

格付参照の除去を図る米国 SEC の規則改正案

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 2011年2月10日、米国証券取引委員会（SEC）は、SEC規則・開示様式において格付の参照を取り除くための規則改正案を公表した。2010年7月に成立したドッド＝フランク法の規定に応じるものである。ドッド＝フランク法939条は、各種の法令における格付の参照の削除を求めており、939A条は、連邦規制当局に格付の参照や格付に依拠した規則の見直しを求めている。
2. 今回のSEC規則改正案は、格付の参照の廃止を図るSECによる一連の規則提案の中の第一弾として位置づけられており、今後、SECから各種SEC規則における格付の参照の廃止を図るさらなる規則改正案が示される見通しである。
3. 今回の提案については、簡略な登録届出書の様式であるフォームS-3の適切性要件として、投資適格格付の基準が廃止され、その代わりに、最低10億ドルの証券発行という基準に変更する提案が中心となっている。2008年にSECが行った規則改正案でも同様の提案が行われていたが、市場から多くの反対意見が寄せられていた。今回は、ドッド＝フランク法の要請に応じて、再度、同様の提案を行うものである。
4. 今後、SEC規則における格付の参照の廃止を求めるさらなるSEC規則改正の提案が行われる見通しである。また、SEC以外の連邦規制当局による格付の参照の廃止に向けた動きにも注意すべきであろう。

I. 格付の参照を取り除く SEC 規則改正案

2011年2月10日、米国証券取引委員会（SEC）は、1933年証券法および1934年証券取引所法の下でのSEC規則・開示様式について、格付の参照を取り除くための規則改正案を公表した¹。この規則改正案は、2010年7月に成立したドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法（以下、「ドッド＝フランク法」）の求めに応じるものである。

ドッド＝フランク法939条は、格付に対する投資家や規制当局の過度の依存を防ぐ観点から、連邦預金保険法、投資会社法、取引所法を含む各種法令の中で、格付や格付機関に

¹ <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-41.htm> を参照。

言及した規定の削除・代替を行うことを求めている²。さらに、939A 条では、連邦規制当局が所管するそれぞれの規制において、格付の参照あるいは格付に依拠した規則を取り除き、各規制当局が適切であると判断する信用価値基準 (standard of credit-worthiness) に代替することを要求している³。

SEC はすでに 2008 年に、SEC 規則や開示様式から格付の参照を取り除くための規則改正の提案を行っており、今回の規則改正案は、2008 年の提案と極めて似通ったものとなっている⁴。2008 年の提案に対しては、特に簡略な開示様式であるフォーム S-3 を改定することについて市場から多くの反対意見がパブリック・コメントとして寄せられ、最終規則化が図られていなかった。

しかし、格付の参照の除去を求めるドッド=フランク法が成立したことから、①規則提案が適切かどうか、②証券発行者や市場参加者にどのような影響を与えるか、③検討すべき代替的な手段が存在するのかどうかについて市場からの意見を求めるため、改めて規則提案を行ったものと説明している。SEC は、格付が多く投資家の投資判断において重要な役割を果たしていることは認めつつも、特定の格付または SEC が認定する格付機関である NRSRO の質に対して、いわばお墨付き (seal of approval) を与えるような方法で、格付を規制利用することは避けたいという考えを明らかにしている⁵。

SEC が公表した規則改正案の構成をみると、フォーム S-3 における格付の参照を廃止する提案に多くの頁が割かれており、それが主な検討対象であることが分かる。SEC は、今回の規則改正案を格付の参照を取り除く一連の規則提案の中の第一弾として位置づけており、今後、SEC から格付の参照の廃止を図るさらなる規則改正案が示される見通しである。以下では、今回の SEC 規則改正案の概要を紹介する。

II. フォーム S-3 等の開示様式の改定

フォーム S-3 は、基本的な登録届出書 (registration statement) であるフォーム S-1 に比べると簡略な登録届出書の様式である⁶。フォーム S-3 では、発行者自身の情報を登録届出書または目論見書に記載することは義務付けられず、その代わりに、発行者はフォーム 10-K に基づく直近の年次報告書を参照する旨を記載するだけでよい⁷。こうしたフォーム S-3 が利用できるのは、取引所法に基づいて 12 ヶ月以上報告書を提出している発行者が、①シニ

² 同条は、法律の成立日 (2010 年 7 月 21 日) から 2 年後に効力を及ぼす。

³ 同条は、格付の参照の代替を図る前提として、法律の成立日から 1 年以内に連邦規制当局が、①証券または短期金融市場商品の信用価値の評価の利用を求める規制、②かかる規制における格付への参照、格付に関連する規則についてレビューを行うことを求めている。

⁴ 2008 年の規則提案については、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。

⁵ NRSRO は、Nationally Recognized Statistic Rating Organization (直訳すれば「全国的に認知されている統計的格付機関」) の略。

⁶ 登録届出書は、わが国では金融商品取引法の有価証券届出書に相当する。わが国でも米国の制度に倣って有価証券届出書は、①完全開示方式、②組込方式、③参照方式の 3 つの方式が手当てされている。

⁷ Thomas Hazen, "Securities Regulation In a Nutshell," 10th edition, West, pp.41-49.を参照。

ア証券の募集、既発行証券の売付および特定の特別な種類の募集を登録する場合、および②公衆が保有する発行者の議決権株式の時価総額が 7,500 万ドル以上であるときにエクイティ証券の新規募集を登録する場合とされている⁸。また、海外民間発行者には基本的な様式のフォーム F-1 に対して簡略な様式としてのフォーム F-3 が用意されている。

フォーム S-3 およびフォーム F-3 を利用して、非転換型負債証券を発行する場合の適切性の要件として、現行は「投資適格格付」が利用されている。これに対して、SEC は規則改正案の中で、投資適格格付の要件を廃止し、適切性要件を最低 10 億ドルの証券発行額に変更することを提案している。フォーム S-3 等の適格性要件として投資適格格付の要件が廃止されると、よりクレジットの質が低い発行者がフォーム S-3 等の適格者となってしまう可能性がある。この点に関して SEC は、発行者区分制度における著名適格発行者 (well-known seasoned issuer) の要件との比較で次の検討を行っている。

著名適格発行者になると参照方式が利用可能となり、最も緩い開示規制が課される⁹。著名適格発行者は証券法規則 405 条の要件を満たす発行者であり、浮動株時価総額 7 億ドル以上といった要件に加えて、過去 3 年間、元本合計で 10 億ドル以上の負債証券を発行していることが条件となる。SEC は、著名適格発行者は一般に、投資家や市場から幅広く関心をもたれ監視される存在であるとしている。一方、フォーム S-3 等を利用する発行者についても、一般に発行者の情報は容易に入手可能であり市場による監視が行われるとする。そこで、SEC は、フォーム S-3 等の適格性要件として著名適格発行者と同じアプローチを用いることが可能であり、それが適切であるとの考えを述べている。

その結果、SEC はフォーム S-3 の改定にあたって、著名適格発行者と同じ 10 億ドル以上の発行額の要件を適用することを提案している。具体的には、フォーム S-3 の適格性要件のうち取引に関する要件として、「当該様式に基づく登録届出書届出前 60 日以内の時点で、証券登録者が直近 3 年間に元本合計で 10 億ドル以上発行している非転換型証券(エクイティを除き、キャッシュによる新規募集で、証券法に基づき登録されているもの)を発行している場合の登録者によるもしくは登録者のための非転換型証券のキャッシュによる募集」という要件が提案されている。

なお、適格性要件として投資適格格付を廃止することによって、現在はフォーム S-3 等の適格性をもたないハイ・イールドの債券発行者(投資適格格付未満)が適格性を有することになる一方、従来の適格性要件では適格性を有する発行者が、要件変更によって非適格となる場合がある。SEC はこの点に関する影響を分析しており、2006 年 1 月 1 日から 2008 年 8 月 15 日に発行された非転換型負債証券の事例から、フォーム S-3 等に適格性を有する発行者の中で、およそ 45 の発行者が非適格になることを指摘している。その一方で、

⁸ 前掲注 7 参照。

⁹ 2005 年の SEC の開示制度改革によって、証券発行者は、①継続開示を行っていない発行者、②参照方式を利用できない非適格発行者 (unseasoned issuer)、③参照方式を利用できる適格発行者 (seasoned issuer)、④参照方式を利用できる著名適格発行者の区分に分けられ、異なる開示規制が課せられる。詳しくは、大崎貞和「米国 SEC のディスクロージャー制度改革提案」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号を参照。

フォーム S-3 等の非適格発行者のうち、適格性要件の変更によって新たに適格性をもつのは 8 の発行者であるとしている。

Ⅲ. 証券法規則の改定

SEC は今回の規則改正案の中で、2008 年の提案で示した規則内容と同様、証券法規則 138 条および 139 条、168 条の見直しを提案している。これらの規則は、非転換型の投資適格証券の募集に係る通信（communication）について、一定の通信に関しては、証券法 2 条(a)(10)および 5 条(c)に規定する売付の申込（offer for sale or offer to sell）には該当しないというセーフハーバー・ルールを提供している¹⁰。

そして、SEC は規則 138 条および 139 条、168 条に関して、前述のフォーム S-3、フォーム F-3 に係る適切性要件の変更と平仄をあわせて、投資適格格付の要件を廃止することを提案している。これらの規則の適用を受ける際、現行規定ではフォーム S-3 等において適格性を満たすことが求められるからである。

また、SEC は、証券法規則 134 条(a)(17)の改正案も示している。規則 134 条(a)(17)は、NRSRO によって発行されたもしくは発行が予定される証券格付を一定の通信の中で開示することが、目論見書または自由書面目論見書（free writing prospectus）としてみなされないというセーフハーバー・ルールである。2008 年の提案では、NRSRO 以外の格付機関が発行する格付もセーフハーバー・ルールの対象に含めるという案を示した。これに対してパブリック・コメントでは、規制対象外の格付機関を含むことに対して反対意見が寄せられていた。今回の規則提案では、NRSRO が付与する格付を明示的に認めることはドッド＝フランク法 939A 条の目的にそぐわないという理由から、SEC は規則 134 条(a)(17)の規定そのものを廃止する提案を行っている。

Ⅳ. 今後の留意点

格付の参照の廃止を図る 2008 年の規則提案の最終規則化が図られなかったのは、特にフォーム S-3 等を中心に、市場からの反対意見が強かったからであろう。今回の規則改正案でも、フォーム S-3 等における格付参照の廃止の提案にパブリック・コメントを求める質問は 22 項目もあり、SEC が格付の参照廃止の検討を慎重に進めていこうとする姿勢が窺われる。

¹⁰ 規則 138 条は、フォーム F-3 の適格性を満たし、非転換型投資適格証券を発行している外国民間発行者の証券に関してブローカー・ディーラーが刊行物（publication）を作成した場合の規則である。規則 139 条は、フォーム S-3 またはフォーム F-3 の要件を満たし、フォーム S-3 またはフォーム F-3 に従って投資適格証券の募集を行うまたは行おうとする発行者、またはフォーム F-3 の要件を満たし、非転換型投資適格証券を発行する発行者に関して、発行者・証券についてブローカー・ディーラーが刊行物または調査レポートを配布する場合の規則である。そして、規則 168 条は、発行者がフォーム F-3 の適格性を満たし、非転換型投資適格証券を発行する場合、実際の事業情報または将来的な情報を含む通信の発行者によるまたは発行者のための通常のリリースおよび宣伝に関する規則である。

もともと、ドッド=フランク法 939A 条が SEC を含む連邦規制当局に格付の参照あるいは格付に依拠した規則を取り除き、規制当局が適切と判断する信用価値基準に代替することを求めている以上、格付の参照廃止という SEC の方針は変わらないとみられる。さらに、今回の規制提案は、SEC 規則から格付の参照を廃止する提案の一部分にしかすぎない。今後、どのような規則改正提案を SEC が提示するのか、注意深くみていく必要があるだろう。

さらに、939A 条は、法律施行日から 1 年以内、つまり 2011 年 7 月までに、連邦規制当局に対して格付の参照や格付に依拠した規則のレビューを実施し、レビュー実施後に規則の見直しを図ることを求めており、SEC 以外の規制当局の動きにも注意すべきである。例えば、バーゼル委員会による銀行の自己資本規制では、外部格付の利用が引き続き認められており、連邦準備制度理事会（FRB）等を含む銀行規制当局が、バーゼル適用に当たってどのような対応を図るのかという点についても注目すべきであろう。