

米国における格付け機関改革法の成立

小立 敬

要 約

1. 米国では、2006年9月29日、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、フィッチなど金融の諸規制に採用される「全国的に認知されている統計的格付け機関」（NRSRO）に対して、米国証券取引委員会（SEC）への登録を求める「2006年格付け機関改革法」が成立した。
2. 米国の格付け市場は、三大 NRSRO による寡占が続いている。この背景には、SEC による NRSRO の認定プロセスにおいては、「全国的に認知されている」という要件の判断基準が明確ではなく、また、SEC の手続きは透明性に欠けていることが指摘されており、これらが NRSRO に対する競争制限的な参入障壁となっているとされてきた。
3. 2001 年のエンロンの破綻の際には、直前まで投資適格の格付けが付与されているなど、格付けの機能に対する疑いが生じ、発行体から収入を得る格付け機関のビジネスモデルに内在する利益相反が問題となった。それ以来、NRSRO 制度の廃止も含め SEC や議会を中心に議論が重ねられてきた。
4. 改革法では、格付け機関は 10 名以上の適格機関購入者から格付けの認証を得れば NRSRO になることができるなど、NRSRO の参入障壁は大きく引き下げられている。さらに、NRSRO に対して SEC への登録制を導入し、また、利益相反の防止など一定の手立てを講じるなど、NRSRO に対する監督の枠組みが新たに構築されている。
5. わが国では、格付け機関をめぐる議論は表立ってみられないが、日本の格付け機関も構造的には米国と同様の問題を抱えている。今後、改革法の内容はもとより、SEC が制定する利益相反に関する規則に注目し、格付け機関に対する規制強化の要否について議論を深めていく必要があるだろう。

I. 格付け機関改革法の成立

2006年9月29日、ブッシュ米大統領は、「2006年格付け機関改革法」（Credit Rating Agency Reform Act of 2006、以下「改革法」）に署名し、法律が成立した。改革法は、1934年証券取引所法の一部を改正し、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、フィッチなどの「全国的に認知されている統計的格付け機関」（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）に対して、米国証券取引委員会（SEC）への登録を求めるものである。改革法は、SEC の規則が公布された日、または法律の制定から 270 日後の

いずれか早い日から施行される。

米国では、2001年のエンロンの破綻を機に、将来の信用力を表す格付けの機能に対する疑いが生じ、発行体から収入を得る格付け機関のビジネスモデルに内在する利益相反、格付け機関が発行体から入手する非公開情報の不正流用のおそれなど、様々な問題が明るみになった。改革法の成立は、これらの問題に対処し、格付け機関の制度改革の議論に一つの区切りをつけるものである¹。

II. NRSROの仕組み

1. 格付けの利用の拡大

格付け機関は、一般に、債券や負債性証券、資産担保証券など金融債務の信用力を表す格付けを付与することを主たる事業としている。格付け機関は、監査法人や証券アナリストなどと同様、いわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー（financial gatekeepers、「市場の門番」）として、投資家保護に資する公益上の重要な役割を担っていると考えられている。

格付けは、証券投資の際の有益な投資情報として格付けユーザーの利用に供され、債券や各種証券の発行・流通市場においては、格付けの取得がほぼ不可欠の条件となっている。また、格付けは規制当局に採用され、各種の金融規制において利用されており、規制のベンチマークとしても機能している。最近では、国際的な銀行監督の枠組みであるバーゼル銀行監督委員会の新たな自己資本比率規制（バーゼルII）における格付けの利用が注目されている。バーゼルIIでは、自己資本比率を計算する際の信用リスク・アセットの算定方法の一つである標準的手法の中で、格付け機関の格付けに応じたリスク・ウェイトをアセットに乗じることが認められている。

さらに、近年では、貸出契約や債券発行、デリバティブ取引など各種の金融取引契約において、格付けがあらかじめ定められた水準

以下になった場合に、債務の強制償還や取引条件の変更など契約上定められた事項が発動される格付けトリガー（rating triggers）が設定されることも多くなっている。先進国を中心とする資本市場においては、格付けは様々な役割・機能をもっており、格付けの影響力も益々大きくなってきていると言えよう。

2. NRSROとは

米国では、格付け機関について、「全国的に認知されている統計的格付け機関」（以下「NRSRO」）という制度が存在する。この制度は、1975年、ブローカー・ディーラー（証券会社）の自己資本を規制するネット・キャピタル・ルールにおいて、SECが所要純資産の計算にNRSROの格付けを採用したことに始まる。現在では、NRSROの格付けはネット・キャピタル・ルールに留まらず、投信、年金、銀行、不動産、保険など米国の様々な金融分野の規制の中で用いられている。

格付け機関がNRSROの地位を得るには、ノーアクションレターを通じてSECから認定される必要がある。SECの認定を得ようとする格付け機関がSECに申請を行うと、申請者はNRSROに該当するとSECのスタッフが判断した場合、その旨を記したノーアクションレターを發出する。もっとも、SECからNRSROに認定されたところで格付け機関としてはSECの監督の対象にはならない²。SECは、格付け機関に対してNRSROとしてのいわば「お墨付き」を与えているに過ぎない。

NRSROの制度が始まった時点では、S&P、ムーディーズ、フィッチの3社がNRSROとして認定されていた。最近では、2003年2月にドミニオン・ボンド・レーティング・サービス（DBRS）、2005年3月にA.M.ベストがNRSROとして認定されている。もっとも、前者はカナダという地域を中心とする格付け機関であり、後者は保険の格付けを専

門とする格付け機関であって、上位3社による寡占の状態に大きな変化はない。これまでもいくつかの格付け機関がNRSROとしての認定を受けているが、いずれも他のNRSROに吸収されている³。米国では、格付け機関の数としては現在130社以上に上っているが、NRSROの制度の開始以来、S&P、ムーディーズ、フィッチの三大NRSROによる寡占が続いており、特にS&Pとムーディーズのプレゼンスは圧倒的である。

III. NRSRO 制度の見直し

1. 1990年代半ばの議論

米国では、1990年代半ばから格付け市場におけるS&P、ムーディーズ、フィッチによる寡占の状況を打開するための検討が行われてきた(図表1)。

1994年、SECは証券規制におけるNRSROの利用の是非、証券規制でその格付けを採用し続ける場合の定義の明確化の必要性などを問うコンセプト・リリースを公表した。

ここでの中心的な議論は、ノーアクションレターを通じたSECによる認定プロセスでは、NRSROの定義、特に「全国的に認知されている」という要件の具体的な条件が明確ではなく、また、SECの手続きは透明性に欠けるということであった。SECはNRSROを認定する際の判断基準を組織内にはもっているとするものの、それは対外的には明らかにされていない⁴。また、格付け機関が申請を行ってからSECの結論が示されるまで数年間に及ぶケースもある⁵。

NRSROの「全国的に認知されている」という要件は、金融規制で用いられる格付けの信頼性を確保し、規制の実効性を高めることを目的としていると考えられるが、この要件自体が競争制限的であると考えられている。格付け機関がNRSROとして認定されるためには、この要件を満たすことが必要であるが、NRSROの格付けでなければ金融規制には利用できないことから、NRSRO以外の格付けは格付けユーザーに採用されず、そのため全国的に認知されないというジレンマに陥る。

図表1 NRSROに関する動向

1975年		SEC、S&PおよびMoody's、FitchをNRSROに認定
1994年	9月	SEC、NRSROに関するコンセプト・リリース公表 ・証券規制にNRSROを利用し続けるべきか(どのようにNRSROを定義するか) ・ノーアクションレターによる認定プロセスは適切か
1997年	12月	SEC、新規則を提案 ・NRSROの定義の明確化
2001年	12月	エンロン連邦破産法11条申請
2002年	7月	サーベンス・オクスレー法成立 ・702条(b)項の規定により、SECは大統領・議会に対して格付け機関の調査報告提出の義務
	11月	SECのNRSROに関する公聴会
2003年	1月	サーベンス・オクスレー法702条(b)項の規定に基づくSEC報告書提出
	4月	SEC、「格付け機関を格付けすることについての証言」公表
	6月	SEC、NRSROに関するコンセプト・リリース公表 ・証券規制にNRSROを利用し続けるべきか ・NRSROの判定プロセスやNRSROに対する監督は現行制度でよいか
	9月	IOSCO、格付け機関の活動に関する原則を提示
2004年	12月	IOSCO、格付け機関の自主的行為規範を提示
2005年	4月	SEC、NRSROに関するコンセプト・リリース公表 ・NRSROの定義を提示
	6月	「2005年格付け機関の複占を緩和する法案」下院に提出
2006年	6月	「2006年格付け機関の複占を緩和する法案」下院で可決
	8月	「2006年格付け機関改革法案」上院に提出
	9月	「2006年格付け機関改革法案」上院で可決、成立

(出所) 野村資本市場研究所作成

SEC の表現によれば「鶏が先か卵が先か」の問題（“chicken and egg” problem）である⁶。

これらの問題が NRSRO への参入障壁となって新規参入を阻み、結果として三大 NRSRO による市場の寡占化をもたらしていると考えられている。SEC のコンセプトリリースはこのような問題意識を受けて策定されたものである。

1997 年には、コンセプトリリースおよびそれに対するコメントを踏まえ、SEC は、「全国的に認知されている」という要件を定義づけ、定式化された手続きに則って NRSRO を認定するプロセスを導入する新規則の提案を行っている。しかしながら、SEC の提案に対して司法省などから批判的なコメントが寄せられたこともあって、最終的に規則化されないままになっていた⁷。

2. エンロン事件以降の議論

米国では、2001 年の終わりからエンロン、ワールドコムなど大型のスキャンダルが相次いで顕在化した。一連の企業不祥事を通じて、コーポレート・ガバナンスの脆弱性が問題となったが、それに加えて、監査法人や証券アナリストなど投資家保護に資する公益上の役割を果たすべきゲートキーパーが、十分に機能していないことが問題となった。これらへの対応として、2002 年 7 月にサーベンス・オックスレー法（企業改革法）が制定された。

同法では、上場公開企業の監査を行う監査法人を監督するものとして、公開企業会計監視委員会（PCAOB）が設置された。また、監査対象企業に対して監査業務と同時に一定の非監査業務を提供することが禁止されるなど規制が強化されている。証券アナリストに対しては、所属する金融機関の投資銀行部門の業績に連動して報酬を決定することが禁じられるなど、投資銀行部門からの独立性の確保が求められている。

一方、格付け機関については、サーベン

ス・オックスレー法は、格付け機関に対する規制に強化を図っていない。その代わりに SEC が格付け機関を調査し、その結果を議会に報告することが求められた。

エンロンなど近年の企業破綻のケースでは、不適切な格付けが付与されている事例があることが指摘されている。エンロンのケースでは、三大 NRSRO は、エンロンが破産申請を行うわずか 4 日前までその発行体格付けに対して「投資適格」の格付け（BBB-または Baa3 以上）を付与しており、将来の信用力を表すはずの格付けが十分に機能していないことが明らかになった。これについて、上院の委員会スタッフの報告では概ね次のように述べられている⁸。投資適格を与えた格付け機関は、エンロンの役職員の発言を額面どおりに捉え、同社に対する調査・分析を十分に行っていなかった。その結果、エンロンの健全性を損なうような兆候があったにもかかわらず、それが明らかに見逃されていた。

格付け機関をめぐる問題について、米国では、SEC や議会を中心に議論が行われた。三大 NRSRO に対する SEC の調査が行われ⁹、また、三大 NRSRO やその他の格付け機関の代表者、ブローカー・ディーラーや機関投資家など格付けユーザーが意見を述べる公聴会も開かれた。これらの調査やヒアリングを通じて、NRSRO の定義や認定プロセスの問題に加えて、次のような問題が提起された。

1) 利益相反の関係

格付け機関は、格付け付与の対価として発行体から手数料を得ており、三大 NRSRO の売上のほとんどは発行体からの手数料収入に占められている。個々の発行体から得る手数料の売上に対する割合はかなり小さいが¹⁰、発行体から手数料収入を得るビジネスモデルは、潜在的に利益相反の関係にあり、格付けの中立性に影響を与える可能性がある。

より深刻な利益相反を引き起こすおそれが

あるのは、三大 NRSRO が提供している追加業務に関する問題である。三大 NRSRO は、例えば、合併・買収や資産売却、自社株買取りなど企業戦略がその後の格付けにどのように影響するかを評価・分析するサービスを提供している。あるいはクレジット・スコアリング・モデルや内部格付けシステムサービスの提供、デフォルトや損失率あるいは格付け遷移などのデータの提供を行っている。三大 NRSRO は、こうしたコンサルティング業務を提供する際、発行体から追加的な手数料をとっており、格付け付与の際に追加業務を購入するよう発行体に不当なプレッシャーがかけられている懸念がある。

また、かねてより議論されていることとして、勝手格付け（unsolicited ratings）の問題がある。例えば、低めの格付けを発行体の依頼なく付与することによって、発行体が格付け取得を依頼するように圧力をかけることなどが以前から指摘されている¹¹。

2) 非公開情報の不正流用

情報の公平性の観点から、米国では、レギュレーション FD によって、発行体が公開されていない重要情報（material nonpublic information）を一般に公表する前に、一部の者に選択的に開示することが禁止されている（いわゆるフェア・ディスクロージャー）。これによって、発行体が、機関投資家や証券アナリストなどに限って重要な非公開情報を提供することは禁止されている。また、重要な非公開情報が意図せず一部の者に渡った場合は、発行体は、速やかにその情報を開示しなければならない。

ただし、レギュレーション FD においては、格付け機関は、非公開情報の選択的開示の禁止について適用除外であることが明示されている¹²。格付け機関は、一般に、公開情報だけではなく、発行体の予算や財務状況の見通し、内部資本の割当てなどの非公開情報

を発行体から直接得て、格付けの決定に反映させている。こうした非公開情報の活用によって、格付け機関がより有効で適切な格付けを付与することが期待されているのである。

この点に関して、非公開情報の情報フローの問題が指摘されている。すなわち、格付け機関が提供する格付けサービスに契約している者は、非契約者が入手できないレポートを手に入れ、また、格付け機関のアナリストと直接コミュニケーションを図ることなどによって、格付け機関が入手した発行体の非公開情報を得ることができる。こうした格付け機関を通じて行われる発行体の非公開情報の授受は、情報の公平性を担保するレギュレーション FD の趣旨に反しており、不正流用につながるおそれが指摘されている。

3) 格付け変更の不確実性

格付けユーザー、とりわけ機関投資家の問題意識として、三大 NRSRO の格付け決定プロセスに関する情報開示がなく、格付けの変更が不透明であるとの指摘がある。格付け見直しの条件や前提として、発行体の財務状況や業界動向、あるいは格付け見直しのトリガーとなる財務上の指標や何らかのイベントなど、格付け変更の鍵となる要素が明らかにされていない。このため、機関投資家などは格付け変更の不確実性が高いと考えており、その不確実性によって市場のボラティリティが大きくなっている可能性を指摘している。

3. 法案成立までの動き

かかる議論を踏まえて、2005年4月、SEC から NRSRO の「全国的に認知されている」という要件の定義づけを試みる 1934 年法規則 3b-10 案が提案され、また、6 月には NRSRO に対して SEC への登録を求める「2005 年格付け機関複占緩和法案」（Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2005）が下院に提出された¹³。この法案は、その後、

下院の金融サービス委員会（Committee on Financial Services）での議論を経て 2006 年 6 月に下院で可決された。

一方、改革法は、下院を通過した法案を踏まえて、上院の銀行住宅都市問題委員会（Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs）のリチャード・シュルビー委員長が同委員会に提出したものである。改革法は、9 月 22 日に上院で可決され、ブッシュ大統領の署名により 29 日に成立した。

IV. 格付け機関改革法の要点

1. 制度改革の方向

格付け機関に関する制度改革の方向としては、大きく分けて二つの選択肢があった。第一は、NRSRO 制度の廃止である。NRSRO を廃止し、格付けに代替する指標を金融規制に利用することが議論された。例えば、ブローカー・ディーラーのネット・キャピタル・ルールにおいては、格付けの代わりにクレジット・スプレッドを用いることなどが議論されている。第二は、NRSRO の格付けを金融規制の中で引き続き利用する一方、NRSRO の参入障壁を緩和し、同時に監督の枠組みを構築する方向性である。

改革法は第二の方法を選択しており、NRSRO の参入障壁を引き下げ一方、SEC への登録制を導入している。この選択の背景には、NRSRO 制度を廃止すれば、NRSRO を利用するすべての規制の変更が必要となり、多大な調整コストを要すること、また、NRSRO の格付けは市場に組み込まれているため、廃止に伴って市場が混乱するおそれがあることに配慮されたものと考えられる。逆に、SEC への登録制の導入は、格付けは憲法修正第 1 条が保証する「表現の自由」であるとする三大 NRSRO 側の主張と真っ向から対立するものである¹⁴。

なお、現在、ゲートキーパーの中で格付け

機関のみ法的に特別な取り扱いを受けている。前述のレギュレーション FD における非公開情報の選択的開示の禁止にかかる適用除外のほか、1933 年証券法 11 条に定める登録文書の重要な虚偽記載などにかかる民事責任について、NRSRO は同法規則 436 の規定により免除されている。格付け機関の制度改革の議論の中では法的責任の強化の議論もあった。しかし、改革法はこれらの点については触れておらず、格付け機関（特に NRSRO）は引き続き法的責任が軽減される存在である。

2. 法律の要点

改革法の概要については、図表 2 に取り纏めているが、法律のポイントは次のとおりである。

1) 参入障壁の緩和

改革法は、NRSRO について、①SEC への登録申請日までの少なくとも過去三年間は格付け機関として継続的に事業を行っていること、②格付け区分毎に適格機関購入者（qualified institutional buyers）から認証された格付けを発行していること、③SEC に登録していること、と定義している（1934 年法 3 条(a)項）。

上記 3 つの条件の中で、これまで問題となっていた「全国的に認知されている」という要件は、主に②の条件で対応している。この条件は下院で通過した法案には規定がなく、下院法案との大きな違いの一つである¹⁵。②の条件にある適格機関購入者とは、1933 年法規則 144A に規定するディーラー、保険会社、投資会社などである¹⁶。これらは日常的な格付けのユーザーであり、格付けについて専門的知見を有する者であると考えられる。さらに、15E 条(a)項の規定により、格付けを認証する適格機関購入者は 10 名以上である

図表 2 格付け機関改革法の概要

		主な内容
1934年証券取引所法 3 条 (改正) (a)項	格付け機関の定義	<ul style="list-style-type: none"> ○ 格付け機関 (credit rating agency) とは、次のものをいう <ul style="list-style-type: none"> (A) インターネットまたは容易にアクセスできる手段を通じて、無報酬または合理的な手数料で、格付けを発行する事業に従事していること (B) 格付けを決定するために、定量的モデル、定性的モデルまたはその両方を使用していること (C) 発行者、投資家、その他の市場参加者、またはその組み合わせから手数料を得ていること
	NRSRO の定義	<ul style="list-style-type: none"> ○ 全国的に認知されている格付け機関 (nationally recognized statistical rating organization) とは、次の格付け機関をいう <ul style="list-style-type: none"> (A) 登録申請日までの最低3年間、格付け機関として事業を行っていること (B) 次の格付け区分に応じて、適格機関購入者 (qualified institutional buyers) から認証を得た (certified) 格付けを付与していること <ul style="list-style-type: none"> ① 金融機関、ブローカー・ディーラー ② 保険会社 ③ 証券発行业会社 ④ 資産担保証券発行者 ⑤ 政府債発行者、地方債発行者、外国政府債発行者 ⑥ 上記①から⑤の組み合わせ (C) SECに登録されていること
1934年証券取引所法 15E 条 (新設) (a)項	登録事項	<ul style="list-style-type: none"> ○ 登録事項として、次の情報等をSECに提出しなければならない <ul style="list-style-type: none"> ① 短期、中期、長期における格付けのパフォーマンスを図る指標 ② 格付けを決定する際に使用する手続き (procedures) ・手法 (methodologies) ③ 規則に反する重要な非公開情報の不正流用を避けるための方針・手続き ④ 申請者の組織構造 ⑤ 倫理コード (code of ethics) の有無 (倫理コードを有していない場合にはその理由) ⑥ 格付けの付与に関するあらゆる利益相反の事項 ⑦ 申請者が登録しようとする格付けの種類 ⑧ 申請者の格付けサービスを利用している発行者・契約者のうち、登録申請日の直近の事業年度の純収入上位20名のリスト (非公開) ⑨ 債券発行者 (obligor) の格付けの種類毎に証された書面による認証 (written certification) (非公開) ⑩ SECが規則によって定める、公益、投資家保護のために必要または適切な登録申請格付け機関、その関係者に関するその他の情報・書類
	適格機関購入者の書面による認証	<ul style="list-style-type: none"> ○ 書面による認証については、次のことが求められる <ul style="list-style-type: none"> ① 格付け機関とは関係を有しない10名以上の適格機関購入者によるものであること ② 1つ以上の格付けの区分を記載していること ③ 格付けの区分毎に最低2つの認証を受けること ④ 適格機関購入者は、規則144A(a)の条件を満たし、登録申請日までの最低3年間は申請者の格付けを利用していること
	SECによるレビュー	<ul style="list-style-type: none"> ○ SECは、登録申請日から90日以内に、①カテゴリー毎の格付けに対する登録を行うか、②登録を拒否する機関決定を行う手続きに入らなければならない ○ 当該手続きにおいては、①検討した上で拒否する根拠を示すとともに聴聞の機会を設けること、②登録申請日から120日以内に当該手続きを終えなければならない ○ 当該手続きの結論として、SECは登録または登録拒否しなければならない ○ SECは、正当な理由があつて当該事由を公表した場合には、最大90日の範囲で手続き期間を延長することができる

		主な内容
	情報開示	<ul style="list-style-type: none"> ○ SECは、申請者が、①一貫して統一的な格付けを付与し、または開示される手続きや手法に従うために十分な財務基盤および経営資源を有していない場合、②登録しても登録停止または登録取消となるおそれがある場合には、登録を拒否すること ○ SECは、NRSROの登録事項および更新に関する情報について、インターネットまたは容易にアクセスできる手段を通じて公表すること（非公開の扱いのものを除く）
同条(b)項	登録事項の更新	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSROは、情報等が不正確となった登録事項については、速やかに修正しなければならない ○ NRSROは、毎年末から90日以内に登録事項を修正しなければならない。その際は、SECが公益、投資家保護のために必要または適切とする様式に従って、次のものを提出すること <ul style="list-style-type: none"> ① 登録事項が引き続き正確であることの証明 ② 前年における登録事項の重要な変更点のリスト
同条(c)項	格付け手続きの透明性	<ul style="list-style-type: none"> ○ 非公開情報の不正流用、利益相反の防止に関連する手続きを含めNRSROが重大な手続き違反をして格付けを付与した場合、SECは、格付け手続きの透明性を踏まえて何らかの措置を講じる権限を有する
同条(f)項	表明の禁止	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSROは、連邦政府等から指定、推奨、認定されていると表明してはならない
同条(g)項	非公開情報の不正流用防止	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSROは、重要な非公開情報の不正流用を防ぐための方針・手続きを明文化すること ○ SECは、重要な非公開情報の不正流用を防ぐための方針・手続きを求める規則を制定すること
同条(h)項	利益相反の管理	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSROは、事業から生じ得るあらゆる利益相反に取り組み、それを管理する方針・手続きを明文化すること ○ SECは、次の事項を含めNRSROが格付けを付与する際のあらゆる利益相反を禁止し、または管理し開示するための規則を制定すること <ul style="list-style-type: none"> ① 債券発行者、その関係者（any affiliate）から得る格付けの付与、それに関連するサービスにかかるNRSROに対する報酬のあり方 ② NRSRO、その関係者（any person associated with NRSRO）が債券発行者等に対して提供するコンサルティング、アドバイザリー、その他サービスの条件 ③ NRSRO等と債券発行者等との間の事業上の関係、所有者利益（ownership interest）、その他のいかなる金銭的利益または個人的利益 ④ 格付け対象となっている証券または短期金融市場商品（money market instrument）の引受人とNRSRO等との関係 ⑤ その他SECが公益、投資家保護のために必要と定める潜在的な利益相反
同条(i)項	禁止行為	<ul style="list-style-type: none"> ○ SECは、次の事項を含めNRSROが格付けを付与する際、不公正、威圧的、不正流用とSECが決定する行為・手法を禁止するための規則を制定すること <ul style="list-style-type: none"> ① NRSRO等が、債券発行者等に対して格付けの購入、その他サービス（格付け付与前の事前査定を含む）の購入を格付け付与の条件とすること、またはそのように迫ること ② NRSRO等が、資産プール、資産担保証券、MBS（mortgage-backed securities）等の証券等の大部分について格付けができない限り、それら一部の証券等についての格付けを低くしまたはそのように迫り、もしくは格付けを拒否すること ③ 債券発行者等が格付けの購入、その他サービスの購入をするか否かによって、NRSRO等が格付けを修正しまたはそのように迫り、もしくは格付けを決定する通常の手続き・手法によらないこと
同条(j)項	コンプライアンス・オフィサー	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSROは、非公開情報の不正流用、利益相反の禁止にかかる方針・手続きを管理し、本条を踏まえて制定されるSEC規則を含む連邦証券規制の遵守を強化するためにコンプライアンス・オフィサーを設置すること
同条(k)項	財務報告	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSROは、財務諸表（SECが要求すれば監査済みのもの）、SECが公益、投資家保護のため必要とする財務関連情報について、SECが定める頻度で提出すること（非公開）

（出所）野村資本市場研究所作成

ことが必要とされている。つまり、10名以上の適格機関購入者が認める格付けであれば、「全国的に認知されている」格付けであり、金融規制の中で用いられる格付けとして信頼に足るものであるとの考え方に立っている。

また、改革法では、特定分野の格付けの付与を事業としている格付け機関であってもNRSROとして登録できるよう工夫されている。適格機関購入者の認証は格付けの区分毎に取得することになっているが、格付け区分は、①金融機関またはブローカー・ディーラー、②保険会社、③証券発行事業会社、④資産担保証券発行者、⑤政府債発行者等に分けられており（3条(a)項）、一つの格付け区分だけでも登録申請ができる（15E条(a)項）。なお、申請者が複数の格付け区分を申請する場合は、格付けの区分毎に最低2名以上の適格機関購入者の認証が必要となる。

以上を踏まえると、NRSROの参入障壁は大幅に引き下げられていると考えられる。ノーアクションレターを通じたSECの認定プロセスでは、「全国的に認知されている」という要件が明らかではなく、参入の際の大きな壁となっていたが、改革法では、NRSROの地位を得ようとする格付け機関は、10名以上の適格機関購入者から格付けの認証が得られれば、解釈や判断の余地なくNRSROとなることができるからである¹⁷。

ただし、格付けの認証を与える適格機関購入者は、申請者の格付けを3年以上利用していることが条件となっている。新たにNRSROになろうとする格付け機関は、まずはこの条件をクリアーすることが必要である。

2) 登録手続きにおける透明性の確保

NRSROの定義問題に加えて、SECの認定プロセスにおいては、ノーアクションレターの要請から発出までの期限の定めがないなど手続きの不透明さが指摘されていた。これに対して、改革法では、NRSROの登録申請に

対するSECのレビューの期限やプロセスなどが明示的に定められており、透明性を確保する工夫がされていると言えよう。

改革法では、NRSROの登録申請があった日から90日以内にレビューを行い、SECは登録を行うか、または登録拒否の手続きに入らなければならないとされている（15E条(a)項）。登録を拒否する際の手続きにおいては、SECは申請者に聴聞の機会を用意しなければならない。

SECが登録を拒否する際の事由も規定上、明確にされている。格付け付与に関する各種の手続き・手法に従って一貫した格付けの付与を行うために十分な財務的基盤や経営資源を有していない場合、SECは登録を拒否しなければならないと規定されている。

3) 利益相反の禁止・管理

改革法は、規則制定者であるSECに対して、利益相反を禁止し、あるいは利益相反を管理しその内容を開示するものとして、次の内容を含む規則の制定を命じている（同条(h)項）。

- ① 格付け付与にかかる手数料のあり方
- ② 発行体に対するコンサルティング、アドバイザリーやその他のサービスなど追加業務を提供する際の条件
- ③ NRSROと発行体との利害関係
- ④ NRSROと格付け対象証券の引受人との関係
- ⑤ その他SECが公益、投資家保護のために必要と定める潜在的な利益相反

一方、NRSROに対しては、あらゆる利益相反を管理するための方針や手続きを明文化することを求めている。

SECが利益相反に関する禁止事項としてどのような行為を規制するかは、現時点で明らかではないが、少なくとも法律上は、発行体から収入を得るといった利益相反を内在するビジネスモデルを直接制限するような規定で

はない。SEC や議会におけるこれまでの議論を踏まえると、発行体からの収入による利益相反の問題は潜在的なものであって、それは個々の NRSRO において管理できるレベルであるとの認識を前提としているように思われる。

なお、改革法の格付け機関の定義では、発行体から手数料を得る格付け機関とともに、格付けユーザーから手数料を得る格付け機関、あるいは無報酬で格付けを提供する格付け機関も規定されている。将来、多様なビジネスモデルをもった格付け機関が現れることが期待されていると言えよう（3条(a)項）。

4) 非公開情報の不正流用の防止

NRSRO が入手する発行体の非公開情報の取り扱いに関しては、改革法は、SEC に対して、重要な非公開情報の不正流用を防ぐための規則の制定を求め、NRSRO には、重要な非公開情報の不正流用を防ぐための方針や手続きを明文化することを求めている（同条(g)項）。

5) 格付け決定プロセスの開示

改革法では、NRSRO の登録の際、登録事項として SEC に提出した情報について、財務諸表や収入の上位者リストなど非公開とされる一部の情報を除いて、一般に公にされる。また、NRSRO は毎年度あるいは情報修正の都度、登録情報を更新することが求められている（同条(b)項）。

この開示情報の中に格付けのパフォーマンスや格付け決定の手続き・手法に関する開示も含まれている。これによって、NRSRO による格付け見直しの際のトリガーや格付け決定のプロセスが明らかになり、とりわけ機関投資家が問題視している格付け変更の不確実性の問題が緩和されることが期待される。

6) 威圧的行為の禁止

改革法は、格付けを付与する側の優越的地位を利用して、発行体に対して威圧的な行為を行うことを禁止している。具体的には、次の行為が掲げられている（同条(i)項）。

- ① 発行体に対して、NRSRO が格付けサービスやその他サービスの購入を迫り、またはそれを格付け付与の条件とすること
- ② 発行体が NRSRO のサービスを購入するかしないかに応じて、NRSRO の格付け決定の手続き・手法を変更すること
- ③ 資産担保証券や MBS などのストラクチャード・ファイナンスにおいて、資産プールの大部分の格付けが取得されない限り、一部証券について格付けの付与を拒否すること

これらは利益相反の問題と関係している。なお、③はストラクチャード・ファイナンスにおいて現実に指摘されているノッチング（notching）と呼ばれる行為である。S&P とムーディーズは、資産プールのうち自社の格付けの割合が低いストラクチャード・ファイナンスの案件について、付与する格付けを低くしたり、あるいは格付けの付与を拒否したりすることがあり、従来から問題視されていた¹⁸。

7) コンプライアンスの強化

利益相反や非公開情報の不正流用の問題など改革法で規定された規則などにかかるコンプライアンス強化の観点から、改革法は、NRSRO に対してコンプライアンス・オフィサーを置くことを義務づけている（同条(j)項）。

8) 格付けの透明性に違反した場合の対応

利益相反や非公開情報の不正流用の防止に関する手続きなどに対して重大な違反を行って格付けを付与した場合には、SEC は何らかの規定を設ける権限を有することが明記さ

れている（同条(c)項）。

V. 今後の展望

米国で成立した改革法は、エンロンの破綻をきっかけとする格付け機関の制度改革の議論に区切りをつけるものである。改革法では、これまで監督対象ではなかった NRSRO に SEC への登録が求められ、NRSRO は、改革法で求められる規制の要求に答えていかなければならない。これまでの「表現の自由」に守られていた状況からは大きく環境が変わることになる。

改革法の目的の一つは格付け市場における寡占の状況を緩和することである。改革法は NRSRO の定義を具体的に条件づけたことなどによって、参入障壁を大きく引き下げている。今後、NRSRO への新規参入が増え、あるいは多様なビジネスモデルをもった格付け機関が出現し、その結果として格付けの市場が競争的なマーケットに変化していくのか、今後の趨勢について注意深く見守っていく必要がある。

他方、わが国に目を転じると、日本では、NRSRO を範にしたとされる指定格付機関制度がある。現在、金融庁長官によって、格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）、ムーディーズ、S&P、フィッチの5社が指定されている¹⁹。また、指定格付機関の格付けは、複数の金融規制の中で利用されている²⁰。公的な権威から「お墨付き」を得た少数の格付け機関の格付けが金融規制に採用され、その格付けが資本市場で大きな影響力をもつという姿は、これまでの米国の NRSRO の姿と似通っている。

さらに、米国で起きた問題との対比で見ると、2001年のマイカルの破綻の際、一部の格付機関が破綻直前まで投資適格の格付けをつけていたことが問題となった。また、発行体から収入を得るビジネスモデルに内在する

利益相反の問題や追加業務を提供する際の圧力の懸念については、わが国ではさほど表立った議論がみられないが、構造的には米国の問題と共通するところである。

今後、改革法の内容はもとより、いずれ SEC が制定する利益相反に関する規則にも注目し、わが国における格付け機関に対する規制強化の要否について議論を深めていく必要があるだろう。

- ¹ 格付け機関をめぐる全体的な議論や経緯などについては、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。また、ゲートキーパーとしての議論は、淵田康之「問われるファイナンシャル・ゲートキーパーの役割」「ファイナンシャル・ゲートキーパー規制の論理と日本の課題」『資本市場クォーターリー』2005年秋号を参照。
- ² 格付け機関を 1940 年投資顧問法（Investment Advisors Act of 1940）における投資顧問として捉えることが適切かどうかの議論はあるが、SEC は同法に規定する投資顧問の登録を行うよう促している。
- ³ NRSRO 制度が始まって以降、4 つの格付け機関（Duff and Phelps、McCarthy Crisanti & Maffei、IBCA、Thomson Bank Watch）が新たに NRSRO として認定されていたが、合併・買収などによっていずれも他の NRSRO に吸収されている。
- ⁴ SEC は、当初はケース・バイ・ケースの対応で NRSRO 認定を行っていたが、事例の積み重ねによって、「全国的に認知されている」ことについて、①組織構造、②財務基盤、③人員とその質、④格付け対象企業からの独立性、⑤格付け発行の手続き、⑥非公開情報の不正流用防止にかかる内部手順を判断基準にしていると報告している（SEC, “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Market”, January 2003）。
- ⁵ 現在 NRSRO として認定されている DBRS は、申請からノーアクションレター発出まで 2 年を要している。また、Egan-Jones は 1998 年に申請したままになっており、Lace Financial Corp. は申請から 8 年間待たされた結果、2000 年に拒否されている。
- ⁶ 前掲 4 参照。
- ⁷ SEC の提案では、NRSRO の認定に当たって、①全国的な認知、②債券発行者の信頼を得るような格付けを発行するに足る人材、財務基盤、組織構造、③信頼されかつ正確な格付けを実施し得る統一的な格付け手続き、④発行体の経営者との十分な接触、⑤非公開情報の不正流用を防止する内部

手続き、およびその遵守、を考慮するとしている。これについて、司法省は、SEC の提案内容では、NRSRO への参入障壁は緩和されないとの見方を示している。

- ⁸ Report of the Senate Committee on Governmental Affairs, "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs", October 2002.
- ⁹ 1934 年証券取引所法 21 条(a)項および 1940 年投資顧問法に基づく調査 (前掲 2 参照)。
- ¹⁰ S&P は、一つの発行体からの手数料収入で、格付け業務の売上の約 2% を超えるようなものはないとしている (前掲 4 参照)。この点では、個社の手数料への収入依存度が高い監査法人の状況とは異なっている。
- ¹¹ 例えば、1993 年、コロラド州ジェファーソン郡学区は債券発行の際、S&P とフィッチに格付けを依頼し債券を発行したが、それまで格付けを依頼していたムーディーズが見通しをネガティブとする格付けを自主的に発表。この結果、債券購入者からキャンセルが相次ぎ訴訟に至った事例がある。
- ¹² 17CFR § 243.100(b)(2)(iii)
- ¹³ 2005 年の SEC の新規制案、下院への法案提出までの動きについては、野村亜紀子「米国の格付け機関の規制をめぐる最近の議論」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号を参照。
- ¹⁴ 憲法修正第 1 条が保証する「表現の自由」によって格付けが保護されているという格付け機関の主張は、過去の訴訟である程度考慮されてきている。このため、NRSRO の側では、SEC への登録制について表現の自由を奪う憲法修正第 1 条違反であるとする見方もある。
- ¹⁵ 同法案は、当初、現行の NRSRO を廃止し、定義をし直した上で SEC 登録を求めることとしていた。すなわち、「全国的に認知されている統計的格付け機関」(Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の「認知されている」(recognized) を「登録された」(registered) に変え、「全国的に登録された統計的格付け機関」とすることを提案していた。もっとも、下院を通過した法案では、NRSRO の廃止は見送られ、NRSRO とは、①最低 3 年間は格付け機関として事業を行っていること、②SEC に登録していることの 2 つの要件が規定された。
- ¹⁶ 規則 144A の(a)項に定める適格機関購入者は、保険会社、登録投資会社、小規模事業投資会社、州により設立された従業員福利計画、一定の従業員福利計画、一定のトラスト・ファンド、事業育成会社、内国歳入法 501 条(C)項に基づく組織、登録投資顧問会社、登録ディーラー、適格機関購入者のために無リスク元本取引を行うディーラーなどである。
- ¹⁷ 登録制の下では登録条件に合致すれば NRSRO となる。つまり、SEC は「お墨付き」を与える存在ではない。この点に関連して、改革法では、NRSRO は連邦政府などから指定、推奨、認定されていると表明してはならないとの規定が設けられている (15E 条(f)項)。

¹⁸ Fitch Ratings, "Survey Shows Majority of Structured Finance Executives Oppose Notching as Practiced by Moody's and S&P", 3/27/2002.

- ¹⁹ 企業内容等の開示に関する内閣府令 1 条 13 号の 2 に規定する制度で、金融庁長官が、格付実績、人的構成、組織、格付けの方法および資本構成、その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して指定するものである。指定格付機関は、「企業内容等の開示に関する内閣府令第 1 条第 13 号の 2 に規定する指定格付け機関を指定する件」に定められている。
- ²⁰ 例えば、証券会社の自己資本規制比率、発行登録制度の利用適格要件、参照方式による開示の要件、特定目的会社の CP 発行の要件がある。