

論文の内容の要旨

論文題目 わが国において活動する格付機関に対して課すべき法規制のあり方について

氏 名 橋本 円

本論文は、格付機関及び格付けそのものに対する規制の問題が近年世界的に議論となっていることに鑑み、日本においてこれらに対する規制を設けることが必要か否か、規制を設けることが必要であるとすれば、いかなる内容の規制を設けるべきかという点につき検討するものである。

格付けは、20世紀初頭アメリカで誕生した後、監督上の指標として順次利用されるようになったが、このような利用制度（NRSRO指定制度）及び大手格付機関の営業モデル（格付依頼者より手数料を受領するモデル）は、大規模な破綻事例が発生するたびに批判に晒され、格付機関改革法により規制の対象となった。日本では、1970年代以降産業構造の変化に伴い次第にアメリカ的な格付けの利用が広まった。その後、2007年のサブプライム・ローン問題発生後は、格付けそのものに関する批判（証券化商品に対して当初付与された格付けが高過ぎる等）、格付けの手法に関する批判（与信基準の劣化後も従前の格付基準に照らして格付けを付与した等）、利益相反に関する批判（格付機関は、格付けの依頼者から手数料の支払を受けるため、依頼者による圧力に抵抗できない、格付機関は、証券化商品のストラクチャリングに関与しているため、その格付けを公正に行うことができない等）が全世界的に盛んとなり、アメリカ、日本、EU圏において格付機関に対する規制の強化が検討されることとなった。

現行法上、格付機関に対する法規制は、指定格付機関及び適格格付機関に関する一種の参入規制のほかには存在しない。かかる規制の制定は、格付産業に対する批判が盛んな現状においては、格付機関及び格付けに対する市場参加者の信頼の確保という主目的を達成する上で、極めて合目的的である。法規制を設けることにより遵守コスト、監督コスト、社会的コストが発生するが、現状においては法規制の必要性が高いことから、過大なものとならない

限り、コスト負担を理由として法規制を設けないこととすることはできない。

規制の主目的を達成するための前提として達成すべき規制の副次的目的は、(i)格付けの正確性を確保すること、(ii)格付けに関する市場参加者の理解を促進すること、(iii)(i)及び(ii)以外で、格付けに対する信頼を損なうような要素を排除することである。

格付けを預金取扱機関及び金融商品取引業者の自己資本比率を測る指標その他の指標として利用し、格付機関に公的機能を営ませることは、適切な代替指標に欠けること及び市場のコンセンサスがあることから、適切である。格付けの正確性を確保するため、このような格付機関を法規制の対象とする必要があるが、公的機能を営まない格付機関については、営業の実態（国内の大手格付機関は、全て公的機能を営んでいる。）及び比較法的見地（アメリカ及び EU 圏では、公的機能を営まない格付機関は、規制の対象になっていない。）から法規制の対象とすべきではない。

格付けの正確性を確保し、格付けに対する市場参加者の信頼を損なう要素を排除する一方、格付機関がみずからの判断により市場参加の可否を決するためには、公的機能を営む格付機関については、登録制度を設ける必要がある。そのため、登録要件及び登録手続を法令で定める必要があるが、登録情報は、格付けに関する市場参加者の理解を促進することを目的として、原則として公開すべきである。

モデルとすべき格付けの手法及び手順を提示することができないため、格付機関に対し、特定の手法及び手順の使用を強制することはできないが、格付けに関する市場参加者の理解を促進するため、格付け又はその見直しにあたり、各格付機関がみずから公表した格付けの手法及び手順を用いるべき義務を課すべきである。また、利益相反の危険を指摘されることが多い格付機関の証券化商品のストラクチャリングへの関与は、商品性を害さず正確な格付けを付与するため最小限かつ受動的なものに限定すべきである。

格付けの正確性を確保し、格付けに対する市場参加者の信頼を損なう要素を排除するためには、また、一部の行為（非公開情報の濫用、利益相反行為その他の行為）を禁止行為として規制すべきである。更に、経営及び格付けの透明性並びに格付けの正確性を間接的に確保するため、一定の開示（法定帳簿の作成等、基本的な事項のウェブ等での開示、年次財務報告書の提出、重要事項の報告）義務を課すべきである。

これらの規制を実効性のあるものとするためには、監督及び処分（立入検査等の比較的軽微なものから、格付機関による法規制の逸脱の程度の高さに応じて、業務改善命令、登録の取消及び停止といった処分をする。）が必要であり、監督及び処分の適正を確保しかつ監督及び処分があった旨を市場参加者に認識させるため、これらに関する公告が求められる。

現行法上、格付機関の損害賠償義務を定める法令は存在しないため、格付機関の契約の相手方又は第三者が格付機関に対して損害賠償請求をするための理論構成としては、前者については債務不履行又は不法行為に基づく損害賠償請求、後者については不法行為に基づく損害賠償請求となる。

格付機関と直接契約関係にある相手方が原告となる場合の問題点として、(i)格付機関の義務、(ii)特別損害に関する因果関係の主張及び立証上の困難性並びに(iii)過失相殺がある。また、第三者が原告となる場合の問題点として、(i)ないし(iii)のほか、(iv)因果関係及び(v)被告の過失の主張及び立証上の困難性がある。したがって、市場参加者を救済する上で、法令により(i)ないし(v)の困難性を緩和すること（すなわち、義務違反行為の類型化、因果関係の推定、損害額の推定、無過失責任の法定等）が有用である。また、損害賠償規定の法定は、その機能（損害填補機能及び違法行為抑止機能）に照らし、格付機関に対して正確な格付けの付与を間接的に強制するため、格付機関に対する法規制の副次的目的との関係で合目的的である。

もっとも、損害賠償規定を法定する場合、かかる規定の制定は、格付産業に対して大きな負担を負わせ、これが転嫁される形で格付依頼者及びその他の格付利用者に対しても大きな負担を負わせることとなる。また、証券アナリストにつきかかる規定がない。他方、金商法

上の損害賠償規定が、有価証券取得勧誘時の開示規制及び行為規制違反、公開買付けに関する開示規制及び行為規制違反並びに相場操縦等に限定して設けられていることに鑑みれば、格付機関の損害賠償規定もこれらに類する格付機関の規制違反行為に限定して設けるべきだが、格付機関は、そもそもこれらの行為規制を受けておらず、格付機関に対し新たに規制を課すとしても、これらの行為規制に類似する規制を受けるものではない。また、格付機関に対して新たに法規制を設ける場合、これらの規制に違反してなされた格付け及びその見直しは、格付機関の信義則上の注意義務違反を構成する可能性が高い。そのため、損害賠償規定を設けなくても、個別の市場参加者の救済を全く図ることができないわけではない。

これらを総合すると、格付機関に対して法令上の損害賠償義務を負担させることは適切な面もあるが、規定により生ずる負担の大きさ及び代替手段の存在に鑑みれば、このような規定の制定は、相当ではないと結論付けるべきこととなる。

格付機関に対し法令上の損害賠償義務を課さない場合、格付機関が契約の相手方又は第三者に対して損害賠償義務を負うか否かは、私法及び判例理論に委ねられることとなる。

アメリカでは、表現の自由を根拠として格付機関の専門家責任を制限する議論が一般的である。かかる議論は、日本では一般的でないが、根底にある格付けに対する理解は参考にするべきである。

日本の裁判例としては、名古屋高判平成 17 年 6 月 29 日（第三者が格付機関に対して不法行為に基づく損害賠償請求をした事例）がある。同裁判例は、格付機関は原則として格付評価につき責任を負わず、一定の場合に例外的に信義則上の損害賠償義務を負う旨を判示しているが、格付機関と直接の契約関係にある者が格付機関に対して損害賠償請求をする場合に、本判決の射程が及ぶか否かは明らかでない。

いわゆる専門家責任を格付機関が負担するか否かという視点から見た場合、現状第三者に対する責任が認められる可能性は低い。格付機関に対する法規制が設けられた場合、規制に違反して格付けを付与する行為は、上記裁判例の理論的構成の当否はさておき、その基準に照らせば信義則違反を構成するだろう。また、契約相手方に対する責任については、現状でも格付け上の注意義務、忠実義務又は調査義務違反といった複数の類型により認められる可能性があるが、格付機関に対する法規制が設けられた場合、規制に違反して格付けを付与する行為が、注意義務違反を構成する可能性は、一層高まるだろう。

格付機関に対する損害賠償請求が認められるとしても、これを現実に執行することができるか否かは、格付機関の財務状況、法令上の執行可能性につき別途検討を要する。

以上