

公的規制導入後の格付会社の動向

岡 東 務

【要旨】

日本の資本市場における格付会社に対する公的規制は、2009年6月24日に金融商品取引法（以後「金商法」と略す）の一部改正案が成立、約1年後の翌年4月から施行されてから3年有余が経過した。法施行後の信用格付業者（以後原則として「格付会社」と表記を変える）は、格付会社の発行体等からの独立性の確保や利益相反の回避、格付プロセスの品質と公正性の確保、市場参加者に対する透明性の確保などの公的規制の目的を達成したのか、格付会社の現状を検証してみる。格付会社は当初、業務管理体制の整備など規制対応に忙殺された。その後、証券取引等監視委員会による格付会社に対する検査が一巡し、勧告事案を含む格付会社の問題点が明らかにされ、是正措置とともに必要な法改正も行われた。公的規制前では、金融庁などの監督官庁の格付会社に対する監督権限は存在せず、今回の勧告事案に相当する問題があったとしても、おそらく格付会社内部で処理され、明るみになることはなかったと推測される。その意味では、規制の効果はあったと判断できる。

キーワード：格付、格付会社、金融商品取引法、公的規制、説明書類

はじめに

日本の資本市場における格付会社に対する公的規制は、2009年6月24日に金融商品取引法（以後「金商法」と略す）の一部改正案が成立、約1年後の翌年4月から施行されてから3年有余が経過した。「金商法」では格付会社を「信用格付業者」と呼び、概略すると、①誠実義務、②情報開示、③体制整備、④禁止行為、の4つの柱を中心とした信用格付業者に対する規制・監督を実施することとした¹。法施行後の信用格付業者（以後原則として「格付会社」と表記を変える）は、格付会社の発行体等からの独立性の確保や利益相反の回避、格付プロセスの品質と公正性の確保、市場参加者に対する透明性の確保などの公的規制の目的を達成したのか、関連する資料や格付会社各社の開示資料などを基に格付会社の現状を検証してみる。

1 法的規制の導入

1. 1 規制導入の背景と法案成立

格付は、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、欧米においても格付の意味や役割・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を唯一の尺度とするまでになった。これが世界的な金融危機を引き起こした一因と目されている。こうした現象を背景に米国や欧州に続い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い情勢になった。

金融審議会の議論と国会の審議を経て 2009（平成 21）年 6 月 24 日に成立した法律第 58 号は、「金商法」の「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、格付会社は法律に服し、当局の監督に従うと同時に、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。「金商法」と関連する金融商品取引業等に関する内閣府令（平成 19 年内閣府令第 52 号、以下「業府令」と略す）の概略を示せば次のようになる。

図表 1-1 「金商法」と「業府令」の概要

「金商法」（第 3 章の 3 信用格付業者）	「業府令」（第 4 章 信用格付業者）
第 1 節 総則 （登録）第 66 条の 27 （登録の申請）第 66 条の 28 （登録簿への登録）第 66 条の 29 （登録の拒否）第 66 条の 30 （変更の届出）第 66 条の 31	第 1 節 総則 （定義）第 295 条 （登録の申請）第 296 条 （外国法人の国内における代表者に順ずる者） 第 297 条 （登録申請書の記載事項）第 298 条 （業務の内容及び方法）第 299 条 （登録申請書の添付書類）第 300 条 （電磁的記録）第 301 条 （信用格付業者登録簿の縦覧）第 302 条 （体制整備の審査基準）第 303 条 （登録申請書記載事項の変更の届出）第 304 条 （業務の内容又は方法の変更の届出）第 305 条
第 2 節 業務 （誠実義務）第 66 条の 32 （業務管理体制の整備）第 66 条の 33 （名義貸しの禁止）第 66 条の 34 （禁止行為）第 66 条の 35 （格付方針等）第 66 条の 36	第 2 節 業務 （業務管理体制の整備）第 306 条 （格付関係者）第 307 条 （格付関係者との密接な関係）第 308 条 （格付関係者が利害を有する事項）第 309 条 （信用格付に重要な影響を及ぼす事項）第 310 条 （禁止の対象から除かれる助言の態様）第 311 条 （禁止行為）第 312 条 （格付方針の記載事項）第 313 条 （格付方針等の公表方法）第 314 条

<p>第3節 経理 (業務に関する帳簿書類) 第66条の37 (事業報告書の提出) 第66条の38 (説明書類の縦覧) 第66条の39</p>	<p>第3節 経理 (業務に関する帳簿書類) 第315条 (事業報告書) 第316条 (事業報告書の提出期限の承認の手続き等) 第317条 (説明書類の記載事項) 第318条 (説明書類の縦覧方法) 第319条 (説明書類の縦覧期限の承認の手続き等) 第320条</p>
<p>第4節 監督 (廃業等の届出等) 第66条の40 (業務改善命令) 第66条の41 (監督上の処分) 第66条の42 (監督処分公告) 第66条の43 (登録の抹消) 第66条の44 (報告の徴取及び検査) 第66条の45</p>	<p>第4節 監督 (廃業等の届出) 第321条 (廃業等の公告等) 第322条 (所在不明者の公告) 第323条 (監督処分公告) 第324条 (運用上の注意) 第325条</p>
<p>第5節 雑則 (職務代行者) 第66条の46 (外国法人等に対するこの法律の適用に当たっての技術的読替え等) 第66条の47 (準用) 第66条の48 (内閣府令への委任) 第66条の49</p>	<p>第5節 雑則 (参考人等に支給する旅費その他の費用) 第326条 (申請書等の提出先等) 第327条 (標準処理機関) 第328条 附則抄 略</p>

(資料)「金商法」及び業府令から作成。

「金商法」の第66条の27条では、格付会社は内閣総理大臣の登録を受けることができると定める。「登録できる」としたのは、格付会社の業務は一般的に投資情報の生産と提供である。投資情報とすれば、多様な立場からの多様な意見が飛び交う。したがって投資情報の生産と提供に携わる者をすべて法律で拘束することは現実的ではない。その代わりに、一定の条件を満たし、かつその意思がある者だけを登録できるとした。この思想は米国でも同様である。

一方、登録しなかった者、すなわち無登録格付会社も登録した格付会社と同様の投資情報の生産と提供はできる。ただし、無登録格付会社の格付の場合は、証券会社等の金融商品取引業者が金融商品を販売するときに追加的な説明義務を負うことになる。

無登録格付会社の格付に関する金融商品取引業者の説明義務による説明事項は、次のとおりである²。

- ①格付を付与した者が格付会社の登録を受けていない旨、
- ②格付会社の登録の意義、
- ③格付を付与した者の商号、役員、本店その他の所在地等、
- ④格付を付与した者が当該格付を付与するために用いる方針及び方法の概要、
- ⑤格付の前提、意義及び限界、

について説明しなければならないとされている。

したがって格付会社が登録を受ける利点は、金融商品取引業者が説明なしに格付を投資勧誘に用いることができる点が一番大きな点である。

1. 2 格付会社の登録

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。同条に基づく格付会社は図表 1-2 のとおりである。

登録している格付会社は、合計 7 社、うち外資系が 3 社グループ 5 社。外資系のうち、ムーディーズ SF ジャパンと日本スタンダード&プアーズの 2 社はいずれも日本国内で組成されるストラクチャード金融商品の格付を専業としている。

図表 1-2 格付会社一覧

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	東京都中央区銀座五丁目 15 番 8 号
金融庁長官 (格付) 第 2 号	平成 22 年 9 月 30 日	ムーディーズ・ジャパン株式会社	東京都港区愛宕二丁目 5 番 1 号愛宕 グリーンヒルズ MORI タワー 20 階
金融庁長官 (格付) 第 3 号	平成 22 年 9 月 30 日	ムーディーズ SF ジャパン株式会社	東京都港区愛宕二丁目 5 番 1 号愛宕 グリーンヒルズ MORI タワー 20 階
金融庁長官 (格付) 第 5 号	平成 22 年 9 月 30 日	スタンダード&プアーズ・レー ティング・ジャパン株式会社	東京都千代田区丸の内一丁目 6 番 5 号 丸の内北口ビル
金融庁長官 (格付) 第 6 号	平成 22 年 9 月 30 日	株式会社格付投資 情報センター	東京都中央区日本橋一丁目 4 番 1 号
金融庁長官 (格付) 第 7 号	平成 22 年 12 月 17 日	フィッチ・レーティングス・ ジャパン株式会社	東京都千代田区麹町四丁目 8 番地 麹町クリスタルシティ東館 3 階
金融庁長官 (格付) 第 8 号	平成 24 年 1 月 31 日	日本スタンダード&プアーズ株式会社	東京都千代田区丸の内一丁目 6 番 5 号丸の内北口ビル

(資料) 金融庁「信用格付業者一覧」平成 24 年 1 月 31 日現在。

1. 3 格付会社の業務

格付会社に対する規制の中核をなしているのが、第 66 条の 32 (誠実義務)、第 66 条の 33 (業務管理体制の整備)、第 66 条の 34 (名義貸しの禁止)、第 66 条の 35 (禁止行為)、第 66 条の 36 (格付方針等) からなる「第 2 節業務」の各条文である。

まず第 66 条の 32 では、格付会社及び役員等は誠実に業務を行うことを求める。

格付会社並びにその役員及び使用人は、独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行しなければならない。

続いて第 66 条 33 では、格付会社の業務管理体制の整備を求める。業務管理体制の整備の具体的な内容は業府令第 306 条の規定に委ねられている。金融庁が別に定めた「信用格付業者向けの監督指針」³

の該当箇所なども参考にしながら、説明していきたい。

それによると、格付会社が整備しなければならない業務管理体制は次の要件を満たさなければならない（同条第1項）として、17項目が列挙されている。

①常に公正不偏の態度を保持し、自らの判断と責任において格付行為を行うための措置がとられていること。

②格付担当者が連続して同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする格付の付与に係る過程に関与する場合に関する措置、いわゆるローテーション・ルールの採用も求められている。

ローテーション・ルールは、主任格付アナリストが同一の格付対象発行体もしくは銘柄を5年間継続して担当した後、2年間は担当しない休止期間を設けるかあるいは、格付の最終的な意思決定を合議体（通常「格付委員会」といわれる）で行い、かつ、格付委員会の構成員の総数の3分の1以上の構成員が同一の格付対象発行体もしくは銘柄に対する格付付与に関与しない措置のことである。

③公正に格付行為を行うことについて重要な疑義がある者を採用しないための措置がとられていること。

公正に格付行為を行うために必要な能力、経験及び求められる職業倫理を備えた者を採用できるよう、役職員の採用に関する方針を適切に定め、当該方針に従って適切に採用を行っている。また、当該方針の妥当性及び実効性について適時・適切に検証を行い、必要に応じ見直しを行っているかを求められている。

④格付会社の業務の適正を確保するための措置がとられていること。

具体的には、取締役会等は、会社の業務の適正を確保するための内部管理態勢を整備することの重要性を認識し、自社の業務の特性・規模・複雑性等に応じた十分な内部統制システムを構築していること。また構築された内部統制システムの妥当性及び実効性を定期的に検証し、必要に応じ見直しを行っていることが重要である。なお、④には2013年9月2日付で、業府令が改正され、「付与した格付と異なる格付を提供し、又は閲覧に供することを防止するための体制その他の格付行為の事務処理の誤りを防止するための体制」（文言の一部修正）が追加された。この点については後述する。

⑤法令等遵守を確保するための措置がとられていること。

まず法令等遵守を経営の最重要課題の一つとして位置付け、その実践に係る基本方針、更に具体的な実践計画（コンプライアンス・プログラム）や行動規範（倫理規程、コンプライアンス・マニュアル）等を策定していることが求められる。

次に内部通報制度に係る点として、内部通報制度の担当部署や処理手続を明確に定め、迅速かつ適切に処理・対応が行われる態勢となっている、内部通報の内容について、必要かつ適切な範囲内で情報共有が図られる態勢となっている、内部通報への対応状況について、適切にフォローアップが行われる態勢となっている、内部通報の内容及びその調査結果は、正確かつ適切に記録・保存されるとともに、業務管理体制の改善、再発防止策の策定等に十分活用されている。また、

通知を行った者が当該通知を行ったことを理由にして不利な取扱いを受けないことを確保することも求められる。

このほか、「金商法」の適用対象となる格付を特定するための業務管理体制の整備も求められる。

⑥格付の付与に係る過程の品質の管理の方針の策定及びその実施に関する措置がとられていること。

イ. 格付業の業務を適正かつ円滑に遂行し得る専門的知識及び技能を有する人員を十分に確保するための措置

ロ. 格付の付与のために用いられる情報について十分な品質を確保するための措置

ハ. 格付の付与のために専門的知識及び技能を有する人員を十分に確保できない場合又は格付の付与のために用いられる情報について十分な品質を確保できない場合には、当該格付を付与しないための措置

ニ. 格付付与方針等の妥当性及び実効性について検証を適正に行う機能を整備するための措置

ホ. 格付付与方針等について重要な変更を行ったときは、当該格付付与方針等に基づき付与した格付のうち、変更後の格付付与方針等に基づき更新するか否かについて判断すべき格付の範囲及び更新に要する期間を遅滞なく公表し、当該期間内に必要な更新を行うための措置

ヘ. 資産証券化商品（当該資産証券化商品の設計が過去に格付を付与した資産証券化商品の設計と著しく異なる場合に限る）の信用状態に関する評価を対象とする信用格付を適正に付与することが可能であることを検証するための措置

ト. 付与した信用格付に係る検証及び更新を適切かつ継続的に実施するための措置

⑦格付業に係る利益相反を防止するための次の措置がとられていること。

イ. 格付行為のうち利益相反又はそのおそれのある行為（以下「特定行為」という）を適切な方法により特定し、当該行為が投資者の利益を害しないことを確保するための措置（次に掲げる措置を含む。以下「利益相反回避措置」という）。（1）格付担当者が利益相反のおそれのある有価証券の売買その他の取引等を行わないための措置、（2）役員又は使用人と格付関係者との間で利益相反のおそれのある有価証券の売買その他の取引等を行わないための措置、（3）格付会社と格付関係者との間で利益相反のおそれのある次に掲げる場合において、当該格付関係者が利害を有する事項を対象とする格付の付与において投資者の利益を害しないことを確保するための措置。

次に掲げる場合とは、（i）格付会社が格付関係者から融資を受けている場合、（ii）格付会社の総株主等の議決権の100分の5以上の議決権を保有している者が格付関係者である場合、（iii）格付関係者が格付会社の発行する有価証券の引受人となる場合、（iv）格付関係者から格付行為に係る役務以外の対価として多額の金銭その他財産上の利益を受けている場合、である。

（4）格付担当者が格付関係者の役員又はこれに準ずるものに就くことを目的として自ら働きかけを行うことを防止するための措置、（5）格付会社の役員又は使用人でなくなった格付アナリストが格付関係者の役員又はこれに準ずるものに就いた場合において、当該格付関係者が利害を有する事項を対象とする格付の妥当性を検証するための措置。

⑧関連業務及びその他業務に係る行為が格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置がとられていること。

⑨資産証券化商品の信用状態に関する評価が信用格付の対象となる事項である場合において、第三者が独立した立場において資産証券化商品に係る格付の妥当性について検証することができるための措置がとられていること。

イ. 第三者が当該格付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を整理して公表すること。

ロ. 格付関係者に対し、当該資産証券化商品に関する情報の公表その他の第三者が当該格付の妥当性について検証することができるための措置を講じるように働きかけを行うこと。

ハ. 格付会社がロに基づき行った働きかけの内容及びその結果について公表すること。

この点について、監督指針では次のように説明している。

- ・業府令第 306 条第 1 項第 9 号イの「第三者が当該格付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」の公表に当たっては、第三者が資産証券化商品の内容やリスクを的確に把握できるようなものとしている。また、当該項目の妥当性について適時・適切に検証を行い、必要に応じ見直しを行っているか。

- ・格付関係者に対する「第三者が当該格付の妥当性について検証することができるための措置」を講じることの働きかけ（業府令第 306 条第 1 項第 9 号ロ）及びその内容・結果の公表（同号ハ）に関し、方針及び手続を明確に定めているか。また、働きかけの内容及びその結果に係る記録を適切に保存するとともに、当該記録に基づいて当該方針等の妥当性及び実効性について適時・適切に検証を行い、必要に応じ当該方針等の見直しを行っているか。

⑩格付会社の役員及び使用人の報酬等の決定方針を定め、かつ、当該決定方針が格付会社の業務の公正、かつ、的確な実施に支障を及ぼさないことを確保するための措置がとられていること。

イ. 法令等遵守責任者の報酬等の額が格付業の業務の実績の影響を受けないこと。

ロ. 格付担当者の報酬等の額が当該格付の手数料の影響を受けないこと。

⑪格付担当者が当該格付の手数料に関する交渉に参加することを防止するための措置がとられていること。

監督指針では、格付担当者が格付の手数料に関する交渉に参加することを明確に禁止している。また、例えば、格付行為を行う部門と格付の手数料に関する交渉を行う部門とを分離するなど、適切な措置を講じているかを求めている。

⑫格付会社の業務に関して知り得た情報の管理及び秘密の保持を適切に行うための次に掲げる措置がとられていること。

イ. 格付業の業務に関して知り得た情報及び秘密を、格付業を公正かつ的確に遂行するために必要と認められる目的以外の目的に利用しないことを確保するための措置。

ロ. 秘密の範囲及び業務上知り得る者を特定し、管理の方法を定めることにより、その漏洩の防止を図るための措置。

⑬格付会社に対する苦情を適切かつ迅速に処理するための措置がとられていること。

監督指針では、格付関係者、投資者その他格付の利用者からの苦情や問合せ等の担当部署及び処理手順を明確に定め、迅速かつ適切に処理・対応を行う態勢となっているか。経営に重大な影響を与え得る苦情等は経営陣への報告事項とするなど、適切な情報共有が図られる態勢となっているか、また苦情等を受けた場合には、十分な説明を行う態勢となっているか。苦情等の対応状況について、適切にフォローアップを行う態勢となっているか、苦情等に関する情報を適切に蓄積・分析することによって、業務運営体制の改善や再発防止策の策定等に十分活用しているか、などを指摘している。

⑭格付方針等に従い格付業の業務を遂行するための措置がとられていること。

監督指針では、単に格付方針等の制定・改定・通知の通達にとどまらず、研修その他の方法により役職員に確実に周知・徹底を行う態勢となっているか、格付方針等の遵守の実効性を確保するため、内部監査等の内部牽制機能が十分発揮される態勢となっているか、格付方針等の遵守の実効性の検証を踏まえて、必要に応じ格付方針等の見直し等の対応を行っているか、などを説明している。

⑮金融商品又は法人の信用状態の評価の結果に関する一般的な性質に関して虚偽の表示をし、又重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示を行わないための措置がとられていること。

⑯関連業務に係る行為を行う場合において、当該行為が格付業に係る行為であると誤認されることを防止するための措置がとられていること。

⑰格付会社において前各号に掲げる措置が適切に講じられることを確保するため、次に掲げる要件を満たす委員会（以下この章において「監督委員会」という）の設置がとられていること。

イ. 委員のうち3分の1以上は、格付会社等の役員又は使用人ではなく、かつ、過去5年以内関係役員等となったことがない者であること。

ロ. 委員の過半数が金融に係る専門的知識を有する者であること。

1. 4 禁止行為

第66条の35は禁止行為である。業府令第309条以下第312条までにその規定がある。

まず第66条の35では、格付会社又はその役員もしくは使用人は、その行う格付業に関して、次に掲げる行為をしてはならない、と述べる。

次に掲げる行為とは、具体的には、次のような場合である。「信用格付業者向けの監督指針(Ⅲ-2-2)」を参照しながら説明を続ける。

①格付関係者と密接な関係を有する場合の格付の提供・閲覧の禁止等。

「金商法」第66条の35第1号においては、格付会社及びその役職員は、格付関係者と「密接な関係」を有する場合に、当該格付関係者が利害を有する事項を対象とする格付を提供し、又は閲覧に供する行為を行うことが禁止されている。

これに関連して、格付会社は、業府令第306条第1項第7号イにおいて、格付業に係る利益相反を

防止するための業務管理体制の整備の一環として、格付担当者が利益相反のおそれのある有価証券の売買その他の取引等を行わないための措置等を講ずることが求められている。

②コンサルティング行為の同時提供の禁止。

「金商法」第66条の35第2号においては、格付プロセスの公正性確保、格付会社の独立性確保・利益相反回避の観点から、格付会社及びその役職員が、格付関係者に対し当該格付関係者に係る格付に重要な影響を及ぼすべき事項に関して助言を行った場合において、当該格付を提供し、閲覧に供する行為を行うことが禁止されている。

一方、格付会社と格付関係者との間の実務上の適切なコミュニケーションが阻害されないよう、業府令第311条の規定により、格付関係者からの求めに応じ、当該格付関係者から提供された情報又は事実が格付の付与に与える影響について、格付付与方針等及びこれに関連する事項に基づき説明することは認められている。これらを踏まえ、格付会社においては、格付関係者との交渉の経過を的確に把握できる業務管理体制を確立することが重要である。

③前2号に掲げるもののほか、投資者の保護に欠け、又は格付会社の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為として、(i) 信用評価を行う前に、あらかじめ、定められた格付を当該信用評価の結果として提供し又は閲覧に供することを格付関係者との間で約束する行為、(ii) 格付会社の格付担当者が格付の付与に係る過程において、格付関係者から金銭又は物品（同一日における総額が3000円以下で、かつ、業務上必要と認められるものを除く）の交付を受け、その交付を要求し、又はその交付の申し込みを承諾する行為、(iii) 格付の対象となる事項が資産証券化商品の信用状態に関する評価であり、当該資産証券化商品又はその原資産の信用状態に関する評価を対象として他の格付会社が格付を付与していたことのみを理由として、当該資産証券化商品の信用状態に関する評価を対象とする格付の付与を拒む行為。

1. 5 格付方針等

第66条の36によると、格付会社は、内閣府令で定めるところにより、格付を付与し、かつ、提供し又は閲覧に供するための方針及び方法を定め、公表しなければならないとする。続けて同2項では、格付会社は、格付方針等に従い、信用格付業の業務を行わなければならないと述べている。

業府令第313条は、第1項で、格付の付与に係る方針及び方法（格付付与方針等）と、格付を提供し、又は閲覧に供する行為に係る方針及び方法（格付提供方針等）を記載して定めなければならないと述べる。

格付付与方針等とは、(1) 厳格かつ体系的なものであること、(2) 収集した金融商品又は法人の信用状態に係るすべての情報資料を総合して判断するものであること、(3) 格付の対象となる事項の区分及びその細目に応じ、(i) 信用状態に関する評価の前提となる事項及び信用状態に関する評価の結果を示す等級を定めるための基準、(ii) 格付の付与に係る方法の概要が記載されていること、(4) 付与した格付を提供し、又は閲覧に供する行為を行う前に、あらかじめ、当該格付の付与にあたり格付会社が利用した主要な情報に関し、格付関係者が事実の誤認の有無について確認することが可能とな

るための方針及び方法が記載されていること、(5) 格付関係者の依頼によらず格付を行う場合における当該格付の付与に係る方針及び方法が記載されていること、とする。

一方、格付提供方針等について述べる第3項では、(1) 付与した格付を提供し、又は閲覧に供する行為が当該格付の付与後遅滞なく行われること、(2) 付与した格付を提供し、又は閲覧に供する行為が広く一般に対して行われることとされていること、(3) 付与した格付を提供し、又は閲覧に供する場合には、次の掲げる事項をインターネットの利用その他の方法により公表することとされていること。

次に掲げる事項とは、(i) 格付会社の商号又は名称及び登録番号並びに当該格付会社に対して直近1年以内に講じられた監督上の措置の内容、(ii) 格付を付与した年月日、(iii) 格付の付与に係る過程に関与した主任格付アナリストの氏名及び格付の付与について格付会社を代表して責任を有する者の氏名など11の項目である。

(4) 付与した格付の撤回に関する情報提供が遅滞なく行われること、(5) 信用評価の結果の妥当性について、金融庁長官その他の行政機関がこれを保証したものと誤解されるおそれがある表示を行わないこと、が規定されている。

さらに第314条では、格付会社は、インターネットの利用その他方法により、投資者及び格付の利用者が常に容易に閲覧できるよう格付方針等を公表しなければならない(第1項)などとしている。

1. 6 経 理

第66条の37は、格付会社は帳簿書類を作成し、保存すること、第66条の38は、格付会社は事業年度ごとに事業報告書を作成し、内閣総理大臣に提出しなければならないこと、第66条の39は、格付会社は説明書類を作成し、毎事業年度経過後政令で定める期間を経過した日から1年間、これをすべての営業所又は事務所に備え置き、公衆の縦覧に供するとともに、業府令で定めるところによりインターネットの利用その他の方法により公表しなければならないことをそれぞれ規定している。

1. 7 監 督

第66条の40は、格付会社の廃業等の届出等を規定し、第66条の41は、内閣総理大臣は格付会社に対して、業務の方法の変更その他業務の運営の状況の改善に必要な措置をとるべきことを命じることができ、第66条の42で、内閣総理大臣は格付会社に対して一定の事由がある場合、登録の取消し又は6ヵ月以内の業務の全部もしくは一部の停止を命じることができるとしている。

さらに第66条の45では、内閣総理大臣は、一定の事由が生じた場合に、格付会社等に対して報告の徴取及び検査を行うことができるとしている。

2 格付会社の説明書類の検討

2. 1 日本格付研究所

法第 66 条の 39 の規定に基づき、格付会社はそれぞれ説明書類を開示している。本章では、格付各社 7 社（5 グループ）の説明資料のうち、日本格付研究所の説明書類の概略を見てみる。紙幅の関係上、説明書類の詳細は省略している。

同社は、2013 年 10 月現在、「業務の状況に関する説明書類」（第 28 期：平成 24 年 4 月 1 日から平成 25 年 3 月 31 日まで）と（第 27 期：平成 23 年 4 月 1 日から平成 24 年 3 月 31 日まで）を公表している。このうち、第 28 期の概要（目次）を紹介してみる。

I. 当社の概況及び組織に関する事項

1. 商号 日本格付研究所
2. 登録年月日及び登録番号 平成 22 年 9 月 30 日（金融庁長官（格付）第 1 号）
3. 組織の概要（組織図）略
4. 株式の保有数の上位 10 位までの株主の氏名又は名称並びにその株式の保有数及び総株主の議決権に占める当該株式に係る議決権の数の割合 略
5. 役員の氏名又は名称 略
6. 信用格付業を行う営業所又は事務所の名称及び所在地 略
7. 他に行っている事業の種類 略
8. その他政令で定める事項 略
 - (1) 法令等遵守責任者の氏名 略
 - (2) 信用格付の付与に係る過程において格付アナリストを監督する責任を有する者の氏名 略
 - (3) 監督委員会の委員の氏名 略

II. 業務の状況に関する事項

1. 当期における業務の概要 略
2. 業務状況を示す指標
 - (1) 売上高 1,814 百万円（うち信用格付行為の役務の対価 1,539 百万円）
 - (2) 信用格付業者が一の格付関係者から信用格付業に係る売上高の百分の十を超える手数料を得ている場合には、当該格付関係者の氏名又は名称 該当なし
 - (3) 金融商品又は法人の信用状態の変化に関する統計その他の情報
本説明書類末尾の「JCR 格付推移マトリックス及び累積デフォルト率」を参照
 - (4) 付与した信用格付（信用格付業者として付与した日から 1 年以上経過したもの）の履歴に関する情報
当社のウェブサイトのサブカテゴリー「会社案内」の「説明書類」内「格付履歴情報」を参照
 - (5) 関連業務及びその他の業務の状況 略
 - (6) 格付アナリストの総数 58 名

3. 信用格付業者と格付関係者との間の一般的な手数料の体系

(1) 略

(2) 略

III. 業務管理体制の整備の状況

1. 格付担当者が連続して同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付の付与に係る過程に関与する場合において、当該格付関係者から独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行するために講じる措置 略

2. 信用格付業の業務の適正を確保するための体制の整備に係る措置 略

3. 法令等遵守を確保するための措置

(1) コンプライアンスへの取り組み 略

(2) コンプライアンス体制の枠組み 略

① チーフ・コンプライアンス・オフィサー

② 監督委員会

③ コンプライアンス統括室

4. 信用格付の付与に係る過程の品質の管理の方針の策定及びその実施に関する次に掲げる措置

(1) 格付アナリストの採用及び研修に関する方針 略

(2) 格付アナリストの配置 略

(3) 信用格付の付与のために用いられる情報について十分な品質を確保するために講じる措置 略

(4) 格付付与方針等の妥当性及び実効性について検証を適正に行う機能を整備するための措置 略

(5) 格付付与方針等について重要な変更を行ったときは、当該格付付与方針等に基づき付与した信用格付のうち、変更後の格付付与方針等に基づき更新するか否かについて判断すべき信用格付の範囲及び更新に要する期間を遅滞なく公表し、当該期間内に必要な更新を行うための措置 略

(6) 資産証券化商品(当該資産証券化商品の設計が過去に信用格付を付与した資産証券化商品の設計と著しく異なる場合に限る)の信用状態に関する評価を対象とする信用格付を適正に付与することが可能であることを検証するための措置 略

(7) 付与した信用格付に係る検証及び更新を適切にかつ継続的に実施するために講じる措置 略

5. 特定行為の種類及び利益相反回避行為の概要 略

6. 信用格付業者の役員又は使用人でなくなった格付アナリストが格付関係者の役員又はこれに準じるものに就いた場合において、当該格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付の妥当性を検証するために講じる措置 略

7. 関連業務及びその他業務に係る行為が信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置 略

8. 資産証券化商品の信用状態に関する評価が信用格付の対象となる事項である場合において、第三者が独立した立場において当該信用格付の妥当性について検証ができるために講じる措置 略

9. 信用格付業者の役員及び使用人の報酬等の決定方針が信用格付業の業務の公正かつ的確な実

施に支障を及ぼさないことを確保するための措置 略

10. 格付担当者が当該信用格付の手数料に関する交渉に参加することを防止するために講じる措置
略

11. 信用格付業の業務に関して知りえた情報の管理及び秘密の保持を適切に行うために講じる措置
略

12. 信用格付業者に対する苦情を適切かつ迅速に処理するための措置 略

13. 監督委員会の運営方針並びに委員の氏名及び選任方法（独立委員の独立性に関する考え方を
含む）略

(1) 監督委員会の運営方針 略

(2) 監督委員の氏名 略

(3) 監督委員の選任方法 略

14. 信用格付業者並びにその役員及び使用人が遵守すべき行動規範 略

IV 格付方針等の概要

JCR 格付推移マトリックスおよび累積デフォルト率 略

以上が日本格付研究所の説明書類の概要であるが、残りの6社の説明資料も基本的な構成はほぼ同じである。

2. 2 7社5グループの業務の状況

説明書類中の「業務の状況」を参考にしながら、7社5グループの概況を整理してみる。

図表 2-1 格付会社の売上高 2012（平成24）年12月現在

社名	売上高 (千円)	うち格付行為の役務対価 (千円、括弧内は比率)
日本格付研究所	1,814,000	1,539,000 (84.8%)
ムーディーズ・ジャパン	1,870,000	1,810,000 (96.8%)
ムーディーズ SF ジャパン	250,000	250,000 (100.0%)
スタンダード&プアーズ ・レーティング・ジャパン	2,128,886	1,645,019 (77.3%)
格付投資情報センター	3,814,000	2,205,000 (57.8%)
フィッチ・レーティングス・ジャパン*	660,000	173,000 (26.2%)
日本スタンダード&プアーズ	77,792	76,799 (98.7%)

(注) 登録番号順、*フィッチは15ヵ月の変則決算。日本格付研究所は25年3月決算。

7社5グループの売上高合計は、106億1,468万円、うち格付行為の役務の対価合計は76億9,882万円である。格付行為の役務合計が全収入に占める割合は72.5%になる。約4分の3が格付、約4分の

1がその他の収入になる。

全収入の42%がその他の収入になる格付投資情報センターは、年金運用コンサルティングを中心とする投資評価事業、格付情報の販売や専門誌の発行を手掛ける情報提供事業によるものである（「説明書類」5頁参照）。

またフィッチは、収入の74%を関係法人各社に対して提供した役務の対価と説明している（同4頁）。一方、7社5グループの格付アナリストの総数は、229人。外資系の格付会社には、兼任のアナリストが含まれている可能性があるため、実際はこの数字より若干少ないと思われる。

図表2-2 格付会社のアナリスト総数 2012（平成24）年12月末現在

社名	格付アナリスト総数（人）
日本格付研究所	58
ムーディーズ・ジャパン	32
ムーディーズ SF ジャパン	10
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン	36
格付投資情報センター	77
フィッチ・レーティングス・ジャパン	6
日本スタンダード&プアーズ	10

（注）登録番号順、日本格付研究所は平成25年3月末現在。

日本の格付会社のアナリスト数は、グローバルベースで見てもかなり少ない。ちなみに米国証券取引委員会（SEC）が2011年末現在の各格付会社の格付アナリストと格付アナリスト管理者の合計数を公表しているが、それによると、スタンダード&プアーズは1,416人、ムーディーズ1,252人、フィッチ1,096人と大手3社は1,000人を超えるアナリストを擁している⁴。

3 格付会社に対する検査

3.1 検査結果の公表

証券取引等監視委員会は、法第66条の45に基づき格付会社に対する検査を行い、その結果を2013（平成25）年4月に公表した⁵。それによると、同委員会は2011（同23）年4月より、順次、格付会社に対する検査を実施してきたが、2013（同25）年2月までに7社5グループに対する検査が一巡したことを受けて、検査結果を取りまとめて公表した。

格付会社に対する検査の結果、問題点を各社に通知するとともに、このうち1社については行政処分を求める勧告を実施した（この勧告については後述する）。

多く認められた問題点としては、苦情処理措置や利益相反防止措置等が適切に講じられていないなどの業務管理体制の整備が不十分な状況がほぼ全社で確認された、としている。

証券取引等監視委員会が指摘した主な問題点は次のとおりである。

- ① 信用格付のモニタリングが不適切な状況（勧告事案）
- ② 信用格付の誤公表等（勧告事案）
- ③ 業務管理体制の整備が不十分な状況
- ④ 格付方法の公表が不適切な状況
- ⑤ 法定帳簿の作成にかかる不備

格付会社に対する検査の過程で明らかにされた主な指摘事項のうち②から④までの事項は図表3-1に示すとおりである。

図表3-1 格付会社に対する検査における主な指摘事項

区 分	関係条文	指摘事項
○「金商法」第66条の33 業務管理体制の整備		
ローテーション・ルールの整備が不十分な状況	業 府 令 第 306条第1項第2号ロ	格付の付与に係る最終的な意思決定を行う際、同一営業日に同一の格付関係者が利害を有する案件について、同一の議決権者が連続して議決している状況が認められた。本件はローテーション・ルールのうち、同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする格付の付与に係る格付委員会を複数回開く場合、格付委員会の開催が同一営業日であっても直前の構成員の3分の1以上の交代を求める規定に違反している。
格付付与方針等の妥当性及び実効性についての検証を適正に行う機能を整備するための措置が不十分な状況	同 第 306 条 第1項第6号ニ	当社経営陣においては、格付方法（格付の付与に係る方法の概要をいう。以下同じ）に係る業務執行を専任の担当者に任せきりで牽制態勢を構築していなかったことから、格付方法の改定の際、具体的な検討を行わないまま承認を行っている事例が認められた。
付与した格付に係る検証及び更新を適切かつ継続的に実施するための措置が不十分な状況	同 第 306 条 第1項第6号ト	格付の付与を行った証券化商品に係る格付モニタリングを行う際、格付付与に重大な影響を及ぼす情報について適切に把握していなかったため、長期間、正確でない格付を付与し続ける事例を発生させ、かつ、当該問題事例発生後に十分な再発防止策を策定しなかったなど不適切な状況が認められた。
利益相反回避措置が不十分な状況	同 第 306 条 第1項第7号イ（2）	主任アナリスト等の任命時や格付委員会の出席者の決定時において、当該者に対する格付関係者との利益相反の有無の確認を行っていない状況が認められた。
格付会社に対する苦情を適切かつ迅速に処理するための措置が不十分な状況	同 第 306 条 第1項第13号	苦情に係る事務フロー等についてのルールを策定していなかったことから、当社に対する苦情について経営陣や当局への報告を行っておらず、また、苦情への対応状況を適切にフォローアップする態勢も整備されていない状況であった。

区 分	関係条文	指摘事項
情報管理及び秘密保持を適切に行うための措置が不十分な状況	同 第 306 条 第 1 項 第 12 号	発行体等から受領した重要書類等における具体的な管理方法が社内規定により定められていないため、発行体等から受領したファイル数及び電子媒体の保管枚数等の記録が作成されていない。このため重要書類の紛失や持ち出しが行われたとしても確認できない等、情報管理や秘密保持を適切に行うための措置が不十分な状況が認められた。
関連業務に関する誤認防止措置が不十分な状況	同 第 306 条 第 1 項 第 16 号	関連業務として行っている事業法人の私的格付に係る営業活動に利用する資料や契約書等において、「格付業に係る行為でない旨の記載」が行われておらず、誤認防止措置が講じられていない状況が認められた。
○「金商法」第66条の36 格付方針等		
格付業の業務が格付方針等に従って適切に行われていない状況	「金商法」 第66条の36 第2項	格付を公表する際、既に廃止した旧版の格付方法を格付付与時に採用した格付方法の名称として公表を行っていた。また、別件の格付を公表する際、格付付与時に採用した英語版の格付方法の名称のみ公表を行っていたが、当社ウェブサイトでは英語版の格付方法そのものを掲載していなかったため、格付の利用者等は格付方法の内容を確認できない状況であった。
○「金商法」第66条の41 業務改善命令		
業務の運営の状況に関し、公益又は投資者保護上重大な問題が認められる状況	「金商法」 第66条の41	社内で決定された格付と異なる格付を公表等（以下「誤公表等」という）しているなど極めて不適切な状況が認められた。また、誤公表等の発生時における報告態勢等について定められていないことから、コンプライアンス部等に報告がなされず、適切な再発防止策が策定されていない状況が認められた。

（資料）証券取引等監視委員会 [2013b] から筆者作成。

3. 2 スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパンに対する検査結果に基づく勧告

証券取引等監視委員会は、2013（同 25）年 4 月の格付会社に対する検査結果の公表（前述）に先立って、2012（同 24）12 月 11 日に、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパンに対する検査結果に基づく勧告を内閣総理大臣及び金融庁長官に対して行った⁶。

勧告の内容は、格付会社に係る法令違反の事実が認められたので行政処分を行うことを求めるもの。事実関係のうち、まず 1 つは、付与した格付に係る検証及び更新を適切かつ継続的に実施するための措置が適切に講じられておらず業務管理体制の整備が不十分な状況であったこと。具体的には、同社が格付を付与したシンセティック CDO（CDS=クレジット・デフォルト・スワップを利用した証券化商品であり、CDS 契約がなされた参照債務を複数件束ねた金融商品）の格付に係る検証及び更新の状況を検査したところ、いくつかの問題点が認められた。

第 2 は、業務の運営の状況に関し、公益又は投資者保護上重大な問題が認められる状況にあったこ

とである。同社は、付与した格付に関し、その公表プロセスに係る社内規定を適切に策定していない。このため、同社における格付の公表状況を確認したところ、社内で決定された格付と異なる格付を公表等しているなど極めて不適切な状況が認められた。

3. 3 スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパンに対する行政処分

金融庁は、同年12月14日、証券取引等監視委員会からの勧告を受けて、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパンに対する行政処分を行った⁷。

その理由として、同社は格付業を公正かつ的確に遂行するための業務管理体制が整備されているとは認められないことから、金融商品取引法第66条の33第1項に違反すること、当社において誤公表等を踏まえた再発防止策が策定されていない状況は、格付会社の業務運営として極めて不適切な状況であり、同法第66条の41に規定する、業務の運営状況の改善に必要な措置を取るべきことを命ずることができる要件に該当すると認められるとした。

この結果、行政処分の内容は次のとおりである。

- (1) 同社が策定した再発防止策を確実に実施・定着させること、
- (2) 再発防止策の実施状況を定期的に報告すること、
- (3) 再発防止策の実効性を定期的に検証し、検証結果を報告すること、
- (4) 上記(1)～(3)について、初回報告期限を2013(同25)年1月18日(金)とする。以降は、四半期末経過後15日以内を期限とする。なお、上記期限に関わらず、必要に応じて臨時報告を行うこと。

3. 4 スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパンの再発防止策

金融庁による行政処分を受けて、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパンは、同月14日に「業務改善命令に基づき、当社が策定した当該再発防止策を確実に実施・定着させるとともに、その実効性を定期的に検証する」ことなどを柱とした再発防止策を発表した⁸。

同社の再発防止策の骨子は次のとおりである。

- ①シンセティック CDO の格付の検証・更新に関する手続きを含む、格付公表前に公表内容を確認する強固な社内手続きを明確化・文書化し、格付業務に係る業務運営体制を整備
- ②本邦法令等の遵守態勢を強化するため、本邦法令等の内容を検証し、これと適合した業務遂行プロセスを明記した社内規定の整備
- ③業務運営上の問題が発生した場合には、コンプライアンス部が責任を持って再発防止策を策定・実施・検証し、これを経営陣が責任をもって監督すること等を通じてのコンプライアンス機能の強化
- ④格付の正確な公表を含む法令及び社内規定に関する研修の実施、法令等遵守を目標に入れた人事考課制度の整備を通じて、役職員に法令等遵守の重要性の周知・徹底

4 証券取引等監視委員会による建議と内閣府令の改正

4. 1 建議の内容

証券取引等監視委員会は、2013（同 25）年 3 月 29 日、格付会社に対する検査結果の公表に先立って、検査の過程で明らかになった問題点を内閣総理大臣及び金融庁長官に対して建議を行った⁹。

建議の内容は、格付会社が格付の公表を行う際のその正確性の確保を直接求める制度の整備を行う必要があるとするものである。

格付会社は決定・付与された格付を公表する際に、誤って異なる格付を公表している事例が認められた。これは、格付を利用する投資者の投資判断を歪める状況を生み出すとともに、格付会社に対する信用失墜にもつながる重大な問題である。

格付会社は、格付の付与に係る業務を的確に実施することが求められると同時に、付与した格付の公表を的確に行うことも重要な業務であり、その公表にあたっては当然に正確性が求められる。しかし、現行の制度では、格付会社に対して、格付の公表に係る正確性の確保を直接求める制度になっていなかった。

4. 2 内閣府令の改正

金融庁は、格付の公表に際して正確性の確保を求める制度の創設について、2013（同 25）年 6 月から 7 月にかけて関係者から広く意見を聞くため、パブリックコメントを求めた。その結果を受けて「金融商品取引業に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」を 8 月 30 日に公表・公布し、改正内閣府令を 9 月 2 日から実施した¹⁰。

改正された内閣府令は、業務管理体制の整備を求めた第 306 条第 4 項の「信用格付業者の業務の適正を確保するための次に掲げる体制の整備に係る措置がとられていること」の中に、「ハ 付与した信用格付と異なる信用格付を提供し、又は閲覧に供することを防止するための体制その他の信用格付行為に関する事務処理の誤りを防止するための体制」を加えた。

4. 3 格付会社等に対する今後の監督方針

金融庁は、2013（同 25）年 9 月、「平成 25 事務年度 金融商品取引業者等向け監督方針」を公表した¹¹。格付会社が当面直面している課題が何かを知るうえで、金融庁の監督方針は参考になりそうである。

その中で格付会社についての対応について次のように述べている（「4. 顧客保護と利用者利便の向上 (7) 格付会社に係る対応」参照）。

- ①格付会社については、利益相反防止や格付プロセスの公正性確保のための体制が整備されているか、格付方針等に係る情報が適切に開示されているか、付与した格付と異なる格付の提供・開示といった事務処理の誤りを防止するための体制が整備されているか、などを重点的に検証する。また格付会社に対する監督に係る国際的な議論を踏まえて監督を行う。

②併せて、証券会社等において、無登録の格付会社が付与した格付に関する説明を適切に実施しているかを確認する。さらに各証券会社等において、格付の限界を理解したうえで格付に加えて各社自らが追加的な分析を行い投資者に提供するなど格付に依存しない信用リスクの評価が行われるよう懲遷する。

5 格付会社規制の評価

5. 1 規制導入の背景

格付は資本市場におけるゲートキーパー（門番）と理解されている。その役割は、市場に出回る金融商品の評価を公正かつ適時に行うことによって、市場における資金の流通を円滑に行うことにある。20世紀後半、特に1980年代から始まった資本市場の急速な成長にもかかわらず、格付会社は必ずしも適切な対応ができなかった。問題が指摘されるたびに、格付会社はそれなりの対応をしてきたが、不十分だったことは否めない。21世紀になって議会や、SECなどの行政機関も必要な対応を迫られた結果が、2006年の格付会社改革法やドッド=フランク法の施行につながった。

そして日本においても格付会社に対する法的規制が導入された。導入の背景には、国際的な協調が主張された。資本市場が米国、欧州、そして日本といったようにグローバルに広がる中で、格付会社の規制もまた国際的に足並みをそろえる必要があるからである。それはともかく、格付会社の運営の仕組みの改善が、格付会社の内部努力だけにとどまらず、法律によって強制されることになったのである。

5. 2 格付会社の経営状態

「金商法」に基づき登録している格付会社の経営状態を検討してみよう。格付会社の売上高は説明書類に開示されているが、損益は開示されていないため、各社が公表している決算公告から損益の数字を拾い出したところ、図表5-1のようになった。

図表5-1 格付会社の損益状況

社名	決算期	損益
日本格付研究所	平成23年4月1日～同24年3月31日	27百万円
	平成24年4月1日～同25年3月31日	28百万円
ムーディーズ・ジャパン	平成23年1月1日～同12月31日	△418,990千円
	平成24年1月1日～同12月31日	△210,892千円
ムーディーズ SF ジャパン	平成23年1月1日～同12月31日	△16,324千円
	平成24年1月1日～同12月31日	△61,259千円
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン	平成23年1月1日～同12月31日	△275百万円
	平成24年1月1日～同12月31日	△198百万円

社名	決算期	損益
格付投資情報センター	平成23年1月1日～同12月31日	129百万円
	平成24年1月1日～同12月31日	43百万円
フィッチ・レーティングス・ジャパン	平成23年1月1日～同9月30日	△51百万円
	平成23年10月1日～同24年12月31日	54百万円
日本スタンダード&プアーズ	平成23年1月1日～同12月31日	△394千円
	平成24年1月1日～同12月31日	△4,374千円

(資料) 各社「決算公告」、(注) 登録番号順、△は損失。

それによると、格付投資情報センターと日本格付研究所の2社は、最近2年間は黒字を続けている。ただし、売上規模と比較して、多額の利益を計上しているわけではない。

一方、外資系はフィッチ・レーティングス・ジャパンを除くと、いずれも厳しい状態が続いている。

その理由の1つが、国内の公募社債の発行額の低迷にある。2012年は8兆4,184億円と前年比1.1%減と低迷している(図表5-2参照)。2つ目の理由が国内証券化商品市場の発行額はドイツ証券の調査によると4兆5,294億円と前年比9.3%減とこれも厳しい状況が続いた(スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン「説明書類」5頁)。ただしCP(コマーシャル・ペーパー)市場における事業会社の年間平均発行額は12兆2,000億円と比較的堅調に推移した(格付投資情報センター「説明書類」5頁)。

外資系は非依頼格付を自主的に取り下げるとともに、格付アナリストの数を減らすなどのコスト削減を続けつつ、事業規模の縮小を進めているとみられる(ムーディーズ・ジャパン「説明書類」6頁)が、これはとりもなおさず日本の資本市場の規模が小さいことを示唆しているのかもしれない。

図表5-2 日本の公募民間債の発行額の推移

年	銘柄数	公募民間債発行額(千円)
2008	334	9,275,800,000
2009	383	11,697,200,000
2010	464	9,801,400,000
2011	401	8,516,000,000
2012	422	8,418,400,000

(資料) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」

5.3 規制の評価

格付会社に対する公的規制が施行され3年有余が経過した。格付会社は当初、業務管理体制の整備など規制対応に忙殺された。その後、証券取引等監視委員会による格付会社に対する検査が一巡し、勧告事案を含む格付会社の問題点が明らかにされ、是正措置とともに必要な法改正も行われた。

公的規制前では、金融庁などの監督官庁の格付会社に対する監督権限は存在せず、今回の勧告事案に相当する問題があったとしても、おそらく格付会社内部で処理され、明るみになることはなかったと推測される。その意味では、規制の効果はあったと判断できる。

日本証券業協会は、2010（平成 22）年 7 月、格付に代わる信用リスク評価の方法等の検討も含め、投資家保護の観点から、今後の格付の利用のあり方について広く検討するため、公社債委員会の下部機関として、「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ」（主査：吉野直行慶応義塾大学教授）を設置し、検討を進めた¹²。

格付の利用のあり方に関するワーキング・グループは、2010(同 22)年 10 月の第 1 回会合を含め、合計 5 回を開催し、2011（同 23）年 6 月に中間報告書を公表した。

中間報告書の目次は次のとおりである。

はじめに

1. 格付をめぐるこれまでの流れ
2. コーポレートファイナンスに係る格付
3. ストラクチャードファイナンスに係る格付
4. 格付を巡る現状認識
5. 金融危機による影響
6. 各セクターにおける取組

おわりに

このうち、「4. 格付を巡る現状認識」においては、格付は発行体や市場仲介者、投資家などの多くの者がさまざまな場面において格付を利用していることが再認識された。

具体的に以下の点が報告された。

- ① リスク管理を行ううえでの恣意性排除や信用力評価の際の参考とする観点から社内ルール等に基づき第三者評価として格付を利用している、
- ② 格付に応じた金融商品の保有限度額を設定している、
- ③ 投資判断における参考として格付を利用している
- ④ 投資対象の最低基準として第三者見解としての格付を利用している、
- ⑤ 販売する金融の事前審査における参考として格付を利用している、

ただし、いずれの場合も格付のみをもって判断するのではなく、参考情報または補完的役割として格付を利用している。

これらの格付利用に関しては、コーポレートファイナンスに係る格付とストラクチャードファイナンスに係る格付との間で大きな差異はなかった。

中間報告書では、法規制施行後の格付を巡る環境の変化を受けて、格付の利用者を中心に格付本来のあり方が定着しつつあると判断している。

おわりに

格付会社に対する規制の導入は世界的な流れとして容認せざるを得ないとしても、日本の格付会社の経営規模は総じて中小企業の規模にとどまっており、規制の負担に耐えられるのかという意見が法律専門家から提起されている¹³。

特に法律専門家が指摘するのは、①同一案件に一定期間、格付の付与に関与したアナリストについて交代を義務付けるローテーション・ルールの採用、②格付プロセスの品質管理及び利益相反の防止、③監督委員会の設置、④資産証券化商品の発行者らに関する情報開示の働きかけなどの業務管理体制の整備などの要求は収益基盤が総じて脆弱な格付会社にとって負担が重すぎはしないかという問題提起である¹³。

特に監督委員会の設置は、別に設置されている監査役会の業務とかなり重複するのではないかとの指摘である。今後、議論の対象になる可能性はある。

格付会社は人員削減など経営合理化を進めているが、経営環境が容易に好転しなければ格付会社は更なるコストカットを行うか、発行体や投資家に格付手数料の引き上げを要請するしかないとの指摘もある。さらにコストカットが極端に行われるようになれば、格付品質の低下を招きかねないおそれもある¹⁴。

1985年に日本に格付会社が登場した。このうち日本公社債研究所と日本インベスターズサービスの日系2社は1998年には合併、格付投資情報センターに統合されたという歴史がある。米国SECに登録している格付会社も現在ではトップスリー（スタンダード&プアーズ・レーティング・サービス、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチ）と、格付対象を保険会社や証券化商品などの特定の分野に絞ったりあるいは総合型であるが規模が小さかったりその他のグループに集約されている。

しかし、格付会社に対する規制とそれを受けた格付会社の改善の努力は緒に就いたばかりであり、格付会社には今後も不断の努力が求められることになる。その努力は資本市場の健全な発達のために避けては通れない。現段階での公的規制の内容についての議論は時期尚早であろう。今後の推移を注意深く見守るしかない。

【注】

- 1 野崎 彰・有吉尚哉・大越有人・徳安亜矢 [2011] 112-113 頁。
- 2 山田剛志 [2012] 6-7 頁。
- 3 金融庁 [2010] 「Ⅲ-2-1 業務管理体制の整備」。
- 4 米国証券取引委員会（SEC） [2012] p.8
- 5 証券取引等監視委員会 [2013b]
- 6 ——[2012]

- 7 金融庁 [2012]
- 8 スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン [2012]
- 9 証券取引等監視委員会 [2013a]
- 10 金融庁 [2013a]
- 11 ——[2013b]
- 12 日本証券業協会 [2010]
- 13 徳安亜矢 [2011]
- 14 斎藤 創 [2010]

【参考文献】

- 岡東 務 [2004a]『日本の債券格付』税務経理協会
- [2004b]「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
- [2011]「格付会社に対する公的規制の枠組み」『城西国際大学紀要』第19巻第1号、3月、城西国際大学
- 金融庁 [2010]「信用格付業者向けの監督指針」4月 <http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kakuduke/index.html>
- [2012]「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社に対する行政処分について」12月 <http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20121214-3.html> (採録日：2013年8月18日)
- [2013a]『「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの結果等について』(採録日：2013年9月30日)
- <http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20130830-1.html>
- [2013b]「平成25事務年度 金融商品取引業者等向け監督方針」
<http://www.fsa.go.jp/news/25/20120906-3/07.pdf> (採録日：2013年9月30日)
- 黒沼悦郎 [2013]「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」『研究記録第42号』日本証券経済研究所/金融商品取引法研究会 <http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/042.pdf> (採録日：2013年6月13日)。
- 斎藤 創 [2010]「金融規制と副作用～格付会社規制を中心に～」『法と経済のジャーナル』
<http://judiciary.asahi.com/outlook/2010092200001.html>(採録日：2013年9月5日)
- スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン[2012]「証券取引等監視委員会による行政処分の勧告と金融庁の当社に対する業務改善命令について」

<http://www.standardandpoors.com/home/jp/jp> (採録日: 2013年9月5日)

証券取引等監視委員会[2010]「信用格付業者検査マニュアル」『金融商品取引業者等検査マニュアル別冊』3月、<http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/kakuzuke.pdf> (採録日: 2013年9月21日)

—— [2012]「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」12月

http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20121214-3.html (採録日: 2013年8月18日)

—— [2013a]「金融庁設置法第21条の規定に基づく建議について」3月29日、

http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130329-3.htm (採録日: 2013年9月21日)

—— [2013b]「信用格付業者に対する検査結果について」4月5日、

<http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/shinyou-01.pdf> (採録日: 2013年9月21日)

—— [2013c]「平成25年度証券検査基本方針及び証券検査基本計画」4月16日、

http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130416-2/01.pdf (採録日: 2013年9月21日)

徳安垂矢 [2011]『格付会社規制は信用格付の品質向上の「特効薬」となるか』『法と経済のジャーナル』

<http://judiciary.asahi.com/outlook/2011060600012.html> (採録日: 2013年9月5日)

日本証券業協会[2009]『証券化商品の販売に関するワーキング・グループ最終報告書』3月

http://www.jsda.or.jp/shiryu/houkokusyo/h21/shoukenka_wg_final.html (採録日: 2013年6月18日)。

同 [2009]『証券化商品の販売等に関する規則』3月

http://www.jsda.or.jp/shiryu/houkokusyo/h21/files/kisoku_syoukennka.pdf(採録日:2013年6月18日)。

同 [2010]『「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ」の設置について』7月。

野崎 彰・有吉尚哉・大越有人・徳安垂矢 [2011]『詳説 格付会社規制に関する制度』商事法務

松尾直彦 [2010]『Q&A 米国金融改革法—ドッド=フランク法のすべて』金融財政事情研究会。

山田剛志 [2012]「格付会社への規制」『研究記録第36号』日本証券経済研究所/金融商品取引法研究会

<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/036.pdf> (採録日: 2013年6月13日)。

米国証券取引委員会 (SEC) [2012] “2012 Section 15E Examinations Summary Report” 2012 SUMMARY REPORT OF COMMISSION STAFFS EXAMINATIONS OF EACH NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION.

Some problems of the credit rating agencies after introducing the regulations in japan

Tsutomu Okato

Abstract

Credit ratings are a credit rating agency's opinion on an issuer's general capacity to fulfill its financial obligations and the certainty of the fulfillment of its individual obligations as promised. As times go, Credit ratings are used extensively in financial and capital markets as a reference for investors to evaluate credit risk when making investment decisions. They significantly influence the investment decisions of investors. But at this time of financial crisis, various problems have been pointed out with regard to the credit rating agencies that determine and publish these kinds of credit ratings, including the possibility of conflicts of interest, the validity of rating processes, and the sufficiency of information disclosure. Consequently,

After the many discussions, the amendments of the Financial Instruments and Exchange Act (hereinafter referred to as "FIEA") and Cabinet Office Ordinance on Financial Instruments Business, etc. (hereinafter referred to as the "FIB Cabinet Office Ordinance"), enacted in 2009 in japan. This paper is to aim the treatment the some problems of Credit ratings in japan after the amendment of FIEA and FIB Cabinet Office Ordinance. This amended act is to require credit rating agencies to ensure thorough legal compliance, including the development of operational control systems for conducting their credit rating business fairly and appropriately. We will check some problems of the credit rating agencies after introducing the regulations.