

証券会社のネット・キャピタル・ルールから 格付参照の廃止を図る米国 SEC の提案

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2011年4月27日、SEC規則から格付の参照を廃止する規則案を公表した。証券会社の自己資本規制であるネット・キャピタル・ルールを対象とする今回の提案は、NRSRO制度の創設のきっかけとなった規則を抜本的に変更するものであるだけに、格付参照の廃止を図るSECの一連の取り組みの中でも象徴的な意味合いを感じる。
2. SECは今回の規制案において、ネット・キャピタル・ルールの改正案として、格付の参照を取り除く一方、代替的な信用価値基準に基づいてネット・キャピタルのヘアカットを決定する方法を提案している。現行ルールと同様、CPは0%~0.5%、非転換型債務は2%~9%、優先株式は10%というヘアカットを適用するためには、証券会社は信用リスク、流動性リスクを評価するための方針・手続きを策定・維持・適用し、そのプロセスに則って投資が「最低量の信用リスク」に留まっていることを判断することが求められる。
3. 一方、証券会社の内部モデル利用を認める代替ネット・キャピタル手法では、カウンターパーティ・リスクを考慮する際に、現行規則は内部格付もしくはNRSROの格付を利用することを規定している。そこで、SECは規則案において、NRSROの格付の参照を削除し、内部格付に基づく方法のみを提案する。内部モデル利用がすでに承認されている証券会社はSECから改めて承認を得る必要はなく、その適用についてSECに表明すればよい。
4. 今回のSEC規則案は、格付参照の廃止を図るSECの取り組みとして象徴的な意味合いを感じる一方で、実際の適用において不透明な点も多い。最終規則の策定に向けて市場からどのようなコメントがSECに提出され、それらをSECがどの程度考慮するのか、見極めていく必要がある。

I. SEC による規則案の公表

2011年4月27日、米国証券取引委員会（SEC）は、1934年証券取引所法に係る SEC 規則から格付の参照を廃止する規則案を公表した¹。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」）の規定に基づき、SEC 規則において格付を参照している規定の削除を図る一連の規則改正の提案の1つである。

ドッド＝フランク法 939A 条は、連邦規制当局が所管する規制分野において、格付の参照もしくは格付に依拠した規則・規制を廃止し、連邦規制当局が適当と判断する信用価値基準（standard of creditworthiness）に代替することを求めており、ドッド＝フランク法の成立日（2010年7月21日）から1年以内に各当局は格付に関連する規則・規制のレビューを行わなければならないとしている。SEC が今回公表した規則案には、SEC が格付の規制利用を目的として導入した NRSRO 制度のきっかけとなったブローカー・ディーラー（証券会社）の「ネット・キャピタル・ルール」（Net Capital Rule）の改正が含まれている²。

米国では現在、格付機関 10 社が NRSRO として SEC に登録している。かつては、NRSRO がほぼムーディーズ、S&P、フィッチの3社に限られていたことから、NRSRO 制度が格付市場の参入障壁となっているとの批判が行われてきた。NRSRO 制度は、1975年に SEC が証券会社の自己資本規制であるネット・キャピタル・ルールを導入する際、格付機関が発行する格付を規制上の基準として利用するために設けられた制度であり、SEC による格付機関の公認制度として存在した。NRSRO 制度が導入されてから各種規制において格付利用が進み、格付市場は3大 NRSRO（特にムーディーズ、S&P）による寡占の状況となっていた。2001年のエンロン事件を機に、格付機関の利益相反や格付市場の競争環境の問題が改めてクローズアップされたことから、そのような問題に対処するために2006年格付機関改革法が制定され、NRSRO は SEC に登録しその監督を受けることとなった³。

SEC はドッド＝フランク法 939A 条を受けて、格付参照を取り除く規則改正の提案をすでにいくつか行っている⁴。一方、ネット・キャピタル・ルールから NRSRO が発行した格付の参照を廃止する今回の提案は、NRSRO 制度の創設のきっかけとなった規則を抜本的に変更するものであるだけに、格付参照の廃止を図る SEC の一連の取り組みの中でも象徴的な意味合いを感じる。

SEC 規則案は、①証券会社のネット・キャピタル・ルールのほかに、②証券会社の顧客保護ルール、③証券会社の顧客のコンファメーションに係る規則、④レギュレーション M（後述）の適用除外において格付の参照をそれぞれの規定から削除する改正提案である。

¹ <http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/34-64352.pdf>.

² NRSRO は Nationally Recognized Statistical Rating Organization（全国的に認知された統計的格付機関）の略。

³ 2006年格付機関改革法に至る経緯については、小立敬「米国における格付け機関改革法の成立」『資本市場クォーターリー』2007年冬号を参照。

⁴ SEC 規則から格付の参照を取り除く規則案として、例えば、登録届出書の格付利用を廃止する提案がすでに行われている。小立敬「格付け参照の除去を図る米国 SEC の規則改正案」『野村資本市場クォーターリー』2011年春号（ウェブサイト版）を参照。

以下では、主にネット・キャピタル・ルールに焦点を当てて、今回の SEC 規則案の概要を紹介する。

Ⅱ. ネット・キャピタル・ルール

1. ルールの概要

取引所法 15 条(c)(3)の下で SEC 規則 15c3-1 に規定されるネット・キャピタル・ルールは、SEC に登録する証券会社を対象にした自己資本規制である。ネット・キャピタルとは、証券会社の負債に対する資産の超過額である純資産 (net worth) であり、規則 15c3-1 に規定された方法で計算される自己資本の額である。ネット・キャピタル・ルールは、最低比率に関する基準として、総負債額がネット・キャピタルの 1,500%を超えないことを求めている (総負債額基準)。また、当該基準の代わりに、証券会社はネット・キャピタルを最低 25 万ドルまたは顧客資産勘定の 2%のいずれか大きい額を下回らないという基準を選択することができる (代替基準)。

さらに、ネット・キャピタルの最低基準として、証券会社の性格によってあるいは証券会社が顧客の資金・証券を取り扱っているかによって、異なる基準が設けられている。例えば、顧客の資金・証券を保有していない証券会社には、ネット・キャピタルは最低 10 万ドルが要求されるのに対して、顧客口座をもつ証券会社には最低 25 万ドルの水準が求められる。証券会社のネット・キャピタルは、最低比率または最低基準のいずれか高い基準を超えていなければならない。

このネット・キャピタルは、証券会社が破綻する場合に、証券会社の顧客およびその他の市場参加者を保護することを目的としている。ネット・キャピタルの最低基準を下回った証券会社について、正式な倒産手続きを適用したり、証券投資者保護公社 (SIPC) から金融支援を受けることなく、秩序だった方法によって清算することを可能にすることを狙いとしている。

ネット・キャピタル・ルールでは、証券会社は常に最新のネット・キャピタルを計算しなければならない。ネット・キャピタルを計算するためには GAAP に基づいてまず純資産を計算し、その純資産に一定の劣後債務を加え、当該金額から無形資産や固定資産、無担保の売掛債権のような容易に現金に変換できない資産を控除する。そして、証券の価格や流動性が変動するリスクによって証券会社が被る損失に対応するマージンとして、証券会社が自己のポジションで保有する証券の時価の一定割合をヘアカットして、ネット・キャピタルを算出することになる。

現行のネット・キャピタル・ルールでは、少なくとも 2 社の NRSRO から相対的に高い格付を取得している一定の証券は、相対的に格付が低い証券や無格付の証券に比べて流動性があり価格のボラティリティも低いとの想定の下、低いヘアカットが適用されている。具体的には、コマーシャル・ペーパー (CP) については、少なくとも 2 社の NRSRO から

上位 3 つの格付カテゴリーに含まれる格付（例えば、A-1、A-2、A-3）を取得した場合はマチュリティに応じて 0%~0.5%という相対的に低いヘアカットが適用される⁵。また、非転換型債務証券（nonconvertible debt securities）や優先株式（preferred stock）については、少なくとも 2 社の NRSRO から上位 4 つの格付カテゴリーの格付（例えば、AAA、AA、A、BBB）を取得した場合、非転換型債務証券にはマチュリティに応じて 2%~9%、優先株式には 10%のヘアカットが適用される⁶。

2. 規則 15c3-1 の改正案

一方、ドッド=フランク法 939A 条は、格付の参照または格付に依拠した規則を廃止し、連邦規制当局が適当と判断する信用価値基準に代替することを求めている。そこで、SEC は今回の規制案において、ネット・キャピタル・ルールの改正案として、同ルールから格付参照を取り除く一方、代替的な信用価値基準に基づいてヘアカットを決定する方法を提案している。

SEC はまず、証券会社が自己勘定で保有する CP、非転換型債務証券、優先株式について、「常に利用可能な市場」（ready market）がある場合にはヘアカットを 15%とする⁷。現行のネット・キャピタル・ルールでは規定されていない証券（=CP、非転換型債務証券、優先株式以外の証券）についても、常に利用可能な市場がある場合には 15%のヘアカットを適用する。この結果、エクイティ証券の多くは 15%のヘアカットが適用される。一方、常に利用可能な市場がない証券の場合にはヘアカットは 100%を適用、つまり当該証券の全額がネット・キャピタルから控除されることとなる。

SEC はその上で、代替的な信用価値基準として、証券会社が一定の条件を満たす場合には、CP、非転換型債務証券、優先株式について 15%よりもさらに低いヘアカットを適用することを可能にする提案を行っている。具体的には、現行ルールと同様、CP には 0%~0.5%、非転換型債務証券には 2%~9%、優先株式には 10%というヘアカットが適用される。こうした 15%よりも低いヘアカットが適用できる条件として、証券会社は信用リスク、流動性リスクを評価するための方針・手続きを策定・維持・適用し、そのプロセスに則って投資が「最低量の信用リスク」（minimal amount of credit risk）に留まっていることを証券会社が

⁵ CP のマチュリティが、①30 日未満の場合は 0%、②30 日以上 91 日未満の場合は 0.125%、③91 日以上 181 日未満の場合は 0.25%、④181 日以上 271 日未満の場合は 0.375%、⑤271 日以上 1 年未満の場合は 0.5%に設定されている。

⁶ 非転換型債務証券のマチュリティが、①1 年未満の場合は 2%、②1 年以上 2 年未満の場合は 3%、③2 年以上 3 年未満の場合は 5%、④3 年以上 5 年未満の場合は 6%、⑤5 年以上 10 年未満の場合は 7%、⑥10 年以上 15 年未満の場合は 7.5%、⑦15 年以上 20 年未満の場合は 8%、⑧20 年以上 25 年未満の場合は 8.5%、⑨25 年以上の場合は 9%に設定されている。

⁷ 「常に利用可能な市場」の定義は、独立的な虚偽のない（bona fide）売買のオファーが存在する市場であり、その結果、価格は最新の売却価格に関係しており、または最新の虚偽のない競争的な売り気配・買い気配が特定の証券についてほぼ瞬時に決定することが可能な市場で、支払いにおいては、当該価格での売却決済の中で比較的短期間に取引注文照合を受けることができる市場として定められている。

判断することを求める⁸。つまり、証券会社には、NRSRO の格付に依存せずに、自ら信用リスクおよび流動性リスクを評価することが求められる。そして、個々の証券の信用リスクを評価する際にいくつか考慮すべき具体的な要素を挙げており、それらの要素を考慮した結果、最低量の信用リスクであると判断されれば 15% よりも低いヘアカットが適用できるが、そうでない場合には低いヘアカットを適用してはならない。

SEC は、証券会社が信用リスクを自ら評価する際に判断する要素として、以下の項目を挙げている。

- 信用スプレッド・・・CP、非転換型債務証券、優先株式と財務省証券等との間の信用スプレッド、または当該証券を参照するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS) のスプレッドに基づいて、信用リスクが最低量に留まっていることを示すことができるかどうか
- 証券関係リサーチ・・・証券発行者が自らの財務上のコミットメントに適合していることを確認するような証券に関するリサーチ・プロバイダーがいるかどうか
- 内部または外部の信用リスク評価・・・証券会社が自ら開発した信用評価、格付機関の信用評価（NRSRO かどうかにかかわらない）が特定の証券に関連した信用リスクに関する見方を示しているかどうか
- デフォルト統計・・・信用情報に関するプロバイダーが、特定の証券について他の証券と同様の方法で、最低量の信用リスクの下でのデフォルト確率を提示しているかどうか
- インデックスへの採用・・・証券またはその発行者が最低量の信用リスクの下で、一般的に認知されたインデックスの構成要素に含まれているかどうか
- 先取特権または信用補完・・・超過担保を含む信用補完でカバーされる程度または倒産時の条件または債権者の条件としての先取特権の程度
- 価格、イールドおよび／またはボリュウム・・・証券または当該証券を参照する CDS の価格およびイールドが、最低量の信用リスクの下にあると証券会社が判断する他の証券と一致しているかどうか、活発な取引の結果から生じた価格かどうか
- アセットクラスに固有の要素・・・ストラクチャード・ファイナンス商品の場合は、裏付資産の品質

SEC は、2009 年末時点で SEC に登録している証券会社 5,060 社のうち、債務証券を自己ポジションで保有していたのはおよそ 480 社であるとし、ネット・キャピタル・ルールの改正が影響する証券会社の割合は少ないとする。SEC は日々の監督から、債務証券について大きな自己ポジションをもつ証券会社の多くは、改正案が示す要素に基づいてすでに独立的な信用価値評価を行っていることを認識していると述べている。また、証券会社が CP、

⁸ 信用リスクを評価するための当該方針・手続きは、3 年以上の保管が義務付けられ、SEC や自主規制機関 (SRO) の検査においてレビューの対象となる。信用リスク評価のための方針・手続きが合理的に策定・維持・適用されていない証券会社は、規則違反として罰則の対象となる。

非転換型債務証券、優先株式の発行者に対して自己勘定で重要な資本を提供している現実も認識しているとしており、証券会社の資本市場における重要な役割であるマーケット・メイクに対する影響を考慮に入れる姿勢を示している。さらに、今回のネット・キャピタル・ルール⁹の改正は、より低いヘアカットが適用される証券の範囲を広げることも狭めることも意図するものではないとしており、格付に対する過度の依存を取り除くこと以外の目的はないことを明らかにしている。

そして、SEC は、ネット・キャピタル・ルールの改正の結果として、潜在的なコンプライアンス・コスト、提案した基準や信用リスクの最低基準を適用する場合の困難さ、自己勘定の証券の一般的なアロケーションに変化をもたらすような証券会社の実務上の変化が意図せざる結果をもたらすかどうかを含め、ネット・キャピタル・ルールの改正案に対する市場からのコメントを慎重に受け止める姿勢を示している。

Ⅲ. 代替ネット・キャピタル・ルール等

規則 15c3-1 の添付書類 (Annex) A は、オプションおよびその関連ポジションの本質的なリスクを反映するために、ネット・キャピタルにおけるオプションの取り扱いを簡素化するものである。添付書類 A では、証券会社の自己ポジションにおける「主要市場外国通貨」(major market foreign currency) に係る通貨オプションについては、その他の通貨オプションに対して有利な取り扱いとなっている。そして、現行の主要市場外国通貨の定義においては、大規模なインターバンクの通貨先物市場の有無に加えて、NRSRO の格付が参照されている⁹。そこで SEC は、ドッド＝フランク法 939A 条に基づき、主要市場外国通貨の定義から NRSRO の格付参照を削除し、大規模なインターバンクの通貨先物市場が存在することのみを条件とする改正を提案している。

一方、規則 15c3-1 の添付書類 E は、ネット・キャピタル・ルールの代替的な手法として、SEC の承認の下、市場リスクおよび信用リスクに係るネット・キャピタルからの控除額の計算において、証券会社の内部モデルを利用することを認める「代替ネット・キャピタル」(alternative net capital) を定めている。代替ネット・キャピタルは、バリュエーション・アット・リスク (VaR) やシナリオ分析を含め、定量モデルを利用して内部リスク管理を行っている証券会社が、市場リスクやデリバティブに関連する信用リスクの計算において VaR あるいはシナリオ分析を利用して、ネット・キャピタルを算定することを認めるものである。

添付書類 E は、代替ネット・キャピタル手法を利用する証券会社に対して、カウンターパーティ・リスクを考慮してネット・キャピタルに信用リスクをチャージすることを求めており、カウンターパーティ・リスクを考慮する際に、現行規則は証券会社の内部格付もしくは NRSRO の格付を利用することを規定している。そこで SEC は、ドッド＝フランク法 939A 条の要件を満たすため、NRSRO の格付に依拠した記述を廃止し、その代わりに、

⁹ 主要市場外国通貨は、短期債務が少なくとも 2 社の NRSRO から上位 2 つの格付カテゴリーに含まれる格付を取得した国の通貨で、大規模なインターバンクの通貨先物市場がある通貨として定義されている。

カウンターパーティ・エクスポージャーについて証券会社の内部格付に基づいて 20%、50%または 150%のリスク・ウェイトを適用して算定する方法を提案している。その条件として、証券会社には内部モデルの利用について、当初適用時とその後修正が生じた場合に SEC の承認を得ることを求めている。

SEC は、市場リスク、信用リスクのチャージを算定するための内部モデルの利用がすでに承認されている証券会社は、すべて内部格付を利用することの承認を得ているとする。すなわち、すでに SEC から承認を得ている証券会社は、規則が改正されても内部格付を利用することについて改めて承認を得る必要はなく、その適用について SEC に表明すればよいとする。一方、SEC から内部モデル利用の承認を得ていない証券会社で、代替ネット・キャピタル手法を利用しようとするところは、新たに SEC による承認が必要になる。

また、規則 15c3-1 の添付書類 F は、OTC デリバティブ・ディーラーを対象に代替的なアプローチを認めている。VaR モデルやシナリオ分析を含め、自らの業務リスクを管理するために定量モデルを利用して内部リスク管理を行っている OTC デリバティブ・ディーラーは、OTC デリバティブ取引から生じる市場・信用リスクに対応するため、内部モデルを使ってネット・キャピタル控除の計算を行うことができる。具体的には、OTC デリバティブ・ディーラーはカウンターパーティ・リスクを考慮してネット・キャピタルから信用リスク控除を行うことを求められており、その際には 20%、50%、100%に設定されたカウンターパーティ・ファクターを考慮しなければならない。そして、1 つのカウンターパーティに係る再構築価額がネット・キャピタルの 25%を超過する場合、OTC デリバティブ・ディーラーには集中リスクに関してもネット・キャピタルに対するチャージが生じる。現行の添付書類 F は、こうしたカウンターパーティ・ファクターや集中チャージについて、内部格付のみならず NRSRO の格付を参照している。

そこで SEC は、ドッド=フランク法 939A 条の求めに応じて、NRSRO の格付に依拠する規定を廃止する改正を提案している。改正の結果として、OTC デリバティブ・ディーラーはカウンターパーティの信用リスク・チャージを算定するために、内部格付を利用することに関して当初適用時と修正時に SEC から承認を得る必要が生じる。ただし、現在、代替ネット・キャピタル手法の下で、市場・信用リスクを算定している証券会社はいずれも SEC の承認を得ている。そのため、SEC は、添付書類 F を利用してリスク・ウェイトの決定に内部格付を利用しようとする OTC デリバティブ・ディーラーは、その適用について SEC に表明すればよいとする。

IV. その他の改正

SEC による今回の規則案では、証券会社のネット・キャピタル・ルールから NRSRO が発行する格付の参照を廃止する提案の他に、取引所法に関する SEC 規則に関していくつかの改正が提案されている。

1. 顧客保護ルール

取引所法規則 15c3-3 は、顧客の資金・証券を保有する証券会社から顧客の資金・証券を保護する「顧客保護ルール」を定めている。顧客保護ルールは、すべての証券会社に対して顧客から払い込まれたすべての証券について物理的な占有またはコントロールを直ちに確立・維持し、当該ルールを遵守するために行われる日々の決定を記録することを求めるものである¹⁰。また、米国では伝統的に、顧客が自由に引き出し可能な顧客口座にある現金残高 (free credit balance) を証券会社は自己の運転資本として使うことができるため、規則 15c3-3 は顧客の資金を保護する目的で、証券会社が顧客のための特別口座 (Special Reserve Bank Account for the Exclusive Benefit of Customers) を銀行に設けることを求めている¹¹。そして、当該口座に関して、①顧客口座において顧客が自由に引き出し可能な現金残高 (その他顧客に帰属する金額を加算) から、②顧客の現金口座・証拠金口座における借入残高を控除した額を現金または米国債で保有することを要求し、顧客資金の保護を図っている。

そして、顧客保護ルールを規定する規則 15c3-3 に関する別紙 (Exhibit) A では、証券先物に関して顧客マージンを求める清算機関 (clearing agency)、デリバティブ清算機関の要件の1つが NRSRO の投資適格格付を参照している。そこで SEC は、ドッド=フランク法 939A 条の求めに応じて NRSRO の格付を参照する条件を規定から削除する提案を行っている。

2. 顧客のコンファメーションに係る規則

取引所法規則 10b-10 は、「顧客コンファメーション・ルール」として、証券 (貯蓄債券および地方債を除く) に関して顧客と取引を行う証券会社に対して、取引が完了する時点またはその取引完了前に通知を行い、取引条件に関する一定の情報を提供することを規定している。特に、①取引の日付や時刻、証券の種類 (identity)、購入または売却した証券の数、②証券会社の立場 (プリンシパルかエージェントか)、③債務証券のイールド、④一定の状況において証券会社が顧客その他から得る報酬について情報開示することを求めている。証券会社が顧客にこのような情報の提供を行うことで、顧客が取引条件を確認することができ、顧客に潜在的な利益相反に関する注意を喚起し、不正に対するセーフガードとして機能し、顧客が取引コストと証券会社の取引執行の質を評価することが可能になる。

そして、規則 10b-10 の(a)(8)項は、債務証券 (政府債を除く) が NRSRO から格付を得ているかどうかを証券会社が顧客に知らせることを規定している。SEC は当該規則の趣旨について、無格付の証券が格付を取得した証券よりもリスクが高いということを意味するものではなく、顧客に潜在的なニーズがある情報を提供することが目的であると説明している。また、SEC は規定上は NRSRO から取得した格付そのものを通知することは求められ

¹⁰ Thomas Hazen, "Securities Regulation: In a Nutshell," 10th Edition, Willy を参照。

¹¹ 前掲注 10 を参照。

ていないが、証券会社によっては NRSRO の格付そのものを顧客に通知している実態を指摘している。SEC はこうした背景を踏まえて、ドッド=フランク法 939A 条の規定に基づき、(a)(8)項を削除する提案を行っている。

3. レギュレーション M

証券発行時に証券会社や発行者の取引を規制するレギュレーション M は、規則 101 および規則 102 において、発行者、売却証券保有者 (selling security holders)、分売参加者 (distribution participant) およびそれらの関係会社である購入者が、一定の期間が終了するまでの間、対象証券を直接・間接に買付け・購入または他者に買付け・購入を勧誘することを禁止している。ただし、非転換型債務証券、非転換型優先証券、ABS については、少なくとも 1 社の NRSRO から投資適格の格付を取得している証券を禁止規定の適用除外としている (規則 101(c)(2)、規則 102(d)(2))。

SEC は投資適格を取得した債務証券に関して適用除外を設ける理由として、投資適格の債務証券は一般に相対価値の概念に従って取引が行われると考えられ、例えば、そうした証券は交換が容易で、格付けされた他の発行者の証券と比較することで投資家が一般に新規の募集を評価できる点を指摘する。つまり、投資適格の債券の価格で不正は生じにくいとする。

SEC は今回の規則案で、非転換型債務証券、非転換型優先証券、ABS に関するレギュレーション M の適用除外の規定について、NRSRO の格付に代替する基準を提案している。具体的には、非転換型債務証券、非転換型優先証券、ABS の適用除外の条件として、①当該アセットクラスの市場と比較して流動性があること、②一般的な市場金利およびイールド・スプレッドで取引されていること、③同様の性質と金利、イールド・スプレッドをもつ証券と比較的交換が可能であることという基準を提案している。

V. 今後の留意点

今回の SEC 規制案は、格付を参照している規定の削除を図る SEC による一連の規則改正の提案の 1 つであるが、NRSRO 制度の導入のきっかけとなった証券会社のネット・キャピタル・ルール改正が含まれている点で注目される。格付参照の廃止を図る SEC の取り組みとして象徴的な意味合いを感じる一方で、実際の適用において不透明な点も多い。

すなわち、SEC は NRSRO の格付の参照を廃止する代わりに、信用価値基準を導入しようとしている。ネット・キャピタル・ルールでは、CP、非転換型債務証券、優先株式について、NRSRO の格付基準を用いた従来のヘアカットと同じ水準を適用するには、証券会社は信用リスク、流動性リスクを評価するための方針・手続きを策定・維持・適用し、そのプロセスに則って投資が最低量の信用リスクに留まっていることを判断する必要がある。信用リスクを自ら評価する際の要素として、証券会社が自ら開発した信用評価に加えて格付機関による信用評価も挙げられており、外部格付の利用が完全に否定されたわけではな

い。したがって、今後、格付を利用しつつも自ら信用評価を行っているとは判断されるのがどの程度のレベルなのかによって、格付を利用できるのかどうかという実質的な影響が見えてくる。また、信用リスクの最低量に留まっていることの判断基準が明確になれば、代替的な信用価値基準の適用の影響は見えてくるだろう。

改正の影響で証券会社に必要なネット・キャピタルの水準が増えるのかという点にも留意すべきである。必要なネット・キャピタルのレベルが上がれば、それだけ証券会社（銀行持株会社の証券子会社を含む）のビジネスへの影響が懸念されるからである。もっとも、SECは前述のとおり、潜在的なコンプライアンス・コスト、新たな基準や信用リスクの最低基準を適用する場合の実務的な困難さ、自己勘定の証券のアロケーションに変化をもたらすような意図せざる結果をもたらすかどうかを考慮するとしており、ネット・キャピタル・ルール改正による影響を慎重に考慮する姿勢を示している。

今後、最終規則の策定に向けて市場からどのようなコメントがSECに出され、それらをSECがどの程度考慮するのか、見極めていく必要があるだろう。