

Regulation of Credit Rating Agencies and Its  
Influence in USA|EU and Japan

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2016-03-10 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 箕輪, 徳二 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://saigaku.repo.nii.ac.jp/records/150">https://saigaku.repo.nii.ac.jp/records/150</a>

This work is licensed under a Creative Commons  
Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0  
International License.



# 米欧日における格付規制とその影響（その1）

Regulation of Credit Rating Agencies and Its Influence in USA, EU and Japan

箕輪 徳二

MINOWA, Tokuji

## 目次

- はじめに
- 1、格付会社に関する金融安定化フォーラム（FSF）と証券監督者国際機構（IOSCO）の活動
    - (1) 金融安定化フォーラムとIOSCO
    - (2) IOSCOの基本行動規範の実施・遵守状況の調査
    - (3) 米サブプライム・ローン問題の格付機関に対しての国際的対応
    - (4) IOSCOの基本行動規範改訂
    - (5) IOSCOプレスリリースによる基本行動規範の遵守状況
  - 2、米国における格付会社規制
    - (1) SECによるNRSRO制度の導入
    - (2) 2006年9月の「信用格付会社改革法」の制定に向けて
    - (3) サブプライム問題と格付会社規制強化
    - (4) 米格付会社規制の強化の主なポイント（Dodd-Frank法 9章G節<副題C>）
    - (5) SEC改正条項（Security Exchange Act of 1934の第15E条）と細則改正（SEC Adopts Credit Rating Agency Reform Rules）・・・以上本号

## はじめに

信用格付とは、約定日に債券の元本償還と利子の支払いの確実性評価の結果を、簡単な格付記号で表示した等級である。信用格付は、金融商品又は法人の信用状態に関する投資家一般のための投資情報である。格付会社が、専ら債券等の信用格付を行い、投資家のために投資情報として意見表明したものである。格付情報の経済的意味は、債券発行会社と投資家との間の情報の非対称性の解消に資することである。起債者の信用格付取得のメリットは、専門の信用格付業者からその発行債券のおおむね5年程度の信用格付を投資家に開示し、債券消化の円滑化にある。

日本での格付会社は、1985年（昭和60年）4月にスタートした。当時、社債の無担保発行を促進すべく「格付」制度の導入が求められた。それから30年経て、今日、格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）、の日系2社と、ムーディーズ・ジャパン、スタンダード・アンド・プアーズ・ジャパン、フィッチ・ジャパンのビッグ・スリー傘下の日本法人を含めて合計5社の格付会社が、日本の金融商品取引法（以下、「金商法」と称する）上の信用格付業者として登録を受けてい

キーワード：信用格付、サブプライムローン問題  
Key words : credit rating, sub-prim loan issue

る<sup>1)</sup>。

ところで、2009年（平成21年）に、日本に初めての信用格付規制が「金商法」に導入された<sup>2)</sup>。

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7月以降、欧米での証券化商品について短期間に大幅かつ大量に格下げがあり、米系の格付会社（S&P、Moody's）のサブプライム・ローン債権の証券化（RMBS）、仕組債のCDOの格付の失敗が顕現化したことによる。この格付の失敗から欧米では、格付についての在り方が議論された<sup>3)</sup>。そこでの主な論点は、(a) 格付会社の利益相反、(b) 格付や格付の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）の格付けの区別などである<sup>4)</sup>。

こうした欧米での格付をふまえ、日本においても市場の公正性・透明性の確保の観点から<sup>5)</sup>、格付けの在り方や格付けに対する監督・規制に関する議論が進められ、2009年（平成21年）に改正金融商品取引法に信用格付業者規制が新たに設けられた。

本稿では、米欧日の格付会社規制、日本の信用格付業者の監督・規制の体制整備等の在り方とその導入の影響を論究する。

## 1、格付会社に関する金融安定化フォーラム（FSF）と証券監督者国際機構（IOSCO）の活動

### (1) 金融安定化フォーラムとIOSCO

米国エンロン等の社債が、2001年末以降の米国の企業会計不祥事の起きる直前まで投資適格の信用格付が付与されていたことを契機に、格付会社の問題が国際的に議論された。

その議論は、金融安定化フォーラム（FSF:

Financial Stability Forum）と証券監督者国際機構（IOSCO: International Organization of Securities Commissions）において進められた<sup>6)</sup>。

この議論におけるFSFの主な活動は、2002年9月「証券市場の基盤強化の観点から格付会社の役割に関する議論」を実施、同年10月「ハイレベル円卓会議」である。IOSCOは、2003年2月「原則策定の作業部会設置」、同年9月「信用格付機関の活動に関する原則」公表、2004年12月「信用格付機関の基本行動規範」公表、2007年2月「格付会社による基本行動規範の実施・遵守状況の調査結果」を公表した<sup>7)</sup>。

IOSCO専門委員会は、2003年9月「信用格付機関の活動に関する原則」（IOSCO原則）を公表した。この原則は格付会社の格付意見が証券市場に与える影響に照らして、4つの基本原則の下に18の原則を定める<sup>8)</sup>。

4つの基本原則は次の通りである。

- ① 格付プロセスの品質と誠実性：信用格付機関は、借り手・貸し手その他の市場参加者間の情報の非対称性を縮小させることを助ける意見を出すよう、努めるべきである。
- ② 独立性と利益相反：信用格付機関の格付決定は、政治的・経済的圧力からも、またその資本構成、事業・財務活動またはその従業員の金融上の利害による利益相反からも、独立かつ自由であるべきである。信用格付機関は、信用格付業務の独立性・客観性を損わせ、または損わせるように見える可能性ある活動・手法・関係をできる限り避けるべきである。
- ③ 開示と透明性：信用格付機関は、開示

と透明性を格付活動の目的とするべきである。

- ④ 秘密情報：信用格付機関は、秘密保持合意の条項または情報が秘密のまま共有され、その相互理解の下、発行体またはその代理人から伝えられたすべての非公開情報の秘密性を維持すべきである。

この信用格付機関の活動に関する原則の策定後、その原則を踏まえて格付会社が遵守すべき詳細な指針が必要であるとの認識から、IOSCO専門委員会の下で策定作業が進められ「信用格付機関の基本行動規範」（以下、「IOSCO基本行動規範」と称す、2004年4月）が取りまとめられた。

「IOSCO基本行動規範」は以下の通りである。

- ① 格付プロセスの品質と誠実性
- ② 独立性と利益相反の回避
- ③ 格付会社の一般投資家および発行体に対する責任
- ④ 行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーション

以上の4つの柱の下に、52の具体的な行動規範を定めた。「格付会社は、自らの行動規範を公表してIOSCO基本行動規範の履行状況を説明するとともに、IOSCO基本行動規範から逸脱している場合にはその理由等を説明することとされており、市場規律の下で、IOSCO基本行動規範の遵守を確保する仕組みが採用された」のである<sup>9)</sup>。

## (2) IOSCOの基本行動規範の実施・遵守状況の調査

IOSCOの基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals）は、各格付会社が当該行動規範に沿った活動により、格付決定の透明性

を高め、利益相反を回避することにより、投資家保護を図る目的で行うものであり、法的拘束力はなく、格付会社が自主的に遵守すべき行動規範で、自らからの行動規範を策定し、公表することが求められていたのである。

2007年2月IOSCOは、各格付会社のIOSCO基本行動規範の実施・遵守状況を調査した。その結果、米系大手3社（Moody's, S&P, Fitch）のほか、日系2社（R&I, JCR）は、IOSCO基本行動規範の大部分について変更なく採用しており、変更を加えている場合は、その理由の説明がなされていることを確認している<sup>10)</sup>。

## (3) 米サブプライム・ローン問題の格付機関 に対しての国際的対応

2007年10月19日ワシントンDCでG7財務大臣・中央銀行総裁会議において、FSF（金融安定化フォーラム）に対して、ストラクチャード商品に関して格付機関の役割・格付手法およびその活用のあり方を含め提案を行うよう要請された<sup>11)</sup>。

2008年4月11日にFSFは、米国ワシントンDCでのG7財務大臣・中央銀行総裁会議において「市場の強靱性の強化に関する報告書」を公表した。その報告書で、①金融システムにおける与信およびレバレッジの急激な増大、②米国サブプライム・ローンにおける安易な融資、③金融機関におけるリスク管理の不備、④投資家の不十分なデュー・デリジェンス、⑤格付会社による証券化商品の信用格付に係る問題、⑥インセンティブの歪み、⑦デスクロージャーの欠如などの問題点を指摘した。特に信用格付を巡って、①信用格付への過度の依存を背景に投資家が証券化商品のリスク評価を適切に行わなかったこと、②格付会社による証券化の信用格付に係る問題が指摘された。

提言の要旨は、①証券化商品の信用格付に関する格付プロセスの品質改善と利益相反管理のため、IOSCOは基本行動規範を改訂し、格付会社がこれを遵守すること、②証券化商品に関する信用格付を社債格付と区別し、情報提供の拡大を図ること、③証券化商品の裏付け資産データに関する格付会社の品質評価を強化すること、④信用格付への過度の依存を是正するため、投資家と当局による信用格付の利用（格付の公的利用）のあり方を検証することである<sup>12)</sup>。

#### (4) IOSCOの基本行動規範改訂

IOSCOの格付会社タスクフォースは、ストラクチャード・ファイナンス市場における格付会社の役割を分析し、2008年5月28日、「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書」を公表し、IOSCO基本行動規範を改訂した<sup>13)</sup>。その概要は、次の通りである。

##### ①格付プロセスの品質と公正性

- ・信用格付の付与に用いる情報の質の確保のための合理的処置の採用
- ・ストラクチャード・ファイナンス商品に関する助言の同時提供の禁止
- ・新商品への信用格付の付与の在り方をレビューする機関の設置など

##### ②信用格付機関の独立性と利益相反の回避

- ・顧客企業等に転職したアナリストが関与した過去の格付け実績の検証
- ・大口顧客（信用格付機関の年収の10%超）の開示など

##### ③信用格付機関の一般投資家と発行体に対する責任

- ・信用格付の意義及び限界に関する投資家の理解促進

- ・ストラクチャード・ファイナンス商品の格付における損失分析
  - ・キャッシュフロー分析および前提条件の格付変更に対する影響度の分析の開示
  - ・ストラクチャード・ファイナンス商品の格付符号と社債格付符号を別々開示
  - ・信用格付の付与に用いた主要な格付手法およびそのバージョンの開示など、
- ##### ④行動規範の開示と市場参加者への情報提供
- ・信用格付機関の行動、格付手法の説明
  - ・過去の実績データについてホームページのトップに各々へのリンクを掲載

#### (5) IOSCOプレスリリースによる基本行動規範の遵守状況

2009年3月12日プレスリリースによる格付会社の監督に関する情報アンケートをおこなった結果を公表した（IOSCO格付会社タスクフォースがG20及び金融安定化フォーラム（FSF）に送付した書簡内容含む）である<sup>14)</sup>。

その1つは、IOSCO基本行動規範の遵守状況が、対象格付会社21社中7社が（改定後の）IOSCO基本行動規範を遵守していることが、レビューにより明らかとなる。最大手3社（S&P, Moody's, Fitch）は改定後の同基本行動規範の大部分を遵守していた。日本のJCRは同基本行動規範を完全に遵守していた。R&Iは1条項にかい離あったもののこれには説明を行っていた<sup>15)</sup>。

その2つが、「国際的な監督の基盤としてのIOSCO基本行動規範」において、オーストラリア、カナダ、EU、および日本を含む複数の国においてIOSCO基本行動規範に基づいた格付会社に対する規則の整備が進められているとしている。

その3つは「国際的に活動する格付会社に

対する監督」において各国当局間の国境を越えた協調の促進が最も効率的なアプローチであることと最終合意したとしている。

## 2、米国における格付会社規制

### (1) SECによるNRSRO<sup>16)</sup> 制度の導入

1975年のSEC規制は、証券会社 (broker-dealer) の財務健全性を確保するための自己資本規制において、ノー・アクション・レター制度<sup>17)</sup> を通じて認定されNRSRO (Nationally Recognized Statistics Rating Organization:全国的に認知された統計格付機関) の格付を利用することとなった。SECによるNRSRO制度の運用は、登録の申し出でのあった格付会社に対して1940年投資顧問法による登録<sup>18)</sup> を前提として、その組織、業務内容等についての質問状に対する回答およびヒアリング結果に基づいて事実確認を行い、これを踏まえ、NRSROと称しても差し支えない旨のノー・アクション・レターを出していた。制度創設時は、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチの3社がNRSROに認定された<sup>19)</sup>。これが、米国における最初の格付会社規制の始まりである。

### (2) 2006年9月の「信用格付会社改革法」の制定に向けて

エンロン社は2001年11月8日に過剰利益計上、特定目的会社を連結対象に含めることを公表、12月2日連邦破産法11条の適用申請、会社更生手続きに入った。格付会社は、エンロン社の連邦破産法申請の4日前まで、同社の社債に投資適格級の信用格付を付与していたことから、格付会社に対して議会<sup>20)</sup> およびSEC<sup>21)</sup> において批判的な議論がなされてきていた<sup>22)</sup>。

2003年6月4日SECは、「格付会社と連邦証券諸法における信用格付の利用」と題するコンセプト・リリースを公表した。その中身は①連邦証券諸法における信用格付の規制目的での利用継続の是非、②(もし継続利用するならば)どの信用格付会社の信用格付を利用すべきかについての決定プロセス、③利用対象になる格付会社の監視レベルなどの論点、合計56項目の質問を、市中協議に付した<sup>23)</sup>。

SECは、コンセプト・リリースを踏まえ、2005年4月19日「NRSROの定義に関する規則案」を公表した。その定義案では、NRSROになるための3要素を、①特定の証券または短期金融資産 (money market instruments) に関する債務者の信用力評価として一般に利用可能な信用格付を発行していること、②金融市場において一般に受け容れられていること、③信用格付の信頼確保性確保、利益相反管理、非公開情報の不正利用の防止のための体系的な手続きの採用、および当該手続きを遵守するための十分な財務上の資源を有していることを掲げている。この定義案が、2006年6月の信用格付機関改革法検討の基礎となったと考えられている<sup>24)</sup>。

ところで、米上院委員会エンロン倒産に関する格付問題が検討されてきたが、NRSROの認定格付会社をSECの付与権限とする制度、参入障壁、利益相反の見直しを内容とするCredit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2006 (「格付会社寡占排除法」) が、2006年7月12日に下院で可決した。その後、上院も通過し最終的にはCredit Rating Agency Reform Act of 2006 (「信用格付会社改革法」) として2006年9月29日成立、2007年6月より施行された。この改革法は、格付会社参入を増やし競争を促すことを目的の一つとしていたこと

から、日本のR&I、JCRも認定格付機関となったが、現在はR&Iはこの資格を返上している。かくして、法規制により2007年9月24日からNRSROはSECの監督下に置かれることになった<sup>25)</sup>。

同改革法の具体的内容は、1934年証券取引法を改正して、NRSROについて登録制度を導入し、情報開示義務、重要な非公開情報や利益相反の取扱いに関する手続きを整備することとし、SECに対しては①登録申請の様式、②NRSROが保持すべき記録、③NRSROが定期的にSECに提出すべき財務報告、④重要な非公開情報の取扱いについてNRSROが採用すべき手続、⑤NRSROが管理または回避すべき利益相反、⑥NRSROの禁止行為について規則を制定する権限を付与したものである<sup>26)</sup>。

### (3) サプライム問題と格付会社規制強化

2004年から2007年にかけて米国のサブプライム住宅ローン債権の証券化<sup>27)</sup>した住宅ローン担保証券（RMBS：Residential Mortgage-Backed Securities）、債務担保証券（CDO：Collateralized Debt Obligation<sup>28)</sup>）に高格付が付与されていたが、2007年7月以降、米格付会社が、サブプライムローンの裏付資産に延滞発生が明らかとなってから同商品について大量かつ、大幅な格下げをした。「ABS CDOを含むCDOについては、裏付資産または参照資産の格下げの影響に加え、格付手法の変更もあり、大幅な格下げが生じた。たとえば、2007年にムーディーズからトリプルA格（Aaa格）を取得して発行されたABS CDOのうち、85.7%が2008年末までにCaal格以下に格下げされた」<sup>29)</sup>のである。

このように2007年7月以降の米国のサブプライムローン問題が顕在化し、2008年3月に

米投資銀行5位のベアスターンズが倒産、同年9月15日投資銀行4位のリーマンブラザーズが経営破綻し、それを契機に米国発の世界的金融危機がもたらされた。

2010年7月21日Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（俗称ドット＝フランク法：包括的金融規制改革法）が成立、その9章投資家保護および証券規制の改善のG（Subtitle C）節中に「格付会社規制の改善：Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies」を規定した。具体的内容は、①監督の枠組みの強化、②NRSROに対する新たな業規制、③SECに対する新たな規則の制定の要請、④信用格付の公的利用の見直しにまとめることができる<sup>30)</sup>。

### (4) 米格付会社規制の強化の主なポイント （Dodd-Frank 法 9章G節＜副題C＞）

#### ①監督の枠組み強化

##### 1) 信用格付室の設置（12項）

SECの中に信用格付室を設置し、その業務としてNRSROのコンプライアンス（会社の格付方針・手続き・手法を含む）を、毎年、検査を行い、それを公表することになる。

##### 2) 順法監視官（compliance officer）の規制と義務（11項）

NRSROの監視官は、格付付与、格付手法・モデルの開発、市場開拓、給与額決定業務を禁止される。小規模格付会社は除かれる。監視官の義務は、次の手続きを確立しなければならない。それは、従業員や格付利用者からの内密、匿名の苦情と同様に、信用格付、モデル、手法そして、証券法とその他の方針、手続きについての苦情の受領、保持、取り扱いの確立である。そして監視官はこの検査年次報告書のNRSROとして検査義務がある。

3) 特定雇用変移に関するSECへ報告 (10項)

過去5年間のNRSROでの特定関係者(associated person)が、債務者、発行者、引受者に雇用を得たか、すなわち、そのような雇用の過去12ヶ月において、そのNRSROが格付付与に関し、証券又は短期金融市場商品のスポンサーであった場合、もし、その従業員が(i)そのNRSROの上級職員であった、(ii)その雇用者のために信用格付の決定にかかわった、(iii)上記(ii)において述べた従業員を監督する立場であった場合には、NRSROsはSECに報告の義務がある。SECはそれを開示する義務がある。

4) 証券関連詐欺防止に関する明確化 (3項)

NRSROsがそのような信用格付の決定に使用したその手続き、手法、又は格付の中身の発表が、証券法のもとでのSECにより詐欺行為防止又はその手続きについて解釈があいまいであったが、証券取引法改正によりSEC規制により従来の禁止であった事項が司法上の措置になることを明確化した。

5) 証券の特定分類に関しての登録の一時停止と取り消し (7項)

SECは特別分類の証券に関してのNRSROの登録の永久取消し又は随時、一時停止の注意を促し又はヒアリングの上、こうした処置が可能となった。もしSECが、NRSROが十分な財務と管理資源を持って継続的に公正に格付を付与することができないと判断した場合である。すなわちNRSROがその他の要素を含めてそのクラスの有価証券に関して時間を超えて正確な格付付与をすることに失敗したかどうかを慎重に考慮し取り扱う。

②NRSROに対する新たな業規制

1) 内部統制と年次報告 (4項)

NRSROsは格付決定の為の方針、手続き、手法の実施の効果的な内部統制ガバナンスの確立、保持、実施を書類として作成しなければならない。

2) 格付部門と営業部門の分離 (8項)

SECはその信用格付への影響からNRSROの営業販売の報酬を分離する規則を要求した。その規則は、NRSROs登録の取消し又は一時停止に備えるものである。

3) 利益相反に関する1年後の検証 (9項)

もし、あるNRSROにより格付された有価証券や短期金融市場商品について格付決定した人の従業員、発行者、引受人又はスポンサーが、そのようなNRSROにより雇われていた場合、SEC規則によりNRSROは、信用格付に影響した従業員の利益相反があるかどうかの決定の検証を、直近1年間を対象に指示しなければならない。

4) 格付情報の開示 (13項)

信用格付利用者にこれらの格付の正確性と格付会社間の格付パフォーマンスの比較評価を可能にした。SECは、NRSROsに債務者、有価証券、短期金融商品の各タイプに関するNRSROによる最初の格付決定、そして、その信用格付の次の変更に関する情報開示の必要性を規則に要求した。その規則は、最小限、投資家にとり明確にして情動的価値あるNRSROs間で比較可能な開示を規定しなければならない。数年間にわたる、多様な格付タイプのパフォーマンス情報を含むもので、出版物、無料で利用できるNRSROのウェブサイトに乗せること。要求があれば、文章でNRSROのビジネスモデルを使用できるようにする必要がある。

## 5) 信用格付手法 (15項)

SECはNRSROsが利用している格付手続きと手法の考えを規定するよう要求した。各NRSROは、質的、量的データとモデルを含む次の事項を要求される。(i) 信用格付が、そのNRSROの取締役会により承認された手続きと手法を用いて決定したかを保持する。その手続きと手法の開発の為に、そのNRSROのその開発の方針と手法に従って決定されたことを保持する。(ii) 格付手続きと手法に重大な変更がなされた時、それらが、継続的に、すべてに適用できる信用格付に適用されること。その格付が、当時最新の格付（もしその格付変更が監視手続きと手法に影響を与えるならば）を含み、つまり、その格付の変更の理由が公開されることを保持する。(iii) 格付利用者への通知：特別な格付を利用するその格付又は手法の説明のうち；重大な変更が格付手続きと手法になされた時、そして現在の信用格付の変更の可能性がある時；そして重要な間違いが格付手法と手続きに確認される時、結果として、信用格付アクションになるかもしれない時、格付利用者への通知を要求する。

### ③SECに対する新たな規則制定の要請

Dodd-Frank法は、SECに対して新たな格付会社規制にあたり、1年以内に新たな規制を求めている（Studies and Reports 28項）<sup>31)</sup>。次節が、SECが公表した規則である。

## (5) SEC改正条項 (Security Exchange Act of 1934の第15E条) と細則改正 (SEC Adopts Credit Rating Agency Reform Rules)

Dodd-Frank法を受け、2014年8月27日に

SEC細則改正 (SEC adopts Credit Rating Agency Reform Rules – Rules Require Stronger Conflicts of Interest and Governance Controls and Enhanced Transparency to Improve the Quality of Credit Ratings and Increase Credit Rating Agency Accountability –) を公表した。その主な内容は、ガバナンス強化、利益相反防止、そして格付の質の改善のための透明性の強化と格付会社の説明責任の強化である。SEC議長のMary Jo Whiteは、「今般の改正は、金融危機を中心とした繰り返しの指導と実際から投資家と市場を守るための助けとなるものである」<sup>32)</sup> と述べている。

NRSROsへの規則細則改正の整備は、内部統制、利益相反、信用格付の統計的パフォーマンスの開示、格付手法の整合性と透明性を確保するための手続き、信用格付アナリストの訓練、経験、熟練に関する標準化である。その規則は、その会社のCEO（取締役）による年次の認証を要求している。その証明は、他の事業活動に影響されていない格付であることの信用格付証明を添えた認証を要求し、内部統制の有効性を保持する。

SECは、ABS（証券化商品）に関して第三者の評価（due diligence）の所見と第三者評価サービスの証明を発行体、引受人に必要とする規則を採用した。

以下、SECの改正条項（Security Exchange Act of 1934の第15E条）と細則改正（SEC Adopt Credit Rating Agency Reform Rules）のうち内部統制、利益相反、情報開示を見る。

### ① 信用格付決定プロセスの内部統制 (第(c) 項)

各NRSROは、SECの定めにより、信用格付決定のための方針、手続き及び手法の実行及び厳守を管理するための効果的な内部統制

構造の制定、維持、実施、文書化を求められている。その内容は、SECはNRSROに次のような年次内部統制レポートの提出を求める。その1が、効果的な内部統制構造を構築し、維持するためのNRSROの経営陣の責務の詳細、その2が内部統制構造の評価、その3が、CEO（最高経営責任者）又それと同等の役職者の証明を付けることである。

＜格付手法・手続き取締役会の承認＞（細則改正part 240. 17g-8 (a)）

NRSROにおいて格付決定に用いられる定性的及び定量的データ・モデルを含む手法・手続きは、取締役会又は同等の機能を有した合議体によって承認されること。これら定性・定量的データ・モデルを含む手続き・手法の開発・修正は、NRSROの定める方針・手続きに沿って行われること、格付手法等の重要な変更は、影響を受ける全ての格付に適用すること。ホームページ上に以下の点を速やかに公表すること、i) 格付手法等の重要な変更内容、変更理由、変更となりうる格付の範囲、ii) 格付手法に認められた現状の格付の変更となりうるような著しい誤差（定性・定量モデル含む）である。

＜格付決定に際しての内部統制構造の構築の細則改正＞（part 240. 17g-8 (d) (x, xi)）

NRSROは、格付決定に関し、主任格付アナリストが行った作業及び結論について、格付を最終的に決定する前に他のアナリスト・上司・上級管理者が審議する仕組み（例えば格付委員会の審議）となっているか管理すること (x)。事後評価 (after-the-fact review) 又は内部監査でアナリストが定められた手続き及び手法に則って信用格付けを決定したかどうか検証できるよう、格付分析手順をできる限り詳細に文書として残す仕組みが確保さ

れているかの管理である (xi)。

## ② 利益相反の管理 ((h) 項)

利益相反のための組織規定・手続きは、各NRSROは、利益相反の可能性を認識し管理するため書面での方針・手続きの制定・維持・施行しなければならない。その場合、NRSRO及びその関係会社等の業態の性質を考慮しなければならない。

＜SECの権限：利益相反事項＞

NRSROによる信用格付に関連した利益相反を禁止し、又利益相反を管理・公開することを求める細則の制定を求める。その利益相反には次の事項を含む。i) 信用格付の付与又はその関連業務において、NRSROが債務者又は債務者の関連会社から報酬を得る形式について、ii) NRSRO又はNRSROの関係者が、債務者又は債務者の関連会社にコンサルティング、アドバイザー又はその他のサービスを提供すること、iii) NRSRO又はその所属する個人と債務者又は債務者の関連会社との業務関係、所有権、又はその他財務的あるいは人的関係があること、iv) NRSRO又はその所属する個人と、信用格付の対象となる有価証券又は金融市場商品の引受業者の業務提携関係、v) その他、公共の利益及び投資家保護にSECが必要又は適切とみなす全ての潜在的な利益相反の可能性、である。

＜営業と格付の分離＞

SECはNRSROの営業への配慮が、格付け付与に影響を及ぼすのを防止するため、細則を制定した。細則には、i) 小規模なNRSROには営業と格付けの分離が適切でないとSECが判断した場合、これを適用除外とする。ii) SECが事前通知したヒアリングの記録から、NRSROが本項の定め違反して

いる場合、当該違反が格付に影響を及ぼした場合は、NRSROの登録を停止または取消す。

＜利益相反のうち禁止行為に該当するもの＞  
(細則改正part 240. 17g-5 (c (8)))

NRSROが信用格付を付与・維持するにあたり、NRSROにおいて信用格付を決定又はモニターすることに関与している個人、又は、定性・定量モデルを含む信用格付に用いられる手法・手続きの開発・承認を行う個人が i) NRSRO又はNRSROの関連会社の商品又はサービスの販売、マーケティングに参加すること、ii) 販売またはマーケティング上の考慮により影響をうけること、である

＜退職者関与案件の検証：ルックバックレビュー＞

NRSROによる検証が求められる。各NRSROは、NRSROの信用格付の対象となる法人 (person) 又は、信用格付の対象となる有価証券又は金融市場商品の発行体、引受業者、又はスポンサーの雇用人がNRSROで雇用され、信用格付行為がなされる日より1年間に当該法人又は有価証券ないし金融商品市場の信用格付決定に何らかの形で関与していた場合、NRSROは次の事項を確実に実行するための方針・手続きを制定、維持、施行しなければならない。i) 雇用人の利益相反が信用格付に影響を及ぼしていないかどうかのレビューをおこなうこと、ii) SECが定めた規則に従い、必要な場合には格付を修正すること、である。

③ 格付の透明性：格付パフォーマンスデータの標準化 (第 (q) 項)

SECは、信用格付の利用者が格付の正確性を評価し、異なるNRSRO間における格付パフォーマンスを比較できるようにすることを

目的に、各NRSROが決定した各債務者、有価証券、金融市場商品別の当初信用格付とその後の変更を公表するよう要請する。その公表は、最低限以下の事項を含むものである。i) 格付利用者が、各NRSRO間の信用格付のパフォーマンスを比較することが可能となるような公表内容、ii) 広範の知識を有する信用格付を利用している又は利用するかもしれない投資家にとって明瞭で情報量があること、iii) 複数年のパフォーマンスの情報、NRSROが撤回した信用格付を含む多種多様な信用格付の種類であること、iv) NRSROによって公表され、無料で入手可能であること、v) NRSROのビジネスモデルにとって適切であること、vi) 各NRSROは全ての信用格付に、格付は他のビジネス活動にも影響を受けていないこと、格付は格付される対象先の利益のみに基づいていること、そして、格付は格付される対象先のリスクとメリットの独立した評価であることの証明を含むこと、である。

＜開示義務＞ (細則改正part 240. 17g-7 (a,b))

NRSROの開示義務は大きく分けて2種類ある。a) 格付アクションに伴う開示義務<sup>33)</sup>  
b) 格付履歴 (rating history) 係る開示義務である。

a) 格付アクション時の開示内容は、格付会社として登録している全てのクラスにおける債務者、有価証券又は金融市場商品に対する格付アクション (新規格付、格上げ、格下げ、撤回、及び、見直し又は撤回がNRSROの格付手法・手続きに則って行われた場合の見直し及び撤回を含む) に際し、格付会社は以下に記載された項目について公表しなければならない。その主なものとして i) 情報格付フォームとして次の内容が、債務者、有価

## 米欧日における格付規制とその影響(その1)

証券又は金融市場商品の種類と比較しやすい形式で記載されていること：格付けのボラティリティ、格付推移データ、推定デフォルト率、デフォルト時の期待損失である。ii) 格付内容として格付の不確実性に係る情報：格付決定に用いたデータの信ぴょう性、正確性、質と、格付決定において重要なデータが信頼性におけるものなのか、または限界があるかについての記述（ヒストリカル・データのスコープにおける限界、格付に有用だった特定の書類その他の情報へのアクセスの限界、を含む）、iii) 証明：当該格付の責任者による内容証明の開示である。

b) 格付履歴はこれまでも開示義務があり、今般は、全てのNRSROの格付履歴の開示内容を比較しやすいように、より詳細な規定を明文化した。

その開示を要する内容と期間は、本条の施行日にNRSROが登録している業種（class）における、本条施行日より3年前から本条施行日までに既往の、又は新規に付与した格付及びそれに関連した格上げ、格下げ、（格下げしてデフォルト又はデフォルトの付与を含む）、撤回の格付アクションである。また、本条施行日後にNRSROに登録した業種（class）における、本条施行日より3年前から本条施行日までに既往の、又は付与した格付及びそれに関連した格上げ、格下げ、（格下げしてデフォルト又はデフォルトの付与を含む）、撤回の格付アクションである。

### ④ コーポレートガバナンス、組織、利益相反管理（第（t）項）

各NRSROは、独立取締役の半数以上（少なくとも2名以上）を含む取締役会を設置しなければならない。独立取締役にはNRSRO

の格付利用者を含めなければならない、その独立性を保持するため、コンサルテング、アドバイザー、又はその他の報酬をNRSROから受領すること、NRSROの関係者又は子会社の関係者であってはならない。

取締役会の責務は、取締役会の全社的な職務の他に、次の事項を監督する。i) 信用格付決定方針・手続きの制定、維持、施行、ii) 利益相反の認識、管理、公開方針・手続きの制定、維持、施行、iii) 信用格付決定方針・手続きに関する内部統制システム有効性、iv) NRSROの報酬・昇進体系である。ただし、NRSROが子会社である場合、親会社の取締役会は、上記の取締役会の責務を下部委員会（半数が独立性を有し、1人はNRSROの格付利用者を含め）に授権できる。例外条項として、小規模のNRSROには1人の格付利用者を含めた委員会にその責務を授権できる。

以上、SECの今般のNRSRO（日本の「金融法」表現では信用格付業者規制）の特徴をまとめると、第1に、情報開示の強化・徹底により信用格付利用者を中心とした利害関係者による監視を強化する方向にある。信用格付のアクション、信用格付履歴の開示、信用格付のデフォルトデータ開示の標準化と開示、利益相反の開示などである。第2に独立取締役を過半数以上（少なくとも2名以上）の取締役会の設置とその職務の拡大、その責任強化である。内部統制の構築等に関する実行性ある維持・評価・認証、格付決定のための方針・手続き・モデルを含む手法の新規制定・変更を含む取締役会による認証、利益相反防止のための監視などである。

米国の格付会社の取締役会の必置規定は、NYSE上場会社のガバナンス基準（上場マニュアル303A条）の規定に似ている<sup>34)</sup>。その取締

役会の過半数は、独立取締役でなければならない（303A.01条；2009年11月25日改正）。独立取締役の独立テスト（303A.02条；2009年11月25日、2013年1月11日改正）を満たさなければならない。そのテストの主な内容は、  
 i）取締役会が、当該取締役が、直接に、またはパートナー、株主、あるいは会社と重要な関係を有する組織の役員として、上場会社と重要な関係を有していないと認定される（303A.02条（a）（i））。ii）さらに上場会社の報酬委員会委員の独立性を認定する場合、取締役会は取締役が報酬委員会の委員の義務に関して、経営から独立していることを取締役能力にとって重要な関係を持つか否かについて、あらゆる要因を考慮しなければならない。それは、(A) 上場会社によって当該取締役に支払われるコンサルティング、助言に対する報酬、(B) 当該取締役が上場会社、上場会社の子会社あるいは系列会社と関係があるかどうか、である（303A.02条（a）（ii））。iii）取締役が過去3年以内に、当該上場会社の従業員であった者、直接の集团メンバー、役員であった者、12ヶ月にわたり12万ドル以上を直接受けていた取締役などは、独立取締役の資格はない（303A.02条（b）（i）（ii））などである。

上場会社は指名委員会/コーポレート・ガバナンス委員会の設置が強制され、そのメンバーは、すべて独立取締役で構成される（303A.04条（a））。上場会社の監査委員会は、303A.03条（非常勤経営者委員会：Executive Sessionsの必置）を満たした委員会の設置が強制されている（303A.06条、2009年改正）。2013年8月改正により、監査委員会は、メンバー3名以上で、全て独立取締役であることを要する（303A.07条（a））。その独立取締役

資格として、金融の知識があること、その取締役の少なくとも1人は、会計又は金融の専門家でなければならない。

## 注

- 1) この5社の格付会社以外に、証券化商品格付を主として行う別法人であるムーディーズSFジャパン、日本スタンダード&プアーズの2社が「金商法」の登録を受け、合計7社であるが、実質的には5社とみなしても良い（黒沢義孝稿「日本企業と日本国債の格付け」『日経研月報』Vol.441 2015年3月号 24頁参考）。
- 2) 平成21年通常国会で「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成21年法51・法58・法74）が成立、平成22年4月1日施行、無登録業者の格付け利用の説明責任に関する規定の施行は平成22年10月1日である。
- 3) IOSCOは「信用格付機関の基本行動規範」大幅改定（2008年5月）。EU経済財務相理事会が格付会社に登録制導入方針（2008年7月）、規制案を議会に提出（08年11月：Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Credit Rating Agencies<EF102 ECOFIN 503 CODEC1540>）、法案通過（2009年4月23日）。米国SEC規則の改正案（2008年6月公表、2009年2月一部改正、4月、8月に段階的に施行、大手3社に対する検査結果を報告書として公表（2008年7月）、追加的なSEC規則改正案発表、意見募集（2009年2月）。初のG20会合（2008年11月）共同声明に格付け登録制を導入すべきと文言盛り込む。EUでは、EU域内で規制の目的に利用される格付を付与する格付会社を登録制に。投資会社（運用会社）、信用機関（銀行等）は、格付が付与された金融商品につき、登録格付会社の格付がない場合は、顧客のために注文を執行してはならない。格付スタッフのローテーションルールあり（リードアナリストは4年で交代、2年のインターバル）但し従業員50名以下の格付会社は免除。ストラクチャード・ファイナンス商品

## 米欧日における格付規制とその影響(その1)

- の格付け記号(符号)を区別するか、他の債券等との違いについて起債したレポートの添付義務あり。ストラクチャード・ファイナンス商品に対する格付けに関し、格付会社が受領した情報の公開義務等が議論されていた(江川由紀雄 NPOフェアレーティング研究会報告「格付けと規制の間合い」資料 2009年7月24日)。
- 4) 有吉尚哉「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—」NPOフェアレーティング研究会報告資料 2009年10月28日 1頁。
  - 5) 有吉尚哉稿「信用格付業者規制」西村あさひ法律事務所編『資産・債権の流動化・証券化 第2版』金融財政事情研究会 2010年6月 176頁参照した。ここでの信用格付業者に関する規制は、主に有吉尚哉稿 同前稿 同書 を参考にした。
  - 6) FSFは、金融市場の監督及びサーバランスに関する情報交換と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を促進することを目的に、7カ国蔵相・中央銀行総裁会議によって1999年に創設された。IOSCOは、1986年に創設、世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等から構成される国際的な機関で、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等を行っている。日本からは、1988年11月大蔵省(当時)、その後金融庁が加盟継承している(三井秀範監修『詳説 格付会社規制に関する制度』商事法務 2011年2月15日 10頁、11頁、江森綱文「金商法改正が格付会社の業務に及ぼす影響」NPOフェアレーティング研究会報告資料 2011年9月28日による)。
  - 7) FSF, IOSCOの活動は、三井秀範監修 同前書 10頁によっている。
  - 8) IOSCOによる「信用格付機関の活動に関する原則」は、三井秀範監修 前掲書 13頁による。
  - 9) 「IOSCO基本行動規範」については、三井秀範監修 前掲書 14頁。
  - 10) 「IOSCO基本行動規範」の実施・遵守状況調査については、三井秀範監修 前掲書 15頁による。
  - 11) 米サブプライムローン問題の格付機関に対しての国際的対応については、三井秀範監修 前掲書 19頁を参照している。
  - 12) FSFの格付会社の格付けについての提言等は、三井秀範監修 前掲書 20～21頁を参照している。
  - 13) IOSCOの基本行動規範改訂は三井秀範監修 前掲書 24～25頁を参照している。
  - 14) IOSCOプレスリリースは、三井秀範監修 前掲書 28頁 図表1-2-14「IOSCOプレスリリース(2009年3月)の概要」参照している。
  - 15) 江森綱文 前掲資料参照 3頁。
  - 16) NRSROとは次の内容を満たす信用格付会社のことを指す。(A)以下の分類について第15E条(a)項(1)(B)(ix)に従い適格機関投資家によって証明された信用格付を発行する信用格付会社、i) 金融機関、ブローカー、ディラー、ii) 保険会社、iii) 一般事業会社の発行体、iv) 証券化商品の発行体、v) 政府債、地方債又は外国政府債の発行体、vi) 上記分類のうち1つ以上の債務者の組み合わせ、(B) 第15E条に基づき登録されている信用格付会社、である(SECurities Exchange Act of 1934, SEC.第15E条による)。
  - 17) ノー・アクション・レター制度は、「特定の事実および状況に基づきSECが今後とるであろう対応姿勢に関するSECスタッフの見解を示すもので、法的根拠はないとされている」(三井秀範監修 前掲書 注2、44頁)。
  - 18) 米国において格付会社に1940年投資顧問法に基づく登録を求めている理由は、同法における「投資顧問」とは、「報酬を受けて証券に対する投資もしくは売買の可否に関して直接もしくは出版物もしくは著述によって他人に助言することを営業とする者又は報酬を受けて経常的業務の一部として証券に関する分析もしくは報告を刊行もしくは公表する者をいう」(202条(11)本文)と規定されており、格付業務はその後段に該当するためと考えられている(三井秀範監修 前掲書 注3、45頁を参照した)。
  - 19) SECによるNRSROの登録認定の法的根拠とその経緯は三井秀範監修 前掲書 44頁を参照した。
  - 20) 米議会は、2002年3月20日、米国上院の政府活動委員会はヒアリング調査を行い、10月8日報告書「エンロンの財務監視—SECと私的部門の監視」公表し、格付会社が公開情報を十分分析していな

- いことや、従業員、役員の説明を額面通り受け取っていたことなどを指摘した（Report of the Staff of Senate Committee on Governmental Affairs, Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs:三井秀範監修 前掲書 46頁）。
- 21) SECでのエンロン社に対しての格付会社批判の対応は、サーベンス・オクスレー法（2002年7月30日成立）において格付会社の役割・機能についての研究及び議会報告がSECに対して求められた（702条）。SECは、これに応え2003年に「証券市場の運営における格付会社の役割と機能」を議会に報告した。報告書では、証券市場における格付会社の役割・重要性、格付会社の直面している障害、格付情報の開示改善、格付ビジネスの参入障壁、格付付与への利益相反などである（Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 U.S. Securities and Exchange Commission, January 2003：三井秀範監修 前掲書 46～47頁）。
- 22) エンロン社問題と格付批判は、三井秀範監修 前掲書 46頁を参照した。
- 23) SECのコンセプト・リリースは、三井秀範監修 前掲書 47頁を参照した。
- 24) SECのNRSROの定義とその後の2006年6月の信用格付機関改革法への関係については、三井秀範監修 前掲書 47～48頁を参照した。
- 25) 江川由紀雄稿「格付会社規制と格付け利用見直しの動向」証券経済学会『証券経済学会年報』第45号 2013年7月 311～322頁参照。
- 26) 三井秀範監修 前掲書 48頁。「信用格付会社改革法」の内容の詳細は、三井秀範監修 前掲書 49～50頁を参照されたい
- 27) 「2004年以降にサブプライムローンが大幅に増加しているが、当時の米国経済や住宅市場の好況と低金利が、金融機関のこうした融資前提を支えた。仮に借り手に収入が増加しなくても、住宅価格さえ上昇していれば、担保資産の売却によって融資回収は問題ないと考えられていた。サブプライムローンは、ピーク時には米国住宅ローン全体の約12%（1.2兆ドル）を占めていた」（森田隆大著『格付けの深層』日本経済新聞出版社 2010年7月20日 93頁）。
- 28) CDOは、発行されたRMBSの一部を再び集め、それを担保に組成・格付けし、投資家に販売された証券（再証券化商品）である（森田隆大著 同前書 93～95頁参照）。
- 29) 江川由紀雄稿「ストラクチャードファイナンス格付けの問題点－格付会社の格付けを利用する際の視点－」日本経済研究所編『日経研月報』6月号 2015年5月31日 29頁、図表1 ASB CDOの格付け遷移（ムーディーズ） 29頁参照。
- 30) 米金融規制改革法は、三井秀範監修 前掲書 2011年2月15日 68～73頁を参考にしている。
- 31) 法定後1年以内に制定が求められているSEC規制は、三井秀範監修 前掲書 図表1-3-13を参照されたい。
- 32) “SEC adopts Credit Rating Agency Reform Rules “FOR IMMEDIATE RELEASE 2014-178の文章から引用した（<http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370542776658>） 2015/01/11。
- 33) 格付アクションの開示義務について次の場合開示義務が免除されている。①格付の債務又は、格付対象の有価証券、金融市場商品別の発行体が米国法人でなく、かつ②NRSROは合理的な理由を持って格付先の発行する有価証券又は、金融市場商品が発行される場所、及び有価証券又は、金融市場商品のアンダーライター又はアレンジャーが発行後のトランザクションを実行した場所は、米国外のみであったと結論付けられる場合である。この規程でJCRのほとんどの格付けは本細則における開示義務を免れることになる。
- 34) NYES（New York Stock Exchange）上場会社のガバナンス基準は、NYSE、Listed Company Manual.による。佐賀卓雄稿「金融システム危機とコーポレート・ガバナンス改革」『月刊資本市場』No.350 2014年10月の33頁「（図表3）NYSE上場会社のガバナンス基準（上場会社マニュアル303A条）の概要」を参考にした。