商品の格付は、時系列データの制約や前提条件の適切性の問題などからデフォルト・リスクを過小評価している可能性がある。新商品の格付はモデル・エラーを修正しながら適正なものを実現するという *learning by doing* のプロセスにならざるを得ないと考えられる。その意味では、格付機関は証券化商品の格付について品質管理の面でより慎重であるべきであったといえる。

## III 日米欧の格付機関規制の方向性

### 1. 格付機関の登録制と監督の枠組み

#### 1) 登録制の導入

日米欧ではいずれも格付機関に登録制が導入されることとなる。格付機関に対する登録制の導入は、G20金融サミットの行動計画において各国当局の中期的な措置として位置づけられる国際的な課題の一つである。

すでに格付機関の登録制が導入されている米国では、格付の規制利用を目的とするNRSROに認定された格付機関は、SECに登録を行う仕組みとなっている<sup>14</sup>。格付機

<sup>14</sup> 一方、SECはNRSROの格付を規制で利用することによってもたらされる規制の格付依存度を緩和することを目的として、2008年7月にSEC規則における格付利用の廃止もしくは緩和を内容とする規制見直しの提案を行っている（前掲注2参照）。



関改革法によって新たに導入された規制の下で、SEC によって 2007 年 9 月に初めての NRSRO の認定が行われた。現在までのところ、ムーディーズ、S&P、フィッチに加えて、日系の格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）を含む全 9 社が NRSRO の認定を受けて SEC に登録を行っている。

一方、EU 規制案では、格付機関の格付が信用機関（銀行等）、投資会社（証券会社、運用会社等）、保険会社、集団投資スキーム（UCITS）、年金基金から規制上の目的で利用されるには格付機関の登録が必要となる仕組みである。つまり、米国でも EU でも格付が規制利用されるためには、格付機関は登録を行わなければならない。

これに対して金融審議会報告は、公的規制における格付利用が格付に対する投資家の依存度を高めていることを踏まえて、格付の規制利用と登録制を直接結びつけずに一定要件を満たす格付機関が「登録できる」という制度（＝信用格付業者）を設ける方針を示している。一方で、NRSRO の仕組みを模した「指定格付機関制度」や銀行の自己資本比率の国際的枠組みを定めるバーゼルⅡで利用される「適格格付機関制度」と、信用格付業者制度を結びつける方針を示していることから、実質的には、格付が規制利用されるには格付機関は金融庁等に登録することが必要となる<sup>15</sup>。

## 2) 日米欧で異なる監督の枠組み

米国の SEC 規則の下では、NRSRO に認定され SEC に登録を行った格付機関は SEC の監督下に置かれる。グローバルに格付業務を展開しているムーディーズ、S&P、フィッチのみならず、NRSRO として SEC 登録を行っている R&I や JCR については、米国外の格付業務であっても SEC 規則の遵守が求められる<sup>16</sup>。

一方、EU 規制案は EU 域内での適用に限られている。EU 域内で格付業務を展開する格付機関は、EU 加盟国の適切な監督当局に登録することが求められる<sup>17</sup>。海外に本拠地を置く格付機関が EU 域内で格付業務を行う場合は、EU 域内に設置する子会社を通じて登録を行うこととなる。

金融審議会報告では、EU 規制案の子会社設置義務を踏まえて原則的には日本での拠点設置を義務づけるものの、海外当局との情報交換により監督・検査の実効性が確保される場合には、拠点設置を免除するという枠組みを示している。

なお、米国では格付機関改革法で SEC が NRSRO の格付、格付手法・手続きを監督規制の対象とすることが禁止されており、EU 規制案でも監督当局が格付の内容に介入することが禁止されている。これは、格付が言論の自由を背景とする「意見」で

<sup>15</sup> 金融商品を顧客に勧誘する際に銀行や証券会社などが未登録の格付機関の格付を利用する場合、銀行や証券会社などは、その格付機関が公的規制において定める格付プロセス等の枠組みに則っていないこと、格付手法、前提、データ、格付の限界などについて具体的に説明しなければならない。

<sup>16</sup> 現時点で確認できる範囲では、SEC 規則は米国外で活動する NRSRO にも域外適用される。なお、NRSRO は、①金融機関、②保険会社、③証券発行业者、④資産担保証券、⑤政府債発行者の格付クラスごとの登録であるため、資産担保証券（証券化商品）の格付のみ NRSRO 登録を外すことは可能である。

<sup>17</sup> EU 規制案でも格付の種類ごとに登録が可能な仕組みとなっている。

あることに配慮したものである<sup>18</sup>。金融審議会報告もその点を考慮して、個々の格付の実質的内容そのものを規制対象とはしないという方針を述べている。格付機関の独立した意見の表明を妨げてはならないという意味で、行政が監督・検査を通じて格付の内容に踏み込むことは避けるべきであろう。

## 2. 格付機関の行為規制

### 1) 日米欧の規制スタンスの違い

米国の規制見直しについては、すでに2007年6月に格付機関改革法とそのSEC規則が施行されている。そのため、SECは証券化商品の格付に関して問題となった格付機関の利益相反の回避や格付プロセスの透明性の向上について既存の規則をベースに改正する方針である。誤解を恐れずにいえば、SECはサブプライム問題で露呈した証券化商品の格付のあり方に係る論点について1対1対応で対処を図っているようにみえる。これに対してEU規制案は、改訂されたIOSCOの基本行動規範を検討のベースとして証券化商品の格付に係る個別論点に対応し、さらに、潜在的な利益相反の問題の対処に踏み込んでいる。格付機関のガバナンス強化を様々なかたちで要請したり、アナリストに対してローテーション制度を導入しようとするEU規制案のスタンスは、そのことの表れである。

一方、日本の規制については、金融審議会報告では格付機関の独立性確保・利益相反回避、格付プロセスの品質と公正性の確保、市場参加者に対する透明性の確保を図ることを主眼とするとしているが、具体的な規制の内容についてはIOSCOの基本行動規範をベースとしつつ、欧米の枠組みとの国際的な整合性を図るという方針が述べられているのみである。証券化商品の格付の問題を起したのは主に欧米の格付機関であることもあり、格付機関規制という新しい規制の構築に対してそれほどプロアクティブなスタンスをとっておらず、国際的な調和を重視したアプローチとみられる。

### 2) 格付機関の利益相反の回避

証券化商品の格付を発行していた格付機関の利益相反が問われていることを受けて、日米欧の格付機関規制ではそれぞれ証券化商品の格付に関する利益相反を回避する手立てが講じられる。代表的なものとしては、格付機関による証券化商品のストラクチャーに関する提案・推奨の禁止がある。SEC規則では、NRSROおよび関係会社による債務者、引受人、スポンサーに対する提案の禁止が格付機関の禁止行為として新たに追加される。この禁止規定によって、格付機関のアナリストが証券化商品のストラクチャーについてアレンジャーに提案を行うことができなくなる。一方、EU規制案では、格付を付与された発行者やアレンジャーなどに対して格付機関が法的ストラ

<sup>18</sup> 格付機関は、格付は「意見」であって米国の憲法修正1条で認められた「言論の自由」で保護されていると主張しており、米国ではその主張を認めた裁判例もいくつかある。

クチャーや資産・負債、事業活動を対象としたコンサルティング業務、アドバイザー業務を提供することを禁じ、特に、証券化商品の設計に関してアナリストが提案または推奨を行うことを明示的に禁止する。また、欧米での検討を受けて金融審議会報告は、格付対象商品の発行者や仕組み商品の組成者等に対する一定のコンサルティング行為の同時提供の禁止について欧米と同様の枠組みを検討する旨を述べている。

さらに、格付機関の利益相反の回避に関して EU 規制案では、特徴的な対応が図られている。アナリストや格付承認者に対するローテーション制度（交替制）の導入である。アナリストおよび格付承認者は同一顧客に対して 4 年を超えて格付サービスを提供することが禁じられ、最低 2 年間はインターバルを設けることが規定されている。これは、監査法人の主任パートナーのローテーション制度を模したものと考えられる<sup>19</sup>。

### 3) 格付プロセスの透明性向上

証券化商品の格付の大幅な格下げとともに格付プロセスにおける透明性の欠如の問題も指摘されている。新たな格付機関規制では、格付手法・手続きの透明性の向上、特に証券化商品の格付プロセスに係る開示の強化が求められる。

まず、証券化商品の原資産に関する情報開示である。SEC が 2008 年 6 月に公表した当初規則案では、証券化商品の格付について、発行者、引受人、スポンサー等から NRSRO に提供され NRSRO が格付を決定する際またはモニタリングを行う際に利用するすべての情報について NRSRO に開示を求める提案がされていた。しかし、2008 年 12 月に SEC が公表した最終規則と一部規則案に係る規制方針では、原資産などの情報開示については他の NRSRO に限って情報を提供するように変更されており、情報の提供範囲が狭められている。一方、EU 規制案は、格付の作成に利用されるすべての主要な原情報を開示することを求めている。EU 規制案では情報開示の範囲は限定されておらず、投資家や NRSRO 以外の格付機関を含め様々な市場参加者が原資産に係る情報を入手することが可能である。この結果、米欧で規制の内容に関して差が生じることになる。

また、SEC 規則では証券化商品の格付の正確性に影響を与えるものとして、原資産の情報に対する検証が格付決定の際にどの程度考慮されているか、オリジネーターの質をどのように評価しているか、モデルの修正やモニタリングの頻度が格付のモニタリングに当たってどのように取り扱われているかに関して追加的に開示を行うことが求められる。一方、EU 規制案では格付手法やモデルに関する情報開示に加えて、モデルの主な前提条件を公表することが求められ、利用可能な情報が格付決定に十分に考慮されたかどうか、提供された情報を格付機関がどの程度検証したかについての開示が求められる。さらに、証券化商品の場合には、格付機関の損失分析やキャッ

<sup>19</sup> EU の法定監査指令では、上場会社などの監査に携わる監査人について、法定監査に主たる責任を有し監査報告書に署名を行う主任パートナーに対して、7年のローテーション、2年のインターバルが規定されている。

シュフロー分析に関する情報、原資産の検証について自らが評価したものか否か、その評価が格付の正確性にどのような影響をもたらすかといった点の追加的な情報提供が求められる。

また、現在の格付実務では一般に、格付手法を更新した場合に新しい手法に基づいて既発行の格付が見直されることはなく、新手法に則った新規の格付と既発行の格付の間にギャップがある。EU 規制案では、格付プロセスの透明性を高めるため、格付手法を更新した場合には新手法に基づいてすべての格付を見直すことを求めており、格付機関はこれまでの格付実務を改めることが必要となる。

概して SEC 規則に比べると EU 規制案のほうがより広い範囲で格付プロセスの透明性の向上を促しているように思われる。なお、金融審議会報告では、格付方法・プロセスの適切な開示は市場参加者にとって不可欠であるといった原則的な方針は述べられているものの、その具体的な規制のあり方は明らかではない。

#### 4) 格付機関のガバナンスに係る規制

EU 規制案の特徴として、格付機関のガバナンスのあり方に大きく踏み込んでいることが挙げられる。潜在的に利益相反が生じやすい環境に置かれた格付機関に対して、適切な内部統制メカニズムを構築し、格付機関の業務上のインセンティブと格付の機能の分離を図ることを規制化に際しての重要な目的としているためである<sup>20</sup>。

具体的には、EU 規制案では格付プロセスの独立性、利益相反の管理、コンプライアンスに責任をもつ機関として、最低 3 名の独立取締役をメンバーに含む管理委員会（または監督委員会）の設置が格付機関に義務づけられている。また、コンプライアンス、経営管理・会計、リスク評価の方針策定、情報システム管理、利益相反の管理・記録、格付モニタリングにおけるレビュー機能の確立など内部ガバナンスの充実を求める規定が多く盛り込まれており、格付機関はさらに年次ベースで透明性報告を開示しなければならない<sup>21</sup>。

#### 5) 証券化商品の格付の区分

EU 規制案では、証券化商品の格付と他の証券の格付の区分を求めている。すなわち、証券化商品の格付を発行する際は、①証券化商品の格付と他の証券の格付を区別する、または、②格付手法の説明、他の証券との格付決定や信用リスクの違いに関する説明を記載したレポートを発行するという二つの選択肢を示している。これは、証券化商品の格付と債券など他の証券の格付がもつ性質の違いについて投資家の誤解を防ぐための措置であり、FSF 報告書の提言や G20 の行動計画でも示された国際的な

<sup>20</sup> なお、ムーディーズはニューヨーク証券取引所に上場しており、上場会社として内部統制や独立取締役を始めとするガバナンス体制の構築が求められている。一方、S&P およびフィッチはそれぞれ米国の出版会社マグローヒル、フランスの持株会社フィマラックの非上場子会社である。

<sup>21</sup> 透明性報告には、①格付機関の法的形態・所有形態、②品質管理システム、③人員配置、④格付の記録に関する方針、⑤独立性に関する内部レビュー、⑥経営管理方針およびアナリストのローテーション方針、⑦格付手数料の年間収入および非手数料収入に関する情報、⑧ガバナンスに関する説明が記載される。

課題である。

SEC 規則についても当初規則案の段階では EU 規制案とほぼ同様の措置が規定されていた。もっとも、最終規則と一部規則案に係る SEC の規制方針では、証券化商品の格付の区分に関する記述が見当たらない。この対応については投資家からの反対も強く、最終規則および一部規則案において SEC は証券化商品の格付を他の証券の格付と区分することを格付機関に要請しないことも想定される。

## IV 今後の展望

現在、日本、米国、EU において進められている格付機関に対する規制の導入または見直しは、サブプライム問題によって表面化した証券化商品の格付の問題に対応することを主な狙いとしている。日米欧の新たな格付機関規制は、格付機関の利益相反の回避、格付プロセスの透明性の向上を図ることなどを狙いとしており、基本的な規制の方向性は一致している。そして、こうした規制の方向性は、サブプライム問題を発端とする金融危機への対応策の一環として FSF 報告書の提言、IOSCO の基本行動規範および G20 金融サミットの行動計画などで提示された国際的な重要課題に定めるものである。

例えば、格付機関の利益相反の回避については、日米欧で共通に、証券化商品の格付プロセスにおけるアナリストのストラクチャーに関する提案が禁止される。また、格付プロセスの透明性の向上という点では、格付機関は格付手法、モデルなどに関する開示が義務づけられると同時に、証券化商品の原資産のデュー・デリジェンスについて格付機関が自らの程度の検証を行っているか、またはオリジネーター等の第三者が行ったデュー・デリジェンスをどのように評価しているかといった点について開示を行わなければならない。

しかしながら、現時点ですでに SEC 規則と EU 規制案の間では規制内容の大きなギャップが存在することが明らかになっている。例えば、証券化商品の原資産の情報開示に関して、SEC 規則では開示対象が他の NRSRO に限られるのに対して、EU 規制案は原資産に関する情報を市場参加者に広く開示することを求めている。さらに、大きな違いを生んでいるのが、EU 規制案に規定されているアナリストのローテーション制度と格付機関のガバナンス強化に関する規定である。

このような規制ギャップの存在は、国際的に業務を展開する格付機関あるいは格付業界にとって非効率性を生む原因となるだけでなく、格付機関が有利な法域を選ぼうとする法規制のアービトラージを行うインセンティブを与える。したがって、日米欧で格付機関規制の導入・見直しを直ちに実施に移すことがまずは優先されるが、将来的には規制のギャップを解消していくことが望ましく、国際的な格付機関規制のコンバージェンスをどのように行っていくかが重要なテーマとなることが予想される。その際、欧米の間に位置する日本の金融当局は規制のあり方についてイニシアティブをとり得る立場にあることから、そのことも視野に入れて日本の格付機関規制の具体像を設計していくべきであろう。

別紙 SEC 規則案と最終規則・一部規則案に係る方針の比較

—下線部は規則案からの変更箇所

		SEC 規則案	最終規則・一部規則案に係る方針
フォーム NRSRO： 登録申請書	格付パフォーマンスの比較可能性向上	❖ 資産の種類に応じて、1年（短期）、3年（中期）、10年（長期）の格付パフォーマンス統計の作成	❖ 規則案と同じ
	格付手続き・手法の開示強化	❖ 原資産の情報に対する検証が格付決定の際にどの程度考慮されているか、オリジネーターの質をどのように評価しているか、格付のモニタリングの頻度およびモデルの修正がモニタリングにおいてどのように取り扱われているかに関する開示	❖ 規則案と同じ
17g-2条： 記録と保存	モデル外の格付調整根拠の記録	❖ 格付決定プロセスにおいて定量モデルが主たる決定要素となっている場合、モデルから得られた格付と発行された格付の間に重要な差異がある場合、その根拠を記録	❖ 規則案と同じ
	レーティング・アクションの開示	❖ 当初格付から現在の格付に至るすべてのレーティング・アクションとそれが行われた日付を6ヶ月以内に NRSRO のウェブサイトで提示	❖ 規則案と同じ
	アナリストに対する苦情の記録	❖ 格付手続きの開始、格付の決定・維持・モニタリング・変更・取り下げに関して、アナリストの仕事ぶりに対する苦情などのやりとりを記録	❖ 規則案と同じ  ❖ <u>発行者が手数料を支払う格付の10%に相当するランダムサンプルを開示し、NRSROとして登録し、500以上の格付を発行している格付クラスごとに文書化した履歴を開示</u>  ❖ <u>これらの情報は NRSRO のウェブサイト上で格付が発行されてから6ヶ月以内に公表</u>
17g-3条： 年次報告	レーティング・アクションの年次報告	❖ レーティング・アクションの総数について格付された資産の種類に応じて年次で報告	❖ 規則案と同じ

		SEC 規則案	最終規則・一部規則案に係る方針
17g-5条：利益相反の管理	ストラクチャー、原資産に係る開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 発行者、スポンサー、引受人から手数料が支払われて証券化商品の格付が発行される場合、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 が当初格付を決定する際に利用するすべての情報、②NRSRO が格付をモニタリングする際に利用するすべての情報の提供</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ <u>以下を新たに提案</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <u>発行者、スポンサー、引受人</u>が手数料を支払って証券化商品の格付を発行する場合、格付を決定する際およびモニタリングする際に利用される情報を他の NRSRO に提供しないで格付を付与することの禁止</li> <li>➢ 特に、証券化商品のアレンジャーから報酬を受ける NRSRO は、格付決定プロセスにある取引について他の NRSRO に限定して開示</li> <li>➢ NRSRO とアレンジャーが保持している情報にアクセスしようとする NRSRO は、格付決定を行うための情報アクセスの年間の証明書を SEC から受けることが必要</li> </ul> </li> </ul>
	禁止行為の拡充	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ NRSRO およびその関連会社が債務者および発行者、引受人、スポンサーに対して提案を行うことを禁止</li> <li>❖ 格付決定プロセスにおいて責任を有する者または格付決定の手続き・手法の開発・承認に責任を有する者が手数料について交渉・協議・取り決めを行うことを禁止</li> <li>❖ 格付決定、モニタリングを行うアナリスト、格付を承認する責任者が、格付を与える発行者、引受人、スポンサーから 25 ドル以上の贈答品を受けるとを禁止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 規則案に同じ</li> <li>❖ 規則案に同じ</li> <li>❖ 規則案に同じ</li> </ul>
17g-7条：新設	付属レポートの発行または格付記号の分離	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 証券化商品の格付を発行するごとに格付決定に用いた格付手法、他の証券等との格付決定との違い、他の証券等との信用リスクの質の違いを記述したレポートの添付、または、証券化商品のみを識別できる格付記号の利用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ <u>なし</u></li> </ul>

(注) 上記の比較は最終規則および一部規則案に係る SEC の方針を示したプレスリリースから作成しているため、最終的に策定・公表される最終規則および一部規則案とは内容が異なる可能性がある。

(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成