

『証券経済学会年報』第49号別冊
第81回春季全国大会
学会報告論文

「格付会社を取り巻く事業環境の変化と格付けの将来像」

—日本における格付会社の実態を踏まえた考察—

格付会社を取り巻く事業環境の変化と格付けの将来像

－日本における格付会社の実態を踏まえた考察－

江川 由紀雄

新生証券

1. はじめに

米国では大手格付会社が100年を超える業歴を誇っているが、日本でも格付会社の設立や進出からほぼ30年の時間を経ている。株式会社日本格付研究所および株式会社日本インベスターズサービスが民間の金融機関等の共同出資により1985年4月に設立された。同時期に、1970年代から日本経済新聞社の社内組織として格付けを行っていた日本公社債研究所が分社化し、株式会社となった。また、1985年から86年に掛けて、Moody'sが在日現地法人を設置、IBCA（フィッチの前身の1社）およびS&Pが東京に事務所を設置した。こうした日本における格付会社の草創期からおよそ30年の時間が経過した。

日本では、2010年以降、金融商品取引法に基づく信用格付業者として、格付会社（外資系にあっては、在日現地法人に限る）が規制業種化され、証券会社と同様に、証券監督当局の監督下に置かれている。格付会社に対する規制の導入は、近年の格付会社の経営環境の重大な変化をもたらしたと言えよう。金融庁長官の登録を受けた信用格付業者はその売上高・在籍アナリスト数等の公表が求められることになり、日本においては小規模な非公開企業である格付会社の事業規模につき、ある程度窺い知ることが可能になった。

日本の格付会社（外資系の在日現地法人を含む）は、米国大手に比べ、事業規模が大幅に小さい上に、売上高はここ数年横ばいであり、在籍アナリスト数については業界全体として減少傾向が見られる。

本報告では、日本における格付会社を取り巻く事業環境（規制環境を含む）と格付会社の行動の変化を概観し、今後の展望を描くことを試みる。とくに、格付会社に対して規制が導入されることになった2010年前後の状況につき、公に入手可能な文献資料を元に、史実の確認と整理を行う。更には、日本において信用格付けが期待される役割を果たすための方策について立案を試みる。

2. 格付会社の実態

本稿では、政府や企業などの債務履行に関係する、信用力を序列化するなどしたうえで、記号などでわかりやすく表現した信用格付けを格付けといい、事業としてこうした信用格付けを専門的に行っている企業を格付会社という。

(1) 格付けの発祥

格付けを、企業などの信用力について評価を行い、アルファベットなどを用いた簡単な記号で表現したものとすれば、その発祥はムーディーズの創業者であるジョン・ムーディーが1909年に著した鉄道投資分析（*Moody's Analysis of Railroad Investment*）だとする説が一般的である。約250社の鉄道会社およびそれらが発行する社債に、アルファベットを用いた単純な記号で、信用力の比較ランキングを表示した。もっとも、鉄道業界および運河業界についての刊行物は、ヘンリー・V・プアー氏が1850年代に出版を始めている。米国における格付けおよび格付会社は、鉄道業の発展を背景にした、19世紀末から20世紀初頭にかけての米国における株式および社債の投資家向けの出版

¹ 金融商品取引法第2条は、「信用格付」を「金融商品又は法人の信用状態に関する評価（以下この項において「信用評価」という）の結果について、記号又は数字を用いて表示した等級をいう」と定義する。もっとも、本稿では、必ずしも日本の金融商品取引法の定義にも拘束されないこととしたい。

² 格付けではないものの、Henry V. Poor氏は1850年代に *American Railroad Journal* の定期刊行を始め、1868年には、「マニュアル」を出版したとされている。19世紀終盤から20世紀始めに掛けての、格付会社および格付会社の創業者らの動向については、Sinclair [2005]の Chapter Two (pp. 22—27)を参照。

情報サービスから発展したものと整理することができよう。こうした米国における格付けの発祥については、Sinclair [2005]および森田 [2010]がわかりやすく解説している。

(2) 格付会社の数

格付会社は、一体、何社存在するのだろうか。信用リスクに関する研究実績を掲載するウェブサイト、Defaultrisk.com を主宰している Greg Gupton 氏によると、2011 年 10 月現在で 76 社³だという。世界に格付会社が 112 社存在するとする調査⁴やアジアに 30 社、ドイツに 7 社等としている文献⁵もある。アジア開発銀行を事務局とする Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA)には、2014 年 12 月末日現在で、13 か国・30 社の格付会社が加盟⁶している。欧州にも格付会社の団体が存在する。パリに本拠地を置く European Association of Credit Rating Agencies (EACRA) のウェブサイト⁷によると、2014 年 12 月現在、ドイツ、ロシア、イタリア、トルコなどに本拠地を持つ格付会社 11 社が加盟している模様である。格付会社の新設や統合、廃業は、頻繁に起きていると思われる。このため、現存する格付会社を漏れなく把握することは容易ではない。そうしたことを踏まえても、多数の格付会社が存在するということは言えそうだ。格付会社が多数存在することを敢えて指摘した理由は、格付会社については、Moody's と S&P の 2 社のみ、あるいは、これに Fitch を加えた 3 社のみが存在するかのよう論じる文献が多いように思えたからである。

³ Defaultrisk.com
(http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm)

⁴ 黒沢[2011], pp. 39—41

⁵ 三井・野崎・有吉・大越・徳安[2011], p.6 掲載の「世界の格付会社」

⁶ ACRAA のウェブサイト (<http://www.acraa.com/>)
および ACRAA の事務局を務めるアジア開発銀行のウェブサイト
[http://aric.adb.org/initiativetable.php?iid=108&ssid=2&title=Association%20of%20Credit%20Rating%20Agencies%20in%20Asia%20\(ACRAA\)](http://aric.adb.org/initiativetable.php?iid=108&ssid=2&title=Association%20of%20Credit%20Rating%20Agencies%20in%20Asia%20(ACRAA))

⁷ European Association of Credit Rating Agencies
ホームページ (<http://www.eacra.fr/>)

(3) 日本における格付会社の導入

日本では、1984 年 5 月の日米円ドル委員会報告書において、「大蔵省は、将来においてユーロ円債の適債基準が両国の指導的な格付機関の格付によって置き換えられ得るならば、このような格付制度の採用に向けて検討を行なうことになろう」とされたこと、および同年 12 月の社債問題研究会（事務局は経団連）の『新たな格付機関の設立に向けて』において、格付機関の設立が提唱されたことを受け、1985 年 4 月に株式会社日本格付研究所および株式会社日本インベスターズサービスが民間の金融機関等の共同出資により設立された。同時期に、1970 年代から日本経済新聞社の社内組織であった日本公社債研究所が分社化し、株式会社となった。また、1985 年から 86 年に掛けて、ムーディーズが在日現地法人を設置、IBCA（現在のフィッチの前身の 1 社）および S&P が東京に事務所を設置した。こうした一連の動きが、日本における「格付会社」の始まりだと位置づけられよう。なお、「格付会社」の設立に先立ち、日本経済新聞社の内部組織であった公社債研究会が 1975 年頃から、「三國債券情報」で知られる三國陽夫氏が率いる三國事務所が 1983 年から格付けを行っていた。なお、1983 年から 2009 年までの間、格付け事業を営んでいた三國事務所は、2009 年 12 月末をもって廃業した⁸。

現在の日本では、格付会社は、金融商品取引法に基づく登録制⁹のもと、5 グループ 7 社が信用格付業者として営業¹⁰している（2015 年 1 月 1 日現在）。

⁸ 報道例 ブルームバーグ「三國陽夫氏：27 年目の格付け事業、年末で終了一元同友会副代表幹事」2009 年 11 月 10 日

(<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-KSVC931A1I4I01.html>)

⁹ 「登録できる制」と説明されることもある。信用格付けを提供する事業は登録を受けなくても営める。もっとも、登録を受けない業者の格付けは、金融商品取引業者が勧誘に用いようとする際に説明義務が課されるなど、差別的な扱いを受ける。三井他[2011], p.180

¹⁰ 金融庁のウェブサイト上の「免許・許可・登録を受けている業者一覧」のうち、「信用格付業者」を参照。
(<http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo.html>)

3. 格付会社と規制の関係

格付会社は、創業以来、長年にわたり、非規制業種であり、いわば出版会社に類似した存在であった。ところが、米国では 2006 年の法改正に基づき 2007 年 9 月から、日本では 2009 年の法改正により、2010 年 9 月から、欧州連合では 2009 年の法改正により 2010 年ないし 2011 年から、主要な格付会社が証券監督当局（日本では金融庁）の監督下に置かれ、規制業種となっている。ここ数年を振り返ると、格付会社にとっての重大な事業環境は、規制導入に関連するものと整理できるであろう。

ここでは、米、日、欧（EU に限る）について、格付会社が登録制のもとで、証券監督当局の監督下に置かれた経緯を簡単に整理する。

(1) 米国における格付会社規制導入

米国では、エンロン倒産の翌年、2002 年 10 月に上院の委員会がエンロンの倒産に関し格付会社の問題を指摘した。これを受け、翌 2003 年から SEC が格付会社制度に関する検討を開始し、2006 年の NRSRO 登録制への移行を含む信用格付会社改革法の成立へと進展した。同法に基づき SEC 規則が改正され、2007 年 9 月 24 日から主要な NRSRO は SEC の監督下に置かれた¹¹。なお、NRSRO (nationally recognized statistical rating organizations) (直訳すれば、さしずめ、「全国的に認知された統計的格付機構」であろうか) とは、1975 年に証券監督委員会（以下、SEC）が導入したもので、登録制に移行するまでの間は、申し出のあった格付会社を対象に、一定の審査を経て、自らを NRSRO と称しても差し支えない旨のノー・アクション・レターによる「指定制」（あるいは「指名制」）によって運用されていた。日本では 1992 年に大蔵大臣が期間を定めて指定する「指定格付機関」制度が導入された（2010 年末に廃止された）が、これは、かつての米国の NRSRO 制度に倣ったものと思われる。

(2) 日本における格付会社規制導入

¹¹ 登録を受けている NRSRO の一覧および概要は、SEC Office of Credit Ratings のウェブサイトに掲載されている。<http://www.sec.gov/ocr>

金融戦略チーム（金融担当大臣の私的諮問機関）は、2007 年 11 月に発表した報告書で、米国のサブプライムローン関連商品に対する格付けの問題を指摘した¹²。翌 2008 年 7 月には、渡辺喜美金融担当大臣が記者会見にて「格付会社について、サブプライムローン問題に見られる市場動向（中略）欧米当局の動向を見据えつつ、登録制度を含め国際的に整合的な公的規制の枠組みの検討を事務方に指示したところ」と述べ、金融庁において格付会社規制に向けての検討が開始されたことを明らかにした。

格付会社規制の導入については、2008 年 10 月から 12 月に掛けて、金融審議会金融分科会第一部会で審議が行われた。公表されている議事要旨・配布資料を見れば明らかだが、ここで指摘され、議論された問題の多くは米国で発生した事象に関係する問題であった。たとえば、サブプライムローン関連証券化商品の格付けプロセスや、米 SEC の米国における主要格付会社への立ち入り検査を踏まえた報告書などが議論の対象¹³になっている。こうしたことから、日本において格付会社規制が金商法に基づく登録制の形で導入されるに至った主な理由は「サブプライム問題」に置かれていたものと総括できると報告者は考えている。

なお、2008 年 11 月 15 日に、日本政府は、「危機の克服—麻生太郎の提案」と題する文書（原文は英文）

¹² 「証券化商品の格付ビジネスに利益相反の可能性が内在していたのではないか。証券化商品には、通常、モデルが利用されているが、そのモデルの内容や妥当性等につき適切な検証やディスクロージャーがなされていたのかどうか。また、シミュレーションを行う際、十分長期間のデータを使用し、リスクを的確に考慮していたか」等の問題指摘が行われた。金融市場戦略チーム「第一次報告書」、2007 年 11 月 pp. 9—10 (<http://www.fsa.go.jp/news/19/20071130-3.html>)

¹³ たとえば、金融審議会金融第一部会第 53 回会合（2008 年 10 月 15 日）における議事録では、「サブプライムローンの格付プロセスにおいて利益相反が本当にあったのか」、「トリプル A であった会社（AIG）が救済を受けたことを見れば、格付会社が将来の見方を間違えたことは明らか」といった、米国の証券化商品や米国の金融機関の格付けに関する発言が多数あったことが確認できる。同会合に金融庁が提出した配布資料では、SEC による米格付会社大手 3 社に対する立入検査の結果を公表した報告書を紹介している等、米国において生じた問題が紹介されている。

を初の G20 サミットとなったワシントンサミットで配布し、公表¹⁴した。この「麻生太郎の提案」の中で、格付会社の監督・規制について、「各国当局に法的権限をもたせる」ことを提案している。この「麻生太郎の提案」が公表された日に開幕した G20 サミットでは、「信用格付会社に対する強力な監督を実施」することが共同宣言¹⁵に盛り込まれた。

表 1 金融審議会における格付会社規制に関する審議

回	月日	参考人	主な内容
53	10/15	格付会社5社の代表者・幹部	米 SEC による大手 NRSRO 検査の結果 (金融庁) 米国における格付けを巡る問題についての質疑 (委員、参加者)
55	11/19	証券会社幹部 生命保険会社 幹部	米国の格付会社に対する問題指摘 米国および EU における格付会社規制 (強化/導入) の概要
56	11/25	なし	事務局 (金融庁) による格付会社規制の枠組み案の説明
59	12/11	なし	事務局 (金融庁) 作成の報告書案の読み合わせ、字句検討
60	12/17	なし 中川昭一金融 担当大臣出席	改訂報告書案を一部字句修正のうえ了承

注：全て 2008 年 (平成 20 年)

出所：金融庁のウェブサイト上で公表されている議事要旨・議事録・配布資料を基に報告者とりまとめ

同年 (2008 年) の金融審議会の報告を受け、2009 年には金商法改正法案が国会に提出され成立、2010 年 4 月に信用格付業者の登録制が開始された。実際に登録を受ける信用格付業者が出現し始めたのは 2010 年 9 月であった。

¹⁴ 首相官邸 「金融・世界経済に関する首脳会合内外記者会見」 (平成 20 年 11 月 15 日)

(<http://www.kantei.go.jp/jp/asospeech/2008/11/15nagai.html>)

¹⁵ たとえば、日本の外務省 「麻生総理大臣の G20 ワシントン DC・サミット (金融・世界経済に関する首脳会合) への出席」 (平成 20 年 11 月)

(http://www.mofa.go.jp/mofaj/kaidan/s_aso/fwe_08/index.html)

日本における格付会社規制導入は、金融庁を中心に、金融審議会における審議と答申を経て決まったが、その検討過程を振り返ってみると、米国の格付会社や「サブプライム問題」と呼ばれていた現象に関する問題ばかりが検討・議論の対象になり、わずか数か月で一気に登録制導入の方向性が固まった感がある。金融審の答申に基づく法改正が 2009 年に行われ、2010 年 9 月以降、主要格付会社が登録を受け、金融庁の監督下に置かれた。しかし、日本の信用格付業者登録制のもとでは、日本における格付会社規制導入の際に議論の対象になった格付会社 (米国の大手格付会社) には金融庁の監督権限が及ばない。米国系格付会社にあっては、在日現地法人のみが日本の当局の監督下に置かれているのである。

表 2 信用格付業者の業容

	在籍アナリスト数			売上高 (億円)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
JCR	57	58	57	17.9	18.1	18.5
MJJK	45	32	27	21.5	18.7	22.3
MSFJ	12	10	6	0.8	2.5	3.1
SPJ	41	36	31	23.9	21.3	25.2
R&I	78	77	74	37.7	38.1	36.3
FRJ	7	6	6	5.1	6.6	5.6
NSP	N/A	10	10	N/A	0.78	0.74
合計	240	229	211	106.9	106.1	111.7

注：JCR は翌年 3 月に終了する事業年度 (末)、その他の各社は当年 12 月に終了する事業年度 (末)

各社の並び順は、金融庁長官の登録番号順

JCR: 株式会社日本格付研究所 MJJK: ムーディーズ・ジャパン株式会社 MSFK: ムーディーズ SF ジャパン株式会社 SPJ: スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社 R&I: 株式会社格付投資情報センター FRJ: フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社 NSP: 日本スタンダード&プアーズ株式会社

出所：各社が公表している「金融商品取引法第 66 条の 39 に基づく説明書類」

(3) 欧州連合における格付会社規制導入

欧州連合 (EU) においても、日本における格付会社規制導入とほぼ同時進行で格付会社規制の導入が進んだ。格付会社に関する規制を定める欧州議会および

理事会規則 2009 年第 1060 号¹⁶は、2009 年 12 月 7 日に施行された。登録・監督権限は、各国の証券監督当局であったが、2011 年 7 月 1 日付で欧州連合の証券監督当局の連合体である European Securities and Markets Authority (ESMA)に移管された。欧州当局の登録または証明を受ける格付会社は 2015 年 1 月 1 日現在で 43 社¹⁷となっている。これら 43 社のうち、EU 域外に本拠地を有する格付会社は、株式会社日本格付研究所 (JCR) (本社：日本・東京) を含め 4 社となっている。欧州委員会は、2010 年 9 月に格付会社に対する我が国の規制・監督の枠組みを欧州規制と同等とする決定を行った旨を日本の国金融庁が発表¹⁸している。この決定が、日本の格付会社である JCR が EU 域外の格付会社として欧州当局の証明 (certification) の格付けは EU 域内で規制目的での利用が認められる) 根拠となっている。

EU と日本における格付会社規制導入に関する動きをまとめてみた。日本がやや先行している感はあるが、ほぼ同時進行的に進展してきたことが確認できよう。

表 3 欧州連合と日本における格付会社規制導入過程

欧州連合	日本
2008 年 4 月 域内市場 McReevy 委員長が格付会社に対する規制導入の必要性について発言	2008 年 7 月 渡辺金融担当大臣「国際的に整合的な公的規制の枠組みの検討を事務方に指示」との発言
2008 年 7 月～9 月 格付会社規制に関する意見募集	2008 年 10 月～12 月 金融審議会にて審議
2008 年 12 月 格付会社規制法案議会提出	2008 年 12 月 金融審議会金融分科会第一部会報告書に格付会社登録制導入を答申
2009 年 4 月 法案議会通過	2009 年 3 月 格付会社規制法案 (金融商品取引法改正法案) 国会提出
2009 年 11 月 段階的施行開始	2009 年 6 月 同法案国会通過、成立、公布
2010 年 6 月 格付会社規制改正法案議会提出 (監督機能の集約等)	2010 年 4 月 段階的施行開始
2010 年 11 月 欧州地場系格付会社の登録事例出現開始	
2011 年 5 月 改正法案議会通過	

¹⁶ Regulation (EC) No 1060/2009

¹⁷ ESMA のウェブサイトに掲載されている。

(<http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>)

¹⁸ 金融庁「欧州委員会による我が国格付会社 規制の同等性評価の決定について」平成 22 年 9 月 30 日 (<http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20100930.html>)

2011 年 9 月 米国系格付会社の在欧拠点登録事例出現開始	2010 年 9 月 登録を受ける格付会社出現開始
	2010 年 10 月 無登録格付けの利用制限開始

出所： 各種公表情報を基に報告者作成

4. 日本の格付会社の将来

日本で営業している格付会社 (外資系格付会社の在日現地法人を含む) は、いずれも非公開企業であり、業容や財務内容に関する継続的な開示を行っていない。米国系格付会社は、その親会社¹⁹が公開企業であり、一定の情報開示を行っているが、これらの親会社の開示情報を見ても、日本に限定した業容は読み取れない。ちなみに、Moody's Corporation は、2013 年に売上高 29.7 億ドル (およそ 3 千億円) と史上最高を記録し、純利益 (net income) は 8045 億ドルであった。McGraw Hill Financial, Inc. の 2013 年の売上高は 48.8 億ドルだったが、そのうち、S&P Ratings 部門の売上は 27.7 億ドルであった。

日本の格付会社については、公表情報からは、本稿で既に述べた通り、各社が登録を受けた 2010 年 9 月以降の会計年度分について、金融商品取引法に基づき縦覧が要請されている売上高や在籍アナリスト数が明らかになっているだけである²⁰。

公表情報から判断できる範囲でも、2011 年度以降、日本では、格付会社に所属するアナリストの数が減少

¹⁹ Moody's Corporation および McGraw Hill Financial, Inc. (Standard & Poor's Ratings として世界各地で格付け事業を展開)

²⁰ サブプライム問題勃発 (2007 年) とリーマンショック (2008 年) の前後に、日本で営業する格付会社各社の業容および収益環境がどのように変化したかが気になるところである。報告者は、日常的に格付会社の役職員と接触があり、そうした関係者から、2008 年頃から 2010 年に掛けて外資系格付会社の在日拠点が大幅な人員削減を実施したことや、売り上げが大幅に減少したことを会話の中で直接聞いてはいる。しかし、この時期については、各社の業容を判断するに足る公表情報はなく、報告者は、本報告では、それを明らかにすることができなかった。日本で営業する格付会社の経営が、リーマンショックの影響を受け、なかでも外資系格付会社各社の在日拠点が大幅に事業を縮小したこと等に関する考察は、今後の課題としたい。

傾向にあることと、業界全体で売上高がたかが 100 億円をやや上回る程度に過ぎないことは明確である。業界全体として売上高がたかが 100 億円台に過ぎない少数の中小企業群というのが、日本の格付会社および格付会社の集合体としての格付業界の実態である。こうした少数の中小企業群が、金融商品取引法の登録制度の元で、証券会社（第一種金融商品取引業者）等とほぼ同じ枠組みで規制と監督の対象になっているのである。

実態が中小企業であるにもかかわらず、厳格な規制の対象となったことによる経営への負担もさることながら、格付会社に対して規制が導入された結果、たとえば、利益相反の弊害防止措置として、アナリストの担当替えまたは格付委員会の構成員の交代制を採らねばならなくなった。格付けアナリストの交代制を採用するとしている信用格付業者もある。極めて少数で運営している組織で、ローテーション制を採用する弊害として、アナリストの知識・経験蓄積機会を阻害することや、格付会社の経営者に経験豊富なアナリストを人員削減の対象にする口実を与える可能性など多数の問題点を森田[2010]は指摘している。

現状、日本で営業する格付会社は、各社とも、有料でレポートへのアクセス権や出版物を販売してはいるが、主な収益源は格付手数料であり、格付手数料の料率に大きな変化がないとすると、売上高は、社債や証券化商品の発行状況に連動することになる。日本に於いて社債や証券化商品の発行が今後大きく伸びていくというシナリオは描きにくく、日本の格付業界が格付会社各社の格付けの品質を保ちつつ、今後とも長年にわたり存続できるようにするには、何らかの施策が必要になってくる可能性がある。日本の格付会社の将来については、報告者は楽観視できる材料をまったく持ち合わせていない。

4. むすびにかえて

日本の格付会社・格付業界のひとつの問題は、決して多いとはいえない人数のアナリストが在籍しているに過ぎず、人員削減の動きが生じているということにあのではないかと。信用リスク分析は、多分に属人的なノウハウやスキルの集積の上に成立するものであり、優秀なアナリストを維持すると共に、次世代の育成も必要であろう。信用リスク分析に関するノウハウの発展継承に取り組んではどうか。業界団体の設立、業界

横断的な研究会などが考えられる。

格付け会社の経営基盤安定のためには、収益源の確保・拡大も課題であろう。社債などの債券ばかりを対象とせず、ローンが格付けの対象として収益源にならないだろうか。てっとり早い収益改善策は、手数料の値上げであろう。この点、外資系格付会社は、ここ数年、徐々に手数料の値上げを進めているようであるが、格安な手数料を提示して格付け依頼の獲得を狙う格付会社もある模様²¹である。

ところで、日本の金融・資本市場に 5 グループもの格付会社が必要だろうか。何度も繰り返して恐縮だが、たかが売上高 100 億円規模の業界である。業界再編の可能性は完全には否定できないであろう。格付会社が何社必要なのかについては、様々な見方があり得よう。自動車メーカーや家電メーカー、あるいは半導体メーカーの適正数は議論の対象になり得るだろうが、格付会社は、法律事務所や出版社のようなもので、経営資源の大部分は人的資源であり、設備投資はほとんど必要ない。したがって、自然独占が正当化されるべき業界ではない。このため、ごく小規模で多数の業者でも、小規模な少数の業者でも、格付業界の姿は、どちらでもあり得るものだろう。（米国等と違い、大規模な業者は考え難い。）ただし、1 社あたりの規模があまりに小さすぎると、組織としてのノウハウ維持や経営の安定性の面で問題が生じやすい。

本稿は、2014 年 6 月 15 日に証券経済学会第 81 回全国大会にて行った報告の要旨をまとめたものである。本稿の脱稿は 2015 年 1 月だが、その内容は、原則として、記述内容は 2014 年 6 月時点のものである。ただし、業容や格付会社の数に関する数値（金額、数）については、一部、脱稿時点の最新情報に置き換えてある。

証券経済学会における慣行に沿って、本稿では報告者は所属を明らかにしているが、本稿中、意見にわたる部分は、報告者の個人的な見解であり、報告者の勤務先とは関係ない。

²¹ 報告者が接触している多くの関係者から異口同音に同じ話を聞く。しかし、格付手数料については、各社とも、料率等を公表していないため、本報告では、その実態を具体的に明らかにすることができなかった。今後の課題としたい。

【参考文献】

- 江川由紀雄 [2015], 「日本国債の格下げに抗議するべきか」, PRESIDENT 2015.1.12 号, pp. 12—13, プレジデント社 (<http://president.jp/articles/-/14265>)
- 江川由紀雄 [2013], 「米司法省が S&P を提訴—格付け会社を締め付ける欧米当局、投資家は蚊帳の外」, 週刊『エコノミスト』, 2013.3.12 号, pp. 96—98, 毎日新聞社
- 江川由紀雄 [2012], 「格付け、格付会社、格付けと規制との関係について—日本の制度としての格付けに関する一考察—」, 『流動化・証券化協議会会報誌 SFJ ジャーナル別冊 証券化市場の活性化に向けて』, 2012 年 12 月, 一般社団法人流動化・証券化協議会, pp. 33—50 (http://www.sfi.gr.jp/journal_sv/)
- 江川由紀雄 [2007], 『サブプライム問題の教訓—証券化と格付けの精神』, 商事法務
- 高橋正彦 [2012], 「証券化と格付機関規制」, 『資産流動化に関する調査研究報告書』第 7 号 (平成 24 年 3 月), 社団法人リース事業協会
- 田中英隆 [2012], 「格付会社規制の原点を確認する」, 江川由紀雄 [2012], 「金融規制における格付利用の当否」, 『週刊金融財政事情』2012.3.12.号, 金融財政事情研究会, pp. 10—15, pp. 24—29
- 日本証券業協会 [2011], 『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』 (<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/saikenwg05.html>)
- 三井秀範監修・野崎彰編著・有吉尚哉・大越有人・徳安亜矢著 [2011], 『詳説 格付会社規制に関する制度』, 商事法務
- 森田隆大 [2010], 『格付けの深層—知られざる経営とオペレーション』, 日本経済新聞出版社
- 流動化・証券化協議会 格付会社規制についての検討ワーキング・グループ [2008], 「格付けおよび格付会社に対する公的規制のあり方に関する意見」, 10 月 28 日 (<http://www.sfi.gr.jp/opinion/data/others/081028.pdf>)
- Sinclair, Timothy J. [2005], *The New Masters of Capital—American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press