

格付機関の役割と法的規制

— EU法およびドイツ法の視座 —

久保寛展*

- 一. はじめに
- 二. 格付機関の役割と格付の経済的意義
- 三. 格付の方法
- 四. 格付機関の法的規制—利益相反問題への対応と競争の促進
- 五. 結語

一. はじめに

増加する経済活動の複雑さや、多数の選択肢がある投資に直面した場合、専門家に対して、これらの分析や意見表明を要請することは、投資に基づくリスクを回避する側面がある¹。そのため、グローバルな金融資本市場（株式市場、債券市場、短期市場または信用デリバティブ市場等。以下、金融資本市場とする）で常に複雑化する金融商品に関して、当該商品に係る専門家の意見を徴収することは、投資家の予防的なりリスク回避措置の一つとして認識されていたが、現在では、むしろ当該意見を徴収することの方が通例であ

*福岡大学法学部教授

るともいえる²。この場合の専門家には、さまざまな専門家が存在するが、本稿が対象とする格付機関³もこの専門家に含まれ、当該格付機関によって表明される格付⁴は金融資本市場にとって重要な意義を有している。すなわち、格付は、債務不履行（Ausfall）の蓋然性に係る信用度の表明として、証券の発行の成否や発行者の資本調達コストにも影響を及ぼし、さらに取引相手方が、業務関係を受け入れるか、または継続するための前提として信用度格付を考慮する場合には、当該企業にとって自己の存続にも関わる重大な意義を有するのである⁵。本稿では、このような格付の重要性にかんがみ、格付機関またはその格付が現在の経済社会においてどのような経済的意義を有し、どのような役割を果たすのか（二.）、またその経済的意義を考慮した場合、どのような問題が内在し、これに対してどのような法的規制（主として利益相反規制）による対応が可能なのか（三. および四.）という基本的視座の解明に寄与することを目的に、EU法およびドイツ法の検討を行うことにする。

1. 格付機関の法的規制の背景

（1）背景　世界的に波及した2008年の金融危機によって、当時、世界経済は最も困難な時期に直面したが、この危機を引き起こした要因の一つが、米国に端を発した2001年のエンロンの不正会計事件や2007年7月下旬以降のサブプライムローン問題である⁶。これらの事件および問題の背景には、格付機関の関与が指摘されるが、ここでは格付機関は、エンロンの不正会計に警鐘を鳴らすことができなかつただけでなく⁷、サブプライムローン問題でも、ローンを束ねた金融商品に高格付を付与し、その急増を助ける一方で、ローンの不履行が増えると急速に大幅な格下げを行ったために市場を混乱させた。これらが、金融危機をいっそう拡大させたという理解である⁸。さらに、金融危機は、2008年9月に破綻した米国の投資銀行であるリーマン・ブ

ラザーズによっても強化されたが、この場合にも、格付機関は、破綻直前まで、リーマン・ブラザーズを投資適格として位置づけていた⁹。とりわけ、サブプライムローン問題に際して「急激な格下げがサブプライム問題を発生させた」、「格付の手法に問題がある」、「格付会社に対する監督規制が甘い」等の問題提起がなされたことは¹⁰、格付機関の格付そのものへの信頼を大きく崩壊させるのに十分な事実であった。他方、格付機関は情報仲介者 (Informationsintermediäre)¹¹として金融資本市場のゲートキーパー的役割¹²を果たすにもかかわらず、格付機関は、従来、法的規制の対象すらならない¹³との認識があった。この認識は、格付機関は投資判断に関する情報を提供するが、金融商品の売買には関与しないことに基づく。そのため、格付機関に対する信頼の崩壊は、「誰が見張りを見張るのか (Quis custodiet ipsos custodies?)」¹⁴という問題を生じさせ、その結果、格付機関に対する法的規制が要求される契機にもなった。前述のような格付機関は法的規制の対象ではないとの認識も、もはや世界的に維持できなくなったといえる。

(2) 格付に対する実務上の批判 格付機関の格付には経済的意義が付与されるにもかかわらず、金融危機の過程では、格付に対して格付機関の注意があまりにも欠如していたことを示す事実が存在した。たとえば10億ドル相当の対価を伴う格付分析がわずか90分以内に作成されていた事実¹⁵、スタンダード・アンド・プアーズ (Standard & Poor's ; 以下、S&P とする) が2011年11月に数人の定期購読者に対しフランスの格下げ見込みに係る E-Mail を誤って送信していた事実¹⁶、リーマン・ブラザーズが破綻に直面していたにもかかわらず、S&P が「A+」もしくは「A」の等級の格付を維持していた事実のほか¹⁷、さらに、ドイツでは、現実にフランクフルト・アム・マイン上級地方裁判所において、年金生活者である投資家が、米国の格付機関である S&P のポジティブな格付に基づきリーマン証券に3万ユーロを投資した結果、損失を被ったことで、当該格付機関に対し損害賠償訴訟を提起

した事実¹⁸も存在する。このような各事実の存在にもかかわらず、たとえば米国では、裁判上、長期にわたり、格付機関による格付の表明はそもそも憲法修正第一条の「言論の自由」によって保護されうるものと判断されてきた¹⁹。

(3) 格付の表明に係るドイツ基本法上の問題点 他方、米国と同様にドイツでも、以上のような事実から格付そのものを制限することは、表現の自由 (Meinungsfreiheit) との関係で問題となる。なぜなら、表現の自由は多元的社会における重要な基本権の一つとして掲げられ (ドイツ基本法5条1項。以下、単に基本法とする)、EUでも基本権憲章において基本権として保護されるからである (EU基本権憲章11条1項²⁰)²¹。もっとも、表現の自由は、法人にも適用されるが (基本法19条3項)、国内法人にのみ適用されるので、ドイツにおいて米国の格付機関を当該自由を含めることはできない。したがって、法人として組織されたドイツ国内の格付機関に限り、表現の自由による保護を享受することができる。

この表現の自由の適用範囲については、とりわけ表現の自由の保護範囲に含まれない事実の主張と区別される必要がある²²。格付機関によって、格付は一定の基準としても、明確な推奨としても理解されるものではなく、単に主観的な価値判断として理解されるものである旨が表明される場合が多い。たとえばS&Pでも「信用格付は、格付先の信用力に関する現在のフォワードルッキングな意見である」²³ことが指摘される。表明された格付は、利息を含めた債務の償還 (支払能力) に係る格付機関の現在の評価を伝達することにあるが、その完全な支払能力は、債務の諸条件に従い、将来にはじめて判明する。そうであれば、債務者の支払能力が格付の時点ですでに客観的に存在するわけではないので、格付は、保護範囲に含まれない事実の主張とは異なり、意見の表明として位置づけられうるものである²⁴。格付は単なる相対的な表明にすぎず、必ずしも絶対的な表明ではない。さらに、発行者の将来の支払能力という不確実な将来の事象の推移が重要であることからすれば、

この評価は、必然的に主観的なものにならざるをえない²⁵。したがって、格付は、表現の自由の保護範囲に含まれる意見の表明であり、基本法上の保護を受けるものと考えられる²⁶。格付機関がたとえ標準化された等級（AAA等）において主観的な価値判断を表明する場合であっても同様であり、保護範囲に含まれない事実の主張でもなく、誹謗中傷的な批判であると決定づけることもできない²⁷。もっとも、表現の自由の保護範囲に含まれるものであっても、無制限に保障されるわけではなく、「一般法律の規定」等による制約に服することがある（基本法5条2項）。

（4）格付機関の規律 格付機関の法的規律につき、米国では²⁸、エンロンやワールドコム的事件が2002年のサーベンス・オクスレー法を制定する契機になり、2006年の信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act 2006）²⁹の成立を受け、2007年6月に格付機関規制が導入された。本法は、いわゆる公認格付機関（NRSRO）³⁰を対象に、投資家の保護および公共の利益のため、信用格付産業の説明責任・透明性・競争を促進することで、格付の質を改善することが目的とされる³¹。本法によって、公認格付機関の登録制の導入、情報開示義務、利益相反の取扱いに関する手続の整備、証券取引委員会（SEC）に対する規則制定権の付与等の重要な改正が行われた。さらに、2010年7月21日に成立した金融規制改革法（ドッド＝フランク法）でも、内部統制体制の整備や利益相反等の規制のように、一段と格付機関の規制が強化されている³²。

これに対し、EUでは、2003年のイタリアのパルマラット社の不正会計事件ならびにサブプライムローン問題の表面化によって、格付機関の規制の必要性が認識されたことから、EUでも、国家が格付機関に介入する必要はないとの認識が維持できなくなった³³。そこで、格付機関に対する規制の導入が検討されたが、一度は2006年9月に規制の導入が見送られた経緯がある。しかしながら、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

したことから、その後、欧州委員会によって格付機関に関する規則案³⁴が公表され、さらに、この規則案は、2009年9月16日の格付機関に関する規則（以下、格付機関規則とする）³⁵として結実することとなった。これによって、格付機関の登録および監督体制の制度枠組みの創設、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等の種々の規制が設けられた。また、その間に証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions；以下、IOSCOとする）によっても、2004年に格付機関に対する基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）が提示された³⁶。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等から構成され、合計52項目に及ぶ具体的な行動規範を定めている。もともとこの行動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が、EUの監督規制の強化のため、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³⁷。前述のように、EUが一度規制を見送ったのも、EU構成国の証券監督当局によって構成された当時の欧州証券規制当局委員会（Committee of European Securities Regulators [CESR]；現在の欧州証券市場監督局 [ESMA]）が、毎年、格付機関によるIOSCO行動規範の遵守状況を見守るためであったとされる³⁸。

格付機関規則は、その約2年後、2011年に第一次変更規則³⁹によって改正された。第一次変更規則では、新たな証券市場の監督当局として設置された欧州証券市場監督局に対し、EUにおける格付機関の登録とその監督に係る専属管轄を移譲することに重点が置かれたが、その背景には、単一の監督当局の創設の理念⁴⁰と、公平な競争の場（level playing field）の創設⁴¹を目指す、EU域内における格付セクターの取締手法の創設の理念があった。欧州証券市場監督局への専属的な監督権限の移譲によって、もちろん、構成国の側で国内の監督当局の権限が喪失されるわけではない。しかし、少なくとも2009

年の格付機関規則以前では、構成国に格付機関に対する取締りの基準は存在しなかったし、構成国の各主務官庁に相応の監督権限も存在しなかったことを考慮すると、画期的な措置であったといえる。

さらに、第一次変更規則は、その約2年後の2013年に第二次変更規則⁴²による改正を受け、広範な規制措置が講じられた。主要な改正項目としてあげられるのは、第一に、格付見通し（Rating-Outlook; Ratingausblick）に係る規制である。格付の表明に関連する規制では、投資家や発行者にとっての意義ならびに市場への影響の点では格付と同様であるという理由から、格付の将来的な動向の見通しを評価する格付見通しも規制された。これによって、格付の品質、透明性および独立性に係る規制が、格付見通しにも同様に適用されることになった。第二に、格付機関に対する民事責任規定の導入である（第二次変更規則35a条）⁴³。この導入により、投資家または発行者は、格付機関が故意または重大な過失によって規則の付録 III 所定の違反行為（Zuwiederhandlungen）を行い、かつこの違反行為が格付に影響を及ぼした場合には、当該格付機関に対する損害賠償請求権を有することになった。第三に、格付機関の独立性に係る規制である。格付の提供に際して利益相反を回避する措置は、もともと格付機関規則の主要な目標であったが、発行者支払モデルに起因する構造的な利益相反については、引き続き検討の余地があった。そのため、格付機関に対するローテーションルールを含め、既存の格付機関の独立性を補充する一連の規制が提示された。現在では、格付機関に対し、利益相反を回避または防止するのに有効な内部統制の構築、運用および記録が義務づけられるとともに（同規規則6条）、格付機関への投資に付随する利益相反（同規則6a条）、および再証券化商品に係る格付の場合の、格付機関との契約の最高有効期間（同規則6b条）が定められている。最後に、（見通しも含む）国別格付に係る規制もある（同規則8a条）。国別格付では、とくに構成国での特色が考慮されるとともに、格付機関に対する詳細

な調査報告の提出義務も定められた（同規則付録 I・D・III）。

2. わが国の金融商品取引法における規制

このような格付機関に対する世界的な規制の動向は、わが国でも例外ではなく、平成21年（2009年）6月24日に「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成21年法律第58号。以下、改正金商法とする）」が成立し、改正金商法によって格付業者に対する規制が導入された。この導入は、格付業者が金融資本市場において担う役割・影響の大きさ、前述のような国際的な公的規制の導入・強化の動向等にかんがみ、格付業者が金融資本市場において求められる機能を適切に発揮し、他方、格付業者による格付が投資者の投資判断を歪めることのないよう必要な規制・監督を行っていくことが重要であることが認識されたことによる⁴⁴。もともと指定格付機関制度や、適格格付機関制度が存在していたが、いずれも格付業者を規制・監督する制度ではなかったことから、改正金商法では、前述の IOSCO の基本行動規範や、欧米の規制の動向を踏まえた対応が行われた。具体的に格付業者に対する規制として、①誠実義務（改正金商法66条の32）、②利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の体制整備義務（同法66条の33）、③格付対象の金融商品を保有している場合等の格付の提供の禁止（同法66条の35）、④格付方針等の公表、説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務（同法66条の36第1項・66条の39）、また監督規定として、⑤格付業者に対する業務改善命令や監督上の処分（業務停止命令、登録取消等。同法66条の41・66条の42）等が整備された。金融商品が国境を越えて取引され、格付機関の格付もグローバルに利用される状況では、必然的に国際協調を図りながら国際的に整合的な枠組みにおいて格付機関の規制の実効性を確保することが要求される⁴⁵。そのため、前述のような格付機関に対するわが国の規制の動向も不可避であって、格付機関はますます世界的にゲートキーパー的性格を有することになる。

もつとも、わが国の改正金商法を考察した場合、たとえば登録が、格付機関が信用格付業を行うための必要条件とされないため（任意の登録制度）、必ずしも完全な参入規制となっていない登録制度上の不備が存在するという問題、また信用格付業者もしくはその役員または従業員が規制に違反した結果、信用格付業者の直接の契約の相手方またはその他の第三者が損害を被った場合につき、これらの者に対する信用格付業者等の損害賠償規定が設けられていないという損害賠償責任の問題もあり、わが国の改正金商法に残された課題は少なくない⁴⁶。

二．格付機関の役割と格付の経済的意義

1．3社の大規模格付機関

格付機関は、民間の利益指向型の企業であり、多数の格付機関が世界中に存在するが、主として3社の大規模な格付機関が国際格付市場の全体を区分する。その格付機関とは、ニューヨークに本社を置く、米国の格付機関であるS&PおよびMoody's Investor Service（以下、ムーディーズとする）であり、ロンドンに本社を置くFitch Ratings（以下、フィッチとする）である。これら3社の格付機関が合計して格付市場の90%以上の市場占有率を有し⁴⁷、格付市場は寡占構造化しているのが現状である⁴⁸。これらの格付機関によって付与される格付記号は、最高の信用度を示す「AAA」から支払不能を示す「D」にまで及び、その際、さらに「+」もしくは「-」あるいは「1（上位）」、「2（中位）」および「3（下位）」のような付加文字または数字によっても区別される⁴⁹。これらの格付記号につき、格付機関は、自己が使用した各段階の符号を定義することになるが、たとえばS&Pでは「A」の格付段階について次のように定義する⁵⁰。すなわち、「債務を履行する能力は高いが、上位2つの格付（AAAおよびAA〔括弧内は筆者注〕）に比べ、事業環境や経済状況の悪化からやや影響を受けやすい」というものである。また、S

&P では格付が「AAA」と「BBB」との間で行われる場合に、ムーディーズでは格付が「Aaa」と「Baa3」との間で行われる場合に、いわゆる「投資適格 (investment grade)」として認定され、それ以下の場合をいわゆる「投機的階級 (speculative grade)」として認定される。これらのいわば「称号」は、たとえばファンドのような機関投資家が自己の規約のなかで、しばしば「投資適格」と判定された証券に限り、投資できると定める場合もあり⁵¹、また多数の投資家も、通常は国際的な格付機関の格付を参照し、当該格付機関によって付与された「投資適格」の金融商品に限り、自己のポートフォリオに追加するのが⁵²通例である。この状況からすれば、これらの「称号」を獲得できるかどうか、発行者にとって極めて重要なものとなる。したがって、発行者は、優良な格付の評価なしに、自己の金融商品を資本市場で売り捌くことはほとんど不可能であるので、企業の資金調達に際して、格付は、たとえ典型的な銀行の信用貸付けの方法であっても、金融資本市場からの資本調達の方法であっても、重大な役割を果たすことになる⁵³。発行者自身にとっても、格付は、事実上、市場参入のための条件にもなる。このことから、発行者は、通常、発行者自身であれ、金融商品であれ、格付機関に対して必然的に依頼格付 (solicited rating) を通じて信用度調査を依頼する傾向にある⁵⁴。

2. 格付の経済的意義

(1) 資金調達方法の変化と情報需要 企業の資金調達方法は、過去数十年の間に古典的な銀行の信用供与から確定利付証券の発行へと重大な変化を迎えた⁵⁵。この仲介金融機関離れ (disintermediation) の現象によって、発行者と投資家が資本市場で直接接点を有した結果、支払不能リスクは、仲介者 (Intermediären) としての機能を果たした銀行から、直接に幅広い投資家に移転したのである⁵⁶。そのため、取引される証券のデフォルトリスク

に関して投資家の情報需要が高まったことから、この情報需要を満たす者として格付機関の意義も増大することになった。格付機関は、証券に係る利息・元本の償還義務の履行に係る蓋然性につき、標準化された評価（格付）を用いて、発行者または個々の有価証券のデフォルトリスクを判断するからである。格付機関そのものの意義は、規制当局による格付の利用に際して、また機関投資家の投資指針において定められる格付トリガー（rating trigger）⁵⁷によっても促進されていた⁵⁸。しかし他方、格付は一般的に信用できるものと認められていただけに、金融危機のプロセスでは、格付機関がリスクの多い仕組み金融商品に高格付を付与していたことが金融危機に寄与したのではないかと非難された⁵⁹。実際、格付機関は、デフォルトリスクを過小評価していたほか、格付の訂正も怠っていたが、このような事実は、格付機関の意義の増大にもかかわらず、格付自体に重大な欠陥があったことの証左として理解できる。

（２）企業または発行者の側からの視点 格付機関の格付は、グローバルな金融資本市場で常に複雑化する金融商品の分野において確固たる地位を獲得した結果、格付は、通常は証券の発行の成否や資本調達コストにも重要な影響を及ぼす。ここでは、特定の債券の相対的な安全性または証券の発行者の相対的な信用度が、格付を通じて一定の符号（文字や数字の組み合わせ）によって説明される⁶⁰。さらに、発行者が国際的な格付機関の一または複数の格付を有する場合には、発行者は世界中の金融資本市場に効果的に自己の金融商品を提供できるという事情⁶¹も重要である。

（３）投資家の側からの視点 反対に、投資家の側からみれば、信用度格付は、金融商品の判断に際して発行者と投資家との間での、情報の非対称性を軽減させるのに寄与する⁶²。そもそも格付は、金融資本市場にとって国民経済上重要な資本配分に係る重要なコミュニケーション手段であって、投資家が投資する際の取引コストの低下にも寄与する⁶³。投資家にとっても、

発行者に他人資本を提供する場合、発行者または発行証券の価値に関して信頼できる情報が決定的に重要になるので、信用度判定の結果としての格付情報が格付機関自体によって、または一般的なメディアを通じて公表されることは有意義である。この意味において、格付機関は、発展した金融資本市場の最も重要な情報仲介者⁶⁴としての役割も果たす⁶⁵。このような発行者または投資家に対する格付機関の役割にかんがみて、格付機関がしばしば金融資本市場のゲートキーパー⁶⁶として呼称されるのは、前述のとおりである⁶⁷。

(4) 投資決定に際しての一つの要因 信用度の格付は、特定の証券の売買または保有に係る推奨ではなく、単に信用度とともに、利回りや通貨リスク等の他の基準を考慮に入れる投資家の、複雑な投資決定に際しての要因の一つにすぎない⁶⁸。そのため、たとえばS&Pでは、インターネットのホームページにおいて行動規範上の免責条項 (disclaimer) として、「信用格付は、投資や財務などに関する助言ではない。また信用格付は、特定の証券の購入、保有、売却、あるいはその他の投資に関する意思決定を推奨するものではない。信用格付は、特定の投資家に対する特定の投資への適合性について言及するものではなく、投資に関する意思決定をする際に依存すべきものではない。格付先に対する信用格付の付与は当該格付先の業績を保証するものではない。S&P グローバル・レーティングは発行体や投資家などいかなる者に対しても、投資や財務などのアドバイザーとしての役割を担うことはなく、また受託者としての関係にもない。信用格付は、検証可能な事実の表明ではない」ことが明示される⁶⁹。しかしながら、安全指向型の大衆投資家の場合、もっぱら公表された信用度リスクの格付を信頼することからすれば、格付は、実務においては事実上、あたかも投資の推奨であるかような性質を有する側面も否定できない⁷⁰。たとえば投資助言業務に際して、投資顧問会社が自己の顧客に対し、説明義務の履行の一環として、発行者または特定の証券の格付を提示する場合があるが、この場合、ドイツでは投資意思を有す

る顧客への投資助言に際して、投機的段階にある外国の発行者の債券の格付を開示しなかった銀行は、当該顧客に対し、助言が不完全であるとして損害賠償義務を負うとした裁判例もある⁷¹。この裁判例は、格付機関ではなく、銀行に責任があるとされたものであるが、格付判定が部分的に投資助言を構成する一つの要素として判断された点に特徴がある。

（５）情報の非対称性の解消 完全市場では、国民経済的資源は、各収益見込みに従い、できる限り効率的に計画された各投資に配分される一方、投資リスクは、将来の環境に依存する不確実性に基づき発生する⁷²。しかし、金融資本市場では、このような不確実性は現実には将来の環境に依存する以外にも、一方当事者が他方当事者よりも多くの情報を有する情報の非対称性から発生する不確実性も存在する。そのため、このような不確実性に対処するため、格付機関は、「AAA」等の格付記号⁷³に従い、各投資計画に係る包括的な情報を提供することで情報の非対称性を解消し、金融資本市場全体の情報効率に寄与する機能を果たす⁷⁴。格付機関によって作成されかつ公表される格付記号は、投資の成功要因やリスク要因に係る将来指向の客観的評価を与え、その対象についても、金融商品の発行者（いわゆる発行者格付）から金融商品そのもの（いわゆる証券格付）以外に、発行者には国家も含まれることから（国別格付）、国民経済全体にまで及ぶ。

（６）格付の「証明書付与機能」 このような格付は、すべての投資家の情報需要を満たし、すべての投資家のために取引費用を引き下げる経済目的を有するだけでなく、金融資本市場における金融証券（Finanztiteln）の過大評価や過小評価を防止することで、いわゆるバブルの発生も阻止することができる⁷⁵。なぜなら、発行者からの依頼格付の場合には、未公開の企業情報や、各企業経営者との対話を通じて、特別な知識も評価に取り入れることが可能であるからである。格付は、資金供与者（Geldgeber）のための情報源として利用されるほか、資金受入者（Geldnehmer）には、格付を通じ

て他人資本の調達に要する資本コストを考慮に入れられるので、資金受入者の情報源としても利用される。そのため、企業または金融証券の格付には、それ自体、一種の「証明書付与機能 (Zertifizierung)」⁷⁶が認められ、その結果、他人資本に係るリスク・プレミアムが引き下げられるとともに、一定の場合には金融資本市場へのアクセスを格付に依拠させる必要性も生じてくる。この意味でも、格付機関にゲートキーパー的機能が付与される⁷⁷。さらに、格付は、企業または金融機関内部での信用度評価とともに、金融機関や証券会社の自己資本比率を監督するような場合、「外部格付」として国家の監督目的のためにも利用される⁷⁸。このように、格付機関は、情報提供によって金融資本市場での適切な価格形成を促進し、投資家に対し、投資決定のための透明性ある比較の対象を提供し、かつ市場における相場の変動を防止する機能を果たす。そのため、格付機関は、国民経済的観点からすれば、資源配分を改善する役割も期待される重要な機関である⁷⁹。

3. 格付の品質および透明性の確保

格付機関が情報仲介者としての機能を果たすには、作成される格付が品質的に高い価値を有し、かつ客観的に作成されなければならない。また、継続して格付の品質が改善されることは、格付市場での競争力や格付機関の独立性を高めることにも寄与する。そのため、2009年格付機関規則では、人的な観点から格付機関は、格付手続に直接関係する格付アナリストや職員等が相当な知識・経験を有することを確保するよう要請されるのに対し（格付機関規則7条1項）、方法論的な観点からは、表明される格付が分析に重要な一切の情報の基本分析に依拠すること、さらに格付の基礎にある情報が十分な品質を有しかつ信頼できる情報源に基づくのに必要な措置が講じられることが要請される（同規則8条2項）。その場合、格付機関が格付活動に際して使用する手法、モデルおよび基本的前提事項は開示される（同規則8条1項）⁸⁰。

もともと、2013年第二次変更規則では、確実な格付プロセスを保証するため、格付機関は既存の格付手法等を本質的に変更するか、または新たな格付手法等を使用する場合には、関係者に1か月間の意見表明の機会を確保するだけでなく、詳細な理由を付してウェブサイト上で公表する義務も負う（第二次変更規則8条5a項⁸¹）。また、透明性の改善・強化も目指すことから⁸²、格付手法やモデル等を変更する場合や、格付手法に誤りを確認した場合には、この旨を欧州証券市場監督局に知らせ、かつこれに関連する情報をウェブサイトでも公表する義務が課される（同規則8条6項（aa）（ab）・7項a）b））。なお、格付見直しおよびこれに関する情報については、これらが公衆に開示されるまでは、いわゆる内部者情報とみなされる（同規則10条2a項）。

三. 格付の方法

1. 依頼格付（solicited rating）

（1）格付契約の法的性質 発行者に係る格付は、原則としていわゆる「依頼格付」と「勝手格付」に分類できる。依頼格付では、格付機関は、格付される企業との契約（格付契約）に基づき格付を作成する。その場合、発行者自身は、格付に基づく優良な信用度評価によって自己の資金調達コストの引下げを期待して、発行者自ら格付を依頼し、格付に対する対価を支払うことになる⁸³。この場合の格付契約の法的性質につき、ドイツでは学説上議論の対象になっているが、主として①請負契約（ドイツ民法631条以下。以下、ドイツ民法を引用する場合、ド民とする）とする見解⁸⁴と、②事務処理契約（Geschäftsbesorgungsvertrag；ド民675条）とする見解⁸⁵に分かれており、現在では①の請負契約説が有力である。②の事務処理契約では、事務処理者（受任者）である格付機関が委託者からの指図に拘束されること（Weisungsgebundenheit）を前提とするので（ド民675条、665条）⁸⁶、そもそも事務処理契約として解しえないと批判される⁸⁷。この批判は、格付機関

は、固有の裁量および形成の余地から独自の格付手法およびモデルに基づき信用度分析を実施するので、委託者（発行者）からの指図は独立の情報仲介者としての機能に合致しないことに基づく⁸⁸。もっとも、③雇用契約（ド民611条1項）と解する余地もあるが、合意された報酬と引換えに労務を給付する雇用契約と解しても、格付契約の対象は、構成する種々の情報の単なる分析に尽きるのではなく、その活動は信用度判定の作成ならびに（発行者の同意がある限り）公表にまで及ぶ広範な債務を負うものであるので、雇用契約として解することはできない⁸⁹。そのため、本質的には専門家の鑑定書の作成の場合と同様に⁹⁰、請負契約としての性質を有するものであると解されている⁹¹。

（2）格付プロセス 依頼格付では、格付機関によって複数の専門家から構成されるアナリストチームが編成され、発行者から提供されたデータ⁹²に基づき最初の基礎分析を行う⁹³。その場合、格付機関と依頼者との間の協力関係が必要となるので、発行者の内部において経営者（Management）との対話が定期的で開催される。アナリストチームは入手した情報に基づき評価を行い、この結果を格付機関の内部に設置された格付委員会（Rating-Komitee）に提示し、最終的に格付に関する意見を調整する。格付機関は、格付結果を公表する前に発行者と接触し、かつ発行者に対して格付の結果ならびに決定の根拠を知らせる。これによって、発行者に対して意見表明に係る機会が付与される⁹⁴。これは、追加情報の提供によって事後的に格付の結果に有利な影響を及ぼす事情があれば、その事情を考慮する必要があるからである。格付の結果は、たいていの場合、格付機関のホームページで公表される。対価を支払って、格付情報を取得する定期購読者の場合は、より詳細な情報が当該購読者に提供される。実務的には、このような対価の支払を伴う依頼格付が一般的である。

2. 勝手格付（unsolicited Ratings）

これに対し、勝手格付の場合は、格付が格付機関の自主的なインセンティブに基づき、あるいは監督当局等の発行者以外の第三者の依頼に基づき行われる。格付機関と格付される企業との間に契約上の合意は存在しない。格付された発行者は、格付機関自身または報道機関等からはじめて格付の対象であったことを知ることができる。発行者との協力関係が存在しないことから、格付機関は、通常は一般的にアクセス可能な企業の公開データを参照するにすぎず、そのため、情報基盤は依頼格付の場合よりも比較的小さい⁹⁵。したがって、勝手格付の場合は、情報の非対称性を完全に解消することは困難である⁹⁶。また、勝手格付については、発行者が優良な格付を希望する場合に、格付機関が勝手格付を通じて当該発行者に不利な格付を付与することで、これに反感を持つ発行者に強制的に格付の依頼を誘因させる効果があることも指摘される⁹⁷。つまり、格付機関が、報酬を受けるために、不当に低い格付によって発行者をいわば威嚇できる効果を有するのである⁹⁸。さらに、格付機関が、たとえば他の格付機関よりも相当低く評価した金融商品の勝手格付を金融資本市場に提供することで、表面的に価格形成のメカニズムを歪めることもできる⁹⁹。なぜなら、勝手格付自体が限定された情報基盤に依拠するため、あまり精確とはいえないからである。このことから、勝手格付の場合には依然として濫用リスクが内在するのではないかと問題視される¹⁰⁰。

3. 格付の予測（Prognose）的性質と格付見通し

格付は、事後的に正確であるか、または虚偽であることが判明するので、その法的判断にとって重要なのは、格付の表明時点およびこの時点で存在する認識にはかならない¹⁰¹。そのため、格付は予測的性質を有するものであり¹⁰²、単なる事実の主張ではなく、意見の表明または将来の事象に関する価値判断が決定的になる¹⁰³。たとえ公表された格付記号が可能な唯一の評価であると

判断されるとしても、当該記号は、複雑な評価および意見形成過程の結果にすぎないので¹⁰⁴、それぞれの評価結果に相当な幅（余地）が残される、医師の診断やその他の試験の判定にも類似する¹⁰⁵。もっとも、いわゆる格付見通しは、将来に見込まれる格付の展望の評価（第二次変更規則1条3項w）参照¹⁰⁶にすぎないので、もともとの意味の格付とは相違する。しかし、第二次変更規則では、格付と格付見通しは、投資家および発行者にとってその意義および影響は同等であるので、格付見通しに対しても、品質、透明性ならびに利益相反の回避等の格付に係る規制が適用される。

4. 国別格付（Länderratings）

国家または地方公共団体の信用評価がなされる国別の信用格付（第二次変更規則3条v)i-iii）も、第二次変更規則の対象である（同規則8a条）。国家または地方公共団体は、金融資本市場において国別格付を基礎にリファイナンスを可能にする条件が付与されるが、もし外部の信用評価がなければ、当該市場へのアクセス自体がいつそう困難になり、ひいてはリファイナンスの実施も困難になる¹⁰⁷。そのため、国別格付の有用性はリファイナンスの可能性に認められるが、市場での動揺を避けるため、第二次変更規則では、国別格付の公表時点に係る厳格な基準と提供される情報、格付の数およびその審査の頻度が導入された¹⁰⁸。すなわち、格付機関は、ウェブサイトで各年の12月末に翌12か月に係るスケジュールを公表するが、ここでは依頼がある国別格付（およびこれに関係する格付見通しも含む）の場合はその公表時点、また依頼のない国別格付の場合は最高で3回の公表時点が確定されるのである（同規則8a条3項）。公表時点はそれぞれ金曜日に設定される。この場合、格付機関には、国別格付の確定に際して考慮した想定事項やパラメーター等の一切の情報が説明される調査報告の提出も要求される（同規則付録I・D・III）。さらに、国別格付では、内容上の要件を強化する目的から、とく

にEU域内での伝染効果の防止の観点から、個々の国家の特殊性も考慮されるべきであろう¹⁰⁹。したがって、各国に特有の個別報告書が添付されない場合には、一定の国家群を審査することが禁止されるほか（同規則8a条1項）¹¹⁰、国別格付はすべて6か月ごとに審査対象になる（同規則8条5項2段）。

5. 外部格付への依存の軽減

他方、格付機関の外部格付に対する過度の依存¹¹¹は、早くから債務危機の原因の一つとして認識されていたことから¹¹²、2010年10月にはすでに金融安定理事会（Financial Stability Board）によって「金融機関の外部格付への依存軽減に係る諸原則」¹¹³が確立された¹¹⁴。この諸原則のうち、原則Iによれば、「立法者は、格付機関との関連性を熟慮しかつ可能な限り、法の規定に基づく外部格付の利用を削除するか、もしくは信用力の判定に適切な選択的基準によって置き換える」ものとされる。この原則が策定されたのも、過去、EUにおいて、監督法上の諸規制につき「承認された格付機関」の信用度判定に関連づける傾向が強く存在したからである¹¹⁵。この関連づけから生じる監督当局の格付の機械的な利用が、S&P等の民間の格付機関に準制度的な役割を委譲する効果を有することになったといわれる¹¹⁶。外部格付への過度の信頼を軽減させることで、結果として格付市場での寡占状態を打破し、新規の格付機関に市場へのアクセスを容易にさせることが期待された¹¹⁷。

（1）金融機関等の固有の信用リスク評価の実施義務　もともと格付を規制する目的は、監督当局や金融機関の外部格付への依存を軽減させることにあった。これは、プロシクリカリティ（Prozykilität）といわれる景気循環増幅効果¹¹⁸や、一定以下の格付でリスクウェイトが急上昇することにより、市場参加者の行動が歪められるクリフ効果（Klippeneffekte）¹¹⁹を回避するためであると説明される。この目的のため、第二次変更規則では、前述の金融安定理事会の勧告に基づき、金融機関等は固有の信用リスク評価を実施し、

かつ企業または金融商品の信用評価に際してもつばらまたは自動的に格付に依拠することが禁止され（第二次変更規則 5 a 条 1 項）¹²⁰、導入済みの登録および監督義務に補充が加えられた。この固有の評価の実施と禁止によって、プロシクリカリティに基づく格下げによるネガティブ効果をいっそう強化する、機関投資家の集団行動（Herdenverhalten）が回避されることが期待されたのである¹²¹。すなわち、機関投資家は、通常、法令または固有の規程（Reglements）に基づき、格付機関が「投資適格」の格付を付与した債券に限り、購入する決定を下すが、この債券の格付が引き下げられる場合には、複数の機関投資家による債券の同時の投売りが行われる。これによって、当該債券の発行企業または国家の財務的安定性を害することが可能になるが、このような集団行動の回避を目指したのである¹²²。さらに、この信用度評価とその基礎にある手続は、監督当局によって監督されるとともに、自動的に外部格付を利用する契約も回避される（同規則 5 a 条 2 項）。欧州証券市場監督局のような EU の監督当局も、指針や勧告等を外部格付に関連づけることを避け（同規則 5 b 条 1 項）、2020年1月1日までは、EU 法全体において、所管の監督当局または他の関係者がもつばらまたは自動的に外部格付を信頼することになる、すべての格付への関連づけが撤廃されることが明記された（同規則 5 c 条）。

（2）**仕組み金融商品に係る格付利用者への情報提供** 金融機関等の機関投資家が固有の信用リスクを評価でき、結果として外部格付の利用を軽減するには、投資先の信用力の審査を実施する能力が要求される。このため、機関投資家は、投資に結合したリスク評価を実施し、かつ格付機関の判定を正確に審査できるのに足りる十分な情報上の根拠を有しなければならない¹²³。この必要性を満たすのが、仕組み金融商品に係る開示義務の導入である。すなわち、EU に所在する仕組み金融商品の発行者、オリジネーターおよびスポンサーは、欧州証券市場監督局によって設置されたウェブサイトで、信用

の品質や仕組み金融商品の基礎にある資産（Werte）のパフォーマンス、証券化取引の構造、ならびにキャッシュ・フローや証券化エクスポージャーに付される一切の担保等に関して、その情報を継続開示しなければならなくなった（第二次変更規則 8b 条 1 項）。この開示義務によっても、格付の依存を軽減させる効果が期待されている¹²⁴。

四. 格付機関の法的規制—利益相反問題への対応と競争の促進

1. 発行者支払モデル（Issuer-pays Modell）

1970年代以降は、発行者が格付の作成に対して対価を支払う、いわゆる「発行者支払モデル」が妥当していた¹²⁵。このモデルでは、格付機関が依頼をなす企業のために格付を作成しかつその報酬を得るのに対し（依頼格付の場合）、発行者の側は格付機関の選定に際して、できる限り最高の信用度格付を付与されることを期待する点に特色がある。このことから、必然的に利益相反が問題視されるとともに¹²⁶、潜在的に格付機関の独立性にも影響を与えるのではないかとの懸念が抱かれた。

（1）格付漁り（Ratings shopping） この背景では、格付機関が格付の市場占有率をめぐる競争においていわゆる「底辺への競争」に組み込まれていることが重要である¹²⁷。投資家は、できる限り正確な信用度評価（格付）に関心を有するが、発行者の場合は、可能な限り低い資金調達コストを維持するため、ポジティブな格付が付与されるか、または付与され続けること¹²⁸を重視する¹²⁹。しかし、格付機関の総収入に占める格付の作成の割合が80%にまで達した¹³⁰とされる現在では、発行者からの依頼とこれに伴う報酬をいっそう増加させるには、格付機関にとって、とりわけ発行者が格付に満足せず、その結果、他の格付機関に格付の作成を依頼されるおそれがあることは避けなければならない。そうであれば、格付機関においては、依頼をなす発行者の有利に格付を作成するインセンティブが働く一方、逆に正確な格付

情報に関心を有する一般投資家にとっては不利に働き、その結果、格付機関の独立性そのものが危殆化される¹³¹。発行者の側でも、依頼をなす前にできる限り優良な格付を受けられるようにするため、発行者自身または金融商品の評価を複数の格付機関に依頼するようになる。これが、いわゆる「格付漁り」の問題であり、もしこの危険が現実化し、格付機関が市場占有率の確保または獲得のために不相当なポジティブの格付を作成すれば、客観的情報の仲介は保証されず、ひいては格付の品質も低下することになる。

(2) ロックイン効果とローテーションの欠如 さらに、格付機関と評価対象の発行者は、継続的取引関係に立つ傾向にあることが多く、そうであれば、両者の関係において、時間の経過とともに、評価対象の発行者の要望に沿った形で馴れ合い的な関係が形成される可能性が高い（ロックイン効果）¹³²。その結果、評価対象の発行者から依頼を受けかつ報酬が支払われる格付機関には、当該発行者との継続的取引関係に基づく収入源を確保するため、被評価企業またはその債券に非常に有利な格付を表明するインセンティブが生じうる。格付市場が3社の寡占状態であれば、発行者の側でもこの状況から抜け出すことが困難であることも少なくなく、自己の信用度評価に関して投資家に疑義が広まりかねないことから、格付機関の交替を見送る傾向にあった（ローテーションの欠如）¹³³。

2. EU 格付機関規則による利益相反規制

(1) 発行者支払モデルの維持 もともと2009年格付機関規則でも、前述の格付漁りの問題は認識されており、その検討理由第41号によれば、「格付機関は、提案されたストラクチャー（仕組み）に関して格付機関から最良の格付を付与されることを確認するため、発行者が仕組み金融商品に係る事前評価を複数の格付機関に申し入れることを防止する措置を講じるものとする。発行者の側でも、このような実務を避けるものとする」と定められてい

た。しかし、格付機関および発行者の側から、どのような措置が講じられなければならないのかは依然として不明確であり、発行者支払モデルに代わる選択肢もないことから¹³⁴、2013年第二次変更規則でも、さしあたり、当該モデルは維持されることになった¹³⁵。その代わり、格付機関に適用される独立性の要件を強化することで、発行者支払モデルに基づき表明された格付の信用度を高めることが重要であると判断された¹³⁶。

（2）開示義務および格付表明の禁止 発行者支払モデルに基づく格付機関の利益相反¹³⁷の状況は、投資家にも認識させる必要がある。そのため、格付機関規則では、格付機関に対し、年間収入の5%以上を受領するところの被評価企業またはこれに結合する企業の名称については、開示するよう義務づけた（格付機関規則6条2項・1項・付録I・B(2)）。この公表によって、投資家は、一定の発行者に係る格付機関との経済的従属性の存在を知ることができるのである。もっとも、この開示義務では、発行者がどの格付に対価を支払ったのか、反対にどの格付に対価を支払わなかったのか¹³⁸が必ずしも具体的に説明されるわけではない¹³⁸。

さらに、規則の目的として格付機関の独立性と利益相反の回避が掲げられることから（第二次変更規則1条）、一定の判定に達するための独立性に対し疑義が存在するか、または利益相反が回避できないような状況では、そもそも格付の表明を禁止することが効果的な方法であるともいえる。たとえば被評価企業に対して株式を保有する格付機関は、当該企業に有利な格付を付与する傾向がある一方、格付機関の持分保有者（Anteilseigner）である企業の場合は、とくに優良な信用度を格付機関に証明させることがありうる¹³⁹。それゆえ、この状況では、利益相反の原因が格付機関と被評価企業との持分保有構造（参加持分関係）からも生じることから、第二次変更規則では、格付機関の持分保有者または社員から生じる利益相反にも規制を拡大し¹⁴⁰、その結果、格付機関の持分保有者または社員が一定の状況にある場合には¹⁴¹、

格付または格付見通しについてその表明が禁止された（同規則付録I・B・(3)aa)・ba)・ca)）。

（3）ローテーションシステムの導入 発行者支払モデルでは、格付機関と被評価企業との継続的取引関係が長期になればなるほど、ますます格付機関または格付アナリストの独立性に疑義が生じる¹⁴²。このことから、利益相反の回避または軽減を保障するため、格付機関が再証券化商品(Wiederverbriefungen)に係る格付の表明の契約を締結する場合においては、格付機関に対し、同一のオリジネーターの資産が基礎にある新たな再証券化商品について原則として4年を超えて格付を表明することが禁止された（第二次変更規則6b条1項）。この義務的なローテーションシステムの導入は、とりわけ格付市場での競争の強化と、小規模格付機関への格付市場の開放を目的とするので¹⁴³、格付制度に係る客観的な競争のための重要な根拠にもなる。ただし、競争の強化と市場の開放の目的から、このローテーションシステムでは、①発行者が、同時に少なくとも4社の格付機関に対し、それぞれ発行された再証券化商品の総数の10%以上の評価を依頼した場合（同規則6b条2項後段）、もしくは②小規模格付機関の場合（同規則6b条5項。すなわち、グループレベルで50名未満の職員または1,000万ユーロ未満の売上高しかない格付機関）には、前述の目的に十分に役立ったと判断されるので、ローテーションシステムの例外として扱われる。また、当該契約が締結された後、当事者は冷却（クーリングオフ）期間を遵守しなければならない。その冷却期間内では、同一のオリジネーターの資産が基礎にある再証券化商品に係る格付の表明につき、新たな契約関係を発生させてはならない。その期間は、当該契約の有効期間に対応し、最高で4年である（同規則6b条3項）。

このローテーションシステムの導入により、発行者支払モデルに基づき発生する潜在的な利益相反の軽減が期待される¹⁴⁴。少なくとも再証券化商品に係る格付契約の期間の短縮を通じて、格付機関が好意的な格付を表明するイ

ンセンティブが軽減される¹⁴⁵。これによって、格付機関の独立性、市場参加者の信頼ならびに格付の品質が強化され¹⁴⁶、発行者の側でも、ロックイン効果の軽減¹⁴⁷が図られる。さらに、格付市場の構造にポジティブな影響も与え、格付市場への参入障壁を引き下げる¹⁴⁸。とりわけ小規模格付機関に対し、ローテーションシステムを免除することは、当該格付機関に持続的に格付市場に定着させることにも寄与する¹⁴⁹。しかしながら、第二次変更規則では、ローテーションシステムの適用範囲を、全部の格付の表明ではなく、再証券化商品に制限される。この措置は、ローテーションシステムに生じうるネガティブな効果として、高額の費用や多大の時間の発生、格付の品質とその継続性の喪失が考えられるからであり、そのため、ローテーションシステムは将来的に強化されるよりも、徐々に市場に適合させる必要があるものと認識された¹⁵⁰。

（４）差別的取扱いのない報酬モデル 発行者支払モデルから生じる利益相反の回避のため、格付機関は、差別的取扱いなく、格付サービスおよび付随サービスと引換えに顧客から報酬を徴収するが（第二次変更規則 6 条 2 項・付録 I・B・3c）、この場合、格付サービスに対する報酬は、格付記号の高低には関係しないことから、格付機関が格付の結果に一種の成果報酬（Erfolgsprämie）を約束させることはできない¹⁵¹。このルールを遵守させる目的のため、格付機関は、欧州証券市場監督局に対し、個々の顧客から受領した報酬のリストならびに報酬の構造や価格基準を含む、一般的な価格方針を開示する必要がある（同規則付録 I・E・II・2・1・a）および aa）。もっとも、当該義務に違反した場合における制裁は定められていない。

（５）格付機関における内部統制構築義務 利益相反の防止および軽減を効果的なものにするため、格付機関は、利益相反の防止および軽減、および持分保有者や経営者等からの格付、格付アナリスト等の独立性の保証について、その措置および手続を実施するのに有効な内部統制を構築し、維持し、

実施しかつ記録しなければならず、さらに、定期的に内部統制を監視および調査し、必要がある場合には更新をしなければならない（第二次変更規則6条4項）。

3. 格付市場の競争の促進

（1）最低2社の格付機関への格付の依頼義務 監督法上の目的のための格付の利用は、格付機関がEUに所在しかつ登録され、EU域外の同等の規律に服することが前提である（第二次変更規則4条1項前段・3項b）。しかし、従来、大規模格付機関を信頼してきた投資家が、登録されたとはいえ、実績（track record）の少ない小規模格付機関を同様に信頼するかは疑わしいことからすれば、この登録要件は、むしろ市場で確立した格付機関の主導的立場を強めることに寄与したともいえる¹⁵²。そうであれば、小規模格付機関の利用も促進される措置が講じられなければならないと、その結果、仕組み金融商品に関しては、発行者または当該発行者に結合した第三者が格付を依頼する場合には、相互に独立した2社の同等の格付機関に格付の発行を依頼しなければならないことが規定された（同規則8c条1項）。このルールの背景には、①格付機関が相互に格付の品質をコントロールし、ならびに②二重の格付評価の義務づけによって格付機関の事業の可能性がより展開されることで、格付市場における競争も図られるという2つの期待がある¹⁵³。もっとも、米国の状況によれば、②の期待に基づき、必然的に格付機関の新規の市場参入をもたらすかについては、疑義も呈されている。なぜなら、米国では、S&Pとムーディーズの2社の格付機関による市場の複占化をいっそう確実にしたからである¹⁵⁴。EUでも、前述のローテーションシステムの導入をもって、ロックイン効果を緩和し、そのような展開に対抗しようとしたが、さしあたり、仕組み金融商品に限定されることから、競争の活性化が図られるかは明らかではない¹⁵⁵。

さらに、①の品質の確保についても、ネガティブな格付による金融資本市場での条件の悪化を防止するため、被評価企業には自己に有利な影響を与えるインセンティブが内在することからすると、2社の格付のうち高い方の格付が注目される。それゆえ、この状況は、依頼を受けた格付機関の間での「頂点への競争（race to the top）」を生じさせる可能性がある¹⁵⁶。このことは、格付機関が、客観的に格付されたよりも高く格付を設定する一定のインセンティブを有することを意味するので、品質の確保は期待できず、そうであれば、この2社への格付ルールには、依然として疑問が残される¹⁵⁷。

（2）最高10%の市場占有率を有する格付機関に対する依頼 格付市場での競争をいっそう強化する観点から、小規模格付機関への依頼を促進するインセンティブも設けられた（第二次変更規則8d条）¹⁵⁸。すなわち、発行者または当該発行者に結合した第三者が少なくとも2社の格付機関に対して、同一の発行証券または同一の法主体に係る格付の表明の依頼を意図する場合には、当該発行者は、市場全体の10%以下の市場占有率を有するだけの小規模格付機関が同一の発行証券または法主体（Einheit）に係る格付の表明の依頼を評価できる限りにおいて、少なくとも当該小規模格付機関への依頼も考慮するものとされる（同規則8d条1項1文参照）。もっとも、発行者または当該発行者に結合した第三者が、10%未満の市場占有率しかない小規模格付機関に依頼をしない場合には、この旨は記録される（同規則8d条1項2文）¹⁵⁹。この目的のため、欧州証券市場監督局は、市場占有率に係る記載および格付機関によって表明された格付の種類を含め、EUで登録された格付機関の一覧表を公表する。ある格付機関が10%の市場占有率を有するかまたは10%未満であるかは、欧州証券市場監督局を通じ、格付の表明およびこれに付随するサービスを基礎に、グループ全体で獲得された年度売上高から算出される（同規則8d条3項）。この年度売上高は、現在では、毎年、公表される格付機関の透明性報告書から判明し、年度売上高には、格付機関の

売上高全体および EU 域内で獲得された収入と世界中で獲得された収入の地理的配分に係る情報も含まれる（同規則付録 E・III・7）。

五. 結語

最後に、これまでの検討から、以下では格付機関の役割と格付の経済的意義、および利益相反に係る格付機関の法的規制の 2 点を要約して取り上げ、次の発展問題である格付機関の民事責任論の問題につなげて結びとしたい。

1. 格付機関の役割（経済的意義）—情報の非対称性の解消および格付の証明書付与機能の側面

安定的な金融システムは、経済効率にポジティブな影響を及ぼす¹⁶⁰。金融システムを通じて、金融機関、証券会社または機関投資家が資本を引き合わせ、当該資本が経済的に期待された種々の投資の可能性に配分される。同時に、貯蓄者および投資家の側でも、株式や債券の発行によって、直接に金融資本市場を介して引き合わされる。この場合に経済成長を促進させる金融資本市場にとって重要なことは、市場参加者に対し、可能な資本配分（投資）に関する情報を入手させ、かつ消化させることにある¹⁶¹。このような機能が発揮されれば、金融資本市場での資源の効率配分がもたらされ、ひいては社会全体の幸福も促進される。しかしながら、現実的には情報そのものが複雑であり、通常の場合、経済主体であるすべての市場参加者がすべての重要なデータに等しくアクセスすることはできず、また相応に情報を消化するのに必要な能力を有しない場合さえある。この意味では、金融システムの機能が完全に発揮しているとはいえず、さらには社会の幸福に向けた経済成長の寄与が相応に制限される、市場の不完全性も存在することになる¹⁶²。

このような状況を改善する一つの解決として、非対称的な情報の世界に関与するすべての市場参加者に必要な情報へのアクセスを可能にするという意

味で、格付機関の役割をあげることができる¹⁶³。なぜなら、格付機関は、さまざまな金融商品に結合した信用リスクに関して、統一的かつ簡明な情報（格付）を提供することで、投資家と企業（発行者）との間に発生する情報の非対称性の解消に寄与しうるからである。この寄与は、多数の新たな金融商品の複雑さが増せば増すほど妥当し、ここでは格付機関は、投資家の情報コストを引き下げ、かつ金融商品の価格の透明性も改善させる¹⁶⁴。多数の小口投資家にとって信用リスクの詳細な分析はほとんど実用的ではなく、むしろ格付機関の格付による標準的で簡潔な信用度判定の方が、まさに事後の方向性を決める重要な要因になりうる。

他方、証券の潜在的な発行者の側でも、特定の投資家層の関心を得るために、潜在的投資家に対し、格付という客観性ある一定の内部情報を任意に提供することで情報の非対称性を引き下げることができる¹⁶⁵。このような「シグナリング」をもって、発行者は潜在的投資家に対し、債務者としての信用度や堅実さのシグナルを発することができる。この限りでは、格付は、金融資本市場における証券の発行のチャンスをも高める一種の証明書または品質保証スタンプとしての意味を有する¹⁶⁶。この証明書を付与するのも格付機関の役割の一つであって、その証明の品質段階では、投資適格または非投資適格の等級が使用される。この等級は、投資家の制度的需要に影響を与え、かつ投資の品質を判断する基準として利用されるので、格付によって不利な情報（非投資適格）が伝達される場合には、発行者に高額の資本コストを発生させる¹⁶⁷。このことは、一種の制裁メカニズムとして機能するともいわれる¹⁶⁸。このような格付機関の評価は、国家の監督および取締りにも重大な意義を有するが、外部格付の過度の依存については避けられる傾向にある。

2. 利益相反に係る格付機関の法的規制

EU では、2009年に格付機関規則¹⁶⁹が制定され、当該規則は2013年の第二

次変更規則¹⁷⁰によって変更を受けた。これらの格付機関の取締りに係る決定的な要素は、①格付機関に対する登録手続、②登録された格付機関に係る行為ルール、ならびに③欧州証券市場監督局による格付機関の監督の3点にある¹⁷¹。このうち、②の行為ルールに関して、EUの取締りでは、透明性の増加、独立性および格付プロセスの客観性が指向される以外にも、発行者支払モデルから生じる利益相反の回避のため、再証券化商品に係る格付契約の締結に際しては、格付機関に対し、原則として4年を超えて格付を表明することが禁止された（第二次変更規則6b条1項）。仕組み金融商品に係る格付について依頼したい発行者の側でも、相互に独立する少なくとも2社の格付機関に依頼する必要がある。さらに、職員の十分な独立性を確保するため、格付機関は、機関内部での適切な措置を通じて、格付プロセスに直接に関与した格付アナリストにつき、当該アナリストが自己の任務に関して適切な知識・経験を有することに配慮するほか、個々の格付アナリストに対する適切な段階的ローテーションシステムを導入する義務を負わされた（格付機関規則7条4項）。

もっとも、潜在的な利益相反の可能性は、とりわけ発行者支払モデルから生じる構造上の欠陥として認識されており、当該モデルの変更によって解決できると考えられたが、實際上、発行者支払モデルに代わる選択肢もないことから、さしあたり発行者支払モデルという事業モデルが維持されることになった。しかし、発行者支払モデルのネガティブな効果に基づく潜在的な利益相反のおそれは避けられないことから、利益相反が格付システムの不正確さを生じさせる以上、むしろ格付機関の独立性の強化することに重点が置かれた。前述のローテーションシステムのほか、格付機関には、利益相反を解消しかつ防止するのに有効な内部統制システムを構築し、運用しかつ記録することも義務づけられる（第二次変更規則6条4項）。しかしながら、全体としては、発行者支払モデルから生じる利益相反の回避または軽減に係る措

置は、その原因が格付市場での構造上の特殊性に関係している以上、規制当局の措置の有効性（Wirkmacht）も限定的にならざるをえない¹⁷²。そうであれば、本来的には発行者支払モデルを変更してはじめて利益相反も最小化できるように思われる¹⁷³。

3. 格付機関の民事責任

もっとも、最後に格付機関の民事責任については重要な課題として残される。第二次変更規則では、その35a条において明文の規定が導入されたが、もともと格付機関の側からすれば、これまで自己の判定は意見の表明または見解（opinions）にすぎず、したがって、規制当局からの介入や裁判手続からも保護されうるものであるとの認識であった¹⁷⁴。しかし、10億ドル相当の対価を伴う格付分析がわずか90分以内に作成されていた事実など、格付の作成に対する格付機関の注意があまりにも欠如していたことを示す事実が存在したことから、実務上の批判が大きく、この事実は規制当局にとっても無視できるものでなかった。そのため、現在では、明文をもって投資家または発行者は、格付機関が故意または重大な過失によって有責的に規則の付録 III 所定の違反行為を犯した場合には、発生した損害の賠償を求めることができるようになった。この意味では、当該民事責任の規定は、格付機関の取締りを強化し、かつ発展させたものとして理解できる。もっとも、この場合に損害賠償請求を発生させるには、投資家または発行者の側で、格付機関の義務違反が格付に及ぼした影響を証明する必要があるが、この証明は、事実上、ほとんど不可能ではないかとの疑義が呈されている¹⁷⁵。また、発行者は、格付機関の市場支配的地位に基づき、今後も格付機関を頼らざるをえないとすると、発行者は、将来の金融資本市場での取引のために少なくとも3社の格付機関のうち1社の格付を必要とするので、通常は訴えの提起を見合わせることも予想される¹⁷⁶。そうであれば、格付機関に対して民事責任の規定が導

入されたといっても、課題は払拭されておらず、今後の慎重な対応には留意する必要がある。しかしそうはいっても、格付が實際上投資決定の重要な根拠の一つとしてあげられるのは、格付機関により付与された優良な格付がしばしば事実上「勧誘的機能」を果たすからにはほかならず、この意味において有責的な違反行為に対し、格付機関に民事責任の規定が導入されたことの意義は小さくない¹⁷⁷。その詳細な検討は本稿の範囲を超えるので、別稿で改めて扱うことにする¹⁷⁸。

* 本稿は、JSPS 科学研究費補助金（基盤研究（C）：15K03234）ならびに平成29年度福岡大学推進研究プロジェクト（EU法の現代化に関する研究〔課題番号：167101〕）による研究成果の一部である。

注

¹ Vetter, Rechtsprobleme des externen Ratings, WM 2004, S. 1701.

² そのため、証券アナリストを含め、本稿が対象とする格付機関のレポートや発言等は、資本市場が動揺するほどの重みがあることもある（尾崎安史「証券アナリスト・格付機関の規制・責任」ジュリスト1235号51頁以下（2002））。

³ 格付機関の呼称につき、格付「機関」という用語は、あたかも公的機関を想起させるので、公的・非営利の機関として誤解されやすいとの指摘があるが（三井秀範〔監〕＝野崎彰〔編〕『詳説：格付会社規制に関する制度』（商事法務・2011）2頁および3頁の注1）、EUやドイツでは、（信用）格付機関（Credit Rating Agencies; Ratingagenturen）の用語を用いていることから、本稿でも、原文どおり「格付機関」の用語を使用する。

⁴ わが国の金融商品取引法では、信用格付の定義を設けており、信用格付とは、「金融商品又は法人（これに類するものとして内閣府令で定めるものを含む。）の信用状態に関する評価（以下この項において「信用評価」という。）の結果について、記号又は数字（これらに類するものとして内閣府令で定めるものを含む。）を用いて表示した等級（主として信用評価以外の事項を勘案して定められる等級として内閣府令で定めるものを除く。）をいう」と規定される（金商法2条34項）。他方、後述するEUの格付機関規則3条1項a)によれば、「格付とは、法人（entity）、負債（debt）または金融債務（financial obligation）、債務証券（debt

security)、優先株式 (preferred share) もしくはその他の金融商品 (other financial instrument) の信用度、またはこれら負債、金融債務、債務証券、優先株式もしくはその他の金融商品の発行者に係る信用度に関する意見をいい、確立されかつ定義された格付カテゴリーのランク付けシステムを用いて表明されるものをいう」と定義される。

⁵ Vgl. Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1701.

⁶ 金融危機の発生原因を正確に述べることは困難であるが、Blaurock, *Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkrise*, JZ 2012, S. 226, 227-228によれば、主として次の5つの原因があげられる。第一に、米国同時多発テロ事件（2001年9月11日）後における経済破綻への反動の結果として引き起こされた米国の不動産市場でのバブルの発生である。2005年以降は、米国の貨幣政策が制限的になり、利率も上昇した結果、不動産価格も低下し、抵当証券の価値も喪失された。第二に、リスクの正確な認識なく行われた債券の証券化、とりわけ仕組み有価証券の組成である。その背景には、高い利回りを求めて適切なリスクを値踏みできなかった投資家のリスク管理の機能不全があった。第三に、格付機関の誤った評価によって強化された金融商品のリスクの実現である。第四に、過度なボーナスの支給を受けるため、ハイリスクな成果を短期的に当て込んで作出された銀行経営者のインセンティブ報酬である。最後に、国境を超える国際的な金融取引への国内の監督当局の不十分な介入権限である。監督当局には、個々の金融機関の危機・倒産を生じさせうる金融システムに係るリスク全体の展望が欠如していた。

⁷ エンロンの破綻への経緯と格付会社の対応については、森田隆大『格付の深層』（日本経済新聞出版社・2010）168-169頁、淵田康之「米国における格付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ならびに石田真得〔編〕『サーベンス・オクスレー法概説』（商事法務・2006）5頁以下等を参照。

⁸ 日本経済新聞2009年10月28日夕刊5面。

⁹ 日本経済新聞2010年5月30日朝刊5面。

¹⁰ 黒沢義孝『格付会社の研究』（東洋経済新報社・2007）13頁。

¹¹ この観点については、Leyens, *Informationsintermediäre des Kapitalmarkts*, 2017, S. 3を参照。格付機関以外にも、決算監査士 (Abschlussprüfer) ならびに金融アナリスト (Finanzanalysten) があげられる。

¹² 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45頁、47頁以下(2008)によれば、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)』とされる者」をいい、証券市場で当該サービスを提供する者として「格付機関」を掲げる（また、黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣・2016）190-191頁も参照）。ここでは、

たしかに「民間企業にすぎない格付機関に市場のゲートキーパー的な公的役割を期待するのはおかしいのではないか」との疑義も呈されているが（渡辺信一「格付会社は市場のゲートキーパーか？」資本市場321号33頁（2012）、同「格付会社は市場のゲートキーパーか？—信用格付けの理論と現実」証券経済学会年報48号152頁（2013）、高橋正彦「証券化と格付機関規制」証券経済学会年報48号152頁（2013））、本稿では、民間による市場アクセスのコントロールという意味でゲートキーピングを理解し、かつこれを果たす者（ゲートキーパー）として格付機関を理解する。

- ¹³ 池田唯一＝齊藤将彦ほか〔編〕『逐条解説：2009年金融商品取引法改正』（商事法務・2009）16頁、日本経済新聞2009年10月28日夕刊5面。
- ¹⁴ このことを指摘する学説として、Deipenbrock, Der US-amerikanische Rechtsrahmen für das Ratingwesen – ein Modell für die europäische Regulierungsdebatte?, WM 2007, S. 2217; v. Schweinitz, Die Haftung von Ratingagenturen, WM 2008, S. 953 Fn. 2.
- ¹⁵ Sam Jones, When Junk Was Gold – Part 2, Fin. Times (London), Oct. 18, 2008, p. 16. “One analyst recalls rating a \$ 1bn structured deal in 90 minutes”.
- ¹⁶ Wefers/Bláske/Fechtner, Triple-Au für Standard & Poor’s, Börsenzeitung vom 12. 11. 2011, S. 8.
- ¹⁷ Berger/Stemper, Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern, WM 2010, S. 2289. 日本経済新聞2010年5月30日朝刊5面でも、リーマン・ブラザーズは破綻直前まで投資適格とされていた。
- ¹⁸ OLG Frankfurt/M., Urt. vom 28.11.2011 – 21 U 23/11, AG 2012, S. 182 = BB 2012, S. 215 = RIW 2012, S. 249 = WM 2011, S. 2360 = ZIP 2012, S. 293. 本件の評釈として、Theewen, EWiR § 23 ZPO 1/2012, S. 227; Däubler, Rechtsschutz gegen Giganten?, NJW 2013, S. 282を参照。本件の上告審として、BGH, Beschl. vom 13.12.2012 – III ZR 282/11, AG 2013, S. 131 = NJW 2013, S. 386 = NZG 2013, S. 348 = RIW 2013, S. 169 = ZIP 2013, S. 239を参照。その評釈として、Baumert, EWiR § 23 ZPO 1/2013, S. 363; Amort, BGH lässt erstmals Klage gegen ausländische Ratingagentur zu, NZG 2013, S. 859がある。本件の詳細については、拙稿「格付機関に対する損害賠償の訴えの国際裁判管轄—EU法およびドイツ法の視点から—」福岡大学法学論叢62巻3号540頁以下（2017）を参照。
- ¹⁹ 花井路代「格付機関の注意を欠いた不実表示に表現の自由の抗弁が認められず一穴の開いた米国憲法修正第一条の防波堤」NBL913号8頁（2009）および同「カルパス、不実表示により巨額の損害を被ったとして大手格付機関三社を提訴—訴えなければ弁明できない自身のフィデューシャリ責任」NBL910号8頁（2009）を参照。もっとも、修正第一条は、必ずしも信用格付機関の行うすべての業務について適用されるわけではないとの指摘もある（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・2012）101頁）。さらに、米国の状況については、弥永・前掲92-102頁、同「格付機関の民事責任」法学教室377号45頁（2012）のほか、山田剛志「格付会社への規制」金融商品取引法研究会（編）『金融商品取引法法の潮流』（日本証券経済研究所・2015）145-151頁、同「住宅ローンの証券化と関係者の法的責任に関する比較法的研究—格付機関の責任を中心に」住宅・金融フォーラム10号49頁（2011）、同「格付機関の規制」ジュリスト1412号64-66頁（2010）、久保田安彦「証券化市場規制と格付会社規制」企業と法創造6巻3号35頁（2010）、久保田隆「格付会社の規制について」国際商取引学会年報12号70頁（2010）、小立敬「米国SECの格付機関規制に関する最終規則および再提案」資本市場クォーターリー12巻4号170頁（2009）、同「日米欧の新たな格付機関規制の方向性」資本市場クォーターリー12巻3号35頁（2009）、同「サブプライム問題と証券化商品の格付—米国SECの格付機関規制の見直しとその背景」資本市場クォーターリー12巻1号13頁（2008）、石田（編）・前掲注（7）5頁以下、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）、坂田和光「米国における格付機関をめぐる議論について」レファレンス646号35頁（2004）、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）、尾崎・前掲注（2）49頁以下、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51頁（2001）等において紹介されている。なお、2006年の信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act 2006）については、高橋真弓「米国における信用格付機関改革法の制定（一）」南山法学31巻1・2号489頁（2007）を参照。

²⁰ なお、EU基本権憲章の施行以前でも、欧州司法裁判所によって表現の自由は不文の基本権として展開されていたことが知られている（EuGH, Rs. C-368/95, Slg. 1997, I-3689 - Familiapress）。

²¹ Witte, Verbot von Kreditratings für Staatsanleihen? Einige Überlegungen zu einer aktuellen Diskussion aus völkerrechtlicher und grundrechtlicher Perspektive, WM 2011, S. 2253, 2256.

²² Witte, a. a. O. (Fn. 21), S. 2256. もっとも、事実の主張については、たとえば言論報道の自由のように、基本法5条所定の別の基本権の保護領域に含まれるものもある。

²³ S&P Global Ratingsの2016年5月23日付の行動規範10頁7.1を参照。この行動規範については、https://www.standardandpoors.com/en_EU/delegate/getPDF?articleId=1810798&type=COMMENTS&subType=REGULATORYにおいて参照できる（2017年12月11日現在）。

²⁴ Witte, a. a. O. (Fn. 21), S. 2257.

²⁵ Witte, a. a. O. (Fn. 21), S. 2257.

²⁶ Witte, a. a. O. (Fn. 21), S. 2257. このことは、米国法の結論にも合致する。すなわち、U.S. District Court for the Central District of California, County of Orange v. The McGraw-Hill Companies,

d/b/a Standard & Poor's Ratings Services, Case no. SACV 96-0765は、カリフォルニアの地方公共団体である債券の発行者が支払不能になり、かつ数年にわたって債券を勧誘し続けた格付機関であるS&Pに対して訴えが提起された事案であるが、ここでは、格付があまりにも優良な結果になっていた点に非難が集中した。本件の裁判所は、当該訴えを棄却したが、これは、格付機関の格付は合衆国憲法修正第一条（言論の自由）の保護領域に含まれるという理由からである。この修正第一条は、機能的にはドイツ基本法5条の規定と同様であり、かつその内容、保護領域および制限からすれば、修正第一条と完全に等しいとされる。また、修正第一条に関して、特別目的法人の経営破綻と格付会社の責任が問題になった Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009) 事件も参照（本件につき、近藤光男＝志谷匡史〔編〕『新・アメリカ商事判例研究〔第2巻〕』〔志谷匡史〕（商事法務・2012）10頁以下）。

他方、ドイツの場合、意見を自由に発表する権利自体は、原則として基本法5条2項の一般法律の規定に基づき制限を受ける（Vgl. Deipenbrock, Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens, WM 2005, S. 261, 264）。

²⁷ Witte, a. a. O. (Fn. 21), S. 2257.

²⁸ 米国法の法的規律については、主として石田編・前掲注（7）3頁以下ならびに高橋・前掲注（19）南山法学25巻1号51頁以下および南山法学31巻1・2号489頁以下を参照した。そのほか、前掲注（19）に掲げられた文献も参照。

²⁹ 本法については、高橋・前掲注（19）南山法学31巻1・2号489頁以下を参照。

³⁰ 公認格付機関とは、いわゆる「全国的に認知されている統計的格付機関(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)」のことをいう。

³¹ 高橋・前掲注（19）南山法学31巻1・2号501頁。

³² 日本経済新聞2010年5月30日朝刊5面、日本経済新聞2010年8月27日朝刊27面。さらに、小立敬「米国における金融制度改革法の成立—ドッド＝フランク法の概要」野村資本市場クォーターリー—14巻1号127頁、145頁以下（2010）を参照。

³³ Deipenbrock, “Mehr Licht!”? – Der Vorschlag einer europäischen Verordnung über Ratingagenturen, WM 2009, S. 1165, 1168の指摘によれば、欧州委員会は、もともと格付制度の規制につき新たな立法提案の必要はないものとしていた（Europäische Kommission, Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005-2010), KOM (2005) 177 endg., S. 11-12）。

³⁴ 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、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リー—12巻3号134頁（2009）を参照。なお、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（2008）。

- ³⁵ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 16. 9. 2009, ABl. EG Nr. L 302/1 vom 17.11.2009.
- ³⁶ IOSCO 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月に改訂された。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（2003）および海外情報「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）を参照した。
- ³⁷ 海外情報・前掲注（36）48頁。たとえば大手の国際的格付機関であるS&Pでは、その行動規範において、IOSCOの「信用格付機関の基本行動規範」と整合している旨を宣言する（2016年5月23日付の行動規範・前掲注（23）3頁脚注（1）を参照）。
- ³⁸ 小立・前掲注（34）135頁。
- ³⁹ 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 Nr. L 145/30 vom 31.5.2011.
- ⁴⁰ 欧州証券市場監督局が、EUにおける単一の監督機関として、格付機関に対する監督任務を遂行するのに重要であると認識されている（たとえばDeipenbrock/Andenas, Regulating and Supervising Credit Rating Agencies in the European Union, International and Comparative Corporate Law Journal (ICCLJ), Volume 9 Issue 1, 2012, p. 1, 12）。
- ⁴¹ Deipenbrock, Die zweite Reform des europäischen Regulierungs- und Aufsichtsregimes für Ratingagenturen – Zwischenstation auf dem Weg zu einer dritten Reform?, WM 2013, S. 2289, 2290.
- ⁴² 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. EU 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.
- ⁴³ EU法への民事責任の導入については、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305頁以下（2016）においてすでに検討している。
- ⁴⁴ わが国の信用格付業者の規制については、池田＝齊藤ほか・前掲注（13）16頁、黒沼・前掲注（12）546頁以下および野崎彰「格付会社に対する規制の導入」商事法務1873号60頁（2009）を参照。また、改正金商法に係る政令および内閣府令につき、野崎彰＝徳安亜矢「格付会社規制に係る政令・内閣府令の整備」商事法務1890号13頁（2010）。さらに、黒沼悦郎「証券

法制の見直し」金融法務事情1903号38頁（2010）も参照。

⁴⁵ 野崎・前掲注（44）60頁。

⁴⁶ この問題点を指摘するものとして、橋本円「信用格付業者に対する規制」ジュリスト1390号90頁（2009）を参照。

⁴⁷ 欧州証券市場監督局の報告書によると、EUでは、2016年度は約92%の市場占有率である（Competition and choice in the credit rating industry: Market share calculation required by Article 8d of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies as amended, ESMA/2016/1662, 16.12.2016, S. 6の図表1を参照〔https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1662_cra_market_share_calculation.pdf〕2017年12月11日現在）。すなわち、S&Pは45%、ムーディーズは31.29%、フィッチは16.56%である。もっとも、このような状況から、格付市場の構造内で反対勢力を形成し、かつEUにおける金融資本市場の競争力を強化するため、2004年にドイツ産業連盟(BDI)が、新たな大規模の「ヨーロッパ格付機関(Europäische Rating-Agenture)」の創設を提唱したことがあったが(hib-Meldung, 054/2004 vom 3.3.2004, "Wirtschaft schlägt Etablierung einer europäischen Rating-Agentur vor"〔http://webarchiv.bundestag.de/archive/2008/0506/aktuell/hib/2004/2004_054/01.html〕において参照できる〔2017年12月11日現在〕)、資金面等の理由から、このプロジェクトは頓挫している。他方、これに代わり、欧州委員会では小規模格付機関のネットワーク化の理念が議論されたことがある(Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/10, Erwägungsgrund 50 und Art. 39 b Abs. 3。これについては、Meeh-Bunse/Hermeling/Schomaker, Ein europäisches Netzwerk kleiner Ratingagenturen – Eine mögliche Alternative zur gescheiterten europäischen Ratingagentur?, WM 2014, S. 1464を参照)。

⁴⁸ Vgl. Becker, Die Regulierung von Ratingagenturen, DB 2010, S. 941, 942; Wildmoser/Schiffer/Langoth, Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?, RIW 2009, S. 657; Blaurock, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?, ZGR 2007, S. 603, 606; Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1703; Witte/Hrubesch, Rechtsschutzmöglichkeiten beim Unternehmens-Rating, ZIP 2004, S. 1346, 1348。なお、Chiwitt, Zur Effektivität der Regulierung von Ratingagenturen, Corporate Finance 2014, S. 392, 401によれば、大規模な格付機関の支配力は、主として4つの要因に基づくという。すなわち、①規制の枠内で監督当局から格付機関に付与された特別な役割、②発行者および投資家にとって、必要な資源やノウハウを用意する必要がないことによる外部格付の利便性、③リスク評価に対する責任の転嫁の可能性、最後に、④格付市場の寡占構造、である。第二次変更規則でも、これらの要因に抜本的な変更が加えられなかったことから、「ビッグスリー」の支配力も制限されることはなかった。

- ⁴⁹ プラス記号およびマイナス記号は、主として S&P による区別であり、数字による付加記号は主としてムーディーズである。
- ⁵⁰ S&P Global Ratings のホームページ (https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home [2017年12月11日現在]) に掲載されている格付定義等を参照。
- ⁵¹ Witte/Hrubesch, a. a. O. (Fn. 48), S. 1347.
- ⁵² Wildmoser/Schiffer/Langoth, a. a. O. (Fn. 48), S. 658.
- ⁵³ Wildmoser/Schiffer/Langoth, a. a. O. (Fn. 48), S. 658.
- ⁵⁴ Wildmoser/Schiffer/Langoth, a. a. O. (Fn. 48), S. 658.
- ⁵⁵ Tönningsen, Die Regulierung von Ratingagenturen, ZBB 2011, S. 460.
- ⁵⁶ Tönningsen, a. a. O. (Fn. 55), S. 460.
- ⁵⁷ 格付トリガーとは、契約条項において格付を引き下げの場合に、たとえば利率の変更や増し担保請求または契約の終結のような特別な民事法上の効果が定められることをいう (Kumpan, Regulierung von Ratingagenturen – ein anreizorientierter Ansatz, in: Festschrift Klaus J. Hopt, 2010, S. 2157, 2160. さらに、Blaurock, a. a. O. (Fn. 48), S. 611; Witte/Hrubesch, a. a. O. (Fn. 48), S. 1348のほか、Habersack, Rechtsfragen des Emittenten-Ratings, ZHR 169 (2005), S. 185, 188 f.も参照)。
- ⁵⁸ Tönningsen, a. a. O. (Fn. 55), S. 460-461.
- ⁵⁹ たとえば Kumpan, a. a. O. (Fn. 57), S. 2157でも、格付機関は金融危機に対して責任を負う者の一人であるとする。
- ⁶⁰ わが国の改正金商法 2 条 34 号でも、格付は「金融商品又は法人の信用状態に関する評価の結果について、記号又は数字を用いて表示した等級をいう」と定義される。
- ⁶¹ Vgl. Wildmoser/Schiffer/Langoth, a. a. O. (Fn. 48), S. 657 f.
- ⁶² Becker, a. a. O. (Fn. 48), S. 941; v. Schweinitz, a. a. O. (Fn. 14), S. 953; Blaurock, a. a. O. (Fn. 48), S. 608; Habersack, a. a. O. (Fn. 57), S. 186; Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1701のほか、Möllers, Regulierung von Ratingagenturen – Das neue europäische und amerikanische Recht – Wichtige Schritte oder viel Lärm um Nichts?, JZ 2009, S. 861も参照。
- ⁶³ Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1701.
- ⁶⁴ 格付機関の情報仲介者としての分類は、Leyens, a. a. O. (Fn. 11), S. 3.
- ⁶⁵ Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1701.
- ⁶⁶ Wildmoser/Schiffer/Langoth, a. a. O. (Fn. 48), S. 657.
- ⁶⁷ 前掲注 (12) を参照。
- ⁶⁸ Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1702.
- ⁶⁹ 2016年 5 月 23 日付の行動規範・前掲注 (23) 10 頁 7. 2 を参照。

- ⁷⁰ Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1702.
- ⁷¹ OLG Nürnberg, Urt. vom 19.12.2001 – 12 U 2976/01 = ZIP 2002, 611.
- ⁷² Gietzelt/Ungerer, Die neue zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach Unionsrecht, GPR 2013, S. 333, 334 ff.
- ⁷³ 格付の定義については、黒沢・前掲注(10) 209-217頁において紹介されている。
- ⁷⁴ 三井＝野崎・前掲注(3) 4頁。なお、後藤昌平「格付会社のビジネスモデルと望ましい規制の在り方—信用格付の機能と限界」商学研究(東京国際大学大学院商学研究科) 25号 4頁(2014)では、さらに情報の生産コストの効率化および情報のスクリーニング機能も掲げる。
- ⁷⁵ Gietzelt/Ungerer, a. a. O. (Fn. 72), S. 334.
- ⁷⁶ Gietzelt/Ungerer, a. a. O. (Fn. 72), S. 334. 投資家との関係でも、格付機関は、自己の評判に基づき、信用度評価の正確性を投資家に信頼するよう仕向けるので、証明書付与機能を有している(Haar, Haftung für fehlerhafte Ratings von Lehman-Zertifikaten - Ein neuer Baustein für ein verbessertes Regulierungsdesign im Ratingsektor?, NZG 2010, S. 1281, 1283)。
- ⁷⁷ なお、平成20年12月17日付の「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」2頁でも、「信用格付は、投資者が投資判断を行う際の信用リスク評価の参考として、金融・資本市場において広範に利用されており、投資者の投資判断に大きな影響を与えている。このような格付を付与し、利用者に対して幅広く公表・提供している格付会社は、金融・資本市場における情報インフラとして重要な役割を担っており、それに応じた適切な機能の発揮が求められる」と指摘される。周知のように、この報告を背景に、わが国の金融商品取引法にも、「信用格付業者」に関する規制が導入された(金商法66条の27以下)。
- ⁷⁸ これに対し、金融機関や銀行等による信用供与を求める顧客の信用度調査は内部格付といわれ、信用供与に係る決定の根拠として利用される。この信用度調査は、通常の場合、内部での固有の目的のためにのみ作成され、一般にアクセスできるものではない。
- ⁷⁹ Gietzelt/Ungerer, a. a. O. (Fn. 72), S. 335.
- ⁸⁰ 格付機関が、自己の評価に際して使用するモデルや方法、基本的前提事項等を公表しなければならない点に格付機関規則の重要な改革があったとされる(Zimmer, Rating-Agenturen: Reformbedarf nach der Reform, in: Festschrift Klaus J. Hopt, 2010, S. 2689, 2697)。
- ⁸¹ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/6-7, Erwägungsgrund 27.
- ⁸² Witte/Henke, Status quo der Regulierung nach der neuen Rating-ÄnderungsVO, DB 2013, S. 2257, 2259.
- ⁸³ Blaurock, a. a. O. (Fn. 48), S. 604.
- ⁸⁴ Habersack, a. a. O. (Fn. 57), S. 203; Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1705; Witte/Hrubesch, a. a. O. (Fn. 48), S. 1349のほか、Arntz, Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber fehlerhaft bewerteten

Staaten und Unternehmen, BKR 2012, S. 89, 90 f.; Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl., 2013, S. 611-612; Plück/Kühn, Ratingagenturen – Grundlagen und Umfang der Haftung gegenüber Auftraggebern und Dritten, in: Achleitner/Everling, Rechtsfragen im Rating, 1. Aufl., 2005, S. 241を参照。

⁸⁵ v. Schweinitz, a. a. O. (Fn. 14), S. 956.

⁸⁶ ドイツ民法675条が準用する、委任に関する規定の665条では、「委任者が実情を知っていれば自己の指図に従わないことを是認したであろう事情が受任者において認められるときは、受任者は、委任者の指図に従わないことができる。受任者は、遅延により危険を生ずるおそれがないときは、あらかじめ受任者に通知をし、その決定を待たなければならない」と規定される。この規定によって、委任者は、委任事務の執行の具体的内容および受任者の活動を指図によって決定する権利を有する（本条の訳文については、右近健男〔編〕『注釈ドイツ契約法』〔今西康人〕（三省堂・1995）489頁を参照）。

⁸⁷ Arntz, a. a. O. (Fn. 84), S. 90.

⁸⁸ Arntz, a. a. O. (Fn. 84), S. 90.

⁸⁹ Arntz, a. a. O. (Fn. 84), S. 90.

⁹⁰ Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1705.

⁹¹ Witte/Hrubesch, a. a. O. (Fn. 48), S. 1349.

⁹² 当該情報は、有価証券取引法（WpHG）上の内部者情報としての性質も有することに留意されなければならない。なぜなら、格付機関は、格付プロセスにおいて大量の機密情報へのアクセスを受けられるが、格付機関による情報の要求は、場合によっては発行者の開示義務を超えるものでもありうるので、当該情報はインサイダー情報と同一であると考えられるからである。（Stemper, Marktmissbrauch durch Ratingagenturen?, WM 2011, S. 1740, 1741）。

⁹³ Vgl. Blaurock, a. a. O. (Fn. 48), S. 604; Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 613-614; Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1702. なお、はじめて格付を受ける場合には、約8週間ないし12週間の期間を要するとされる（Schuler, Regulierung und zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen, 2012, S. 29）。

⁹⁴ Vgl. Blaurock, a. a. O. (Fn. 48), S. 605; Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 613; Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1702.

⁹⁵ Habersack, a. a. O. (Fn. 57), S. 198-199; Möllers, a. a. O. (Fn. 62), S. 865-866.

⁹⁶ Habersack, a. a. O. (Fn. 57), S. 198-199; Möllers, a. a. O. (Fn. 62), S. 866.

⁹⁷ Möllers, a. a. O. (Fn. 62), S. 866.

⁹⁸ Möllers, a. a. O. (Fn. 62), S. 866.

⁹⁹ Möllers, a. a. O. (Fn. 62), S. 866.

¹⁰⁰ Möllers, a. a. O. (Fn. 62), S. 866.

¹⁰¹ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 610; Habersack, a. a. O. (Fn. 57), S. 200. なお, Vetter, a. a. O. (Fn. 1), S. 1704は、格付は一定の時点で表明される将来を指向した予測の一つであるとする。

¹⁰² Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 610.

¹⁰³ 米国では、格付機関が作成しかつ公表した依頼格付に関して、依頼格付は、意見の表明であるが、依頼格付が諸要因の分析と評価の実施に依拠する限り、検証可能であり、また必要な注意を払って作成されなければならないと判示した事案も存在する (United States District Court Southern District of New York, Abu Dhabi Commercial Bank vs. Morgan Stanley, 08 Civ. 7508 (SAS), August 17, 2012, p. 35)。本件では、格付につき、「格付は事実を基礎にした意見 (fact-based opinions) として理解されるべきである。格付機関が格付を発行する場合、その格付は、単に当該格付機関の裏付けのない意見の表明ではなく、むしろ格付機関がデータを分析しかつ評価を行い、その信用度に関して事実を基礎にした結論に達したことの表明である」という。

¹⁰⁴ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 611.

¹⁰⁵ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 611.

¹⁰⁶ 第二次変更規則 1 条 3 項 w) では、「格付見通しとは、格付が短期的、中期的またはその両方において展開する方向の蓋然性に係る意見の表明をいう」と規定する。格付見通しには、通常、「クレジット・ウォッチ (Credit Watch)」といわれる、企業の格付が見直される状況のなかで短期的に当該格付が変更される可能性のある状態も含まれる (Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 616)。

¹⁰⁷ Vgl. Witte/Henke, a. a. O. (Fn. 82), S. 2258.

¹⁰⁸ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/9-10, Erwägungsgrund 42 und 45.

¹⁰⁹ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/9, Erwägungsgrund 44.

¹¹⁰ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/9, Erwägungsgrund 44.

¹¹¹ 連邦通常裁判所の判例によれば、外国債券の購入に際して、銀行が顧客に助言する場合、銀行は格付の存否に関して情報を入手しなければならない、もし格付がない場合には、その旨について指摘し、指摘がなければ、銀行は顧客に損害賠償義務を負うとされた (BGH, Urt., vom 6.7.1993 – XI ZR 12/93 (Celle), NJW 1993, S. 2433)。したがって、裁判実務でも、格付に依存または重視していた姿勢が窺われよう。

¹¹² Deipenbrock, Das europäische Modell einer Regulierung von Ratingagenturen – aktuelle praxisrelevante Rechtsfragen und Entwicklungen, RIW 2010, S. 612, 613の指摘によれば、格付機関自体が「規制当局者として就任すること」を制限し、金融システムに組み込まれた格

付機関の意義を長期的に緩和するため、金融市場は格付から「解放」されなければならない、さらに、その「格付に対する信頼」も崩壊させなければならない。そうすることで、格付を付与された債券にのみ投資するという金融市場で確立された行動が柔軟化するという。

- ¹¹³ Financial Stability Board (FSB), Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, 27.10.2010, p. 1, 2 Principle I and II (http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1 [2017年12月11日現在])。この金融安定化理事会の諸原則は、2010年11月のソウルにおけるG20サミットによって承認された(小立敬「格付け依存の是正を求める金融安定理事会」野村資本市場クォーター2011年冬号1頁 [<http://www.nicmr.com/nicmr/report/backno/2011win.html>] 2017年12月11日現在)。
- ¹¹⁴ 自己資本比率の算定に係るリスク測定手続に関して、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)の提案(信用リスクに係る標準的手法の見直し[Revisions to the Standardised Approach for credit risk])でも、2020年1月1日までに、格付機関の監督目的に合致する、EUの銀行監督上の外部格付の依存低減に向けた方向転換が定められた(Bauerfeind, Das externe Rating unter Basel IV – Eine Analyse der neuen Due-Diligence-Prüfung, WM 2016, S. 1528)。
- ¹¹⁵ なお、ドイツでは、2014年に「格付の依存の軽減に関する法律(Gesetz zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings vom 10.12.2014, BGBl. I, Nr. 59, S. 2085)」が制定され、有価証券取引法や信用制度法等の改正がなされている。これについては、政府草案の段階のものであるが、Roth, Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings, GWR 2014, S. 317 ff.を参照。
- ¹¹⁶ Europäische Kommission, Pressemitteilung v. 15. 11. 2011 (IP/11/1355), “Kommission verlangt fundiertere Ratings”, S. 1.
- ¹¹⁷ Arntz, Strengere Regeln für Ratings: Die neue Verordnung über Ratingagenturen, ZBB 2013, S. 318, 322.
- ¹¹⁸ これについては、「銀行自己資本に『景気循環増幅効果』が追い打ち」(<http://jp.reuters.com/article/idJPJAPAN-37020120090317> [2017年12月11日現在])が参考になる。すなわち、「景気悪化に伴う融資先企業の業績不振が格付けの低下を招き、大手銀の自己資本をき損させるメカニズムに金融界の注目が集まっている。…融資先企業の格付けがダウン・グレードすればするほど、リスクウェイトは上昇し、正常先から1ランク落ちた要注意先になると100%を超えてしまう」とされる。
- ¹¹⁹ これについては、金融庁/日本銀行「バーゼル委市中協議文書・外部格付への過度の依存の見直し」(2010年1月)2頁を参照(<http://www.fsa.go.jp/inter/bis/20091217/05.pdf#search=%27%20cliff+effect%27>において参照できる [2017年12月11日現在])。
- ¹²⁰ 第二次変更規則の検討理由第9号でも、金融機関はもっぱらまたは自動的に格付を信用すべ

きものではなく、固有のパラメーターとして信用度評価のために外部格付に依存するものではないことが指摘される。

¹²¹ Vgl. Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 320.

¹²² Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 320.

¹²³ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 321.

¹²⁴ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/7, Erwägungsgrund 30.

¹²⁵ Möllers/Wecker, Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union, ZRP 2012, S. 106. なお、拙稿「格付機関の歴史的生成過程」福岡大学法学論叢61巻3号20-21頁（2016）も参照。

¹²⁶ Vgl. Assmann, in: Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), WpHG, 6. Aufl. 2012, §17 Rdn. 2; Hirte/Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., 2014, § 17 Rdn. 2.

¹²⁷ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 603.

¹²⁸ もし従前よりも低い格付が付与された場合、その後に及ぼす影響は小さくない。たとえば2003年2月に、ドイツのティッセンクルップ社は、有力な根拠なく、S&Pによって年金債務(Pensionsverpflichtungen)が従前の格付よりも低く評価されたが、これは、結果として同社の債券が「がらくた(Ramsch; junk bonds)」として評価されることにつながった。この評価により、同社には1年につき、3,000万ユーロの追加の利息コストが発生したとされる。さらに、投資ファンドの多数の運営者に対し、運営者の運用指針から同社の債券を投げ売りさせたほか、同社の株相場も一時的に7,5%下落した事実が認められた。しかし他方で、同社が2年以内に負債を約40億ユーロ縮小させた事実については、考慮されないままであったという(Däubler, Rechtskontrolle von Rating-Agenturen?, KJ 2012, S. 18, 19)。

¹²⁹ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 603. 発行者にとって信用度格付が良ければ、資金調達コストも低くなるという関係は、金融資本市場の参加者が信用度格付の正確性に信頼を置くことが前提である(Vgl. Gomille, Der europäische Regulierungsansatz für Bonitätsratings, GPR 2011, S. 186)。

¹³⁰ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 603.

¹³¹ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 603.

¹³² 市場参入障壁を伴うこの効果を認識する見解は多い。たとえば Deipenbrock, a. a. O. (Fn. 41), S. 2292; Deipenbrock/Andenas, a. a. O. (Fn. 40), pp. 6; Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 604-605; Haar, a. a. O. (Fn. 76), S. 1282; Kumpan, a. a. O. (Fn. 57), S. 2163 (Fn. 37)のほか、さらに、Deipenbrock, Die notwendige Schärfung des Profils – das reformierte europäische Regulierungs- und Aufsichtsregime für Ratingagenturen, WM 2011, S. 1829, 1831; Haar, Das deutsche Ausführungsgesetz zur EU-Rating-Verordnung – Zwischenetappe auf

dem Weg zu einer europäischen Finanzmarktarchitektur, ZBB 2010, S. 185, 186; Kontogeorgou, Externes Rating und Anlegerschutz im Spiegel der neuen Verordnung (EU) Nr. 462/2013, DStR 2014, S. 1397; Lerch, Ratingagenturen im Visier des europäischen Gesetzgebers, BKR 2010, S. 403等を参照。

¹³³ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 605.

¹³⁴ 格付がいわば公共財（öffentliches Gut）であるとする、格付の対価を支払う用意のある投資家を見出すのはほぼ困難であるし、多数の市場参加者の側でも、現在、「発行者支払モデル」に代わる選択肢は存在しないとの認識である（Amort, Haftung und Regulierung von Ratingagenturen – Ansätze einer Krisenprävention, EuR 2013, S. 272, 282）。

¹³⁵ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/1, 3, Erwägungsgründe 1, 10, 12. なお、発行者支払モデルという従来の格付機関の事業モデルが依然として存続している状況は、あたかも「生徒が自己の採点に対し教師に金銭を与え、これが教師の自由な選択のもとで行われる」状況であると指摘される（Cortez/Schön, Die neue EU-Verordnung über Ratingagenturen, Kreditwesen 2010, S. 226, 228）。

¹³⁶ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/3, Erwägungsgrund 10.

¹³⁷ 格付機関規則の制定後に学説から述べられたのは、創設された利益相反に係る規制は、利益相反を防止する性質のものではなく、利益相反を引き下げのに有効であるということであり、（世話になった人のことは、ほめるものだ[wes' Brot ich ess', des' Lied ich sing']との Motto一からすると）企業が格付の作成を格付機関に依頼する限りでは、潜在的な利益相反は存在し続けるということである（Vgl. Möllers, Von Standards zum Recht – auf dem Weg zu einer Regulierung der Ratingagenturen in Europa und den USA, ZJS 2009, S. 227, 231）。

¹³⁸ Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 619.

¹³⁹ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 326.

¹⁴⁰ 2009年格付機関規則では、単に格付アナリストや格付機関の職員等によって生じうる利益相反に限り扱われたにすぎなかった。

¹⁴¹ 格付機関の資本または議決権の少なくとも10%を保有する格付機関の持分保有者または社員が、被評価企業および当該企業に結合した第三者等の、資本または議決権の少なくとも10%を保有するか、もしくはその経営機関または監督機関の構成員である場合、もしくはその反対の場合において、格付機関は格付を表明することが禁止される。

¹⁴² Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 326.

¹⁴³ Bauer, Strengere Anforderungen für Ratingagenturen nach der neuen ÄnderungsVO, BB 2013, S. 363, 364.

¹⁴⁴ もっとも、Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 327では、ローテーション義務が期待どおりに発行者支

払モデルに関連する利益相反を軽減するかどうかは疑わしいと指摘される。

¹⁴⁵ Blaurock, Neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen, EuZW 2013, S. 608, 609.

¹⁴⁶ Blaurock, a. a. O. (Fn. 145), S. 609.

¹⁴⁷ Blaurock, a. a. O. (Fn. 145), S. 609; Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 622.

¹⁴⁸ Blaurock, a. a. O. (Fn. 145), S. 609; Göres, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, a. a. O. (Fn. 84), S. 622.

¹⁴⁹ Blaurock, a. a. O. (Fn. 145), S. 609.

¹⁵⁰ Blaurock, a. a. O. (Fn. 145), S. 609; Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/3-4, Erwägungsgrund 13.

¹⁵¹ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 327.

¹⁵² Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 322.

¹⁵³ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 323.

¹⁵⁴ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 323.

¹⁵⁵ Vgl. Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 323.

¹⁵⁶ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 323.

¹⁵⁷ Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 323.

¹⁵⁸ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/3-4, Erwägungsgrund 11.

¹⁵⁹ ただし、記録されなかった場合の法律効果については定めがなく、したがって、当該規定は、小規模格付機関の競争全般を改善するには、かなり「引込み思案 (zaghafter)」であると指摘される (Arntz, a. a. O. (Fn. 117), S. 323)。

¹⁶⁰ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 396.

¹⁶¹ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 396-397. なお、情報の入手と消化には相当なコストが発生する結果、公共財に係る非排除性の原則 (Prinzip der Nicht-Ausschließbarkeit) に基づく不可避免的な便乗者問題 (Trittbrettfahrerprobleme) も生じうる。投資家のような個々の経済主体は、他人が財物 (情報) の調達に要するコストを引き受ける場合、その経済主体には、当該財物をみずから調達するか、またはその利用に対して対価を支払うインセンティブは存在しないので、情報の入手と消化にあまりコストをかけない傾向がある (Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 397)。

¹⁶² Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 397.

¹⁶³ 金融資本市場で活動する資金受入者と資金提供者との間での情報の非対称性の解消が格付機関の主要な役割であるが、この解消は、市場参加者にとって取引コストおよびエージェンシーコストの低下を意味し、結果として金融資本市場の機能を促進させるものである (Kontogeorgou, a. a. O. (Fn. 132), S. 1404)。

¹⁶⁴ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 398.

¹⁶⁵ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 398.

¹⁶⁶ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 398.

¹⁶⁷ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 398.

¹⁶⁸ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 398.

¹⁶⁹ Verordnung (EG), a. a. O. (Fn. 35), ABl. EG Nr. L 302/1.

¹⁷⁰ Verordnung (EU), a. a. O. (Fn. 42), ABl. EU Nr. L 146/1.

¹⁷¹ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 399.

¹⁷² Deipenbrock, a. a. O. (Fn. 41), S. 2294.

¹⁷³ Deipenbrock, a. a. O. (Fn. 41), S. 2294. もっとも、森谷智子「証券化商品市場における格付機関の適切な行動」嘉悦大学研究論集56巻1号26頁以下（2013）では、他の代替案として、①発行体と投資家の両者が格付手数料を支払うモデル（Pay from Deal Proceeds and Secondary Market Transaction Fees）や、②政府や規制機関が設立したファンドによる格付機関への支払いモデルが紹介されている。EUでも、②のモデルに関連して、新たな大規模の「ヨーロッパ格付機関」の創設が提唱されたことがあったが、資金面等の理由からこのプロジェクトは頓挫し、これに代わり、小規模格付機関のネットワーク化の理念が議論されたことがある（脚注（47）を参照）。なお、渡辺・前掲注（12）証券経済学会年報48号156頁でも、米国の報告書を参考に具体的に7つの代替モデルが紹介されているが、格付会社のインセンティブを損なうこと、長期的に維持可能なビジネスモデルであるかどうかが判然としない等の問題点が指摘されるという。そうであれば、いまだ適切な代替案の発見にはいたらず、さしあたり、発行者支払モデルを前提にせざるを得ない側面がある。

¹⁷⁴ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 400.

¹⁷⁵ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 401.

¹⁷⁶ Chiwitt, a. a. O. (Fn. 48), S. 401.

¹⁷⁷ したがって、わが国でも、証券化に対する市場の信認を回復するという目的に照らせば、明文による損害賠償規定を置くことが望ましい（橋本・前掲注（46）91頁）。そのためにも、EU規則を参考にわが国に格付機関の民事責任論の導入を検討する意義は大きい（なお、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152-153頁（2014）では、具体的に6つの要件を定立し、投資家の自己決定の基盤を確保するための「情報提供義務違反」として、格付機関の不法行為責任を構成している）。黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第6版〕』（日本経済新聞出版社・2015）237頁でも、今後の議論の深化が期待されるとする。

¹⁷⁸ これについては、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477頁以下（2011）ならびに同・前掲注（43）305頁以下を参照。