

EU の格付機関規制案 ーサブプライム問題を踏まえた EU の対応ー

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 2008年11月12日、欧州委員会はEU域内に適用する「格付機関規制案」を公表した。G20金融サミットの行動計画においても取り上げられていたように、現在、格付機関に対する規制強化は、サブプライム問題を発端とする金融危機への対応策として国際的にも重要な課題に位置づけられている。EU規制案は、格付機関規制のあり方についてEUとしての明確な方向性を打ち出したものである。
2. EU規制案は、規制目的で利用される公的な格付を発行する格付機関に登録制を導入し、格付機関を監督下に置く。その目的は、①格付プロセスにおける利益相反の回避、②格付手法と格付の質の向上、③開示義務による透明性の向上、④EU域内における規制の調和である。
3. EU規制案では、すでに国際的に議論されているようにサブプライム問題で表面化した証券化商品の格付に関する論点を踏まえて、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などを図っている。さらに、EU規制案の特徴として、格付機関のガバナンス体制の強化に大きく踏み込んでおり、また、利益相反の回避の観点からアナリストに対してローテーション制度の導入を予定していることが挙げられる。

I EU の格付機関規制案

1. EU の格付機関規制と国際的な議論

EU（欧州連合）の行政執行機関である欧州委員会は、2008年11月12日、EU域内に適用する「格付機関規制案（Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies）」（以下、「EU規制案」）を公表した¹。今後、欧州議会および閣僚理事会で採決されれば、EU官報の掲載日から6ヶ月後に施行されることになる。

現在、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）

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_en.pdf を参照。

など証券化商品の格付のあり方が、サブプライム問題の中心的な問題として議論されている。2008年4月の金融安定化フォーラム（FSF）の報告書²では、①格付プロセスの質の向上、②証券化商品に係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が提言されている。さらに、11月15日に公表された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）の行動計画でも格付機関の規制方針が示されており、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（後述のIOSCO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強化、複雑な金融商品の格付の区別を確保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する登録制度の導入を謳っている。

このように格付機関に対する規制の強化は、サブプライム問題を発端とする金融危機への対応策として国際的にも重要な課題に位置づけられており、日本でも金融審議会報告が行われ、金融商品取引法において格付機関の登録制が導入される予定である³。欧州委員会が公表したEU規制案は、証券化商品の格付に関する国際的な議論を踏まえ、格付機関規制のあり方についてEUとしての明確な方向性を打ち出したものである。

2. 検討の経緯

格付機関を対象とする監督規制は2001年のエンロンの不正会計事件が契機となり、2007年6月にまず米国で導入された。米国では公的規制に利用される格付を発行するNRSRO⁴は証券取引委員会（SEC）に登録し、その監督を受けている。一方、世界各国・地域の証券監督者で構成する証券監督者国際機構（IOSCO）は2004年12月に「格付機関の基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）」を制定しており、米国以外の主要国・地域では、格付機関によるIOSCO規範の自主的な遵守（voluntary compliance）に委ねられていた。

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規制の検討が行われ、欧州委員会は2006年9月に一旦は導入見送りの結論を下している。その結果、格付機関によるIOSCO規範の自主的な遵守を見守るため、EU加盟国の証券監督当局で構成する欧州証券規制当局委員会（CESR）が毎年、遵守状況を評価することとなった。

サブプライム問題の表面化によって、EUでも証券化商品の格付のあり方が問題となったことから、2007年10月にEU財務相会合で合意されたEcofinロードマップを機に再び

² Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008.

³ 日本、米国、EUにおける格付機関規制の方向性については、拙稿「日米欧の新たな格付機関規制の方向性」『資本市場クォータリー』2009年冬号を参照。

⁴ 正式には、Nationally Recognized Statistical Rating Organization（直訳すれば「全国的に認知されている統計的格付機関」）。現在、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチの他、日系の格付機関である格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）もNRSROとして登録を行っており、SECの監督を受けている。

格付機関規制の必要性に焦点があてられた。特に、証券化商品の格付プロセスにおける利益相反、格付手法の透明性、格付見直しの遅れといった点が論点となった。その後、欧州閣僚理事会が 2008 年 7 月に格付機関に対する規制導入の方針を打ち出し、それを受けて、欧州委員会によって格付機関に関する規制方針の原案が市中協議プロセスにかけられ、EU 規制案が公表される運びとなった。

II EU の格付機関規制案の概要

1. 規制導入の目的

欧州委員会は、米国の NRSRO と同様に、規制目的で利用される公的な格付を発行する格付機関を登録し監督下に置くことを企図している。その目的について欧州委員会は、①格付プロセスにおける利益相反の回避と適切な管理の確保、②格付手法と格付の質の向上、③開示義務による透明性の向上、そして、④EU 加盟国における規制の調和を図ること、すなわち、有利な法域を選ぶ「フォーラムショッピング (forum shopping)」を避けるための域内共通の枠組みの導入という四つの点を挙げている。

2. 格付機関の行為規制

1) 独立性の確保、利益相反の回避

サブプライム RMBS や CDO などの証券化商品の格付を発行していたムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P)、フィッチは、サブプライム問題の表面化によって利益相反の問題が問われている。その背景には、これらの格付機関は証券発行者等から収入を得る構造 (issuer-paid model) であることが指摘されている。しかも、証券化商品の格付から得た収入がそれらの主な収入源となっており、潜在的に利益相反が生じやすいビジネス環境に置かれている。このため、EU 規則案は、格付機関が適切な内部統制メカニズムを構築し、格付機関のビジネス上のインセンティブと格付機能との明確な分離を図ることを狙いとして、格付機関のガバナンス体制の構築とその強化を重要なテーマとしている。

EU 規制案は、まず初めに、格付機関またはその管理職、従業員等に関連する実在の、または潜在的な利益相反もしくはビジネス上の関係によって、格付の発行が影響を受けないことを確かなものとするを格付機関に求めている (5 条 1 項)。そして、それを受けて、利益相反に関連する組織上、業務上の規制要件を具体的に定めている (同条 2 項) (図表 1)。

図表 1 組織上の要件、業務上の要件の概要

＜組織上の要件＞

❖ 格付機関は、(a)格付プロセスの独立性、(b)利益相反の識別、管理、開示、(c)規制の遵守の確保に責任を有する管理委員会または監督委員会を設置すること
❖ 格付機関は、格付プロセスの独立性・正確性がビジネス上の利益に影響されないよう自ら組織すること
❖ 上級経営職は、信用があり十分な専門性を有しかつ経験を積んだ者であって、適切で健全な経営管理ができること
❖ 管理委員会または監督委員会は最低 3 名の独立した社外取締役をメンバーに含み、判断の独立性を確保するためにその報酬は格付機関の業績に関連づけないこと
❖ すべての独立取締役を含む管理委員会または監督委員会のメンバーの大多数は、金融サービスにおける十分な経験を有し、少なくとも 1 名の独立取締役は証券化市場について上級管理職レベルの深い知識と経験を有していること
❖ 管理委員会または監督委員会の独立取締役は格付方針の作成、内部の品質管理システムの実効性を監視するという明確な職務を有していること
❖ 格付機関は、本規制を遵守するための方針および手続きを規定すること
❖ 格付機関は、適切な経営管理および会計の手続き、内部統制メカニズム、実効的なリスク評価のための手続き、情報処理システムに関する実効的な管理およびセーフガードを有すること
❖ 格付機関は、利益相反を識別、回避、管理するための組織的な管理上の仕組みを設けること
❖ 自らの独立性と格付プロセスに関与する従業員にとって重大な脅威となる事項を記録し、それらを緩和するためのセーフガードを導入すること
❖ 格付機関は、格付パフォーマンスの継続性および規則性を維持するための適切な仕組みを利用すること
❖ 格付機関は、格付手法、モデル、手法およびモデルに関する重要な変更、新しい金融商品の評価に用いる手法およびモデルの適切性について、定期的にレビューするための機能を設けること
❖ そのレビュー機能はビジネスラインから独立しており、管理委員会または監督委員会のメンバーにレポートを行うこと
❖ 格付機関は、格付機関のシステムおよび内部統制メカニズム、本規制に基づく措置の適切性および実効性を監視し評価すると同時に、あらゆる欠陥に対処する適切な手段を有すること

＜業務上の要件＞

❖ 格付機関は、アナリストおよび格付承認者の分析・判断に影響を与える実在する、もしくは潜在的な利益相反を識別、除去し、適切な場合には管理、開示すること
❖ 格付機関は、その年間収入の 5% を超える収入を得ている格付を付与された事業体または関係サードパーティーの名称を公表すること
❖ 格付機関は、次の場合には格付を発行してはならず、既に発行された格付については取り下げる (a) 格付機関、アナリスト、格付承認者が、格付を付与された事業体、関係サードパーティーに関係する金融商品を直接的または間接的に保有し、あるいはその他の直接的または間接的な所有権を有する場合 (b) 直接的または間接的に格付機関の管理下に置かれた、格付を付与された事業体、関係サードパーティーに関係する格付を発行する場合 (c) アナリスト、格付承認者が、格付を付与された事業体、関係サードパーティーの管理委員会または取締役会、監督委員会のメンバーとなっている場合
❖ 格付機関は、格付を付与された事業体、関係サードパーティーの組織構成または法的ストラクチャー、資産、負債、事業活動についてコンサルティング業務、アドバイザリー業務を提供することを禁止すること
❖ 関連サービスを提供することは可能であるが、格付機関は自らの業務のうち何が関連サービスであるのかを明確にし、関連サービスの条件として格付業務の利益相反を招かないものとする
❖ 格付機関は、公式、非公式を問わず格付を発行しようとする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わないようにすること
❖ 格付機関は、アナリストおよび格付承認者が、格付機関の商業上の利益を代表するその他部門からの独立性を確保するためのレポートおよびコミュニケーションのチャンネルを設けること
❖ 格付機関は、格付機関と格付を付与された事業体、関係サードパーティーとの間の合意事項および格付を付与された事業体、関係サードパーティーとの対話におけるすべての重要な事項の記録を始めとする記録と監査証跡を保存すること
❖ 上記の記録と監査証跡は少なくとも 5 年間保存すること
❖ EU 加盟国の適切な監督当局の求めに応じて利用できるようにしておくこと
❖ 格付機関と格付を付与された事業体、関係サードパーティーに対するサービス提供の取り決めにおける権利、義務を定めた記録について、格付機関は少なくとも格付を付与された事業体、関係サードパーティーとの関係が継続している間は保存すること

- (注) 1. 「格付を付与された事業体」とは、その信用価値が明示的または暗示的な格付によって表されている事業体を指す。
2. 「関係サードパーティー」とは、格付を付与された事業体のために格付機関とやりとりを行うオリジネーター、アレンジャー、スポンサー、サービサーその他のプレーヤーのことを指す。

(出所) EU 規制案より野村資本市場研究所作成

(1) 業務上の要件

業務上の要件（アネックス I セクション B に規定）では、まず初めに、アナリストおよび格付を承認する者の分析・判断に影響を与える実在のまたは潜在的な利益相反を識別し、それを取り除くことを求めている。また、禁止するまでには至らない利益相反の場合には、それらを管理し、開示することを求めている。

そして、利益相反の点で注目されるのは、格付が付与された事業体（rated entity）、または格付機関とやりとりを行うオリジネーター、アレンジャー、スポンサー、サービサーなどの関係サードパーティー（related third party）について、組織や金融商品の法的ストラクチャー、資産および負債、事業活動を対象にしたコンサルティング業務、アドバイザー業務を格付機関が提供することを明確に禁止し、特に、証券化商品の設計について、アナリストが提案（proposal）または推奨（recommendation）を行うことを禁止している点である。

これは、サブプライム問題で明らかになった証券化商品の格付の様々な問題の中でも重要な論点となっているところである。証券化商品は一般に、他の証券と比べると設計段階でストラクチャーを変えることが容易であり、証券化商品の格付プロセスにおいては、通常、アナリストの分析結果のフィードバックを受けて、アレンジャーがストラクチャーの調整を行ってより高い格付を得ようとする。つまり、アナリストは証券化商品の設計段階に関与しているということになる。このとき、アナリストがストラクチャーに関して提案や推奨を行えば、格付の中立性や客観性に疑問が生じるため、そのような行為を禁止するものである⁵。

(2) 組織上の要件

一方、組織上の要件（アネックス I セクション A に規定）で注目されるのは、格付プロセスの独立性、利益相反の識別・管理・開示、そして規制遵守の確保に対して責任をもつ機関として、最低 3 名の独立した社外取締役をメンバーに含む管理委員会（administrative board）または監督委員会（supervisory board）の設置を格付機関に義務づけていることである。この独立取締役には、格付方針の作成や品質管理システムの実効性を監視するという固有の役割も与えられている。

EU 規制案が管理委員会等のボード・メンバーに独立取締役を入れることは、欧州の格付市場の実態面において重要な意味をもつと考えられる。つまり、欧州市場の寡占的なプレーヤーであるムーディーズ、S&P、フィッチのうちニューヨーク証券取引所に上場しているムーディーズは独立取締役や内部統制など上場会社としてのガバナンス体制の構築が求められているが、S&P やフィッチは非上場子会社であるため、

⁵ この問題は、監査法人が監査対象先に対して監査業務とコンサルティング業務を同時に提供する際の利益相反と似通っている。EU の法定監査指令では、監査人の独立性の観点から非監査業務の提供がある場合、監査人の独立性が侵されていると認められたときに法定監査が禁じられる。

特にガバナンス体制の構築は要求されていない⁶。したがって、EU規則案が独立取締役を要求していることは、これらの格付機関のガバナンス強化の点で意義がある。

その他の要件をみると、様々な内部ガバナンスの整備が求められている。コンプライアンス、経営管理・会計、リスク評価の方針の策定、情報システムの管理、利益相反の管理・記録、レビュー機能の確立といった肌理細かい要件が規定されている。

(3) 従業員の報酬、ローテーション

EU規制案では、アナリストを含む格付機関の従業員についても利益相反の回避および格付の質、完全性、誠実性の維持の観点から規制される。具体的には、格付プロセスに関与する従業員が、格付を付与された事業体、関係サードパーティーとの間で格付手数料や各種報酬に関する交渉を開始し、交渉に参加することが禁止されている(6条2項)。また、アナリストや格付承認者に係る報酬や業績評価については、主に業務の質や正確性、完全性、誠実性によって決定されるべきものであり、利益相反の回避の観点から、格付機関の収入に連動させてはならないことが定められている(同条6項)。

さらにEU規制案では、アナリストと、格付を付与された事業体または関係サードパーティーとの癒着を防ぐことを目的として、アナリストにローテーション制度(交替制)が適用されることが大きな特徴である。具体的には、アナリストおよび格付承認者は、原則、同一の格付を付与された事業体、同一の関係サードパーティーに対して4年を超えて格付サービスを提供してはならないと規定されており、最低2年のインターバルを設けることが定められている(同条4項)。このローテーションの期間は、EUの法定監査指令が定める監査法人に対するものよりも短く、それだけ格付機関の利益相反が重大な問題として認識されている一つの表れである⁷。

2) 格付の質

多くの投資家は信用リスクの分析に必要な経験や経営資源に制約があるため、格付に頼らざるを得ない面がある。格付が投資家にとって信用リスクを図る実効的な手段となるためには、格付が適切で十分な質を有している必要がある。しかし、サブプライム問題で明らかになったことは、証券化商品の格付の質が十分ではなかったことであり、EU規制案では格付の質を向上させるための様々な要件が設けられている。

(1) 格付の質に影響を与える情報の開示

欧州委員会は、銀行や機関投資家などの洗練された市場参加者が格付手法の適切性の検証を行い、格付の質を評価するというプロセスを通じた市場規律を促すために、

⁶ S&Pは米国の大手出版社のマグロウヒル(McGraw-Hill)の子会社であり、フィッチについてはパリに本社を置く持株会社フィマラック(Fimalac)が同社株式を所有している。

⁷ 法定監査指令では、上場会社など公益事業体の監査に関わる監査人については、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。

格付の質に影響を与える情報の開示強化を図っている。EU 規制案では、格付機関は格付プロセスにおいて利用する格付手法、モデル、主な前提条件を公表することが義務づけられ（7条1項）、格付手法に則して利用可能なすべての適切な情報の分析に基づいて格付が決定されることを確保するよう格付機関に求めている（同条2項）。

（2）モニタリング、レビューの強化

サブプライム問題の表面化とともにマクロ経済環境は大きく変動し、その影響から証券化商品の格付が前提としていたサブプライム・ローンのデフォルト率、CDO の原資産証券間のデフォルトの相関関係（コリレーション）などの前提条件は妥当性を失った。しかしながら、格付機関は経済環境の変化がそのような前提条件にどのような影響を及ぼすかについて十分に把握していなかったとみられる。その結果、格付の見直しの時期が遅れ、適切なタイミングで格下げが行われなかったことが問題となっており、格付機関のモニタリングやレビューの機能が十分に働いていなかったことが示唆される。

そこで EU 規制案は、業務上の要件において、格付手法およびモデル、手法・モデルに係る重要な変更、新しい商品の評価に用いる手法・モデルの適切性について定期的にレビューを行う機能の設置を義務づけている。また、格付のモニタリングおよび必要に応じた格付のレビューを義務づけ、マクロ経済や金融市場における状況変化が格付に及ぼす影響をモニタリングするための措置を手当てすることを求めている（同条4項）。

（3）格付手法等の変更時の取り扱い

格付の透明性に関する議論として、格付機関が格付手法やモデル、前提条件を変更した場合にどのような調整や対応が行われるかが明確にされていないという問題がある。このため、格付見直しの理由として、手法やモデル、前提条件の変更によるものなのか、パフォーマンスの悪化によるものなのかが判然としない。そこで EU 規制案では、格付手法、モデルまたは主要な前提条件について変更があった場合には、①格付に影響を与える可能性について開示すること、②影響を受ける格付についてモデル等の変更から6ヶ月を超えない期間でできる限り速やかにレビューし、その間はその格付を観察（observation）していること、③すべての格付について新たな格付手法、モデル、主要な前提条件を基に格付をつけ直す（re-rate）ことを求めている。

現在の格付機関の実務においては、格付手法を更新した場合、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ほとんどなく、新手法などに基づく新規の格付と既発行の格付との間で格付のギャップがあると言われている⁸。そのため、EU 規制案が導入されれば、格付手法やモデル、前提条件が更新された場合、それに関係する既

⁸ この点は、コラテラルマネージャーによって原資産ポートフォリオの入れ替えが行われるマネージド型 CDO では、既発行の格付を付与された証券化商品をポートフォリオに組み込む際のリスクとなっている。

発行の格付は新手法に基づいて見直しが行われることになり、従来の格付実務が改められることになる。

3) 開示および透明性の向上

サブプライム問題によって、投資家から高い信頼を得ていた証券化商品の格付の手法やモデルの弱点が数多く明らかになっている。このため、欧州委員会は市場参加者との間で適切なコミュニケーションを図るため、格付の性質やその限界、重要なモデルの前提条件などについて開示を求め、格付機関の透明性の向上を図っている。

(1) 格付に係る表示義務

EU 規制案は、格付を発行しまたは格付を取り止める場合は、原則、適時開示することを求めている（8条1項）。さらに、EU 規制案は格付に係る表示義務としていくつかの事項を掲げている（同条2項、アネックスIセクションD）（図表2）。その中では、格付の特性と限界に関する情報提供を求めている点が重要である。格付機関は一般に、提供された情報についてデューデリジェンスまたは正確性の検証を行う義務を負っていないことを表明しており、通常は、提供された情報について格付機関によってデューデリジェンスや正確性の検証が行われることはない⁹。しかし、サブプライム問題ではオリジネーターの緩い審査、無審査で融資されたサブプライム・ローンのデフォルト率の大幅な上昇が深刻な事態を惹き起こしており、証券化商品の原資産に関するデューデリジェンスの有無が、格付の正確性の問題に直結することとなった。

証券化商品の格付においてはデューデリジェンスが決定的な要素となることから、EU 規制案は、あらゆる種類の格付について、利用可能な十分な情報を踏まえたものかどうか、提供された情報を格付機関がどの程度検証したかに関する開示を義務づけている。特に、証券化商品については、格付機関が行った損失分析やキャッシュフロー分析に関する情報の提供に加えて、原資産のレベルで行われるデューデリジェンスについて、自らが評価したものか第三者の評価に依拠したものかといった評価方法に関する情報、さらに、その評価が格付の正確性にどのような影響をもたらすのかといった点に係る開示まで義務づけている¹⁰。

また、証券化商品の格付は比較的新しいものであるため、時系列データおよび前提条件の信頼性や妥当性などが問題となる。このため、格付に係る表示義務として、信頼に足るデータが得られない場合、新しい商品でストラクチャーが複雑なものである

⁹ ムーディーズ、S&P、フィッチを始めとする格付機関は、格付は「意見」であり米国の修正憲法第1条で認められた「言論の自由」で保護されるという立場をとっており、提供された情報についてデューデリジェンスまたは正確性の検証を行う義務を負っていないこと、そのため格付に含まれる事実関係の正確性、適時性、完全性については格付機関として保証を行っていないことを各社の行動規範で表明している。

¹⁰ 格付機関が直接、原資産のデューデリジェンスを行うことを義務的要件としていないのは、格付機関の「言論の自由」に配慮したものであろう。

図表 2 格付に関する表示義務の概要

<一般的な義務>

❖ 格付機関は、格付の作成に責任を有するリードアナリストの名前および肩書きを格付ごとに明確にすること
❖ 格付機関は、少なくとも以下のことを行うこと
(a)格付の作成に利用されるすべての主だった原情報を表示すること、その情報には、本開示の以前に、格付が付与された事業体または関係サードパーティーに対して格付が開示されていたかどうか、格付発行前に格付の修正が行われたかどうかの事実を開示することを含む
(b)格付に利用する主な手法およびそのバージョン情報を明確に提示すること、その際は手法に関する分かり易い説明を加えること
(c)格付種類ごとの意味とデフォルトまたは損失回復の定義を説明し、最悪シナリオにおける格付（および最善シナリオにおける格付）とともに適切なリスクに関する注意を提示すること
(d)格付の当初発行日および最終変更時を明確に提示すること
❖ 格付機関は、格付の特性と限界について明確に述べること
❖ 特に、格付が付与された事業体に関して利用可能な十分な情報を踏まえたものかどうか、格付が付与された事業体、関係サードパーティーから提供された情報をどの程度検証したかについて述べること
❖ 仮に時系列データに制約がある場合は、格付の限界を明確にすること
❖ 信頼に足るデータの欠如、新しい商品におけるストラクチャーの複雑性、利用できる情報の質が十分ではない場合、信頼のある格付を提供することに疑義がある場合は、格付機関は格付の発行を止め、既発行の格付は取り下げること
❖ 格付を発行した場合、格付を構成する主要要素をプレスリリースまたはレポートで説明すること

<証券化商品に関する義務>

❖ 証券化商品に格付を付与する場合、損失およびキャッシュフローに関する分析に関する情報を提供すること
❖ 格付機関は、証券化商品の原資産に関するデューデリジェンスの評価のレベルについて述べること
❖ 格付機関は、自らのデューデリジェンスの評価に基づくものか、第三者の評価に依拠しているものか、そうした評価が格付にどのような影響をもたらすのかを明らかにすること

(出所) EU 規制案より野村資本市場研究所作成

場合、格付に利用する情報の信頼性に欠ける場合、その他信頼のある格付を提供することに疑義がある場合には、格付機関は格付発行を取り止め、すでに格付が発行されている場合には格付を取り下げを求めている。

(2) 証券化商品の格付記号の区別

EU 規制案は、証券化商品の格付を発行する場合、①証券化商品の格付と他の格付とを区別するか、または、②格付の決定に用いられる格付手法の詳細な記述および他の種類の証券の格付決定との相違、他の種類の証券の信用リスクとの差異を説明したレポートを発行することを求めている。

これまで格付機関は、同じ格付記号であれば異なる証券でも同じ期待損失を意味すると説明してきたが、証券化商品と債券とでは格付手法が大きく異なっており、そのため格付が表す信用リスクの質も異なる。FSF や G20 における国際的な議論では、証券化商品の格付と債券の格付の性質の違いについて投資家の誤解がないようにすることが必要であると認識されていることが、格付記号の区別などを求める背景にある。

(3) 透明性報告

EU 規制案は、格付機関に係る一般的な開示に加えて¹¹、信頼回復のための一つの

¹¹ 格付機関は通常の開示事項として、①実在のまたは潜在的な利益相反、②関連サービスの定義、③格付発行

方策として透明性報告（Transparency Report）を年次ベースで作成することを求めている（10 条）。この報告書には、①格付機関の法的形態・所有関係、②品質管理システム、③人員配置¹²、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。

3. 登録および監督

格付機関の登録のあり方について EU 規制案では、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格付が利用されるためには、格付機関は登録申請を行う必要がある（2 条）。

格付機関の登録申請は CESR に対して行われる¹³。登録申請は EU 加盟国の適切な監督当局によって検証され、CESR によって登録が決定されると各監督当局において登録されるというプロセスを経る（13 条乃至 15 条）。また、格付機関を子会社に有するグループ会社が登録申請する場合は、EU 域内の子会社が親会社グループを代表して CESR に登録申請を行う（13 条 2 項）。つまり、海外に本拠地を置く格付機関は EU 域内に設置した子会社を通じて登録を行うことになる。

監督当局には格付機関に対する監督権限として、①あらゆる文書の入手、②情報の要求、必要に応じて情報を得るための喚問・質問、③実地検査、④電話やデータのやりとりの記録の要求が認められている（20 条 3 項）。ただし、格付の内容（content）に干渉することは禁止されている（同条 1 項）。

また、監督上の措置としては、①登録の取り消し、②EU 域内における一時的な格付発行の禁止、③EU 域内における格付利用の停止、④法的要件に対する遵守を確かなものとするための適切な措置、④本規則に違反した場合の公衆に対する公示、⑤適当な法域における刑事訴追が定められている（21 条 1 項）。さらに、罰則に関しては、少なくとも重大な職業上の違法行為や相当の注意義務を怠った場合には罰則を科すことが規定されている（31 条）。

そして、EU 域外の第三国の監督当局との協力については、少なくとも EU と同等の守秘義務（28 条）が保証されている限りにおいて、適切な監督当局との間で情報交換に関する協力協定を結ぶことが可能であると規定されている（29 条）。

方針、④報酬の種類、⑤格付手法・モデル・主要な前提条件およびその変更、⑥格付実務・手続き・プロセスにおける重要な修正について開示が求められる。また、格付機関は定期的な開示事項として、6 ヶ月ごとに格付種類に応じたデフォルト率の時系列データとそのトレンド変化の有無に関する開示が求められ、収入ベースで上位 20 社のリストを毎年、開示することが求められる。

¹² ①新しい格付、②格付レビュー、②格付手法またはモデルの承認、④経営管理に対する人員配置の状況を記載しなければならない。

¹³ 登録申請の際は、①格付機関の名称、EU 域内において登録する事務所の住所、②連絡担当者の名前および連絡先、③法的位置づけ、④登録する格付の種類、⑤格付を発行するために利用する手続きおよび手法の説明、⑥利益相反を識別し管理するための方針および手続き、⑦雇用者情報、⑧報酬制度、⑨関連サービス、⑩オペレーション・プログラムの情報提供が求められる。

Ⅲ 日本にとっての論点

日本では、2008年12月に金融審議会報告が策定・公表され、金融商品取引法の中で格付機関の登録制を導入する方針が示された。その中では、日本の格付機関規制は、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し、具体的な規制の中身についてはIOSCO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。つまり、わが国の規制のあり方は、全体的としてはサブプライム問題で明らかになった証券化商品の格付の問題に対応することを主な課題として、国際的な規制のあり方との平仄を図る枠組みとなることが予想される。

こうした中で、EU規制案は、格付機関のガバナンス体制のあり方に大きく踏み込んでいることが大きな特徴である。この背景には、潜在的に利益相反が生じ易い環境に置かれた格付機関について、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狙いとしているためである。具体的には、独立取締役を含む機関の設置や内部統制の構築といった格付機関のガバナンス体制の強化であったり、アナリストのローテーション制度の導入など、IOSCO規範や米国のSEC規則にはない新たな規制上の論点が登場している。

EU規制案にみられるこうした新たな格付機関に対する規制上の論点について、我々はどうのように捉えるかが重要である。日本の格付機関規制の枠組みにおける導入の可否をどのように考えるのか、十分な検討が必要であろう。