

# 格付会社規制における開示規律の 活用と誠実義務

—証券化商品格付を巡る格付会社の法的責任—\*

*The Disclosure-based Market Discipline and the Statutory Duty of Good Faith in the Regulation of Credit Rating Agencies: The Legal Liability of Credit Rating Agencies Over the Rating of Structured Finance Instruments*

越 智 信 仁 (日本銀行金融研究所 企画役)  
*Nobuhito Ochi, The Bank of Japan, Institute for  
Monetary and Economic Studies*

2010年5月11日受付；2010年9月6日最終稿受付；

2010年9月13日論文受理

## 要 約

証券化商品の格付けにおける原資産情報のデューデリジェンスについては、サブプライム問題を受けて改正された金融商品取引法の下で、表現の自由に配慮して直接的な義務化は行われておらず、開示規制による市場規律に委ねられている。開示規制違反にも罰則はないが、格付会社が故意または重大な過失によりデューデリジェンスを怠ったことに起因して、格付けを信頼して損害を被った投資家等に対しては、格付会社には信義則上の損害賠償責任が私法上発生すると解される。格付けに際しての信義則上の誠実公正義務は判例にもみられる考え方であり、投資家の信頼保護とのバランスで、格付けという経済的意見表明の自由の内在的制約を画する私法上の義務と位置付けられる。改正金融商品取引法66条の32では、格付会社に独立した立場での公正かつ誠実な業務遂行を求めており、本規定に違反することが直接的に損害賠償責任を生むものではないが、その詳細を規定する政令、内閣府令、監督指針、検査マニュアル等の具体的内容は、今後の係争事件において、格付会社の信義則上の誠実公正義務違反を裁判所が総合的に認定する際に、重要な斟酌材料になると考えられる。

## Summary

Under the Financial Instruments and Exchange Act revised in response to the subprime problem, the duty to exercise due diligence of the underlying assets associated with ratings of structured finance instruments is not required due to the freedom of expression, it is entrusted to the disclosure-based market discipline. However, rating agencies can be held liability of good faith principle in the private law to the investor who trusted the rating and suffered damage, if they neglect due diligence intentionally or by gross negligence. The liability of good faith principle for rating has been established through judicial precedent, the freedom of ratings should be subject to limitations imposed in the name of the investor's trust protection. In the revised Financial Instruments and Exchange Act (article 32- 66), rating agencies shall endeavor to ensure issues related to produce fair and sincere ratings from an independent standpoint. Although the violation of this statutory duty does not induce damage compensation, details of this duty such as the Government Ordinance, the Cabinet Office Ordinance, the Guideline for Supervision, and the Inspection Manuals become important in a future contentious case, when a court authorizes synthetically the violation of good faith principle.

---

\* 本稿は筆者の個人的見解であり、筆者の属する組織とは無関係である。

## 1. はじめに

2007年夏に米国のサブプライム問題から端を発したグローバル金融危機は、国際的な金融資本市場の制度インフラ構築のあり方を改めて問い直す起爆剤になった。サブプライム問題は、金融緩和の下で、基本的な与信基準の緩み、リターンを追及したレバレッジの多用、不十分なデューデリジェンス<sup>1)</sup>といった様々な原因が重なって生じたものであるが(茂木・上野(2008)78頁)、それが大きな危機に発展したのは、証券化をベースとした信用リスク移転によって影響が世界的に拡散する中であって、そのプロセスにおいてリスクに対する認識が薄れてしまったことも大きな要因である(大澤(2007)9頁)。欧米の金融当局は、そうした責任の一端は本来のリスクを見誤って高格付を付与した米系大手の格付会社<sup>2)</sup>にあるとして、格付ビジネスに対して利益相反および情報開示を中心とした規制強化の姿勢を打ち出した(今井(2010)8頁)。こうした中、わが国でも2009年6月に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(以下、改正金商法という)では、格付会社について登録制が導入されるとともに、登録を受けた格付会社に対する規制・監督の枠組みが整備され、2010年4月から一部施行されている。

もともと格付けは私的財の性格を有していたが、料金を払っても大量の社債を発行するには格付けを取得した方が有利であるという企業のニーズと、より正確な信用リスクを知りたいという投資家の要求がミートするにつれて、公共財に準じる色彩を帯びるようになった(黒沢・田中・江川(2008)29-30頁(黒沢発言)、黒沢(2007)48頁)。ここでは、格付会社は、もはや単なる投資家の代理人ではなく、起債者と投資家の利益の均衡を図る資本市場のインフラとしての性格をも有するよ

うになる<sup>3)</sup>。さらにバーゼルⅡ<sup>4)</sup>において、民間格付会社の格付けが規制資本計算上の前提に採用され、言わば監督の基礎を提供するようになった。格付けが公共財に準じるようになれば、透明性確保や利益相反排除、新規参入制限等が必要となるだけでなく、生産される情報の品質確保も要請されるようになる。しかし、格付けは天気予報と同様に不確実である将来に関する情報として(黒沢(2008)40頁)、「表現の自由<sup>5)</sup>」が伝統的に保証されており、規制問題を考える際には、この点との兼ね合いをどう考えるかが重要となる。

本稿の目的は、サブプライム問題の起点となった証券化商品について、その格付付与の際に基礎となる原資産情報の適正性が確保されていなかった問題(デューデリジェンス問題)に焦点を当て、この点に関する投資家の信頼保護に向けた法的枠組みを考察することにある。以下では、まず格付会社の規制を巡る国際的潮流として、「表現の自由」との関係でデューデリジェンス問題がどのように扱われたかを振り返り、その結果として導入された開示規制の内容等をレビューする。次いで、わが国の改正金商法の規制枠組みの下で、証券化商品の格付のデューデリジェンスを巡る開示規制の効用と限界を論じる。最後に、わが国の法制度の下で、デューデリジェンスに関する格付会社の私法上の民事責任(不法行為責任)の成立可能性について、過去の判例や改正金商法第66条の32に規定された誠実義務を手掛かりに考察する。

## 2. 格付会社規制を巡る国際的潮流

### 2.1. デューデリジェンス問題と表現の自由

格付会社の格付けを巡る問題については、近年では、2001年末からのエンロンやワールドコムといった米国の企業会計不正事件を契機に、国際的に活発な議論が行われた。2004年12月には、

証券監督者国際機構（IOSCO；International Organization of Securities Commissions）から「信用格付機関の基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）」が公表され、格付会社は、自らの行動規範を公表して基本的行動規範の遵守状況を説明するとともに、基本的行動規範から逸脱している場合にはその理由等を説明することとされており、市場規律の下で基本行動規範の遵守を確保していく枠組みが整備された。また、米国では、2002年に制定されたSOX法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）の議論の延長として<sup>6)</sup>、格付会社の説明責任、透明性、競争を高めることを目的に、2006年9月に「2006年信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）」が成立した。ここでは、参入規制緩和により信用格付業界における競争を促進するとともに、米国証券取引委員会（SEC）による監督を強化した<sup>7)</sup>。

その後、2007年夏以降のサブプライム問題に端を発する格付会社を巡る新たな問題状況を受けて、金融安定化フォーラム（FSF、現在はFSBに改組）は、2008年4月「市場と制度の強靱性の強化に関する報告書（Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience）」において、格付プロセスの品質改善・利益相反の管理のための基本行動規範の改訂や、証券化商品に関する格付と社債格付との区分、当局による規制・監督の枠組みにおける格付の利用の検証等に関する提言を行った。また、証券化商品の格付に際し、格付会社は正確・適切な情報と適切なモデルに基づいて格付を行ったのか、格付手法や前提条件につき十分な吟味を行ったのか、といったデューデリジェンス問題も踏まえて、IOSCOは2008年5月に基本行動規範の改訂を行った<sup>8)</sup>。さらに、金融・世界経済に関する首脳会議（いわゆるG20）においても、これ

までのような格付会社の自主的な取り組みでは不十分であり、改訂された基本行動規範の遵守のための法的拘束力が必要との共通理解の下、登録制の下で格付会社を規制・監督の対象とする旨の合意がなされた。

翻って、格付けが適正ではなかったとして格付会社が世間の批判を浴びるケースは、米国ではエンロン等の企業会計不正事件以前の古くからみられてきた<sup>9)</sup>。その際、格付会社は常に、格付けは「意見」ないしは「世界で最も短い社説」とのスタンスを採り続けてきた（坂田（2004）46頁）。すなわち、格付けという「意見」の表明は合衆国憲法修正第1条の「言論の自由」で保護されると主張し、判例でも格付会社の主張する「言論の自由」が認められてきた。このため、格付会社は、「目論見書等への記載内容の同意に伴う民事責任」や「投資顧問業としての義務」が免除されるなど、ほぼジャーナリストに近い裁量が許されてきたと言える（坂田（2004）47頁）。

同様に、サブプライム問題における住宅ローンレベルのデューデリジェンスにおいて見落としがあったのではないかということに関しても、米国の格付会社は、「言論の自由」に基づいて債務の信用力に関しその時点での意見表明をしているだけとの立論から、提供された情報についてデューデリジェンスを行う義務を負っておらず、そのため格付けに含まれる事実関係の正確性、適時性、完全性については格付会社として保証を行っていないと主張した（Coffee（2009）p.11）。すなわち、アメリカの証券法において、デューデリジェンスについては信託および引受会社に法的な責任がある一方で、案件を組成するのはあくまで証券会社であって、格付会社は、その条件に合わせて格付けを行うに過ぎず、データの正確性や誤導的な不開示、不実・虚偽表示がないことについて一切の調査義務を負わないので、どのように利用するか

は利用者の責任とするのである（日本総合研究所（2009）43、49、58、59頁（いずれも北山発言））。

## 2.2. 証券化商品格付における開示規律の活用

格付会社規制については、IOSCOの基本行動規範（2008年5月改訂）と整合的なものとするのがG20で国際的に合意されており、2008年11月に発表された格付規制を巡るEU規制案（Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Credit Rating Agencies）では、格付会社の「言論の自由」に配慮し（小立（2009a）141頁）、格付会社が直接、原資産のデューデリジェンスを行うことまで義務的要件としていない。その代わりに、証券化商品の格付においてはデューデリジェンスが決定的な要素となることから、格付が利用可能な情報を十分に踏まえたものかどうか、提供された情報を格付会社がどの程度検証したかに関する開示を義務付けている。特に、証券化商品については、格付会社が行った損失分布やキャッシュフロー分析に関する情報の提供に加えて、原資産のレベルで行われるデューデリジェンスについて、自らが評価したものか第三者の評価に依拠したものかといった評価方法に関する情報、さらに、その評価が格付の正確性にどのような影響をもたらすのかといった点に係る開示まで義務付けている。

他方、これに先立ち2008年6月に公表されたSEC規制案（Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organization）<sup>10)</sup>では、サブプライム問題の中で指摘されている証券化商品の格付けの問題に対応して新たな情報の開示を要請しており（17g-5条）、それらはいずれも格付け利用者がNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）の格付けの正確性を評価する際の重要な情報源になるとしている。すなわち、NRSROが証券発行者、引受人、

スポンサーから手数料の支払いを受けて証券化商品の格付を発行している場合に、格付の発行や格付のモニタリングのためにNRSROが利用する証券化商品の法的ストラクチャーや原資産の情報に対する検証の考慮、オリジネーターの質に対する評価方法など、パフォーマンスに関する情報について、NRSROのウェブサイトにおいて幅広く開示を行うことを求めた<sup>11)</sup>。それによって、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報を利用して、投資家がNRSROの格付を自ら検証することなどが企図されていたのである。

しかし、その後のSECの再提案では、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報開示の対象は、SECから1年ごとに情報アクセスの認証を得たNRSRO等に限るように修正が加えられた。これは、1933年証券法（Securities Act of 1933）で義務付けられている証券発行者に対する開示規制との関係で、証券法の開示義務と異なる情報が提供されることは投資家の誤解を招く可能性があること、証券発行者以外の開示は米国外で法令違反に当たるおそれがあることなどに配慮したものとされる（小立（2009b）172-173頁）。欧州に比して透明性向上の観点からは一歩後退した形であるが、この点に関する再提案は未採択のまま改正案は二分割のうえ一方が2009年1月に採択され、SEC規則改正により最終規則（Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）が4月から施行された。

その後、オバマ政権が2009年6月に公表した金融規制改革法案（Financial Regulatory Reform Legislation）に基づいて、金融規制を改革する各種の法律案が策定される中であって、格付会社規制についても進展をみせてきた。すなわち、2009年7月の信用格付会社規制改革法案（Credit Rating Agency Reform Legislation）では、全て

の格付機関にNRSROとしての登録を義務付けるとともに、格付会社を監督する専担部署の創設や監督機関による格付機関の開示状況のレビュー等の提案が含まれていた。さらに、2009年11月に公表された上院の改革法案である米国金融安定回復法案（Restoring American Financial Stability Improvement Act of 2009）では、デューデリジェンスに関し、格付会社が故意または不注意により調査を怠ったり独立の情報源から分析を入手することを怠った場合には、投資家は法的措置をとることができる、とする注目すべき規定が含まれていた（Davis Polk（2009）pp.38-39）。同様の内容は、既にCoffee教授の米国議会証言（2009年3月10日）において言及されていたが（Coffee（2009）pp.66-67）、言論の自由を背景にした従来の考え方からすれば画期的な内容であり（小立（2010a）9頁）、2010年7月21日に最終成立した包括的な金融規制改革法であるドッド＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）においても盛り込まれている<sup>12)</sup>。

### 3. 改正金融商品取引法の規制枠組み

#### 3.1. 証券化商品の格付を巡る開示規制

わが国における格付会社に対する公的規制については、2009年6月24日に公布された改正金商法において、IOSCOの基本行動規範など国際的に共有されている問題意識も踏まえ、1) 誠実義務、2) 情報開示義務（格付方針の付与など適時の情報開示、証明書類など定期的な情報開示）、3) 体制整備義務（格付プロセスの品質管理等）、4) 禁止行為（名義貸しの禁止、密接関係者への格付提供の禁止、格付コンサルティングの同時提供の禁止等）という四つの柱に整理して、格付会社の業務に関する規制を整備している<sup>13)</sup>。また、その

詳細を定める金商法施行令、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、府令という）では、基本行動規範および欧米の規制の動向等を踏まえた対応が行われている（野崎・徳安（2010）13頁）。さらに、監督指針や信用格付業者検査マニュアル<sup>14)</sup>等でも、金商法や内閣府令等で規定した経営陣による体制整備に向けて、具体的な着眼点やチェックポイントを示している。

我が国においても格付会社は、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ている（証券取引等監視委員会（2010）1頁）。一方、格付会社に対する金商法の規制においては、格付が将来の不確定な信用リスクについての専門的知見に基づき表明される意見であることに鑑み、個々の信用格付の実質的内容そのものを規制対象とすることは適当でないとの考え方が採られており（金融庁（2010）1頁）、金融庁長官が格付会社に対して法令に基づく権限を行使する際には、個別の信用格付又は信用評価の方法の具体的な内容について関与しないよう配慮することが明確化されている（府令325条）。

改正金商法では、格付の意義や限界について投資者の理解を促すことを含め、格付会社による投資者への情報提供機能が適切に発揮されることを確保するとともに、格付会社の透明性を高めることを通じ、独立性確保、利益相反回避、格付プロセスの品質と公正性の確保等について、市場規律により自律的な取り組みを促すための枠組みを整備している（野崎（2009）64頁）。具体的には、格付会社に対し、1) 適時の情報開示として、府令で定めるところにより、格付の付与・提供等についての方針および方法の公表（法66条の36）、2) 定期的な情報開示として、業務の状況に関する説明書類の公表（法66条の39）を義務づけている。その際、格付会社は、格付方針等に関し、

変更した場合の公表や適時のアップデートが求められており（法66条の36第1項）、公表した格付方針等に従って格付業務を行わなければならない（同条2項）。また、説明書類については、業務の状況に関する事項を記載した説明書類を作成し、毎事業年度、政令で定める期間経過後1年間、公衆縦覧に供するとともに、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（法66条の39）。

府令では、格付方針等の記載事項（府令313条）および公表方法（府令314条）を定めている。格付方針等の記載事項については、格付方針等を格付付与方針等（格付の付与に係る方針および方法）と格付提供方針等（格付の提供・閲覧に供する行為に係る方針および方法）とに区分してその要件を定めている。また、証券化商品の格付の場合には、格付提供時の公表すべき事項について特別な措置が講じられている。すなわち、第一に、投資家への情報提供機能を確保する観点から、証券化商品の発行者、アレンジャー、オリジネーターの氏名または名称の公表が求められており（府令313条3項3号ホ）、オリジネーターの氏名または名称について、合理的な理由がある場合には、業種、規模、所在する地域および当該合理的な理由の公表による代替が認められている（同項ただし書き）。第二に、証券化商品の格付については、1）損失、キャッシュフロー、感応度分析に関する情報（同項3号ル（1））、2）資産証券化商品の格付であることを明示するための表示（同号ル（2））の公表が求められている。

また、証券化商品の格付の妥当性については、第三者が独立した立場から検証できる措置を求めている（府令306条1項9号）。具体的には、格付会社に対し、1）第三者が証券化商品の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<sup>15)</sup>、2）証券化商品の

発行者等に対し、当該証券化商品に関する情報の公表等の措置を講じるよう働きかけること、3）上記働きかけの内容およびその結果の公表を求めている。

### 3.2. 開示規制の効用と限界

わが国の格付会社規制には、格付会社のデューデリジェンス義務は含まれておらず、開示規制による規律付けが期待されている。その意味では、格付けを利用する側が適切に判断すべき問題となるが、開示規制を導入することにより、投資家等の意思決定有用情報の平等に資するだけでなく、格付行為を社会的な監視にさらし、格付会社の行動を適切ならしめる機能を発揮する効果も期待される。こうした開示による自己抑制機能の端的な表現として、「太陽の光は最良の消毒剤である」「電気の光は最も有能な警察官である」とのルイス・ブランドイス判事の有名な言葉（Brandeis (1914) p.92）がしばしば引用される。これは「情報インダクタンス（information inductance）」とも呼ばれ、実際に情報を伝達する以前に、情報のフィードバック効果の予測に基づいて、経営者の行動に変化が生じることが期待される（Prakash and Rappaport (1977) pp.29-32、越智（2008）318頁）。証券化商品格付に際してのデューデリジェンス問題については、基本的には問題の是正は市場の規律に委ね、改善できない格付会社に対する投資家の信認低下を通じて圧力をかけるアプローチが採用されていると言えよう（永田（2009）5頁）。

開示規制の強化は、利益相反を間接的に防止しようとするものであると同時に、格付けが参考情報に過ぎないことを周知させるものとも言える（久保田（2010）38頁）。すなわち、情報開示規制は、格付けの信頼性の向上を図るという意味もあるが、併せて格付けの機能的限界を示し、格付

けが、重要ではあるが一つの参考情報に過ぎないことを明らかにするとともに、どれほど参考のできる情報なのかを投資家が分かるようにする側面も有している（久保田（2010）37頁）。ただ、商品性の複雑な証券化商品の開示規制については、その格付けないし価値評価に必要な情報量が多いうえに、さらに格付機関に対する情報も多く開示されるため、大量の情報の分析に非常に大きなコストがかかるため、市場が情報を消化し、市場の規律付けに結び付くのかに関する実務的な実効性が問題とされなければならない。開示情報の分析に非常に大きなコストがかかるため、結局のところ格付けに基づいて証券化商品を取引する方がむしろ経済合理的ということにでもなれば（久保田（2010）39頁）、本末転倒である。

実効的な開示規制が敷かれた下でも、金商法上のエンフォースメント（法の実現）には自ずと限界がある。すなわち、格付会社又はその役員若しくは従業員が開示規制に違反した結果、格付会社の直接の契約の相手方又はその他の第三者が損害を被った場合につき、改正金商法等ではこれらの者に対する格付会社の損害賠償規定を設けていない。このため、格付会社の不法行為に対する損害賠償を求める場合には、私法上の請求として行うしかない（橋本（2009）91頁）。なお、格付会社が具体的にいかなる業務管理体制を採るかは、その業務の特性・規模・複雑性等に応じて、法令の範囲内で格付会社が自ら判断すべき事項であり（証券取引等監視委員会（2010）7頁）、監督指針や検査マニュアルのチェックポイント等を含め、その違反が直ちに行政処分につながるわけでもない<sup>16)</sup>。

## 4. 格付会社の法的責任に関する考察

### 4.1. 私法上の損害賠償義務

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については、改正金商法の成立前であるが、名古屋高裁平成17年6月29日判決（平成17年（ネ）第296号、損害賠償請求控訴事件）がある。

事案としては、控訴人が、被控訴人Aから、B会社の社債（無担保社債）につき被控訴人Cによる格付け（Aマイナス）の紹介を受けて購入したが、その後、社債の償還期限前にB社の会社更生手続が開始された。控訴人の被った損失は、CのB社の債務償還能力に関する格付判定及びAの目論見書への記載事項等が不適切であったこと等によるものであるとして、Cに対し民法709条及び同715条に基づき、Aに対しては、証券取引法（当時）17条又は民法709条及び同715条に基づき、損害賠償を求めたものである。原審は、Cによる格付けが虚偽ないし誤りであると認めることはできないなどとして、請求を棄却したところ、これを不服とする控訴人が本件控訴に及んだものである。

控訴審においても請求棄却となったが、判旨では、格付けとは「当該時点における総合的な評価（意見）である」点に鑑みて、「当該評価が現実の結果と一致しないこともあり得る」ほか、「投資判断の一つの参考資料として提供されるものに過ぎない」としている。このように一般論として格付会社が格付評価につき責任を負わないという方向性を示しつつも、一方で格付けは、「信用リスク等に関する専門的な意見として、市場に対して実質的に大きな影響力を有するものであり、その意味で当該企業にとっても、また投資家にとっても重大な影響を与えるものであり、また特に一般投資家にとっては、自らの情報量や知識、判断力

の欠如を補完する専門的知見としての意味を有するものとして、これを信頼することになる」ことを根拠に、格付会社は、「信義則上、誠実公正に格付けを行うべき義務を有している」と判示した。

さらに判旨では、格付会社が誠実公正に格付けを行うべき信義則<sup>17)</sup>上の義務を根拠に一般論として、格付会社が、「上記誠実公正に格付けを行う義務に反して恣意的ないし不公正な格付けを行った場合や、当該格付けの評価の前提となる事実と重大な誤認がある場合、判断の過程に一見明らかな矛盾や不合理が認められる場合等、およそ結果としての格付け(判断)が合理的な意味を有するものとは認められないような場合」については、格付会社は、「これによって生じた損害を賠償すべき義務を負うと解するのが相当である」とし、例外的に信義則上の損害賠償義務を負う場合がある旨を示している。そのうえで、本件事案はどのようなケースに該当しないと判示している。

この裁判例で判示された「信義則上、誠実公正に格付けを行うべき義務」については、格付が市場インフラの一角を構成しており、その事実上の影響力に鑑み、格付会社による経済的意見表明としての「表現の自由」に関し、信義則上の一定の内在的制約を画したものと評価できる。そして、投資家の信頼保護とのバランスから信義則上の義務が導かれていることを勘案すれば、当該事案で問題となった社債に限定されるのではなく、投資家が参照している格付けを広く含み、例えば証券化商品のようなリスク商品にも射程が及び得ると解すべきであろう。問題は、この裁判例の枠組みにより格付会社に対する不法行為責任を追及する場合に、信義則に基づく誠実公正義務及びその義務違反を具体的にどのように構成するかである(橋本(2009)92頁)。

その際、参考になるのは改正金商法で新設された誠実義務(第66条の32)である。そこでは、

格付会社ならびにその役員・使用人は、独立した立場において公正かつ誠実に、その職務を遂行しなければならないことを規定している。すなわち、利用者に幅広く公表・提供している格付会社は、金融・資本市場において大きな影響を及ぼしている役割に鑑み、その独立性・公正性・誠実性を確保する観点から、格付会社に対する規制の一般原則として規定している(池田・三井ほか(2009)260頁)。なお、格付会社は、個別に顧客と契約を締結して金融商品の売買について直接的な関与を行うものではないことなどから、金融商品取引業者の場合(36条1項)と異なり、顧客に対する誠実義務ではなく、独立した立場において公正かつ誠実に、その業務を行う職責に関する義務とされている(池田・三井ほか(2009)260頁)。誠実義務の名宛て人は明記されていないが、情報開示等の名宛て人は投資家等が想定されており<sup>18)</sup>、IOSCOの基本行動規範との整合性の観点<sup>19)</sup>からも、誠実義務の規定は投資者等の格付利用者を視野に入れたものと言えよう。

誠実義務(第66条の32)違反については、金商法上、損害賠償義務が課されるわけではない。格付けは公的に認証するものではない以上、有資格の会計士が行う証明行為との類似性から演繹して、特別の責任が賦課されると解することも適当とは解されない。しかし、格付けの前提となる事実の重大な事実誤認や、専門家の立場からみて原データに明らかに偏向があると認められるにもかかわらずデューデリジェンスを怠る場合等には、格付けという意見の受け手である投資家の信頼は信義則上(私法上)の保護に値すると考えられる。その際、投資家の最低限の信頼保護水準、格付会社の市場における意見表明の内在的制約を画する目線として、金商法上の誠実義務の内容が総合的に斟酌されるべきであろう。すなわち、金商法上、誠実義務により格付会社の自律的行動が期待され



ており、誠実義務違反自体が賠償義務を生むものではないが、私法上の信義則違反を判断する際には、その内容は格付会社の「表現の自由」の限界を画する判断材料として十分考慮されるべきである。

#### 4.2. 信義則上の義務と誠実義務

格付会社のデューデリジェンスについては、義務化されておらず、開示規制の対象となっているに過ぎない。しかし、格付会社は、「表現の自由」という名分の下で、役割と責任の分担を悪用し（あるいは重大な不注意を犯し）、格付判断の基礎となる発行者から提供された事実が正確だということを無制限に想定することは、投資家の信頼保護との兼ね合いで許されない。格付会社は、引受人や同業者間の激しい受注獲得競争に起因する圧力に屈しやすいインセンティブ構造を有しているが（首藤（2010年）62頁）、訴訟上の責任の脅威は、デューデリジェンスに関する格付会社の公正かつ不誠実な無作為を未然に防ぎ、格付会社の公正かつ誠実な職務遂行として、事実上疑念を抱かせる状況下でのデューデリジェンスを引き出す有力な誘因として機能する。

格付会社には、証券の売買に関連した言明が行われる限り、それを信頼して商品を購入する者との関係において、信義則上の実質的な責任が存在する。すなわち、もし格付会社の故意または重大な不注意により、格付手法が依拠している重要事実に対するデューデリジェンスに関し、合理的な努力が遂行されていないことを示す事実が放置されたのであれば、格付会社の格付付与に対する投資家の信頼は信義則上の保護に値する。こうした解釈は、格付会社にとって、新たに大きな責任を課すものではなく、デューデリジェンスが義務ではないにしても、公正かつ誠実な職務遂行の一環としてのデューデリジェンスを排除しないことを

明確にすることにある。

信義則上の義務であるが故に、明確に定義された責任の基準を事前的に明らかにすることには難しい要素も残るが、その判断材料として、金商法第66条の32が求める独立性、公正性、誠実性を実現するために、少なくともどのような手当をしなければならないかなどについては、監督指針、検査マニュアル等により具体的に示されている。勿論、それ自体が法規範性を有するものではないにしても、格付会社の信義則上の義務違反を裁判所が判断するうえで重要な斟酌材料となる。逆に、格付会社にとっては、それらのベストプラクティス（最良の実務慣行）は実質的なセーフハーバールール（安全港規定<sup>20</sup>）の上限として、読み替えることも可能となろう。

監督指針や検査マニュアル等では、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チェックポイントも定めている。例えば、1）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の措置として、信用格付の付与のために格付関係者から提供を受ける情報について、その品質を確保するための方針及び手続を適切に定め、当該方針等に従って適切に検証を行い、必要に応じ見直しを行っているか。2）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が確保されていることについて、適切に検証を行い、これらの確保が不十分な場合には信用格付を付与しない態勢となっているか。3）格付方針等の妥当性及び実効性（証券化商品の原資産の信用状態の特性が変化した場合における当該証券化商品の格付方針等の妥当性及び実効性を含む）について、検証を適正に行う機能を整備するための措置として、どのような場合が証券化商品の原資産の信用状態の特性が変化した場合に該当するかを基準をあらかじめ明確にし、証券化商品の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切に行っているか。4) 過去に信用格付を付与した証券化商品の設計と著しく異なる証券化商品に係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として、どのような場合が過去に信用格付を付与した証券化商品の設計と著しく異なる場合に該当するかの基準をあらかじめ明確にし、検証の要否を適切に判断しているか等を定めている。

このほか、第三者が独立した立場において証券化商品に係る信用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として、1) 府令306条第1項第9号イの「第三者が当該信用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か。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。2) 格付関係者に対する「第三者が当該信用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（府令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等を定めている。

## 5. おわりに

米国のサブプライム問題は、証券化商品における公正価値評価のあり方など幾つかの教訓を残した（越智（2009）175頁）。その際、格付けは資本市場のインフラの一部として重要な位置付けを有する（田中（2008）72頁）ことから、準公共財として、格付けの公正性ととも、格付会社の

独立性、利益相反等が厳しく問い直されることになった。本稿では、国際的な潮流となった格付会社規制を巡る論点のうち、格付けの基礎となる原資産のデューデリジェンス問題について、「表現の自由」への配慮と直接規制の是非、開示規制の効用と限界、私法上の損害賠償責任（不法行為責任）を巡る過去の判例等を踏まえて、わが国の法制度の下で、格付会社の法的責任の発生可能性を考察した。すなわち、格付会社は直接的なデューデリジェンス義務を負わないが、故意または重大な過失によりデューデリジェンスを怠ったことに起因して、格付けを信頼して損害を被った投資家等に対しては、信義則上の損害賠償責任が私法上発生すると考えられる。

デューデリジェンスを巡る直接規制に関しては、過去にエンロン事件を受けて発表された米国上院スタッフレポートにおいて、NRSROが財務諸表の十分な精査を行わず、エンロン側から提供された情報を額面通りに受け取り、何も追及しなかったと批判し、「言論の自由」は、格付会社の怠慢を許すものではなく、また説明責任を排除するものではないとした（Report of the Staff（2002）pp.119 and 124）。そのうえで、市場では専ら格付けに制約された取引が行われていること、また何百もの法規に格付けの枠組みが組み込まれていることに鑑みると、格付けは社説と同等のものとは言い難いとしていた（Report of the Staff（2002）pp.123-124）。こうした経緯や土壌あって、サブプライム問題発生後、2009年11月に公表された米国金融安定回復法案、さらには2010年7月に最終可決されたドッド＝フランク法において、格付会社が故意または不注意により調査を怠った場合等に、投資家は法的措置をとることができるとする規定が盛り込まれたとみることもできる。

格付業務自体は、あくまで主観的な評価であっ

て、有資格の会計士が行う証明業務とは異質である。したがって、基本的には開示規制による市場規律で対処していく方向性が是認される一方、証券会社のゲートキーパー役を格付会社に法的に求める形で、あるいは職業専門家という法的に漠然とした概念<sup>21)</sup>から演繹するような形で、デューデリジェンスの直接規制を規定することには自ずと限界がある。この点で、米国におけるドッド＝フランク法のデューデリジェンス義務が、特に軽過失の場合において、合衆国憲法修正第1条（言論の自由）との関係でどのように運用されていくか、今後の動向が注目されるところである。

本稿で論じたわが国法制度の下での信義則上の誠実公正義務については、デューデリジェンスに関してエンフォースメントを伴った直接的な義務化規定がない中であって、投資家の信頼保護とのバランスで、経済的意見表明である「表現の自由」の内在的制約を画する私法上の義務として位置付けられる。格付会社の自由は保障されなければならないが、その自由は役割と責任の分担の悪用を許すことまで包含されていないのである。したがって、自由に対する例外を厳格に解釈する観点から、格付会社が悪意または重過失の場合に限られるべきであろう。他方、2010年4月に施行された改正金商法66条の32（誠実義務）においては、格付会社が信用情報の提供者として適切に機能するために、その独立性、公正性、誠実性を確保する必要があり、かかる観点から、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しなくてはならないことを、格付会社に対する規制の一般原則として規定している。本規定に違反することが直接的に損害賠償責任を生むものではないが、誠実義務の具体的内容を規定する政令、内閣府令、監督指針、検査マニュアル等は、今後の係争事件において格付会社の信義則上の義務違反を裁判所が総合的に認定する際に、重要な斟酌材料

になると考えられる。

《注》

- 1) デューデリジェンス (Due Diligence) とは、一般に証券会社、銀行などが投資や融資を行う際に、投資対象に係る各種事実確認を行う作業のことであるが、本稿では、格付会社が証券化商品の格付けを行う前提として、証券化の裏付けとなる原資産情報の確認を実施することまで視野に入れて、その実施の是非を論じている。
- 2) 信用格付機関 (Credit Rating Agencies) と呼ばれることもあるが、2008年以降、格付会社との呼称が定着している(池田・三井ほか(2009)17頁)ことから、本稿では、改正金商法で登録を受けた格付会社(「信用格付業者」<2条36項>)を含め、格付会社という用語で統一している。
- 3) 格付会社の機能・役割等について、証券監督者国際機構(IOSCO)「信用格付機関の基本行動規範」(2004年12月公表、2008年5月改訂版公表)の「序文」では、格付会社は、証券の発行体及び債務の信用リスクについての意見を述べることにより、現代の資本市場において重要な役割を果たすことができるとし、投資家が入手可能な大量の情報を取捨選択し、また借り手への融資や発行体の負債・負債類似証券の購入の際に直面する信用リスクを分析することを助ける役割に言及している。
- 4) 国際決済銀行(BIS)のバーゼル銀行監督委員会が2004年6月に公表した新しい自己資本比率規制(新BIS規制)であり、リスク量の計測に際し、民間の格付会社(「適格格付機関」)の格付けが参照される枠組みとなっている(日本は2008年3月末に導入)。
- 5) 日本国憲法第21条第1項では、「集会、結社及び言論、出版その他一切の表現の自由は、これを保障する」と規定されている。なお、米国では、合衆国憲法修正第1条において、「言論の自由」が保障されている。
- 6) SOX法は、SECが格付会社の役割と機能、資本市場の運営のあり方を見直すことを義務付けていたが、SECの第一次報告書には規制について明確な結論が示されないまま、その後には発表されたIOSCOの行動規範(2004年12月)も踏まえた長い討議を経て、2006年信用格付機関改革法の成立に至った(Davies・Green/野村総合研究所訳(2009)56頁)。
- 7) NRSROについて登録制を導入し、情報開示義務、重要な非公開会社や利益相反の取扱いに関する手続を整備するとともに、SECに対して規則制定権限を付与した。
- 8) 2008年5月改訂では、①格付プロセスの品質と公正性、②格付会社の独立性と利益相反の回避、③格付会社の一般投資家および発行体に対する責任、④行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーションの4つの柱の下で、格付会社が遵守すべき具体的な行動規範を定めている。
- 9) 例えば、ニューヨーク市債のデフォルト(1975年)や、原子力発電所ワシントン・パブリック・パワーサプライ・システムの破綻(1983年)、オレージ郡の破産(1994年)など

- の破綻に際しても批判を受けた(坂田(2004)46頁)。なお、格付機関規制は1975年にNRSRO制度が導入された後、1997年SEC規制改正案のように、何度か改革の提案がなされたが、成立には至らなかった経緯がある(久保田(2010)35頁)。
- 10) 「2006年格付機関改革法」を受けて2007年6月に策定されたSEC規制(NRSROとして登録された格付け機関の監督に関する規則<Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule>)の見直しを図るものであった(小立(2008)27-28頁)。
- 11) まず、原資産の情報に対する検証が格付け決定の際にどの程度考慮されているかという点の開示である。証券化商品の格付けはアレンジャー(証券化案件の組成員)から提供される原資産の情報に依存しているため、提供された情報が正確でなければ将来のパフォーマンスを予測するモデルの結果の正確性も失われる。そのため、格付け機関はどのような原資産の検証を求めているか、検証が十分でない場合どのようにそれを考慮するのかなどについて開示を行うことが求められた。次に、オリジネーター(原資産の保有者)の質に対する評価方法の開示である。オリジネーターの業務経験や住宅ローンの審査基準は、住宅ローンの品質や審査書類の正確性に大きな影響を与え、格付けモデルにおける証券化商品の原資産に関する将来的なパフォーマンスの評価に影響を与えることになる。さらに、格付けのモニタリング頻度と、モデルの修正がモニタリングにおいてどのように取り扱われるかということに関する開示である。
- 12) 格付会社が故意または不注意により、格付けされた証券に関して信用リスクを不注意するための手法から得られた事実要素に基づいて合理的な検証を行わなかった、または、格付会社が証券発行者や引受人以外の情報ソースを利用して事実要素について合理的な検証を行わなかったという強い推論がある場合、格付会社は損害賠償請求の対象となる(小立(2010b)147頁)。
- 13) 改正金商法においては、わが国においても格付会社に登録制を導入することとされ、登録を受けた格付会社に対して、規制・監督を行うための4つの枠組みのほか、監督規定として、格付会社に対する報告徴収・立入検査・業務改善命令、業務停止命令・登録取消・役員解任命令等も定められた。
- 14) 証券取引等監視委員会(財務局等を含む)が格付会社に対して検査を実施する際の、基本的考え方及び検査の具体的着眼点等(検査対象先の実態を把握する上で有効と考えられる確認項目)を整理したものを。
- 15) 具体的な情報の項目は、日本証券業協会の自主規制(「証券化商品の販売等に関する規則」)に盛り込まれている標準情報レポート・パッケージや、格付会社が格付を付与する際に発行者等に対して要求する情報のリストなども参考にしつつ、資産証券化商品の特性等を踏まえ、格付会社において決定されるとされる(野崎・徳安(2010)15頁)。
- 16) 金融機関検査マニュアルの規範的性質に関して、野村(2003)97頁。
- 17) 信義則(信義誠実の原則)とは、当該具体的事情のもとで、相互に相手方の信頼を裏切らないよう行動すべきであるという法原則であり(明文上は民法第1条第2項に規定)、具体的な条文がない場合に規範を補充する機能を有する。
- 18) なお、信用格付業者検査マニュアルに対する「コメントの概要及びコメントに対する証券取引等監視委員会の考え方」(2010年3月31日、7頁)では、情報開示に関する態勢に関連して、「府令第318条に定める説明書類は正確かつ投資家に誤解を生じさせないように記載するとある。もともと信用格付業者が付与・提供する格付は投資家を顧客として前提としておらず、また説明書類は広告や勧誘を意図したものであるのではないため、『正確かつ投資者に誤解を生じさせないように』は削除し、代わりに『正確かつ適切に』といった表現に変更して欲しい」との意見に対して、監視委員会は、「府令第319条において、説明書類の写しを『投資者及び信用格付の利用者が常に容易に閲覧できるように公表』することが規定されており、説明書類は投資家が閲覧することも前提としている。したがって、本項の文言を変更する必要はない」とした。
- 19) IOSCOの基本行動規範では、誠実義務に関連して、投資家に隠された利益相反等は、市場の透明性及び公正性に対する投資家の信頼を害することになる(序文)として、格付会社及びその従業員は、発行者、投資家その他の市場参加者及び一般市民に対して公正かつ誠実に対応するべきである(1.12)、格付会社のアナリストは高い公正性基準に従うべきであり、格付会社は明らかに公正性が疑わしい者を雇用すべきではない(1.13)、格付行動は、格付会社、発行者、投資家その他の市場参加者に対して与える潜在的な影響(経済的、政治的その他)に基づき抑制・自制されるべきではない(2.1)、格付会社及びそのアナリストは、その実質及び外見の両面において独立性及び客観性を維持するため、注意を払い、また専門的な判断を行うべきである(2.2)、信用格付の決定は信用評価に関連する要因によってのみ影響されるべきである(2.3)、格付会社が発行者又は証券に付与する信用格付は、格付会社等との事業上の関係の存在等により影響されるべきではない(2.4)、等が規定されている。
- 20) 船が安全な港にいる限り海難を避けることができることに由来して、一定のルールのもとで行動している限り、違法行為の認定を免れることができる範囲のことを指す。
- 21) 抽象的な専門家責任という概念を設定しなくても、弁護士、会計士等の有資格の職業専門家には、それぞれ法律の定めがあるので、基本的には、それぞれの法律に基づいて個別に各専門家の責任を検討すれば足りる(川井・塩崎(2004)4-5頁)。

## 《参考文献》

- Brandeis, Louis D, 1914, Other People's Money and How the Bankers Use It, F.A. Stokes.
- Coffee, John C, 2009, Enhancing investor protection and the

- regulation of securities markets, Working Paper No.348, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law.
- Davies, Howard, and David Green, 2008, Global Financial Regulation: The Essential Guide, Polity Press. (野村総合研究所訳, 2009, 『金融監督規制の国際的潮流—変革の道標』, 金融財政事情研究会.)
- Davis Polk, 2009, Summary of the Restoring American Financial Stability Act of 2009, Introduced by Senator Christopher Dodd, Discussion Draft.
- FSF, 2008, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience.
- G20, 2008, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy.
- 橋本円, 2009, 「信用格付業者に対する規制」『ジュリスト』1390号, 86-92.
- 池田唯一・三井秀範・齊藤将彦・高橋洋明・谷口義幸・中島康夫・野崎彰, 2009, 『逐条解説 2009年金融商品取引法改正』, 商事法務.
- 今井一雄, 2010, 「アジア地場格付機関におけるBest Practices」『国際金融』1210号, 6-12.
- IOSCO, 2008, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.
- 川井健・塩崎勤編, 2004, 『専門家責任訴訟法』, 青林書院.
- 金融庁, 2010, 「信用格付業者向けの監督指針」.
- 小立敬, 2008, 「サブプライム問題と証券化商品の格付け—米国SECの格付け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, 13-35.
- 小立敬, 2009a, 「EUの格付規制案—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, 134-144.
- 小立敬, 2009b, 「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, 170-175.
- 小立敬, 2010a, 「米国上院議会による金融制度改革案—米国金融安定回復法の公表」『資本市場クォーターリー』13巻4号 (Web版), 1-10.
- 小立敬, 2010b, 「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」『資本市場クォーターリー』14巻1号, 127-152.
- 久保田安彦, 2010, 「証券化市場と格付会社規制」『企業と法創造』6巻3号, 32-40.
- 黒沢義孝, 2007, 「新BIS規制と信用格付け」『証券アナリストジャーナル』45巻4号, 46-54.
- 黒沢義孝, 2008, 「格付会社による格付評価の問題点と責任」『ファイナンシャルコンプライアンス』38巻3号, 40-44.
- 黒沢義孝・田中英隆・江川由紀雄, 2008, 「座談会 『規制ありき』ではなく、歴史・実態をふまえた本質的議論を」『金融財政事情』59巻39号, 28-35.
- 茂木哲也・上野佐和子, 2008, 「証券化商品を巡る会計上の評価」『企業会計』60巻11号, 74-80.
- 永田光博, 2009, 「格付会社に対する公的規制の導入」『金融法務事情』1880号, 60-69.
- 日本総合研究所, 2009, 「世界的危機と新たな国際金融システムの構築に向けて 第2部パネルディスカッション」『Business & Economic Review』19巻9号, 26-71.
- 野村修也, 2003, 「金融行政の新しい手法」『金融法研究資料編』19号, 94-108.
- 野崎彰, 2009, 「格付会社に対する規制の導入」『商事法務』1873号, 60-69.
- 野崎彰・徳安亜矢, 2010, 「格付会社規制に係る政令・内閣府令の整備」『商事法務』1890号, 13-22.
- 大澤和人, 2007, 『サブプライムの実相—詐欺と略奪のメカニズム』, 商事法務.
- 越智信仁, 2008, 「銀行監督と外部監査の連携—我が国金融環境の変化、各国制度の比較等を踏まえて」, 日本評論社.
- 越智信仁, 2009, 「モデル公正価値監査の成立要件と限界領域—証券化商品評価における検証可能性の考察を通して」『産業経理』69巻3号, 168-181.
- Prakash, Prem, and Alfred Rappaport, 1977, Information inductance and its significance for accounting standards, Accounting Organization and Society, vol.2, no.1, 29-38.
- Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 2002, Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs.
- 坂田和光, 2004, 「米国における格付機関をめぐる論議について」『レファレンス』54巻11号, 35-52.
- 証券取引等監視委員会, 2010, 「信用格付業者検査マニュアル」.
- 首藤恵, 2010, 「金融サービス業のガバナンスを考える」『証券レビュー』50巻2号, 54-91.
- 田中英隆, 2008, 「格付けの信頼性と規制」『証券アナリストジャーナル』46巻3号, 60-73.