

格付会社に係る規制の枠組みについて

平成 20 年 11 月 19 日
金 融 庁

格付会社の機能・役割等

IOSCO(証券監督者国際機構)『信用格付機関の基本行動規範』(2004年12月公表、2008年5月改訂版公表)

【序文】

- ▶ 信用格付機関は、現代の資本市場において重要な役割を果たすことができる。
- ▶ 信用格付機関は、一般に、証券の発行体及び債務の信用リスクについての意見を述べる。
- ▶ 投資家が今日大量の情報を入手可能であることからすると、信用格付機関は、投資家がこうした情報を取捨選択し、また借り手への融資や発行体の負債・負債類似証券の購入の際に直面する信用リスクを分析することを助ける役割を果たし得る。

【IOSCOの信用格付機関の基本行動規範】

- ▶ 信用格付機関は、一つは借り手と負債・負債類似証券の発行体との間、もう一つは貸し手と負債・負債類似証券の購入者との間に存在する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。
- ▶ 低品質の、又は公正性に疑義のあるプロセスを経て行われた格付分析は、市場参加者にとってほとんど有用でない。
- ▶ 発行体の財務の状況又は見込みの変化を反映していない古い格付は、市場参加者を誤った方向に導くかもしれない。
- ▶ 同様に、格付決定の独立性に影響を及ぼす恐れのある、又はそのように見える利益相反その他の適切でない要因(内部及び外部要因)は、信用格付機関の信用を大きく低下させ得る。
- ▶ 利益相反又は独立性の欠如が信用格付機関において一般的であり、かつ投資家から隠されている場合、市場の透明性及び公正性に対する投資家の信頼全体が害され得る。
- ▶ また、信用格付機関は、発行体が信用格付機関と共有するある種の情報の秘密性を保護する義務を含む、一般投資家及び発行体に対する責任がある。

信用格付機関
の機能・役割

市場参加者
投資家等
に対する
影響・責任

信用格付の定義・符号・記号 (注1)

信用格付

= 確立した明確なランク付けシステムを用いて表現される、事業体、信用コミットメント、負債・負債類似証券又はそのような債務の発行体の信用力に関する意見 (IOSCO基本行動規範)

【参考】各社の(発行体)格付の定義:

- ▶ 発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力に対する意見(R&I)
- ▶ 債務について約定通り履行される確実性の程度を比較できるように等級をもって示すもの(JCR)
- ▶ 発行体が金融債務の元本及び利息を償還まで予定通り支払う能力および意思についての意見(Moody's)
- ▶ 債務者が債務を履行する総合的な能力(信用力)についての現時点での意見(S&P)
- ▶ 発行体の金融債務の履行能力についての相対的な評価(Fitch)

長期格付の符号・記号 (注2)

	R&I	JCR	Moody's	S&P	Fitch
低	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA
	AA	AA	Aa	AA	AA
	A	A	A	A	A
	BBB	BBB	Baa	BBB	BBB
	BB	BB	Ba	BB	BB
	B	B	B	B	B
	CCC	CCC	Caa	CCC	CCC
	CC	CC	Ca	CC	CC
	C	C	C		C
		D		D	RD
高					D

投資適格

投機的・非投資適格

(注1) 各社のHPIに基づき便宜的に作成したものであり、正確な定義その他の詳細については各社のHP等を参照。
 (注2) 同一等級内における相対的位置を示す符号・記号(プラス、マイナス、1、2、3など)が付加される場合がある。

格付会社の沿革(日本・米国)

米国

日本

格付の発祥

- 1909 Moody's「鉄道債マニュアル」
- 1916 Poor's Publishing Co.
- 1922 Standard Statistics
- 1924 Fitch Publishing Company

↑ 債券格付の重要性を再認識

1929 世界恐慌

1975 SECによるNRSRO認定
(証券会社の自己資本規制に利用)

2007 格付機関改革法施行
(1934年証券取引所法の改正)

1930 昭和恐慌 社債のデフォルト続出

1933 社債浄化運動 有担保原則

1979 日本公社債研究所(→R&I)発足

1985 日本インベスターサービス(→R&I)発足
日本格付研究所(→JCR)発足

無担保社債
の発行

1985-9 Moody's 日本法人設立、
S&P、IBCA(→Fitch)東京事務所開設

1987 適債基準に格付基準を利用(1996撤廃)
1992 指定格付機関制度の導入

2006 適格格付機関の選定(バーゼルII関係)

我が国における格付の公的利用の枠組み

指定格付機関

- 我が国では、「金融商品取引法」に基づく「企業内容等の開示に関する内閣府令」において、金融庁長官の指定による指定格付制度が設けられている。
- 格付機関の①格付実績、②人的構成、③組織、④格付の方法、⑤資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して指定した上で、一定の目的のために金融行政上利用するもの（金融庁が指定格付機関を規制・監督する制度ではない）。

適格格付機関

- 18年3月末からのバーゼルⅡ実施に伴い、銀行の自己資本比率の計算上、利用可能な格付機関（適格格付機関）を当局が選定する規定が設けられている。
- 適格格付機関の選定に当たっては、格付機関及び格付評価の①客観性、②独立性、③透明性、④組織構成、⑤信頼性等に関する基準に照らして適格性を判断（金融庁が適格格付機関を規制・監督する制度ではない）。

「指定格付機関」の格付を利用している例

【企業内容等の開示】

- ・ 取得格付の有価証券届出書等記載義務
- ・ 参照方式の有価証券届出書及び発行登録制度の利用適格要件

【金融商品取引業者等】

- ・ 金融商品取引業者の自己資本比率規制
（取引先リスク・市場リスク相当額の計算）

【保険会社】

- ・ 保険会社のソルベンシー・マージン基準（信用リスクの計算）

【資産流動化】

- ・ SPCによる特定短期社債等の発行要件

【その他】

- ・ 地方公務員等共済組合の長期経理の余裕金の運用基準

米国における規制の概要

1934年証券取引所法 (Section 15E) ・SEC規則

- 米議会は、2006年9月下旬(上院22日、下院27日)、「2006年信用格付機関改革法」案を可決。
- 同法は、参入規制緩和により信用格付業界における競争を促進するとともに、米証券取引委員会 (SEC) による監督を強化すること等を内容としている。
- 背景としては、米国では、信用格付機関に対し、SECから認定されたNRSROsの格付を行政上利用する認定格付機関制度があるのみで、SECによる監督は行われていなかったことや、S&Pとムーディーズによる事実上寡占状況にあったこと等がある。

参入規制

◇過去3年間の事業継続、◇格付利用者による認証、◇SECへの登録

行為規制

◇利益相反に関する規制

・発行体と一定の関係がある場合における格付の付与の禁止

◇非公開情報の濫用の防止に関する規制

・利益相反を管理する体制の整備

◇不正な行為に関する規制

・非公開情報の濫用を防止するための体制の整備

・格付の取得等を強制する行為等の禁止

開示規制

◇利益相反に関する開示

・利益相反の内容(発行体からの支払い・一定の関係)

◇格付に関する開示

・利益相反を管理するための体制

◇コンプライアンス体制に関する開示

・格付手法/メソロジー

・格付実績

・非公開情報の濫用を防止するための体制

・倫理規程

【制裁措置】

刑事罰(禁固刑、罰金)・民事制裁金・停止命令・
差止訴訟・譴責・登録停止・登録取消し

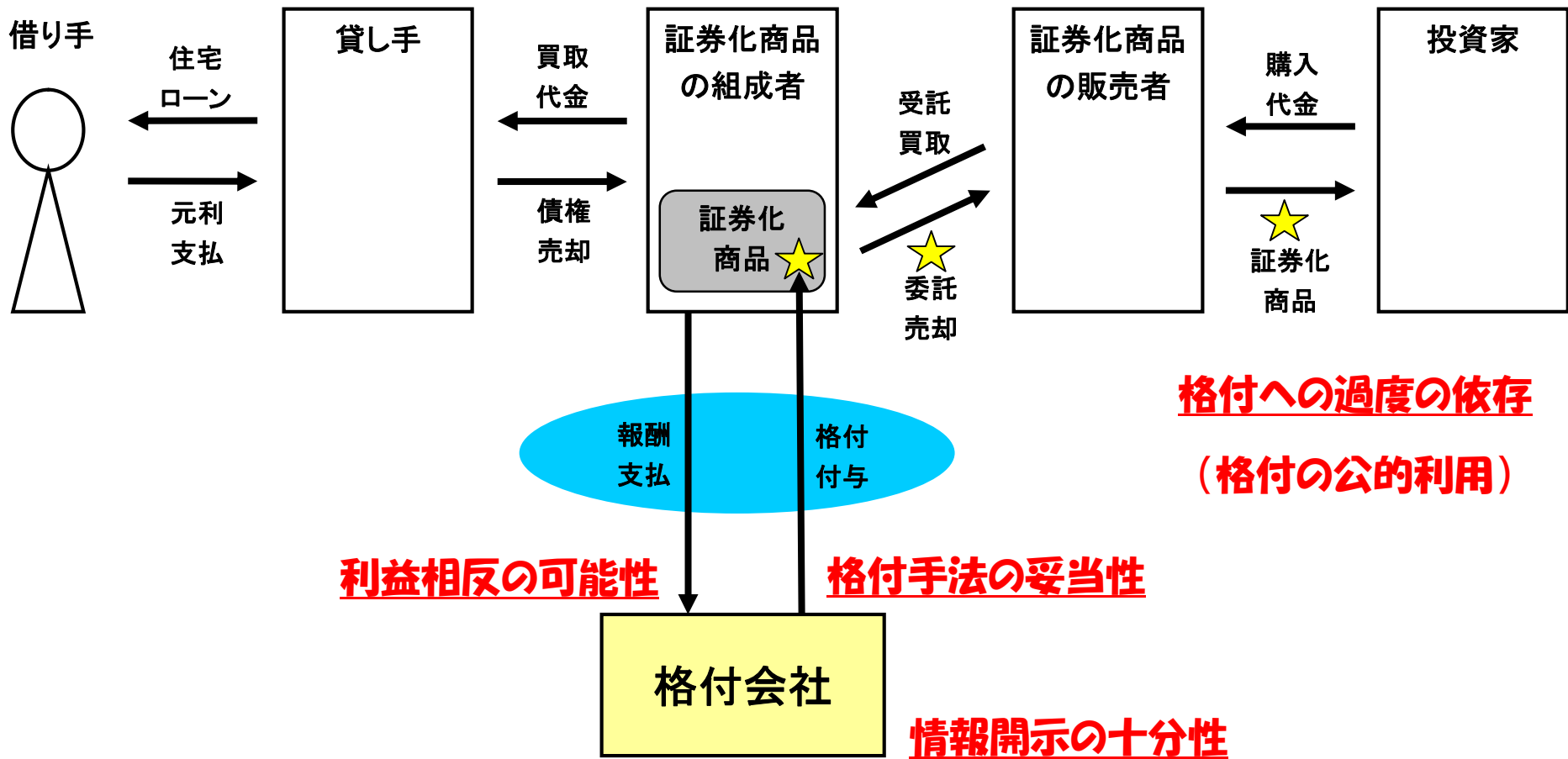
NRSROs

Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
全国的に認知された統計格付機関

※ NRSROsとして、10の格付機関が登録を受けている(2008年11月18日現在)

NRSROs以外の格付機関
(規制対象外)

米国サブプライムローン問題（格付を巡る問題点）



サブプライム関連商品の格下げ

FSF(金融安定化フォーラム)報告書

格付会社は、2004年から2007年にかけてサブプライム関連RMBSとCDOに高格付を付与し、サブプライム融資の驚異的な伸びを助長した。その後、2007年半ば以降、これらの商品の格付の大部分について急激かつ大幅な引き下げを行った。これにより、仕組商品に関する信用格付の品質について疑念が生じた。

【参考】米系大手3社(ムーディーズ、S&P、フィッチ)各社の格下げ状況 ~米国SEC証言(2008年4月22日)より~

- 2008年2月時点において、サブプライム・トランシェの53.7%(2006年格付分)、39.2%(2006年格付分)について格下げ
 - ▶ サブプライムRMBS(2006年格付分)の94.2%について少なくとも1トランシェの格下げ(このうち、第二順位抵当権のRMBSについては100%格下げ)
 - ▶ サブプライムRMBS(2007年格付分)の76.9%について少なくとも1トランシェの格下げ
- 2008年3月時点において、サブプライム・トランシェの44.3%(2005年第一四半期から2007年第三四半期まで格付分)について格下げ(このうち、第二順位抵当権のRMBSについては87.2%格下げ)
- 2007年12月時点において、サブプライム・トランシェの約34%(2006年から2007年第一四半期まで格付分)について格下げ(このうち、第一順位抵当権のRMBSの100%について格付ウォッチ「ネガティブ」の対象に(2008年2月))

→ RMBSの格下げに伴い、RMBSを担保・参照するCDOについても格下げ

格付会社について指摘されている問題点

	主な指摘事項(注1)	米国SEC検査結果(注2)
格付手法	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>モデルの内容や妥当性等につき適切な検証がなされていたのかどうか</u>。また、シミュレーションを行う際、十分長期間のデータを使用し、リスクを的確に考慮していたか。 ● 格付に<u>必要かつ十分な情報を</u>組成者から適切に入手、聴取していたか。 ◇ 仕組商品の格付はしばしば<u>不正確な情報に基づいて</u>行われていた。 ○ サプライム関連商品について、<u>正確な情報と適切なモデルに基づいて</u>格付を行ったのか。 ○ <u>格付手法や前提条件</u>について十分な吟味を行ったか。 ○ 米国における住宅バブルの兆候、住宅ローンの貸し手が適正なデュー・デリジェンスを行っていない可能性、住宅ローンを巡る不正の横行等を十分勘案して判断を行っていたか。 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>モデルの内容や妥当性等につき適切な検証がなされていたのかどうか</u>。また、シミュレーションを行う際、十分長期間のデータを使用し、リスクを的確に考慮していたか。 □ 格付に<u>必要かつ十分な情報を</u>組成者から適切に入手、聴取していたか。
利益相反	<ul style="list-style-type: none"> ● 証券化商品の格付ビジネスに、<u>利益相反の可能性が内在していた</u>のではないか。 ◇ 仕組商品の格付については、①発行体から報酬を受領するというビジネスモデル(issuer-pays model)と、②SFの格付によって格付会社の収益が急増していることなどから、他の格付と比べて<u>より大きな利益相反が生じて</u>、格付のパフォーマンス低下を招いたのではないか。 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>アナリストが発行体との報酬交渉に</u>関与することは、制限されているが禁止はされていない。 □ <u>個人の株取引を</u>、どれだけ厳格にモニタリング・禁止しているかという点で、格付機関によって差が見られる。
情報開示	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>モデルの内容や妥当性等につき、適切なディスクロージャーがなされていたか</u>。また、<u>格付情報の意義</u>について投資家に誤解を与えていなかったか。 ◇ <u>格付のパフォーマンスに関するデータが</u>、検証・比較可能な形で公表されていない。 ◇ 仕組商品の格付の基礎となる<u>前提やシナリオ、前提に対する格付の感応度</u>について、投資者に十分に明確な説明がなされていなかった。 	<ul style="list-style-type: none"> □ RMBS や CDO を格付する際、<u>格付プロセス及び格付方法の重要な側面が</u>、必ずしも開示されていない。 □ 格付会社は、SF商品の格付に使用した<u>前提を</u>、適切に開示していない。
その他	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 仕組商品の需要の急拡大と、<u>商品の複雑化が相俟って</u>、格付会社が<u>利用できる資源が制約されるようになった</u>。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 2002年以降、RMBS や CDO の<u>ディーラーの複雑さ、件数が著しく増加</u>。

(注1) 主な指摘事項は、金融市場戦略チーム第一次報告書(2007年11月)[→●]、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(IOSCO、2008年5月)[→○]、金融安定化フォーラム(FSF)報告書(2008年4月)[→◇]より抜粋。

(注2) 米国 SEC が大手3社(Fitch、Moody's、S&P)に対して実施した検査結果(2008年7月公表)より抜粋。

格付会社を巡る国際的な動向

	2007						2008											
	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
G7 G20	<div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">G7財務大臣・中央銀行総裁会合</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">G20</div> </div> <p>FSF作業部会より、格付機関の役割を含めた、今般の市場の混乱の背景等についての最終報告を受け、これを受けた声明を発表。</p>																	
証券監督者 国際機構 (IOSCO)	<div style="display: flex; justify-content: center; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">「信用格付機関の基本行動規範」改訂</div> </div> <p>格付プロセスの品質と公正性の強化、独立性確保・利益相反回避の強化、情報開示の強化 等</p>																	
米国	<div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">信用格付機関改革法の施行</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">包括的な規制改革案を公表</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">大手3社に対する検査結果</div> </div> <p>NRSROの登録制、独立確保、利益相反行為の禁止、情報開示規制 等</p> <p>利益相反回避の強化、情報開示の強化、格付利用の見直し 等</p>																	
欧州	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">EU経済財務相理事会が登録制度導入の方針を決定</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">欧州委員会(EC)が登録制度の具体的な規制案を公表</div> </div>																	
日本	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">公的規制のあり方について検討開始</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">金融審議会</div> </div>																	

米国SEC規制改革(案)

○ 本年6～7月、SECは3部構成の包括的な規制改革案を公表。(コメント期限:第1・2部7月25日、第3部9月5日)

第1部

○情報開示規制の強化

- NRSROに対して提供された全ての情報が公表されていない場合の依頼格付の付与・維持の禁止。
- 格付のカテゴリー別に、1年、3年及び10年ごとの格付実績を公表。
- 格付手続及び格付方法の公表事項の強化。

○利益相反行為の禁止

- 格付を付与・維持する商品等に関する推奨(recommendation)の禁止。
- 格付けの決定に関して責任を負う者が、報酬にかかる交渉を行うことを禁止。
- 格付対象となる者等から、一定額以上の利益の供与を受けることを禁止。

○記録の保持等

- 当初の格付から直近の格付行為に関する全ての格付行為について、記録に残し、自社のウェブサイトに掲載することを義務付け。
- 格付の決定、維持、モニタリング、変更及び取り下げに対する不満等にかかるコミュニケーションについて、記録の保持を義務付け。

○年次報告書の記載事項

- 毎会計年度における格付行為の回数について記載。
- 格付機関から授権を受けた者による、会計報告書の記載の正確性に関する宣誓。

第2部

○仕組み商品の格付と通常の債券にかかる格付との差別化を規定

- 格付を付与する際に異なる符号(symbol)を使用、もしくは仕組み商品とその他証券の格付の相違点を記載したレポートを添付することで、両者の格付の差別化を図る。

第3部

○米SEC規則や様式の中で、格付を参照又は依存している箇所について、それが暗黙の公的保証を与え、投資家による過度の依存をもたらしていなかったか見直しを行ったもの。現状の44箇所のうち、38箇所を変更(うち11箇所は格付の参照を廃止)・6箇所は変更なし。

○格付の公的保証のような効果は、デューディリジェンスや投資分析に悪影響を及ぼしうるため、格付に対する過度の依存を減らすことにより、投資決定にかかる分析の改善を図る。

欧州委員会による格付会社規制に関する規則案

～ 欧州委員会は、2008年11月12日、格付会社規制に関する規則案を公表 ～

規制の枠組み

格付会社は、公的規制に利用する格付を付与するため「登録を受けることができる」とする規制。CESR（欧州証券規制当局委員会）に登録申請し、CESRが加盟国当局と協力して登録を判断。監督は加盟国当局がCESR、他の加盟国と連絡を取りながら実施。

規制の内容

(1) 対象

- 規制の目的に利用される格付及び信用供与機関、投資会社、保険会社、集団的投資スキーム、年金基金に利用される格付で、公表又は購読により配付される格付を付与する格付会社。
- 私的格付及び格付が公表されず格付対象から報酬の支払いを受けない公的機関により付与される格付には適用されない。
- 格付の実質面については規制せず。

(2) 登録

- 格付会社は公的規制に利用する格付を付与するために登録を受けることができる。
- 登録の要件として、EU域内において設立する会社であることが必要（子会社設立義務）。
- 投資会社及び信用機関は、格付が付されている金融商品については、登録された格付会社が格付を付けている場合を除き、顧客のために注文を実行してはならない。

(3) 主な規制案

- 組織上のガバナンスに関する規定
 - ・ コンプライアンス体制、内部統制体制、利益相反防止体制等の具備
 - ・ 3人以上の社外取締役からなる監視機関の設置義務
 - ・ 格付方法、格付モデルの見直しに関する独立したレビュー機能の具備
 - 利益相反防止規定
 - 格付方法に関する規定（情報不足の場合の格付の抑制を含む）
 - 開示義務・記録保持義務

(4) 格付符号

- SF商品について格付符号の差別化又はレポートの添付
- 勝手格付について格付符号の差別化

金融・世界経済に関する首脳会合(格付関係)

- 2008年11月15日、米国ワシントンDCにおいて、金融・世界経済に関する首脳会合が開催。

首脳会合 宣言(骨子)

金融市場の改革のための共通原則

- 我々は以下の改革のための共通原則と統合的な政策の実施にコミット。
健全な規制の拡大: ... 合意され強化された国際的行動規範に統合的に、信用格付会社に対する強力な監督を実施...

首脳宣言の行動計画(主要項目)

「行動計画」は、首脳宣言の添付文書として、首脳から財務大臣に指示された47項目の行動をまとめたもの。2009年3月末までの当面の措置と、中期的措置に分けて列記されている。行動計画の構成及び主要項目は以下のとおり。

具体的には、2009年3月31日までの当面の措置として以下を合意。

- 規制当局は、信用格付会社が、証券監督当局の国際機構の最も高い規範を満たすこと、また、信用格付会社が利益相反を避け、投資家及び発行体への開示を強化し、複雑な金融商品に関する格付を区別することを確保するための措置をとる。これは、信用格付会社が、偏りのない情報及び分析を市場に提供するという重要な役割を果たせるよう、適切なインセンティブと適切な監督を得られることを確保することに資する。
- 証券監督当局の国際機構は、信用格付会社による規範の採用とその遵守を監視するメカニズムの採用を検討する。

健全な規制の拡大

- ◎ 健全性に関する監督
 - 当面の措置
 - 格付会社による国際的な規範の遵守の確保
 - 中期的措置
 - 公開格付を付与する格付会社に対する登録制の導入