

金融審議会金融分科会第一部会報告（案） ～信頼と活力ある市場の構築に向けて～

はじめに

現在の国際金融市場は、米国のサブプライム・ローン問題に端を発する大きな混乱に晒されており、高レバレッジ商品による短期的な利益追求といったこれまでのビジネスモデルの問題点等が大きく浮き彫りとされている。こうした中で、各国が国際的に連携し、金融システムの安定に全力を尽くすとともに、金融危機の再発防止、金融システム強化を強力に推進することが急務となっている。

同時に、我が国においては、少子高齢化社会が到来する中で、経済の持続的な成長を確保し、国民の資産形成に資するため、我が国金融・資本市場の競争力強化の重要性は決して失われるものではなく、この点にも引き続き不断に取り組んで行く必要がある。

こうした問題意識の下、金融審議会金融分科会第一部会では、今般の金融市場の混乱がもたらす教訓を踏まえつつ、公正・透明で、かつ、多様で利便性の高い市場インフラを整備すべく、

- ・ 格付会社に係る規制の枠組み、
- ・ 金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ、
- ・ 開示制度の見直し、

等の諸課題について、本年10月から〇回にわたり審議を行った。検討に当たり、開示制度の見直しについては、当部会の下に設置されている「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」において、専門的な観点から検討を行った。

本報告書は、当部会における検討結果をとりまとめたものである。今後、関係者において、本報告書の趣旨を踏まえ、適切な制度整備が進められることを期待する。

I. 格付会社に対する公的規制の導入

1. 背景・問題認識

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。

このように、格付会社は投資判断のための重要な材料となる情報や意見を顧客に提供するものであるが、他方で、投資助言サービスとは異なり、個別に顧客と契約を締結して金融商品の売買について直接的な関与を行うものではないことなどから、我が国をはじめ世界的にもこれまで規制対象とはされて来なかった経緯がある。

しかしながら、特に2001年末の米国の企業会計不正事件、2007年夏以降に顕在化したサブプライム・ローン問題を巡り、格付会社について、

- ・ 格付会社が格付を付与するに当たって、(偽りのない正確なデータの入手を含め) データの利用方法やモデルなど格付手法の妥当性について十分な検証が行われていなかったのではないか、
- ・ 発行体・アレンジャーから報酬を受領するというビジネスモデルに利益相反の可能性が内在しているのではないか、
- ・ 投資者等の市場参加者に対して、格付実績、格付の意義・限界など、格付を理解するために必要な情報開示が不足していたのではないか

など、様々な問題が提起された。

さらに、投資者が格付に過度に依存し、証券化商品のリスクを十分に評価しなかったのではないか、との指摘もなされている。

以上のような問題への反省も踏まえ、国際的には以下のような様々な取組みが進展している。

- ・ 証券監督者国際機構（IOSCO）は、2004年12月、格付会社が自主ルールに盛り込むべき具体的な事項（「基本行動規範」）を公表し、2008年5月に改訂。
- ・ 2008年11月の「金融・世界経済に関する首脳会合」において、国際的に共有されているルールと整合的に、格付会社に対

する強力な監督を実施していくこと等について合意。

- ・ 米国では、2006年9月に信用格付機関改革法が成立し、公的規制・監督の枠組みにおいて採用される格付機関（NRSRO¹）について、登録制度に基づく公的規制が導入。2008年12月には、具体的な規制内容を定める米国SEC規則が改正【P】。
- ・ 欧州では、2008年7月、EU財務相理事会が登録制度導入の方針を決定。同年11月、欧州委員会が格付会社規制に関する規則案を公表。

以上の経緯を総括し、格付会社が金融・資本市場において担っている役割の大きさ、格付会社について指摘されている様々な問題への対応、格付会社を巡る国際的な規制の導入・強化の動向を踏まえると、我が国においても格付会社に対する公的規制の枠組みを導入する必要がある。

また、これに併せて、投資者による格付への過度な依存を是正する観点から、格付の公的利用の見直しを進めていくことも必要である。

2. 公的規制の基本的考え方

（1）法的位置付け

格付会社は、投資者の投資判断に大きな影響を与えており、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いるとの点に照らせば、格付会社に対する公的規制は、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である。

（2）規制の対象範囲

規制の対象範囲については、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である。

¹ Nationally Recognized Statistical Rating Organization（全国的に認知された統計格付機関）の略称。

(3) 公的規制の枠組み

公的規制の枠組みとしては、個々の格付の実質的内容そのものを規制対象とするのではなく、投資者による信用リスクの分析をサポートする、という格付の本来の機能・役割が適切に発揮されることを基本に据えることが重要である。

こうした観点から、国際的に共有されている問題認識も踏まえ、格付会社に対する公的規制は、

- ① 格付会社の格付対象者等からの独立性確保・利益相反回避
- ② 格付プロセスの品質と公正性の確保
- ③ 投資者等の市場参加者に対する透明性の確保

を主眼とすることが適当である。

(4) 国際的整合性

金融商品の取引が国境を越えて行われる中、格付会社の格付もグローバルに利用されている。このような実態を踏まえると、格付会社に対する公的規制は、国際的に整合的な枠組みの下、国際協調を図りながらその実効性を確保していくことが重要である。

このような観点から、公的規制の枠組みについては、IOSCOの基本行動規範の遵守の確保をベースとしつつ、我が国では米系の格付会社が相応の影響力を持っているとの実情や、欧州当局との連携の重要性に鑑み、欧米の規制の枠組みも踏まえた対応が求められる。

3. 公的規制の具体的内容

上記2. を踏まえると、公的規制の具体的内容は、IOSCOの基本行動規範の具体的項目を以下の4つの柱（誠実義務、情報開示、体制整備、禁止行為）に整理して法制化していくことが適当である。

(1) 誠実義務

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。

これを踏まえ、独立性、公正性、誠実性を確保する観点から、格付会社は、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、格付会社に対する規制の一般原則として規定することが適当である。

(2) 情報開示

① 適時の情報開示

市場参加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。

格付は、格付会社によって確立された方法に基づいて付与されるものであり、格付方法・プロセスの適切な開示は、市場参加者にとって不可欠である。また、格付の意義や限界に関する投資者等の理解を促進する観点から、個々の格付について、その属性や限界を明確にすることや、格付の付与又は見直しの際に、格付意見の基礎となる主要な要素をレポートなどにおいて説明していくことは不可欠である。

このような観点から、格付会社に対して、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ことが適当である。

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であり、適時の開示が求められることから、格付会社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ことが適当である。

② 定期的な情報開示

上記の格付方針等のほか、格付会社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、格付会社は、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ことが適当である。

(3) 体制整備

上記2. を踏まえると、業務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であり、格付会社に対し、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、格付方針等遵守（上記（2）①）などについて、体制整備を求めることが適当である。

体制整備については、格付会社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にする必要がある。

また、格付会社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）の記載事項とすることが適当である。

（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、格付会社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ことが必要と考えられる。

具体的には、格付会社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必要と考えられる。

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。

このうち、特に、格付対象者に対する一定のコンサルティング業務の提供の禁止については、欧米におけるその後の検討状況を注視しつつ、基本的には我が国においても、同様の枠組みの導入を検討すべきである。

いずれにせよ、将来的にIOSCOの基本行動規範が改訂された場合や、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、機動的に対応していくことが必要である。

4. 登録・検査・監督の枠組み

（１）登録の枠組み

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適当である。

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。

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）の仕組みを採用し、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することが適当である。

（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（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等が、金融商品の契約の締結の勧誘において、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適当である。

（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、登録要件において規定されることとなる。

① 体制整備

格付会社における体制整備は、格付会社に対する規制において特に重要であるため、これを登録要件として位置付けること

が必要である。これにより、体制整備についての審査において、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。

② 拠点設置

欧州委員会が公表している規制案において、EU域内における法人（子会社）設置が義務付けられていることを踏まえ、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が適当である。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等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ことが適当である。

（４）現行制度との関係

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。これに伴い、以下の現行制度との関係を整理する必要がある。

① 指定格付機関制度

現行の金融商品取引法制等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である。

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。

② 適格格付機関制度

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が適当である。

(5) 検査・監督の枠組み

信用格付業者に対する規制の実効性を確保するため、上記の登録制度の枠組みの下で、

- ① 一定期間ごとの事業報告書の作成・提出義務
- ② 報告徴取・立入検査
- ③ 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、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場合には、業務改善命令を発出できること

など、検査・監督の枠組みを整備することが適当である。

また、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、投資者をはじめ広く一般に与える影響が大きい場合には、当該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適当である。

このほか、重大な法令違反が行われた場合などにおいて、より抑止効果の高い行政対応を行っていくための措置の可否についても、検討されるべきである。

以上の枠組みの下、実際の検査・監督においては、プリンシプル・ベースの精神が損なわれることのないよう留意する必要がある。

(6) 外国当局との執行協力

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必要である。

5. その他

投資者が格付に過度に依存し、証券化商品のリスクを自ら十分に分析・評価していなかった背景には、格付の公的利用のほかに、投資者が自ら信用リスク評価を行うために有用な情報の提供が十分になされていなかったことも要因として考えられる。

証券化商品の原資産やリスクに関する情報を含め、投資判断に必

要な情報が投資者等の市場参加者に利用しやすい形で提供されるよう、関係者による環境整備に向けた取組みが望まれる。

Ⅱ. 金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ

1. これまでの審議等

金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れについて、当部会では、昨年12月18日の報告において、我が国取引所の国際的な競争力を強化するとともに、利用者の利便性を向上させるとの観点から、取引所における取扱商品の多様化を図るための方策として、以下の内容の提言を行った。

- ・ 我が国取引所の経営基盤を強化し、国際競争力の強化を図っていくためには、取引所間の資本提携を通じたグループ化等によって、株式、債券や金融デリバティブからコモディティ・デリバティブまでのフルラインの品揃えを可能とする制度整備を早急に行っていく必要がある。
- ・ 将来的には金融商品取引法に商品取引所法を統合していくべきである等の意見もあり得るが、現状において制度整備を早急に行っていくためには、金融商品及び金融取引は金融商品取引法で規制し、コモディティ・デリバティブ取引は商品取引所法の下で規制するという、両法制の枠組みの下で、資本提携等を通じた相互参入等を可能としていくことが喫緊の課題である。
- ・ コモディティ・デリバティブ市場については、金融商品取引所の子会社等による開設を認めていくことが適当であるとともに、金融商品取引所本体が開設することについても、選択肢として用意することが適当である。

2. 制度整備にあたっての基本的考え方

金融庁では、上記の報告を受け、昨年12月21日に策定した「市場強化プラン」において、「取引所の相互乗入れのための枠組みの整備」を盛り込み、「平成20年中を目途に検討を進め、その後、すみやかな実現を図る」こととしている。

今後、政府部内において、取引所の相互乗入れを可能とするための具体案がすみやかに策定されていくことが求められるが、その際には、以下の基本的な考え方が踏まえらる必要がある。

(1) 柔軟な参入形態を可能に

取引所の相互乗入れを可能とするにあたっては、適切なガバナンスを確保しつつ、効率的かつ効果的な市場運営を可能とする観点から、その経営形態を柔軟に選択できるよう制度整備を行っていくことが適当である。

具体的には、同一の取引所において金融商品市場と商品市場の両市場を開設することを可能とすることに加え、親子会社の形態や、持株会社を通じた兄弟会社の形態によるものを可能とすることが適当である。

また、金融商品取引所又はそのグループが商品市場を開設する場合には、例えば、商品取引所法に基づく取引参加者と同様の範囲の者の参加を可能とすることや、金融商品取引清算機関の活用を可能とすることなど、利便性を高めるための検討を行っていくべきである。

(2) 取引所等に対する規制・監督の合理化

取引所又はそのグループが相互乗入れを行う場合、行政においては、金融商品市場の健全性・適切性を確保する観点と、商品市場の健全性・適切性を確保する観点の両面から、必要な監督を適切に行っていく必要がある。

しかしながら、同一の取引所又はそのグループが、複数の行政当局から、現行法に規定される許認可等の監督をそのまま重複して受けることとすれば、取引所等にとって過度な負担となりかねない。

このため、各法の立法趣旨を実質的に確保し得る範囲において、行政当局内での密接な連携を図ること等により、機能別監督を適切に実施しつつ、取引所等に対する規制・監督の合理化を図るべきである。

(3) 金融行政当局と商品行政当局との連携強化

取引所の相互乗入れが進展した場合、金融商品市場と商品市場がより一層近接したものとなり、両市場における裁定取引などを通じて、両市場の流動性が拡大していくことが考えられる。

このような相乗効果をもたらし得ることを踏まえ、両市場の監督当局においては、取引所の相互乗入れを可能とすると同時に、両市場をまたがる不公正な取引等が行われることによって投資者保護に欠ける事態が生じることのないよう、密接な連携を図っていく必要がある。

以上の諸点が踏まえられることにより、取引の公正等を確保しつつ、利便性が高く効率的な形で相互乗入れが可能となるよう制度整備が進められることを期待したい。

Ⅲ. 開示制度の見直し

投資者が投資判断を行うためには、投資者にとって、分かりやすく、充実した投資情報が、投資者の必要なときに、利用しやすい方法により提供されることが不可欠である。こうした観点から、有価証券取引の実務、投資者・発行者のニーズ等を踏まえ、開示諸制度の一層の整備を図っていくべきである。

(1) 「発行登録制度」について

発行登録書制度の創設時とは異なり、電子開示システム（EDINET）等により発行者情報へのアクセスが飛躍的に容易となったが、発行登録制度の周知性の要件については、投資者に対する補完的な投資情報提供という意味において、今日的な有用性を見出すことができる。

この周知性の要件においては、指定格付機関の格付の有無及び内容が要件そのものとなっているが、信用リスクに係る意見表明の一つという格付本来の位置付け及び格付の公的利用のあり方について検証を行うとの国際的な合意を踏まえ、格付以外の要件に見直すことが適当である。

また、発行登録書の記載事項として、「発行予定額」に代えて「発行残高限度額」を選択できるようにするなど、発行登録制度の利便性の向上のための制度整備を行うことが適当である。

(2) 「目論見書制度」について

投資者にとって身近な投資商品である投資信託証券に係る目論見書について、投資者にとって分かりやすく、利用しやすいものとする観点から、投資判断に極めて重要な情報を記載する「交付目論見書」と詳細な情報を記載する「請求目論見書」に分割し、投資者のニーズに合わせた情報提供のための制度整備等が行われてきた。しかしながら、この制度が利用されない場合が散見され、相変わらず、大部で読みづらい目論見書が投資者に交付されているとの指摘がある。

このため、「交付目論見書」について、投資判断に必要な情報が簡潔に記載されたものとする事により、投資者が利用しやすいものとする事が適当である。また、「請求目論見書」については、投資家への電子交付手続の簡素化等を図り、その利用を促進することにより、発行者、販売会社のコスト軽減、ひいては投資者の利益拡大を図ることが適当である。なお、この実現のため、制度整備に加え、運用会社、販売会社等、関係者の一層の努力が期待されることである。

(3) 有価証券の「売出し」概念について

有価証券取引がクロスボーダー化、複雑化、多様化している中で、「売出し」に係る「均一の条件」と「50名以上」という要件により、「売出し」に該当すると法定開示が必要となり、該当しなければ情報提供は不要という二者択一的な情報開示のあり方について改善すべきである。

このため、投資者が投資判断に当たり必要とする情報を適正に開示とする法定開示制度の趣旨に照らし、投資者に情報収集・分析能力があるか、流通市場が国内に存在するか、販売者との間に情報の非対称性があるか、海外を含めた公開情報の有無・程度、取引の態様、有価証券の種類等を考慮しつつ、有価証券取引の実務を踏まえ、「売出し」概念の見直し及びこれに伴う規制の柔構造化を行うことが適当である。

なお、これらの開示制度の整備に当たっては、当部会の下に設置されたディスクロージャー・ワーキング・グループがとりまとめた報告「今後の開示制度のあり方について」に沿って制度化を進めるべきである。

IV. その他

(本日の特定投資家移行制度の審議結果を踏まえ、加筆。)