

～海外情報～

2011年12月8日 全18頁

欧州 CRA、「ソブリン格付の禁止」は見送りへ

ロンドンリサーチセンター
鈴木利光EU 格付機関規制の改訂法案：EU 格付機関の設立は断念も、大幅な規制強化へ

[要約]

- 2011年11月15日、欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会は、2010年12月より施行されている格付機関規制法（CRA レギュレーション）の見直しに関する法案（CRA レギュレーション改訂ドラフト）を公表している。
- 現行の CRA レギュレーションは、CRA 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・レポートの開示等）、そして監督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、CRA レギュレーションは、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、すなわち格付け（外部格付）への過度の依存、ソブリン債の格付プロセスの不透明性、格付市場の寡占状況、CRA の民事責任の不十分性、そして CRA の報酬体系（“issuer-pays” モデル）に内在する利益相反への手当てが十分にはなされていない。CRA レギュレーション改訂ドラフトは、これらの問題への解決策を提案するものである。
- CRA レギュレーション改訂ドラフトの目的は、①外部格付への依存の抑制（“cliff effect” の緩和）、②ソブリン債の格下げがもたらす伝播（contagion）リスクの緩和、③格付市場の寡占状況の改善、④投資家の損失補償対応の強化、⑤CRA 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、の5つである。
- 具体的には、ストラクチャード・ファイナンス商品の依頼格付に2つ以上の CRA による格付けを要求すること（①）、ソブリン格付の公表のタイミングを取引所のクローズ後に限定すること（②）、格付スケールの統一（③）、CRA の民事責任の強化（④）、「ローテーション・ルール」の導入（⑤）等が提案されている。
- 2010年11月のコンサルテーション文書で検討されていた、EU レベルの独立の CRA を新設するというオプションは、コストの問題や（EU 加盟国を格付けする際の）利益相反のおそれから、断念している。
- そして、ベイルアウトの必要が生じているような「例外的な状況」においてはソブリン債の格付発行を制限または禁止するという、「ソブリン格付のサスペンション」も、直前で提案が見送られている。もっとも、数名の欧州議員がこのオプションの復活を企図していると報じられており、今後の欧州議会における審議が注目される。

[目次]

■ 1. はじめに	2
■ 2. CRA レギュレーション改訂ドラフトの目的	3
■ 3. スコープの拡大：格付アウトルックも規制対象に	4
■ 4. 外部格付への依存の抑制（“cliff effect”の緩和）	4
■ 5. ソブリン債の格下げがもたらす伝播リスクの緩和	7
■ 6. 格付市場の寡占状況の改善	9
■ 7. 投資家の損失補償対応の強化	11
■ 8. CRA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	12
■ 9. コンプライアンス・コスト	16
■ 10. 「ソブリン格付のサスペンション」	17
■ 11. おわりに	17

1. はじめに

CRAレギュレーション改訂法案

2011年11月15日、欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会は、2010年12月より施行されている格付機関（CRA：Credit Rating Agency）規制法（CRAレギュレーション）¹の見直しに関する法案（CRAレギュレーション改訂ドラフト）を公表している。

現行CRAレギュレーションの焦点：CRAの登録、行為規制、監督

現行のCRAレギュレーションは、CRA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・レポートの開示等）、そして監督（2011年5月の改訂により、CRAの監督権限は欧州証券監督機構（ESMA）に一元化されている）に焦点を当てている。

金融危機やユーロ危機が露呈した問題への手当てが不十分

もともと、欧州委員会の指摘によると、CRAレギュレーションは、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、すなわち格付け（外部格付）への過度の依存、ソブリン債の格付プロセスの不透明性、格付市場の寡占状況、CRAの民事責任の不十分性、そしてCRAの報酬体系（“issuer-pays”モデル）に内在する利益相反への手当てが十分にはなされていない²。

格付けの利用とそのインパクトが規制されていない

つまり、欧州委員会の見解では、CRAレギュレーションは、格付けの利用とそれがマーケットにもたらすインパクトを規制することができていないということになる。

欧州委員会は、これらの問題への対策を検討すべく、2010年11月にコンサルテーション文書を公表している³。今回のCRAレギュレーション改訂ドラフトは、コ

1 CRAレギュレーションの概要については、次のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 秋季号 Vol.4 「『シャドバンキングシステム』に対する規制の議論」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「【連載⑤】格付機関の監督（欧州）」（鈴木利光）[2010年11月4日]

2 金融危機やユーロ危機によって懸念が示されたCRA関連の問題に関する国際的な議論については、次のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「自己資本算出、外部格付の参照禁止か？（欧州）」（鈴木利光）[2010年12月21日]

3 欧州委員会によるコンサルテーション文書の概要については、次のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 秋季号 Vol.4 「『シャドバンキングシステム』に対する規制の議論」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「自己資本算出、外部格付の参照禁止か？（欧州）」（鈴木利光）[2010年12月21日]

ンサルテーション文書をベースに提案されたものとなっている。

本稿では、CRA レギュレーション改訂ドラフトの概要を、関連するその他の規制イニシアティブ（立法・規制提案等）と合わせて、簡潔に説明するものとする。

2. CRA レギュレーション改訂ドラフトの目的

6つの問題点

欧州委員会は、CRA レギュレーション改訂ドラフトと同時に公表した影響度調査にて、次の6つの問題点を特定している。

- 外部格付への過度の依存が資本市場にもたらす“cliff effect”（格下げによる急激な価格変動）
- 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
- CRA の報酬体系（“issuer-pays”モデル）に内在する利益相反がもたらす、CRA の独立性に対する制限
- 格付手法および格付プロセスにおける不十分な堅実性

2つの一般的な目的

これらの問題点に対処すべく、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、次の2つの一般的な目的を掲げている。

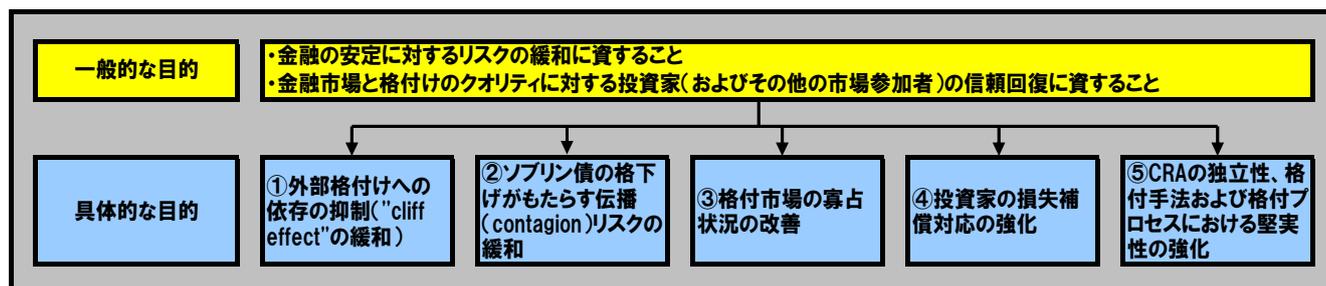
- 金融の安定に対するリスクの緩和に資すること
- 金融市場と格付けのクオリティに対する投資家（およびその他の市場参加者）の信頼回復に資すること

5つの具体的な目的

そして、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、上記2つの一般的な目的を達成すべく、次の5つの具体的な目的を掲げている（図表1参照）。

- ① 外部格付への依存の抑制（“cliff effect”の緩和）
- ② ソブリン債の格下げがもたらす伝播リスクの緩和
- ③ 格付市場の寡占状況の改善
- ④ 投資家の損失補償対応の強化
- ⑤ CRA 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

図表 1 CRA レギュレーション改訂ドラフトの目的



(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

3. スコープの拡大：格付アウトルックも規制対象に

格付けの短中期的な見通し

「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」もこれに含まれる）。

「安定的」・「ネガティブ」・「ポジティブ」

一般的に、格付アウトルックには、「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。

現在は規制対象外

現行の CRA レギュレーションは、この格付アウトルックを規制対象としていない。

通常の格付けに相当するインパクトあり

もともと、欧州委員会は、格付アウトルックが、投資家、発行体および金融市場に対し、通常の格付けに相当するインパクトをもたらすと考えている（昨今のユーロ危機を想起されたい）。

一部のルールについては格付アウトルックにも適用すべき

そこで、欧州委員会は、CRA レギュレーション（改訂ドラフト）のうち、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（後述参照）。

格付変更に至るまでの期間（time horizon）の開示

とりわけ、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、格付アウトルックの公表に際しては、格付変更に至るまでの期間（time horizon）の見込みを開示することを義務付ける旨の提案をしている。

4. 外部格付への依存の抑制（“cliff effect”の緩和）

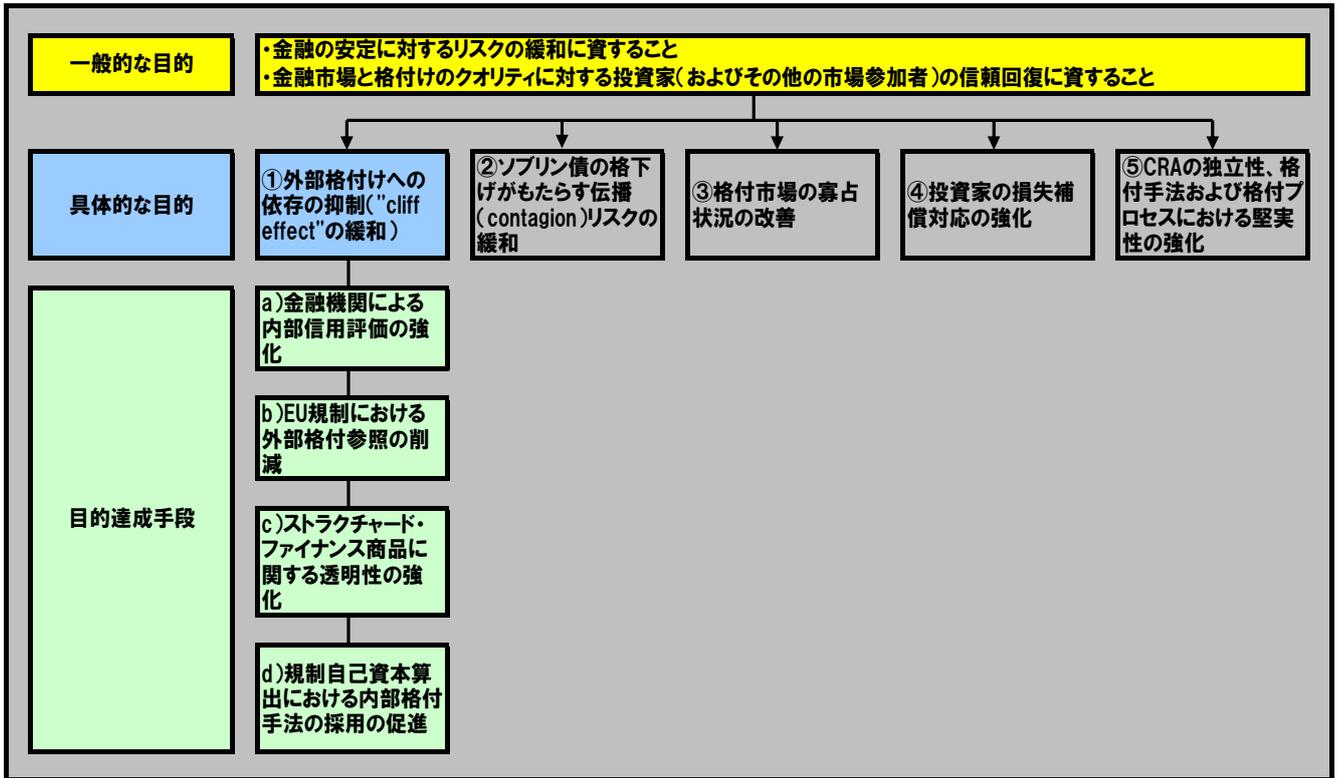
(1) 目的達成手段

4つの目的達成手段

欧州委員会は、影響度調査にて、外部格付への依存の抑制（“cliff effect”の緩和）という目的を達成するための手段として、次の4つを提示している（図表2参照）。

- a) 金融機関による内部信用評価の強化
- b) EU 規制における外部格付参照の削減
- c) ストラクチャード・ファイナンス商品に関する透明性の強化
- d) 規制自己資本算出における内部格付手法の採用の促進

図表 2 外部格付への依存の抑制：目的達成手段



(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) 金融機関による内部信用評価の強化

金融機関の内部リスク管理：内部信用評価の義務化

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、金融機関（銀行、投資業者（investment firm）、保険・再保険業者、年金ファンド、AIFM⁴、店頭（OTC）デリバティブの中央清算機関（CCP）および取引情報蓄積機関（trade repository）⁵）に対し、企業および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（own credit risk assessment）の実行を義務付ける旨提案している。

規制管轄当局による監督

規制管轄当局は、金融機関による内部信用評価の妥当性を監督する。この監督には、金融機関が外部格付に過度に依存していないかどうかのモニタリングも含まれる。

CRD IVドラフトでも類
似の提案あり

なお、欧州委員会は、2011年7月20日に公表した、EU自己資本規制（CRD:Capital Requirements Directive）の第4弾（CRD IV）の法案（CRD IVドラフト）⁶においても、上記と類似の提案をしている。

4 オルタナティブ投資ファンド（ヘッジファンド、PEファンド等）のマネージャーをいう。EUのAIFMに対する規制（AIFM指令）の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 秋季号 Vol.4 「『シャドーバンキングシステム』に対する規制の議論」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「EUヘッジファンド規制、2013年1月より適用」（鈴木利光）[2010年11月26日]

5 EUのOTCデリバティブに対する規制の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「欧州OTCデリバティブ、取引所等取引の強制へ」（鈴木利光）[2011年11月22日]

6 CRD IVドラフトについては、以下のレポートも参照されたい。

◆大和総研レポート「EU、バーゼルⅢ導入の法案公表（CRDIV）」（鈴木利光）[2011年8月2日]

すなわち、CRD IVドラフトは、銀行および投資業者に対し、投資対象の信用性評価について、内部信用評価（internal methodologies）の実行を義務付ける旨提案している。この内部信用評価は、外部格付のみに（または外部格付に機械的に）基づくものであってはならないとしている⁷。

(3) EU 規制における外部格付参照の削減

EU監督機関のガイドライン等における外部格付参照の削減

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、欧州証券監督機構（ESMA）、欧州銀行監督機構（EBA）および欧州保険・年金監督機構（EIOPA）に対し、外部格付の参照がそれに対する規制管轄当局および市場参加者の機械的な依存を招くおそれがある場合には、そのガイドライン、勧告およびテクニカル・スタンダードにおいて外部格付を参照することを禁ずる旨提案している。

2013年末までにアダプション

ESMA、EBA および EIOPA は、2013年12月31日までに、上記規制に基づく既存のガイドラインおよび勧告の修正作業（アダプション）を行う必要がある。

ESRBの警告および勧告における外部格付参照の削減

また、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、欧州システミック・リスク理事会（ESRB）に対し、外部格付の参照がそれに対する機械的な依存を招くおそれがある場合には、その警告および勧告において外部格付を参照することを禁ずる旨提案している。

(4) ストラクチャード・ファイナンス商品に関する透明性の強化

ストラクチャード・ファイナンス商品の格付けへの規制提案

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、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）の格付けに対する市場参加者の機械的な依存を緩和するための規制、そしてストラクチャード・ファイナンス商品の格付けのクオリティを改善するための規制も提案している。

発行体等の開示義務

まず、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行体、オリジネーターおよびスポンサーに対し、当該ストラクチャード・ファイナンス商品に関する具体的な情報（裏付資産の信用性およびパフォーマンス、証券化のストラクチャー、キャッシュフロー、証券化エクスポージャーの担保等）の開示を義務付ける旨提案している。

開示の頻度はESMAが定める

上記開示の頻度については、ESMA が策定するテクニカル・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）により定められることとしている。

ストラクチャード・ファイナンスの依頼格付は2つ以上必要

そして、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行体および関連するサードパーティーに対し、当該ストラクチャード・ファイナンス商品の格付けを依頼する場合、2つ以上のCRAに依頼することを義務付ける旨提案している。依頼されたCRAは、それぞれ独立した格付けを付与しなければならない。

格付けを付与するCRA群は互いに独立している必要がある

上記の格付けを依頼された複数のCRAは、オーナーシップおよびマネジメントの面で、互いに独立していなければならない（同一のCRAグループに属してい

⁷ 現行のCRD IIでは、証券化エクスポージャーの裏付資産については、セルフ・デューディリジェンスの実行を義務付ける規定が導入されている。CRD IVドラフトの提案は、この規定の範囲をそれ以外の投資対象にまで拡大するものといえる。

てはならず、一方が他方に対して実質的な支配権を有してはならない)。なお、CRA の発行体からの独立性の問題については、後述 8. (2) (3) を参照されたい。

(5) 規制自己資本算出における内部格付手法の採用の促進

CRDのスコープ

自己資本規制は、CRA レギュレーションではなく、CRD によって定められる。

CRD IVドラフトは、「重要なエクスポージャー」を保有している銀行に対し、規制自己資本の算出にあたって、内部格付手法の採用を促進する旨提案している。

「重要性」のスレッシュ ヨルドはEBAが定める

エクスポージャーの「重要性」の閾値（スレッシュヨルド）については、EBA が策定するテクニカル・スタンダード（2014年1月1日までに欧州委員会にドラフトを提出）により定められることとしている。

ドッド＝フランク法 より緩やかな提案

上記 CRD IVの提案は、内部格付手法の採用を奨励するにとどまっておらず、法令における外部格付の参照を削除する旨定める「ドッド＝フランク法」（米国の金融規制改革法）⁸と比較すると、緩やかなものといえる。この理由として、欧州委員会は、内部格付のみによることは客観性を欠き、現状では外部格付のオルタナティブとなりうる信用評価手法が見つかっていないという見解を挙げている。

5. ソブリン債の格下げがもたらす伝播リスクの緩和

(1) 目的達成手段

3つの目的達成手段

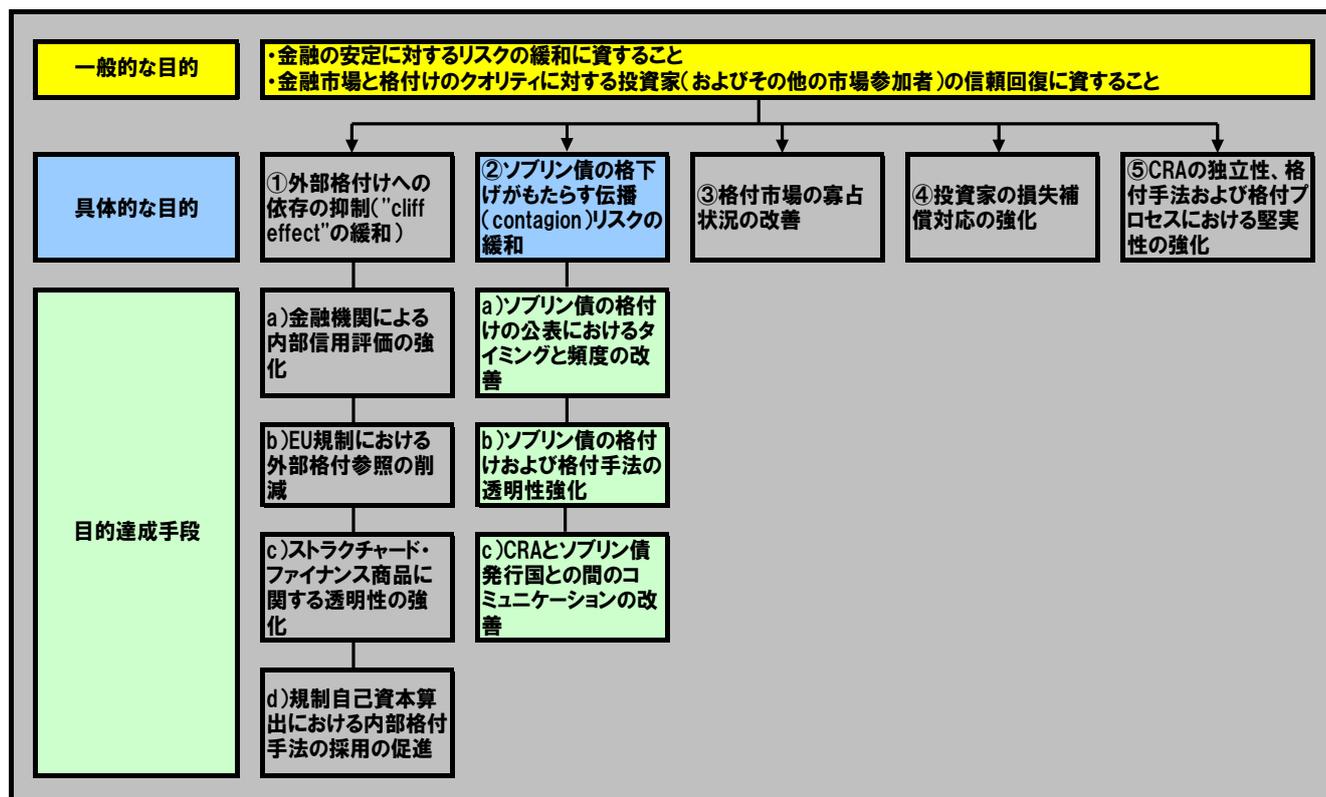
欧州委員会は、影響度調査にて、ソブリン債の格下げがもたらす伝播リスクの緩和という目的を達成するための手段として、次の 3 つを提示している（図表 3 参照）。

- a) ソブリン債の格付けの公表におけるタイミングと頻度の改善
- b) ソブリン債の格付けおよび格付手法の透明性強化
- c) CRA とソブリン債発行国との間のコミュニケーションの改善

⁸ ドッド＝フランク法の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「米国金融規制改革法（ドッド＝フランク法）成立」（横山淳）[2010年7月22日]

図表3 ソブリン債の格下げがもたらす伝播リスクの緩和



(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) ソブリン債の格付けの公表におけるタイミングと頻度の改善

ソブリン債の格付けのレビュー頻度：1年ごと⇒6ヶ月ごと

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、ソブリン債の格付けを6ヶ月ごとにレビュー（アップデート）することを義務付ける旨提案している。これは、ソブリン債の格付けの継続性を確保し、格付けの変動を緩和すべく、現行のCRA レギュレーションが定める「1年ごと」というレビュー頻度を、ソブリン債の格付けについてのみ増加するという提案である。

ソブリン債の格付けの公表：取引所がクローズした後のみ

また、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、ソブリン債の格付け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。

(3) ソブリン債の格付けおよび格付手法の透明性強化

ソブリン債の格付けの公表：詳細なリサーチレポートの添付

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、ソブリン債の格付け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、詳細なリサーチレポートを添付することを義務付ける旨提案している。リサーチレポートは、前提、パラメーター、格付手法の限界および不確実性等を説明するものとされている。

現行：ストラクチャード・ファイナンスには加重開示あり

現行のCRA レギュレーションは、CRA に対し、格付手法、格付モデルおよび格付けのキーとなる前提の開示を義務付けている。ただし、ストラクチャード・ファイナンスの格付けを公表する場合には、上記の情報に加えて、これらの前

提、パラメーター、格付手法の限界および不確実性を説明するガイダンスを添付することを義務付けている。

加重開示のスコープをソブリン債にまで拡大

上記 CRA レギュレーション改訂ドラフトの提案は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付けに付随する開示規定のスコープを、ソブリン債の格付けおよびそれに関連する格付アウトルックにまで拡大するものといえる（後述参照）。

(4) CRA とソブリン債発行国との間のコミュニケーションの改善

格付けの公表：公表の1営業日以上前に対象エンティティに通知

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、ソブリンを含むすべてのエンティティの格付け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、当該エンティティに対し、公表の1営業日以上前（かつ営業時間内）に、その格付けおよび関連する格付アウトルックの基礎となる情報を提供することを義務付ける旨提案している（後述 8. (5) 参照）。

「12時間以上前」から早期化

これは、現行の CRA レギュレーションが定める「12 時間以上前」という通知期間を早期化するという提案である。

6. 格付市場の寡占状況の改善

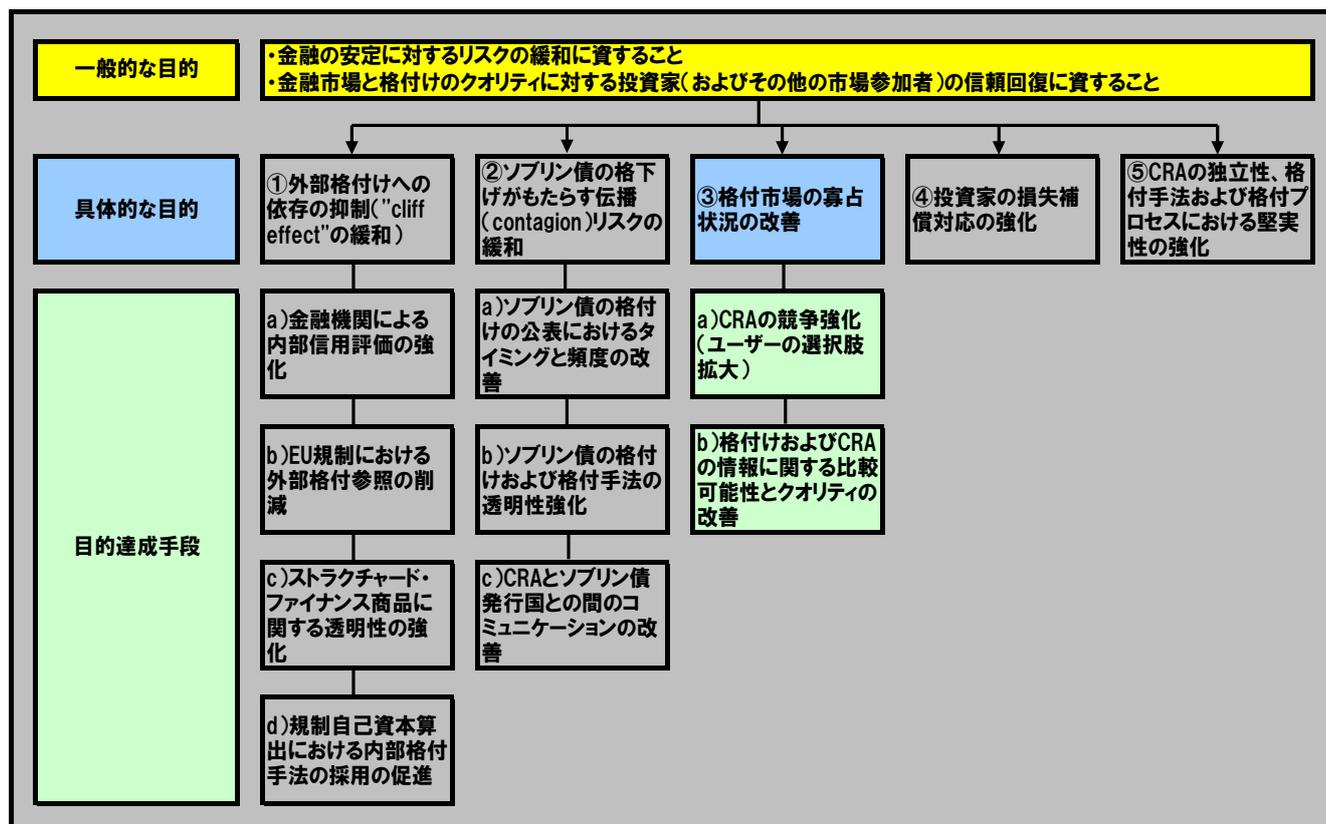
(1) 目的達成手段

2つの目的達成手段

欧州委員会は、影響度調査にて、格付市場の寡占状況の改善という目的を達成するための手段として、次の2つを提示している（図表4参照）。

- a) CRA の競争強化（ユーザーの選択肢拡大）
- b) 格付けおよびCRA の情報に関する比較可能性とクオリティの改善

図表 4 格付市場の寡占状況の改善



(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 レギュレーション改訂ドラフトの提案

2つの目的達成手段は密接不可分

上記 2 つの目的達成手段は、密接不可分であることから、特に区別することなく、CRA レギュレーション改訂ドラフトの提案を紹介するものとする。

ESMAに関連情報の提出

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、格付けおよび格付アウトLOOKを公表する場合、前もって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。

EURIXの設置

これに付随して、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、ESMA に対し、“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、CRA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。

格付けのスケールを統一

また、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、EURIXの便宜性を促進すべく、ESMAに対し、CRAが使用する格付けのスケール(最上級の格付けを例にとると、Fitch RatingsとStandard & Poor'sが「AAA」と表記しているのに対し、Moody'sは「Aaa」と表記している)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。

無差別的な格付手数料

そして、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、格付手数料は、実費と透明性のある価格基準に基づく、無差別的なものとするを義務付ける旨提案している。この提案には、いわゆる「甘い格付け」の格付手数料を加重するという利益相反を防止するという狙いもあるとしている。

全案件の格付手数料
リストおよび価格基
準の開示

さらに、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、1年ごとに、全案件の格付手数料リストおよび価格基準を開示することを義務付ける旨提案している。これは、現行のCRA レギュレーションが定める「最も収益に貢献した20のクライアントのリスト」という開示範囲を拡大するという提案である。

中小CRAのネットワー
ク設立を検討中

なお、欧州委員会は、CRAの競争を強化すべく、EU資本により、中小CRAのネットワーク設立を奨励するという方策を検討中であるとしている。

7. 投資家の損失補償対応の強化

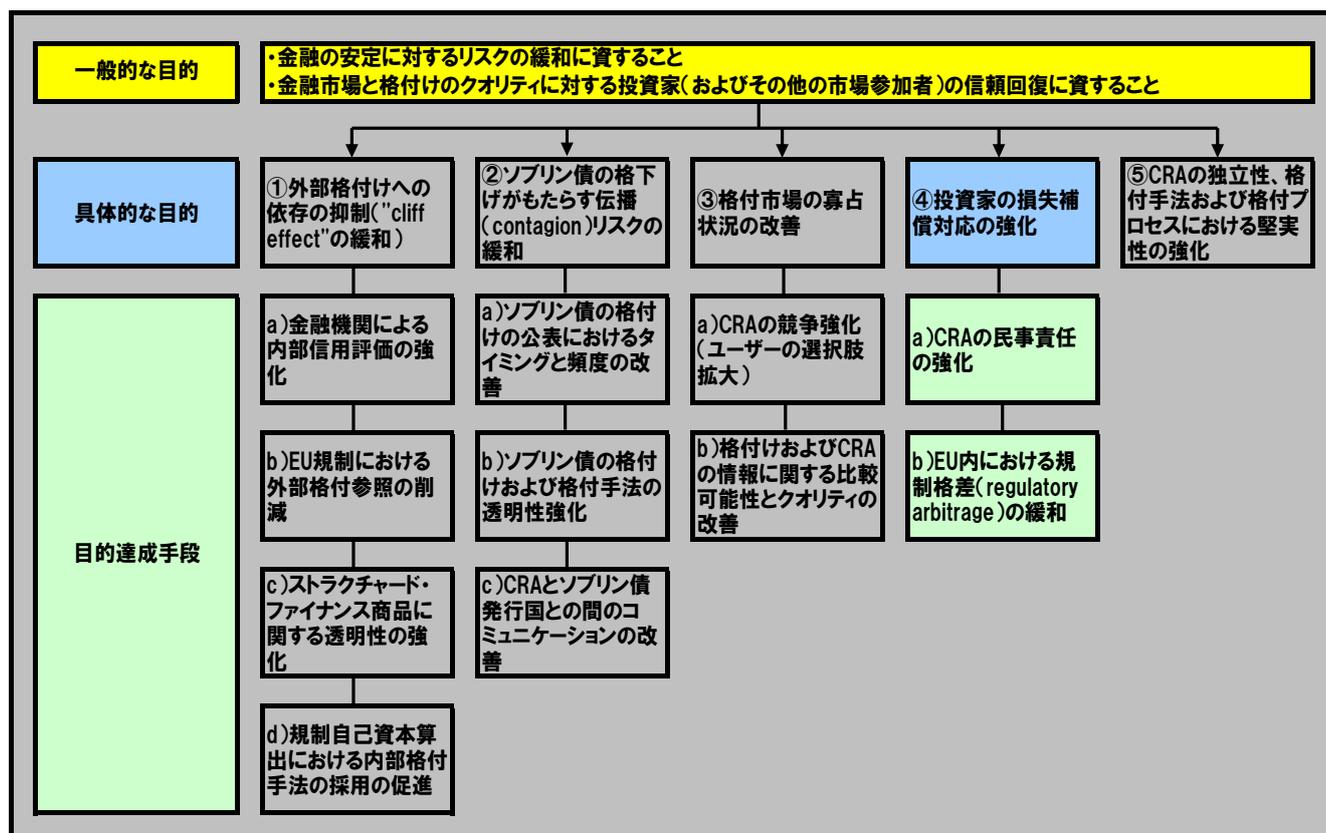
(1) 目的達成手段

2つの目的達成手段

欧州委員会は、影響度調査にて、格付市場の寡占状況の改善という目的を達成するための手段として、次の2つを提示している（図表5参照）。

- a) CRAの民事責任の強化
- b) EU内における規制格差（regulatory arbitrage）の緩和

図表5 投資家の損失補償対応の強化



(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 の民事責任の強化

現行のCRAレギュレーションはCRAの民事責任を規定していない

現行のCRAレギュレーションは、CRAの民事責任そのものは規定しておらず、前文にて、CRA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。

故意または重大な過失による規制違反をしたCRAの民事責任（立証責任あり）

CRAレギュレーション改訂ドラフトは、CRAが故意または重大な過失により規制に違反し、その違反が格付けに影響を及ぼした結果、当該格付け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CRAに民事責任を課す旨提案している。CRAは、規制違反がなかったこと、または当該規制違反が格付け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としている⁹。

(3) EU内における規制格差（regulatory arbitrage）の緩和

CRAによる規制格差利用のおそれ

前述のように、現行のCRAレギュレーションは、CRAの民事責任そのものは規定しておらず、前文にて、CRA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、CRAがEU内において、より民事責任規定の緩い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。

CRAレギュレーションにCRAの民事責任規定導入⇒EU内における規制格差の懸念解消

もっとも、前述したCRAの民事責任規定を導入することにより、こうしたEU内における規制格差の懸念は緩和されるといえる。というのは、CRAレギュレーションは、「指令（Directive）」（ガイドラインという性格を有し、EU加盟国による自国ルールへの「落とし込み」を要する（したがって、詳細においては加盟国に一定の裁量がある））ではなく、「レギュレーション」（EU加盟国による「落とし込み」という手続きを待たず、直接的にEU加盟国に対する強制力を持つ）であるためである。

8. CRA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) 目的達成手段

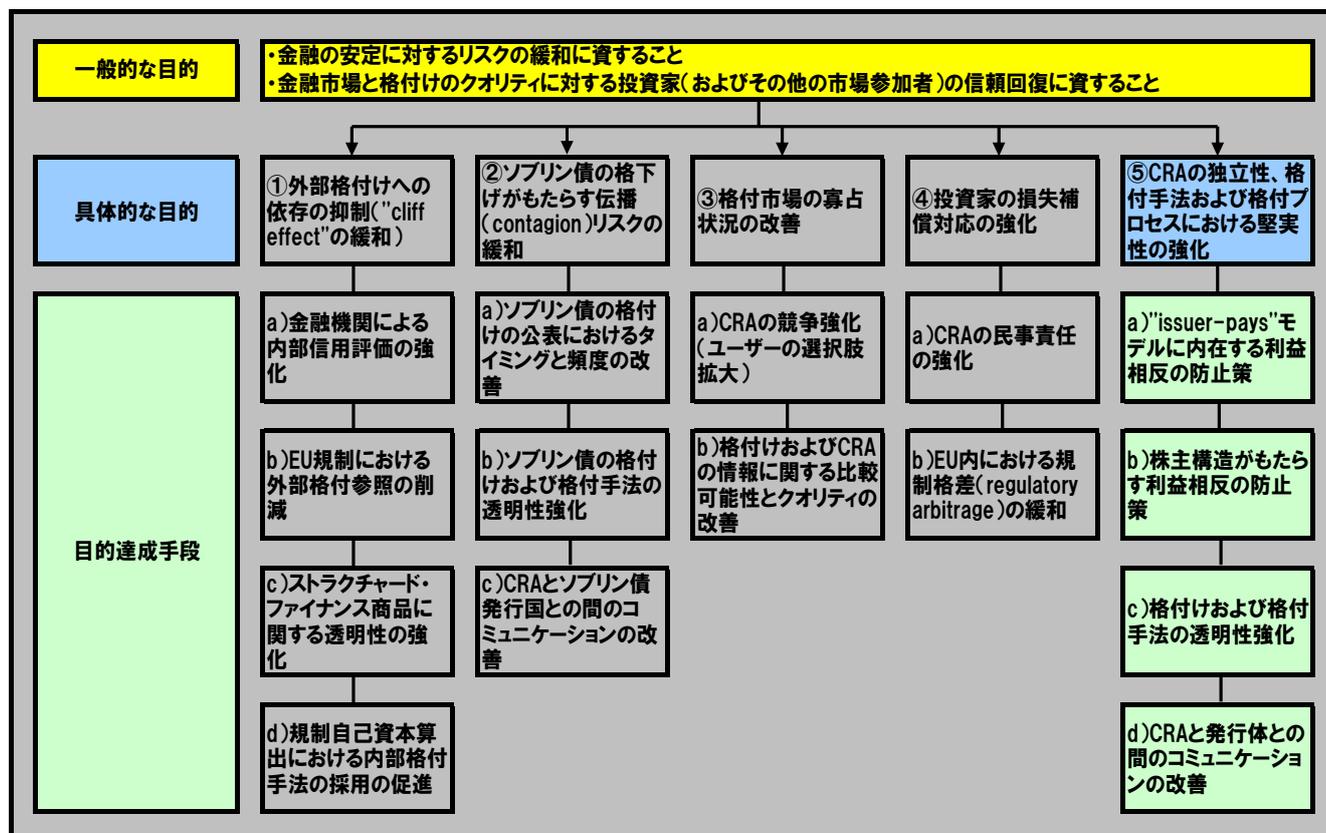
4つの目的達成手段

欧州委員会は、影響度調査にて、CRA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という目的を達成するための手段として、次の4つを提示している（図表6参照）。

- a) “issuer-pays”モデルに内在する利益相反の防止策
- b) 株主構造がもたらす利益相反の防止策
- c) 格付けおよび格付手法の透明性強化
- d) CRAと発行体との間のコミュニケーションの改善

⁹ 米国ではすでに、ドッド=フランク法により、CRAレギュレーション改訂ドラフトの提案と類似するCRAの民事責任規定が導入されている。

図表 6 CRA 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



(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) “issuer-pays”モデルに内在する利益相反の防止策

ローテーション・ルールの導入	CRA レギュレーション改訂ドラフトは、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。
発行体格付：最長3年で交代	CRA は、発行体自体の格付けを公表する場合、一つの発行体につき、最長3年で交代しなければならない。
債券格付：10個の格付けを発行したらその時点で交代	また、CRA は、発行体の債券の格付けを公表する場合、一つの発行体につき、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。
「甘い格付け」への対応策	欧州委員会は、ローテーション・ルール導入の理由として、“issuer-pays”モデルにおいては、CRA が発行体との間に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「甘い格付け」をするというリスクが存在する点を挙げている。
「ロックイン効果」への対応策	また、別の理由として、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、CRA 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点も挙げている。
CRAが複数ある場合は1つのみに適用（それ以外のCRAも最長6年で交代）	もともと、発行体が自身および同一の金融商品につき複数の CRA 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」の懸念は緩和されることから、上記のローテーション・ルールが適用されるのは、そのうちの1つのCRAのみで

ある。ただし、それ以外の CRA についても、最長 6 年で交代しなければならない。

4年間のクーリングオフ期間

CRA 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。

勝手格付とソブリン債の格付けには適用されない

上記のローテーション・ルールは、勝手格付のケース、およびソブリン債の格付けのケースには適用されない。これらのケースでは、“issuer-pays”モデルに内在する利益相反のリスクが希薄であるためである（欧州委員会は、ソブリン債の格付けの大多数が勝手格付であるとしている）。

(3) 株主構造がもたらす利益相反の防止策

株式持合いの禁止

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、ある CRA の株式を 5%以上保有する株主に対し、その他の CRA の株式を 5%以上保有すること（株式持合い）を禁ずる旨提案している。ただし、問題となっている複数の CRA が同一の CRA グループに属する場合はこの限りではないとしている。

大株主が利害関係を有するエンティティの格付けを禁止

また、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、当該 CRA の株式を 10%以上保有する株主が、あるエンティティとの間に重大な利害関係（当該エンティティに投資している場合や当該エンティティの取締役である場合等）を有している場合、当該エンティティの格付けおよび格付アウトルックを公表することを禁ずる旨提案している。

大株主によるアドバイザー業務の提供を禁止

そして、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、ある CRA の株式を 5%以上保有する株主に対し、当該 CRA の格付対象エンティティにアドバイザー業務を提供することを禁ずる旨提案している。これは、アドバイザー業務提供禁止のスコープを、現行の CRA レギュレーションが定める「CRA」から「CRA の大株主」にまで拡大するという提案である。

(4) 格付けおよび格付手法の透明性強化

格付手法等の変更：ステークホルダーのコメント募集

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、格付手法、格付モデルおよびキーとなる前提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（期限は 1 ヶ月以上）することを義務付ける旨提案している。当該 CRA 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。

ESMAによる検証：格付手法の変更時にまで拡大

これに付随して、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、上記通知を受けた ESMA に対し、上記変更が CRA レギュレーションを遵守したものとイ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 CRA は、ESMA の承認を得なければ、新たな格付手法等を採用することができない。現行の CRA レギュレーションは、ESMA に対し、CRA の格付手法が CRA レギュレーションを遵守したものとイ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 レギュレーション改訂ドラフトの提案は、この検証義務のスコープを、CRA による格付手法の変更時にまで拡大するものといえる。

誤りの開示と是正

また、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、格付手法およびその適用に誤りがあることを認識した場合、ただちにその旨を（影響を受ける格付けの一覧と併せて）ESMA に通知するとともにウェブサイト上で開示し、誤りを是正

することを義務付ける旨提案している。

格付手法等のガイダンスの開示

そして、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、格付手法、格付モデルおよび格付けのキーとなる前提を開示する場合、これらの前提、パラメーター、格付手法の限界および不確実性を説明するガイダンスを添付することを義務付ける旨提案している。

現行：ストラクチャード・ファイナンスには加重開示あり

現行の CRA レギュレーションは、CRA に対し、格付手法、格付モデルおよび格付けのキーとなる前提の開示を義務付けている。ただし、ストラクチャード・ファイナンスの格付けを公表する場合については、上記の情報に加えて、これらの前提、パラメーター、格付手法の限界および不確実性を説明するガイダンスを添付することを義務付けている。

現行の加重開示がスタンダードに

上記 CRA レギュレーション改訂ドラフトの提案は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付けに付随する開示規定の範囲を、すべての資産クラスの格付けに拡大するものといえる（ソブリン債の格付けおよびそれに関連する格付アウトルックへの拡大については、前述参照）。結果として、現行の CRA レギュレーションにおける「加重開示」が、CRA レギュレーション改訂ドラフトではスタンダードの開示規定という扱いとなる。

予備格付を依頼されたすべてのエンティティおよび債券の情報の開示

さらに、CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、予備格付を依頼されたすべてのエンティティおよび債券の情報を、ウェブサイト上で継続的に開示することを義務付ける旨提案している。この開示義務は、最終格付の依頼の有無に左右されないこととしている。

現行の「ストラクチャード・ファイナンス商品の情報」からの拡大

現行の CRA レギュレーションは、CRA に対し、上記 CRA レギュレーション改訂ドラフトの提案と同様の義務を、ストラクチャード・ファイナンス商品の場合に限って課している。上記の提案は、これをすべてのエンティティおよび債券にまで拡大するというものである。

(5) CRA と発行体との間のコミュニケーションの改善

格付けの公表：公表の1営業日以上前に対象エンティティに通知

CRA レギュレーション改訂ドラフトは、CRA に対し、ソブリンを含むすべてのエンティティの格付け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、当該エンティティに対し、公表の1営業日以上前（かつ営業時間内）に、その格付けおよび関連する格付アウトルックの基礎となる情報を提供することを義務付ける旨提案している（前述 5. (4) 参照）。

「12時間以上前」から早期化

これは、現行の CRA レギュレーションが定める「12 時間以上前」という通知期間を早期化するという提案である

9. コンプライアンス・コスト

欧州委員会は、影響度調査にて、CRA レギュレーション改訂ドラフトの実施に係るコンプライアンス・コストを、次のように見積もっている（図表7）。

図表7 コンプライアンス・コスト

具体的な目的	目的達成手段	コスト負担主体	平均コスト（百万ユーロ）	
			導入コスト	継続コスト（年間）
①外部格付けへの依存の抑制（"cliff effect"の緩和）	内部信用評価の強化および内部格付手法の採用の促進	金融機関	0	相当な金額
	ストラクチャード・ファイナンス商品に関する透明性の強化	発行体	1.7	1.92
②ソブリン債の格下げがもたらす伝播（contagion）リスクの緩和	公表のタイミングを取引施設のクローズ後に限定	CRA	0	0
	レビュー頻度の増加	CRA	0	3.12
	詳細なリサーチレポート	CRA	0	5.21
③格付市場の寡占状況の改善	EURIXの設置	CRA	0.3	0.45
	格付スケールの統一	CRA	1.08	0
	無差別的な格付手数料の実施および格付手数料リストの開示	CRA	0	0.03
	中小CRAのネットワーク設立の奨励（※検討中）	EU?	0	0.9~1.95
④投資家の損失補償対応の強化	CRAの民事責任の強化	CRA	0	相当な金額
⑤CRA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	'issuer-pays'モデルがもたらす利益相反の防止（ローテーション・ルール）	CRA	0	0.01
	株主構造がもたらす利益相反の防止	CRA	0	0.01
	格付けおよび格付手法の透明性強化	CRA	0	0
	ESMAによる格付手法の検証のスコープ拡大（格付手法の変更時にまで）	CRA	0	0.15
	発行体とのコミュニケーションの改善（格付公表の1営業日以上前の通知）	CRA	0	0

（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

10. 「ソブリン格付のサスペンション」

「ソブリン格付のサスペンション」はオミット

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、ベイルアウトの必要が生じているような「例外的な状況」¹⁰においてはソブリン債の格付発行を制限または禁止するという、「ソブリン格付のサスペンション」とでもいべきオプションの提案を予定していたが、直前でオミットしている。

様々な批判あり

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。

CRAの独立性の侵害

欧州金融市場協会（AFME）は、このオプションはCRA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¹¹。

「サスペンションによる沈黙」≡「格下げ」では？

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、CRA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¹²。

当面の間見送りも、復活の可能性あり

欧州委員会は、このオプションの実効性について、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。報道によると、フランスのJean Paul Gauzès議員を含む数名の欧州議員が、このオプションの復活を企図しているという¹³。

業界関係者は、今後の欧州議会の審議において、このオプションの行方にとりわけ注目することになるだろう。

11. おわりに

適用開始の見込時期は不明

以上が、CRAレギュレーション改訂ドラフトの概要である。正式ルール化には、欧州理事会と欧州議会による承認が必要とされる。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。

「EUレベルの独立のCRA」の設立は断念

欧州委員会は、2010年11月のコンサルテーション文書では、CRAの競争を強化すべく、EUレベルの独立のCRAを新設するというオプションが検討されていた¹⁴。しかし、このオプションは、CRAレギュレーション改訂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その信用力に懸念が生じ得ること（利益相反のおそれ）、そして民間のCRA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。

10 Reuters.com “EU ratings shake up defers “blackout” plan” [2011年11月15日]参照

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

12 FT.com “What’s all the fuss and bother about ratings?” [2011年11月18日]、Reuters.com “EU ratings shake up defers “blackout” plan” [2011年11月15日]参照

13 Reuters.com “EU high-level group to study banks structure” [2011年11月22日]参照

14 EUレベルの独立のCRAを新設するというオプションに係る議論については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「欧州議会、EUレベルの格付機関設立で合意せず」（鈴木利光）[2011年3月28日]

◆大和総研レポート「自己資本算出、外部格付の参照禁止か？（欧州）」（鈴木利光）[2010年12月21日]

「大手CRAによるM&Aの制限」はオミット	また、欧州委員会は、CRA 市場の寡占状況を改善すべく、大手 CRA による M&A を制限するというオプションの提案を予定していたが、直前でオミットしている ¹⁵ 。
ローテーション・ルールは現実的ではないという懸念	企業財務専門家協会 (ACT : the Association of Corporate Treasurers) は、ローテーション・ルールについて、新参の CRA にとってはレピュテーションの確立が困難であるという格付市場の性質から、その導入は現実的ではないという懸念を表明している。発行体が新参の CRA を信用できない場合、ローテーションの強制の結果、無格付を選択するケースも出てくるだろうと指摘している。また、ローテーション・ルールは CRA の長期契約へのインセンティブを失わせることから、格付けのクオリティ低下を招きかねないという懸念も表明している ¹⁶ 。
民事責任強化⇒格付手数料上昇か	さらに、ACT は、CRA の民事責任の強化について、訴訟リスクを担保する必要性から、格付手数料の上昇につながるだろうと指摘している ¹⁷ 。
CRAが本当の意味で規制監督の射程に	CRA レギュレーション改訂ドラフトは現行の CRA レギュレーションへの大幅な規制追加を提案しており、CRA にとって厳しい内容となっているといえよう。Jean Paul Gauzès 議員は、CRA レギュレーション改訂ドラフトの提案により、CRA がようやく規制監督の射程に入ったとしている ¹⁸ 。
“shooting the messenger”ではないかという批判	報道によると、Moody’s の役職員は、欧州委員会に対し、CRA レギュレーション改訂ドラフトの提案には“shooting the messenger”（「(実際に問題を起こした人物ではなく、) 問題を報告しに来た使者を射殺する」の意) の要素があり、ユーロ危機の解決に資するものではないという批判を述べている ¹⁹ 。
合意成立には一定の時間がかかることが予想される	前述のとおり、欧州委員会は、CRA レギュレーション改訂ドラフトの正式ルール化および適用開始の見込時期を明らかにしていない。「ソブリン格付のサスペンション」の是非やローテーション・ルールの実現可能性の有無をはじめとして、合意成立には一定の時間がかかることが予想される。

以上

15 FT.com “Barnier backtracks on ratings reforms” [2011年11月15日]参照

16 ACT “European regulation of credit rating agencies” [2011年11月16日]参照

17 ACT “European regulation of credit rating agencies” [2011年11月16日]参照

18 European Parliament “Eurobonds: MEPs voice reservations about Commission proposals” [2011年11月23日]参照

19 CITY A.M. “Moody’s: EU is shooting the messenger” [2011年11月15日]参照