

格付機関の歴史的生成過程

久 保 寛 展*

- 一．はじめに—本稿の目的意識
- 二．格付機関の前身—いわゆる信用興信所（Kreditauskunfteien）の起源（第一期）
 - 1．資本市場の生成と信用興信所の発生
 - 2．格付機関の前身
 - 3．ドイツにおける信用興信所の生成
- 三．格付機関による格付の発生と拡大—格付に係る批判も含めて（第二期）
 - 1．格付機関の台頭（1910年代以降）
 - 2．「投資家支払型」から「発行者支払型」への事業モデルの移行（1970年代）
 - 3．格付の国際化（1980年代以降）
 - 4．いわゆる「格付スキャンダル」と立法措置（1990年代以降）
 - 5．2010年以降の格付とユーロ通貨圏の国債危機
- 四．結語—全体の要約

一．はじめに—本稿の目的意識

現在、格付機関¹による（信用）格付は、金融・資本市場に組み込まれ、すでに不可欠な要素になっている。この場合の格付とは、一般に債券その他の証券やその発行体について、元本や利息の支払いが契約どおりに行われな

*福岡大学法学部教授

いリスクを簡単な符号・記号（AAA 等）で表示するものを意味し²、民間企業である格付機関の一つの意見として位置づけられる。格付は、投資家によって投資決定に際しての信用リスク評価の参考情報として利用され、市場での情報の非対称性によって生じるコストを削減する役割を果たす³だけでなく、バーゼル規制や証券規制等において金融規制のためにも利用されることから、当該格付を作成する格付機関には、第三者の立場から中立に投資対象の検証を行う「ゲートキーパー」⁴的性質があるといわれている⁵。

このような格付機関は、グローバルに活動するため、世界に70社以上の格付機関が存在するとされるが⁶、そのうち大規模な格付機関として周知されているのが、ビッグスリーといわれる米国系のスタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's）、ムーディーズ・インベスターズ・サービス（Moody's Investors Service）ならびにフィッチ・レーティングス（Fitch Ratings）の3社である。現在では、この3社が実質的に世界の格付市場をカバーしているため⁷、これら格付機関の金融・証券市場に及ぼす影響力は決して小さくない。実際、たとえば米国における2001年のエンロンや2002年のワールドコム⁸の破綻⁸において格付機関の誤ったとされる格付判断に厳しい批判がなされた事実や、2004年初頭のドイツ連邦共和国の国債の格下げに際して格付機関の権限そのものの正当性に対してなされた政治的議論はその現れであって、格付機関の影響力は、場合によっては世界経済全体にも波及する巨大なものにもなりうる。格付機関の行動しだいでは、金融・資本市場に対する投資家の信頼を大きく損ない、市場が存立できない事態も生じ得よう。しかし反面、金融・資本市場が機能を発揮するには（信用）格付がまさに不可欠な制度として組み込まれていることを考慮すると、格付機関が将来的にゲートキーパーとして市場で担う役割は小さくなく、その意味での影響力も無視できるものではない。

このような影響力がある格付機関もしくは格付に関して、今後、もしその

法的規制に係る考察をより深く進めるならば、格付機関の生成に係る歴史的背景についても、基礎的研究として視野に入れる必要が生じるように思われる⁹。このことから、本稿は、このような目的意識に依拠して格付機関の歴史的生成過程を考察するものである¹⁰。その過程を明らかにするために、まず、格付機関の前身となるものは存在したのか、もし存在すれば、どのようにその前身が格付機関として生成されたのかを検討し（二.）、引き続き格付機関もしくは格付がどのように拡大し、どのような批判が生じたのかという視点からの検討を行う（三.）。その際、便宜上、ジョン・ムーディー（John Moody）によってはじめて鉄道会社の株式・社債に格付された1909年を境として、大まかにそれ以前を第一期、それ以後を第二期として整理し、検討を進めたい¹¹。

二. 格付機関の前身—いわゆる信用興信所（Kreditauskunfteien）の起源（第一期）

1. 資本市場の生成と信用興信所の発生

（1）資本市場の生成 資本市場の歴史は古く、その歴史は1602年のオランダ東インド会社（Ostindien-Kompanie）の設立と、1609年の中央銀行に相当するアムステルダム銀行の設立をもって開始したとみることができる¹²。これは、オランダ東インド会社の設立後の株式の発行とアムステルダム銀行の設立によって、国内および国外での資金調達にいわば革命がもたらされたことから、1609年以降の数十年間、オランダが世界的に稀有の資本市場を有したことによる。このことから、オランダは、17世紀の初頭にすでに銀行システムや初期の中央銀行、さらに証券市場を含む現代の金融システムを整備した世界を主導する経済国家であったとされる¹³。このオランダの影響を受けて、イギリスもまた17世紀後半の数十年間に金融市場を発展させた。これは、1688年にオランダ国王オレンジ公ウイリアム（William of Orange）がイ

ギリスに招聘されたが、その際に経験豊かな資本家をイギリスに引き連れ、オランダの制度を模倣できる素地があったからにはかならず、この素地を基礎にイギリスでも、現代のファイナンス・システムの鍵となる諸制度が導入されたからである¹⁴。1694年に設立されたイングランド銀行がその一例であろう。もちろん、その後、イギリスが最初の産業革命を経験し、18世紀および19世紀には世界を主導する経済国家になったことは周知のとおりである¹⁵。

これに対し、当時の米国では、建国の父であるアレクサンダー・ハミルトン（Alexander Hamilton）が、独立後の1789年から1795年までの初代財務長官としての在任中に、オランダやイギリスと同様の現代的なファイナンス・システムを導入するように動いたが、これは、ハミルトンが、オランダやイギリスの金融システムの先例を最も承知していたからである¹⁶。米国は、1789年以前は独立戦争に要した負債によって破産国家であったにもかかわらず、1795年までには強力な公共財政、正金に基づく安定したドル通貨、銀行業務システム、中央銀行のほか、さまざまな都市に債券株式市場を有する国家にまで成長したが、この成長はハミルトンによるところが大きい。金融と経済のリーダーシップの両面において、イギリスがオランダを承継したのと同様に、その後は米国が世界的に卓越した経済国家として、イギリスの後に続いたのである¹⁷。

この数世紀の間、金融・証券市場は、格付機関が存在することなく機能していた¹⁸。この事実は、初期段階での証券取引のための投資の大部分が、主として戦費を賄うために発行された公債（public bonds）であって、投資家は、国家が自己の債務を返済できるものと信頼したことが大きく寄与している¹⁹。その後も、19世紀中に国際的な債券市場がヨーロッパで成長したにもかかわらず、投資は主として政府や政府機関の保証があるソブリン債市場に継続的に集中したにすぎず、企業の資本需要の大半は、依然として銀行のローンや株式の発行によって賄われていたとされる²⁰。これに対し、米国では、

経済の規模は他国よりも大きかったとはいえ、事情は異なっていた。すなわち、19世紀前半の数十年間に、若干の州と地方政府が、運河建設のような社会基盤整備計画の資金を得るために債券を発行したが、やがて民間部門がこれらの計画を取り込む形で企業の債券市場を発展させたことから²¹、州債および地方債市場は、民間部門の社債市場によって成長を妨げられたからである。

（2）信用興信所の発生　このような資本市場の歴史的過程のなかで、格付機関がいつ登場したかを考えるならば、その登場は比較的遅かったとされる。なぜなら、格付機関の前身は、投資家に有益な情報を提供する信用調査会社としての信用興信所（Kreditauskunfteien）にあったといわれるが²²、この信用興信所は、1841年にニューヨークにおいてルイス・タッパン（Lewis Tappan）によって設立されたのが最初であったからである²³。信用興信所では、個々の債務者の性格や財産状況の調査を担当する信用調査員（Kreditkorrespondenten）によって、独自のネットワークを通じ、商人の信用度判定に重要な情報が収集されたが²⁴、収集された情報に基づく事実そのものは、関心あるビジネスパートナーや債権者に対し、対価と引換えに提供される信用調査書（credit report）のなかで記録された。当時の信用興信所で活動した信用調査員には、エイブラハム・リンカーン（Abraham Lincoln）、ユリシーズ・グラント（Ulysses S. Grant）、グロバー・クリーブランド（Grover Cleveland）、ウィリアム・マッキンリー（William McKinley）のような米国の元大統領も所属していたとされる²⁵。もっとも、本来的な意味での格付機関の格付は、前述のように、1909年にジョン・ムーディーが革新的な債券の格付を行う時まで行われなかったもので、オランダでは3世紀にわたり、イギリスでは2世紀にわたり、また米国では1世紀にわたって、その恩恵を受けずに債券が購入されたのである²⁶。

この最初の信用興信所の登場は、まさに鉄道建設の開始の結果として市場

が拡大され、信用危機によって絶えず大量の債券のデフォルトが生じた時期に発生したといっても過言ではない。鉄道制度そのものは1820年代後半に出現したが、当時の鉄道会社の大半は比較的小規模な企業であり、地域の安定した場所に設立され、また政府の支援のもと銀行融資と株式の発行によって、民間の企業として資本の調達および増加を行った²⁷。しかし時期的には、その後の1837年恐慌の金融危機によって不況に見舞われていた時代でもあったので、タッパンが1841年にニューヨークで信用不安を契機に膨大な信用情報を収集し、かつ当該情報を販売する信用興信所を設立した時期と時代は重なる。

タッパンは、もともとそれ以前に兄弟と絹の卸売商を営んでいたが、1837年恐慌によって回収できない大量の売掛代金が生じた結果、支払不能に陥ったので、彼も不況を体験した一人であった²⁸。そのため、現代の信用情報制度の創設者とされるタッパンは、当時、信用制度を忌み嫌い、かつ神への冒涇とみなすようになったが²⁹、このことは、単にタッパン個人が莫大な損失を被ったことだけではなく、期待を裏切られた数十万に及ぶ債権者の危機的経験もその原因であったとされる³⁰。タッパンは、もともと清教主義の伝統に立ち、かつ利益の最大化をキリスト教に基づく商人の理念に合致しないものと考えていたが、他方、信用経済の必要性については熟知していたことから、信用制度の完全な廃止ではなく、信用制度を道徳づけたかったといわれている³¹。そのための信用興信所の設立でもあった。「不正行為をチェックせよ、そして商人の空気を浄化せよ」とは、タッパンの言葉である³²。キリスト教に基づくタッパンの宗教的な試みの一面としては、従業員が礼拝に訪れたこと、アルコール飲料を避けたことがあげられるが、特徴的なこととしては、1833年から1840年までアメリカ反奴隷協会の初代会長であったことであり、これは、タッパンの信用興信所が、米国南部の州において事業を開始するのに多大な困難を与えた事実でもあった³³。

その後、1850年以降は、鉄道会社が大いに成長し、鉄道が不安定の未発展な地域にまで拡大し、資本需要も増大したことから、鉄道会社に融資したい地方銀行および投資家が、多数存在した時代であった³⁴。しかし他方では、恐慌後の鉄道会社の資金需要を満たす糸口は、国内市場であれ、国際市場であれ、鉄道債市場を發展させることにあると一般的に認識されていたことも否定できない。もっとも、その当時は法律に基づく企業情報開示制度が必ずしも存在したわけではなかったので、新設の鉄道会社が鉄道債の発行を通じてますます巨額の資本需要を満たし始めた1850年代以降、投資家等が鉄道債を引き受けるにしても、発行者に係る情報が不足していたのも事実である³⁵。債券市場自体が、その後の数十年間、主として鉄道会社のための債券市場であり続けたにもかかわらず³⁶、鉄道債の発行者に係る投資家の情報需要を満たすことはなかったのである。もともと情報需要を満たす従前の商人の伝統的な解決法は、血族関係または宗教的結合関係に拘束された信頼できる知人のネットワークに取引を限定することにあつたとされるが³⁷、このような当時の情報需要にいち早く着目したのがヘンリー・プアー（Henry Poor）であり、後述するように、すでに1854年にさまざまな鉄道会社に関する財務データを単行本で（in Buchform）公表することで、情報需要を満たしたとされる³⁸。1868年以降には、「アメリカ合衆国鉄道年鑑（Manual of the Railroads of the United States）」として、毎年、本書を通じて鉄道会社に関する財務データが公表されたが、ただしこの参考図書は、単に比較可能な形式で個々の鉄道会社に関する事実の記載を編纂することに限定されたものにすぎず、時折、要約された評価が補足されただけのものであったので、格付符号を用いた略記の形式での現在の信用度判定は、いまだ存在しなかったといえよう³⁹。

2. 格付機関の前身

このように19世紀の米国における鉄道会社の債券市場の拡大と、ひいては

投資の選択肢も増加した時代背景のなかで投資家の情報需要を満たす必要性が生じたが、当時、これに関連して現在の格付機関の前身となりうる3つの機関が生成されていた。

(1) 信用調査機関 (Credit-reporting Agencies) 第一に、前述した信用興信所としての信用調査機関である。米国における鉄道事業の地理的拡大は、商取引に関して数量ともに増加させると同時に、資金の借り手に係る情報を集約する洗練したシステムも構築させた⁴⁰。なぜなら、当該システムが構築されるまでは、資金の貸し手と借り手の双方に、推薦者によるいわゆる推薦状の提供を介して相互に共通する接点を有していたが、債券市場の成長によって、このような非公式チャンネルも不十分なものになったからである⁴¹。このような背景のもと、専門情報を仲介する新たな情報ブローカー (information broker) としての信用調査機関が、債券市場の情報需要を満たすために出現したのである。この信用調査機関が広大な米国の随所で調査対象の商人の状況や信用力に関する情報を収集し、当該情報を購読者に販売したほか、地方の経済状態の分析のような関連サービスも提供する役割を果たしたとされる⁴²。前述のように、1841年設立のタッパンの信用興信所も、債務者の性格だけでなく、商人の財産状況も調査する信用調査機関の一つであった。米国の広大な領土に分散していた商人に関して、債権者がその詳細な情報を必要とする場合に備えて、このような信用調査機関にネットワークが構築されたわけであるが、このネットワークが、当時、情報の集約化に効果を発揮したのである⁴³。当該ネットワークでは、共通の名称あるいは商号のもとで地方の支社が相互に結合したほか、具体的にある調査員の調査書が作成されると、この調査書は、地方の支社に送付され、さらに本社に転送されることで情報が集約された⁴⁴。

その一例としてあげられるのが、R.G. ダン・アンド・カンパニー (R.G. Dun and Company) である。このダン社は、もともと1859年にタッパンの孫に

あたるロバート・グラハム・ダン（Robert Graham Dun）によって、タッパンの信用興信所の事業を引き継ぐ形で設立されたが、情報処理に際して規模の経済（Skalenerträge）を享受できた結果、相当な単価の引き下げを実現した情報ブローカーの典型であった⁴⁵。すなわち、大規模な蓄積データに情報を集約化することで、貸し手自身が情報を入手する場合と比べて、劇的に取引コストを低下させたのである⁴⁶。大規模な商人であれば、固有の情報サービスを提供することもできたが、信用興信所による情報提供が確立した後は、実際に情報サービスを停止したともいわれている。このようにダン社が、情報の集約化を通じて引き下げられた単価で信用調査書として情報を提供することで、著しくデフォルトリスクを低下させたが、これは、従前では高額で入手できなかった情報が商業利用されたことで、市場に透明性が付与されたことを意味するものと解されている⁴⁷。実際、ダン社には数百万件に及ぶ登録された商業的価値あるデータが保管されたといわれ、火災等の危険を排除するために、すべての記録データを書き写して、第二の記録保管所も建設したとされる⁴⁸。もっとも、そのデータに関しては、この時代の大半の商人は、拘束力ある会計基準の不存在のため、今日の視点からみれば重要な計算書類の記録を行わなかったことから、適正に記録された計算書類を比較検討するような性質のものではなかった⁴⁹。たとえそうであっても、ダン社の場合には、1870年にすでに卸売業者、輸入業者、製造業者、銀行および保険会社を含む約7,000社の購読者を有したほか、1880年代には大会社を含めて約40,000社に達した事実からすると⁵⁰、当時のダン社の影響力がうかがえるであろう。

絶えず膨張の兆しがある情報のストックは、データの収集と処理の厳格な形式化とシステム化を要求した。そのため、信用調査書の作成に係る詳細な方針が設けられ、調査書では、業種と地域に従って区分されかつ定型書式（Formularen）を用いて標準化された⁵¹。その際、とりわけ第一の文字が照会された資本額を意味し、第二の文字が信用度の段階を意味する、文字の組

み合わせによる簡潔な規格が使用されたことは特徴的である。たとえば1849年にオハイオ州シンシナティにおいてジョン・ブラッドストリート（John Bradstreet）によって設立された、ダン社の競合会社であるジョン・M・ブラッドストリート・カンパニー（John M. Bradstreet Company）では、その2文字の「O.B.」とは、照会された会社が10万ドルないし15万ドルの資本を有すること（O.）、および非常に優良な信用能力を示すこと（B.）を意味している⁵²。この簡単な符号をもって、ブラッドストリートは、商人の大量の格付に参加したが、注意しなければならないのは、個別事案の特性は隠されるとともに、その信憑性が略語に換言されて凝縮されたことであろう⁵³。各商人には番号が割り当てられたが、この割り当てが商人の確認作業と膨大なデータ量の保管を容易にさせた。もっとも、商人の信用度に関するこの簡潔な判定は、ジョン・ムーディーが1909年に鉄道債に関してはじめて公表し、かつ現在では一般的に周知された個々の債務の格付と混同されてはならない⁵⁴。なお、後述するように、その後、ブラッドストリートとダン社は1933年に合併し、ダン・アンド・ブラッドストリート（Dun & Bradstreet）になった。

| THE BRADSTREET COMPANY. | | | | | | |
|---|--------|-------|------------|-------|----------|---------|
| CENTRALE: 279, 281 & 283, BROADWAY, NEW YORK. | | | | | | |
| Bureaux in allen hauptstädtlichen Städten der Vereinigten Staaten, Canada's und Australiens, ferner in London, Paris, Berlin etc. | | | | | | |
| Geschäfts-Capital | Credit | | | | | |
| | Höchst | Hoher | Sehr guter | Guter | Mässiger | Kleiner |
| G. . . \$ 1,000,000 und darüber | Aa. | A. | B. | | | |
| H. . . 500,000 bis 1,000,000 | Aa. | A. | B. | | | |
| J. . . 400,000 bis 500,000 | | A. | B. | C. | | |
| K. . . 300,000 bis 400,000 | | A. | B. | C. | | |
| L. . . 250,000 bis 300,000 | | A. | B. | C. | | |
| M. . . 200,000 bis 250,000 | | A. | B. | C. | | |
| N. . . 150,000 bis 200,000 | | A. | B. | C. | | |
| O. . . 100,000 bis 150,000 | | | B. | C. | D. | |
| P. . . 75,000 bis 100,000 | | | B. | C. | D. | |
| Q. . . 50,000 bis 75,000 | | | B. | C. | D. | |
| R. . . 35,000 bis 50,000 | | | B. | C. | D. | |
| S. . . 20,000 bis 35,000 | | | | C. | D. | E. |
| T. . . 10,000 bis 20,000 | | | | C. | D. | E. |
| U. . . 5,000 bis 10,000 | | | | C. | D. | E. |
| V. . . 3,000 bis 5,000 | | | | | D. | E. |
| W. . . 2,000 bis 3,000 | | | | | D. | E. |
| X. . . 1,000 bis 2,000 | | | | | D. | E. |
| Y. . . 500 bis 1,000 | | | | | | E. |
| Z. . . — bis 500 | | | | | | E. |

Quelle: Werbefrospekt der deutschen Niederlassung der Bradstreet Comp.,
Wirtschaftsarchiv Baden-Württemberg B 35 II BÜ 492.

Abbildung 1: Rating-Schema der Bradstreet Company, 1888

〔出所：Berghoff, Marketerschließung und Risikomanagement, VSWG 92 (2005), S. 152〕

(2) 経営と金融の専門報道機関 信用調査機関とともに、経営と金融の専門の報道機関の出現が、投資家に利用される商人情報の入手に役立ったことから、当該報道機関も格付機関の前身になりうると指摘される⁵⁵。鉄道会社が世界で最初の大事業になったとき、投資家からも専門の出版物が要求されたが、1832年までは「アメリカ鉄道雑誌（The American Railroad Journal）」が出版され、本誌が鉄道産業に関する情報を提供する役割を担っていた⁵⁶。しかし、1849年に前述のヘンリー・プアーがこの鉄道雑誌の編集者になって以降、アメリカ鉄道雑誌は、投資家を対象にした出版物へと改変し、本誌を通じて鉄道の所有者、その資産、責任および収益に係る体系的な情報が公表されることになった⁵⁷。その後、1868年に、プアーがその息子であるヘンリー・ウィリアム・プアー（Henry William Poor）とともに、米国の主

要な鉄道会社に関する財務戦略や経営戦略の情報を提供した最初の著名なアメリカ合衆国鉄道年鑑を出版したことは、前述のとおりである。この年鑑は、毎年更新されたことから、投資家は、当該年鑑によって長年にわたり鉄道会社の発展を追跡することができた。したがって、この年鑑は、その後、数十年間にわたり鉄道会社の財務状態に関して権威ある投資家の指針（guide）になるまで成長したことが知られている⁵⁸。

他方、1900年に専門の出版社としてジョン・ムーディーによって設立されたジョン・ムーディー・アンド・カンパニー（John Moody & Company）でも、工業および多様な証券に関するマニュアル（Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities）の出版が開始された⁵⁹。このマニュアルでは、金融機関、政府機関、製造業、鉱業、公益事業および食品会社の株式および債券に係る情報と統計が提供されている。本書の初版の発刊が首尾よく成功した結果、2か月以内には完売されたとされるが⁶⁰、その直後の1907年の証券市場の崩壊によってムーディーは、会社を売却せざるを得なくなった。そのため、ムーディーは1909年に新たにムーディーズ・カンパニー（Moody's company）を設立し、同社を通じて、不動産、資本構成（capitalization）および会社の経営に係る情報の単純な収集にとどまらない出版事業を発展させ、同時に投資家に対し証券価値の分析に基づく情報も提供することになった⁶¹。その結果、鉄道会社とその証券の相対的な投資適格の分析ならびに簡潔な結論を記載した書籍が出版された。すなわち、「ムーディーの鉄道投資分析（Moody's Analyses of Railroad Investments）」の出版である。本書は、もともと1800年代末頃から信用調査会社によって使用されていた商業上の信用格付システムを基礎に、格付記号文字を使用したことに特色がある⁶²。いずれにしても、本書の1909年の出版によって、はじめて米国の鉄道会社の株式および社債に関する格付が公表されたことで、現在の意味における格付はこれを起源として理解されている。

もっとも、前述した信用調査機関のダン社でも、1857年恐慌の2年後である1859年以降に、個別情報に係る代用物として、信用調査書に簡単な要約を付した「参考図書（Reference Book）」を出版していた⁶³。本書における顧客法人の登録数は、1859年に2万268社が登録されていたが、1886年には100万社を超え、さらに1915年には約180万社に達している⁶⁴。本書については、とくに小口顧客から多数の個別照会がなされた場合にその効果を発揮したとされる。

さらに、他の重要な出版社として、ジョン・ノレス・フィッチ（John Knowles Fitch）によってニューヨークに設立されたフィッチ・パブリッシング・カンパニー（Fitch Publishing Company）も存在するが、当該会社の設立は遅れて1913年である。設立の意義および目的は、「フィッチ債券ブック（The Fitch bond book）」もしくは「フィッチ株式・債券マニュアル（The Fitch stock and bond manual）」という書籍を通じて、企業の株式および社債に関する金融情報や財務統計を公表することにあった⁶⁵。それゆえ、主として投資家、ならびにニューヨーク証券取引所のような他の金融サービス機関が、同社の主要な顧客であったとされる。1924年以降、同社は格付注記を使用し、現在では一般的である投資専門家の徹底的な分析に基づく「AAA」から「D」までの格付階級を導入した⁶⁶。

（3）投資銀行家（Investment Bankers） もっとも、1909年にムーディーによって初めて鉄道債の格付が行われる以前でも、実際に当該証券を購入したい投資家が発行者の情報に係る需要をどのように満たしたのかは問題である。その解決法の一つとして考えられるのは、前述のようにヘンリー・プアーのような革新的なジャーナリストが鉄道会社の資産や収益力に関する比較情報を提供し、投資家がこれを参考に使っていたことであろう。しかし他方、むしろ鉄道会社が発行する鉄道債を引き受け、購入しかつ分売した金融仲介人である投資銀行家の存在も無視できなかった⁶⁷。なぜなら、投

投資銀行家は、自己の銀行業仲間（banking associates）が鉄道会社の取締役会における議席を獲得することにより、鉄道債発行者の会社経営に関するすべての重要な情報を継続的に提供させることを企図したからである⁶⁸。この状況では、投資銀行家は、いわば完全な内部者として評価できるものであり、このことは、当該会社の事業者あるいは経営者の性格を評価し、かつ継続して当該会社の状況を監視できたことを意味するので、投資家は、銀行投資家からの情報に信頼を置くことができたのである⁶⁹。このようにして、いわば投資銀行家の評判資本に価値が認められたことで、情報仲介人である投資銀行家に対し多額の資本需要を有する商人がますます信頼を置くことになった。

さらに、広大な国際的ネットワークを有していたのも、信頼が置かれる特徴の一つである。たとえば J.P. モルガン・アンド・カンパニー（J.P. Morgan & Company）では、ロンドンとパリに支社があったし、また米国のドイツ系ユダヤ人移住者の銀行であるクーン・ローブ商会（Kuhn Loeb & Co.）、セリグマン・ブラザーズ（Seligman Brothers）およびゴールドマン・サックス（Goldman Sachs）では、家族等の人的関係を介して、ヨーロッパでの共同出資を通じて相互に結びついていたからである⁷⁰。もっとも、その後、投資銀行家が特別な内部情報にアクセスできることに対し、なぜ、潜在的投資家も、投資銀行家のように内部情報にアクセスできないのか、一般的に疑義が生じたことから、この疑義は、米国において1930年代に証券の発行者に対する強制開示法を制定し、かつ証券取引員会（SEC）を創設する有力な論拠の一つになったところである⁷¹。しかし、このことは、証券の品質証明者である銀行投資家の収益を弱体化させるという側面もあったことは否定できない。この当時は、ムーディーが、鉄道債の格付を基礎に、投資の品質に関して利便性ある公開情報を求める公衆の要求に応えていたとはいえ、投資銀行家の場合には利益相反問題の発生を認識させた。このことから、債券や証券の品質証明者である投資銀行家の評判資本の役割は、その後、いわゆる格

付機関に移行せざるを得ない状況になった⁷²。

3. ドイツにおける信用興信所の生成

これに対し、ドイツでは、ドイツ帝国の創設直後の1872年に、フランクフルト・アム・マインにおいてヴィルヘルム・シンメルプフェング（Wilhelm Schimmelpfeng）によって「情報管理事務所（Auskunft- und Kontrollbüro）」が設立された⁷³。ドイツにこのような信用興信所が創設されたのも、営業の自由の行使と同時に発生した商人階級の倫理観の崩壊が生じたからにほかならない⁷⁴。実際に、商人階級に必要な従前の素養が絶対的に必要なものではなくった結果、当時、事業自体が、経営能力のない者や未経験者の意のままにされたこと、また商人階級の名誉がますます失われたことが指摘されている⁷⁵。この情報管理事務所の創設以前では、1860年代の一般的な経済自由主義の時代に、地域（シュテチン）に限定した事業を行っていた1862年設立のザロモン（Salomon）や、国内戦略に依拠した同年設立のレッサー・アンド・リーマン（Lesser & Liman；ベルリン）のように、いくつかの興信所も生成していた事実がある⁷⁶。

この情報管理事務所には、1886年以降、すでに900ないし1000巻に及ぶ参考図書が存在し、それだけ捕捉できる情報量を有していたほか、情報処理の側面でも、イタリック体表記や参照指示を用いた綿密に考え出された分類法によって情報が処理されていたことに特色が見出される⁷⁷。とりわけ1890年には、約150に及ぶ定型書式も使用されていた。そのネットワークも、1889年には283名の従業員を雇用し、そのうち190名はベルリンの支社、また38名はブレスラウ、ドレスデン、フランクフルト、ハンブルク等の他のドイツの事務所に従事しただけでなく、残りの従業員はウィーン、ロンドンおよびパリ等の外国支社を分担していたことから、広範囲に及んでいた⁷⁸。さらに、トルコやエジプトでも活動していた事実がある。書面による情報提供も、1889

年に75万件以上に達し（そのうち65万件はベルリンを通じて提供されたとされる）、2万3,796件の定期購読者を有したことから、ヨーロッパにおいて大規模な情報管理事務所であったと認識されている⁷⁹。1901年には33か所の営業所と1,157名の従業員を有し、1年間に約200万件の情報提供に及んでいた⁸⁰。

もっとも、ヨーロッパ全体としては、このような大規模な信用調査あるいは格付に係る意義は米国よりも小さかったことが指摘されている⁸¹。これは、第一に、ヨーロッパの域内市場の規模は米国よりも小さかっただけでなく、現在よりも地理的移動や移住が少なかった当時の環境では、口頭での言い伝えや推薦状に基づく個人的な照会に頼らざるをえなかったからである。第二に、ヨーロッパでは、たとえば会議所（Kammer）や、イヌング（Innung）と称される手工業者の合法的団体、協同組合、社団および諸団体のような機能的に興信所の任務の一部を担う同等の体制が多くあったことがあげられる。シンメルプフェングの情報管理事務所でも、たとえば業界の諸団体を団体定期購読者として受け入れ、当該団体の会員に特別な条件で情報を提供したほか、とくにドイツの商業会議所では、その会員は参考情報の照会を商業会議所に依頼することができた⁸²。さらに、ドイツの銀行も、顧客にとっては信頼できる話し相手（Ansprechpartner）であり、別の都市から情報を入手するために銀行の支店ネットワークを活用した事実がある。これを可能にしたのも、若干の大銀行に固有の情報管理部門が設置されていたからにはかならない⁸³。イギリスでも、1801年に「貿易保護のための相互情報交換協会（Society of Mutual Communication for the Protection of Trade）」が設立され、その会員は顧客に関する情報を交換することができた⁸⁴。

また、協同組合と信用調査団体（Creditreform-Vereine）も一つの勢力を保ったが⁸⁵、たとえば1867年にドレスデンに協同組合型自助団体としての商工保護団体連盟（Verband der Schutzgemeinschaften für Handel und Gewerbe）が設立され、主として小規模な手工業者から構成されたこの組織を通

じて、履行を遅滞した債務者のブラック・リスト情報が交換された。また、1879年にマインツに個人商人と手工業者によって「有害な信用供与に対する保護のための信用調査団体(Verein Creditreform zum Schutze gegen schädliches Creditgeben)」が設立され、当該団体を通じて、会員の保護とともに信用情報に係る一般的な提供に努めたほか、1880年代には、南ドイツに相互に協力し合う多数の類似する信用調査団体が設立されている。なお、その諸団体は1883年に信用調査団体連盟(Verband der Vereine Creditreform)に統合された。信用調査団体全体では、1900年頃の調査では、主として小規模な手工業を営む者から構成される、約4万5,000人の会員を有したとされる。もっとも、大半の協同組合や団体の内部組織は、小規模であり、一部では素人によって運営されていたとの指摘もある⁸⁶。そのため、①局地的に限定された範囲、②会員への制限、③同一産業出身である競合他社のための利益、④組織の専門性の欠如は、持続的な発展を阻害する要因として、米国と比べて遅れていることが判明した。そこで、当時の信用興信所そのものの強化は、できる限り広範な規模の経済を享受することにあつたといわれている⁸⁷。

三. 格付機関による格付の発生と拡大—格付に係る批判も含めて（第二期）

1. 格付機関の台頭（1910年代以降）

（1）市場開示の保証人的機能 ジョン・ムーディーが1900年にジョン・ムーディー・アンド・カンパニーを設立した後、前述のように、1909年に現在の意味における最初の格付の公表が行われた。この格付の公表は、当時、画期的な出来事として受け取られたことから、1914年にはすでに、もっぱら格付の作成を専門とする子会社のムーディー・インベスターズ・サービス(Moody's Investors Service)も設立されたところである。最終的に1924年には、米国の債券市場で取引されるほぼすべての債券は、この子会社を通じて格付されたとされる⁸⁸。他方、この当時の格付に係る市場の急速な成長

は、1910年以降の数年間に種々の会社を登場させた。主として、①フィッチ・パブリッシング・カンパニー（Fitch Publishing Company；1913年設立）、②スタンダード・スタティスティクス・カンパニー（Standard Statistics Company；1914年）ならびに前述の③プアーズ・パブリッシング・カンパニー（Poor's Publishing Company；1916年設立）があげられる。このような現在の格付機関の原点となる会社が登場したのは、まさにこの時期であって、1920年代にはすでにこれらの格付機関が3,000社を超える発行者に対する信用度判定を行っていたことから、格付機関にとっては「黄金の時代」であったといわれている⁸⁹。その結果、1930年代には債券の格付自体が、すでに米国の投資の領域において一つの確立した制度になり、証券取引委員会（SEC）が存在しなかった当時では、各格付機関が、事実上、市場開示の民間の保証人として機能したと指摘されている⁹⁰。

他方、米国の銀行監督当局の一つである通貨監査官（Comptroller of the Currency）も、このような格付機関の機能を無視できなくなったことから、その後、1936年に格付機関の格付に関連づけた監督法上の最初の規制を設けた⁹¹。すなわち、商業銀行が有価証券を取得する場合に許可される当該有価証券について、格付に関連づけた「公認格付マニュアル（recognized rating manuals）」が作成されたのである。これによって、少なくとも投機的な有価証券の取得が商業銀行に禁止されることになった。この発展は、格付機関の機能について、市場情報の提供機能以外にも、格付を通じた取締り機能を担うことも明らかにしたため、当時、米国の金融市場において一般的に認知された格付機関であったフィッチ・パブリッシング・カンパニー、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、プアーズ・パブリッシング・カンパニーおよびスタンダード・スタティスティクス・カンパニーの4社は、1934年に設立された証券取引委員会（SEC）と同様に、長期にわたって米国の金融市場を取り締まる役割が付与されたのである⁹²。

（２）三大格付機関（いわゆるビッグスリー） その後の重要な展開としては、1941年にスタンダード・スタティスティクス・カンパニーとプアーズ・パブリッシング・カンパニーが合併し、最終的にS&P（Standard & Poor's）が登場したことがあげられる。S&Pは、1959年にはエス・アンド・ピー・ファイブハンドレッド（Standard & Poor's 500）という株価指数を導入したが、これは、今日では世界的に最も注目される株式指標になっている⁹³。1962年にS&Pは株式会社に組織変更されるとともに、1966年にはメディア業界で活動するマグロー＝ヒル・カンパニーズ（McGraw-Hill Companies）によって買収された経緯があるが、1975年には抵当権によって担保された債券の格付を開始することで、仕組み金融商品の格付も行い、さらに同年に証券取引委員会から、いわゆる「全国的に認知された統計的格付組織（NRSRO）」として認定された。現在では、S&Pの事業は、企業の格付、財務分析、リスク回避、投資助言およびデータサービスから構成され、2010年時点では23か国に約6,300人を雇用する大規模格付機関にまで成長している⁹⁴。

他方、ムーディーズ・インベスターズ・サービスの場合は、経済的に成功を収めていたことから、1929年に始まった世界恐慌に基づく大不況でさえ難なく克服し、その後、1970年には格付を短期社債や銀行預金にまで拡大した。1975年には、S&Pと同様に、NRSROとしても認定された。親会社であるムーディーズ・カンパニー（Moody's company）は、子会社のムーディーズ・インベスターズ・サービス、ならびに企業の財務分析、リスク回避、投資助言およびデータサービスを担当するムーディーズ・アナリティクス（Moody's Analytics）から構成され、2010年時点では、26か国に約4,300人を雇用する大規模格付機関になっている⁹⁵。

これに対し、フィッチ・パブリッシング・カンパニーも、1975年にNRSROとして認定された一方、1989年には資本増強（Rekapitalisierung）が実施さ

れたほか、1990年には仕組み金融商品についても格付を開始した。また、1997年にフランスの持株会社であるフィマラック（Fimalac）によって買収された後、フィマラックの子会社であったイギリスの小規模格付機関であるIBCAと合併され、「フィッチ IBCA」になった。その後、2002年には企業全般の格付サービスを、新たに設立されたフィッチ・レーティングス（Fitch Ratings）に集中させたことにより、フィマラックは、2005年にはフィッチ・レーティングスのほか、財務分析、投資助言およびデータサービスを担当するフィッチ・ソリューションズ（Fitch Solutions）、およびリスク回避を担当するアルゴリズムクス（Algorithmics）から構成されるフィッチ・グループを構築した。最終的に、米国のメディア企業であるハースト（Hearst）が、2006年と2009年にフィッチ・レーティングスの株式を買い付けたことから、現在ではハーストの傘下にある。2010年時点では、50か国に約2,100人を雇用する大規模格付機関になっている⁹⁶。

周知のように、これらS&P、ムーディーズならびにフィッチが、今日まで国際的な格付市場における「大規模」格付機関であると評価されており、その支配が確立されている。

2. 「投資家支払型」から「発行者支払型」への事業モデルの移行（1970年代）

米国の債券市場が停滞した第二次世界大戦の終結から数十年が経過した後、1970年代初頭に格付機関の事業モデルに重要な変更が生じた。変更が生じたのも、この時点まで、格付機関の収益は、とりわけ機関投資家やその他の企業を対象とする定期購読者への格付に関する刊行物の販売によるものにすぎなかったため、定期購読者でない個人投資家が格付を参照する余地が存在しなかったためである⁹⁷。さらに、発行者自身も自己の証券を金融機関のポートフォリオに含めるのに格付が必要であることを認識したことから、格付機関が、投資家よりもむしろ、市場にアクセスする発行者が格付対価を支払わ

なければならないと認識したことも一つの要因である⁹⁸。しかし、実際上の重要な要因は、高速度の複写機の出現であると指摘される⁹⁹。すなわち、定期購読者が、コピー技術の進歩により複写機を利用して格付の対価を支払わない投資家と格付レポートを共有したことから（二次的利用）、従前から懸案であった「ただ乗り」問題¹⁰⁰に対処する必要があったのである¹⁰¹。このような事情が、格付機関が従前からの「投資家支払型」モデルを維持できない理由であった。もっとも、支払モデルが発行者支払型に変更されたとはいっても、その後、このモデルが利益相反の問題を生じさせている¹⁰²。

さらに、とくに米国の鉄道会社であるペン・セントラル（Penn Central）が1970年に破綻し、かつ当該会社によって発行された8,200万ドルの短期社債（コマーシャル・ペーパー）がデフォルトに陥ったが、この事件が短期社債市場に対する投資家の信頼を深刻に揺るがせた¹⁰³のも、事業モデルの転換に大きく寄与した¹⁰⁴。同社の短期社債に格付機関の格付が付されておらず、公衆が容易にアクセスできる信用度情報が提供されたわけでもなかったため、その後、投資家によって短期社債に投資する前提として格付の公開が要求されたが、この事実が、格付機関が報酬と引換えに発行者に格付を付与することを擁護したのである。その結果、格付がいわば市場参入要件としても認識されることにつながった¹⁰⁵。

3. 格付の国際化（1980年代以降）

1980年代以降、格付が国際化を通じてますます進展した結果、S&P、ムーディーズおよびフィッチの各大規模格付機関に対し、今日、グローバルな情報仲介者としての役割が与えられている。この原動力の背景には、1980年代以降、外国での債券の売出しや国内の金融・資本市場のいっそうのグローバル化がある¹⁰⁶。このような傾向によって、格付機関に対し、記号化された理解の容易な格付を通じて、国際的にも理解される外国の発行者および発行証

券の信用度に関する情報を求める需要が増加したのである¹⁰⁷。その結果、たとえば米国以外の金融市場において資金調達を実施する米国企業が信用度の証明としての格付を「持参」することで、格付を通じて米国以外の金融市場でも受け入れられることになった。このことは、たとえば1980年代に米国の発行者の多数の有価証券が米国以外の国で取引された事実があるほか、1985年以降では、スイスにおいて米国を含む外国の発行者の社債に対し、格付が規制に組み込まれたことから明らかであろう¹⁰⁸。これに対し、ドイツでも、1980年代に米国の資本市場で資金調達を実施するドイツの大企業が格付を依頼し始めているが、これは、米国の格付機関がドイツの企業に対し格付の依頼を広告し始めたほか、勝手格付も公表したことが起因している¹⁰⁹。1990年代以降も、前述の3社の格付機関は、子会社の形式でドイツに事務所を開設しただけでなく、ほぼ同時期に、この時点ではイギリスの植民地であった香港にも支店を開設した¹¹⁰。同様の拡大傾向は、他国の金融市場でも認められている。格付の利用は時代の変遷において常に拡大された経緯があることから、格付は、1990年代中期以降、国際的に通用する市場情報とみなされることになった¹¹¹。

4. いわゆる「格付スキャンダル」と立法措置（1990年代以降）

（1）格付スキャンダル　しかし、格付の意義が高まると同時に、格付機関に対する批判もますます高まった。この現象は、格付機関の「権限（Macht）」に対する一般的な不快感とともに、主として1990年代以降の各格付機関のいわば「機能不全（Versagen）」にも現れている¹¹²。典型的には格付機関が市場参加者に対し、企業、ひいては国民経済全体が破綻するおそれがあることを警告する必要があったにもかかわらず、格付を引き下げなかったか、あるいは適時に格付を引き下げなかったことに非難が向けられた。とりわけ、1997年のアジアの金融危機、2001年および2002年の米国の大企業

であるエンロンおよびワールドコム破綻、ならびに2003年のイタリアの企業であるパルマラットの破綻がその契機になっている¹¹³。いずれの破綻も不正会計を原因としたが、いずれにしても、金融危機や企業の各破綻によって、市場参加者の格付に対する誤解とその限界が示されたことは否定できない¹¹⁴。すなわち、格付は単に予測的性格を有するにすぎないこと、また格付機関は、他の市場参加者である決算監査人や監督当局と同様に、必ずしも不正会計のような企業の経営者の犯罪行為を見抜けるものではないことである¹¹⁵。もっとも、この場合に信用度予測に格付機関の軽率な行為があったと単純に推測されてはならないことに留意が必要である¹¹⁶。その後も、2007年に米国においてサブプライム問題が発生したが、ここではサブプライムローン（低所得者向けの住宅ローン）を裏付資産とした住宅ローン担保証券（RMBS）、ならびにそれを再組成した債務担保証券（CDO）等が、当初安全と思われたにもかかわらず、格付機関によって大量に格下げされたこと¹¹⁷が批判された。それ以外にも、続く2008年のリーマンショックを契機とするグローバルな金融危機の勃発に際して、格付機関は、複雑な金融商品の格付に際して誤った展開を生じさせた。このことから、金融・資本市場に対する投資家の信頼の喪失ならびに情報の非対称性の顕在化が生じ、これが、格付機関の取締りや格付制度の法秩序を決定的に変革するきっかけであったといわれている¹¹⁸。

（2）立法措置　このような格付スキャンダルに対応するため、米国では、2006年9月29日に「信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）」¹¹⁹が制定された。とりわけ2001年のエンロンの破綻が格付機関の顕著な失敗例であると認識されたためである¹²⁰。本法の目的は、投資家の保護および公益のために格付の品質を改善し、とくに格付制度上の責任、透明性および競争を促進することにあった。本法の制定以前では、もともと証券取引委員会（SEC）が、1975年以降、信用リスクの等級を区別するため、「全国的に認知された統計的格付組織（NRSRO）」として認定された格付機

関の格付を使用し、法的規制に利用していたにすぎなかった。しかしその後、その認定も、証券取引委員会の職員がいわゆるノーアクションレター（事前照会）手続きに基づき行うようになったとされ、証券取引委員会も、NRSROの地位を詳細に定義することなく、引き続き法的規制への格付の利用を拡大したことから、認定に対する不透明性や規律の不十分さの問題を生じさせることになった。このような状況を受けて、証券取引委員会は、1994年に格付機関のNRSROとしての認定に係る諸基準を定めた「コンセプトリリース」を公表することになったが、もっとも、その認定基準も新規の格付機関にとっては市場参入障壁を設けたに等しいほど厳格であった。このことから、その後のエンロンやワールドコム的事件に触発された形で、2002年の企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の制定¹²¹、2003年初頭の格付機関の役割および任務に係る報告書ならびに格付機関に係るコンセプトリリースの作成がされたところである¹²²。しかし、最終的に下院において2005年6月に「信用格付機関複占緩和法（Credit Rating Agency Duopoly Relief Act）」が提案されるに至り、これを基礎に、2006年9月29日に「信用格付機関改革法」が施行された経緯がある。他方、2007年のサブプライム問題や2008年のリーマンショックは、金融・資本市場に対する投資家の信頼を回復させることにならなかったことから、信用格付機関改革法を強化するため、2010年にいわゆるドッド＝フランク法¹²³に基づき、内部統制体制の整備や利益相反等の格付機関の規制強化および改善が図られた¹²⁴。

これに対し、EUでも、証券監督者国際機構（IOSCO）がいわゆる「基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals）」¹²⁵を制定し、EU市場で活動する格付機関に対し当該規範の遵守を求めた。この要求も、2001年以降の米国における不正会計やサブプライムローン問題の表面化を背景とし、EUでも国家が格付機関に介入する必要はないという認識が維持できなくなったからにほかならない¹²⁶。この行動規範は、格付プロセスの品質と誠実性、格付機

関の独立性と利益相反の回避などから構成され、合計52の具体的な行動規範が定められている。その遵守の監視は、当時の欧州証券規制当局委員会（CESR）が担当し、実際に2005年末に、S&P、ムーディーズおよびフィッチの3社がこの監視システムに服したことが報告されている。もっとも、この規範自体には法的拘束力がなく、自主的な遵守にゆだねられていたため¹²⁷、EUの監督規制の強化に基づき、一部の格付機関に限り、自主的に当該行動規範の遵守に対応したのが実際のところである。他方、欧州理事会が2008年7月に格付機関に関する規制方針を提示したことを受け、欧州委員会でも、格付機関に対する規制の導入が検討されたが、最終的に格付機関に関する規則案¹²⁸を公表したことで、2009年9月16日の格付機関に関する規則¹²⁹を成立させた。これによって、格付プロセスの独立性や利益相反の回避、格付の品質、開示および透明性報告書の作成など、さまざまな最低限の規制が格付機関に課されることになった。もっとも、投資家が瑕疵ある格付に基づき発生した損害の賠償を請求できる格付機関の民事責任に係る明文規定を欠いていたこともあり、欧州委員会は、その施行以前から不十分であると認識していたことから、まず、2011年5月31日の第一次格付機関変更規則¹³⁰、次に2013年6月20日の第二次変更規則¹³¹を経て、格付機関の民事責任規定を導入している（第二次変更規則35a条1項）¹³²。なお、銀行の領域でも、バーゼルⅡ条約において銀行の自己資本比率との関係で外部の格付機関の格付の利用が定められるが、その前提としての格付機関の認定手続きに関しては、2006年1月20日の欧州銀行監督者委員会（CEBS）のガイドライン¹³³において詳細な基準を定めている。

5. 2010年以降の格付とユーロ通貨圏の国債危機

最後に、格付の歴史において言及すべき最近の出来事としては、ユーロ通貨圏における国債危機もあげられる。国債危機では、2010年3月以降、高額

の負債を抱えた複数の国家（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロス）が、結果的にEU構成国およびヨーロッパ中央銀行の援助措置を受けて支援された¹³⁴。しかし、この危機の過程において格付機関は当該EU構成国のソブリン債の格下げを実施したが、このことに対し、格下げられた国家や欧州委員会から、支援プログラムのポジティブな影響が十分に評価されてないと批判された¹³⁵。たとえば当時のギリシャの大統領であったギオルゴス・パパンドレウ（Giorgos Papandreu）は、2011年初頭に格付機関は「われわれの運命を形作ろうと試み、われわれの子供の将来を決定づけようとしている」と非難したほか、さらに、欧州委員会のミシェル・バルニエも、「…民間の会社が、前代未聞の取り組みに傾注するわれわれ以上に権限を有することを誰が正当化でき、また承認できるというのか。われわれは、格付機関がどのようにソブリン債を格付するのかについて、もっと要求する必要がある。格付は、格付された国家だけでなく、われわれの国家全体についても決定的な役割を果たす。すなわち、格下げには、国家が借入れを行う場合に、よりコストがかかる直接的な効果があるだけでなく、国家を弱体化させ、場合によっては隣国の経済にも悪影響を及ぼす。…若干の構成国が現実の困難に直面しているのは明らかであるが、まさにこれらの構成国はEUの構成国であって、構成国の連帯から利点を得るという事実が考慮されていない…」と談話している。このように格下げに対する批判が発行者の側から行われることは、それ自体特別なことではなく、民間の発行者からも国家の発行者からも一般に行われる。実際、国家の発行者であるドイツでも、2004年にドイツ連邦共和国の「AAA」の格下げが議論されたとき、格付機関の権限の正当性に関して政治的に議論された経緯がある¹³⁶。

このような批判も、国債危機に際して格付に歴史的意義を与えたことを示唆するものであろう。なぜなら、国債危機によって、国家は、ソブリン債に関して、一方では格付機関を含む金融市場関係者を利用した固有の規制権限

を有する者として（格付による取締り）、他方では潜在的な格付の客体としての金融市場における資本需要者として（格付自体の取締り）、二重の意味において登場したからである¹³⁷。この二重の意味を認識させたことに重要性が認められる。

四．結語—全体の要約—

以上のように、1909年を境に、大まかにそれ以前を第一期、それ以後を第二期として、格付機関の歴史的生成過程の検討を進めてきたが、以下では、全体を要約しかつ今後の格付機関の役割と問題点を指摘して、結びに代えることにしたい。

（１）まず、現在の意味における格付機関の格付は、鉄道会社の株式・社債に対して1909年にジョン・ムーディーによってなされたことをその発端とみることができるが、それ以前にも格付機関の前身となりうるものが存在したことを指摘できる。第一に、信用興信所としての信用調査機関であり、第二に、経営と金融の専門報道機関であり、最後に、投資銀行家である。少なくとも現在の意味での格付機関が発生する1909年以前では、これらの機関が、主として鉄道会社が発行する債券の情報に対する投資家の需要を満たしていたといえよう。信用調査機関は、1841年にニューヨークにおいてルイス・タッパンによって設立されたのが最初であったが、特徴的なことは、個々の債務者の性格や財産状況の調査を担当する信用調査員によって、独自のネットワークが構築されかつ商人の信用度判定に重要な情報が収集されたことである。もともと情報需要を満たすことへの従前の商人の伝統的な解決法は、血族関係または宗教的結合関係に拘束された信頼できる知人のネットワークに取引を限定することにあったが、その特徴は、このような伝統的な解決法から裏付けられるものであったといえよう。当該システムが構築される以前でも、たとえば資金の貸し手と借り手の双方に、推薦者によるいわゆる推薦状

の提供を介して相互に共通する接点があったが、そのようなネットワークや推薦の対象にならない投資家には、必ずしも情報需要が満たされることはなかった。しかし、債券市場の成長は、このような非公式チャンネルを不十分なものとし、専門の報道機関も出現させることになったが、たとえばブアーによって1868年以降に発刊されたアメリカ合衆国鉄道年鑑の出版はその典型例としてあげられよう。もっとも、これは、格付符号を用いた略記の形式による現在の信用度判定とは異なることに留意されなければならない。さらに、銀行投資家も、鉄道会社の取締役会での議席の獲得を通じて、いわば内部情報を入手できた立場にあったことから、この立場を通じて投資家の情報需要を満たす役割を果たしていた。

(2) 他方、投資銀行家の場合、特別な内部情報にアクセスできることに對し、なぜ、潜在的投資家も、投資銀行家のように内部情報にアクセスできないのか、一般に疑義が生じたのも事実である。そのため、1909年にムーディーによって現在の意味における最初の格付が公表されたことは、当時、画期的な出来事として受け取られたが、このことは、当時の格付に係る市場を急速に成長させたことから、1910年以降の数年間にフィッチ・パブリッシング・カンパニーなどの現在の格付機関の原点となる会社を出現させた。そのため、この時代は、格付機関にとっては「黄金の時代」を迎えたといわれている。その後、1970年代には、格付機関の事業モデルが投資家支払型から発行者支払型へと変化した。この変化は、主として高速度の複写機の出現により、定期購読者が、コピー技術の進歩した複写機を利用して格付の対価を支払わない投資家と格付レポートを共有したことから（二次的利用）、いわゆる「ただ乗り」問題に対処する必要があったからにほかならない。鉄道会社のペン・セントラルの破綻に基づく短期社債のデフォルトの発生も、事業モデルが変化した時代背景に含まれる。

(3) これに對し、1980年代以降は、格付の国際化が進展した時期であり、

S&P、ムーディーズおよびフィッチの大規模格付機関が情報仲介者としての役割を果たした。その背景には、外国での債券の売出しや国内の金融および資本市場のいっそうのグローバル化がある。その結果、格付は、米国以外の金融市場において資金調達を実施する米国企業の信用度の証明として用いられたほか、たとえばドイツの企業でも、1980年代に米国の資本市場で資金調達を実施する際に格付を依頼し始めている。1990年代中期以降には、すでに格付は国際的に通用する市場情報とみなされるようになった。もっとも、それ以降に、格付機関がいわば「機能不全（Versagen）」に陥ったことも顕著である。すなわち、格付機関が市場参加者に対し、企業、ひいては国民経済全体が破綻するおそれがあることを警告する必要があったにもかかわらず、格付を引き下げなかったか、あるいは適時に格付を引き下げなかったからである。主として、2001年および2002年の米国の大企業であるエンロンおよびワールドコム破綻がその契機になっている。その後も、2007年のサブプライム問題やこれに続く2008年のリーマンショックを契機とするグローバルな金融危機の勃発に際して、格付機関は、複雑な金融商品の格付に際して誤った展開を生じさせたとされる。そのため、米国では2006年の信用格付機関改革法、EUではIOSCOによる基本行動規範が制定され、法的な対応を迫られることになった。さらに、2010年以降のユーロ通貨圏における国債危機にも格付機関による格付に相当な批判がなされている。

（４）このように、沿革的にみれば、格付機関の発生は、むしろ必然であったように思われる。現在、格付機関あるいは格付には、投資家の視点からみれば、少なくとも①投資家と資金調達を必要とする企業との間において情報の非対称性を軽減すること、②投資の対象資産もしくは企業に関して最低限の格付が公表されることで、投資家を代表して年金基金、生命保険会社が引き受けるリスク量を限定する、いわゆるプリンシプル＝エージェント問題の解決に有用なメカニズムであること、さらに③格付機関による格付の引下げ

は、個々の投資家にとって投資の再構成を生じさせる明確なシグナルとして作用すること、以上のような役割が期待されているが¹³⁸、このような役割はこれまでの歴史的経緯から構築されてきたとも考えられよう。しかしその反面、現在の視点からみれば、格付が与える影響は小さくなく、たとえば格付を引き下げると、金融システムに対してネガティブな影響を及ぼし、金融市場にシステミックな影響を与えることもある。そうであれば、このような役割を有するにもかかわらず、格付機関による格付そのものあるいは格下げが結果的に不当であったような場合に、どのような要件のもとで投資家に責任を負うのかも、やはり関連して問題となりえよう。結果的に格付結果が誤っていても、それは意見・見通しに係る部分が多く、責任追及の対象になりにくいとの指摘もあるが¹³⁹、この問題は、本稿の対象から外れることから、別途、検討することにした¹⁴⁰。

＊本稿は、日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究(C)：15K03234）による研究成果の一部である。

注

¹ 格付機関の「機関」から、あたかも公的機関を想起させ、誤解されやすいことから、少なくともわが国では格付会社と呼ぶのが一般的であるとされる。しかし、外国文献では、いまだ「Credit Rating Agencies」あるいは「Ratingagenturen」という用語が使用されていることから、本稿では「格付機関」という名称を使用する。

² 三井秀範（監）『詳説 格付会社規制に関する制度』（商事法務・2011）2頁。

³ 江川由紀雄『サブプライム問題の教訓—証券化と格付けの精神』（商事法務・2007）92頁。

⁴ ここでゲートキーパーとは、投資者に対して「確認（verification）」および「認証（certification）」のサービスを提供する「評判の仲介機関（reputational intermediary）」であるとされる者をいい、会社の信用度を評価するサービスを提供する「格付機関」も含まれる（野田耕志「米国における証券市場のゲートキーパーの有効性」上智法学論集52巻1・2号47頁（2008））。

- ⁵ 小立敬「格付会社の今後のあり方—企業会計不正事件と金融危機を受けた格付会社の規制環境の変化」証券アナリストジャーナル51巻10号19頁（2013）。
- ⁶ 2011年10月現在で76社であるとされる（江川由紀雄「格付会社を取り巻く事業環境の変化と格付けの将来像—日本における格付会社の実態を踏まえた考察」証券経済学会年報49号別冊1-4-2頁（http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv49/m81_04.pdf））。
- ⁷ 合計して格付市場の90%以上の市場占有率を有しているため、格付市場は寡占構造化している（拙稿「投資家に対する格付機関の契約責任—ドイツにおける『第三者のための保護効を伴う契約』法理を基礎として」同志社法学62巻6号484頁（2011））。
- ⁸ エンロンおよびワールドコムの破綻については、淵田康之「米国における格付け会社を巡る議論について」資本市場クォーターリー5巻4号2頁（2002）の表1を参照。さらに、三浦后美「エンロン企業スキャンダルとアングロ・アメリカン型格付けの限界」証券経済研究41号105頁以下（2003）、佐賀卓雄「エンロン破綻とフィナンシャル・ゲートキーパーの役割」証券経済研究44号4頁以下（2003）、岡東務「資本市場における格付機関の役割—格付機関のどこに問題があるのか」資本市場229号9頁以下（2004）のほか、中田直茂「ワールドコム事件—財務情報の引受審査についてのリーディング・ケース」資本市場349号51頁（2014）、間島進吾「エンロン・ワールドコム事件」企業会計67巻10号56-58頁以下（2015）等を参照。
- ⁹ なお、格付機関もしくは格付の歴史的研究については、森田隆大『格付けの深層』（日本経済新聞出版社・2010）51頁以下も参照。
- ¹⁰ わが国の格付機関の発生の歴史は非常に浅いことから、本稿では言及されていない。もともとわが国で格付機関が設立されたのは1985年であるが（日本公社債研究所、日本インベスターズ・サービス、日本格付研究所）、この背景には、主として社債の発行に有担保主義が存在したこと、銀行融資を中心とする間接金融主義が存在したことがあげられる（森田・前掲注（9）104頁以下。なお、その他の文献として、江頭憲治郎「債券の格付制度」ジュリスト986号32-33頁（1991）、岡東・前掲注（8）6-8頁、三浦后美「日本における信用格付制度の発展過程」経営論集（文京学院大学）22巻1号48-50頁（2012）などを参照）。
- ¹¹ 本稿は、外国文献として、主として Sylla, An Historical Primer on the Business of Credit Rating, in: Levich/Majnoni/Reinhart (Edited), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Kluwer, 2002, pp. 19-40; Berghoff, Marketerschließung und Risikomanagement. Die Rolle der Kreditauskunfteien und Rating-Agenturen im Industrialisierungs- und Globalisierungsprozess des 19. Jahrhunderts, VSWG (Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte) 92 (2005), S. 141; García Alcubilla/Ruiz del Pozo, Credit Rating Agencies on the Watch List, Oxford University Press, 2012, pp. 1-6; Schroeter, Ratings – Bonitätsbeurteilungen durch Dritte im System des Finanzmarkt-, Gesellschafts- und Vertragsrechts, 2014, S. 41-49に依拠し

ている。

- ¹² Sylla, *supra* note (11), at 20; Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 41.
- ¹³ Sylla, *supra* note (11), at 20.
- ¹⁴ Sylla, *supra* note (11), at 20; García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 1.
- ¹⁵ Sylla, *supra* note (11), at 20.
- ¹⁶ Sylla, *supra* note (11), at 20.
- ¹⁷ Sylla, *supra* note (11), at 20.
- ¹⁸ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 1.
- ¹⁹ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 1.
- ²⁰ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 1.
- ²¹ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 1.
- ²² Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 41.
- ²³ Sylla, *supra* note (11), at 23; Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 146-147; Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 41.
- ²⁴ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 147; Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 41.
- ²⁵ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 42.
- ²⁶ Sylla, *supra* note (11), at 21.
- ²⁷ Sylla, *supra* note (11), at 22.
- ²⁸ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 146.
- ²⁹ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 147.
- ³⁰ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 147.
- ³¹ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 147.
- ³² Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 147.
- ³³ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 147.
- ³⁴ Sylla, *supra* note (11), at 22.
- ³⁵ Vgl. Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 42.
- ³⁶ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 42.
- ³⁷ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 146.
- ³⁸ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 42.
- ³⁹ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 42.
- ⁴⁰ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 2.
- ⁴¹ Sylla, *supra* note (11), at 23; García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 2.
- ⁴² García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 2.
- ⁴³ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 2.

⁴⁴ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 2.

⁴⁵ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 148.

⁴⁶ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 148.

⁴⁷ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 148.

⁴⁸ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 148. たとえばニューヨークの本社が支社から調査書を受け取った場合、その報告書は手作業で謄本を作成しなければならなかったが、これは、1日につき数千枚に及ぶ作業であったとされる。もっとも、1875年にはじめて大量生産の実施に有益な機械式のタイプライターが導入されたことは、この作業の合理化を推進させた。この技術革新と、その後すぐに発明されたカーボン用紙によって、信用調査書の複数の謄本の作成が可能になったほか、これと同時に個別のルーズリーフを作成しかつ会社ごとに秩序立てて整理することで、保管の方法も改善された。ダン社は、当時、タイプライターの製造者であるレミントン（Remington）の大口顧客の一人であったとされる（Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 153）。

⁴⁹ Vgl. Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 148-149. そのため、当時は計算書類の比較検討ではなく、主として①その土地の有力者やビジネスパートナーに対し、財産関係を含めて資金提供を受ける者の評価を照会したこと、②「信用格付」に代わる「性格の格付（character rating）」を実施したこと、すなわち、信用評価のための指標として特定の個人の性格である実直性（Ehrbarkeit）、勤勉（Fleiß）、消費行動および性行動の節制、ならびに宗教および民族への所属のような一連の属性に基づく審査を実施したこと、③過去の行動（信用履歴）を基礎に、個人の信用リスクを十分に評価できるために、借入金（信用）の返済を文書として記録し始めたことが行われた。このようにして、情報の非対称性を軽減する努力が払われてきた。

⁵⁰ Sylla, *supra* note (11), at 23.

⁵¹ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 151.

⁵² Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 151.

⁵³ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 151.

⁵⁴ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 151.

⁵⁵ Sylla, *supra* note (11), at 23; García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

⁵⁶ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

⁵⁷ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

⁵⁸ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

⁵⁹ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

⁶⁰ Blickle, *Die Regulierung von Ratingagenturen durch die Europäische Union*, 2013, S. 18.

⁶¹ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

⁶² García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 3.

- ⁶³ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 153.
- ⁶⁴ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 153.
- ⁶⁵ Blickle, a. a. O. (Fn. 60), S. 20.
- ⁶⁶ Blickle, a. a. O. (Fn. 60), S. 20.
- ⁶⁷ Sylla, supra note (11), at 24; García Alcubilla/Ruiz del Pozo, supra note (11) at 4.
- ⁶⁸ Sylla, supra note (11), at 24.
- ⁶⁹ Sylla, supra note (11), at 24.
- ⁷⁰ Sylla, supra note (11), at 24.
- ⁷¹ Sylla, supra note (11), at 25.
- ⁷² Sylla, supra note (11), at 25.
- ⁷³ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 156.
- ⁷⁴ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 156.
- ⁷⁵ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 156.
- ⁷⁶ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 156.
- ⁷⁷ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁷⁸ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁷⁹ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁸⁰ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁸¹ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁸² Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁸³ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 158.
- ⁸⁴ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 157.
- ⁸⁵ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 158.
- ⁸⁶ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 158.
- ⁸⁷ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 158.
- ⁸⁸ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 43.
- ⁸⁹ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 43.
- ⁹⁰ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 43. 前述のように、米国の証券取引委員会（SEC）は、1929年10月の世界恐慌への対応として、1933年の証券法および1934年の証券取引所法の制定後の1934年に設置された。
- ⁹¹ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 43-44.
- ⁹¹ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 44.
- ⁹³ Blickle, a. a. O. (Fn. 60), S. 17.

⁹⁴ Blickle, a. a. O. (Fn. 60), S. 18.

⁹⁵ Blickle, a. a. O. (Fn. 60), S. 19.

⁹⁶ Blickle, a. a. O. (Fn. 60), S. 20.

⁹⁷ Vgl. Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 44.

⁹⁸ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, supra note (11) at 4-5.

⁹⁹ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, supra note (11) at 5; Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 44.

¹⁰⁰ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 45.

¹⁰¹ 格付機関がこの顧客側のただ乗り問題を克服することは大きな挑戦であったとされる（Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 154-155）。たとえば従前にダン・アンド・ブラッドストリートでは、企業に関する参考図書を販売するのではなく、貸出しによって対応することにしたが、この措置によって参考図書を定期購読していた顧客は、参考図書を確実に保管しかつ新版を受領した後は確実に返却する義務を負わされた。参考図書には最初から錠前と鍵も用意されていた。返却義務を負わされたのも、定期利用者が無権限によるデータの第二次利用を行わないことを確保するためにほかならないが、反面、無権限による第二次利用に効果的に対処するにはあまりにも事案数が多かったことも事実であり、ただ乗り問題への克服は依然として困難であった。

¹⁰² この利益相反問題を克服するために考えられたが、いわゆるローテンション・ルールである。なお、わが国でも、格付対象商品の発行者等との間の癒着に対する牽制機能を果たしながら、格付プロセスの品質を確保するため、同一案件に一定期間関与した者の交替が義務づけられている（金融商品取引業等に関する内閣府令306条1項2号）。

¹⁰³ 黒沢義孝『債券格付けの実際』（東洋経済新報社・1985）155頁によれば、ペン・セントラル社が倒産した時点で、ナショナル・クレディット・オフィスが同社の短期社債に最上位の格付を付していたが、同社の短期社債は無担保であり、証券取引委員会（SEC）への届出を要しない短期の資金調達手段であったため、信用力の高い企業に限定して利用されていたことから、同社の短期社債のデフォルトは、短期金融市場における信用不安を引き起こし、市場は急速に縮小したとされる。

¹⁰⁴ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 45.

¹⁰⁵ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 45.

¹⁰⁶ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 46.

¹⁰⁷ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 46.

¹⁰⁸ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 46.

¹⁰⁹ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 46.

¹¹⁰ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 46.

¹¹¹ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 47.

¹¹² Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 47.

¹¹³ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 47.

¹¹⁴ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 47.

¹¹⁵ 黒沢義孝「SEC 公認の格付け会社はなぜ不正を反映できないのか」経理情報1025号31頁（2003）によれば、格付け会社には、企業を監査する法的な権限は与えられておらず、格付け会社はプロの目で企業の辻褄の合わない点を指摘できるが、「嘘つきポーカール」の嘘を、強権を持って監査することはできないので、現行制度では巧みな「嘘」の前に格付け会社は無力であると指摘される。

¹¹⁶ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 47-48.

¹¹⁷ 主として江川・前掲注（3）14頁以下、小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』（住宅新報社・2008）112頁を参照。

¹¹⁸ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 48.

¹¹⁹ Pub. L. 109-291, 120 Stat. 1327 (2006). 本法に関しては、高橋真弓「米国における信用格付機関改革法の制定（1）」南山法学31巻1・2号489頁以下（2007）を参照。なお、以下における米国での格付機関をめぐる経緯については、さらに、野村亜紀子「米国の格付機関の規制をめぐる最近の議論」資本市場クォーターリー9巻1号36頁（2005）を参照。

¹²⁰ 高橋・前掲注（119）490頁。

¹²¹ 本法における格付機関の規制については、主として石田眞得（編）『サーベンス・オクスレー法概説』（商事法務・2006）3-39頁を参照。

¹²² たとえば高橋真弓「米国連邦証券規制における格付けの利用について—米国証券取引委員会のパブリック・コメント募集と寄せられた意見の概要」ファイナンス39巻9号26頁以下（2003）、横山淳「米国SECの公認格付機関制度見直しの論点」商事法務1668号32頁（2003）を参照。

¹²³ 本法における格付機関規制の改善については、主として松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法—ドッド＝フランク法のすべて』（金融財政事情研究会・2010）282頁以下を参照。

¹²⁴ 詳細は、森谷智子「サブプライム機器と金融規制」嘉悦大学研究論集54巻2号1頁（2012）、小出篤「ドッド＝フランク法による信用格付機関規制の改善に関する規則の改正・制定」金融法研究31号117頁以下（2015）を参照。

¹²⁵ IOSCOの基本行動規範については、金融庁のホームページに仮訳が掲載されている（<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/f-20041224-3.html>）。なお、2004年版の基本行動規範は、2008年5月に改訂されている。基本行動規範については、松尾直彦「IOSCOによる信用格付機関原則・証券アナリスト原則の策定」商事法務1676号14頁以下（2003）、海外情報「信用格付機

関に関する国際的取組みの最新動向」商事法務1734号48頁（2005）を参照。

¹²⁶ 拙稿・前掲注（7）479頁。

¹²⁷ 松尾・前掲注（125）14頁。

¹²⁸ Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 12.11.2008, KOM(2008) 704 endgültig. これについては、海外情報「EUにおける格付機関の規制に関する動き」商事法務1844号34頁以下（2008）および小立敬「EUの格付機関規制案—サブプライム問題を踏まえたEUの対応」資本市場クォーター12巻3号134頁以下（2009）を参照。

¹²⁹ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 16. 9. 2009, ABIEG v. 17.11.2009, L 302/01.

¹³⁰ Verordnung (EG) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU L 145/30 vom 31.5.2011.

¹³¹ Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.5.2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. Nr. L 146/1 vom 31.5.2013 ならびに Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr.1060/2009 über Ratingagenturen, KOM(2011) 747 endgültig vom 15.11.2011 (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_de.pdf).

¹³² この経緯については、拙稿「EU法における格付機関の民事責任規制の法的根拠」同志社法学68巻1号320頁以下（2016）を参照。また、主要各国の格付機関の民事責任について、弥永真生「信用格付機関の民事責任」『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2013年度版』（資本市場研究会・2013）92頁以下を参照。

¹³³ “Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions” on 20. January 2006. なお、2010年11月30日に改訂されている。

¹³⁴ ギリシャ共和国に対する最初の支援プログラムは、2010年3月にユーロ圏の16か国の構成国によって決議され、かつ2010年4月にギリシャ政府によって申請された（Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 48 Fn. 62）。

¹³⁵ Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 47 Fn. 64, 65を参照。

¹³⁶ Berghoff, a. a. O. (Fn. 11), S. 141.

¹³⁷ Vgl. Schroeter, a. a. O. (Fn. 11), S. 49.

¹³⁸ García Alcubilla/Ruiz del Pozo, *supra* note (11) at 5-6.

¹³⁹ 江頭・前掲注（10）36頁。

¹⁴⁰ なお、格付機関の民事責任の問題は、すでにドイツの議論について拙稿・前掲注(7) 477頁以下、ならびに EU の議論について拙稿・前掲注(132)305頁以下において検討した（なお、その他の文献として、高橋真弓「格付をめぐる法規制のあり方について」南山法学25巻1号68-71頁以下（2001）、弥永・前掲注(132)101頁、同「格付機関の民事責任」法学教室377号45頁（2012）、杉村和俊「格付会社の私法上の義務と民事責任に関する一考察：各種ゲートキーパー責任との比較に照らして」金融研究33巻3号152頁（2014）等がある）。少なくとも EU では、EU 規則によって格付機関の民事責任規定が導入されたことは、前述のとおりである。