

### 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る。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。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る。それは、第一に、アメリカでは格付の歴史が日本よりも長く、また広く利用されてきたこと、2009年改正で採用されたわが国の規制ではアメリカの規制と類似する点が多々見られることからである。第二に、現在では、格付会社による格付は国境を超えて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ある。後者の理由からは、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と思われる。

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使われてきた。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るが、そこでは登録を受けたものに限定している。一方、格付機関という言葉には公的な色彩をもってくることも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する。

### 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ある。信用格付を行う格付会社とは、AAAやB+、C-等といった分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ある。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、格付の長い歴史をもつアメリカでもその考え方は一様ではない。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、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として理解すべきか見解が分かれるからである。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てみると、格付会社への規制や監視は驚くほど歴史的には少なかったと言われている（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良い実績を上げ、その結果、きわめて価値の高い存在との評価を受けて、その後大きく発展していった。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た。すなわち発行者から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。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。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、多くの投資家は様々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のである(②197)。しかし、1970年代ごろになると、市場環境が変化していった。すなわち、通信・情報伝達手段等の発展に伴い、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のである。一方で、格付の信頼性を疑問視する見解さえも見られていた。

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、格付会社は、そのサービスを証券発行者に売り始めたのである(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年の改正であり、このとき登場したのは、NRSRO(Nationally Recognized Statistical Ratings Organization)の指定制度であった。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の格付を得た証券は、流動性が高いなどの理由から有利な扱いを受けた。このほか、州法を含めると多数の法令の下で、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出来上がった。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をのみ買うようになっていた。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。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。

ところが、SEC規則の定めるNRSROの要件は明確なものではなかった。その結果、S&Pやムーディズ、フィッチという三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故に、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ったわけである。1997年および2005年においてはこのようなSEC規則を改正するとの試みもあったが、結局は採用されなかった(①1281~1282)。なお、現在アメリカにおけるNRSROは10社となっている。

元々格付会社は、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あるが、証券の発行者・組成員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、情報を売ると言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。近年における複雑な資産証券化商品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の意見が有力になっている(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た。その一つは内在的な利益相反問題である。すなわち格付を与えようとする会社からの報酬等によって格付会社は収入を得ていることである。もう一つは、市場が長期にわたり過度に集中していることである(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る。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のである。かくして格付会社には本来的に利益相反があると主張されている。もっとも、これに対しては、以下のような反論がなされている。格付会社の報酬は発行債務の数%に固定されている。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

声を損なうようなことはしない。もしも、投資家が格付の正確さや独立性に疑念を持つならば、格付を重視しなくなるであろう。格付会社にとっては、長い目で見て名声を落とすことは、発行者から一時的に利益を得ることよりも大きいのである。格付は事後的に開示されアクセスが可能なので、実際のデフォルト率と比較可能である。発行者から依頼されるのではない非依頼型格付も可能なこと、複数の格付を求められることから、発行者支払いモデルが格付をゆがめることを否定する立場である（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との立場である。たしかに、もしも格付が不正確であれば、投資家はそれを無視するであろう。しかし、大多数の投資家は、たとえば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通り受け入れてしまうおそれがある。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。ある会社の格付を他の格付会社は追随することから、投資家がこのような引き上げを見抜くことは難しい。したがって名声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（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る。認定制度はノーアクションレターによって行われ、審査手続は非公式でノーアクションレターの付与基準も不透明であるといわれた（①1280）。もともと寡占状態があったところ、SECによるNRSROの認定によってさらに強化され、このことが競争を妨げたと言われている。このような状況下では、格付会社が格付をアップツーデート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指摘も見られる。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の指摘もある（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る。そこで、NRSROの数を増やすことによって改善できるのではないかという意見が主張される。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、またあら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の批判がなされている。また、競争が激しくなると発行者がより有利な格付を求めて、格付ショッピングするという問題も指摘されている（①1296）。

### 3 格付会社の規制

格付会社のもつ大きな力から見て、驚くほど格付会社への規制・監視が少なかったと言われてきたが、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的になった。そこで成立したのが2006年の格付会社改革法である。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もつべきであると認識を示したのであった。同法は、1934年法を改正し、3条（a）項において、（60）信用格付（Credit Rating）および（61）格付会社（Credit Rating Agency）、（62）NRSROについて定義し、同法に15Eを追加し、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。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わけではない。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。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た。これを受けて、SECは2007年に規則を制定した。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々について開示することを要求した。それは開示によって格付プロセスを公衆の吟味の下に置くことで、NRSROはよりよい業務を行うであろうという考え方にもとづくものであり、SECは、格付プロセスの透明性改善に力を入れた。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(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った。格付会社からトリプルA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、当該証券がはじめて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。経済危機の批判の的は、格付の不適切さから、格付会社およびその規制機関に向けられた。政府はCRAの規制監視を改善しようと行動を起こした。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が、格付に関連するリスクは増加してきたとされた(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のである。

そこで、SEC規則が2009年に改正され、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。格付プロセスに参加するNRSROの関係者には顧客から不当な影響を受けさせないことも意図された。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る。たとえば、一例を挙げれば、17g-5では、利益衝突を防止するため、(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ずる。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する。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ものによる格付を禁止する。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禁止する。顧客への格付サンプルの提供、格付方法についての一般的説明、監視およ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を求める。

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ず、その後も法改正の議論は続いていた。これらの立法の効果は限定されているし、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であろうといわれる(①1302～1303)。格付会社に対する規制の追加は社会的コストを増すかも知れない。それが、は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が問題になろう。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る(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はできないと一般に考えられている。

#### 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る。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なかった。歴史的に格付会社は民事責任から避けることができた。そのもっとも大きな理由は、格付が修正憲法1条によって保護される意見に過ぎないということであった。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、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ある。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、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とする見解も見られている(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いくつか見られている。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る。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る。

*Country of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc.*, 245 B.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した。

*Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 94 P.3d 106 (Okla. Civ. App. 2004) では、修正1条は本件では格付会社の責任を保護しないとされた。

*In re Enron Corp. Securities, Derivative & ERISA Litigation*, 511 F. Supp.2d 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した。

その後起こったサブプライム問題は、再び格付会社を民事訴訟の的にしたと言われている。従来の裁判例が格付会社を免責してきたことに批判が多かったことから、今後の訴訟の結果が注目される。たしかに、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格付会社の意見と見なされる。そこで修正1条によって保護される。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ことを意味しないと主張がなされている(④45~48)。

最近の裁判例には、審査をしようとする姿勢を示すものも散見される。たとえば、*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なかった。

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。資産証券化商品等においては、格付は単なる意見との主張を裁判所は斥けるべきであると論じられる(③16)。たしかに、多数の民事訴訟の下に置くことで、格付の方法や誠実性についての監視が実現されるかも知れない。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、格付の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(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知れないが、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。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る。民事責任の機能への

期待は詐欺的な事例に限られるべきである。このような反論がなされている(①1297)。

## 5 最近の立法

その後格付会社の規制を強化する法案が可決された。すなわち2010年7月21日に米国金融規制改革法(Dodd-Frank Financial Regulation Reform Bill (Wall street reform and Cosumer protection act))が成立した。同法の運用に関する具体的なルールは、財務省、米連邦準備制度理事会(FRB)、証券取引委員会(SEC)などによって、これから細部が詰められる。格付については、格付記録、評価のための第三者機関利用等の開示をNRSROに対し義務化し、格付会社の過失に対する投資家の訴訟を容易にし、SECは信用格付会社を監督する新部局を設立することなどが意図されている。ただし、本報告では、わが国の2009年金融商品取引法改正を論じる前提として、その模範となったアメリカ法についてその範囲で概観するものであり、また2010年法については十分な分析ができていないことから、以上に留める。

## II IOCSO(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た。その後、2007年のサブプライムローン問題をうけて、格付会社のありかた、とりわけ資産証券化商品をめぐって、再検討が行われ、2008年5月に基本行動規範が改訂された。そこでは、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つの柱からなっている。その概要を述べれば、①では、書面による手続、客観的検証の対象となりうる格付、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る。②では独立性および客観性を維持し、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る。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、前提にかか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る。わが国における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る。

## 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た。第一に、アメリカでは格付が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たのであり(⑥6)、1985年に指定格付機関制

度が始まった。第二に、当初は格付の意義は必ずしも大きくなかった。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点が異なっている。これと関連して、格付会社に対する金融機関による影響力が大きいところも特徴である。第三に、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料金が主になる。その結果、利益相反問題は小さくないといえた。

その後、日本では2001年のマイカルの破綻時を除き、格付会社のあり方について深刻な議論は従来は少なかった(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いった。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参考にしながら立法化された。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、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」に新設された。

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(2条34項)と定義されている。これを受けて、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る(同条35項)。つまり、格付を与えるだけで、第三者に提供され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になる。その上で、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(2条36項)、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。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る。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る(⑧45)。この点については、諸外国でも規制対象とはしていないし、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る。もっとも、利益相反規制さえきちんとやればそれでよいというわけではなく、品質をいかに確保するかは重要な課題である。

## 2 登録制度

### (1) 登録制度の意義

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る(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ある(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る（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ある。信用格付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る（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、意義及び限界である（金融商品取引業等に関する内閣府令116条の3）。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）で確認することができる。平成22年9月30日現在で5社が登録済みである（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SF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下に置かれることによって、投資者保護を図ろうとしている。格付が投資者の投資判断を歪めることのないよう、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のである（⑩）。

なお、従前の指定格付機関の指定の制度では、格付業者が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登録を選択することになっている。

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る。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員による告知義務のみである。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の意見がある（⑪90）。これに対して、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無しに投資勧誘ができるというメリットであり、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が、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うる格付会社にとって登録は割が合うという見解が見られる（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ある（66条の27）。ただし法人には、法人格はなくても団体で代表者または管理者の定めのあるものも含まれ（同条かつこ書き）、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（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)があげられており、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。

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る。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他に事業を行つているときは、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る。ここで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「他に行つ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、これを判断するためである。以上の事項は、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る(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る(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他に行つ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る。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、法令等遵守を確認することが意図されている(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)。

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る。

### 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いくつか置いている。

#### (1) 誠実義務

信用格付業者なら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る(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あるが(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る。すなわち信用格付業者で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。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を意図しているのである。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よう(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る。

#### (2) 業務管理体制の整備義務

登録拒否事由(66条の30第1項5号)にも見られたように、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る（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）の記載事項である。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る。

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、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る（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（同条2項）。なお、ここでいう格付関係者は、ア・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、当該法人および当該法人に係る組成に関する事務の受託者であり、イ・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および当該金融商品の組成に関する事務の受託者である（金融商品取引業等に関する内閣府令307条）。

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監督委員会の設置を定めている（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る（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ある。このような行為を許せば、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商法の建て前が崩れ、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のである。

### （4）禁止行為

信用格付業者またはその役員若しくは使用人は、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る（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する。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ある。

すなわち、①信用格付業者またはその役員若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つた場合において、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である。

ここでいう格付関係者とは前述した通りである（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）。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、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や、デリバティブ取引に関する権利を有する場合である（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る（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ある。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。そして、適時にアップデートする必要があるから、これを変更したときも、同様である（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（同条2項）。格付といっても、社債と仕組み商品とは、性格が異なる。また格付の有用性を高めるには、格付情報について、透明性と適時性を確保する必要がある。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であろう。その意味から、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る。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される（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けて定められている。前者は、格付付与についての基本方針等の要件および格付符号等の定義・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及び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が記載が求められる（金融商品取引業等に関する内閣府令313条2項）。後者は、閲覧に供する行為が広く一般に遅滞なく行われること、公表すべき事項の記載が求められる。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る（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しなければならない（66条の38）。ただし、この事業報告書は公衆縦覧が求められていない。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一年間、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る（66 条の 39）。記載内容として、金融商品取引業等に関する内閣府令 318 条では、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ている。説明書類については、わざわざ方法を指定し、インターネットによる公表を義務づけていることが適切かという疑問も生じうるが、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、IOSCO 基本行動規範でもインターネットによる情報開示を基本としているからであるとされる（⑧ 272）。なお、これは内閣総理大臣への提出を求められていない。

信用格付業者が廃業したり、合併によって消滅する場合には、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（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るが、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（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。

#### 4 金融庁による監督

金商法は、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いくつかの監督権限を定めている。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、報告の徴収および検査である。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ある（⑧ 278）。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る（金融商品取引業等に関する内閣府令 325 条）点は規制のあり方を示すものとして重要である。

##### （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る（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る。

##### （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おいては、当該信用格付業者の登録を取り消し、または六月以内の期間を定めて信用格付業の業務の全部若しくは一部の停止を命ずることができる（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

である。

また、信用格付業者の営業所若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（同条3項）。

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になる（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つたとき、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つたときは、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（66条の42第2項）。

### （4）登録の抹消

信用格付業者からの登録抹消申請があつた場合、登録の効力を失なつたとき（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（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、業務の状況若しくは書類その他の物件の検査（立入検査）をさせることができる（66条の45第1項）。金融商品取引業者の場合と同様である。

## 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）、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）について罰則が置かれている。

一方、民事責任に関する規定は置かれていない。たしかに、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る。しかし、そのような責任追及を定める場合、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、登録を回避する可能性が高まるおそれが生じる。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うる。前者を重視すれば責任は制限的になるが、後者を重視すれば専門家責任として責任を強化すべきこととなる（⑩91～92）。後者の点を重視する旨を述べた下級審判例が見られている。すなわち名古屋高判平成17年6月29日は、「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。」と判示した。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て責任は否定されている。

格付の公共的性格を強調、重視すべきであろうか。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が求められよう。

#### 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'y1(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年）。

⑫黒沼悦郎「証券法制の見直し」金融法務事情1903号（2010年）