

格付会社に対する公的規制の枠組み

岡 東 務

Abstract

The financial crisis that started in the United States in 2007 has had a significant impact on the financial and capital markets in countries around the world. There was no exception of Japan. Since then, it is urgent that countries around the world work together actively to stabilize the financial system and to strengthen the financial system. Especially it was recognized the necessity to reform and officially regulate the credit rating system in some ways.

Based on the recognition of these problems, the First Subcommittee of the Sectional Committee on the Financial System of the Financial System Council held five sessions of deliberations beginning in October in 2008 on ways to build market infrastructures that are fair and transparent and provide a high level of diversity and convenience.

The outcome of the deliberations held by the First Subcommittee is to put in place an appropriate institutional framework.

After the preparations to make the bill to reform credit rating agencies, Financial Services Agency (FSA) submitted to the Diet the Bill for Partial Amendment of the Financial Instruments and Exchange Act in March 2009. After seven sessions of deliberations beginning in April the Bill for partial Amendment was formed in June 2009. After that a series of Cabinet Office Ordinance relating to the Bill were amended. In April 2010 the Amendment of the Financial Instruments and Exchange Act, which was put in force, has established a registration system of Credit Rating Agencies (CRAs).

CRAs are expected to make efforts to recover the reliabilities from investors and other relations and to play fairly and transparently roles “submitted” in the capital markets under the new scheme.

1 はじめに

資本市場のインフラの1つと考えられている信用格付業務を担っている格付機関（以下原則として「格付会社」と呼ぶ）^(注1)に対する公的規制法（正式には「金融商品取引法等の一部を改正する法律」）が平成21年6月17日の第171回衆議院本会議で成立した。それからほぼ1年を経た同22年4月に施行時期を迎えた。本稿は、日本における格付制度の誕生から、公的規制の必要性が議論され始めた背景、金融審議会などでの議論の具体的な内容や国会での審議内容を整理したうえで、公的規制の目的を確認すること、公的規制が必然的にもたらす格付会社に対する影響、そしてそれが格付会社の役割と機能にどのような変化をもたらすのかを研究することを目的としている。さらに研究目的を具体的にいえば資本市場の信頼を失った格付会社が公的規制を経て、格付会社に本来期待されている役割と機能を取り戻し、資本市場の信頼を得ることができのかどうかを展望することでもある。

2 格付制度の概要

(1) 格付けの定義

格付けとは、その対象となる財やサービスに対する相対的な比較あるいは優劣を表すと考えられる。わが国では江戸時代からあるいはおそらくそれ以前から米などの作物にも格付けが用いられてきたが、本稿では格付けを、政府や企業などの発行体（以下「発行体」と呼ぶ）が発行する債券あるいは発行体自身の信用力、すなわち債券あるいは発行体が有する債務等の返済能力の有無あるいはその程度を表す尺度として定義する。

本稿で格付けと言うとき、債券格付けあるいは発行体格付けを意味することになるが、いずれの場合も特に断りのない限り単に格付けという用語を使用していくことにする。

格付けは、アルファベットや数字を組み合わせた記号とその記号の背景となった事由などを説明した文章情報からなる。

(2) 格付けの意義

記号と文章情報からなる格付けは、発行体が資金調達を行う際に、資本市場において事実上不可欠な要素、換言すれば資本市場が資金配分を円滑に行っていくためのインフラの一種と考えられているからである。一般的に言って、資本市場では発行体と投資家の間には、情報の非対称性が存在する。発行体は自らの投資価値を正確に認識し、またそれを裏付ける豊富な情報を持っているのに対して、投資家は発行体について限られた情報しか持っていない。両者の間には明らかに情報量に差がある。格付けは、部分的であるにせよこの差を解消し、投資家の投資意思決定に貢献する役割を担っているからである。

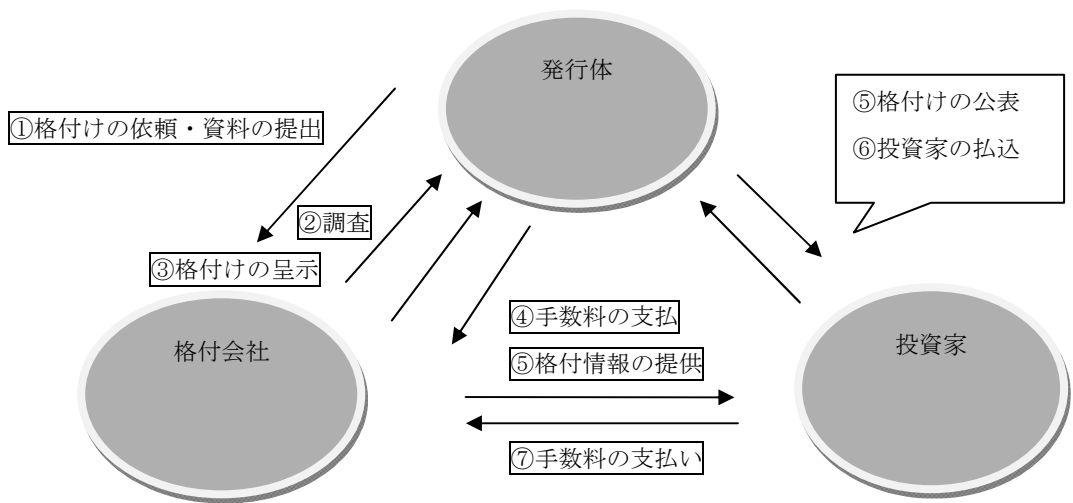
また発行体が債券等を発行する際に、証券会社はその仲介を行うが、証券会社は発行体に対して格付けの取得を促すからである。これには2つの理由が考えられる。1つは、投資家を広く募る公募債券の場合には、円滑に販売していくために欠かせないからであり、もう1つの理由は、証券会社が引受責任を遂行するためである。証券会社は引受にあたって発行体の適格性を審査することが義務付けられている。発行体が格付けを取得していることを確認することは引受責任の一環であると考えられる。

ただし、後述するように格付けは発行体の信用力についての情報であり、債券等の流動性については何も語ってはいないことに十分注意する必要がある。

(3) 格付けの手順

次に格付けの仕組みを具体的に説明するために、格付けの手順を次に示そう。格付けの仕組みや手順は技術的な問題と言えるが、実は格付けと格付会社に対する批判の多くが内在している。問題の所在を整理するために発行体、投資家及び格付会社の三者の相互の関係と手順を次に示す。

図表 1 格付けの仕組み及び手順



まず、発行体は複数ある格付会社の中から選択し、格付取得の意思を伝える。同時に調査に必要な資料を提供する。また提出後、格付会社は図表では省略しているが発行体幹部と面談を行う。格付会社は調査資料を作成し、それをもとに社内の格付委員会で機関決定を行い、発行体に伝える。

発行体が提示された格付けを受け入れると、その格付けをもとに具体的な起債に進む。並行して発行体は格付手数料を支払う。一方、投資家は公表された格付けをもとに購入するかどうかの判断を行う。その後、格付会社は債券等の償還期限まで発行体の信用状態について追跡調査し、発行体の信用状態の変化に応じた格付け変更などの行動をとる。

これまでに説明した格付けの仕組みあるいは手順の中に、格付批判の的となった問題が内在しているということはすでに説明したが、具体的に格付けの仕組みのどこに問題があったのかを改めて整理し、今後の議論の出発点とすることにした。^(注2)

(4) 格付けの仕組み及び手順に伴う諸問題

この格付けの仕組み及び手順を前提に批判されたあるいは議論となった問題点を挙げてみる。

- ①格付会社の選択は発行体の自由である。自らに有利と判断した格付会社を選択できる。一方、格付会社は日米ともに複数存在するが、米国では事実上大手2社による複占状態にあり、競争が十分に行われていないのではないかと批判がある。格付会社の指定ないし登録の仕方に問題はなかったか。
- ②依頼時に、発行体は極秘資料も併せて提供するので、格付会社はその取扱いに関して厳重な管理責任を負う。極秘の資料は当然のこととして監査を受けていないと思われるから資料の質が必ずしも担保されているわけではないという指摘がある。
- ③格付けアナリストは担当会社の格付け作業を長期間継続するため、発行体と馴れ合いになっているのではないかと。またアナリストがコンサルタント業務と誤解されるような業務を行っているの

ではないか。格付けと営業の間に隔壁を設けること、アナリストのローテーション制を導入する必要があるのではないか。

- ④格付会社の収入は、発行体からの手数料に大きく依存しているため、深刻な利益相反が存在するのではないか。

おおむね以上の4点が格付会社を巡る議論にしばしば登場してくる諸問題である。

3 法的規制の背景

(1) 歴史的背景

格付会社は20世紀初頭の米国において、資本市場からの要請などを背景に自然発生的に誕生した。しかしその後永らく格付け及び格付会社は一部の市場関係者を除いて世間の注目を集めることはなかった。1970年前後になって、インフレの高進により債券価格の変動が起きたことに伴って、債券投資が活発になり、格付けの役割と機能が信用リスクの違いをほぼ正確に反映することが広く知られるようになってから、発行体は手数料を払って格付けを取得するようになり、格付会社の経営は安定するようになった。それまでは格付会社は発行する雑誌の購読料が主な収入源だった。

(2) グローバルな発展

1980年代に入って、資本市場は国境の壁を越えて拡大し始めた。グローバルな資本市場の成立である。資本市場がニューヨークだけではなく、ロンドン、フランクフルト、東京など世界の主要都市でも機能し始めた。それに伴って、米国内にとどまっていた格付会社の営業地域が東京など各地に拡大し、資本市場のグローバル化が進展し始めた。日本では、1985年、米国勢の格付会社の進出に合わせて、銀行・証券系、機関投資家系、マスコミ系の3社が設立された。

(3) 規制・監督の導入

格付けは、格付会社が自らの判断で出す「意見」であるとの考え方を背景に、当局の規制・監督にはなじまないとの意見が強かった。しかし、日本に限らず、欧州においても格付けの意味や役割・機能についての正確な理解が定着しないまま、格付けがひとり歩きを始めた感があった。投資家は投資判断に際して格付けを唯一の尺度とするまでになった。2001年に起きた米国のエネルギー大手、エンロンの破たんが格付会社不信を招き、議会や証券取引委員会(SEC)を中心に本格的な規制論議が高まっていくなかで、格付けを活用した証券化商品が隆盛を極めることになった。証券化商品を組成するアレンジャー(組成者)の要請が殺到するなかで、格付会社は自らの調査・判断能力を十分に認識することなく格付けを付与し続けた結果、金融危機の引き金を引くことになった^(注3)。ここに至って、日本においても格付会社に対する公的規制の導入はもはや避けられなくなった。

4 金融審議会の審議内容

格付会社の規制の枠組みについて5回にわたって開催された金融審議会でのどのような審議がなされたのかを紹介する。

(1) 第53回金融審議会金融分科会第一部会

① 金融庁による説明

金融審議会において格付会社を巡る議論が始まったのは、2008（平成20）年10月15日に開かれた第53回金融分科会第一部会(部会長池尾和人慶応大学教授)である。同部会ではまず、金融庁三井企業開示課長（以下「企業開示課長」と略す）から説明資料『格付会社を巡る状況について』^(注4)に沿って次のような説明が行われた。

説明された要点は次のとおりである。

- ・わが国では、現在(当時)、格付会社に対する規制・監督・検査は存在していない。
- ・あるのは開示会社が格付けを利用できることや、銀行・証券会社などの自己資本比率規制などにおいて一定の格付けを利用するという制度である。
- ・昨今のサブプライム問題を受けて、2007年11月及び2008年6月に金融市場戦略チームが報告書を公表した。そのなかで、格付けが1つの論点となった。
- ・国際的な動向では、G7や証券監督者国際機構（IOSCO）で議論がなされている。
- ・米国では2006年に法律が成立し、正式な規制・監督・検査の制度が導入されている。
- ・欧州では、日本と同様、規制・監督・検査の制度はない。しかし今年（2008年）7月には、経済財務相理事会は登録制度を導入すると決議している。

続いて日本における格付けの制度について次のような説明がなされた。前述のとおり開示会社が格付けを利用できるとは、社債を発行するときに取得した格付けを開示書類に記載するといったことができる、あるいは銀行・証券会社等の財務内容の監督に格付けを使用している現状がある。

金融市場戦略チームの2007年の第一次報告書について具体的に説明がされた。

- ・格付ビジネスに利益相反の可能性が内在していたのではないかと。
- ・証券化商品に格付けをつける場合にモデルが利用されているが、そのインプットやモデル自体、あるいはその結果など、モデルの内容等についてのディスクロージャーや検証がなされていたかどうかといった点。
- ・格付けに必要なデータを、かつ信頼性のあるデータを十分にアレンジャーから入手していたかどうか。
- ・投資家は格付けの意味について十分に理解していたのかどうかといった点について疑義がある。

金融市場戦略チームの2008年の第二次報告書においても同様の提言がなされている。同報告書では、国際的な動向を見ながら、調和的な規制・監督の方策について検討することが書かれている。

それを受けて、2008年7月には渡辺喜美金融担当大臣から、格付会社について登録制度を含め国

際的に整合的な公的規制の枠組みの検討を事務方に指示したと正式な発言があり、格付会社に対する規制の検討が事務当局で始まった。

企業開示課長の説明は続く。

同年 4 月に金融安定化フォーラム（FSF）が発表した報告書の内容にも触れておくことは、今後の議論を理解するために、必要と思われるので要点だけに触れておく。

報告書の提言は多岐にわたるが、格付けに関わりがある「Ⅲ．信用格付けの役割と利用の変更」に絞るとそのなかで次のように述べている。

- ・ 格付プロセスの品質と利用の変更

- a IOSCO は 2008 年央までに格付会社の基本行動規範(コード・オブ・コンダクト)を改訂。

- b 格付会社は、改訂後の IOSCO の基本行動規範を履行するため、速やかに自社の行動規範を改訂。

- ・ 証券化商品^(注5)に関する格付けの区別と情報提供の拡大

格付会社は、証券化商品に関する格付けを社債等の格付けと区別。証券化商品のリスク特性に関する情報提供を拡大。

- ・ 格付会社による裏付資産データの品質評価

格付会社は、証券化商品の裏付資産に関するデータの品質に対する検証を強化。

- ・ 投資家と当局による格付けの利用

投資家は、格付けへの過度の依存を是正。当局は、規制・監督枠組みにおける格付けの利用について検証。

このうち、IOSCO の基本行動規範の改定版では、4 つの柱立てで合計 59 の具体的な行動規範を規定した。次の 4 つの柱立てである(カッコ内は具体的な行動規範の項目数)。

- ・ 格付プロセスの品質と誠実性 (21)

- ・ 格付会社の独立性と利益相反の回避(17)

- ・ 格付会社の一般投資家及び発行体に対する責任 (18)

- ・ 行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーション (3)

59 の行動規範のうち、今回新たに加わったのは、格付プロセスの品質と誠実性では、格付会社は、証券化商品における裏付資産のリスク特性が大きく変化した場合には、証券化商品の格付けを決定する既存の格付方法及びモデルの適切性を再評価するべきであるとしたほか、格付会社は、自らのホームページの目立つ場所において、行動規範、格付方法に関する説明、過去の実績データに関する情報へのリンクを公表するべきであるなどの項目である。

次に米国の規制の状況についての説明が続いた。

米国では、2006 年に 1934 年証券取引所法の改正という形で法律が成立し、2007 年には SEC の規則が公布されて既に施行されている。趣旨は、競争の促進ということと、SEC による格付会社に対する監督・規制の強化である。

行為規制の中心は、利益相反に対する規制、非公開情報の濫用の防止、不公正な行為の禁止、開示規制である。開示規制は利益相反の開示、格付けに関する手法・実績等の開示、コンプライアンス

ス体制の開示などがある。これらに対しては、SEC による広範な監督・検査・制裁権限が認められている。

さらに EU におけるさまざまな動きについての説明があったが紙幅の都合上割愛する。

② 指定格付会社 5 社（カッコ内は略称）からのヒアリング

企業開示課長による資料説明に続いて、指定格付機関（当時）5 社によるヒアリングが行われた。各社の発言の要旨は次のとおりである。

・格付投資情報センター(R&I)

格付けの規制を考えるとときの基本的な枠組みについて話したい。格付けについての信頼がかなり失われている。そういうなかで格付けは本当に必要なのか、格付けの価値とか機能というのは一体何なのかということを、掘り下げて議論した方が良いのではないかと思う。

仮に規制することになった場合も、基本的にはプリンシパル・ベースの規制にすべきであり、格付けの中身、独立性には踏み込まない配慮が最低限必要でないか。

最終的には、いかなる制度があるにせよ、格付会社としては長期的な観点に立ち信頼というものを根幹に据えた経営哲学を堅持していくことが非常に大事なことである。

・日本格付研究所(JCR)

日本における格付会社の規制のあり方について、全体的な話と個別の論点についてと 2 つに分けて話す。全体的な話として、まず規制の要否については、当社は日本において規制を導入すべきとの立場である。米国、欧州の動きなどを考えると、日本に規制がないのは国際協調に基づく規制の実効性確保という観点から望ましくない。また規制の導入によって失われた信頼を取り戻せるなどの効果が期待できるのではないか。

次に規制の対象については、格付けの手法とかプロセスとう内容自体は外し、情報開示を通じてマーケットの判断にゆだねることが重要である。したがって規制はあくまで利益相反行為の抑制、機密情報の管理、情報開示の促進、格付けの質維持のための措置に限定すべき。

また過剰規制の回避、国際的整合性の確保、関係国間のグローバルな枠組みの構築、監督体制のあり方、コード・オブ・コンダクトの遵守状況のチェック方法に言及している。

・ムーディーズ・ジャパン (Moody's)

格付会社ないし格付けの役割に関して簡単に触れ、規制・監督の必要性、最後にその枠組みに関する当社の意見を述べる。

格付会社ないし格付自身は、資本市場において、限定的ではあるものの非常に重要な役割を担っていると理解している。次に規制・監督の論点では、まず目的・目標を明確にすることが必要である。独立性の確保及び利益相反の管理及び市場における透明性の確保が重要である。

当社の意見は、独立性の保護が重要であり、意見を抑制ないし変更を強要してしまうことは市場にとってあまりよろしくない。格付会社間で意見が異なっていること自体が自然だと思うし、逆に投資家の観点からすれば、画一化してしまうと、その利用価値が落ちるのではないか。

もし登録制度を導入するという事になった場合、監督・検査、さらにはご指導という枠組みに

なっていくと推察しているが、その際の検査マニュアルのレベルの規定が非常に重要になってくる。何らかの格付け変更のアクションが、当局の規制を意識するあまり、格付けの変更が金縛りになってしまうようなことになるとそれは市場にとって望ましくない。

・スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングズ・サービス (S&P)

まず簡単に S&P の基本的なスタンスと最近の対応について述べ、次に格付会社の規制に関する S&P の考え方を説明する。

格付けに対する市場の信頼回復が金融市場の安定化につながると信じている。このため各国の規制当局やその他の市場関係者の意見を取り入れることが不可欠であるとして、協議を続けている。このような協議を続けた結果、27 項目に及ぶ施策を公表した。

格付会社に対する公的規制を導入すべきか否かの議論はその公規制が金融市場全体に対する影響と、コスト・ベネフィットを慎重に考えたうえで議論するべき。規制ありきではなく、金融市場をより一層発展させるための規制を考えていくべきではないか。その議論のなかで次の 4 点を考慮していただきたい。

第 1 点は、IOSCO の改訂基本行動規範に関して賛成している。第 2 点は、各社ともさまざまな改善策を講じていると思うが、こうした努力に対して理解をいただきたい。第 3 点は、格付けは 1 つの意見であり、売り買いの推奨ではないこと、また格付けというのは信用リスクに限定した意見であることを忘れないで欲しい。第 4 点は、格付けのプロセスの過度な規制が格付手法などのイノベーションを阻害する可能性があるので、そのインパクトについても考慮して欲しい。

議論の結果、仮に公的規制を導入することになった場合、以下の点について考慮していただきたい。

第 1 点は、国際的な整合性を考えた規制であることを願いたい。第 2 点は、格付けの結果、あるいは格付けの手法まで規制の対象になると格付会社の独立性を失うおそれがある。第 3 点は、規制の遵守が実務上困難にならないような、そういう規制となるような配慮が欲しい。第 4 点は、ルール・ベースではなくプリンシプル・ベースの規制を考えていただきたい。第 5 点は、規制導入後の監督に関しても各国の規制当局が協調することをお願いしたい。

・フィッチレーティングスリミテッド (Fitch)

Fitch は現在 IOSCO の改訂基本行動規範に則って当社の行動規範の改訂作業を進めている。格付会社の規制は、格付けのプロセスがルールに基づいて的確に実施されているかどうかといった観点から実施されるべきものと考えている。また規制に関してもグローバルに整合的な基準によって実施していただくことを要望する。金融監督当局による規制も、IOSCO の行動規範の内容と最大限整合性を保っていただくことが実際の規制の実効性を高めることになると考えている。当然のことながら規制の内容は規模あるいは本社所在地にかかわらず、すべての格付会社に対して同一のルールが適用されることが重要である。

③ 金融分科会第一部会における質疑応答

企業開示課長及び指定格付機関 5 社による説明を受けて、出席者による質疑応答が行われた。その要旨を紹介しておきたい。

植田和男委員 最近、格付けそのもののパフォーマンス(成績)が悪い原因の 1 つに、金融工学的な手法が完全な手法となっていなかったことが言われているが、もしそれが本当なら、格付会社に規制を導入することがプラスに働くか疑問である。また、成績が落ちた原因の 1 つに、利益相反の問題が再三取り上げられているが、もしそうなら非常に大変なことになる。金融庁は利益相反の可能性を裏付けるような確信を持っているのかどうか、また格付会社は証券化商品等の格付けのプロセスにおいて、利益相反の問題が非常に大きく格付けをゆがめたという認識を持っているのかどうかを聞きたい。

企業開示課長 日本では検査権がないので、一度も検査に入ったことはない。利益相反について確たる証拠も持っていない。ただし SEC における検査結果だが公表されている。それによると住宅ローン担保証券(RMBS)とか、合成債務担保証券(CDO)のディール(取引)の場合に、この格付プロセスや格付方法の重要な局面が開示されていない。この格付けについての明確な手続き面での書面化がされていない。与えられた情報の信頼性や正確性を検証していないなどの点が指摘されている。それから利益相反について、アナリストが発行体との報酬交渉に関与することが必ずしも禁止されていない。どのくらいモニタリングされているかも差がある。

Moody's 利益相反について 2 つの懸念がある。1 つは格付業務の手数料をレバレッジにして他のビジネスで収益をあげる懸念である。もう 1 つは多くの格付会社の収益構造が発行体からの手数料収入で成り立っていることである。格付会社のなかには投資家から報酬を得るケースもあるが、いずれにしても発行体から多くの格付手数料を取る会社は発行体寄りの、投資家から収益の多くを受け取る会社は投資家よりの、どちらにしても利益相反自体はおそらく構造的にビルトインされていて、それを完璧に排除するという事は難しい。おそらく格付会社にできることは、それをいかに格付けのプロセスにおいてマネージすることではないか。

その観点から、格付けを担当するアナリストは手数料、報酬に一切タッチさせない、もしくはそのアナリストの評価において、いくら収益を生んだかではなくて、格付けの質のみに評価の基準を置くということを徹底している。また、クレジット・ポリシー・コミッティーという組織を作り、格付現場をダブルチェックするというようなシステムを導入している。

藤原美喜子委員 格付会社に対して規制は必要だと思う。かなり前から格付会社が発行体からお金をもらってその発行体のために格付けを決めるというシステムは利益相反の観点からおかしいと思っていた。格付会社に質問をしたい。資本市場で起こっている混乱の原因の 1 つは、本来倒産するはずがないと思われていたトリプル A 格の AIG がつぶれかけたということです。国が救済していなければ AIG はつぶれていたと思う。これに関して格付会社はどういう意見を持っているのか聞きたい。

S&P 格付けがトリプル A であったとしても、それは格付けのデフォルトする確率の問題で、トリプル A というものがデフォルトしないということではないということである。しかしそうはいっても AIG に限らずサブプライムなども含めてデフォルトが発生したことは、格付会社としてはいろいろ改善すべき点が多々あるというふうに思っているの、そういった反省を踏まえてプロセスの改善をしなければいけない。

Moody's 私どもは発行体のデット部分の格付けを行っているが、そういった部分に関して、必ず

しもすべての将来の予想をするということは不可能であり、昨今の未曾有の流動性危機をすべて予想しえたかという点も必ずしもそうではなかったかもしれない。結果として一部の投資家の想定を大きく逸脱するレーティング・アクションが行われたことがあった。首をうなだれて反省ばかりしていても仕様がなないので、この状況を踏まえていかに信頼される格付けを今後出し続けるかというところで、今鋭意努力をしている最中である。

黒沼悦郎委員 R&I のレジュメのなかで、独立性の確保、格付けの内容には踏み込まない配慮が最低限必要だと書かれている。ここで言われている独立性の確保に踏み込まないという意味は何か。そこで独立性の確保は重要だけれども、内容の規制は好ましくないといわれているときに、どういうやり方で規制をすればそのような結果を達成できると考えているのか。

R&I そこで踏み込まないと言っているのは、手法とか内容について規制の対象外とするという意味である。2 番目の質問に対しては、格付けを使う以上、利益相反をどういふふう回避していくのが重要な命題になる。利益相反を回避することによって、格付けの質を保つということが重要になるということ。そのための方策として、格付けは1人のアナリストが決めるのではなく、委員会による合議制で決めること、担当アナリストのみならず、委員会の議決権者に利益相反がないか、例えば本人等の株式の取得状況を全部調べて、コンフリクトがないかどうかを確認している。格付部門と他部門とのファイアウォールの確立も内部規定等により実施している。さらに株主からの圧力、干渉も定款で禁止し、利益相反を排除している。

若松誠委員 今回の一連の金融危機に関して、やっぱり格付会社への失望とか、信頼感は相当失われてきている。そもそも論として、格付情報の意義について、投資家に誤解を与えてこなかったのかと。格付会社がここで説明したことを踏まえて、今後の活動に生かしてほしい。

原早苗臨時委員 一般消費者の立場から、私たちが話題にしていたのは、格付会社がやっている格付けとは何なのかと。さらには格付会社の格付けが欲しいということ。そこで出されている情報の信頼性について、半分疑問を感じつつその情報に接していた。そこで格付会社はなぜこのような事態になったのかということの分析をまずきちんとして、それを明らかにすることが先決だと考える。金融庁の説明資料のなかにあるように、格付会社のなかのきちんとしたルール、それから当事者としてのきちんとした格付けができる能力、それに利益相反のあり方などについてどれも欠けているという印象が強い。

Moody's 反省している点をいうと、1 つには、私どもが収集した情報の信憑性、確からしさを、いかに自分自身の努力で担保するのかというところが非常に大きな反省点であり、今後取り組む課題と考えている。また先ほどの質問のなかにあった点だが、格付けの効用、使い方の誤解があったところに関しては、私どもも積極的に外に出て、格付けの限界なども述べていきたい。また中身に立ち入らないでどうやって規制するのかという点に関しては、欧米の議論の中心は、格付けの付け方、格付手法はすべて公開するという方向になっている。そこで客観性を担保し、かつ利用者が取捨選択できる道を切り開くという考え方である。

佐々木かをり委員 大変驚いたことは、格付会社でアナリストが発行体との報酬交渉に関わってい

るということを、そもそも想像していなかったのです。そういうレベルなのかと。先ほどコード・オブ・コンダクトなどの話が出てきたが、コード・オブ・コンダクトを制定してもどのようなトレーニングをしているのか。

S&P 2月に発表した27項目におよぶ施策のなかにトレーニングに関する施策がある。各アナリストのトレーニングの時間を増やす、共通の試験を受けさせて合格者だけに格付委員会の投票権を持たせることも考えている。発行体との交渉は**S&P** 東京事務所（現スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社）に関しては全くない。

Moody's 当社ではアナリストが報酬に関わったことは全くない。またトレーニングに関しては最低2時間及びテストを行っている。合格しなければ格付けは担当できない。

東英治臨時委員 格付会社は格付けの限界の話をしたが、現実には、格付会社が思っている以上に格付会社を信用して動いてきたという印象がある。1つの規制のありようという意味で、意見としての格付けのプロセスを限りなくつまびらかにすることだろう。

池尾部会長 本日の審議は以上で終了する。

（2）第55回金融審議会金融分科会第一部会

① 格付利用者からのヒアリング

格付会社に係る規制の枠組みについての第2回目の審議が2008年11月19日に開かれた。格付利用者として証券会社と生命保険会社がそれぞれの立場から意見を述べた。以下はその要約である。

・モルガン・スタンレー証券マネーディングディレクター 赤井厚雄参考人

格付会社というものに、私ども利用者が何を期待するかといえば、投資家の信用リスク分析に対する補完機能の提供ということにある。つまり、クレジットリスク分析業務の部分的代行及びそれに関する教育機会の提供が大きな役割である。格付会社は多数の案件にアクセスをしているのでその過程で蓄積されたデータとこれに基づく高度の信用分析能力の発揮が期待されている。これは限定的な数の案件にアクセスをするしかない中小の機関投資家にとっては極めて重要な機能である。それから格付会社が発行体の未公表の情報に接することで得られる案件ごとのミクロレベルの一定の洞察の提供がある。さらに複数の格付けをとることで、中立的な立場からの判断の提供になる。

しかし、二次証券化商品では負の役割を担ってしまった。一旦証券化されたものを再構成する証券化商品の急拡大のなかで格付会社がそれを促進した。もう1つの背景は、バーゼルⅡ実施に伴う格付けに対する一種の過度の依存もあった。翻って日本市場で活動している格付会社において懸念されることがある。それは、格付会社は日本において中小企業であり、経営資源が極めて制約された中で活動している。人員の層が厚くないし、分析能力が属人的であった。格下げ、格上げのいずれも遅れるというようなことからモニタリング能力が確保されていないのではないか。それからもう1つ言えば、格付け依存を招いたのは、証券化商品の複雑さというよりも、裏付けとなる原資産に係る情報開示の不足、市場全体のマクロデータの不足といったことが原因ではないか。

最後にまとめとして、格付会社の存在はある種必要悪として、引き続き必要であるが、同時に投

資家に対する原資産情報の提供の環境整備は進みつつあるのでこれを一步進めて、情報の標準化を推進することが必要である。格付会社の規制については、国際協調は必要だが、盲目的な対米追従の必要は全くない。本来求められる補完的な役割を格付会社にいかにして果たさせるかというコンセプトに基づく規制の在り方が重要である。

・住友生命保険運用企画部長 荒巻晋参考人

投資家の立場として格付会社の格付けをどのように利用しているかということについて述べる。各種の投融資案件の実行可否を検討する際、当社自身で正しく収益評価、リスク評価ができるのか、また投融資実行後も継続的なモニタリングができるかどうかという点を判断基準にしている。その際格付会社の格付けを参考情報として使用しているが、格付けのみで投融資判断をしていない。

では格付けの意義は何かというと、取引先の信用判断のための有用な参考情報になっていることである。我々が気づかない視点や情報について格付会社のレポートが参考になることが多々ある。また、信用リスクを有するすべての投融資先に独自の格付け、社内格付けを付け、収益管理及びリスク管理のすべてを社内格付けをベースに行っているが、その社内格付けの精度向上のためにも社外の格付会社の格付情報を活用している。

今回の問題を契機として格付会社の格付けの精度の、それから信頼性が向上し、マーケットが健全に発展していくことを願っている。

② 金融分科会第一部会における質疑応答

格付利用者 2 社の説明を受けて出席者による質疑応答が行われた。

若松誠委員 金融審議会という公の場で、プロの投資家から見て、現在の格付会社が出している格付けについて、その制度とか信頼度について率直に現状どのように思っているのか。

赤井参考人 日米で相当違うと思う。日本の状況はあくまで中小企業的なもの。格付機関という名前が良くない。何か特別の権威があると多くの人が錯覚してしまうのではないか。格付会社もしくはは信用格付会社の方が適当である。能力の面からいうと、日本の実情に合わせてどうにか問題にならないような能力はそれなりに備えている。ただし当然のことながらアメリカのような商品を格付けする能力があるかということ、私はないと考えている。

荒巻参考人 日本の格付会社の分析能力には非常に敬意を払っている。ただし、海外で起きたことだが、マーケット全体でのクレジットバブルというのがあって、レバレッジを効かせた投資家のニーズにマッチしてバブルができていったということで、その中で証券化に伴う負の役割というものがあったと思う。

それでは日本で格付けが無くていいのかということ、それでは困る。格付会社に健全にある精度を持った格付けを出していただかないと、相当のインフラ整備をして分析できるプロの投資家だけのマーケットになってしまい、マーケットの流動性がなくなるという心配がある。

原早苗臨時委員 非常に複雑な二次証券化した商品などが最近増えてきているという印象がある。原資産に係る情報開示不足を指摘していたが、具体的に説明して欲しい。また信用分析サポート産業が登場してくるとの説明があった。

赤井参考人 情報の開示の不足は 2 つあって、情報の開示をどれだけの量をやるかということと、それがどこまで標準化されているかということ。透明性の向上というのはたくさん情報を出せばいいというわけではなく、それが相互に比較できないとだめだ。信用分析サポート産業は、分析のできるスタッフが少ない機関投資家をサポートするイメージである。

藤原美喜子委員 3 つの質問がある。1 つは格付会社に格付けを付けてもらうとき、お金を払うがこれは利益相反の点からおかしいと思うがこれについてどのように考えているのか。2 つめは、発行体は日本の格付会社から格付けをもらうよりムーディーズから格付けをもらうほうが「格上」と思っている。しかし、自分が意図した格付けより低いという不満がある場合の窓口を当局に置くということはどうか。3 つめの質問は、格付会社が格付けするとき主観が入っているかどうかである。

赤井参考人 発行者がコストを払うというのは、これ自体格付会社が一定の規律を持っていれば問題にされるものではない。日本の格付会社についての質問に対しては、アメリカでも日本でも関係ない。ただし、人材を考えると、やはりアメリカの格付会社の方が多くの優秀な人材を引き付けたということはある。人材の層というのは相対的に広い。もっとも S&P やムーディーズといっても日本ではそんなにスタッフがいるわけではない。中小企業として何とかやっているのが現状である。

それを補完するものとして、必ず複数の格付会社からの格付けをとると、一番弱いところに格付けがさや寄せされていくので、それによって一定の牽制機能を期待している。そういうことに対してコストセーブの観点から、格付会社の数を少なくするとか、国内においてはむしろ最初から 1 社でいいのだと、投資家はそれでいいのだという風潮があって、それについては、私は常に憂慮していた。

淵田康之委員 赤井参考人に聞きたい。原資産情報の伝達流通に係るインフラ制度の整備を強調されていたが、証券化商品は大半が私募であり、購入者は機関投資家とすれば、必要な情報は相対で入手する、手に入らなければ買わないという世界である。公募の場合との比較感でどの程度を求めるのか。また荒巻参考人には、原資産の情報の開示についてどのように考えているか。

赤井参考人 証券化商品全般に関する情報開示の自主ルールが来年から施行されるがそれに伴って導入されている情報開示の標準情報レポートパッケージがある。それを使うことは任意とされているが、インセンティブを与えてそれを使うようにすると標準化の道筋が見えてくる。

荒巻参考人 情報をできるだけ開示することが促進されればいいと考える。格付けを付けた後、短期間に格下げになったケース、こういったケースは一体何が問題であったのかというような、どこを見誤ったのかというプロセスなどを丹念に開示すれば格付会社の相互牽制にもなる。

池尾部会長 以上で 2 人の参考人からのヒアリングを終わる。

③ 金融審議会金融部会第一部会の審議

格付会社及び格付利用者からのヒアリングなどを経て、委員による審議が始まった。冒頭池尾部会長から、格付会社に対する規制のあり方を考えるうえでの背景とか基本的な問題意識、考え方などを議論したい、との趣旨説明の後、企業開示課長から次の説明資料『論点メモ』(2)、『格付会社に係る規制の枠組みについて』など^(注6)をもとに説明があった。以下はその要旨である。

企業開示課長 格付けというのは投資判断を行う際の 1 つの信用リスクという局面における判断材

料を補完するあるいはその材料の一助になる、という意見が多い。資本市場における情報インフラとしてとりわけ重要な役割を担っている。IOSCO の基本行動基範の改訂作業のなかでは、本来格付けは個々の投資家の情報取得能力を考慮して、情報の非対称性を縮小する一助になりうるものだが、格付けそのものが投資判断に代替されるようなものではない。さらに公正性に疑義がある格付プロセスであれば投資家の投資判断にむしろ有害であるとかさまざまな問題が指摘されている。

2001 年の米国の不正会計事件の後、破綻直前まで投資適格の格付けがあったということで格付けのプロセスにおける専門性・中立性に対する疑念が提起されている。ここで提起された問題は、今日議論されていることと共通するものがある。その流れで米国でも信用格付機関改革法が成立し、格付会社規制が導入されている。その概要は、登録はできるという制度であるが、利益相反の規制、それから利益相反についても利益相反の防止を体制整備として求めるということに加えて、スペシフィックに一定の行為を禁止するという行為規制のようなものがある。それから利益相反のポテンシャルとか、それを招く恐れのあるような事実についての開示を求める。それから実際に格付けの品質や中身、プロセスについて、投資家が判断できる材料を開示させるために格付手法、メソドロジー、実績等の開示を求めている。それからコンプライアンス体制にも一定のルールが定められている。

そこで、IOSCO の基本行動規範というのが、国際的な合意では重要な 1 つの規制のモデルになる。基本行動規範に範を取りながら公的規制の枠組みの基本的な考え方を示せば次のようになる。①格付会社の独立性を確保し、利益相反を回避する、②格付プロセスの品質と公正性を確保する、③投資者等の市場参加者に対する透明性を確保するという、こういう考え方で整理することがありうるのではないか。次に具体的な規制の内容に移る。規制の対象は、信用リスクに関する意見を記号・符号で示す行為について広範・網羅的に規制対象とするのではなく、その格付けが広く金融資本市場において利用されており、投資者の投資判断に大きな影響を及ぼし得る立場にある格付会社を対象とすることが適当である。次に規制の態様は、一定の体制整備や情報開示を求めるという規制を導入し、検査・監督の枠組みにより規制の実効性を確保していく、という枠組みを採用してはどうか、さらにグローバルにビジネスを展開している格付会社に対して、規制の実効性を確保していくためには、国際協調が重要であり、その前提として、登録制度のような国際的に整合的な制度を採用したうえで、検査・監督において、海外当局との連携・情報交換が図られるような枠組みの構築が不可欠と考えられる。

藤沢久美委員 私の基本的な考え方として、格付会社というのはやはり信用分析をするための補完的な存在と考えるべき。しかし、格付けというのは非常に大きな意味を持っているので公正な評価が必要になる。格付会社の規制を議論するのであれば、情報データベースの整備と併せて行うことが不可欠である。

田中浩専門委員 今回の論点メモは非常によくまとめられている。ほとんどのところで違和感なく私の考えと一致している。格付会社の数が少ないからといって、無理やり新設するのは非現実的である。むしろ少数である現実を認識したうえで、どのように透明性・独立性を確保するかということがポイント。利益相反に関して具体策な提案をしたい。それは格付会社が格付けを行った場合、その報酬がいくらであったかというのを一律確認できるような状況に置くようにしたらどうか。

上柳敏郎委員 基本的な方向感として、何らかの行政の介入も含めてできるようにということで、登録制度はありうる選択と思う。ただ、それだけで大丈夫か、何が改善されるのか、あるいは逆に登録していることで投資家の方が過度に信頼してしまい、かえって誤解を招くことを恐れる。本当に工夫が必要だということを留保しつつ、基本的な方向性は賛成。

植田和男委員 1つの議論の方向として、情報の開示をもう少ししていくことだと思う。原資産の情報と自分が使っている格付手法を全部開示してしまうと、そもそもその会社が成り立たなくなるリスクが非常に高いわけで、その結果として情報自体が生産されなくなってしまうという問題もある。仮に難しいモデルに関する情報が出てきた場合、モデルを利用できるところと、利用できないところとでは、かえって情報の格差が広がる懸念がある。どういう情報をどこまで開示させるかは注意して進める必要がある。

佐々木かをり委員 今後規制をするとすると、プロ以外の人たちにとってこの格付会社とは何なのか、どういうふうに使っていったらいいのかということを定義し、やさしい言葉で表現していく必要がある。また行動規範を書くだけではなく、実際に日々実践していただくための研修の義務化なり時間数を明記するなりして、徹底的に格付会社のなかの方々の行動規範が高まっていくようにして欲しい。

池尾部会長 一般の個人投資家でもかなり充実したアドバイスサービスが受けられるような体制がもしできれば、格付会社の役割は相対的に下がると思われる。そういう意味で関連のサポートビジネスの展開がどうなるかということを抜きにして、格付会社のあり方だけを孤立的に考えるのはちょっと難しいのでは。

藤原美喜子委員 格付会社が格付けを大きく間違ってしまったのだから、今後再発しないようにするため、格付会社にある程度の規制を導入した方がよいと思う。また、格付会社が兼営しているコンサルティング業務を禁止すべき。

原早苗臨時委員 方向性としては賛成。登録制というなかで、中身をどうするかきちんと詰めていただきたい。検査・監督の場合、行政は何らかの機能を果たすということになるのか。またやはりいい評価が出ないと（その格付会社を）回避する傾向があるようなので、そういうことが起こらないような仕組みを考えて欲しい。

田中浩専門委員 格付けの限界というものを投資家に周知することが必要。

池尾部会長 本日の審議は終了する。

（3）第56回金融審議会金融分科会第一部会

① 事務局説明

格付会社に係る規制の枠組みについての第3回目の審議が2008年11月25日に開かれた。まず、企業開示課長が「論点メモ（3）」「格付会社に係る規制の枠組みについて」「IOSCOの基本行動規範と規制案骨格との関係イメージ」^(注7)などの説明資料をもとに説明した。

企業開示課長 格付会社に対して規制をする場合の考え方を説明した。格付会社は、資本市場における情報インフラとしての重要な役割を担っている。それは投資家が投資判断を行う際の信用リスク

を評価するに当たって、その補完なり参考情報として使えるということで、格付会社が提供する一連の情報が資本市場のもろもろの機能の発揮のためあるいは投資家保護のためにきちんとしたものである、あるいはきちんとしたプロセスを経たものである、こういうことの確保がこの規制の趣旨である。

次に(規制の)対象範囲は格付けの符号では広すぎるので、格付会社とする方向でどうか。具体的な規制の枠組みは IOSCO の基本行動規範をベースにして、大きな柱として、誠実義務、情報開示、体制整備、禁止行為という 4 つのカテゴリーに分けられるのではないかと。

誠実義務は、一種の基本原則であり、信用格付会社は独立した立場において公正かつ誠実に業務を遂行することを一般原則として示してはどうか。

情報開示は、IOSCO の考え方を、国の規制に引き移してきた場合に、情報開示というものは、投資家にとっての投資判断の補完をする情報としての格付情報の意義やその限界を正しく理解してもらうという観点から大きな柱になる。ここでは、格付けの付与、提供についての方針、方法、格付方針などを格付けのたびごとに公表すること、それ以外にも例えば報酬の取り決めであるとか、格付けの実績の比較可能性などの情報を一定期間ごとにレポートの形で公表することの 2 本立ての情報開示の仕組みがある。

体制整備は、IOSCO の主な柱として、独立性の確保と利益相反の防止、格付プロセスの品質管理・公正性の確保、コンプライアンス、情報管理、格付方針などについての体制整備など確立して、その遵守状況をレポートすることになるなどと書かれている。

禁止行為については、米国や欧州では、IOSCO の規定よりもさらに規制強化を狙った案が提案されている。例えば米国では、利益相反の防止では、総収入の 10%以上を占めるものからの依頼による格付けは禁止するというもので、IOSCO では開示だったのに比べると一歩踏み込んでいる。監視機関の設置義務、その中身については、3 人以上の独立の外部委員であるとか専門的知識を要件とする。また従業員に対しても、格付付与後、格付付与先に再就職して経営幹部に就任することの禁止なども提案されている。証券化商品に対するケースでは、格付対象者に対するリコメンデーションを行う、あるいはそれに関するコミュニケーションを行うことを禁止するという提案が出ている。

次に公的な関与の仕組みとしては登録制とする方向である。登録しなければ格付けそのものがないという参入制限的な規制も考えられるが、「登録することができる」という制度も考えられる。登録できるというだけだと、(登録)しなくてもいいということになる。そうなると、具体的な格付プロセス、体制あるいはディスクロージャーについて規制をすることは、それをクリアした格付会社というのが登録業者、その規制から自由に活動している格付会社が非登録業者ということになる。

非登録業者が格付けした金融商品を金融仲介業者が顧客に勧める場合には、格付手法とかその前提、これらの格付けの限界について具体的に説明する、あるいは規制の定める格付プロセス、ディスクロージャー、体制整備の枠組みに則っていないということを説明しなければ勧誘などはできない、という規制体系が考えられる。

さらに登録要件は、登録の時点で前述した 4 つのカテゴリーの達成度合いなりその遵守条項をチェックすることになる。また登録要件に関して、市場における格付会社の認知度を要件とするかど

うか、また EC では EC 域内に子会社という法人格の設置を義務付けているがわが国ではどうするか、という 2 つの論点がある。

現在(当時)告示で指定格付機関を定めているが、新たな信用格付業者の制度を導入すると、不要になるので廃止して、新たな登録制度に吸収していくことになる。また、バーゼルⅡの銀行の自己資本比率規制において、適格格付機関という制度を用いているがこの制度は残したうえで、登録を受けた信用格付業者であることをこの適格格付機関の選定要件とすることによって、両制度の整合性を図ることが考えられる。

最後に、業務改善命令が出された場合、その事実、行政処分の事実が投資家に適切に伝わっていつて、投資判断をゆがませないようにするための措置が必要ではないか、という点を指摘している。

② 審議

藤原美喜子委員 債券市場が麻痺し、多くの企業が市場で資金調達ができなくなっている。こうしたことが 2 度と起きないように格付会社の登録制が必要である。世界的にトップ 2 社といわれる格付会社はバールに包まれていて、どういうプロセスに基づいて格付けしているのかがよくわからない。

斎藤静樹委員 体制整備の具体的な中身のうち、公正性についてはそれなりに言及されているが、品質についての言及がちょっと希薄な印象がある。格付会社を含めた情報仲介業者のクオリティを高めるという観点がもっと強く出てもよいのではないか。

企業開示課長 IOSCO にはやるべきプリンシプルについて詳細に掲げられている。IOSCO の行動規範にあることは基本的に、新たな法規制の枠組みが承認されれば、その中に法律レベル又は政府令レベルで盛り込んでいきたい。

島崎憲明委員 国際的な流れとの整合性をとるという意味でも格付会社に対して一定の規制を導入することには賛成する。格付会社そのものに問題があったと思うから。利益相反の防止は一つの論点だと考えるが、格付会社と発行体との契約内容や報酬にまで踏み込むのはどうか。

企業開示課長 IOSCO の前文では、報酬に関しては報酬計画の一般的な性質を開示すべきとして、具体的にはコンサルティング業務と格付業務の報酬を分けて、コンサルティング業務の割合を開示すべき、あるいは特定の顧客から 10%以上の収入がある場合にはそれを開示すべきとしている。それ以上の表現はない。

藤原美喜子委員 格付会社は本来の格付けだけをするという組織に戻った方がいい。コンサルティング業務を格付対象企業のためにすることは利益相反になる。禁止すべきである。

黒沼悦郎委員 登録を受けることの効果の点で、金融商品取引業者等が助言をするときに登録業者の格付けを利用する場合には、具体的な説明が必要だと思う。

企業開示課長 格付けの意義とか限界を顧客に正しく知ってもらうことに力点を置くか、EC 案のように、(未登録業者の格付けでは) そもそも取引の注文の実行はできないとするか議論が分かれるところ。この点について議論を願いたい。

黒沼悦郎委員 金融商品取引業者の規制のあり方として登録格付業者の格付けの利用しか許さないというのも 1 つの方策ではないか。

藤原美喜子委員 多分、登録にあたって条件を付けなければいけないと思う。日本で発行される債券などの場合は、発行体は日本政府に登録している格付会社を使わなければならないといった条件を付ける必要性が出てくると思う。

淵田康之委員 もともと格付けの問題は、1 つは利益相反、発行体から手数料をもらうことから生じた。2 番目は、規制や制度において格付けが使われることによって、それがあつた種のお墨付きのようになって、それを背景に多くの人が格付けに依存するようになった。3 番目はストラクチャー・ファイナンスにおける格付けの問題ということだった。この3つの問題がすべて重なつたところが今回一番問題になった。問題のある要素があるかどうかで規制のメリハリをつけていく必要がある。ワンサイズ・フットオールではなく、問題の程度に応じた規制の枠組みになつてと思う。

小島茂委員 登録の枠組みとして、登録する格付会社と登録しない格付会社の違いをどうつけるかということが重要だと思う。あまり厳しいと登録しない業者が出てくる可能性もあるので、バランスをどうとるのが重要である。

池尾部会長 大枠として、この『論点メモ』(3)の内容に関して大きな異論は出なかつたように思う。本日の意見などを踏まえて修正なり、拡充することはあると思うが、内容自体は基本的に了承していただいたと考える。

(4) 第59回金融審議会金融分科会第一部会

① 経緯

格付会社の規制の枠組みに係る4回目の審議が平成20年12月11日に開催された。当日は、これまでの審議結果を踏まえて、事務局から「金融審議会金融分科会報告(案)～信頼と活力ある市場の構築に向けて～」と題する報告書^(注8)が読み上げられた後、委員等による審議が始まった。同報告書に盛り込まれた内容のうち、本稿のテーマである格付会社の規制に枠組みについては、「Ⅰ．格付会社に対する公的規制の導入」である。

その内容は次のとおり。

- ・背景・問題意識
- ・公的規制の基本的な考え方
 - (i) 法的位置付け
 - (ii) 規制の対象範囲
 - (iii) 公的規制の枠組み
 - (iv) 国際的整合性
- ・公的規制の具体的内容
 - (i) 誠実義務
 - (ii) 情報開示
 - (iii) 体制整備
 - (iv) 禁止行為

・登録・検査・監督の枠組み

(i) 登録の枠組み

(ii) 登録を受けることによる効果

(iii) 登録要件

(iv) 現行制度との関係

(v) 検査・監督の仕組み

(vi) 外国当局との執行協力

・その他

② 審議

池尾部会長 審議を始める。

淵田康之委員 証券化商品に対して、日本としてこれからどうしようとするのかをもっと強く打ち出した方がよいのではないか。また、規制の対象範囲を限定するとしているが、これはどういう意味を持つかよくわからない。

企業開示課長 個々の格付けがどういう限界を持っているのか、あるいはどういう特性のものであるかという格付けの属性や限界を明確に投資家に伝えることを書き込んだが、わかりにくいということであれば表現はもう少し工夫してみる。規制の対象範囲は、企業規模よりは質的な意味で証券流通、あるいは公的規制、あるいはそれ以外のさまざまな証券市場慣行と結びついて大きな影響を及ぼしているという趣旨で絞り込みができるのではないか。

原早苗委員 全体的な方向性としては賛成。細かい点だが、格付会社が入手データは単に偽りのない正確なデータを入手するだけではなく、偽りのない正確で十分なデータというふうに「十分な」という字句を加えて欲しい。それから禁止行為は本当に担保できるのかどうか。条文の具体化のレベルで丁寧に考えて欲しい。また、もう少し一般の人への情報提供を増やすという内容に変更願いたい。

企業開示課長 禁止行為の点については、SEC がやっているような検査をして、この体制整備や開示、場合によって禁止行為について違反がないのかということを当局としてきちんと対応していくことを念頭に置いている。

上柳敏郎委員 証券化商品についての規律なり、あるいは哲学というところが問われている。証券化商品について格付会社がその仕組みがはっきりしている、あるいは仕組みがきっちり開示されているということも何か担保できるような規制がかかるといいと思う。

(5) 第 60 回金融審議会金融分科会第一部会

① 経緯

平成 20 年 12 月 17 日に開かれた第 60 回金融審議会金融分科会第一部会は、前回の会合で各委員から出された意見等を踏まえて修正された第一部会報告（案）^(注9) の修正箇所を確認し、第一部会報告として取りまとめた。その後、所管大臣に手渡した。

② 中川昭一大臣の挨拶

報告書をいただいた。しっかりとその内容、趣旨を踏まえて、必要なら法律改正を含めて、次期国会に向けて作業を進める。

(6) 小括

金融審議会金融分科会第一部会の審議は合計 5 回にわたって行われた。審議会の結論は、日本にも格付会社に対する公的規制を導入することだった。振り返ってみれば、リーマンショックに代表されるように米国発の金融危機が 2007 年に起こり、その火が欧州や日本に飛び移り、世界的な金融危機に拡大したことが、今回の公的規制導入の引き金になった。

金融審議会の審議を通じて多くのことが明らかになった。当初、委員の多くは利益相反の問題に言及した。格付会社が依頼者である発行体から手数料を受け取るというビジネスの仕組みが改められない限り、利益相反の問題は解決しないという主張だった。しかし、この問題は、潜在的には常に存在する問題であるが、格付会社が一定の規律を持っていれば、克服できるという理解に改められたように思われる。一定の規律とは、アナリストに対する教育、担当者のローテーション、発行体からのプレゼントの受取禁止、発行体との格付営業の禁止、さらに担当先の発行体への転職後のフォローアップなどを通じた発行体との癒着を排除することなどである。

金融審議会では、総じて活発に議論が行われた。事務局である金融庁が用意した資料及び担当者の説明などに対して初歩的な質問が多かった印象は残るが、審議会に参加した委員の多くは格付け及び格付制度に対する理解を深めたことは間違いない。それはともかく金融審議会は格付会社に対する公的規制の実施が今後円滑に進むための重要なステップになったといえよう。

5 国会の審議内容

(1) 法律案等審査経過概要

格付会社に対する公的規制を導入するための法律案として、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案（内閣提出第 49 号）」が、第 171 回国会に平成 21 年 3 月 6 日に提出された^(注 10)。提出理由は次のとおりで説明された。

信頼と活力のある金融・資本市場を構築するため、信用格付業者に対する公的規制を導入するとともに、金融関係の業務に係る紛争の解決を推進するための措置を講ずるほか、金融商品取引所による商品市場の開設を可能とする等の措置を講ずる必要がある。これが、この法律案を提出する理由である。

同案は 4 月 7 日に衆議院本会議で趣旨説明・質疑が行われ、翌日から財務金融委員会で審議が始まった。その後の経過は次のとおり。

平成 21 年 4 月 8 日 趣旨説明聴取

同 14 日 参考人出頭要求決議、政府参考人出頭要求決議 質疑

同 15 日 参考人出頭要求決議、政府参考人出頭要求決議 質疑

同	16 日	参考人の意見陳述	参考人に対する質疑
同	17 日	政府参考人出頭要求決議	質疑
同	21 日	参考人出頭要求決議	政府参考人出頭要求決議 質疑
同	22 日	修正案の趣旨説明聴取	討論 採決 付帯決議

法律案は一部修正されたものの、共産を除く自民、民主、公明及び国民の各会派が賛成し、4 月 23 日の衆議院本会議では、共産、社民を除く各会派が賛成して成立した。同案は参議院へ回付され、6 月 16 日に委員会で、17 日に本会議でそれぞれ可決成立した。24 日には法律第 58 号として公布された。

（２）本会議の審議

平成 20 年 4 月 7 日の衆議院本会議では、与謝野馨国務大臣による法案の趣旨説明に対して、民主党の大畑章宏議員から次のような質問があった。大臣の答弁と併せて紹介する。

大畑議員 今回の法改正では、なぜ格付会社を免許制、登録義務化にしなかったのか疑問である。また施行までになぜ 1 年も期間をとるのか理解できない。その間、問題ある格付会社を野放しにすることになる。金融担当大臣に聞きたい。

与謝野大臣 今回の法案では、金融資本市場において重要な影響を及ぼし得る格付会社に登録を求め、必要な規制、監督を行うという観点から、登録できるとの規制を設けた。また無登録の格付会社の格付けの利用に当たり、金融商品取引業者等に追加的な説明義務を課すことで投資者保護を図ることとしている。なお、格付会社の登録制については、国際的な議論も踏まえつつ、政令等の策定作業を進める必要があること、施行までの間、格付会社は登録要件として求められる体制整備を進めていく必要があることを踏まえ、公布後 1 年以内に施行することとしている。

（３）衆議院財務金融委員会の審議

① 平成 21 年 4 月 8 日の審議概要

衆議院財務金融委員会（田中和徳委員長）は 4 月 8 日、与謝野大臣の出席を求めて法案の審議を始めた。大臣による趣旨説明が行われた後散会した。趣旨説明はおおむね本会議のときと同じ内容なので省略する。

② 平成 21 年 4 月 14 日の審議概要

石原宏高委員（証券化商品は）アレンジャーといわれる証券会社が仕組みを考えてそして過去の倒産率を格付会社に説明して、それを後追的に格付会社が認める形でやっているのでは、本当に公正かどうかということをチェックすることは大変難しいと思うが、それをなるべく開示する形で、第三者がそのスキームをみることによってチェックがかかるような形で、格付けの公正性を徹底して欲しい。

次の質問は、無登録の格付会社の格付けというもののイメージがわからないが具体的にどのようなケースがあるのか。

内藤純一政府参考人（金融庁総務企画局長） 金融庁は、日常の監督業務や報告徴取、立入検査等を通じて、金融商品取引業者等が販売、勧誘、ルールを遵守するために必要な体制整備をしているか

の実態把握に努めて、問題が認められた場合には、改善を求める等の対応をとっている。指摘された点は監督検査を通じて検証していく。

第2の点は、外国で発行される証券、社債等に対して、わが国の登録を受けていない外国の格付会社が付与した格付け等が考えられる。そういうものが日本国内で投資家に販売されるという場合が当てはまるのでないか。

谷口隆委員 信用格付業者の登録を義務化しなかったのは。

与謝野大臣 記号や数字を用いたランク付けにより信用リスク評価の結果を提供するサービスは、格付会社に限らず広く一般に行われていることから、これらに対して参入制限を課すことは適当ではない。このような観点から、この法案では、信用格付けの付与、提供を業として行うためには登録を受けなければならないとの参入制限を設けることはせず、登録できる規制としている。

谷口委員 今ホールディングを中心にいくつかの金融グループがある。そのグループが例えば信用格付業者を登録して信用格付けを行うといった場合に、そのグループ内の金融機関の格付けをそのグループの信用格付業者がやりうるのか、また、そのときに登録拒否要件にあたるのかどうか。

内藤参考人 法案では、信用格付業を公正かつ的確に遂行するための必要な体制が整備されると認められない場合は登録を拒否するとしている。

近藤洋介委員 格付会社の格付けは、本来は投資家への参考意見のはず。しかし実際には、ある種、神のお告げのような権威のあるものになってしまった。

与謝野大臣 投資家が過度に格付けに依存し投資判断をゆがめたと思っている。今回の法案では、情報開示の強化等もやるが、何よりも格付けの意義とか限界について投資家の理解を促す仕組み、枠組みを整備し、投資家の格付けへの過度の依存を是正することが必要だと。

近藤委員 事実確認をしたい。格付会社の実態は一体何だろうか。そこで格付けをする人たちがどういう人たちで、何をやっていて、どういう収益構造なのかということをきっちり把握することがまず必要と思う。今回のサブプライム問題で、外資系3社が大失態を演じたが、3社の経営陣は経営責任をとったのか。

内藤参考人 3社に確認したところ、問題を踏まえて、各社において自主改善策を公表したと聞いているが、代表者が辞任したという事実はない。

近藤委員 格付会社は依頼者からお金をもらって格付けをする、という仕組みは、格付会社が利益を追求する株式会社である限り、そして収益源がもとの依頼側の会社である限り、公正な格付けは無理ではないかと思うが大臣はいかがな考えか。

与謝野大臣 これは以前から批判があるところ。しかし残念ながら、国際的には、格付会社が株式会社形態であることまで規制すべきとの議論になっていない。むしろ、IOSCOの基本行動規範にもあるとおり、アナリスト等の報酬体系を発行者等からの手数料と切り離す等の措置を通じて、独立性の確保、利益相反の回避を図っていくことが適当だということで、やはりどこかでけじめをつけないといけない。

近藤委員 このアナリストというのは一体どういう人たち何だろうか。この方々の倫理基準という

のはいったいどうなっているだろうか、どういうものがルールとしてあるのだろうか。格付けアナリストの資格試験は聞いたことがない。倫理基準や資格もあわせて整備すべきではないか。

与謝野大臣 IOSCOによると、格付けはアナリスト個人ではなく格付会社が行うべきものであり、その際格付会社は適切な知識や経験を有する者を用いるべきとされている。格付けに関する資格を整備するべきとの指摘については、格付け手法は各社独自のものであり、会計基準等のような統一された基準は確立されておらず、また国際的な合意が得られていないことから、困難でないか。

下條みつ委員 欧米と日本の統一性についての進展状況は今どうなっているか。格付会社の対応の混乱ということがこれから出てこないように、金融庁のトップとして一体どういうふうにもこの統一性に取り組んでいくか。欧州が厳しく対応しようとしている半面、米国は緩いという傾向があるが日本としてどうするか。

与謝野大臣 金融庁においても SEC や欧州委員会と情報交換を行っているが、引き続き各国当局と協調しつつ、国際的に整合的な規制の構築に努めてまいりたい。

下條委員 準公共的な格付会社は何百万ドルももらって評価をしている。ここによほど厳重な監督と罰則を入れない限り、もしくは義務がなければ、最初にポンというふうにやった後は、私は知りません、どうぞということになる。これから政令でいろいろ出てくると思うが、どういう方向感で、政令に反映していくか。

内藤参考人 今回の法案において、格付会社に対して格付プロセスの品質管理等のための体制整備や、透明性確保のための年1回の説明書類の公衆縦覧等の情報開示が義務付けられる。

下條委員 格付会社が自己負担でモニタリングをやるということか。それをレギュレーションしていくのか、それとも努力義務にするのか、罰則規定があるのか。

内藤参考人 格付けのモニタリングあるいは更新のための体制整備、もっとも重要なのは、人員等の配置からはじまって、過去のデフォルト率のトレースなどの分析をして、それで格付け作業に当たるといような体制整備が一番重要と考える。格付会社自身がそうしたコストを負担して体制の整備を図る、その基本的な社内ルールを定めてもらうということになる。体制整備がなされているかどうか、登録の要件になる。

下條委員 提案がある。レギュレーション、罰則がもし難しくなっているとしたら、金融庁が、格付会社の格付実績を定期的に公表するようにしたらどうか。

和田隆志委員 大臣の認識を伺いたい。格付けはどなたのためにある制度だと考えるか。

与謝野大臣 発行者よりも投資家のためにある。これはある種の投資家保護の分野に属しているのではないか。

和田委員 規制当局側が、格付会社のやっている実際の格付けの適否について判断するような仕組みを構築するべきではないか。

与謝野大臣 個別の会社の格付けに関しては、極めて客観性を要求されるからそんなに今まで問題は発生していないと思う。しかしやはり一番の問題は、素人目からよく内容がわからない証券化商品について安易に格付けをしたのではないか。

格付会社と監査法人の違いはどこかという問題がある。監査法人の判断は、済んでしまったことに関しての判断だから、それなりに確定的な判断として結論が出せるが、格付会社の判断は、現在から将来に向かっての判断というものであるわけだからどうしても違ってくる。これは最後には格付会社の信用自体の問題、格付会社の実績とか歴史が格付けの権威を多分維持するのだろう。(格付会社の)判断の適否を論じるような客観的な基準はできないだろうと思う。誠実な行動規範を採用して格付けをやっていただくことをお願いする以外に方法はない。そういう意味で、今回は登録制度でよく格付会社のことをみていこうということである。

③平成 21 年 4 月 15 日の審議概要

中川正春委員 この法案のなかに品質管理規程というのがある。第 66 条の 33 に「・・内閣府令に定めるところにより・・」という文言があるが、内閣府令で定める中身はどういうものになっているか。

内藤参考人 IOSCO の基本行動規範を十分に踏まえながら、内閣府令を考えていきたい。

中川委員 法律は枠組みだが、いわゆるあんこになる部分(すなわち内閣府令等が)一番大事なので、そこが知りたい。そこを前提にして、この法案に対して賛成か反対かということの判断基準していく。内閣府令ができていないと議論が進められない。政治抜きで、あるいは国会抜きでこれから先は全部進んでいくことになる。

与謝野大臣 法律の委任の趣旨を明確にする観点から、法案を審議いただく中においても、検討事項や方向性についてきちんと説明していくことが重要と思っている。ただ格付会社に対する規制は、各国それぞれ違った事情あるいは違った考え方を持っており、他の国々との考え方の整理、あるいはそういう国との整合的な考え方を確保する意味からも、確定的な政省令案は出せないという事情を理解して欲しい。

中川委員 格付会社から出てきたレーティング、これをどう利用していくかということ。日銀などの公的機関で利用されているが、それで本当にいいのかどうかということ。こうした使い方が行政サイドから民間に向けて、この基準を満たしなさいよという形で降りてくる。格付けというのは影響が大きい。

内藤参考人 今後公的利用の見直しの結果という形で内閣府令を改正する形で対応する。

中川委員 こんなことを勝手にやられたらたまらいというのが我々の気持ちである。やはりこれは法律事項で、あるいは議会の賛否を問う形で議論すべきではないか。使い方について、全廃ではなく、法的拘束力を持たない形で、何らかの工夫をしながら参考程度に使うという方向が正しいと思う。

④平成 21 年 4 月 16 日の審議概要

16 日は参考人 4 人を招き、各参考人から意見を聞いた。4 氏のうち、本稿と関係があるのは三国事務所代表取締役三国陽夫氏である。同氏の発言の要旨と関連質問を紹介する。

三国参考人 私は 1983 年 7 月より、「三国債券格付情報」を国内及び海外の投資家向けに提供してきた。今回の金融商品取引法改正案のうち、信用格付業者に対する公的規制の導入について私見を述べたい。私どもの三国格付けは、投資家、正確に言うと、融資、企業間信用等の与信先の管理ということになるが、投資家向け信用情報を提供するという立場にあり、当初より金融行政での活用の枠組

みの外に存在していた。したがって金融行政における格付けの使われ方がどうであるとか、そのために登録が必要であるかどうかには当事者でないので、特段の意見はない。

格付けは本来投資家が投資の際に参照するもの。そこに格付けの最大の機能が存在する。依頼格付けであろうと、勝手格付けであろうと両者において違いがない。投資家の利用に絞っていくつかのポイントを述べる。

格付けが扱っている信用リスクの判断は、本来、投資家が自分で下すものである。投資家が自分で判断できないことを格付会社が代わってやるのかというと、そうではない。この時点で、格付けは一つの意見ではなく、専門的な権威のある意見であり、投資家は自分で考えずに格付けに従うしかないということになる。

しかし、これは投資家が判断する余地をなくしてしまうという意味で問題があるといわざるを得ない。専門の格付会社の役割は、投資家が判断できないことを代わりに判断することではなく、数多くの銘柄、企業について、長期にわたって信用リスクのユニバースを描き、比較感を提供することにある。

投資家が自分の意見を持ち、多くの意見を参照できることが市場を通じた価格形成にとって不可欠である。投資家は自分の意見を形成するときに、格付会社の格付けを参考にする。信用格付けはあくまでも一つの意見であるにすぎないという立場を守り切ることが極めて大事である。

一つしか意見がないと極めて危険なことは、一昨年来のサブプライムローン関連商品の格付けが示したとおりである。登録業者の取得格付けがあり、登録とは無関係な例えば三国格付けがあり、あるいは格付けランク以外の形で提示される信用リスクについてのさまざまな意見が存在するという状況があつてよろしい。

昨年来の議論として、問題がある格付会社が放置されるのはいかなものか、厳しく規制するべきという意見がある。私は、規制、監督ではなく、規律を与える役割が必要であると考え。それは、基本的に市場、マーケットが果たすものだ考える。まともな格付けこそが投資家に参照されていく結果、規制、監督という形をとることなく、市場自体が規律を働かせていくことになることが正しい道であろう。

盛山正仁委員 今回の案をどのように考えているのか再度聞きたい。

三国参考人 私どもは社債の格付けに特化している。この場合には、企業内容開示制度に基づく財務諸表とか東京証券取引所などから公表された重要な事実の開示と財務諸表分析という方法を組み合わせ、社債についての格付判断、信用リスクの判断というものができるということが前提になっている。そういう基礎的な知識がある人が参加するという前提があつたときにはじめて機能すると思う。皆さんは正確な格付けということを主張されるが、本当に正しい格付けというものがあるのか。したがって信用リスクを理解してもらう仕組みとして、格付会社が格付けを出す、それはあくまでも一つの意見にすぎない。サブプライム問題に関してトリプル A を出したからといって格付会社が肩代わりして弁済することはない。一つの意見ということで、要するにそれだけの話である。

石井啓一委員 複雑化、高度化した金融商品に対する格付けというのはどのようにあるべきか、ということで意見を聞きたい。

三国参考人 サブプライムローンを組み込んだ証券化商品は、私募債で企業内容開示制度の埒外にあったこと、格付けに当たってコンピュータモデルを利用したが、機関投資家でも（複雑すぎて）理解ができなかったことが重なった。投資家の責任として自分が理解できないものは買ってはいけないということが原理原則になっている。格付けに当たって、最も重要なことは最悪の条件を設定して行うことが大事である。

佐々木憲昭委員 格付会社の責任というのはどのように認識しているか。どのような点が改善すべき点なのか。

三国参考人 社債の格付けでは、かなりの信頼を得ている。それは多くの専門家がいる、格付会社の格付け自体が高すぎると必ずチェックされるということが起こり得る。ところが私募債の世界では、格付会社がオリジナルなデータを貰う。データの信頼性が必ずしもチェックされない。それとコンピュータモデルは誰でもわかるというものではないので、一つの意見がいつの間にか権威ある意見になってしまったのではないか。

金融行政が格付会社に対して、適切な格付けをしないと法律で義務付けてもなかなか大変ではないか。野球のピッチャーにストライクゾーン以外に投げちゃいけないという法律を作ってもそれはどうしようもないというか、それと似た話である。

⑤平成 21 年 4 月 17 日の審議概要

同日の委員会では本稿のテーマに関係がある議論はなされなかった。

⑥平成 21 年 4 月 21 日の審議概要

関芳弘委員 利益相反の禁止について、これを担保するためにどのような措置をとっているのか。

内藤参考人 本法案において、禁止行為として、格付会社が格付対象の金融商品の設計など格付けの評価に重要な影響を及ぼす事項について助言を行った場合には、その金融商品についての格付けの提供を禁止するとともに、格付会社に利益相反防止、独立性確保のための体制整備を義務付けることとしている。

関委員 格付会社の情報開示についてどのような制度設計をしようと考えているか。

内藤参考人 登録を受けた信用格付業者に対して、適時の情報開示として格付けの付与や提供についての方針及び方法、格付方針等であるが、これらの公表、定期的な情報開示として、信用格付会社の業務の状況を記載した説明書類の年 1 回の公表を義務付けることとしている。

大畠章宏委員 格付会社の管理強化を一步進めて、免許制、登録の義務化をすべきではなかったか。

内藤参考人 すでに登録制度が導入されているアメリカにおいても登録できる規制が採用されており、国際的な整合性も図られている。

松野頼久委員 法案の第 66 条の 35、一号にある「密接な関係を有する場合において・・・」とあるがこの密接な関係とはどういう関係か。

内藤参考人 信用格付会社、役員、使用人が発行者等の格付関係者が発行する有価証券を保有している場合、格付関係者との間で支配関係を有する場合、格付関係者の役職員である場合等、利益相反を惹起する可能性がある場合を想定している。

松野委員 その二、「内閣府令で定める事項に関して助言を行った場合」の助言はどういう場合をいうのか。

内藤参考人 本規定は、格付け対象となる金融商品の設計など格付けの評価に重要な影響を及ぼす事項について助言をした場合には、助言の対象となる金融商品について格付けの提供を禁止する、これを同時提供の禁止と呼んでいる。

松野委員 第 66 条の 41、「公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」とはどういうときか。

内藤参考人 一般的に業務改善命令の発出要件として、同様の文言が使われている。ただしその目安として、事柄の重要性とか悪質性あるいは累犯性とかいったものを考慮することになる。

松野委員 第 66 条の 42、五号の「投資者の利益を害する事実があるとき」に業務停止命令等の処分を行うことができるとの要件であるが、例えばこの会社の格付けは悪いですよ、と判断した場合に発出されるのか。

内藤参考人 そういう問題ではなく、格付会社の業務運営上、極めて不適切な業務運営を行うということによって投資家が不測の損害を受けたというような場合を考えている。

階猛委員 法案の第 66 条の 32（の誠実義務）のところだが、信用格付業者は、独立した立場においてその業務を遂行するとあるが、いわゆる依頼格付けの場合、独立した立場が維持されるかどうかの判断基準について聞きたい。

内藤参考人 本規定は独立した立場で業務を遂行すべき旨を一般原則として定め、具体的な対応は業務管理体制の整備義務等において措置することとしている。格付会社の独立性は、利益相反防止等の業務管理体制の整備などの規制を格付会社が遵守していくことを通じて確保される。

階委員 第 66 条の 33 で業務管理体制の整備が定められている。このなかで専門的な知識及び技能を有する者の配置とあるが、専門的知識及び技能の客観的な基準についてどのように考えているか。

内藤参考人 専門的知識及び技能は個々の格付業者の業務の特性に応じて異なってくるので、これを客観的に一律に決めるのは困難かと思う。

階委員 第 66 条の 36 で、格付業者は格付方針等を公表するとなっているが、格付方針等の具体的な内容が大事と考える。

内藤参考人 この格付方針等には、大別して 2 つある。1 つは格付付与方針等というもので、これには、定義とか、格付付与のプロセスとか、格付付与に使用する情報が十分な品質を確保しているかどうかについて合理的な措置が取られているかどうかが含まれる。もう 1 つの格付け提供方針等というのは、格付けの提供に当たって表示すべき事項、付与した格付けの提供等が広く一般に対して遅滞なく行われているための方策等を内容とするもの。格付けの符号、格付けを付与した年月日、格付対象者の関与の有無に関する情報、格付けに関わる限界といった意義づけなどである。

階委員 信用格付業者に対する罰則規定は法案に設けられていない。

与謝野大臣 今回の法案では、規制の実効性を確保するため登録を受けた信用格付業者について金融商品取引業者と同様の枠組みによる罰則を設けている。具体的には、不正の手段により登録を受け

た場合、業務改善命令に違反した場合、報告もしくは資料の提出をせず、または虚偽の報告もしくは資料の提出をした場合等に罰則を設けることにしている。

陪委員 そもそも論になるが、信用格付けの定義が第 2 条 34 項に定められている。ここで格付けは金融商品に関する信用格付けと法人の信用状態に関する信用格付けの両方を含むとなっているが、金融商品と法人では格付けの考え方を変えるべきではないか。

内藤参考人 各格付会社の格付けが信用リスクのみならず流動性リスクあるいは価格変動リスクを含めたものであるという一種の誤解があった。信用格付けが流動性リスクや価格変動リスクの評価でないことを含めて、信用格付けの意義の周知を図りたい。

陪委員 伝統的な金融商品と先端的な証券化商品とは、記号とかを分けるべきと考える。

与謝野大臣 社債と複雑な金融商品に対する格付けの区別の方法についても格付方針等の内容として規定していく。

⑦平成 21 年 4 月 22 日の審議概要

同日の審議では、田中委員長から、金融商品取引法等の一部を改正する法律案に対する質疑は昨日までに終了しているが、同法律案に対する自由民主党、民主党・無所属クラブ及び公明党の共同提案による修正案が提出されたことに伴い、審議を行いたいとの発言があった。審議の後、修正議決が行われて成立した。その後、議決した金融商品取引法等の一部を改正する法律案に対する付帯決議を付す共同提案が同じく自由民主党などから出され、審議の後、付帯決議を付すことになった。

付帯決議のうち、本稿に関係がある事項は次の 3 点である。要約して紹介する。

- i 信用格付業者に対する規制については、国際的な動向を十分踏まえ、規制の充実・強化等に柔軟かつ機動的に対応すること。その際日本の市場、国情に合ったものとなるように十分配慮すること。
- ii 信用格付業者の利益相反の回避については実効的な規制に努めること。
- iii 信用格付業者の格付け後のモニタリングの重要性にかんがみ、信用格付業者によるモニタリングの実績の公表の義務化を検討すること。

⑧平成 21 年 4 月 23 日の審議概要

財務金融委員会での審議を終えた金融商品取引法等の一部を改正する法律案は同日の衆議院本会議で、田中委員長からの報告の後採決に入り、賛成多数で成立した。その後の参議院での審議経過は省略するが同院において 6 月 17 日に採決が行われて、可決成立した。

(4) 小括

衆議院財務金融委員会における議論は合計 7 回にわたって行われた。議論のポイントを整理するとともに、衆議院での議論についての小括を試みることにする。

衆議院での議論を振り返ってみると、多くの委員は「格付会社性悪説」の立場だったようである。発行体から手数料をとる以上、公正な格付けはできるはずがないという思い込み、格付けの役割に対する誤解あるいは理解不足があったようである。

しかし参考人として出席した三国陽夫氏は格付けの機能を次のように説明した。格付けは本来投資

家が投資の際に参考にするものである。投資判断の代替をするものではない。あくまで参考情報である。また、格付けは、信用リスクについての意見であり、流動性リスクや価格変動リスクについては何も語ってはいないことに注意をするべきである。また政府が「正しい格付けをしなさい」ということを命令してもそんなことはできないはずがない無理な話で、「野球でストライクゾーン以外に投げるな」というようなものだ。格付けを利用する場合には、基礎的な知識のある人が利用するということが前提になる。

三国参考人の意見の後、議論は確実に深化した。それはともかく、格付けに対する誤解がなくなるように丁寧に説明することが再三にわたり議論されたことは大きな意義がある。格付けに対する投資家一般の人たちへの理解が進むことが期待される。

（５）成立した法律の概要

① 概要

国会の審議を経て平成 21 年 6 月 24 日に成立した法律第 58 号は、金融商品取引法「第 3 章の 3 信用格付業者」として同法の一部を構成することになった。同法における位置付けから明らかになったことは、前章、すなわち第 3 章の 2 金融商品仲介業者のすぐ後に位置づけられていることから推察されるように、信用格付業者は金融商品取引業者とともに資本市場で果たすべき機能と役割などが法律上明らかになったことを意味する。

② 法律

第 3 章の 3 信用格付業者は、5 節 24 条からなる。すなわち、

第 1 節 総則（第 66 条の 27 - 第 66 条 31）

第 2 節 業務（第 66 条の 32 - 第 66 条の 36）

第 3 節 経理（第 66 条の 37 - 第 66 条の 39）

第 4 節 監督（第 66 条の 40 - 第 66 条の 45）

第 5 節 雑則（第 66 条の 46 - 第 66 条の 49）

から構成されている。

第 1 節総則第 66 条の 27 条では、信用格付業者は内閣総理大臣の登録を受けることができると定め、第 66 条の 28 条の登録の申請には、①商号又は名称、②役員、③信用格付業を行う営業所又は事務所の名称及び所在地、④他に事業を行っているときは、その事業の種類、⑤その他内閣府令で定める事項を記載した登録申請書を提出することを求めている。

6 登録制へ向けての体制整備

（１）改正政令や内閣府令の公布

金融庁は、法律が成立したのを受けて、格付会社に対する公的規制の実施へ向けて体制の整備を進めた。同庁は 2009 年 10 月 16 日、「平成 21 年金融商品取引法等の一部改正等に係る政令案・内閣府

令案等の公表について」を公表した^(注11)。そのなかに含まれる「平成 21 年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案の概要」によると、「格付会社に対する公的規制の導入」の下、信用格付業者に対する規制・監督の概要として誠実義務、体制整備、禁止行為、情報開示を求め、事業報告書の提出、報告徴取・立入検査、業務改善命令等を行うというものである。

その後金融庁は、同年 11 月 6 日、「平成 21 年金融商品取引法等の一部改正等に係る企業内容の開示制度における内閣府令案等の公表について」を公表した。そのなかで、格付けの公的利用の見直しの一環として、社債等の発行登録制度を見直し、利用適格要件のなかの「社債券について 2 つ以上の指定格付機関による A 格相当以上の格付け取得」を廃止し、代わりに株式の上場及び時価総額が 1,000 億円以上などを利用適格要件とした(実施は 2010 年 4 月 1 日)。

その後金融庁は同年 12 月 22 日、「平成 21 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」を公表した^(注12)。金融庁は同じく 12 月 28 日、金融商品取引法の改正に伴う、関連する改正政令や内閣府令を公布した。

(2) 指定格付機関の 5 社の指定

金融庁は、同日、企業内容等の開示に関する内閣府令(昭和 48 年大蔵省令第 5 号)第一条第十三号の二に規定する指定格付機関を指定する件(平成 21 年金融庁告示第 72 号)に基づき、指定格付機関 5 社を指定した^(注13)。指定格付機関制度は、翌年末を期限として毎年末に更新されてきた。しかし、同制度は信用格付業者に対する規制導入後に廃止され、信用格付業者の制度に統合されることが予定されている。

(3) 監督指針(案)の公表

金融庁は、2010 年 1 月 27 日、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(別冊)信用格付業者向けの監督指針(案)」を公表し、監督指針のあり方に対するコメントを広く募集した^(注14)。コメントの募集は 3 月 1 日に締め切り、同月 31 日に「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」と「(別冊)信用格付業者向けの監督指針(案)」を公表した^(注15)。監督指針は 4 月 1 日から施行された。

(4) 格付けの公的利用の段階的見直し

金融庁は、2010 年 3 月 31 日に、金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令(平成 21 年内閣府令第 78 号)の施行に伴い、「企業内容等の開示に関する内閣府令第 9 条の 5 に規定する格付けを指定する件」等の改正を行った^(注16)。これらの措置により、関連する内閣府令等に規定する格付機関及び格付け利用要件は、同年 4 月 1 日以降、2010 年末に予定されている指定格付機関制度の廃止を控えて段階的に改廃ないし見直しが行われた。

（５）企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正

2010年6月28日、同年4月1日に施行された信用格付業者に対する規制の導入に伴い、信用格付業者制度に統合、同時に格付けの公的利用が投資者による格付けへの過度の依存を招いたとの反省を踏まえて、公的利用のあり方について見直しを行った^(注17)。改正案の概要は、「取得格付」欄を廃止する、信用格付業者から格付けを取得する場合には、欄外に記載することを求めるなどとなっている^(注18)。

（６）登録時に「グループ指定制度」を採用

金融庁は、2010年8月13日に「金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」等を公表した^(注19)。これは、金融庁が外資系格付会社の登録に当たって日本の現地法人だけでなく、本国の親会社も同時に登録することを求め、仮に親会社が登録を申請しない場合には親会社が付けた格付けは無登録とするという方針を打ち出したことに、外資系格付会社3社が反発し、金融庁と交渉していた。

外資系3社は、「最悪の場合には日本政府への登録を見送るかもしれない」との観測が一部に流れたこともあり^(注20)、金融庁が“妥協案”として、「グループ指定制度」という概念を打ち出し、一定の条件を満たせば、親会社が登録しない場合でも日本法人が登録すれば、同一グループに属するとみなして、無登録業者の無登録格付けを提供する際の金融商品取引業者等の説明義務^(注21)を免除することにしようするものである。

ここでいう一定の条件とは、同一グループ内に登録業者が存在する場合、当該グループに属する無登録業者のうち、①情報の公表状況等が登録業者と同じ水準であること、②「グループ共通の格付方法等」を採用していること、③登録業者を通じて「グループ共通の格付方法等」を公表していること、を満たす法人を金融庁長官が指定した場合である。

金融庁はこうした考え方についての意見を広く求めた。金融庁は、2010年9月8日に「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」と「金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」等^(注22)を公表した。

（７）格付会社の登録

金融庁は2010年9月30日、次の5法人について、信用格付業について登録を行い、信用格付業者として登録した旨を通知した。登録が完了したのは次の各社である^(注23)。フィッチ・レーティングスは同年12月までに日本法人を設立し、17日に登録の手続きを終えた。

- ・株式会社日本格付研究所
- ・ムーディーズ・ジャパン株式会社
- ・ムーディーズ SF ジャパン株式会社
- ・スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社
- ・株式会社格付投資情報センター

7 格付会社の対応

2006 年に施行された米国の公的規制^(注 24)の後を追う形で、日本にも公的規制が導入されて、2010 年 4 月 1 日から改正金融商品取引法が施行された。同年 9 月末をめぐりに日本に拠点を置く格付会社による登録の手続きが終了した。公的規制の導入という新しい事態に格付会社はどのように対応したのか。

S&P は 2009 年 4 月に「格付ビジネスモデルの考察：投資家のニーズにどう応えるか—格付会社による分析の独立性の確保と利益相反の防止」と題するレポートを公表した^(注 25)。それによると、格付会社のビジネスモデルとして、3 つの類型を紹介し、それぞれの長所と短所を比較した。3 つのモデルとは、購読料モデル (Subscriber-Fee Model)、政府公益事業モデル (Government Utility Model) そして発行体手数料モデル (Issuer-Fee Model) である。

最初の購読料モデルは、ヘッジファンドや金融会社など特定の投資家が手数料を支払う代わりに、格付けレポートを非公開・独占的に受け取るというビジネスモデルである。政府公益事業モデルは投資家や購読者が支払う手数料、あるいは新規発行や既存の債務残高に課される税金によって、政府もしくは政府下で運営される格付会社によるモデル。特定の証券や発行体の格付分析を担当した格付会社が手数料などを受け取る。発行体手数料モデルは、発行体が市場で証券を発行するプロセスの一環として、格付会社に手数料を支払うモデルである。

各モデルにはそれぞれ固有の長所と短所があるとはいえ、適切な規制に基づく監督が行われていれば、潜在的な利益相反の管理は可能だろう。同時に、いかなるモデルも発行体と投資家の双方のニーズに応えるべきであるが、情報量を増やし、パフォーマンスの質を向上させるという投資家のニーズが優先されるべきであるとし、次のように結んでいる。つまり、投資家や発行体にとって重要なことは、格付けと格付会社を信頼して、個々のニーズに従って選択できる複数のオプションがあることが必要だとわれわれ(S&P)は考えている。

S&P の主張のポイントは、発行体手数料モデルをベースとして、これに購読料モデルを組み合わせた現行モデルが最もふさわしいとし、利益相反の回避に執着するあまり、政府公益事業モデルや購読料モデルに依存するのは弊害が大きく現実的ではないということになるだろう。

S&P はその後も断続的に規制関連の資料を公表しているが、2010 年 9 月 17 日に登録を前提に「格付付与方針等」「格付提供方針等」「特定行為の種類及び利益相反回避措置の概要」など 5 点^(注 26)を公表した。

Moody's は、10 月 1 日、日本の現地法人 2 社 (ムーディーズ・ジャパン及びムーディーズ SF ジャパン) の「規制関連等」^(注 27) 及び「無登録業者の格付けの利用」^(注 28) の発表資料を収容するサイトを開設した。規制関連等は、両社とも「格付付与方針等」「格付付与方針に関する金融商品取引業者に関する内閣府令第 299 条第 36 号イに定める事項」「格付提供方針等」「信用格付けの妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目」「格付取下げのガイドライン」の 5 点の資料からなる。

一方、無登録業者の格付けの利用のサイトには「信用格付けを付与するために用いる方針及び方法の概要」と「信用格付けの前提、意義及び限界」が掲載されている。すべての資料を読みこなすには、相

当のエネルギーと基礎知識を必要とすることは間違いないと思われるが、格付けの方針及び方法について体系的に説明されていること、特に「信用格付の前提、意義及び限界」のなかでは、格付けの意義（役割）と限界が説明されているので、投資家一般の格付けに対する理解は今後進むと期待できる。

R&I は 2008 年 10 月、利益相反の防止策や格付けの公平性・中立性を保つための仕組み作り、行動規範の見直しなど社内体制の整備状況などのチェックや格付業務に対する幅広い意見を聞くため、社内に「サーベイランス会議」を設置すると発表した^(注 29)。同会議は外部の金融専門家や弁護士など 4 人で構成し、年 2 回の会議を開く。

その後、2010 年 7 月 1 日、登録を控えた体制整備の一環として「信用格付業務基本方針」「格付方針等」を公表した。改正金商法の主旨に沿って信用格付業者として果たすべき役割を踏まえて、目指す方向を明らかにしたものである^(注 30)。

JCR は同社サイトに「利益相反」を設け、その中に「特定行為と利益相反回避措置について」を掲載した^(注 31)。その目的について、JCR は公正かつ中立的な信用格付けを付与し提供するため、特定行為及びその利益相反回避についてまとめたとしている。特定行為とは、「信用格付行為のうち利益相反又はそのおそれのある行為」（内閣府令第 306 条第 1 項第 7 号イ）とし、格付関係者と密接な関係がある場合等、投資者の利益を害する行為、公正・的確な信用格付けを確保するために回避されるべき行為、その他利益相反又はおそれがあると判断される行為を特定行為として類型化している。

8 むすび

金融商品等の格付けというビジネスは、大きな転機に立っている。登録制を柱とした公的規制が導入されたことにより、格付けの制度化は進んだ。しかし同時に格付会社の責任は従来に増して重くなった。格付会社は 21 世紀に入って以降、その業容拡大に合わせて、格付けの方法や格付けの限界、さらには格付会社に潜在的に存在する利益相反問題の回避を含めた改革策を打ち出すとともにそれなりに説明責任を果たしてきた。しかし、エンロン問題の発生を契機に始まった米国議会での格付会社規制論の動きは、2006 年の格付会社改革法の成立を促した^(注 32)。それにもかかわらず、格付会社は 2007 年に起きた金融危機の発生に強くコミットしていたことが明らかになり、改めて格付会社の役割とともに格付方法を含めた体制整備の説明責任を厳しく問われることになった。これが EU や日本などの各国での格付会社の公的規制へつながっていったことはすでに述べたとおりである。

本稿を結ぶにあたってこれまでに議論されてきたことと一部重なるが、格付方法などの運用面や格付会社のあり方について今後どのようにあるべきかを若干指摘しておきたい。

まず、格付方法等については、格付各社による対応策が登録制度の発足に合わせる形で充実してきたことで透明性が一段と高まったことは間違いない。格付会社はこれまで格付結果を公表する際には、ニュースリリースの末尾に「格付けは当社の（当該企業の信用リスクについての）オピニオン（意見）」である旨を記載してきた。しかし、その文言から格付けの限界について読み取ることは難しかった。しかし、今後は格付会社により格付付与方針や格付提供方針等の説明がなされることになったこ

とは、格付方法等についての投資家の理解は進むことになると思われる。

次に運用面のあり方について触れておきたい。発行体が債券の発行にあたって格付けを取得する際に、米国では2社からの格付け取得がおおむね定着している。これは発行体による説明責任の一環であると考えられる。これに対して日本では1社からの格付け取得で、発行することが可能である。これは金融審議会での赤井参考人の発言のなかでも指摘されていたことである。この際、投資家、なかんずく機関投資家に申し上げておきたい。1社しか取得していない債券の購入は、たとえ自社が調査分析能力に優れていたとしても、機関投資家としての受託者責任を果たしたことはないのではないかと。少なくとも委託者に対する説明責任を果たしたとはいえない。

なぜ2社格付けが必要かは、格付け制度そのものの仕組みにあると考えるからである。格付会社は自ら格付けの記号とその定義を決めて公表している。当然のことながら、A社とB社とではたとえ記号は同じでも、定義が違う。したがってある発行体に対して付けられた2つの格付けは意味することが異なるはずである。もしその相違を客観的に説明するとすれば、記号が持っている5年なり10年なりの累積デフォルト率の推移が必要である。累積デフォルト率が異なれば、A社の格付けとB社の格付けは記号が同じでも異質の格付けということになる。このことを例えばA社の格付けのテーブルで比較すると、B社の格付けはA社の格付けと同じではなく、低いかあるいは高い格付けということになる。このことは一般的に知られていない。とすれば発行体は世間体がよい（すなわち最も高い）格付けを好む傾向があるから、累積デフォルト率を比較しないまま格付けの高低を論じることは投資家に対する誤ったメッセージを発している可能性がある。

こうした誤解をなくす方法として、あるいは格付けの利用の仕方に対する啓蒙の1つの方法として、改正金商法は有価証券届出書の欄外に格付け取得の有無などを必要事項として記載することを求めた（注18参照）。

今後、日本においても複数格付けが定着し、多様な意見が投資家に提供されることが望ましい。もとより、債券の償還可能性はひとえに将来の見通しについての意見である限り、単独格付けでは十分であり得るはずがないからである。

格付会社のあり方に関する議論に移りたい。現在の格付ビジネスの仕組みでは、発行体から手数料を受け取る以上、利益相反の問題が潜在的に存在する。このことは発行体に有利、投資家に不利に働く可能性を否定できないことを意味する。しかし、利用者から格付手数料なり対価なりを受け取る仕組みは格付けビジネスに固有ではない。例えば企業の会計監査制度においても同様の仕組みがある。監査法人は被監査企業から報酬を受け取るが、仮に多額の報酬を払った企業に監査に手心を加えた結果、企業が倒産したりすると、投資家は大きな損害を被る。と同時に当該監査法人は信用をなくす。

医療行為をみても、患者（企業に相当）は病院（格付会社に相当）に診療報酬を支払う。この場合に投資家に相当するのは社会保険診療報酬支払基金である。病院は適切な診療体系の下で、適切な医療行為を施し、これに対価を支払うことによって患者も社会保険診療報酬支払基金、さらには病院が利益を受ける。

これらは一般的に受益者負担の原則が貫かれているのである。企業も格付け取得によって、格付け

によって（最も低い利率で発行できるという）利益を受け、さらに円滑に資金調達ができることに對して発行体が手数料を支払うことには問題がないはずである。

ただし、格付ビジネスに限らず、手数料ビジネスには潜在的な利益相反の問題が存在する限り、細心の注意が必要である。格付関係者の業務に関する倫理観（モラル）の維持は当然としても、それだけでは説明責任は果たせない。それを補完する仕組みとして、格付会社間の健全な競争が必要である。その前提として、複数格付けが定着したうえで、どの格付会社が投資家にとってもひいては発行体にとっても最適な情報を提供しているかが問われる仕組みの構築である。

1 つだけの格付けなら企業に有利な格付けを出せるとしても、格付け数が増えてくると、格付けの同業他社比較を通じて、格付けの相対化が進み、その妥当性が相互にチェックされるので、一概に発行者側に有利といえる状況は解消していくと考えられる。その段階では、利益相反の問題はかなりの程度解消されていると考えられる。適時適切に付与された、数多くの格付け実績が豊富な格付会社が市場に対する影響力を高めていくことが資本市場における格付会社の役割である。

最後に、格付けの利用者は、格付けの限界を認識したうえで、複数の格付記号とそれに付随するコメント情報に目を通すことが必要であることを指摘しておきたい。

【注】

- 1) 格付機関は英語の **Rating Agency** の訳語であるが、格付機関という用語からは公的な機関という印象をもたれやすい。しかし実態は株式会社形態の民間会社であり、格付会社の用語がふさわしい。より正確には **IOSCO** が使用している **Credit Rating Agency** の訳語である信用格付会社の方が最適と思われるが、簡単のために格付会社という用語を使用する。ただし、法律では信用格付業者という用語が使われているので、関連する箇所では信用格付業者という用語を使用している。
- 2) 拙稿 [2010] 40-41 頁参照。
- 3) 日本経済新聞社 [2010] 「金融危機と規制・監督」『日本経済新聞』（経済教室・ゼミナール、8 月 5 日から 9 月 10 日まで連載）第 16 回参照。
- 4) 金融庁・金融審議会 [2008 a] 『格付会社を巡る状況について』10 月 15 日。
- 5) 証券化商品は、ストラクチャード・ファイナンス (**Structured Finance**) の訳語である。仕組み債あるいは仕組み商品も本稿では証券化商品と同義として扱う。
- 6) 金融庁・金融審議会 [2008 b] 『論点メモ』(2)、『格付会社に係る規制の枠組みについて』、『IOSCO 「信用格付機関の基本行動規範」』11 月 19 日。『論点メモ』(2) によると、具体的な規制の内容は次のとおり。① 誠実義務（格付会社は独立した立場において公正かつ誠実に業務を遂行すること）、② 体制整備（格付会社は、信用格付業務を的確かつ公正に遂行するための体制を整備すること）、③ 禁止行為（格付会社は一定の禁止行為をしてはならないこと）、④ 格付方針等（格付会社は格付けの方針・方法を定めて公表し、これに従って信用格付業務の業務を行わなければならないこと。変更時も遅滞なく公表）、⑤ 事業報告書の提出（格付会社は、一定の期間ごとに事業報告書を作成して、当局に提出しなければならないこと）、⑥ 説明書類の縦覧（格付会社は

一定期間ごとに説明書類を作成して、公衆の縦覧に供しなければならないこと)。さらに具体的な検査・監督の枠組みとして、①報告徴取・立入検査、②業務改善命令、③監督上の処分(業務停止、登録取消)を法律で規定することが考えられる。

- 7) 金融庁・金融審議会 [2008 c] 『論点メモ』(3)、『格付会社に係る規制の枠組みについて』、『IOSCO の基本行動規範と規制案骨格との関係イメージ』11月25日。
- 8) 金融庁・金融審議会 [2008 d] 『金融審議会金融分科会報告(案)～信頼と活力ある市場の構築に向けて～』12月11日。
- 9) 金融庁・金融審議会 [2008 e] 『金融審議会金融分科会報告(案)～信頼と活力ある市場の構築に向けて～』12月17日。
- 10) 衆議院 [2009]。
- 11) 金融庁 [2009 a]。
- 12) 金融庁 [2009 b]。
- 13) 金融庁 [2009 c]。
- 14) 金融庁 [2010 a]。
- 15) 金融庁 [2010 b]。
- 16) 金融庁 [2010 c]。
- 17) 金融庁 [2010 d]。
- 18) 欄外に求められた記載の要件と内容は次のとおり。当該発行に係る社債について、提出会社の依頼により、信用格付業者から提供され、若しくは閲覧に供された信用格付け又は信用格付業者から提供され、若しくは閲覧に供される予定の信用格付けがある場合には、次に掲げる事項を欄外に記載すること。なお、これらの信用格付けが複数存在する場合には、すべてについて記載すること。
 - (a) 当該信用格付けに係る等級、信用格付業者の商号又は名称その他当該格付けを特定するための事項並びに当該信用格付けの前提及び限界に関する当該信用格付け対象となる事項の区分に応じた説明、
 - (b) 当該発行に係る社債の申込期間中に、金商業等府令第313号第3項第3号の規定により当該発行に係る社債に関して信用格付業者が公表する同号イからルまでに掲げる事項に関する情報を入手するための方法。当該発行に係る社債について、提出会社の依頼により、信用格付業者から提供され、若しくは閲覧に供された信用格付け又は信用格付業者から提供され、若しくは閲覧に供される予定の信用格付けがない場合には、その旨を欄外に記載すること(「企業内容等の開示に関する内閣府令」(記載上の注意)(13)新規発行社債1 参照)。

<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100628-1/01.pdf>

<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20100908-2/02.pdf>
- 19) 金融庁 [2010 e]。
- 20) 日本経済新聞社 [2010] 「格付会社登録“本国も対象”」『日本経済新聞』8月5日付け朝刊。
- 21) 無登録格付けについての金融商品取引業者等の説明義務は、金融商品取引法第38条第3号、金融商品取引業等に関する内閣府令第116条の3に規定している。
- 22) 金融庁 [2010 f]。なお、説明事項に係るグループ指定制度の導入については次の論文に詳しく紹介されている。

る。野崎彰・有吉尚哉[2010]「無登録格付けの説明義務の見直しに関する内閣府令の改正」『商事法務』No.1910、9月25日。

23) 金融庁 [2010 g] 信用格付業者の一覧は次のとおり。

信用格付業者登録一覧

(平成22年9月末現在 5)

登録番号	登録年月日	業者名	本店所在地
金融庁長官（格付）第1号	平成22年9月30日	株式会社 日本格付研究所	東京都中央区
金融庁長官（格付）第2号	同上	ムーディーズ・ジャパン株式会社	東京都港区
金融庁長官（格付）第3号	同上	ムーディーズ SF ジャパン株式会社	同上
金融庁長官（格付）第4号	同上	スタンダード&プアーズ・ レーティング・ジャパン株式会社	東京都千代田区
金融庁長官（格付）第5号	同上	株式会社 格付投資情報センター	東京都中央区

なお、平成22年12月17日 6と改められて、金融庁長官（格付）第7号フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社が追加登録されている。同時に登録番号のうち第4号が第5号に、第5号が第6号にそれぞれ変更されている。

24) 拙稿[2010]44頁参照。

25) スタンダード&プアーズ [2009 a]。

26) 同 [2010 a]。

27) ムーディーズ[2010 a]

28) 同 [2010 b]。

29) R&I [2008]。

30) 同 [2010 a]。

31) JCR [2010]。

32) 拙稿 [2010] 44-46 頁。

【参考文献】

岡東 務[2004]「資本市場における格付会社の役割—格付会社のどこに問題があるのか—」『月刊資本市場』No.229、9月、資本市場研究会

— [2008]「格付会社は資本市場の期待に応えられるか」『月刊資本市場』No.269、1月、資本市場研究会

— [2010]「サブプライムローン問題発生後の格付機関の対応について」『城西国際大学紀要』第18巻第1号、3月、城西国際大学

格付投資情報センター(R&I) [2008]「格付けの透明性向上に向けて、サーベイランス会議を設置」10月23日

- http://www.r-i.co.jp/jpn/body/regulatory_affair/info/2008/10/info_20081023_519851787_01.pdf (採録日 2010/9/30)
- [2010 a] 「信用格付業務基本方針」「格付方針等」 7 月 1 日
http://www.r-i.co.jp/jpn/body/ratingpolicy/info_r-i/2010/07/info_r-i_20100701_952722574_01.pdf (採録日 201/10/01)
- [2010 b] 「規制関連情報」9 月 30 日 http://www.r-i.co.jp/jpn/regulatory_affair/index.html (採録日 2010/10/01)
- 金融庁・金融審議会 [2008 a] 『第 53 回金融審議会金融分科会第一部会議事録・資料等』
fsa.go.jp/singi/.../20081015.html (採録日 2010/03/01)
- [2008 b] 『第 55 回金融審議会金融分科会第一部会議事録・資料等』 fsa.go.jp/singi/.../20081119.html (採録日 2010/03/01)
- [2008 c] 『第 56 回金融審議会金融分科会第一部会議事録・資料等』 fsa.go.jp/singi/.../20081125.html (採録日 2010/08/14)
- [2008 d] 『第 59 回金融審議会金融分科会第一部会議事録・資料等』 fsa.go.jp/singi/.../20081211.html (採録日 2010/08/14)
- [2008 e] 『第 60 回金融審議会金融分科会第一部会議事録・資料等』 fsa.go.jp/singi/.../20081217.html (採録日 2010/03/01)
- 金融庁 [2009 a] 「平成 21 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案等の公表について」「平成 21 年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案の概要」 10 月 16 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/20091016-1.html> (採録日 2010/09/25)
- [2009 b] 「平成 21 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」「平成 21 年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案の概要」 12 月 22 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/20091222-4.html> (採録日 2010/09/25)
- [2009 c] 「指定格付機関の指定に係る金融庁告示の制定について」 12 月 28 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20091228-1.html> (採録日 2010/09/10)
- [2010 a] 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊）信用格付業者向けの監督指針（案）」 1 月 27 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100127-1.html> (採録日 2010/09/08)
- [2010 b] 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊）信用格付業者向けの監督指針（案）」 3 月 31 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100331-4.html> (採録日 2010/09/08)
- [2010 c] 「企業内容等の開示に関する内閣府令第 9 条の 5 に規定する格付を指定する件」 3 月 31 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-3.html> (採録日 2010/09/25)
- [2010 d] 「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）等の公表について」 6 月 28 日
<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100628-1.html> 「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）等の概要」（別紙 1）同 <http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100628-1/01.pdf> 「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）」同 <http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100628-1/02.pdf> (採録日 2010/09/25)
- [2010 e] 「金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣

- 府令の一部を改正する内閣府令」8月13日 <http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20100813-2.html> (採録日 2010/09/10)
- [2010 f] 『「金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」に対するパブリックコメント』9月8日
<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20100908-1.html> (採録日 2010/09/10)
- [2010 g] 「信用格付業者の登録について」 <http://www.fsa.go.jp/news/22/syouken/20100930-1.html> (採録日 2010/10/01)
- スタンダード&プアーズ(S&P) [2009 a] 「格付ビジネスモデルの考察：投資家のニーズにどう応えるか—格付会社による分析の独立性の確保と利益相反の防止」4月24日
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/japanArticles/BusinessModel_Whitepaper_J_200904.pdf (採録日 2010/09/25)
- [2009 b] 「信用格付けに対する規制のグローバルな枠組みに向けて」6月17日
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/japanArticles/GlobalRegulatoryFramework_COMM_J_200905.pdf (採録日 2010/09/25)
- [2010 a] 「金商法に基づく信用格付業者としての開示資料を一部公表」9月17日
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/japanArticles/r_issuance_policy_20100917.pdf (採録日 2010/10/01)
- [2010 b] 「金融庁に信用格付業者として登録」9月30日
<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/jp/jp/page.article/1,0,0,0,1204859620057.html> (採録日 2010/10/01)
- 衆議院 [2009] 「金融商品取引法等の一部を改正する法律案（内閣提出第49号）」『財務金融委員会会議録議事情報一覧』第171回国会、4月7日 http://www.shugiin.go.jp/index.nsf/html/index_kaigiroku.htm (採録日 2009/11/16)
- 日本格付研究所 [2010] 「特定行為と利益相反回避措置について」『利益相反管理』
http://www.jcr.co.jp/common/pdf/footer_1.pdf (採録日 2010/10/01)
- ムーディーズ（ムーディーズ・ジャパン） [2010 a] 「格付付与方針等」「格付付与方針に関する金融商品取引業者に関する内閣府令第299条第36号イに定める事項」「格付提供方針等」「信用格付けの妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目」「格付取下げのガイドライン」『規制関連』10月1日
http://www.moodys.co.jp/pages/Regulations.aspx?Name=Regulations_RatingPolicy_MJKK&RootId=Regulations&MenuId=Regulations_RatingPolicy&SubMenuId=Submenu_MJKK&id=MenuNavigator1_rptRegulations_ctl0_trSubRegulations (採録日 2010/10/02)
- ムーディーズ [2010 b] 「信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要」「信用格付の前提、意義及び限界」『無登録格付説明関連』10月1日
http://www.moodys.co.jp/pages/NonRegistered.aspx?Name=NonRegistered_RatingPolicy&RootId=NonRegistered&MenuId=NonRegistered_RatingPolicy (採録日 2010/10/02)

