

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 29 日現在

機関番号：32630

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2015

課題番号：24530097

研究課題名(和文) 格付会社への法的規制に関する比較法的考察

研究課題名(英文) A Comparative Study concerning legal Regulation of Rating Agencies

## 研究代表者

山田 剛志 (YAMADA, Tsuyoshi)

成城大学・法学部・教授

研究者番号：30282966

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の成果として、格付会社の民事責任については、格付が依頼格付か勝手格付かで、その法的責任に関し差異が生じる。結論として、勝手格付において、格付会社は一般投資家ひいては国民全体に、直接の法的責任を負うには、前提となる義務の存否の根拠は弱いと思われる。他方依頼格付の場合には、格付を与える格付会社内の手続き自体は同じとしても、当該格付が明らかに事実と異なる場合には損害が発生する。前提となる事実を見落としたなど格付の前提となる事実的重大な過誤があった場合などは、当該過失と損害の間には因果関係あると理解するだろう。その場合には、格付について、格付会社に民事責任が生じることとなる。

研究成果の概要(英文)：As a conclusion of my research is that the civil responsibility of the credit rating agencies depends on whether its contract is existed or not, official or non-official rating. As for the non-official rating, it is estimated that the credit rating agencies are not responsible for general investor and the nation. But for the official ratings, even if internal proceedings are same, it might cause the damages and tort because there exists the contract between clients and the credit rating agency. Same time, if the understanding of the basic conditions is different, there would be damages also. In that case, there is causality between the negligence and damages. As a result, there might be responsible for the credit rating agencies, concerning the ratings. In this way, in my research, I would classify into two categories of the credit rating, I pointed out that there exists the gap of the civil responsibility.

研究分野：民法法学

キーワード：格付会社 民事責任 比較法 金融商品取引法 ドットフラック法

## 1. 研究開始当初の背景

欧州の財政危機において、アメリカ系の格付会社が国債の格付けを低下させたことが、財政危機を助長したとして、格付会社への規制が強化されていることは、述べてきたが、ここで厳密に議論するためには、欧州危機で批判の対象となっている格付は、非依頼格付(勝手格付)である点である。

従来非依頼格付については、格付先から依頼を受けないで行う格付と認識されており、格付先の事前の了解に関しては、日本格付研究所に関しては、事前承認を取るとされているが、その他の格付会社は明文でそのような記載は格付方針等には記載されていない。

そこで、格付会社の責任を、依頼格付と非依頼格付に分けて検討する。

## 2. 研究の目的

本研究においては、具体的に主にアメリカにおける格付会社に対する責任追及訴訟を巡る民事責任を検討し、わが国の法制に示唆を与えることを目的とする。

次に欧州格付機関への規制を検討する。欧州では、2009年4月に格付会社監督規則が成立し、欧州市場監督機構(ESMA)に2011年1月1日より域内の全ての格付会社の監督権限が集中している。2012年1月現在ESMAに加盟している格付会社は、29社であり、イギリス系6社、ドイツ系8社(ムーディーズ等の現地法人を含む)などが登録している。このうち、日本企業である日本格付研究所(JCR)のみ現地法人がないため、証明(certified)となっているが、具体的規制状況を欧州議会の動向に着目して研究する。

## 3. 研究の方法

欧州の規制動向及びIOSCOの規制動向を見ながら、民事責任及び勝手格付けへの規制について、比較法的に検討する。また前述のように、アナリスト等の交代に関係なく、急激な格付の変更に関し、事後的に「なぜ格付を急激に見直さざるをえなかったのか」、一定以上の変更(たとえば数週間に3段階以上の変更)がある場合に、その基礎的事項の変化を記したルックバックレビューを格付会社に、自ら公表する義務を課すべきだろうか。恐らく信用格付会社によるルックバックレビューは、格付の制度を向上させるためには極めて有効ではないかと思われる。しかし前述した金商法21条の2のような特別規定を設け、投資家にとって民事責任を問いやすく制度改正し、さらに格付変更に対し事後的にルックバックレビューを法定化すると、格付会社の過失も容易に認定され、民事責任が認められやすくなるだろう。この場合、はたして信用格付会社はそのような大きな民事責任を負担できるだろうか。その結

果わが国には、信用格付会社の登録がなくなるか、ひいては民間の格付会社がいなくなってしまう可能性もあるだろう。この場合、アメリカでこれから検討されるように、格付会社のビジネスモデルそのものも再検討する余地があるだろう。

## 4. 研究成果

2011年欧州危機に際して、ギリシア国債をはじめとして、格付会社の各国国債へのいわゆる勝手格付が欧州危機を助長したという批判が強い。イタリアでは米系の格付会社が警察による捜査を受けたというが、欧州各国は、米系格付会社の動向には、投資銀行や機関投資家がサブプライムローンの証券化に際して、格付機関の格付を無条件に信頼したことが、その後の世界的危機を引き起こした一つの要因というのが定説となっているが、その際格付会社による不適切な格付及び証券化商品の原資産の開示が不十分だったことが、その原因である。

投資家が判断を誤った背景には、証券化商品に実態以上の高い格付けが付されていたからである。格付け機関が実態より高い格付けを付けた理由として、1)証券化商品の格付けビジネスにはもともと利益相反問題が存在する、2)格付けモデルの妥当性に関し適切な検証またはディスクロージャーがなされていなかった、3)投資家が格付けとは民間企業の評価であるという事実をよく認識していなかったことが理由として挙げられる。

その後世界各国で格付会社を規制する検討がなされ、同時に証券監督者国際機構(以下IOSCOとする)は、格付会社の自主ルールに盛り込むべき「信用格付機関の基本的行動規範」を2008年に改訂した。一方アメリカでは、2007年より格付会社の登録制を開始し、その後SEC規則を改定して格付会社に対する規制強化を図っている。また2010年7月に成立した金融規制改革法(以下ドット・フランク法という)では、931条以下で規制が大幅に強化された。他方欧州では、欧州委員会が2009年4月に「格付会社に関する欧州議会および理事会規則」を制定し、規制強化が図られた。

一方民事責任に関し、格付会社が付与した格付が実体を反映していなかったとして、社債等購入者が格付会社に対して、損害賠償責任を追求できるだろうか。

名古屋高判平成17年6月29日は、本件は、被控訴人A株式会社(以下「被控訴人A」という。)から、株式会社Bの社債(第26回無担保社債額面200万円(以下「本件社債」という。))発行及び同債券についての被控訴人株式会社C(以下「被控訴人C」という。)による格付け(Aマイナス)の紹介を受けて、本件社債を購入した控訴人が、被控訴人らに対し、本件社債の償還期限前に株式会社Bに

ついて会社更生手続が開始されたことによって損失を被ったのは、被控訴人Cの株式会社Bの債務償還能力に関する格付判定及び被控訴人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、被控訴人Cに対しては、民法709条及び同715条に基づき、被控訴人Aに対しては、証券取引法（以下「法」という。）17条又は民法709条及び同715条に基づき、〔1〕本件社債購入額200万円と控訴人が5回にわたり受けるはずであった利金合計10万円の合計210万円と、更生計画に基づく償還額61万2120円との差額（損失）148万7880円、〔2〕慰謝料100万円、並びに〔1〕及び〔2〕に対する本件社債の償還期限である平成16年1月28日から支払済みまで民法所定の年5分の割合による遅延損害金の支払を求めた事案である。名古屋高裁は、「また、本来、一般投資家は、自らの責任と判断において、当該債券に係る投資判断を行うのであって、格付機関による格付けは、上記のとおり格付機関の意見の表明に過ぎず、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ものである。

しかし、格付機関の格付けは、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のであるから、格付機関は、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。それ故、格付機関が、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的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は、格付機関は、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。」と判示して格付会社の責任を否定したが、格付会社が恣意的不公正な格付を行った場合や格付の前提となった事実的重大な誤認があったり、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には、損害賠償責任が認められる可能性を指摘したものと見える。

この場合、格付会社が負っている義務内容について、会計監査人と異なり、誠実に行動する義務はあるが、「間違っただことは、いってはいけない」という義務はないという見解がある。この点で、控訴人が立証すべきは、格付が誤っていたことではなくて、格付会社が誠実に行動する義務を怠っていたことであり、それは格付会社が恣意的不公正な格付

を行った場合や格付の前提となった事実的重大な誤認があったり、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に義務違反が認められるものと理解すべきだろう。さらにその義務違反と、損害の間の因果関係が立証されて初めて、一般不法行為が成立し、損害賠償責任が発生するといえる。この点で、格付会社の責任と会計監査人のような「正しいことをいかなければならない」という義務と異なる。この点は、格付会社と発行体との委任契約に基づく善管注意義務と会社法429条2項のような虚偽の記載または記録をしない義務とでは、前提が異なる。

また本件は、対象の金融商品は単純な社債であるが、複雑な証券化商品と社債とでは、リスクの評価の手法が異なり、それは前掲わが国法制度（業府令295条3項1号イ～ニ）でも、法定されている。しかしその点は、格付会社の注意義務または誠実行動義務に影響を与えるわけではなく、社債であっても発行体企業への収益力等の評価には、困難が伴うし、格付という結果からすると、対象に関する問題は損害賠償責任に対してはそれほど大きな影響を与えないのではないか。

同時に、格付が依頼格付か勝手格付かで、その法的責任に関し差異が生じるか否かに関しては、種々の意見がある。基本的には、誠実に行動する中身として、勝手格付において、格付会社は一般投資家については国民全体に、直接の法的責任を負うには、前提となる義務の存否の根拠は弱いと思われる。他方依頼格付の場合には、格付を与える格付会社内の手続き自体は同じとしても、発行体が発行する当該金融商品がどのような投資家に販売されるか、また当該格付が明らかに事実と異なる場合には損害が発生することは、格付会社も理解しうるだろう。前提となる事実を見落としたなど格付の前提となる事実的重大な過誤があった場合などは、当該過失と損害の間には因果関係あると理解しうるだろう。

一方アメリカ判例法の検討でもみてきたとおり、アメリカ法でも現行法によれば前掲プルンパース事件では、「信用格付は客観的な事実ではなく、信用格付機関が用いている分析モデルと要素に基づきそれぞれの機関が信じている意見の陳述(statement of opinion)にすぎない」としたが、ソーンバーグトラスト事件では「格付が私的なものである限りにおいて、訴訟を棄却するものではない」と意見を述べており、格付が私募のような限定された投資家間でのみ知りうるものだった場合には、私的な意見であるという主張は成り立たない可能性があると指摘する。

つまり資産証券化商品に対する機関投資家に向けられた格付が急激な格付低下や格付対象会社が破綻したような場合、格付会社が故意または重過失により、明らかに矛盾するような格付を付与して、機関投資家が投資を決定した（但しこの場合には機関投資家に

も過失相殺は認められよう)場合には、当該格付は単なる意見表明ではなく、損害との間に因果関係が認められ、損害賠償責任を負う可能性があると理解できるだろう。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計2件)

山田剛志「社外取締役および社外監査役の注意義務を巡る考察」『銀行法務 21』786号(2015年5月)p.36-41.

山田剛志「銀行によるデリバティブ取引と法人顧客の適合性」『判例タイムズ』1410号(2015年5月)p.35-46.

〔学会発表〕(計1件)

山田剛志 平成24年4月4日 日本証券経済研究所「金融商品取引法研究会」報告「格付会社への規制」

〔図書〕(計1件)

山田剛志 金融商品取引法研究会『金融商品取引法制の潮流』(平成27年)p128-158.

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

山田 剛志 (YAMADA, Tsuyoshi)

成城大学・法学部・教授

研究者番号：30282966