

平成 20 年 10 月 28 日

有限責任中間法人流動化・証券化協議会  
格付け会社規制についての検討ワーキング・グループ

**格付けおよび格付け会社に対する公的規制のあり方に関する意見**

有限責任中間法人流動化・証券化協議会（以下、「流証協」という）では、米国および欧州にて格付け会社に対する公的規制の見直しが検討されていること、わが国においても金融庁が公的規制の枠組みの検討を行っていることを踏まえ、主にわが国の証券化市場関係者の観点からの意見を集約するべく、平成 20 年 10 月 1 日に格付け会社規制についての検討ワーキング・グループ（以下、「当WG」という）を結成し、格付けおよび格付け会社に対する公的規制のあり方について集中的に議論を行ってきた。流証協は平成 18 年 4 月に任意団体として発足し、平成 19 年に有限責任中間法人へ組織変更を行った、資産の流動化および証券化に関する市場の健全な発展に寄与することを目的とする、わが国の流動化・証券化市場関係者有志によって構成される団体<sup>1</sup>である。本書は当WGにおけるこれまでの議論を暫定的に整理したものである。

なお、本書では、格付けとは格付け会社が信用リスクの評価として提供している意見・情報<sup>2</sup>を意味し、格付け会社については概ね「指定格付機関」<sup>3</sup>または「適格格付機関」<sup>4</sup>（これも金融庁長官が指定する）の範囲に一致することを前提とする。

また、本書は、当WGの責任において検討・取りまとめが行われたものであるが、当WGメンバーを含む流証協会員は、オリジネーター、アレンジャー、信託受託者、投資家、弁護士等の専門家等、多様な立場から流動化・証券化取引に関わるため、個々の意見については、それぞれの立場において本書に記載の意見とは異なる意見を有する可能性がある。また、格付け会社が本WGにオブザーバーとして参加しているが、彼らの意見と本書に記載の意見は必ずしも一致するものではない。この点に留意しつつも、本書は、流動化・証券化市場の健全な発展という観点から、意見を申し上げるものである。

---

<sup>1</sup> 事業内容、会員名等については、ウェブサイト <http://www.sfj.gr.jp> 上で公表している。

<sup>2</sup> したがって、「サービサー格付け」、「コーポレート・ガバナンス格付け」などは、たとえ格付け会社によるものであっても、ここでいう「格付け」には含まない。

<sup>3</sup> 企業内容等の開示に関する内閣府令 第 1 条第 13 号の 2

<sup>4</sup> 金融庁告示第 28 号 第 2 条（平成 19 年 3 月 30 日）

## 目次

要旨 .....	2
格付けの信頼性を維持する必要性について .....	7
公的規制導入の是非について .....	8
格付けの信頼性を確保する方法 .....	9
海外における格付け規制動向との関係について .....	10
規制案の中で弊害が懸念される部分 .....	12
格付け会社と市場とのコミュニケーションの確保 .....	13
格付け手法のモデル化・マニュアル化の弊害について .....	14
証券化商品・ストラクチャード商品に対する格付けの区別表示の是非について .....	15
格付け会社の人事政策に関する規制について .....	16

## 要旨

当 WG は格付けについて指摘されている諸問題の解決に向けて、格付け会社自身の真摯な取組が必要であるとの認識を有している。これに加えて、格付けおよび格付け会社の信頼性を下支えするために何らかの制度的枠組みを検討することについては賛成するものの、長期的な視点にたつてわが国金融・資本市場にとってのコスト・ベネフィットを十分に検討し、市場の効率性を保つ役割を有する格付けの健全な機能を阻害することがないように制度的枠組みを構築すべきである、という点について意見の一致をみた。

1. 信用リスクを内包する金融商品、たとえば、証券化商品が取引される市場における「情報の非対称性」の問題は、市場の健全性と効率性を保つために何らかの形で克服すべきである。格付け会社による格付けは、この問題を低コストで軽減・解消するための重要な役割を果たしている。また、特に証券化商品の一次市場（発行市場）および二次市場（流通市場）において、売買当事者が共通して使用可能な信用リスクの程度を表現する指標としても重要な役割を担っている。これらは、格付け会社が中立的な立場で格付けを付与することにより可能となっている。現状、このような格付けの機能を代替できるものは考えられない<sup>5</sup>。格付け会社による集中的な情報生産を許容せず、各市場参加者が個別に独自の情報生産（基礎的な信用リスク評価・審査を含む）を求

---

<sup>5</sup> 市場価格を用いることができるという考え方もあり得る。事業会社・金融機関等の信用リスクについては、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場において成立する価格情報であるプレミアム（信用リスクスプレッド、CDS スプレッド）が利用できるという議論もあり得るが、CDS スプレッドに含まれる情報は信用リスクに対する評価だけではないため、実際には使い難い場面が多いと思われる。また、わが国の証券化商品を参照債務とする CDS 取引はほとんど行なわれていない。

めることは、証券化市場の機能低下につながり、企業等による資金調達・機関投資家等による資金運用の両面で重大な問題が生じる可能性が高い。また、多くの格付けの利用者が、格付けが無責任な意見ではなく、格付け会社の高い専門性と分析力に裏打ちされた信頼性が高い意見であることを期待し、適切な範囲でリスク管理に用いることを望んでいる。

格付けの機能に制約を加えるような制度ではなく、格付けの信頼性を下支えするために、利益相反の弊害を適切に管理し、情報開示と格付け会社の説明責任の拡充を促すような制度を検討すべきである。

2. 制度的枠組みの中心は、健全な市場規律の活用に置かれるべきと考える。利用者および資本市場関係者（市場）による監視・規律付けの強化が可能になる施策を検討すべきである。格付け会社の規律向上・維持策は、登録制または許可制の導入およびそれに伴う当局による監督・検査だけがその唯一の選択肢ではない。欧州証券監督者委員会（CESR）が提案しているような、証券監督者国際機構（IOSCO）による基本行動規範をベースとする個々の格付け会社による自主的な規律強化、民間主導の監視機関・オンブズマンの設置、または業界団体の設置および業界団体を通じた自主規制機能の強化（第三者委員を含む監視委員会の設置など）も考えられる。当 WG は、IOSCO の定める基本行動規範には要旨 1 に記載された目的を達成するに十分な内容が含まれており、これが履行されれば格付けの信頼性は確保できると考える。格付け会社が将来にわたり基本行動規範を履行することを確保するためには、当局の監督・検査によるのではなく、格付け会社が自主的に業界団体を組織するなどして自主規制機能を強化していくことが適当であると考えられる。
3. 格付け会社が中立性を維持することが重要であると考えられるが、それを直接確認することは非常に難しい。このため自主規制において、情報開示と格付け会社の説明責任が拡充され、健全な市場規律により格付け会社の中立性を確保することが重要と思われる。また、利益相反の弊害が防止されるよう内部統制を強化することも必要と思われる。なお、仮に当局による規制が導入される場合でも、その対象となる範囲は格付け会社の行動とガバナンス面に限定されるべきであり、専門家が形成する意見である格付けの内容や手法に及ぶべきではない。格付け会社が中立的な立場に立ち、適切な内部統制のもとに自由な意見を述べることによって、市場が求める格付けの信頼性が維持される。換言すれば、高い専門性に基づいた自由かつ信頼性が高い意見を表現する環境を確保するために、中立性の確保と適切な内部統制が行われるべきである。

4. 制度の具体的な内容の検討において、各国・地域が置かれている状況や市場実態の違いについて考慮する必要がある。国や地域によって金融・資本市場の態様、なかでもいわゆる間接金融と直接金融の使い分けや、市場参加者の特性に顕著な違いがある。証券化商品が組成され売買される市場の参加者の構成や証券化商品組成の動機などについてもわが国のそれと北米や英国など欧州諸国のそれとは顕著に異なっている。

米国および欧州で検討されている格付け規制導入または強化案の内容の多くは、代表的には米国サブプライム住宅ローンの証券化商品（サブプライム **RMBS**）および米国および欧州の一部大手金融機関が昨年から今年に掛けて巨額の損失を計上する主因となった **CDO** 等の「ストラクチャード商品」<sup>6</sup>の格付けの失敗を念頭に置いたそのような格付けの再発防止策または同様の格付け（ひいては格付け対象となる商品の組成）の牽制策と思われるものが見受けられる。「国際的な整合性」について一定の配慮が必要であることは認められるものの、たとえば、欧州委員会（**EU**）が提示している規制案については、各種の事情を反映して未だ議論の一致をみてはいない点に十分に留意すべきである。特定分野の格付けの失敗の再発防止を中心とする規制を導入すると、米国や欧州のそれとは異なり、特に問題を起こしていないわが国の証券化市場における機能低下の弊害だけがもたらされる可能性もある。他国（たとえば、**EU**）において規制導入が検討されていることのみをもって、わが国においてもその規制案と同一または類似の規制を導入するべきとは言えない。

また、米国および欧州で実施される規制がわが国における格付け会社の活動にも及ぶことに関して、わが国における格付け会社に対する規律の制度的枠組みやわが国の市場環境にも鑑みて、格付け会社の活動を過剰に制約することとならないようわが国と各国当局との間で調整が行われるべきと考える。

5. 健全な市場規律を機能させるために、**IOSCO** の定める基本行動規範が確実に履行されることを担保する制度的枠組みとして、当 **WG** が妥当と考える業界団体による監督ではなく、仮に公的規制が導入される場合であっても、当 **WG** の一致した強い意見として格付け会社の判断、分析手法や分析結果を規制の直接の対象とすることは適切では

---

<sup>6</sup> ここでは貸付債権等の原資産または裏付資産を束ね、優先劣後構造等によるリスクの加工が施された金融商品を「証券化商品」、シンセティック **CDO**、**CDO** スクエアード、**ABS CDO**、**CPDO** のようなクレジットデリバティブまたは市場リスクまたは既存の金融商品を加工したものを「ストラクチャード商品」と仮に呼んだが、厳密に区分して用いているわけではない。わが国において組成・販売され、格付け会社による「ストラクチャード・ファイナンス格付け」の対象となる商品はそのほとんどがこのような区分では「証券化商品」に該当し、かつ、企業による資金調達やリスクの市場への移転といった「ファイナンス」の役割を果たしているものである。

ないと考える。このような分野に公的規制が導入されると、自由な意見を述べるのが困難となり、格付けに対する信頼が低下する可能性がある。一方、格付け会社の収益構造<sup>7</sup>を考えると利益相反の弊害を防止する措置の必要性は認められる。また、格付けの透明性・格付け会社による説明責任などの向上が期待されている。これらの履行を検証し、格付けが適切に機能していることを確認するような制度が適切と思われる。

また、規制の対象を不必要に拡大すべきではない。仮に公的規制が導入されるとしても、その対象は何らかの公的枠組みにおいて利用される格付けを付与する格付け会社に限定されるべきであると考えられる。

したがって、格付けに関する制度の設計および見直しにあたっては格付けが果たしている役割・機能を整理・認識したうえで、それらを損なうデメリットが生じないように配慮されねばならないと考える。わが国における格付け会社の価値と位置付けを再確認することが必要であろう。また、格付けの直接・間接の利用者の問題意識および意見を十分に汲み上げ、合理的な制度設計を目指すべきである。

格付け会社が中立性を維持することは重要であるため、原則として情報開示と格付け会社による説明責任の拡充、利益相反による弊害の防止が求められる。ただし、公的規制導入による効果に比べて弊害の方が大きいと思われる以下の各項目については反対する意見が多くみられた。

5-1. わが国では格付け会社と市場関係者の適切なコミュニケーションは関係者間の相互理解を通じて証券化市場の健全な発展に寄与しており、特段弊害は見られない。むしろ、わが国では格付け会社による説明が不足していると考えられる市場参加者も少なくないため、コミュニケーションの確保は重要である。一方、健全なコミュニケーションと禁止すべき不適切な提案・推薦の区別を法令上の簡潔な文言で規定することは難しい。このため、提案・推薦を禁止する規制が導入されることにより、格付け会社を過度に萎縮させる結果となり、本来、規制の対象とすべきでないような健全なコミュニケーションが阻害されて格付けの透明性を低下させるという弊害が懸念される。格付け会社による提案・推薦の制限は、利益相反による弊害を防止する効果に比べて格付けの透明性が低下する弊害の方が大きいと思われるため、IOSCOの規定にある利益相反の弊害を防止するための他の内部統制の規定の活用を優先すべきと考える。

---

<sup>7</sup> 収益の過半が格付け依頼者が支払う格付け手数料によってもたらされているという構造。本邦系格付け会社（三國事務所は除く）は創業時からそのような状況であり、ムーディーズ、S&P等の主要米国系格付け会社は1970年代からそのような状況となっている。なお、米国系格付け会社の中には発行体等からは手数料を徴収しない主義を貫いている会社（Egan-Jones）もある。

- 5-2. 格付け手法についての透明性の向上および格付け会社による説明責任については促進する必要がある。特に、分析手法の情報開示が拡大されることに対する市場参加者の期待は大きい<sup>8</sup>。しかし、定められたモデルや手順以外の分析手法や判断を制限するような規制<sup>9</sup>は、格付けの品質低下をもたらす可能性が高いと思われる。格付け会社のアナリストがマニュアルをただ遵守して作業し、格付け分析を機械的・画一的なものにし、均一化を図るように誘導する方向性を持つ行為規制は厳に慎むべきである。
- 5-3. 証券化商品またはストラクチャード商品に対する格付けを、事業債の格付けと一律に区別して表示すべきか否かについては、格付け会社の判断に委ねるべき問題ではあるが、異なるセクター（金融機関、事業会社、証券化商品など）について可及的に格付けに同じ意味を持たせようとしている格付け会社による格付けについては、区別する必要はない。むしろ、同一の格付け記号（符号）をもって表示するからには概ね同じ意味となるような格付け体系の構築および運用を行うことを格付け会社に期待したい。
- 5-4. 格付け会社の人事政策について画一的な基準を外的に与えるべきではない。分析を担当するアナリストの知識・経験の蓄積等を含む格付けの品質を維持向上し、利益相反の弊害を管理する政策は、各格付け会社に委ねるべきであり、たとえば、一律に4年を超えて同一の発行体等を担当することを禁じるような具体的な行為規制を導入するべきではない。

---

<sup>8</sup> 現在、日本証券業協会において原資産の情報開示に係る自主ルールの作成を進めている。一方、このような自主的な取組に加えて、格付け会社が分析に用いた情報を自ら公開または格付け依頼者・オリジネーター等が公開することを規制によって画一的に義務付けた場合、発行者に対する過度な負担となり、市場が大きく縮小する懸念があるとする意見もあった。

<sup>9</sup> 直接的に制限するような規制でなくとも、予め定められた方法とは異なる分析を行う理由の記録を求められていることが負担となる場合が想定される。この負担が過度になることを回避するため、通常分析手法以外に適切な分析方法があっても通常分析手法を選択されることや、通常分析に使用する以上の追加的な情報が入手可能であっても十分に活用されないようになることが懸念される。

## 格付けの信頼性を維持する必要性について

信用リスクを内包する金融商品、たとえば、社債や証券化商品が取引される市場における情報の非対称性は、特段の仕組み・仕掛けがないと、高いコスト<sup>10</sup>を招く。信用リスクに関する情報の非対称性に起因する問題の軽減または解消策のひとつとして、情報開示の推進・強化により各市場参加者が容易に情報にアクセスできるようにし、自ら分析する機会が与えられる必要はある。しかし、基礎的な信用リスクの評価を含むすべての判断において各参加者がそれぞれ独自に分析することを強制するのは非効率であり、経済的合理性がない。社債や証券化商品に内包される信用リスクについては、市場参加者が格付けを利用することで効率よく情報の非対称性によってもたらされるコスト低減を図ることが可能な場合が多いと思われる。また、証券化商品は、同一の原資産を裏付けとしていても、仕組みや信用補完水準の程度により、信用リスクや金利リスクを大幅にコントロールすることが可能な金融商品であり、劣後特約や財務上の特約で限定的な範囲においてしか信用リスクを調整できない事業債・銀行社債等とは異なる特徴を有する。特に仕組み上の違いや信用補完水準如何で大きく信用リスクを調整できる証券化商品の信用リスクの程度を表現または記述する市場の共通言語（尺度）として格付けは極めて重要な役割を担うに至っている。

わが国においては、転々流通を前提としない、特定少数の投資家が購入する証券化商品について格付け会社が格付けを付与する事例が多々見られるが、そのひとつの要因<sup>11</sup>は信用リスクの程度を示す指標または記述言語として格付け会社による格付けが受け入れられていることにあると思われる。多くの参加者の市場への参入を容易にしつつ、その販売・流通を円滑化するためには、共通して使用できるリスク量の指標が必要であり、格付け会社が中立的な立場により付与する格付けがこの役割を担っている。市場参加者独自のリスク指

---

<sup>10</sup> 信用リスクの程度について個々の市場参加者が独自に情報生産する（情報収集し、分析し、解釈する）べきだとすると、機関投資家は大勢のアナリストを雇用し膨大な労力と時間を投じて投資検討対象商品の分析を行なわねばならない（資金運用におけるコスト倒れを招く）であろうし、そうしないとすると、不確実性によるコストが極めて高くつく。すなわち、信用リスクが高いか低いかよくわからないまま投資判断を迫られるため、投資機会を見送る投資家が多くなる（機会利益喪失、企業等による資金調達への阻害につながる）一方で、それでも投資する投資家は不確実性に対する対価を求める（信用リスクが低い商品についても一律に高い利回りを要求する）であろう。

<sup>11</sup> 転売を前提としない証券化商品にも格付け会社から格付けを取得することがわが国において多く見られるもうひとつの要因としては、投資家が銀行等預金取扱金融機関である場合に限られるが、バーゼルⅡにおける「証券化エクスポージャー」は、内部格付手法採用行にあっても適格格付機関による格付けによってリスクウェイトを決定する方式（格付準拠方式）が原則とされており、無格付けまたは格付けを用いない場合は、原則として自己資本控除扱いとなっていることが考えられる。バーゼルⅡにおけるこのような扱いが一部の預金取扱金融機関による意図せざる格付けへの依存を招いたとの見解もある。

標（たとえば、特定の銀行による行内格付け）で代替できるものではなく、格付けの機能を代替する有効な手段は現状考えられない。格付けの機能が低下する方向性を持つ規制が導入された場合、わが国において、企業等による資金調達・機関投資家等による資金運用の両面で重大な問題が生じる可能性が高い。

格付けを投資における単なる参考意見と位置づけるならば、制度的枠組みを構築する必要はない。しかし、格付けの役割は代替が困難であり、市場参加者による格付けの利用が引き続き認められることが必要である。そのために格付け会社が自ら利益相反の弊害を防止し、情報開示と格付け会社の説明責任が適切に履行されることを促すような制度を検討すべきである。

### 公的規制導入の是非について

一般に格付けおよび格付け会社に対する信頼が低下している状態は、信用リスクが仲介される市場にとって問題である。現状を見ると、このような市場のうちとりわけ証券化市場において問題は深刻である。1997年～98年や2002年～03年のわが国における金融危機に際し、銀行（間接金融）による信用創造機能が減退したときに、証券化取引が企業の資金調達を支え、信用リスクに敏感になった公社債市場の参加者に広く受け入れられた結果、その市場が大きく拡大し、企業金融にとって重要な役割を果たしてきたことを忘れてはならない。証券化商品に対する格付けの信認低下は、わが国証券化市場の効率性を低下させ、参加者の減少と市場規模の低下、流動性の低下など、負の連鎖が生じることを懸念せざるを得ないほどの深刻な問題となっている。しかし、証券化商品に対する格付けの信認向上は、本来は利用者および資本市場関係者（市場）による監視・規律付けの強化を通じてなすべきものであり、短期的な視点から安易に全面的な公的規制を導入してはならない。公的規制を導入するとした場合であっても、長期的な影響およびわが国資本市場全体にとってのコスト・ベネフィットを十分に検討すると共に、健全な市場機能の発展を阻害することのないよう十分に注意を払うべきである。

そうだとすれば、格付け会社の規律向上・維持のためには、登録制または許可制の導入およびそれに伴う当局による監督・検査だけがその方策の唯一の選択肢として考えられるべきものではなく、欧州証券監督者委員会（CESR）が提案しているような、証券監督者国際機構（IOSCO）による基本行動規範をベースとする個々の格付け会社による自主的な規律付けの強化、民間主導の監視機関・オンブズマンの設置、または業界団体の設置および業界団体を通じた自主規制機能の強化（第三者委員を含む監視委員会の設置など）、既存の枠組み（指定格付機関制度、バーゼル II における適格格付機関指定制度）の延長線での当局との対話の強化、利用者および資本市場関係者（市場）によるその他の監視・規律付けの

強化といった方策も制度的枠組みの選択肢として検討可能ではないか。

IOSCO は 2008 年 5 月に信用格付け会社の基本行動規範を改定しており、改定後の基本行動規範には、利益相反の弊害防止、情報開示と格付け会社による説明責任の拡充に関する十分な内容が含まれている。当 WG はこの基本行動規範が履行されれば格付けの信頼性を確保できるとともに、国際的に整合性のとれた格付け会社に対する規律を実現することが可能となると考える。格付け会社が基本行動原理を履行し、自由かつ信頼性が高い意見を表現する環境を将来にわたって確保するためには、適切な内部統制が必要であるが、基本行動原理の範囲を超えるような規制は必要でない。過度な規制はむしろ弊害を招く懸念がある。上記の選択肢のうち、まずは、業界が中心となって、格付け会社の内部統制を監督する自主規制機能を強化していくことが適当であると考えられる。

### 格付けの信頼性を確保する方法

格付け会社が中立的な立場で格付けを付与していることは、格付けが利用するために重要な要件である。格付け会社の収益構造から利益相反が懸念されるとはいえ、抽象的な概念である格付け会社の中立性を直接的に確認することは非常に難しい。市場参加者が格付け会社の行動を全般的に判断して選別する健全な市場規律に委ねるのが妥当であり、市場規律が十分に効果をあげられるように、情報開示と格付け会社の説明責任を拡充することがまずは必要と思われる。格付け分析手法の開示など格付け会社の継続的な協力が期待される。また、利益相反の弊害を防止するような内部統制を格付け会社が自主的に強化することも必要である。

また、わが国における格付け会社の価値と位置付けについて再確認しておく必要がある。格付けとは、信用リスクを評価することを専門とする者による（主に）信用リスクに関する評価をわかりやすく表現したものであり、社債や証券化商品などの信用リスクを内包する商品または発行体に対して多く付与されている。格付け会社は複数存在しており、いずれも民間企業である。特にわが国では本邦系および外資系の格付け会社（「指定格付機関」、 「適格格付機関」ともに 5 社、わが国の企業に格付けを行っている格付け会社としてはこれ以外に三國事務所がある）がしのぎを削っている。格付けの価値は、格付け意見の中立性に大きく依存することを踏まえれば、複数の格付け会社が並存すること、格付け会社が特定の企業または特定の政府の完全な支配下になく独立性が認められることは重要な要素であろう。わが国企業およびわが国の証券化商品に関しては、自国系および外資系の複数の格付け会社が格付けを付与している。企業金融において資本市場（直接金融）が比較的大きく、銀行による信用仲介（間接金融）が並存している米国市場と、銀行の存在が比較的大きく、資本市場はそれを補う形で並存しているドイツやわが国の市場とでは、社債（銀

行社債・金融債を含む) や証券化商品が果たしている役割や位置付けが異なると思われる。

投資行動における参考意見である格付けは、信用リスクや金利リスクのようなリスクと証券化商品の仕組みに関する評価であり、将来発生し得る不確実な事象をある程度主観的判断をもって予想するものである。証券化商品に内包される仕組みに起因するリスクや金利リスクも、約定通りの元利払が不可能になる（または元本については期日までの満額償還が不可能になる）蓋然性（債務不履行の発生可能性）またはその場合における損失の規模を念頭に置いて評価の対象になるため、格付けは、基本的には、信用リスクに対する評価と考えてよい。信用リスクの評価は、機械的・客観的に行い得るものではなく、経験を積んだ専門家の主観的な判断を多分に反映させざるを得ない（いわば、「職人芸」的な要素がある）ことなどから、そもそも格付けは規制にはなじまない性質のものである。仮に公的規制が導入されるとしても、当 WG の一致した強い意見として判断の根幹部分である分析手法や分析結果を対象とすることは適切ではないと考える。

仮にこのような部分に規制を導入し、規制の実効性を確保するために、分析手順の細部にわたるマニュアル化を強制または誘導する方法をとった場合、格付けの客観性が高まるとしても、分析手法が硬直的・画一的となることで、結果的に適切な判断を妨げられ、かえって格付けの的確性が低下して、格付けの信頼性が低下することが懸念される。格付けは専門家による判断・意見がその核心にあるものであり、格付けの対象となる証券化商品を含む信用リスク商品のリスク特性は社会経済情勢の変化に応じて大きく変化し得るものである。格付け手法の細部にわたる手順のモデル化・マニュアル化を促し、それからの乖離を制約することは、本来であれば臨機応変・柔軟に判断せねばならない部分の分析についても、機械的・画一的な流れ作業的処理を促すことになり、格付けの品質低下を招く可能性が高く、強く懸念を抱く。

## 海外における格付け規制動向との関係について

米国では格付けは民間営利事業として 20 世紀初頭に自然発生した。格付けが規制に利用され始めたのは 1975 年（昭和 50 年）、米国証券取引委員会（SEC）による NRSRO 指定の導入である。一方で、わが国においては、1977 年（昭和 52 年）に証券取引審議会（大蔵大臣の諮問機関）が起債会とは別の独立した機関による社債の評価の必要性を指摘し、1984 年（昭和 59 年）に経団連を事務局とする社債問題研究会（大蔵省の職員も参加）にて格付け会社の設立を議論、『新たな格付機関の設立に向けて』（昭和 59 年 12 月）を発表したことが格付け利用および格付け会社設立の契機となった。大蔵省証券局の後押しを得て株式会社日本インベスターズサービスが、大蔵省国際金融局の後押しで株式会社日本格付研究所が、そして、日本経済新聞社系の任意団体を株式会社化する形で株式会社日本公社債研究所が 1985 年（昭和 60 年）4 月に設立され、時をほぼ同じくして、1985 年から 86 年（昭

和 60 年から 61 年) に掛けて、ムーディーズ、IBCA (フィッチの前身の 1 社)、S&P が相次いで日本に現地法人を設立するか東京に事務所を開設した。すなわち、わが国においては、格付け会社は公的な規制の対象にはなっていないものの、当初より公益的な役割が与えられ、制度との親和性も高いと考えられる。格付けはわが国の現行制度においては行政機関の監督権限は及ばないものの、1987 年 (昭和 62 年) に導入された適格格付機関制度 (現存) に基づく当局と格付け会社の対話は維持されている。格付け会社の出自およびその運営における日本独自の事情には十分な配慮が必要であろう。

また、本邦系の格付け会社は、国内における社債格付けおよび証券化商品格付けでも米国系格付け会社に匹敵するあるいはそれ以上のカバレッジを占めており、自国系の格付け会社が極めて限定的なシェアしか有していないかまたはそもそも自国系の格付け会社が存在せず、ごく少数の米国系・英米系<sup>12</sup>格付け会社に市場を席捲されている欧州諸国とは事情を異にする。

昨年来、格付けが問題視されている背景に、米国のサブプライムローンを裏付けとする証券化商品 (サブプライム RMBS)、それを裏付けとする再証券化商品 (二次証券化商品) である ABS CDO (または SF CDO) を中心とする、ニューヨークおよびロンドンにおいて 2004 年頃から 2007 年前半に掛けて組成された多数の証券化商品およびストラクチャード商品に対する格付け水準が妥当ではなかったことが広く認識されるに至ったことがあると思われるが、日本の証券化商品に対する格付けで格付け水準が適切ではなかったことが認められるものはごく少数に留まっている。格付けの失敗はほぼ米国産の一部の証券化商品およびストラクチャード商品に限定されていると考えてよいのではないか。主にこれらの商品 (特に CDO) への大きなエクスポージャーに起因し、一部の米国および欧州の大手金融機関が昨年から今年に掛けて 1 社あたり数兆円の巨額の損失を計上するに至った。

主に一部の米国の証券化商品に対する格付けに見られた問題と同様の問題が今後わが国で発生することを未然に防止するために、必要な措置を講じるという判断は妥当であるものの、米国証券取引委員会 (SEC) および欧州委員会 (EU) が提示している規則改定案・法案の草案に含まれる格付け会社に対する様々な行為規制だけがその適切な方法であるとは思われない。特に欧州委員会による 2008 年 7 月 31 日付け法案の草案については、各方面から多数の反対意見が提出されており、未だ議論の一致をみていない。米国 SEC 規則改正案および EU 法案草案に盛り込まれているものと同じまたは類似の行為規制をわが国が欧

---

<sup>12</sup> フィッチの親会社はフランス企業であるが、その出自は米国の複数の格付け会社 (Fitch, Duff & Phelps 等) と英国の銀行格付けを専門とする格付け会社 (IBCA) が 1990 年代に合併したものであることなどを踏まえ、一般には米国または米英系格付け会社と考えられており、ここでは「英米系」と表現した。また、同社の本部はニューヨーク、ロンドン、シカゴの 3 拠点体制である。

州諸国に先駆けて導入することは、わが国の証券化市場では市場の機能低下の弊害だけをもたらされる可能性もある。

海外における格付け会社規制に関する動向との関係では、協調行動の必要性は認識するものの、わが国独自の事情をまずは十分に検討すべきであり、他国において規制導入が検討されていることのみをもって、わが国においてもその規制案と全く同じまたは類似の内容の規制を導入すべきとは必ずしも言えない。

また、米国および欧州で実施される規制がわが国において活動する格付け会社にも及ぶ可能性がある。具体的な行為規制の内容については各国の市場環境の違いを反映すべきと考えられる。このため、格付け会社に対して重疊的に多様な規制が課せられる結果、格付け会社の活動を過剰に制約することとならないようわが国と各国当局との間で調整が行われるべきと考える。この調整については、当局のご尽力も強く期待するものである。

#### **規制案の中で弊害が懸念される部分**

格付けを提供している者が少数であり、何れの格付け会社から格付けを取得するかについては格付けの一義的な利用者たる投資家ではなく発行者・オリジネーター・アレンジャーの選択に委ねられているという現状から、利益相反の懸念を拭い去ることはできない。格付けの透明性・格付け会社による説明責任の向上を期待したい。また、格付けには定量的な分析など、客観的な判断も含まれているため、格付け分析および決定プロセスについて外形的に判断し得る手順の客観性の向上も期待される。そのような方向性を持つ規定は既に証券監視者国際機構（IOSCO）の基本行動規範に盛り込まれており、各格付け会社の行動規範でも採用されているが、格付けが適切に機能していることを確認するために、格付け会社のガバナンスに関するこれらの問題を検証する制度を設けることが考えられる。

制度的枠組みとして、当 WG は業界団体による監督が妥当と考えるが、仮に公的規制を導入するとしても、外的・形式的な規制および当局による監督・検査の対象となり得る対象は、格付け会社の行動およびガバナンスにかかる部分に限定すべきであり、格付けの内容や手法は対象とするべきではない。健全な市場規律によって格付け会社に適切な行動を促すことが妥当な方法であり、市場規律を適切に機能させるために情報開示と格付け会社による説明責任の拡充が必要である。また、利益相反の弊害防止のために格付け会社の内部統制も必要と思われる。ただし、規制導入による効果に比べて副次的に生じる弊害の方が大きいと思われる以下の各項目については、これらの目的のためであっても導入すべきではない。

なお、当然のことではあるが規制の対象を不必要に拡大すべきではない。仮に公的規制が導入されるとしても、その対象となるのは、何らかの公的枠組みにおいて利用される格付けを付与する格付け会社に限定されるべきである。規制を満たす格付け会社以外が信用リスクに対する意見を表明することが事実上困難となるような規制は避けねばならない。

### 格付け会社と市場とのコミュニケーションの確保

わが国の証券化商品について深刻な問題が生じていないひとつの理由は、商品の組成者が格付け会社に所属するアナリストと詳細にわたり相談することを通じて、格付けアナリストが指摘した問題点等を商品設計に反映させ、よりストレス耐性の高い、あるいは、モラル・ハザードの問題の顕在化を抑制する商品設計が可能になったことにあると考えられる。また、格付け会社が商品に関連する契約書の文言等についてコメントを述べ、場合によっては修正を求めることはほぼ不可避であろう。このような関係当事者と格付け会社との健全なコミュニケーションは、双方向のやり取りであるため、局面によっては格付け会社から関係当事者へ何らかの意思を伝達することもあり得るが不適切なものではない。また、韓国では2004年に主要証券会社、オリジネーター、格付け会社等による自主的なガイドライン「ABS 業務関連模範基準」<sup>13</sup>が実施されており、そこでは格付け会社は証券化商品の設計に関する議論に積極的に参加することが推奨されているという事例もある。

格付け会社による不適切な提案・推薦を禁止しようとする目的は、利益相反による弊害の防止にあると思われるが、仮に、提案・推薦を禁止するとして、格付け会社に所属するアナリストと市場関係者との健全なコミュニケーションと不適切な提案・推薦を客観的・外形的な基準によって線引きすることは難しい。原資産やアレンジャーから提示されたストラクチャリングのアイデアをどのように評価していくのか、格付け会社の意見や考え方をアナリストが説明し、その結果としてアレンジャーが組成のヒントをつかむということは健全なコミュニケーションであり、制限または禁止することは妥当ではない。一方、格付け会社が事実上の組成者になるようなケース、劣後比率を含む信用補完水準などについて格付け会社またはアナリストが一定の目標を負い、その達成のために提案・推薦を行うような行為は健全とはいえず、禁じられても然るべきであろうが、提案・推薦という用語が必ずしも一義的ではなく、提案・推薦とコミュニケーションの境界は明確ではないため、法令上の簡潔な文言による規定で明確化することは容易ではないと思われる。提案・推薦を禁止するとすれば、健全なコミュニケーションの範疇と捉えられている行為も、形式的に禁止の対象となると解される懸念が否定できない。同時に、規制の対象が明確ではない

<sup>13</sup> 韓国・金融監督院のウェブサイトに掲載されている。(韓国語のみ) 『ABS 관련업무 모범규준』

<http://www.fss.or.kr/kr/bbs/view.jsp?bbsid=1207396958322&idx=230000006349&num=75>

ために格付け会社を萎縮させることとなり、禁止すべき提案・推薦には該当しない健全なコミュニケーションが忌避されてしまうことになりかねない。そのような事態が生じると、商品の組成および格付けプロセスを阻害することとなる。提案・推薦を規制の対象とすることによるこのような弊害についても十分に考慮する必要あるため、提案・推薦を直接禁止するような行為規制を設けることには慎重であるべきである。倫理規定の導入・強化または事後規制によって対処することも考えられるべきであろう。

現状では、格付け会社のアナリストと市場参加者とのコミュニケーションが不十分であると認識している市場関係者もいる。格付けの透明性が低いと考えられる理由の一つである。格付けアナリストの言動を拘束するような行為規制が導入されると更に「コミュニケーションの断絶」が深まるおそれがある。むしろ格付けアナリストと市場関係者の対話を促進する方向性が望ましい。

格付け会社による商品設計上のコミュニケーションはこれまでわが国の証券化市場の健全な発展にも寄与してきたことおよびそれによる弊害は見られないこと、また、適切な範囲での規制を行うことの困難さおよび規制によってコミュニケーションが制約されることによる弊害の大きさに鑑み、格付け会社による提案・推薦を行為規制によって禁止または制限すべきではないと考える。

#### 格付け手法のモデル化・マニュアル化の弊害について

過去の実績データが十分にそろっているアセット、格付け基準が整備されたアセット・仕組みしか格付けの対象とするべきではないという考え方は妥当ではない。

過去の実績のみで将来のすべてを説明することはそもそも不可能である。格付けは過去の実績データなどを参考に将来の予想をするが、経済環境の変化などにより生じる不確実性を考慮することが重要である。また、新商品の開発のような新たな取り組みが行われるが、これは証券化市場に限ったことではない。慎重な分析を経て格付けすることが必要ではあるものの、禁止する必要はない。新たな格付け基準の作成は当然に容認されるべきである。既存の格付け基準も絶対的なものとして遵守すれば良いのではなく、むしろ臨機応変に積極的に見直しの対象とすべきものと考えることが妥当である。当WGは、わが国における金融商品の開発は慎重に行われている傾向が見られると考える。新商品の開発や前例のないまたは乏しい商品のリスク評価を規制により制約するべきではない。

格付け分析手法・格付け基準をモデル化・マニュアル化できる範囲には限界がある。特にモデルの扱いについては慎重であるべきである。モデルによる定量的な分析結果に、定性

的な判断を加えて柔軟な調整を行う能力を有するアナリストがモデルを使用すべきであり、数理モデルによる定量的な分析結果に拘泥することを求めるのは適切ではない。ましてや、格付け会社の分析内容を外部で再現可能とするという目的のために、格付け会社の分析をモデルやマニュアルを遵守し、主観的判断を排除し、本当の意味の「分析」ではなく、「作業」を行うように格付け会社を誘導または強制してはならない。

過度な数理モデルへの依存や客観性を保つための細部にわたる手順のマニュアル化はむしろ深刻な問題を引き起こすと思われる。定量的なモデルは統一性のある結果を生み出すというメリットがあるが、感覚的に判断できないリスク量を算出するモデルは、問題が顕在化するまでモデル作成過程での判断の誤りも判明しない。本来リスク量を判定すべきモデルは問題が顕在化するまでは市場のリスク許容度を反映して調整されがちである。サブプライム RMBS に代表される米国の住宅ローンを裏付けとする証券化商品、それらを原資産に含むものを含む ABS CDO など、証券化商品に対する格付けについて深刻な問題が発生した事例は、まさに機械的なモデル依存と一旦定めた手順への拘泥が引き起こした問題の典型例と思われる。

#### 証券化商品・ストラクチャード商品に対する格付けの区別表示の是非について

昨年夏以来、証券化商品・ストラクチャード商品の信用リスク特性が事業債のそれとは異なっており、誤解を生じせしめないために、証券化商品・ストラクチャード商品に対する格付けを事業債のそれとは区別して表示すべきとの意見も聞かれる。当WGでは、格付け推移行列・格付け別のデフォルト実績などの差異を理由に区分表示するのであれば、非預金取扱金融機関や米国の地方債の格付けも区分表示すべきであり、証券化商品の中でも極めて信用力が安定しており格付けの変動も少ないセクター（たとえば、自動車ローンを裏付けとする ABS）と若干の環境の変化や格付け分析上採用した前提と実際との差異によって極端に格付けが変動してしまうセクター（たとえば、二重構造の CDO である CDO スクエアード）を区別しなければ理にかなわないとの見解もみられた。すなわち、異なる業種やセクター（たとえば、ソブリン、金融機関、事業会社、金銭債権の証券化商品、不動産担保ローンの証券化商品、ストラクチャード商品、証券化商品と事業債の中間領域である事業の証券化など）や地域（米国、日本、欧州大陸、日本以外のアジアなど）、時期・時代（景気拡大期か後退期か）、といった区分毎に格付けのパフォーマンスは異なることは避けられないと思われる。一方で、一部の格付け会社は、このような現実を認識しつつも、格付け体系の整合性を目指しているようであり、その意思の表現のひとつが異なるセクターや国・地域であっても同一の格付け記号（符号）体系をもって信用リスクの程度を表現しているものと考えられる。異なるセクター間の格付けのパフォーマンスを完全に揃えることは困難であることは認識しつつも、信用リスクという同種類のリスクの評価としてあ

る程度比較可能になるように、同一のスケール（ものさし）で表現することが望ましいとの意見が多かった。ストラクチャード商品に限らず、特定の分野の格付けについて他の分野とは異なる格付け記号（符号）体系をもって格付けを表示するべきかどうかについては、個々の格付け会社の判断に委ねられるべき問題ではあるものの、格付けの利用者の立場からは区別の必要はないと点で意見は一致した。同一の格付け記号（符号）をもって表示するからには概ね同じ意味になるような格付け体系の構築および運用を行うことを格付け会社に期待したい。また、特定のセクターについて異なる体系の格付け記号（符号）を採用すると、他のセクターとの水準感の調整・整合性の維持が疎かになる可能性が高く、区分表示するべきではないとする指摘もあった。

### 格付け会社の人事政策に関する規制について

格付け会社の人事政策について画一的な基準を外的に与えるべきではない。分析を担当するアナリストの知識・経験の蓄積等を含む格付けの品質を維持向上し、利益相反の弊害を防止する政策は、各格付け会社に委ねるべきであり、たとえば、一律に4年を超えて同一の発行体等を担当することを禁じるような具体的な行為規制を導入するべきではない。同一人物が長期間にわたり特定の分野を担当することは、知識・経験・専門性の維持・向上のために有益な場合が多々あると思われる。アナリストの知見に広がりをもたせるために、定期的に異なる分野を担当させることにも意義が認められる。しかし、経験の浅い職員であるかベテラン職員であるか、特定の分野で専門性を極めた人物であるかジェネラリストであるかを問わず、一律に一定期間内の人事ローテーションを要求することは、人材開発や適材適所の活用にとって障害になる可能性がある。格付け依頼者との癒着・なれあい防止は、様々な方策が考えられ、実際に各格付け会社においては、担当アナリストが格付け手数料の交渉には関与しない、アナリストの待遇には格付け手数料は一切考慮されないといった方策に加え、格付け会社によっては内規によって格付け依頼者との接触方法について制約を設けるといった方法で既に対応がとられていると思われるところ、一定期間内での担当交替・人事異動を義務付けることを一律に要求するべきではない。

以上