

金融商品取引法研究会  
研究記録第 36 号

# 格付会社への規制

公益財団法人 日本証券経済研究所  
金融商品取引法研究会

## まえがき

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々の証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成24年4月4日開催の研究会における山田剛志委員（成城大学法学部教授）による「格付会社への規制」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

山田先生からは、IOSCOが2008年5月に改訂した「信用格付機関の基本行動規範」と対比しつつ、平成21年に改正された金融商品取引法及び関連する業府令による、わが国の格付会社の規制について、詳細なご報告をいただいた。また、格付会社への規制強化に対する、諸外国の法整備の現状についてご説明いただき、今後の証券市場に係る問題をご指摘いただいた。

このご報告を巡り、いつものように委員やオブザーバーの先生方から活発なご議論があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告をいただき、議事録の整理にご協力いただいた山田委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成24年5月

公益財団法人 日本証券経済研究所  
理事長 東 英 治



# 格付会社への規制

(平成 24 年 4 月 4 日開催)

報告者 山田 剛志

(成城大学法学部教授)

## 目 次

I. はじめに	1
II. 金商法改正による格付会社の規制 ～ IOSCO の基本行動規範との対比	3
1. 登録規制	
2. 無登録業者の格付に関する金融商品取引業者の説明義務	
3. 信用格付業者の体制整備に関する事項	
4. 信用格付業者の禁止行為	
5. 信用格付業者の情報開示に関する事項	
6. 資産証券化商品の特例	
7. 現状での問題点	
III. 格付会社への規制強化に対する諸外国の法整備	15
1. 諸外国における各種規制の相違	
2. EU における格付会社への規制動向	
3. アメリカにおけるドッド=フランク法による格付会社への規制	
IV. 格付会社への規制と今後の証券市場	24
1. 民事責任	
2. ルックバックレビュー	
3. 非依頼格付（勝手格付）と格付方針への規制	
討 議	29
報告者レジュメ	48
資 料	57

金融商品取引法研究会出席者(平成24年4月4日)

報告者	山田剛志	成城大学法学部教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	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
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
オブザーバー	永井智亮	野村証券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤瀬裕司	SMB C日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	東英治	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

## 格付会社への規制

**前田副会長** 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第6回会合を始めさせていただきます。

まず、お知らせとして、オブザーバーに変更がございます。SMBC日興証券法務部長として、これまでは松本譲治様にご出席いただいておりますけれども、今回からは藤瀬裕司様にご出席いただくことになりました。どうぞよろしくお願いいたします。

**藤瀬オブザーバー（以下OBS）** どうぞよろしくお願いいたします。

**前田副会長** 既にご案内のとおり、本日は、成城大学の山田剛志先生から「格付会社への規制」というテーマでご報告をいただきます。

では、山田先生、よろしくお願いいたします。

**山田報告者** ただいまご紹介いただきました成城大学の山田と申します。本日は、「格付会社への規制」という題で報告をさせていただきます。

### I. はじめに

格付会社にはいろいろ紛らわしい言葉が出てまいりますので、最初に、私が本報告でご説明する言葉の定義を述べさせていただきたいと思います。基本的には金融庁の発行された書籍によっております。

まず、「格付会社」というのは、信用格付を付与し、かつ提供し、または閲覧に供する行為を業として行う会社。それに対しまして「信用格付業者」というのは、金商法によって登録を受けている格付会社であります。そのほかに、「指定格付機関制度」というのは、従前利用されていた発行登録制度を利用するための格付会社制度のときの呼称でございます。その他、特に欧米の法制等を参照させていただきますと、よく「Credit Rating Agency」という言葉がございますが、これは「信用格付機関」というのが定訳に近いのかなと思いますので、外国の法制等で「Credit Rating Agency」という言葉が出てきた場合には「信用格付機関」として使わせていただきたいと思います。

す。

それでは、報告に入らせていただきます。

2011年の欧州危機に際しまして、ギリシャ国債を初めとして、格付会社の各国国債への非依頼格付、いわゆる勝手格付が欧州危機を助長したという批判が強いと思います。イタリアでは警察が米系格付会社を強制捜査したというニュースが出ておりましたが、欧州各国は米系の格付会社の動向には非常に神経をとがらせていると思います。

2007年に戻りますと、夏以降に顕在化したサブプライムローンの証券化商品に端を発する世界的な金融危機に関連して、投資銀行や機関投資家が、サブプライムローンの証券化に際しまして、格付会社の格付を無条件に信頼したことがその後の世界的危機を引き起こした1つの要因というのが定説になっております。その際、格付会社による不適切な格付及び証券化商品の原資産の開示が不十分だったことがその原因とされております。

投資家が判断を誤った背景といたしましては、証券化商品に実態以上の高い格付が付されていたということが挙げられております。格付会社が実態より高い格付をつけた理由としては、①証券化商品の格付ビジネスにはもともと利益相反問題が存在する、②格付モデルの妥当性に関し、適切な検証またはディスクロージャーがなされていなかった、③投資家が格付とは民間企業の評価であるという事実をよく認識していなかったということが挙げられております。以上のような背景から、証券化商品に対する格付に対する規制も大きな課題となっております。

本報告に際しましては、金融庁の小長谷補佐及び日本格付研究所からインタビューに応じていただいているなど、非常に協力を得ましたので、あらかじめご披露させていただきます。

その後、世界各国で格付会社を規制するため検討がなされまして、同時に、証券監督者国際機構（以下「IOSCO」とする）は、格付会社の自主ルールに盛り込むべき「信用格付機関の基本行動規範（Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies）」（以下「基本行動規範」という）

を2008年に改訂いたしました。これが資料9でございます。

一方、アメリカでは、2006年、信用格付機関改革法が成立しまして、2007年より格付会社の登録制を開始し、その後、SEC規則を改定して格付会社に対する規制強化を図っております。また、2010年7月に成立しました金融規制改革法（以下「ドッド＝フランク法」という）では、931条以下で規制が大幅に強化されております。これが資料11でございます。

他方、欧州では、欧州委員会が2009年4月に「格付会社に関する欧州議会および理事会規則」を制定し、規制強化が図られております。また、さらなる規制が議会で検討されておりますので、これについては後ほどご報告させていただきますと思います。

他方、我が国における格付会社への規制といたしましては、平成21年6月24日に公布されました金融商品取引法等の一部を改正する法律及び改正法に係る政令・内閣府令等が挙げられますが、特に本報告では、上記金商法改正及び金融商品取引業等に関する内閣府令（一般には「業府令」）を中心に現行法を検討し、具体的に我が国の格付会社に係る規制を考察したいと思います。その上で、格付会社に対する不信は払拭されるか、さらなる問題点は何かなどにつきまして、欧州規制及びアメリカの法制・判例を参照しながら検討していきたいと思っております。

## **II. 金商法改正による格付会社の規制～IOSCOの基本行動規範との対比**

続きまして、2の「金商法改正による格付会社の規制」につきまして、IOSCOの基本行動規範との対比で検討していきたいと思っております。

我が国では、サブプライムローン証券化商品の被害はそれほど深刻とは言えませんが、我が国で活動している格付会社のうち、多くはアメリカ系格付会社であります。これは資料1をごらんください。現在登録されている信用格付業者一覧でございます。日本の会社が2社で、そのほかは英米系の格付会社及びその子会社等ということで、合計8つの会社が信用格付業者



として登録されております。

そのような背景もありまして、規制の国際的な統合を図るため、金融審議会による審議結果、これは資料8ですが、先生方の多くがその委員でもあられますので、先生方のほうがよくご存じと思いますが、その審議結果を踏まえまして、21年改正によって格付会社への規制が導入されたということでございます。その際、格付会社への規制は、2008年5月に改正されたIOSCOの基本行動規範と整合的なものにするのが国際的に合意されておりましたため、我が国改正金商法でも、①誠実義務、②情報開示義務、③体制整備義務、④禁止行為の4つの柱に基づき制度整備がなされております。

以下、本報告では、先ほど申し上げましたように、IOSCOの基本行動規範と比較しながら我が国の格付会社への規制を検討したいと存じます。

改正法の大きな特徴は、指定格付機関制度を変更し、格付会社に登録制度を導入し（登録した格付会社を「信用格付業者」という）、格付会社は登録できるという規定になっております（金商法66条の27）。この場合、「信用格付業」とは、信用格付を付与し、かつ提供し、または閲覧に供する行為を業として行うことをいい、さらに、「信用格付」とは、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規定されております。

なお、信用格付を付与する行為でございますが、第三者に対する提供や閲覧に供する行為がないときは、信用格付が投資判断材料として利用される確率はないので、信用格付業から除かれるとされております。その具体的な例としては、私的格付と中小企業スコアリングが定義府令25条で挙げられております。具体的には、私的格付というのは、格付関係者等の要求により、信用格付を付与し、かつ信用格付を当該関係者のみに提供する行為であって、広く投資家一般への公表が予定されていないもののことをいいます。また、中小企業スコアリングとは、特定の法人（中小企業であり、有価証券報告書非提出会社）を対象とするスコアリングモデルに基づく評価結果で閲覧を予定していると規定されております。

今まで申し上げましたとおり、登録制の枠組みとして、格付を付与するためには、登録を義務化するのではなく、登録をすることができるという方法が採用されたこととございます。このことと関連いたしまして、投資家保護の観点から、無登録業者の格付利用に関しましては、金融商品取引業者等に説明義務を課すこととされております（金商法 38 条 3 号）。

さらに、格付会社への規制として、①利益相反の禁止、格付プロセスの公正性確保の体制整備、②禁止行為、③格付方針の発表、説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務が法定され、IOSCO の基本行動規範と整合するように国際的に合意されておりますので、その方針で業府令等々でも対応がされています。

## 1 登録規制

以下、分説いたします。

(1) として「登録規制」です。

登録の方法は、先ほど申し上げましたとおり、義務的な登録ではなく、登録することができる旨の規制が採用されました。この点につき、信用格付とは、金融商品や発行者の信用状態に関する意見の表明であって、何人も業規制を経ないと信用格付を業として行うことができないとすると、言論の自由への大きな制約になるという意見がございます。しかし、無登録会社が独自に格付を付与することは特に規制はございませんし、業として格付を行わない限り規制はないと理解されています。

なお、格付の公的利用に関しましては、参照方式や発行登録制度の利用適格要件に指定格付機関から一定以上の格付の取得を求める制度は、2010 年の内閣府令によって廃止されています（企業内容等の開示に関する内閣府令 9 条の 4 参照）。なお、金商法におきましては、信用格付業を行う者には参入規制は設けられておらず、何人も信用格付業を営むことは可能であります。登録を受けて信用格付業者となることによって規制の対象となりますが、付与された信用格付については、先ほど申し上げましたように、金融商品取

引業者等が追加的な説明義務を負うことなく顧客に提供することが可能となるということです。なお、無登録業者が付与しました信用格付を提供する際の追加的な説明義務は、勧誘の相手が特定投資家でも適用されるということになっているようです。

登録は、個人以外の者が登録の申請に基づき認められますが、申請書には、商号または名称、役員の氏名等、営業所または事務所等、他の事業を営んでいるときはその種類、その他内閣府令で定める事項を記載するとされています。その記載事項の中には、基本事項のほかに、信用格付行為の内容・信用格付の対象事項の区分、業務管理体制の整備に関する事項があります。この点は後ほど報告いたします。

内閣総理大臣は、登録拒否事由に該当する場合を除きまして、登録申請書の記載事項、登録年月日及び登録番号を信用格付業者登録簿に登録しなければなりません。これが先ほどご紹介いたしました資料1でございます。さらに、内閣総理大臣は、信用格付業者登録簿を公衆縦覧に供さなければならないとされています。

なお、外国法人である信用格付業者の国外拠点が付与する信用格付のうち、非日本関連格付（日本に持ち込まれる可能性のない格付）につきましては金商法の適用外とされています。

## **2 無登録業者の格付に関する金融商品取引業者の説明義務**

続きまして、(2)の「無登録業者の格付に関する金融商品取引業者の説明義務」に移りたいと思います。

金融商品取引業者が無登録業者の付与した信用格付を顧客に提供して金融商品取引契約の締結を勧誘する際には、業府令で定める事項を説明する義務を負います。逆に言うと、信用格付業者が登録を受けるメリットは、金融商品取引業者が説明なしに信用格付を投資勧誘に用いることができる点が一番大きな点でございます。この場合の説明事項といたしましては、①信用格付を付与した者が信用格付業者の登録を受けていない旨、②信用格付業者の登

録の意義、③信用格付を付与した者の商号、役員、本店その他の所在地等、④信用格付を付与した者が当該格付を付与するために用いる方針及び方法の概要、⑤信用格付の前提、意義及び限界について説明をしなければならないとされておりあります。

なお、後述いたしますが、日本とアメリカは「登録できる」規制であります。一方、欧州は、「登録を受けなければならない」規制であります。規制目的で利用される格付の発行に関する規制、例えば信用機関等の利用するための格付の付与というのが主な目的でありますから、格付の付与・提供のサービス等に参入規制を設けるものではないとされておりあります。

この説明義務に関する点に関しまして、特に外国籍の格付会社海外オフィスは国内規制を嫌って無登録で格付を提供することになり、規制が厳し過ぎ、国内市場が空洞化するのではないかという危惧が実務家から示されておりました。そこで、平成 22 年 10 月 1 日の説明義務の施行に先立ち、金融商品取引業等に関する内閣府令（業府令）が改正され、平成 22 年 9 月 22 日に公布されました。その大きな骨子はグループ指定制度の導入であります。

グループ指定制度は、制度の適用を受けた無登録業者について、一定の範囲で金融商品取引業者等が直接説明を行うかわりに、グループ内の信用格付業者を通じて情報提供をすることを認める。この場合、当該方法による情報提供を認めるには、まずは説明事項に係るグループ指定制度の指定を受ける必要があるとされておりあります。

その結果、無登録格付の説明に関しまして、金融商品取引業等が反復継続的に取引を行っている顧客に対し、説明義務に係るグループ指定制度の対象となる無登録業者の信用格付に関しまして、無登録業者である旨の説明は毎回必要であります。その他の事情は当初に包括的な説明を行えばよく、毎回同じ説明は必要ないということになりました。また、口頭の説明が簡易であった場合でも、事後的にファックス等で説明を補完し、業府令 116 条の 3 に定められている説明事項が網羅されている事例では、顧客の知識等を考慮

して詳細事項の説明義務が免責される場合があり得るということにされました。しかし、現状では、日系2社、欧米系6社の登録がありますので、事実上、大手の欧米系の格付会社が登録をしたということで、私見ですがグループ指定制度は例外としてはそれほど大きな意味を持たないのではないかと思います。

なお、外国法人であります信用格付会社の外国拠点が付与する格付のうち、我が国に持ち込まれる可能性がない格付に関しましては、金商法の適用除外（非日本関連格付）となります。この場合、外国法人である格付会社で我が国の登録を受けていない格付会社は、次で論じます法令遵守等の体制整備を行う義務はないとされました。

### 3 信用格付業者の体制整備に関する事項

続きまして、(3)の「格付会社の体制整備に関する事項」でございます。

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、業務の品質管理、利益相反防止措置、その他業務執行の適正を確保するための措置を含む業務管理体制を整備しなければならない。業府令では、基本行動規範及び欧米の規制動向を踏まえて、業務管理体制の整備要件として詳細な規定を整備しております。信用格付業者は、業府令で整備することが求められている業務管理体制の各項目について、自社の業務の特性・規模等に応じた適切な水準・深度となるような体制を整備することが求められます（監督指針Ⅲ－2－1）。これは資料2をごらんください。金融庁のホームページから抜粋しました「信用格付業者向けの監督指針」です。そのⅢ－2－1というのが業務管理体制の整備でございます。

業務の適正性及び専門性を有する人員を十分に確保するための措置として、格付アナリストを採用し、適切に配置するとともに、採用研修のための格付委員会を設置し、格付アナリストを適切に監督することが求められます。信用格付業者は、公正不偏の態度保持等が義務づけられております。資料4、資料5が日本格付研究所の「格付付与方針」、及び資料6が実際にムーディー

ズが公表しております「NEWS」ですけれども、左側に、今申し上げたような格付会社の主任格付アナリストや格付責任者についての記載がございます。

①ローテーションルール。格付対象商品の発行者等とのなれ合い防止のため、同一案件に関与したアナリスト等の交代を義務づけるローテーションルールが導入されました。一方、格付の品質確保の観点から、アナリスト等の専門知識の重要性も踏まえ、主任格付アナリストのローテーション（5年間継続した場合には2年間のインターバルを義務づける）こと、格付委員会の委員の3分の1のローテーションの選択制が採用されました。なお、併用の場合には適用基準を定めておくことが必要となります。これは、資料3の監督指針のⅢ-2-1(1)に規定されております。

②格付プロセスの品質管理及び利益相反防止。格付本来の役割が果たされるためにも、格付プロセスの品質確保が重要でございます。業府令306条1項6号において、専門技能を有する人の確保、情報の品質確保、十分な人が確保できない場合の対応、格付方針のレビュー機能及び付与した格付のモニタリング等について、所要の措置を講ずることとされております。

我が国では、先ほど申し上げましたように、IOSCOの基本行動規範に盛り込まれている事項は基本的に金商法その他、業府令等において規定したとされておりますが、利益相反につきましては、各国の実情を踏まえて対応されております。具体的には、利益相反またはそのおそれのある行為を特定し、当該行為が投資者の利益を損ねないことを確保するための措置を求めています。

第1に、格付対象商品の発行会社との間で融資または資本関係がある場合に利益相反回避の措置を求めています。これは後ほど申し上げる予定でしたが、アメリカの判例の中で、被告の中にスタンダード・アンド・プアーズとマックグローヒルというのがありまして、これは何かなと思ったら、どうもこのマックグローヒルというのがスタンダード・アンド・プアーズの親会社のようにあります。このような形の資本関係がある場合には利益相反回避

の措置を求めるということです。第2に、担当アナリストが格付対象商品の発行者の役員等への就任を働きかけ得ることの防止措置。第3に、転職した格付アナリストが転職先の案件の検証（ルックバックレビュー）を求めています。今まで信用格付業者等でアナリストだった方が退職をして、その後、格付をした対象会社に就職する。この場合にはルックバックレビューを求めています。欧米の議論を見ていると、このような転職にかかわらず、急激な格付の変更、例えば短期間で3ノッチ以上の変更があった場合、なぜそのような格付の変更があったのか検証を行うというふうな一般的なルックバックレビューという議論もあるようでございます。

③資産証券化商品の情報開示。サブプライム問題に関連して格付の低下が問題となったため、資産証券化商品の格付の妥当性につきまして、第三者から独立した制度を求めています。具体的には、第三者が検証しやすいように重要な情報を整理して開示すること、資産証券化商品の発行者に情報公開を促すこと、及びその結果を公表することが求められます。資産証券化商品に対する格付への監督については後述いたします。

④監査委員会の設置。信用格付業者の独立性を確保するため、信用格付会社は内部体制の整備が義務づけられておりました。内閣府令によって独立委員が参加する監督委員会の設置が義務づけられております。ただし、信用格付業者の役職員の員数から、前述のローテーションルールと監督委員会の設置が困難な場合、他の代替的な措置を講ずることによって独立性及び公平性の維持が図られていると思われる場合には、金融庁長官の個別承認により当該規制の適用を免除することができるとされております。

#### 4 信用格付業者の禁止行為

続きまして、(4)の「格付会社の禁止行為」です。

金商法改正法は、信用格付業者の公平性確保のため、以下の事項を禁止しております。

①格付会社と密接な関係を持つ発行会社の格付の禁止。信用格付業者の担

当アナリスト等が発行会社の役職員であること、及び格付対象商品を保有することは禁止されております。これは、会社法改正で議論されている独立役員と比べると少し定義が甘いかなという感じがしますので、今後恐らく議論の対象になると思われまます。

②コンサルティング行為の同時提供の禁止。信用格付業者が格付対象商品の発行者に対し、当該商品の格付に重大な影響を及ぼすべき事項について助言を行った場合に、当該商品の格付を禁止するとされております。具体的には、信用状態の評価が格付の対象となる事項について、当該法人の資産及び負債等の構成等がそれに当たるとされております。ただし、業府令では、信用格付業者と発行会社等の間の適切なコミュニケーションを確保するために、発行者からの求めに応じ、当該発行者が提供した情報がどのように格付に影響を与えるか、格付付与方針に基づき説明した場合を除いております。格付付与方針につきましては資料4をごらんください。これは日本格付研究所が公表している格付付与方針でございます。

③その他禁止行為。金商法では、上記のほか、投資家保護に欠け、または信用格付業の信頼を失墜させることのないように、以下の点を業府令で禁止しています。第1に、格付対象商品の格付評価を行う前に、あらかじめ定めた格付の提供を約束すること（格付の事前確約）。第2に、担当アナリストが格付のプロセスにおいて発行会社から金銭または物品の交付を受けること。第3に、資産証券化商品に関しまして、他の信用格付業者が当該商品またはその原資産等を格付していた事実をもって、当該証券化商品の格付付与を拒否することは禁止されております（業府令312条1～3号）。

## 5 信用格付業者の情報開示に関する事項

続きまして、(5)の「格付会社の情報開示に関する事項」に移りたいと思います。

金商法は、信用格付業者に対し、以下の情報開示を義務づけております。第1に、信用格付業者は、業府令で定めるところにより、格付方針を定めて



公表しなければならない。これは先ほどご指摘いたしました資料4でございます。業府令で格付方針の記載事項及び公表方法を定めております。記載事項に関しましては、格付付与方針及び格付提供方針が定められております。

特に資産証券化商品の格付の場合には、第1に、投資者への情報開示の観点から、資産証券化商品の発行者、アレンジャー、オリジネーターの氏名の公表が求められております。第2に、資産証券化商品の格付につきましては、損失、キャッシュフロー及び資産証券化商品の格付であることを明示する表示の公表が求められております。

また、信用格付業者は、事業年度ごとに業務の状況に関する事項を記した説明書類を作成し、事業年度から4カ月を経過した日から1年間公衆縦覧に供するとともに、インターネット等を通じて公表しなければならないとされております。その際、説明書類の記載事項として、業務の状況に関する事項のほか、業務管理体制の整備状況が定められております。

また、格付方針等の策定及び公表に係る留意点として、インターネット等の開示方法につきましては監督指針で具体的に規定しております（監督指針Ⅲ-2-3(1)）。格付付与方針としては、格付符号、付与の方法、付与した年月日、主任アナリスト等の氏名、及び非依頼格付（勝手格付）の場合には、その旨及び未公開情報の有無等を含まなければなりません。なお、日本格付研究所の場合、勝手格付でも国等の場合には承認をとっております。これは資料5の4ページをごらんください。下から6行目で、「信用格付を発行体の依頼によらず付与する場合であっても、原則として、通常の依頼信用格付の場合と同様なプロセス、情報および格付方法に基づいて信用格付を付与します」。下から2行目、「国に対する信用格付については、当該国の了解を得ている場合に限りこれを付与する」となっております。

なお、当局の信用格付業者に対する検査は主として、業務が格付方針等に従って行われているかのほか、禁止事項利益相反等はないか、法令違反はないか検査することであるとされております。格付方針または格付そのものではないというのが、この場合のポイントであろうかと思えます。

信用格付業者に対する監督は、廃業の場合には届け出なければならず、その際の年月日等の届け出事項は法定されております。内閣総理大臣は信用格付業者の業務の運営状況に関し、公益等の保護のため必要な限度で業務改善命令を発することができ（金商法 66 条の 41）、その他登録取消業務の全部または一部の停止を命ずることができるとされております（金商法 66 条の 42 第 1 項）。登録抹消後または無登録業者が信用格付業に関し不正または著しく不当な行為をし、または投資者の利益を害する事実がある場合には、恐らく業務停止命令を発することは可能なのではないかと考えられます。この辺はご教示いただければと存じます。

この場合、特に重要なのは、信用状態の変化に関する統計情報、すなわち、格付分類ごとの過去のデフォルト率等が想定されます。また、格付の履歴に関しましては、個別の格付について、格付の付与を行った日及び付与した格付を時系列に整理したリスト等が考えられます。これは、サブプライム問題等で急激な格付の低下が市場の不信を招いたことがその背景にあるのではないかと考えられます。

## 6 資産証券化商品の特例

続きまして、(6)の「資産証券化商品の特例」です。

述べましたとおり、サブプライムローン証券化商品に関しまして種々の問題点が指摘されましたので、一般的な社債等に対する格付のほかに、ストラクチャード商品に対する信用格付には特に追加義務を課しております。我が国でも、業務管理体制の整備、禁止行為、格付方針等に関し、業府令で追加的な義務を規定しております。我が国におけるストラクチャード商品の定義といたしましては、原資産に関する信用リスクの移転が重視されて、原資産がSPCまたは信託譲渡される形態の商品、及び、原資産の所有権を譲渡せず、信用リスクのみをクレジットデフォルトスワップ等の手法を用いてSPCまたは信託財産に移転させる資産証券化商品に分類し（業府令 295 条 3 項 1 号イ～ニ）、及び金融庁長官が指定するものが対象とされます。

この場合、格付関係者の定義の中に原資産の主たる保有者というのを追加したり、ローテーションルールでは案件ごとに構成員の同一性を評価するなど、規制が強化されております。

## 7 現状での問題点

次に、(7)の「現状の問題点」について話を進めさせていただきたいと存じます。

金融審議会におきまして格付会社制度の見直しが議論され、これは資料8ですが、先ほど申し上げましたように、先生方の多くはその委員でもあられますので、私よりもよくご存じかと思えますけれども、その方針に基づき、格付会社に関し今回の金商法改正がなされましたが、そこでは、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たか、また、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、市場参加者に格付の意義と限界に対する情報が不足していたのではないかという問題点が指摘され、今後の課題となっております。

特に、金商法の改正に伴いまして格付の公的利用制度が大きく変更されました。格付会社に対し登録制度が導入されて信用格付業者制度に移行したため、指定格付機関制度が廃止されました。そのため、発行登録制度において、2009年12月28日公布の業府令によって指定格付機関の格付要件については撤廃されました。これにかわり、過去5年間において公開等を行った募集または売り出しに係る社債券の券面総額が100億円以上であること（企業内容開示府令9条の4第5項1号ホ）が規定されております。また、主幹事引受制限についても、信用格付の公的利用制度を制限して、指定格付機関による格付付与の要件を削除し、格付による適用除外を廃止しました。

その後、2010年9月公布の業府令の改正におきまして、投資信託の運用報告書交付義務の免除要件、SPC保有資産の価格調査をする機関から指定格付機関を除くということ、金融検査マニュアル等における企業の信用力の

参考資料に関し信用格付業者を使う等の改正がなされ、その他、銀行の自己資本規制等しか格付は公的に利用されておらず、格付の公的利用が大きく制限されました。

その後、日本証券業協会におきまして、金商法改正、業府令等の改正を踏まえて、望ましい格付会社への規制について検討が行われました。これが資料7でございます。「中間報告書」となっていますので、これから最終報告書が出るのか、わかりませんが、今の段階ではこれが公表されておりますので、参照させていただきました。

その際、格付の分析手法や表示方法、ビジネスモデルなどについて検討されましたが、特に、我が国において発行体から報酬を受領するのではなく、投資家から報酬を受領する方式などについては、市場における価格形成機能が低下する危険性があるなど、問題点が指摘されております。また、格付の限界を市場に周知することについても今後の課題とされております。

以上で2を終わります。今後、我が国の格付の法制がどのような形で変更される可能性があるのかということで少し比較法の報告をしてみたいと存じます。

### **Ⅲ．格付会社への規制強化に対する諸外国の法整備**

3の「格付会社への規制強化に対する諸外国の法整備」です。

#### **1 諸外国における各種規制の相違**

(1)の「諸外国における各種規制の相違」ですが、何回も述べましたように、我が国では金商法及び内閣府令の改正によって格付会社への規制が強化されましたが、その背景にあったのはIOSCOが制定した基本行動規範の改訂です。アメリカでは、1934年、証券取引所法による登録制度の導入及びSEC規則の改定、並びに欧州委員会による格付会社に関する欧州議会及び理事会規則（以下、「欧州規制」という）であります。

この中で特にIOSCOの基本行動規範につきましては、先ほども申し上げ

ましたように、①格付プロセスの品質と公平性、②格付会社の独立性と利益相反の回避、③格付会社の一般投資家及び発行体に対する責任、④行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーションの4つの原則に基づいて、格付会社が遵守すべき具体的行動規範を求めています。これは、2009年4月のG20会議で、各国の格付会社に対する規制は基本行動指針によるものと合意されている点が背景にあるものと思われます。

また、欧州規制では、欧州域外の格付会社の格付に関しまして、欧州の金融機関等が利用を継続するために一定の品質保証制度として証明制度を利用することが求められました。証明制度とは、後からお話ししますが、欧州域外の格付会社が母国当局において登録・監督され、欧州委員会により当該監督が欧州規制と同等の実効性があると評価された場合に、当該格付の有効性が認められる可能性がある制度でございます。

以上のように、格付会社への規制につきましては国際協調が重視されますが、規制項目によっては規制態様が異なる場合がございます。例えばローテーションルールに関しましては、欧州規制では、主担当アナリストは4年、格付主任者は7年で交代することが義務づけられておりますが、基本行動規範及びアメリカ規制ではローテーションルールは義務づけられていません。同時に、欧州規制では、格付アナリストは格付付与後6カ月以内に発行者の役員等に就任することが禁止されておりますが、基本行動規範及びアメリカの規制等にはそのような規制はありません。また、ルックバックレビューにつきましては、基本行動規範(2.17項)に定めがありますが、欧州規制では過去2年間の関与案件に対するレビューが求められておまして(同規則7条3項附属文書IC6)、アメリカ規制では1年とされております。

このように、格付会社に対する規制に関し、国際的に影響力を持つ規範としての基本行動指針、欧州の規制及びアメリカの規制の間でも若干の相違がございます。そこで、個別に欧州及びアメリカの規制状況を検討したいと思います。

## 2 EUにおける格付会社への規制動向

(2)の「EUにおける格付会社への規制動向」です。

①欧州規制の導入。欧州では種々の規制が各国で行われていましたが、サブプライムローン問題以降、格付会社への規制の導入に向けて、欧州連合レベルで取り組みが大きく進展しました。欧州規制当局委員会（CESR）が2008年7月、格付会社を欧州委員会の登録制度の対象とするべきという原則を支持するという結論に至りました。その後、欧州議会は2009年に信用格付機関に関する欧州規則を採択しました。同規則によりますと、格付会社は規制目的で発行される信用格付を発行するためには登録を受けなければならないという枠組みが採用されております。その登録の効果として、投資会社、保険会社等がEU域内の規則を遵守するために利用可能な信用格付は登録されたものに限りという形の規制になっています。

②欧州証券市場局（ESMA）の設立。登録を受けた格付会社に対しましては、欧州証券市場局（ESMA）が新たに設置され、格付会社の登録及びその後の監督について権限を持つことになりました。具体的な権限といたしましては、独立委員を含む監督機関の設置、法令遵守・内部統制・利益相反防止、独立したレビュー機構の設置、アナリストのローテーションルール、格付方法に関する情報開示規定等が規定されております。

欧州域内で信用格付利用を認められるためには、原則として、当該格付会社はEU域内で設立された法人でなければならないとされております。欧州域外の格付会社の信用格付に関しましては2つの方法がございまして、①同一グループに属する欧州域内の格付会社に承認（endorsed）を受けた場合、②欧州域内の国により個別に格付利用を認めるための証明（certified）を受けた場合のいずれかの場合に限って欧州域内の規制目的での利用が可能となります。

なお、日系2社のうち、同一グループ内に欧州域内で設立された格付会社が存在しないことから、②の証明を受けた要件を利用することとなります。なお、日本格付研究所は、恐らくフランスだと思っておりますけれども、Autorité

des Marchés Financiers の証明を受けているので、承認がなくとも証明を受けているということでございます。この証明制度は、一定の要件を満たせば、欧州域外の格付会社の信用格付についても、承認を受けることなく欧州域内の規制目的で利用可能とされ、欧州域外の格付会社が母国で登録・監督され、欧州委員会が当該母国の監督上の枠組みが欧州規則と同等と評価し（同等性評価）、母国当局との間で情報交換監督協力の取り決めが機能していることの要件が満たされれば域内で利用可能とされております。なお、我が国の規制は、2010年9月、欧州委員会により同等と評価されております。その後、格付会社に関する欧州規則は2011年5月に改正されました。これが資料10でございます。同改正によって欧州証券市場局（ESMA）の設立が認められました。それ以降、欧州証券市場局（ESMA）が統一的に格付会社を規制しています。

③欧州委員会での規制に関する議論。既述いたしましたように、欧州危機の際、特に米系格付会社がギリシャ国債を格下げしたことが混乱を助長したとして、これは全く余談で、後から削除させていただきたいんですが、欧州委員会はよほど腹に据えかねているような感じがします。先ほど申し上げたように、アメリカ系格付会社のイタリア事務所に警察当局が踏み込んだとか、そんなようなことが起きているようでございます。

欧州委員会は、規則及び指令の改正案を2011年11月に提示しました。その中では、ソブリン格付に対する情報開示の拡大、信用格付の依存度の低下、信用格付機関の独立性の向上、ローテーションルール及び民事責任に対して規制強化を図ろうとしております。

民事責任に関しましては、提案されています修正35a条におきまして、信用格付を信頼した投資家は、故意または重過失に基づき欧州規則を犯した信用格付機関に対し、損害賠償を可能とする改正を予定しております。さらに、義務的なアナリスト等のローテーション及び格付方針変更に際してのESMAの事前承認も予定しています。

これに対しまして、アメリカ系の格付会社が非常に迅速に反応しました。

アメリカの大手格付会社である S&P は 2012 年 1 月に反論書を公表しております。その骨子は、もし当該規則が議会を通過すれば、さまざまな否定的な影響を欧州市場に与えるだろうということにあります。第 1 に、1～3 年の義務的なアナリストのローテーションは余りに頻繁な格付の変更を助長し、格付の質を下げることになることを主張しています。また、故意または重過失に基づき欧州規則に違反した格付機関に対し立証責任を転換し、投資家が民事責任を追及できるということになると格付が非常に保守的になること、並びに、登録格付機関は格付方針を変更する際には事前に ESMA からの承認が必要で、さらに欧州格付符号への統一について個々の反論が中心でございます。これが S&P の反論の骨子です。何人かと議論して、最悪といいますか、一番影響が大きい事例は、仮に格付方針の変更だけではなくて個別の格付について ESMA が介入するということになると、これは非常に深刻な影響を与えるということにあります。このようなことはないと思いますが。

以上、非常に駆け足でございましたが、欧州の状況でございます。

### 3 アメリカにおけるドッド＝フランク法による格付会社への規制

次に、(3) の「アメリカにおけるドッド＝フランク法による格付会社への規制」です。

ドッド＝フランク法に関しましては、松尾先生のご著書を参照させていただきました。

①ドッド＝フランク法の成立前後の状況。アメリカでは、信用格付は 20 世紀初頭に誕生し、投資者への参考情報として、また公的な利用も行われるようになったとされております。1975 年に採択された SEC 規則において、証券会社の健全性確保のための自己資本規制において、全国的に認知された統計格付組織（NRSRO）の信用格付を使うこととされました。当初は、1940 年、投資顧問法における登録を前提に、SEC がノーアクションレターによって NRSRO と称しても問題ない旨の認定がなされたようでございます。



その後、NRSROの基準が不明確であるという批判がなされ、さらに、2001年に起きたエンロン事件において、格付会社が連邦破産法申請の4日前まで投資適格の信用格付を付与していたことなどの問題が指摘されました。その後、2002年成立のサーベンス＝オクスレー法では、格付会社の役割についての報告がSECからノーアクションレターによって求められたというところでございます。

その後、2006年に信用格付機関改革法が制定されまして、1934年、証券取引所法を改正して、NRSROにつきまして登録制を導入したとされております。NRSROの登録要件としましては、3年間の業務実績、適格機関購入者による認証、財務基盤などが十分であることが求められます。2012年4月現在、日系2社を含む10社がNRSROとしての登録を受けております。

2007年夏以降顕在化したサブプライムローン問題をめぐって、前述のとおり格付会社に対し大きな批判がなされましたが、特にSECによる調査で明らかになったのが、2002年以降、格付プロセスを文書化している格付会社は皆無であったということや、格付プロセスが公表されていなかったこと、また利益相反の管理が不適切だったことが明らかになりました。そこで、SECは2009年2月、SEC規則を改正しました。

その中で特に重要な改正は、日本の格付会社2社等に対してSEC規則17g-5(a)(3)が域外適用されるかどうかでございます。SEC規則17g-5(a)(3)はストラクチャード商品の格付のために入手する情報を他のNRSROにもアクセス可能とする措置でございます。当初、この規定は2010年12月まで適用が延期される予定でありましたが、影響が大きいため、金融庁が適用免除の恒久化を求める意見書を提出したとされております。

②ドッド＝フランク法における信用格付制度の改正。その後、ドッド＝フランク法における信用格付制度が改正されました。2010年7月、オバマ大統領はドッド＝フランク法に署名をし、ドッド＝フランク法は成立しました。その中で格付会社への規制の強化が図られました。特に、後ほど申し上げますが、基本的なスタンスは、金融取引においては格付会社も証券市場におけ

るゲートキーパーであって、信用格付機関の業務は基本的に商業であり、監査人、証券アナリスト及び投資銀行に適用されるのと同様の監督及び賠償責任を負担すべきであるという点でございます。格付会社への規制を見ますと、大幅に規制が強化されて、格付が誤っていた場合、行政罰を与えたり民事責任を問う仕組みを検討するなど、これまでの規制と趣旨が大きく異なっているように見えるため、具体的な方針を検討するとしております。

資料 11 をごらんください。ドッド＝フランク法の 9 章のみの抜粋でございます。特に民事責任に関しましては黒沼先生のご著書を拝見いたしました。

この中で、先ほど申し上げたようなアメリカ政府の姿勢がわかるのは 931 条かと思しますので、簡単に 931 条の内容をご紹介いたしたいと思っております。

(1) 信用格付機関が、資本形成、投資者の信頼及びアメリカ経済の効率的な発展にとってシステム上重要になってきたので、信用格付の制度上の重要性、信用格付に対して、個人投資家、機関投資家及び金融規制当局が寄せる信頼にかんがみて、NRSRO を含む信用格付機関の行動及び成果は国益の問題と言える。

(2) NRSRO を含む信用格付機関は、デット市場における重要なゲートキーパーの役割を果たすのであり、その役割は、エクイティ市場において証券の質を評価するアナリスト、企業の財務諸表を審査する監査人の役割に類似するものである。その役割は、同様の水準での公共の監視と説明責任を正当化する。

(3) 信用格付機関は、他の金融ゲートキーパーがするのと同様に、顧客のために評価的・分析的サービスを提供するので、信用格付機関の活動は基本的に商業の性質を有するものであり、そのために、監査人、証券アナリスト及び投資銀行に適用されるのと同様の責任基準・監視基準が課せられる。

(4) 一定の活動、特にアドバイスを与えているストラクチャード金融商品のアレンジャーに対し、当該商品の潜在的な格付をする場合に、信用格付機関は利益相反の問題に直面し、当該利益相反は注意深く監視されるべきで、したがって、SEC に明確な権限を与えるため立法で明示的に処理されるべ

きである。

(5) 最近の金融危機において、ストラクチャード金融商品の格付が不正確であったことが明らかになった。当該不正確性は、金融機関及び投資家のリスク管理の失敗に大きく影響を与え、さらに今回はアメリカ及び世界経済の健全性に悪影響を与えた。このような不正確性は必然的に信用格付機関の役割に関する説明責任を増大させる。

また、2006年、信用格付会社改革法のもとではNRSROに対する私的訴訟権が生じないとされておりましたが、ドッド＝フランク法933条は、当該規定を改正し、信用格付会社の言明につきまして、エンフォースメント及び制裁金に関する規定が適用され、セーフハーバーの適用はないと規定されたわけでございます。さらに、933条(b)項は、1934年、証券取引所法21D条で規定されている、原告が被告の心理状態を強く推認させる事実を明示して申し立てをしなければならないという原則に反して原告の立証を容易にして、原告は信用格付機関がみずからの信用リスク評価方法により依拠される事実要素についての格付対象証券の合理的調査、または、能力のある他の情報源からの要素に対する合理的確認を故意または重過失で行わなかったと強く推認される特定の事実を申し立てれば十分とされるということで、民事責任に関して信用格付会社の責任が重くなったと言い得ます。

また、信用格付機関が参照する情報について、各NRSROは、発行者・引受人以外の情報源からの情報が信頼でき、格付付与に対し潜在的に不可欠と思われる場合には当該情報を参照しなければならないとしました(ドッド＝フランク法935条)。また、ドッド＝フランク法936条は、NRSROの信用格付を行う従業員の資質等に関する基準をSECに定めることを命じております。さらに、ドッド＝フランク法938条により、信用格付の表示する記号の意味を明確に定義・開示するための書面による方針等を義務づける規則の策定をSECが命じたとされております。ドッド＝フランク法939条は、格付の公的利用の見直しについて規定していますが、特に939E条は、NRSROにより雇用される格付アナリストのための独立専門組織の創設等について、

さらなる調査及び報告を要求しております。

つまり、信用格付機関はこれまで言論の自由のもとで保護されてきましたが、もともとは収益を上げることが目的の株式会社であり、証券アナリスト、監査人、投資銀行と同様の民事責任を負い、監督を受けて当然であるというのがアメリカ政府の基本的姿勢であると思われまます。証券化商品への格付低下が金融危機の引き金となったのは事実であり、責任も負わせるべきだという主張でございます。これは、単に議会が政治的態度を表明したというだけでなく、格付が誤っていたことを理由に行政処分を下せるように読める条文や、信用格付機関がSEC rule10b-5の責任を負うことを前提として、責任追及を容易にする条文が置かれているようにも見えます。

③民事責任をめぐる判例法の動向。LEXISで調査したところ、非常に多くの信用格付をめぐる訴訟が提起されておりますが、2011年11月12日、勝手に「ソーンバーグ証券事件」と名づけましたが、ニューメキシコ州連邦裁判所において、ブラウニング判事による278ページもの意見が出されました。非常に厚くて読むだけでも大変でしたが、この中で格付に関するものが十何ページございました。

本件は、サブプライムローン証券化したソーンバーグモーゲージ証券を購入した投資家らによる集団訴訟でありまして、被告の中には、投資銀行、ローンユーザーのほか、有価証券の公売に関連して格付を付与した信用格付機関が含まれておりました。原告は、有価証券の公売に関連して用意された書類は、正確に証券のもとになる不動産の現状について情報を公開していなかったと主張しました。本件は当初、2009年3月に提訴され、被告らは棄却の申し出をしましたが、ブラウニング判事はその申し出を一部認めましたが、一部棄却しました。信用格付機関に関しては、重大な虚偽の説明または不作為に関し、原告は、マックグローヒル及びS&Pレーティングサービスに対しては十分な主張をしたと認めましたが、フィッチ、フィッチレーティング、ムーディーズコーポレーションまたはムーディーズインヴェスターサービスについては、これらの抗弁（主張）は認められなかったということ

でございます。

その際、重要な判示といたしましては、アメリカ憲法第一修正に基づく信用格付機関による抗弁（主張）は、格付が限定された投資家間内など私的なものである限りにおいて訴訟を棄却するものではないとされた点であります。ブラウニング判事は、広告の自由における公益は、機関投資家のような選択されたグループにだけ与えられる文書における信用格付制度とは異なると判示しました。

しかし一方で、格付は、仮に証券に向けられた格付がもともとの価値を不完全にしか予測していなくとも、信用格付は客観的な事実ではなく、信用格付機関が用いている分析モデルと要素に基づきそれぞれの機関が信じている意見の陳述にしかすぎず、格付当時、格付機関が当該格付が正しいと主張していない限りは訴訟の対象とはならないと判示する判決もたくさんあります。

このように、近時のアメリカにおける信用格付をめぐる判例の動向からすると、信用格付が客観的なデータと主張して付与されていない限り、すなわち、信用格付の中に「当格付は意見であって、事実を反映しているものとは限りません」とか、そういう言明がある限りは民事責任は生じないというのが従来の判例の動向と言えますが、他方、ソーンバーグ事件、まだ少し分析が足りませんが、機関投資家のような一群のみに向けられる格付は、言論の自由によって保護される意見ではなく、合衆国憲法第一修正による抗弁（主張）は成り立たないという判示は重要な意味を持つこととなるのではないかと思います。

#### **IV. 格付会社への規制と今後の証券市場**

最後のまとめとして、4の「格付会社への規制と今後の証券市場」です。

問題の所在で検討いたしましたように、サブプライム問題で市場が混乱した原因の一つに、急激な格付低下の問題が指摘されております。すなわち、2007年7月にスタンダード・アンド・プアーズは209案件のRMBSを格下

げしました。また同日、ムーディーズは、2006年に格付されたRMBSのうち451トランシェを格下げしました。そのような格下げが立て続けに起きまして市場に混乱をもたらしたのは記憶に新しいことです。そのような背景もあり、アメリカ及び欧州は金融再規制に積極的でありまして、信用格付機関にもその形態（ビジネスモデル）自体を検討する等、格付会社に対する不信任は想像以上に強いのではないかと思われまます。

以下、本報告の締めくくりとして、民事責任、包括的なルックバックレビュー、及び格付方針への規制等をまとめとしてお話しさせていただきたいと思ひます。

## 1 民事責任

(1)は「民事責任」です。

格付会社の付与した格付が実体を反映しなかつたとして、社債等購入者が格付会社に対して、損害賠償責任を追及できるかということに関する問題です。

私のみる限りでは1つだったのですが、名古屋高判平成17年6月29日事件があります。本件は、被控訴人A株式会社から、株式会社B発行及び同債券についての被控訴人株式会社C(格付会社)による格付の紹介を受けて、本件社債を購入した控訴人が、被控訴人らに対し、本件社債の償還期日前には株式会社Bについて会社更生手続が開始されたことをもって損失をこうむったのは、被控訴人Cの株式会社Bの債務償還能力に関する格付判定及び被控訴人Aの目論見書への記載事項等が不適切であったこと等によるものだとして、格付会社に対しては民法709条及び715条、被控訴人Aに対しては、旧証取法17条または民法709条に基づいて、〔1〕本件社債購入額200万円と控訴人が5回にわたり受けるはずだった利金合計10万円、更生計画に基づく償還額61万2120円との差額及び〔2〕慰謝料100万円並びに〔1〕及び〔2〕に対する社債の償還期限である平成16年1月28日からの法定利息の支払いを求めた事件でございます。

名古屋高裁は、この控訴を棄却しましたが、次のように判示します。「本来、一般投資家は、自らの責任と判断において、当該債券に係る投資判断を行うのであって、格付機関による格付けは、上記のとおり格付機関の意見の表明に過ぎず、投資判断の一つの材料として提供されるものに過ぎないものである。しかし、格付機関の格付けは、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、誠実公正に格付け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けを行う義務に反して恣意的ないし不公正な格付けを行った場合や、当該格付けの評価の前提となる事実に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け（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（傍線筆者）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」として、格付会社の責任を否定しましたが、格付会社が恣意的に不公正な格付けを行った場合や、格付の前提となった事実に重大な誤認があったり、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には、損害賠償責任が認められる可能性を指摘したものと思われまます。

一方、アメリカ判例法の検討でも見てきましたとおり、アメリカ法でも、現行法によれば、前掲プルンパース事件では、「信用格付は客観的な事実ではなく、信用格付機関が用いている分析モデルと要素に基づきそれぞれの機関が信じている意見の陳述にすぎない」といたしました。ソーンバーグ証券事件では、「格付が私的なものである限りにおいて訴訟を棄却するものではない」と意見を述べておきまして、格付が、仮に私募のような限定された投資家間でのみ知り得るものだった場合には、私的な意見であるという抗弁は成り立たない可能性があるとして指摘をします。

つまり、資産証券化商品に対する機関投資家に向けられた格付の急激な格付低下や格付対象会社が破綻したような場合、格付会社が故意または重過失により、明らかに矛盾するような格付を付与して、機関投資家が投資を決定した（ただし、この場合には機関投資家にも過失相殺は認められよう）場合には、当該格付は単なる意見表明ではなくて、損害との間の因果関係が認められ、損害賠償責任を負う可能性があり得ると理解されるのではなかろうかと思われます。

仮に、有価証券報告書等に虚偽記載があった場合、金商法 21 条の 2 において、重要な事項に虚偽記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な記載が欠けているときは、これらの書類の提出者（発行者）は、これらの書類が流通している間に流通市場に取得したのに対し、上記虚偽記載により生じた損害の賠償をしなければならない旨、規定しています。この場合、発行者等が負う責任は、無過失責任で、損害額が推定され、周知のように近時相次いだ有価証券報告書等の虚偽記載に基づいて、損害賠償訴訟が多く提起されております。一方、格付会社による格付が誤っていたか、意図的に虚偽の格付が付与されて、その結果、投資家が重大な損害をこうむった場合に、現行法上は民法の不法行為により救済が考えられますが、格付会社の過失、損害額、そして投資家の損害との因果関係の要件を投資家が立証するのは困難です。仮に金商法 21 条の 2 のような条文ができて、信用格付会社の特別規定ができたなら、影響は非常に大きいと思われるかと思われます。

## 2 ルックバックレビュー

(2) は「ルックバックレビュー」です。

欧州議会の議論では、義務的なアナリストのローテーションルールを設ける提案がなされていますが、その場合、適切な品質を持つ格付が維持できるか、格付会社から反論がなされていました。アナリストの変更に際して、現行法でもルックバックレビューが義務づけられていますが、アナリスト等の



交代に関係なく、急激な格付の変更に関し、事後的に「なぜ格付を急激に見直さざるを得なかったか」、一定以上の、例えば数週間に3段階以上の変更がある場合に、その基礎的事項の変化を記したルックバックレビューを格付会社にみずから公表する義務を課すべきか。格付会社によるルックバックレビューは、格付制度を向上させるためには極めて有効ではないかと思われる。

しかし、前述したように、金商法21条の2のような特別規定を設け、投資家にとって民事責任を問いやすく制度改正し、さらに格付変更に対し事後的にルックバックレビューを法定化すると、それが証拠となるわけですから、格付会社の過失も容易に認定されて、民事責任が認められやすくなるのは妥当かということがございます。

問題は、果たして格付会社はそのような大きさの民事責任を負担できるかです。例えば、本当に架空の話で恐縮ですが、勝手格付で、格付会社がある国の国債の格下げを行ったとします。国ないし中央銀行や大手の機関投資家が、それによって非常に大きな損害をこうむったこと対して、格付会社に損害賠償責任訴訟を起こすという事例が考えられますが、個人的には少し恐ろしく思っておりますが、このようなことが妥当かどうかということは検討される必要があるかと思えます。

この場合、これからアメリカで検討されるように、格付会社のビジネスモデルそのものも再検討する余地があります。この場合、私企業という面を強調すると、表現の自由が制限されます。登録を末梢すれば、勝手格付は意見の表明とされます。例えば、大手格付会社の現地法人の一つで、登録を抹消し、勝手格付を格下げすることは、上記責任との関係で、非常に微妙な問題を生ずるのではないかと思えます。

### 3 非依頼格付（勝手格付）と格付方針への規制

最後に、(3)の「非依頼格付（勝手格付）と格付方針への規制」です。

問題の所在で繰り返し指摘しましたように、アメリカ系の格付会社が国債

の格付を低下させたことが欧州の財政危機を助長したとして、格付会社への規制が強化されています。ここで厳密に議論するには、欧州危機で批判されている対象は、あくまでも勝手格付だということは認識しておく必要があるかと思えます。

勝手格付（非依頼格付）につきましては、格付先から依頼を受けないで行う格付と認識されており、日本格付研究所は事前に承認をとっています。が、その他の格付会社は明らかではございません。

また、非依頼格付である旨の記載については、格付リリースにその旨を記載するか、日系2社は op や p の記号をつけるかとされています。S&P は、発行額 100 億円以上の債券に関し、発行体からの依頼がなくとも格付を付与し、この場合には非依頼格付とは認識しないとしております。前述した財政危機において、国債の格付が下がる場合には、格付会社は当該発行体に対し、事前に通知し、反論の機会を確保するように議論しております。

また、格付方針の変更に対する当局の承認については、欧州規則の改定で議論されております。ここからさらに規則が強化されて、個別の格付変更について当局の検査が入るとなると、自由な意見表明という格付の原則が非常に困難になるかと思われまます。

以上、時間をオーバーして大変雑駁な報告でございましたが、ご指導いただければ幸いです。ありがとうございました。

## 討 議

**前田副会長** 格付会社への規制について、諸外国の法制も含めて詳細なご報告をいただくことができました。

それでは、どこからでも結構ですので、ただいまのご報告についてのご質問、ご意見をよろしくお願いたします。

**近藤委員** 最後の「民事責任」のところについてお聞きします。ここでの議論は、一般投資家が格付機関の格付の間違いによって損害を受けたときに、格付機関に対して損害賠償をできるかという問題かと思うのですけれども、

その場合、発行会社といたしますか発行体の依頼に基づく格付かどうかによる区別は、するのでしょうか、しないのでしょうか。

**山田報告者** 基本的に、損害等の因果関係の問題ではなかろうかと思います。結局、発行体がフィーを払って格付を取得する。その過程で、例えば実体よりも非常にいい格付を付与されていた結果、予想されていなかった破綻が起きて投資家が損害をこうむったとかいう状況になれば、恐らく損害と不適切な格付との間の因果関係に関連する事情になると思われれます。一方、近藤先生ご指摘のように、非依頼格付は、公表された情報をもとに格付会社が、いわば勝手に格付をしているので、その情報の入手等も非常に制限されております。これは因果関係という観点からは非常に遠いのではないかと理解しております。

**近藤委員** つまり、勝手格付の場合には情報は制約されているので、とにかく不正確になりやすいということであって、もしそこで厳格な責任を認めていくのであれば、勝手格付はするなと制約することにならないかをちょっと心配したのです。

**山田報告者** 私も個人的には、近藤先生がおっしゃるように、余りに厳しい民事責任を課すことが、勝手格付を市場から、ある意味なくしてしまうことになりかねないだろうかと考えております。一方、登録を抹消して、勝手格付をするのがいいのか。これは勝手な意見の表明であって、登録自体しなくなるようなインセンティブが働く可能性もあります。ですから、仮に金商法の特別規定で、その対象が例えば信用格付業者のみということになると、影響は非常に大きいのかなということで、私個人的には、民事責任は、どちらかという慎重に考えたほうがいいのかと考えておりますが、近藤先生はいかがお考えでしょうか。

**近藤委員** たしかにそうかも知れません。

**前田副会長** 民事責任の問題について、ほかにご意見ございませんでしょうか。

**藤田委員** 「民事責任」のところで、アメリカの裁判例が紹介されていますが、

これは勝手格付のケースですか。

**山田報告者** 勝手格付ではなくて依頼格付です。

**藤田委員** もちろんそうでしょうね。民事責任が問題となるのは、むしろ勝手格付ではないケースではないですか。

**山田報告者** その通りと思います。

**藤田委員** つまり、発行体とグルになって投資家を欺くのを手伝ってしまったようなケースが一番悪質で、民事責任は、むしろそういう場合に問題になるので、さっきから問題にされている勝手格付の問題と投資家に対して民事責任を発生させるような行為とは、性格が大分違うと考えたほうがよろしいのではないですか。

**山田報告者** その点につきましては、私もまさに藤田先生がおっしゃったような認識でおりますが、欧米では今、故意または重過失で欧州規則に反した場合が要件になっている改正提案がございます。そうすると、欧州規則に反したというのは、果たして勝手格付が入らないのか、そこが少し勉強不足のところですよ。入ることはないと思いますけれども。

**藤田委員** 勝手格付のケースを民事責任からカテゴリー的に外せという趣旨ではないのですが、民事責任が典型的に問題となるのは、欧州における新たな規制の提案の前提として問題視されている勝手格付とは全然違うということでは最初に押さえておかななくてはならない点ですね。

次に、やや細かな点ですが、アメリカの判例で、訴えた根拠は何でしょうか。連邦証券法ですか、州の証券法ですか、それとも一般不法行為ですか。

**山田報告者** ニューメキシコ・ブルー・スカイ・ローと書かれておりました。そんな法律があるのかと思いましたけれども。

**藤田委員** ニューメキシコ州法ですね。だから、連邦の裁判所ではなく、ニューメキシコ州の裁判所なのですね。

その場合、ある種の言明に基づくこの種の責任について、州法上の要件はもともとどうなっていたのですか。でたらめなことをしゃべって、それに基づいて第三者が行動して損害を被った場合に責任を負うという場合のルール

が、一般法としてあって、そこをどう修正されたかが問題になると思うのですけれども、それはもともとどのような話だったのですか。

**山田報告者** ニューメキシコ・ブルー・スカイ・ローにつきましては、もう少し検討させていただきますが、事実概要から見ますと、サブプライムローンのローンユーザーも、この被告に入っておりますので、証券購入者は、関係者、その投資会社及びローンユーザー、格付会社というものすべて集団訴訟で訴えた事件のようでございます。

**藤田委員** ここで報告レジュメにお書きになっていることの意味を確認させていただきたいのですが、8ページの真ん中辺に、「原告は、(中略)十分な主張をしたと認めたが」、一部の格付機関に対して「これらの抗弁は認められなかった」とあります。これはどういう意味でしょうか。

**山田報告者** 記載不足で申しわけございません。ブラウニング判事のオピニオンというのは、この控訴に対して、被控訴人の側から棄却の申し出があった。それについて、棄却の申し出を一部認めて、一部認めなかったという趣旨でございます。

**黒沼委員** 「抗弁」という言葉の使い方がちょっとおかしいんですね。

**山田報告者** そこは訳し方の問題で、申しわけありません。私の訳が少し不十分かと思えます。

**藤田委員** この事件では、因果関係とか損害とか、原告が主張しなくてはならない事実がいろいろあって、それがそもそも十分にできていないということで、請求がしりぞけられたのではないですか。もしそうだとすると、何か格付機関に固有の「抗弁」があって、それが認められたという話ではないような印象を受けたのですが。

**山田報告者** 事件の本体は、先生がおっしゃるように立証が不十分であったため訴えが退けられたと思えます。私は、その格付会社と民事責任、ブラウニング判事のオピニオンを特に注目しましたが、事件の事実概要は先生のおっしゃるとおりかと思っております。

**藤田委員** 修正第1条に基づく抗弁というのは、具体的に何を意味している

のでしょうか。証券法上の抗弁なのか、一般法的な話なのか、これは一体どういう性格のものを指しておられるのですか。

**山田報告者** 私も合衆国憲法の修正第一を調べてみて、わかったような、わからないようなものですが、「freedom of religion and freedom of expression from government interference」ということがありまして、その中に「freedom of expression consists of the right to freedom of speech, press, assembly」とありますので、恐らく表現の自由に関する修正かなと思います。ですから、私の理解では、自由な意見、といえますか表現の自由を指していると思います。

またこれから勉強したいと思いますし、「抗弁」という私の使い方、認識は再検討したいと思いますが、投資適格だと判断されていたので、それに基づいて買ったという主張が投資家の側からなされていることにつきまして、これは単なる意見の表明だということが「表現の自由」ということを「抗弁(主張)」とし、そのような主張で免責されるのかというところをとらえて、先ほどの説明にさせていただきました。

**藤田委員** 表現の自由だから好きなことを言う権利があって、それについて後で間違っていたことが分かったからと言って、何でも訴訟を起こされ、責任が認められたら困るという話だとすると、その後の「格付が限定された投資家間内など私的なものである限りにおいて」がつながらないので、どういう種類かと思って伺ったのですが。これはどういうつながりなのでしょう。

**山田報告者** 一番最初に藤田先生がおっしゃったように、勝手格付の場合には対象が非常に広い。それに対して、依頼格付で、しかも投資家が非常に限定されているような場合については、格付というものが投資家の判断に非常に大きな影響を与えて、最終的に、格付と投資決定、つまり損害の間に因果関係ないし何らかの関係があるのではないかということ。確かに、勝手格付でアメリカ国債が非常に格下げし、仮に自分が持っているアメリカ国債で損をしたとして、それが誤っていたのは表現の自由だと言えるけれども、例えば依頼格付で、非常に限定された投資商品の格付に基づいて投資家が購入を

した場合について、表現の自由ということで格付会社が民事責任を免責されない場合があり得るとするのがその趣旨かと理解したのですが。

**近藤委員** 最初の質問に戻ることになりますが、つまり責任を追及するに当たっては言論の自由ということが壁になるわけです。それは勝手格付に限る。あるいは限るかどうかは別として、勝手格付の場合によく当てはまるのだということになり、勝手格付の場合には責任は制限されると、そういう理解でよいのでしょうか。

**山田報告者** 判例では、厳密にはその点を区別していなかったような気がするのですが、その理論からすると、近藤先生がおっしゃるような方向に行くのではなかろうかと思われます。

**黒沼委員** 今の点にも関連して、最初に、勝手格付か依頼格付かということと民事責任の関係について議論になったのですが、これは確かに分けなければいけないのですが、分けるときに、勝手格付の場合は、いわば名誉毀損による不法行為と同じような考え方をすることになるのではないかと。会社自身も損害をこうむっている。そして、例えば日本法で言うならば、民事責任を生じさせる要件は何かを考えていくことになるのではないかと。依頼格付の場合は、むしろ、先ほどからも出ているように、会社とグルになって投資者をだました。その格付が公表されている間に証券の売買をした者に損害が生じるという文脈で問題になるという違いがあると思うのです。山田先生は制度論を言われたのですが、制度論も重要ですが、現在の法体制のもとでそれが乗っかってくる可能性があるため、それをどう考えるべきかということが、日本では重要になるように思います。

アメリカの裁判例も、私は読んでいないのですが、今のご意見を伺っていて、修正第1条の「表現の自由」は、これも私の勝手な憶測ですが、公表されることに意味があり、価値があるということに重きを置いた「自由」なので、当事者間でのやりとりには及ばないといった面があるのではないかと。ただし、その場合でも、もちろん当事者間で詐欺に当たるような場合には、禁止されるのは当然ですから、「詐欺に当たらない限り」ということ

が入っているのではないかと思うのです。そういうことであれば、この判示の意味は理解できるように思います。

それから、意見だから訴訟の対象にならないとか、なるとかいう話は、私はアメリカではもう既に決着がついているのではないかと考えています。例えば「合併条件は公正である」といった表示が虚偽に当たるかどうかを扱った最高裁判例があって、その判決は、意見が事実に基づいていないとか、前提としている事実が間違っている場合には、「公正である」という表示自体も虚偽になり得ると言っているのです。同じ考え方からすると、格付も虚偽になり得るのではないかと考えているのです。ただ、虚偽になり得るとしても、さらに格付の場合には「表現の自由」との関係が問題になるのかという点はよくわかりません。

**山田報告者** 最後の点に関しまして、付与した格付の中に、例えば「この格付は、当社の個人的な見解であって、客観的な事実ではありません」とかいう免責文言があるかないかということが民事責任にかわるものではないのかというのは、私も先生のおっしゃるとおりかと思えます。

勝手格付に対する訴訟は、まさに名誉毀損的なもので、依頼格付については、発行体とグルになって詐欺を行ったという話は、おっしゃるとおりかと存じております。

ただ、依頼格付の場合に、恐らく前から問題だったと思いますが、この17年判決で、グルになっていなくても、例えば重大な見落としをして、買った何週間か後に投資不適格になって、会社更生法の適用をしたということは、まさに判事が言うところの「当該格付けの評価の前提となる事実に重大な誤認がある場合」とか「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」に該当する。ですから、発行体と、故意、意図的に、内容よりも高い格付をした場合のほかに、ほとんど重過失と同じように、普通に考えればもう少し低い格付ですが投資適格と評価をするのも、依頼格付の場合には当然民事責任の問題となるのかなと考えております。

**中東委員** 今の名古屋高判決についてですが、グルになっていなくてもとい



うことではあったのですが、先ほど来ありますように、依頼格付の場合には公正の問題も当然生じることになって、下線を引かれたところにも「誠実公正に格付けを行う義務」に違反していないかが問われています。そういう意味で、単純に責任を否定してしまっているのかと、伺っていて思ったのですが、判決の結論自体は、山田先生は賛成ということでしょうか。

**山田報告者** 実際に破綻した会社の財務状況なり判断した資料を見ていないので、結論として具体的なことは申し上げられませんが、判示の一般論としては、現行法では妥当ではないかと思っております。それは、先ほど申し上げましたように、発行体と共謀して意図的に高い格付を出したとか、それに匹敵するような間違った格付を出して、その結果、投資家が損害をこうむった場合は因果関係があると思われまますので、そういう場合には格付会社に責任が生ずることはあっても、それより低い因果関係で民事責任を認めるのが果たして妥当なのかということ、私は個人的には疑問があるように思われます。

**中東委員** 因果関係の問題かどうかは私はよくわからないのですが、金商法21条の2のような規定を入れるべきかどうかという立法論はさておき、不法行為に基づいて損害賠償請求をしている事件です。

ただ、先ほど山田先生は、重過失がない限りは責任を負わなくてもいいのではないかということをおっしゃったと思うのですが、それが私にはわかりにくくて、むしろ依頼格付をした格付会社Cの紹介を受けてこの社債を買っていることをベースに考えると、もう少し違った形の結論が公正かなと思います。その点はいかがお考えですか。

**山田報告者** 中東先生のご主張は、格付自体もそうですが、Cが紹介をして、投資家が本件社債を購入したということですか。その内容が聞こえなかったもので、申しわけございませんが。

**中東委員** グルになったとまでは言わなくても、あるいは紹介を受けてというのがどの程度かはともかくとして、Cが行った格付を相当信頼して社債を購入しているのではないかということです。しかも、この格付が依頼格付であったことをもう少し重視することは考えていらっしやらないのかというこ

とです。

**山田報告者** 確かに、先生のおっしゃるような面があるとは思いますが。例えば、当然これは依頼格付ですし、その結果、当初は投資適格であった。それが急激に投資不適格になる。その点、私は別な観点、投資不適格になったという情報が、販売した後に、金融商品取引業者のアフターケア義務、説明義務の中に入るかどうかというところも個人的に興味があるのです。ただ、当初、投資適格と出して、その後に投資不適格になったという情報は、一応出したということ。あとは、当然ですけれども、このように小規模とは言いませんが、中規模程度の社債の発行については、発行格付が非常に重要な意味を持って、それが適格だから買ったのだということはあると思うのですが、不適格となった時点で売ることはできなかったのかとか、そもそもそれだけが投資の原因だったのかを考える。なおかつ、やはり格付の内容が、この判示にあるように、素人とは言いませんけれども、普通の格付の関係者が見れば、この格付は明らかにおかしいという場合に、民事責任が認められるべきではなかろうかということで、投資家の損害をいわば保険的に担保するのはちょっと違うのかなという気はしております。お答えになっておりますでしょうか。

**太田委員** 今の中東先生の関連とはちょっと違った問いの立て方なのですが、状況としては、この格付会社の、この場合の責任に関する問題状況は、監査法人が無限定適正の監査証明を出しているのと状況的には似ていると思うのですが、依頼格付の場合には、監査法人と同様に、発行会社からお金をもらって、一般公衆に対してこの会社の財務内容は適正ですよ、こういう財務格付ですよということを表明するわけですよ。そうすると、無限定適正の監査証明を出している監査法人が、その場合に問われる民事責任に関する判断の枠組み・構造と、格付会社について民事責任が問われる場合についての判断の枠組み・構造というのは、基本的に同一のものと考えていいのでしょうか。それともちょっと何か違った要素が入ってくるのでしょうか、その点をご教示頂ければ幸いです。

**山田報告者** アメリカでの議論にもありましたように、無限定適正の監査証明を出す監査人、アナリスト、格付会社はゲートキーパーであると認識されていて、アメリカでは同じような責任を負うべきではないかという議論があります。その上で、確かに、依頼格付の場合には、発行体から資料の提供を受けて、その提供された資料に基づいて、もしくはインタビューを通して格付を出すという点では、太田先生のおっしゃるように、同じ構造の状態にあるのかなと思います。

ただ、結局格付は、その債券が満期もしくは満期前もあるかもしれませんが、要するに当該社債等が償還されるかどうかについての投資家の意見ないし記号化したものという点では、監査証明の対象とは、その対象自体が大きく違うと思います。例えば会計監査人が全部監査して、決算がきちんに行われていますという無限定適正意見と、社債についての償還可能性では大きく意味が異なり、財務は、償還財源があれば投資適格になるという格付とは違うのだらうと、今のところは考えております。

**藤田委員** 構造は全然違うのではないのでしょうか。それはそもそも義務の内容が全然違うからです。会計監査人の方は、基本的に虚偽の内容の報告を出してはいけない、つまり間違っただけを言うてはいけないという義務があって、それに違反した場合に、そのことについての過失の有無を問題にするのです。

これに対して、名古屋高裁の判断を前提とするなら、格付機関はそもそも「間違っただけを言うてはいけない」という内容の義務は負ってなくて、誠実公正に振る舞う義務しか負っていない。そしてそのような義務に違反したということを原告が積極的に主張立証できない限り責任は生じないという判断構造なのです。これを根本的に変えて、会計監査人と同じようにすべきであるという立法論があり得るかどうかは別として、現時点では、責任の構造は出発点が全然違うと思います。

**永井 OBS** 発行会社として、実際に格付審査を受けている立場の感想を申し上げます。勝手格付と依頼格付は、実際の審査手続きはそれほど変わらない

と思います。発行会社が審査コストを支払っているか否かで格付機関の責任に、おっしゃるような区別をするべきなのか、私は疑問です。むしろ、仮に依頼格付でも、前提とする事実について格付機関によって評価が分かれたり、発行会社が同意しない評価がくだされないわけではありませぬので、格付が勝手か依頼かで、そんなに違いはないのではないかと思います。

格付けでは、長期格付と短期格付が両方出されますし、あるいは将来の見通しについて、安定的か否かの評価も出されますので、発行会社は、事実の認定・評価について、格付会社と十分な意見交換を行います。それが依頼格付であろうと、非依頼格付であろうと、発行会社の思い通りにはならないのが現状です。

**川口委員** 格付け会社の規制が導入された際に、ムーディーズとかスタンダード・アンド・プアーズといったアメリカの企業が日本で登録を行うのかというのが話題になりました。先ほど先生は、これらの欧米の格付け会社が日本で登録をしたので、グループ規制の意味が大部分なくなつたとおっしゃった記憶があるのですが、それでよろしいのでしょうか。

**山田報告者** 一応私の結論としてはそのように考えております。

**川口委員** といいますのは、登録しているのは日本法人で、アメリカの格付業者自体は登録をしていないのです。このグループ規制を入れた大きな意味は、アメリカの本体そのものは別に登録しなくてもよいけれども、グループ内の日本法人が登録すれば、先ほどおっしゃった告知義務などが緩和されることにあります。この点で、やはりグループ規制は意味があるのではないかと思います。

それと、資料1「信用格付業者登録一覧」によれば、ムーディーズ・ジャパンとムーディーズ SF ジャパンの2つが、同じ会社の同じ階にあるようです。恐らくNRSROに登録しているものと、していないものの区別だと思うのですが、なぜ日本において2社が登録されているのでしょうかね。これは山田先生にお聞きする話ではないかもしれませんが（笑）。

**山田報告者** 2点目はもちろんわかりませんが、1点目につきまして先生が

おっしゃるのは、例えばここに挙がっている会社は日本の法人なので登録をして、アメリカのS&Pとかムーディーズが使った格付をこの会社が使うときにはグループ規制の適用がある、そうすると意味があるという趣旨ですか。

**川口委員** はい。そのときに告知義務が緩和されているということです。

**山田報告者** アメリカもしくは外国の本体で発行された格付を、このような子会社が日本で使う場合には、おっしゃるとおりグループ規制は意味があるのだらうと思います。

**中村委員** 実務的な観点から申し上げます。外国の発行体が、本国あるいは米国の格付会社の格付を得ていて売り出しする場合、国内の機関の格付を取らずに本国の格付を利用していると、このグループ会社のほうが規制の……。

**山田報告者** 意味があるということでしょうか。

**前田副会長** 今回の金商法でとられた登録制度は、登録できるという制度です。登録できるという制度が適切だったのかというのは、前にもこの研究会で議論されたことがあったかと思いますが、今ご議論にありましたように、要するにグループ企業の1つあるいは2つだけを登録しておいて、あとその周辺に多数の特定関係法人が存在して、現実には、特定関係法人が信用格付業務を行っているのですね。ですから、格付業務の多くが無登録業者によって行われていて、幾ら体制を整備する義務を課すとか利益相反についての規制を課しても、現実には信用格付業務を行っている主体の多くにそれが及んでいない状況になっている。果たしてそれで改正の目的が達せられたと言えるのかという問題はあると思うのです。

**松尾委員** 外国の話ですけれども、最近の金融庁のこの種のものについては、私は全体として相互主義的な扱いが高まっていると思っています。従来は、日本の法制度は、外国勢についてはもうちょっと鷹揚に取り扱ってきたように思います。

金融庁の背景としては、まず、アメリカの考えは「とにかく外国勢は自国

の規制に従え」で、一時期日本の格付会社は SEC に登録していました。EU は、規制の同等性を求めまして、会計基準でも何でも、同等であればそれを認めるということです。これもやはり外国の法制をチェックして、認めたものだけを認めるということです。

日本はどちらかというともうちょっと鷹揚だったのですが、アメリカや EU が厳しいので、日本も相互主義的な発想になってきているように思います。今回、私はちょっと驚いたのですけれども、要は、原案のままでは、外国の格付会社本社を登録せざるを得なくなってしまうのですが、グローバル化した世界で、当然そこまでは現実的ではないので、結局は無登録業者の場合の開示事項を緩和したわけです。

立法論としては、むしろ公認会計士法 34 条の 35 で外国会計事務所の届出制度（「外国監査法人等」制度）を定めていることが参考になります。アメリカは、2002 年サーベンス＝オクスリー法（SOX 法）により外国会計事務所の登録制を定めています。日本では届出制にとどめています。要は、外国格付会社の本社については、届出制ぐらいにとどめれば良かったのではないかと私は思っていました。

これはどうして問題かと言いますと、結局グローバル化された世界の中における日本の位置づけを考えますと、アメリカと EU ほど、日本がもはや「てこ」になる力を持っているか疑問だからです。こういう考え方は、自分たちの規制に従わないのならば外国勢は日本に来なくていいという発想なのですが、「てこ」を持たない国がそういうことをしますと、外国勢が来ないだけの結果になりかねません。残念ながらそれだけの力はもはや日本にはないように思います。ですから、こういうナショナリスティックな、相互主義的な考え方は生産的ではなく、私だったらこういう規制はしないです。もう少しグローバルな現実を考慮して法律の企画立案をしてほしいものだと思います。

**山田報告者** 前田先生、松尾先生、ありがとうございました。

私が 1 つ考えましたのは、確かに本体が、日本では無登録会社である場合、

ただ、無登録会社といっても、今、格付会社に関しては、国際的に、法規制を整合的にしようという動きがあって、結局アメリカでも欧州でも登録はされている。そうすると、仮にケイマンか何かで格付会社の子会社で、規制に服しないようなヘッドクォーターか何かがあって、そこで国際的な大企業の格付はほとんど決められていて、それを国内ないし海外の会社では使っているということであれば、確かに抜け道かなという気はしたのです。日本国内の会社については、現地法人をつくっているということは、現地法人で格付をかなりやっているのではないかということ。

国際的にこれだけ規制が強まってきて、なおかつ私が見た限りでは、関連会社、先ほど申し上げたように、S&Pにつきましては、マックグローヒルという会社が親会社のように、そこはそこでまた別に会社でいろいろ投資の教育なんかをしていて、実際に格付はそこではなくて、S&Pの本体で行われているものがありました。個人的には、どっちかというところと楽観的で、当初の報告にごぞいましたように、国内会社の格付が国内で行われるのが多い。その場合には、グループ規制は余り意味がないのではないか。ただし、川口先生、前田先生のおっしゃるとおり、実際に日本国外の、登録していない、無登録の格付会社が非常に重要な格付をしているということであれば、当然グループ規制の意味があるのかなと思った次第です。

**永井 OBS** 実際、大手の格付機関は、世界のいろいろなところにアナリストを置いています。例えば自動車産業だったら自動車産業を世界的に見ているアナリストがいずれかの場所にいます。ですから、投資銀行業でも、我々を見るアナリストは、ムーディーズだったらロンドンにいる担当者が分析して評価をくだしている。ただ、ムーディーズとして、実際に格付を公表する場合には、ニューヨーク本社で、全世界の同業者の中での位置づけなどが議論され、産業としての将来性や収益性が検討されます。各地でローカルな背景は異なりますので、リサーチ担当のアナリストは各地に配置していますが、グローバル・レベルの格付対象先の格付けでは、どこの格付会社の法人所属の担当者の分析か、という問題は、余り意味がない議論だろうと思

ます。

**山田報告者** そこで私から質問させていただきたいのですけれども、今、ローテーションルールというのが欧州で特に厳しくなっています。永井さんからあつたご説明で、例えば1年とか3年で担当のアナリストがかわらなければいけないという規制がもし強制的に導入された場合、影響は甚大でしょうか。

**永井 OBS** それは一概には言えませんね。結局アナリストの資質の問題になってくるので、我々の説明していることが無意味に帰するような交代であると被害です。しかし、一定レベルの格付機関、ここで前提しているようなムーディーズ、S&P などであれば、そんなことにはならないと思います。

ただ、交代によって、もちろん従来から説明している前提がなくなり、初めから再度説明が必要となるとすれば、双方にとって不利益です。なれ合いが起きる心配は感じられません。

格付の最終決定には、格付機関のレーティングコミッティーを経る必要があつて、アナリストが1人で決められるということではありません。むしろ、現在、ムーディーズを例に挙げますと、米国・欧州の投資銀行業務に関して、総じて非常にネガティブな評価を下しているのが、アジアの我々の格付けは先駆けてレーティングを下げられました。欧米の格付けは、近々発表される予定ですが、かなり政治的な恣意性も感じられないわけではありません。公的な資金援助が入ったアメリカの投資銀行の格付が、一部見直しをされて、政府サポートについての評価が変わるのは当然かもしれません。投資銀行業務の話だけを例に挙げて恐縮ですが、米系の会社と欧州系の会社と日系の会社あるいはアジア・オーストラリア系などが、それぞれのインフラの前提となる制度が違う中で、世界的に比較された格付評価がくだされます。格付機関との話し合いを十分に行い、正確な理解を得る努力を行っていますが、現実の格付けへの正確な反映は、非常に難しいのが現状です。

**中村委員** しつこく名古屋高裁の判例のところで最後に1点だけ。この判決は民事責任を基礎づけるべき信義則上の義務を持ち出していますけれども、信義則が本当に義務を基礎づけるのですかね。この格付会社というのは、だ



れに対する信義則で義務を負うのでしょうか。格付機関と一般投資家は、信義則で拘束されるような関係ではないのではないかという見方も多分あり得ると思うのですけれども、いかがでしょうか。

**山田報告者** 結局、前提となって、先行行為といいますか、格付のシステムそのものにもかかわってくるのかなと。つまり、発行体からフィーを持ってもらって格付をすることになると、目は投資家よりも発行体にどうしても向いてしまう。そういうときに、だれに対して義務を負っているのかというと、これで請求を認めようという規範定立にはなっていない。当たり前のこととして格付機関（当時）は信義公正に格付を行っている義務を有していると言い、だから格付会社はプロとしてきちんと判断をしてくださいということになる。

ところが、今回はそれについてこのような形で故意または重大な過失によって判断の過程で明らかな矛盾、不合理はないという形ですので、確かにおっしゃるように、では格付はだれに対して義務を負うのか、それは信義則上、損害賠償責任を生ぜしめるような義務なんだろうか、これが質問のご趣旨かと思います。その点で果たして、依頼格付か勝手格付か、先ほど余り変わらないというお話がありましたけれども、私は系統的に、格付会社がだれに対して善管注意義務を負っているのかというところが関係してくるのかなと思います。

ただ、この判例を全部見ると、初めから信義則上一応こういう義務があって、こういう場合には例外的に民事責任を生ずる場合がありますが、本件ではこのような事情はありませんという判決でしたので、個人的には、「信義則上」というのは投資家に向けて、もしくは市場に向けたのだと思います。お答えになっていますか。

**中村委員** この点は私も、きょう判例を子細に見ながら疑問に思った点なので解決がついていないのです。これは、法令違反だったら、違法性ということで不法行為が基礎づけられると思うのですけれども、この信義則上の義務というのが、今回疑問かなと。

他方で、今度信用格付業者に登録された場合には、法令上の義務が生じますので、登録業者については法令違反が不法行為を基礎づける可能性は出てくる。それに対して無登録業者については法令違反を言えないので、名古屋高裁が言っているような信義則上の義務を根拠にできるかどうかポイントになってくるのかなと思いました。

**山田報告者** そうすると、登録をすると、民事責任でも非常に大きな不利益、法令違反というファクターが加わってくることになるのでしょうか。

**中村委員** 行政としてやるべきことは余り変わらないと思っています。

**神作委員** また話を戻してしまうところがあって恐縮ですけれども、先ほど来、勝手格付か依頼格付かという違いが注意義務の程度等に影響を及ぼすかという論点が議論されています。依頼格付の場合には、格付機関が例えば依頼主から報酬をもらっており、とくにそれに依存する状態が生じているような場合には、誠実公正に格付を行うというインセンティブにゆがみが生じ得るという問題があります。これは利益相反規制の問題だと思しますので、そちらの規制の問題として整理することもできるかと思うのですが、例えば証券化商品のように、単なる発行体の信用力だけではなくて、まさに商品の仕組みそのものが評価の対象になっている商品については、単に信用力を評価する場合とは異なる注意義務と申しますか、そのストラクチャー自体が、一定の合理性があるのかどうかとか、そのような観点から格付を行う必要があります、そもそも注意義務の対象やレベル感がやや異なるところがあるように思います。そうだとすると、勝手格付か依頼格付かという観点のほかに、単純な社債についての格付なのか、そうではない証券化証券などのいわゆる仕組み商品なのかどうかということが問題となり得ると考えます。さらに、証券化商品の場合も、それを最初に引き受けて発行する人から依頼を受けたケースと、当該証券に関する情報が外部に開示等されて、それを第三者が評価するというのでは、注意義務の対象およびレベル等が異なり得ると思うのです。レジュメに引用されているソーンバーク事件というのは、証券化したという意味では、私が申し上げた仕組みにまである程度立ち入らないといけない

ケースであったと思うのですが、名古屋高裁はどうも普通の社債のようです。そういう意味で、勝手格付か依頼格付かということのほかにも、格付の対象である商品の性質の違いが格付会社の責任に影響を与え得るのか、与えられたらどのような影響を与えるのかということについて、ご質問させていただければと思います。

**山田報告者** 証券化商品については、先生のおっしゃるとおりです。それゆえ現行法でも特別に厳しい規定を設けて、特に原資産についての情報開示を非常に徹底させると同時に、国内ですと所有権が移転するかしらないか、あとはSPCなのか信託なのかというところで場合分けをして、その基準に従って情報開示をしなさいということで、通常の社債等の発行体の信用とは違う観点から、特に情報開示の点で強化されております。その点は先生のおっしゃるとおりかと思えます。

依頼格付と勝手格付ということが、それほど大きな影響を与えるのかというご質問ですが、報告の中で少し申し上げましたが、それぞれ勝手格付につきまして会社によって対応が違っておりました、承認をとるところとか、それこそ勝手にやるところ、なおかつ情報提供を求めて、その相手方と一応情報交換をするとかいうところがあるので、それだと入ってくる情報に質の差があると考えております。

私の基本的な考え方としては、証券化商品については当然、スキーム自体で証券化商品がどのくらいの確率で償還されるのかというのが一番大きな問題で、まさに発行体と切り離されるからこそ、証券化商品に格付をする意味があるというのは、先生おっしゃるとおりかと思えます。

ただ、先ほど中村先生との議論の中でありましたように、では格付会社は、だれに対して義務を負っているのかということになると、やはりフィーは大きくて、フィーがあるということは、基本的には発行者に対してだということになる。それは結局情報をもらうかもらわないかということ、あとは、だれに対する義務なのか。そこを投資家に対する違反だと言うためには、少し方向性が違うのではなかろうかというのが、個人的な、雑駁な感想です。

**前田副会長** まだご議論はあると思いますけれども、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。

最後に、次回以降のアナウンスをさせていただきます。お手元の議事次第に記載されていますように、次回は5月23日、松尾直彦先生から「金商法における不公正取引規制の体系」について、ご報告をいただきます。その次は7月25日に中東正文先生から、さらにその次には9月12日に神田秀樹先生からご報告をいただくことになっております。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

## 格付会社への規制

成城大学法学部教授 山田剛志

### (目次)

- 1、はじめに
- 2、金商法改正による格付会社の規制～IOSCO の基本行動規範との対比
  - (1)登録規制
  - (2)無登録業者の格付に関する金融商品取引業者の説明義務
  - (3)信用格付業者の体制整備に関する事項
  - (4)信用格付業者の禁止行為
  - (5)信用格付業者の情報開示に関する事項
  - (6)資産証券化商品の特例
  - (7)現状での問題点
- 3、格付会社への規制強化に対する諸外国の法整備
  - (1)諸外国における各種規制の相違
  - (2)EUにおける格付会社への規制
  - (2)アメリカにおけるドッド＝フランク法による格付会社への規制
- 4、格付会社への規制と今後の証券市場
  - (1)民事責任
  - (2)ルックバックレビュー
  - (3)非依頼格付(勝手格付)と格付方針への規制

### (報告)

#### 1、はじめに

##### ◎定義

格付会社：信用格付を付与し、かつ提供または閲覧に供する行為を業として行う会社

信用格付業者：金商法により、登録を受けている格付会社

指定格付機関制度：従前利用されていた発行登録制度を利用するための格付会社制度。

信用格付機関（Credit Rating Agency）：諸外国での登録格付会社等

証券監督者国際機構（以下 IOSCO とする）は、格付会社の自主ルールに盛り込むべき「信用格付機関の基本行動規範（Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies）」（以下基本行動規範という）を 2008 年に改訂した<sup>1)</sup>。一方アメリカでは、2006 年信用格付機関改革法が成立し、2007 年より格付会社の登録制を開始し、その後 SEC 規則を改定して格付会社に対する規制強化を図っている。また 2010 年 7 月に成立した金融規制改革法

---

1 )IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (revised May 2008) (<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20080609-1/05.pdf> より取得)

2) (以下ドット=フランク法という)では、931条以下で規制が大幅に強化された。他方欧州では、欧州委員会が2009年4月に「格付会社に関する欧州議会および理事会規則」<sup>3)</sup>を制定し、規制強化が図られた。また更なる規制が議会で検討されている。

他方わが国における格付け会社への規制としては、平成21年6月24日に交付された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」及び改正法にかかる政令・内閣府令が挙げられるが、平成21年12月28日に公布されている。上記金商法改正及び金融商品取引業等に関する内閣府令(以下業府令という)を中心に現行法を検討し、その際具体的にわが国の格付会社にかかる規制を考察したい。

## 2、金商法改正による格付会社の規制～IOSCOの基本行動規範との対比

わが国では、サブプライムローン証券化商品の被害はそれほど深刻とはいえなかったが、わが国で活動している格付会社<sup>4)</sup>のうち、多くはアメリカ系格付機関であり、規制の国際的な統合を図るため、金融審議会における審議結果<sup>5)</sup>を踏まえ、金商法21年改正により、格付会社への規制が導入された<sup>6)</sup>。その際格付会社への規制は、2008年5月に改正されたIOSCO基本行動規範と整合的なものにすることが国際的に合意されていたため、わが国改正金商法でも、①誠実義務、②情報開示義務、③体制整備義務、④禁止行為の4つの柱に基づき制度整備がされている<sup>7)</sup>。

### (1) 登録規制

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(金商法66条の27)、信用格付業とは、信用格付を付与し、かつ提供または閲覧に供する行為を業として行うことをいい(金商法2条35項)、信用格付とは、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(金商法2条34項)。なお信用格付を付与する行為のみで、第三者に提供や閲覧に供する行為がないときは、信用格付業から除外される。登録の方法は、前述の通り、義務的(参入制限)な登録ではなく、「登録することができる」旨の規制が採用された。

なお格付の公的利用に関し、参照方式や発行登録制度の利用適格要件に指定格付機関か

---

2) ドット=フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)

3) Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm) より取得)

4) 米系3社(ムーディーズ、スタンダード&プアーズ、フィッチ)及び日本系2社(格付投資情報センター、日本格付研究所)であり、指定格付機関でもあった。現在では後述するように米系3社の現地法人等も含めて8社が登録を受けている。

5) 金融審議会第1部会での議論を踏まえ、2008年12月に報告書が出され、国際的に整合した公的規制の導入が提言された。

6) 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13頁。

7) 三井秀範監修『格付会社規制に関する制度』(2011年、商事法務)109頁参照。

8) 立案担当者によると、今回の改正は、IOSCOの基本指針を国内法化したものであり、日本がもっとも忠実にIOSCOの基本指針を国内法化したと認識している。今後わが国では、格付会社に対する規制を変更する予定は当面ないということである(筆者のインタビューによる)。

ら一定以上の格付の取得を求める制度は2010年の内閣府令により廃止された（企業内容等の開示に関する内閣府令9条の4参照<sup>9)</sup>）。なお格付会社のうち登録を受けて、金商法による業規制に服する会社を信用格付業者（金商法2条36項、同66条の27）と呼ぶ。なお金商法においては、信用格付業を行うものには、参入規制は設けられておらず、何人も信用格付業を営むことは可能であるが、登録を受けて信用格付業者となることにより、規制の対象とはなるが、付与した信用格付について、金融商品取引業者等が追加的な説明義務を負うことがなく顧客に提供することが可能となる（金商法38条3号）。無登録業者が付与した信用格付を提供する際の追加的な説明義務は、勧誘の相手が特定投資家でも適用される（金商法45条1号に規定する適用除外とはならない）。

## （2）無登録業者の格付に関する金融商品取引業者の説明義務

金融商品取引業者が無登録業者の付与した信用格付を顧客に提供して、金融商品取引契約の締結を勧誘する際には、業府令で定める事項を説明する義務を負う（金商法38条3号）。逆に言うと、信用格付業者が登録を受けるメリットは、金融商品取引業者が説明無しに信用格付を投資勧誘に用いることができる点のみである。この場合の説明事項として、①信用格付を付与したものが信用格付業者の登録を受けていない旨、②信用格付業者の登録の意義、③信用格付を付与したものの商号、役員、本店その他の所在地等、④信用格付を付与したものが当該格付を付与するために用いる方針及び方法の概要、⑤信用格付の前提、意義及び限界について説明しなければならないとされていた（金商法38条3号、業府令116条の3）。

## （3）格付会社の体制整備に関する事項

信用格付業者は、信用格付業を構成かつ的確に遂行するため、業務の品質管理、利益相反防止措置、その他業務執行の適正を確保するための措置を含む業務管理体制を整備しなければならない（金商法66条33）。業府令では、基本行動規範及び欧米の規制の動向を踏まえ、業務管理体制の整備要件として詳細な規定を整備している（業府令306条1項）。信用格付業者は、業府令で整備することが求められている業務管理体制の各項目について自社の業務の特性・規模等に応じた適切な水準・深度となるような体制を整備することが求められる（監督指針Ⅲ-2-1）。

業務の適正性及び専門性を有する人員を十分に確保するための措置として、格付アナリスト<sup>10)</sup>を採用し、適切に配置するとともに、採用研修のための格付委員会を設置し、格付アナリストを適切に監督することが求められる<sup>11)</sup>。信用格付業者は、公正不偏の態度保持

9) 野崎彰他「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20頁。

10) 従来金融業務においては、アナリストとは証券アナリストを指し、セルサイドアナリスト・バイサイドアナリスト等の区分があったが、業府令の規定で『格付アナリスト』という文言が規定された。定義は明らかではないが、格付業務に当たる専門アナリストということとなると思われる。そのほか主任格付アナリスト制度も導入された。

通常社債等発行会社が格付会社に格付を依頼すると（依頼格付）、担当格付アナリストが指名され、その後格付委員会の議決を経て、格付が決定される（日本格付研究所『コーポレート等の格付プロセス』[http://www.jcr.co.jp/top\\_cont/pdf/top\\_cont\\_2.pdf#search=格付アナリスト](http://www.jcr.co.jp/top_cont/pdf/top_cont_2.pdf#search=格付アナリスト)参照）。

11) IOSCO 基本行動規範1. 8、2. 2及び2. 4参照。

等が義務づけられている（業府令306条1項1号）。

①ローテーションルール・・同一案件に関与したアナリスト等の交代を義務づけるローテーションルール（業府令306号1項2号）が導入された。一方格付の品質確保の観点から、アナリスト等の専門知識の重要性も踏まえ、主任格付アナリストのローテーション（5年間継続した場合には2年間のインターバルの義務づけ）と格付委員会の委員の3分の1のローテーションの選択制が採用された。併用の場合には、適用基準を定めておくことが必要となる（監督指針Ⅲ-2-1（1））。

②格付プロセスの品質管理及び利益相反防止・・格付本来の役割が果たされるためにも格付プロセスの品質確保が重要である。業府令306条1項6号において、専門技能を有する人の確保、情報の品質確保、十分な人が確保できない場合の対応、格付方針のレビュー機能及び付与した格付のモニタリング等について所用の措置を講じることとされる<sup>12)</sup>。

③資産証券化商品の情報開示・・第三者が検証しやすいように重要な情報を整理して開示すること、資産証券化商品の発行者に情報公開を促すこと、及びその結果を公表することが求められる。

④監査委員会の設置・・信用格付業者の独立性を確保するために、信用格付会社は内部体制の整備が義務づけられており（業府令306条1項4号）、内閣府令により独立委員が参加する監督委員会の設置が義務づけられている（業府令306条1項17号）。

#### （4）格付会社の禁止行為

金商法改正法は、信用格付業者の公平性確保のため、以下の事項を禁止している。

①格付会社と密接な関係<sup>13)</sup>を持つ発行会社の格付の禁止

②コンサルティング行為の同時提供の禁止

③その他禁止行為・・第1に、格付対象商品の格付評価を行う前に、予め定めた格付の提供を約束すること（格付の事前確約）、第2に、担当アナリストが格付のプロセスにおいて発行会社から金銭または物品の交付を受けることを禁止する。第3に、資産証券化商品に関し他の信用格付業者が当該商品またはその原資産等を格付けしていた事実をもって、当該証券化商品の格付付与を拒否することは禁止されている（業府令312条1～3号）。

#### （5）格付会社の情報開示に関する事項

金商法は、信用格付業者に対し、以下の情報開示を義務づけている。第1に、信用格付業者は業府令で定めるところにより、格付方針を定めて公表しなければならない（金商法66条の36第1項）。業府令で格付方針の記載事項及び公表方法を定めている（業府令313条、314条）。記載事項については、格付付与方針、及び格付提供方針が定められている。

特に資産証券化商品の格付の場合には、第1に投資者への情報開示の観点から、資産証

---

12)IOSCO 基本行動規範1.1ないし1.16参照。

13)密接な関係とは、信用格付業者またはその使用人と格付関係者との間に親族関係、有価証券等の保有関係またはデリバティブなどの権利関係がある場合等をいう（業府令308条1項）。



券化商品の発行者、アレンジャー、オリジネーターの氏名の公表が求められる。第2に、資産証券化商品の格付については、損失、キャッシュフロー、及び資産証券化商品の格付であることを明示する表示の公表が求められている。

また信用格付業者は、事業年度ごとに業務の状況に関する事項を期した説明書類を作成し、事業年度から4ヶ月を経過した日から1年間公衆縦覧に供するとともに、インターネット等を通じて公表しなければならない（金商法66条の39）。その際説明書類の記載事項として、業務の状況に関する事項のほか、業務管理体制の整備状況が定められている（業府令318条）。また格付方針等の策定及び公表にかかる留意点として、インターネット等の開示方法等について、監督指針で具体的に規定している（監督指針Ⅲ-2-3(1)）。

#### （6）資産証券化商品の特例

業務管理体制の整備、禁止行為、格付方針等に関し、業府令で追加的な義務を規定している（業府令306条1項6号、9号、312条3号、313条3項3号等）。わが国におけるストラクチャード商品の定義としては、原資産に関する信用リスクの移転が重視されて<sup>14)</sup>、原資産がSPCまたは信託譲渡される形態の商品、及び原資産の所有権を譲渡せず、信用リスクのみをクレジットデフォルトスワップの手法を用いてSPCまたは信託財産に移転させる資産証券化商品に分類し（業府令295条3項1号イ～ニ）、及び金融庁長官が指定するものが対象とされる。

#### （7）現状の問題点

①金融審議会において、格付会社制度の見直しが議論され、その方針<sup>15)</sup>に基づき格付会社に関し今回の金商改正がなされた。

②金商法の改正に伴い、格付の公的利用制度が大きく変更された。

③日本証券業協会において、金商法改正、業府令等の改正を踏まえて、望ましい格付会社への規制について検討が行われた<sup>16)</sup>。

### 3、格付会社への規制強化に対する諸外国の法整備

#### （1）諸外国における各種規制の相違

わが国では金商法及び内閣府令の改正により、格付会社への規制が強化されたが、その背景にあったのは、IOSCOが制定した基本行動規範の改訂、アメリカでは1934年証券取引所法による登録制度の導入及びSEC規則の改定（以下アメリカ規制という）、並びに欧州委員会による「格付会社に関する欧州議会及び理事会規則」（以下欧州規制という）である。

---

14) 三井他・前掲書（注7）140頁参照。

15) 『金融審議会金融分科会第一部会報告～信頼と活力ある市場の構築に向けて』（平成20年12月17日）  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20081217-2/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20081217-2/01.pdf)

16) 日本証券業協会「格付の利用のあり方に関するワーキンググループ 中間報告書」（平成23年6月27日）。  
[http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kakuzukewg\\_chukanhoukokusyo.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kakuzukewg_chukanhoukokusyo.pdf)

IOSCO の基本行動規範<sup>17)</sup>では、①格付プロセスの品質と公平性、②格付会社の独立性と利益相反の回避、③格付会社の一般投資家及び発行体に対する責任、④行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーションの4つの原則に基づいて、格付会社が遵守すべき具体的な行動規範を求めている。これは、2009年4月のG20会議で、各国の格付会社に対する規制は基本行動指針によるものと合意されている。

## (2) EUにおける格付会社への規制動向

### ①欧州規制の導入

サブプライムローン問題以降格付会社への規制の導入に向けて、欧州連合レベルでの取り組みが大きく進展した。欧州規制当局委員会 (CESR: The Committee of European Securities Regulation) が2008年7月格付会社を欧州委員会の登録制度の対象とするべきという原則を支持するという結論に至った<sup>18)</sup>。その後欧州議会は2009年に信用格付機関に関する欧州規則 (Regulation on Credit Rating Agencies No.1060/2009) を採択した。

### ②欧州証券市場局 ESMA の設立

登録を受けた格付会社に対して、欧州証券市場局 ESMA (European Securities and Market Authority) が新たに設置され、格付会社の登録及びその後の監督について権限を持つこととなった<sup>19)</sup>。

欧州域内で信用格付利用を認められるためには、原則として当該格付会社は EU 域内で設立された法人でなければならない。欧州域外の格付会社の信用格付に関しては、①同一グループに属する欧州域内の格付会社に承認 (endorsed) を受けた場合、②欧州域内の国により個別に格付利用を認めるための証明 (certified) を受けた場合のいずれかの場合に限り、欧州域内の規制目的での利用が可能となる<sup>20)</sup>。

その後格付会社に関する欧州規則は2011年5月に改正された (Regulation No.513/2011)。同改正により、欧州証券市場局 ESMA の設立が認められた。それ以降、欧州証券市場局 ESMA が統一的に格付会社を規制している。

### ③欧州委員会での規制に関する議論

欧州委員会は規則及び指令の改正案を2011年11月提示した<sup>21)</sup>。

それに対して、大手格付会社である S & P は、2012年1月に反論書を公表している。

---

17) 前掲 (注1) 参照。なお金融庁の HP に基本行動規範の概略についてわが国の方針とあわせ、説明されている。

18) The EU committee, *Commission adopts proposal to regulate credit rating agencies* (November 2008)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1224&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>

19) REGULATION (EU) No 1095/2010 of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) [http://www.esma.europa.eu/system/files/Reg\\_716\\_2010\\_ESMA.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/Reg_716_2010_ESMA.pdf)

20) 日系2社のうち、同一グループ内に欧州域内で設立された格付会社が存在しないことから、②の証明を受けた (Certified) 要件を利用することとなる。なお日本格付研究所は、Autorité des Marchés Financiers (フランス) の証明を受けているので、承認がなくとも証明を受けている。 <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

21) The EU committee " *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies* "

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/COM\\_2011\\_747\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_en.pdf)

### (3) アメリカにおけるドッド=フランク法による格付会社への規制

#### ①ドッド=フランク法の成立前後の状況

アメリカでは、SEC 規則において、証券会社の健全性確保のための自己資本規制において、全国的に認知された統計格付組織（nationally recognized statistical rating organization：NRSRO）の信用格付を使うこととされた<sup>22)</sup>。

その後2006年信用格付機関改革法が制定され、1934年証券取引所法を改正して、NRSRO について、登録制を導入した<sup>23)</sup>。2002年以降格付会社は信用格付の付与を行うようになったが、格付プロセスを文書化している格付会社は皆無であったことや公表されていなかったこと、また利益相反の管理が不適切だったことが明らかとなった<sup>24)</sup>。その後 SEC は2009年2月 SEC 規則を改正した。

その中で特に重要な改正は、日本の格付会社2社等に対し、SEC 規則17g-5(a)(3)が域外適用されるかである。SEC 規則17g-5(a)(3)はストラクチャード商品の格付のため入手する情報を他のNRSROにもアクセス可能とする措置である。

#### ②ドッド=フランク法における信用格付制度の改正

基本的なスタンスとしては、金融取引におけるゲートキーパーとして、信用格付機関の業務は基本的に商業であり、監査人、証券アナリスト及び投資銀行に適用されるのと同様の監督及び賠償責任を負担すべきである、とする<sup>25)26)</sup>。

ドッド=フランク法は、「第9章 投資家保護及び証券規制への改善」の中に、第c款信用格付機関規制の改善(Subtitle C- Improvements to re Regulation of Credit Rating Agencies)を規定している。

- 第931条 認識(Findings)
- 第932条 NRSROへの規制、説明責任及び透明性の強化
- 第933条 私的訴訟における心理状態
- 第934条 法執行及び規制当局への参照情報
- 第935条 格付の際に発行者以外の取得源からの情報の考慮
- 第936条 信用格付分析に対する品質水準
- 第937条 規制の時期
- 第938条 普遍的な格付符号(symbols)
- 第939条 制定法による格付の参照の削除
- 第939A条 格付への依存の再考
- 第939B条 公正なる情報開示原則免除の削除
- 第939C条 信用格付機関の独立性確保に関する SEC の検討
- 第939D条 代替するビジネスモデルに関する連邦の責任ある機関の検討

---

22) 三井他・前掲書(注7)44頁以下参照。

23) <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm>

24) SEC, 'Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies (July 2008)' p2-3. <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>.

25) 証券アナリストへの規制については、山田剛志「証券アナリストへの法的規制--米国におけるサーベイナス・オクスリー法以後の動きを中心に」『月刊資本市場』224号(2004年6月号)34頁以下参照。

26) 松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法ドッド=フランク法の全て』(2010年)286頁以下参照。

- 第939E条 独立した職業的分析機関の創設に関する連邦の責任ある機関の検討
- 第939F条 付与された信用格付に関する検討及び規制
- 第939G条 規則436 (G)項の適用
- 第939H条 議会の意識

### ③民事責任をめぐる判例法の動向

2011年11月12日ソーンバーグ証券事件<sup>27)</sup>では、ニューメキシコ州連邦裁判所において、ブラウニング(Browning)判事による278頁もの「意見」が出された。本件は、サブプライムローン証券化したソーンバーグモーゲージ証券を購入した投資家らによる集団訴訟であり、被告の中には投資銀行、ローンユーザーの他、有価証券の公売に関連して格付を付与した信用格付機関が含まれていた。原告は、有価証券の公売に関連して用意された書類は、正確に証券の元となる不動産の現状について情報公開をしていなかったと主張した。本件は当初2009年3月に提訴され、被告らは棄却の申し出をしたがブラウニング判事はその申し出を一部認めたが、一部棄却した。信用格付機関に関しては、重大な虚偽の説明または不作為に関し、原告はマックグローヒル及びS&Pレーティングサービスに対しては、十分な主張をしたと認めたが、フィッチ、フィッチレーティング、ムーディーズコーポレーションまたはムーディーズ・インヴェスター・サービスにはこれらの抗弁は認められなかった。

その際重要な判示としては、アメリカ憲法第一修正に基づく信用格付機関による抗弁は、格付が限定された投資家間内など私的なものである限りにおいて、訴訟を棄却するものではない、とした点である。ブラウニング判事は、広告の自由における公益は、機関投資家のような選択されたグループにだけ与えられる文書における信用格付制度とは異なる、と判示した。

しかし一方<sup>28)</sup>格付は、仮に証券に向けられた格付がその元々の価値を不完全にしか予測していなくとも、信用格付は客観的な事実ではなく、信用格付機関が用いている分析モデルと要素に基づきそれぞれの機関が信じている意見の陳述(statement of opinion)にすぎず、格付当時格付機関が当該格付が正しいと主張してない限りは、訴訟の対象とはならないと判示する判決もある。

## 4、格付会社への規制と今後の証券市場

### (1) 民事責任

名古屋高判平成17年6月29日<sup>29)</sup>は、本件は、被控訴人A株式会社(以下「被控訴人A」という。)から、株式会社Bの社債(第26回無担保社債額面200万円(以下「本件社債」という。))発行及び同債券についての被控訴人株式会社C(以下「被控訴人C」という。)による格付け(Aマイナス)の紹介を受けて、本件社債を購入した控訴人が、

27) Genesee County Empl. Ret. Sys. v. Thornburg Mortg. Secs. Trust 2006-3, 2011 U.S. Dist. LEXIS 133462 (D.N.M. Nov. 12, 2011) P96,599

28) Plumbers' & Pipefitters' Local #562 Supplemental Plan & Trust v. J.P. Morgan Acceptance Corp., 2012 U.S. Dist. LEXIS 24106 (E.D.N.Y. Feb. 23, 2012)

29) 平成17年(ネ)第296号TKC28101485

被控訴人らに対し、本件社債の償還期限前に株式会社Bについて会社更生手続が開始されたことによって損失を被ったのは、被控訴人Cの株式会社Bの債務償還能力に関する格付判定及び被控訴人Aの目論見書への記載事項等が不適切であったこと等によるものであるとして、被控訴人Cに対しては、民法709条及び同715条に基づき、被控訴人Aに対しては、証券取引法（以下「法」という。）17条又は民法709条及び同715条に基づき、〔1〕本件社債購入額200万円と控訴人が5回にわたり受けるはずであった利金合計10万円の合計210万円と、更生計画に基づく償還額61万2120円との差額（損失）148万7880円、〔2〕慰謝料100万円、並びに〔1〕及び〔2〕に対する本件社債の償還期限である平成16年1月28日から支払済みまで民法所定の年5分の割合による遅延損害金の支払を求めた事案である。

名古屋高裁は、「また、本来、一般投資家は、自らの責任と判断において、当該債券に係る投資判断を行うのであって、格付機関による格付けは、上記のとおり格付機関の意見の表明に過ぎず、投資判断の一つの参考資料として提供されるものに過ぎないものである。

しかし、格付機関の格付けは、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、誠実公正に格付け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けを行う義務に反して恣意的ないし不公正な格付けを行った場合や、当該格付けの評価の前提となる事実に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け（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（傍線筆者）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。」と判示して格付会社の責任を否定した<sup>30)</sup>。

## （2）ルックバックレビュー

アナリスト等の交代に関係なく、急激な格付の変更に関し、事後的に「なぜ格付を急激に見直さざるをえなかったのか」、一定以上の変更（たとえば数週間に3段階以上の変更）がある場合に、その基礎的事項の変化を記したルックバックレビューを格付会社に、自ら公表する義務を課すべきか。

## （3）非依頼格付（勝手格付）と格付方針への規制

①非依頼格付については、格付先から依頼を受けないで行う格付と認識されており、格付先の事前の了解に関しては、日本格付研究所に関しては、事前承認を取るとされているが、その他の格付会社は明文でそのような記載は格付方針等には記載されていない。

②格付方針の変更に対する当局の承認

---

30)同旨、森下哲朗「格付とのつきあい方」金融・商事判例1308号1頁。

## 配布資料

資料1 信用格付業者登録一覧

<http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/shinyoukakuduke.pdf#search='信用格付業者登録'>

資料2 金融庁「信用格付業者向け監督指針」

<http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kakuduke/index.html>

資料3 証券取引等監視委員会事務局「信用格付業者検査マニュアル」

<http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/kakuzuke.pdf#search='証券取引等監視委員会信用格付業者検査'>

資料4 日本格付研究所「格付付与方針」

資料5 日本格付研究所「コーポレート等の格付プロセス」

[http://www.jcr.co.jp/top\\_cont/rat\\_tech.html](http://www.jcr.co.jp/top_cont/rat_tech.html)

資料6 ムーディーズ「NEWS

日本国債の格下げを受けて、12の地方自治体の格付を Aa3 に格下げ」

<http://www.city.shizuoka.jp/000114094.pdf#search='格付アナリスト'>

資料7 日本証券業協会「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ中間報告書」

[http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kakuzukewg\\_chukanhoukokusyo.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kakuzukewg_chukanhoukokusyo.pdf)

資料8 金融審議会金融分科会第一部会報告「～信頼と活力ある市場の構築に向けて」

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20081217-2/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20081217-2/01.pdf)

資料9 IOSCO Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies Revised may 2008

[http://www.iosco.org/search/search\\_results.cfm?CurrentPage=5&criteria=code of conduct Fundamenta for credit rating Agencies&moreresults=pressreleases&rows=10](http://www.iosco.org/search/search_results.cfm?CurrentPage=5&criteria=code%20of%20conduct%20Fundamenta%20for%20credit%20rating%20Agencies&moreresults=pressreleases&rows=10)

資料10 2011年改正格付会社に対する欧州委員会規則(No.513/2011)

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:EN:PDF>

資料11 Title IX, Subtitle C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (“Dodd-Frank Act”)-Sec931-939G

<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/wallstreetreform-cpa-ix-c.pdf>

(注)配布資料については、各機関ホームページのURLを参照下さい。

**CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING  
AGENCIES**



**THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE  
INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS**

**REVISED MAY 2008**

## CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES

### INTRODUCTION

Credit rating agencies (CRAs) can play an important role in modern capital markets. CRAs typically opine on the credit risk of issuers of securities and their financial obligations. Given the vast amount of information available to investors today – some of it valuable, some of it not – CRAs can play a useful role in helping investors and others sift through this information, and analyze the credit risks they face when lending to a particular borrower or when purchasing an issuer’s debt and debt-like securities.<sup>1</sup>

In September 2003, IOSCO’s Technical Committee published a Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.<sup>2</sup> The Principles were designed to be a useful tool for securities regulators, rating agencies and others wishing to articulate the terms and conditions under which CRAs operate and the manner in which opinions of CRAs should be used by market participants. Because CRAs are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk. The Principles were designed to apply to all types of CRAs operating in various jurisdictions. However, to take into account the different market, legal and regulatory circumstances in which CRAs operate, and the varying size and business models of CRAs, the manner in which the Principles were to be implemented was left open. The Principles contemplated that a variety of mechanisms could be used, including both market mechanisms and regulation.

Along with the Principles, IOSCO’s Technical Committee also published a Report on the Activities of Credit Rating Agencies that outlined the activities of CRAs, the types of regulatory issues that arise relating to these activities, and how the Principles address these issues.<sup>3</sup> The CRA Report highlighted the growing and sometimes controversial importance placed on CRA assessments and opinions, and found that, in some cases, CRAs activities are not always well understood by investors and issuers alike. Given this lack of understanding, and because CRAs typically are subject to little formal regulation or oversight in most jurisdictions, concerns have been raised regarding the manner in which CRAs protect the integrity of the rating process, ensure that investors and issuers are treated fairly, and safeguard confidential material information provided them by issuers.

---

<sup>1</sup> CRAs typically provide credit ratings for different types of debts and financial obligations — including, for example, private loans, publicly and privately traded debt securities, preferred shares and other securities that offer a fixed or variable rate of return. For simplicity’s sake, the term “debt and debt-like securities” is used herein to refer to debt securities, preferred shares, and other financial obligations of this sort that CRAs rate.

<sup>2</sup> This document can be downloaded from IOSCO’s On-Line Library at [www.iosco.org](http://www.iosco.org) (IOSCOPD151).

<sup>3</sup> This document can be downloaded from IOSCO’s On-Line Library at [www.iosco.org](http://www.iosco.org) (IOSCOPD153).



Following publication of the CRA Principles, some commenters, including a number of CRAs, suggested that it would be useful if IOSCO were to develop a more specific and detailed code of conduct giving guidance on how the Principles could be implemented in practice. The following Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies is the fruition of this exercise. As with the Principles, with which it should be used, the Code Fundamentals were developed out of discussions among IOSCO members, CRAs, representatives of the Basel Committee on Banking Supervision, the International Association of Insurance Supervisors, issuers, and the public at large.<sup>4</sup>

The Code Fundamentals offer a set of robust, practical measures that serve as a guide to and a framework for implementing the Principles' objectives. These measures are the fundamentals which should be included in individual CRA codes of conduct, and the elements contained in the Code Fundamentals should receive the full support of CRA management and be backed by thorough compliance and enforcement mechanisms. However, the measures set forth in the Code Fundamentals are not intended to be all-inclusive: CRAs and regulators should consider whether or not additional measures may be necessary to properly implement the Principles in a specific jurisdiction, and the Technical Committee may revisit the Code Fundamentals in the future should experience dictate that modifications are necessary. Further, the Code Fundamentals are not designed to be rigid or formulaistic. They are designed to offer CRAs a degree of flexibility in how these measures are incorporated into the individual codes of conduct of the CRAs themselves, according to each CRA's specific legal and market circumstances.

IOSCO Technical Committee members expect CRAs to give full effect to the Code Fundamentals. In order to promote transparency and improve the ability of market participants and regulators to judge whether a CRA has satisfactorily implemented the Code Fundamentals, CRAs should disclose how each provision of the Code Fundamentals is addressed in the CRA's own code of conduct. CRAs should explain if and how their own codes of conduct deviate from the Code Fundamentals and how such deviations nonetheless achieve the objectives laid out in the Code Fundamentals and the IOSCO CRA Principles. This will permit market participants and regulators to draw their own conclusions about whether the CRA has implemented the Code Fundamentals to their satisfaction, and to react accordingly. In developing their own codes of conduct, CRAs should keep in mind that the laws and regulations of the jurisdictions in which they operate vary and take precedence over the Code Fundamentals. These laws and regulations may include direct regulation of CRAs and may incorporate elements of the Code Fundamentals itself.

Finally, the Code Fundamentals only address measures that CRAs should adopt to help ensure that the CRA Principles are properly implemented. The Code Fundamentals do not address the equally important obligations issuers have of cooperating with and providing accurate and complete information to the marketplace and the CRAs they solicit to provide ratings. While aspects of the Code Fundamentals deal with a CRA's duties to issuers, the essential purpose of the Code

---

<sup>4</sup> A consultation draft of the Code Fundamentals was published for public comment in October 2004. This document (IOSCOPD173) and a list of public comments IOSCO received on the consultation draft (IOSCOPD177) can be downloaded from IOSCO's On-Line Library at [www.iosco.org](http://www.iosco.org). The online version of the list of public comments includes hyperlinks to the comment letters themselves.

Fundamentals is to promote investor protection by safeguarding the integrity of the rating process. IOSCO members recognize that credit ratings, despite their numerous other uses, exist primarily to help investors assess the credit risks they face when making certain kinds of investments. Maintaining the independence of CRAs vis-à-vis the issuers they rate is vital to achieving this goal. Provisions of the Code Fundamentals dealing with CRA obligations to issuers are designed to improve the quality of credit ratings and their usefulness to investors. These provisions should not be interpreted in ways that undermine the independence of CRAs or their ability to issue timely ratings opinions.

Like the IOSCO CRA Principles, the objectives of which are reflected herein, the Code Fundamentals are also intended to be useful to all types of CRAs relying on a variety of different business models. The Code Fundamentals do not indicate a preference for one business model over another, nor are the measures described therein designed to be used only by CRAs with large staffs and compliance functions. Accordingly, the types of mechanisms and procedures CRAs adopt to ensure that the provisions of the Code Fundamentals are followed will vary according to the market and legal circumstances in which the CRA operates.

Structurally, the Code Fundamentals are broken into three sections and draw upon the organization and substance of the Principles themselves:

- ◆ The Quality and Integrity of the Rating Process;
- ◆ CRA Independence and the Avoidance of Conflicts of Interest; and,
- ◆ CRA Responsibilities to the Investing Public and Issuers.

## **TERMS**

The Code Fundamentals are designed to apply to any CRA and any person employed by a CRA in either a full-time or part-time capacity. A CRA employee who is primarily employed as a credit analyst is referred to as an “analyst.” For the purposes of the Code Fundamentals, the terms “CRA” and “credit rating agency” refer to those entities whose business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers of debt and debt-like securities.

For the purposes of the Code Fundamentals, a “credit rating” is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system. As described in the CRA Report, credit ratings are not recommendations to purchase, sell, or hold any security.

## **THE IOSCO CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES**

As described in the IOSCO CRA Principles, CRAs should endeavor to issue opinions that help reduce the asymmetry of information that exists between borrowers and debt and debt-like securities issuers, on one side, and lenders and the purchasers of debt and debt-like securities on the other. Rating analyses of low quality or produced

through a process of questionable integrity are of little use to market participants. Stale ratings that fail to reflect changes to an issuer's financial condition or prospects may mislead market participants. Likewise, conflicts of interest or other undue factors – internal and external – that might, or even appear to, impinge upon the independence of a rating decision can seriously undermine a CRA's credibility. Where conflicts of interest or a lack of independence is common at a CRA and hidden from investors, overall investor confidence in the transparency and integrity of a market can be harmed. CRAs also have responsibilities to the investing public and to issuers themselves, including a responsibility to protect the confidentiality of some types of information issuers share with them.

To help achieve the objectives outlined in the CRA Principles, which should be read in conjunction with the Code Fundamentals, CRAs should adopt, publish and adhere to a Code of Conduct containing the following measures:

## **1. QUALITY AND INTEGRITY OF THE RATING PROCESS**

### **A. Quality of the Rating Process**

- 1.1 A CRA should adopt, implement and enforce written procedures to ensure that the opinions it disseminates are based on a thorough analysis of all information known to the CRA that is relevant to its analysis according to the CRA's published rating methodology.*
- 1.2 A CRA should use rating methodologies that are rigorous, systematic, and, where possible, result in ratings that can be subjected to some form of objective validation based on historical experience.*
- 1.3 In assessing an issuer's creditworthiness, analysts involved in the preparation or review of any rating action should use methodologies established by the CRA. Analysts should apply a given methodology in a consistent manner, as determined by the CRA.*
- 1.4 Credit ratings should be assigned by the CRA and not by any individual analyst employed by the CRA; ratings should reflect all information known, and believed to be relevant, to the CRA, consistent with its published methodology; and the CRA should use people who, individually or collectively (particularly where rating committees are used) have appropriate knowledge and experience in developing a rating opinion for the type of credit being applied.*
- 1.5 A CRA should maintain internal records to support its credit opinions for a reasonable period of time or in accordance with applicable law.*
- 1.6 A CRA and its analysts should take steps to avoid issuing any credit analyses or reports that contain misrepresentations or are otherwise misleading as to the general creditworthiness of an issuer or obligation.*
- 1.7 A CRA should ensure that it has and devotes sufficient resources to carry out high-quality credit assessments of all obligations and issuers it rates.*

*When deciding whether to rate or continue rating an obligation or issuer, it should assess whether it is able to devote sufficient personnel with sufficient skill sets to make a proper rating assessment, and whether its personnel likely will have access to sufficient information needed in order make such an assessment. A CRA should adopt reasonable measures so that the information it uses in assigning a rating is of sufficient quality to support a credible rating. If the rating involves a type of financial product presenting limited historical data (such as an innovative financial vehicle), the CRA should make clear, in a prominent place, the limitations of the rating.*

- 1.7-1 A CRA should establish a review function made up of one or more senior managers with appropriate experience to review the feasibility of providing a credit rating for a type of structure that is materially different from the structures the CRA currently rates.*
- 1.7-2 A CRA should establish and implement a rigorous and formal review function responsible for periodically reviewing the methodologies and models and significant changes to the methodologies and models it uses. Where feasible and appropriate for the size and scope of its credit rating services, this function should be independent of the business lines that are principally responsible for rating various classes of issuers and obligations.*
- 1.7-3 A CRA should assess whether existing methodologies and models for determining credit ratings of structured products are appropriate when the risk characteristics of the assets underlying a structured product change materially. In cases where the complexity or structure of a new type of structured product or the lack of robust data about the assets underlying the structured product raise serious questions as to whether the CRA can determine a credible credit rating for the security, CRA should refrain from issuing a credit rating.*
- 1.8 A CRA should structure its rating teams to promote continuity and avoid bias in the rating process.*

## **B. Monitoring and Updating**

- 1.9 A CRA should ensure that adequate personnel and financial resources are allocated to monitoring and updating its ratings. Except for ratings that clearly indicate they do not entail ongoing surveillance, once a rating is published the CRA should monitor on an ongoing basis and update the rating by:
  - a. regularly reviewing the issuer's creditworthiness;*
  - b. initiating a review of the status of the rating upon becoming aware of any information that might reasonably be expected to result in a rating action (including termination of a rating), consistent with the applicable rating methodology; and,**

- c. *updating on a timely basis the rating, as appropriate, based on the results of such review.*

*Subsequent monitoring should incorporate all cumulative experience obtained. Changes in ratings criteria and assumptions should be applied where appropriate to both initial ratings and subsequent ratings.*

- 1.9-1 *If a CRA uses separate analytical teams for determining initial ratings and for subsequent monitoring of structured finance products, each team should have the requisite level of expertise and resources to perform their respective functions in a timely manner.*
- 1.10 *Where a CRA makes its ratings available to the public, the CRA should publicly announce if it discontinues rating an issuer or obligation. Where a CRA's ratings are provided only to its subscribers, the CRA should announce to its subscribers if it discontinues rating an issuer or obligation. In both cases, continuing publications by the CRA of the discontinued rating should indicate the date the rating was last updated and the fact that the rating is no longer being updated.*

### **C. Integrity of the Rating Process**

- 1.11 *A CRA and its employees should comply with all applicable laws and regulations governing its activities in each jurisdiction in which it operates.*
- 1.12 *A CRA and its employees should deal fairly and honestly with issuers, investors, other market participants, and the public.*
- 1.13 *A CRA's analysts should be held to high standards of integrity, and a CRA should not employ individuals with demonstrably compromised integrity.*
- 1.14 *A CRA and its employees should not, either implicitly or explicitly, give any assurance or guarantee of a particular rating prior to a rating assessment. This does not preclude a CRA from developing prospective assessments used in structured finance and similar transactions.*
- 1.14-1 *A CRA should prohibit its analysts from making proposals or recommendations regarding the design of structured finance products that a CRA rates.*
- 1.15 *A CRA should institute policies and procedures that clearly specify a person responsible for a CRA's and a CRA's employees' compliance with the provisions of a CRA's code of conduct and with applicable laws and regulations. This person's reporting lines and compensation should be independent of a CRA's rating operations.*
- 1.16 *Upon becoming aware that another employee or entity under common control with the CRA is or has engaged in conduct that is illegal, unethical or contrary to the CRA's code of conduct, a CRA employee should report such information immediately to the individual in charge of compliance or*

*an officer of the CRA, as appropriate, so proper action may be taken. A CRA's employees are not necessarily expected to be experts in the law. Nonetheless, its employees are expected to report the activities that a reasonable person would question. Any CRA officer who receives such a report from a CRA employee is obligated to take appropriate action, as determined by the laws and regulations of the jurisdiction and the rules and guidelines set forth by the CRA. CRA management should prohibit retaliation by other CRA staff or by the CRA itself against any employees who, in good faith, make such reports.*

## **2. CRA INDEPENDENCE AND AVOIDANCE OF CONFLICTS OF INTEREST**

### **A. General**

- 2.1 *A CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant.*
- 2.2 *A CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.*
- 2.3 *The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.*
- 2.4 *The credit rating a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of or potential for a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship.*
- 2.5 *A CRA should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses, that may present a conflict of interest. A CRA should ensure that ancillary business operations which do not necessarily present conflicts of interest with the CRA's rating business have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise. A CRA should also define what it considers, and does not consider, to be an ancillary business and why.*

### **B. CRA Procedures and Policies**

- 2.6 *A CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses a CRA makes or the judgment and analyses of the individuals a CRA employs who have an influence on ratings decisions. A CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.*

- 2.7 *A CRA's disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.*
- 2.8 *A CRA should disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities.*
- a. *Where a CRA receives from a rated entity compensation unrelated to its ratings service, such as compensation for consulting services, a CRA should disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees the CRA receives from the entity for ratings services.*
  - b. *A CRA should disclose if it receives 10 percent or more of its annual revenue from a single issuer, originator, arranger, client or subscriber (including any affiliates of that issuer, originator, arranger, client or subscriber).*
  - c. *CRAs as an industry should encourage structured finance issuers and originators of structured finance products to publicly disclose all relevant information regarding these products so that investors and other CRAs can conduct their own analyses independently of the CRA contracted by the issuers and/or originators to provide a rating. CRAs should disclose in their rating announcements whether the issuer of a structured finance product has informed it that it is publicly disclosing all relevant information about the product being rated or if the information remains non-public.*
- 2.9 *A CRA and its employees should not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with the CRA's rating activities.*
- 2.10 *In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to the CRA, the CRA should use different employees to conduct its rating actions than those employees involved in its oversight issues.*

### **C. CRA Analyst and Employee Independence**

- 2.11 *Reporting lines for CRA employees and their compensation arrangements should be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest.*
- a. *A CRA's code of conduct should also state that a CRA analyst will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that the CRA derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts.*
  - b. *A CRA should conduct formal and periodic reviews of compensation policies and practices for CRA analysts and other employees who participate in or who might otherwise have an effect on the rating*

*process to ensure that these policies and practices do not compromise the objectivity of the CRA's rating process.*

- 2.12 *A CRA should not have employees who are directly involved in the rating process initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.*
- 2.13 *No CRA employee should participate in or otherwise influence the determination of the CRA's rating of any particular entity or obligation if the employee:*
- a. *Owns securities or derivatives of the rated entity, other than holdings in diversified collective investment schemes;*
  - b. *Owns securities or derivatives of any entity related to a rated entity, the ownership of which may cause or may be perceived as causing a conflict of interest, other than holdings in diversified collective investment schemes;*
  - c. *Has had a recent employment or other significant business relationship with the rated entity that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest;*
  - d. *Has an immediate relation (i.e., a spouse, partner, parent, child, or sibling) who currently works for the rated entity; or*
  - e. *Has, or had, any other relationship with the rated entity or any related entity thereof that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest.*
- 2.14 *A CRA's analysts and anyone involved in the rating process (or their spouse, partner or minor children) should not buy or sell or engage in any transaction in any security or derivative based on a security issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such analyst's area of primary analytical responsibility, other than holdings in diversified collective investment schemes.*
- 2.15 *CRA employees should be prohibited from soliciting money, gifts or favors from anyone with whom the CRA does business and should be prohibited from accepting gifts offered in the form of cash or any gifts exceeding a minimal monetary value.*
- 2.16 *Any CRA analyst who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility), should be required to disclose such relationship to the appropriate manager or officer of the CRA, as determined by the CRA's compliance policies.*



- 2.17 *A CRA should establish policies and procedures for reviewing the past work of analysts that leave the employ of the CRA and join an issuer the CRA analyst has been involved in rating, or a financial firm with which the CRA analyst has had significant dealings as part of his or her duties at the CRA.*

### **3. CRA RESPONSIBILITIES TO THE INVESTING PUBLIC AND ISSUERS**

#### **A. Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure**

- 3.1 *A CRA should distribute in a timely manner its ratings decisions regarding the entities and securities it rates.*
- 3.2 *A CRA should publicly disclose its policies for distributing ratings, reports and updates.*
- 3.3 *A CRA should indicate with each of its ratings when the rating was last updated. Each rating announcement should also indicate the principal methodology or methodology version that was used in determining the rating and where a description of that methodology can be found. Where the rating is based on more than one methodology, or where a review of only the principal methodology might cause investors to overlook other important aspects of the rating, the CRA should explain this fact in the ratings announcement, and indicate where a discussion of how the different methodologies and other important aspects factored into the rating decision.*
- 3.4 *Except for “private ratings” provided only to the issuer, the CRA should disclose to the public, on a non-selective basis and free of charge, any rating regarding publicly issued securities, or public issuers themselves, as well as any subsequent decisions to discontinue such a rating, if the rating action is based in whole or in part on material non-public information.*
- 3.5 *A CRA should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions (including financial statement adjustments that deviate materially from those contained in the issuer’s published financial statements and a description of the rating committee process, if applicable) so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. This information will include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default or recovery, and the time horizon the CRA used when making a rating decision.*
- a. *Where a CRA rates a structured finance product, it should provide investors and/or subscribers (depending on the CRA’s business model) with sufficient information about its loss and cash-flow analysis so that an investor allowed to invest in the product can understand the basis for the CRA’s rating. A CRA should also disclose the degree to which*

*it analyzes how sensitive a rating of a structured finance product is to changes in the CRA's underlying rating assumptions.*

- b. A CRA should differentiate ratings of structured finance products from traditional corporate bond ratings, preferably through a different rating symbology. A CRA should also disclose how this differentiation functions. A CRA should clearly define a given rating symbol and apply it in a consistent manner for all types of securities to which that symbol is assigned.*
  - c. A CRA should assist investors in developing a greater understanding of what a credit rating is, and the limits to which credit ratings can be put to use vis-à-vis a particular type of financial product that the CRA rates. A CRA should clearly indicate the attributes and limitations of each credit opinion, and the limits to which the CRA verifies information provided to it by the issuer or originator of a rated security.*
- 3.6 When issuing or revising a rating, the CRA should explain in its press releases and reports the key elements underlying the rating opinion.*
- 3.7 Where feasible and appropriate, prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the issuer of the critical information and principal considerations upon which a rating will be based and afford the issuer an opportunity to clarify any likely factual misperceptions or other matters that the CRA would wish to be made aware of in order to produce an accurate rating. A CRA will duly evaluate the response. Where in particular circumstances the CRA has not informed the issuer prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the issuer as soon as practical thereafter and, generally, should explain the reason for the delay.*
- 3.8 In order to promote transparency and to enable the market to best judge the performance of the ratings, the CRA, where possible, should publish sufficient information about the historical default rates of CRA rating categories and whether the default rates of these categories have changed over time, so that interested parties can understand the historical performance of each category and if and how rating categories have changed, and be able to draw quality comparisons among ratings given by different CRAs. If the nature of the rating or other circumstances make a historical default rate inappropriate, statistically invalid, or otherwise likely to mislead the users of the rating, the CRA should explain this. This information should include verifiable, quantifiable historical information about the performance of its rating opinions, organized and structured, and, where possible, standardized in such a way to assist investors in drawing performance comparisons between different CRAs.*
- 3.9 For each rating, the CRA should disclose whether the issuer participated in the rating process. Each rating not initiated at the request of the issuer should be identified as such. A CRA should also disclose its policies and procedures regarding unsolicited ratings.*

- 3.10 *Because users of credit ratings rely on an existing awareness of CRA methodologies, practices, procedures and processes, the CRA should fully and publicly disclose any material modification to its methodologies and significant practices, procedures, and processes. Where feasible and appropriate, disclosure of such material modifications should be made prior to their going into effect. A CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its methodologies, practices, procedures and processes.*

## **B. The Treatment of Confidential Information**

- 3.11 *A CRA should adopt procedures and mechanisms to protect the confidential nature of information shared with them by issuers under the terms of a confidentiality agreement or otherwise under a mutual understanding that the information is shared confidentially. Unless otherwise permitted by the confidentiality agreement and consistent with applicable laws or regulations, the CRA and its employees should not disclose confidential information in press releases, through research conferences, to future employers, or in conversations with investors, other issuers, other persons, or otherwise.*
- 3.12 *A CRA should use confidential information only for purposes related to its rating activities or otherwise in accordance with any confidentiality agreements with the issuer.*
- 3.13 *CRA employees should take all reasonable measures to protect all property and records belonging to or in possession of the CRA from fraud, theft or misuse.*
- 3.14 *CRA employees should be prohibited from engaging in transactions in securities when they possess confidential information concerning the issuer of such security.*
- 3.15 *In preservation of confidential information, CRA employees should familiarize themselves with the internal securities trading policies maintained by their employer, and periodically certify their compliance as required by such policies.*
- 3.16 *CRA employees should not selectively disclose any non-public information about rating opinions or possible future rating actions of the CRA, except to the issuer or its designated agents.*
- 3.17 *CRA employees should not share confidential information entrusted to the CRA with employees of any affiliated entities that are not CRAs. CRA employees should not share confidential information within the CRA except on an "as needed" basis.*
- 3.18 *CRA employees should not use or share confidential information for the purpose of trading securities, or for any other purpose except the conduct of the CRA's business.*

**4. DISCLOSURE OF THE CODE OF CONDUCT AND COMMUNICATION WITH MARKET PARTICIPANTS**

- 4.1 *A CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct fully implement the provisions of the IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies and the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. If a CRA's code of conduct deviates from the IOSCO provisions, the CRA should explain where and why these deviations exist, and how any deviations nonetheless achieve the objectives contained in the IOSCO provisions. A CRA should also describe generally how it intends to enforce its code of conduct and should disclose on a timely basis any changes to its code of conduct or how it is implemented and enforced.*
- 4.2 *A CRA should establish a function within its organization charged with communicating with market participants and the public about any questions, concerns or complaints that the CRA may receive. The objective of this function should be to help ensure that the CRA's officers and management are informed of those issues that the CRA's officers and management would want to be made aware of when setting the organization's policies.*
- 4.3 *A CRA should publish in a prominent position on its home webpage links to (1) the CRA's code of conduct; (2) a description of the methodologies it uses; and (3) information about the CRA's historic performance data.*

## 金融商品取引法研究会名簿

(平成 24 年 4 月 4 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	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
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

**[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」**

- |   |          |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」<br>報告者 森田章同志社大学教授   | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」<br>報告者 山下友信東京大学教授  | 2004年1月  |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」<br>報告者 前田雅弘京都大学教授   | 2004年3月  |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」<br>報告者 浜田道代名古屋大学教授                                       | 2004年6月  |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向<br>—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」<br>報告者 神作裕之東京大学教授                      | 2005年7月  |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題<br>—実効性確保の観点を中心に—」<br>報告者 山田剛志新潟大学助教授                              | 2005年7月  |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・<br>販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」<br>報告者 青木浩子千葉大学助教授                    | 2005年9月  |
| 第8号「目論見書制度の改革」<br>報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授   | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」<br>報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長<br>松尾直彦金融庁総務企画局<br>投資サービス法(仮称)法令準備室長     | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題<br>—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」<br>報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について<br>—組合型ファンドを中心に—」<br>報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士             | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」<br>報告者 川口恭弘同志社大学教授  | 2006年3月  |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月  
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月  
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月  
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月  
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)  
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月  
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および  
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月  
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月  
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月  
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月  
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反  
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授  
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士



購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。  
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第36号

格付会社への規制

平成24年6月5日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会  
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8  
東京証券会館内 〒103-0025  
電話 03(3669)0737 代表  
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-652-5 C3032 ¥500E