

## 「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」の概要（仮訳）

（本概要は、標記IOSCOの報告書について、便宜上、その概要を和文にてとりまとめた暫定的なものであり、引用等に際しては原文を確認されるよう、ご留意されたい。）

### 背景

- ・ 近年の米国のサブプライムローンの延滞急増に伴い、RMBS及びこれらを裏付資産とするCDOなどのストラクチャード・ファイナンス商品に対する格付の正確性さらには格付プロセスのあり方について、投資家から疑問が提起されてきている。こうした状況を踏まえ、本タスクフォースは、ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割を分析し、2004年12月に策定された、IOSCOの信用格付機関の基本行動規範（Code of Conduct）<sup>1</sup>を見直すこととした。

### 責任とインセンティブ

- ・ 信用格付機関は最近の市場動揺において決定的な役割を演じてきた。サブプライム関連ストラクチャード・ファイナンス商品の格付に際し、信用格付機関は、正確な情報と適切なモデルに基づいて格付を行ったのか、また、格付手法や前提条件につき十分な吟味を行ったか、特に、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等につき、疑問を持たれている。
- ・ 機関投資家も、格付に過度に依存し、商品のリスクを十分に評価しなかったのではないかと疑問を持たれている。
- ・ オリジネーターも、緩和され過ぎた融資基準を採用したり、信用格付機関に対して不正確又は誤解を招くような情報を提供したり、「格付ショッピング」を行っていた場合があるのではないかと疑問を持たれている。

### 信用格付機関の役割

- ・ 信用格付機関は今日の資本市場において重要な役割を果たしている。
- ・ 信用格付機関による格付は、借主や発行体が期限どおりに契約上の金銭債務を支払うかどうかを示すものであり、証券の売買を推奨するものではなく、市場における流動性リスクやボラティリティー・リスクを表すものでもない。

### <企業が発行する債券の格付>

- ・ 企業が資本市場において債券を発行する場合には、市場における需要を増大させるために信用格付機関に格付を依頼することがある。

<sup>1</sup> IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (IOSCO Technical Committee, December 2004)。

- ・ 信用格付機関の格付プロセスは、多様ではあるが、大きな信用格付機関においては、通常、格付委員会制度が採用されている。
- ・ 信用格付機関は、通常、発行体から提供される情報の正確性を自身で検証することはせず、発行体が依頼する監査人の証明に依拠することが多い。

#### <ストラクチャード・ファイナンス商品の格付 >

- ・ ストラクチャード・ファイナンス商品は、発行体の資金調達のため、又は、発行体のバランスシート上の資産のリスクを分散するためにも組成され、各投資家のリスク選好に応じてトランシェ分けされた上で格付される。ストラクチャード・ファイナンス商品の組成は、信用格付機関と反復的に意見交換をしながら進められるため、潜在的に利益相反関係を内包しているという批判がある。
- ・ 近年のRMBSやCDOの中には、当初から、証券化商品として売却し手数料を得ることを念頭において資産を自ら生産し、又は、第三者から購入する、いわゆるオリジネート・トゥー・ディストリビュート（OTD）のビジネスモデルの商品がある。<sup>2</sup>
- ・ RMBSの格付については、通常、スポンサーが信用格付機関に対してローン・プールのデータを提供し、信用格付機関の首席アナリストがデフォルト確率及び回収率を含む損失分析を行い、特定の格付のために必要な信用補完比率を決定する。
- ・ 信用格付機関の中には、格付見直しの中立性を確保するため、当初の格付を担当したアナリストや委員会メンバーとは別のサーベランスチームを用いて格付のモニターを行っている場合もある。

#### <格付への依拠>

- ・ ストラクチャード・ファイナンス商品は、通常の債券よりも複雑な法的構成や金融手段を利用することが多く、裏付資産に関する公開情報も乏しいために、通常の債券よりも複雑性が高く透明性が乏しいと見られることが多い。さらに、ストラクチャード・ファイナンス商品は、通常は機関投資家間で取り引きされることから、公募証券よりも開示規制が緩いことが多い。
- ・ ストラクチャード・ファイナンス商品に関しては、投資家は、格付を、単なる信用リスクを超えた、品質保証とみなすことがある。信用格付機関は、発行体の不正そのものを予防したり、独立の監査人と同レベルで情報の正確性を検証することはできないものの、明らかに信用性の薄い情報に依拠していたのではないか、格付の基礎となる市況の変化を考慮しない格付手法に基づき格付を付与していたのではないか、との疑問を持たれている。このため、信用格付機関は、格付の信頼性を維持するため、格付に用いる情報が十分な品質を有するよう合理的手段を講じることが期待される。

<sup>2</sup> OTDモデルの増殖は、オリジネーターが原資産のリスクを正しく評価しモニタリングするインセンティブを弱めるとする批判もある。信用格付機関がこのようなインセンティブの歪みに関して考慮していないのではないかと、いう批判がある一方、このようなインセンティブ等の問題はOTDモデル固有の問題ではないという議論もある。

- ・ 金融規制当局や関係法令が、規制その他の目的のため、信用格付機関の格付を利用する場合がある。例えば、信用格付機関がバーゼルIIの適格格付機関とされる場合がある。
- ・ 上記の諸要素が相まって、信用格付機関に対する過度の依拠が生じた可能性がある。

#### 規制上の諸問題

- ・ ストラクチャード・ファイナンス取引において信用格付機関が果たしている役割に鑑みると、様々な規制上の問題が生じ得る。
  1. 透明性及び市場における認識
  2. 独立性及び利益相反の防止
  3. 信用格付機関の競争及び競争が信用格付機関に与える影響

#### <透明性及び市場における認識>

- ・ 大きな信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス取引に係る格付手法に関し一定の公表は行っている。しかし、他社との比較可能な形においてパフォーマンスデータを公表していない、投資家が格付手法の限界を十分認識していない、投資家がストラクチャード・ファイナンス商品について過去の実績のみに頼りすぎているといった問題が指摘されている。
- ・ サプライム問題においては、信用リスクと、流動性リスク及びボラティリティー・リスクの混同も、問題視されている。
- ・ ストラクチャード・ファイナンス商品に伝統的な負債性証券とは異なる格付符号を使用すべきとする見解がある。他方、異なる符号を用いると、かえって投資家やその他の市場関係者に無用の混乱を招くとする意見、特に流動性リスクやボラティリティー・リスクについても信用格付機関が意見を述べていると誤解される危険があるという指摘もある。こうした点を踏まえ、信用格付機関は、格付符号の差別化について検討を進めるべきである（なお、専門委員会のメンバーの多くは格付符号を差別化する方向に傾いていたことから、特にこの点について、市中からのコメントを期待したところである。）。
- ・ サプライムRMBS及びCDOの格付に対しては、既存の格付の格下げが遅すぎたという批判もある。当初の格付を担当したアナリストがモニタリングについても担当する場合には格付の見直しを躊躇する可能性がある。信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品における当初の格付を担当する組織とモニタリングを担当する組織を分離する等により既存の格付の見直しの意思決定手続の客観性を確保すべきである。本タスクフォースは、基本行動規範にも規定されているように、信用格付機関は、格付手法に基づき格付行動に起因するような情報を認識した場合、格付けの見直しを躊躇すべきではないと考える。

### <独立性及び利益相反の防止>

- ・ 信用格付機関の主な利益相反として、格付対象となる発行体自体から収入を得ている点があげられるが、既に、基本行動規範においては、このような利益相反を軽減ないし管理するための諸規定が存在はしている<sup>3</sup>。
- ・ ストラクチャード・ファイナンス商品の格付においては、市場規模の拡大に伴い、取引確保のため信用格付機関が格付手法について十分に保守的な前提を採用することは避けようとし、利益相反の問題が深刻化したと指摘されている。
- ・ 信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品の信用格付に際し、助言業務を行っているのではないかという問題点も指摘されている。行動規範においては、信用格付機関は、格付ビジネスと、コンサルティング・サービス等の他のビジネスとを、形式上も運営上も分離すべきであるとされている。さらに、以下のように規定されている。

信用格付機関は、その信用格付業務と必ずしも利益相反の関係にない付随業務について、利益相反が生じる可能性を最小化するように設計された手続及び仕組みが存在することを確保すべきである。

- ・ また、ストラクチャード・ファイナンスの格付プロセスそのものが、利益相反を惹起するような助言的な付随業務を含んでいるのではないかという指摘がある。信用格付機関は、付随業務について利益相反の可能性を最小限とするような管理を行っているかについても疑問が呈されている。

### <競争>

- ・ 信用格付業界は、その「市場」の特性上、寡占化しやすいと言われている。政府による格付機関の認知のあり方が、こうした傾向に影響を与えているという見方がある。
- ・ 信用格付機関間における競争が欠如しているため、(1) 新しい格付手法の発展が阻害されているのではないか、(2) 信用格付機関が独占的な価格支配行動をとっているのではないか、(3) イノベーションの抑制によって格付の品質に悪影響を与えているのではないかという点が指摘されている。
- ・ また、投資家は、投資を決定する際、複数以上の格付を要求することが多い。複数格付は、発行体が格付機関に対して圧力をかけることを困難にし、投資家保護に資する場合がある。
- ・ 他方、ストラクチャード・ファイナンス取引においては、透明性が低く、非依頼格付が困難である。投資銀行及び発行体においては、都合のよい格付を付与してくれそうな信用格付機関を選んで回る「格付ショッピング」を行っているのではないかという疑義がある。信用格付機関間の競争がストラクチャード・ファイナンス取引における透明性の欠如と相まって信用格付の信頼性を損なっているという見方もある。

---

<sup>3</sup> Code of Conduct 2.1-2.16

## 勸告

近年の市況の混乱における信用格付機関の役割に鑑み、本タスクフォースは、基本行動規範の見直しを提案し、これを受け、専門委員会は、以下の勸告を採用するとともに、これら勸告に基づき、基本行動規範の改訂を行った。

### <格付プロセスの品質と公正性>

1. 信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付の見直しの意思決定手続が客観的に行われるような措置を講じるべきである。当該措置には、例えば、当初の格付付与を行うチームと継続的なモニタリングに関する分析チームの分離その他の合理的な手段が含まれる。別個のチームを設けた場合には、それぞれのチームは、適時に各々の機能を発揮するために必要な水準の専門性と人的及び物的資源を有するべきである。格付の基準と前提の変更は、適切な場合、それ以降の格付に対しても適用すべきである。
2. 信用格付機関は、自ら使用する格付方法及びモデル並びにこれらの重要な変更に関する定期的なレビューに責任を負う厳格かつ正式な機能を設置し、これを実行する。信用格付業務の規模や範囲に照らして実行可能かつ適切な場合には、当該機能は、主に各種発行者・債務の格付付与に責任を有する事業部門とは、独立であるべきである。
3. 信用格付機関は、格付の信頼性を維持するため、格付に用いる情報が、十分な品質の情報を有するよう合理的な措置を講じるべきである。ヒストリカルデータが限定されている金融商品に対して格付を付与する場合は、同商品の信用格付に内在する限界を明示的に表示すべきである。
4. 格付委員会を利用している信用格付機関の場合、当該格付委員会の構成員は格付対象商品に関する適切な知識と経験を有していなければならない。
5. 信用格付機関は、現在格付を付与しているものと実質的に異なる構造を有する類型の新規商品については、格付付与の実現可能性をレビューする適切な経験を有する1人以上の上級管理職からなる新規商品レビュー機能を設置すべきである。
6. 信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品の裏付資産のリスク特性が大きく変化した場合には、ストラクチャード・ファイナンス商品の信用格付を決定する既存の格付手法やモデルの適切性を再評価すべきである。新たなストラクチャード・ファイナンス商品の複雑性若しくは構造に基づき、又は、裏付資産について、信頼に足るデータが不足していること等に基づき、当該証券に対する信頼可能な格付付与の可能性に重大な疑義が生じる場合には、信用格付機関は、信用格付の付与を控えるべきである。
7. 信用格付機関は、所属するアナリストが、格付の対象となるストラクチャード・ファイナンス商品の設計に関して提案や推薦を行うことを禁止すべきである。
8. 信用格付機関は、格付のモニタリングや見直し業務に対して適切な人的・物的資源を配分すべきである。

### <信用格付機関の独立性と利益相反の回避>

9. 信用格付機関は、所属するアナリストが、当該信用格付機関を離職し、当該アナリストが過去に格付を付与した発行体、又はアナリストが当該信用格付機関の被雇用者として重要な取引関係にあった金融機関に転職した場合には、当該アナリストの過去の作業結果を検証するための方針と手続きを定めるべきである。
10. 信用格付機関は、アナリストに対する給与方針を正式かつ定期的にレビューし、信用格付機関の当該方針が、信用格付機関の格付プロセスの客観性を阻害しないようにすべきである。
11. 信用格付機関は、発行体、オリジネーター、アレンジャー、格付購入者その他顧客及びそれらと関連する者から、当該信用格付機関の年間収益の10%超の収益を得ている場合には、開示すべきである。
12. ストラクチャード・ファイナンス商品に対する代替的な分析の発展を可能とすることを通じて「格付ショッピング」を抑制すべく、信用格付機関は、業界として、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行者やオリジネーターに対し、これら商品に関する全ての関連情報を公表し、これによって、投資家及び他の信用格付機関が、当該発行者及び／又は当該オリジネーターと格付付与の契約を行った信用格付機関とは独立した分析が可能となるよう、働きかけなければならない。信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行者が、格付が付与された商品に関する全ての関連情報を公表していると当該信用格付機関に報告したか、又は当該情報が非開示に止まっているかに関して、それぞれの格付の発表において開示しなければならない。
13. 信用格付機関は、自ら付随業務とみなす業務とそうでない業務を定義し分けるとともに、その根拠を示すべきである。

#### <信用格付機関の一般投資家と発行体に対する責任>

13. 信用格付機関は、格付の意義及び特定の種類の金融商品の格付における限界に関し、投資家のより広範な理解を促すべきである。信用格付機関は、格付意見に関する特性と限界、発行体・オリジネーターから提供された情報に対する検証の限界について明示しなければならない。
15. 信用格付機関は、検証可能で、定量化可能な過去の格付意見の実績情報について、整理・体系化し、更に可能であれば、投資家により他の信用格付機関と比較可能な形態にした上で、公表しなければならない。
16. 信用格付機関が、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付を行う場合には、（信用格付機関のビジネスモデルに応じ、）投資家又は格付購入者に対し、当該信用格付機関の格付の根拠が理解できるよう、損失・キャッシュフロー分析を可能とする十分な情報を提供しなければならない。信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付が、当該信用格付機関が想定する格付の前提条件の変化に対する感応度の程度に関する分析についても、開示しなければならない。
17. 信用格付機関は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付について、できれば異なる格付符号を用いて、伝統的な社債の格付との差別化を図るべきである。信用格付

機関は、付与された格付符号を明確に定義し、当該符号が適用されるすべての商品に対し、同様に適用しなければならない。

18. 信用格付機関は、格付の決定に使用した主要な格付手法、又はそのバージョンを開示しなければならない。

<行動規範の開示と市場参加者への情報提供>

19. 信用格付機関は、ホームページの目立つ場所において、(1)当該信用格付機関の行動規範、(2)自ら使用する格付手法に関する説明、(3)信用格付機関の過去の実績データに関する情報に対するリンクを明示しなければならない。

以上