サブプライムローン問題発生後の格付機関の対応について

岡　東　　務

Abstract

Now Credit Rating Agencies play an important role in securities and banking markets, their ratings are used by investors, borrowers, issuers and governments in taking decisions on investment and banking. However they are considered to have failed to reflect early enough in their ratings the worsening of market conditions in the run-up to the financial crisis. Before then, when Enron have collapsed in 2001, Credit Rating Agencies were strictly criticized that they never assigned timely and properly their ratings into Enron.

Credit Rating Agencies have been called NRSROs, in other words, nationally recognized statistical rating organizations. The reason why U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) originally adopted the term NRSROs in 1975 solely for determining capital charges on different grades of debt securities under the Sec's net capital rule for broker-dealers. Over time, however, the NRSRO concept was incorporated into a number of additional SEC rules and regulations, and used by Congress and other regulatory bodies. At last in 2006, Congress provided the SEC with authority to oversee credit rating agencies that seek to be treated as NRSROs for purposes of laws and regulations using the term.

After that Credit Rating Agencies have again confronted the big problem causing subprime lending in housing loan market. And they loosed their reputations so as to fail especially assigning their ratings into the residential mortgage-backed securities (RMBS) and so on.

Credit Rating Agencies, however, have learned so much from their failures and will take a number of actions to prevent their business from mistakes or indecisions. We carefully watch their actions and efforts.

1　はじめに
2　問題の所在
3　サブプライムローン問題の発生
4　格付会社の規制
5　格付会社の対応
6　むすび
7　参考文献

1　はじめに

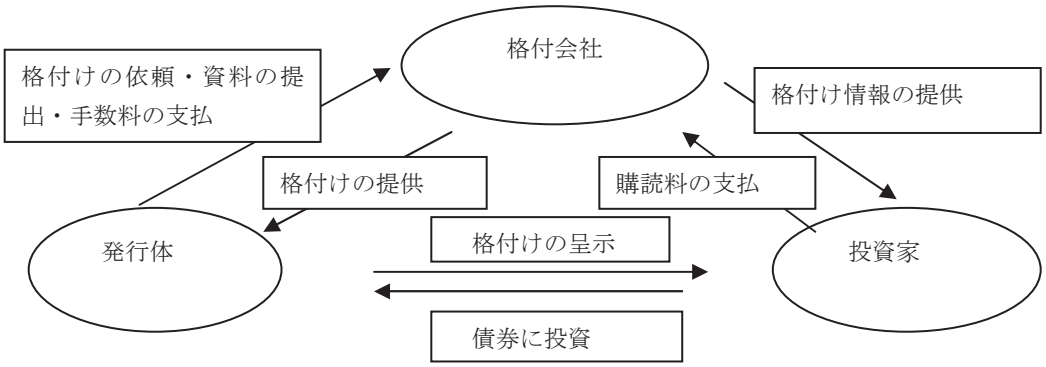
国、地方公共団体、企業などの発行体が資金調達のために資本市場で債券等の負債証券を発行するとき、格付機関(以下「格付会社」と呼ぶ)が発行する格付けが事実上必要とされる。これは負債証券等の投資家が投資判断のために発行体に求めるからである。しかし、格付会社による格付けがそれほど頻繁でないにしても、投資家や議会などから批判を浴びることがある。その典型的な例は2001年12月2日に米国の有力なエネルギー商社エンロンが破たんした際に、直前まで有力格付会社が同社債券の格付けを投資適格格付け（BBBマイナスあるいはBaa3以上）としていたことから、格付会社は資本市場が期待している役割を十分に果たしていないのではないか、という批判が一挙に噴き出したことである。日本においても大手スーパーのマイカルが2001年9月14日に事実上倒産した際にも一部の格付会社が破綻直前まで投資適格格付けを付けていたことから投資家から格付会社不信の声が上がった。さらには、2007年夏以降､格付会社はサブプライムローンを震源とした金融危機の元凶の一つにあげられるなど格付会社を巡る議論はにぎやかである。本稿は格付会社のどこに問題があるのか、格付会社あるいは格付けに対する誤解があるとすればそれはなにか、また格付会社に対する規制の方向などの点を整理するとともに、格付会社が資本市場において果たす役割を検証することを目的としている。

2　問題の所在

（1）格付会社のビジネスモデル

まず、格付けはどのような仕組みのもとで行われているかを説明するために、格付会社のビジネスモデルを紹介しよう。「図表1格付ビジネスの仕組み」を参照していただきたい。これによると、格付けを必要とする発行体は、任意の格付会社との間で契約を結び、格付け取得の意思を伝えることで、ビジネスは始まり、格付けの発行後、格付け料の支払が行われる。

図表1　格付ビジネスの仕組み



(注)筆者作成

このビジネスモデルを前提に、批判されたあるいは議論となった問題点を列挙してみる。

①格付会社の選択は発行体の自由である。自らに有利と判断した格付会社を選択できる。一方、格付会社は日米ともに複数存在するが、米国では事実上大手２社による複占状態にあり、競争が十分に行われていないとの批判がある。格付会社の指定ないし登録の仕方に問題はなかったか。

②依頼時に、発行体は極秘資料も併せて提供するので、格付会社はその取扱いに関して厳重な管理責任を負う。極秘の資料は当然のこととして監査を受けていないと思われるから資料の質が必ずしも担保されているわけではないという指摘がある。

③格付けアナリストは担当会社の格付け作業を長期間継続するため、発行体と馴れ合いになっているのではないか。またアナリストがコンサルタント業務と誤解されるような業務を行っているのではないか。格付けと営業の間に隔壁を設けること、アナリストのローテーション制を導入する必要があるのではないか。

④格付会社の収入は、発行体からの手数料に大きく依存しているため、深刻な利益相反が存在するのではないか。

おおむね以上の 4 点が格付会社を巡る議論にしばしば登場してくることになる。

（２）格付会社をめぐる動き

2001 年に格付けの発祥の地である米国においても格付け及び格付会社の信頼を揺るがすような事態が続発したことに対して、米国議会が動き出し、それを受けて行政当局である米国証券取引委員会（SEC）が調査に乗り出した。その後、議会は企業改革法（サーベンス・オクスレー法）を提出し、2002 年 7 月に同法が成立した。さらに議会は同法に基づき、SEC に対して 180 日以内に格付け及び格付会社に関する調査報告書を大統領と議会に報告する義務を課した。

格付会社のあり方についての議論が活発になった背景は、格付会社の格付判断が相当程度市場の後追いになったこと、格付会社は発行体について調査分析をしながらも投資家に対して適切な情報を提供できなかったこと、NRSROSs（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations、米国証券市場認知の統計的格付機関）の数が少ないため競争が十分に行われていなかったのではないか、などの問題の指摘があった。

しかし、投資家が格付会社を訴えるなど格付けないし格付会社をめぐるトラブルはこれだけにとどまらない。エンロン事件以前及び以後にあった事例などを含めて格付会社と議会や行政当局の動きを紹介したのが「図表 2　欧米各国の格付会社をめぐる動き」である。

図表 2　欧米各国の格付会社をめぐる動き

1970 年	ペンセントラル鉄道の破たん。格付会社 National Credit Office（NCO）がペンセントラル鉄道の CP(残高 8,200 万ドル)の格付けを最上位に付けていたが同社が破たんし、格付けの権威が失墜した。NCO はそのムーディーズの傘下に入った。
1975 年	SEC が格付会社 3 社(S&P、Moody's、Fitch)を NRSROs に認定。その後 Duff & Phelps、McCarthy Crisanti & Maffei、IBCA、Thomson Bank Watch の追加指定。4 社はいずれも統合され現在の Fitch となる。
1983 年	ワシントン州原子力発電所（WPPSS）の破たん。同社は 1978 年に社債を発行、S&P と Moody's から A 格上位の格付けを取得したが、段階的に格付けが引き下げられ、1983 年に破たん。投資家が格付会社を訴えたが、論争の後取り下げ。
1994 年	SEC は連邦証券法の下での格付けの役割と NRSROs の認定と監視の手続きに関するコンセプトリリースを公表し、広く意見を求める。 カリフォルニア州オレンジ郡が格付会社を提訴。格付けした後、格下げになったことを理由に提訴したが、裁判所は棄却。
1997 年	SEC は NRSROs の定義と格付会社が NRSROs として認定されるための基準を提案。成案を得られず。同年にはアジア通貨危機が発生、タイ国債の格下げが遅れたとの指摘。
2001 年	12 月　エンロンが破産申請。
2002 年	2 月　議会下院の金融サービス委員会と資本市場小委員会は、企業改革法（サーベンス・オクスレー法）を議会に提出。 7 月　同法成立。同法は SEC に対して 180 日以内に格付け及び格付会社に関する調査報告書を大統領と議会に報告する義務を課す。 11 月　SEC は公聴会をワシントンで開催。
2003 年	1 月　SEC は企業改革法に基づき「証券市場の運営における格付会社の役割と機能に関する報告書」を公表。 2 月　SEC は 4 社目の NRSROs として Dominion Bond Rating Service を認定。 4 月　SEC は「格付会社を格付することについての証言：透明性と競争の状態」を公表。 6 月　SEC はコンセプトリリース「格付会社と連邦証券取引法における信用格付の使用」を公表し、公開意見を求める。 7 月　格付会社各社はコンセプトリリースに対する回答を公表。 9 月　証券監督者国際機構（IOSCO）が格付会社の活動に関する原則を提示。
2004 年	12 月　IOSCO が格付会社の自主的行為規範を提示。その骨子は、①格付会社は情報の非対称性の解消へ向けての努力、②格付会社の独立性の確保、③開示と透明性を活動の目的に、④非公開情報の秘密の維持など。

2005年	4月　SECがNRSROsの定義に関する新規則を提案。 6月　「2005年格付会社複占緩和法案」が議会に提出される。法案の骨子は下院金融サービス委員会の資本市場・保険・政府後援企業小委員会で格付会社の競争促進に関する公聴会開催。
2006年	9月　ブッシュ大統領は、29日「2006年格付会社改革法」に署名、正式に発効した。この法律は、説明責任、透明性及び格付業界の競争を促すことによって投資家の保護と公益のため格付けの品質を改善することにある、と法律の目的を冒頭に述べている。
2007年	6月　SECは、18日2006年9月26日に制定された2006年格付会社改革法を根拠にして、「NRSROs として登録された格付会社の監督」と題する格付会社改革法施行規則を公表。 7月　サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の格下げの動きが表面化。 9月　格付会社7社が新ルールのNRSROSとして登録。 11月　IOSCOの専門委員会が東京コンファレンスを開催。
2008年	5月　IOSCOは28日「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」と題する報告書と格付会社の基本行動規範の改定版を公表。 6月　SECは16日NRSROsに対する規則案を公表。 7月　SECは1日NRSROsの格付けの規制上での利用を見直すための規則案を公表。 7月　SECは8日SECスタッフによる格付会社の検査結果を公表。 11月　欧州委員会は12日EU域内に適用する「格付会社規制案」を公表。 12月　「金融審議会金融分科会第一部会報告」が17日策定され、金融商品取引法の中で、格付会社に対する公的規制の導入の方向を打ち出す。
2009年	4月　SECは、14日格付会社の監督を検討するための議論のブリーフィング・ペーパー(要約した報告書)を公表。

（出所）淵田[2002]、SEC[2003a]、野村[2005]、香月[2008]、小立[2008b]などをもとに筆者作成。

（3）企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の要請

2002年7月に成立した企業改革法では、SECは格付け及び格付会社についての次の6点について調査して、180日以内に大統領と議会に報告することになった。

①発行体を評価するに当たっての格付会社の役割

②投資家にとっての格付会社の重要性及び債券市場が機能するための格付会社の重要性

③格付会社が発行体を正確に評価する際の障害

④格付産業への参入障壁及び障壁を除去するための施策

⑤格付会社が格付けを公表する際の情報伝達を改善するための施策

⑥格付会社の利益相反と利益相反を防ぐ施策

（4）SECの議会に対する報告書

SECは2003年1月、企業改革法に基づく報告書を議会に提出した。議会に提出されたのは「証券

市場の運営における格付会社の役割と機能に関する報告書」。報告書では，次の点が詳細に説明されている。

①格付会社の役割と格付会社の証券市場に対する重要性

②格付会社がその役割を遂行するときに直面する課題

③格付会社から市場への情報の流れを改善する手段

④格付ビジネスへの参入障壁

⑤格付会社が直面している利益相反

（５）SEC のコンセプトリリース（論点整理）の公表

SEC は、2003 年 6 月 4 日に格付会社に関する意見を広く求めるために「格付会社と連邦証券取引法における信用格付けの利用」と題するコンセプトリリースを発表した。コンセプトリリースには全部で 56 の質問があるが、そのうちの代表的な質問内容を紹介すると次のようになる。

まず、信用格付けは連邦証券法の下での規制目的のために使用が続けられるべきかどうか、次にもし継続されるなら、どの信用格付けが使われるべきかどうかの決定過程はどのようにして透明性が確保されるべきか、さらにそのような信用格付会社に適用する監督の水準はどうあるべきかなどが含まれている。

ここで取り上げた質問項目について補足説明を加えておきたい。まず、信用格付けは連邦証券法の下での規制目的のために使用が続けられるべきかどうか、については、1975 年に SEC が格付け 3 社を NRSROs に指定した（図表 2 参照）。これは SEC が証券会社の自己資本額を算定する際、手持ちの有価証券の評価に際して 3 社の格付けを利用するためであった。その後多くの行政機関が格付けを利用した。

第 2 の質問は、どの信用格付が使われるべきかどうかの決定過程はどのようにして透明性が確保されるべきか、については、SEC による NRSROS の定義が不明確なうえ、手続きのプロセスに不透明さが付きまとった。 3 社以外の格付会社が申請しても事実上無視されていた。

第 3 の質問の、格付会社に対する監督のレベルはどうあるべきか、については、認可制にするのか、登録制するのかあるいは単なる届け出だけでよいのか、である。

SEC は 2005 年 4 月、これまでの作業を集大成する形で、格付会社の定義に関する規則案（Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）を公表した。その後、2005 年 6 月に格付会社を SEC の監督下に置くための法的枠組みに関する主要な論点を提示した（野村［2005］40 頁）。その流れが加速して、2006 年に新法が成立することになった。

（６）2006 年格付会社改革法の成立

法案の名称は、Credit Rating Agency Reform Act of 2006 である。この法律の目的は、説明責任、透明性及び格付業界の競争を促すことによって投資家の保護と公益のため格付けの品質を改善することにある、と冒頭に述べている。法律の構成は全部で 7 節からなり、各節の名称は次の通りになる。

第一節　法律名称
第二節　調査結果
第三節　定義
第四節　全国的に認識された統計格付機関（NRSROs）の登録
第五節　年次及びその他の報告書
第六節　証券取引委員会の年次報告書
第七節　会計検査院(GAO)の研究及び報告書

（7）格付会社改革法施行規則の実施

SEC は、2006 年 9 月 26 日に制定された 2006 年格付会社改革法を根拠にして、「NRSROSs として登録された格付会社の監督」（Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）と題する格付会社改革法施行規則を 2007 年 6 月 18 日に公表した。その要約の中で、SEC は次のように説明している。

SEC は 2006 年格付会社改革法の規定を実施するための規則を採用した。改革法は NRSROs という用語を定義し、登録された格付会社に関して、登録、記録、財務報告及び監督規則を実施するための権限を SEC に与えた。そして同法制定後、270 日以内に（あるいは 2007 年 6 月 26 日までに）SEC が施行規則を発することを指示していた。

A．規則 17g - 1－登録要件
B．NRSROs 様式(フォーム)
C．規則 17g - 2－記録保存
D．規則 17g - 3－年次財務報告
E．規則 17g - 4－重大な未公開情報の誤用を防止する手続き
F．提案された規則 17g－5－利益相反の管理
G．規則 17g－6－不公正、威圧的、不正な実務の禁止

格付会社改革法及び同法施行規則によって格付会社を取り巻く規制環境は大きく変わることになった。これまで、一部の有力格付会社が SEC から NRSROs として指定を受けてきたが、指定の手続きが不透明で、その指定の基準が必ずしも明確でなかったため批判が続いていた。

ちなみに従来の指定の手続きは、格付会社が信用できかつ信頼できる格付けを付与しているとして有力な格付けの利用者によって全国的に認められている、と SEC のスタッフが決定した場合に NRSROs に指定する旨のノンアクションレターを出していた。

格付会社にとって NRSROs の指定の有無はその事業の死命を制すると言っていいほどの重要性がある。このため格付会社は SEC に対して、何度も指定の申請を行なってきたが、指定をなかなか受けられなかった。こうしたことが 2001 年に倒産したエンロンの格付問題を契機に指定された格付会社の数が限られているために格付会社間の競争が十分に行なわれていないのではないかとの批判が議会から出されていた。

新しい法律と規則により、NRSRO への申請を希望する格付会社は SEC に対して一定の要件を満たせば自由に申請できることになった[1)]。このことにより手続きの透明性は確実に増す。しかし格付会社は同時に登録のための申請書類、格付実績、財務報告などの定期的な提出が義務付けられ、業務の遂行上生じがちな、重大な未公開情報の取り扱いや利益相反を管理する手続きを定めて実施しなければならなくなる。

SEC は 2007 年 6 月 26 日に施行規則が正式に発効した、と同 28 日に発表した。それまでに NRSROs としてみなされていた格付会社は SEC への登録手続きが終了するまで引き続き NRSROs とみなされた（SEC［2007］）。

図表３　NRSROs として登録されている格付会社の名称

社名（英文）	社名（邦文）	登録日
A.M. Best Company, Inc.		2007 年 9 月 24 日
DBRS Ltd.		同
Fitch, Inc.		同
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	日本格付研究所	同
Moody's Investor Services, Inc.		同
Rating and Investment Information, Inc.	格付投資情報センター	同
Standard & Poor's Rating Services		同
Egan-Jones Rating Company		2007 年 12 月 21 日
LACE Financial Corp.		2008 年 2 月 11 日
Realpoint LLC		2008 年 6 月 23 日

（注）2009 年 4 月 14 日現在、（資料）SEC［2009b］。

３　サブプライム問題の発生

（１）サブプライム問題とは何か

主として米国の低所得者向けの住宅ローン(サブプライムローン)の延滞問題から生じた金融不安が 2006 年暮れ以降、全国的に蔓延しはじめていた。さらに 2007 年春以降、サブプライムローンを裏付けとしたストラクチャード・ファイナンス（証券化）商品である住宅抵当証券（Residential Mortgage-Backed Securities = RMBS）に対する格付会社による大幅な格下げが相次いだことから、RMBS の市場価格が低下し、同証券などを大量に所有していた金融機関に多額の評価損が発生した。このため欧州を中心に欧米の金融機関は業績が急速に悪化したことは記憶に新しい。

こうした事態の進展を受け、米国の連邦準備制度理事会（FRB）は市場に大量の資金を供給する一方、金利を引き下げるなど金融政策を柔軟に運営している。野村證券やみずほ証券などの日本の金融機関も影響額は欧米の銀行ほどではないにしても大きな損失を被ったことは、この問題が世界的な広がりを持っていることを教えている。この問題の過程で、格付会社は RMBS などの金融商品を適切に評価し、格付けしたのか、またその後のフォローが十分だったのか、など格付会社にする批判が再

燃した（岡東［2008］23 頁）。

サブプライムローン問題をきっかけとした市場の動揺を受け、日米欧の金融当局の間で民間格付会社の監視強化論が浮上してきた。貸出債権を加工した証券化商品のリスク評価が不適切だったとの指摘が出ているためで、仏当局などが対応を求めた。2007 年 10 月に米ワシントンで開いた主要七カ国（G7）財務相・中央銀行総裁会議などで議題に取り上げられた。

欧州連合（EU）加盟国の証券規制当局で構成する証券規制委員会（CESR、本部パリ）は大手格付会社の代表を 10 月初めに集め、資産担保証券（ABS）など証券化金融商品などについての調査を始めた。米国の信用力の低い個人向け住宅融資問題で格付けが甘すぎたという批判が広がり、格付会社と発行体との癒着を防ぐ体制が整備されているかなどを点検した。ABS など複雑な金融商品を格付けする際の基準や考え方を聞いた。

サブプライム問題をきっかけに格付会社への批判が出ているが、日米欧アジア約 20 カ国・地域の証券規制当局が格付けの実態調査を共同で始めた。各当局が参加してワシントンで開く証券監督者国際機構（IOSCO）の会議に、日本を含む世界の主要格付会社を呼び、証券化商品の格付けの仕方やその体制などを聞き取った（同 29 頁）。

（２）証券化商品の格付けの手順

格付の対象となる債務証券は大別すると 2 つに分けられる。一つのタイプは企業金融型であり、もう一つのタイプは資産金融（担保）型である。前者は社債、CP などいわゆるコーポレートファイナンスの手段となる証券であり、後者は住宅ローンなどの債券を担保に新たに作り出した証券(RMBS)である。その証券をもとに再組成した商品が債務担保証券（CDO＝Collateralized Debt Obligations）となり、さらに CDO を束ねて CDO スクエアードといわれる証券化商品になる場合もある。

次に両者の格付けの手順を説明しよう。企業金融型商品の場合、企業の財務諸表やディスクロジャー資料、さらに経営者へのインタビューなどを通じて企業に関する情報を入手し、企業情報をもとにアナリストがさまざまな観点から分析を行うが、証券化商品の格付け手法や格付けのプロセスは、企業金融型と大きく異なる（小立［2008b］16-17 頁）。

証券化商品の格付けでは、発行体であるアレンジャーが、担保となる債券の情報や証券化商品のストラクチャーなどの情報を格付会社に提供する。提供を受けた資料や情報をもとに、アナリストは、債券の集合体であるプールの期待損失の分析、目標格付けに必要な信用補完のレベルの決定、提案されたストラクチャーの分析結果をアレンジャーに提示する。分析結果が目標格付けを下回る場合などのときは担保となる債券を追加するなどの信用補完を行い、目標格付けの獲得を目指すことになる。

証券化商品の格付け手順が企業金融型商品の格付けの手順と大きく異なる点は、①証券化商品の格付け手法が原資産の期待損失やストラクチャーのキャッシュフロー分析など定量的なモデルに依存していること、②証券化商品の格付プロセスはアナリストのフィードバックとそれを受けたアレンジャーの対応という相互作用のプロセスであることである（小立［2008b］18 頁）。

4　格付会社の規制

（1）米国

SEC は 2008 年 6 月 16 日、NRSROs に対する規制の改正案を公表した。このなかでサブプライム問題に関連して、証券化商品の格付けの在り方に関しての政策上の対応を示した。続けて 7 月 1 日に SEC は諸機関が格付けの利用を減らし、格付けに対する過度の依存を減らすことを狙いとした提案を行った（小立［2008b］13 頁）。さらに 2009 年 2 月に、証券化商品の格付けに関連する規則を追加した（SEC［2009a］）。

ここでは 2009 年 4 月に SEC によって公表されたブリーフィング・ペーパー（SEC[2009b]）を参考にしながら、これまでに明らかになった SEC による格付会社に対する監督の主要なテーマを整理してみる。

①現在の NRSROs の概観（Perspectives）

ここでは格付会社の何が悪かったのか、業界が今後どのような正しいステップを取るのかについて述べている。

まず背景として、信用リスクを移転する市場の発展は、“originate to distribute”モデルを生み出した。そのモデルの下では、担保付き融資はそれらを証券化する意図のもとに実行される。またアレンジャーはこのモデルの下で RMBS を創りだし、証券化し、そしてそれを引き受けることから、さらに RMBS の基となったローンの回収事務から手数料を得ることができる。同様に、RMBS から構成される CDOs を証券化し、引受けて、そして管理する、手数料の 3 点セットを稼ぐことができる。サブプライム RMBS と CDOs トランシェの利回りは同格の負債証券に比べて高いことから投資家の需要拡大につながった。このモデルは大量の担保付き融資を創りだす動機を与え、同時にそのようなローンを創りだすための高い引受基準を維持する動機を失わせた。しかし、2006 年半ばからそれまで続いた住宅価格の高騰が下落に転じたことから、サブプライムローンの契約不履行やデフォルトが増加し始めた。

その結果、NRSROs によって格付けされた RMBS の裏付けとなったサブプライムローンの債務不履行やデフォルト率が NRSROs の当初想定していた計画値を上回り始めた。これが証券化商品の価値低下の負のスパイラルを引き起こすことになった。

2008 年 7 月 8 日、SEC の職員により調査決果が公表された。そのなかで明らかになったことの 1 つは、格付会社は 2002 年以来サブプライムローン RMBS と CDOs 案件の数の増加と複雑さと明らかに格闘していたことであった。また格付会社の誰もが RMBS と CDOs を格付けするための文書化された包括的な手続き書を持っていなかった。さらに格付けプロセスの重要な局面はいつも公表されなかったし、会社によって文書化すらされていなかった。また利益相反はいつも適当に処理されていた。

以上のような説明の後、現在の仕事量を処理するためと法律・規則の義務を満たすための十分なスタッフと資源をもっているかどうかを評価することなど、格付会社が取り組むべき課題が 8 項目挙げられている。

②競争問題

格付け業界に参入するための現在の障害は何か、というタイトルで、競争問題を取り上げている。NRSROs として登録されている 10 社のうち、7 社がイシュアー・ペイ・モデル（issuer-pay model）で、残りはサブスクライバー・ペイ・モデル（subscriber-pay model）で経営されている。ただしそのうちの 1 社は証券化商品を格付けするとき手数料を受け取っているハイブリッド型である。

SEC は、競争を促すため、格付けの利用者が格付会社を選びやすいように、格付会社に対して、格付けの成績を示す統計（rating performance statistics）を公表することを求める規則を作った。具体的には格付けの比較を容易にするため統一された世界的な規模での格付けのデータベースの構築など 3 項目が提案されている。

③利用者の視点

投資家は NRSROs の格付けを品質の裏付けがあるものとして解釈するというリスクがある。それは、投資家が格付会社によって付けられた格付けに不当な(undue)信頼を置きかねないからである。このため、SEC は 2008 年 7 月に NRSROs による格付けに対する過度の信頼を和らげるための可能な行動として、法令や規則から NRSRO の概念を取り除くことを提案したが、SEC に寄せられたコメントの多くは否定的だった。

SEC がとったもう 1 つの方法は、格付けされた証券、特に証券化商品のリスク（信用、市場、流動性）の分析をするために必要な情報を投資家や市場関係者に提供することである。またこの方法と組み合わされる別の要件は次のようなる。すなわち、NRSROs は彼らの格付けが何を(それはとりもなおさず信用の確からしさ)評価するために作られているかについて、また格付けの利用者と市場関係者が方法論の有効性についての格付会社の結論に到達するため方法論についての情報を彼らに公表することとである。

④格付会社の監督を改善する方法

NRSROs に直接的に要件を課している 2006 年の格付会社改革法には多くの自主的な規定が盛り込められている。これらは重要な未公開情報の誤った利用を防止するための手続きを作り、維持すること、利益相反に取り組み、管理することなどである。さらに法律はまた NRSRO が法令順守者を指名することを求めている。

2008 年 6 月になって、SEC はまず NRSROs として登録された格付会社の利益相反、情報公開、内部政策及びビジネス実務を規制する現行の規則の修正を加えた。

次に SEC は NRSROs が格付けの説明書を発行するかあるいは異なった格付記号を使うかによって、証券化商品の格付けをそのほかの（債務証券の）格付けと区別することを求めた新たしい規則を提案した。

3 つ目は SEC の規則から NRSROs 格付けに対する参照(references)を取り除くことを提案した。

SEC は、最初のアクションに関して 2008 年 12 月に最終規則を採用した。SEC が NRSROs に求めるあるいは禁止する新しい方法は、次のとおりである。

・　NRSROs はそれぞれの格付け記号ごとに 1 年、3 年及び 10 年間の実績統計を、業界内の競争

者との比較が容易な方法で公表すること

- NRSRO は証券化商品の基となっている資産を検証するため NRSRO が NRSRO 以外のデューデリゼンスに依存している方法を公表すること
- NRSROs は格付けをどのくらいの頻度で見直しを行っているか、格付の監視(surveillance)のために異なったモデルが使われているかどうか、モデルに加えられた変更が現存する格付けに遡及されているかどうかを公表すること
- NRSROs は NRSROs が登録されかつ 500 あるいはそれ以上の格付けを持っている間、有料格付けのクラスごとに任意の 10%のサンプル及びその推移を XBRL で広く利用可能なようにすること
- NRSROs は当初の格付けから現在の格付けまで現在の格付けに関連している格付変更の記録を作りかつ保存すること
- NRSROs は数量モデルが格付け決定の過程で重要な要素になるときはいつでも、格付けを決定するときに使われるモデル外の何らかの修正のための根拠を文書化すること
- NRSROs は格付けを決め、維持し、監視し、変更しあるいは取り下げるときのアナリストの実績に関する何らかの苦情の記録を保存すること
- NRSROs は NRSROs として登録されている間、格付けクラスごとに取った格付け変更の数の年次報告書を SEC に提出すること
- NRSROs は NRSROs が格付けしたのと同じ商品の証券化を禁止される
- 格付けの決定に参加したアナリストは発行体が格付けを受けるために支払った手数料の交渉が禁止される
- 格付けを受けた発行体から格付けを行った人への 25 ドルを超える金額の贈り物は禁止される

SEC は、これらの新しい方法に関連して、2007 年 6 月 26 日以降に決められたすべての有料格付けの格付け推移情報を XBRL で公表することを求める追加的な修正を提案した。

最後に、2009 年 2 月に、SEC は次のような修正案を再提案した。すなわち、証券化商品の格付けを行うためにアレンジャーによって雇われた NRSROs は、その案件の格付けを決定するために雇われた他の NRSROs に対してのみ公表すること、および雇われた NRSROs に与えた情報を他の NRSROs に提供するという再提案をアレンジャーから得ることを求めている。この点に関して SEC はこの情報公開プログラムを円滑に行うために FD(fair disclosure)規則の修正を提案した。

（2）EU

EU（欧州委員会）は 2009 年 8 月 25 日に格付会社に対する新しい規則を制定した（EU[2009]）。格付会社は、証券及び銀行市場で重要な役割を果たしているが、金融危機につながった市場の状態の悪化を格付けに素早く反映させることに失敗した。今回の規制は規制目的のために EU 域内で使われる格付けは最高の品質であること、そして厳重な規制に服した格付会社によって格付けされていることを確実にすることを目的としている。

この規則は規制目的のための使用を意図した格付けを発行する格付会社に法的に縛りのある登録と監視システムを規定している。

同様に、格付会社が格付けの過程で利益相反を避けること、あるいは少なくとも利益相反を適切に管理すること、格付会社によって使用されている方法論の品質と格付けの品質を改善すること、格付会社に対する情報公開義務を課すことによって透明性を増すことなどを目的としている。

（3）日本

日本でも米国、EU に続いて格付会社を公的に規制することになった。金融審議会は 2008 年 12 月に公表した「金融分科会第一部会報告」の中で、「信用格付けは投資者が投資判断を行う際の信用リスク評価の参考として、金融・資本市場において広範に利用されており、投資者の投資判断に大きな影響を与えている」と述べる一方、2001 年末からの米国の企業会計不正事件以後、格付会社に対して次のような問題が提起されたとして、すでに先行している米国や EU の公的規制の動きに平仄を合わせるために格付会社に対する公的規制の導入を提言した。

格付会社に対して提起されたのは、①格付会社が格付けを付与するにあたって、（偽りのない正確かつ十分なデータの入手を含め）データの利用方法やモデルなどの格付け手法の妥当性について十分な検証が行われていなかったのではないか、②発行体・アレンジャーから報酬を得るというビジネスモデルに利益相反の可能性が内在しているのではないか、③投資者等の市場参加者に対して、格付実績、格付けの意義・限界など、格付けを理解するために必要な情報開示が不足していたのではないか、などの問題点である。同時に投資者に対しても、投資者が格付けに過度に依存し、証券化商品のリスクを十分に評価しなかったのではないかという点も指摘している。

以上のような議論を経て、2009 年 6 月 17 日、金融商品取引法等の一部を改正する法律が成立、同月 24 日に交付された。規制の概要は、①誠実義務、②体制整備、③禁止行為、④情報開示、の４点からなる。誠実義務は独立した立場において公正かつ誠実にその業務をなすことである。体制整備は格付プロセスの品質管理・公正性確保・利益相反の防止を目的した体制の整備を図ることである。禁止行為は、例えば格付け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けの提供の禁止などを指す。最後の情報開示は、格付け方針等の公表や説明資料の公衆縦覧など定期的な情報開示を義務付けた。

（4）IOSCO

IOSCO が 2008 年５月 28 日に公表した「信用格付機関の基本行動規範」では、①格付プロセスの品質と公正性、②信用格付機関の独立性と利益相反の回避、③信用格付機関の一般投資家及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、の４つの柱立ての下で、具体的な行動規範が定められている。これらの行動規範は、個々の信用格付機関が自ら策定する行動規範に含められるべき基本的事項とされている。

５　格付会社の対応

SEC は、格付会社に対する監督権限を背景に、格付会社に対する改善策の実施を強く求める方針を打ち出したのは前節までに説明したとおりである。これを受けて有力格付会社は相次いで改善策を公表し始めた。

（１）S&P

S&P は、2008 年 2 月 7 日、「格付手順の強化と世界の資本市場へのサービス向上するための新施策を発表　―　ガバナンス、分析、透明性の向上と投資家教育を提供　―」と題するニュース・リリースを公表した。その内容は次のとおりである。

＜今回発表された強化策＞

・ガバナンス：格付作業の厳正性の更なる強化、ガバナンスの実施状況に関する透明性の向上を図るための手段を講じる。

・分析：格付モデル、格付付与過程、アナリストの能力を最高に保ち、格付けの前提についての透明性を向上させながら、先進的な金融商品にも対応できる体制を整える。

・情報：市場参加者に対し、格付過程の一段の透明性と、格付けの前提を変更させる可能性のあるリスクについてのより明快な説明。

・教育：市場参加者に対し信用格付けの理解を深めるための広範な教育プログラムを実施し、市場参加者に信用格付けを適切に利用してもらう。

これを受けて同社は 4 月 11 日、先に公表した施策の進捗状況に関する報告の第 1 弾として次の内容を新たに公表した。

図表４　格付手順の強化と透明性向上へ向けての施策

項目	実施状況
ガバナンス（管理体制）	・オンブズマン・オフィスの設置、年内を目途選定中。 ・全社的なリスク管理機能と委員会の設置。 ・主アナリストの交代方針の確立。 ・退職したアナリストが担当していた発行体に就職した場合、そのアナリストが担当した格付けを「再点検」するための枠組みの設定。 ・方針管理委員会による新たな格付方針と手順の開発の承認。 ・S&P の格付けのガバナンス（管理体制）、コンプライアンス体制に関するマグロウヒル社取締役会傘下の監査委員会との定期的な見直しの実施。
分析	・モデルの質を管理する担当者の採用と同部門のスタッフの採用。 ・ストラクチャード・ファイナンスのサーベイランス作業への追加的なローンの質に関するデータを反映させる手順の確立。 ・アナリストの必須受講研修の 25%の増加。アナリスト認証制度の導入に向けた第三者協力者の選定。 ・信用リスク以外の要因（価格変動、流動性、回収、相関等）を格付けに反映させるための意見聴取文書の策定。

情報	・2008 年 5 月 1 日以降案件に関して発行体は月次でローンの水準に関する情報の提供を要求するという方針を 3 月 25 日に公表。 ・最初に発表される個々の案件の分析レポートの中で感応度分析に関するセクションを新設。 ・事務管理、手順をベースにオリジネーターの全般的ランキングを付与する基準を新設。
教育	・格付けに関する業界横断的な最善の手法と規制関係者の要求事項の実施を目標に、NRSRO と共同で作られたワーキンググループに参加。 ・米国証券化フォーラムと証券化案件にかかるディスクロジャーの業界標準の開発。 ・新たに設置する S&P のアドバイザリー委員会の憲章とメンバーの選定。 ・業種や種類を横断的に分析するデータや分析レポートの継続的な発行。

(資料)S&P[2008b]をもとに筆者作成。

S&P は 2008 年 9 月 23 日に進捗状況の第 2 弾、2009 年 1 月 9 日に同第 3 弾を公表した。1 月 9 日に公表した内容のうち、重要と思われる点を次に列挙してみよう。

・2009 年 2 月 16 日付で S&P のオンブズマンにレイ・グローブスを任命。

・「BBB 以上」の格付の安定度合いを格付け規準に盛り込むよう改定。

・アナリストの担当替えの制度を導入し、同一企業を 5 年以上担当したアナリストの担当替えを開始。

・格付けを付与したさまざまな種類の証券の信用リスク分析における想定やシナリオを定期的に公表。(以下略)

その後も 3 月に「信用格付けに対する規制のグローバルな枠組みに向けて」(S&P[2009c])、4 月に「格付ビジネスモデルの構築」(S&P[2009d]) など失った信用を回復するための積極的な情報開示が続けられている。

(2) ムーディーズ

ムーディーズは、サブプライムローン問題が表面化し始めた 2007 年 3 月から[2007]「米国サブプライム住宅ローンマーケット試練の時期」と題するスペシャルレポート (その後「スペシャルコメント」に改題) をほぼ毎月に 1 回のペースで発表し始めた。

そして 2008 年 9 月に「分析の質と透明性の強化―ムーディーズの過去 1 年間における取組についての最新報告」を発表した。その中でムーディーズは次のように述べた。

「信用市場の信認と健全な機能を回復するためには、市場慣行の改善を透明性のある形で強く推し進めていくことが不可欠である」として、過去 1 年間に行ってきた措置の概要を次の 6 点に分けて説明している。

・格付分析の信頼性の強化

・格付グループ間の一貫性の向上

・格付けおよび格付プロセスの透明性の向上

・重要な領域におけるリソースの拡充

・潜在的な利益相反に対処するための措置の強化
・業界全体および市場全体としての取り組みへの関与

最初の格付分析の信頼性の強化とは、格付け手法、さまざまな定量ツール、ならびに定性的評価の質と適切な使用を促すために、格付け手法の修正の実行やプロフェショナル・トレーニング・プログラムの強化など 8 項目を実施している[2)]。

格付グループ間の一貫性の向上とは、共通のマクロ経済シナリオの導入、セクター別のアウトルックの発表、専門能力をさらに加えるため格付委員会への参加者の拡大、格付グループ間の連携の向上の 5 項目の行動を行うとしている。

格付けおよび格付プロセスの透明性の向上とは、当局および投資家から格付手法および証券化商品のリスク特性に関する透明性を高めるよう強い要望を受けてきたのを受けて、①格付けプロセスにおける重要点についての開示として、証券化商品の格付けについての追加的な情報の提供、moodys.com の利便性の向上、②格付会社に提供される情報に関する新たな慣行として、米国の RMBS 取引における情報の質の向上策、オリジネーターの公式なレビュー、格付ショッピング(の弊害)の軽減策などを打ち出している。

重要な領域におけるリソースの拡充とは、サーベイランス・アナリストの増員などを行うとしている。証券化商品格付けの約 85%は現在、サーベイランス専門のチームによってモニタリングされている[3)]。

潜在的な利益相反に対処するための措置の強化とは、アナリストによる推奨または助言の提供禁止、手数料に関するディスカッションへのアナリストおよびマネジャーの参加禁止、非格付業務と格付業務の法律上および業務上の分離など 7 項目を実施した[4)]。

業界全体および市場全体としての取り組みへの関与とは、格付けの独立性と客観性に関する領域での、業界として一連の原則の合意の必要性を訴えており、格付業界としての取り組みに参加、米国証券化フォーラムによる取組への参加、欧州証券化フォーラムによる市場の透明性を高める取り組みへの参加の 3 点である。

さらに次のステップとして、改訂 IOSCO 行動規範を反映した、ムーディーズの職務行動規範の改訂、格付けの限界および性質に関する開示の促進などの検討テーマがあり、今後も取り組んでいくとしている。

ムーディーズは 2009 年 2 月に「信用格付け業界が進むべき道」と題するスペシャルコメントを発表した。この中で、①格付業界における競争、②証券化商品の情報開示、2 点を取り上げている。最初の格付業界における競争については、格付手数料を支払おうとするのは、格付結果に直接利害を持つ者のみということをまず認識することが議論の出発点としたうえで、格付会社がビジネスを巡って競争する限り、潜在的な利益相反は必ず存在するので、格付会社間の健全な競争を促進することの方が重要であると述べている。

証券化商品の情報開示は、公募普通社債などとは対照的に、開示情報が限られており、投資家も格

付会社も証券化商品に関して意見を形成できない環境にある。ムーディーズはこの問題の解決案として、証券化商品の開示体制を強化・改革する。発行体とオリジネーターは、取引のストラクチャーと裏付け資産プールについて十分な情報を投資家に提供して、彼らがより詳細な情報に基づいて投資決定ができるようにすると主張している。

６　むすび

米国の低所得者向けのサブプライムローンを証券化商品として組成した金融商品(RMBS)、さらにそれを多数集めて再組成した金融商品（CDO）などの登場が 2007 年以降、米国のみならず、欧州、日本など各国の経済を直撃した。証券化商品の組成に携わったアレンジャーといわれる投資銀行、証券化商品を購入した銀行を中心とした金融機関に加えて、証券化の過程において重要な役割を果たした格付会社も厳しく責任を問われている。

このうち本稿は格付会社のどこに問題があったのか、格付会社あるいは格付けに対する誤解があるとすればそれはなにか、また格付会社に対する規制の方向などの点を整理するとともに、格付会社が資本市場において果たす役割を検証し確認することを目的として、研究を進めてきた。

以下に結論を簡単に紹介することで本稿を閉じることにしたい。

まず、格付会社のどこに問題があったのか、については、格付会社が複雑さにおいて高度な証券化商品を格付けする能力が不足していた点を指摘できよう。当然のことながら、格付けには、高度の専門知識と経験が求められるがその基準を満たすアナリストが十分でなかったこと、その結果として証券化商品の格付けの手順書も備わっていなかったこと、さらには格付会社の処理能力を超えた業務量の増加があったことも指摘されている。

さらに格付会社とアレンジャーとの力関係からいえば、格付会社は受け身の立場に置かれていたのではないか。アレンジャーは自社に有利な格付けを獲得しやすい格付会社を選択できるうえに（しばしば「レートショッピング」といわれる）、証券化商品では、社債の格付けと異なって複数格付けが求められなかったことも格付会社の立場を弱くしたこと、また仮に格付会社が必要と判断した資料の提供をアレンジャーに要求できなかったこともありそうである。加えて、アレンジャーから提供を受けた極秘資料の取り扱いも依頼者との守秘義務契約に縛られた結果、格付けプロセスの不透明さに拍車をかけたのではないか、と推測される。やや極端にいえば、格付会社は証券化商品の格付けにあたり、「（発行体からも投資家からも）独立した第三者」という立場を忘れたのではないかと思われる。

しかし､格付会社の問題点の多くはその後の一連の内部改革や当局などによる規制の強化によって、改善に向けて動き出している。少なくともアナリストの能力向上という課題は永遠のテーマであるにしても、格付会社のアレンジャーに対する立場は当局の規制を受けているという事実を背景にしているだけに強まることはあっても弱まることはないだろう。

格付会社あるいは格付けに対する誤解があるとすればそれはなにか、という問題に移ろう。この問題は格付けの定義を確認すれば誰でもすぐに納得することであるが、格付けは格付会社の単なる意見

にすぎず、しかもその役割は格付けの対象となった債務証券の信用力(と元本の回収率)だけを評価したものである。格付会社は再三この同じことを述べてきた。しかし、その説明は投資家に必ずしも浸透していなかったと考えられる。「高い格付けがつけば安心」「格付会社は資本市場のゲートキーパーである」という表現は確かに真理の一面かもしれないが、当該債務証券の流動性については、格付けは何も語ってはいないのである。

証券投資のあるべき姿は、投資家が自ら情報を集めたうえで、その中の1つの情報として格付けを参考にするものではないか、と考えられる。格付会社がたびたび主張していることの一つは、高い格付けを付けたからといってその証券を(買うように)推奨しているわけではないし、逆に低い格付けを付けることが「購入するな」というサインではないのである。格付会社は今後も役割と機能について繰り返し説明していく必要がある。

最後の問題である格付会社に対する規制の方向については今後も一段と強まるのは確実である。規制の強化は格付会社にとってプラスとマイナスの両面がある。プラス面はすでに触れたように、アレンジャーなり発行体に対して、正確かつ十分は資料の提供を求めることができるようになること、内部手続きの整備・充実を通じて格付けのプロセスの透明性を実現していくことにつながるだろう。このことが格付けの信頼性を高めることにつながると期待される。一方マイナス面は、アナリストの養成、格付業務と非格付業務の分離など組織の再編成、当局や投資家に対する提出資料などの増加などコストの増加は避けられない。しかしこれらのマイナス面と指摘した点は、格付会社が本来自ら整備しなければならなかったことではある。

資本市場の発展にとって格付けの役割と機能は欠かせないという現実は以前とまったく同じである。しかし変わらなければならないのは、矢面に立った格付会社だけでなく、格付けを利用する発行体も、さらに投資家も格付会社と同様に新しい環境に適応するために変わらなければならない。そのことが資本市場のさらなる発展のために避けては通れない道であるからである。

【注】

1）ちなみに NRSRO の定義は次のとおりである(SEC[2009b])。

一般的にいって、格付会社は次の3点を満たす者と格付会社法で定義されている。(a)無料、あるいは合理的な手数料で、インターネットあるいは他の容易に入手可能な手段を通じて格付けを発行するビジネスに従事している、ただし商業上の信用情報会社は含まない、(b)数量的あるいは質的モデルのいずれか、あるいはその両方を格付けの決定に採用している、(c)発行体、投資家、あるいは他の市場参加者のいずれか、あるいはその組み合わせたものから手数料を受け取っている。

2）格付分析の信頼性の強化で説明されているそれ以外の6点は次のとおりである（Moody's[2008]邦訳 3-4 頁)。

1．クレジット・ポリシー機能の独立性の向上

2．クレジット・オフサーのレポーティング・ラインの変更

3．クレジット・ポリシーによる格付け手法の精査・承認

4．モデルの検証・承認機能の向上

５．モデルのエラー発見手順の策定

６．新種の商品の検討プロセスの制度化

３）重要な領域におけるリソースの拡充では、そのほか次の点をあげている（Moody's[2008]邦訳 6 頁)。

１．サーベイランス機能のグローバルなリーダーシップの確立

２．クレジット・ポリシー・スタッフの増員

３．人員配置方針の包括的な見直し

４．コンプライアンス機能の継続的な増強

４）潜在的な利益相反に対処するための措置の強化では、次の点も指摘している（Moody's[2008]邦訳 7 頁)。

１．格付委員会の構成を通じた独立性および客観性の向上

２．「遡及的な」調査の実施

３．アナリストおよびマネジメントに対する報酬に関する方針を通じた独立性および客観性の向上

４．コンプライアンス部門およびレギュラトリー・アフェアーズ部門のレポーティング体制の変更

【参考文献】

岡東　務［2004］「資本市場における格付会社の役割―格付会社のどこに問題があるのか―」『月刊資本市場』No.229、９月、資本市場研究会

――［2008］「格付会社は資本市場の期待に応えられるか」『月刊資本市場』No.269、１月、資本市場研究会

小立　敬［2007］「米国における格付会社法の成立」『資本市場クォータリー』vol.10-3Winter、野村資本市場研究所

――［2008a］「IOSCO の東京コンファレンスとサブプライム問題への対応」『資本市場クォータリー』vol.11-3 Winter、野村資本市場研究所

――［2008b］「サブプライム問題と証券化商品の格付け―米国 SEC の格付け機関規制の見直しとその背景―」『資本市場クォータリー』vol.12-1　Summer、野村資本市場研究所

――［2009］「EU の格付会社規制案－サブプライム問題を踏まえた EU の対応－」『資本市場クォータリー』vol.12-3 Winter、野村資本市場研究所

香月康伸[2008]「レーティング・クランチーサブプライムローン問題における格付けを巡る論点整理―」『証券化商品を巡る諸問題－サブプライムローン問題を踏まえて－』（第 8 回夏季 SAAJ セミナー)、2008 年 7 月 10 日、日本証券アナリスト協会

金融庁［2008］『金融審議会金融分科会第一部会報告－信頼と活力ある市場の構築に向けて－』12 月 17 日

証券監督者国際機構(IOSCO)［2008］「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」５月（http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20080609-1.html 採録日 2009 年９月１日）

スタンダード&プアーズ[2008a]「S&P、格付け手順の強化と世界の市場へのサービス向上するための新施策を発表―ガバナンス、分析、透明性の向上と投資家教育を提供―」２月、(http://www.standardandpoors.co.jp　採録日 2009 年６月 18 日）

――［2008b］「格付け手順の強化と透明性向上に向けた施策の進捗状況」4 月（http://www2.

standardandpoors.com/portal/site/sp/jp/jp/page.article/1,1,1,0,120483501 採録日 2009 年 3 月 8 日）

――［2008c］「リーダーシップアクションの進捗状況」９月、（http://www.standardandpoors.co.jp　採録日 2009 年 6 月 18 日）

――［2009a］「格付け手順の強化と透明性の向上に関する施策の進捗状況」１月、（http://www.standardandpoors.co.jp　採録日 2009 年 6 月 18 日）

――［2009b］「レイ・グローブスをオンブズマンに任命」『コーポレート・ニュース』１月７日、（http://www.standardandpoors.co.jp　採録日 2009 年 6 月 18 日）

――［2009c］「信用格付けに対する規制のグローバルな枠組みに向けて」『コーポレート・ニュース』３月４日、（http://www.standardandpoors.co.jp 採録日 2009 年 6 月 18 日）

――［2009c］「格付ビジネスモデルの構築」４月（http://www.standardandpoors.co.jp　採録日 2009 年 6 月 18 日）

田村香月子［2009］「格付会社への監督規制」『月刊資本市場』No.282、２月、資本市場研究会

野村亜紀子［2005］「米国の格付会社の規制を巡る最近の議論」『資本市場クォータリー』vol. 9・1　Summer、野村資本市場研究所

淵田康之[2002]「米国における格付会社を巡る議論について」『資本市場クォータリー』第５巻第４号(通巻 20 号)　５月、野村総合研究所

横山　淳[2003]「米国 SEC の公認格付会社制度見直しの論点」『商事法務』No.1668、７月 15 日、商事法務研究会

EU[2009]“ Financial Services : New Rules on Credit Rating Agencies, Bank Capital Requirements, Cross-Border Payments and E-Money, and a Program to Support the Effectiveness of EU Policies” August 25 (http://www.ibls.com/internet_law_portal_view.aspx?s=sa&id=1736 採録日 2009 年９月５日)

Standard & Poor's [2009]“ S&P says EU regulation should boost market confidence in Ratings”, Press Release 23 April(http://www. standardandpoors.com　採録日　2009 年 7 月 22 日)

Moody's Investors Services [2007]“ Challenging Times for US Subprime Mortgage Market ” March 2007（邦訳 ムーディーズ・ジャパン「米国サブプライム住宅ローンマーケット試練の時期」３月）（http://www.moodys.co.jp 採録日 2007 年９月 27 日）

――［2008］“Strengthening Analytical Quality and Transparency An Update on Initiatives Implemented by Moody's in the Past Twelve months”, Special Comment August 2008（邦訳ムーディーズ・ジャパン「分析の質と透明性の強化―ムーディーズの過去１年間における取組についての最新報告―」９月（http://www.moodys.co.jp 採録日 2009 年４月 27 日）

――［2009a］“The Way Forward for the Credit Rating Industry in 2009”, Special Comment February 2009 (邦訳ムーディーズ・ジャパン「信用格付け業界が進むべき道」２月)(http://www.moodys.co.jp 採録日 2009 年４月 27 日）

――［2009b］“Strengthening Analytical Quality and Transparency An Update on Initiatives Implemented by Moody's Over the Past Eighteen months”, Special Comment December 2008（邦訳ムーディーズ・ジャパ

ン「分析の質と透明性の強化―ムーディーズの過去１年半における取組についてのアップデート―」２月（http://www.moodys.co.jp 採録日 2009 年４月 27 日）

U.S. Securities and Exchange Commission[2003a] “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets”,Special Study, January 24 (http://www.sec.gov./divisions/marketreg/ratingagency.htm 採録日 2009 年 9 月 16 日)

――［2003b]Nazareth, A. L. , “Testimony Concerning Rating the Rating Agencies :The State of Transparency and competition”,April 2 (http://www.sec.gov./divisions/marketreg/ratingagency.htm 採録日 2009 年 9 月 16 日)

――［2003ｃ］“Concept Release : Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities laws”,June 4 (http://www.sec.gov./divisions/marketreg/ratingagency.htm 採録日 2009 年 9 月 16 日)

――［2007］“Credit Rating Agencies Apply for Register as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations” June 28, FOR IMMEDIATE RRLEASE 2007-124 (http://www.sec.gov.news/press/2007/2007-124.htm 採録日 2008 年４月 25 日）

――［2008a］“Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, June 16 (http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf. 採録日 2009 年９月３日）

――［2008b］ “SEC Publishes Proposals to Increase Investor Protections by Reducing Reliance on CreditRatings” (http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-127.htm 採録日 2009 年９月４日）

――［2009a］“Oversight of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations” (http://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/nrsro-secg.htm 採録日 2009 年９月 16 日）

――［2009b］“Briefing Paper : Roundtable to Examine Oversight of Credit Rating Agencies” (http://www.sec.gov/spotlight/cra-oversight-roundtable/briefing-paper.htm 採録日 2009 年９月３日）