

実施報告：NPOフェアレーティング（2009年度）
公開シンポジウム：「格付け100年の歩みを今日の問題として考える」

〈趣旨〉

格付100年の歴史の歩みのなかで、今日ほど格付の重要性が高まってきている時代がないと考えられます。しかし、今日ほど格付会社の格付け手法等への批判、格付けについての信用情報の「質の信頼性」を揺るがしている時代もないと思われず。なぜなら、この度のアメリカのサブプライム問題に関連し、住宅ローン債権を裏付けとする証券化商品を中心に大量かつ大幅な格下げが2007年7月に発生し、格付の信頼を大きく揺るがしているからであります。その影響は、アメリカの投資銀行経営を行き詰まらせ、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの経営破たんを契機とする世界的な株価下落、金融危機を発生させました。

この度、米国、欧州連合（EU）ならびに日本の金融・証券規制監督当局は、格付会社と格付けについて規制の強化または導入を検討しています。

本シンポジウムでは、100年の格付けの歩みのなかで、格付会社を含む格付100年の歴史的意義、いま格付の何が問題なのか、そこでの規制当局の格付規制の在り方がどうあるべきかについて公開討論会を下記のスケジュールで開催いたしました。

期日：2009年12月5日（土） 場所：日本大学経済学部7号館2F講堂

〈スケジュール〉

司会 田村香月子氏（関西大学）

ご挨拶・開題

13:30～13:40 黒沢義孝氏（NPOフェアレーティング代表・日本大学）

第1部 基調講演

13:50～14:20

「格付けに関する金融商品取引法の改正：その考え方と背景」

有吉 尚哉氏（弁護士：西村あさひ法律事務所）

14:20～14:50

「証券会社の目から見た格付け規制」

東 正憲氏（野村証券キャピタル・マーケット部

マネージング・ディレクター

14:50～15:20

「我が国格付会社の国際的認証を求めて－交渉当事者の証言－」

原田 靖博氏（格付投資情報センター特別顧問）

15:20～15:35 休憩

第2部 パネルディスカッション 15:35~17:00

コーディネータ 江川由紀雄氏

パネラー

大村 隆博氏 (ウェスタン・アセット・マネジメント・
投資運用部・ポートフォリオ・マネジャー)
徳島 勝幸氏 (ニッセイ基礎研究所)
森田 隆大氏 (前ムーディーズ・ジャパン・マネジングディレクター)
有吉 尚哉氏 (弁護士、西村あさひ法律事務所)
東 正憲氏 (野村証券キャピタル・マーケット部マネージング・ディレクター)
原田 靖博氏 (格付投資情報センター特別顧問)

17:00~17:10 閉会の挨拶 箕輪 徳二 (埼玉大学)

17:30~19:00 懇親会

〈実施報告〉

「開題」 黒沢義孝氏 (NPO フェアレーティング代表・日本大学)

黒沢義孝氏からご挨拶並びに本シンポジウムの開題についてのお話がなされた。氏は、近年、格付が、「公共財」としての性格を持ち、金融取引においてその役割がますます重要になってきていることを主張され、格付 100 年の歴史のなかで今日ほど「格付」の重要性の高まりと、それに水を差すような、「格付」の信頼を揺るがすような時代を迎えていることを指摘された。日本、米国、EUの「格付」に関する規制が進んでいるが、本シンポジウムにおいて「格付」の在り方について日本でのこの方面での専門家、エキスパートの先生方にこの問題を討議し、その規制の在り方について認識を深め、健全で質の高い「格付」が金融経済の発展に貢献することを願っていますと、話された。

基調講演

第1 基調講演

「格付けに関する金融商品取引法の改正：その考え方と背景」

有吉 尚哉氏 (弁護士：西村あさひ法律事務所)

1 格付会社に対する規制の立法経緯

- ① 格付会社に対する規制の議論の背景については、サブプライム問題が顕在化した2007年中ごろ、多数の証券化商品について短期間に大幅な格下げがあり、欧米では、格付けについての在り方が議論された。そこでの主な論点は、(a)格付会社の利益相反、(b)格付けや格付けを前提となる情報の正確性、情報開示・情報の透明性、(c)商品ごとの（特に証券化商品と他の金融商品）の格付けの区別化などであった。
- ② 格付会社に対する規制を巡る国際的な取組みについて

- ・金融安定化フォーラムが格付会社・格付けの役割などに関する提言を報告
- ・IOSCO（証券監督者国際機構）が格付会社の基本行動規範の改訂版を公表
- ・金融・世界経済に関する首脳会合にて、格付会社に対する監督の実施に関して合意
- ・欧米でも、格付会社に対する規制強化の動き

③ 立法の動向と今後の見通しについて

- ・平成 21 年 6 月 17 日に信用格付業者規制の導入を含む「金融商品取引法等の一部を改正する法律」国会成立
- ・平成 21 年 10 月 16 日に「平成 21 年金融商品取引法等の一部を改正に係る政令案・内閣府令案等」の公表

上記法律は、公布の日（平成 21 年 6 月 24 日）から起算して 1 年を超えない範囲内において政令で定める日から施行（無登録業者による信用格付を利用した勧誘の制限については、公布の日から起算して 1 年半を超えない範囲内において政令で定める日から施行）。

2 信用格付業規制の概要－金融商品取引法等の一部を改正する法律（案）抜粋

(1) 規制の概要

① 規制の概観

○信用格付業者に対する登録制の導入

- ・信用格付業を公正かつ的確に遂行するための体制が整備された格付会社を登録

○信用格付業者に対する規制・監督

- ・登録格付業者に対して次のことを義務付け
誠実義務、格付方針等の公表、説明書類の公衆縦覧の情報開示義務、利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の体制整備義務、格付対象の証券を保有している場合等の格付の提供の禁止
- ・登録を受けた信用格付業者に対する報告徴求・立入検査、業務改善命令等の監督規定を整備

○「無登録業者による格付を利用した勧誘の制限」を設けている。

- ・金融商品取引業者等が、無登録業者による格付である旨等を説明することなく無登録業者による格付を提供して、金融商品取引契約の締結の勧誘を行うことを制限

② 規制対象となる「信用格付業」

- ・「信用格付業者」（金商法 2 条 36 項）
金商法 66 条 27 の規定により「内閣総理大臣の登録を受けた者」
「信用格付業を行う法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む。～）は、内閣総理大臣の登録を受けることができる。」

この条文では「～登録を受けることができる」とされており、登録を受けない限り信用格付業を営むことができないというわけではないが、金融商品取引業者等が無登録業者の格付けを利用する場合には、一定の事項を説明しなければならないため、信用格付業を営む者が登録を行う事実上のインセンティブが生じる。

・ 「信用格付業」（金商法 2 条 35 項）

「信用格付を付与し、かつ、提供し又は閲覧に供する行為（行為の相手方の範囲その他行為の態様に照らして投資者の保護に欠けるおそれが少ないと認められるものとして内閣府令で定めるものを除く。）を業として行うこと」

内閣府令により「信用格付業」から除外される行為（定義府令案 25 条）としては、いわゆるプライベートレーティングなどがある。

・ 「信用格付」（金商法 2 条 34 項）

「金融商品又は法人（これに類するものとして内閣府令で定めるものを含む。）の信用状態に関する評価（以下「信用評価」という。）の結果について、記号又は数字（これらに類するものとして内閣府令で定めるものを含む。）を用いて表示した等級（主として信用評価以外の事項を勘案して定められる等級として内閣府令で定めるものを除く。）」

すなわち、「信用格付」は、主に「金融商品の信用状態に関する評価」と「法人の信用状態に関する評価」が対象で、その評価を「記号又は数字を用いて表示した等級」が対象となる。したがって、等級に該当しない各種の指標は「信用格付」に該当しない。

③ 信用格付業者に対する規制

○登録（金商法 66 条の 27～66 条の 31）

○誠実義務（金商法 66 条の 32）

「信用格付業者並びにその役員及び使用人は、独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行しなければならない。」

○業務管理体制の整備（金商法 66 条 33）

信用格付業者が整備しなければならない業務管理体制が満たすべき主な要件（金商業等府令案 306 条）

- ・ いわゆるローテーション・ルール
- ・ 業務の適正性を確保するための体制整備
- ・ 法令等遵守、利益相反防止、情報管理などのための措置
- ・ 信用格付の付与に係る過程の品質管理の方針の策定及びその実施に関する措置
- ・ 監督委員会の設置に関する措置

○名義貸しの禁止（金商法 66 条 34）

○禁止行為（金商法 66 条の 35）

○格付方針等（金商法 66 条の 36）

「1 信用格付業者は、内閣府令で定めるところにより、信用格付を付与し、かつ、提供し又は閲覧に供するための方針及び方法（次項において「格付方針等」という。）を定め、公表しなければならない。これを変更したときも、同様とする。
2 信用格付業者は、格付方針等に従い、信用格付業の業務を行わなければならない。」

「格付方針等」とは、イ、信用格付の付与に係る方針及び方法（「格付付与方針等」）、ロ、信用格付の提供又は閲覧に供する行為に係る方針及び方法（格付提供方針等）である（金商業等府令案 313 条 1 項）。

○業務に関する帳簿書類（金商法 66 条の 37）

○事業報告書の提出（金商法 66 条の 38）

○説明書類の縦覧（金商法 66 条の 39）

「信用格付業者は、事業年度ごとに、業務の状況に関する事項として内閣府令で定めるものを記載した説明書類を作成し、毎事業年度経過後政令で定める期間を経過した日から一年間、これをすべての営業所又は事務所に備え置き、公衆の縦覧に供するとともに、内閣府令で定めるところにより、インターネットの利用その他の方法により公表しなければならない。」

信用格付業者の説明書類に記載することが求められる業務の状況に関する事項のうち、主なものとしては、「信用格付業者の概況及び組織に関する事項、業務の状況」、「業務管理体制の整備の状況」、「格付方針等の概要」、「信用格付業者の関係法人及び子法人の状況」がある（金商業等府令案 318 条）。

○監督規定・雑則（金商法 66 条の 40～66 条の 49）

信用格付業者に対する監督権限の行使に際して、監督官庁は、個別の信用格付又は信用評価の方法の具体的な内容に関与しないように配慮するものとする（金商業等府令案 325 条）。

④ 金融商品取引業者に対する規則

○金商法 38 条（金融商品取引業者等の禁止行為）

「金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。（略）

一・二 （略）

三 顧客に対し、信用格付業者以外の信用格付業を行う者の付与した信用格付（投資者の保護に欠けるおそれが少ないと認められるものとして内閣府令で定めるものを除く。）について、当該信用格付した者が第六十六条の二十七の登録を受けていない者である旨及び当該登録の意義その他の事項として内閣府令で定める事項を告げることなく提供して、金融商品取引契約の締結の勧誘をする行為

四～七 (略)」

- ・ ここでの規制の対象になる信用格付の提供は、口頭によるか書面によるかなどの提供方法を問わない。
- ・ 資産証券化商品の原資産の信用状態に関する評価を対象とする信用格付等は、原則として、規制の対象から除外されている（金商業等府令案 116 条）。
- ・ 無登録業者による信用格付に関する説明事項（金商業等府令案 116 条の 3）は、次のとおりである。
 - イ、信用格付業者の登録の意義、ロ、信用格付を付した者に関する一定の事項、ハ、信用格付を付与するために用いられた方針及び方法の概要、ニ、信用格付の前提、意義及び限界

(2) 資産証券化商品の取扱い

① 「資産証券化商品」の内容一（金商業等府令案 295 条 3 項 1 号参照）

概ね次の類型を資産証券化商品として定義している。

- ・ 特別目的法人を発行体又は借入人とするキャッシュ型（現物型）の ABS 又は ABL
- ・ キャッシュ型（現物型）の資産流動化目的の信託受益権又は信託 ABL
- ・ 特別目的法人を発行体又は借入人とするシンセティック型の ABS 又は ABL
- ・ シンセティック型の流動化目的の信託受益権又は信託 ABL
- ・ これらに類似する性質を有するものとして金融庁長官が指定するもの（住宅金融支援機構債など）

キャッシュ型（現物型）だけでなくシンセティック型も対象となる。金商法上の有価証券として扱われる社債、CP、信託受益権などの形態の商品だけでなく、有価証券として取り扱われておらず、金商法の規制の対象とはなっていない ABL（貸付債権の形態の商品）も対象となる。

② 資産証券化商品に関する主な特例

○ローテーションルールとして、信用格付の付与に関する最終的な意思決定を行う合議体の構成員の総数の 3 分の 1 以上について連続して同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付の付与に係る過程に関与しないための措置が必要とされる。資産証券化商品以外の商品については事業年度単位でのローテーションが認められるのに対して、資産証券化商品については商品単位でのローテーションが必要となる（金商業等府令案 306 条 1 項 2 号ロ）。

○「格付関係者」の範囲（金商業等府令案 307 条 2 項）

- ・ 当該資産証券化商品のオリジネーター
- ・ 当該資産証券化商品の発行体又は借入人となる特別目的法人
- ・ 当該資産証券化商品の組成に関する事務の受託者

○資産証券化商品の信用状態に関する評価が信用格付の対象となる事項である場

合において、第三者が独立した立場において当該信用格付の妥当性について検証するための措置として、次の措置がとられていることが必要とされる（金商業等府令案 306 条 1 項 9 号）。

- イ 第三者が当該信用格付けの妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目を整理して公表すること。
 - ロ 格付関係者に対し、当該資産証券化商品に関する情報の公表その他の第三者が当該信用格付の妥当性について検証することができるための措置を講じるよう働きかけを行うこと。
 - ハ 信用格付業者がロに基づき行った働きかけの内容及びその結果について公表すること。
- 格付提供方針等に含まれる公表事項に関して次の特則が定められている。
- ・ 格付関係者のうちオリジネーターについて、氏名又は名称に代えて、業種、規模及び所在地並びに公表しない理由を公表することができる（金商業等府令案 313 条 3 項 3 号但書）。
 - ・ 次の事項が公表事項とされる（金商業等府令案 313 条 3 項 3 号ル）。
 - ・ 損失、キャッシュ・フロー及び感応度の分析に関する情報
 - ・ 付与した信用格付けの対象となる事項が資産証券化商品の信用状態に関する評価であることを明示するための記号又は数字その他の表示

第 2 基調講演

「証券会社から見た格付け規制」

東 正憲氏（野村証券キャピタル・マーケット部マネージング・ディレクター）

講演の展開は、1、格付けの意義、2、格付けシステムの課題、3、証券会社の引受けビジネスにおける格付けの利用、4、規制に対する懸念点、5、将来への期待、である。

1、格付けの意義において次のように述べられた。

- ・ 発行会社は「より高い格付けを取得し資金調達コストの低減ならびに流動性の維持向上を図る」ことを求めている。
- ・ 投資家は、「新規投資案件や既投資案件の信用状況に関する第 3 者評価を得る」ために利用する。

2、格付けシステムの課題

- ・ 「依頼者である発行会社からの手数料支払いにより格付けが付与される」ため、「発行会社の要求に格付機関が屈する恐れ（高い格付け、格下げをしづらい、人的もたれあい、etc）」が生ずる問題点を指摘された。いわゆる利益相関問題である。しかし、「非開示情報を含む内部情報を得るためには依頼者は発行会社であるほうが好ましい」と指摘される。

- ・「あらゆるものを一つの符号で表現」されているため、投資家にとって「矛盾を超えた利便性がある」が、「国 vs 事業会社 vs 金融機関 vs 証券化商品 vs 仕組債 vs・・・」と「優先債 vs 劣後債 vs 優先株 vs 転換社債 vs・・・」等を同一の格付け符号でよいか疑問があると。
- ・「格付遷移に関する論理的な説明や情報が欠如」問題では、「今や格付けは短期間に変化するのが当然と考えるべき?」、「格付水準や変化の度合いは、企業規模、業種、商品による違いが厳然と存在する」、「格付けは先行指標であるべきだが遅行指標になりがち」、「格上げは小さく格下げは大きく、格上げはゆっくり格下げは素早く、格上げは個社ごとに格下げはまとめて」、「格付け機関独自の格付け基準や方針の変更により非連続に格付けが変わることがある」との疑問を呈された。
- ・「民間企業が提供する格付けが公的なものを含め様々な制度に組み込まれている」では、「バーゼル規制におけるリスクアセットの計算」、「社債やローンの各種コベナントに利用」、「社債発行登録制度における利用的確用件、関係会社債引受けにおける免除規定、中央銀行の社債買い取りオペの適格用件等」、「既投資案件に限らず投資家にとっても高い格付けを望む素地ある」を挙げ、2次的情報かそれとも公的認知されているものかを提起している。
- ・「格付機関毎の特色が意識されず格付け符号が1人歩きする傾向がある」では、「同一符号であっても格付け機関毎にその内容は微妙に異なっていると考えるのが適当」、「複数の格付機関による評価の多様性は重要な投資判断の材料となるはず」、「新規格付取得に際しチェリー・ピッキング的な行動が存在する」ことを指摘した。このまとめとして、発行者、投資家は「高い格付けで困る人は少ない」、「格付システムには矛盾があって当然・・・(なのだが、一般にはそれがあまり認識されていない)」、機関投資家、個人投資家の中には「信用力評価を格付けのみで行う投資家が少なからず存在」しているのではないか。

3、証券会社の引受けビジネスにおける格付の利用

- ・「債券引受け」利用では、「新発債のプライシングの際の判断材料として活用」、「引き受けリスクの計量化に利用」である。
- ・「証券化ならびに新商品開発」利用では、「超過担保率や劣後比率の確定など、案件組成に際しては格付機関と緊密なディスカッションを行う」、「新商品に対する格付け付与の可否を格付機関と事前にディスカッションを行う」である。
- ・「コンサルティング（財務アッドバイス）」では、「格付向上のためのコンサルティング」、「**Rating Capital** と称されるハイブリッド証券等の発行提案」である。

4、規制に対する懸念点

- ・「格付機関がより保守的になり格付けの多様性が欠場する」では、「格付けに占める定性評価部分が減り格付けが定量評価主体の平板なものになる」、「上記の結果、格付け機関毎の佐賀生まれづらくなる」、「非依頼格付けの減少」の懸念が考えられる。

- ・「新商品への対応の遅れ」では、「体制面の整備に時間が取られ新しいタイプの金融商品への機動的な対応ができなくなる」、「新しい商品であっても証券化商品などでは違いが生まれづらくなる」懸念がある。
- ・「格付けの結果に対する評価の欠如」では、「規制の趣旨からすれば、格付け後の被格付け会社の信用状況に対する結果モニタリングも必要」だが市場の評価にゆだねるのか、「一方、プラスの評価もえられないので、心理的に格上げしづらく格下げしやすい状況になる」の懸念が指摘された。

5、将来への期待

- ・格付符号の持つ意味が前格付機関でと統一される。
- ・格付けの結果評価が行われ格付機関の信頼性評価がなされる。
- ・格付システムに対する信頼が回復し金融資本市場の発展に寄与する。などが指摘された。

第3 基調講演

「我国格付会社の国際的承認を求めて～交渉当事者の証言～」

原田靖博氏（(株) 格付投資情報センター特別顧問）

次の事項・内容で御報告された。

- 1、米国における NRSRO 設定から格付会社規制導入に至る動き
- 2、米国における格付け会社規制法の制定
- 3、米国サブプライムローン問題に係る米系格付会社 3 社についての SEC 調査報告書
- 4、米国サブプライムローン問題の原因～格付会社の視点～
- 5、格付会社のあり方と規制の役割

1、米国における NRSRO 設定から格付会社規制導入に至る動き

- (1) 1975 年証券会社の自己資本規制適用において、信用リスク情報提供機関として NRSRO（全国的に認知された統計的格付け機関）の設定。
 - ・SEC のスタッフの「ノーアクション・レター」（証券会社等が特定の格付会社を NRSRO として取り扱っても、それを排除するための強制措置はとらない旨を SEC が表明する制度）により指定。
 - ・NRSRO による格付けは連邦の証券法、証券取引法、投資会社法等の証券法制のみならず、住宅抵当証券振興法、カルフォルニア州保険会社等に幅広く利用されている。
- (2) 第 1 次概念整理（1994 Concept Release）
- (3) 第 1 次規則提案（1997 Rule Proposal）
 - ・この規則提案に対しては、賛同のコメントが寄せられたが、SEC は連邦議会等において格付会社のあり方を検討する動きが出てきたため、規則制定を見合わせた。
 - ・R&I は 2001 年 2 月、SEC のハント委員（国際問題担当）に対して NRSRO として承

認を求める書簡を送付した。

(4) 格付会社に関する公聴会の開催

- ・2002年11月、SECは①格付会社の役割と機能②格付プロセスと情報の流れ③格付会社の役割に関連する潜在的懸念（利益相反、優越的地位の乱用等）④格付ビジネスへの参入障壁と規制の在り方等について、関連業界から幅広く意見を聴取するために公聴会を開催した。
- ・これには R&I, Moody's, S&P, Fitch 等の格付会社、投資銀行、機関投資家、発行体、学会、職能団体等から16名が参加した（2日に分けて開催）。
- ・R&Iは格付の独立性の確保、情報開示の推進、利益相反の防止について説明し、NRSROの早期承認を求めた。

(5) サーベインズ・オックスレー法に基づく報告書

- ・2003年1月、SECは、上記の公聴会で収集した情報をもとに、2002年企業改革法（サーベインズ・オックスレー法）の規定により作成を求められていた報告書を大統領、および議会に提出した。
- ・同報告書では、格付会社が業務を行ううえでの障害、格付情報の流れを円滑にする方策および格付ビジネスへの参入障壁の除去等に力点が置かれた。

(6) 第2次概念整理（2003 NRSRO Concept Release）

- ・2003年6月、SECはNRSRO格付を規制目的で利用し続けることの是非、NRSRO承認手続きおよび格付会社監督のレベル感などにつき、概念整理を公表しパブリックコメントを求めた。
- ・寄せられたコメントの大部分は、他に適当な代替手段がないことやコストが安いことなどからNRSRO存続に賛意を表明した。また、NRSRO承認手続きの透明性増大、およびNRSROに対する監督の抑制を求める意見が多々寄せられた。

(7) 連邦上院銀行委員会の審議

- ・2005年2月R&Iは上院銀行委員会の「資本市場における格付会社の役割に関するヒアリング」に Moody's, S&P, Fitch, Egan-Jones(格付会社)債券市場協会等と共に扱われ、証言を行った。
- ・この委員会審議で、R&Iは米国の投資家および債券発行体に対して専門性の高い分析を提供しうるので、NRSROとして1日も早く承認するようSECに働きかけて欲しいと訴えた。

(8) NRSRO 概念定義(Definition of NRSRO)

- ・2005年4月、SECは2003Concept Releaseに対するコメントおよび連邦議会での審議を踏まえて、NRSROを①特定の債務証書の信用度合について最新の評価を絶えず公表できる②資本市場で一般的に広く受け入れられている③体系的な格付手法を具備し、利益相反を適切に管理し、かつ非公表情報の流出を防止する体制が整っている格付会社と、定義するよう提案している。

- ・この提案に対して、Moody's は、格付会社間の競争を促進する見地から NRSRO 制度を廃止すべきと主張しており、仮に存続させるにしても、詳細な規制を導入することなく、格付会社の自主性を尊重するよう要求した。S&P は NRSRO 制度を改善することで格付に対する信頼が増すとして、提案を評価しているが、ルール制定に際しては、格付の方法論等に立ち入らないよう要請した。R&I は提案自体は前向きに受け止めているものの、アナリストの資格等に関しては画一的なルールを制定すべきでないとのコメント。

(9) R&I は 2007 年 5 月、SEC から NRSRO とする旨のノーアクションレターを受領

- ・これにより、R&I は Moody's, S&P, Fitch, DBRS, AMBest に次いで 6 社目、北米以外では初めての NRSRO となった。この交渉過程において、R&I は格付の整合性、利益相反防止体制について SEC、議会関係者から高い評価を受けた。

(10) SEC の格付会社制度改革に関する評価

- ・SEC 独自の格付制度改革の動きは、長い年月を要したものの、具体的な成果を挙げなかった。これは以下の事情によるものと推測される。

その 1 つは、法律に裏付けられた格付会社規制に対する格付会社、機関投資家、投資銀行の抵抗があったこと。その 2 つは、格付会社監督を SEC と格付会社との間の **voluntary agreement** に基づいて行おうとの動きが、2005 年央以降みられたが、これも有力格付会社の消極的対応で頓挫したことである。

2、米国での格付会社規制法の制定

(1) 米国議会では、2006 年 9 月「2006 年格付会社法」を可決成立 (2007 年 6 月施行)。

この法律は、格付の信頼を向上させるとともに、新規参入を勧奨し格付市場を競争的にすることを狙っている。

(2) 2006 年格付会社改革法の概要

- ・3 年以上継続して格付業務を行っている主体は NRSRO として登録できる。
- ・10 以上の適格機関投資家からの利用証明書が必要。
- ・同法では、SEC および州規制当局は格付内容、手続きおよび方法論を規制の対象としてはいけない旨が明定されている。

(3) SEC は、同法に基づき、施行規則を制定。規則では登録手続き、記録作成・保存義務、年次財務報告の提出、非公開情報の不正利用の防止、利益相反の管理、禁止行為を規定。

(4) サブプライムローン問題を受けて、以下のように規制が強化された。

- ・2009 年 4 月施行済み：情報開示・利益相反行為の規制強化、記録保存の充実
- ・2010 年 2 月施行見込み：全格付アクションを XBRL 形式で公表、ストラクチャード・ファイナンス商品に関し、勝手格付けによるクロスチェックを推奨

3、米国サブプライムローン問題に係る SEC の米系格付会社 3 社に関する調査報告
(Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of
Select Credit Rating Agencies) - 2008 年 7 月 SEC 公表

(1) 格付の手続き全般、情報開示および利益相反についての調査

- ① 2002 年以降、RMBS と CDO の発行が急増したうえ、ストラクチャーはますます複雑化したため、一部の格付会社は市場拡大への対応に苦労した様子が窺える。格付会社 2 社は、案件の急増と複雑性の高まりに追いついていない。
- ② 格付プロセスの重要な部分が常時、開示されていたとは言えなかった。公表されていない格付クライテリアが利用されている。格付会社は「モデル外修正」を行っているが、その理由を文書に残していなかった。
- ③ RMBS と CDO の格付ポリシーと手続きには改善の余地がある。RMBS と CDO の格付の手続きを具体的に文書化している格付会社は 1 社もなかった。格付会社は、格付モデルや方法のエラーを発見または対処するためのポリシーや手続きを具体的に定めていないように思われる。
- ④ 格付会社は、提供される情報の首尾一貫性と正確性を高めるための新たな手続きを導入しつつある。
- ⑤ 格付会社は格付プロセスにおける重要なステップ、それぞれの格付モデルから逸脱した理由および格付委員会の議決と決定等を常に文書に残してきたわけではなく、また格付プロセスにおける重要な関係者も常に文書に残されてきたわけでない。
- ⑥ 格付会社のモニタリングプロセスは初回格付プロセスほど厳格ではない
- ⑦ 利益相関の管理に関して問題点が見られ、改善の余地がある。

a、「発行体から手数料を受け取る」ことに起因した利益相反

各々の格付機関はアナリストが発行体との手数料交渉に参加することを規制するポリシーと手続きを定めているが、格付プロセスの重要な関係者が手数料交渉にかかわることを容認していた。

格付会社は市場シェア、その他のビジネス面での思惑が、格付または格付のクライテリアに影響を及ぼす可能性を排除する措置を講じていないと思われる。

b、アナリストの報酬

アナリストの報酬は、格付収入の多寡に応じて決定してはならないと定められている。これに反した事実は見つからなかった。

c、格付会社の従業員の証券取引

格付会社は、従業員の個人的な証券保有に関するポリシーと手続きを定めているが、従業員に対し禁止された取引をどの程度厳格に監視または防止しているかは、会社によって差がある。

⑧ 内部監査プロセス

格付会社 1 社の内部監査プロセスは、内部管理手続きの遵守状況を十分に評価できる内容であった。他の 2 社は内部監査プロセスと経営陣の対応が不十分であった。

(2) RMBS と CDO の格付プロセスに関する調査

① 利益相反の防止について

格付会社 1 社は、新しい格付クライテリアが導入済みであったにもかかわらず、格付を早く、従来通りの内容で済ませるため、古い格付けクライテリアを使い続けていた。アレンジャーに不利な結果をもたらすモデルの更新を遅らせるよう圧力が営業部門からかかっていた。

② RMBS 格付けプロセスについて

- a、格付会社 1 社は、2007 年より前はサブプライムローンの RMBS の格付に際して、サブプライム用のモデルを使わないで、プライムローン用のモデルと超過担保等の信用補完等の組み合わせで行っていた。
- b、サブプライムローンリスク特性の吟味に当たって、個別ローンごとに分析するのではなく、ローンのプール全体のリスクの変化のみに基づいていた。サブプライムローンの貸し手のリスク管理能力のみを評価対象とし、元利払いを取扱うサービサーの能力を評価の対象から除外している事例も見られた。
- c、モデルのパラメータ再推計の頻度が低い事例が見られた。
- d、事後のモニタリングではプールを構成する個別のローン特性までチェックすることなく、プール全体の超過担保が十分かどうかのみチェックしていた。

③ CDO の格付プロセスについて

- a、CDO の格付において重要な要素である RMBS 資産間の相関推計に際して、通常の社債間の相関より RMBS 証券間の相関は高い等の「仮定」を利用していた。すべての格付会社は最近になって CDO 格付モデルにおいて、サブプライム RMBS 証券間の相関の想定を引き上げた。

4、米国サブプライムローン問題の原因～格付会社の視点～

(1) 市場関係者の行き過ぎ

- ・オリジネーターの無責任な貸出姿勢（劣後部分も含めすべて売却する仕組み）
- ・行き過ぎた証券化（CDOs-Squared など 2 次加工証券化商品はリスク把握が不可能に）

(2) 格付会社の問題

- ・ 3. の SEC 検査で、利益相反の管理、内部監査プロセスおよびデュー・ディリジェンスの実務において重大な問題があることが判明した。
- ・ 米国の格付市場は、上位 2 社による寡占状態となっており、それによる歪みが露呈した。SEC による監督も事実上、行われていなかった。日本の格付市場は、指定格付会社として日系・欧米系 5 社が存在するなど、米国に比べて、より競争的。
- ・ 不十分なコーポレートガバナンス、株式上場後に収益重視の傾向および報酬体系の在り方を指摘された。

日米格付けパフォーマンス比較（1）

- ・格下げ率

Moody's が格付した米国証券化商品の12ヶ月の格下げ率

証券化商品（全体）2008年38.0%、2007年8.1%、1999年—2008年7.8%

（参考）R&I が格付した証券化商品の12ヶ月の格下げ率

証券化商品（全体）2008年2.7%、2007年0.6%

- ・日米格付けパフォーマンス比較（2）

Moody's:証券化商品の12ヶ月のAaa格付け遷移率（2008年）：Global Structured Finance

Aaa 73.89%、Aa7.23%、A6.31%、Baa5.32%、Ba2.84%、B1.74%、Caa以下2.69%へ、

Moody's:証券化商品12ヶ月の格付け遷移率（2008年）：Japan Structured Finance

Aaa 99.87%、Aa0.13%、A以下0%

（以上、出所：Moody's Investors Service）

R&I:証券化商品の12ヶ月のAAAからの格付けの遷移率（2008年）

出所：R&I

AAA99.83%、AA0.17%、A以下0%

以上のことから「格付け推移行列でみると日本の格付けパフォーマンスは健全であることがわかる。

- ・SF CDOの格付推移行列（出所：Moody's Investors Service）

Moody's のSF CDO（2007年組成）のAaaからの格付遷移（2008年12月31日時点）

Aaa2.3%、Aa2.5%、A0.9%、Baa1.4%、Ba2.5%、B4.9%、Caa以下85.6%

これは、Aaaの格付の85.6%が1年後にCaa以下に格下げされたことを示している。この格下げは、投資情報としての質、信頼性を揺るがせた事件である。

- ・日本市場は例外的に競争的なマーケット

日本における公募債の格付カバー率

2007年起債総額11兆7,660億円

うち、R&I81%、JCR58%、S&P25%、MDYS41%

2008年起債総額11兆5,590億円

うち、R&I86%、JCR62%、S&P30%、MDYS55%

（データは事業債および財投機関債。日本証券業協会公表資料よりR&I作成）

・ Moody's の長期業績 (Moody's Corporation のホームページ掲載資料から作成)

Moody's の収入は、2000 年 602 百万ドル (100) から 2004 年 1,438 百万ドル (239)、2005 年 1,732 百万ドル (287)、2006 年 2,037 百万ドル (338)、2007 年 2,259 百万ドル (375)、2008 年 1,755 百万ドル (291) である。2007 年の収入は、2000 年の 3.75 倍に増加した。2007 年の営業利益は収入の 52% の 1,174 百万ドルで、2000 年の収入の 48% の 289 百万ドルに比べ 4.06 倍に急増している。2007 年の収益、営業利益の大部分は証券化商品の格付からのものとみられる。

5、格付会社のあり方と規制の役割

- ① 格付会社は **Financial gate-keeper** として、投資家のために信用リスクに関する情報を提供することを通じて、資本市場の発展に貢献することを任務としている。
- ② 格付会社は安定した経営基盤を維持するために利益を上げる必要はあるが、利益優先であってはならず、長期的な観点に立脚した「信頼」を重視するとの考え方に基づき経営されるべきである。
- ③ 格付市場は、公正・妥当な格付を確保するとの観点から、十分に競争的でなければならない。規制当局には、格付会社間の競争を維持・促進することが求められる。
- ④ 格付会社に対する規制は、利益相反の回避、情報開示の徹底および説明責任の遂行の見地から行われるべきである。格付の水準・内容を規制したり、格付方法・モデル等の内容に干渉することは厳に排除されるべきである。

「パネルディスカッション」

パネラー：大村 隆博氏

(ア)2001 年にマイカルがデフォルト起こして以来、最近 6 年間は、公募社債がデフォルトすることがなかった。しかし、新興不動産が最近、相次いでデフォルトを起こしている (スルガ、ゼファー、アーバンコーポレーション、日本綜合地所、等)。

(イ)事業再生 ADR を申請すると、格付けは C C C に下がる。

日本エスコン、アイフル、ウィルコム、日航

○格付けの問題点

・ 格付のモニタリング—頻度、サーベイランス機能

金融危機の影響で自動車販売 2008 年に入って激減する中で、トヨタ自動車の社債スプレッドは 6 月以降徐々に拡大し始めた。

トヨタ自動車は当初 1 兆 6,000 億円としていた営業利益予測を、11 月に 1 兆円下方修正。

Moody's, S&P の格付けアクション無し。12 月にさらに 7,500 億円下方修正。Moody's がようやく、Aaa をネガティブ・ウォッチ。

2009 年 2 月にさらに 3,000 億円下方修正し、営業赤字 4,500 億円と発表。Moody's, S&P

- は、ようやく格付けを引き下げたが、マーケットは反応せず。格付けは帳尻合わせか？
- ・格付けは「意見」である一個人投資家は自己責任を自覚しているか？格付けを信頼しすぎていないか？
 - ・格付会社と投資家は利害が一致していない。
スプレッド拡大、格付けビジネスには妥当な格付量、適時性が求められる。

パネラー：徳島勝幸氏

- ① 格付会社は民間会社である。そこには各々の癖や傾向がある。業種によっても、格付会社の癖・違いがある。たとえば JCR は R&I に比して 0.7 ノッチ程度格付けが甘い。しかし、必ずしもそれは間違っていないのかもしれない。投資家を含む市場参加者は、自ら格付けの使い方を考える必要がある。
- ② 付会社も間違ふことがある—たとえば、1 年半で格付けを 15 ノッチ下げるということは、本来の期待される格付けの役割からは考え難い。格付けのクライテリアを変更したと説明するのが、いつものパターンである。2009 年の夏に、短期間で S&P が米国 CMBS を AAA→BB→AAA と変更したのは、最たるものであろう。格付けの大幅な変更は、投資家だけでなく市場参加者への影響が大きい。
- ③ 付会社と同程度の規模のクレジットアナリストを有する市場参加者は、他には存在しない。したがって、市場参加者は格付会社を信頼したいのである。ところが、現状は、あまりにもひどいものではないか。
- ④ 三国事務所は、発行体からではなくユーザーから購読料という形で手数料を取っていた。閉鎖されることになったが、こういったビジネスモデルも考えられるのではないか。
- ⑤ 付会社は、より市場参加者の声に耳を傾けるべきだろう。R&I は、初めてパブリック・コメントメントを実施したが、これも有用だ。規制・監督の強化に負けず、市場参加者から理解・共感される格付会社となってもらいたい。

パネラー：森田 隆大氏

- ① 格付会社はますますレピティションビジネス（投資家のための格付）から規制ビジネス（行政・規則目的の格付）へと加速的に移行するのではないか！
- ② 規制ビジネスで要求される質はレピュテーション・ビジネスほど高くない。最低基準をクリアできる品質さえあれば、格付けは行政・規制目的で使える。そのため、規制重視のビジネスモデルでは格付けの品質を継続的に向上させるインセンティブは湧かない。
- ③ 格付会社に対する規制強化は、格付の品質の向上をもたらさない。現状の規制はインプット（入口＝格付けを付与するための手続）規制であり、アウトプット（出口＝格付けの質）規制ではない。
- ④ 規制リスクを避けるため、格付会社は当局の関心である格付手法・モデルの忠実かつ一

貫的な適用（インプット）に注力するようになる。格付けのクオリティ・コントロールは人の手から格付手法・モデルへシフトする。格付手法・モデルは格付けの質の均等化に貢献するが、質の向上を担保するものではない、格付けの質はむしろ劣化する可能性が高い。

- ⑤ 格付手法・モデルへの依存は給与水準の高い経験豊富なアナリストの減少を可能にする。サブプライムローン問題で業績不振に悩む格付会社にとってまさに渡りに船であるが、格付会社にとって最大かつ唯一の資産である人的資源の質の低下を招く。
- ⑥ 経験あるアナリストの減少とともに格付手法・モデルの限界に対する健全な議論・チャレンジが減り、格付けの質が低下する危険性が高い。格付手法・モデルは分析対象の大多数（通常は欧米の発行体）を適切に分析できるよう作られているが、全ての発行体の信用力を適切に評価できるわけではない。また、環境変化の激しい時期での使用には限界がある。
- ⑦ 規制対応コストの増加は格付会社の収益性を圧迫する、特に格付手数料の水準が低く、複数格付けが定着していない、規模の小さい日本市場に対する影響は大きい。収益性の面で魅力を欠くと、外資系格付会社の日本市場に対するコミットメントがますます不安定になり、多くは既にオペレーションを縮小する傾向にある。格付けの数が減少し、格付け比較はますます困難になる。

日本の格付市場の健全性を維持するためには、利用者は格付手数料や情報購読料を通して、格付会社の格付け生産コスト（優秀なアナリストの確保を含む）に見合う追加負担に応じる必要がある。

以上、NPOフェアレーティング（2009年度）主催の公開シンポジウム：「格付け100年の歩みを今日の問題として考える」の実施報告である。格付100年の今年、アメリカでの金融商品の格付問題が、世界的な金融危機の契機となり欧米、日本の監督当局による本格的な格付規制がなされた。格付規制は、信用情報として「格付の質」を高める役割を果たしているか、今後も注意深く格付とその規制の有効性を投資家の目で観察してゆく必要がある。

当日、基調講演、パネラー、コーディネータをお引き受けいただいた先生方のご協力に深く感謝いたします。そして共催をいただいた日本財務管理学会、証券経済学会には衷心より御礼を申し上げます。

（文責：箕輪徳二）