

第13章 ファイナンシャル・ゲートキーパー

I 格付機関

1. 格付の役割 信用格付（以下、「格付」）は、債務証券等の元本・利息の支払いの確実性を表すものであり、トリプル A（Aaa/AAA）やダブル A（Aa/AA）といった格付記号によって証券等の信用価値を表現する。格付を提供する信用格付機関（以下、「格付機関」）は、債務証券等のデフォルトが発生する確率やデフォルト発生時の損失額の分析に基づいて格付を付与している。米国における主な格付機関としては、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、S&P グローバル・レーティングス、フィッチ・レーティングスがある。

格付は、ソブリン債、地方債、社債を含む債券の他、CP、優先株、証券化商品または発行体にも付与されている。また、保険金支払能力や銀行預金、MMF や債券ファンドにも格付が供されている。格付は一般に、当初満期が1年以上の証券の信用リスクを表す長期格付、1年未満の短期金融債務を対象とする短期格付に分かれており、互いに異なる格付記号が用いられている。

格付の利用者は、主に証券の発行者や投資家、引受業者や販売業者である。証券発行者にとってはより上位の格付を取得することで調達コストが低減する効果が得られる。一方、投資家は、投資に必要な情報を自ら入手する場合と比べると格付を利用することによって情報コストを抑えることができる。また、投資対象を選ぶ際の中立的な意見として格付を参考にしたり、ポートフォリオ管理やリスク管理のために格付を利用している。引受・販売業者は、1933年証券法の下で引受業者（証券会社、投資銀行）による有価証券の評価が禁じられていることから、第三者の中立意見として格付を利用している。

格付は規制上も幅広く利用されてきた。それは、FRB（連邦準備制度理事会）を始めとする銀行規制当局が、1931年に銀行に対して低格付の債券を時価評価するよう求めたことに始まる。その後も格付の規制利用は拡大した。SEC（証券取引委員会）が1975年にNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）という公認格付機関制度を導入したことで、NRSROとして認められた格付機関の格付と規制における格付利用との結びつきはさらに強まることとなった。

格付各社の格付定義（長期格付）

ムーディーズ：グローバル・スケール長期格付

Aaa	信用力が最も高いと判断され、信用リスクが最低水準にある債務に対する格付
Aa	信用力が高いと判断され、信用リスクが極めて低い債務に対する格付
A	中級の上位と判断され、信用リスクが低い債務に対する格付
Baa	中級と判断され、信用リスクが中程度であるがゆえ、一定の投機的な要素を含み得る債務に対する格付
Ba	投機的と判断され、相当の信用リスクがある債務に対する格付
B	投機的とみなされ、信用リスクが高いと判断される債務に対する格付
Caa	投機的で安全性が低いとみなされ、信用リスクが極めて高い債務に対する格付
Ca	非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利の回収が見込める債務に対する格付
C	最も格付が低く、通常、デフォルトに陥っており、元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付

(注) Aa から Caa までの格付に、1, 2, 3 という数字付加記号を加えている。1 は、債務が文字格付のカテゴリーで上位に位置することを示し、2 は中位、3 は下位にあることを示す

S&P：長期個別債務格付

AAA	当該金融債務を履行する債務者の能力は極めて高い。S&P の最上位の個別債務格付
AA	当該金融債務を履行する債務者の能力は非常に高く、最上位の格付（AAA）との差は小さい
A	当該金融債務を履行する債務者の能力は高いが、上位2つの格付に比べ、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい
BBB	当該金融債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性が高い
BB, B, CCC, CC, C	BB, B, CCC, CC, C に格付された債務は投機的要素が大きいとみなされる。この中で BB は投機的要素が最も小さく、C は投機的要素が最も大きいことを示す。これらの債務は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の高さや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある
BB	他の「投機的」格付に比べて当該債務が不履行になる蓋然性は低いが、債務者は高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によっては当該金融債務を履行する能力が不十分となる可能性がある
B	債務者は現時点では当該金融債務を履行する能力を有しているが、当該債務が不履行になる蓋然性は BB に格付された債務よりも高い。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には、当該債務を履行する能力や意思が損なわれやすい
CCC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で高く、債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合に、債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い
CC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で非常に高い。不履行はまだ発生していないものの、不履行となるまでの期間にかかわらず、S&P が不履行は事実上確実と予想する場合に CC の格付けが用いられる
C	当該債務は、不履行になる蓋然性が現時点で非常に高いうえに、より高い格付けの債務に比べて優先順位が低い、または最終的な回収見込みが低いと予想される。
D	当該債務の支払いが行われていないか、S&P が想定した約束に違反があることを示す。ハイブリッド資本証券以外の債務については、その支払いが期日通り行われない場合、猶予期間の定めがあれば5営業日以内に、猶予期間の定めがあれば猶予期間内か30日以内のいずれか早いほうに支払いが行われると S&P が判断する場合を除いて、D が用いられる。また、倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ、例えば自動的停止によって債務不履行が事実上確実である場合にも用いられる。経営難に伴う債務交換（ディストレスト・エクステンション）が実施された場合も、当該債務の格付けは D に引き下げられる。

(注) AA から CCC までの格付にはプラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各格付カテゴリーの中での相対的な強さを表す

フィッチ：企業金融債務の長期格付

AAA	最も高い信用力。信用リスクが最も低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力が極めて高い場合に付与される。予見し得る事由がこの能力に悪影響を与える可能性は、非常に低いと考えられる
AA	非常に高い信用力。信用リスクが非常に低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力が非常に高いことを示している。この能力が予見し得る事由により著しく損なわれることはないと考えられる
A	高い信用力。信用リスクが低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力は高いと想定されるが、経営又は経済環境の悪化がこの能力に及ぼす影響は、上位格付の場合より大きくなり得る
BBB	良好な信用力。信用リスクが現在も低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力は概ね十分にあると考えられるが、経営又は経済環境の悪化がこの能力を損なう可能性がより高い
BB	投機的。特に経営又は経済環境が時間の経過と共に悪化した場合、信用リスクに対する脆弱性が高まることを示す。ただし、金銭債務の履行に必要な経営又は財務上の代替手段が利用可能な場合もある
B	非常に投機的。重大な信用リスクが現実存在することを示す
CCC	相当重大な信用リスク。相当重大な信用リスクが存在することを示す
CC	非常に高い水準の信用リスク。非常に高い信用リスクを示す
C	極めて高い水準の信用リスク。極めて高い信用リスクを示す

(注) 格付カテゴリーにおける相対的な位置を示すために+又は-の符号を付すことがある。例えば、AA 格には、AA+, AA, AA- のノッチを明示した3種類の格付がある。ただし、AAA 格付と CCC カテゴリー未満の格付にはこれらの符号を付さない。

〔出所〕 ムーディーズ、S&P、フィッチ各社資料

2. 格付ビジネスの歴史 格付は、米国で自然発生的に生まれたビジネスである。1909年にムーディーズの創始者ジョン・ムーディー氏が鉄道会社の経営・財務を分析した書籍を出版し、その中で、鉄道会社が発行する債券の信用力を表すものとしてアルファベット記号を用いた格付を使ったことが現代的な格付の起源であるとされる。それ以前は、金融出版会社や信用調査会社が債券を分析して情報提供するビジネスを行っていたが、格付の出現によって平易で簡潔な信用評価情報が投資家に提供されることになった。1920年代には、S&Pの前身であるプアーズ出版社およびスタンダード・スタティスティクス、さらにフィッチも格付サービスを開始している。この頃には、発行される債券には一般に格付が付されるようになっていた。

格付が投資家に幅広く認知されたのは、1929年に始まる大恐慌が契機である。当時、社債発行残高の3割以上がデフォルトするという状況であったが、ムーディーズ等が高格付を付与した債券ではほとんどデフォルトが発生しなかったため、投資家の間で格付の有用性が認知されるようになった。もっとも、格付は必ずしも常に投資家の信頼を得ていたわけではない。例えば、1934年にデフォルトしたシカゴ・ロックアイランド・アンド・パシフィック鉄道の債券には最上位の格付が与えられていた。格付は、投資家の信認の獲得とその失墜を繰り返しながら徐々に定着していったのである。

格付機関は当時、投資家向け出版物の発行から収入を得ていたが、1960年代になると格付対象の拡大とともに出版物からの収入ではビジネスを支えることが難しくなり、ムーディーズ、S&Pは相次いで買収された。1960年代後半になると格付は有料化され、格付機関は証券発行者から格付付与の対価として手数料を得る「発行者支払い」のビジネス・モデルに転換することになった。

1970年にはベン・セントラル鉄道の破綻に伴うCPのデフォルトによって市場が混乱し、信用リスクが意識されたことから、証券発行者は信頼回復のため格付をより積極的に利用するようになった。その後、格付の利用が進むにつれて、ムーディーズやS&Pなどは保険金支払能力、優先株、証券化商品といった新しい分野の金融商品に格付サービスを拡大していった。

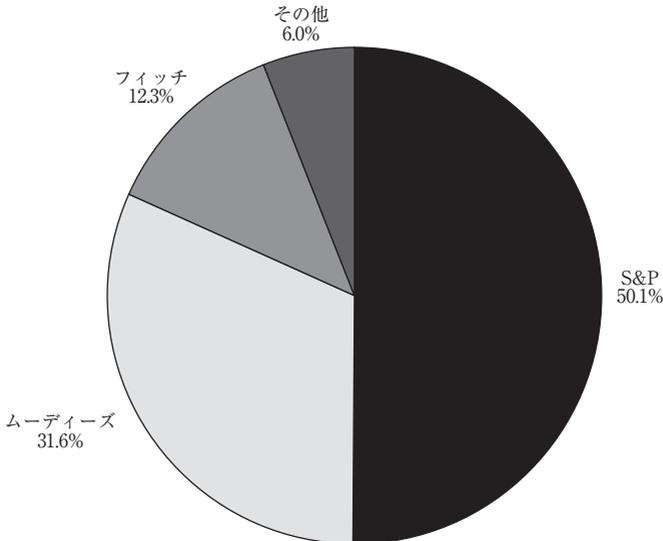
現在、格付市場は米国でも国際的にもムーディーズ、S&P、フィッチの3社による寡占市場となっており、特にムーディーズ、S&Pのシェアが高い。

ムーディーズ、S&P、フィッチ各社の変遷

1900年	ジョン・ムーディー氏がムーディーズ設立
1909年	ムーディーズ、Moody's Analysis of Railroad Investment を出版し鉄道債を格付
1913年	プアーズ出版社設立、フィッチ設立
1914年	ムーディーズ、事業債の格付開始
1916年	プアーズ出版社、格付サービス開始
1922年	スタンダード・スタティスティックス社、格付サービス開始
1924年	フィッチ出版社、格付サービスを開始
1941年	プアーズ出版社およびスタンダード・スタティスティックス社が合併、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) 発足
1962年	信用調査会社ダン・アンド・ブラッドストリートがムーディーズを買収
1966年	大手出版マクローヒルがS&Pを買収
1968年	S&P、地方債の格付有料化
1970年	ムーディーズ、地方債の格付有料化
1971年	ムーディーズ、社債の格付有料化
1974年	S&P、社債の格付有料化
1975年	SEC、NRSROを導入、ムーディーズ、S&P、フィッチをNRSROに認定
1997年	フィッチおよび英系 IBCA が合併、フィッチ IBCA 発足 (持株会社フィマラック傘下、2002年にフィッチ・レーティングスに商号変更)
2000年	ムーディーズ、ダン・アンド・ブラッドストリートから分離、ニューヨーク証券取引所に上場

〔出所〕 日本公社債研究所「わが国債券格付の歩み」等

ムーディーズ、S&P、フィッチの格付シェア



(注) 2022年12月末時点でNRSROが発行する全格付を基に算定。

〔出所〕 SEC, "Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations," February 2024

3. 証券化商品の格付ビジネス 1970年代に住宅ローンを担保とするRMBSが格付対象となってから、格付機関は証券化商品に格付を付与するようになった。金融危機前はサブプライムRMBSに加えて証券化商品を原資産とするABS CDOが組成され、証券化商品の格付が積極的に取得されていた。

ムーディーズ、S&P、フィッチは証券化商品の格付ビジネスを積極的に展開し、それぞれ数万から数十万件の格付を証券化商品に付与していた。単純比較はできないが、当時のムーディーズでは、ソブリンの格付数が100件、社債等の企業金融が1.1万件、公的金融が2.6万件であったのに対して、証券化商品の格付発行数は11万件に上っていた。

各社は証券化商品の格付ビジネスの積極展開によって当該ビジネスへの収益依存度を高めていった。例えば、ムーディーズをみると、1998年時点では企業金融の格付と証券化商品の格付からの収入は拮抗していた。しかしながらその後は企業金融と証券化商品の格付収入の間に大きな開きが生じており、証券化商品の格付からの収入は、金融危機前には格付収入全体の5割に達していたことが確認できる。S&P、フィッチについても金融危機前は格付収入のうち4～5割が証券化商品の格付収入であったとみられている。

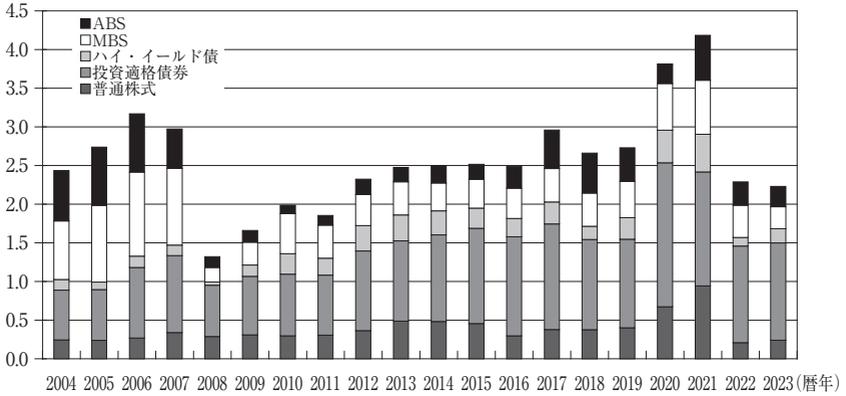
証券化商品の格付収入が増えた背景には、証券化商品に対する旺盛な投資家需要があった。世界的な過剰流動性という金融環境の下、社債等の伝統的なクレジット商品のスプレッドが低下したため、信用リスクが低い(＝高格付)一方、相対的にスプレッドが厚い証券化商品に需要が集まった。AAA格が付与された証券は企業金融格付では全体の1%にも満たないのに対して、証券化商品では約6割の証券にAAA格の格付が付与されており、証券化商品は全体的に高格付であったことが指摘されている。証券化商品への強い投資家需要に応えるべく証券化業者が積極的に組成を行っていた面がある。

また、社債の格付手数料が数bpだったのに対して、証券化商品の場合には10bp以上になる場合もあり、商品のストラクチャーが複雑になればさらに手数料が高くなる仕組みであった。そのため、収益性の面で証券化商品の格付を増やすインセンティブが格付機関に強く働いたとする見方もある。

もっとも、金融危機以降は証券化商品の発行額が急速に縮小したことを受けて、格付機関の証券化商品からの格付収入は大きく減少している。

米国の種類別民間証券発行額

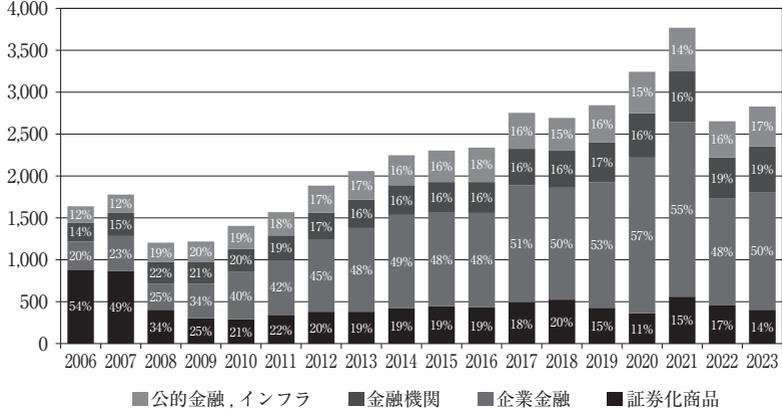
(兆ドル)



[出所] Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), *Investment Dealer's Digest*, Thomson Financial

ムーディーズの格付手数料収入

(百万ドル)



[出所] Moody's, Form 10-K

4. サブプライム問題と格付 サブプライム問題の表面化に伴って、米国では証券化商品の格付が問題となった。2006年半ば以降、全米規模で発生した住宅価格の下落を機に、信用リスクの高い個人を対象にしたサブプライム住宅ローンのデフォルトが急増した。サブプライム・ローンのデフォルト増加の結果、サブプライム・ローンからサブプライム RMBS、そしてサブプライム RMBS を原資産に含む ABS CDO へと信用リスクが拡散し、証券化商品の格付が広範に格下げされる事態となった。

その背景として、証券化の格付モデルにエラーが生じたことが指摘されている。例えば、RMBS の格付を決定するには、原資産プールの期待デフォルト率を推計する必要があるが、サブプライム・ローンは主に2000年以降に展開された商品であることから、その時系列データには米国経済のダウンサイド局面におけるデフォルト発生状況が含まれていなかった。結果として原資産の期待デフォルト率は過小推計され、デフォルト率に基づくサブプライム RMBS の格付は妥当性を欠くこととなった。さらに、住宅価格が下落しサブプライム・ローンのデフォルト増加が懸念される中で、住宅価格やデフォルトの見通しを含む格付モデル内の前提条件の修正が遅れたという問題も明らかになった。

また、ABS CDO の格付は、サブプライム RMBS を含む原資産の格付を前提に評価するため、サブプライム・ローンの期待デフォルト率の過小推計が格付水準に影響したことに加えて、原資産プールの証券間のデフォルトのコリレーション（相関関係）を過小評価していたこと、モノライン保険会社によるプロテクション（信用補完）を過大に評価していたことが指摘された。

このようなモデル・エラーが生じた背景として、格付機関の利益相反の問題が指摘された。寡占的競争の下で格付機関が証券化商品の格付に対する収益依存を高める中、証券化業者は高格付を与えてくれる格付機関を選択する格付ショッピングを行い、格付機関のアナリストは格付を引き上げるためにストラクチャーに関する提案を行うといった利益相反を助長する行為が行われた可能性も指摘された。また、証券化商品の格付や格付モデルのモニタリングやレビュー、原資産の検証がどのように行われているかといった点が明らかではなく、証券化商品の格付プロセスに透明性が欠如している点も指摘された。結果として、格付機関規制の強化が行われることとなった。

米国のサブプライム RMBS, ABS CDO の格付遷移

サブプライム RMBS (2005年~2007年組成分)

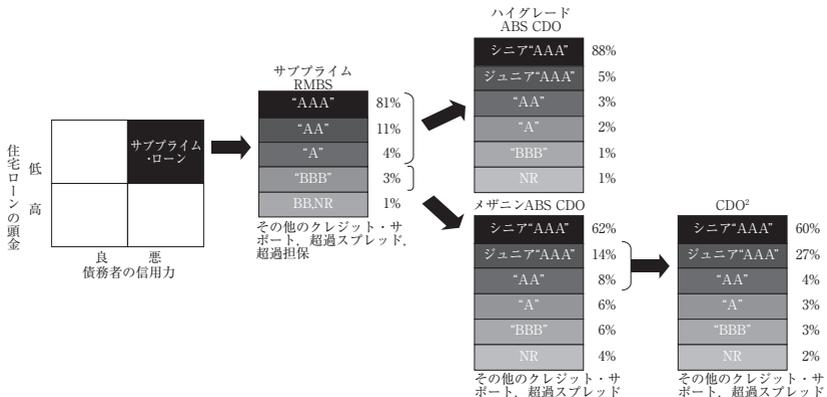
2008年1月28日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C
Aaa	98.45% (5,519)	1.16% (65)	0.11% (6)	0.09% (5)	0.14% (8)	0.05% (3)			
Aa	0.71% (23)	94.50% (3,043)	0.62% (20)	1.24% (40)	1.24% (40)	0.71% (23)	0.40% (13)	0.34% (11)	0.22% (7)
A	0.03% (1)	0.52% (17)	60.83% (1,991)	17.26% (565)	10.69% (350)	6.02% (197)	1.50% (49)	1.10% (36)	2.05% (67)
Baa				43.51% (1,465)	12.65% (426)	18.53% (624)	7.99% (269)	6.27% (211)	11.05% (372)
Ba					29.68% (320)	13.64% (147)	6.96% (75)	9.18% (99)	40.54% (437)

ABS CDO (2006年, 2007年組成分)

2007年12月31日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca/C	WR
Aaa	77.75% (898)	2.86% (33)	6.49% (75)	5.89% (68)	3.29% (38)	1.73% (20)	1.04% (12)	0.52% (6)	0.43% (5)
Aa		55.09% (292)	11.32% (60)	13.02% (69)	7.36% (39)	3.40% (18)	6.42% (34)	2.83% (15)	0.57% (3)
A			34.31% (164)	19.87% (95)	18.41% (88)	7.11% (34)	11.72% (56)	8.58% (41)	
Baa				29.08% (146)	19.72% (99)	14.94% (75)	17.33% (87)	18.73% (94)	0.20% (1)
Ba					24.26% (41)	20.12% (34)	20.71% (35)	33.14% (56)	1.78% (3)
B								100.00% (2)	

[出所] ムーディーズ「証券化商品の格付遷移 (1983年-2007年)」より作成

サブプライム・ローンのデフォルト・リスクの拡散



[出所] UBS, Market Commentary, December 13, 2007

5. NRSRO 規制の導入と規制強化 1975年にSECが導入したNRSRO制度は、SECが証券諸規則において格付を利用することを目的として格付機関をNRSROに認定する仕組みである。NRSRO制度の導入によって、NRSROの格付は規制上のベンチマークとして資本市場での影響力を高めることになった。一方、SECは新規のNRSROの認定には消極的であり、2003年までの間にNRSROに認定されていたのはムーディーズ、S&P、フィッチだけであった。

2001年のエンロン事件の際には、同社がチャプターイレブン（連邦倒産法11章）を申請する直前までムーディーズ、S&P、フィッチが投資適格格付を同社に与えていたことから、格付機関に対して規制を導入する必要性が認識されるようになり、格付機関の「発行者支払い」モデルの孕む潜在的な利益相反や格付け変更の不確実性などが問題点として指摘された。その後、2006年信用格付機関改革法によって、NRSROは初めてSECの規制・監督の下に置かれることになった。同法では、SECによるNRSRO認定プロセスの透明性を改善する措置が講じられると共に、NRSROに認定された格付機関はSECへの登録が求められることとなり、NRSROは利益相反の管理、格付手法や格付決定プロセスの開示などのSEC規則に対応しなければならなくなった。

信用格付機関改革法と同法に基づくSEC規則は2007年6月に施行されたが、間もなくしてサブプライム問題が起こる。米国議会では公聴会が開催され、証券化商品の格付のあり方に関して議論された。SECは、新たに規制対応を図ることになり、ムーディーズ、S&P、フィッチに対してRMBSやABSCDOの格付付与の手續きやプロセスに焦点を当てた検査を実施した。その結果、格付プロセスの重要事項が開示されていないこと、格付手法・手續きの開示が不十分であること、格付プロセスの記録に不備があることなど多くの問題を把握した。SECは検査結果を踏まえて、2009年にNRSROに関するSEC規則の改正を行った。

規則改正の重要な点として、証券化商品の格付に関する格付機関の利益相反への対処がある。証券化商品の原資産やストラクチャーに関する情報について他のNRSROに開示する措置を手当てしたほか、利益相反を助長するとして禁止される行為が拡充された。また、証券化商品の格付プロセスの透明性向上や格付機関の情報開示の強化の観点からも規制強化が施された。

NRSROとしてSECに登録する格付機関は、2000年代半ばから増加し始めた。2023年末時点で、ムーディーズ、S&P、フィッチを含む10社がSEC登録をしている。

格付機関規制の導入に関する主な経緯

1975年		SEC, ムーディーズ, S&P, フィッチをNRSROに認定
1994年	9月	SEC, NRSRO 規制に関するコンセプト・リリース公表
1997年	12月	SEC, 新規則を提案 —NRSRO の定義の明確化
2001年	12月	エンロン連邦倒産法11章 (チャプター・イレブン) 申請
2002年	7月	サーベンス・オックスレー法成立 —702条(b)項の規定により, SEC は大統領・議会に対する格付会社に関する調査報告の義務
	11月	NRSRO に関する SEC の公聴会
2003年	1月	SEC, サーベンス・オックスレー法702条(b)項の規定に基づく報告書策定
	4月	SEC, 「格付会社を格付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 の認定プロセスやNRSRO に対する監督は現行制度でよいか
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
2006年	9月	「2006年格付会社改革法案」上院で可決, 大統領署名により成立
2008年	6月	SEC, 証券化商品の格付に関する問題を受けたNRSRO 監督に関する規則案を公表
2009年	2月	SEC, NRSRO 規則見直しを図る最終規則と一部規則に関する再提案を公表
2010年	7月	ドッド・フランク法成立 —NRSRO のガバナンス強化, 格付の規制利用の制限

〔出所〕 SEC 資料等

NRSRO として SEC 登録を行っている格付機関

A.M. ベスト・レーティング・サービス

フィッチ・レーティングス

日本格付研究所 (JCR)

クロール・ボンド・レーティング・エージェンシー

デモテック

DBRS

イーガンジョーンズ・レーティングス

HR レーティングス・メキシコ

ムーディーズ・インベスターズ・サービス

S&P グローバル・レーティングス

〔出所〕 SEC ウェブサイト

6. ドッド・フランク法の格付規制強化 SECによって2010年6月にNRSRO規制の改正が行われる一方、2010年7月に成立した包括的な金融制度改革を図るドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法(以下、「ドッド・フランク法」)では、金融危機の際に格付に関して明らかになった問題を踏まえてより広範な格付規制の強化が図られた。

まず、NRSROのガバナンスの強化である。NRSROは独立取締役会とコンプライアンス・オフィサーの設置が求められ、格付決定の方針や手続きおよびそれらの遵守を管理するための内部統制構造を確立しなければならない。

また、罰則・責任の強化として、格付機関の意見には会計士事務所や証券アナリストと同様に証券諸法が適用され、発行登録書類に格付を記載する際にはNRSROの同意の下、専門家意見としての責任が課せられる。従来、格付機関は米国憲法修正1条で認められた「言論の自由」で保護されており、格付には法的責任は生じないと主張してきたが、同法は格付機関に対してファイナンシャル・ゲートキーパーとして明確な専門家責任を規定したことになる。

利益相反の管理については、NRSROの販売・マーケティング上の配慮が格付決定に影響することを防ぐこと、過去にNRSROに雇用されていた格付対象先の従業員がその格付決定に関与していた場合には、ルック・バック(遡及調査)を行い利益相反の問題がないか確認することを求めている。

格付手続きや手法の透明性の確保についても措置が講じられている。まず、NRSROの格付手続きや手法は独立取締役会の承認を得ていなければならない。そして、格付手続き・手法に重要な変更が加えられた場合には、既存の格付にも変更を適用することが求められる。

開示規制については、証券発行者が一部の限定された者に重要な非公開情報を提供することを禁止し、重要な非公開情報が一部の者に渡った場合には速やかな公表を求めるフェアディスクロージャーに関して、格付機関に与えられていた適用除外規定を廃止している。

そして、同法は、NRSROの寡占的な状況を生み出してきた格付の規制利用の問題に対処するため、証券取引所法や投資会社法を含む特定の法律における格付への言及を削除し、連邦規制当局に各種規制における格付参照の見直しを求めている。米国では、格付の規制利用が認められなくなったことになる。

ドッド・フランク法における格付規制

<p>ガバナンス、コンプライアンス、内部統制の強化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO は独立取締役会（少なくとも半数の独立取締役を含む）を設置すること ○ NRSRO はコンプライアンス・オフィサーを設置すること ○ NRSRO は格付決定のための方針、手続き、手法の適用および遵守を管理するための内部統制構造を確立すること
<p>罰則・責任の強化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO が品質の高い格付を提供するための財務基盤、経営資源を欠いている場合、特定の証券クラスに関して SEC は登録の停止・取り消しが可能 ○ 発行登録書類に NRSRO の格付を記載する場合、専門家意見として NRSRO の同意の下、NRSRO に専門家責任が発生 ○ 格付機関（NRSRO を含む）のステートメントには、公認会計士事務所、証券アナリストに対するエンフォースメントと同様の方法・程度で証券諸法のエンフォースメントを適用 ○ 格付機関に対して一定の条件の下、損害賠償請求が可能
<p>利益相反の管理</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO の販売・マーケティング上の配慮が格付付与に影響することを禁止 ○ 過去に NRSRO に雇用されていた格付対象先の従業員が格付対象先の格付決定に関与していた場合、遡及調査を実施
<p>格付手続き・手法</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ SEC は以下を含む規則を策定 ① 取締役会によって承認された手続き・手法に則って格付が付与されていること ② 手続き・手法に重要な変更が加えられた場合はすべての格付に変更を適用すること ③ 手続き・手法のバージョン、重大な変更・エラーを格付ユーザーに通知 ○ 格付プロセスに関する知識に対するテスト、トレーニング、経験、能力に関するアナリストの基準に係る SEC 規則の策定
<p>ディスクロージャー</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO に係るレギュレーション FD の適用除外規定の廃止 ○ 格付パフォーマンスの開示に関する SEC 規則の策定 ○ 格付手続き・手法の前提条件、入力データ、サービスの活用状況を含む開示に関する SEC 規則の策定 ○ 証券発行者は証券化商品の格付に係る第三者によるデュエリジェンス報告書を入手し公表
<p>格付の規制利用の制限</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ 連邦預金保険法、1940年投資会社法、1934年証券取引所法を含む各種の法律における格付への言及を削除 ○ 連邦規制当局は、各種規制における格付の参照を見直し、修正を図ること

(注) ドッド・フランク法より作成

7. 格付市場の競争環境 信用格付機関改革法が制定され、米国に格付機関規制が導入された後も格付市場ではムーディーズ、S&P、フィッチの3社による寡占が続いている。2023年末の時点でNRSROが付与した総格付数で見ると、以前よりは低下しているが、これら3社を合わせると94.0%もの市場シェアとなっており、特に総格付数の約8割に上る政府債の格付においては、3社で97.4%のシェアを占めている。

一方、政府債以外のその他の資産クラスの格付カテゴリをみると、3社以外のNRSROも一定のシェアを確保するようになってきている。そのようなNRSROは一般に、特定の格付カテゴリに特化した事業戦略をベースに市場シェアを拡大している。例えば、A.M.ベストは保険会社の格付ビジネスに焦点を当てており、保険会社に関しては3社が付与する格付よりも多くなっている。

また、近年は、CMBS（商業不動産担保証券）やABS（資産担保証券）、RMBS（住宅ローン担保証券）といった証券化商品の格付において、クロール・ボンドやモーニングスターが大手3社の立場を脅かす存在になりつつある。クロール・ボンドは2021年にプライベートエクイティ・ファームのパルテノン・キャピタルの傘下に入り、モーニングスターは、同じく証券化商品の格付を強みとしていたDBRSを買収するなどして、成長を目指してきた。現在、モーニングスターは、買収したDBRSの名称でNRSRO登録している。

こうしたNRSROは、大手3社と比較して、ユニークな資産を担保とする非伝統的な証券化商品の格付を積極的に提供している。例えば、モーニングスターやクロール・ボンドは、フィンテックとしてオンライン上で融資仲介を行うマーケットプレイス・レンディングの証券化に対して格付を提供している。また、クロール・ボンドは、航空機リースの証券化に対する格付にも注力している。

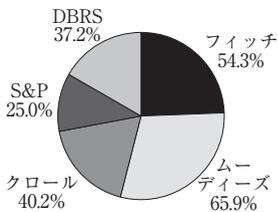
このように3社以外のNRSROは新たな事業機会を模索しており、少しずつではあるが格付市場の競争環境は改善しつつある。もっとも、機関投資家の投資運用契約や投資ガイドラインにおいて、ムーディーズ、S&P、フィッチの少なくとも1社の格付の利用を求める規定が残っている場合があり、それが格付市場の競争の阻害となっているとの見方もある。同様に、債券指数が、3社のいずれかから格付を付与されていることを組み入れの条件にする事例もある。また、格付機関規制の遵守コストが大手格付機関に有利に働いているとの指摘もされている。今後、新たなNRSROの格付ビジネスの拡大とともに、格付市場における競争環境の改善が更に進むか、注目される。

NRSRO のカテゴリ別格付数 (2022年末)

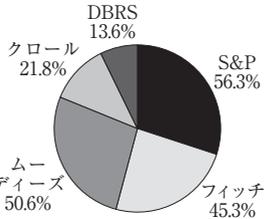
NRSRO	金融機関	保険会社	事業会社	証券化商品	政府債	総付与数
A.M. ベスト	—	7,373 (33.8%)	979 (0.8%)	7 (0.0%)	—	8,359 (0.4%)
DBRS	8,179 (5.7%)	190 (0.9%)	2,515 (2.0%)	18,712 (11.4%)	33,009 (2.0%)	62,605 (2.9%)
デモテック	—	439 (2.0%)	—	—	—	439 (0.0%)
イーガンジョーンズ	6,020 (4.2%)	626 (2.9%)	8,673 (7.0%)	—	—	15,319 (0.1%)
フィッチ	33,890 (23.5%)	3,219 (14.8%)	20,485 (16.4%)	34,091 (20.8%)	170,291 (10.2%)	261,976 (12.3%)
HR	810 (0.6%)	—	597 (0.5%)	—	452 (0.0%)	1,859 (0.1%)
JCR	923 (0.6%)	99 (0.5%)	3,296 (2.6%)	—	369 (0.0%)	4,687 (0.2%)
クロール	1,880 (1.3%)	219 (1.0%)	527 (0.4%)	21,830 (13.3%)	9,898 (0.6%)	34,534 (0.2%)
ムーディーズ	35,643 (24.7%)	2,702 (12.4%)	32,554 (26.1%)	51,826 (31.6%)	548,837 (32.8%)	671,562 (31.6%)
S&P	56,773 (39.4%)	6,924 (31.8%)	55,009 (44.1%)	37,338 (22.8%)	908,740 (54.4%)	1,064,784 (50.1%)
(参考) 三大 NRSRO	(87.6%)	(58.9%)	(86.7%)	(75.2%)	(97.4%)	(94.0%)
合計	144,118	21,791	124,635	163,804	1,671,596	2,125,944

〔出所〕 SEC, "Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations," February 2024

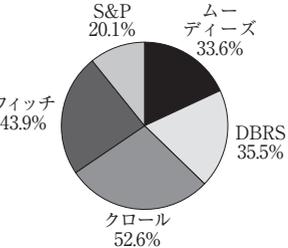
CMBS における格付シェア (2022年)



ABS における格付シェア (2022年)



RMBS における格付シェア (2022年)



〔出所〕 Commercial Mortgage Alert, Asset-Backed Alert

8. 大手格付機関の事業多角化 信用格付において長きに亘り支配的な地位にあったS&Pとムーディーズだが、特に金融危機後は市況に左右されづらいビジネスモデルの構築を目指してきた。両社の収益に占める信用格付の割合は、2014年通期ではS&Pで約48%、ムーディーズで約67%であったが、2023年通期では、それぞれ約27%、約48%と10年間で大きく低下した。

S&Pは、従前から、格付事業以外に、金融データの提供、S&P 500やダウ平均株価に代表される株価指数の算出、商品・エネルギー指標の算出など様々な事業を展開してきた。S&Pは、信用格付事業において大量の情報を取り扱うため、自ずと付随する金融データを顧客に提供するサービスの拡充に取り組むこととなった。買収・提携を通じたデータカバレッジの拡大も積極的に行われた。

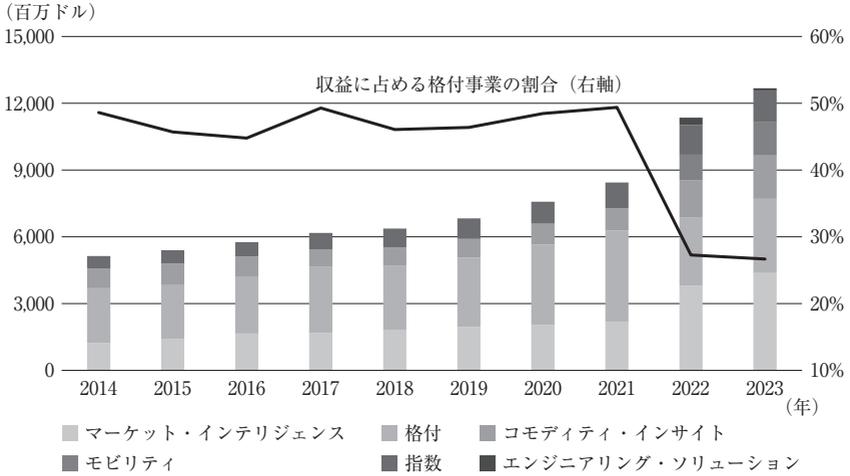
S&Pが2022年に合併したIHSマークイットは、フィクストインカムについて、指数の開発や参照データの公表、低流動性資産のバリュエーション・サービスなどを通じて、市場の透明性向上と効率化を実現した経緯がある。他にも、購買担当者景気指数（PMI）などの経済指標や、自動車業界の動向を発信するモビリティ事業も有しており、S&Pは、さらなる事業多角化を実現した。

ムーディーズは、金融危機後の相次ぐ規制強化への対応を迫られた銀行や保険会社に対して、信用リスクの定量化や当局への規制報告などを支援するソフトウェアを提供することなどを通じて、格付以外の事業の収益割合を高めてきた。2017年に非公開企業のデータ・ベンダーであるビューロー・ヴァン・ダイクを買収してからは、KYC（顧客情報確認）支援サービスを強化し始め、現在では、自然災害リスクやサイバーセキュリティ・リスクなど、信用リスクに留まらない様々なリスクに対するソリューションを提供する企業に進化している。

また2010年代後半から、大手格付機関に共通して、ESG（環境・社会・ガバナンス）関連事業の強化がみられた。各社、開示情報や質問書などを基に企業のESGに係る取り組みをスコア化するESG評価会社の買収や、サステナブルファイナンスの資金使途が、国際資本市場協会（ICMA）の定める原則などに適合しているか否かを確認するセカンドパーティ・オピニオンの提供などを行っている。

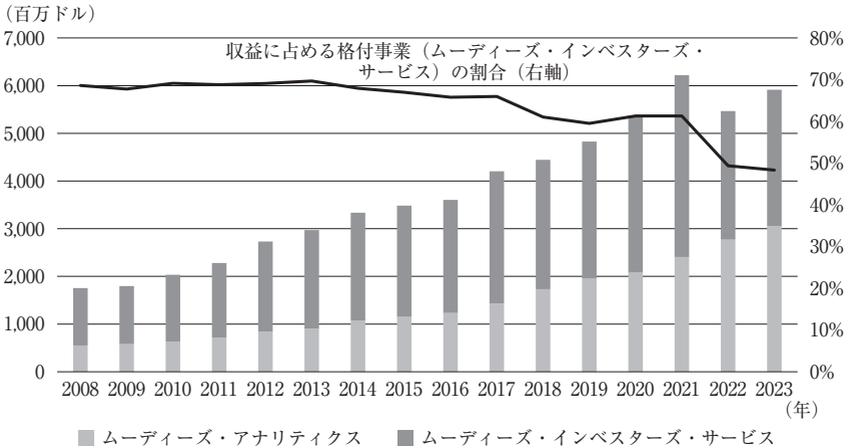
米国では、ESG評価を含む関連事業は、それ自体は信用格付でないため、SECの直接の規制下には置かれておらず、現段階では規則や原則などの策定には至っていない。しかし、ESG評価の透明性や適切なガバナンスの確保を求める声が国際的に高まる中で、SECも、NRSROによるESG関連事業がもたらすリスクについて注視し始めており、今後の展開が注目される場所である。

S&P グローバルの収益推移 (2014年～2023年)



[出所] S&P グローバル年次報告書

ムーディーズの収益推移 (2008年～2023年)



[出所] ムーディーズ年次報告書

Ⅱ 証券アナリスト

1. 証券アナリストの発展と職能分化 証券アナリスト (security analyst, investment analyst, financial analyst などいろいろな呼称がある) とは、投資の分野において、高度の専門知識と分析技術を応用して、各種情報の分析と投資価値評価を行い、投資情報の提供や資産運用サービスを行う専門職のことをいう。その基本的役割は、資本市場を通じての効率的資源配分に寄与することであり、近代的投資社会における不可欠の存在となっている。

証券アナリストの発祥は1920年に遡る(1925年にシカゴ・アナリスト協会創立)が、証券アナリストという職業が本格的に発展したのは第2次世界大戦後になってからであり、特に機関投資家の成長によるところが大きい。

証券アナリストは元来、個別証券の分析・評価を職務とするいわゆるリサーチ・アナリストを指していたが、近年の資本市場の発展・高度化と投資プロセスの複雑化に伴い、証券アナリストの職能分化が進んだことから、今日では投資情報に基づき資産運用・管理を行うポートフォリオ・マネジャーや、投資方針を策定するストラテジスト等、多様な投資意思決定過程に参画する専門職を総称するものとなっている。また、投資対象も、昨今の金融市場の規制緩和、情報技術の進歩等を背景として、伝統的な上場株式や債券に加えてデリバティブやオルタナティブ投資(不動産、プライベート・エクイティ、証券化商品、ヘッジファンド等)等多様化が一層進んでいる。

アメリカに本部を置く投資専門職の団体であるCFA協会(CFA Institute)では、プロフェッショナルな実務経験について、投資意思決定プロセスに直接関与しているか、同プロセスに情報または付加価値を提供していることとし、財務分析、投資管理、証券分析、その他類似の専門的実務を含むとしている。CFA協会の個人会員(CFA資格保有者)の主な役職には、ポートフォリオ・マネジャー、エクイティ・アナリスト、プライベート・ウェルス・マネジャー、投資ストラテジスト、トレーダー等が含まれる。

CFA協会が2022年に実施した会員調査では、サステナビリティ投資や情報技術の急速な進展を背景に、今後、投資意思決定においてより重要な要因になると予想される情報源として、サステナビリティ格付けやオルタナティブ・データが挙げられている。

CFA 資格保有者：主な役職・実務分野

Job titles

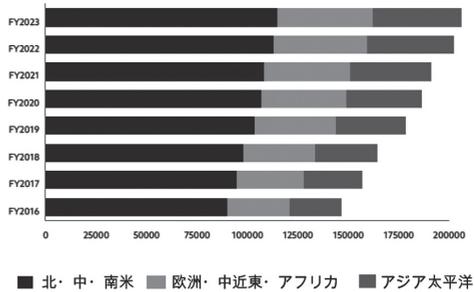
- Portfolio Manager
- Equity Analyst
- Private Wealth Manager
- Investment Strategist
- Trader

Practice types

- Equities
- Fixed Income
- Private Wealth and Private Markets
- Derivatives
- Real Estate

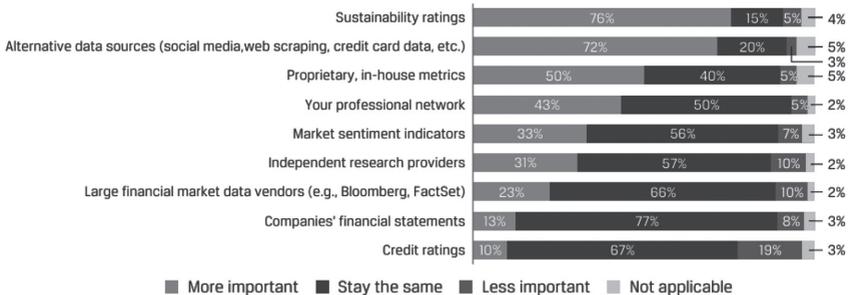
[出所] CFA Charter Factsheet
 “Top Global Charterholder Roles” 2024 CFA Institute

CFA 協会会員：地域別分布



[出所] CFA Institute Annual Report Fiscal Year 2023

投資意思決定においてより重要な要因になると予想される情報源



[出所] CFA 協会会員に対するアンケート調査結果。CFA Institute Skills and Careers Survey, The Future of Work in Investment Management 2022

[備考]

CFA 協会 (CFA Institute) :

- ・ FAF (Financial Analysts Federation, 北米を中心とした地区協会の連合体として1947年設立) と ICFA (The Institute of Chartered Financial Analysts, FAF の姉妹機関として1961年設立, 主に Chartered Financial Analyst [CFA] 教育・試験を担当) との合併により, AIMR (Association for Investment Management and Research) として1990年に設立, 2004年5月に CFA Institute に改称。本部は, ヴァージニア州シャーロットビル。
- ・ 北米を中心に海外を含め160の地区協会を有し, 個人会員総数は約206,000人 (2024年8月現在), うち約190,000人が CFA 資格保有者。
- ・ 主な事業として, ①投資専門家教育 (CFA プログラム運営, 多様な媒体/コンテンツによる継続教育, 調査レポート発行等), ②投資専門職の職業倫理等に関する最高水準の業界基準の設定・実施および投資専門職団体としての意見表明, を柱とする。資格試験については, 60年以上の歴史を有する CFA プログラムのほか, 2006年に Certificate in Investment Performance Measurement (CIPM) プログラム開始。2021年以降, 関連領域 (ESG 投資, 気候関連, データサイエンス, プライベート・エクイティ等) に関する各種認定コースの提供を強化。

2. 証券アナリストの自主規制 証券アナリストの資格については、CFA 協会により、投資専門職に関する教育プログラム（CFA プログラム、会員の継続教育等）および会員の規律・信用確保のための「倫理規範および職業行為基準」等の基準の実施を柱とする自主規制が行われており、長年の歴史と実績を経てプロフェッションとしての社会的認知が確立されている。

CFA 協会は、その会員と CFA 試験受験者（以下、会員等という）に対して倫理規範・職業行為基準の遵守を義務づけ、基準の詳細な解説と事例研究を織り込んだハンドブックを発行して規範・基準の普及に努めている。さらに、CFA 協会は、自主規制の実効性を高めるため、会員等に対して自己の職業行為に関する年次申告書の提出を義務づけ、また、会員等の職業行為に関する一般からの情報受付、SEC 等の規制機関の発行者、メディアによる情報等を通じて会員等の職業行為をモニターし、違反者には懲戒を課している。懲戒は、CFA 協会の定款・諸規則および懲戒手続規則に基づき、調査および公正な審査を経て決定され、①非公式の譴責、②戒告、③会員資格の停止、④ CFA 称号使用権の停止、⑤除名、⑥ CFA 称号使用権の剥奪、⑦ Summary Suspension（会員資格、CFA 称号使用権等の自動終了）、⑧ CFA プログラム参加の停止または禁止があり、①を除き原則として CFA 協会の発行者で公表される。

CFA 協会は、上述の規範・基準について、アナリストの利益相反問題に対応するため、2005年に大幅な改定を行った。その後も定期的な見直しを行い、2014年には監督者の責務の強化、投資プロセスに係る制約・リスクの開示等を追加し、2024年には顧客に提供するサービス内容・コストの開示、利益相反の回避等を追加して改訂している。

このほか、CFA 協会では、資産運用会社およびアセットオーナーが運用実績を公正に表示し開示する基準として Global Investment Performance Standards（2020年改訂）、資産運用会社の倫理的行動規範を示した Asset Manager Code of Professional Conduct”（2023年改訂）、投資プロダクトの ESG 開示基準として Global ESG Disclosure Standards for Investment Products（2021年制定）、長期的な資産運用を行う機関の倫理的行動規範を示した Investment Management Code of Conduct for Endowments, Foundations, and Charitable Organizations（2023年改訂）、Diversity, Equity, and Inclusion Code（北米向けに2022年制定）などの業界基準を定めている。

CFA 協会倫理規範および職業行為基準

(CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct)

倫理規範

- CFA 協会会員 (Chartered Financial Analyst[®] [CFA[®]] の資格保有者を含む) と CFA 受験者は、
- 誠意、能力、勤勉、敬意、かつ倫理的態度を持って、投資業界における一般投資家、顧客、見込客、雇用主、従業員、同僚およびその他グローバルな資本市場の参加者に対し行動しなければなりません。
 - 投資専門家としての誠実性と顧客利益を、自己の個人的利益より優先させなければなりません。
 - 投資分析、投資推奨、投資行動を行う場合、又その他専門活動に従事する場合は、適切な配慮をし、かつ独立性のある専門判断を行わなければなりません。
 - 専門家として信用に値する専門的かつ倫理に基づいた職務を行い、また他の者がそのように職務を行うよう奨励しなければなりません。
 - 社会に最大の恩恵をもたらすように、グローバルな資本市場の誠実性と実行可能性を推進させなければなりません。
 - 自己の専門能力を維持・向上し、また、他の投資専門家の能力を維持・向上するよう努めなければなりません。

職業行為基準 (項目のみを列記)

- | | |
|--|---|
| <p>I : 専門家としての心構え</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 法規知識 B. 独立性と客観性 C. 虚偽の表示 D. 不正行為 E. 能力 <p>II : 資本市場の健全性</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 重要な非公開情報 B. 市場操作 <p>III : 顧客に対する義務</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 忠実、慎重さ、および配慮 B. 公平な扱い C. 投資適合性 D. 運用成果の提示 E. 機密の保持 <p>IV : 雇用主に対する義務</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 忠実義務 B. 追加報酬の取り決め C. 監督者の責務 | <p>V : 投資分析、投資推奨および投資行動</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 真摯さと合理的な根拠 B. 顧客および見込顧客とのコミュニケーション C. 記録の保持 <p>VI : 利益相反関係</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 利益相反の回避または開示 B. 取引の優先順位 C. 紹介手数料 <p>VII : CFA 協会会員または CFA 受験者としての責務</p> <ul style="list-style-type: none"> A. CFA 協会プログラム参加者としての行動 B. CFA 協会、CFA の称号および CFA プログラムについての言及 |
|--|---|

(注) 「はじめに」掲載略。上記日本語訳は、CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct (2014年改訂版) の CFA 協会による日本語訳に基づき、2024年改訂版(英語)での改訂を筆者反映。

[出所] CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct (2024年改訂版)。職業行為基準の各項目の具体的な内容は下記サイトを参照。 <https://www.cfainstitute.org/standards/professionals/code-ethics-standards>

3. 証券アナリスト資格 CFA 協会によって Chartered Financial Analyst (CFA) 資格付与のための学習・試験プログラムが実施されている。1963年に最初の試験が行われて以来、CFA 資格保有者は2024年現在190,000人となっている。この資格は、他の主要国同様、法律で定められた公的な資格ではないが、専門知識・能力の保持および「倫理規範および職業行為基準 (Code of Ethics and Standards of Professional Conduct)」の遵守が社会的に認知されることによって、プロフェッショナルな資格として定着している。

CFA 学習・試験プログラムは三つのレベルで構成されており、レベルⅢ試験に合格し、所定の実務経験を有する者に CFA 資格が付与される。同プログラムは、CBOK (Candidate Body of Knowledge: 必要な知識体系のうち受験者に課されるもの) の定期的な見直し、および最新の実務的ニーズを反映させるために毎年実施される実務分析プロセス (Practice Analysis Process) に基づき更新されている。2024年に CFA プログラムの大幅な機能強化が実施され、実践的なオンライン・スキルトレーニング (Practical Skills Modules) や、レベルⅢへの三つの専門パスウェイ (キャリア志向に応じて「ポートフォリオ・マネジメント」「プライベート市場」「プライベート・ウェルス」から選択) の導入が行われた。

CFA プログラムの登録者数をみると、アジア太平洋地域が55~60%、北・中・南米が20~25%、欧州・中近東・アフリカが15~20%で推移している。

CFA 試験合格後も専門能力の維持・向上のため不断の努力が必要という観点から、CFA 協会では試験合格後の継続教育にも力を入れている。また、最近では、ESG 投資、気候関連リスク・評価、データサイエンス、プライベート・エクイティなどの関連領域に関する各種認定コースも提供している。

アメリカでは、リサーチ・レポートの作成に主たる責任を有するリサーチ・アナリスト (もしくはレポートに名前が掲載されるアナリスト) は、FINRA にリサーチ・アナリストとして登録することが義務付けられている。登録が受理されるためには、FINRA が指定する Securities Industry Essentials (SIE) 試験および Series 86/87 試験 (Research Analyst Qualification Examination) に合格しなければならない。CFA 試験レベルⅠ・Ⅱの両方に合格している者は、Series 86試験の一部を免除されている。

CFA 試験制度の概要

1. 資格要件 ①レベルⅠからレベルⅢの各レベルの学習において Practical Skills Module を完了するとともに、全レベルの試験（各レベル約4.5時間）に合格し、②投資意思決定プロセスに関わる業務について実務経験（最低36か月間で4,000時間以上）を有し、かつ、③CFA協会のレギュラー・メンバーである者にCFAの資格が付与される。
2. 受験資格 有効な旅券（身分証明のため）を有し、学士（または一定の条件を満たす学部生）、もしくは所定の実務経験（投資関係に限定されない）または所定の実務経験・教育を有していること。受験のためにはプログラムへの事前登録が必要。
3. 試験分野のウエイト

カリキュラム・トピック	レベルⅠ	レベルⅡ	レベルⅢ
倫理規範および職業行為基準	15-20%	10-15%	10-15%
数量分析手法	6-9%	5-10%	
経済	6-9%	5-10%	
財務諸表分析	11-14%	10-15%	
企業発行体	6-9%	5-10%	
株式投資	11-14%	10-15%	
確定利付	11-14%	10-15%	
デリバティブズおよびリスク管理	5-8%	5-10%	10-15%
オルタナティブ投資	7-10%	5-10%	
ポートフォリオ・マネジメント	8-12%	5-15%	
ポートフォリオ構築			15-20%
アセット・アロケーション			15-20%
パフォーマンス測定			5-10%
三つのパスウェイ（ポートフォリオ・マネジメント、プライベート市場、プライベート・ウェルス）から一つを選択			30-35%

（注） レベルⅢは、三つのパスウェイに共通するコア（65～70%）と各パスウェイに特化したコンテンツ（30～35%）で構成（2025年以降）。受験者は三つのパスウェイから一つを選択。レベルⅢ合格者には、選択したパスウェイにかかわらずCFA資格が付与される。

〔出所〕 CFA Charter Factsheet 2024

CFA プログラム登録者数の推移

	FY2023	FY2022	FY2021	FY2020	FY2019
北・中・南米	48,300	65,200	46,700	24,100	91,100
欧州・中近東・アフリカ	38,300	51,900	38,200	16,800	63,000
アジア・太平洋	124,500	145,300	130,000	61,300	200,200
合計（グローバル）	211,100	262,400	214,900	102,200	354,300

〔出所〕 CFA Institute Annual Report Fiscal Year 2023

CFA 試験受験者数の推移

CFA Candidates Year	%Pass		LEVEL I				LEVEL II				LEVEL III			
	Total	%Pass	Total	Pass	Fail	%Pass	Total	Pass	Fail	%Pass	Total	Pass	Fail	%Pass
2022 February	30,691	39%	18,992	6,801	12,191	36%	11,699	5,132	6,567	44%	12,384	6,047	6,337	49%
2022 May	31,787	42%	19,403	7,315	12,088	38%					10,376	5,032	5,344	48%
2022 August	45,087	41%	19,103	7,032	12,071	37%	15,608	6,317	9,291	40%				
2022 November	37,250	38%	24,937	8,932	16,005	36%	12,313	5,382	6,931	44%				
2023 February	31,817	43%	16,959	6,441	10,518	38%					14,858	7,102	7,756	48%
2023 May	39,247	44%	23,352	9,042	14,310	39%	15,895	8,291	7,604	52%				
2023 August	48,398	42%	23,289	8,713	14,576	37%	9,074	3,999	5,075	44%	16,035	7,585	8,450	47%
2023 November	43,538	38%	28,953	10,104	18,849	35%	14,585	6,377	8,208	44%				
2024 February	30,551	46%	16,932	7,415	9,517	44%					13,619	6,734	6,885	49%
2024 May	35,420	51%	21,116	9,666	11,450	46%	14,304	8,386	5,918	59%				
2024 August	50,756	46%	24,937	11,050	13,887	44%	8,872	4,164	4,708	47%	16,947	8,081	8,866	48%
1963-2024	3,876,818	45%	2,245,713	927,351	1,318,362	41%	1,026,324	472,269	554,055	46%	604,781	332,151	272,630	55%

〔出所〕 CFA Institute 1963-2024 Candidate Examination Results から抜粋

4. アナリストを巡る諸問題(1)——フェア・ディスクロージャー 2000

年10月にSECは、公正開示規則(Regulation Fair Disclosure, 以下FD)を施行した。FDは、株価に影響を与えるような企業の重要な未公開情報をアナリストや一部の機関投資家に選択的に開示することを禁止し、すべての投資家に情報が公平に伝達されることを目的としている。意図せず未公表の情報を選択的に開示してしまったときは、直ちに一般に公表しなければならないとした。

制定の理由について、SECは、株価に影響を与えるような重要な情報を選択的に開示することを許容すれば、特定の者のみが利益を得る機会をつくることになり、その者以外の多数の投資家に不公平感を感じさせ、資本市場全体が信頼を失うことにつながりかねないからと述べている。FD制定の背景には、企業側による、いわゆる利益ガイダンスの不公正な開示の問題があった。

1995年に制定された証券民事訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act)の影響により、多くのアメリカの企業はその後、一定の利益ガイダンスを行うようになった。短期(四半期)の利益ガイダンス数値は、アナリストによる予想コンセンサスと株価形成に大きな影響を与えるため、アナリストは企業側から利益動向についての情報をいち早く獲得することに多大なエネルギーを割くこととなった。決算数値が公表された際、ガイダンスとわずかに異なる場合でも株価が激しく乱高下する現象がアメリカでは特に頻繁に見られる。そのため、前もって情報を得ていたアナリストは顧客である機関投資家にいち早く伝えることで評価を得るといった歪んだ状況が生じていた。もちろんこれらの行為は、アナリストやIRオフィサーの自主規制機関において元来戒められていたことであるが、強行法規としての罰則規定がなかったため野放しになっていた。その状況を憂慮したSECがFDを定めた。

2024年現在、FDは依然としてフェア・ディスクロージャーに関する根幹的な規則として機能しているが、情報開示の手段が多様化する中で新たな課題も生じている。特に、ウェブサイトやソーシャルメディアなどを利用した情報開示が一般的になり、これらのデジタル・プラットフォームを通じた選択的開示のリスクが指摘されている。そこでSECは2008年と2013年に続き、2023年にも新たにガイダンスを公表している。

Regulation Fair Disclosure (FD) の主な内容

概要	証券の発行者または発行者のために行動する者が、未公表の重要情報を規則100(b)(1)に列挙された者に開示するときは、その情報を一般に公表しなければならない。未公表の重要情報の開示が意図的なものである場合には、その情報の公表は同時に (simultaneously) 行わなければならない。開示が意図せざるものであった場合は、速やかに (promptly) 一般に公表しなければならない。(規則100(a))
開示の相手方	規則100(b)(1)に列挙されている者は、大きく二つに分けられる。第1グループは投資に関する専門家であり、具体的には①ブローカー、ディーラーおよびその関係者、②投資顧問、機関投資家の投資マネージャーおよびその関係者、③投資会社およびその関係者であり、セルサイドアナリストは①に含まれる。第2グループは、発行会社の発行した証券の保有者で、開示された重要情報に基づいて当該証券を売買することが合理的に予想される者である。
意図的な開示	重要情報の開示が意図的である場合とは、開示を行う者がその情報が未公表の重要情報であることを知っているか、または知らないことに過失がある場合である。(規則101(a))
一般への公表	一般への公表は、フォーム 8 K の提出、または一つないし複数の方法の組み合わせによる広範囲かつ限定的でない発表により行うべきこととされる (規則101(a))。SEC が作成した解説では、フォーム 8 K 以外の方法としてニュース・サービス等を通じたプレス・リリース、一般人が出席・電話・電子媒体等によりアクセスができ、かつ事前に通知が行われる会議での発表が例示されている。また、ウェブサイトやソーシャルメディアなどを利用した情報開示の指針も示されている。

FD 施行後の情報開示状況に関するサーベイと SEC のガイダンス

1996年 8 月	AIMR (現 CFA 協会、以下同様) : Standards of Practice Handbook (3 rd edition) 公表; アナリストによる Fair Disclosure 遵守。
1996年10月	NIRI : Task force on Disclosure Issues Standards and Guideline for Disclosure 公表; IR 担当者側による Fair Disclosure の遵守を明記。
2000年10月	SEC : Regulation Fair Disclosure (FD) 制定。
2001年 2 月	AIMR : Regulation FD e-Survey Summary 第 1 回調査
2001年 6 月	SIA : Best Practice for Research 公表。
2001年 6 月	SEC : Analyzing Analyst Recommendations 公表。
2001年 9 月	AIMR : Regulation FD e-Survey Summary 第 2 回調査
2001年 3 月	NIRI : Corporate Disclosure Practice Survey 2001公表。
2008年 8 月	SEC : Guidance on the Use of Company Web Sites
2013年 4 月	SEC : Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934 (本報告書でソーシャルメディア使用のガイダンスを提示)
2016年 5 月	NIRI : Earnings Process Practices Research Report 公表。
2023年 7 月	SEC : Guidance on the Use of Social Media and Digital Platforms for Disclosure

5. アナリストを巡る諸問題(2)——アナリストの利益相反 アメリカでは2001年春ごろから、証券会社のリサーチ・アナリストの業務の独立性や客観性が損なわれ、歪められたレポート作成による不適当な投資推奨が多数行われているとの批判が高まり、アナリスト業務の規制強化が求められることとなった。特に重要な点として指摘されたのは、証券会社がリサーチ業務と投資銀行業務を兼業することに伴う利益相反の問題であった。

アメリカの証券会社においては、1975年の売買委託手数料の自由化以降、ブローカレッジ業務の収益性が極端に低下した一方で、新株発行の引き受けやM&Aのアドバイスといった収益性の高い投資銀行部門の業務の重要性が増してきた。このため、証券会社においては、投資銀行案件を獲得することを優先する傾向が強まり、アナリストが顧客企業に有利な内容は書くが、不利な情報は記載しないというようなケースが生じた。

このような批判に対し、業界団体や各証券会社はそれぞれ自主規制ガイドラインの制定や社内規定の強化などの措置を取り、2001年秋には事態は収まるかに見えた。しかし、同年12月にエンロン社が破綻した際、その直前まで同社株の継続保有や買いを推奨していたアナリストがほとんどであったことが判明し、徹底した調査により膿を出す必要性が指摘された。

伝統的には本件のようなウォール街の証券会社の問題は、SECの所管であるが、2002年4月、ニューヨーク州のスπιッツァー司法長官率いる州司法当局が調査に乗り出した。同長官は、州当局によるメリルリンチ社の調査において、同社のアナリストが、自らの重要顧客には買い推奨に値しないと声明しながら、投資銀行業務への配慮から一般の投資家向けには買い推奨していたことを指摘した。これを受けて、SECも同年4月、主要証券会社における利益相反問題の調査を開始した。その後、投資家、多数の証券会社、議会、連邦・州の当局等を巻き込む大事件となり、和解により一応の決着がついたのは2003年4月である。既に和解後20年以上が経過しているが、証券会社自身の組織変革もあり大きな問題は起きていない。一方でアナリストにとっての顧客構造の変化を受け、ロングオンリー向けからヘッジファンド向けにシフトしていることによる新たな問題が提起されている。また、最近ではAIや機械学習などの予測データ分析技術の使用に伴う利益相反問題も浮上しており、SECは2023年に新しい規則を提案している。

アナリスト批判を巡る主な動き

2001年6月	SIA が、業界の自主的ガイドライン「調査のためのベスト・プラクティス」を公表。
2001年6月	アメリカ下院資本市場委員会が、証券会社が提供するリサーチの公正性についての公聴会を開催。
2001年7月	アナリストの団体である AIMR（現 CFA 協会）が、アナリストの独立性に関するイシューズ・ペーパーを公表。
2001年夏	複数の証券会社が、アナリストが担当株式に個人的投資を行うことを禁止する社内規則を制定。
2001年8月	複数の投資家が、株式への投資により損害を蒙ったとして当該株式の買い推奨を行った証券会社、アナリストを提訴。
2001年10月	エンロン事件の勃発。
2002年2月	アメリカ上院が有力証券会社のアナリストを召喚してエンロン事件に関し証言を求める。
2002年4月	ニューヨーク州スピッツァー司法長官が、メリルリンチ社におけるリサーチと投資銀行業務の利益相反問題に関する調査結果を公表。
2002年4月	SEC が主要証券会社に対し、利益相反問題に関する資料提出を要求。
2002年5月	SEC が、NASDAQ/NYSE のリサーチ・アナリストおよびリサーチ・レポートに関する規則を承認。
2002年5月	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ社が、和解に合意。
2002年12月	当局と主要証券会社が包括的和解のための基本合意を公表。
2003年4月	当局と主要証券会社が合意した包括的和解の最終的な内容を公表。
2003年7月	SEC がNASDAQ/NYSE のアナリストに関する規則改正案を承認。

(注) 当局とは、SEC、ニューヨーク司法当局、NASDAQ、NYSE 等のこと。

アナリストに関する FINRA の規則

- ・FINRA Rule 2241：株式リサーチ・アナリストおよびリサーチレポートに関する規則。リサーチ・アナリストの報酬、投資銀行業務との分離、利益相反の開示などを規定。
- ・FINRA Rule 2242：債券リサーチ・アナリストおよびリサーチレポートに関する規則。株式リサーチに関する規則と類似しているが、債券市場の特性に合わせた修正が加えられている。

(注) FINRA は2007年にNASDAQとNYSEの規制部門の統合により設立。統合によりNASDAQ/NYSEのアナリストに関する規則（2003年7月改正）はFINRAに引き継がれて存続。2015年7月にSECがFINRA Rule 2241、2242を承認。

6. アナリストを巡る諸問題(3)——ショートターミズムの打破と ESG 投資の隆盛化 エンロン・ワールドコム事件が起きたときのアナリストに関連した重要な問題は、前項(2)で触れた「利益相反」と、曖昧な「投資格付け」であった。

セルサイドアナリストにおける投資格付けは、2000年当時、アナリスト個人の基準に基づいて設定されていることが多かった。絶対リターンがプラスであれば良いとする極端なものすらあった。すなわち、目標となる期間に株価がプラスと見込まれれば「買い推奨」する場合がそれにあたる。

2002年に AIMR (現 CFA 協会) が公表したレポートでは、ファンダメンタルズ・リサーチに基づき長期の業績予想を行い、企業の内在価値を探り、フェアバリュー (妥当株価) の算定を行う。そのうえで何らかのベンチマークを据えて、その相対的な株価の動向を予見し、投資格付けを設定することが基本であることを指摘した。ベンチマークとして市場平均を採るよりも、関連するインダストリー・インデックスなどを使用することを奨励した。この結果、アナリストレポートの中には「売り」あるいは「アンダーパフォーム」という格付けが頻繁にみられるようになった。

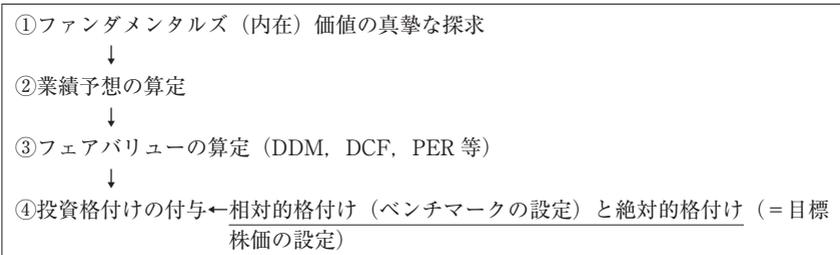
しかし、2003年になりニューヨーク証券取引所は、投資家にとって分かりにくいという批判があるとして目標株価とその根拠をアナリストがレポートで公表することを奨励した。皮肉なことに、この推奨は投資家の多様化、特に短期志向のヘッジファンドの勃興により、目標株価を明確にして機を見て短期間に投資格付けを見直すリサーチ手法が再びアナリストに求められるようになった。これに対し、CFA 協会や NIRI は2005年に協働してリサーチペーパーを公表し、こうした動きが投資における過度なショートターミズムを引き起こすものであると警告した。

それから15年以上が経過し、アメリカを含め世界的に ESG 投資の動きが活発になる中、サステナビリティ/ESG 情報開示の基準化を巡る動きもグローバルベースで急速に進展しており、それに対応した中長期的な企業のサステナビリティを考慮したリサーチが提唱されるようになってきている。しかし、アメリカでは、気候変動問題等の解決に向けた ESG 投資の推進に反対するなどの政治的な動きによる不確実性が増しており、今後も注視が必要である。

アナリストと情報開示例 (IR) の動き (2004年以降)

2004年7月	CFA 協会：What we stand for – The highest standards of education, integrity, and professional excellence 公表。
2005年2月	CFA 協会・NIRI：Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations 公表。
2005年3月	CFA 協会：The Corporate Governance of Listed Companies：A Manual for Investors 公表。(2009年，2018年にその改訂版発行。)
2005年5月	SEC 議長 William H. Donaldson によるスピーチ (CFA 協会年次大会)： “The Challenge to Move Beyond Short-Termism” でショートターミズムを批判。
2006年5月	NIRI：Louis M Thompson, JR, “Investor Relations：It’s Not a Dog and Pony Show” で IR 活動の行き過ぎを批判。
2006年7月	CFA 協会・Business Roundtable Institute for Corporate Ethics：Breaking the Short-Term Cycle 公表。
2007年7月	CFA 協会：A Comprehensive Business Reporting Model – Financial Reporting for Investors 公表。
2008年5月	CFA 協会：Short-Termism Survey – Practices and Preferences of Investment Professionals 公表。
2013年3月	NIRI：Standards of Practice for Investor Relations – Earnings Release Content 公表
2015年10月	CFA 協会：Environmental, Social, and Governance Issues in Investing – A Guide for Investment Professionals 公表。
2018年9月	CFA 協会・PRI：Guidance and Case Studies for ESG Integration – Equities and Fixed Income 公表。
2018年9月	CFA 協会・PRI：ESG Integration in the Americas：Markets, Practices, and Data 公表。
2022年11月	CFA 協会：Guidance for Integrating ESG Information into Equity Analysis and Research Reports 公表

アナリストによる投資格付け設定プロセス



[出所] 北川哲雄 [2007], 「アナリスト格付けの相対性と絶対性」, 『経済系』 (関東学院大学) 233号, 88頁。