

目次

■ JBIS EYE'S	証券会社関連の動向 .....	01
	証券関連業務に関する行政の動き .....	01
■ JBIS ONLINE	= JBISのBPOサービス = 約款作成サービス、相続事務サービス .....	02
	SIGMA社長会開催レポート .....	03
■ PICK UP TOPICS	= 証券業界トレンド = <シリーズ>アジアの市場 = インドネシア = .....	04
	毎月分配型ファンドのトレンド .....	04
■ JBIS'S FOCUS	格付機関について .....	05

## JBIS EYE'S — ビジネスニュース —

### 証券会社関連の動向

- 【中国市場】 深圳取引所の新興市場“創業ボード”が開設1年で134社上場(10/31)  
— 市場規模は約7.4兆円に拡大
- 【上場】 AIGのアジア生保部門AIAが香港市場上場(10/29)  
— 178億ドルと香港単独では過去最高の資本調達
- 【証券税制】 政府税調は証券優遇税制の廃止検討へ(10/29)  
— 民主党税制改正PTでも優遇税制存続要望を見送り
- 【証券会社決算】 主要証券会社20社中、17社が赤字・減益へ(10/29)  
— 株式市場の出来高低迷の影響大
- 【日銀包括緩和策】 5日発表の”包括的な金融緩和策“での資産買入枠を公表(10/28)  
— ETFは4,500億円、J-REATは500億円
- 【SGX】 シンガポール取引所がオーストラリア取引所(ASX)を買収へ(10/25)  
— 買収総額84億豪ドルで合意、株式交換方式の為、東証保有のSGX株希薄化の可能性も
- 【商品取引所】 東京穀物取引所が東京工業品取引所へ統合申し入れ(10/18)  
— 来春目途に、商品移管など交渉中
- 【外債投資】 1~9月の国内投資家の外債投資は20.9兆円と過去最高(10/17)  
— 銀行が米債投資を積極化(過去最大は2005年の15.9兆円)
- 【ブラジル】 10月中2度目の資本規制実施(10/18)  
— 債券投資にかかる金融取引税 2%→6%へ
- 【買収】 いちよし証券が佐世保証券買収を公表(10/6)  
— 株式交換方式(簡易合併)で実施

### 証券関連業務に関する行政の動き

- ・ 空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について(10/29)  
— Naked Short Sellingの禁止や一定規模以上の報告義務などの“空売り規制”や自己株式取得の緩和措置など7回目の延長で、来年1月末まで
  - ・ アンツ・アセットマネジメント株式会社に対する行政処分について(10/26)
  - ・ 平成22年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について(10/22)  
— 清算関連の基盤整備について以下の措置
    - ▷ 国内清算機関の最低資本金を10億円に
    - ▷ 外国清算機関がリンク参入・直接参入する場合は、業務の経験年数が3年以上
    - ▷ 外国清算機関が清算取引を行う取引のうち、我が国の資本市場への影響が軽微なものは規制適用外
  - 証券会社の連結・監督等について
    - ▷ 主要株主規制の強化の対象は、総資産基準額1兆円
    - ▷ 川下・川上連結に対する規制は、連結自己資本規制比率の算定を四半期ごとに行う
  - ヘッジ・ファンド規制として、外国投信を国内から直接設定、指図する運用形態も、投資運用業者として登録制へ
  - 地方公共団体を“プロへ移行可能なアマ”に分類変更
  - 個人向け店頭デリバティブ全般も不招請勧誘禁止へ(証券CFD取引を想定)
  - 不動産デリバティブを業規制・行為規制の対象に
  - 事業型ファンドでの分別管理徹底を行う為、契約締結前交付書面の記載事項に分別管理の実施状況を追加(証券取引等監視委員会の建議分)
- ※以上の改正は平成23年4月1日施行予定

## 今、JBISがお勧めする2つのBPOサービス

(株)JBISは証券システムの開発・運用から証券事務の代行(BPOサービス)までの証券ビジネスをワンストップでサポートしております。

BPOサービスにおいては、実績豊富な(株)JBISビジネスサービスとの連携によって、証券ビジネスにおける長年の経験を活かした高度で専門的なサービスをご提供いたしております。貴社の今後の運営の一括管理も含めて、どうぞご検討ください。

### 約款作成サービス

制度改正の情報収集・分析から、約款・契約締結前交付書面など投資家向け書面の作成、印刷、投資家への発送をはじめ、投資家からの戻り書面の代理受領、システムのデータ更新までワンストップでサービスを展開しております。また『口座開設キット』の作成も対応しています。

制度変更等をウォッチし投資家向けの書面の作成から発送までを代行

書面の作成・印刷・発送まで委託先の一元管理が可能

書面の標準形を作成し、標準形を元に各社様でご利用

投資家からの戻り書面の代理受領からシステムのデータ更新まで対応

### 相続事務サービス

相続事務作業には、豊富な経験と多大な業務時間が必要とされます。(株)JBISでは、証券会社様の業務負担を軽減すべく、煩雑な作業を代行いたします。証券会社様は、お客様から相続依頼を承ることのみで、その後の書類の発送、手続きのご説明・ご相談・処理完了まで弊社にて承ります。

煩雑な相続関係書類の徴収代行

相続書類作成にあたっての無料電話相談(フリーコール)

相続確定後の残高移管業務代行

相続関係書類の保管代行・電子化

詳しいお問い合わせ先

株式会社 JBIS E-mail: info-eigyo@jbis-inc.com

第2営業部(東京) Tel:03-3630-7427  
(大阪) Tel:06-6307-5553  
名古屋営業部 Tel:052-735-6233

※お詫び  
2010年10月発行のJBISレポートNo.019にて第2営業部(大阪)の電話番号に誤りがありました。お詫びして訂正させていただきます。

SIGMA社長会 開催レポート

今年も恒例のSIGMA社長会を10月28日に開催いたしました。当日はあいにくのお天気でしたが、日頃大変お世話になっております多くのお客様にお越しいただきました。弊社職員のみならず、お客様同士でも和やかにご挨拶を交わされているなか、社長会開催時間を迎えました。



木村証券(株) 木村代表取締役会長

SIGMA社長会会長、木村証券(株)木村会長より、ご挨拶をいただきました。引き続き(株)JBIS社長佐々木より、1年間の活動報告として『ビジネスイノベーションサービス「実績と今後の対応』』のご説明をさせていただきました。



(株)JBIS 佐々木代表取締役社長

プレゼンテーション後の質問では、弊社に対する率直なご意見をお伺いすることができました。弊社サービスに対するお客様の期待の高さを実感するものでした。



ご講演1「証券ビジネスのアジア戦略」  
藍澤証券(株)引受部  
コーポレートアドバイザー  
宇尾 保 様



ご講演2「中国市場の現状と今後の展望」  
中銀萬國證券(香港)有限公司  
マーケティングディレクター  
松田 稔 様

今年の講演はアジアに目を向けたものとなりました。聴講された皆様の注目度も高く、多くのご質問をいただきました。講師の方々の経験からくる率直な感想なども聞くことができ、打ち解けたムードのなか、大変活発な意見交換となりました。



講演会の盛り上がりの余韻が続くなか、懇親会が始まりました。お客様同志の交流の場として様々な情報交換や歓談が続きました。

ご講演 Q&A 抜粋

**Q:** あえて中国のネガティブポイントを挙げるとするとなにか

**A:** 自分達が世界の中心だと思っていること  
共産党一党支配のリスク  
中西部と沿岸部の所得格差

**Q:** 上海に上場しているA株と、香港のH株とで、同じ銘柄で株価格差が出ている点について

**A:** H株については海外のグローバルな証券会社がリサーチを行ってバリュエーションをはじめ推奨しているが、中国国内は個人投資家がほとんど。今日買って明日売ればいいと、値動きに敏感に反応するのが基本。もう一つの背景として、中国は外貨規制があるため、中国国内にあるお金は国内でしかまわせない。中国資金の閉鎖性がA株のプレミアムにつながっている。

**Q:** 証券会社としても中国株を取り扱おうか非常に悩んでいるがどうでしょうか

**A:** お客様の関心は高いが、何を買ったら良いのか、どうやって買ったら良いかわからないのが現状です。中国A株ファンド説明会でも、実感として関心は非常に高い。中国、あるいは海外の株は言葉もわからないと敬遠してしまうのが正直な感想だと思う。時間はかかりますが、「中国とは」「中国株とは」を折に触れてプレゼンテーションされることが、理解を深めていただく上で大変重要です。





## <シリーズ>アジアの市場 = インドネシア =

中国・インドに次ぐ成長を続けるインドネシアへの投資は、投資家の注目を集めている。特にインドネシア取引所のジャカルタ総合指数は、金融危機以前の高値を更新し続けており、10月27日時点でも3,624ポイントと高値圏にある。

市場規模をみると、9月末現在でインドネシア取引所の時価総額が、US\$ベースで3,271億ドルと東証の10分の1程度の規模になる。アジアの主要な16の取引所で見ると12番目の規模になるが、ここ1年間の時価総額の増加率(US\$ベース)は62.6%と大幅な上昇を記録している。ちなみに、1年間(2009年10月~2010年9月)の株式市場時価総額5割以上の増加は、アジア新興国市場の特徴になっているが、コロンボ(スリランカ)の151%、深圳の73%、フィリピンの65%に次ぐものだ。

インドネシアにおける株式取引はオランダ統治時代からあるものの、取引所の歴史は比較的浅く、1952年に開設されたジャカルタ取引所が実質的に最初のものになる。但し、1960年にオランダ企業の株式取引が全面的に禁止されてからは休眠状態が続き、1977年に24社の外国籍企業を強制的に上場させることで再開されているが、10年ほどは市場の低迷が続いていた。その後、資本市場監督庁による国内企業の上場推進策や、海外投資資金の誘導策など資本市場規制の緩和を実施することで、株式取引は活発化し始め、1993年の証券決済機関の設立、1995年の資本市場法の制定などで株式市場のインフラが整備され、2007年には

ジャカルタ取引所と債券や先物取引中心のスラバヤ取引所が合併して、インドネシア証券取引所が発足している。

取引所に上場されている企業数は、9月末で409社になるが、アストラ・インターナショナル(自動車)やインドネシア・テレコム(通信)など上位10社で、時価総額及び売買高の約50%を占めている。また、上場企業を業種別で見ると、本年8月時点の時価総額ベースの割合では、金融が27%、インフラや公益事業関連が17%、鉱業が13%、消費財が12%、製造業が10%と続いている。直近の上昇は、其々に年初から4割前後上昇している消費財や製造業のセクターが、史上最高値を更新する相場を牽引している。

投資家動向に関しては、市場規模が小さい割に海外投資家の関与が大きいことが指摘されていて、少し前になるが2006年世銀の調査では、時価総額ベースで株式保有の74%が海外の機関投資家、21%が国内の機関投資家となっており、国内の個人投資家の割合は5%程度に留まっている。台湾や韓国・中国など国内個人投資家比率が高い他のアジア市場とは対照的だが、その分、国際的金融情勢の影響も受け易く、金融危機の際には40%以上の大幅な下落と2日間以上の取引停止を経験している。

グローバル投資の視点から、豊富な天然資源と2.3億人の人口から、潜在的成長力に期待が寄せられており、株式市場の拡大が続くことが予想されている。

## 毎月分配型ファンドのトレンド

日本だけでの特徴と言われる毎月分配型ファンドの拡大は、2003年から続いており、現在、販売される投信の8割以上を占めている。最近の状況を見ても、1年以内に複数回定期的に分配を行うファンドは、9月末で984本・運用残高が35.9兆円あるが、そのうち毎月分配型は711本・運用残高は32.2兆円と9割を占めていて、日本の投資家の毎月分配型への志向は衰える気配がない。その毎月分配型ファンドでも、いくつか流行るトレンドがあるようだ。最近のキーワードは、“高配当”“新興国”“海外REIT”“通貨選択”などが上げられる。国内で設定されている投信への資金流入順位(1月~9月:モーニングスター調べ)をファンド分類で見ると、次のようになっている。

- 純流入額1位:国際債券エマージング型(新興国債券投資:通貨選択型等)資金純流入額1兆5,548億円
- 純流入額2位:国際株式REIT型(海外REIT投資:通貨選択型等)資金純流入額9,548億円

一方、同期間の資金流出が大きかったファンド分類は、  
○純流出額1位:国際債券グローバル型(グロブなど欧米の債券投資を中心にしたもの)資金純流出額1兆2,005億円

○純流出額2位:国際ハイブリット型(株式や債券、REITに分散投資したもの)資金純流出額9,348億円となっていて、新興国や資源国の債券投資に投資資金が向かったことが分かる。

また最近の状況を見ると、新規に設定された毎月分配型ファンドにおいて、実際に分配が始まった状況を投資家が見極めながら、更に資金流入が拡大していくような高配金ファンドへの集中化傾向がみられる。9月資金流入額1位で約1,182億円資金流入のあった“野村グローバル・ハイ・イールド債券投信”(2009年1月設定)や同2位で約1,056億円資金流入のあった“日興アシュモア新興国財産3分法ファンド”(2010年2月設定)などそれぞれ年率ベースで2割を超えるような配金のファンドへの資金流入が、最近のトレンドとなっている。

格付機関について

- ◆ はじめに
- ◆ 日本の格付機関規制
- ◆ 格付の機能について
- ◆ 格付及び格付機関への期待
- ◆ 格付機関問題

◆ はじめに

本年5月のユーロの大幅下落や株式市場の2番底懸念の契機になったギリシャ危機の再燃では、4月の時点でムーディーズ、S&P、フィッチは、ギリシャ・ソブリン(国や政府系機関が発行する債券)に対する複数段階の格下げを行っていた。その後、市場関係者は、ギリシャ危機の他の欧州諸国への飛び火を恐れ、他の欧州ソブリンの格付の見直しや引き下げ動向を注視する時期が続いた。また、9月末に会社更生法適用

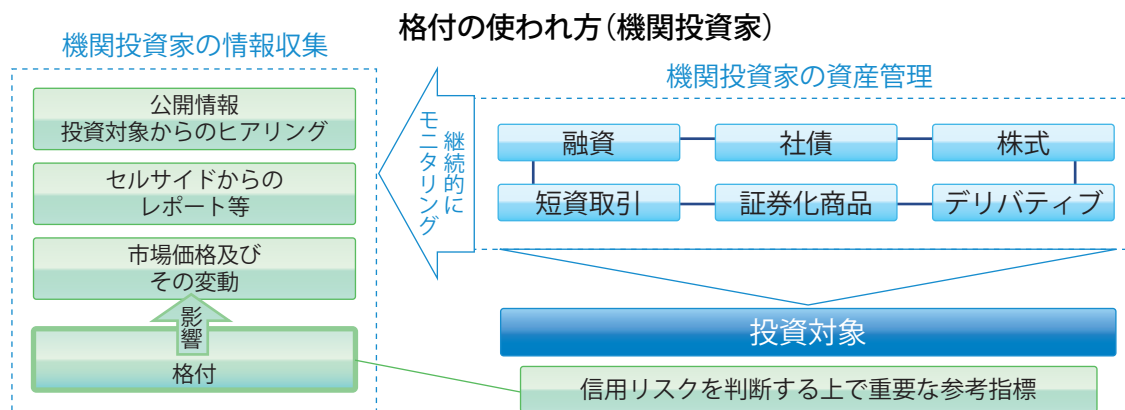
の申請を行った武富士の格付は、昨年6月までは投資適格水準を維持していたが、その後、大幅な格下げが続いていた。

この様に格付が注目されるのは、国や企業が危機的な状況に陥る時だが、この格付を付与する格付機関に対して、グローバルな監視を行おうとする格付機関規制が、欧米では既に始まっており、日本においても実質的に10月から行われている。

◆ 格付の機能について

まず格付の機能について見ていくが、その役割に対する考え方は、置かれた立場によって微妙に異なるものの、格付情報が投融资にとって非常に重要な役割を果たしていることは一致している。特に、企業に対する信用情報を殆ど持たない個人投資家にとっては、公表された格付は唯一のものとなる。企業の信用

リスクに関する情報は、監査法人も接するが、それらは全て公開される訳ではない為、融資を行う金融機関と個人投資家の間では、企業の信用リスクに対する情報の非対称性があることも事実である。この信用情報の隔たりを埋める役割として、格付が期待されている。



一方、信用情報がある程度入手可能な機関投資家や格付機関は、格付に対して次の様な考え方を持っている。(金融審議会第一部会資料より:2008年11月)

【機関投資家(大手生保)の格付に対する考え】

- 格付機関の格付は、投融资先の信用リスクを判断する上で重要な参考情報
- 現実問題として、マーケットでは格付機関の格付は価格に大きな影響を与えている

- 格付機関の格付の精度が向上し信頼性が高まることは、市場参加者にとって大きな共通の利益
- 利益相反(この内容は後述)防止体制の強化、格付付与手法・プロセス等の開示の充実を図ることは、信頼性向上に繋がる

【格付機関(ムーディーズ)の格付に対する考え】

- 有価証券の相対的な信用性に関する意見を提供するという重要な役割を担っている

- ムーディーズの格付は、将来に関する確率論的意見で、収集した情報の自社評価に基づき、他の発行体を評価する過程で得た経験に照らし、発行体が義務を履行する相対的蓋然性を述べたもの
- 格付の目的として、デフォルトの蓋然性×デフォルト事由が発生した場合における損失の重大性=期待損失を測ること
- 格付の特質は、信用リスクに向けた将来の意見であり、次の様な情報に基づいている
  - ▷ 監査され公表された財務諸表
  - ▷ 発行体の経営陣から公表された追加情報
  - ▷ マクロ経済データ
- 格付の機能は限界があり、次の様なものではない

- ▷ 事実の表明
- ▷ 有価証券の購入や売却を促すもの(価格決定ツールや保証など)
- ▷ 不正の取締りやコンプライアンス実現の為の監査代用
- ▷ 投資家自身による信用力評価の代替

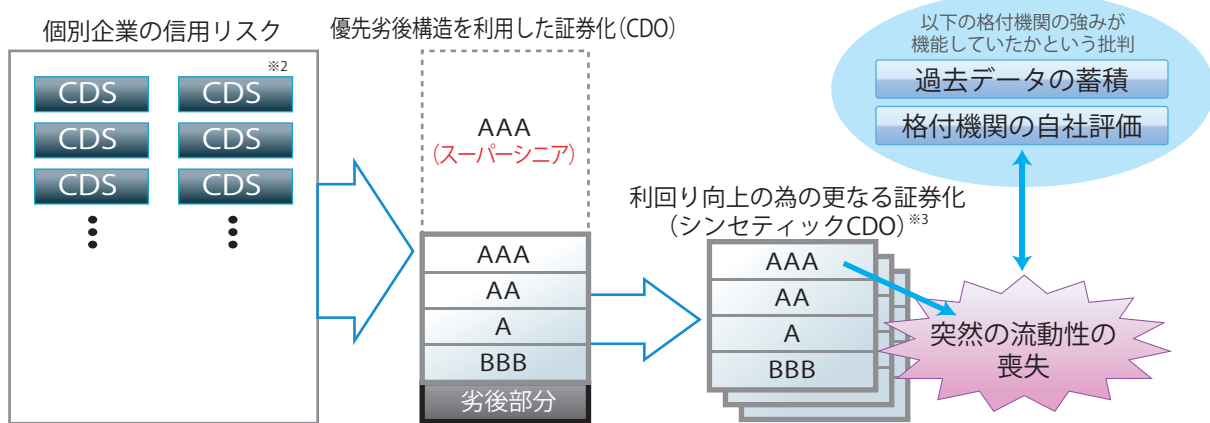
以上の様に、公表された情報なのか、意見なのかの解釈上の相違はあるが、格付が投資判断に重要な影響を及ぼすことは一致している。では、何が“格付”に対する問題かという、格付プロセス(特に格付後の見直し)や格付機関そのものに対する不透明感が拭えないことにあり、そのことは格付機関のビジネスモデルにも及んでいる。

### ◆ 格付機関問題

今回の金融危機の発端はサブプライム・ローンだったが、最大の問題となったのはCDO<sup>※1</sup>をはじめとする証券化商品が高格付を維持しながら、突然流動性を失ったことにある。この事に対しては、CDO等の格付手法が投資家には解り難かった事や、その格付プロセスの不透明性から格付機関への批判が再燃している。格付機関への批判は、2001年に破綻したエンロンの時も問題になったが、発行者が破綻した場合、時として格下げが遅いことに投資家の苛

立ちがぶつけられる。政府まで格付して影響力が大きくなった格付機関も、そもそもは収益性を求める民間企業であり、規模が大きいと言われるムーディーズ、S&P、フィッチでさえ2~3千人規模(格付部門、日本の格付機関はその10分の1以下)である。その影響力に比べ、グローバルな金融サービス業においては、規模の小さい組織である。しかし、格付を1民間企業の意見表明として放置しておけないという行政の意向は、格付への規制を進める方向へ進んでいる。

### 金融危機における格付問題



※1 CDO=Collateralized Debt Obligation (債務担保証券)

※2 CDS=Credit default swap (信用リスク移転取引)

※3 シンセティックCDO=CDOを集め証券化を重ねた証券

2004年12月に公表された後、2008年5月に改定された証券監督者国際機構(IOSCO)が格付機関に求める基本行動規範は次の様なものである。

- 格付機関は、発行者と投資家の間に存在する情報の非対称性を縮小させることを助ける意見を出すよう努力すべき
- 低品質の、又は公正性を疑われるプロセスを経て行われた格付分析は、市場参加者にとってほとんど有

- 用ではない
- 発行体の財務状況、又は見込みの変化を反映していない古い格付けは、市場参加者を誤った方向へ導くかもしれない
- 格付決定の独立性に影響を及ぼす恐れのある利益相反その他適切でない要因は、格付機関の信用を大きく低下させる可能性がある
- 格付機関の利益相反や独立性の欠如が一般的





- だったり隠された場合、市場の透明性及び公正性に対する投資家の信頼全体が害される可能性がある
- 格付機関は発行体のある種の情報の秘密性を守る義務があるとともに、一般投資家及び発行体に対する責任がある
- 米国においては2006年9月“格付機関改革法”が成立して、格付機関は登録制に移行するとともに、利益相反禁止などの行為規制、格付手法の開示規制などが既に実行されている。米SEC(米証券取引委員会)が2008年7月に公表したムーディーズ、S&P、フィッチに対して実施した検査結果では、次の様な問題点が指摘されている。
- 2002年以降、RMBS(住宅ローン担保証券)やCDOのディールの複雑さ、件数が増加
  - RMBSやCDOの格付プロセス及び格付方法の重要な側面が必ずしも開示されていない
  - RMBSやCDOの格付について、明確な書面手続きが存在しない

- 与えられた情報の信頼性や正確性を検証していない
  - 格付手続の重要なステップや関与者について、必ずしも文書化していない
  - 初回の格付付与に比べ、サーベランス(見直し)のプロセスが厳格でない
  - アナリストが発行体との報酬交渉をすることは制限されているが禁止されていない
  - 個人の株取引を厳格にモニタリング・禁止しているかは格付機関によって差がある
- 以上の様な指摘を受け、この7月に成立した金融規制改革法では、格付機関規制強化が目論まれており、
- SEC内に格付機関を監督する信用格付局(Office of Credit Ratings)を新設し、認定された格付機関を検査
  - 認定された格付機関に対し、格付手法や過去の格付の記録等の開示を義務化
  - SECに不適切な格付機関の登録抹消権限を付与
  - 投資家への責任の明確化(一部の損害賠償対象化へ)などが挙げられているが、詳細は今後決定される。

### ◆ 日本での格付機関規制

日本では、昨年度の金商法改正(本年4月施行)により、格付機関を“信用格付業者”として定義している。証券会社等ブローカーが債券などを一般的に広く販売する際には、このうち登録された信用格付業者の格付けを用いることになる。金商法の参入規制は、届出<登録<認可とその基準が厳しくなるが、登録には登録要件があり、定期的な報告徴収や立入検査・行政処分も行われる。その信用格付業者に、次の5社が10月1日登録を行った。

- 株式会社日本格付研究所
  - ムーディーズ・ジャパン株式会社
  - ムーディーズSFジャパン株式会社
  - スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社
  - 株式会社格付投資情報センター
- 主要な格付機関のうち、フィッチは年内に日本法人の体制を整えて登録するようだ。

### 日本での格付機関規制

登録制の導入	<ul style="list-style-type: none"> <li>●登録拒否要件</li> </ul>
業務に関する規定の整備	<ul style="list-style-type: none"> <li>●独立した立場・公正かつ誠実に業務を遂行</li> <li>●利益相反防止措置を含む業務管理体制の整備</li> <li>●自己名義で、他人に信用格付業務を行わせない</li> <li>●自ら利害関係者の場合、格付の提供・閲覧等の禁止規定の整備</li> <li>●格付方針の公表</li> </ul>
監督規定等の整備	<ul style="list-style-type: none"> <li>●事業報告書作成義務</li> <li>●業務の状況に関する事項を記載した説明書類の作成と、備置・公衆縦覧・インターネット等での公表 等</li> </ul>
無登録格付けでの勧誘の制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>●無登録機関の格付を利用して勧誘する際の説明義務</li> </ul>

登録を行った信用格付業者として、実質的に始まった日本の格付機関規制にどう対応しているか、スタンダード&プアーズ(S&Pの日本現法)が10月1日に公表しているものが詳細でかつ分かり易いので、その体制整備義務に応じている部分を簡単に紹介する。

○格付アクションの公表義務

格付方法など一連の格付に関する情報を公表する義務に対して、18項目をウェブサイトで公表していく。

○分析過程で利用した情報やデータの品質の確保  
格付の付与の為に用いられる情報に対して、発行

者に追加的質問を求められることがある。

○資産証券商品における情報公開協力のお願い  
資産証券化商品の妥当性を評価する為に必要な情報やデータを公表することを、発行者に働きかける。またその働きかけた結果を自ら(S&P)が公表する。

○格付アナリストの配置転換

同じ発行者の格付けを5年間担当した主格付担当アナリストは、その後2年間は同じ発行体の格付分析チームからは外れる。

◆ 格付及び格付機関への期待

企業の信用リスクを判断するような情報に直接触れることのない個人投資家にとって、格付による信用情報は、市場参加者としての情報の非対称性を埋める重要なツールとして期待される。勿論、投資判断は、個々の判断基準によって行われるべきだが、少しでも市場参加者間の情報の非対称性を解消する努力をすることが、参加者の多様性を守り、市場の維持・拡大に繋がる。プロと個人投資家間で情報の非対称性の幅が小さいFX取引が、日本において拡大しているのは、その証の一つと考えられる。

今後成長力の限界がある日本の市場にとっては、個人投資家が企業の信用リスクを判断する方法としての格付は、更に重要な投資情報になる可能性もある。いくら格付機関側が意見と言っても、それが投資判断する為の基準になっている実態もある。例えば、ある個人営業の販売現場では、A格付けの社債投資は無条件で購入出来るが、それ以下の格付水準の社債

になると、投資家が確認書を求められる、などである。

ただし、格付機関は投資家とは利益相反する可能性のあるビジネス・モデルであることを常に留意しておくことも必要だ。格付は確かに投資家の為に提供されるものだが、その費用は発行者が負担する。また、投資家にとって重要な、格付後の発行体をウオッチしていく費用も、担当アナリストの労力に比べて十分でない。更に、格付対象企業のコンサルティングを行うことと格付作業が一緒に行われることは、投資家に対する利益相反行為として見做される。アナリスト等のインサイダー取引関与の監視も必要になっている。

期待されている格付だが、格付機関は単なる金融サービス業ではなく、投資家の信頼を維持する為、より高い職業倫理性が求められているのが現状のように思われる。それを支えるのは、格付機関自らの過去から続く企業倫理と、投資家の格付利用の在り方、それぞれを活用する双方の努力に依るのではないだろうか。

格付機関に対する期待

