

## 論 点 メ モ (3)

項 目	論 点	備 考
1. 総論・対象範囲	<p>1. 総論</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 信用格付は、投資者が投資判断を行う際の信用リスク評価の参考として、金融資本市場において広範に利用されており、投資者の投資判断に大きな影響を与えている。このような格付を付与し、利用者に対して幅広く公表・提供している格付会社は、金融資本市場における情報インフラとして重要な役割を担っており、それに応じた適切な機能の発揮が求められる。</li> </ul> <p>以上に照らせば、格付会社に対する公的規制の導入は、資本市場の機能の十全な発揮や投資者保護を目的とするものと整理することができ、金融商品取引法に位置付けることが適当と考えられるかどうか。</p> <p>2. 対象範囲</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 規制の対象については、信用リスクに関する表現行為全体に萎縮的効果を及ぼさないよう必要かつ合理的な範囲に限定する観点から、信用リスクに関する意見を記号・符号で示す行為について広範・網羅的に規制対象とするのではなく、その格付が広く</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 格付会社の機能・役割等【資料2 p. 1】</li> </ul> <p>－ 米国2006年信用格付機関改革法に基づく格付会社の規制は、<u>1934年証券取引所法</u>に規定されている。</p> <p>－ 欧州委員会規則案では、登録手続や監督において、CESR（欧州証券規制当局委員会）の活用等が盛り込まれている。</p>

	<p>金融資本市場において利用されており、投資者の投資判断に大きな影響を及ぼし得る立場にある格付会社を対象とすることが適当と考えられる。</p>	
<p>2. 規制の内容</p>	<p>1. 基本的考え方</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 信用格付業者に対する公的規制については、 <ul style="list-style-type: none"> <li>① 信用格付業者の格付対象者等からの独立性を確保し、利益相反を回避する</li> <li>② 格付プロセスの品質と公正性を確保する</li> <li>③ 投資者等の市場参加者に対する透明性を確保する</li> </ul> <p>ということを主眼とし、これらを達成する観点から、必要かつ合理的な規制の枠組みを整備していくことが考えられる。</p> </li> <li>● この点、上記の問題意識は、国際的に合意されたIOSCOの基本行動規範においても共有されていることから、規制の枠組みとしては、信用格付業者によるIOSCOの基本行動規範の遵守の確保をベースとしていくことが適当ではないかと考えられる。</li> <li>● 以上の観点から具体的な規制を整備するに当たり、IOSCOの基本行動規範がプリンシプル・ベースで策定されていることに鑑み、その精神が損なわれることのないように留意する必要があると考えられる。</li> </ul>	<p>ー 公的規制の対象となる格付会社を「信用格付業者」(仮称)という(→p. 12参照)。</p>

	<p>また、格付は、将来の不確定な信用リスクについて専門的知見に基づき表明される意見であることに鑑み、個々の格付の内容・結果は、直接的な規制の対象とすべきではないと考えられる。</p> <p>2. 規制の具体的内容</p> <p>● 上記「1. 基本的考え方」を踏まえた規制の具体的内容として、以下の骨格(誠実義務、情報開示、体制整備、禁止行為)をベースに、IOSCOの基本行動規範の具体的項目との対応関係を整理した上で、公的規制の体系を整備していく、との方法が考えられるがどうか。</p> <p>(1) 誠実義務</p> <p>➤ 信用格付業者は、金融資本市場における情報インフラとして重要な役割を担っており、それに応じた適切な機能の発揮が求められる。</p> <p>これを踏まえ、独立性、公正性、誠実性を確保する観点から、<u>信用格付業者は、独立した立場において公正かつ誠実に業務を遂行することを</u>、信用格付業者に対する規制の一般原則として規定する。</p>	<p>ー 米国の格付機関改革法では、「如何なる法令の規定にもかかわらず、SEC・連邦政府はNRSRO が格付を決定する際の格付、格付手続、格付方法の実質について規定してはならない」旨が規定されている。</p> <p>● IOSCOの基本行動規範と規制案骨格との関係イメージ【資料3】</p>
--	---	---

## (2)情報開示

### ① 適時の情報開示

- 市場関係者にとっての格付の有用性を高める観点から、格付に関する情報開示について、透明性・適時性を確保していくことが必要と考えられる。

このような観点から、信用格付業者に対して、格付の付与や提供についての方針及び方法(格付方針等)を定めて公表し、これに従って業務を行うことを求める。

格付方針等は、市場参加者が格付を利用するための基礎となる情報となることから、適時の開示が求められる。このような観点から、信用格付業者が格付方針等を変更した場合には、タイムリーにこれを公表することを求める。

### ② 定期的な情報開示

- 上記の格付方針等のほか、信用格付業者に関する事項として、例えば、格付対象会社との報酬の取り決めに関する一般的な性質や、格付実績に関する比較可能な情報などについても、定期的な開示が必要と考えられる。

このような観点から、信用格付業者は、一定期間ごとに説明書類を作成して、公衆の縦覧に供しなければならないことを求める。

### (3)体制整備

- 上記「1. 基本的考え方」を踏まえ、独立性確保・利益相反防止、格付プロセスの品質管理・公正性確保、法令等遵守、情報管理、格付方針等(上記(2)①)遵守などについて、体制整備を求める。

体制整備については、信用格付業者の行動規範その他の規程の整備にとどまらず、実効性が確保されるようなものとする。

また、信用格付業者自身の透明性を高めることで市場規律を働かせ、その中で自律的な取組みを促していく観点から、体制整備の状況についても説明書類(上記(2)②)の記載事項とする。

### (4)禁止行為

- 独立性確保、利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の観点から、特にその要請が強い事項については、信用格付業者の体制整備による自律的な対応のみならず、一定の行為を禁止する、との対応も考えられる。

例えば、信用格付業者が格付対象者と密接な関係を有する場合(例:格付対象となる金融商品を担当アナリストが保有している場合)には、これに関する格付付与を禁止することが考えられる。

	<p>● 現在、欧米において格付会社に対する公的規制の導入・強化についての検討が進展しており、公表されている規制案の中には、IOSCOの基本行動規範において求められている内容を超えた規制が盛り込まれている。</p> <p>基本行動規範、米国の規制、欧州の規制案は、それぞれ異なる体系で規定されているため、実質的な規制内容の具体的差異は必ずしも明確化し得るものではないが、基本的には下記(1)(2)のような整理が可能と考えられる。</p> <p>我が国において、IOSCOの基本行動規範をベースに規制の枠組みを検討するに際し、これらの差異についてどのように考えるか。</p> <p>(1)米国の規制(規則改正案を含む)のうち、IOSCOの基本行動規範に規定されていない主な事項</p> <p>【情報開示】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 発行体等からNRSROに対して提供された全ての情報が非公表の場合の証券化商品に関する格付付与・維持の禁止(規則案)</li> <li>➢ 格付に利用する情報についての詳細な開示義務(規則案)</li> </ul> <p>【利益相反防止】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 総収入の10%以上を占める者からの依頼による格付の発行の禁止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 米国の規制の概要 【資料2 p. 2】</li> <li>● 米国 SEC 規制改革案 【資料2 p. 3】</li> <li>● 米国 1934 年証券取引所法・SEC規則(主な規制の内容)【資料2 p. 4~5】</li> </ul>
--	--	--

	<p><b>【禁止行為】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 他のサービスの購入を格付発行の条件とするなど、不公正、威圧的、不正な行為の禁止</li> </ul> <p>(2) 欧州委員会規則案のうち、IOSCOの基本行動規範に規定されていない主な事項</p> <p><b>【ガバナンス】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 監視機関の設置義務(3名以上の独立の外部委員、専門的知識の要求等)</li> </ul> <p><b>【従業員に対する規制】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 格付プロセスに直接関与していた従業員が、格付付与後6ヶ月以内に、格付対象先の経営陣に就任することの禁止</li> <li>➢ アナリスト等に対するローテーション・ルール(4年で交替、2年のインターバル)の原則適用</li> </ul> <p><b>【格付開示】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 全ての格付についての非選択的な適時開示義務(私的格付・購読により提供される格付は含まない)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 欧州委員会による格付会社規制に関する規則案(概要)【資料2 p. 6】</li> <li>● 欧州委員会規則案(主な規制の内容)【資料2 p. 7~8】</li> </ul>
--	---	--

	<p>(3)両案(米国規則改正案、欧州委員会規則案)共通で規定されている事項のうち、IOSCOの基本行動規範に規定されていない主な事項</p> <p><b>【禁止行為】</b></p> <p>➤ 格付対象者等に対し、会社形態、法的ストラクチャー、資産、負債等に関して、相談・助言サービス[欧州案]／推奨[米国案]を行うことの禁止</p> <p>(参考)規制の内容は基本的に法律事項である。但し、専門的な細目事項や、状況の変化に即した機動的な対応が求められる事項については、必要に応じて、政令・内閣府令等へ委任される。このような棲み分けの範囲内で、①将来的にIOSCOの基本行動規範が改訂された場合、②現在、欧米において検討が進められている規制導入・強化の動向を踏まえ、我が国でも追加的な対応が必要となった場合、などについても、一定の対応が可能と考えられる。</p>	<p>－ IOSCOの基本行動規範では、コンサルティング業務に伴う利益相反の問題は、体制整備の観点からの対応として規定されている。</p>
--	--	---

<p>3. 登録・検査監督の枠組み</p>	<p>1. 登録の枠組み</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 前述の規制の対象範囲とされた者(→上記「1. 総論・対象範囲 2. 対象範囲」参照)について、公的規制の実効性確保のための法的枠組みとしては、金融商品取引法上、金融商品取引業者などについて登録制度が用いられていること、信用格付業への新規参入への大きな障壁とならないようにする観点から、登録制度を採用することが考えられる。</li> <li>● 登録制度の具体的な内容として、例えば、我が国の公的制度の枠組みにおいて利用されている格付を付与するためには、登録を受けなければならない、という参入制限的なものとするのが考えられる。しかしながら、現在、格付に対する投資者の過度の依存を是正する観点から、格付の公的利用の在り方について、国際的な見直しが進められていることを踏まえると、格付の公的利用の有無そのものを、対象範囲を限定する基準として直接採用することは、必ずしも適当ではないのではないかと考えられる。むしろ、一定の要件を満たす場合には登録を受けることができることとし、登録を受けた格付会社の付与する格付について下記「2. 登録を受けることによる効果」のような仕組みを採用し、結果として、投資者の投資判断に大きな影響を及ぼし得る立場にある格付会社が規制対象となることを担保してはどうか。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 欧米の規制案の枠組み(登録制度・監督措置等)【資料2 p. 9】</li> <li>－ 金融安定化フォーラム報告書(2008年4月)において「当局は、規制・監督枠組みにおける格付の利用について検証」とされている。</li> <li>－ 米国1934年証券取引所法「<u>NRSROとしての取扱いを受けることを選択した格付会社は、SECに対する登録申請を行うものとする</u>」(Sec15E(a)1.A)</li> <li>－ 欧州委員会規則案「格付会社は、その付与する格付が一定の規制目的に利用されることを確保するため、<u>登録申請することができる</u>」(12条)</li> </ul>
-----------------------	---	--

## 2. 登録を受けることによる効果

● 「登録できる」との制度を導入する場合には、登録を受けた格付会社の付与する格付と、その他の格付について、前述のような格付プロセスの公正性、中立性、独立性の確保や、格付手法、前提、格付の限界等について、投資者の適切な理解を確保する観点から、法律上適切な枠組みを整備していくことが必要である。

● この点、登録制度による公的規制の導入に伴い、これらの規制を受けていない者（信用格付業者の登録を受けていない未登録者）による格付が、規制の枠組みの下での格付プロセスを経たものであるか否か、格付手法、前提、格付の限界などについて明らかにされないまま投資者に提供され、投資者の投資判断を歪めるなど、公的規制の導入の意義が損なわれないよう、一定の工夫が必要である。

このため、格付けの意義や限界等を投資者に明確に認識させることを促す観点から、多数の投資者の利益に重大な影響を及ぼし得る立場にある金融商品取引業者や登録金融機関（金融商品取引業者等）が、未登録者の付与する格付を利用するに当たり、それが公的規制において定める格付プロセス等の枠組みに則っていないことや、格付手法、前提、データ、格付の限界等について、具体的に説明しない限り、当該格付を利用してはならないこととすることが考えられる。

(参考)具体的な法形式としては、金融商品取引業者等が、金融商品取引契約の締結の勧誘において、未登録者が付与した格付

一 米国NRSROの登録を受けることの効果として、以下のものが挙げられる。

- ①SEC規則においてNRSROの格付を参照、
- ②バーゼル規制のECAI(適格格付機関)認定の前提条件

一 欧州委員会規則案における登録の効果として、以下のものが挙げられる。

- ① 一定の格付付与が可能  
(規制の目的に利用される格付その他信用機関、投資会社、保険会社、集团的投資スキーム、年金基金に利用される格付の付与が可能)
- ② 投資会社、信用機関による登録格付会社の格付の利用義務  
(投資会社、信用機関は、格付が付与された金融商品について登録格付会社による格付がない場合には、当該商品について顧客のために注文を実行してはならない。)

を顧客に提供することを規制することとし、その上で、投資者保護と実務上のフィージビリティとのバランスに配慮し、例えば、未登録者が付与した格付であっても、その旨が投資者に明示されてリスクが十分に説明されている場合など、投資者保護の観点から特段の問題が認められない場合には、規制の対象外とするなどの適切な措置を講じることが考えられる。

なお、参考情報として投資者に提供されている信用リスクに関連する情報(例:信用リスクに関する指標、信用調査会社、証券アナリスト等による信用リスクに関する点数等を用いた評価など)については、そもそも規制の対象となる格付から除外することが考えられる。

### 3. 登録要件

- 参入形態として登録制度を採用する場合、参入規制の具体的内容は、登録の要件において規定されることとなる。

格付会社に対する規制の基本的な考え方に照らせば、信用格付業を適確かつ公正に遂行するための体制の整備は特に重要と考えられることから、これを登録の要件として位置付けることが必要と考えられる。

これにより、体制整備についての審査プロセスにおいて、当局が、独立性確保、利益相反防止、格付プロセスの品質管理・公正性確保、法令等遵守などについて、確認を行うことが可能となる。

－ 現行の指定格付機関制度において、指定の際に勘案すべき事項：

- ①格付実績、②人的構成、③組織、④格付の方法、⑤資本構成  
その他発行者からの中立性に関する事項等

	<ul style="list-style-type: none"> <li>● なお、米国 NRSRO の登録制度と同様、市場における認知度を登録の要件として課すことも考えられるが、認知度が低いことを理由に新規参入を認めないこととすると、競争制限的な効果が生じることから、慎重な検討が必要と考えられる。</li> <li>● 欧州委員会は、格付会社に対する規制案を公表しており、その中で、EU域内における法人(子会社)設置を義務付けている。 我が国においても、投資者保護や検査・監督の実効性を確保する観点から、原則として、国内拠点の設置を義務付けることとしてはどうか。もっとも、外国当局との情報交換を図ることにより、国内拠点を設置しなくても投資者保護や検査・監督の実効性を確保し得る場合も考えられることから、投資者保護、相互主義や国際協調の観点に照らし、必要に応じて拠点設置を免除する枠組みを措置する必要があると考えられるがどうか。</li> </ul> <p>4. 現行制度との関係</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 登録制度を採用する場合、登録を受けた者を「信用格付業者」(仮称)と位置付け、一定の規制・監督の枠組みを適用することとなる。</li> <li>● 登録制度の導入に伴い、現行の金融商品取引法制において採用されている「指定格付機関」制度を廃止し、「信用格付業者」の制度に統合していくことが適当と考えられるがどうか。 これにより、登録を受けた信用格付業者については、その付与</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>－ 米国NRSRO(全国的に認知された統計格付機関)の登録要件として、<u>適格機関購入者により認証された一定の信用格付付与が掲げられている。</u></li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 我が国における格付の公的利用の枠組み【資料2 p. 10】</li> </ul>
--	--	--

する格付が現行の「指定格付機関」の格付に相当するものとして引き続き認められることとなる。

- 現行制度では、その他、金融商品取引業者の自己資本比率規制、保険会社のソルベンシー・マージン基準等において「指定格付機関」を利用しているが、これらについても、「指定格付機関」の廃止に伴い、「信用格付業者」の制度を利用することでよいか。
- このほか、銀行の自己資本比率の計算上、利用可能な格付機関（「適格格付機関」）を金融庁長官が選定する制度が現在採用されている。本制度は、銀行の健全性指標の算出において、バーゼル合意の考え方を踏まえて定められている制度であり、金融商品取引法の趣旨・目的とは異なることなどを踏まえると、適格格付機関制度そのものは引き続き維持した上で、登録を受けた「信用格付業者」であることを適格格付機関の選定要件とすることにより、両制度の整合性を図っていくこととしてはどうか。

#### 5. 検査監督の枠組み

- 「2. 規制の内容」において検討した信用格付業者に対する規制について、その実効性を確保するため、登録制度の枠組みの下で、監督上の措置として、以下の権限を規定することが考えられるがどうか。

	<p>(1)事業報告書</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 信用格付業者による適確かつ公正な業務運営を確保する観点から、当局が信用格付業者から定期的に報告を求める必要がある。 このような観点から、<u>信用格付業者は、一定期間ごとに事業報告書を作成して、当局に提出しなければならないこととする。</u></li></ul> <p>(2)報告徴収・立入検査</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 必要に応じ実態把握を行う手段を確保する観点から、<u>当局は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、報告徴収・立入検査を行うことができることとする。</u></li></ul> <p>(3)業務改善命令</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 信用格付業者による適確かつ公正な業務運営を確保し、格付を利用する投資者の保護等を図る観点から、<u>当局は、信用格付業者の業務の運営の状況に関し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、業務改善命令を発出できることとする。</u></li></ul> <p>(4)その他の措置</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 上記の措置のほか、信用格付業者による適確かつ公正な業務運営を確保し、格付を利用する投資者の保護等を図る観点から、その業務について法令違反があった場合など、一定の要件に該当する場合には、当局は、より厳格な措置（業務停止、登録取消など）を講じることができることとするこ</li></ul>	
--	--	--

	<p>とが考えられるかどうか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 上記のような監督上の措置を基本としつつ、信用格付業者が金融資本市場において果たす役割に鑑み、一定の業務改善命令が発出された場合など、投資者を始め広く一般に与える影響が大きい場合には、当該監督上の措置が講じられた事実について周知がなされることが不可欠であり、このための枠組みを整備しておくことが必要と考えられるかどうか。</li> </ul> <p>6. 外国当局との執行協力</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 格付会社がグローバルに活動している現状を踏まえれば、実効性のある監督を行うためには、欧米をはじめとする外国当局との執行協力が不可欠と考えられる。そのためには、検査・監督の情報を外国当局と交換できるような枠組みが望ましいと考えられるかどうか。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● IOSCOの多国間情報交換枠組み(マルチMOU) 【資料2 p. 11】</li> <li>ー 金融庁は、IOSCOの多国間情報交換枠組みに署名しており、欧米やアジアの主要国・地域の証券監督当局と証券取引に関する情報交換が可能。</li> <li>ー 金融商品取引法では、外国金融商品取引規制当局に対する調査協力についての規定が設けられている(第189条)。</li> </ul>
--	---	---