

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

格付会社の私法上の義務と民事責任に関する一考察
—各種ゲートキーパー責任との比較に照らして—

すぎむらかずとし
杉村和俊

Discussion Paper No. 2014-J-3

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

格付会社の私法上の義務と民事責任に関する一考察 ——各種ゲートキーパー責任との比較に照らして——

すぎむらかずとし
杉村和俊*

要 旨

証券投資のリスクについては一般論として、投資家の自己責任原則が妥当し、わが国の判例・通説においても確認されている。しかしながら、言論の自由を根拠として格付会社を特権的に責任追及から保護してきた米国において、金融危機以降は格付会社に対し、投資家の損害を賠償するよう求める訴訟が提起・審理され、格付会社の保護を限定しようとする解釈の方向感が裁判所によって示されている。わが国においても、投資家に対する格付会社の損害賠償責任が例外的に発生する可能性を認めた裁判例があるが、その射程は必ずしも明らかではないと評されている。不法行為に基づく損害賠償責任を負う可能性の存在が格付会社の適正な業務遂行を促すという効果に着目すれば、格付会社に求められる注意義務水準は、できるだけ明確化されていることが望ましい。本稿はその明確化の一助とすべく、各種ゲートキーパーの投資家に対する責任に関する立法、裁判例、学説等を参照し、投資家の自己決定基盤を確保するためにゲートキーパー責任が認められるべきと考えられている範囲を整理したうえで、それと比較する中で、格付会社の義務と責任について試論を行うものである。

キーワード：格付会社、民事責任、ゲートキーパー、投資家の自己責任原則、自己決定基盤

JEL classification: G24、K13、K22、K42

* 日本銀行金融研究所 (E-mail: kazutoshi.sugimura@boj.or.jp)

本稿の作成に当たっては、潮見佳男教授（京都大学）、弥永真生教授（筑波大学）ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。また、戸田博之氏からは本稿の分析を行ううえでの重要な示唆を頂いた。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

目 次

1. はじめに	1
(1) 問題意識	1
(2) 米国の裁判例・立法の動向	2
(3) わが国における裁判例と議論の方向性	4
2. ゲートキーパーの対投資家責任	5
(1) 総論——「投資家の自己決定権」保護という視点	5
(2) 各論①——監査人	7
(3) 各論②——証券会社	9
イ. 引受審査における責任	9
ロ. 目論見書使用者としての責任	9
ハ. 販売時の説明義務に違反した場合の責任	10
(4) 各論③——シンジケート・ローンのアレンジャー	12
3. 考察——格付会社の義務と責任	13
(1) 議論の前提——格付けの性質・役割と論点整理	13
(2) 論点①——真実に基づいて格付けを行う義務	15
イ. 情報の真実性を確認する義務に関する法体系	15
ロ. 格付会社の義務	18
(3) 論点②——顧客の属性に応じて格付けを提供する義務	22
イ. 顧客の属性に応じた説明義務に関する法体系	22
ロ. 格付会社の義務	23
(4) 論点③——重要な不開示情報の提供義務	25
イ. 重要な不開示情報の提供義務に関する法体系	25
ロ. 格付会社の義務	27
4. むすびにかえて	29
参考文献	32

1. はじめに

(1) 問題意識

証券投資のリスクについては一般論として、「自らの投資判断に伴う損失は自ら負わなければならない」という投資家の自己責任原則が妥当する¹。そのため、投資家は法定の情報開示や、発行体との直接交渉などを通じて、投資判断に必要な情報を自ら収集する必要がある。

他方、自己責任原則が妥当する中であっても、「ゲートキーパー」と総称される主体が、投資家の被った損失について民事責任を負わなければならない場合も存在する。金融資本市場におけるゲートキーパーとは、投資家が市場に参入するために必要なサービスとして、金融商品の質を確認・評価する業務を行う者（監査人、引受人、格付会社、証券アナリストなど）を幅広く総称する概念である²。ゲートキーパーの責任のあり方をめぐっては、米国を中心に議論が展開されている³。

金融危機以降の世界的な趨勢としては、ゲートキーパーの中でも特に格付会社⁴について、金融危機の責任を追及する観点から注目が集まっている⁵。

格付けは、社債や証券化商品等の債務償還の確実性（債務不履行リスク）の程度を、アルファベット等の簡便な符号を用いて投資家に提示する評価であり、伝統的にはその中立性・独立性への配慮から、格付会社に対する公的規制は設けられてこなかった。しかしながら、不正確な格付けとその格下げが金融危機

¹ 投資家の自己責任原則は、わが国の判例・通説においても確認されている（後掲注27、28）。

² 市場の「門番」的役割を果たす主体の総称である「ゲートキーパー」の定義・範囲については論者によるところが大きく、明確な共通理解は存在しない。わが国における議論としては、例えば、黒沼 [2006] 86 頁は発行体役員、監査人、引受人、証券会社、証券アナリストなどを挙げている。野田 [2008] 47-49 頁は Coffee [2004] や Kraakman [1986] などを踏まえ、会計士、格付機関、証券アナリスト、証券引受人を挙げている。淵田 [2005] 2 頁は、「ゲート」が何を守るためのものか等について評者によって想定が異なると指摘したうえで、通常はこの定義の問題には拘らず、企業から発せられる情報を一旦受け止めて吟味し、その適切性・妥当性等に評価を加えてから投資家に流す主体を総称する概念であるとしている。

³ 米国におけるゲートキーパーに関する議論としては、Hamdani [2003]、Coffee [2006] などを参照。米国における最近の議論を紹介する邦語文献として、野田 [2013] を参照。なお、米国のドッド=フランク法（正式名称は Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）931 条は、格付会社を（証券アナリストや監査人と並ぶ）債券市場の重要なゲートキーパーとして位置づけている。

⁴ Credit Rating Agency の和訳で「(信用) 格付機関」と呼ばれることもあるほか、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）においては「信用格付業者」の語が用いられている（2条 36 項）が、公的機関ではなく民間企業であることを捉え、また、金商法上の登録を受けた業者（信用格付業者）に議論の対象を限らないという趣旨で、本稿では「格付会社」と呼称する。

⁵ 金融危機以前は、粉飾決算などの企業会計不正事件を契機として、主に監査法人の責任を中心に論じられる傾向にあった。

の引き金になったとの反省から、格付会社に適切なゲートキーパー機能を発揮させるため、各国において格付会社に対する新たな規制が導入されている⁶。

こうした中で、格付会社の投資家に対する民事上の責任についても、公法的な業規制の議論と並行して、世界的に議論が活発化している⁷。

(2) 米国の裁判例・立法の動向

米国を例として、その裁判例や立法の動向を紹介する。

従来、米国における格付会社の民事責任については、言論の自由を保障する合衆国憲法修正第 1 条⁸を根拠として、特権的に否定されてきた歴史がある。すなわち、格付けは憲法上の自由が保障される意見 (opinion) として位置づけられ、格付会社のメディア的性質⁹を踏まえつつ、仮に格付会社の意見に虚偽の事実 (false facts) が含まれていたとしても、投資家や発行体に対する格付会社の損害賠償責任が認められるためには単なる過失 (negligence) では足りず、未必の故意に近い「認識ある過失 (reckless disregard)」が必要であるという判例法が形成されてきた^{10, 11, 12}。投資家がこの厳しい基準を満たす立証を行うことは、事実上不可能であった。

⁶ わが国においては、2009 年の金商法改正によって、格付会社に対する規制が導入された。当局は格付会社の中立性に配慮し、格付けの内容には立ち入らないこととされている (金融商品取引業等に関する内閣府令 325 条) が、登録を受けた業者による業規制 (体制整備義務等) の違反に対しては、業務改善命令 (金商法 66 条の 41) 等を出すことができるとされている。なお、金融危機以前の主要国における格付けをめぐる法制度の状況について、松尾 [2003] 参照。

⁷ 国際的な議論の状況に関する邦語文献として、弥永 [2012] 参照。

⁸ “Congress shall make no law ... abridging the freedom of speech, or of the press.”

⁹ 格付会社のメディア的性質を反映した法規制として、有価証券の発行体による重要情報の特定の者への選択的開示を禁ずる Regulation FD (17 C.F.R. 243.100) の適用免除が定められていた。すなわち、格付会社はいわば「取材」として、企業の秘密情報にアクセスできるものとされてきた。なお、この規定はドッド=フランク法の 939B 条によって削除された。Ellis, Fairchild and D’Souza [2012] 参照。

¹⁰ First Equity Corp. of Fla. v. Standard & Poor’s Corp., 690 F. Supp 256 (S.D.N.Y. 1988), aff’d, 869 F.2d 175 (2d Cir. 1989), Jefferson County School District v. Moody’s Investors Service Inc, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999)。

¹¹ この基準は「現実の悪意の基準 (actual malice standard)」と呼ばれ、もともとは新聞等のメディアが公職にある者に対して名誉毀損的な言論を行った際、メディアの言論の自由を保障する観点からその損害賠償責任を限定するために形成された米国の判例法理である。リーディングケースは New York Times v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964) である。

¹² 制定法上も、例えば 1933 年証券法において、NRSRO (公認格付機関、Nationally Recognized Statistical Rating Organization) として登録している格付会社は、目論見書に格付けが記載されている場合、同法 11 条の虚偽表示責任を負わないとされていた。詳細は Bai [2010] 参照。

しかしながら、金融危機以降は、安全性が高いと評価されていた証券化商品の多くが大幅に格下げされ¹³、格付会社がリスクの実態よりも高い格付けを与えていたのではないかとの見方が支配的となった¹⁴。高い格付けを信頼して投資を行い、結果的に損失を被った投資家の中には、格付会社に損害賠償を求めて民事訴訟を提起する動きもみられている。

そして、こうした近時の民事訴訟の審理においては、格付会社に対する特権的な保護を限定しようとする解釈の方向感が、裁判所によって示されている。例えば、一部の選別された投資家にのみ配布された格付けは、公表された格付けとは異なり、修正第1条による憲法上の保護が与えられない旨を示したり¹⁵、あえて意見としての格付け自体を議論の対象とせず、格付けの方針（独立性、客観性等）に関する声明が虚偽であったとの論法を採用して不実表示の責任を論じることを認めたりと¹⁶、従来の特権的な保護の法理を踏襲しつつも、その適用を回避するための立論が試みられている。学者の間でも、格付会社の民事責任のあるべき姿について、活発な議論が行われている¹⁷。

この間、立法の動きとしては、2010年にドッド=フランク法が制定され、格付会社に対する新たな法規制体系が構築されるとともに、格付会社の民事責任について、投資家は格付会社が故意または認識ある過失により「合理的な調査（reasonable investigation）を怠ったこと」を強く推認させる事実を訴状に示せば、投資家を「欺きまたは操縦したこと」を強く推認させる事実を示さなくても¹⁸、

¹³ IMF [2009] p.88 は、Standard & Poor's が 2005 年から 2007 年の間に AAA 格と新規に格付けした ABSCDO（資産担保証券を裏付資産とした債務担保証券）を追跡したところ、2009 年 6 月末時点で、約 60% が B 格以下に格下げされていたと指摘している。

¹⁴ 例えば、米国上院常設調査小委員会が公表したレポート（Permanent Subcommittee on Investigations [2011]）は、最高位の格付けが不正確に付されたことを金融危機の重要な要因の 1 つ（a key cause）としている。また、Financial Crisis Inquiry Commission [2011] は、Moody's を対象とした調査で、2006 年に Aaa 格（最上位）と格付けされた住宅ローン関連証券のうち 83% が後に格下げされたとしたうえで、格付会社の失敗が金融危機の重要な要因となったと分析している。

¹⁵ Abu Dhabi Commer. Bank v. Morgan Stanley & Co., 651 F. Supp. 2d 155, 175-76 (S.D.N.Y. 2009) (arguing that “where a credit rating agency has disseminated their ratings to a select group of investors rather than to the public at large, the rating agency is not afforded the same protection [by the First Amendment]”), *quoted in* Genesee County Emples. Ret. Sys. v. Thornburg Mortg. Secs. Trust 2006-3, 825 F. Supp. 2d 1082, 1235-36 (D.N.M. 2011).

¹⁶ State v. Moody's Corp., 2012 Conn. Super. LEXIS 1268, 28 (Conn. Super. Ct. May 10, 2012) (“While the actual opinions rendered by Moody's may enjoy First Amendment protection, that protection does not give the defendants license to misrepresent to consumers the manner in which they operate their business or arrive at their opinions”).

¹⁷ Ellis, Fairchild and D'Souza [2012] のほか、例えば、Hunt [2009]、Manns [2013]などを参照。

¹⁸ 従来は、格付会社が故意または認識ある過失により、投資家を欺きまたは操縦した（acted to deceive, manipulate, or defraud）ことを強く推認させる事実を訴状に示す必要があった。Pendergraft [2012] p.522 参照。

損害賠償を求める訴訟を提起できる旨が新たに規定された¹⁹。もっとも、この規定では訴訟が正式に審理されるための要件が従来対比で緩和されたに過ぎず、実際に損害賠償を得るために立証すべき要件が変更されたわけではない。

（３）わが国における裁判例と議論の方向性

わが国においても、格付会社の民事責任に関する議論は学者の間を中心に行われ始めている²⁰が、その責任について直接的に定めた実定法上の規定が存在せず、また、裁判例の蓄積が乏しいことも影響してか、必ずしも議論が深まっているとはいえない状況にある。

わが国において格付会社の投資家に対する民事責任が議論された裁判例としては、名古屋高判平成 17 年 6 月 29 日²¹がある。金融危機以前に生じた本件は、「A-」²²と格付けされていた無担保社債を購入した投資家が、当該社債のデフォルトによって受けた損害の賠償を求めて、格付会社を訴えたものである。

判旨はまず、格付会社の役割とその責任について、「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」とする。そのうえで、格付会社が損害賠償責任を負うべき場合があるかという点については、「格付機関が、上記〔信義則上の〕誠実公正に格付けを行う義務に反して恣意的に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」と判示した²³。

¹⁹ 同法 933 条(b)項。

²⁰ わが国における格付会社の民事責任に言及した先行研究としては、江頭[1991]、橋本[2009]、「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会[2010]、久保[2011]、金融商品取引法研究会[2012]、弥永[2012]などがある。

²¹ 平成 17 年（ネ）第 296 号。わが国において格付会社の投資家に対する民事責任が議論された裁判例は、確認できる中では本件が現在のところ唯一のものである。

²² シングルエーマイナスと読む。被告となった格付会社による定義では、「債務履行の確実性は高い」とされる A 格を 3 つの区分（A+、A、A-）に分けた中での最下位に当たる。

²³ なお、同判決が扱った事件の処理については、信義則上の義務に違反していないとして、結

本判決は、格付会社が信義則上の義務を負い、その違反について不法行為に基づく損害賠償責任を負う場合がある旨を示しているが、本判決が示した規範の射程や意図は、必ずしも明らかではないと評されている²⁴。

一般に、不法行為に基づく損害賠償責任を負う可能性がある者は、不法行為法に基づいて裁判所が求める注意義務水準を満たして行動すれば責任を負わず、満たさなければ過失を問われて賠償責任を負うのだから、注意にかかるコストが高すぎる等の特段の事情がない限り、求められた注意義務水準を満たして行動するのが合理的である²⁵。これを格付会社の民事責任の文脈において換言すれば、合理的な格付会社は求められる義務の水準を満たして行動すると期待できるので、その水準を望ましいレベルに設定し、かつ、できるだけ明確化することによって、格付会社の適正な業務遂行を促すことができる²⁶。

そこで本稿は、格付会社に求められる私法上の義務について、その望ましい水準を明確化する一助とすべく、ゲートキーパーが投資家に対して負う民事責任についての議論を整理し、それと比較しながら検討を行う。もちろん、将来における債務不履行のリスクを評価するという業務の性質上、格付会社には他のゲートキーパーが有さない機能や役割もあり、「比較する」というアプローチだけで必ずしも論じ尽くせるものではないが、本稿は、これまでの裁判例や学説における議論の蓄積を踏まえつつ、他のゲートキーパーにおける責任との比較が可能な側面に特に着目し、試論を行うものである。

2. ゲートキーパーの対投資家責任

(1) 総論——「投資家の自己決定権」保護という視点

証券投資のリスクについては一般論として、「自らの投資判断に伴う損失は

論として格付会社の責任は否定されている。

²⁴ 橋本 [2009] 92 頁は、社債について論じた本判決の射程が証券化商品にも及ぶのか不明であるととしている。

²⁵ 法と経済学 (law and economics) あるいは法の経済分析 (economic analysis of law) は、こうして各当事者が合理的に行動した結果が社会的厚生を最大化するとし、過失責任主義を正当化する。Shavell [2004] p.188 参照。

²⁶ 逆にいえば、不注意な業務遂行の抑止が期待できることになる。法と経済学の立場は、このような注意義務違反の抑止を不法行為法の目的として掲げる (森田・小塚 [2008])。この点、わが国の判例は、不法行為法の目的は損害の填補であって抑止ではないとしている (最二判平成 9 年 7 月 11 日民集 51 卷 6 号 2573 頁)。しかしながら、判例・通説は同時に、少なくとも実上の効果としては抑止効果が認められるとしており、また、抑止効果の存在を前提とした議論は多数みられる (内田 [2011] 323-329 頁、黒沼 [2006] 71 頁など)。なお、学説における不法行為法の目的に関する議論について、詳細は潮見 [2009] 13-55 頁参照。

自ら負わなければならない」という投資家の自己責任原則が妥当し、わが国の判例²⁷・通説²⁸においても確認されている。そうした中で、ゲートキーパーが投資家の損害について賠償責任を負わなければならないとすれば、それは、①投資家の法的利益を侵害しており（違法性）、②故意・過失（義務違反）のあるゲートキーパーの行為と投資家の損害との間に因果関係があるからである²⁹。

まず、①法が保護しようとする投資家の法的利益とは、何であるかが問題となる。この点、学説の多数は、法が保護するのは投資家の自己決定権であるとする³⁰。投資家の自己責任を問うためには、その前提として「投資家の自己決定の基盤」を確保する必要がある、投資家の自己決定基盤を整備するためには、ゲートキーパーが責任をもって、投資家が投資判断を下す際に必要となる情報について確認・評価を行うことが必要不可欠であるとの価値判断がそこに表れている³¹。本稿もこの立場に立つものである。

次に、投資家の自己決定基盤が法的に守られるべきとしても、投資判断を下すために必要な情報は、原則的には投資家自身が、法定の情報開示や発行体との直接交渉などを通じて自ら収集する必要がある中であって³²、その例外として②ゲートキーパーが投資家の損害を回避する「義務」を負うことを、どの範囲で正当化できるかが問題となる。この点については結局のところ、市場における当該ゲートキーパーの役割や、投資家の依存と信頼を基礎として、ゲートキーパーの法的な責任の範囲——逆にいえば、投資家の自己決定権の保護範囲

27 例えば、最二判平成 15 年 4 月 18 日民集 57 卷 4 号 366 頁、最一判平成 25 年 3 月 7 日判タ 1389 号 95 頁、東京高判平成 21 年 4 月 16 日判時 2078 号 25 頁。

28 潮見 [2004] 117 頁は、証券取引における投資家の自己責任原則は、投資取引の本質的かつ不可欠の前提であるとする。堀田 [2013] 328-329 頁は、市場が自己責任原則を基盤としていることは、あまりにも当然のことであるとしている。

29 松尾 [2014] 185 頁は、民法（一般不法行為法）と会社法の損害賠償規定の立証要件が概ね同様であると指摘し、金商法の民事責任規定については一般不法行為責任の特則であるとしている。

30 光岡 [2010] 29 頁。また、投資取引の勧誘事案について潮見 [2009] 144 頁以下、法定開示の虚偽記載事案について潮見 [2012] 527 頁を参照。

31 潮見 [2004] 125 頁は、投資取引における自己決定の前提となる自己決定基盤について、情報確保の役割を専門家が補完的に担う構図を指摘している。横山 [2005] 20 頁も、投資家の自己責任を正当化するには、各人が自己決定できる情報環境を備える必要があると指摘している。金融法委員会 [2010] 9 頁は、過不足ない正確な情報に基づく投資判断が投資家の自己責任を求める前提であるとする。金丸・森田 [2011] 27 頁は、私的自治の原則の趣旨を実質化するため、情報収集・分析能力のある者が信義則上の説明義務を負担する場合があると指摘している。

32 公募の場合、公衆縦覧型書類としての有価証券届出書や、直接開示書類としての目論見書など、金商法上の開示制度に基づいた情報開示が行われる。私募・私売出しの場合は、発行体からの情報取得能力や情報分析・評価能力を有する投資家のマーケットであるため、法定開示義務を課されない。松尾 [2014] 107 頁参照。

——を画定していくしかないと考えられている^{33, 34}。

そこで、まず議論の手掛かりとして、わが国における各種ゲートキーパーの投資家に対する責任について、裁判例や学説における議論を整理し（2.（2）～（4））、それらと比較する中で、市場における格付けの役割（3.（1））を踏まえつつ、格付会社の義務と責任について検討を行う（3.（2）～（4））。

（2）各論①——監査人

以下では、主に財務書類の監査を通じて、投資家の投資判断にとって重要な資料である財務諸表の信頼性を担保するゲートキーパーとして、監査法人・公認会計士（以下、合わせて「監査人」という。）の役割と責任を確認する³⁵。

監査人は、監査・会計の専門家として独立した立場から、財務書類の監査・証明業務を行う³⁶。企業会計審議会が公表する「監査基準」によれば、監査の目的は、経営者の作成した財務諸表が、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠し、全ての重要な点において適正な表示となっているかについての意見として表明することであり、その意見は、財務諸表に全体として重要な虚偽の表示がないということについて、合理的な保証を得たとの監査人の判断を含んでいるものとされている³⁷。

こうした中、財務書類の監査・証明業務において、監査人が投資家に対して負うべき民事責任については、金商法あるいは会社法上、監査人が自らの善意

³³ 潮見 [2005] 11-12 頁は、情報優位にある者の投資家に対する義務を正当化するためには、市場におけるプレーヤーとしての役割、市場参加者の信頼保護の必要性、市場の最適化に向けた情報リスクの効率的分配などの視点から、情報優位にある者へのリスク転嫁の正当化を試みるほかないと指摘する。

³⁴ 単に「実態として」専門家に依存する状況にある場合と、依存「せざるを得ない」事情が存在する場合とを、分けて論じる必要がある。すなわち、前者（依存の事実）からは法的保護の必要性を直ちに導くことはできないが、後者（依存の不可避性）は法的保護の必要性を肯定する方向に作用する要素となり得る。この点、例えば、患者にとって実質的に不参入の選択肢がない医療契約においては、投資市場とは異なる原理が妥当し得るとの指摘について、永田 [2012] 164 頁参照。また、投資取引のケースは、弱者保護の視点により正当化される消費者保護や医師の説明義務などとは別異に考える余地があるとの指摘について、馬場 [2005] 30 頁参照。

³⁵ 東京地判平成 21 年 5 月 21 日判時 2047 号 36 頁は、旧証券取引法上の監査法人・公認会計士の責任について、「企業の財務諸表が投資家の投資判断に重要な資料であるため、独立の専門家である公認会計士又は監査法人の監査を強制させるとともに、当該公認会計士等にも重い責任を負わせて、正確な開示を実現しようとしたものと解される」としている。

³⁶ 公認会計士法 1 条、2 条 1 項。

³⁷ なお、虚偽表示の「重要性」については、投資者の投資判断に影響を及ぼすかどうかという観点から判断すべきとの指摘につき、黒沼ほか [2010] 14 頁 [黒沼発言] 参照。

無過失を証明しない限り、善意の投資家に対して損害賠償責任を負うとされている³⁸、³⁹。過失判断に関する具体的な基準としては、裁判例では、監査人は一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠した手続を実施し、通常要求される程度の注意義務を尽くせば、虚偽記載があることを発見するに至らなかったとしても、損害賠償責任を免れるものとされている⁴⁰。通常実施すべき監査手続について具体的には、例えば、監査の効率性の観点からリスクの高いところに監査資源を集中させる「リスク・アプローチ」の考え方が裁判例上も認められている⁴¹。

有価証券の発行実務においては、以上の役割に加えて、監査人は発行体の財務情報および直近の法定開示以降の変動に関する調査を行い、「コンフォートレター」を主幹事証券会社に対して発出する⁴²。コンフォートレターの性質については、有価証券発行時に必要な法定開示における財務情報が、その基礎となる会計記録等と合致しているかどうかを確かめるために実施されるものであるとされており、財務書類の監査・証明業務とは異なり、それらの妥当性や正確性について保証するものではないとされている⁴³。換言すれば、監査人の意図としては、コンフォートレターに関して監査人が負う責任は、前述の財務書類の監査・証明業務に関する責任よりも限定されるべきものと考えられている。

38 一般不法行為の特則として通常の立証責任が転換され、被告である監査人に立証責任が課されている。金商法 21 条 1 項 3 号、22 条 1 項（監査証明に係る書類の虚偽記載等について、善意無過失を証明しない限り、投資家に対し損害賠償責任を負う）、会社法 429 条 1 項、2 項（会計監査人がその職務を行うについて悪意・重大な過失があったとき、または会計監査報告に記載し、もしくは記載すべき重要な事項についての虚偽の記載・記録について、無過失を証明できないときは、投資家等の第三者に生じた損害を賠償する責任を負う）。

39 わが国における外部監査の種類として、金商法上の監査（金商法 193 条の 2 第 1 項）と会社法上の監査（会社法 436 条 2 項 1 号）がある。前者は有価証券報告書等の提出会社である上場会社等の財務諸表が対象であり、後者は会社法上の大会社などの会計監査人設置会社の計算書類等が対象である。

40 東京地判平成 19 年 11 月 28 日金法 1835 号 39 頁、前掲注 35・東京地判平成 21 年 5 月 21 日など。詳細は弥永 [2012] 128-129 頁参照。

41 監査人は、監査リスク（監査手続を適正に行っても重要な不正や誤謬を見つけ出せないリスク）を合理的に低い水準に抑えるために、財務諸表における重要な虚偽表示のリスクを評価し、監査上の重要性を勘案して監査計画を策定し、これに基づき監査を実施しなければならないとされている。大阪地判平成 20 年 4 月 18 日判タ 1276 号 256 頁、および山口 [2009] 参照。なお、この点、越智 [2011] 157 頁は、リスク・アプローチは、監査人にとって結果責任に近い厳しい判決が下る可能性を合理的範囲に限定する観点から発展してきたと指摘している。

42 主幹事証券会社とは、引受証券会社のうち、有価証券の元引受契約の内容を確定させるための発行体等との協議を行う証券会社を指す（日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」2 条 9 項）。同規則 12 条 5 項は、国内での同協会の会員による引受けを対象に、主幹事証券会社が監査人からコンフォートレターを受領するものとする自主規制を設けている。具体的な実務は、日本公認会計士協会が定める「監査人から引受事務幹事会社への書簡について」（監査・保証実務委員会報告第 68 号）において規定されている。

43 「監査人から引受事務幹事会社への書簡について」5.書簡に関する監査人の責任。

(3) 各論②——証券会社

以下では、有価証券の引受け・販売を行うゲートキーパーとして、証券会社⁴⁴の役割と責任について確認する。

イ. 引受審査における責任

証券会社は有価証券の引受けに際し、法定開示書類（有価証券届出書、目論見書等）の適切性等について、引受審査を行う⁴⁵。社債の引受審査の項目は、発行体の財政状態、キャッシュ・フロー、調達する資金の使途などである⁴⁶。

金商法上、元引受証券会社⁴⁷は引受審査における有価証券届出書等の審査に際して「相当な注意」を怠った場合に、善意の投資家に対して損害賠償責任を負う旨が規定されている⁴⁸。ただし、財務書類における重要な虚偽記載、すなわち（2）で述べた監査人が責任を負う部分については、元引受証券会社は虚偽であることを知らなければ、過失の有無を問わず免責される⁴⁹。

ロ. 目論見書使用者としての責任

投資家への有価証券の販売局面においては同時に、金商法の定める目論見書の使用者としての責任が問題となる⁵⁰。すなわち、重要な事項について虚偽の記載がある目論見書を使用して有価証券を取得させた者は、目論見書に含まれる虚偽を知るための「相当な注意」を怠った場合に、善意の投資家に対して損害

44 法令上「金融商品取引業者」であるが、簡略化のため本稿では証券会社と呼称している。

45 有価証券の引受けとは、証券会社が、有価証券を投資家に取得させる目的でその有価証券の全部または一部を取得すること、あるいは、当該有価証券の全部または一部につき他に取得する者がいない場合に、その残部を取得することを内容とする契約をすることである（金商法 2 条 6 項、8 項 6 号）。

46 前掲注42・「有価証券の引受け等に関する規則」12 条、18 条。

47 元引受証券会社とは、有価証券の発行者または所有者（他の証券会社を除く）から引き受ける証券会社（金商法 21 条 4 項が定義する「元引受契約」を締結した証券会社）を指す。他の証券会社から引受けを行う場合は、いわゆる「下引受け」として区別される。

48 金商法 21 条 1 項 4 号、2 項 3 号（公募債の募集・売出しについて元引受契約を締結した証券会社等は、有価証券届出書の記載を相当な注意をもって審査したことを立証しない限り、有価証券届出書の虚偽の記載や重要事項等の記載欠如による証券取得者の損害賠償責任を負うこととされている）およびその準用規定を参照。

49 金商法 21 条 2 項 3 号。なお、ここにいう「知らなければ」は「知らないことに合理的な理由があった」ことを意味するとの解釈論を展開するものとして、黒沼 [2013] 367 頁参照。

50 金商法 17 条。目論見書とは、投資家に公募有価証券の購入を勧誘する際、発行体の事業等に関する説明を記載する文書であり（同 2 条 10 項）、作成義務は発行体にある（同 13 条 1 項）。

賠償責任を負うとされている⁵¹。

この点、目論見書の使用者として元引受証券会社に要求される「相当な注意」については、日本証券業協会の「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」において、監査人が行ったことを再度行うことが求められているとは考えられず、監査証明を信頼することについて、その適切性を疑わせしめるような事情がないかどうかを吟味することに主眼を置いて行うことが合理的かつ実効的であると整理されており⁵²、この見解は学説からも支持されている⁵³。

ハ. 販売時の説明義務に違反した場合の責任

法定開示の虚偽記載がない場合でも、一般的に有価証券の販売においては、証券会社の投資家に対する説明や配慮が不足していた場合に、証券会社は不法行為に基づく損害賠償責任を問われる可能性が認められている。

裁判例では、証券会社の不法行為責任を論じる文脈で、証券会社に信義則上の説明義務を課すものが多くみられており、証券会社が投資を勧誘する際には、その営利性・専門性・情報優位性を踏まえて、投資家の意思決定にとって重要な知識・情報（リスクや取引の仕組み等）について、顧客の属性や実情に応じて説明すべきものとされている⁵⁴。最高裁も、不法行為法上、投資家の意向や実情に反して明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則⁵⁵から著しく逸脱した証券取引の勧誘をして販売した場合について、証券会社の投資家に対する損害賠償責任が生じる可能性を認めている⁵⁶。

こうした裁判例の動向を取り込む形で⁵⁷、金融商品の販売等に関する法律（以

51 この目論見書使用者の責任を負う主体の範囲については、最二判平成20年2月15日民集62巻2号377頁が、虚偽記載のある目論見書を使用して有価証券を取得させたといえる者であれば、発行体や証券会社等に限らず含まれる旨を示している（本件は旧証券取引法17条が問題となった事例であるが、現行の金商法17条においても妥当すると解されている）。

52 日本証券業協会「社債市場の活性化に向けた取組み（「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」報告）」10-11頁参照。本文のような整理は、条文上は虚偽記載が財務書類におけるもの（すなわち、監査人が責任を負うもの）であるか否かを区別せず、一律の「相当な注意」が要求されているようにも読めることから、「相当な注意」の意義がやや不明確となっているとの問題意識に基づくものとされている。

53 後藤 [2013] 398頁、黒沼 [2013] 362-366頁。

54 裁判例の傾向については、松尾 [2014] 407頁、永田 [2013] を参照。

55 証券会社が金融商品取引の勧誘を行う際、顧客の意向や知識・経験等に照らして不相当と認められる勧誘をしてはならないという原則（金商法40条1号）。

56 最一判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁。

57 前掲注56の最判が示した規範そのものを明文化したものではない。

下、「金販法」という。)は、証券会社等が業として金融商品の販売等を行う際、顧客(投資家)に対し、元本割れのリスクや取引の仕組み等の重要事項を説明すべき民事上の義務を規定しており、その説明は、顧客の知識・経験・財産の状況および投資の目的に照らして、当該顧客の理解に必要な方法・程度によらなければならないとしている⁵⁸。その説明義務に違反した場合は、証券会社等は不法行為法上の損害賠償責任を負う⁵⁹。

なお、金販法の説明義務は、顧客が専門的知識や投資経験を持つプロの投資家(金商法上の「特定投資家」⁶⁰)である場合には、免除されることとなっている⁶¹。このように、有価証券の販売における証券会社の説明義務については、勧誘相手の投資家がプロかアマかを踏まえつつ、個別の投資家の属性や実情に応じて、きめ細かい説明が求められている。

このほか、証券化商品については、法定開示の枠外となる私募によって販売される事例が多いこともあり、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」によって、販売する証券会社から投資家に伝達される情報の充実が図られている⁶²。同規則によると、証券会社は証券化商品の販売に際し、その原資産の内容やリスクに関する情報などを投資家に対して伝達するために、必要な態勢を整備しなければならないとされている⁶³。もっとも、同規則の趣旨に反して情報提供を怠った証券会社が、私法上の効果として投資家に対する損害賠償責任を負うかどうかは、明らかでない⁶⁴。

58 金販法3条1項、2項。ここにおいて、業規制(業者ルール)としての性質を持つ適合性の原則は、投資の自己責任原則の下における投資家の自己決定権保護の枠組みに組み込まれているものと評されている(潮見[2009]167頁)。

59 金販法7条。なお、金販法には損害額の推定規定(6条)が置かれており、投資家が不法行為を立証する困難の緩和が企図されている。

60 金商法2条31項で定義される。

61 金販法3条7項、同法施行令10条1項、2項。

62 「証券化商品の販売等に関する規則」は、日本証券業協会が設置した「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」の最終報告書を踏まえて、2009年3月に制定された。なお、同規則は公募・私募の別を問わず適用される。

63 同規則4条。

64 証券化商品に係る原資産の内容やリスクに関して、証券会社が私法上の情報提供義務を負うかという点の解釈論は、今後の課題として残されているとの指摘がある(黒沼[2010]46頁)。同規則は証券会社の「態勢整備」義務を課すのみであって、情報の伝達義務そのものを定めるものではない点にも留意が必要であろう。

(4) 各論③——シンジケート・ローンのアレンジャー

以下では、シンジケート・ローン（以下、「シ・ローン」という。）市場におけるゲートキーパーとして、アレンジャーの役割と責任を確認する。

シ・ローンとは、複数の金融機関が各々借入人と個別に融資条件を交渉して別々の融資契約を締結するのではなく、アレンジャーと呼ばれる金融機関が借入人の依頼を受けて融資金融機関団（シンジケート団）を招聘したうえで、借入人と全ての参加金融機関が一つの契約書をもって融資契約を締結する融資手法である⁶⁵。わが国においてローンは、原則として金商法上の有価証券に該当しないものと整理されている⁶⁶。しかしながら、シ・ローンの実務においては高い流動性を有するスキームも多く利用されているようであり⁶⁷、格付けの付与事例もみられるほか、金商法上の「みなし有価証券」に該当するシ・ローンも存在している⁶⁸ことから窺われるように、シ・ローンは社債に類似した性質も有している。社債とのアナロジーでいえば、シ・ローンにおけるアレンジャーは私募債の引受けや投資勧誘を行う証券会社の役割に近いように思われる⁶⁹。

投資の自己責任原則の下で、投資判断を下す際の参加金融機関の自己決定権を保護するために、アレンジャーが参加金融機関に伝えるべき情報はどの範囲のものであろうか。この点、業界団体である日本ローン債権市場協会（JSLA）が策定した行為規範は、①アレンジャーが知っていながら参加金融機関に伝達していない情報が存在し、②その情報が借入人から開示されない限り、参加金融機関が入手し得ないものであり、かつ③その情報が、参加金融機関が参加の意思を決定するために重大な情報である場合には、④借入人自身に情報開示するよう促すことなくシ・ローンの組成を進めたアレンジャーについて、参加金融機関に対する不法行為に基づく損害賠償責任が発生する可能性がある⁷⁰と指摘している。

最高裁においても、シ・ローンの組成にあたって、アレンジャーが提供すべき情報を提供しなかった場合に、情報を提供すべき注意義務（情報提供義務）

⁶⁵ 森下 [2007] 1 頁。

⁶⁶ 藤田 [2010] 10 頁参照。

⁶⁷ 実務では「高流動性シ・ローン」などと呼称されており、債務者が予め債権譲渡について異議なき承諾（民法 468 条 1 項）を行うことを明示し、アレンジャーを務める大手銀行がマーケットメイク（売買価格を常時提示すること）を行うなど、流動性の向上が図られている。

⁶⁸ 金商法 2 条 2 項 7 号、金商法施行令 1 条の 3 の 4。

⁶⁹ 証券会社が有価証券の売り手であるのに対して、アレンジャーは自らも参加金融機関と並行して貸付を実行する立場にあり、利害関係は異なるとの指摘もある（小塚 [2011] 27-28 頁）。

⁷⁰ JSLA 「ローン・シンジケーション取引における行為規範」（2003 年）7 頁。

に違反するものとして、参加金融機関に対して不法行為法上の損害賠償責任を負う場合があるとした判決がある⁷¹。本判決はいわゆる事例判決として評価されており⁷²、そこに示された規範を直ちに一般化することはできないが、本件におけるアレンジャーの不法行為責任を認めるに当たり、最高裁は問題となった情報が①アレンジャー業務の遂行過程で入手したものであり、②参加金融機関が自ら知ることは通常期待し得ないものであり、③借入人の信用力についての判断に重大な影響を与えるものであり、参加金融機関が参加前に知れば通常、参加を取りやめるようなネガティブなものであった点を摘示している⁷³。

また、本判決における田原睦夫裁判官の補足意見は、法廷意見が回避した一般的な規範の定立を試みているように読める⁷⁴ところ、その中で、借入人によって秘匿された重大な事実の存在を知ったアレンジャーは、参加を検討する金融機関に借入人自らが開示するよう、借入人に助言すべきであり、借入人がその助言に応じない場合には、アレンジャーとしての受任契約を解約することが検討されてしかるべきであると指摘している。

3. 考察——格付会社の義務と責任

以下では、わが国における各種ゲートキーパーの投資家に対する責任と比較する中で、市場における格付けの役割を踏まえつつ、格付会社の義務と責任について検討を行う。

(1) 議論の前提——格付けの性質・役割と論点整理

まず、検討の前提として、格付会社の役割と格付けの性質について、簡単に確認する。

格付けとは、金融商品や法人の信用状態に関する評価の結果について、記号や数字を用いて表示した等級である⁷⁵。各等級の定義や格付けの方針は、それぞれの格付会社が自ら定めており、その変更がない限り、同一の格付会社内にお

⁷¹ 最三判平成 24 年 11 月 27 日金法 1963 号 88 頁。

⁷² 本多 [2013] 21 頁、奈良 [2013] 12 頁など。

⁷³ なお、その後の裁判例として、「参加金融機関が損害を被ることがないように、融資の前提となる情報に虚偽がないことを調査し、確認すべき義務」をシ・ローンのアレンジャーが「一般的に負っていたと認めることはできない」としたものがみられる（東京地判平成 25 年 11 月 26 日金判 1433 号 51 頁）。

⁷⁴ 前掲注72・奈良 [2013] 12 頁。

⁷⁵ 金商法 2 条 34 項（格付けは、金商法上は「信用格付」と呼ばれる）。

いて、企業間および時系列変化における格付けの比較可能性が備えられている⁷⁶。格付けは、社債や証券化商品等の発行時に付与された後も定期的に見直しが行われ、また、等級に影響を及ぼし得る事象が発生する都度、適切なタイミングで見直しが行われることが期待されている⁷⁷。

わが国では、格付会社が発行体から手数料を受領するビジネスモデル（その格付けは「依頼格付け」とも呼ばれる⁷⁸。）が一般的に採用されており、あらゆる投資家が格付けを無料で利用することができる。実定法上は、格付会社について、投資家に対する私法上の義務を定める規定は存在しない。また、債券を発行する際、格付けを取得することは法律上義務付けられておらず、格付けを全く取得していない債券（無格付債）や、低い格付けしか取得していない債券（低格付債）であっても、法律上は何の問題もなく流通させることができる⁷⁹。この点、債券の公募に係る法定開示が強制されるのとは対照的である。

さて、以下では具体的に、他のゲートキーパーの責任と比較する中で、格付会社の投資家に対する民事責任について、次の3つの観点から考察する。

第1に、格付けは真実に基づかなければ、いくら丁寧な分析を実施しても意味をなさないが、監査人・元引受証券会社の責任等との比較に照らして、「格付けの前提となっている事実が虚偽であった場合、真実性の確認に関して格付会社が負うべき義務と責任をどのように考えるべきか」を検討する。

第2に、証券会社には投資家の属性に応じた説明義務が課されていることとの比較に照らして、「格付会社について、個人投資家とプロ投資家を区別するなど、投資家の属性に応じて格付けの提供方法を変えるべき義務を観念できるか」を整理する。

第3に、シ・ローンのアレンジャー責任との比較に照らして、「投資家が自ら

⁷⁶ 同じ符号でも定義の異なる2社間で格付けを比較する際には、その解釈に注意が必要である。

⁷⁷ 等級に影響を及ぼし得る事象としては、典型的には例えば、増資による負債比率の低下（格上げ方向）や企業買収に伴う有利子負債の著増（格下げ方向）などが挙げられる。

⁷⁸ 一部には発行体の依頼に基づかない格付け（いわゆる勝手格付け。非依頼格付けともいう。）も存在するが、2007～09年頃に勝手格付けの多くが取り下げられたこともあり、格付会社各社の公表資料をみる限り、現存数は多くない（なお、金融危機以前の勝手格付けをめぐる分析として、下田・河合 [2007] 参照）。また、投資家から手数料を得るビジネスモデルも海外では一部にみられるようだが、依然として依頼格付けのビジネスが業界の中心となっている。こうした実態を踏まえ、本稿は主に依頼格付けの場合を念頭に置いて記述している。勝手格付けの場合には別途考慮すべき要素があるかもしれないが、ここでは立ち入らない。

⁷⁹ 法律上の問題はなくても、実際に無格付債や低格付債を引き受ける者が現れるかは別問題である（大垣 [2010] 343頁）。なお、一般にBBB格以上を「投資適格」、BB格以下を「投機的」と呼ぶ慣行があるが、これは法令上の区別ではない。

知ることを通常期待できない重要な情報を格付会社が有しており、それが投資家
家
に開示されない場合、格付会社の投資家に対する情報提供義務をどのように
解すべきか」を議論する。

（２）論点①——真実に基づいて格付けを行う義務

まず、監査人・元引受証券会社の責任等を踏まえて、情報の真実性を確認す
る義務に関する法体系について整理したうえで、格付けの前提となっている事
実が虚偽であった場合の格付会社の責任と、真実性の確認に関して格付会社が
負う義務をどのように考えるべきかを検討する。

イ．情報の真実性を確認する義務に関する法体系

（イ）調査確認義務の所在

わが国の法体系において、投資家の投資判断の基礎となる事実の真実性を確
認・検討するのは、法定開示が行われる場合、監査証明を提供する監査人や、
引受審査を行う元引受証券会社であり、その責任は法定されている。

他方、情報開示の真実性確認について法定の責任を負わない者であっても、
漫然と、虚偽の事実に基づいた論評や意見を表明したような場合には、全く責
任を問われないということにはならない。実際に、多くの裁判例では、論評や
意見等の表現による不法行為責任が問われた事例において、過失判断の分水嶺
として、その言論が依拠する事実の真実性について合理的な注意を尽くして調
査検討したか否かが検討されている。

この点で著名なのは、報道による名誉毀損の例である。判例法理（以下、「メ
ディア免責法理」という。）では、真実に基づく報道は、公共性（公共事項性）
と公益性（公益目的性）があれば、たとえ他人の名誉を侵害したとしても、人
身攻撃に及ぶなど論評としての域を逸脱したものでない限り違法性がないとさ
れる一方、真実性が認められない場合には、真実であると信じたことに「相当
の理由」があったとメディア側が立証しない限り、名誉権（人格権）を毀損す
るものとして不法行為による損害賠償責任が発生するとされている⁸⁰。

⁸⁰ より具体的には、判例は以下の２つの類型に分けられる。①事実の摘示による名誉毀損の類
型においては、摘示された事実が主要な部分について真実であること（真実性の要件）が証明
されたときは、その行為が公共の利害に関する事実にかかり（公共性（または公共事項性）の

このメディア免責法理は、換言すれば、公共性と公益性を有する報道において、メディアが満たすべき最低限の注意義務水準に関して、①真実に基づく報道である限り、他人の名誉権（人格権）を侵害しても（論評としての域を逸脱しなければ）構わないという規範と、②虚偽の事実に基づいてしまった場合に備えて、真実に基づくと信じた「相当の理由」を立証できる程度には、裏付け取材をしておくべきであるという規範を明らかにしている。そして、「相当の理由」の立証においては、信頼すべき取材源から情報を入手し、その真実性について合理的な注意を尽くして調査や検討をしたことを、被告であるメディア側が証明する必要がある⁸¹。

これは、真実に基づく報道に保護を与えるという観点から、公共性と公益性を前提に、衝突する2つの価値（メディアの表現の自由と、報道対象者の名誉権）について、裁判所が比較衡量した結果である。

また、名誉毀損以外の事例においても判例は、例えば虚偽の不動産購買勧誘広告を新聞が掲載したことによる読者の財産的損害について新聞社の不法行為責任が争われた事件において、「広告内容の真実性に疑念を抱くべき特別の事情があって読者らに不測の損害を及ぼすおそれがあることを予見し、又は予見しえた場合には、真実性の調査確認をして虚偽広告を読者らに提供してはならない義務があり、その限りにおいて新聞広告に対する読者らの信頼を保護する必要がある」としている⁸²。ここでは、新聞広告に対する読者らの信頼を基礎として、読者らの財産権（あるいは不動産購買判断における自己決定権）を害するおそれのある虚偽の広告を提供させないという観点から、新聞社に求められる調査確認義務の発生基準が明示されている。

要件)、もっぱら公益を図る目的に出た場合（公益性（または公益目的性）の要件）は、その行為の違法性が阻却され、不法行為が成立しない。摘示された事実が真実であることが証明できなかったとしても、真実であると信ずるのに相当の理由があると認められた場合（相当性の要件）には、故意または過失が否定され、不法行為が成立しない（最一判昭和41年6月23日民集20巻5号1118頁など）。②意見・論評による名誉毀損の類型においては、公共性・公益性を満たす下で、「意見ないし論評の前提としている事実」が重要な部分について真実であることの証明があったときには、人身攻撃に及ぶなど意見ないし論評としての域を逸脱したものでない限り、その行為は違法性を欠くとされ（真実性の要件）、真実であることの証明がないときにも、行為者においてその事実を真実と信じるについて相当の理由があれば、故意または過失が否定される（相当性の要件）とされている（最三判平成9年9月9日民集51巻8号3804頁など）。

81 潮見 [2009] 181 頁参照。判例では例えば、摘示された事実が報道によって周知のものとなっていたという事実を主張・立証するだけでは、相当性の要件を満たさないとされている（前掲注80・最三判平成9年9月9日）。他方、インタビューとその内容を裏付ける事実の存在を理由に、相当の理由を肯定した判例もある（最一判平成17年6月16日判タ1187号157頁）。また、公の発表をしていない段階の情報については、広報担当者に取材して得た場合であっても、慎重な裏付け取材をしなければ相当の理由があったとはいえないとされている（最一判昭和47年11月16日民集26巻9号1633頁）。

82 最三判平成元年9月19日集民157号601頁。

このような一連の判例法理から明らかなように、真実性の確認において責任を免れるために必要な注意義務の水準については、常に最大限の注意をもって調査することが求められるものではなく、客観的にみて「合理的」な注意を尽くして調査検討すれば足りる。例えば、メディア免責法理のもとで判例は、当局の公式発表や判決文のように情報源が確実であると信頼できる場合には、裏付け取材がなくても、真実であると信じたことの「相当性」を肯定する傾向にあるが、他方で、情報源の信用性に疑いを抱くべき余地がある場合には、慎重な裏付け取材を行うことが必要であるとしている⁸³。

要するに、事実に基づいた論評や意見等の表現を行う者については、当該事実の真実性に疑念を抱くべき事情があり、他者に損害を及ぼすおそれがあることを予見し、または予見し得た場合には、慎重に真実性の調査確認をすべき義務が生じると解される一方、そうでない限りは、任意で慎重な調査を行うことは妨げられないとしても、そのような調査を行うべき私法上の義務を負うとまではいえず、明らかに無駄な調査を行わないこともまた「合理的」と判断され得るのである。

(ロ) 第一次的な責任を負うゲートキーパーの確認結果に対する信頼

複数のゲートキーパーが存在する場合には、立場に応じて義務や責任の濃淡が認められており、例えば元引受証券会社は、第一次的な責任を負う監査人による確認結果を基本的に信頼してよいものと理解されている。

すなわち、前述のとおり、監査人は財務書類について、監査・証明業務における自らの善意無過失を証明しない限り、善意の投資家に対して損害賠償責任を負うとされている。他方、元引受証券会社は、法定開示書類（有価証券届出書等および目論見書等）の適切性等について行う引受審査に際して、①有価証券届出書等については、財務書類以外の部分に関しては、「相当な注意」を怠った場合に投資家に対して損害賠償責任を負い、監査人が責任を負う財務書類の部分に関しては、虚偽であることを知らなければ免責される。また、②目論見書等についても、条文上は財務書類か否かの別なく「相当な注意」を怠った場合に投資家に対して損害賠償責任を負うものとされているが、日本証券業協会のガイドラインにおいて、監査人が責任を負う財務書類の部分に関しては、監査人が行ったことを再度行うことが求められているとは考えられず、監査証明を信頼することについて、その適切性を疑わせしめるような事情がないかどうかを吟味することに主眼を置いて審査を行うこととされている。

⁸³ 澤野ほか [2012] 14 頁。

監査人と元引受証券会社の責任に差異を認める根拠について同ガイドラインは、情報へのアクセスなど立場の違いや、専門家としての監査人が行った監査証明への信頼を挙げている⁸⁴。また、裁判例においても、金商法上の「相当な注意」の内容・範囲は画一的なものではなく、その地位や職務分担などによって異なる旨を示すものがみられる⁸⁵。学説も、元引受証券会社は監査人の監査証明を信頼すれば足りるため、特に財務書類の虚偽記載についてはそれを知っていた場合を除き、注意義務が免除される旨の規定であるとしている⁸⁶。

第一次的な責任を負う主体による確認結果を基本的に信頼してよいという点は、事実に基づいた論評や意見を行う者についても同様である。例えば判例では、新聞社が通信社からの配信に基づいて記事を掲載した事例において、通信社による真実性の確認結果を信頼することの妥当性に疑いを抱くべき事実がある場合に限り、新聞社に真実性の確認調査義務が発生するとしたものがみられる⁸⁷。

ロ. 格付会社の義務

格付会社については、監査人や元引受証券会社とは異なり、金商法において情報開示の真実性確認に関する責任が法定されていない。この点、金商法が一般不法行為法の特別法として位置付けられること⁸⁸を踏まえれば、明文による免責規定が設けられていない以上は、一般不法行為規定の要件を満たす範囲において、責任追及を免れないものと解すべきであると考えられる。

では、格付け判断の基礎となる事実の真実性確認に関する格付会社の不法行為責任について、どのように考えればよいか。格付けは債務不履行リスクを評価したものであるから、発行体による情報開示の真実性について確認し、保証することを直接の目的とするものではない。したがって、格付会社が負う義務については、少なくとも専門家としての監査人や元引受証券会社が負う責任と

84 日本証券業協会「社債市場の活性化に向けた取組み（「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」報告）」11頁参照。

85 前掲注35・東京地判平成21年5月21日。

86 松尾 [2014] 191頁。

87 最一判平成23年4月28日民集65巻3号1499頁。本判決は、新聞社が通信社を信頼し、裏付け取材をしなかったことが正当化されるための要件として、報道主体として新聞社と通信社が一体性を有することを挙げつつ、「〔通信社の〕配信記事に摘示された事実の真実性に疑いを抱くべき事実があるにもかかわらず〔新聞社が記事を〕漫然と掲載したなど特段の事情」がある場合には、新聞社に「相当の理由」があるとはいえないとしている。

88 前掲注29参照。

同列に論じることはできない⁸⁹。しかしながら、論評や意見等の表現を行った者における真実性確認義務に関する法体系に照らせば、格付けの対象となる社債等が発行される前か後かを問わず、格付会社にも格付けが依拠する事実の真実性について「合理的」な調査確認をすべき義務があり⁹⁰、とりわけ真実性に疑念を抱くべき事情があり、投資家に不測の損害を及ぼすおそれがあることを予見し、または予見し得た場合には、慎重に調査確認をすべき義務が生じると解される。

もっとも、各種ゲートキーパーには立場に応じて責任の濃淡が認められていることを踏まえれば、他に第一次的な責任を負う主体が存在する場合には、その確認結果を格付会社は基本的に信頼してよいものと理解できる。すなわち、第一次的な責任を負う主体が真実性を確認したと期待される事実については、格付会社はその確認結果を信頼することの妥当性に疑いを抱くべき事実がないことを確認すれば、原則として責任を負わないといえるだろう。

例えば、証券化商品の原資産の内容等については公募・私募を問わず、虚偽でないことを担保するため様々な措置が講じられており、格付け判断のために利用する情報（裏付けとなる資産の内容、証券化スキームを定めた契約書など）の真実性について、その情報を提供したオリジネーター⁹¹が証券化ビークルに対して表明保証するという契約になっているケースが多いようである⁹²。このように、虚偽表示がないことについて契約によってオリジネーターに第一次的な責任を負わせることができる場合には、格付会社はそれを信頼することの適切性を疑わせしめるような事情がないことを確認すれば、その役割を果たしたといえるのではないかと考えられる⁹³。具体的には、表明保証スキームの有効性やオ

⁸⁹ この点、米国のドッド=フランク法 933 条(b)項においても、格付会社が行う事実 (factual elements) の確認 (verification) は、監査 (audit) と同等である必要はない旨が明記されている。

⁹⁰ 「合理的」な調査確認義務の程度は一律のものではなく、発行体の開示姿勢など状況によって異なり得る。

⁹¹ 証券化において、原資産の保有者を指す。

⁹² 表明保証 (representation and warranty) とは、事実が真実であることを表明する契約条項を指す。当該事実が真実でない場合にはその違反として、相手方に何らかの補償 (実務で用いられている条項の詳細な実態は不明であるが、例えば、証券化の原資産をオリジネーターが買い戻す等が考えられる) がなされる。

⁹³ この結論は、日本証券業協会が自主規制として定める「証券化商品の販売等に関する規則」第4条において、証券会社は証券化商品の販売に際し、顧客に対して証券化商品の原資産等の内容やリスクに関する情報の伝達等のために、態勢を整備しなければならないとされていることとも親和性があると思われる。すなわち、この規則は証券化商品に関する情報開示に関して、証券会社のゲートキーパー機能を期待するものであって、事実の真実性確認について格付会社に同様の義務を課さなくても、合理的で実効的な責任配分を実現できる枠組みとなっているとも考えられる (ただし、販売者が情報の真実性確保に最善を尽くすとしても実務上の限界がある場合には、その旨を明らかにしていくことが販売者にとって重要であるとの指摘もある。前掲注62のワーキング・グループ最終報告書 19 頁を参照)。

リジネーターの資力等を十分に確認すれば、あえて証券化商品の原資産の内容をこと細かに調査する必要までは原則として生じないというべきであろう。

他方で、①他のゲートキーパーによる確認結果を信頼することの妥当性に疑いを抱くべき事実がある場合には、それを漫然と信頼してはならない⁹⁴。また、②格付会社のほかに真実性を確認するゲートキーパーが存在しない場合において、格付けが依拠する事実の真実性に疑念を抱くべき事情があり、投資家に不測の損害を及ぼすおそれがあることを予見し、または予見し得た場合には、前述のとおり、事実の真実性について慎重に調査確認する義務が格付会社に生じると考えられる。

格付会社が①または②に示した状況にあるために、真実性について慎重に調査確認する義務が生じる場合において、求められるべき「合理的」な注意義務の水準を具体的に定める際には、格付けに対する投資家の信頼を基礎として、真実に基づく格付けに法的な保護を与えるという観点から、衝突する価値（格付会社の表現の自由と、投資家の自己決定権）の比較衡量を行うこととなる⁹⁵。様々な状況を想定できるため、格付会社が具体的にどのような確認工程を経れば、依拠した事実が真実でなかった場合の責任を免れるといえるかについて、統一的な判断基準を示すことはできないが、以下ではいくつかの考慮要素を掲げ、比較衡量の方向性を示すこととしたい。

（イ）公募債と私募債——格付会社の表現の自由の要保護性

メディア免責法理においては、メディアの表現の自由を積極的に保護するための要件として、公共性と公益性が挙げられている。すなわち、公共の利害に関する事実についての公益を図る目的の言論は、保護の必要性が大きいということである。

⁹⁴ 例えば、倒産の危機に陥った企業ほど監査法人を変更し、四大監査法人からそれ以外の監査法人に変更することが示唆されているという実証的な研究（乙政・浅野 [2007]）があることを踏まえ、期中に監査人が突然交代したような発行体の財務書類に関しては、監査人による確認結果の真実性について疑いを抱くべきである場合も生じ得ると考えられる。つまり、監査法人が交代したという事実は、企業が自らの意に沿った監査意見を表明する監査法人を選択した結果であるかもしれないという疑いを惹起し得るのである。

⁹⁵ 投資家の自己決定権が被侵害利益である場面は、真実を周知啓蒙する価値が大きいほど、その意見表明を保護する必要性が認められる局面であるから、名誉毀損が問題となる文脈や、前掲注82の最三判平成元年9月19日と同様に、真実に基づく表現に保護を与えるという観点から、衝突する価値の比較衡量を行うという方向性を採用することが可能である。なお、プライバシー侵害のように、真実を秘匿されるべきと主張する者の利益が専ら考慮される局面であれば、比較衡量の方向性として「人格的利益の侵害が社会生活上の受忍の限度を超えるものといえるかどうか」によって、取材活動が不法行為法上違法となるか否かを判断することになる（最一判平成17年11月10日民集59巻9号2428頁）。

企業活動の破綻ないし金融商品の債務不履行が金融資本市場や社会全体に及ぼす影響の大きさにかんがみると、格付けにも公共性は認められるだろう。他方、公益性については、格付けの対象が公募債か私募債かで判断が分かれ得るかもしれない⁹⁶。すなわち、公益に資する表現の自由を積極的に保護すべきであるとの観点からみると、受益者となり得る投資家の範囲が限られる私募債の格付けについては、保護の必要性が比較的小さいと解する余地もあるのではないかとも思われる。もっともわが国の判例をみると、公共性が認められる範囲では同時に、公益性も幅広く認められている⁹⁷。したがって、格付会社の表現の自由についても、少なくとも事実の真実性が問題となる文脈においては、メディアと同等の積極的な保護が正当化できるという解釈も成り立つだろう。

(ロ) 被侵害利益の価値——投資家の自己決定権の要保護性

被侵害利益が重大であるほど、行為者に課される注意義務は高度になるべきであるという関係性は、広く受け入れられている⁹⁸。もっとも、多様な価値の軽重を比較衡量することは、容易でない⁹⁹。この点、一度侵害されると回復が著しく困難な名誉権などに比べれば、金銭による填補で回復可能とも思われる自己決定権の価値は、相対的に小さいとも解し得るかもしれない。また、証券投資においては投資家の自己責任が原則であるから、投資家の帰責性が認められる状況や投資家がプロである場合などでは、格付会社に対する信頼を保護すべき度合いが小さく、自己決定権の要保護性は低くなるとも考えられる¹⁰⁰。

(ハ) 格付けの性質——社会的有用性と専門家責任

格付けは、発行体の任意開示や報道、発行体から提供された非公開情報や経営者へのインタビューなど、格付会社が法定開示以外によって入手したあらゆる

⁹⁶ 米国における議論について、前掲注15および対応する本文を参照。

⁹⁷ 澤野ほか [2012] 14 頁。なお、マスメディアの表現の自由は民主政（自己統治の価値）に資する報道にのみ認められた特権であるから、商業的言論や非政治的言論については保護の程度が劣後するとの見解もみられるが、判例では、たとえ「社会の関心と興味をひく私人の犯罪行為やスキャンダルないしこれに関連する事実を内容とする分野における報道」（最三判平成 14 年 1 月 29 日民集 56 卷 1 号 185 頁）であっても、公共の利害に関する公益目的の報道として、同じ判例法理が適用されている。

⁹⁸ ハンドの定式と呼ばれ、「回避コスト (B) < 損害発生 of 蓋然性 (P) × 被侵害利益の重大さ (L) ⇒ 過失あり」という式で表される（内田 [2011] 341-344 頁参照）。

⁹⁹ 小粥 [2012] が比較衡量の難しさを示している。

¹⁰⁰ また、例えば、情報が真実でなかった場合に「一切責任を負わない」等の希望的意思を格付会社が表明しており、投資家がそれを了知し得る場合には、格付会社に対する投資家の信頼を保護する必要性が小さくなるケースもあり得るだろう。

る情報に基づいて行われる¹⁰¹。特に、社債等の流通段階における格下げは、監査人や元引受証券会社が確認する法定開示を待っている場合は適時性が失われる場合もあり、速報性の高い一次情報¹⁰²に依存して格付けの判断を行う必要性も大きいことから、その情報が虚偽であった場合の問題が顕在化しやすい。

適時性や速報性が求められるという格付けの特質は、格付会社に求められるべき注意義務の水準をある程度低下させる方向に働くであろう。なぜならば、そうした格付けによって、投資家の自己決定基盤が充実するという側面があるからである。

他方、格付会社は、多種多様な企業の社債や金融商品の債務不履行リスクを評価した経験と専門的知見を有し、投資家が通常入手し得ない情報にアクセスすることもできる。このような事情は、格付会社により高度の注意義務水準を求める要素となると考えられる。もっとも、発行体情報へのアクセスに関する格付会社の能力や権限は監査人と同一ではないから、一定の限界はあろう¹⁰³。

(3) 論点②——顧客の属性に応じて格付けを提供する義務

次に、証券会社には投資家の属性に応じた説明義務が課されていることを踏まえて、そのような説明義務に関する法体系について整理したうえで、格付会社についても、投資家の属性に応じて格付けの提供方法を変えるべき義務を観念できるかを検討する。

イ. 顧客の属性に応じた説明義務に関する法体系

投資の意思決定をはじめ、一般に、契約を締結するかどうかの判断に際しては、その基礎となる情報を自己責任で収集すべきであるのが原則である。「民法

¹⁰¹ 発行体は格付けを得るために必要な情報をできる限り詳細に提供することで、格付会社に保守的で低い格付け判断をされないように（少しでも高い格付けを取得しようと）努めるものと考えられる（大垣〔2010〕344-345頁）。

¹⁰² 監査人の責任は、一定の法定開示書類を超えては及ばず、決算短信に掲載される業績予想などについては、監査の対象外とされている。また、元引受証券会社の責任についても、募集・売出しによらないで取得した投資家に対しては及ばない（金商法22条）。さらに、証券化商品については私募で発行されることも多く、その場合は法定開示義務が課せられないため、監査人および元引受証券会社の法定責任が及ばない。

¹⁰³ 例えば、資産の実査などを行うことまでは、その性質上、格付会社には要求されないと解されるのではないか。

（債権関係）改正に関する中間試案¹⁰⁴においては、この原則について異論はないとされており、民法の条項として新たに明定する案が提示されている¹⁰⁵。

他方、証券会社が投資家に対して金融商品を販売する際には、証券会社の専門性や情報優位性が典型的に認められることから、金販法や信義則に基づく判例法理によって、投資家の意思決定にとって重要な知識や情報を、顧客の属性や実情に応じて説明すべき義務が証券会社に課されている。

こうした説明義務が発生する状況について、金販法上は有価証券の「販売」等が要件とされている¹⁰⁶。また、裁判例においては「（投資の）勧誘」が、説明義務の発生する前提状況として多く掲げられている¹⁰⁷。

ロ．格付会社の義務

格付会社の格付けは「販売」等や「勧誘」のいずれにも該当しないため¹⁰⁸、金販法や裁判例において証券会社の説明義務が論じられる場面とは状況が異なっており、従来の議論を単純にあてはめるだけでは投資家の属性に応じて格付けを行う義務を観念することは難しい。

しかしながら論者によっては、格付けの事実上の「勧誘的機能」を理由として、格付会社の民事責任を認めようとする向きもある¹⁰⁹。また、実態として、プロの投資家よりも一般投資家の方が格付けへの依存度が高いことをもって、格付会社はプロでない一般投資家の信頼に配慮すべきであるとする主張もみら

¹⁰⁴ 中間試案は、法制審議会の民法（債権関係）部会において、2013年2月26日に決定・公表されている。

¹⁰⁵ 中間試案「補足説明」341頁。

¹⁰⁶ 金販法2条1項、2項、同3条。

¹⁰⁷ 説明義務が問題となる証券取引や変額保険の販売事例について、裁判例や学説のほとんどは「勧誘方法（行為態様）の不適正・不公正」の事例として扱う傾向にあるとの指摘について、潮見〔2004〕126頁参照。また、ワラント販売における説明義務が問題となった一連の裁判例を高裁レベルにおいて検証したところ、少なくとも説明義務違反を認定した高裁判例は全て、投資仲介者がワラント取引を「勧誘」し、あるいは個別銘柄を「推奨」する際の説明義務を論じているとの指摘もある（永田〔2013〕425頁）。なお、金商法には「勧誘」の性質についての定義規定が存在しないが、一般に業規制上の「勧誘」は、金融取引への誘引を目的として特定の利用者を対象として行われる行為であるとされている（松尾〔2014〕404頁）。

¹⁰⁸ 金販法上の「販売」の定義は同法2条1項に限定列挙されているが、格付会社の行為はそこに掲げられていない。また、「勧誘」は業規制上、金融商品取引業者等でなければ行うことができないものとされており（金商法29条、31条の3の2第2号）、格付会社が行うことはできないものとされている。

¹⁰⁹ 例えば、久保〔2011〕481頁。

れる¹¹⁰。こうした議論からは、金販法の直接の適用対象とはされていない格付会社に対しても、格付けが事実上、投資家の自己決定における重要な判断材料として投資を誘引する側面を典型的に有しているという点を踏まえれば、立法や裁判例の趣旨に照らし、投資家の自己決定基盤を整備するために同様の説明義務を課すべきであるという方向性が導かれそうである¹¹¹。

このような説明義務を肯定する見解に対しては、まず、格付けの性質に内在する限界を指摘することができそうである。第一に、アルファベット等を用いた簡便な符号である格付けは、その定義により、多くの要素が捨象された簡素な表現手法である¹¹²。格付けの簡素さは、比較可能性という重要な機能を発揮するために必要不可欠な性質であるところ、説明義務の含意するきめ細やかな対応とは相容れないものである。第二に、格付けは幅広い投資家層によって閲覧・利用されることとなる。このため、格付会社は公表した格付けの利用者の範囲を制限することが事実上できない。それぞれの投資家と一対一で向き合う証券会社とは立場が異なり、格付会社は投資家の実情をそれぞれ把握することさえ困難であるともいえる¹¹³。したがって、格付会社に対して証券会社と類似の説明義務を課すことは、政策的にあり得るとしても性質上、非常に難しいと考えられる。

それでもなお、投資家の自己決定権を実質的に保護するためには、格付会社は符号としての格付けの付与に加えて、投資家の属性や実情に応じた何らかの「説明」を行うべきであるとの立場も、あり得なくはない。例えば、格付けが公表される際には通常、その理由や背景を説明する資料が格付会社から公表されるが、それを一般投資家が閲覧する可能性がある限りにおいて、格付会社にはその資料において詳細な「説明」を行うべき義務があると捉え、その範囲で証券会社類似の説明義務を認めるべきとの主張もあり得よう。また、いわゆる「個人向け社債」¹¹⁴について、通常の社債とは別段の扱いとして、詳細な「説

110 前掲注21・名古屋高裁平成17年判決は、「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〔格付け〕を信頼することになるのである」として、格付会社の信義則上の義務を導いている。

111 ただし、前掲注34で述べたとおり、単に「実態として」専門家に依存する状況にある場合と、依存「せざるを得ない」事情が存在する場合とを峻別せずに論じることには問題がある。

112 一例として、格付けは信用リスクのみを表し、流動性リスクその他に関する評価を含まない。金商法上も、主として信用評価以外の事項を勘案して定められるものは、格付けの定義から除外されている（金商法2条34項）。

113 このように考えると、個々の投資家の実情に合わせた柔軟な対応なるものは、もはや従来の格付けの域を超えた「信用分析サポート業」の行うべき領域であるようにも思われる（「金融審議会金融分科会第一部会（第55回）議事録」〔2007〕〔赤井参考人発言〕参照）。

114 法令上の用語法ではないが、一般的な定義によると「個人向け社債」とは、個人投資家でも購入できるよう、最低購入単位を小口化して発行された社債を指す。最低購入単位が1億円以

明」を求めることが考えられる。

もっとも、そうした立場をとる場合には、それに伴うコストや副作用の大きさを慎重に見極める必要がある。例えば、証券会社に課せられている義務を格付会社に対しても重疊的に課すことで、証券会社のモラルハザードを招きかねない¹¹⁵。また、格付会社に対応の煩雑さを避けつつ損害賠償責任を予防するために、投資家の「一律アマ扱い」¹¹⁶を行うことも予想される。一般投資家の保護があらゆる格付けを提供する際の義務の基準となることで、格付会社に対して過度の注意義務を課すこととなり、その結果、例えば格付会社が低格付債や個人向け社債の格付事業から撤退した場合、かえって投資家の自己決定権は害されると考えられる。

(4) 論点③——重要な不開示情報の提供義務

以下では、シ・ローンのアレンジャーの責任を踏まえて、重要な不開示情報の提供義務に関する法体系について整理したうえで、投資家が自ら知ることを通常期待できない重要な情報を格付会社が有しており、それが投資家に開示されない場合、格付会社の投資家に対する情報提供義務をどのように解すべきかを議論する¹¹⁷。

イ. 重要な不開示情報の提供義務に関する法体系

前述のとおり、投資判断の基礎となる情報は、原則として自己責任で収集すべきである。他方、その原則に対する例外として、他者の自己決定基盤を確保する観点から、重要な不開示情報を有する者に対して情報提供義務が課され、その義務に違反した際には損害賠償責任が課されることがある。

上の場合には社債管理者の設置義務が免除される（会社法 702 条）ことから、最低購入単位が 1 億円以上の社債がプロ向け、同 1 億円未満（例えば 100 万円など）の社債が個人向けとして区別されている。なお、個人向け社債マーケットの規模感を探るため、2010 年発行の社債 456 銘柄をみると、社債管理者設置債は 92 銘柄（20%）であり（日本証券業協会「社債市場の活性化に向けた取組み（「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」報告）」23 頁）、その中の一定部分が個人向け社債であったと推測できる。

¹¹⁵ 複数のゲートキーパーが存在する場合に、連帯責任のないルールを採用すると、個々のゲートキーパーが過失ある行動を行おうとするインセンティブを生みかねない（Tuch [2010]）。

¹¹⁶ 金融法委員会「プロ向けルールに関する中間論点整理—金融商品取引法を中心に—」[2010] 17 頁参照。

¹¹⁷ ここでの検討対象には、先に検討した真実性確認の結果、虚偽の事実が判明したような場合における情報提供のあり方も含まれてくるだろう。

この点、中間試案においては情報提供義務の発生要件として、①情報を提供すべき当事者がその情報を知っていた、または知り得たこと¹¹⁸、②情報の提供を受けるべき当事者が自ら情報を入手することを期待できないこと、③情報の提供を受けるべき当事者がその情報を知っていたら全く契約を締結しないか、その条件では契約を締結しなかったことを、情報を提供すべき当事者が知ることができたこと、および④情報の提供を受けるべき当事者に情報を知らなかったことによる不利益を負担させることが相当でないことが掲げられている¹¹⁹。

こうした情報提供義務は、契約当事者間の義務として議論される傾向にあるが、本質的には情報を受けるべき当事者の自己決定基盤の整備が問題となっているのだから、契約当事者そのものとはいえない第三者が果たすべき義務が問題となるような場面であっても、同様の情報提供義務を見いだせる場合があり得る¹²⁰。

このような文脈において、前述のとおり、シ・ローンのアレンジャーについても、情報提供義務が生じる場合があるものと解されている。JSLAの行為規範や最高裁判決の指摘を整理すると、まず、アレンジャーの責任を問う基礎として両者が共通して指摘する要素は、①アレンジャーが知っていながら参加金融機関に伝達していない情報の存在、②参加金融機関がその情報を通常、自ら入手し得ないこと、および③参加の意思決定のために重大な情報であったことである。それに加えて、行為規範は、借入人自身に情報開示するよう促すことなくシ・ローンの組成を進めたことを挙げ、他方、最高裁¹²¹は、アレンジャー業務の遂行過程で入手した情報であることや、参加金融機関が参加前に知れば通常、参加を取りやめるような情報であったことを挙げている。また、田原睦夫裁判官の補足意見は、借入人自らが開示するように助言すべきであり、応じられなければ辞任を検討すべきとしている¹²²。

¹¹⁸ 中間試案は、知ることが「できた」場合にも情報提供義務が生じる余地があるとしている。この場合の情報提供義務は、注意を怠ってその情報を知らなかったときに情報提供義務を負わないことが不合理である場合を想定し、提案されているものであるが、他方で、情報を提供する側が常に情報の収集義務や調査義務を負うわけではないともされている（中間試案「補足説明」343頁）。こうした趣旨にかんがみると、「知ることができた」という条文案はやや広範すぎるようにも読める。「当然知っているべきであった」場合を指すものとして限定的に解すべきではなかろうか。

¹¹⁹ 中間試案「第27 契約交渉段階 2」参照。なお、情報提供義務に関する裁判例については、横山 [1996] 131頁以下、小笠原 [2012] 713頁参照。

¹²⁰ 判例においても、例えば売買契約の直接の当事者ではない第三者（販売代理人）について、売主と業務において密接な関係にある点を踏まえて、信義則上の情報提供義務を認めたものが存在する（最二判平成17年9月16日判時1912号8頁）。

¹²¹ 前掲注71・最三判平成24年11月27日。

¹²² JSLA「ローン・シンジケーション取引に係る取引参加者の実務指針について」（2007年、

この最高裁判決はいわゆる事例判決と評されており、そこに示された規範を直ちに一般化することはできない。しかし、あるゲートキーパーにしか知り得ない重要な情報が存在し、それが投資家に開示されない場合に発生する情報提供義務を観念する場合、その本質的な要素を示唆するものとして、本判決や行為規範は参考になると思われる。

ロ. 格付会社の義務

では、格付会社にしか知り得ない重要な情報が存在し、それが投資家に開示されない場合、格付会社には投資家に対する情報提供義務が観念されるか。

既存の議論を総合し、情報提供義務の発生要件の構成要素を格付会社の責任論の文脈において整理すると、少なくとも以下のことはいえるのではないかと思われる。すなわち、

- (i) 格付会社が入手したものの発行体が投資家に提供していない情報があり、
- (ii) その情報は投資家が自ら知ることを通常期待できないものであり、
- (iii) その情報が投資判断を左右する重要な情報であり、
- (iv) その情報を発行体自身が開示するよう、発行体に促すこともなく、
- (v) 格付けを新規に付与することを社債等の発行前に中止し、または発行後の社債等について既に付与した格付けを取り下げることなく、
- (vi) 投資家に対してその情報を開示することもなかった

という要件（以下、「6要件」という。）を全て満たす場合には、投資家に生じた損害を自己責任に帰するのが相当ではないから、投資家の自己決定の基盤を確保するための情報提供義務に違反するものとして、格付会社の投資家に対する不法行為責任が認められるのではないかと考えられる¹²³。例えば、以下のような事例を想定することができる。

第一に、格付会社が経営者へのインタビューなどを通じて、独自に取材して得た未公表情報が存在する場合がある。こうした情報の取り扱いについて、少なくとも6要件を全て満たす場合には、投資家の被った損害について不法行為

以下「実務指針」という。) 6頁も同様に、「かかる情報開示に借入人が応じない場合、当該重大なネガティブ情報の内容によっては」、シ・ローンの組成を「中止するといった判断を行うこと」を検討することが期待されるとしている。

¹²³ 6要件のうち、(i)～(iii)については中間試案、平成24年最判、行為規範に共通する要件であり、(iv)～(vi)については中間試案の「相当でないこと」の要件について、平成24年最判や行為規範、実務指針等を参考にしつつ、格付会社について具体化したものである。

による賠償責任を格付会社に負わせることが考えられる。

第二に、特に証券化商品の中には、手形債権や売掛債権の流動化事例のように、守秘義務によって重要な情報が秘匿されたまま発行される有価証券がある¹²⁴。例えば、「手形債権の流動化によって資金を調達した」という事実を手形債務者に知られたくないオリジネーターが、匿名のまま証券化を行う事例がみられる¹²⁵。この場合、原資産データに関する詳細は、投資家には開示されないこととなるが、格付会社に対しては秘密保護を前提として、その秘密情報へのアクセスが許されることもあり得る。このようなケースでは、証券化商品のリスクについて、投資家は格付会社による分析の結果（格付け）を信用するほかないのだから、格付会社は 6 要件を全て満たす場合に、投資家の損害を賠償すべきものと考えられる。

では、(i) ~ (iii) に該当する重要情報を得た格付会社は、情報提供義務に違反していないものと評価されるために、具体的にどのような手順で行動をとればよいだろうか。思うに、格付会社にとって合理的な行動としては、(iv) ~ (vi) に挙げられた対応策の中で、発行体との契約に定められた情報の取り扱いに関する義務（守秘義務など）や当該情報の性質を踏まえ、対発行体および対投資家で法的紛争に至る危険性を最小化するために、望ましい順序で対応するとよいのではないか。例えば、まずは穏当な方法として、(iv) 発行体自身による情報開示を発行体に促す（助言する）ことが先決であろう。助言が聞き入れられなければ、(v) 格付けの中止や取り下げを仄めかすことも、開示を促す手段としては有効となり得る。

それでもなお、発行体が情報開示に応じなかった場合には、(v) 実際に格付けの中止または取り下げを行うか、(vi) 投資家に対してその重要情報を格付会社自身が開示するかのいずれを選択しなければ、格付会社は民事責任を問われかねない¹²⁶。もっとも、特に後者は、守秘義務違反として発行体から責任を問

¹²⁴ 前掲注62の日本証券業協会の自主規制規則は、証券化商品の原資産等の内容やリスクに関する開示を強制するものではないため、このような場合が生じる。また、同規制が適用される場合でも、個別の原資産の信用力に関する詳細な情報（データ）が、未加工のまま投資家に開示されることは想定されておらず（同規則中の標準情報レポート・パッケージを参照）、裏付けとなる資産の概要（基本的性質、適用法令、資産プールの属性（債権残高、債権件数、債務者数など）等）が証券会社から投資家に伝達されることが期待されているに過ぎない。

¹²⁵ 証券化によって資金を調達したとの噂が広まると、「他の手段による資金調達が困難である」との（真実でない）レッテルが貼られてしまうのではないかと恐れられているようである。なお、匿名とはいっても、所在地（都道府県）や業種等、投資家にとって必要最低限の情報は開示されることがある。

¹²⁶ このほか、当該重要情報を格付け判断に織り込む形で格下げを行う、あるいは格下げ方向での見直し対象（レーティング・モニター）に指定する等の方法も想定し得るが、理由を全く述べずに格下げ等のみを実施しても投資家の自己決定基盤を回復させる観点からみれば不十分で

われるおそれがあるほか、発行体に対する名誉毀損として損害賠償を求められるリスクも否定できない¹²⁷。他方、前者であれば、守秘義務との両立を図ることが可能であり、また、発行体は別の格付会社から格付けを取得すれば、無格付債となることを回避することもできる。したがって、紛争や弊害を回避するという観点から相対的にみれば、前者の対応のほうが望ましいと判断できるケースが多いように思われる¹²⁸。

問題は、(iv)～(vi)のいずれの対応をとるにしても、(iv)による発行体自身の追加的情報開示、(v)による格付けが中止・取り下げとなった旨の情報、あるいは(vi)による格付会社の追加的情報開示が、関係する投資家に伝達され、理解されなければ、投資家の自己決定の基盤が害されたままとなる点である。この点、一般投資家も金融資本市場に参入している実態を踏まえると、投資家の自己決定権を実質的に保護するためには、格付会社は投資家の属性や実情に応じて必要な情報を提供しなければならない義務¹²⁹があると解する余地もあるかもしれないが、投資判断に必要な情報は投資家自らが収集すべきというのが原則であるから、例えば自身のウェブサイトで告知する等の対応を行えば、格付会社としては責任を果たしたことになるとの解釈もあり得るのではないかと考えられる。

4. むすびにかえて

本稿ではまず、わが国における各種ゲートキーパーの投資家に対する責任に関する立法、裁判例、学説等を整理し、投資家の自己責任の原則が妥当する中であっても、投資家の自己決定基盤を確保するためにゲートキーパー責任が認められるべきと考えられている範囲を確認した。

そのうえで、格付会社の私法上の義務と民事責任について、格付けの役割や性質を踏まえつつ、各種ゲートキーパーの責任と比較する中で、以下のとおり指摘した。

あろうから、当該情報を摘示して格下げ等を行わざるを得ず、結局、(vi)と同じこととなる。

¹²⁷ 法人の名誉権が侵害され、無形の損害が生じた場合、その金銭的評価が可能である限り、民法710条に基づく損害賠償責任が生じ得るとするのが判例である（最一判昭和39年1月28日民集18巻1号136頁）。

¹²⁸ ただし、(v)の対応をとっても、特に取り下げの場合、金融市場に混乱を招くおそれがあるほか、発行体から契約違反（債務不履行）を問われる可能性を否定できない。

¹²⁹ 例えば、いわゆる「個人向け社債」について、通常社債とは別段の扱いとし、追加的な情報開示が債務不履行リスクに与える影響をより丁寧に説明したり、格付けの中止・取り下げが意味するニュアンスを説明したりする義務が生じると解することが考えられ得る。

- ①格付会社は、格付けを新たに付与しまたは見直しを検討する際に依拠する事実の真実性に疑いを抱くべき事情があり、かつ、投資家に不測の損害を及ぼすおそれがあることを予見し、または予見し得た場合には、慎重に合理的な調査確認を行う義務を負うが、そうでない場合には、任意で慎重な調査を行うことは妨げられないとしても、そのような調査を行うべき私法上の義務を負うとまではいえないと解される。特に、第一次的な責任を負うゲートキーパーが存在する場合においては、その真実性確認の結果を信頼することの妥当性に疑いを抱くべき事実がある場合には、それを漫然と信頼してはならないが、信頼することの妥当性が認められる限りでは、格付会社は投資家に対する損害賠償責任を負わないものと考えられる。
- ②格付会社に対し、投資家の属性に応じて格付けの提供方法を変えるべき義務を課すことも政策的に考えられるが、格付けの性質上、非常に難しいのではないか。
- ③投資家が通常入手し得ない情報で、投資判断を左右するような重要な情報を格付会社が有する場合、投資家に対する情報提供義務に違反するものとして損害賠償責任を問われることがないようにするためには、まず格付会社はその情報を開示するよう発行体に促したうえで、聞き入れられなければ格付けの中止や取り下げを検討することが、多くの場合において合理的な行動であるように思われる。

以上の分析によって、わが国において格付会社に求められるべき注意義務の内容が、相当程度に具体化されることとなったのではないか。

さて、他のゲートキーパーと「比較する」というアプローチを採用したために、本稿では明示的に論じられなかった点について、ここで若干の付言を行いたい。本稿の考察を経てもなお残された問題の中で、最も重要な論点は、真実に基づいて付与された格付けに関して、格付会社の分析や評価の手法あるいは頻度（速報性）に事後的にみれば何らかの不備¹³⁰があったため、格付けの等級から想定される確率を超える債務不履行が発生したような場合に、格付会社の民事責任は問われ得るかという問題である。

この点について本稿では綿密な分析を用意していないが、議論の基本的な方向性としては、ある時点における将来の債務不履行のリスクに関する意見が格

¹³⁰ ここでいう「不備」とは、分析フレームワークの設計や、計量モデルの構築、あるいは格付けに際して考慮する要素の取捨選択やウエイト付けなどにおいて、何らかのバイアス（例えば、テールリスクを過小評価する等）が含まれていたような場合や、格付け対象の信用状態が急速に悪化している局面などで、適時・適切な格下げが行われなかったような場合を想定している。

付けであるとするれば、それが真実に基づく分析結果であったならば、少なくともその意見に公共性と公益性が認められる場合には、格付けは自由な表現として法的に保護すべきであり、「後知恵」で民事責任を問うべきではないと考えられないか¹³¹。これは、多様な意見が自由に表明され流通することによって投資家の自己決定基盤が充実することによる社会的便益を尊重するという法的な価値判断の表れであり、真実に基づく表現に法的な保護を与えるという観点から表現の自由と他者の利益の調整を図る法理が示唆する一つの帰結でもある。もっとも、不正確な格付けは、それぞれの格付会社がレピュテーション（評判）を保つための自由競争の中で、企業努力によって防止されていくべきであろう。

また、本稿の検討対象には含まれないが、格付会社の適正な業務遂行を促すという観点からは私法上の法律関係のほかに、公法上の法規制のあり方も極めて重要である。伝統的には業法規制の対象外であった格付けに関して、近年新たに導入された公法的規制の効果について、今後の検証が待たれる。

以上のような点を含めて、今後、更なる検討が行われることによって、格付会社の適正な業務遂行が促されることを期待したい。

以 上

¹³¹ 当然、評価の前提となる事実が虚偽であった場合（計量モデルへのデータ入力を誤り、または定量的な分析において結果を捏造したような場合を含む。）や、格付会社にしか知り得ない重要情報が隠匿されたまま放置されたというような場合には、本稿で述べたような責任を問われ得ることとなる。

参考文献

- 井上 聡、「金融取引における表明保証」、『金融法務事情』1975号、2013年、45-55頁
- 内田 貴、『民法Ⅱ 債権各論〔第3版〕』、東京大学出版会、2011年
- 江頭憲治郎、「債券の格付制度」、『ジュリスト』986号、1991年、31-36頁
- 大垣尚司、『金融と法 企業ファイナンス入門』、有斐閣、2010年
- 小笠原奈菜、「情報提供義務の対象と法的性質」、『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』、商事法務、2012年、699-722頁
- 尾崎安央、「証券アナリスト・格付機関の規制・責任」、『ジュリスト』1235号、2002年、46-51頁
- 越智信仁、「IFRSによる見積り拡大と経営者、監査人の責任・対応」、『金融研究』30巻2号、2011年、145-170頁
- 乙政正太・浅野信博、「会計操作と監査」、須田一幸・山本達司・乙政正太編『会計操作——その実態と識別法』、ダイヤモンド社、2007年、75-84頁
- 金丸和弘・森田恒平、「M&A取引における説明義務と表明保証責任（上）」、『判例タイムズ』1350号、2011年、26-33頁
- 金融商品取引法研究会、「格付会社への規制」、『金融商品取引法研究会研究記録』36号、2012年
- 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会、「金融取引の展開と信認の諸相」、『金融研究』29巻4号、2010年、179-263頁
- 金融法委員会、「金融商品取引法の開示規制上の『勧誘』の解釈を巡る現状と課題」、2010年
- 久保寛展、「投資家に対する格付機関の契約責任——ドイツにおける『第三者のための保護効を伴う契約』法理を基礎として——」、『同志社法学』62巻6号、2011年、477-515頁
- 黒沼悦郎、「ディスクロージャーの実効性確保——民事責任と課徴金——」、『金融研究』25巻法律特集号、2006年、69-96頁
- 、「証券法制の見直し」、『金融法務事情』1903号、2010年、38-48頁

- 、「有価証券届出書に対する元引受証券会社の審査義務」、岩原紳作・山下友信・神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』、商事法務、2013年、355-368頁
- ・永井智亮・中村慎二・石塚洋之、「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任（下）」、『商事法務』1908号、2010年、14-25頁
- 小粥太郎、「説明義務違反による不法行為と民法理論（上）」、『ジュリスト』1087号、1996年、118-122頁
- 、「名誉毀損からみる不法行為法」、『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』、商事法務、2012年、611-641頁
- 小塚莊一郎、「アレンジャーの責任に関する理論とあてはめと政策論」、『金融法務事情』1925号、2011年、25-33頁
- 後藤 元、「発行開示における財務情報の虚偽記載と元引受証券会社のゲートキーパー責任」、岩原紳作・山下友信・神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』、商事法務、2013年、369-405頁
- 澤野芳夫・三浦隆志・齊藤充洋・横井靖世・櫻庭一威・長嶋義延・矢代陽子、「名誉毀損訴訟解説・発信者情報開示請求訴訟解説」、『判例タイムズ』1360号、2012年、4-36頁
- 潮見佳男、『契約法理の現代化』、有斐閣、2004年
- 、「説明義務・情報提供義務と自己決定」、中田裕康・山本和彦・塩谷國昭編『説明義務違反・情報提供義務をめぐる判例と理論』（臨時増刊判例タイムズ 1178号）、2005年、9-17頁
- 、『不法行為法 I 〔第2版〕』、信山社出版、2009年
- 、「資産運用に関する投資者の自己決定権侵害と損害賠償の法理」、小野秀誠・滝沢昌彦・小粥太郎・角田美穂子編『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』、商事法務、2012年、513-540頁
- 下田尚人・河合祐子、「格付格差の現状と背景：依頼格付と非依頼格付、レーティング・スプリット」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.07-J-3、2007年
- 証券取引法研究会、「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」、『証券取引法研究会研究記録』14号、2006年
- 永田泰士、「投資市場における責任配分法理（1）」、『姫路法学』、2012年、226-146頁

- 、「投資市場における責任配分法理（２）」、『姫路法学』、2013年、640-416頁
- 奈良輝久、「判批（最三判平成24年11月27日）」、『金融・商事判例』1426号、2013年、8-13頁
- 日本証券業協会、『格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ中間報告書』、2011年
- 野田耕志、「米国における証券市場のゲートキーパーの有効性」、『上智法學論集』52巻1・2号、2008年、45-96頁
- 、「米国のゲートキーパー責任の理論と我が国の引受証券会社の責任」、『上智法學論集』56巻4号、2013年、63-90頁
- 橋本 円、「信用格付業者に対する規制」、『ジュリスト』1390号、2009年、86-92頁
- 馬場圭太、「説明義務と証明責任」、中田裕康・山本和彦・塩谷國昭編『説明義務違反・情報提供義務をめぐる判例と理論』（臨時増刊判例タイムズ1178号）、2005年、26-31頁
- 樋口孝夫、「シンジケート・ローンにおけるアレンジャーの参加金融機関に対する法的責任の問題点」、『銀行法務21』761号、2013年、36-53頁
- 藤田友敬、「『法と経済学』の観点から見た情報開示」、中田裕康・山本和彦・塩谷國昭編『説明義務違反・情報提供義務をめぐる判例と理論』（臨時増刊判例タイムズ1178号）、2005年、32-39頁
- 、「有価証券の範囲」、金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』、公益財団法人 日本証券経済研究所、2010年、1-28頁
- 淵田康之、「問われるファイナンシャル・ゲートキーパーの役割」、『資本市場クォーターリー』2005年秋号、2005年、2-16頁
- 堀田佳文、「投資取引における説明義務と適合性原則」、岩原紳作・山下友信・神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』、商事法務、2013年、311-333頁
- 本多正樹、「判批（最三判平成24年11月27日）」、『金融法務事情』1977号、2013年、18-21頁
- 松井茂記、「変貌する名誉毀損法と表現の自由」、『ジュリスト』1222号、2002年、77-92頁
- 松尾直彦、「IOSCOによる信用格付機関原則・証券アナリスト原則の策定」、『商事法務』

1676号、2003年、14-21頁

——、『金融商品取引法〔第3版〕』、商事法務、2014年

光岡弘志、「説明義務違反をめぐる裁判例と問題点」、『判例タイムズ』1317号、2010年、28-43頁

森下哲朗、「シンジケート・ローンにおけるアレンジャー、エージェントの責任」、『上智法學論集』51巻2号、2007年、1-76頁

森田 果・小塚荘一郎、「不法行為法の目的——『損害填補』は主要な制度目的か」、『NBL』874号、2008年、10-21頁

弥永真生、「信用格付機関の民事責任」、資本市場研究会編『企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言——2013年度版』第3章、2012年、90-131頁

山口利昭、「会計監査人の法的責任と司法判断のあり方——ナナボシ事件地裁判決を中心に——」、『同志社法学』61巻2号、2009年、387-413頁

山田誠一、「情報提供義務」、『ジュリスト』1126号、1998年、179-184頁

横山美夏、「契約締結過程における情報提供義務」、『ジュリスト』1094号、1996年、128-138頁

——、「説明義務と専門性」、中田裕康・山本和彦・塩谷國昭編『説明義務違反・情報提供義務をめぐる判例と理論』（臨時増刊判例タイムズ 1178号）、2005年、18-25頁

Bai, Lynn, “On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry,” *NYU Journal of Legislation and Public Policy*, Vol.13, no.2, 2010, pp.253-313.

Coffee, John C. Jr., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms,” *Boston University Law Review*, Vol.84, no.2, 2004, pp.301-364.

——, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006.

Ellis, Nan S., Lisa M. Fairchild and Frank D’Souza, “Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea?: Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis,” *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol.17, no.2, 2012, pp.175-222.

Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report, Authorized Edition:*

Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Public Affairs, 2011.

Hamdani, Assaf, "Gatekeeper Liability," *Southern California Law Review*, Vol.77, no.1, 2003, pp.53-121.

Hunt, John P., "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement," *Columbia Business Law Review*, Vol.2009, no.1, 2009, pp.109-209.

Husisian, Gregory, "What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability," *Cornell Law Review*, Vol.75, no.2, 1990, pp.410-461.

International Monetary Fund (IMF), *Global Financial Stability Report, October 2009: Navigating the Financial Challenges Ahead*, 2009.

Kraakman, Reinier H., "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy," *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.2, no.1, 1986, pp.53-104.

Manns, Jeffrey, "Downgrading Rating Agency Reform," *The George Washington Law Review*, Vol.81, no.3, 2013, pp.749-812.

Pendergraft, Eric S., "Section 933(b): Nimble Private Regulation of the Capital Market Gatekeepers," *Florida State University Law Review*, Vol.39, no.2, 2012, pp.511-531.

Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs (United States Senate), 2011.

Schwarcz, Steven L., "Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox," *University of Illinois Law Review*, Vol.2002, no.1, 2002, pp.1-27.

Shavell, Steven, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press of Harvard University Press, 2004. (田中亘・飯田高訳『法と経済学』、日本経済新聞出版社、2010年)

Tuch, Andrew F., "Multiple Gatekeepers," *Virginia Law Review*, Vol.96, no.7, 2010, pp.1583-1672.