



# 欧州CRA、「ソブリン格付のサスペンション」が 最大のテーマに

## —EU格付機関規制の改訂法案： 「ローテーション・ルール」の成否にも注目

大和総研 ロンドンリサーチセンター

鈴木 利光

### ■ 1. はじめに

大手格付会社のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が、2012年1月13日にユーロ圏9か国のソブリン債を格下げしたことは記憶に新しい（注1）。欧州委員会のMichel Barnier域内・サービス市場担当は、この格下げを受けて、「格付機関がこのような公表をするタイミングの選択には、驚かされるばかりである」（注2）と述べている。およそ2週間後の2012年1月30日に、EU27か国首脳会合を控えていたというタイミングを指してのコメントであろう。

#### 〈目次〉

1. はじめに
2. CRA IIIドラフトの概要
3. ソブリン格付のサスペンション
4. おわりに～欧州議会の審議状況～

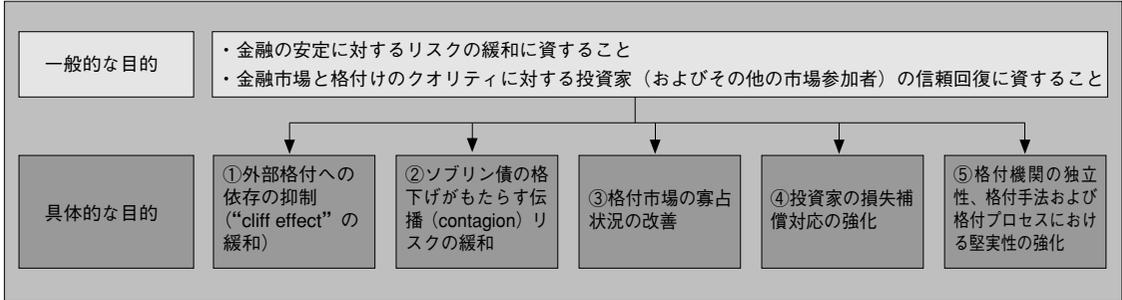
S&Pによる格下げから遡ることおよそ2か月前の2011年11月15日、欧州委員会は、EU格付機関規制法（CRA：Credit Rating Agencies）（注3）の改訂法案（CRA IIIドラフト）を公表している。

現行のCRAは、格付機関の登録、行為規制（利益相反の防止、格付けの透明性に関するアニュアル・レポートの提出等）、そして監督（注4）に焦点を当てている。

もっとも、欧州委員会の指摘によると、現行のCRAは、金融危機や昨今のユーロ圏におけるソブリン債のデフォルト危機（ユーロ危機）に際して懸念が示されてきた問題（後述）への手当てが十分にはなされていない。CRA IIIドラフトは、それらの問題への対応策を提案している。

本稿では、CRA IIIドラフトの重要部分を、それに続く欧州議会の審議状況（注5）と合わせて簡潔に紹介するものとする。

(図表) CRA Ⅲドラフトの目的



(出所) 欧州委員会資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

## ■ 2. CRA Ⅲドラフトの概要

### (1) CRA Ⅲドラフトの目的

欧州委員会は、金融危機やユーロ危機に際して懸念が示されてきた問題として、次の6点を挙げている。

- ・外部格付への過度の依存が資本市場にもたらす“cliff effect” (注6)
- ・ソブリン債の格下げがもたらす伝播 (contagion) リスク
- ・格付市場の寡占状況
- ・規制違反の格付けによって損失を被った投資家への補償の不十分性
- ・報酬体系 (“issuer—pays” モデル) に内在する利益相反がもたらす、格付機関の独立性への制約
- ・格付手法および格付プロセスにおける不十分な堅実性

これらの問題に対処すべく、CRA Ⅲドラフトは、2つの一般的な目的と、それを達成するための5つの具体的な目的を掲げている (図表参照)。

### (2) スコープの拡大：

#### 格付アウトルックも規制対象に

「格付アウトルック」とは、格付けの短中期的な見通しに関するオピニオンをいう (「格付ウォッチ」もこれに包含される)。一般的に、「安定的」、「ネガティブ」または「ポジティブ」といった表記が用いられている。

現行のCRAは、この格付アウトルックを規制対象としていない。しかし、格付アウトルックは、金融市場に対し、通常の格付けに相当するインパクトをもたらすケースがあるといえる (注7)。

そこで、CRA Ⅲドラフトは、利益相反の防止、格付けの正確性および透明性を担保するためのルールについては、格付アウトルックにも適用すべき旨提案している (後述)。

### (3) 外部格付への依存の抑制 （“cliff effect”の緩和）

金融機関と機関投資家による外部格付への過度の依存については、金融危機におけるストラクチャード・ファイナンス商品（仕組み金融商品。証券化商品を包含）の急激な格下げでも問題になったが、昨今のユーロ危機でもこの問題への懸念が再浮上している。

そこで、CRA Ⅲドラフトは、金融機関に対し、企業や金融商品の信用性評価について、外部格付のみに（または外部格付に機械的に）依存することを禁じ、内部信用評価の実行を義務付ける旨提案している。

また、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行体に対しては、格付けを外部に依頼する場合、2つ以上の格付機関（同一グループは不可）に依頼することを義務付ける旨提案している。

### (4) ソブリン債の格下げがもたらす 伝播リスクの緩和

ソブリン格付は、対象国にとって決定的な役割を有している。その格下げは直ちに借入コストを上昇させ、極端な場合には外部からの資金調達という手段を奪うためである。

そこで、CRA Ⅲドラフトは、格付けの急激な変動を緩和すべく、格付機関によるソブリン格付のレビュー頻度を、現行CRAの「1年ごと」から「6か月ごと」に増加する旨提案している。

また、CRA Ⅲドラフトは、格付機関に対

し、ソブリン格付およびそれに関連する格付アウトルックを公表する場合、EU域内の取引施設（trading venue）がクローズした後、かつ、オープンする1時間以上前に公表することを義務付ける旨提案している。

### (5) 格付市場の寡占状況の改善

格付市場は寡占であり、S&P、Moody's、Fitchのいわゆる「ビッグ3」が市場シェアのおよそ95%を占めていることから、新規参入が困難となっている（注8）。欧州委員会の指摘によると、このような寡占状況は、格付けのクオリティにネガティブな効果をもたらしかねない。

そこで、CRA Ⅲドラフトは、格付機関に対し、格付けおよび格付アウトルックを公表する場合、事前にESMAに関連情報（等級、（新規または変更等の）タイプ、公表日時等）を提出することを義務付ける旨提案している。これに付随して、ESMAに対しては、“European Rating Index”（EURIX）を設置することを義務付ける旨提案している。EURIXは、格付機関がESMAに提出した個々の格付け、および債券の格付けを平均したインデックスを、ESMAのウェブサイト上で、無料で一般公開するものとしている。比較可能性の向上を競争強化につなげる狙いである。

また、CRA Ⅲドラフトは、EURIXの便宜性を促進すべく、ESMAに対し、格付機関が使用する格付けのスケール（注9）を統一するためのテクニカル・スタンダード（2013年1

月1日までに欧州委員会にドラフトを提出)を策定することを義務付ける旨提案している。

## (6) 投資家の損失補償対応の強化

現行のCRAは、格付機関の民事責任そのものは規定しておらず、前文にて、格付機関の規制違反への対応は各加盟国の民事責任に関する法律に基づいて行われる旨言及しているにとどまっている。こうした状況は、格付機関がEU内において、より民事責任の緩やかな管轄を選択するという、規制格差の利用を助長するおそれがあるといえる。

そこで、CRA Ⅲドラフトは、格付機関が故意または重大な過失により規制に違反し、その違反が格付に影響を及ぼした結果、当該格付に依拠して金融商品を購入した投資家が損失を被った場合、当該投資家の訴訟提起に基づき、当該格付機関に民事責任を課す旨提案している。格付機関は、規制違反がなかったこと、または当該規制違反が格付に影響を及ぼさなかったことを立証しなければならない(注10)。

## (7) 格付機関の独立性、格付手法および格付プロセスにおける堅実性の強化

### ① 「ローテーション・ルール」の導入

欧州委員会は、支配的な報酬体系である“issuer-pays”モデルには、長期にわたるビジネス関係を築くことを容易にするために、いわゆる「甘い格付け」をするというリスクが存在するとしている。また、長期にわ

たるビジネス関係には、発行体が投資家に信用性に関する懸念を惹起させないように、格付機関を交代することを避けるという意味での「ロックイン効果」が発生するというリスクが存在するとしている。

そこで、CRA Ⅲドラフトは、これらのリスクを緩和すべく、依頼格付のケースにおける「ローテーション・ルール」の導入を提案している。

まず、格付機関は、発行体自体の格付けを公表する場合、1つの発行体につき、最長3年で交代しなければならない。

また、発行体の債券の格付けを公表する場合、1つの発行体につき、10個の格付けを発行した時点(最長3年。1年未満の場合は1年経過時点)で交代しなければならない。

もっとも、発行体が自身および同一の金融商品につき複数の格付機関に格付けを依頼している場合は、少なくとも「ロックイン効果」のリスクは緩和されることから、ローテーション・ルールが適用されるのは、そのうちの1つの格付機関のみである。ただし、それ以外の格付機関についても、最長6年で交代しなければならない。

格付機関は、同一の発行体の依頼を受けるには、交代後4年間のクーリングオフ期間を置かなければならない。

ローテーション・ルールは、勝手格付のケース、およびサブリン格付のケース(注11)には適用されない。これらのケースでは、“issuer-pays”モデルに内在する利益相反

リスクが希薄であるためである。

## ② 格付手法の変更に対するESMAの検証

CRA Ⅲドラフトは、格付機関に対し、格付手法を変更しようとする場合は、その旨、詳細な理由の説明とともにウェブサイト上で公表し、ステークホルダーのコメントを募集することを義務付ける旨提案している。当該格付機関は、コメントの募集期限が経過した後、ESMAに対し変更の意図を通知しなければならない。

これに付随して、上記通知を受けたESMAに対しては、上記変更がCRAの規制を遵守したものといえるか否かを検証することを義務付ける旨提案している。当該格付機関は、ESMAの承認を得なければ、新たな格付手法を採用することができない。

現行のCRAは、ESMAに対し、格付機関の格付手法がCRAの規制を遵守したものといえるか否かを定期的に検証することを義務付けている。上記CRA Ⅲドラフトの提案は、この検証義務の範囲を、格付機関による格付手法の変更時にまで拡大するものといえる。

## 3. ソブリン格付のサスペンション

欧州委員会は、ソブリン債の格下げがもたらす伝播リスクを緩和すべく、「公的救済（バイルアウト）の必要が生じているような例外的な状況」<sup>(注12)</sup>においてはソブリン格付の発行を禁止するという、「ソブリン格付

のサスペンション」とでもいうべきオプションの提案を予定していた。もっとも、委員間の意見調整がつかなかったのか、結局、CRA Ⅲドラフトからはオミットされている。

この「ソブリン格付のサスペンション」に対しては、様々な批判が寄せられている。

欧州金融市場協会（AFME）は、このオプションは格付機関の独立性を侵害するものであるという懸念を表明している<sup>(注13)</sup>。また、このオプションは、サスペンションが発動された場合、格付機関の沈黙が投資家に危機状態のシグナルを送ることとなり、欧州委員会が批判してきた「救済政策に対する適切な配慮を欠いた危機時の格下げ」と実質的に同一の効果を有するのではないかという懸念も報じられている<sup>(注14)</sup>。

そして、格付機関の監督権限を一元的に有するESMAのSteven Maijoor長官も、「(その他すべての格付けと同様に、) ソブリン格付は、格付対象から独立して発行されて初めて、信頼性を有し、その金融市場における役割を果たすことが可能となる」と述べている<sup>(注15)</sup>。

欧州委員会は、このオプションの実効性については更なる検証を要するとしつつも、将来的に提案する可能性を排除していない。本稿執筆現在（2012年2月20日）、CRA Ⅲドラフトを審議中の欧州議会でも、「ソブリン格付のサスペンション」の復活を願う声があるという（後述）。

## ■ 4. おわりに

### ～欧州議会の審議状況～

以上が、CRA Ⅲドラフトの概要である。正式ルール化および適用開始の見込時期については、明らかにされていない。

欧州委員会は、2010年11月のコンサルテーション文書では、格付市場の寡占状況を改善すべく、EUレベルの独立の格付機関を新設するというオプションを検討していた（注16）。しかし、このオプションは、CRA Ⅲドラフトでは提案されていない。欧州委員会は、その理由として、設立コストが膨大であること、資金提供主体であるEU加盟国を格付けするケースでは利益相反のおそれが生じ得ること、そして民間の格付機関のビジネスチャンスを不当に制限し得ることを挙げている（注17）。

欧州議会は、CRA Ⅲドラフトを審議したうえで、2012年2月28日にオリジナルのドラフトを提出する予定である。そして、このドラフトの是非につき、5月に経済金融問題委員会（ECON）での、そして7月に全体会議での投票を行う予定である（注18）。

欧州議会の審議では、ローテーション・ルールの評判が芳しくないようである。

まず、ESMAは、ローテーションの強制により、少なくとも短期的には、格付けのクオリティが低下する、すなわち甘い格付けが増えるおそれがあると証言している。これは、ローテーションにより新規参入を果たした格

付機関が、ポジションを確保すべく、価格競争や（格付けの）「甘さ競争」を仕掛けることが想定されるためであるとしている（注19）。

また、Fitchは、ローテーションの強制が、S&PとMoody'sの複占をよりいっそう強めるという結果を招きかねないと指摘している。これは、ローテーション・ルールを遵守すべく、多くの発行体が2つの格付機関に格付けを依頼することが想定されるためであるとしている（注20）。

そして、フランスのJean-Paul Gauzès欧州議員も、ローテーション・ルールの導入は、寡占状況の改善につながらないから意味がない、と切り捨てている（注21）。

「ソブリン格付のサスペンション」については、本稿執筆時点（2012年2月20日）では、欧州議会がこのオプションを復活させる意図があるか否かは明らかでない。

もっとも、報道によると、2012年2月28日に公表する予定のドラフトにて、このオプションを復活させる模様である。しかも、格付けの発行が禁じられるケースが、「対象国がそれを欲しない場合」と報じられており、CRA Ⅲドラフトからオミットされたオリジナル版が想定していた「公的救済（バイルアウト）の必要が生じているような例外的な状況」から大幅に拡大されている模様である（注22）。これでは、場合によっては、例えば大統領の選挙キャンペーン中といったケースでも、格付けの発行が禁止され得ることになる。

仮にこれが実現するとなると、究極的には、

ソブリン債の勝手格付はすべて禁止されることになりかねない。このような極端な事態を生じさせかねない規制の提案が、EU27か国の閣僚で構成される欧州理事会の承認を得る可能性は低いものとなろう。

さしあたっては、2012年2月28日に公表される予定の欧州議会のドラフトにて、「ソブリン格付のサスペンション」が復活しているか否かを注視すべきである。

(注1) 同年1月27日にはフィッチ・レーティングス(Fitch)がユーロ圏5か国のソブリン債を、そして同年2月13日にはムーディーズ・インベスターズ・サービス(Moody's)がユーロ圏6か国のソブリン債を格下げしている。

(注2) 欧州委員会“Restoring confidence in the financial sector – acting regionally and globally” [2012年1月16日] 参照。

(注3) 2010年12月のオリジナル(CRA I)および2011年5月の改訂版(CRA II)を包含するものとする。

(注4) CRA IIにより、格付機関の監督権限は欧州証券監督機構(ESMA)に一元化されている。

(注5) 本稿執筆現在(2012年2月20日)、CRA IIIドラフトは欧州議会にて審議されている。なお、EUルールは、欧州委員会が法案を提出し、欧州議会と欧州理事会がこれを承認することで成立する。

(注6) 格下げによる急激な価格変動をいう。

(注7) EU27か国首脳会合直前の2011年12月5日に、S&Pがユーロ圏15か国の格付ウォッチを「ネガティブ」に引き下げると公表したケースを想起されたい。

(注8) 欧州議会“Credit rating agencies get downgrade from MEPs and experts” [2012年1月25日] 参照。

(注9) 最上級の格付けを例にとると、S&PとFitchが「AAA」と表記しているのに対し、Moody'sは「Aaa」と表記している。

(注10) 米国ではすでに、「ドッド=フランク法」(米国の金融規制改革法)により、CRA IIIドラフトの提案と類似する民事責任規定が導入されている。

(注11) 欧州委員会によると、ソブリン格付の大多数が勝手格付である。

(注12) Reuters.com “EU ratings shake up defers “black out” plan” [2011年11月15日] 参照。

(注13) AFME “AFME comment on the European Commission’s proposals for Credit Rating Agencies” [2011年11月16日] 参照。

(注14) FT.com “What’s all the fuss and bother about ratings?” [2011年11月18日] 参照。

(注15) ESMA “Keynote address of Steven Maijoor, Chair of ESMA, at the AFME Market and Liquidity Conference-London 8 February 2012” [2012年2月8日] 参照。

(注16) コンサルテーション文書では、EUレベルの独立の格付機関は、PPP(Public Private Partnership)のようなパブリック/プライベート構造(公共サービスへの民間参加)での設立が提案されていた。設立コストは民間セクターによって支出され、欧州投資銀行(EIB)、欧州委員会やEU加盟国による助成金が支出されることが想定されていた。

(注17) 報道によると、ドイツのコンサルタント・ファーム、Roland Bergerは、EUレベルの独立の格付機関の設立に向けて動いているという。格付機関はNPO(民間非営利組織)として設立し、報酬体系は“subscriber/investor-pays”モデルを想定している模様。民事責任の導入も検討しているとされる。活動開始時期は、2012年中を見込んでいるという(Reuters.com “European rating agency could launch in 2012: report” [2012年1月21日] 参照)。

---

(注18) 欧州議会 “Credit rating agencies : MEPs want less reliance on “big three” [2011年12月20日] 参照。

(注19) ESMA “Credit Rating Agencies : What are the next steps?” [2012年1月24日]、欧州議会 “Mixed verdict on credit rating agency reform proposals” [2012年1月24日] 参照。

(注20) 欧州議会 “Mixed verdict on credit rating

agency reform proposals” [2012年1月24日]参照。

(注21) 欧州議会 “Mixed verdict on credit rating agency reform proposals” [2012年1月24日] 参照。

(注22) Reuters.com “EU lawmaker proposes ban on some country credit ratings – doc” [2012年2月8日] 参照。

