

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 6 月 1 日現在

機関番号：34427

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2011 年 ～ 2012 年

課題番号：23830111

研究課題名（和文）証券法ゲートキーパー責任制度改革とわが国への摂取

研究課題名（英文）The gatekeeper's liability of credit rating agencies for disclosure under Securities codes -- the reform and the applicability to Japan's legal framework

研究代表者

大澤 和人 (Osawa Kazundo)

大阪経済法科大学 法学部・准教授

研究者番号：70613355

研究成果の概要（和文）：2007 年以降数年に渡る世界の金融市場の危機の原因となった structured finance products に関し、発行開示責任免除規則の欠陥とその濫用を招いた証券制度設計の不備について歴史的経緯に遡って解明し、賠償請求の裁判例（請求根拠）の検討、及びデリバティブズ組み込み証券の破綻にみられる倒産申立解除特約 ipso facto の有効性について米英法理を比較する。開示責任免責の改革のわが国への摂取について考える。

研究成果の概要（英文）：Structured finance products is well-known to have played a key role to cause the credit market to collapse in and after 2007. The analysis focuses on the deficient rule and practice that excepted credit rating agencies from the disclosure liability and the historical background that developed the liability excuse therefor with respect to those debt securities. The liability excuse brought about dozens of lawsuits against credit rating agencies, with regard to which the cause of action is discussed. It also gives comparative analysis of enforceability of the ipso facto clause and anti-deprivation principle -- U.S. and U.K. law -- in events of bankruptcy occurring to the specially formed securities offering entity engaged in derivatives transactions that accord with the I.S.D.A. Master Agreement. The note discusses the likelihood of the gatekeeper's liability reform and the manner of application to Japan's legal framework.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2011 年度	1,400,000	420,000	1,820,000
2012 年度	800,000	240,000	1,040,000
総計	2,200,000	660,000	2,860,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

 キーワード：1933 年証券法、発行開示（虚偽記載）責任、structured finance products、デュー  
 デイリジェンス、representations and warranty, credit rating、ipso facto clause and

### 1. 研究開始当初の背景

2007 年半ばからの世界の信用危機の引き金となった Structured Finance Products (以下「SFP」) の信用リスク分析と信用格付け基準のあり方が問題となった。なぜ SFP 証券は市場崩壊したのか。証券の取引を仕組むうえで詐欺的背景、動機付けがあったのか。あったとすれば、どういった責任制度の不備があり、濫用されたのかについて解明し、賠償請求訴訟のなかで、請求原因の分析を通して、証券開示規制のリフォームすべき点をさぐる。

### 2. 研究の目的

2010 年 7 月、信用危機回復と予防から金融制度改革のための Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (以下「Dodd-Frank 法」) が制定され、証券法の証券の定義に Structured Finance Products (以下「SFP」) が加えられ、適用対象とするため証券法関連ルールが改正された。SFP 発行目論見書に信用格付けが記載される場合、証券発行者の会計監査人が証券法開示責任を負うと同様に、信用格付け機関は信用格付けに関する証明を求められ、同法に従う虚偽表示に関する無過失責任を負うことになり、証券法の特別免責規定は撤廃された。格付け機関が証券アレンジャーから提供を受け利用する情報の due diligence 注意義務も負担する。この制度改革法により、SFP 信用格付を付与する信用格付け機関は、初めて証券発行の gatekeeper に位置づけられた。この制度改革に調和させるため、わが国金商法にはどのような改正が必要となるか。また信用格付け機関の信用格付け情報の無過失責任をどう規定し、どのように私訴権を与えるかについて研究する。

### 3. 研究の方法

(1)信用格付け制度の史的考察として、SEC の信用格付け機関に関する全ての規制や releases についての 30 年間分の収集して整理することで、Dodd Frank 法にいたるまでの法規制を史的考察する。特に立法前の SFP の格付け機関のディスクロージャー責任について考察にフォーカスする。

(2) SFP に係る信用危機を予防する立法改革のため、Dodd Frank 法の立法のための議会公聴会での証券法学者を含む専門家の証言全てを収集し、それぞれの主張ポイントを整理し、Dodd Frank 法の SFP に関する新たな証券としての定義の改正、証券法ルールの改正ポイントを整理し、実際の適用について検討する。

(3) SFP に関する開示及び信用格付け基準の問題の究明と改革に関する提案論文や証券法の開示責任法規制に関する証券金融業モデルの学者の先行論文、賠償法理に関する訴訟の理論研究について整理する。

新たな市場ビジネスモデルに関して参照した研究として、Colum. Bus. L. Rev.(2009)で特集が組まれたが、それ以外に、Timothy Lynch, Deeply and persistently conflicted, 59 Case West. Res.L.Rev. 227 (2010); Deryn Darcy, Credit rating agencies and the credit crisis, 2009-2 Colum. Bus. L. Rev. 605; Jefferey Manns, Rating risk after the subprime mortgage crisis, 87 N.C. L.Rev. 1011 (2009). CRA 責任については、Caleb Deats, Talk that isn't cheap: Does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation? 110 Col.L.Rev.1818 (2010); Lisbeth Freeman, Who's guarding the gate?

credit-rating agency liability as “control person” in the subprime credit crisis, 33 *Verm.L.Rev.* 585 (2009); John Crawford, *Hitting the Sweet Spot by Accident: How Recent Lower Court Cases Help Realign Incentives in the Credit Rating Industry*, 42 *Conn.L.Rev.* 13 (Fall 2009); Rachel Jones, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, 1 *Wm.&Mary Bus.L.Rev.* 201 (2010). John C. Coffee 教授の gatekeeper 意見に、*Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, 84 *B.U.L.Rev.*301(2004). Coffee 教授の共同幫助責任立法の提言には、*Evaluating S.1551: The Liability for Aiding and Abetting Securities Violations Act of 2009* (2009年9月17日上院司法委員会公聴会発言).

(4) 2009年以降に頻発してきた SFP の信用格付け機関に対する年金基金や自治体の投資家の賠償訴訟を整理する。信用格付け機関が憲法修正第一条の抗弁権行使を認められ、訴えの却下が 20年続いた史的考察と抗弁権を認めず、信用格付け機関の申立却下を退けた事実認定とその法律構成について分析する。また詐欺による不法行為責任法理の適用の是非を考察する。裁判例の考察から、SFP に係るアメリカ証券法 11-12 条に関する裁判例の研究と評釈も整理する。

(5) SFP、中でも信用危機の中心的元凶をもたらした collateral debt obligation (以下「CDO」) に係るデリヴァティブ取引に関する I.S.D.A. Master Agreement と社債の trustee deed に定められる権利義務に関し、デリヴァティブ取引を提供する業者破綻における証券発行者との間の anti-deprivation 原則適用に関する英国最高裁判決の法解釈、米国連邦破産裁判所の

ipso facto clause の解釈法理について、倒産申立解除特約の効力と証券担保の権利の実行に関して検討する。

#### 4. 研究成果

(1) SFP に関するディスクロージャー規制と責任制度のフレームワークは、わが国に同様の取引を利用するのに有意義であり、実務上役立つ。

SEC の信用格付け機関の開示免責制度に関する 30 年の史的考察から、これまで SFP 責任制度不備についての考察はなされていなかった。アメリカ法域外では、規制の結果を採用するだけだったが、どのように免責規則に進展していったかを考察することで、根本から考察を出来るようになった。

(2) 信用危機の残務処理となったリーマンブラザーズの国際倒産事件における数千もの SFP、特にデリヴァティブズを組み込んだ CDO に関する倒産申立解除特約に関する英米の ipso facto と anti-deprivation 原則における権利の見直しの違いを際立たせることになった。わが国は CDO の発行が無かったので当該原則の適用を巡って国際倒産処理に与ることがなかったが、将来の法インフラ整備の上で検討が必要となった。

わが国でこれまで CDO の発行が無かったのは、たまたまではなく、証券発行やデリヴァティブズ取引の準拠法として日本法が選択されないこと、東京地裁が管轄権として選択されないこと、SFP の当事者開示責任についての証券法が不明瞭であることなどから、選択肢として外れてきた。世界の証券発行インフラ市場の整備として、SFP のデリヴァティブズ取引の担保実行とさまざまな倒産処理手続きの申立解除特約の有効性についての法的安定性が求められる。その点についての法理研究はわが国唯一であり、有用な道しるべ

になると考える。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕（計6件）

- ①大澤和人「バンカメ証券法クラスアクションを読み解く」NBL 961号（2011年）27～37頁（査読無）
- ②大澤和人「Dodd-Frank 金融改革法と30年目の証券法開示責任制度の改革（上）」国際商事法務40巻1号（2012年）22～34頁（査読無）
- ③大澤和人「Dodd-Frank 金融改革法と30年目の証券法開示責任制度の改革（中）」国際商事法務40巻2号（2012年）239～252頁（査読無）
- ④大澤和人「国が信用格付け会社を訴えた民事訴訟の意義—格付けは言論自由な意見にあらず」NBL 998号（2013年）50～55頁
- ⑤大澤和人「Dodd-Frank 金融改革法と30年目の証券法開示責任制度の改革（下）」国際商事法務41巻8号（予定）（2013年）雑誌社の都合で変更ありえる。（査読無）
- ⑥大澤和人「スワップ契約と社債に係る英国法による倒産申立解除特約付契約の有効性に関する米・英法理適用の対立とクロスボーダー倒産処理」NBL 1008号（2013年）1-22頁

## 6. 研究組織

研究代表者

大澤 和人（Osawa Kazundo）

大阪経済法科大学 法学部・准教授

研究者番号：70613355