

格付け依存の是正を求める金融安定理事会

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 2010年10月27日、金融安定理事会(FSB)は、「格付機関格付けの依存の低減のための原則」を公表した。その目的についてFSBは、既存の市場慣行を大きく変える触媒となり、市場参加者の機械的な格付け依存を終わらせ、より強固な内部の信用リスク評価の実務を構築することと述べている。
2. 当該原則は、①法令・規制・基準、②市場、③中央銀行のオペレーション、④銀行のプルーデンス監督、⑤投資顧問業者や機関投資家、⑥市場のマージン(証拠金)、⑦証券発行者のディスクロージャーを対象にして、格付機関が付与する格付けへの依存度の引き下げを図ることを狙いとするものである。
3. FSBは、次のステップとして、バーゼル委員会や証券監督者国際機構(IOSCO)、国際会計基準審議会(IASB)といった基準設定者および各国規制当局に対して、法令や規制における格付け依存を低減するため、これらの新たな原則をより具体的な政策措置に織り込むことを求めている。
4. FSBは、2011年中にG20財務大臣・中央銀行総裁会議に進捗状況を報告する予定であるとしており、グローバルに格付機関格付けの依存の是正を求める新たな原則の適用が促されることとなる。

I. FSB による原則の公表

2010年10月27日、金融安定理事会(FSB)は、「格付機関格付けの依存の低減のための原則」(以下、FSB原則)を公表した¹。FSBは、10月20日にソウルで会合を開催し、監督当局や金融機関による格付機関(CRA)の格付け(以下、CRA格付け)への依存を低減するための原則を承認したことを明らかにしていた²。このFSB原則の目的についてFSBは、既存の市場慣行を大きく変える触媒(catalyze)となり、市場参加者の機械的な格付け

¹ FSB, "Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings," 27 October 2010.

² 小立敬、磯部昌吾「バーゼル委員会とFSBの今後の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2010年秋号を参照。

依存を終わらせ、より強固な内部の信用リスク評価の実務を構築することとしている。

FSB 原則は、①基準・法令・規制、②市場、③中央銀行のオペレーション、④銀行のブルーデンス（健全性）監督、⑤投資顧問業者（investment managers）や機関投資家、⑥市場のマージン（証拠金）、⑦証券発行者のディスクロージャーを対象にして、CRA 格付け依存の引き下げを図ることを狙いとするものである。以下では、CRA 格付けの依存の是正を促す FSB 原則を紹介する。

II. FSB 原則の概要

原則 I：基準・法令・規制における CRA 格付け依存の低減

- 基準設定者および当局は、基準・法令・規制における CRA 格付けの参照を検証し、可能な限りそれを削除し、または他の適切な信用価値基準によってそれを代替すべき

FSB は、CRA 格付けの参照は法令・規制から削除されるか、または代替的な条件が確認されて支障なく適用することができる場合に置き換えられるべきとする。CRA 格付けは、現在、様々な基準や規制に組み込まれている（hard-wired）ことで、市場の重大な格付け依存を招いているとの認識をもっている。さらに、今回の金融危機では、格下げがプロシクリカリティを増幅し、金融システムの混乱をもたらしたことが明らかになっており、CRA 格付けに対する依存が断崖効果（cliff effect）の原因になることを指摘している³。また、多くの市場参加者が同じように行動すれば、CRA 格付けへの依存が群衆行動（herding）の原因となる点を挙げている。さらに、公的セクターが格付けを利用することで CRA 格付けへの依存をもたらし、銀行や機関投資家その他市場参加者が自ら信用リスク評価を行う能力を減じている点を指摘している。

そのため、CRA 格付けへの参照を原因に市場参加者が自動的に反応する現状は、CRA 格付けの参照の削除・代替は急を要するとする。そして、基準設定者および当局に対して、CRA 格付けに替わる信用価値（creditworthiness）の代替的な定義を策定することを求め、市場参加者には代替的なものが実施できるようリスク管理能力の向上を求めている。その際、CRA 格付けの参照の削除・代替とリスク管理能力の改善を図るため、基準設定者および当局に対して、移行計画・期間を策定することを求めている。

すでに CRA 格付けの参照の削除・代替を求める取り組みを進める国もある。米国では 2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法の中で、①法律の成立後 2 年以内に連邦預金保険法、1940 年投資会社法、1934 年証券取引所法を含む特定の法令において CRA 格付けの関連規定を削除すること、②法律成立後 1 年以内に連邦規制当局が各種規制の中で CRA

³ 例えば、バーゼル委員会の自己資本規制においては、CRA 格付けが利用されており、一定以下の格付けでリスクウェイトが急上昇するため市場参加者の行動が歪められるという負のインセンティブがあることが指摘されている。

格付けを参照している部分を見直し、修正を図ることを求めている。また、日本でも CRA 格付けの公的な利用のあり方について見直しが行われている⁴。

原則 II：CRA 格付けの市場の依存度の低減

- 銀行、市場参加者および機関投資家は、自ら信用評価を行うことが期待され、CRA 格付けのみに頼り、または CRA 格付けに機械的に頼ってはならない

FSB は、規制等の設計をする際は当該原則を促すものでなければならないとする。業者 (firms) は、信用リスク管理のための適切な専門性と十分なリソースを確保することが求められ、CRA 格付けを自らのリスク管理のインプットとして利用する場合は、CRA 格付けに機械的に頼ってはならない。また、業者は自らの信用評価の手法やプロセスに関する情報を公表することが求められる。その情報の中には、CRA 格付けに対する依存度や利用の程度が含まれる。一方、監督当局や規制当局は、業者の内部格付けの上方バイアスへの対応を含む業者の信用評価プロセスの適切性を詳しく検証することが求められる。

それと同時に、CRA 格付けは、業者の内部の信用評価プロセスの判断の重要なインプットとして利用され、小規模で知識・経験のない投資家のための信用分析として重要な役割を担っていることを認めている。そこで、FSB は業者の規模や知識・経験の程度に応じて、また、アセットクラスの種類やエクスポージャーの重要度を踏まえて、FSB 原則の要求内容を変えるという対応を図っている。

上記の原則 I および原則 II については、監督当局や基準設定者、銀行、市場参加者および機関投資家など関係者すべてに適用される原則であるが、これ以降の原則 III は適用対象ごとに異なる原則が設けられている。

原則 III-1：中央銀行のオペレーション

- 中央銀行は、担保でもアウトライト（買い切り）でも公開市場操作（オペレーション）として受け入れる金融商品に対して自ら信用力判定を行うべきである。中央銀行の政策においては機械的手法は避けるべきである。機械的手法は金融商品の適格性やヘアカット（担保掛け目）の水準に不必要で突然かつ大幅な変更をもたらし、断崖効果を増幅する

FSB は、中央銀行は以下の方法によって CRA 格付けの機械的な利用を回避すべきとしている。

- ❖ 困難な場合を除いて中央銀行のオペレーションの中で、金融商品が適格か否かを独自

⁴ 2010年9月15日に公布された「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」は、発行開示書類における格付けに関する事項の記載の見直し、主幹事引受制限の見直しなどを行っており、その中で格付けの公的利用の見直しを行っている。

- に決定（外部格付けとは無関係に担保やアウトライートの資産の受け入れを拒否する手立てを講じ、外部格付けの変更が金融商品の適格性やヘアカットに影響を与えるか否かについて評価を実施）
- ❖ 追加的なヘアカットのようなリスク・コントロールを図る措置について、内部リスク評価に基づいて個別の金融商品または担保種別に適用する権利を保持
 - ❖ 追加的なヘアカットのような追加的なリスクのコントロールを図る措置について、中央銀行の内部リスク評価の対象外となっている個別の金融商品に対して適用する権利を保持

FSB は、民間セクターの投資方針について、中央銀行がこうした対応を図ることにより、CRA 格付けの依存が低減される波及的な（knock-on）効果があるとみている。

原則 III-2：銀行のプルーデンス監督

- 銀行は資産の信用価値評価において CRA 格付けを機械的に頼ってはいけない。そのことは、銀行はエクスポージャーを有する金融商品の信用価値評価について、その他の関係するリスクとともに自ら評価する能力をもつべきことを意味しており、銀行はその能力を監督する当局を納得させるべき

FSB は、市場規律を与えるため、銀行は自行の信用評価手法と内部の信用評価を利用していない（CRA 格付けのみに依存する）ポートフォリオの構成（または特定のアセットクラス）を公表すべきとする。そのディスクロージャーは、バーゼル II の枠組みにおける第 3 の柱（Pillar 3）として要求される。

また、バーゼル II において標準的手法を利用する銀行は、CRA 格付けに基づいた自己資本規制を適用している。FSB は、CRA 格付けに基づく自己資本規制の利用が認められる限り、CRA 格付けの適切な利用とその限界に関するリスク管理責任者の理解を検証する監督プロセスを導入すべきとしている。

そして、FSB は、知識・経験を有する大規模銀行と、そうではない中小規模の銀行とで銀行のプルーデンス監督に関して異なる原則を以下のとおり提示している。

a：大規模銀行の場合

- 各法域において大規模でより知識・経験を有する銀行は、投資目的、トレーディング目的ともに、担保かアウトライートかによらず自ら保有するあらゆる金融商品の信用リスクを評価することが期待される

FSB は、信用リスクの適切な管理を確保するためには、銀行は必要に応じて内部信用評価の能力を向上すべきと述べる。一方、監督当局には、銀行が内部の信用リスク評価能力

を向上し、自己資本規制における内部格付手法の利用を増やすためにインセンティブ付けを図るべきとする。そのために監督当局は、健全な銀行内部の与信政策を監督し、その実施を求めるための能力を向上しなければならない。FSBは、銀行のリスク管理、監督当局によるリスク管理の監督のため、リソースの強化を求めている。

FSBは上記の方針を述べた上で、銀行内部の信用リスク評価プロセスの向上は、CRA格付けに依存するポートフォリオの全体に対する割合を制限することでインセンティブ付けが図られるとの考えを示している。具体的に以下の方法を提示している。

- ❖ 監督上の規則で定義される大規模エクスポージャーに対して内部評価を要求
- ❖ CRA格付けのみに依拠しているポートフォリオ全体または特定のアセットクラスのシェアを制限
- ❖ 内部評価されていない投資に対して資本賦課を強化

さらに、特定のアセットクラスについては、以下の制限を提示している。

- ❖ 大規模銀行のソブリン、コーポレートのすべてのエクスポージャーの信用価値に対して内部評価を要求
- ❖ 政府支援を前提にしたCRA格付け（格付けノッチアップ）の利用を厳格に制限
- ❖ 2011年末から適用される改正バーゼルII（バーゼル2.5）の次なる取り組みとして、証券化に係る自己資本規制の中でCRA格付けへの依存およびCRA格付けの参照から生じる断崖効果の削減のための措置を実施⁵
- ❖ 複雑すぎて銀行が適切に信用リスクを内部評価できないストラクチャード・プロダクトに対する投資を制限
- ❖ マーケット・メイク目的での保有など短期間で保有する資産に関して監督当局との合意によって設定される制限は、適当な量に設定

b：中小規模の銀行の場合

- 小規模で知識・経験のない銀行はすべての投資に対して内部の信用評価が行えるリソースを保有していないかもしれないが、CRA格付けを機械的に頼るべきではない。また、信用評価手法を公表すべき

FSBは、小規模で知識・経験のない銀行には、すべての投資に対して内部の信用評価を行うことは求めている。その代わりに、バランスシート全体の信用リスク、銀行のパフォーマンスに重大な影響をもたらすすべてのエクスポージャーを把握することを求めている。FSBは、投資商品の複雑さやその他の性質、保有の重要性に見合うかたちでのリスク評価を要求している。

⁵ 改正バーゼルIIの枠組みでは、信用リスクやその他のリスクを自ら評価可能な原資産のデータを保有していない場合、証券化は自己資本から控除されることを手当て。

原則 III-3：投資顧問業者および機関投資家の内部のリミット、投資方針

- 投資顧問業者および機関投資家は、資産の信用価値評価のために CRA 格付けに機械的に依存してはならない。かかる原則は、MMF、年金、集団投資スキーム（投資信託、投資会社等）、保険会社、証券会社を含むすべての種類の投資顧問業者と機関投資家に適用される。投資顧問業者や機関投資家の規模と投資知識・経験の度合いにかかわらず適用

FSB は、CRA 格付けは、信用リスクやその他のリスク評価など投資顧問業者や機関投資家によるデュー・デリジェンスの代替手段にはならないとする。内部の投資のリミット、与信政策や運用委託における CRA 格付けの参照は、与信政策の透明性を図るベンチマークとして有用である一方、CRA 格付けはファンドマネージャーによる独自の与信判断を代替する手段にしてはならないとの考え方を示す。

a：投資顧問業者の場合

- 投資顧問業者は投資の複雑性やその他の性質、エクスポージャーの重大性に見合ったリスク分析を行うべきであり、そうでなければ投資を控えなければならない。投資顧問業者は、信用評価プロセスを含む自らのリスク管理手法について公表すべき

投資顧問業者は一般に、投資家の最善の利益のために受託者責任（fiduciary duty）を負っている。FSB は、その義務を果たすためには、投資に関連する信用リスクおよびその他のリスクを継続的に評価し、管理するための適切な内部のコントロールと手続きを備えていなければならないとする。CRA 格付けがそのインプットとして利用されている場合は、投資顧問業者は CRA の意見の根拠を把握しなければならない。

b：機関投資家の場合

- 機関投資家の上級管理職や理事会は、自らの投資に関連する信用リスクやその他のリスクの内部評価を行うこと、利用している投資顧問業者が投資しエクスポージャーのある金融商品を理解する能力を有し、CRA 格付けに機械的に依存していないことを確保すべきである。上級管理職、理事会、受託者（trustee）は CRA 格付けがリスク評価プロセスの中でどのように使われているかを適切に公表することを確保すべき

小規模で知識・経験のない機関投資家は、すべての投資に対して内部で信用評価を行うためのリソースが不足しており、または自らが直接的に投資するというよりは投資管理の全部または一部をアウトソースしているかもしれない。FSB はその場合、受託者等を通じて投資戦略のリスクを理解し、CRA 格付けの適切な利用と制限を理解することによって達成されたとする。

c：規制の枠組み

- 規制の枠組みは、投資顧問業者および機関投資家が CRA 格付けの機械的な利用を避けるようなインセンティブ付けを図るべき

FSB はまず、投資顧問業者を規制する当局は、健全な内部の与信政策を監督し、与信政策を実施させるための能力を向上すべきとする。その上で、CRA 格付けの機械的な利用を避けるインセンティブとして、次の取り組みを示している。

- ❖ CRA 格付けのみに依存するポートフォリオの割合を制限
- ❖ 信用リスクおよびその他のリスクの評価プロセスを監督上モニタリング（監督下に置かれている投資顧問業者、機関投資家の場合）
- ❖ 投資顧問業者や機関投資家の取締役会・理事会、受託者その他のガバナンス組織に対して、投資ガイドラインや運用委託における CRA 格付けの利用、リスク管理およびバリエーションのための CRA 格付けの利用について定期的なレビューを要求
- ❖ 格付基準のみならず、金融商品の種類に応じたリスク評価方針を公表（ストラクチャード・プロダクトと社債との比較など異なるリスクを反映）

原則 III-4：民間セクターのマージン・アグリーメント

- 市場参加者および中央清算機関（CCP）は、カウンターパーティの格付けまたは担保資産の格付けについて、デリバティブ取引や証券貸借取引のマージン・アグリーメント契約において、格付け変更を大規模で不連続な追加担保要求の自動的なトリガーとして利用すべきではない

FSB は、マージン・アグリーメント契約における CRA 格付けの利用を完全に禁止しているわけではない。実際に CRA 格付けのような外部の指標を使うことは、サード・パーティのマージンを設定する際には役立つという認識を示している。もっとも、金融危機の中で、CRA 格付けの急激な変化は混乱をもたらすことを経験したことから、FSB はデリバティブ取引におけるマージンの取り扱いについて、以下の方針を示している。

- ❖ 市場参加者は、バイラテラルなデリバティブのエクスポージャーの担保については、サイクル中立的な（through-the-cycle）イニシャル・マージンを利用すべきであり、頻繁に、理想的には日次で、市場価格の変化に基づくマージンの支払いを評価すべき
- ❖ 標準化されたデリバティブ取引は、CCP を通じて清算されるべきであり、そこではサイクル中立的なマージン、ヘアカットの利用が考慮される

a : 監督当局の対応

- 監督当局は、CRA 格付けへの不適切な依存に対処するため、市場参加者、CCP のマー
ジン政策のレビューを行うべき

FSB は同時に、監督当局が規制資本の要求水準を減らす要素として CRA 格付けをトリ
ガーに使うことを認めないとしている。

原則 III-5 : 証券発行者のディスクロージャー

- 証券発行者は、投資家が自ら独自の投資判断と証券の信用リスク評価ができるように
包括的で適時の情報を開示すべきである。上場証券の場合は、公衆開示すべき

FSB は、CRA に比べると投資家は証券発行者の情報にアクセスすることが難しく、その
ことが CRA 格付けに対する依存を招くことになるとの認識を示している。投資家に対す
る発行者のディスクロージャーが改善されれば、銀行、投資顧問業者、機関投資家が投資
する金融商品の信用価値を自ら評価することを促し、CRA 格付けの機械的な依存を避ける
能力を備えることになるとみている。

a : 基準設定者、当局の対応

- 基準設定者および当局は、ディスクロージャーに関する基準・法令・規制における CRA
格付けの参照によって、過度に投資家が CRA 格付けに依存するという意図せざるイン
センティブがもたらされていないかをレビューし、そうした要求を除去・改正すべき

FSB は、ディスクロージャー規制における CRA 格付けの利用が、投資家の格付け依存
をもたらしていないか検証を行い、規制上の利用のあり方の見直しを求めている。

III. 今後の方針

FSB は、次のステップとしてバーゼル委員会や証券監督者国際機構 (IOSCO)、国際会
計基準審議会 (IASB) 等の基準設定者、そして各国当局に対して、法令や規制の格付け依
存を低減するため、FSB 原則をより具体的な政策措置に織り込むことを求めている。また、
FSB は、基準設定者や規制当局に対して、市場参加者による自らのリスク管理能力を向上
するために必要な時間を踏まえながら、中期的な期間で CRA 格付けへの依存を低減する
インセンティブ付けを図ることを要請している。

FSB は、今後の予定として、2011 年中に G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に対して FSB
原則に関する進捗状況を報告する予定であるとしている。CRA 格付けの依存の是正を求め
る FSB 原則の適用が、G20 諸国を中心にグローバルに促されることとなる。