

大証金融商品取引法研究会

格付会社とその規制

平成 22 年 11 月 26 日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

石田 眞得 関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 同志社大学法学部准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○岸田 　　ただいまから大証金融商品取引法研究会を始めます。

　　本日は、近藤先生から「格付会社とその規制」についてご報告いただきます。よろしく
　　お願いします。

~~~~~

【報 告】

## 格付会社とその規制

神戸大学大学院法学研究科

教授 近藤光男

### 序

格付は、広く投資者が投資判断を行うに当たり参考にすることが多いものであり、それが適切に機能することは、金融・資本市場の発展において不可欠であると考えられます。このため、わが国では、2009年金融商品取引法改正において、格付会社の規制が導入されることになったわけです。この格付業者の規制を検討するに当たっては、まずアメリカの格付会社に対する規制について概観しておくことが有益であると思われま

す。それは、第1に、アメリカでは格付の歴史が日本よりも長く、かつ広く利用されてきたことや、2009年改正で採用されたわが国の規制はアメリカの規制と類似する点が多々見られることがあるからです。第2に、現在では、格付会社による格付は国境を超えて広く利用されることが多く、国際的な整合性が強調されるからです。後者の理由から考えまして、IOSCO（証券監督者国際機構）の立場についても言及しておく必要があるかと思われま

す。なお、発行者や投資家から合理的な報酬を受けて信用格付を行うことは、個人でも法人でも可能であり、それを指す言葉として「格付会社」「格付機関」「格付業者」という用語が従来から使われてきました。わが国の金融商品取引法では2条36項が信用格付業者を定義していますが、そこでは登録を受けた者に限定しています。一方、「格付機関」という言葉には公的な色彩も持っていることを否定できないことから、以下では、一般的には「格付会社」と呼ぶこととします。

## I. 格付に関するアメリカの規制の変遷

投資者が投資についての判断を行うに当たっては、当該金融商品の信用リスクについての情報が重要です。信用格付を行う格付会社とは、AAAやB+、C-等といったわかりやすい記号を使って、このような信用リスク評価を提供する者のことです。このような格付を行う会社についてはどのような規制を行うべきか。格付の長い歴史を持つアメリカでも、その考え方は一様ではないようです。それは主に、格付会社を投資者と発行者の間の情報仲介者と理解すべきか、あるいは高い格付を受ける発行者にライセンスを与えるゲートキーパー的なものとして理解すべきか、見解が分かれているからです。また格付会社を規制するに当たっては、従来から、その意見表明としての側面から、憲法上の表現の自由との関係が問題とされてきました。その結果、国境をも越える格付のもたらす大きな影響力から考えますと、格付会社への規制や監視は歴史的には驚くほど少なかったとされています(②194)。

### 1. 格付会社の変遷

およそ1840年頃にアメリカに登場した信用格付会社(Credit Rating Agency。以下CRAと略す)は、1930年代における不安定な経済や債務証券等の支払い不能のおそれに対してよい実績を上げ、その結果、極めて価値の高い存在であるという評価を受けました。その後、これが大きく発展していったわけです。

当初は、格付会社は発行者から収入を得ていたのではなく、投資家に情報を販売することによって収益を得ていました。すなわち、発行者からの依頼を受けないいわゆる勝手格付、すなわち非依頼型の格付(Unsolicited Rating)であったわけです。このため、初期の格付会社は、デフォルトの可能性についての情報を集め、これを投資家に売却することによって収入を得ていたわけです。当時、多くの投資家にとっては、発行会社について十分な情報を得ることが容易ではなく、多くの投資家はさまざまな発行者による証券に関する情報を提供してくれる格付会社に頼っていたわけです(②197)。

ところが、1970年代ごろになりますと、市場の環境が変化してきました。すなわち、通信・情報伝達手段等の発達に伴い、機関投資家は、債務証券についての情報を得る手段としてはもはや格付会社を頼らなくなったわけです。一方で、格付の信頼性についても疑問視する見解さえも見られていました。

このような市場をめぐる変化により、格付会社は、もはや従前のような形での事業では利益が上がらないと考えたときに、そのサービスを証券発行者に売り始めたわけです（①1279）。また、このような格付についての需要後退に歯止めをかけることになったのが、B&Dの自己資本規制、SEC規則15(c)(3)-1についての1975年改正であります。このとき登場したのが、NRSRO（Nationally Recognized Statistical Ratings Organization）の指定制度でありました。同規則によれば、NRSROの資格を持つ2つ以上の格付会社から投資適格という格付を得た証券は、流動性が高いなどの理由から有利な扱いを受けるわけです。このほか、州法を含めると多くの法令のもとでNRSROから一定レベル以上の格付を受けたかどうかによって有利な扱いを受ける仕組みができ上がっていったわけです。

なお、年金基金等一定の投資機関は、NRSROによって投資適格とされた金融商品のみを買うようになっていきました。そのほかにもNRSROによる格付が規制の基準として利用される場面は少なくないわけで、このため、NRSROというラベルのついた格付会社は大きな利益を受けることができたわけです。

ところが、SEC規則の定めるNRSROの要件は明確なものではありませんでした。その結果、S&P（スタンダード&プアーズ）やムーディーズ、フィッチという3社をはじめとする特定の会社のみNRSROの地位が与えられ、NRSROとしての格付による利益のゆえに、これら3社は業界内で支配的地位を維持することを確実にしていきました。すでに1997年及び2005年において、このようなSEC規則を改正するという試みも見られましたが、結局は採用されませんでした（①1281～1282）。なお、現在、アメリカにおけるNRSROは10社となっています。

もともと格付会社は、情報の非対称性に対して情報の仲介者から始まったわけですが、証券の発行者・組成者から報酬をもらい、その証券発行を可能にさせることになり、情報を売るというよりもライセンスを売るという面が生じ、かつ公的機関がこの格付を利用し、一方で投資者がこれに過度に依存するという状況になっていったわけです。近年における複雑な資産証券化商品の登場はそれに拍車をかけ、また格付への過度の依存が金融危機の原因となったという意見が有力になされているところです（③）。

## 2. 格付会社をめぐる問題点

アメリカでは格付会社をめぐる主要な問題は2つあるといわれてきました。その一つは

内在的な利益相反問題です。すなわち、格付を与えようとする会社（発行者）からの報酬等によって格付会社は収入を得ているということであり、もう一つは、市場が長期にわたって過度に集中しているということです（寡占）。

前者については、格付会社が格付した発行者から報酬をもらうこと、それとともに格付会社が格付をした発行者に付随的なサービスを提供することが問題となります。これらの仕事を確保するために、格付会社には格付を引き上げるインセンティブがあるわけです。かくして、格付会社には本来的に利益相反があると論じられています。もっとも、これに対しては、以下のような反論もなされています。格付会社の報酬は発行債務の数%に固定されており、格付会社にとっては高い名声が財産であり、不当な格付を与えて特定の発行者のために名声・評判を損なうようなことはしないのではないかと。もしも投資家が格付の正確さや独立性に疑念を持つのであれば、格付を重視しなくなるのではなからうか。格付会社にとっては、長い目で見て名声を落とさないことは、発行者から一時的に利益を得ることよりも大きなことではないだろうか。格付は事後的に開示されアクセスすることが可能なので、実際のデフォルト率と比較することも可能です。また、発行者から依頼されるのではない非依頼型格付を得ることも可能であることや、複数の格付を求められることから考えても、発行者支払いモデルが格付をゆがめていることを否定すべきであるという立場が見られているところです（④14～15）。これらは、利益衝突が格付に大きく影響を与えることはないだろうという考え方です。

確かに、もしも格付が不正確であれば、投資家はそれを無視することになると思われます。しかし、大多数の投資家は、例えばある格付会社が格付を引き上げる際に、その真の動機を理解できずに、格付を額面どおりに受け入れてしまうおそれもあるわけです。一方、付随的なサービスを提供して利益を上げようとする格付会社は、不当に高い格付を行う動機があると言えます。ある会社の格付を他の格付会社も追随することから、投資家がこのような引き上げを見抜くことは難しいのではないかと考えられます。したがって、名声とか評判だけでは完全なサンクションにはならないとの再反論がなされているところです（④17～21）。

後者の問題は、そもそもSECによる認定の仕組みがその要因であったとも言われています。認定制度はノーアクションレターによって行われまして、審査手続は非公式であり、ノーアクションレターの付与基準も不透明であると言われたわけです（①1280）。もともと寡占状態があったところに、SECによるNRSROの認定によってさらにそれが

強化され、このことが競争を妨げたと言われています。

このような状況下では、格付会社が格付をアップツデーレートなものにする努力も怠りがちとなり、たとえばエンロン事件やワールド・コム事件では、格付会社は両社が倒産する数週間前まで投資適格との社債格付を行っており、多くの投資家の不満を招いたわけですが、この点に関しては、競争のなさが対応の遅れをもたらしたという指摘も見られます。もっとも一方で、格下げの遅れは、格下げにより大量の売りを招き発行会社を不安定にすることを恐れたためであるという指摘も見られています（②200）。

ひとたびNRSROに指定されると、制度的な堅さや市場の力が競争を妨げていると論じられています。そこで、NRSROの数を増やすことによって事態を改善できるのではないかという意見が主張されるどころです。しかし、この意見に対しては、格付会社は大きなインフラに依存しており、新しい競争者が出てくることは難しく、また、新たな格付会社では価値ある格付をする知識や技術に欠けるのではないかという批判がなされています。また、格付会社が増えて競争が激しくなると、発行者はより有利な格付を求めて格付ショッピングをするという問題も指摘されています（①1296）。

### 3. 格付会社の規制

格付会社の持つ大きな力から見て、驚くほど格付会社への規制・監視がかつては少なかったと言われてきています。2000年代には、エンロンやワールド・コムの事件等から、格付会社が投資家へ十分な警告を発してこなかったことが批判の的になったわけです。そこで成立しましたのが2006年の格付会社改革法です。議会は、格付会社は国家にとって重要であり、格付会社を監督することが投資家保護に役立つのであるから、SECが格付会社の監視についてより多くの制定法上の権限を持つべきであるという認識を示したのであります。同法は、1934年法を改正し、3条（a）項（60）信用格付（Credit Rating）及び（61）格付会社（Credit Rating Agency）、（62）NRSROについて定義し、同法にさらに15E条を追加して、NRSROとしての要件を明文化し、登録制度としその手続を定めたわけです。

なお、ここでは、格付会社は必ず登録することが要求されているという制度にはなっていません。また、SECに対して公益または投資家保護のために必要または適切な規則の制定を求めたわけです。このことにより、SECによる格付プロセスへの監視権限を強化し、格付会社の競争、透明性を高めることが意図されました。これを受けて、SECは2

007年に規則を制定しました。そこでは、NRSROとして登録するに当たっては、格付の手續と方法等について開示することを要求しています。それは、開示によって格付プロセスを公衆の吟味のもとに置くことで、NRSROはよりよい業務を行うであろうという考え方に基づくものです。SECは、格付プロセスの透明性改善に力を入れたわけです。しかし、誠実な努力だけでは緩和することのできない市場による影響力という問題や、他の金融商品と同程度の正確な格付が難しい複雑な金融商品の登場という要素を無視するわけにはいかなかったわけです(①1286～1288)。

2008年にサブプライムローン担保証券がデフォルトとなり、格付が引き下げられると、格付会社に対する批判が再び起こりました。格付会社からAAAを取得していた証券の格付の引き下げは、市場や投資家にとって、当該証券が初めから適切に格付されていなかったというメッセージとなったわけです。経済危機の批判の的は、格付の不適切さから、格付会社及びその規制機関に向けられることになりました。そこで、アメリカ政府は、CRAの規制監視を改善しようと行動を起こしたわけです。一方、投資家が過度に格付に依拠してきたことも指摘されました。金融商品のますますの複雑化に伴い、投資家はより強く専門家の評価に頼るようになったわけですが、格付に関連するリスクは増加してきたと言われています(①1276～1277, 1289～1290)。しかし、にもかかわらず、投資家の行動はそれに対して慎重ではなかったわけです。

そこで、SEC規則が2009年に改正されて、透明性の重視、格付会社における利益衝突の開示と回避を図ろうとしたわけです。格付プロセスに参加するNRSROの関係者には顧客からの不当な影響を受けさせないということも意図されました。

利益衝突は、格付会社のレベルだけではなく、アナリストレベルでも問題としています。一例を挙げますと、ルール17g-5では、利益衝突を防止するために、(C)でNRSROとそのアナリスト従業員が格付する会社の証券を直接保有することを禁じています。あるいは、格付の対象会社の取締役・役員であるアナリストによる格付も禁止し、アナリストが構造、資産等の組成に関するアドバイスした場合に格付を禁止しています。また、アナリストが発行者から25ドル以上のギフトを受けることを禁止し、格付報酬を交渉した者による格付を禁止しています。17g-6では、付随サービスを買うことを格付の条件にすることを禁止しています。また、顧客への格付サンプルの提供や格付方法についての一般的説明、監視及び格付アップデートのためのプロセスや手續を説明することも求めています。

しかし、以上のような改正ですべて決着がついたとは考えられておりませんで、その後も法改正の議論は続いています。これらの立法の効果は限定されていますし、そもそも問題の根本がますます複雑で理解を超える証券の急速な発展にあったのであれば、これらの規制があっても、最近の問題は防げなかったのではないとも言われています（①1302～1303）。格付会社に対する規制の追加は、社会的なコストを増加することになるかもしれません。それが果たして格付の失敗による投資者の損失よりも少ないかどうかの問題になるわけです。一方で、規制が不十分な場合には、格付会社の濫用的な行為から投資家を保護する必要が生じてきます（②203）。もっとも、格付の内容や格付の方法内容については規制することができないというふうに一般には考えられています。

#### 4. 格付会社の民事責任

格付会社のサンクションとしては、このほか民事責任を追及するという手法も考えられます。しかし、種々の理由から、従来それは必ずしも容易とは言えませんでした。歴史的に、格付会社は民事責任を避けることができたのです。その最も大きな理由は、格付が修正憲法1条によって保護される意見にすぎないということでありました。すなわち、言論の自由から格付内容は規制しないというものでありまして、それだからこそ、むしろ利益相反規制に焦点が当てられてきたわけです。

ただし、格付が言論の自由によって保護されるのは、有利な見方を対価をもらわずに提供する場合とか、個別のアドバイスをしてもらうように雇った特定の者に対してではなく、公衆に対して意見を述べている場合に限られるのではないかという見解も見られているところです（⑤15-16）。

既に裁判例において、格付の誤りについて責任を負うかどうか争われてきた事例が幾つか見られています。それには、証券詐欺によるものと不法行為責任を追及するものがあります。もっとも、最近では裁判所の中には伝統的立場と少し異なるものも見られています。以下、4例ほどですけれども、最近のそういう傾向を簡単に見ていきます。

最初のオレンジ郡に関する事件（Country of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc., 245B. R. 151 (Bankr. C. D. Cal. 1999)）では、裁判所は修正1条によって格付会社の言動は保護され、悪意をもってなされない限り不法行為責任を負わないということを判示しているところが注目されます。

アーサー・アンダーセンの事件（Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Ander



sen LLP, 94P. 3d106 (Okla. Civ. App. 2004)は、格付会社の責任が修正1条によって保護されないとされた事例で、注目すべきものではないかと思えます。

エンロンの事件 (In re Enron Corp. Securities, Derivative & ERISA Litigation, 511 F. Supp2d 742 (S. D. Tex. 2005)では、裁判所は、現実の悪意がない限り、信用格付会社は修正1条の保護を受けるといように解していき、この判決を含めて従来の裁判所の基本的な考え方は、やはり修正1条を重視して格付会社の責任を否定するという傾向にあったようです。

その後に行われましたサブプライム問題は、再び格付会社を民事訴訟的にしたと言われています。それは、従来の裁判例が格付会社を免責してきたことには批判が多かったということの意味するものでありまして、今後の訴訟の結果が注目されるわけです。確かに、少数の顧客に対して提供される格付と異なり、公衆に提供される格付であれば、それは対象会社の信用度についての格付会社の意見と見なすこともでき、そしてそこには、やはり修正1条により保護されるという考え方があり得るわけです。しかし、そのことは、現実の悪意によって格付プロセスが進められたのではない限り、たとえ格付会社に過失があっても、間違いについて責任を負わないということの意味しないという主張もなされています (④45～48)。

このような学説の主張を受けまして、最近の裁判例には、より積極的に審査する姿勢を示すものが散見されます。例えば2009年のムーディーズの事件 (In re Moody's Corp. Securities Litigation, 599 F. Supp. 2d 493 (S. D. N. Y. 2009)では、裁判所は被告の却下申し立てを一部認めたものの、格付の独立性と格付の方法に関する請求については却下を認めず、積極的に審査しようという方向を示しています。

一方で、格付は単なる意見以上のものであり、その表明により高い報酬を得ているわけです。資産証券化商品等においては、格付は単なる意見であるという主張を裁判所は退けるべきであると論じられています (③16)。確かに、格付を多数の民事訴訟のもとに置くことで、格付の方法や誠実性についての監視が実現されるかもしれません。しかし、そのことにより格付のコストが増加し、責任のおそれから過度に保守的な格付が増加し、格付による利益と大きな潜在的な責任とが不均衡な関係になるおそれもあると思われます (②209)。民事訴訟によって格付会社は精力的に活動するようになるかもしれませんが、民事責任の増大は、正確さの劣る格付へ向かわせるか、サービスのコストの増加をもたらすのではないかとも言われています。格付は本質的に主観的なものであり、司法審査

が増えれば、基本的な格付行為についての過剰な訴訟となるおそれがあります。民事責任への期待は詐欺的な事例に限られるべきであるといった反論もなされているところですので(①1297)。

## 5. 最近の立法

2010年7月21日にドッド・フランク法(米国金融規制改革法)(Dodd-Frank Financial Regulation Reform Bill (Wall street reform and Consumer protection act))が成立しました。同法では、格付につきましても、格付記録や評価のための第三者機関の利用等の開示をNRSROに義務づける、あるいは、格付会社の過失に対する投資家の訴訟を容易にするといった考え方も見られているようでありますけれども、今後制度を整備することになっていまして、必ずしも現段階で十分に論じられるものではありませんので、ここでは以上にとどめたいと思います。

## II. IOSCO(証券監督者国際機構)による基本行動規範

IOSCOは、既に専門委員会による「信用格付機関の行動に関する原則」を2003年9月に公表し、これに基づき、2004年12月に「信用格付機関の基本行動規範」を策定し、格付会社が守るべき行動規範を示していました。その後、2007年のサブプライムローン問題を受けて、格付会社のあり方、とりわけ資産証券化商品をめぐって再検討が行われまして、2008年5月に基本行動規範が改訂されました。

それは、①格付プロセスの品質と公正性、②独立性と利益相反の回避、③一般投資家・発行体への責任、④行動規範の開示と市場参加者への情報提供——の4つの柱から成っています。

その概要を簡単に述べますと、①では、書面による手続、客観的検証の対象となり得る格付、確立した格付方法、個々のアナリストではなく信用格付機関による格付、十分な技能を有する十分な人材が求められ、公正かつ誠実義務等が規定されています。②では、独立性及び客観性を維持し、専門的な判断を行うこと、格付対象者との間の報酬契約の性質の開示を求め、利益相反を引き起こす取引の禁止、利益相反の可能性を引き起こす個人的な関係の開示が求められています。③では、格付決定に至った過程を外部の第三者が理解できるように、格付の手続、方法、前提に係る十分な情報の公表が求められ、格付の付与または改訂の際に、格付意見の根底をなす主要な要素をプレスリリースやレポートの形で

明らかにすること、発行体から与えられた情報の秘密性を守ること、④では信用格付機関は自らの行動規範を公表し、それをどのように執行しようとしているのか一般的に説明し、その変更について適時の開示をすることが求められています。わが国の2009年金融商品取引法には、この基本行動規範を踏まえた規定が数多く見られています。

### Ⅲ. わが国金商法における格付業者規制

#### 1. 意義

日本における格付の実態は、アメリカとは大きく異なっていました。第1に、格付は、アメリカでは自然発生的に始まったのに対して、日本では行政（当時の大蔵省）、金融界、産業界の調整を経て、人為的・制度的に開始され（⑥6）、1985年に指定格付機関制度が始まっています。第2に、当初は格付の意義は必ずしも大きくなかったようです。それは、1996年のビッグバン以前にあっては、企業の信用リスクは銀行が負うようになっていたことや、アメリカに比べて社債の発行規模が小さいという点が異なっていたわけです。これと関連しまして、格付会社に対する金融機関による影響力が大きいというところも特徴であると思われます。第3に、日本では当初から起債者が格付の費用を負担するところから始まっており、格付会社の収入は発行者からの格付の報酬が主になっていました、その結果、利益相反問題は小さくないと言えたわけです。

その後、日本では、2001年のマイカルの破綻時を除いて、格付会社のあり方について深刻な議論は少なかったようです（⑦37）。しかし最近では、証券化金融商品の拡大に伴い、格付の需要が増し、格付会社への規制の必要性が高まってきました。このような流れの中で、一般に、格付業者の活動の国際化に伴い、金融商品取引法における格付業者の規制においても国際的な整合性を図ることが必要とされ、わが国の立法に当たっては、前述した2008年5月に改訂したIOSCOの基本行動規範を踏まえ、またアメリカ法の動向をも参考にしながら立法化されました。

資料にあります金融審議会金融分科会第一部会報告（平成20年12月17日）では、登録制度の採用、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、格付方針遵守等について体制を整備することや、格付対象の金融商品を保有している場合の格付禁止が提言され、これを踏まえて2009年6月に金融商品取引法が改正され、同法第3章「金融商品取引業者等」に規定が設けられたわけです。

この2009年改正の金融商品取引法においては、「信用格付」を定義して、金融商品

または法人の信用状態に関する評価の結果について、記号または数字を用いて表示した等級をいうと2条34項で定義されています。これを受けて、同条35項において、信用格付業とは、信用格付を付与し、かつ第三者に対して提供しまたは閲覧に供する行為を業として行うことをいうと定められています。つまり、格付を与えるだけで、第三者には提供されず、また第三者が閲覧できないのであれば、投資判断資料として使われないわけで、これはここでいう信用格付業とはならないこととなります。その上で、2条36項において、信用格付業者とは、内閣総理大臣の登録を受けた者のことであるとされています。登録を受けていなければ、ここで言う信用格付業者とは呼ばれないわけです。このように、金商法では登録制度を通じた規制が図られています。

格付は将来の不確定な信用リスクについての専門的な知見に基づき表明された意見であることから、個々の格付の実質的内容そのものについて規制対象とすることは適切ではないとされています(⑧45)。この点については、諸外国でも規制対象とはしていませんし、システムやプロセス重視の規制に重点が置かれることとなります。もっとも、利益相反規制さえきちんとやっていればそれでよいというわけでは決してなくて、品質をいかに確保するかという問題は重要です。

## 2. 登録制度

### (1) 登録制度の意義

格付の登録制度では、信用格付業を行う法人は、内閣総理大臣の登録を受けることができると規定されています(66条の27)。金商法上、信用格付業者とはこの内閣総理大臣の登録を受けた者のことです(2条36項)。その上で、金融商品取引業者とその役職員については、顧客に対し、信用格付業者以外の信用格付業を行う者の付与した信用格付について、当該信用格付を付与した者が登録を受けていない者である旨及び当該登録の意義や限界等、その他の事項として内閣府令で定める事項を告げることなく提供して、金融商品取引契約の締結の勧誘をする行為を禁止しています(38条3号)。無登録の業者であれば、以下に述べるような規制が及んでいないので、投資者保護から、このような説明義務を金融商品取引業者に課しているわけです。

信用格付業者が一定の情報を公表することが義務づけられていることから、これと同程度の水準の情報提供をすることが、投資者保護の観点からは必要と考えられています(⑨20)。具体的には、登録の意義、信用格付を付与した者に関する事項、本店その他の主た

る営業所または事務所の名称及び所在地，格付を付与するために用いる方針及び方法の概要，格付の前提，意義及び限界というふうに，金融商品取引業等に関する内閣府令116条の3に規定されています。インターネットで検索したところ，BNPパリバ証券会社東京支店が無登録格付に関する説明書を公表しております。

なお，登録がなされている業者かどうかは信用格付業者登録簿（66条の29）によって確認することができます。金融庁のホームページに信用格付業者登録一覧がありまして，平成22年9月30日現在で5社が登録済みです（株式会社日本格付研究所（JCR），ムーディーズ・ジャパン株式会社，ムーディーズS F ジャパン株式会社，スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社，株式会社格付投資情報センター（R&I））。

このように金融商品取引法では，一般的に信用格付業に参入する者を制限するという立場をとるのではなく，金融商品取引業者が無登録の信用格付会社による格付を，投資者に説明することなく利用することができないこと，また登録された信用格付業者は，以下の規制や監督のもとに置かれることによって，投資者保護を図ろうとしています。格付が投資者の投資判断を歪めることのないように必要な規制・監督を行っていくことが重要であり，このような観点から登録制度が導入されました（⑧35）。一方で，信用リスク評価の結果を提供するサービスは格付会社に限らず行われていることから，こうしたサービスを行う事業者を一律に参入規制することは適切ではないとされたわけです（⑩）。

なお，従前の指定格付機関の指定の制度では，格付業者のほう指定されることを選ぶようになっていなかったのに対して，登録の制度では格付業者が自ら登録を選択することになっています。

しかしながら，このような登録による規制についての評価は分かれています。すなわち，一方で格付会社が登録を受けないことによるデメリットは，金融商品取引業者とその役職員による告知義務のみです。このため，登録制度の実効性を確保するためには，新たに何らかのインセンティブを設けることが必要ではないかという意見があります（⑪90）。これに対しましては，金融商品取引業者は登録された格付業者を利用する場合には説明なしに投資勧誘ができるという点がメリットでありまして，そのことが各種情報を公表していた格付会社にとって大きいメリットと言えるか疑問となるけれども，一方で登録によるコストは，投資勧誘に利用される頻度が増すにつれて追加的なコストは逡減していくので，投資者の投資判断に大きな影響を与え得る格付会社にとって登録は割が合うという見解も

見られます（⑫45～46）。

## （２）手続

登録を受けられるのは信用格付業を行う法人です（66条の27）。ただし、ここでいう法人には、法人格はなくても、団体に代表者または管理者の定めのあるものも含まれています（同条括弧書き）。要するに、これは個々のアナリストによる格付ではなく、信用格付会社による格付を期待しているわけです（IOSCO基本行動規範1.4）。このことに関連して、登録拒否事由として、信用格付業を公正かつ的確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない法人（66条の30第1項5号）が挙げられており、適正な管理体制が整った団体による格付が求められていることがわかります。

登録に当たっては、登録申請書と添付書類を内閣総理大臣に提出する必要がありますけれども、登録申請書には、①商号または名称、②役員の名または名称、③信用格付業を行う営業所または事務所の名称及び所在地、④他に事業を行っているときは、その事業の種類、⑤その他内閣府令（金融商品取引業等に関する内閣府令298条）で定める事項を記載する必要があります。この中で、④の記載を求めるのは、後で述べるように登録拒否事由として「他に行っている事業が公益に反すると認められる法人」（66条の30第1項4号）がありますので、これを判断するためのものです。以上の①～⑤の事項は、同時に登録簿の登録事項となっており（66条の29第1項）、登録簿はそのほか登録年月日と登録番号が登録事項となっており、これらは公衆縦覧に供されます（同条2項）。

内閣総理大臣は、登録申請者が以下の拒否事由に該当する場合や、登録申請書あるいは添付書類（電磁的記録）に虚偽の記載（記録）、重要な事実の記載（記録）が欠けている場合には、登録を拒否しなければならないとされています（66条の30）。拒否事由としては、①法人でない者、②金融商品取引業者の一般的登録拒否事由（29条の4第1項1号イまたはロ）に該当する法人、③役員のうち金融商品取引業者の一般的登録拒否事由（29条の4第1項2号イからト）に該当する者のある法人、④他に行っている事業が公益に反すると認められる法人、⑤信用格付業を公正かつ的確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない法人が挙げられています。⑤に関しては、格付業者の規制においては、体制整備が重視されていまして、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、法令等遵守を確認することが意図されています（金融審議会金融分科会第一部会報告（平成20年12月17日）3（3）参照）。

なお、金融商品の取引が国際的に行われ、格付会社の格付もグローバルに利用されてい

ることから、登録主体は国内法人だけではなく、外国法人も含まれますが、外国法人についての規制の詳細は省略したいと思います。

### 3. 行為規制

金融商品取引法では、信用格付業者に対する行為規制の規定を幾つか置いています。

#### (1) 誠実義務

信用格付業者並びにその役員及び使用人は、独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行しなければならないと定めています（66条の32）。似たような義務は金融商品取引業者にも課されているところですが（36条1項）、金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人に関しては、金融商品取引業者等と直接契約関係に立つ顧客に対して誠実かつ公正にその業務を遂行しなければならないと定めている点が異なっています。すなわち、ここでは、信用格付業者は顧客に対する義務としてではなく、独立、公正、誠実に業務を行う義務として規定されているわけです。

信用格付は広く投資判断に利用されているのであり、金融・資本市場における情報インフラとしての信用格付業者の適切な機能の発揮が意図されています。とりわけ信用格付業者が発行者等の関係者との間で生じる利益相反に影響を受けないことが求められます（IOSCO基本行動規範2.4参照）。独立性も、発行者や金融商品取引業者からの独立した立場が求められています。

#### (2) 業務管理体制の整備義務

先ほどの登録拒否事由（66条の30第1項5号）にも見られましたように、信用格付業者の規制の手法として、業務を的確かつ公正に遂行するための体制を整備させることが重視されており、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、格付方針遵守等について体制を整備することが求められています（金融審議会金融分科会第一部会報告（平成20年12月17日）3（3）参照）。また、これは後に述べる公衆縦覧の対象である説明書類（66条の39）の記載事項でもあります。このように金商法では、格付業者の規制として、業務管理体制の整備を重視しています。

信用格付業者は、信用格付業を公正かつ的確に遂行するために、内閣府令で定めるところにより、業務管理体制を整備することが義務づけられています（66の33第1項）。ここでいう業務管理体制は、専門的知識及び技能を有する者の配置その他の業務の品質を

管理するための措置と、自己または格付関係者の利益を図る目的をもって投資者の利益を害することを防止するための措置、その他業務の執行の適正を確保するための措置を含むものでなければならないとされています（同条2項）。

なお、ここでいう格付関係者は、金融商品取引業等に関する内閣府令307条に規定がありまして、法人の信用状態に関する評価が信用格付の対象となる事項である場合には、当該法人及び当該法人に係る組成に関する事務の受託者であり、金融商品の信用状態に関する評価が信用格付の対象となる事項である場合には、当該金融商品の発行者または債務者及び当該金融商品の組成に関する事務の受託者であり、資産証券化商品では、原資産の保有者等となっています。

これを受けて、内閣府令では、①常に公正不偏の態度を保持し、自らの判断と責任において信用格付行為を行うための措置、②ローテーションルール、③業務の適正や法令遵守を確保するための体制の整備に係る措置、④格付プロセスの品質管理や利益相反回避のための措置、⑤関連業務及びその他業務に係る行為が信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置、⑥資産証券化商品の信用状態に関する格付の場合に、第三者が独立した立場において当該信用格付の妥当性について検証することができるための措置、⑦監督委員会の設置、などを定めています（金融商品取引業等に関する内閣府令306条）。

### （3）名義貸しの禁止

信用格付業者は、自己の名義をもって他人に信用格付業を行わせてはならないと規定されています（66条の34）。これは、主に無登録の業者が登録された信用格付業者の名義を借りて業務を行うことを防ぐものです。このような行為を許しますと、登録業者への規制・監督や無登録業者を利用する際の金融商品取引業者の説明義務を通じて信用格付に関する規制を行っていかうとする金融商品取引法の建前が崩れ、無登録業者を登録業者と誤解した投資者の利益に反する結果が生じてしまうわけで、そこでこういう禁止規定が置かれたということになります。

### （4）禁止行為

信用格付業者またはその役員もしくは使用人は、その行う信用格付業に関して、以下に掲げる行為が禁止されています（66条の35）。ここでは、信用格付業者の禁止行為のみならず、その役員や使用人の禁止行為をも規定してありまして、いずれも利益相反状況を避けて、公正に格付がなされることを確保しようとするものです。

具体的に言いますと、①信用格付業者またはその役員もしくは使用人が格付関係者と内



閣府令で定める密接な関係を有する場合において、当該格付関係者が利害を有する事項として内閣府令で定める事項を対象とする信用格付を提供し、または閲覧に供する行為、②格付関係者に対し当該格付関係者に係る信用格付に重要な影響を及ぼすべき事項として内閣府令で定める事項に関して助言を行った場合において当該信用格付を提供し、または閲覧に供する行為、③そのほか、投資者の保護に欠け、または信用格付業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為、ということになります。

ここでいう格付関係者とは、前述しましたように、66条の33第2項、金融商品取引業等に関する内閣府令307条に規定されているとおりです。また、内閣府令で定める密接な関係とは、信用格付業者の格付担当者が格付関係者の役員や役員の親族である場合、あるいは信用格付業者が、格付関係者が発行者である有価証券を保有する場合、デリバティブ取引に関する権利を有する場合ということになります（金融商品取引業等に関する内閣府令308条1項）。

さらに、格付関係者が利害を有する事項としては、格付関係者の信用状態に関する評価、格付関係者が金融商品の発行者（有価証券の場合）または債務者（債権である場合）である場合における当該金融商品の信用状態に関する評価、格付関係者が組成に関する事務の受託者である場合における当該組成に係る金融商品または法人の信用状態に関する評価が挙げられています（金融商品取引業等に関する内閣府令309条）。

#### （5）情報開示等の義務

体制整備と並ぶ、金商法の格付業者規制のもう一つの柱は、情報開示ではないかと思われます。信用格付業者は、内閣府令（金融商品取引業等に関する内閣府令313条、314条）で定めるところにより、信用格付を付与し、かつ提供し、または閲覧に供するための方針及び方法（格付方針等）を定め、公表しなければならないし、適時にアップデートにする必要もありますので、これを変更したときも同様であるとされています（66条の36第1項）。

信用格付業者は、この格付方針等に従い、信用格付業の業務を行わなければならないこととなります（同条2項）。格付といっても、社債と仕組み商品とでは性格が異なりますので、格付の有用性を高めるためには、格付情報について透明性と適時性を確保する必要があります。格付を利用する者にとっては、格付方法やプロセスを知り、格付の意義と限界を理解しておくことが重要となります。その意味で、ここでは格付の方針と方法等について公表を要求しています。この方針に従って業務を行うとしていることは、信用格付が個々

のアナリストとしてではなく、信用格付業者として付与されることを意味すると思われ  
ず（⑧268）。

格付方針等は、格付付与方針等と格付提供方針等とに分かれています。格付付与方針と  
しては、格付付与についての基本方針等の要件あるいは格付符号等の定義、格付方法等の  
概要、当該格付関係者が意見を述べるために必要な合理的な時間を確保するための方針や  
方法の記載が求められ、格付関係者の依頼によらず信用格付の付与を行う場合における当  
該信用格付の付与に係る方針及び方法の記載が求められます（金融商品取引業等に関する  
内閣府令313条2項）。それに対して格付提供方針については、閲覧に供する行為が広く  
一般に遅滞なく行われること、所定の公表すべき事項の記載が求められています（同条  
3項）。そして、信用格付業者は、インターネットの利用その他の方法により、投資者及  
び信用格付の利用者が常に容易に閲覧できるよう格付方針等を公表しなければならないと  
されています（金融商品取引業等に関する内閣府令314条）。

信用格付業者は、事業年度ごとに、事業報告書を作成し、毎事業年度経過後政令で定め  
る期間内にこれを内閣総理大臣に提出することが求められています（66条の38）。も  
っとも、この事業報告書については公衆縦覧が求められていません。これに対して、業務  
状況に関する定期的な開示として、信用格付業者は事業年度ごとに、信用格付業者の概況  
及び組織に関する事項、信用格付業者の業務管理体制の整備の状況や信用格付業者の業務  
の状況といった業務の状況に関する事項として内閣府令（金融商品取引業等に関する内閣  
府令318条）で定めるものを記載した説明書類を作成し、毎事業年度経過後政令で定め  
る期間を経過した日から1年間、これをすべての営業所または事務所に備え置き、公衆の  
縦覧に供するとともに、インターネットの利用その他の方法により公表しなければならない  
とされています（66条の39）。

記載内容としては、前述のように、金融商品取引業等に関する内閣府令318条におい  
て、報酬の取り決めや格付実績に関する情報等について定期的な開示が求められることにな  
ります。説明書類についても、わざわざ方法を指定し、インターネットによる公表を原則  
として義務づけていますが、この点は適切かという疑問もあるかもしれません。信用格  
付は広く一般に情報提供を行うものであり、多くの投資者がインターネットを通じて情報  
収集することが予想されるし、IOSCO基本行動規範においてもインターネットによる  
情報開示を基本としており、これにのっとっているということです（⑧272）。なお、  
これは内閣総理大臣への提出を求められてはいません。

信用格付業者が廃業したり、合併によって消滅したりする場合には、その日から30日以内にその旨を内閣総理大臣に届け出なければならないことになっています（66条の40第1項）。また、信用格付業者は自己の選択で登録を抹消して無登録業者になることができますが、この場合には、その日の30日前までにその旨を公告しなければならないことになっています（同条3項）。いずれも、金融商品取引業者の説明義務（38条3号）を考慮した規定であると思われます。

#### 4. 金融庁による監督

金商法は、信用格付業者を監督するために、内閣総理大臣（金融庁）について、公益または投資者保護の見地から幾つかの権限を定めています。すなわち、業務改善命令、登録取消・業務停止命令、役員解任命令、登録の抹消、報告の徴収及び検査です。登録業者であることを信頼してその格付を利用した投資家を保護するためには、登録業者が規制を遵守していることを確保する必要があるからです（⑧278）。なお、金融庁長官は、これらの権限を行使する場合には、個別の信用格付または信用評価の方法の具体的な内容に関与しないよう配慮するものとされています（金融商品取引業等に関する内閣府令325条）。この点は、具体的な格付の内容に関与しないという規制のあり方を示すものとして重要ではないかと思えます。

##### （1）業務改善命令

内閣総理大臣は、信用格付業者の業務の運営の状況に関し、公益また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、その必要の限度において、当該信用格付業者に対し、業務の方法の変更その他業務の運営の状況の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができます（66の41）。ここでは、法令違反事例に限らず、広く業務改善命令が出せるようになっています。

##### （2）登録取消・業務停止命令

内閣総理大臣は、信用格付業者が次の①から⑤のいずれかに該当する場合には、当該信用格付業者の登録を取り消し、または6カ月以内の期間を定めて信用格付業の業務の全部もしくは一部の停止を命ずることができるようになっています（66の42）。①登録拒否事由（66条の30第1項、2項）のいずれかに該当することとなったとき、②不正の手段により登録を受けたとき、③信用格付業に関し法令または法令に基づいてする行政官庁の処分に違反したとき、④信用格付業の運営に関し、投資者の利益を害する事実

があるとき、⑤信用格付業に関し、不正または著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いとき、とされています。

また、信用格付業者の営業所もしくは事務所の所在地を確知できないとき、あるいは信用格付業者を代表する役員の所在を確知できないときは、その事実を公告し、その公告の日から30日を経過しても当該信用格付業者から申出がないときは、内閣総理大臣は当該信用格付業者の登録を取り消すことができるとも規定されています（同条3項）。

そして、登録取消がなされた場合や業務停止命令が出された場合には、投資者等への影響が大きいことから、その旨が公告されることとなります（66条の43）。

### （3）役員解任命令

内閣総理大臣は、信用格付業者の役員が金融商品取引業者の一般的登録拒否事由（29条の4第1項2号イからト）のいずれかに該当することとなったとき、あるいは登録当時既にこれらの事由のいずれかに該当していたことが判明したとき、または（2）の③から⑤までのいずれかに該当することとなった場合にも、信用格付業者に対して当該役員の解任を命ずることができるとしています（66条の42第2項）。

### （4）登録の抹消

信用格付業者から登録抹消申請があった場合に、登録の効力を失ったとき（66条の40第2項参照）、登録取消がなされたとき、いずれの場合にも登録抹消がなされるものがあります（66条の44）。

### （5）報告の徴収と検査

内閣総理大臣は、公益また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、信用格付業者、これと取引をする者、信用格付業者から業務の委託を受けた者、信用格付業者の関係法人に対し、信用格付業者の業務に関し参考となるべき報告・資料の提出を命じたり、職員にこれらの者について業務の状況もしくは書類その他の物件の検査（立入検査）をさせたりすることができる（66条の45第1項）ということでありまして、金融商品取引業者の場合と同様です。

## 5. 罰則・民事責任

信用格付業者については、不正の手段で登録を受けた者（198条2号）や名義貸しをした者（同条3号）、業務停止処分違反をした信用格付業者の代表者等（198条の5）、登録申請書の虚偽記載、虚偽の公告・届出・公表・報告等をした者（198条の6）につ

いて、それぞれ罰則が置かれています。

これに対して、民事責任に関する規定は置かれていません。確かに、投資者保護の観点から、格付会社についての民事責任の規定を定めることも考えられなくはないわけです。しかし、そのような民事責任を定める場合には、登録された格付業者にのみ過大な損害賠償責任を負わせるのであれば、それによって当然、登録を回避するおそれが生じてしまいます。また、そもそも格付においては、意見としての側面と格付のゲートキーパーとしての性格のどちらを重視すべきかによって結論は変わり得ると思われます。前者を重視することになりますと、責任は制限的になると思われますが、後者を重視しますと、専門家責任として責任を強化すべきであるという意見につながってくると思われます（⑩91～92）。

後者の点を重視する旨を述べたと思われる下級審判例が一つあります。名古屋高判平成17年6月29日であります。そこで裁判所は、「格付機関の格付は、信用リスク等に関する専門的な意見として、市場に対して実質的に大きな影響力を有するものであり、その意味で当該企業にとっても、また投資家にとっても重大な影響を与えるものであり、また特に一般投資家にとっては、自らの情報量や知識、判断力の欠如を補完する専門的知見としての意味を有するものとして、これを信頼することになるのであるから、格付機関は、信義則上、誠実公正に格付を行うべき義務を有している。それ故、格付機関が、上記誠実公正に格付を行う義務に反して恣意的ないし不公正な格付を行った場合や、当該格付の評価の前提となる事実的重大な誤認がある場合、判断の過程に一見明らかな矛盾や不合理が認められる場合等、およそ結果としての格付（判断）が合理的な意味を有するものとは認められないような場合には、格付機関は、これによって生じた損害を賠償すべき義務を負うと解するのが相当である」と判示しています。ただし、本件格付の前提となる事実についての重大な事実誤認や判断の過程について一見明らかな矛盾や不合理が存することを認めるに足りないとし、結論として格付会社の責任は否定されています。

格付の公共的性格を強調、重視してこのような責任を強化すべきかどうかは問題になりますが、適正な格付がなされなかったことによる社会のコストと、規制の厳格化による社会のコストとのバランスを検討した上で、慎重な判断をしなければいけないと考えるところであります。

#### 【参考文献】

- ①Caitlin M. Mulligan, From AAA TO F : How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors, 50 B. C. L. Rev. 1275 (2009).
- ②Paul J. Justesen, Rating Recall: Will New Reform Proposals Make Lasting Impact? 35 J. of Corp. Law (2009).
- ③Frank Partnoy, Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis (2009).
- ④Lynn Bai, On Regulating Conflict of Interests in The Credit Rating Industry, 13 N. Y. U. J. Legis. & Pub. Pol'y 1 (2010).
- ⑤Eugene Volokh, 111th Cong. 15-16 (2009).
- ⑥黒沢義孝・格付会社の研究（2007年，東洋経済新報社）
- ⑦松尾直彦「国際的整合性のある金商法上の規制監督制度が必要（特集 危機に彷徨う格付）」金融財政事情2809号（2008年）
- ⑧逐条解説2009年金融商品取引法改正（2009年，商事法務）
- ⑨野崎彰＝徳安亜矢「格付会社規制にかかる政令・内閣府令の整備」商事法務1890号
- ⑩野崎彰「格付会社に対する規制の導入」商事法務1873号（2009年）
- ⑪橋本円「信用格付業者に対する規制」ジュリスト1390号（2009）。
- ⑫黒沼悦郎「証券法制の見直し」金融法務事情1903号（2010年）

~~~~~

【討 論】

1 格付け会社の出資者と利益相反

○岸田 どうもありがとうございました。

最初に、格付機関の一番大きな問題の一つは利益相反だと思うのですが、信用格付業者一覧を拝見しますと、例えばスタンダード&プアーズは有名な会社で、これはマクロウヒルという出版社の100%子会社ですけれども、ムーディーズは上場会社で、ニューヨーク証券取引所に上場されている会社です。つまり、上場会社で、利益を追求しなければいけないという問題があります。それから、日本の2つの格付会社も、大手の新聞社とか大手の金融機関が大株主だと思うのですが、そういうふうに、もともとの育ちとか発生が利益追求になっている、あるいは特定の機関、大株主がやっているとい

うところで、利益相反の問題は日本でもあり得るのではないかと思いますけれども、何かご意見がありましたら教えていただきたいと思います。

○近藤 格付け会社は、アメリカでは自然発生的にできてきて、日本では金融機関あるいは日経新聞等が力を入れてつくったわけです。そういう経緯があるから、親会社といえますか主要株主といえますか、そういう存在との間で利益相反が問題にならないかといえば、そういう要素がないとは言えません。むしろそういう要素を薄める必要性があったからこそ、別に格付け会社をつくってきたわけですが、利益相反の要素が残っているという面は否定できません。しかし、だからといって、それがすべて格付の内容に影響を与えており、厳しい規制が必要かという、必ずしもそうではないのではないと思います。

2 格付け会社の民事責任

○岸田 格付機関で大きな問題は、利益相反のほかに、例えば会計士の監査事務所になぞらえると、監査の場合には監査の基準というのがあって、監査をちゃんとしないと民事責任があるということが明確ですけれども、格付の場合には格付の基準というものが無いわけですから、ある格付機関ではAAA、ある格付機関はBだということもあり得るわけです。つまり、統一的な基準がない以上は、どれが正しいかということとは言えないので、会計士よりも、むしろ弁護士のリーガルオピニオンのように、勝手にいろんなことをやっていて、それが間違っただけからといって責任を負うわけではないという、そういう問題が一つある。

それからもう一つは、民事責任の規定はあるけれども、これらの責任はすべて形式に違反した場合であって、実質的な格付内容に関する責任はないわけです。つまり、届け出の書類がどうだとか、そういう罰則はありますけれども。そもそも、論理的に格付というのは難しいのか。基準を定めなければ正しいか正しくないかということとは言えないわけで、たまたま格付が間違っただけからといって訴えられても、先ほどちょっとご紹介があったように、格付機関の責任は問われない。弁護士もよほど悪いことをしない限りは、意見が間違っても訴えられるわけではない。監査と違って格付機関の場合は、格付の統一的な基準がないというのが大きな問題ではないかと思うのですけれども、その点について近藤先生のご意見を伺えればと思います。

○近藤 統一基準をつくるべきだというご意見でしょうか。

○岸田　　ない以上は、責任を追及できないでしょう、ある会社がA、ある会社がBだと言っても。

○近藤　　まず、基準が違うのはやむを得ないかと思います。現在、格付については、表示の仕方から記号の使い方まで、各格付会社で、それぞれ同じものを使っているかのように思われがちですけれども、実際は違っていますね。それも含めて、格付の基準を統一させることによってどういう意味があるのかよくわかりませんが、結局のところ、格付内容というのは各会社の判断に任せるべきであり、極端な違いが出る場合には、どちらかが不適切であったということで、あるいは発行者等が満足しないということで、結局はどこかに収斂していくはずであって、基準がないとばらばらになってしまうというものではなくて、おかしな格付をしたところは信用されないだけであって、無理やり枠組みをつくって押し込めるのは適切ではないのではないかと思います。

○岸田　　だから責任を追及できないのだという気がするんです。

○近藤　　その点はそうですね、格付け会社に対して責任追及をすることは難しいと言え、全くそのとおりです。ひとつには、会計監査人との比較をおっしゃったわけですが、会計監査人の場合には、弁護士もそうですが、要するに依頼者に対して意見を言うという関係です。しかし、格付の場合には、確かに依頼された人に答えて格付評価をするのですが、同時に投資者一般に対して情報提供をするという側面が強くあって、それはやはり民事責任が違ってくる一つの要素ではないかと思います。アメリカでもここに表現の自由が絡んでくるのです。そういう意味では、弁護士や会計監査人と格付機関の民事責任というのはパラレルにはいかないと考えます。

　　そしてもう一つは、先ほど言われましたように、基準がはっきりしていない点です。そのため、どういう場合に責任を負うのかははっきりしなくなります。最後にご紹介しました名古屋高裁の判決も、読んでみると、確かに格付会社も厳しい民事責任を負うと言っているけれども、どのような場合であれば責任を負わされるのか、実際にはあまり考えられにくいような気がします。もっとも、基準があろうと無かろうと、故意に不正な格付をしたり、詐欺的な格付をしたりという場合であれば、当然不法行為責任が認められると思います。しかし、問題にすべきなのは、そのようないわば当然に責任を認めるべき事案ではなくて、ずさんな格付をしたとき等の民事責任ではないかと思います。その場合には、格付は主観的な見解であり、基準が建てにくいとなれば、民事責任を追及することはなかなか難しいことではないかと思います。

○森田 格付というのは、どう評価するかということだから、みんな勝手にしたらいい、憲法上の自由がありますと。それはそうなのですが、それを投資勧誘に使うとか、あるいは議論がもう一つよくわからないのですが、格付を届出書類ないし目論見書に記載している場合としていない場合があって、アメリカの場合は記載させることについてかなり苦慮してきたけれども、70年代後半から80年代ごろにオーケーしたというようなことがあったと思うのです。

それで、要するにそういう開示書類に載せる場合と、開示書類には載せないけれども勧誘に使うという場合は何かちょっと区別されているような感じもして、そしてご紹介いただいた名古屋高裁の事件は、「格付けの紹介を受けて」と書いてありますね。だから、これは一体目論見書とか、あるいは勧誘行為とか、どういう位置づけなのか。勧誘についての要素となっているかもしれないという問題と、それから届出書類という厳しい責任はもう明確になっているというのがあって、ちょっとその辺を整理しないと、単に業者はちゃんとしなさいよという議論ではちょっと、という気がします。

私が昔勉強したものでは、日本でもいわゆる発行登録などをしようと思ったら、参考書類制度でいかなければいかんというときに、効率的資本市場仮説でいかなければいかんということだったけれども、バブル崩壊後、取引量がそれだけない会社が社債を発行したいというようなことがあって、格付が複数あれば、効率的資本市場仮説の直接適用ではないけれども、何か市場に認知されている銘柄であるというようなことで、参考書類制度の利用を認めたという時期もあったわけです。今はそれはなくなっているみたいですが。

そのようなことを見ると、まさに届出書類の中にそういう格付が利用されているというような言い方の時代もあったと思います。今は違うかもしれませんが、僕がアメリカのことを調べたときには、アメリカはむしろそういう形でした。そういうことで、どこで使うかが大きな問題じゃないかと思いますが、その辺どうでしょうか。

○河本 従来、届出書には、信用格付という欄があるわけですね。ただ、そこへの記載を強制しているのはCP（短期社債）だけでも、最近、金融庁がその強制を全部なくし、そして届出書の中から信用格付という欄そのものを削ってしまうという記事が出ています。

ということは、格付というものの位置づけを金融庁は一体どう考えているのですかね。あまりこれを強制して、金融庁が格付けをとれと言うからとったのだというようなことで、

かえって責任を負わされたらかなわんというようなことでも考えているのか。これは一体、格付のウエイトを落とそうとしている方向ですか。

○近藤 投資者が格付へ依拠することを助長することはしたくないのでしょう。先ほどの森田先生のご質問ですけれども、格付会社の民事責任に関して申しますと、アメリカの場合には、規則436条（g）（1）によって、民事責任について、NRSROの作成した格付は1933年法11条の下での登録届出書の不実記載から除外すると規定されていて、このことが格付についての民事責任を追及できなくしている一つのハードルとなっているのです。ですから、多くの格付会社に対する責任追及は、不実記載という形ではなく、不法行為または一般的な証券詐欺で来ています。もちろん、格付会社の責任と格付を使って勧誘する者の責任は異なりますが。

3 証券化商品と格付

○龍田 証券取引所で扱う金融商品の種類によって、格付の持つ意味が大分違うように思いますね。単純な社債とか株式とかというものと、最近の金融危機で問題になったいわゆる仕組み債のようなものとの間ではね。

また、一口に格付といっても、いろいろ意味があります。たとえば、商品先物取引にも格付はありますが、これは全然意味が違っており、米なら米のグレードを認定するものです。証券の場合には、個別銘柄をまたがって受け渡しをすることはおよそ考えませんから、そういう意味では、もともとはなくてもよいものです。商品先物の場合には、これがなければ制度が動かないですから、取引所自体が深くかかわっていますね。証券の格付けは、もともとはなくてもよいものですが、仕組み証券などになりますと、一般の投資家は一見して内容や価値を判断できませんよね。

○近藤 そうですね。様々な仕組み商品が登場してきて、格付の需要がだんだん高まってきたと思います。

○龍田 そういうものの場合には、格付で判断させるだけで果たしてよいのかという問題はあるにしても、必要性の程度は随分違うような気がします。

○近藤 投資家としては、そういう商品に投資する際だからこそ、何とか格付機関を頼りにしたいと思っているのですけれども、格付会社が期待に応えることができるのかと言えば、それはなかなか難しいところだと思います。

○河本 しかし、今度の金融危機の教訓のひとつは、投資家が無条件に格付を信頼して

はいかんということでしょう。

○近藤　　そういうふうにありますね。

○河本　　だから、格付制度というのは、それ自体をどんなに規制しても、それ自体を100%信用してはいかんのだという制度と違いますか。

○森田　　僕は昔、先生のおっしゃるように、証券化商品のことでアメリカの実情を見に行ったことがあるんです。そのときに、仕組み債みたいにするから、例えば資産を譲渡したというときに、完全な譲渡になっているかどうか、リーガルオピニオンをとっているかというのを見て、とっていたらAをつけますとか、何かそういうふうに個別商品についての組成というんですか、商品づくりの段階からアドバイスを与えて、そしてオーケーと言ったらAAAをつけます、じゃあ売れますと、こういう仕組みだったんですね。だから、そういう意味で、今、ファンド規制とよく言われていますけれども、それを格付機関の格付というプロのそういう信用力でカバーしようとしていたと思うのです。

ただ、それが現実にはとんでもないことも起こるだろうし、うかつだったということもあるでしょうし、それだけでカバーできないということはわかったというふうで、それで、近藤先生もお書きですけども、要するに、証券化金融商品の拡大に伴い需要が増大したのです。まさにそうです。まさに個別の仕組みとかがよくわかっている人は、その人らしいないわけです。そういう人らが、それはだめですと結構厳格にやっていたみたいです。リーガルオピニオンを一流のところからとりなさい、それならAを出しましょうとか、そういう交渉をしているみたいです。だから、そういう商品づくりをやる場所が格付機関とかかわって、でも、それは他方では、そういうふうにはアドバイスしておいたらAをやらなければいかんから……

○近藤　　それはまさしく利益相反の問題で、厳しく規制されていますね。

○森田　　だけど、そういう現実があったということは確かです。それで、それに対してどうするかということだと思いますけれどね。

○龍田　　この前の金融危機のときには、仕組みの操作について手品みたいなことをやったようですね。いろいろな物件を集めてきて、そこから別種の銘柄を抜き出してAクラスをつくり出したとか……。そういうものでも単純な投資物件と同じ意味でAAAだというようなことを格付業者が言うから、みんなが信用するのでしょうか。そういうことを言わせないようにする方法はないものではないでしょうかね。

○近藤　　それこそまさしく言論の自由で……

- 龍田　　そこまで言論の自由だと言えるのでしょうか。
- 近藤　　全く根拠がないとか、詐欺的な行為をしているというのでない限りは、それを禁止するのは難しいのではないかと思います。
- 龍田　　詐欺的というと非常に刺激的ですがね。いくつか混ぜ合わせ、その中からたまりのようなものを取り出せば、それがAAAだというようなのは、手品と変わらないように思いますね。
- 近藤　　証券化商品の格付には、投資者への何らかの注意喚起が必要かも知れません。

4 登録できる制度の意味

- 前田　　格付を要求するかという問題、あるいは格付をどこまで信頼していいかという問題は、登録制度ともかかわってくると思います。つまり、無登録の業者でもだれでも格付できるというのであれば、格付を要求することの意味や格付に対する信頼性は乏しくなってくると思いますし、その関係で、今回、登録できるという制度にしたのは、相当に特殊な規制の仕方ではないかと思うのです。

登録できる制度にしたという理由は、リスク評価の結果を提供するサービスが広く一般に行われているからだというような理由が挙げられていますが、しかし、登録拒否事由を見ますと、体制が整っていないとか、他に公益に反する事業を行っていないとか、非常に限定的であって、真つ当な業者であればだれでも登録できるような制度になっているのではないかと。そうすると、登録を義務づけても、果たしてそれが真つ当な業者の参入を阻止することになるのか、疑問があります。

投資者のほうから見ても、いくら金融商品取引業者が勧誘のときに、この格付は無登録業者によるものですから、そんなに信頼できるものではありませんというようなことを説明してくれたって、投資者の側は、それをどう受け取っていいか困ると思うのです。

- 近藤　　まさしく登録制度の意義が問題になるわけなのですけれども、ハードルは低いです、簡単に入ってこられる。しかも、登録したからどういうメリットがあるかという点もいま一つよくわからない。別に登録しなくても、サービスの提供はできるわけですし。
- 河本　　実際に5者以外に、こういう格付をやっているものはいるのですか。
- 近藤　　実際に現在無登録でやっているのがどの程度いるのか、ちょっとわかりません。
- 森田　　やっても、お客さんが信用しませんね。

○黒沼 今の前田先生のご発言の点ですけれども、私は、この登録はかなりハードルが高いのではないかと思います。それは、必要な体制整備がなされていない場合には登録を拒否できることになっていまして、これは裁量の余地が極めて広いですね。

そして、これは私の感想ですけれども、なぜ登録できるという制度にしたかということ、かつての投資顧問業法のように、業をするには登録しなければならないという制度にすると、言論の自由との関係でハードルをむしろ下げなければならないようになってくる。そうすると、個人でもできるようになる。業規制をかけても、品質の向上というのは望めないわけです。登録できる制度にしてハードルを高くして、あとはどうやって登録をさせるかというのは問題なのですけれども、自主的に大きなところは登録してくるということになると、品質を向上させるための規制をさらに厳しくかけることは一応可能になる。そういう考え方から、今回の規制はできているのではないかと思います。

○近藤 しかし、そのようにハードルの高い登録できる制度にしてあるとすると、登録をするメリットというのはどのように考えるのでしょうか。あえて高いハードルを越えようとするインセンティブはあるのでしょうか。

○黒沼 メリットは、結局は評判に依存するしかないのではないですか。積極的に活動している業者であれば、それで日本に法人があるのであれば、日本で登録していなければ評判に傷がつくと、そういうところをねらうしかないのではないのでしょうか。

○北村 今のところ目に見えるメリットというのは、金融商品取引業者が投資勧誘をする際に登録格付業者を利用する場合には、あまり多くのことを説明しなくていいということだけですね。

○近藤 そうですね。

○北村 そうすると、格付業者についての登録のメリットというのは、黒沼先生がおっしゃったように評判を維持することと、登録業者の格付がないと投資者がなかなか信用してくれないのなら登録により格付関係者からの依頼を増やせるかもしれないことくらいかなと思います。

ところで、資料としてご提示いただきましたBNPパリバ証券の無登録格付に関する説明書のうち、フィッチ・フレーティングスは登録していないですね。

○近藤 登録していません。

○北村 前の2つ、ムーディーズとスタンダード&プアーズ・レーティングズは登録していますね。登録しているのに、無登録格付に関する説明書が出ているというのはどう

ということですか。

○川口 登録しているのはムーディーズ・ジャパンのほうですね。ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インクといった本体部分は無登録です。登録は日本法人のみで、海外の格付け会社は、登録をしていないということかと思います。

○北村 ではここで採用されているのは、本体であるインクのほうの格付ですか。

○川口 そうですね。

○北村 なるほど。登録されているムーディーズ・ジャパンのではなく、無登録の方の格付を採用したということですね。

○川口 そのときに説明が要るということでしょう。

○北村 わかりました。

○川口 海外の著名格付け機関について、それを日本で登録させるのか、日本法人のみを登録させるのか、随分もめましたね。結局、海外の格付け機関の抵抗が強く、海外法人は登録させなくても良いということで決着がつかしました。本当に、これで良いのか疑問も残りますが。

○近藤 一応登録できるのは、日本法人だけではなく、外国法人も含まれる制度になってはいますが、登録を義務づけるわけにはいかないですからね。

○川口 結局は無登録だということであれば、その説明が要るという話になるわけですね。

○近藤 そのような結果となるのではないのでしょうか。

○岸田 外国の業者だと、好んで無登録のままですと、契約、責任は追及しにくいですね、実際には。さっきのイギリスの会社が格付した日本の証券を売買した場合に、その被害者というか、投資家がイギリスの会社を訴えるというのは実際上不可能ですね。

○近藤 まず無登録の海外の格付け会社をどこまで利用すべきかが問題となりますね。それをあえて利用した場合の責任追及はやはり難しいことになると思います。

5 格付の民事責任と表現の自由

○行澤 あるいはちょっと原理的なお話になるかもしれませんが、アメリカでは、修正1条の表現の自由としての位置づけから、現実の悪意ということがない限り、不法行為責任は負わないとされているということでした。ところが、日本の議論の中で、格付けが憲法上の表現の自由の範疇に含まれるかどうかということがそんなに議論されていな

いような印象を受けるわけですが、その辺は、日本の場合、先ほど先生が説明されたように、当初から市場の仕組みの一環として導入されたというような背景があるからなのでしょうか、つまり、経緯が違うのでそういう憲法上の議論が正面に出てこないのかということが一点。

もう一点は、もし表現の自由の範疇に入るとすると、原則として違法性が阻却されることになると思うのですけれども、ただ一方で、日本の憲法判例、具体的な根拠は忘れたのですが、経済的な意見の表明については、いわゆる政治的意見の表明とは違う判断基準が成り立って、公共の福祉による制約がかなり広く認められていたと思います。その辺の議論を敷衍すると、例えば格付け会社に不法行為責任を追及するといった場合に、これは経済的な意見の表明だということで、表現の自由だから保障されなければならないという縛りがそんなにかからないようにも思うのですが、その辺の背景について質問させていただきます。

○近藤 アメリカの場合には、格付の歴史が長いわけですが、格付が登場した当初は色々な形で格付が自由になされていたわけで、それについて国家が積極的に監督すべきかどうかという議論がなされたときに、恐らく裁判所としては、そのような立場を避けて、表現の自由を根拠に、格付の中身には干渉しないし、責任を否定するという方向に固まっていたのではないかと思います。

これに対して、日本の場合は、格付の歴史も浅く、行政、金融界、産業界の調整を経て人為的に格付会社が出来上がってきたわけで、そもそも、国家対民間というか、国家が監督すべきか否かとか、憲法の議論とかはほとんどなされていないわけです。そして、名古屋高裁の判決を見ても憲法について特に触れていません。しかも、今言われたように、経済的意見だから憲法の表現の自由について別に考えるというようなことも特に出てきていないのは、そういうことを言う学説もなかったし、本件では故意または過失による事実を反する格付をしたことによる不法行為責任を問われているわけですが、格付が主観的な総合判断であり、誠実、公正、合理性が問題になるのであって、憲法違反という点から検討するまでもないということではないかと思うのですけれど。

○行澤 わかりました。

○森田 しかし、証券化商品で格付がどうなっているかというのは、ほとんど決定的でしょう、買う人がどうかということで。だから、それが実は「言論の自由です。」と言われたら、ちょっと何か変だなと思いますよね。(笑)

○近藤 格付とはそういう主観的なものだというふうに思ってくれないと困るということが前提で、規制のあり方も、そういう方向に持っていかうとしているのではないでしょう。ある人に言わせると、格付というのは天気予報と一緒にということですけども。(笑)

6 格付の品質向上

○黒沼 最初に河本先生が発言されたことと関係するのですが、今回の法規制というのは、やはり方向性が難しいといえますか、矛盾した方向性をもともと持っているものだと思うのです。一方では、今皆さんが議論されているように、格付に対する過度の信頼があったから金融危機が起こったということを背景として、できるだけ格付の公的な利用はなくしていかうという一つの方向性があります。

他方で、体制整備義務とか禁止行為を定めることによって、格付の品質を向上させようという方向性を打ち出しているわけで、その両者が矛盾しないかという問題があると思います。

さらに言うと、格付というのは、一般投資者は公表された情報だけではなかなか信用リスクの判断ができないからこそ、格付を信頼するのに、今回法が考えたやり方というのは、利益相反関係がないようにするのは当然ですけども、格付の材料となった情報をできるだけ公表させて、格付の信頼性について投資家が検証できるようにする、そういう考え方から成り立っているのです。しかし、そもそも信用リスクそのものを生の情報から評価できないから格付に頼っているのに、その情報を見て格付が当たっているかどうか検証できるはずがないと思うのです。その点が、制度のつくり方としては非常に難しいのではないかと思います。

○近藤 格付の品質をいかに高めさせるかというのは、法的規制としては非常に難しいし、規制の手法も限られています。それで、利益相反の規定がやたら目立つのですけれども、利益相反規制をしっかりとやっているということで格付規制を十分に行っているように見せている、と言ったら少し言い過ぎかもしれませんが、何かそういう感じが今回の規定にはすると思うのですけれども。

○森田 しかし、商品をつくるときに、ここは必ずリーガルオピニオンをとりなさいとか、そういうふうに厳しく言うことによって、商品がつくられていくから、それをしてらもう評価できないと言ってしまったら、ちょっとそれもおかしいと思います。一般

の社債などと違って、特に証券化商品のときは、相対性というか、何かそういうふうなものがあるから、なかなか難しいですね。

○近藤 金商業等府令311条でも、格付業者が受動的に行動するのであれば許容される余地はあるところですが。ところで、格付は記号によるので非常にわかりやすいのですが、かえってそれがあだになっているのではないかと思います。仕組み商品に関しては非常に複雑なものであり、それを評価するのはそう容易なことではないのにもかかわらず、記号で簡単にわかるというのは投資家にとっては依拠しやすいので……。

7 格付の訂正義務

○森田 素人的に言えば、AAAだと思って買いました、それでしばらくして気がついたらBBになっていたとか、そういうことがあるでしょう。それは継続開示義務というのは、特に法的な義務はないのですね。

○近藤 アフターケアの問題ですかね、信義則上迅速に対応すべき義務はあるのかもしれないけれども、難しいのではないですか。

○森田 法的にはね。

○岸田 実際に2008年のリーマン・ブラザーズがつぶれたときに、急激な格付の変更がありました。だから、故意に近いような過失というか、間違いとわかっているのにその数字を入れてしまうという、そういう場合は責任を追及しやすいと思いますが、そうでない場合には責任を追及するのは困難だと存じます。

○森田 ソフトインフォメーションの開示というのを前に研究したことがあるのですが、そのときには、一回発表してしまったら訂正義務が生じるのではないかという考え方は一般的にあるのと違いますか。

○龍田 何も言わなかった段階と何か言った後とでは随分違うでしょうね。言ったことには責任を持ってもらわないと。

○近藤 しかし、明らかに間違いだったと訂正すべきだと判断できる場合というのは限られているのではないのでしょうか。

○森田 それはそうです。

○近藤 所詮主観的な評価ですから。

○森田 しかし、前提事実に変化が生じたら、これははっきりしますね。

○近藤 そうですね。変化の大きさにもよりますが。

8 格付とファンドマネージャーの責任

○行澤 これは質問というよりも感想なのですが、近年は年金基金とかの機関投資家の投資を、保守的な投資から基本的に原則として自由な投資、危険商品にも投資を広げていく、そのかわり、そういうリスクの高い商品については外部の専門家の意見とか一定の根拠を持てば、ファンドマネージャーなどの責任は軽減されるという基本的な政策があったと思うのですね。しかし、今後、格付け制度を憲法上の表現の自由という問題ではなく制度インフラとして考えながら、その信頼性については情報受領者の自己責任をやや強調するというようになってくると、例えば保険会社とか年金基金のマネージャーがそれこそAAAだから一応説明も受けて買ったけれども、後で損失が出たというような場合に、そのディシジョンに対して責任を負わされる場合が出てくるということがあるのではないのでしょうか。

つまり投資の幅を拡大していく、そのかわりファンドマネージャーとか投資判断をする者の責任を一定の条件の下に緩和していくという風向きそのものが変わってきて、逆に本当に保守的な、昔みたいに国債しか買ってはいけませんとか、何かそんなふうなところに戻っていくのかという感じがしないでもないのです。そういう意味での波及効果が大きいので、むしろ格付け制度を制度インフラとして高めていくという方向性なら、そういう方向性できちんと示してもらえれば、それはそれでわかりやすいと思うのですが、実際には、それとは逆の方向に、先ほど河本先生がおっしゃったように来ているのでしょうか。

○近藤 行澤さんのご意見ですと、プロのマネージャーとかが格付を信頼して投資に失敗したときには、マネージャーは責任を負うことなく、格付会社の責任にしようという方向ですか。

○行澤 原則として、信頼の原則が働いていたと思うのですね、今までは。

○近藤 ということは、プロのマネージャー等も格付を信頼した行動でさえあれば許されるということになりますか。

○行澤 つまり、そういうハイリスク商品に手を出してはいけないという原則禁止が緩められて、信認義務を負うことを前提に、それこそ仕組み債など、商品の詳細はわからないけれども利回りが高い優良な商品であるものを、格付を一つの信頼の要素として購入することが認められてきたと思うのですね。もちろん、説明もよく聞いて、根拠もし

っかりしないといけないということだったと思うのですけれども。

○近藤 投資の失敗の責任を一手に引き受けて、プロの信頼にもたえられるような格付の制度につくっていくというのは、なかなか厳しくないでしょうか。

○行澤 もしそうだとすると、今までの規制緩和の方向性とは逆に、年金基金の投資をそんなものにそもそも投資するなという原則禁止に戻っていくべきという議論も出てくると思うのですね。果してそれでいいのかという問題意識です。

9 格付会社の不法行為責任

○岸田 格付の場合は、不特定多数の投資家と格付会社は別に契約関係にはないわけです。だから、日本だと、不法行為の要件がない限り、無理ですね。

○近藤 名古屋高裁も不法行為になる場合があると言っているわけです。専門的意見としての格付のもつ意味からして、また一般投資家が信頼するという格付会社の社会的責任があるから、不法行為責任が成立する場合がありますというのが名古屋高裁の前提ですね。ですから、契約関係にない一般投資家も責任を追及できることとなります。アメリカの場合も、不法行為責任追及の事例は少なくないのですけれども、それが前提ではないでしょうか。

○岸田 最初に弁護士とか会計士の話をしましたけれども、例えば企業の買収なんかで、必ず弁護士や会計士がそのデューデリジェンスをやりますね。そのときに、この企業評価をやった弁護士や会計士がその評価をする。それが間違っていたからすぐに会社がつぶれたという場合に、どこまで弁護士や会計士は責任を負うのかというのとよく似ているのではないですか。格付の場合は不特定多数の投資家ですけれども。

○近藤 弁護士がだれに対して負う責任でしょうか。

○岸田 弁護士が会社に頼まれて買収しようという会社のデューデリジェンスをやりますよね、会計士さんも。その場合に、買って大丈夫ですと言って買ったところがすぐつぶれたという場合に、おまえはちゃんとやっていなかったという責任を追及できるかは微妙でしょうね。

○近藤 会社あるいは株主による責任追及ですか。

○岸田 会社が。その場合は契約関係ですけれども。

○近藤 その場合には契約関係に基づく責任追及ですから、当然厳しい責任があるのだと思います。

○岸田 その評価なんて、はっきりわからないところがいっぱいあるじゃないですか、
デューデリジェンスといっても。

○近藤 評価の是非はわからないので責任は認めにくいという一般論であれば、それは
そうかも知れません。

10 有価証券届出書と格付

○石田 有価証券届出書の作成様式について、本年の9月に内閣府令の改正が公布され
たようでして、先ほど河本先生からお話がありましたように、取得格付欄が廃止され
ております。ただ、今回の改正では、有価証券届出書の欄外に取得格付がある場合には
それを記載することとされておりますが、それは一体どういう改正の意図なのか、非常
に細かいことなのですけれども、お教えいただけたら幸いです。

○近藤 よくわかりませんが、格付について公的利用はしないという姿勢を一応
示しているのでしょうか。

○森田 記載事項ではないということか。

○石田 しかし、とっている場合には記載しなければならないという義務づけになって
いますね。

○森田 欄外に。

○石田 そうです。

○近藤 欄外というのは微妙ですね。

○川口 格付けの重みというか、位置づけが下がったということなのですかね。(笑)

○石田 参照方式の周知性基準からは外されましたが、そのこととは別に、やはり投資
判断材料としての一定の有用性は認めているのでしょうかね。

○森田 その場合の専門家責任という条文は特に日本はないから、そのままに入れてい
るわけですね。

11 勝手格付

○龍田 初めに勝手格付のことに触れてありましたが、日本にも勝手格付というのはあ
るのですか。

○近藤 数はそれほど多くはないようですが、あるようです。

○岸田 三国事務所という有名なところがありましたね。

- 龍田 発行者から報酬をもらって格付をするのが普通ですね。アメリカではそれが9
8%になると読んだことがあります。あとの2%は、だれかから頼まれて評価をつけ、
その結果を報告する。これはまさに契約ですから、期待される水準以下のものであれば、
債務不履行ですね、不法行為までいかななくても。
- 森田 三国さんに一回会ったことがありますけれども、出された情報しか知りません
と。それ以上は発行者とつながらないから、独立性を大切にされていたようです。
- 近藤 勝手格付の場合には、発行者の協力が得られるかどうか分かりませんので、情
報は限られますから、それだけ格付が厳しめになると言われていますね。
- 龍田 証券の評価の鑑定をする業者は皆それをつけていますね。(笑)

12 登録取り消し・業務停止命令

- 黒沼 登録制度がどれだけ効果があるかはわからないのですけれども、登録取消しや
業務停止命令の事由の中に、信用格付業の運営に関して投資者の利益を害する事実があ
るときというのが挙がっています。格付の質が悪かった、記号に比べてデフォルト率が
高かったとか、なかなか格付の変更をしなかったというようなことは、登録取消しや業
務停止命令の事由になると考えてよろしいのでしょうか。
- 近藤 実際にそれを発動するかどうかは別として、形の上では対象にはなっているの
ではないでしょうか。それが一つの歯止めというか、内容の品質を確保することを考え
て、そういう規定になっているのかなというふうに思ったのですが、実際にそれを使う
ことはまずないとは思いますが。実際にはないにしても、一応そういうことにしておくこ
とによって、金融商品取引法としても品質確保に目を配っているようにしているという
ことではないのかと思います。
- 黒沼 個々の格付の内容については関与しないように配慮するのだというのが内閣府
令に別にありますよね。
- 近藤 はい。
- 黒沼 それはあるけれども、しかし格付に失敗した場合には処分することもできると
いうことですね。
- 近藤 結局は、どちらを優先するかということになるのかもしれませんが、基
本的には、やはり個別の信用格付又は信用評価の方法の具体的な内容に関与しないよう
配慮するという金商業等府令325条の方が原則なのではないでしょうか。よほどひど

い場合には、取り消しということもあるかもしれませんが、基本的には、金融庁の姿勢は325条なのではないでしょうか。

13 格付の報酬

○岸田 格付というのは、ある場合には政治的な判断ですね。例えばロシアの国債がどうだとか、今のアルゼンチンがどうとか、ギリシャの国債がどうとか、それを格付することによって影響が大きいですから、客観的にこうだからという、やっぱりどこかその辺は……

○近藤 政治的判断は政治的判断として尊重されるのでしょうか。

○前田 利益相反問題の中では、報酬額をどうするかが典型的な問題だと思うのですが、金商法の新たな規制を見ておきますと、利益相反回避措置のための体制をつくれとか、説明書類の中で開示せよという一般的な規制だけであって、特に報酬の適正を確保するための規制はないというように理解してよろしいですか。

○近藤 そうですね。報酬が額としてどうかとかいう問題ではなくて、報酬を交渉した担当者は格付には関与できないとか、そういう規定で規制しているだけだと思います。要するに、利益相反をいかに防止するかという形での規定になっていたかだと思います。

○松尾 資料2ページのアメリカのことを書かれているところの下から2行目に、格付会社の報酬は発行債務の数%に固定されているという記述があるのですが、これは法規制でそうなっているというのではなくて、利益相反等のことを考えて事実上こういうことになっているということですか。

○近藤 この部分はある学説からの紹介なのですが、要するに実際にそうなっているという意味で、法的にそれが数%に固定されているという話ではないと思います。

○石田 発行総額に対して何%という手数料のとり方をやっているみたいで、それを発行証券の種類ごとにさまざま違いをつけているようです。

○松尾 会社によっても違うのですか。

○石田 会社によっても違います。大手の間では大差はないそうですが。

○森田 でも、多分、格付会社というのは、格付会社の中での社内基準というものがあるのでしょね。だから、僕らにオープンになっているかどうか知りませんが、さっきの証券化商品の場合でしたら、こういう場合には完全譲渡であるというふうな認定要素はこれやとか、リスク分散がこういうことになっている場合はこれを何とかする

とか、何かそういう社内基準はやはりあるのではないですか。それを公表しているかどうかは知りませんが、そういうことの開示までは要求しないのでしょうか、これは。

○近藤　そうですね、開示規定はなかったと思いますね。

14 格付会社の登録

○河本　きょういただいた資料のスタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスのものを拝見して思いますが、とにかくスタンダード・プアーズ、S&P、これだけで世界に通用しているわけですね。ところが、この中で、S&Pジャパン、これだけが登録しているんですね。

○近藤　そうです。

○河本　それは、グループ会社の中の一つですね。登録せずに格付をやるというのは、だから、こういう形で同じグループの中でどこかが登録しておいて、あとは登録せずに、むしろ登録していないものがどんどん格付けをやるというような場合は、一般的にはこれを一体に見ているから、登録していなくても同じように信用があると思うだろうと思うけれども、なぜS&Pジャパンだけを登録しているのか。世間からみれば、登録していようがしていまいが、とにかくS&Pがやっている格付けであればそれでよいわけですね。

最初に私が、登録せずに格付けをやっているものがあるのかと聞いたのは、S&Pのようなものでなくて、全く名もない者が格付をしたいというようなそんな話があるのかと。普通は考えられない、そんなことは。そんなものを売り込んだって、だれも相手にしないでしょうし。

○森田　だから、日本もつくりましたよ、何か……

○河本　よくわからん規制だと思うんですね、これ。

○森田　日本格付研究所とかだったですかね。

○川口　やはり、ほかにもあるというのが前提となっているのではないのでしょうか。先ほどご紹介されたように、監督委員会とかローテーションとか、一応義務づけているけれども、それができないような規模の小さいところには、そういうものは例外として認めるという規定がありますので、そのようなものについて一応参入自体は阻止しないという姿勢ではあると思うのですが。

○岸田　証券の発行会社からすると、格付がどうなるかで金利がえらく変わりますね。

こっちに行ったらAで、こっちはAAAだったら、やっぱりいいほうに頼みますね。

○近藤　そうですね。

○岸田　それでコストがすごく変わるわけですから。

○近藤　アメリカでは、そういう格付ショッピングが起こることが危惧されています。

そこからすると、あまり格付会社が乱立することは望ましくないということになります。

○岸田　よろしいでしょうか。それでは本日の研究会はこれで終わらせていただきます。