

米国 SEC の格付機関規制に関する最終規則および再提案

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 米国 SEC は、2009 年 2 月 2 日、NRSRO として SEC 登録を行っている格付機関に対する規則の見直しを図る最終規則等を明らかにした。
2. サブプライム問題を受けて、格付機関の利益相反、証券化商品の格付プロセスの透明性や格付機関のアカウントビリティなど多くの議論・検討が行われてきた。これらの議論の結果として、NRSRO 規制の見直しはほぼ一段落する。
3. 規則案からの変更点のうち、①証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報開示の対象者が他の NRSRO に限定されたこと、②証券化商品と債券等との格付記号の区分が見送られたことは、米国外の格付機関規制との関係でギャップが生じる可能性がある。

I SEC の最終規則等の公表

米国証券取引委員会（SEC）は、2009 年 2 月 2 日、NRSRO¹として認定され SEC に登録を行っている格付機関に係る SEC 規則の見直しを図る最終規則と、一部規則に関する再提案を明らかにした²。

2008 年 6 月に SEC は、2007 年 6 月に導入された NRSRO に関する規則改正を図る規則案を公表しており³、今般の最終規則は、この規則案に寄せられた格付機関や市場参加者からのパブリック・コメントを踏まえて策定されたものである。最終規則は一部の箇所を除いて 4 月 10 日に施行されることになっている。一方、一部規則に関する再提案については、3 月 26 日までパブリック・コメントの募集期間が設けられており、再提案に関し

¹ 正式には、Nationally Recognized Statistical Rating Organizations（直訳すれば「全国的に認知されている統計的格付機関」）であり、格付機関の申請に基づいて一定の要件を満たす格付機関を SEC が NRSRO として認定し、登録を行い SEC が監督を行う仕組み。NRSRO の格付は各種規制で利用されている。現在、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、フィッチの他、格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）を含む 10 社が NRSRO として SEC 登録を行っている。

² 最終規則（Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）は、<http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf> で入手可能。一部規則に関する再提案（Re-proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）は、<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-59343.pdf> で入手可能。

³ 詳細については、小立敬「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」『資本市場クォーターリー』2008 年夏号を参照。

ては今後、パブリック・コメントを踏まえて最終規則が策定されることとなる。

世界的な金融・資本市場の混乱を惹き起こしたサブプライム問題を受けて、証券化商品の格付のあり方について格付機関の利益相反、証券化商品の格付プロセスの透明性や格付機関のアカウンタビリティなど多くの議論・検討が行われてきた。これらの議論の結果としての NRSRO に対する規制の見直しは、これでほぼ一段落することになる⁴。

II 最終規則における修正

今般の最終規則は、2008 年 6 月の規則案の内容をほぼそのまま採用しているが、三つの点について大きな修正が加えられ、それに関連して新たな規則を定める再提案が行われている（詳細は別紙参照）。具体的には、①レーティング・アクションの開示、②証券化商品の法的ストラクチャーおよび原資産に関する開示、③証券化商品と債券等の格付記号の区分である。

1. レーティング・アクションの開示

2008 年 6 月の規則案では、NRSRO は当初格付から現在の格付に至るすべてのレーティング・アクションとそれが行われた日付の記録を保存し、それを 6 ヶ月以内に NRSRO のウェブサイトを開示することが求められていた（17g-2 条）。しかし、今般の最終規則では、証券発行者、引受人、スポンサーから手数料の支払いを受けて発行される格付に規制対象が限定され、さらにすべての格付ではなく、500 以上の格付が発行されている格付クラスごとに全体の 10% に相当するランダム・サンプルに限って、そのレーティング・アクションと日付について、レーティング・アクションから 6 ヶ月後に公表するように大きく内容が修正された⁵。

この修正は、格付機関の間の競争に配慮したものである。イーガン・ジョーンズなど NRSRO の中で圧倒的に少数派の非依頼格付の格付機関は格付サービスの利用者から収入を得ているため、すべての格付の履歴が無料で公表されるとビジネス上深刻な影響が生じるおそれがある⁶。そのため、レーティング・アクションの開示対象は証券発行者等から手数料の支払いを受けて発行される格付（issuer-paid credit ratings）に限定されることになった。

さらに、最終規則では開示対象を 10% のランダム・サンプルにとどめているが、格付利用者が格付の正確性を自ら評価するために原データに最大限アクセスできるようにする

⁴ ただし、投資家の過度の格付依存の背景の一つとして指摘されている SEC 規則における NRSRO の格付利用の見直しに関しては、まだ最終規則は示されていない。

⁵ NRSRO の登録には、①金融機関の格付、②保険会社の格付、③事業会社の格付、④資産担保証券の格付、⑤政府債等の格付という格付クラスが設けられている。

⁶ SEC によると証券発行者等から収入を得て発行される依頼格付は、NRSRO が発行する格付の 98% に上っている。

ことを狙いとして、新たな再提案ではレーティング・アクションの開示対象をさらに拡大する提案が行われている。具体的には、2006年格付機関改革法の施行により NRSRO 規制が導入された 2007年6月26日以降に発行され、証券発行者等から対価を得て発行されるすべての格付について、レーティング・アクションと日付をその1年後に公表することを要求している。

なお、レーティング・アクションに関する情報は、NRSRO のウェブサイトにおいてデータ加工がしやすいよう XBRL 形式で公表することが求められており、格付利用者に対して格付機関から無料で情報が提供されることが予定されている。

2. 証券化商品の法的ストラクチャーおよび原資産の開示

従来の規則案では、NRSRO が証券発行者、引受人、スポンサーから手数料の支払いを受けて証券化商品の格付を発行している場合、格付の発行や格付のモニタリングのために NRSRO が利用する証券化商品の法的ストラクチャー、原資産の性質やパフォーマンスに関する情報について、NRSRO のウェブサイトにおいて幅広く開示を行うことを規定していた(17g-5条)。SEC はそれによって、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報を利用して投資家が NRSRO の格付を自ら検証したり、格付を発行した NRSRO 以外の格付機関が公表情報を利用して証券化商品に非依頼格付を発行したりすることによって、寡占的な格付市場で競争が働くことを意図していた。

これに対して、規則案に対するパブリック・コメントでは、1933年証券法で義務づけられている証券発行者に対する開示規制との関係があり、証券法の開示義務とは異なる情報が提供されることは投資家の誤解を招く可能性があること、証券発行者以外の開示は米国外で法令違反にあたるおそれがあることなど、法的な問題点が数多く指摘されている。また、証券発行者や引受人が証券化商品の法的ストラクチャーや原資産の情報開示を渋った場合にはデータ入手が困難となり正確な格付が提供できないこと、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産の情報を他の格付機関が入手してもタイムリーに格付を発行することが難しいことなど実務的な問題点も指摘されている。

そのため再提案では、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報開示の対象は、SEC から1年ごとに情報アクセスの認証を得た NRSRO に限るように修正が加えられている。わが国でも証券化商品の情報開示の改善を図るトレーサビリティの議論が行われているが、SEC が証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報提供の対象者の範囲を限定的にしたことは、証券化市場の透明性の向上の観点では一步後退したといえよう。

3. 証券化商品と債券の格付記号の区分

規則案では、証券化商品の格付を発行する場合、①証券化商品と債券等の格付記号の区

分、もしくは、②証券化商品の格付手法、証券化商品と債券等との格付の決定方法の違い、証券化商品と債券等との信用リスクの質の違いを記述したレポートの添付を求める規則（17g-7条）を新たに設けることが提案されていた。

現在、NRSRO は証券化商品の格付と債券の格付について、例えば AAA や Aaa といったように同一の格付記号を利用しているが、証券化商品の格付と債券の格付とでは、格付プロセスも格付手法も大きく異なるため、両者の間の格付としての性質の違いが指摘されている。こうしたことから、投資家の誤解を招かないよう、例えば AAA.sf など証券化商品と債券等の格付記号を区分しようというものである。

証券化商品と債券等の格付記号の区分に関する議論は、格付機関が策定・公表している自社の行動規範のベースとなる証券監督者国際機構（IOSCO）の基本行動規範でも明らかにされており、また、2008年4月の金融安定化フォーラムの報告書や2008年11月に開催されたG20の金融サミットにおいても区分を求める方向性が打ち出されている。

しかしながら、最終規則では規則案に含まれていた証券化商品と債券の格付記号の区分を促す規定を新設する提案は削除されている。SECはその理由を明らかにしていないが、一般に機関投資家は証券化商品と債券等の格付記号を区分することに反対の立場をとるところが多く、そのような意見が反映されたものと考えられる⁷。

III 今後の展望

サブプライム問題を受けて多くの議論・検討を経てきた証券化商品の格付のあり方に関わる SEC による NRSRO 規制の見直しは、これで概ね一段落する。

しかし、上述の変更点のうち、①証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報開示の対象者が他の NRSRO に限定されたこと、②証券化商品と債券等の格付記号の区分が見送られたことは、特に米国外の格付機関規制との関係で問題を生じることになる可能性がある。具体的には、現在、EU で導入されようとしている格付機関規制案は、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報を公表し、証券化商品の格付と債券の格付の格付記号の区分を促している。つまり、EU 規制案と比べるとこれらの点においては明らかに SEC の最終規則および再提案の規制内容が後退している⁸。

こうした SEC 規則と EU 規制案との間の規制ギャップの存在は、グローバルの格付市場に非効率さをもたらすだけでなく、規制アービトラージが行われる余地を与えてしまう可能性がある。格付機関規制の新たな課題として、規制のコンバージェンスの問題が浮かび上がってきたということだろう。

⁷ 例えばムーディーズが実施した調査では、回答を寄せた投資家の 73% は証券化商品の格付記号の変更を望んでいないという結果がでている（ムーディーズ「証券化商品に想定変動スコアと損失感応度を導入」2008年5月）。

⁸ 詳細については、小立敬「EU の格付機関規制案—サブプライム問題を踏まえた EU の対応」『資本市場クォーターリー』2009年冬号を参照。

別紙 SEC 最終規則および再提案

		SEC 規則案 (2008年6月)	最終規則・再提案 (2009年2月)
フォーム NRSRO： 登録申請書	格付パフォーマンスの比較 可能性向上	❖ 資産の種類に応じて、1年（短期）、3年（中期）、10年（長期）の格付パフォーマンス統計の作成	❖ 規則案と同じ
	格付手続き・ 手法の開示強化	❖ 原資産情報の検証が格付決定の際にどの程度考慮されているか、オリジネーターの質をどのように評価しているか、格付のモニタリングの頻度およびモデルの修正がモニタリングにおいてどのように取り扱われているかに関する開示	❖ 規則案と同じ
17g-2条： 記録と保存	モデル外の格付調整根拠の 記録	❖ 格付決定プロセスにおいて定量モデルが主な格付の決定要素となっている場合、モデルから得られた格付と発行された格付の間に重要な差異がある場合、その根拠を記録	❖ 規則案と同じ
	レーティング・アクションの 記録と開示	❖ 当初格付から現在の格付に至るすべてのレーティング・アクションとその日付を記録 ❖ NRSRO は当該履歴を 6ヶ月以内にウェブサイトで開示	❖ 規則案と同じ ❖ <u>NRSRO 登録し、格付発行数が 500 以上の格付クラスで、発行者、引受人、スポンサーから手数料を得る格付については、その 10%に相当するランダム・サンプルのレーティング・アクションとその日付を開示</u> ❖ <u>当該情報はレーティング・アクションから 6ヶ月後に NRSRO のウェブサイトで開示</u> <以下、再提案> ❖ <u>発行者、引受人、スポンサーから手数料を得る格付で 2007年6月 26 日以降に発行された格付については、レーティング・アクションとその日付をレーティング・アクションから 12ヶ月後に NRSRO のウェブサイトで開示</u>
	アナリストに対する苦情の 記録	❖ 格付手続きの開始、格付の決定・維持・モニタリング・変更・取り下げに関して、アナリストのパフォーマンスに対する苦情等のやりとりを記録	❖ 規則案と同じ
17g-3条： 年次報告	レーティング・アクションの 年次報告	❖ レーティング・アクションの総数について格付された資産の種類ごとに年次報告	❖ 規則案と同じ

		SEC 規則案 (2008年6月)	最終規則・再提案 (2009年2月)
17g-5条： 利益相反の 管理	証券化商品の 法的ストラク チャー、原資 産に係る開示	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 発行者、スポンサー、引受人から手数料を得て証券化商品の格付が発行される場合、①発行者、引受人、スポンサー、受託者等から NRSRO に提供され、NRSRO が当初格付を決定する際に利用するすべての情報（原資産の性質、法的ストラクチャーを含む）、②NRSRO が格付をモニタリングする際に利用するすべての情報（原資産の性質、パフォーマンスを含む）を提供 	<p><以下、再提案></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ <u>発行者、スポンサー、引受人から手数料を得て証券化商品の格付が発行される場合、①発行者、引受人、スポンサー、受託者等から NRSRO に提供され、NRSRO が当初格付を決定する際に利用するすべての情報（原資産の性質、法的ストラクチャーを含む）、②NRSRO が格付をモニタリングする際に利用するすべての情報（原資産の性質、パフォーマンスを含む）を提供</u> ❖ <u>当該情報の提供は、SEC から 1 年毎に認証を得た他の NRSRO に限って提供</u>
	禁止行為の拡 充	<ul style="list-style-type: none"> ❖ NRSRO およびその関連会社が債務者および発行者、引受人、スポンサーに対して提案を行うことを禁止 ❖ 格付決定プロセスにおいて責任を有する者または格付決定の手続き・手法の開発・承認に責任を有する者が手数料について交渉・協議・取り決めを行うことを禁止 ❖ 格付決定およびモニタリングを行うアナリスト、格付を承認する責任者が、格付を与える発行者、引受人、スポンサーから 25 ドル以上の贈答品を受けることを禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 規則案に同じ ❖ 規則案に同じ ❖ 規則案に同じ
17g-7条：新 設	付属レポート の発行または 格付記号の分 離	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 証券化商品の格付を発行するごとに格付決定に用いた格付手法、他の証券等との格付決定との違い、他の証券等との信用リスクの質の違いを記述したレポートの添付、または、証券化商品のみを識別できる格付記号の利用 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ <u>削除</u>

(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成