

日本信用格付学会に期待すること

石村幸三（金融庁監督局参事官¹⁾）

【要 約】

信用格付は、資本市場において必要不可欠な存在となっており、情報生産機能の発揮を通じた情報の非対称性の緩和等に寄与していくことが期待される。一方、信用格付は、銀行の健全性規制に利用されていること等もあり、景気変動増幅効果（プロシクリカリティ）等広く経済に影響を与える可能性が指摘されている。国際的な金融危機の経験を踏まえ、銀行規制における格付依存の軽減や格付会社規制の導入といった政策対応が行われているが、日本信用格付学会においては、その効果等について多面的に議論・検証がなされることを期待する。さらに、最近では、ESG やデジタル化等、新しいリスク要素の信用格付評価への織り込みなど、分析手法のアップデートの必要性が高まっている。加えて、コロナ禍における信用格付評価についても、国際的に金融監督当局の関心が高く、学術的にも分析すべき視点が多くある。日本信用格付学会が、時代の変化も取り込みながら、日本での信用格付の役割、特徴を明らかにしつつ、理論的・実証的な研究を行い、政策的な提言を含め、積極的に問題提起されることを期待している。

はじめに

日本信用格付学会が設立されたことは、信用格付の役割や機能に関する理解を深めることにとどまらず、日本の金融市場発展の観点からも有意義であろう。第一回年次総会に当たり、金融庁で格付会社の監督を担当している立場から、私見も交えつつ、日本信用格付学会への期待を述べさせていただく。また、私自身、これまで銀行行政及び証券行政に長く携わっており、特に銀行の健全性規制については、いわゆるバーゼル規制の改定交渉とその国内実施を担当した経験がある。また、リーマンブラザーズの破綻などに端を発する国際的な金融危機を受け、銀行規制における信用格付利用のあり方の見直しにも

関与してきた。少し寄り道になるかもしれないが、これらの経験も踏まえ、信用格付が資本市場のみならず広く金融・経済に与える影響について洞察が必要ではないかと思われる事項にも触れさせていただきたい。

1. 信用格付の役割と影響の拡大

日本信用格付学会の設立趣意の冒頭に記されている通り、信用格付制度は、日本において約 40 年の歴史を積み上げており、資本市場においては必要不可欠な存在となっている。信用格付の役割には、情報生産機能、認証機能、モニタリング機能があるといわれる。他方、資本市場の規律を定める金融商品取引法の目的規定には、「有価証券の発行及び金融商品等の取引を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格

¹⁾ 肩書は令和 4 年 6 月 12 日の日本信用格付学会第一回年次大会における記念講演当時のものであり、令和 4 年 6 月 24 日付で証券取引等監視委員会事務局次長に異動している。また、本稿は、同講演の内容を加筆・修正したものである。

形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資する」ことと記されている。こういった目的を達成するには、証券会社をはじめとする仲介者の適切な機能発揮、円滑な流通を確保するための取引市場の発展、あるいは発行企業による情報開示の充実と様々な要素があるが、信用格付が情報生産機能等の期待される機能を十分に発揮することを通じ、債券市場における情報の非対称性の緩和などに寄与することも重要な要素であろう。

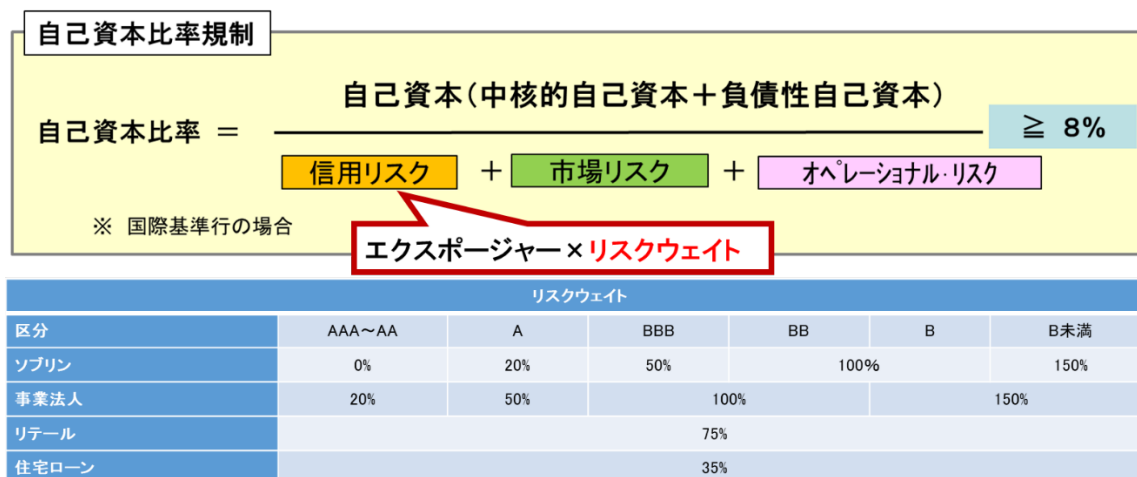
金融規制と信用格付あるいは格付会社との関係を振り返ると、この40年間で大きな変化が生じていることに気付かされる。社債市場の黎明期においては、1996年に廃止された社債適債基準など、信用格付の認証機能を利用しつつ社債市場を育成していったことが窺われる。その後、債券市場の拡大とともに、企業の信用力の証としての信用格付に対する社会的な認知の広がりにより、信用格付の金融市場に与える影響は大きくなっていった。同時に、信用格付の認知度が高まるにつれ、信用格付の有する認証機能を有価証券市場の育成とは異なる目的で金融規制に利用する動きもみられるようになった。その一つとして、バーゼル銀行監督委員会（Basel

Committee on Banking Supervision: BCBS)が、2004年に改定した銀行の健全性規制の枠組み（バーゼルⅡ）において、信用格付を利用したことが挙げられる。

2. 信用格付と銀行規制

銀行の健全性規制については、その後の格付会社規制にも関連してくる論点もあることから、少し詳しく触れておきたい。健全性規制の中核である自己資本比率は、銀行経営にとって重要な指標となっている。バーゼル規制に準拠した自己資本比率は、多くの国において、銀行が満たすべき健全性のメルクマールとして用いられている。日本においては、国際基準行と国内基準行で計算方法や水準に違いが設けられているものの、バーゼル規制に準拠した自己資本比率が監督当局の介入基準とされている。また、金融市場等で銀行の評価指標の一つともなっており、銀行は最低基準よりも一定程度高い水準の自己資本比率が求められることが一般的である。仮に十分な水準に満たないと見做される場合には、インターバンク取引や起債などに支障が生じる可能性がある。

【図1】自己資本比率規制の概要（国際基準行・バーゼルⅡ）



自己資本比率は、図1のとおり、銀行が業務上抱えている諸リスク（分母）に対し、リスクが顕在化した際、損失を吸収するためのバッファーとなる自己資本（分子）の充実度を示す指標である。融資を中核的な業務とする商業銀行においては、分母のリスクの中でも信用リスクが最も大きなウェイトを占める。信用リスクの評価は、1988年に合意された初期の規制（バーゼルⅠ）では、事業法人向け与信はリスクに関係なく一律の掛け目（100%のリスクウェイト）であった。これが、ハイリスク・ハイリターン資産に対する選好を強める、あるいは資産の証券化等を通じた規制回避行動を助長するなど批判された。一方、1990年代後半、大手銀行を中心に、融資先企業の管理区分（内部格付）毎のデフォルト確率等を統計的に計測しリスク管理に活用する実務が進展しており、規制でもその利用を求める声も高まっていた。このような背景から、BCBSでは、先進的な信用リスク管理体制が整った銀行に内部格付の利用を許容することと、それ以外の銀行にもリスクに応じた掛け目を設定することが検討された。その結果、バーゼルⅡの信用リスク計測において、内部格付手法と格付会社の信用格付を利用する標準的手法の2つの手法が導入された。標準的手法のあり方に関する議論に参加した一人として当時を振り返ると、日本と米国では債券市場の深みであるとか信用格付の利用状況についても大きな差があるうえ、会社毎に異なる格付区分と規制におけるリスクウェイト区分を紐付ける水準感であるとか、格付プロセスを含めた品質の担保など様々な悩ましい議論があった。バーゼルⅡにおける信用格付の利用は妥当な結論であったと考えるが、日米市場の違いや役割に関する客観的なデータや検証実績があればより深い議論ができたのではと思う。

銀行規制において信用格付を利用することの効果は、信用格付を通じて生産された情報が間接的に銀行の与信管理に活かされる、あるいは、銀行のバランスシートの健全性をより正確に表現することができるなどのメリットが考えられる。一方、リスクウェイト区分が階段状になっていることから、格下げに伴いリスクアセットの急増をもたらすこと（クリフ効果）等が、銀行の与信行動を慎重にさせ、マクロ的には景気変動を増幅する効果（プロシクリカリティ）が生じるのではないかと指摘もある。なお、金融危機を踏まえて再改定された新規制（バーゼルⅢ）では、銀行に最低比率を上回る余剰資本（資本バッファー）を予め確保しておくことを求めている。好況時には資本バッファーの水準を引き上げることで過度なリスクテイクを抑制するとともに、景気後退期においてはその取り崩しを許容することでプロシクリカリティの抑制を目的とするものである。

3. 国際的な金融危機と信用格付

バーゼルⅡは、日本では2007年から実施されたが、この時期には、米国ではサブプライムローンの問題が顕在化していた。2008年のリーマンブラザーズ破綻等から世界的な金融危機が起ると、バーゼル規制の有効性について様々な批判がなされた。信用格付に関しても、サブプライムローン等を原資産とする証券化商品への格付の信頼性についても批判がなされたほか、銀行規制等が信用格付に過度に依存することの弊害についても議論がなされた。バーゼルⅢにおいては、信用格付への過度な依存を軽減する観点から、標準的手法の採用行に対し、適切なリスクウェイトが設定されているか「デューディリジェンス分析」が求められることとなった。また、公的資金による銀行救済や欧州のソブリン危機

を背景として、金融機関向けエクスポージャーの評価において、所在国ソブリンの信用力によるリスクウェイト判定が廃止された。ソブリン格付の扱いは、銀行の健全性評価だけでなく、市場取引にも影響を与える論点として、BCBS で継続的に議論がなされている。なお、大手銀行の大半は内部格付手法を採用しているが、内部格付の利用範囲が狭められたほか、信用リスク評価のばらつきを抑制するため、標準的手法を基準にしたフロアが厳格化された。これらにより、間接的ではあるが、信用格付は大手銀行の自己資本比率にも影響を及ぼしうる。このように、プロシクリカリティ効果等、信用格付がもたらす影響に関して検証が期待される領域は、資本市場にとどまらずより幅広く存在する。バーゼルⅢが金融システムにおいてどのように作用するか、規制当局のみならず、日本信用格付学会の参加者を含めたアカデミア及び実務家により多面的に議論・検証がなされることを期待したい。

4. 格付会社に対する規制の導入

国際的な金融危機では、サブプライムローンの

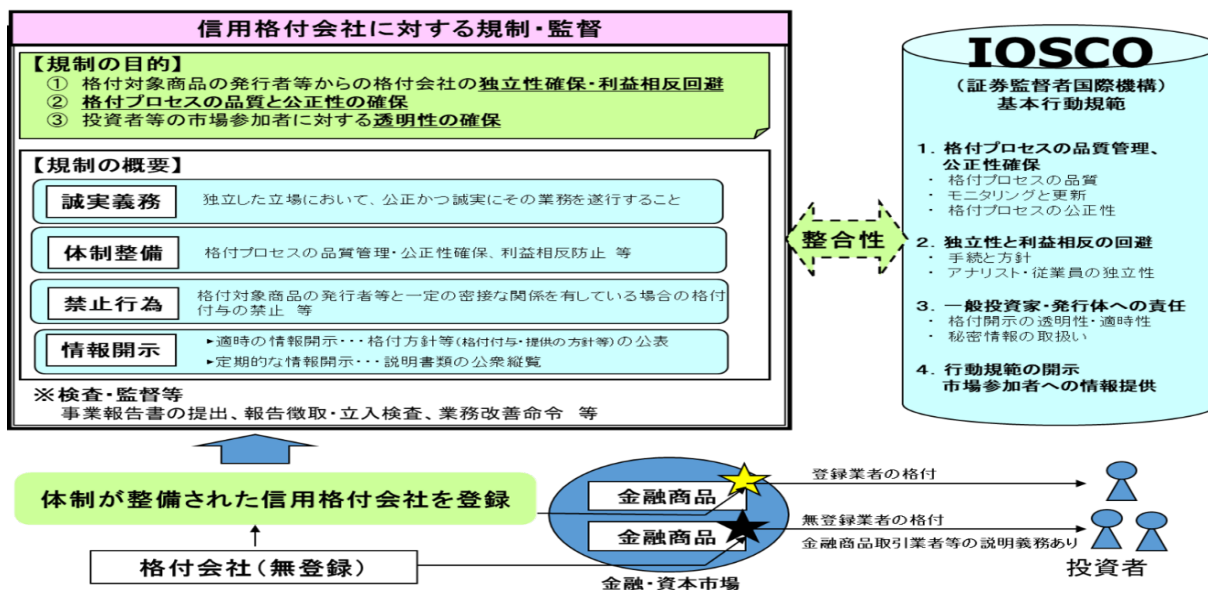
証券化商品への格付のあり方など、格付会社に対する信頼が揺らぐこととなり、格付手法や利益相反管理など、適切な情報生産機能を発揮するための規律付けを格付会社に対する公的規制を通じ確保する動きが本格化した²。規制導入の経緯をまとめると、2008年4月に金融安定化フォーラム（金融安定化理事会（Financial Stability Board :FSB）の前身）が格付会社の役割と信用格付の利用等について提言を公表した。同月のG7において提言を支持するとともに、格付業務における利益相反問題への対応を求める声明が公表され、2008年11月の第一回G20でも格付会社に対する強力な監督について言及された。2009年4月のG20では、監督規制及び登録を格付会社に拡大し、国際規範を遵守することが首脳宣言に盛り込まれた。これら首脳会議からのマンデートを受け、各国で格付会社に対する規制の導入とともに、FSBと証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions :IOSCO）を中心に国際的な規範について議論を進めていった³。

【 図 2 】 信用格付会社に対する規制の概要

² 信用格付のあり方についての議論は、2001年のエンロンの破綻を契機に米国を中心に行われていた。

³ 信用格付を巡る議論を受け、FSBは2010年に格付依存の抑制のための原則を公表し、IOSCOは2008年

5月と2014年5月に格付会社の行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）を改訂している。



日本においては、図2のとおり、2009年6月に改正された金融商品取引法において、格付会社に対する規制監督の枠組みが導入された。この規制は、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、そして透明性の確保を目的として、国際的な規範と整合的な内容が盛り込まれている。具体的には誠実義務のほか、格付プロセスの公正性を担保するための体制整備義務、格付対象商品の発行者と一定の密接な関係を有している場合の格付付与の禁止、コンサルティング行為の同時提供の原則禁止、特定の信用格付の事前確約の禁止などの禁止行為の規定、そして格付方針などの公表といった情報開示義務を課している。

格付会社に対する規制は、銀行や証券会社に対する規制とは趣を異とする面がある。企業の信用力に関する評価を対外的に示す活動は、格付会社が独占的に行っているものではない。資本市場の情報の非対称性の軽減等に資するために格付会社が債券に付与しているものから、雑誌記事で独自のランキングを公表しているものまで幅広く存在する。また、格付会社の格付も発行会社の依頼に基づくものとそうでないものがあるなど、規制すべき対象の境界線は必ずしも

明確に存在するわけではない。通常の業者監督のようにそもそも業を行うことを禁ずる規制体系は現実的ではないことから、一定の体制整備などの要件を満たす格付会社は登録を受けることができる登録制度とした。すなわち、証券会社等が無登録業者の信用格付を用いて勧誘する場合、その旨の説明を義務付けるという規制の建付けとなっている。なお、体制整備に関しては、専門性や妥当性・実効性の検証、付与した格付のモニタリングといった格付プロセスの品質管理のほか、格付アナリストのローテーションルールや監督委員会の設置といったガバナンス面の義務等が内閣府令で規定されている。上述のように、様々な観点から格付会社に対する義務が課せられているが、公的規制による規律付けが信用格付の機能発揮にどのような効果をもたらしているか、独立性の確保や利益相反管理など規制は有効に機能しているかなどについては、実証研究などによって検証が続けられることを期待したい。

4. 信用格付に関連する最近の議論

信用格付に関連し、国際的な会議などで話題となっているトピックスを三点取り上げる。第

一に ESG について述べたい。近年,Environment (E) ,Social (S) ,Governance (G) は,資本市場に限らず,社会経済活動を行っていく上で重要な要素となっている。ただし,信用格付評価にとって E,S,G という 3 要素を並列的に議論することは適当ではないかもしれない。Governance は従来から重視されてきた要素であり,格付会社では,信用力評価にあたって一定の考え方が確立されているのではないと思われる。当然のことながら,企業に求められることも変化しており,評価手法も不断に検証することが必要であろう。他方,脱炭素社会に向けた動きを含めた Environment の要素や人権やダイバーシティ等 Social の要素と信用格付との紐づけは,これまで全く考慮されていなかったわけではないが,企業の信用力に与えるインパクトが大きくなるにつれ,評価の手法等をより具体的に確立していくことが求められてきたものといえよう。

現状では,信用格付とは切り離された ESG 格付という形で,ESG に関する評価が格付会社等から公表されている。他方で,気候変動リスク要素等のリスクを信用格付に織り込む実務(評価手法)が見通せるのであれば,信用格付プロセスにおいて評価すべき要素となる。金融庁においても気候変動リスク等について重要課題として取り組んでおり,様々な施策を進めているが,信用格付との関係では,質の高い定量・定性情報が利用できるようになることが発行体の信用力評価に織り込んでいく上でのポイントの一つとなる。なお,将来的に ESG 要素が信用力評価の重要な要素として織り込まれていった場合,あるいは ESG 格付が市場における存在感を高めていった場合,信用格付の機能の一つともいわれるモニタリング機能の観点から,どのような機能発揮がなされるのかについても関心を持っている。

第二に,コロナ禍と信用リスクについて述べる。コロナ禍ではパンデミックが発生し,グローバルに社会・経済活動が停滞した。先例もなければ,先行きも見通すことが困難な中,企業の信用力はどの時点,あるいはどのくらいの時間軸をもって評価することが適当なのだろうか。このような議論は,銀行の償却・引当実務の切り口で取り上げられることが多いが,信用格付でも同様に,どの程度の時間軸,すなわち Point in Time でみるのか Through the Cycle でみるべきかという議論がある。コロナ禍の場合,出口のタイミングや新しい世界がどのようなものかということも定量的に測ることは難易度が高いといえる。同時に,個人・企業に対する政府支援があり,それを信用力の観点からどう評価するかといった論点も考えていかなければならないだろう。翻って,この問題はソブリン格付の評価にも影響しうる。ものごとが非常に不透明かつ,複雑にからみあった状況で信用格付がどのように行われたかについては,IOSCO など国際的にも金融監督当局の関心が高く,学術的にも分析すべき視点が多くあると思っている。

なお,先に述べたとおり,バーゼルⅢにおいては,プロシクリカリティ軽減のために資本バッファ規制という仕組みが導入された。コロナ禍において,いくつかの金融監督当局は,資本バッファの水準を引き下げるなど,積み上げた資本を取り崩すことで企業支援などの余力を確保しようとするメッセージを発した。しかしながら,自己資本比率の絶対水準が低下することで自行の格付評価が下がることを嫌い,資本を取り崩すことを躊躇する動きがあるとの声も聞こえてきた。現時点においても,信用格付と各種の関連規制がもたらす作用について,メカニズムが十分解明されたとまではいえない状況にあり,引き続き理論的・実証的な研究が続けられる

ことが期待される。

第三は、デジタルライゼーションと信用格付に関する議論である。信用力評価の側面からみると、デジタル技術の進歩や企業・個人の行動変化への対応の成否は、企業の持続可能性に大きく影響する。悩ましい点は、デジタルライゼーションの進展は、一般に中核業務の外部依存度を高める方向に作用するほか、サイバーセキュリティなどのリスクも併せて抱えることである。サイバー攻撃で顧客情報が大量に流出するなど企業の致命傷となる可能性も含んでいるのみならず、委託先のシステムベンダーだけでなく、サプライチェーンからの伝播等諸リスクの波及経路は多岐かつ不透明である。デジタル化の進展は、企業単体の信用評価を難しくする面もあるだろう。また、国際的な議論では、格付会社自身のデジタル化、すなわち、信用格付プロセスも基礎データの収集を含めデジタル化が進めば外部委託も進んでいくことから、情報管理やITリスクが顕在化した場合における格付情報の安定的な提供というものにも関心が寄せられている。社会経済の変化に応じた格付手法の開発のみならず、デジタル技術の進歩を信用格付のプロセスにおいてどのように活用していくのか、また、それが信用格付の品質や適時性にどのような影響を与えるか関心が高まりつつある。

おわりに

国際的に活動している格付会社グループに対しては、年次で監督カレッジが開催されている。監督カレッジでは、格付会社に関する課題認識やモニタリング状況等の情報共有を行い、国際的に一貫した監督ができるよう努めている。監督カレッジの機会等を通じ、グローバルに品質管理面で目線統一を図っていくことが必要であるが、同時にそれぞれの国の市場の特性の違い

等についても理解を図ることも重要である。両者を通じ、信用格付の本質である市場への適切な情報提供がなされ、ひいてはそれぞれの国における資本市場の成長に資するものでなければいけない。国際的な相互理解は、金融危機以前に比べると相当進んだが、市場の違いなど比較分析の積み上げは継続的になされなければならない。日本信用格付学会において、日本の市場実態を踏まえた信用格付の機能発揮状況を研究・評価していくことは、国際的な議論を支える基盤となりうるものであり、日本市場の理解や投資の促進にも寄与するものである。また、ESGやデジタル化といった、新しいリスク要素の信用格付評価への織り込みなど、分析手法のアップデートの必要性が高まっており、グローバルな課題に関する議論も日本としてリードしていくことが期待される。加えて、コロナ禍が企業・金融機関に与えた影響を信用格付の観点からも検証していくことや、政府支援（ソブリン）と信用格付評価の関係をどのように評価するかなど、内外で関心の高い議論について論理的・実証的な研究を積み重ねることも重要である。日本信用格付学会において、時代の変化も取り込みながら、日本での信用格付の役割、特徴を明らかにしつつ、理論的・実証的な研究を行い、政策的な提言も含め、積極的に問題提起をいただくことを期待している。

参考文献

Basel Committee on Banking Supervision (2004), Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework
Basel Committee on Banking Supervision (2011), Basel III: A global regulatory framework for more resilient

banks and banking system

Basel Committee on Banking Supervision (2017), High-level summary of Basel III reforms

Basel Committee on Banking Supervision (2019), Newsletter on buffer usability

Basel Committee on Banking Supervision (2020), Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate Covid-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work

Boot, W.A., T. T. Milbourn, and A. Shmeits (2006) “Credit Ratings as Coordination Mechanisms”

Borio, C. and Haibin, Z. (2008), Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?, BIS Working Papers No 268

Financial Stability Board (2010), Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings

Financial Stability Forum (2008), Enhancing Market and Institutional Resilience

Gordy, M., Howells, B. (2006), Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? Journal of Financial Intermediation, 2006, vol. 15, issue 3, 395-417

Taylor, A., Goodhart, C. (2006). Procyclicality and Volatility in the Financial System: the Implementation of Basel II and IAS 39. In: Gerlach, S., Gruenwald, P. (eds) Procyclicality of Financial Systems in Asia.

The Group of Seven (2007), Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Washington

The Group of Seven (2008), Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors

The Group of Twenty (2008), Declaration, Summit on Financial Markets and the World Economy

The Group of Twenty (2009), Declaration on Strengthening the Financial System, London Summit

The International Organization of Securities Commissions (2008, 2013), Supervisory Colleges for Credit Rating Agencies

The International Organization of Securities Commissions (2015), Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Final Report

The International Organization of Securities Commissions (2015), Sound Practices at Large Intermediaries Relating to the Assessment of Creditworthiness and the Use of External Credit Ratings, Final Report

The International Organization of Securities Commissions (2021), Observed Impact of COVID-19 Government Support Measures on Credit Ratings, Final Report

The International Organization of Securities Commissions (2021), Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Providers, Consultation Paper

金融商品取引法研究会編 (2015), 金融商品取引法制の潮流, 公益財団法人 日本証券経済研究所

黒沢義孝 (2011), 経済は”格付け”で動く, 中経出版

佐藤隆文編著(2007), バーゼル 2 と銀行監督—新しい自己資本比率規制, 東洋経済新報社

根本直子(2017), シクリカルな変数が格付に与える影響—格付はスルー・ザ・サイクルと言えるのか—, アジア開発銀行研究所現代ファイナンス No39

根本直子(2017), 金融市場における格付けの意義と課題, 一橋大学大学院商学研究科, 博士論文

氷見野良三(2005), 検証 BIS 規制と日本, 金融財政事情研究会

三浦后美(2012), 日本における信用格付制度の発展過程, 経営論集第 22 巻第 1 号

箕輪徳二(2013), 信用格付業者規制とその導入の影響, 社会科学論集第 139 号