

米国の格付機関の規制をめぐる最近の議論

野村 亜紀子

要 約

1. 米国では最近、格付機関の規制をめぐる動きが活発化している。まず、2005年4月19日、証券取引委員会（SEC）により、格付機関の定義に関する規則案が公表された。「全国的に認知された格付機関」は米国の証券規制で重要な役割を果たしているが、明示的な定義が行われていないことに対応するためだった。
2. 格付機関をめぐるのは、エンロン等の不正会計事件で警鐘を鳴らすことができなかったという批判を契機に、全国的認知を求めるゆえの参入障壁、コンサルティング等を格付対象企業に同時提供するゆえの潜在的利益相反などが指摘されていた。SECは今回の規則案を通じて、これらの問題への対処を図っている。
3. 格付機関の監督体制については、現行法上、SECにその権限があるかどうかは不明確とされている。2005年6月には「2005年格付機関複占緩和法案」が提出され、下院金融サービス委員会の小委員会で公聴会が開催されるなど、議会の活動も開始された。主要な争点をめぐるコンセンサスが形成されているとは言いがたく、今後の議論の展開が注目される。

I. 証券規制上の格付機関を定義する規則案

米国の証券取引委員会（SEC）は、2005年4月19日、格付機関の定義に関する規則案を公表した¹。

格付は、米国証券規制の中で重要な役割を果たしている。例えば、証券会社の自己資本規制において、自己資本から控除される保有有価証券の掛け目は、投資適格の格付を得ているかどうかで差をつける形になっている（証券取引所法規則 15c3-1）。また、MMFの投資対象に関する規制では、一定以上の格付けを取得しているという条件が付されている（投資会社法規則 2a-7）²。

これらの規制では、格付けは「全国的に認

知された格付機関」（nationally recognized statistical rating organization、以下、NRSROとする）が出したものでなければならない形になっている³。例えば、MMFの投資対象規制では、「NRSROの出す短期格付のうち、上位2位以内を取得していること」とされるといった具合である。それにも関わらず、これまで、NRSROを明示的に定義する規定は設けられていなかった。

今回提案されたのは、34年証券取引所法規則を改正し、NRSROの定義に関する規則 3b-10を新設することである。同時に、新規規則案のNRSROの定義に関するSECの解釈も提示された。

深い問題点を挙げると、以下のようになる。

II. 格付機関をめぐる問題

米国では、エンロン、ワールドコムに代表される不正会計事件で、格付機関が警鐘を鳴らすことができなかつたという批判を発端に、格付機関の役割と規制のあり方に対する問題意識が高まっていた。

最近の主な動きは図表 1 の通りだが、2002 年サーベンス・オクスレー法により、SEC は、格付機関に関する調査報告書を大統領及び議会に提出することとされ、2003 年に 2 つの報告書を作成した。これらは今回の規則案のベースとなっている。国際的にも、2003～2004 年に証券監督者国際機構（IOSCO）が、格付機関の行動原則と行為規範を提示した。

格付機関をめぐる議論では、広範な論点が指摘されているが⁴、今回の規則案と関連の

1. 格付ビジネスへの参入障壁

NRSRO は、その名の通り、全国的に認知されていることが求められる。ところが、それゆえに、新規参入を目論む格付機関が「NRSRO 認定を得ていないため、全国的に認知されない、認知されないので NRSRO 認定を得られない」というジレンマに陥り、結果として、格付ビジネスが寡占状態にあるという批判がなされている。競争制限的な規制が参入障壁となっているというわけである。なお、現在、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチ、ドミニオン・ボンド・レーティング・サービス（DBRS）、A.M.ベストの 5 つの NRSRO がある。

図表 1 格付機関をめぐる最近の動向

時期	動向
2001 年 末 ～ 2002 年	<ul style="list-style-type: none"> エンロン、ワールドコムなどの不正会計事件を契機に、格付機関が機能しているのかが問題視される。
2002 年 7 月 11 月	<ul style="list-style-type: none"> 2002 年サーベンス・オクスレー法 702 条(b)項により、SEC は大統領及び議会への調査報告書提出を求められる SEC の NRSRO 調査及び公聴会
2003 年 1 月 6 月 9 月	<ul style="list-style-type: none"> サーベンス・オクスレー法 702 条(b)項に対応した SEC 報告書が提出される <ul style="list-style-type: none"> 格付機関の役割と証券市場における重要性 利益相反 参入障壁 SEC、NRSRO に関するコンセプト・リリースを公表 <ul style="list-style-type: none"> 証券規制に NRSRO を使い続けるべきか NRSRO の判定プロセス NRSRO の監督方法 IOSCO から格付機関の活動に関する原則が提示される
2004 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> IOSCO から格付機関の自主的行為規範が提示される <ul style="list-style-type: none"> 格付のクオリティとインテグリティ 独立性の維持及び利益相反の排除・抑制 投資家及び発行体に対する責任（非公開情報の管理など）
2005 年 4 月 6 月	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NRSRO の定義に関する新規則を提案 「2005 年格付機関複占緩和法案」が議会に提出される 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、格付機関の競争促進に関する公聴会開催

（出所）SEC リリース 33-8570 他より野村資本市場研究所作成

2. 潜在的な利益相反

一般に、格付機関は発行体から手数料を得て格付を付与するので、中立的な立場から格付を付与するという役割と、自社のビジネスとの間に利益相反の余地が生ずる。この問題は、格付機関がコンサルテーションなど、格付以外のビジネスを発行体に同時に売り込んでいるような場合に、深刻化する。

また、格付機関は、証券市場における影響力を背景に、発行体に格付の取得やその他のサービスの購入を強要することが可能である。特に、いわゆる勝手格付（発行体の要請がないのに格付を付与すること）を行い、その際、あえて低めの格付を付与して、発行体に格付の取得を事実上強要するという行為が可能な点は、問題視されている。

3. 規制・監督のあり方

現在、格付機関は、SEC からノーアクションレターを得ることにより、自社がNRSROに該当するかどうかを確認しているが、このプロセスが不透明という批判がなされている。例えば、ノーアクションレターの要請から発出までの期間は特に定めがない、スタッフによる審査基準や結論の根拠付けが十分に明確でないといった点である⁵。NRSRO認定が、手続きとして確立されていないという問題意識である。

また、上述の利益相反の可能性や、非公開情報を扱うといった点に鑑みて、SECのNRSROに対する監督権限を強化する必要があるという指摘もなされている。

III. 規則案の概要

1. 参入障壁問題

NRSROの定義に関する規則案の概要は、図表2の通りである。

本規則案の、目下の最大の争点は、2つ目の「金融市場で一般に受け入れられている」

という規定にあると言える。

現在、NRSROとしてのノーアクションレターを得るためには、格付機関は「全国的に認知されている」ことが求められる。規制のために使用される格付に対する信頼性確保が目的だが、前述の通り、この要請は新規参入者をジレンマに陥れ、格付ビジネスへの参入障壁になっていると批判されている。

本規則案では、「全国的な認知」ではなく「金融市場で一般に受け入れられている」という文言が用いられ、一部の業種・地域で受け入れられているのでも、NRSROとなりうるということが明示された。本規則案のリリースによると、この規定により、参入障壁問題の緩和が可能となる。現在の5つのNRSROのうち、DBRSはカナダという地域で、A.M.ベストは保険の格付という特定分野で認知を得ている会社だが、SECは、2003年2月にDBRSを、2005年3月にA.M.ベストをNRSROとして認めた。今回の規則案は、この方向性を踏襲したものと言える。

他方、これだけでは、新規参入者のジレンマ解消には不十分であり、「暫定的NRSRO」のアイデアをなぜ採用しなかったのかという意見が、本規則案の公表が決定されたSECの会合において、グラスマンSEC委員から出された。「暫定的NRSRO」は、以前、司法省により、参入障壁問題の緩和策として示された提案である。財務分析で定評のある金融機関等により新設された格付子会社に対し、設立後12~18ヶ月間、暫定的NRSROの地位を与えるというものだった。

このように、参入障壁問題をめぐっては、SEC委員の間でも様々な意見があり、一般からのコメントを交えて、どのような議論が展開されるのか、興味深い論点と言える。

2. 利益相反問題

利益相反の回避や、非公開情報の悪用防止については、定義の3つめの規定で、格付機

図表 2 NRSRO の定義に関する新規規則案と SEC 解釈

証券取引所法規則 3b-10	SEC 解釈
(a) 個別の証券またはマネーマーケット商品に関して債務者の信用力の現状評価である格付を付与し公開する	<ul style="list-style-type: none"> ・規制の目的で使用される格付を有料とするのは不適切という意見に鑑み、NRSRO は格付を公開、すなわち無料で配布しなければならない。公開するのは格付のみでよく、根拠等の付随情報は含まれない。 ・NRSRO は個別証券の格付の付与者のみを対象とする。発行体の格付付与のみを行う場合は対象とならない。 ・現状評価とは、格付付与から変更・撤回までの間の、格付機関の見解を意味し、格付機関は、格付の見直し・更新に関する手続きを定めて遵守していれば、この規定を満たしていると見なされる。格付の具体的な更新頻度は提案しない。
(b) 格付の主要な使用者により、一部の業種または地域における格付の場合を含めて、信用・信頼できる格付の発行者として金融市場で一般に受け入れられている	<ul style="list-style-type: none"> ・金融市場で一般に受け入れられているとすることで、格付の信頼性・一貫性に関する一定の保証が得られる ・主要な使用者とは、証券会社、投資信託、年金基金、保険会社などで、しばしば社内に洗練された信用力調査部門を有しており、その見解を反映させることは、NRSRO の格付に一定の信頼性をもたらす ・格付機関はこの規定を満たすために、客観的な手法を用いることができる。例えば、自社の格付への市場の依存度を示す統計データ（格付変更に対する市場の反応など）、自社の格付を信頼し依拠しているという多数の使用者の証言。 ・一部の業種や地域において一般に受け入れられている格付機関も NRSRO となり得る。
(c) 信用・信頼できる格付の確保、潜在的な利益相反の管理、非公開情報の悪用防止のために系統だった手続きを適用し、当該手続き遵守を確保するために十分な財務資源を有する	<ul style="list-style-type: none"> ・SEC は、この規定を満たすかどうかの評価において、次の点が重要と考えている。 (1) 格付アナリストの経験・研修（具体的な年数等は規定しない） (2) アナリストの平均担当銘柄数（具体的な銘柄数の規定や開示の義務づけは行わないが、当該情報の開示は格付の使用者に有用な可能性あり） (3) 格付機関が依拠する情報源と格付に使用する情報のインテグリティの検証（例えば外部業者のデータと SEC 提出書類を付き合わせる） (4) 発行体の経営陣との接触（経営陣との接触を NRSRO の要件とはしない） (5) 格付機関の組織・構造（発行体からの独立性確保、自社の他部門の事業との利益相反排除、非公開情報の悪用などを防止するのに適当な組織・構造とするべき。企業の一部門である格付機関を NRSRO 不適格とはしないが、この規定を満たすのが困難な可能性あり） (6) 利益相反の特定・管理（最低限、利益相反を特定、最小化する手続きを有し、手続き遵守を監視・検証できる必要あり） (7) 非公開情報の悪用防止策（発行体から得た非公開情報の悪用防止手続きを策定・実施。全従業員を対象とする） (8) 財務資源（財務規制の提案は行わないが、手続き遵守のために必要な財務資源は求められる）

(出所) SEC リリース 33-8570 より野村資本市場研究所作成

関に対し、必要な手続きの整備と実施を求めている。組織面で、ファイヤーウォールを設けるといった対応も可能と指摘しているが、格付機関が複数のビジネスを持つ企業の一部門である場合、この規定を満たすのが難しい可能性があるとしている。

3. ノーアクションレター

ノーアクションレターの発出により、NRSRO としての地位を確認する現行のやり方については、本規則案により、NRSRO に求められる要件が現在よりも明確になることが期待されている。

また、本規則案リリースでは、ノーアクションレターの申請から発出までの期間についても触れられており、もしこの定義案が採択されれば、SEC スタッフは、申請者による必要情報の提出から 90 日以内で対応可能と表明している。さらに、ノーアクションレター発出後の環境変化の可能性を勘案して、ノーアクションレターには有効期限を記載する予定だとしている。

IV. 連邦議会の動き

1. SEC の監督権限

今回の SEC 規則案は、NRSRO の定義に関する内容のみに限定され、格付機関の監督体制は対象とされていない。この点について SEC は、現在、SEC が格付機関に対する監督権限をどこまで有するかが不明確であり、SEC が格付機関の監督官庁として本格的に活動するためには、法改正が必要であると指摘した。また、その際には、格付機関の活動は、言論・出版の自由に関する憲法修正第 1 条の保護下にあるとされる点も、留意する必要があるとした。

SEC はさらに、2005 年 6 月 6 日、格付機関を 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⁶。連邦議会のポール・カンジョルスキ下院議員の要請に応えたもので、概要は下記の通りである。

① 法改正の目的

法改正の目的は、格付機関が格付けプロセスの信頼性を確保し、利益相反等の抑制のための手続きをもって活動するよう、監督・検査を有効に行うための権限を SEC に付与することにある。

② NRSRO の SEC 登録義務

この目的達成のために、NRSRO に登録を義務付けることが考えられる。証券市場参加者に対する登録義務付けは、SEC の証券規制の典型的なやり方である。NRSRO 以外の

格付機関も、証券市場への影響力が多大な場合などは SEC 登録を義務付けることが考えられる。

③ 規則制定権限

登録格付機関に関する規則制定権限を SEC に付与することが考えられる。具体的には、利益相反問題、競争制限的行為の防止、信頼できる格付け確保のためのシステムティックな手続き、格付けのクオリティの市場評価、非公開情報の悪用といった内容に関する規則制定が考えられる。

④ 帳簿・記録・報告・検査

上記のような規則制定権限を付与された場合、その実効性確保のために、SEC は、監督対象の検査権限を持つ必要がある。格付機関に対し記録保持や報告を義務付ける権限を SEC に付与することが考えられる。

⑤ 法執行権限

有効な規制のためには、SEC が行政及び民事手続きを行う権限を有する必要がある。

⑥ 法的枠組み

これらは、34 年証券取引所法の改正により実現することができる。その場合、同法に規定される SEC の調査権限や規則制定権限等が登録格付機関にも適用されることになる。

2. 法案提出と議会公聴会

SEC の提示した法改正の論点は、現行の NRSRO を中心とする規制の枠組みを前提としたものと言える。これに対し、2005 年 6 月 20 日にマイケル・フィッツパトリック下院議員により提出された「2005 年格付機関複占緩和法案」⁷は、NRSRO を廃止するというものだった。SEC による NRSRO 認定の制度が格付けビジネスへの新規参入の障壁となっており、今回の SEC 規則案によりこの参入障壁がさらに強化されようとしているという認識に基づいている。

同法案の下で、NRSRO は、「全国的に認知された格付機関」(nationally recognized

statistical rating organization) ではなく、「全国的に登録された格付機関」(nationally registered statistical rating organization) と再定義される。さらに、34 年証券取引所法に 15E 条が新設され、以下の内容が規定される。

- ・ 格付機関の SEC への登録義務付け
- ・ 登録手続き。SEC は登録申請後、90 日以内に登録を認めるか、拒絶を判断するための手続きを開始しなければならない
- ・ SEC による登録の拒絶・停止の権限と手続き
- ・ 投資顧問登録の撤回。登録格付機関が、40 年投資顧問法上の投資顧問登録を行っている場合、投資顧問登録を撤回しなければならない
- ・ 登録格付機関に対する、非公開情報悪用防止の手続き整備の義務付け
- ・ 登録格付機関に対する、利益相反管理の手続き整備の義務付け
- ・ SEC による、競争制限的行為を禁止する規則の制定
- ・ SEC による「全国的に認知された格付機関」認定制度の廃止

法案提出を受けて、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は、2005 年 6 月 29 日、格付機関の競争促進に関する公聴会が開催された。公聴会では、主要格付機関、財務専門家協会（企業の財務担当者等の協会）などの代表により、上記法案と SEC 規則案に関するコメントを中心に、格付機関をめぐる諸問題に関する意見が交わされた。

法案への賛同者からは、現在の格付市場の寡占は自然発生ではなく NRSRO の制度に起因すること、法案は格付機関の競争を促進し、ビジネスの透明性を高め、公正で効率的な債券市場に寄与することなどが主張された。

法案に反対の立場からは、NRSRO の廃止

は市場に深刻な混乱を引き起こし、競争促進の目的達成に不必要であること、登録制は格付機関のクオリティの拡散を招くことなどが指摘された。SEC が登録の可否を決定する以上、憲法修正第 1 条違反を問われる可能性が高いことも挙げられた。

また、現在、SEC スタッフと NRSRO が協働して、現行の法制下で可能な形で NRSRO の監督体制を強化する試みが進められており、法改正の議論に入る前にまずはこの動きを見守ってみてはどうかという意見も出された。NRSRO が非公開情報の取り扱いや利益相反の管理等に関する手続きを策定し、それらの手続きの遵守状況を SEC に情報提供するコンプライアンス・メカニズムを設けるといった内容で、2005 年 6 月初めには NRSRO から SEC に最終案が提示されるまで進展している⁸。

米国の格付機関をめぐる議論は、SEC 規則案の公表、さらには規制改革法案の提出という段階に入った。ただ、現時点では、参入障壁問題などの主要な問題についてコンセンサスが形成されているとは言い難く、今後の議論の展開が注目される。

¹ “Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization,” SEC Release 33-8570, 4/19/2005.

² MMF の投資対象に関する規制については、大崎貞和・平松那須加「米国の MMF（マネー・マーケット・ファンド）とその規制」『資本市場クォーターリー』2002 年冬号を参照。

³ そもそも、NRSRO の概念は、1975 年に証券会社の自己資本規制において導入された。淵田康之「米国における格付け会社を巡る議論について」『資本市場クォーターリー』2002 年春号を参照。

⁴ 前掲・淵田論文を参照。

⁵ 例えば、2003 年に NRSRO とされた DBRS は、申請からノーアクションレター発出まで約 2 年だった (“Rating Agency Is Chosen--- Dominion Bond Is Named by SEC to Join Moody’s, Standard & Poor’s, Fitch,” *Wall Street Journal*, 2/25/2003)。一方、Egan-Jones は 98 年に申請し回答待ち状態、Lace Financial Corp. は 8 年間回答待ちの末、2000 年に拒絶された (“After Early Criticism, Will Rating Agencies Beat

Heat?” *American Banker*, 1/2/2003)。

⁶ SEC, “Staff Outline of Key Issues for a Legislative Framework for the Oversight and Regulation of Credit Rating Agencies,” 6/6/2005.

⁷ Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2005 (HR 2990).

⁸ 2005年6月29日の公聴会での S&P 代表の証言。