

金融規制強化と証券化への影響

横浜国立大学

教授 高橋 正彦

1. 世界金融危機と証券化¹⁾

1. 1 世界金融危機の経緯と背景

2007年夏頃から深刻化した、米国発のサブプライムローン問題は、2008年9月の「リーマン・ショック」（米国投資銀行のリーマン・ブラザーズの破綻）などを経て、「100年に1度」ともいわれる世界金融危機に発展した。さらに、それが実体経済にも影響を及ぼして、我が国も含め、世界同時不況を引き起こすという、未曾有の「負の連鎖」が進行してきた。

今般の金融危機の背景としては、①「大いなる安定」(great moderation)とも呼ばれる、世界的な経済・物価の変動幅の縮小、②米国等の経常赤字やアジア諸国等の経常黒字の拡大にみられる、世界的な経常収支不均衡(global imbalance)、③米国における積極的な住宅政策等による住宅価格の上昇など、危機前に形成されていた、マクロ経済的な要素が挙げられる²⁾。

米国の中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）の金利引上げ等に伴い、2006年夏頃をピークとして、同国全土の住宅価格が下落に転じた。これにより、信用力の低い個人向けの住宅ローンである、サブプライムローンの焦付きや延滞が増加したことが、今回の危機の直接的なきっかけとなった。

このように、サブプライムローン問題の発端は、米国の住宅バブル崩壊に伴い、借り手の信用リスクが顕在化した、不良債権問題であった。その点では、我が国における1980年代後半の資産（株価・地価等）バブルと、その崩壊後の不良債権問題などの先行事例と、本質的に異なるものではない。我が国の不良債権・金融システム不安問題は、国内の銀行（等の間接金融機関）部門内で深刻化し、1990年代以降の「失われた10（余）年」といわれる、長期の景気停滞とデフレ状態をもたらした。

これに対して、今回のサブプライムローン問題の影響は、震源地の米国内にとどまらず、世界的な金融危機に波及した。その背景の一つとして、1970年代の米国で発祥し、高度に発展してきた証券化(securitization)の仕組みがあった。同国では、近年、住宅ローンの6割程度が証券化されていたが、特にサブプライムローンについては、民間ベースのRMB S（住宅ローン担保証券）による証券化率は、7～8割に上っていた。

こうしたRMB Sや、これらを再加工した二次・三次証券化商品であるCDO（債務担保証券）の多くで、サブプライムローン等の不良債権化により、原債権からのキャッシュフローが滞った。2007年夏頃から、これらの証券化商品は、格付機関による相次ぐ格下げ

をきっかけに、流通市場で投げ売りされ、大幅に値下がりした。米国の投資銀行（investment bank）等を通じて、これらに投資していた世界中の金融機関や投資家などが、多大な損失を被った。

これ以降、欧米等の金融市場で、信用収縮（credit crunch）と質への逃避（flight to quality）の動きが広がった。損失を被った投資家が、その穴埋めのために利益を捻出しようとして、保有株式等を売却したため、世界同時株安が発生した。こうした金融・資本市場の機能不全は、短期間のうちに実体経済に波及し、深刻な世界同時不況をもたらした。

1. 2 証券化への批判論

今回の世界金融危機の発生・伝播にあたり、前述したマクロ経済的な要素を背景として、様々な組織・主体の行動や、金融商品・取引などが関わった。すなわち、①投資銀行やヘッジファンド、S I V（A B C Pの発行等による短期調達と、証券化商品等への長期運用を行う、銀行グループ傘下などのオフバランス・投資ビークル）など、「影の銀行システム」（shadow banking system）の強欲（greedy）なビジネスモデル、②短期的利益の追求を重視した、金融機関等の役職員の報酬体系、③米国等の当局による金融規制・監督の不備、④F R B等の中央銀行による金融政策の失敗など、様々な要因が挙げられている。

そうしたなかで、一部に、前述した証券化を金融危機の主因として批判する、「証券化悪玉論」ともいえる論調も流布した。これらの主な論旨は、例えば、次のようなものである。

（1）証券化商品等を介して、世界中の余剰資金が米国に流入したことが、モーゲージ・バンク（ノンバンク形態の住宅ローン会社）等に潤沢な貸出原資を供給することにより、結果的に、住宅バブルを増幅した。同様に、オート（自動車）ローンやクレジットカード債権等を裏付けとするA B S（資産担保証券）による資金供給が、米国の過剰消費を支えた面がある。その意味で、証券化は、近年の信用拡大・膨張において、一種の触媒のような役割を果たした。

（2）証券化やストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）は、銀行等に束ねられていた金融仲介機能のアンバンドリング（分解）の役割を果たす。その反面で、組成した債権を直ちに卸売りし、原債権に係るリスクを順次移転していく「組成・転売型」（originate to distribute）モデルは、関係者のモラルハザード（倫理の欠如）と無責任を招きやすい。実際に、サブプライムローンについては、オリジネーター（原資産保有者）であるモーゲージ・バンク等が、甘いリスク評価による安易な貸出を行ったため、住宅バブル崩壊後、原債権と証券化商品のデフォルト（債務不履行）が多発した。

（3）R M B S等を再加工したC D O（A B S－C D O、C D Oスクウェアード）などの複雑な二次・三次証券化商品により、原資産に係るリスクの所在と程度に関する追跡可能性（トレーサビリティ）が不十分になり、投資家等の間で疑心暗鬼を招いた。

（4）証券化は、本来、信用リスクの分散・加工機能を有する金融技術（クレジット・

エンジニアリング) である。その反面で、今回、各国の投資家が自ら十分に内容を吟味せず、証券化商品を購入したため、リスクが世界中に拡散した。

(5) 金融工学的・確率的な手法に過度に依存したCDO等の格付の多くは、的外れであった。2007年半ば以降、格付機関による格下げが相次いだことが、金融危機の引き金を引いた。「情報の経済学」の視点からみると、そうした大量・大幅格下げにより、証券化商品の格付に対する投資家の信頼が失われたため、それによって解消されていた、同商品の発行者側・投資家側の間の「情報の非対称性」(asymmetry of information) が顕在化した。その結果、投資家側から商品の品質を判別できなくなったため、「悪貨が良貨を駆逐する」ような、「逆選択」(adverse selection) の現象が発生した。投資家は、証券化商品への投資から一斉に手を引いたため、短期間に市場が機能不全に陥った。

こうした批判に対しては、「一つの金融技術に過ぎない証券化自体を非難することは筋違いであり、危機を招いた責任は、どの程度に意図的であったかはともかく、証券化を安易に濫用した市場関係者や、注意が不十分であった投資家等のプレーヤー達にある」と反論することが可能である。ただ、今回の経緯に関連して、証券化を批判する指摘の多くは、現象としては一面の事実を突いており、それ自体を一概に否定することは困難である。

今回の金融危機は、前述したとおり、資産バブルの崩壊に伴う不良債権問題から始まった点で、過去の類似の危機と基本的に変わらない。ただ、我が国における1990年前後のバブル経済の拡大・崩壊は、間接金融優位の金融システムのなかで発生し、国内の銀行部門に信用リスクが集中した。それに対して、今回の金融危機は、米国を中心に発展していた市場型金融(直接金融、市場型間接金融)の枠組みのなかで発生・拡大した。特に、市場型金融システムの重要なアイテムである証券化が、バブル拡大・崩壊の両面で重要な役割を果たし、結果的に、グローバルな金融危機を招いたことが特徴的である。その意味で、今回の危機には、「21世紀型バブル」とも呼ぶべき、新しい側面もある。

1. 3 金融危機後の政策対応と世界経済

世界金融危機・同時不況の進行に対して、これまで、国際協調による政策対応が推進されてきた。世界経済が深刻な状況にあった2009年4月、英国のロンドンで、日米欧に新興国を加えたG20(20か国・地域)首脳会合(金融サミット)が開催された。首脳宣言では、①世界経済の成長、雇用の回復のための財政支出や金融政策、②金融監督・規制の強化、③国際金融機関改革、④保護主義の阻止、などが打ち出された。

同年7月にイタリアのラクイラで開催された、サミットの拡大会合では、①危機克服のために必要なあらゆる措置、②景気回復後の出口戦略、③通貨の競争的な切下げの回避、④安定してよく機能する国際通貨システムの推進、などが謳われた。

同年9月にロンドンで開催された、G20財務相・中央銀行総裁会議の共同声明には、金融規制改革案として、①金融機関の報酬に関する国際基準の策定、②景気回復を前提とし

た、銀行の自己資本比率の質と量の向上、などが織り込まれた。こうした方向性は、同月に米国のピッツバーグで開催されたG20 サミットでも確認された。

こうした流れを受けて、2010年4月、米国のワシントンで開催された、G20 財務相・中央銀行総裁会議の共同声明には、次のような内容が盛り込まれた。①世界経済の回復は、予想以上に進んでいる。②経済の回復は、地域間で異なる速度で進んでおり、多くの国で失業率は依然高い。③政策依存の大きい国は、民間主導の回復が確実になるまで、支援を継続する。④各国の状況に応じて、危機対応からの出口戦略を作成する。⑤危機対応に充てるコストを金融機関から徴収する負担金構想に関して、最終報告をまとめるよう、IMF（国際通貨基金）に要請する。

同年7月にカナダのトロントで開催されたサミットの首脳宣言では、銀行の資本強化などの金融規制改革について、同年11月の韓国でのソウル・サミットで決着を目指す方針が、あらためて打ち出された。

このように、サブプライムローン問題の深刻化から3年余り、リーマン・ショックから約2年が経過した2010年秋の時点で、これまでの各国の政策対応の効果もあり、世界の経済回復・成長は概ね維持されている。しかし、新興国と先進国との成長力の格差は広がっており、世界経済は持続的な成長への正念場に差し掛かっている。

こうしたなかで、各国はそれぞれ異なった課題を抱え、国際的な政策協調の困難さは、むしろ高まっている。EU（欧州連合）の統一通貨ユーロ導入国であるギリシャの財政危機をきっかけとする、ソブリン・リスク（政府債務の信認危機）の高まりや、中国人民元の切上げ問題などの難題も残っている。2009年9月の政権交代後も、2010年7月の参議院選挙を経て、ねじれ国会などの政治的不安定を抱える我が国も含め、金融危機後の緊急対応からの出口が近付いているとは、まだいえない。

2. 証券化に関わる規制強化の動き³⁾

2. 1 金融規制強化の流れ

前述したように、今回の世界金融危機を受けた、G20 レベルでの国際協調による政策対応には、当初から、景気回復のための緊急の財政・金融政策などと並び、金融監督・規制の強化が含まれていた。これは、今回の危機の発生・拡大の原因として、投資銀行や投資家、ヘッジファンド等の暴走や不注意などの「市場の失敗」だけでなく、米国等の政策当局による金融規制・監督の不備という「政府の失敗」もあったのではないかと、との反省から、今後の金融危機の再発防止策として、構想・検討されてきたものである。

こうした金融危機の原因に関する分析や、金融規制・監督の強化への提言などは、リーマン・ショックの直後から、世界中で始まった。なかでも、その後の議論をリードし、G20での検討にも影響を与えたのが、2009年3月に、英国の金融規制当局であるFSA（金

融サービス機構)のターナー会長が発表した、「ターナー・レビュー」と呼ばれる報告書である⁴⁾。同報告書による提言は、①自己資本比率規制の強化、②流動性規制の導入、③ヘッジファンドの報告義務や資本規制の導入、④格付機関の規制、⑤報酬制度の見直し、⑥FSAの金融機関に対する監督・管理の見直しなど、多岐にわたる。

このような議論の流れを受けて、その後、世界的に、金融規制・監督の強化に向けた動きが進んできた。以下に概観・検討するとおり、そうした内外の規制強化策の多くは、今回の金融危機の発生・拡大に関わったとみられている証券化商品・取引を、直接的・間接的に対象とするものである。

2. 2 銀行の自己資本比率規制(バーゼルⅡ)の強化(バーゼル銀行監督委員会)

BIS(国際決済銀行)のバーゼル銀行監督委員会は、2009年1月、「バーゼルⅡの枠組みの強化案」を発表し、国際的な活動を行う銀行に対するグローバルな健全経営規制である自己資本比率規制(BIS規制)について、その強化を打ち出した。同委員会は、同年7月に、この強化案を改訂するため、「バーゼルⅡの枠組みの強化に関する最終文書」を発表した。

これらのなかで、証券化との関連では、①再証券化(resecuritization)エクスポージャー(信用供与・リスク負担の総額)への高いリスク・ウェイト(資本賦課)の適用、②証券化エクスポージャーについて、トレーディング勘定においても、バンキング勘定で保有した場合と同等以上のリスク・ウェイトの適用、③格付準拠方式(内部格付手法)利用要件としての信用リスク評価の運用基準(credit risk assessment criteria)の導入、などが盛り込まれた。

こうした自己資本比率規制上の証券化の取扱いに関する規制強化の背景には、①自己資本比率が高かった欧州系銀行が経営危機に瀕するなど、従来のバーゼルⅡは、今回の金融危機を防止できなかったこと、②欧州の大手銀行がトレーディング勘定で、証券化商品を大量に保有していたこと、③米欧の銀行が、CDO等の再(二次・三次)証券化商品への投資により、多大な損失を被ったこと、などの事実への反省がある。

このバーゼルⅡの枠組み強化の内容については、我が国でも、金融庁から銀行法告示の改正案が示され、Q&A等を経て、2011年12月末までに、国内に導入される予定である。これにより、我が国の証券化市場にも、少なからぬ影響が及ぶ可能性がある。

すなわち、信用リスク評価の運用基準の内容が厳しくなると、メガバンク・グループ等の銀行の子会社になっている証券会社(三井住友銀行の子会社の日興コーディアル証券、みずほコーポレート銀行の子会社のみずほ証券など)にとって、トレーダーの在庫として証券化商品を保有するための管理コストが重くなり、証券化商品の流通市場を阻害する懸念がある。

また、再証券化商品の日本語による定義によっては、ABS-CDO等以外の証券化商

品が再証券化と扱われ、高いリスク・ウェイトが適用される可能性がある。その結果、当局から高リスク商品の烙印を押された金融商品として、投資家に忌避され、流動性を失ってしまうことも危惧される。

バーゼル銀行監督委員会は、さらに2009年12月、「銀行セクターの強靱性を強化するための市中協議文書」を発表した⁵⁾。これは、同年7月のバーゼルⅡ強化案改訂に加え、金融危機の再発防止に向けた、中長期的な銀行の健全性とリスク管理の強化を目的とする、バーゼルⅢともいえるべき包括的な規制改革案である。前述したG20のロンドン／ピッツバーグ・サミット等で合意・確認された、銀行資本の質と量を改善し、過度のレバレッジ（借入金による梃子の原理に依存した、資産・負債の両建ての拡張）を抑制するとともに、新たな流動性規制の導入も目指す、国際的な基準案と位置付けられる。

この規制改革案は、大きく分けて、①自己資本の質、一貫性および透明性の向上、②リスク捕捉のさらなる強化、③レバレッジ比率の導入、④プロシクリカリティ（景気循環増幅効果）の抑制、⑤流動性規制の新たな導入、という内容から成る。2010年4月までに、全世界からパブリック・コメントを募集するとともに、同年2月より、各国の銀行から必要なデータを収集し、定量的影響度調査を実施してきた。

これらを受けて、バーゼル銀行監督委員会は、2010年7月、日本や欧州の要望を受け入れ、繰延税金資産の自己資本への一部算入や、他の金融機関の普通株保有（ダブル・ギアリング）の場合の取扱いについて、前年12月発表の当初案を若干緩和することで合意した。さらに、同年9月12日、同委員会の上位機関である、中央銀行総裁・銀行監督当局長官グループは、「より高い国際的な最低自己資本基準」に関して発表した⁶⁾。所要自己資本基準の引上げのほか、プロシクリカリティの抑制策として、資本バッファの積増しなどの仕組みも導入される。こうした規制改革案の大枠が、同年11月のG20ソウル・サミットに報告される。

今般の規制改革案のなかで、証券化商品の取扱いとの関連では、上記②のリスク捕捉のさらなる強化の具体的内容として、①優先的に外部格付の利用を求めるルール（hierarchy rule）の見直し、②証券化商品全般の自己資本賦課の枠組みやリスク・ウェイトの見直し、という提案・検討が行われている。

これらのうち、外部格付の見直しに関しては、今回の金融危機を通じて認識された問題点として、証券化商品の裏付資産に係るリスクを把握するために必要なデュー・ディリジェンス（資産の調査・分析）が不十分であり、銀行を含む多くの市場参加者が外部格付に過度に依存していた、と指摘されている。また、外部格付を用いた規制自己資本の算出にあたっては、①銀行自身による独立した内部リスク評価が疎かになること、②格付機関が甘い格付を付与すること、③一定以下の格付でリスク・ウェイトが急上昇することにより、市場参加者の行動が歪められること（cliff effect）、といった負のインセンティブが存在するとされている。

これらの点に関連して、標準的手法採用行について、無格付の企業向けエクスポージャ

一のリスク・ウェイトを一律 150%にする、という帰結を招く考え方が打ち出されている。また、外部格付の優先的利用の見直しとはいっても、銀行の健全性規制である自己資本比率規制に、格付機関の格付を用いることの妥当性自体については、今回、抜本的な検討は行われていない。この点を是正しないまま、自己資本比率規制の枠組みの複雑化を進めていくことには、疑問の余地がないとはいえない。さらに、証券化商品全般のリスク・ウェイトの見直しの内容によっては、投資家としての銀行の証券化離れを助長する懸念もある。

2. 3 銀行等向け監督指針の改正（金融庁）

我が国の金融庁は、2009年8月、「主要行向け・中小金融機関等向け監督指針」を改正した。これにより、証券化商品等の投資家やアレンジャー（仕組みの組成業者）としての金融機関のリスク管理に関して、①商品価格の適切な評価、②商品内容の適切な把握、③市場流動性のリスクの管理、④証券化商品の組成に係るリスク管理、という監督上の着眼点（チェック・ポイント）を追加した。

こうした金融行政当局による監督指針レベルでの規制強化の影響については、一部に、「リスク管理の強化が可能になった」として、前向きに評価する金融機関もある⁷⁾。また、情報ベンダー・コンサルティング会社・格付機関等の外部機関が提供する、証券化商品の価格評価サービス・モデルを購入・利用するという方法もある。しかし、現実には、多くの金融機関にとって、監督指針による規制強化は、証券化商品への投資意欲を低下させる要因になっているとみられる。

2. 4 金融商品取引業者等検査マニュアルの改正（証券取引等監視委員会）

金融庁の組織下に設置されている証券取引等監視委員会は、2009年5月、「金融商品取引業者等検査マニュアル」を改正し、証券化商品の引受態勢に関する着眼点を追加した。これにより、証券化商品のアレンジャーないし引受・販売業者としての金融商品取引業者（証券会社）にとっては、同商品の引受に際して、社内のプロセスと手数が大幅に煩雑化しているといわれる。

2. 5 証券化商品の販売に関する自主規制（日本証券業協会）⁸⁾

金融庁は、2008年4月、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正し、証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）の確保を求めた。これを受けて、証券会社の業界団体・自主規制団体である日本証券業協会は、自主規制規則として、「証券化商品の販売に関する規則」を制定し、2009年6月に施行した。

本規則は、証券会社に対し、証券化商品のトレーサビリティの確保を目的として、顧

客への原資産等の内容やリスクに関する情報伝達等のための態勢整備などを要請した。併せて、証券化商品の開示情報の標準化のため、RMBS、狭義ABS、CLO（ローン担保証券）、CMB S（商業用不動産担保証券）という代表的な類型について、「標準情報レポーティング・パッケージ（SIRP）」を導入した。

このように、証券化商品のトレーサビリティの確保を重視する考え方は、オリジネーターやアレンジャー側が持っている原資産等に関するデータを投資家側に十分に伝えていないため、両者の間に情報の非対称性が生じている、という認識を前提としているようである。しかし、我が国では、証券化商品の投資家に対しては、以前から、質・量ともに欧米を上回る情報提供が行われてきた。問題は、そうした情報が投資家以外には公開されないことが多いため、流通市場での価格発見機能につながりにくい点にある。また、提供されるデータが多いほど、正確な投資判断が可能になるわけでもない。

なお、SIRPが上記の代表的な類型を対象を限定したことには、米国型の再加工されたCDOなどを組成・販売しにくくする、という狙いもあるといわれる。

2. 6 特別目的事業体（SPE）との連結の見直し（企業会計基準委員会）⁹⁾

オリジネーターにとっての資産流動化・証券化の主なメリットとして、資金調達のための手段多様化や、コスト低減等が挙げられる。これらと並び、多くの場合、副次的効果ではあるが、企業会計上、流動化対象資産を自らの貸借対照表（バランスシート）から切り離せるという、オフバランス効果が得られることもある。これにより、オリジネーターは、バランスシートのスリム化のほか、財務の効率性を示すROA（総資産利益率）、安全性を示す自己資本比率の改善といった財務比率の向上や、損益の早期確定などを図ることができる。

これらの財務比率のうち、自己資本比率に関しては、オリジネーターが銀行である場合について、前述したバーゼルⅡ等のBIS規制への対応にも関連する。我が国でも、金融システム不安が高まった1997年～98年、2002年～03年頃に、BIS規制ベースのリスク・アセットのオフバランス化を主目的として、銀行の貸出債権の流動化が盛んに行われた。

会計上のオフバランス効果を意図するには、流動化・証券化目的のビークル（器）であるSPC（特別目的会社）等のSPV（特別目的媒体）またはSPE（特別目的事業体）への資産譲渡について、会計基準のうえで、オリジネーター（原資産保有者・譲渡人）からのオフバランスが認められるための要件は何かという点が、実務上、重要な問題となる。

この問題は、通常、①オリジネーターの個別財務諸表において、譲渡に伴い、資産の消滅の認識（derecognition）がなされるかどうか、②オリジネーターの連結財務諸表において、譲受人となるSPEが連結対象になるかどうか、という二つの論点から検討される。世界的に連結会計が普及・拡大するにつれて、オフバランス効果についても、上記②のSPEとの連結に関する論点の重要性が高まっている。

なお、会計基準自体は法律ではなく、後述する内外の会計基準設定主体が民間機関であることもあり、公的な規制ともいえないが、現実には、企業活動に大きな影響を与える。我が国の会計制度は、会社法（←商法）、租税法、金融商品取引法（←証券取引法）によって、基本的に規定されている。会社法はすべての企業に、金融商品取引法に基づく会計基準は、上場企業や、株式・社債を発行している企業に適用される。

国際会計基準審議会（IASB）が設定する国際会計基準（IFRS）は、早ければ2015年にも、我が国の上場企業の連結財務諸表に強制適用される可能性がある。IFRSでは、連結に関する基本的な考え方として、企業集団としての財務・経営状態の表示を志向する「経済的単位一体説」を前提に、実質的に支配する企業を連結対象とするという「(実質)支配力基準」が採用されている。ただ、SPEとの連結の取扱いについては、支配力基準の原則との間で、若干の不整合があるといわれる。IASBは、この問題を整理するため、2003年から、統一的な連結基準への見直しに向けて取り組んできた。今回の世界金融危機を受けて、こうした取組みが加速している。

米国財務会計基準審議会（FASB）の会計基準では、通常会社とVIE（変動持分事業体）に分けて、前者には「持株基準」（議決権の50%超）、後者には「リスク・経済価値アプローチ」（リスクと経済価値・便益の所在を重視する考え方）を適用している。そのうえで、QSPE（適格特別目的事業体）については、VIEの連結の適用除外としていたが、最近、この取扱いは削除された。現在、FASBは、IASBとの間で、連結基準に関するコンバージェンス（共通化）を議論している。

我が国の会計基準では、連結財務諸表を親会社の財務諸表の延長線上として捉える「親会社説」を前提に、現在、支配力基準が採用されている。ただ、SPEに関しては、支配力基準の例外という扱いで、一定の要件を充たしたものについては、当該SPEの出資者および資産の譲渡人から独立しているものと認め、それらの連結対象となる子会社に該当しないものと推定する、と規定されている。ここでの一定要件としては、①適正な価額で資産を譲り受けたこと、②譲り受けた資産から生ずる収益を当該SPEが発行する証券の所有者に享受させることを目的として設立されていること、③当該SPEの事業が上記目的に従って適切に遂行されていること、という点が挙げられている。

こうした取扱いは、オリジネーターの連結ベースでのオフバランス化との関わりで、会計面から、資産流動化・証券化の促進を阻害しないように配慮したものである。ただ、このようなSPEの取扱いに関しては、いくつかの問題点も指摘されてきた。例えば、①SPEの資産・負債情報の開示が不十分になること、②SPEとの取引が内部取引として消去されないこと、③こうした取扱いを受けるSPEの範囲について、幅のある解釈が行われていること、などである。

我が国の現在の会計基準設定主体である企業会計基準委員会（ASBJ）では、SPEの連結に関して、現状での問題点や、前述したIASBやFASBでの会計基準の見直しなどの国際的な動向も踏まえて、2006年から、専門委員会を設置して審議を行ってきた。

ASBJは、これまでの審議を踏まえて、2009年2月、「連結財務諸表における特別目的会社の取扱い等に関する論点の整理」（以下、論点整理）を発表し、一定の要件を充たすSPEに関する現行の取扱いを削除することを検討する、という方向性を打ち出した。この論点整理については、パブリック・コメントの募集が行われた後、2010年第1四半期に公開草案を発表する予定とされていたが、IASBの基準の最終化が後ずれしたことに伴い、ASBJの公開草案の発表時期も見直された。

ASBJは、2010年9月3日、当面の対応のための公開草案として、「連結財務諸表に関する会計基準（案）」を発表し、特定のオフィスビル等の不動産開発を目的とする、開発型SPCを連結対象にする方針を示した。2012年4月から強制適用される予定である。これにより、開発型SPCに出資している不動産会社などにとっては、資産と負債が増え、自己資本比率や資産効率が低下することになる。SPCを連結する際の資産評価方法については、企業が時価か簿価かを選択できるとされている。

資産の流動化・証券化に伴う、オリジネーターの個別財務諸表（バランスシート）からの資産のオフバランス（消滅の認識）の要件については、ASBJによる「金融商品に関する会計基準」（2008年3月）、日本公認会計士協会による「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」（2000年7月）に規定されている。上記の論点整理では、SPEの連結と、オリジネーターからのオフバランスの問題については、当面、切り離して検討するとされていた。しかし、最近では、ASBJは、これらの問題を同時並行的に検討することとしている模様である。

その場合、同じくSPEといっても、流動化・証券化ビークルとしてのSPCと、投資ビークルとしてのSIVなどでは、具体的な機能が異なる。ただ、連結会計に関しては、国際的にも我が国においても、支配力基準の下で、通常の事業を行う企業と、多様なSPEを含めて、なるべく統一的に取り扱う、という方向性が志向されている。

連結会計基準における支配力基準の「支配」の定義について、上記の論点整理では、「ベネフィット（便益）」を「リターン（利益）」に置き換えたIASBの考え方に倣って、「ある企業が自らのためにリターンを生み出すように、他の企業の活動を左右するパワーを有していることをいう」とされた。従来のパワーの要素に加え、リターンの要素も加味するように、支配の定義を修正したものである。

論点整理で打ち出されたように、今後、一定の要件を充たすSPEに関する現行の取扱いが削除される可能性は高い。その場合、流動化・証券化において、原債権の管理・回収を行うサービスを兼ね、同債権からの弁済充当が後順位となる劣後部分を保有することが通常であるオリジネーターは、多くの場合、SPEを連結することになる。この結果、オリジネーターからのオフバランス効果を意図した流動化・証券化案件にとっては、大きな制約要因となることは避けられない。

このように、オリジネーターとSPEが連結される場合、オリジネーターの倒産等の影響から遮断されているという意味で、倒産隔離（bankruptcy remoteness）が図られたSP

Eにおける、ABS・ABL（アセットバック・ローン）に係るノンリコース（非遡及）債務についても、オリジネーターの連結財務諸表では、資産・負債が計上されてしまうことになる。こうした問題への対応として、実務上、連結されたSPEにおける資産と関連するノンリコース債務について、間接控除の形式で表示することも考えられる。

ここでの間接控除とは、例えば、資産（簿価120）を証券化して、資金100を得たケースで、オンバランスの扱いのため、現金100/負債100となった場合、バランスシートの資産120の次に、証券化の負債100を表示してネットアウトし、小計20とするような表示形式のことを指す。

2. 7 格付機関に対する公的規制の導入（金融商品取引法の改正）¹⁰⁾

前述したように、2007年半ば以降の欧米で、サブプライムローン関連等の多数の証券化商品について、格付機関により、短期間に大幅な格下げが行われたことが、今般の金融危機の直接の引き金を引いた。こうした事態を受けて、米国等では、証券化商品の格付のあり方をめぐって、議論が行われた。その主な論点は、①格付機関の利益相反、②格付の前提となる情報の正確性と透明性、③証券化商品と他の金融商品との格付の同一性、などであった。

このような議論を踏まえて、米国では、SEC（証券取引委員会）の規則を改訂して、全国的に認知されている統計的格付機関（NRSRO）に対する監督・規制の強化を行った。SECによる格付機関の規制に関して、2010年6月から（米国外の証券化商品については12月から）適用される規則の改訂は、格付ショッピング（発行体側がより高い格付を求めて、格付機関を選択すること）の防止を目的として、証券化商品の格付依頼を受けている格付機関と、これを受けていない格付機関の両者が、同一の案件情報を入手することを可能とし、非依頼格付の付与を促すものである。米国の金融規制改革法案には、一旦、格付受注への政府介入も盛り込まれたが、同年7月に成立した同法からは削除され、代替的な格付機関のビジネスモデルについて、SECが報告書を作成することになった。

米国では、同法に基づき、格付の取得が発行の条件となる証券の公募登録関連資料に、証券発行体が格付情報を掲載しようとする際、格付機関の同意を得ることが必要になった。しかし、この同意により、多大な訴訟リスクに晒される各格付機関は拒否反応を示し、公募証券の目論見書（プロスペクトス）への格付の掲載に、同意を与えない旨の発表を行った。これを受けて、一部のABSが発行延期を余儀なくされるなど、市場の混乱の懸念が高まったため、SECは、2011年1月まで、目論見書への格付掲載の省略を認めた。

欧州でも、欧州委員会が、格付機関に対する監督・規制の枠組みに関する規則を公表した。前述のように、今回の金融危機のなかで、バーゼルⅡベースの自己資本比率が高かった欧州系銀行が経営危機に陥った。そうした事態も踏まえて、欧州では、金融機関の自己資本比率等の財務指標の計算に格付が利用される場合に、格付機関を規制するという考え

方が採られてきた。前述のギリシャ危機を受けて、2010年5月、EUのユーロ圏16か国は、金融規制・監督の強化策について合意した。そのなかには、ヘッジファンド、デリバティブ（金融派生商品）への規制のほか、格付機関に登録を義務付ける制度の導入などが含まれている。同年6月、欧州委員会は、前述した米国SECによる格付ショッピング防止策と同様の規制導入を提案した。これらに加え、公的格付機関の設立も検討されている。

さらに、国際的な取組みとして、金融安定化フォーラム（FSF）が、格付と格付機関の役割などに関する提言を公表した。証券監督者国際機構（IOSCO）は、格付機関の基本行動規範の改訂版を公表した。2009年4月のロンドン・サミットの首脳声明でも、規制・監督と登録を格付機関に拡大することが言及された。

我が国では、従来、金融商品取引法に基づく開示規制において、「指定格付機関」の概念が、また、バーゼルⅡを導入した銀行法の枠組みでも、「適格格付機関」の概念が、それぞれ定められていた。ただ、これらは、一定の格付機関を指定したうえで、当該機関によって付与された格付を制度的に利用することを認めるものに過ぎず、格付機関に対する監督・規制を定めるものではなかった。その前提として、格付機関は、金融商品等に関する信用情報を提供するだけで、自ら金融仲介を行うわけではないため、金融機関並み、ないしそれに準ずる規制対象とする必要はない、という考え方があったものとみられる。

2007年後半から、前述のような国際的動向も踏まえて、我が国でも、金融担当大臣の私的懇談会である金融市場戦略チームで、格付のあり方や格付機関に対する監督・規制に関する議論が進められた。さらに、金融審議会金融分科会第一部会で、格付機関に対する公的規制の導入について、審議が行われた。こうした審議内容を受けて、2008年12月、「金融審議会金融分科会第一部会報告～信頼と活力ある市場の構築に向けて～」が発表された。本報告書では、格付機関に対する公的規制の具体的内容として、①登録制度、②誠実義務、③情報開示、④体制整備、⑤禁止行為、という柱に整理して法制化することが適当であるとされた。

この金融審議会報告書をもとに、2009年6月、格付機関（法律上は信用格付業者）規制の導入を含む、金融商品取引法の改正が公布された。その概要としては、①信用格付業者に対する登録制度（一定の要件を充たす格付機関は登録を受けることができる）の導入、②信用格付業者に対する規制・監督（誠実義務、格付方針等の公表、説明書類の縦覧、利益相反の防止、格付プロセスの公正性確保、格付対象証券を保有している場合等の格付提供の禁止、報告徴求・立入検査・業務改善命令等の監督規定の整備）、③無登録業者による格付を利用した勧誘の制限、などに整理できる。

これらのうち、上記①の登録制度は、2010年4月から施行された。一方、上記③のとおり、同年10月からは、証券会社が投資家への勧誘にあたり、無登録格付を利用する場合、加重された情報開示義務が課されることになる。このため、各格付機関は、それまでに登録を果たすべく、申請の準備を行ってきた。ただ、米系格付機関の日本拠点でない米国本社等の海外法人が、金融庁の監督を受けることに反発し、日本での登録を行わない方針で

あると伝えられた¹¹⁾。その場合、外債などでは無登録格付が発生する可能性があり、証券業界は対応に苦慮していた。金融庁は、そうした事情に配慮し、同年8月に、米系格付機関3社の本社の登録を実質的に免除することを決定した。これにより、証券会社は、格付の方法等を記載した格付機関のホームページなどを伝えるだけで済むことになる。

2010年9月30日、金融庁は、米系のムーディーズ・インベスターズ・サービスとスタンダード・アンド・プアーズの各日本法人（前者については2社）と、格付投資情報センター、日本格付研究所の計5社に、信用格付業者としての登録を付与した。米系本社については、日本法人の登録により、指定業者に認定される。米（英）系のフィッチ・レーティングスは、同年中に日本法人を設立して、登録を申請する予定である。

このように、世界的に、格付機関に対する監督・規制が強化される方向にあるなかで、我が国の格付機関も、規制業種の仲間入りをしたといえる。しかし、前述のとおり、日米の規制当局と格付機関との間で、既に軋轢が生じている。また、規制の導入・強化によって、格付をめぐる問題が大幅に改善されるかについても、以下のとおり、疑問が多い。

前述したとおり、特に二次・三次証券化商品であるCDO等について、金融工学的・確率的な手法に過度に依存した格付の多くは、結果的にみでの外れであった。このように、格付手法自体に問題があったとすれば、規制を導入しても、これを改善することは困難である。

また、今回の金融商品取引法の改正により、格付方針等の公表義務が定められたが、これは、従来、格付手法の透明性が低かったために、投資家は格付の妥当性を判断できなかった、という認識を前提としているようである。しかし、実際には、最も問題となったCDOについては、格付機関各社とも、それぞれの格付モデルの内容を公開していた。問題は、格付手法の透明性が低かったことではなく、公開された格付モデルの欠陥を突くかたちで、米国の投資銀行等が、高加工度（薄くて多数の階層<トランシェ>構造等）・高格付・高リスクの証券化商品群を作り出したことにある。

また、格付行為に用いる情報の質の確保という観点から、オリジネーター・アレンジャー側から格付機関への情報開示が、従来以上に求められることになる。これは、特にオリジネーターにとって、証券化に取り組むインセンティブが抑制される要因になり得る。

我が国の格付機関については、もともと経営資源が制約されており、人員の層の厚みや、分析・モニタリング能力が十分であったとはいえない。そうしたなかで、後述するとおり、今回の金融危機後、我が国でも、証券化商品の発行件数・金額が減少しているため、格付機関は、いずれも減収・減益傾向にあるとみられる。こうした厳しい経営環境の下で、規制強化により、コンプライアンス（法令遵守）対応のための負担増加を強いられている格付機関では、現実には、有能・経験豊富で、相対的に高待遇のアナリスト等が退社を余儀なくされている。こうした事態が続くと、格付機関自体の分析能力の一層の低下につながりかねないと懸念される。

2. 8 債務負担軽減措置に係る金融機関の努力義務（中小企業金融円滑化法）¹²⁾

2009年12月に施行された、中小企業金融円滑化法（中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律<以下、本項において本法>）は、債務者から申込みがあった場合に、金融機関に対し、金利減免や弁済期間の見直しなど、債務の弁済に係る負担の軽減に資する措置をとるべき努力義務を課した。本法は、銀行等の金融機関による、いわゆる貸し渋り問題などへの対応のための規制強化を目的とするものであり、本来、資産流動化・証券化と直接の関係はない。

しかし、本法が対象とする中小企業者向け貸付および住宅ローンの金銭債権を裏付けとして、CLOやRMB Sといった証券化商品を発行することが広く行われている。その場合、金融機関が債務の弁済に係る負担の軽減に資する措置として、貸付条件を変更するためには、オリジネーターである金融機関とSPVとの債権譲渡契約に伴う表明保証として、金融機関が当該債権を買い戻し、健全な債権と差し替えるという条項が定められていることが多い。

一方、証券化に関わる基本的な論点の一つとして、オリジネーターからSPVへの資産譲渡が、証券化の仕組みに必要な限度で、法律・会計・税務上、担保取引ではなく、売買として取り扱われることという意味で、「真正売買（true sale）性」が要請される¹³⁾。従来の議論では、真正売買性のメルクマールとして、例えば、①売買である旨の契約書上・当事者間の合意、②譲渡資産の特定性、③第三者対抗要件の具備、④譲渡価格の妥当性、⑤リコース（譲渡資産の買戻し等）率の妥当性、⑥会計上のオフバランス化、といったファクターが挙げられてきた。本法に基づいて、証券化対象債権について、前述の債務負担軽減措置をとることに伴い、当該債権の買戻しを行う場合には、上記ファクターの⑤に関わることになる。

そこで、本法に基づく債務負担軽減措置に伴い、金融機関による貸付債権の買戻しが増加する場合、オリジネーターの信用リスクの残存という意味で、担保取引性を推認させ、証券化における真正売買性を害しないか、という問題が生じることになる。この問題に関しては、以下のとおり、いくつかの論点を検討する必要がある。

第一に、債権譲渡により、当該債権者でなくなっているオリジネーターたる金融機関に、本法上の努力義務の規定が適用されるか、という論点がある。この点については、①証券化による債権譲渡に際しては、動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記により、第三者対抗要件を具備していても、債務者に対する通知は行わないこと（サイレントでの譲渡）が大多数であること、②通常の場合、債権譲受人であるSPVからの委託により、原債権者であるオリジネーターがサービサーとして、そのまま当該債権の管理・回収（サービシング）を行うこと、③債権譲渡により、本法上の努力義務を免れることは、本法の趣旨に反すること、などを考慮する必要がある。これらから判断すると、オリジネーターが債務者から債務負担軽減措置を求められた場合には、これに応じるべきであると考えられる。

第二に、金融機関は、本法によっても、努力義務を負うに過ぎないのであるから、債務者の申込みに応じることが、金融機関の随意の行為にならないか、という論点がある。この点については、金融機関が債務者の申込みによって、適切な債務負担軽減措置を講じることは、コンプライアンスの要請に応えるものであり、制度上も、自らの経済的利益のために行うものではない。したがって、金融機関の随意で行われるものとはいえない。

第三に、金融機関が譲渡債権の買戻しを行うことが、真正売買性を害しないかどうか、という上記の問題そのものに関わる論点を検討する必要がある。この論点に関しては、①債権譲受人のSPVからみると、譲渡担保の被担保債権（債務）に相当する金銭の支払義務（買戻義務）をオリジネーターである金融機関に課すものではなく、その弁済を心理的に強制するものではない。②譲渡人の金融機関からみても、当該債権を取り戻したいために買い戻すのではなく、やむを得ず行う措置である。③本法に基づき、金融機関が債務者の申込みに応じた場合、金融庁の監督指針の改正により、当該債権は、一定の条件の下、不良債権（貸付条件緩和債権）として取り扱われないため、金融機関が事後的な債務者の信用リスクを取るものとはいえない。④当該債権の買戻価格について、額面金額で評価しても、不当に高額とまではいえない。⑤オリジネーターである金融機関が本法に基づく適正な措置をとっていれば、サービシングの委託を受けた金融機関や、信託受託者など、関係当事者がそれに協力することは、善管注意義務違反にはならないと考えられる。これらの点（特に①～④）は、当該債権の買戻しについて、担保目的であることを否定すべきであると示唆している。

以上の論点の総合的な検討から、金融機関が本法に基づく適正な措置をとっている限り、証券化により譲渡した債権を買い戻す場合でも、真正売買性を害するものではないと考えられる。ただし、この見解は、現在のところ、金融庁の公権的な解釈ではなく、裁判所の司法判断によって認められたものでもない。

2010年3月以降、信託銀行やメガバンクをオリジネーターとするいくつかのRMB Sで、以上のような本法に関わる真正売買性の問題点について、譲渡債権の買戻しに合理的な上限を設定することなどにより、意図的に対応した仕組みが考案・導入されている。本法は2011年3月末までの時限立法であるが、その後、延長される可能性もある。そのなかで、今後も、そうした仕組みが銀行RMB Sに定着していくものと予想される。

2010年4月、経済産業省から、「リース会社に対し、中小企業からリースに関する支払猶予や契約期間延長等の申込みがあった場合には、柔軟かつ適切な対応を行うよう要請する」旨の発表があった。これは、本法の趣旨を踏まえて、企業等の設備投資を支えるリース取引についても、中小企業に対する金融の円滑化を図ることを目的としている。この要請により、中小企業向け貸付や住宅ローン債権の場合と同様、リース債権の場合についても、真正売買性の判断の問題とは一応別に、証券化にあたり、信用供与に係る支払猶予や契約期間延長等を、劣後部分の範囲内での債権買戻しなどの信用補完に織り込む必要が生じた。しかし、本法の施行後まだ日が浅く、過去の実績データが不足しているため、必要な信用

補完水準を見積もることが難しく、この点は、今後の証券化に際して、新たな制約要因となり得る。

なお、本法とは別件ながら、2008年6月、訪問販売や分割払い等に関する民事ルールや行政対応を定める、特定商取引法および割賦販売法の改正が公布され、段階的に施行されてきた。今回の改正により、両法ともに、指定商品・役務を廃止し、原則としてすべての商品・役務を対象としたうえ、対象外となる商品等を整理・明確化した。このうち、割賦販売法の改正による規制強化を受けて、信販（クレジット）会社が加盟店の総点検を行い、その数を絞り込んでいる模様である。その結果、我が国において、1993年6月に施行された、特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）以来、リース債権と並び、証券化の伝統的な対象資産（トラディショナル・アセット）となってきたクレジット債権についても、新規のオリジネーションが抑制される結果、今後の証券化の制約要因となる可能性がある。

2. 9 ノンバンク規制の強化（貸金業法の改正）¹⁴⁾

ノンバンクないし貸金業者とは、リース会社、信販・クレジットカード会社、消費者金融会社、商工ローン会社など、銀行等と異なり、預金等を受け入れずに、融資などの資金の与信業務を行う企業を指す。前述したように、我が国における債権流動化・証券化は、1990年代以降、特定債権法の下で、リース・クレジット債権というノンバンクの金銭債権を主な対象として、本格的に行われ始めた。さらに、1999年5月に施行された、ノンバンク社債発行法（金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律）により、消費者ローンや商工ローンなど、他のノンバンク債権の流動化・証券化も、広く行われるようになった。

従来、消費者ローンや商工ローン等のノンバンクの貸付債権に関しては、高金利貸付を規制する法律（ともに1954年制定）のうち、私法上の効力に関する利息制限法（上限金利は金額に応じて年15%～20%）と、罰則を伴う出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律、最近までの上限金利は年29.2%）との間の、いわゆるグレーゾーン金利に該当するものが大半であった。このため、こうした債権を証券化したノンバンクABS等については、原債権の高金利とABS等の利率との差（エクセス・スプレッド）が厚く、それが信用補完の役割を果たす反面で、原債権の金利分のキャッシュフローが減額される（希薄化する）可能性があるという、リーガル・リスクが潜在すると認識・指摘されてきた。

グレーゾーン金利の貸付債権に関しては、貸金業者が一定の書面を交付し、かつ債務者が任意に支払った場合には、私法上有効な利息の弁済とみなされるという、貸金業法（旧・貸金業規制法<貸金業の規制等に関する法律、1983年制定>）上の「みなし弁済」の規定があった。最高裁は、多重債務問題や借り手保護への配慮もあって、2004年頃から、みな

し弁済の要件を制限的に解釈する判例を蓄積してきた。こうした流れのなかで、一度でも支払遅延すれば、全額一括弁済しなければならないという、期限の利益喪失条項付きで借り入れた債務者による弁済は、任意になされたものとはいえない、と判示した最高裁判決（2006年1月13日）によって、みなし弁済の成立は、事実上困難となった。

これらの一連の最高裁判決により、グレーゾーン金利の弁済を繰り返してきた多くの債務者は、民法上の不当利得返還請求権として、貸金業者に対し、過払金の返還を請求する権利を取得することになった。その後、実際に、一部の弁護士や司法書士による広告・宣伝活動の効果もあって、債務者からの過払金返還請求訴訟が増加してきた。これに対し、引当金の積増し等を迫られた大半の貸金業者の経営が悪化し、そうした業者の廃業や破綻が相次いだことなどから、当該業界・市場は急速に縮小しつつある。

以下のとおり、近年、我が国では、ABSオリジネーター等の破綻事例が続発しているが、前述の事情もあって、特に最近では、それらの多く（(3)・(4)・(12)以外）は、ノンバンクの証券化案件に属するものである。

- (1) 日本リース・日本リースオート（1998年9月、リース、会社更生）
- (2) ライフ（2000年5月、信販、会社更生）
- (3) フットワークエクスプレス（2001年3月、運輸、民事再生→会社更生）
- (4) マイカル（2001年9月、スーパーマーケット、民事再生→会社更生）
- (5) アエル・ナイス（2003年9月、消費者金融、会社更生）
- (6) ティーシーエム（2004年3月、消費者金融、会社更生）
- (7) クレディア（2007年9月、消費者金融、民事再生）
- (8) オークス（2008年7月、信販・カードローン、民事再生）
- (9) レタスカード（2008年12月、消費者金融、破産）
- (10) エスエフシージー（2009年2月、商工ローン、民事再生→破産）
- (11) アイフル・ライフ（2009年9月、消費者金融、事業再生ADR）
- (12) ウィルコム（2009年9月、通信、事業再生ADR→会社更生）
- (13) 武富士（2010年9月、消費者金融、会社更生）

こうしたなかで、我が国の証券化商品のデフォルト（債務不履行）は、現状では以下の事例程度にとどまっており、ノンバンク関連案件を含め、大数の法則に基づくオーソドックスな証券化商品のデフォルトは僅少である。ただ、最近の不動産市況の低迷の下で、オフィスビル等の空室率の上昇や契約賃料の低下により、いくつかのCMBSの下位トランシェで、裏付けとなるノンリコース・ローンのリファイナンスが困難化し、デフォルト事例が発生している模様である。

- (1) マイカル（前出）への入居保証金返還債権の証券化案件
- (2) 東京都の主導により、複数の中小企業の社債を裏付けとして証券化した、CBO案件の「シービーオー・オールジャパン」（2009年7月に一部元本棄損確定）
- (3) モルガン・スタンレーが組成した、マルチボロワー型（多数の不動産担保ローンを

裏付けとする) C M B S 案件の「J L O C 38」(2010年1月に一部元本棄損確定)

(4) 東京都とその他自治体の連携により、複数の中小企業の私募債を裏付けとして証券化した、C B O 案件の「エクセレント・コラボレーション」(2010年4月に全額償還できず、同年7月に一部元本棄損確定)

このように、近年、ノンバンク A B S 等のオリジネーターの破綻が相次いでいるものの、これまでのところ、証券化商品のデフォルト事例は僅少にとどまっている。しかし、最近、以下のとおり、ノンバンク関連案件((2)・(3))を中心に、証券化をめぐるフロード(fraud、詐欺)事案が散発しており、証券化市場への一般の信頼を損なうことも懸念される。

(1) 加ト吉(冷凍食品)グループの不正な循環取引をめぐり、偽装された売掛債権を買い取った、みずほ銀行の S P C から 11 億円余りを詐取した事件で、2008年7月、詐欺容疑により関係者が逮捕された。2009年10月に有罪判決が出ている。

(2) レタスカード(消費者金融、前出)は、A B L による資金調達スキームを利用して、架空の消費者ローン債権を S P C に売却し、資金の出し手である外資系金融機関から約 36 億円を詐取した。2010年2月、詐欺容疑で関係者が逮捕され、同年8月、共犯者の裁判で有罪判決が下された。オリジネーターであるレタスカードは、貸出金減少と資金調達難のなかで、苦し紛れに、譲渡対象債権の二重帳簿をサーバー上に作成し、実在しない、ないし金額を水増しした債権を半分以上混入していた。これに対し、アレンジャー側のデュー・ディリジェンスや、公認会計士による債権の実在性のチェック(コンフォート・レター)では、サンプリング調査でもあり、不正を見抜けなかった。後日、破産管財人への従業員の申告により、事実が発覚した。

(3) エスエフシー(商工ローン、旧・商工ファンド、前出)は、2008年頃から、中小企業向け貸付を主な業務とする日本振興銀行と、債権流動化の受託者としての複数の信託銀行に、貸付債権を二重譲渡していた。2010年7月、当該債権の帰属をめぐる2件の民事訴訟の東京地裁判決で、信託銀行側が勝訴した。本件に関しては、私法上、グレーゾーン金利の貸付債権の二重譲渡をめぐり、過払金返還請求訴訟の相手方なども新たな論点となっているが、同様の論点に関して、下級審の判例は分かれている¹⁵⁾。また、同月、銀行法違反(検査忌避)の容疑で、日本振興銀行の現・元経営陣が逮捕されたほか、同行の貸付債権の譲受けビジネス等をめぐって、いくつかの違法行為も明らかになってきている。債務超過に陥った同行は、同年9月10日、金融庁から経営破綻の認定を受けたほか、東京地裁に民事再生手続開始の申立てを行った。これに伴い、我が国では初めて、ペイオフ(預金保険による預金の払戻保証額を、1預金者・1金融機関につき、元本1,000万円とその利息までとする措置)が発動された。こうした日本振興銀行側の問題とは別に、エスエフシーによる意図的な二重譲渡というフロード案件としても、いずれ刑事事件化する可能性がある。

レタスカードとエスエフシーの債権流動化・証券化案件では、従来の A B S オリジネーター等の破綻事例と異なり、オリジネーター=サービサーが清算型の倒産手続である

破産に至ったことに伴い、サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法、1999年2月施行）上の債権回収会社が、バックアップ・サービサーとして実際に発動された。このうち、エスエフシーによる不動産担保ローンの証券化案件では、バックアップ・サービサーの発動が遅れ、現金準備金も不足するため、ABSの利払いが約定期日どおりに行われなかったという、流動性リスクが顕在化したことから、格付機関は当該ABSを大幅に格下げした。このような事態が発生したのは、我が国では初めてのケースといわれる¹⁶⁾。

前述の最高裁判決等を経て、2006年12月、関連法改正を伴う貸金業法の改正が公布され、段階的に施行されてきたが、2010年6月18日、全面施行された。本改正法の主な内容は、①グレーゾーン金利の廃止（利息制限法の上限金利への一本化）、②みなし弁済制度の廃止、③貸付額の総量規制（個人顧客の借入残高は年収の3分の1まで）の導入などである。これらは、借り手保護や、多重債務問題の改善を目的とする、かなり思い切った規制強化といえる。消費者信用法制として、金利規制と総量規制の併用は、比較法的にみても、特異な事例と指摘されている。その反面で、資金需要がありながら、必要な借入れができない債務者や、上限金利規制違反等の違法行為を承知のうえで行うヤミ金融業者を増やしかねないという、副作用の懸念もある。

ノンバンクの貸付債権の証券化の観点からは、今回の法改正により、対象債権の新規オリジネーションが一層抑制され、消費者金融等の業界・市場の縮小が続くとみられることなどから、今後とも証券化が制約される可能性がある。

さらに、今回の法改正に関連して、法務省は、2010年6月17日付で、「債権回収会社の審査・監督に関する事務ガイドライン」の一部改正案に対する意見募集の結果を発表した。このなかで、法務省は、サービサー法上の債権回収会社が委託を受け、債務者に対して支払案内を行う場合、グレーゾーン金利の貸付債権について、法定の上限金利への「引き直し計算」を行う必要があると明確化した。こうした引き直し計算を行うと、当該債権の元本は減額され、ゼロになる場合もある。この結果、前述のレタスカードやエスエフシーのように、グレーゾーン金利債権の証券化案件で、債権回収会社をバックアップ・サービサーに任命する場合に、支障を来すことになる。今後は、過払金返還リスクのない、法定上限金利以下の貸付債権でなければ、債権流動化・証券化が困難化すると予想される。

現状でも、消費者金融等での既存債務の借換えを主眼とするABS発行ニーズは、相応にあるとみられる。一方、最近のノンバンク関連の証券化案件では、①劣後比率が高い、②リボルビング期間（ABS元本の据置期間）が短い、③オリジネーター＝サービサー破綻時のバックアップ・サービサーを予め選任しておくなど、概して仕組みが保守的になっているほか、オリジネーターも、銀行系の大手企業に限定される傾向がある。

2. 10 証券化商品に係るリスク・リテンション規制（証券監督者国際機構・米国等）¹⁷⁾

前述したように、オリジネーターが組成した債権を、証券化により、直ちにそのまま売却する「組成・転売型」(originate to distribute) モデルにおいては、原債権の売却

とともに、そのリスクも購入者に移転する。これは、米国のモーゲージ・バンク等のオリジネーターの誘因構造を歪め、不十分な審査によりローン債権を粗製乱造するという、モラルハザード的な行動を引き起こす一因となった。

こうした事態への反省を踏まえ、国際機関や米国等において、原債権に係る情報開示の透明性を高めることなどと並び、オリジネーターが原債権のリスクの一定割合を常時保有 (retain) することを義務付けるという、リスク・リテンション (risk retention) ないしスキン・イン・ザ・ゲーム (skin in the game) と呼ばれる、新たな規制手法が検討されてきた。

2009年4月のロンドン・サミットでの「金融システムの強化に関する宣言」は、「バーゼル銀行監督委員会および各国当局は、2010年までに、デュー・ディリジェンスおよび定量的な保有義務を考慮することを含め、証券化のリスク管理に係るインセンティブを改善する作業を進めるべきである」と提言した。

証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールを策定する国際機関である、証券監督者国際機構 (IOSCO) は、2009年9月、「非規制金融市場・商品に関する最終報告書」を公表した。そのなかで、誤ったインセンティブの是正のための提言の一つとして、「オリジネーターまたはスポンサーに、証券化商品への長期的な経済的エクスポージャーの保有を求めることを検討する」と言及された。なお、同機構は、このほかにも、最近、証券化に関わる市中協議報告書や最終報告書を相次いで公表している。

米国財務省は、2009年6月、金融規制改革案を公表した。これは、その後の米国政府による広範な金融規制改革案や、連邦議会で審議されてきた同改革法案の原型となったものである。そのなかには、証券化市場への監督・規制の強化策の一つとして、「連邦銀行監督機関は、証券化エクスポージャーの5%相当部分を保有するよう、オリジネーターないしスポンサーに求める規則を制定すべきである」という内容が含まれていた。SECも、2010年4月、同様に最低5%のリスク保有規制案を発表した。この規制は、2010年7月に成立したドッド・フランク法 (金融規制改革法) で実現した。

こうした国際的な動向のなかで、我が国でも、2009年12月、「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告～今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築～」(注2で引用) が発表された。そのなかで、「オフバランス化したものの一定割合のリスクをオリジネーター等に負わせること等により、証券化商品に係る利益相反等の問題の軽減が図られるとの指摘があり、その政策効果を含め検討が必要である」と言及された。ただ、その後、日本証券業協会でも、アンケート調査に基づく議論が行われた程度にとどまり、本格的な検討は行われていない。

このような政策当局による証券化商品に係るリスク・リテンション規制の検討に対して、市場関係者の側から、懸念や反論も示されてきた。例えば、①オリジネーターによる原債権リスクの定量保有と、原債権の質の高さとは無関係であること、②オリジネーターが特定のトランシェを保有すると、当該証券化商品の保有者全体との間に利益相反が発生する

こと、③定量保有の割合の決定に合理的根拠はないこと、④オリジネーターに定量保有のために必要な資金調達コストが発生すること、などである¹⁸⁾。

米国において、市場参加者の側から証券化市場の改善を推進している、米国証券化フォーラム（ASF）は、2009年11月、リスク・リテンション規制に対して、原則として反対の立場を表明した。その主張の主な内容は、次のとおりである。①リスク・リテンション規制は、証券化本来のリスク分散機能・目的を阻害する懸念がある。②多様な証券化商品に対し、一律に義務的保有比率を定めることは適切ではない。③規制の仕組みについて、各国ごとに重大な相違が生じないように、国際的協調が図られるべきである。④リスク・リテンション規制に代替すべき方法として、原債権に係る表明保証（representation and warranties）を確実にを行うことを提案する。

これらのうち、①の点は、クレジット・エンジニアリングとしての証券化の機能を重視する立場から、リスク・リテンションという異質な発想に対して示された、最も本質的な批判といえる。また、④の提案を具体化するため、ASFは、2009年12月、「RMB Sに関する情報提供および保証の標準モデル」を公表した。

我が国の債権流動化・証券化スキームでは、ほとんどの場合、オリジネーターが5%以上の劣後部分を保有して、原債権の信用リスクを負担するとともに、サービサーも兼ねている。そのため、もともと、米国等の組成・転売型モデルの証券化にみられたような、モラルハザードの問題は少なく、敢えて新たなリスク・リテンション規制を導入する必要性は乏しい。

一方、銀行が自ら保有する信用リスクを外部に移転し、バーゼルⅡ等の自己資本比率規制に関わる所要自己資本の軽減（regulatory capital relief）効果を得て、貸出余力を高めるために、証券化取引を活用するという潜在的なニーズがある。現在の我が国では、そうした効果を主目的とするローン債権の証券化はほとんど行われていない。ただ、リスク・リテンション規制が導入されれば、そのような証券化取引を行う余地が、制度的に封じられる結果になる。そうした目的を達成することが、単純な貸出債権の売却（ローン・セール）であれば可能で、証券化の形態をとれば不可能となる、という帰結を正当化する理由も乏しいと考えられる。

2. 11 証券化に関わる金融規制強化の評価¹⁹⁾

これまで概観してきたように、現在、証券化関連を含め、世界的に金融規制・監督の強化の動きが広がりつつある。これは、前述したとおり、直接的には、今般の世界金融危機における政府の失敗への反省を踏まえ、今後の金融危機の再発防止策として、実施・検討されているものである。ただ、長い目でみると、金融規制・監督は、規制強化（reregulation）と規制緩和（deregulation）の動きを繰り返しており、今回の金融危機への対応は、そうした歴史的な規制の循環のなかで、一つの画期を成すものともいえる。

すなわち、米国における 20 世紀以降の金融規制・監督の歴史を振り返ると、①1907 年頃、銀行の取付け騒ぎが相次いだことをきっかけに、1913 年、中央銀行として F R B が設立された。②1929 年に勃発した大恐慌の教訓を踏まえて、1933 年、グラス・スティーガル法（銀行法）により、銀行・証券分離の原則が定められるなど、規制が強化された。③1980 年代以降の小さな政府や規制緩和の流れを受けて、1999 年、グラム・リーチ・ブライリー法（金融制度改革法）により、銀行・証券の分離が撤廃された。④今回の金融危機の反省から、2010 年 1 月、オバマ大統領は、新金融規制案（ボルカー・ルール）を発表し、銀行等の金融機関の業務範囲と規模の制限などの規制強化を打ち出した。同案等をもとに、同年 7 月に成立したドッド・フランク法（金融規制改革法）は、近年の規制緩和から規制強化の方向への揺戻しを象徴している。

このように、大恐慌や今回の金融危機の震源地である米国において、そうした危機の後に金融規制が強化されることは、ある程度必然的な動きともいえる。ただ、グローバルな視点から見ると、今回の世界金融危機の原因となった米国や英国等が、危機以前と同様に、金融規制・監督のあり方に関する国際的な議論を主導していることには、やや違和感も覚える。

例えば、前述したバーゼルⅡの強化、格付機関への規制導入、リスク・リテンション規制の検討などは、米国を中心に組成されたサブプライムローン関連等の証券化商品が、金融危機の発生・拡大に関わったという反省を契機として、国際的な議論のなかで、進められてきたものである。一方、我が国で組成された証券化商品については、前述した一部のフロード事案などを除き、米国のような深刻な問題は、ほとんど起きていない。

その理由として、我が国の証券化商品・市場については、次のような特色があることが挙げられる。①米国のような組成・転売型モデルの例は少なく、事後的に、一部の債権が抽出・証券化されることが一般的である。②C D O などの二次・三次証券化は例外的で、トランシェの刻み等の構造も比較的シンプルである。③オリジネーターが一定の劣後部分を保有し、サービサーも兼ねるというオーソドックスな仕組みにより、モラルハザードが生じにくい。④証券化の直接の目的が、オリジネーターの資金調達などの実需にあるものが多く、意図的に信用リスクを移転しようとするものは少ない。⑤オリジネーター、アレन्ジャー、投資家等の市場関係者の属性、報酬体系や文化的基盤などが米国とは異なり、関係者間の人的・物理的な距離も近い。

このような特色には、長所と短所の両面がある。短所としては、少数の国内金融機関を中心に構成されている証券化市場では、業態や地域的な多様性が不十分であり、市場の拡大にも限界がある。一方、長所として、関係者同士が互いに顔見知りである市場では、相手の信頼に反する行為に対する牽制が効きやすく、米国のようなプレーヤーの暴走が起きにくいといえる。

また、国内の銀行等の預金取扱金融機関が保有する証券化商品に係る損失についても、その大半は、米国等の海外の商品によるもので、国内の商品からは、ほとんど損失が発生

していない。こうした実情に鑑みれば、我が国の証券化商品・市場に対しても、一律に近いかたちで規制を強化することには、少なからず疑問がある。我が国も、G20等による国際協調体制のなかにあるとはいえ、金融外交の分野における発言力を、もっと高めていく必要があると考えられる²⁰⁾。

ただ、現実には、国際的な政策協調の下で、証券化関連を含む金融規制強化の方向が既定路線化すると、国内の規制当局や業界・自主規制団体にとっても、それに同調して、規制強化の姿勢を示すことが自己目的化しがちである。そうすると、規制・監督を受ける側の市場関係者としても、当局や業界団体等を正面からは批判しにくいという雰囲気醸成される。そうしたなかで、証券化商品の販売に関する自主規制（日本証券業協会）や、格付機関に対する公的規制の導入（金融商品取引法の改正）などに関して前述したように、我が国での現実問題の核心を突いたとはいえない、やや的外れの規制手段が導入されることも少なくない。

また、中小企業金融円滑化法、割賦販売法改正、貸金業法改正などに関して前述したように、政策目的の異なる法律の副次的・波及的な効果により、結果的に、証券化市場にマイナスの影響が及ぶこともある。これらは、金融規制・システムに関わる制度設計プロセス上、注意を要する問題である。

世界金融危機のなかで、株価や海外の証券化商品価格の大幅下落により、損失を被った投資家がリスク回避姿勢を強めたことなどから、我が国における証券化商品の発行額は、2007年～2009年の3年連続で、前年比減少した。2010年に入っても、同様に発行件数・金額ともに低調な状態が続いている。このように逆風が吹き続けるなかでの規制・監督強化は、証券化市場にとって、一層の制約要因になりかねない。角を矯めて牛を殺すような過剰規制に走ることは、意図されたプロシクリカリティー（市場変動の増幅効果）を招くだけで、賢明な対応とは思えない。

今後とも、国内の流動化・証券化市場の自由かつ健全な発展のため、市場参加者の側から、適切な意見・提言や情報を積極的に発信していくことが、ますます求められていくことになる²¹⁾。

注

- 1) 今般の世界金融危機と証券化との関わりについて詳述した論考として、高橋正彦『増補新版 証券化の法と経済学』（NTT出版、2009年12月〈以下、拙著〉）補章「近年の証券化と関連法制等の動向」第1節「世界金融危機と証券化」を参照。そのなかで、サブプライムローン問題や世界金融危機に関する主な文献も参照されている。

本稿のこの部分では、拙著との重複をなるべく避けるため、世界金融危機の経緯や、証券化の基本的な仕組みなどに関しては、あまり踏み込まず、簡潔な記述にとどめる。一方、直近時点での国際的な政策協調や世界経済の動向などについて、若干の補足を

加える。

- 2) 「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告～今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築～」(2009年12月9日)を参照。
- 3) 以下の部分では、本稿の中心テーマとして、①拙著補章第1節6.「証券化をめぐる規制強化の動き」、②高橋正彦「金融規制強化と証券化市場」、横浜経営学会『横浜経営研究』第31巻第1号(2010年6月)を元にしつつ、大幅な加筆・修正を行い、最新の動向を補足するとともに、より踏み込んだ検討・考察を行う。なお、本稿は、③高橋正彦「ノンバンク規制と債権流動化」、流動化・証券化協議会『S F J 金融・資本市場研究』第2号(2010年10月)とも、内容の一部が重複する。

ここでの記述にあたっては、①江川由紀雄・新生証券金融戦略部長、②秋葉賢一・早稲田大学大学院会計研究科教授、③小立敬・野村資本市場研究所主任研究員をはじめ、各分野の専門家の方々から、個別論点に関して、詳細なご教示をいただいた。ここに記して感謝を申し上げる。
- 4) ①神田秀樹「金融危機と流動化・証券化」(講演録)、流動化・証券化協議会『S F J Journal』Vol. 2(2010年1月)、②同「金融危機後の法整備」、『ジュリスト』No. 1399(2010年4月)を参照。
- 5) ①金融庁/日本銀行「バーゼル委市中協議文書 外部格付への過度の依存の見直し」(2010年1月)、②北野淳史・青崎稔「銀行セクターの強靱性を強化するためのバーゼル委市中協議文書 「自己資本規制の強化」と「流動性規制の導入」で銀行の健全性とリスク管理の強化促す」、『金融財政事情』2010年2月8日号を参照。
- 6) ①「[特集] グローバル金融規制——枠組み固まる」、『金融財政事情』2010年8月23日号、②「[特集] 自己資本比率規制 バーゼルⅢへ」、『金融財政事情』2010年10月11日号を参照。
- 7) 浅見祐之・石原久稔「証券化商品投資の再開を決断した三井住友銀行 証券化規制強化でリスク管理の強化が可能になった」、『金融財政事情』2009年12月14日号を参照。
- 8) 植松義裕「証券化商品の販売等に関する日証協の自主規制規則について」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第5号(2009年9月)を参照。
- 9) ①秋葉賢一「特別目的会社(S P E)の連結に係る動向(抄録)」(講演録)、流動化・証券化協議会『S F J Journal』Vol. 1(2009年8月)、②同「国際的な会計基準における最近の動向と我が国の流動化・証券化会計への影響」、流動化・証券化協議会『S F J Journal』Vol. 2(2010年1月)を参照。
- 10) ①野崎彰「格付会社に対する規制の導入」、『商事法務』No. 1873(2009年8月)、②有吉尚哉「金融商品取引法に基づく信用格付業者規制の概要と立法の経緯」、流動化・証券化協議会『S F J Journal』Vol. 1(2009年8月)、③森下哲朗「金融危機後の金融規制に関する一考察」、流動化・証券化協議会『S F J 金融・資本市場研究』第1

号（2010年4月）を参照。

- 11) 「外資系格付会社は従わず？ 格付規制の前途多難」、『金融財政事情』2010年7月19日号を参照。
- 12) ①片岡義広「金融円滑化法対応と証券化における真正売買性の検討」、『金融法務事情』No. 1890（2010年2月）、②福田政之「真正売買を前提とした住宅ローン債権流動化取引における金融円滑化法対応の実務」、『NBL』No. 938（2010年10月）を参照。
- 13) 証券化における真正売買性や、それを含む倒産隔離性については、①高橋正彦「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第53号（2006年3月）、②小野傑・鶴岡勇誠「流動化・証券化と債権譲渡～真正譲渡に関する近時の動向について」、『事業再生と債権管理』No. 129（2010年7月）、③吉田光碩「資産流動化・証券化スキームにおける真正譲渡と担保としての譲渡」、『NBL』No. 938（2010年10月）を参照。
- 14) ①高橋正彦・前掲（注3③）論文、②角田美穂子「改正貸金業法の完全施行をめぐる論点」、『ジュリスト』No. 1404（2010年7月）、③清水純一「「過払い金返還請求」の今後と消費者金融業界」、『金融財政事情』2010年10月4日号を参照。
- 15) ①二村浩一「貸付債権の移転と過払金返還義務の承継」、『事業再生と債権管理』No. 129（2010年7月）、②柴原多・郡谷大輔・横山兼太郎「法的倒産手続下の債権譲渡と過払金債務の取扱い～債権譲渡担保・流動化との関係によせて」、『事業再生と債権管理』No. 129（2010年7月）を参照。
- 16) スタンダード・アンド・プアーズ「日本のストラクチャード・ファイナンス オリジネーターの信用力悪化がABSに与える影響——過去の事例からの考察（1）オリジネーターの法的倒産時、ABSはどのような影響を受けたか？」（2010年6月28日）を参照。
- 17) ①横山史生「＜再開＞に向け情報開示の整備進む証券化商品市場」、日本証券経済研究所・大阪研究所『証研レポート』No. 1656（2009年10月）、②同「規制強化迫られる証券化商品市場」、日本証券経済研究所・大阪研究所『証研レポート』No. 1658（2010年2月）、③宮澤秀臣「流動化・証券化商品を巡る国際機関の動き」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol. 2（2010年1月）を参照。
- 18) 淵田康之『グローバル金融新秩序 G20時代のルールを読み解く』（日本経済新聞出版社、2009年12月）を参照。
- 19) これまでに引用したもののほか、以下の文献を参照。①佐賀卓雄「金融システム危機と金融規制改革（上・下）」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第68・69号（2009年12月・2010年3月）、②同「サブプライム証券化商品の格付けと金融規制改革」、『月刊資本市場』No. 296（2010年4月）、③岩原紳作「Clear and Present Danger——法律学者からみた今回の金融危機」（インタビュー）、『金融法務事情』No. 1899（2010年6月）、④同「世界金融危機と金融法制」、『金融法務事情』No. 1903（2010年8月）、⑤池

尾和人「金融危機とその後の対応——経済学的観点から——」、『金融法務事情』No. 1903 (2010年8月)、⑥佐藤隆文・淵田康之・小立敬「金融危機と規制・監督」、『日本経済新聞』2010年8月5日～9月10日「ゼミナール」1～26、⑦「特集 金融危機後の規制再構築」、日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』2010年10月号。

- 20) 神田秀樹・前掲(注4)講演録・論文を参照。
- 21) 資産流動化・証券化市場の健全な発展に寄与することを目的として、2005年1月、流動化・証券化協議会が、任意団体として設立された。2007年7月より有限責任中間法人に、2008年12月より一般社団法人に移行した。同協議会は、委員会、小委員会、ワーキング・グループでの議論・検討や提言活動、ABC P / ABL統計調査、講座・セミナーの開催、会報誌『S F J Journal』・研究誌『S F J 金融・資本市場研究』の発行など、所期の目的に沿った活動を続けている。

また、我が国における有力・伝統的なオリジネーター業界の立場から、社団法人・リース事業協会が毎年、本誌『資産流動化に関する調査研究報告書』を刊行していることなども、地味ながら有意義な活動と評価できる。