

証券化と格付機関規制

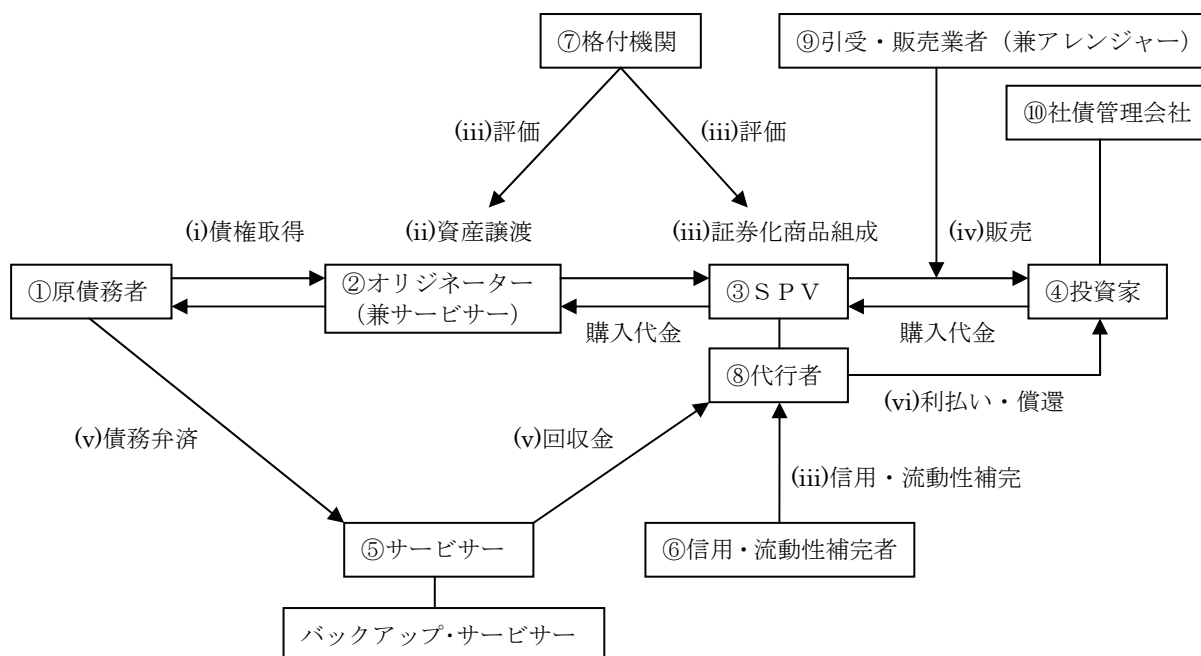
横浜国立大学教授 高橋 正彦

I 証券化概論¹⁾

1. 証券化の意義と仕組み

「証券化」(securitization)とは、通常、金銭債権や不動産などの資産の証券化(asset securitization)を指す。これは、オリジネーター(originator)と呼ばれる原資産保有者(債権の証券化の場合、原債権の回収にあたるサービサー<servicer>を兼ねることが多い)から、仕組み上の媒体であるSPC(special purpose company, 特別目的会社)等のSPV(special purpose vehicle, 特別目的媒体<信託、組合等を含む>)が資産を譲り受け、それらの資産から発生するキャッシュフローを裏付けとして、ABS(asset-backed securities, 資産担保型証券)などの証券化商品(securitized products)を発行することである(図参照)。ABSには、償還期間が1年以上の社債型のAB社債と、1年未満のCP(コマーシャル・ペーパー)型のABCPが含まれる。

図 証券化の全体図 [①等は参加者、(i)等はプロセスを示す]



証券化に類する用語として、流動化、アセット・ファイナンス、ストラクチャード・ファイナンスなどがある。①流動化は、最終商品が有価証券の形態をとらないものも含むが、実質的には、証券化とほぼ同義である²⁾。②アセット・ファイナンス (asset finance, 資産金融) は、企業金融の類型として、証券化に限らず、資金調達企業のバランスシート (貸借対照表) の左側の資産を活用した資金調達を指す。これに対し、負債項目上のデット・ファイナンス (借入、普通社債等) や、新株発行を伴う資金調達として、資本項目に関わるエクイティ・ファイナンス (増資、転換社債、新株引受権付社債等) は、バランスシートの右側で行われる。③ストラクチャード・ファイナンス (structured finance, 仕組み金融) は、前述したSPVや、後述する信用補完措置などの仕組みを用いる金融技術のことである。これには、証券化のほか、対象事業から生じるキャッシュフローを返済原資とする、プロジェクト・ファイナンスなども含まれる。

2. 金融技術としての証券化

経済学 (金融論) で説かれるとおり、金融取引は、異時点間における資金 (購買力) の移転を目的とする取引であるとともに、リスクの再配分に関わる活動でもある。こうした金融取引としての本質は、証券化においても変わらない。すなわち、原資産から生み出される収益とその変動リスクが、SPVを通じるABS等の証券化商品への資産変換の仕組みによって、オリジネーターから投資家 (資本市場) に移転されることになる。

金融技術としての証券化は、デリバティブ (derivative, 金融派生商品) と呼ばれる先物、オプション、スワップなどの取引と並び、先端的・イノベータータイプな分野とみられている。このうち、デリバティブは、為替・金利変動等の市場リスクをヘッジ (回避) ないしコントロールする技術という意味で、「フィナンシャル・エンジニアリング」 (financial engineering, 金融工学) の領域に属する。これに対し、証券化は、信用リスクをコントロールする技術という意味で、「クレジット・エンジニアリング」 (credit engineering, 信用工学) の性格を有する金融技術であるといえる。

債権の証券化の場合、クレジット・エンジニアリングの対象となる信用リスクは、①投資家への元利金償還の源泉となる原債権のキャッシュフローが、貸倒れ、延滞、中途解約、期限前弁済等により毀損・変動するという、原債務者の信用リスク、②証券化の仕組みに関与する、オリジネーター、サービサー、SPV等の各当事者の破綻などに係る信用リスクという、二つの類型に大別できる。

上記①のリスクについては、仕組みの組成上、債権を抽出してプールする際に、「大数の法則」に基づいて、リスクの分散 (diversification) を図ったり、各種の信用補完 (credit enhancement) 措置や、証券化商品の償還期間による切分け等、様々なキャッシュフローの加工技術などを用いたりすることにより、相当程度カバーできる。

これらの仕組みは、いずれも統計学・確率論に基づいている。大数の法則は、母集団か

ら十分な数の標本が偏りなく抽出されれば、その属性は母集団に近似するという考え方であり、保険・年金（数理）などの基礎にもなっている。また、代表的な（内部）信用補完措置である優先・劣後方式は、原資産からの弁済が後順位となる劣後部分（通常はオリジネーターが保有する）をバッファーとすることにより、先順位の優先部分の信用力を高める仕組みであり、債権の証券化に広く用いられている。

一方、上記②の仕組みの当事者に係る信用リスクに関しては、基本的にシングル・リスクであり、①と同様の手法によっては対処できない。典型的なケースであるオリジネーター・サービサーの破綻の場合でも、その倒産手続に証券化商品のスキームが巻き込まれない、という意味での「倒産隔離」（bankruptcy remoteness）を法的に実現することが重要になる³⁾。こうした局面では、証券化におけるクレジット・エンジニアリングは、いわば「リーガル・エンジニアリング」（legal engineering, 法工学）的な性格を強めることになる。

3. 証券化の当事者とメリット

（1）オリジネーター

オリジネーターは、証券化により、対象資産から生じる将来のキャッシュフローを裏付けとして、現時点で資金を調達できる。このように、オリジネーターにとって、証券化の第一のメリットは、資金回収の早期化による流動性と資金効率の向上、および資金調達手段の多様化にある。また、オリジネーター自身の信用力が高くなくても、保有する優良な資産を活用し、前述の優先・劣後方式等により、証券化商品を信用補完することによって、相対的に低利の調達を実現できる余地がある。

オリジネーターにとっての証券化の第二のメリットは、①経済的に、資産保有に伴うリスク（金銭債権の貸倒れリスク等）を投資家に転嫁できるほか、②会計上、対象資産を自らのバランスシートから切り離せる（オフバランスできる）ことである。このオフバランス効果により、オリジネーターは、バランスシートのスリム化や、ROA（総資産利益率）・自己資本比率の向上など、財務体質の強化を図ることができる⁴⁾。

（2）投資家

各種金融機関や年金基金・投資信託等の機関投資家などにとっては、証券化商品のような新たな投資対象の出現により、運用する金融資産の構成（ポートフォリオ）の改善を図ることが可能になる。発行体自体の信用度に基づく公社債等と異なり、原資産から生じるキャッシュフローを信用力の源泉とする証券化商品を投資対象に加えることにより、運用ポートフォリオの多様化とリスク分散の効果が得られるからである。

（3）アレンジャー

オリジネーターは、証券化商品の仕組みの組成（ストラクチャリング）業務を、銀行・

証券会社等の専門性を有するアレンジャー（仕組みの組成業者）に委託することが多い。証券会社が有価証券形態のABSのアレンジャーとなる場合、引受（アンダーライティング）・販売（セリング）業者を兼ねることが通常である。証券化に関わるアレンジャー業務は、投資銀行業務（investment banking）の主力分野の一つとなってきた。

（４）格付機関⁵⁾

証券（債券）の信用力を格付けする格付機関（rating agency）は、証券（資本）市場のゲートキーパーとして、重要な役割を果たしている。証券化商品のストラクチャリングにあたっては、通常、アレンジャーが当初から格付機関と接触し、目標の格付け取得に向けて、信用補完水準の設定などを行うという、「ターゲット・ディーリング」の手法が用いられる。前述したように、オリジネーター自身が普通社債を発行しても低い格付けしか得られない場合でも、最上級のAAA等を取得した証券化商品の発行により、低コストでの資金調達が可能になる。投資家にとっても、高格付けのABSなど、運用対象が多様化する。このように、証券化商品の組成においては、普通社債以上に格付けの役割が大きく、証券化の機能とメリットの多くは、格付機関に支えられているともいえる。

4. 証券化の発展の沿革

（１）米国⁶⁾

証券化は、米国で発祥・発展し、欧州や日本などにも広がっていった。米国での証券化は、1970年、住宅ローン債権（モーゲージ）を対象資産とするMBS（モーゲージ担保証券）から始まった。当初は、GSE（政府支援機関）が関与する「エージェンシーMBS」であったが、1977年には、投資銀行（証券会社）をアレンジャーとして、民間MBSが組成・発行された。

MBSの仕組みを応用して、1985年には、リース債権やオート（自動車）ローン債権を裏付けとする民間ABSが発行された。1990年代以降、ABSの対象債権は、クレジットカード債権等にも拡大した。さらに、CMBS（商業用不動産担保証券）や、CLO（ローン担保証券）、CBO（社債担保証券）等のCDO（債務担保証券）なども発行されるようになった。

米国の証券化商品の発行額は、近年のピークである2006年で、エージェンシーMBS等を除いて、1兆ドル余りに上った。エージェンシーMBS等の発行残高は、後述の「リーマン・ショック」直後の2008年末で6兆ドル余りと、米国債の残高をはるかに上回った。特に、住宅ローンやオートローンなど、家計への信用供与の相当部分が、証券化による資金調達に依存してきた。

(2) 日本⁷⁾

我が国では、不動産バブル崩壊のきっかけとなった、1990年3月の大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」により、銀行借入を抑制されたノンバンク（預金等を受け入れず、資金の与信業務を行う企業）の資金繰りが逼迫した。ノンバンクのなかでも、設備投資・個人消費関連の資金供給で重要な役割を果たす、リース・クレジット（信販）会社の資金調達手段を多様化するため、1993年6月、特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）が施行された。

特定債権法は、リース・クレジット債権の流動化・証券化目的の譲渡に関し、民法上の指名債権譲渡の対抗要件である通知・承諾とは別に、簡易な第三者・債務者対抗要件具備手段として、日刊新聞への公告制度を導入した。これにより、日本では、ノンバンクの金銭債権から本格的な証券化が始まった。

1997年6月の金融制度調査会答申等で、「(日本版)金融ビッグバン」と呼ばれる金融システム改革の方向性が示され、その一項目として、「ABSなど債権等の流動化」が挙げられた。また、当時、経済・金融面での重要課題となっていた不良債権問題への対応策の一環として、証券化の手法を活用するという政策的要請もあった。こうした事情の下で、特定債権法に続き、次のとおり、流動化・証券化の促進に関わる一連の立法が行われた。

①SPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律、1998年9月施行）により、不動産、指名金銭債権等を対象に、本法上のABSである資産対応証券を発行するためのSPCとして、特定目的会社（TMK）の制度が創設された。②債権譲渡特例法（債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律、1998年10月施行）により、法人の指名金銭債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例として、第三者対抗要件としての電子化された債権譲渡登記制度が導入された。③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）により、弁護士法の特例として、特定の金銭債権を対象とする債権管理回収業が、一定要件の下で、許可を受けた株式会社に認められた。④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、1999年5月施行）により、従来、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）によって禁止されていた、貸金業者（ノンバンク）による貸付資金調達目的の社債発行が、一定要件の下で解禁された。

これらの法律は、その後、機能拡充・規制緩和のために改正され、①は資産流動化法（資産の流動化に関する法律）、②は動産・債権譲渡特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）に改称された。また、特定債権法はその役割を終え、2004年12月に廃止された。

最近では、新・破産法（2005年1月施行）、会社法（2006年5月施行）、新・信託法（2007年9月施行）、金融商品取引法（証券取引法等の改正、2007年9月全面施行）、電子記録債権法（2008年12月施行）等につき、民法（債権法）改正⁸⁾が法制審議会で審議中であるなど、基本法レベルでの「大立法」が続いている。これらは、証券化に関わる法制整備とし

でも、重要な意味を有している。

こうした法制整備の効果もあって、我が国の証券化市場は順調に拡大し、2006年には発行額が約11兆円に達し、普通社債を上回った。対象資産も多様化しているが、近年では、住宅金融支援機構（旧・住宅金融公庫）の証券化支援業務等により、住宅ローン債権の証券化商品（CMB Sと区別して、RMB Sと呼称）が、発行額ベースでの中心となってきている。

Ⅱ 世界金融危機と証券化⁹⁾

1. 世界金融危機の経緯

米国では、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年夏以降、全土で住宅バブルが崩壊した。担保価格の下落により、2007年以降、サブプライムローン（信用力の低い個人向けの住宅ローン）の焦付きや延滞が増加した。同ローンを裏付資産とするRMB Sや、それらを再加工したCDO（ABS-CDO）等の多くが、短期間のうちに、格付機関により大幅に格下げされた。そうした証券化商品は、デフォルト（債務不履行）に陥ったり、流通市場での投売りにより値崩れしたりしたため、これらに投資していた各国の金融機関や投資家が、多大な損失を被った。このように、2007年夏頃から、サブプライムローン問題が深刻化した。

これ以降、世界中の金融市場で、信用収縮（credit crunch）と質への逃避（flight to quality）が広がり、世界同時株安も発生した。2008年3月に、全米第5位の投資銀行であるベアー・スターンズが、流動性の枯渇から実質的に破綻した。同年9月には、同4位のリーマン・ブラザーズも破綻して、「リーマン・ショック」と呼ばれた。こうして、サブプライムローン問題から始まった金融危機は、「100年に1度」ともいわれる未曾有の世界金融危機に発展した¹⁰⁾。

こうしたなかで、次のように、今般の世界金融危機の主因として、証券化を批判する論調も流布した。①世界的な経常収支不均衡（global imbalance）のなかで、証券化商品を介して、世界中の余剰資金が米国に流入したことが、住宅バブルや過剰消費を増幅し、バブル崩壊後は、リスクを広範囲に拡散させた。②組成・販売型（originate to distribute）モデルの証券化により、原債権の信用リスクを移転したモーゲージ・バンク（ノンバンク形態の住宅ローン会社）等のオリジネーターが、モラルハザード（倫理の欠如）に陥った。③複雑で加工度の高いCDO等により、原債権のリスクが見えにくくなった。④金融工学・確率論的な手法に過度に依存したCDO等の格付けの多くが的外れであり、それらの格下げが金融危機の引き金を引いた。

一つの金融技術に過ぎない証券化自体を批判することは筋違いであり、危機を招いた主な責任は、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投資銀行等

の市場関係者や、注意が不十分であった投資家などにある。また、我が国の証券化商品については、米国のような深刻な問題はほとんど生じていない¹¹⁾。ただ、前述のような批判的論調も、現象としては一面の事実を突いており、クレジット・エンジニアリングとしての証券化の影の部分指摘しているともいえる。

ワシントン（2008年11月）、ロンドン（2009年4月）、ピッツバーグ（2009年9月）でのG20（20か国・地域）首脳会合（サミット）では、今般の世界金融危機の再発防止策に関して議論が行われ、格付機関への規制を含む金融規制・監督の強化が打ち出された。G20トロント・サミット（2010年6月）の首脳宣言では、格付けへの依存の抑制が盛り込まれた。

こうした流れを受けて、米国のドッド・フランク法（金融規制改革法、2010年7月成立）や、B I S（国際決済銀行）・バーゼル銀行監督委員会による銀行の自己資本比率規制など、世界的に、金融規制・監督の強化の動きが広がっている。前者の膨大な内容には、証券化や格付機関への規制強化も含まれている。また、我が国でも、国際的な政策協調の下で、金融商品取引法の改正により、格付機関への公的規制が導入され、2010年4月に格付機関の登録制度が施行された¹²⁾。

世界金融危機による市場の混乱や、最近の規制強化の影響もあって、2007年以降、米国・我が国とも、証券化商品の発行額は大きく減少した。我が国では、2011年にやや持ち直したが、まだ予断を許さない¹³⁾。この間、E U（欧州連合）の統一通貨ユーロ圏の周縁諸国（P I I G S）等で、ソブリン・リスク（政府債務の信認危機）ないし欧州債務問題が深刻化し、各国の国債の格下げなどにより、格付機関への注目度が再び高まってきている。

2. 証券化商品の格付けの問題点¹⁴⁾

1970年代末頃から本格的に研究されるようになった「情報の経済学」（information economics）の視点からみると、格付けの役割は、本来、証券（資本）市場において、発行者側と投資家側との間の「情報の非対称性」（asymmetry of information）によって引き起こされる、効率的な経済取引の阻害による社会的費用（コスト）を削減することにある。特に、裏付資産や仕組みの組成等の商品内容に関して、一般的に、オリジネーター・アレランジャーと投資家との情報格差が大きく、両者間で非対称性が生じやすい証券化商品については、投資家には入手しにくい情報により、商品性や信用力を専門的に分析・評価する格付けの役割は大きい。

2007年半ば以降、米国のサブプライムローン等を裏付資産とするRMB Sや、それらを再加工したC D O（A B S－C D O）などの二次・三次証券化商品が、主に米系の格付機関によって、大量・大幅に格下げされた¹⁵⁾。これにより、証券化商品の格付けについて、その多くが的外れであったのではないかとの疑念から、投資家の信頼が失われたため、それまで解消されていた情報の非対称性が顕在化した。その結果、投資家側から商品の品質

を判別できなくなり、疑心暗鬼が生じて、「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。

債権流動化・証券化商品の信用補完措置として広く用いられている、前述の優先・劣後方式において、優先部分をシニア部分、劣後部分をエクイティ部分とも呼び、両者の中間にメザニン（中二階の意）部分を設けることもある。こうした階層（トランシェ）区分により、相対的に、優先部分はローリスク・ローリターン、劣後部分はハイリスク・ハイリターン、メザニン部分はミドルリスク・ミドルリターンの属性を有し、リスクとリターンの組合せ（リスク・リターン・プロファイル）に対する投資家の多様な選好に応えることが可能になる。

ただ、我が国では、金融機関等の機関投資家であっても、投資適格級（BBB以上）の下限近辺や、それに満たないミドル・ハイリスクを取る投資家が少ないため、実際に発行される証券化商品の大半は、高格付けのシニア債である¹⁶⁾。また、我が国の証券化商品は、一般に、メザニン・トランシェの刻みが少ないなど、商品性が比較的シンプルで、二次・三次証券化も例外的である。

これに対し、米国で2005年頃以降に組成・発行された、サブプライムローン等を裏付けとしたRMBSなどでは、トランシェ数が10を超えるものが多かった。しかも、トランシェの厚みが全体の1%程度しかない薄い下位メザニン・トランシェに、それぞれBBB+・BBB・BBB-・BB+といった、1ノッチ（段階）刻みの細かい格付けが付与されていた。

投資銀行等のアレンジャーがこうしたRMBSを組成する際には、オリジネーターであるモーゲージ・バンク等が個人に貸し付けた不動産担保付きの住宅ローン債権を、数千程度集めてプール化したものを裏付けに、優先・劣後方式をとったうえ、原債権からの弁済順位に従って、1%程度の厚みのトランシェを細かく切り出す。格付機関がこれらのトランシェを格付けする際には、ローンの種類、債務者の信用力¹⁷⁾、LTV（融資比率）、DTI（返済負担率）等の属性情報を、格付機関が開発・運用している住宅ローン評価モデルにインプットし、デフォルト率や回収率、それらの確率分布などを予想する。

このようなRMBSの薄く切り刻まれたメザニン・トランシェのうち、BBB-といった投資適格級の下限のものを集めて、CDOに再加工したのが、メザニンSF-CDOなどと呼ばれる種類のABS-CDO（証券化商品を裏付けとするCDO）である。こうしたCDOでは、アレンジャーにより、再び優先・劣後方式がとられて、トランシェ分けが行われる。格付機関は、モデルとシミュレーションによって各トランシェのデフォルト確率を計算し、それを格付記号に読み替える。浄水場の貯水槽で泥水を沈殿させるように、BBB-のメザニン・トランシェだけをもとに再加工されたCDOでも、その上澄みにあたる最上級（スーパー・シニア）部分は、AAAを取得することも可能になる。このようなCDO格付けのためのモデルは、各格付機関の発表資料やホームページで公表されてお

り、格付手法自体の透明性は高いといえる¹⁸⁾。

このように、格付機関によるCDO格付けは、一見、精緻な数理モデルを駆使した金融工学・確率論的な手法に依拠しており、各格付機関も、その先端性と正当性を主張していた。しかし、前述のとおり、2007年半ば頃から、サブプライムローン関連のRMBSやCDOなどの大幅な格下げが相次いだため、特にABS-CDOの格付けに対して、投資家などから批判が高まった。こうしたCDO等の格付けの多くが、結果的にみでの外れであったことの背景として、以下のような要因が挙げられる。

第一に、数理モデルによる信用リスクの評価を繰り返すことにより、評価上のエラー（誤差）が蓄積した。①モデルを用いて評価した個人の信用力と個々の住宅ローンの予想損失率、②その結果を利用する住宅ローン評価モデルにより付与したRMBSの格付け、③RMBSの細かい刻みのメザニン・トランシェに対する格付けを所与のものとして、CDO格付けモデルにより評価した結果であるABS-CDOの各トランシェの格付け、という多重・累積的な評価プロセスを通じて、エラーが増幅されていった。この過程で、サブプライムローン等の原債権に想定を上回るデフォルトが生じ、RMBS中の格付けBBB-のメザニン・トランシェが全損になった場合、それらを裏付けとして組成されていたCDOにおいて、優先・劣後方式等により手厚い信用補完措置が講じられていたとしても、それは意味をなさなくなり、スーパー・シニア部分ですらデフォルトし得ることになる。

第二に、ABS-CDOが本格的に普及してから日が浅かったこともあり、信用リスクの分析の前提となるヒストリカル・データ（過去の原資産のデフォルト率等の属性データ）の蓄積が不十分なうえ、その期間も米国での住宅価格の上昇期に偏っていた。

第三に、原資産（ABS-CDOの場合、多数のRMBSのメザニン・トランシェなど）間の相関の想定について、例えば、同種の資産相互（米国のサブプライムローンを裏付けとするRMBS同士など）の場合、一律0.3（正の相関係数は0～1の範囲内で、数値が高いほど相関が強い）などと、低めに設定されることが多かった。こうした想定の実績について、実績によって判断するためには、ある程度の年月が必要である。ただ、米国全土での住宅バブルの崩壊後からみて、格付けプロセス上、設定されていた相関係数が低すぎたとすれば、結果的に、再証券化によるリスク分散効果が過大視されていたことになる。

第四に、自然科学的現象はともかく、住宅ローン等のデフォルトの発生や、ある金融商品の価格変動などの社会科学的現象の多くは、標準正規分布に従わないことは広く認識されるようになってきている。特に、RMBSの原資産がサブプライムローンの場合、もともと信用リスクが偏在しており、正規分布を前提にした確率論的な分析には馴染みにくいといえる。

このように、ABS-CDO等の証券化商品の格付けにいくつかの問題点があり、実際には多くの格付けが高すぎたとすれば、多様な金融商品に対するAAA等の格付記号について、その絶対値としての水準は揃っているのか、という疑問が生じる。この点に関して、S&Pとフィッチは、国債・社債・証券化商品などの種類にかかわらず、同一の格付記号

は概ね同程度の信用力を意味すると主張してきた。一方、ムーディーズは、2003年頃以降、証券化商品と社債等の企業債務の格付けは、それぞれ別の体系であり、前者については期待損失率を、後者については格付けの安定性を重視すると説明している。

格付けの体系上、本来は、同一の格付記号は同程度の信用力を意味するはずであるし、その方が望ましい。しかし、格付機関によるCDO格付けの手法をみると、特にABS-CDOについては、伝統的な企業債務やABS等の一次証券化商品の格付けとは異質のものであり、現実の水準感が相互に異なっているにもかかわらず、格付機関としては、多様な金融商品に対する格付けの整合性が保たれるよう、絶えず水準調整を行っていく努力は必要であると考えられる¹⁹⁾。

このほか、格付機関に対する批判として、主要な格付機関は、収益の大半を証券発行体（証券化の場合、オリジネーター・アレンジャー側）からの格付手数料に依存しているというビジネスモデル（issuers pay model）から、顧客である発行体に配慮して、格付けが甘くなりやすいのではないかという、投資家との利益相反の問題が挙げられることも多い。ただ、この種の利益相反問題は、格付機関に特有のものではなく、まして証券化商品の格付けに特有な問題でもない²⁰⁾。

利益相反問題を含む格付けの品質問題は、格付機関の営業基盤や格付けの手順などというより、主に、アナリストや責任者の能力・経験不足に起因していると考えられる。格付けの収益源が投資家側にあるか、または格付機関が非営利企業であるとしても、アナリスト等の能力・資質に問題があれば、格付けの品質を高く保つことは困難である。

ただ、我が国では、米欧に比べ、証券化市場の規模が小さいにもかかわらず、5社の格付機関が競合しているうえ、複数の格付機関から格付けを取得するケースも少ない。このため、格付案件の受注競争が激化して、格付けが甘くなりやすくなる可能性はある。現に、2005年頃から2006年半ばにかけて、格付機関の間で、証券化商品の格付けに関して、クライテリア（格付基準・分析手法）を緩和・弾力化する競争が発生した。これらのクライテリア変更により、証券化商品の格付けの時系列的な連続性は失われている。

こうしたなかで、証券化商品等の格付けの品質を維持するためには、格付機関に対する規制の導入・強化が有効とは考えにくい。格付けの適切さを判断できる立場にあるのは、本来、行政機関よりも、証券発行体や投資家等の市場参加者である。格付けの品質を向上させるには、市場参加者が格付けを無批判に受け入れたり、甘い格付けを求めたりするのではなく、目利きとして、格付機関を選別・育成していくことが必要になる。

Ⅲ 格付機関に対する公的規制

1. 米国²¹⁾

2001年末、米国のエネルギー商社のエンロンが経営破綻し、投資家に大きな損害を与え、

同国の資本市場に対する信頼を著しく損なう事態を招いた。同社の破綻の直接的な要因は、資産のオフバランス化やヘッジの目的で利用した、SPVによる巨額の損失であった。本件や、これに続くワールドコム等の不正経理問題をきっかけとして、2002年7月、サーベンス・オクスリー法（企業改革法）が制定された。

米国では、既に1975年に、SEC（証券取引委員会）が格付機関を指定する、NRSRO（全国的に認知された統計的格付機関）制度が導入されていたが、これは、当局が指定格付機関を利用するだけで、格付機関の規制・監督制度ではなかった。2002年10月、連邦議会・上院の委員会が、前述のエンロンの破綻に関連して、格付機関の問題を指摘した。これを受けて、2003年から、SECが格付機関制度に関する検討を開始し、2006年に、NRSROの登録制への移行を含む、信用格付会社改革法が成立した。2007年9月以降、NRSROはSECの監督下に置かれた。

このように、米国では、サブプライムローン問題が深刻化する以前から、格付機関をめぐる問題が議論されており、公的規制・監督も比較的早期に導入された。2007年半ば以降、格付機関による証券化商品の大幅な格下げが世界金融危機の引き金を引いたと批判されたことから、証券化商品の格付けのあり方に関して、あらためて議論が行われた。その主な論点は、前述したように、①格付機関の利益相反、②格付け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けの同一性、などであった。

こうした議論を踏まえて、SEC規則の改訂により、NRSROに対する規制・監督の強化が行われた。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同年12月から）適用された規則の改訂は、格付けショッピング（発行体側がより高い格付けを求めて、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、そうでない格付機関の両者が、同一の案件情報入手することを可能とし、非依頼格付けの付与を促すものである。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月に成立したドッド・フランク法からは削除された。

一方、米国では2002年から、銀行の自己資本比率規制において、証券化商品等の一部のエクスポージャーのリスクファクター（リスクウェイト）の決定に格付けを利用してきており、その点では、バーゼル銀行監督委員会より先行していた。同委員会による自己資本比率規制である「バーゼルⅡ」（新BIS規制とも呼ばれ、我が国では2007年3月期末から導入された）の標準的手法に採用された格付準拠方式は、米国の銀行監督当局が2002年から運用している基準に類似している。このように、格付機関の格付けが金融規制の手段として利用され、公的な色彩が強まった結果、格付けに対する市場からのチェック機能が働きにくくなった面もある。

前述のとおり、トロント・サミット（2010年6月）では、首脳宣言に格付けへの依存の抑制が盛り込まれた。これを受けて、従来のFSF（金融安定化フォーラム）を拡充して2009年に創設されたFSB（金融安定理事会）は、2010年10月27日付けで「格付けへの

依存軽減に関する原則」という報告書を公表した。同報告書は、「中央銀行は、オペレーション（公開市場操作）の担保として受け入れ、買入れの対象とする金融商品については、独自の信用リスク評価を下すべきである」として、格付機関の格付けに依存した担保適格要件やヘアカット（担保掛目）の設定を否定している。また、銀行や機関投資家による格付けの利用に関しては、「自ら信用リスク評価を行うことが期待される」として、「規制当局は、銀行の内部格付けが格付機関の格付けより高い水準になるというバイアスが生じていないかどうかを含め、内部における信用リスク評価プロセスを綿密にチェックすべきである」と述べている。しかし、この報告書の公表後も、主要国の中央銀行は、格付機関の格付けの利用方針を改めてはいない。

米国のドッド・フランク法は、トロント・サミット的首脳宣言やF S Bの報告書の方向性に沿って、そのセクション 939Aで、銀行・証券監督当局等に対し、規制ルールにおいて、格付けの利用や参照を排除することを求めている。監督当局は、2011年12月に、銀行の自己資本比率規制から格付けの利用を排除する改正案を発表し、2012年2月を期限として意見募集を実施した。

この改正案では、事業会社向けエクスポージャーについては、公開情報を用いて算出できる指標を用いて、リスクファクターを決定する。証券化エクスポージャーについては、裏付資産に適用されるリスクファクターの加重平均、アタッチメントポイント（劣後比率）、デタッチメントポイント（劣後比率＋トランシェの厚み）の3変数による関数方式で算出する。これは、格付機関の格付けを参照せず、銀行の恣意も混入させず、公開情報を用いて客観的に定められる手法とされる。このように、銀行の自己資本比率規制における格付機関の格付けの利用について先行した米国が、今回も先行して、逆に格付けの利用を排除しようとしていることは注目される。

一方、バーゼル銀行監督委員会は、2009年7月に、自己資本比率規制に関する「枠組み強化文書」を発表し、「バーゼル2.5」とも呼ばれる見直しを行った。これにより、銀行が証券化エクスポージャーの所要自己資本等を算出するにあたり、格付機関の格付けを用いるための要件を追加した。格付けの利用を事実上義務付けながら、形式的には格付けを利用できるというかたちで、格付け利用の要件を厳格化したものである。

バーゼル銀行監督委員会は、2009年12月に発表した市中協議案で、格付けへの依存からの脱却を標榜し、いくつかの提案を行った。しかし、2010年12月の「バーゼルⅢ」のテキストでは、それに言及しなかった。格付機関の格付けの参照による証券化エクスポージャーの扱いの見直しについては、2012年中に同委員会が検討して提案を行うと、上位組織であるF S Bが2011年11月に発表した文書を通じて表明したが、その後、具体的な検討内容に関する発表は行われていない。このように、銀行の自己資本比率規制上の証券化エクスポージャーに係るリスクファクターの決定に際し、格付機関の格付けを（どのように）利用・参照するかという点に関して、バーゼル銀行監督委員会の考え方は一貫しておらず、米国の監督当局とも温度差がある。

2. 欧州²²⁾

欧州でも我が国と同様、1980年代後半以降、米系の格付機関が拠点を設置し、本格的に活動を開始した。それ以来、格付機関は、当局の監督に服さない非規制業種であったが、米国のサブプライムローン関連証券化商品等をめぐる米系格付機関への批判を契機に、EU（欧州連合）でも、2008年半ば以降、格付機関に対する規制の導入が検討され始めた。

2008年7月、EU経済・財務相理事会が、格付機関に登録制を導入すべきであるとの決定を行い、欧州委員会が格付機関規制の骨子について市中協議を開始した。同委員会の意見募集では、格付機関が証券化商品（ストラクチャード・クレジット商品）の信用リスクを見誤ったとの指摘が行われている。2009年4月に規制案が欧州議会・欧州理事会を通過し、2010年11月に実際に格付機関の登録事例が現れ、同年12月に格付規制の大半が施行された。

EUで格付機関規制が導入された当初は、監督主体は各国別の証券監督当局であったが、2011年7月、ESMA（欧州証券市場監督局）に監督機能が集約された。EUの格付規制のなかで、登録制は、未登録の格付機関も格付けの付与・提供業務を行えるが、その格付けを銀行の自己資本比率規制等の規制目的に用いることは禁じられるというものである。また、格付依頼先との癒着などの利益相反防止のため、格付機関のアナリストのローテーション・ルールが導入されており、主任アナリストは最長4年まで、担当アナリストは5年までしか、連続で同一対象の格付けに関与してはならず、間に少なくとも2年間の休止期間を置くことが定められている。

EUの格付機関規制が導入されてから、まだ日が浅いが、欧州債務問題を契機として、早くも大幅に見直されようとしている。2011年11月に、改正法案が欧州議会に提出された。改正内容の一つが、格付機関のローテーション制である。具体的には、ある格付機関が同一の発行体について格付けを連続して付与できる期間は、最長で3年（複数の格付機関が格付けを行っている場合は6年）とし、その期間に達すれば格付けを取り下げ、少なくとも4年間は休止期間を置かなければならないとする。これは、アナリストのローテーション・ルールと同様の利益相反防止のほか、格付業界の寡占状態を是正し、格付機関間の競争を促すことを目的とするものとみられる。

このほか、今般の改正案には、格付機関が規制に違反し、それが格付けに反映されていた場合など、一定の条件の下で、格付機関が投資家に対して、民事上の損害賠償責任を負うという内容も含まれている²³⁾。

3. 日本²⁴⁾

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の自己資本比率規制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、かつての米国のNRSROと同様に、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けを制度的に認めるものに過ぎず、格付機関に対する規制・監督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。

米国発のサブプライムローン問題が深刻化した2007年後半から、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、格付けのあり方や格付機関に対する規制・監督に関する議論が進められた。2008年7月、同大臣は格付機関について、「サブプライムローン問題にみられる市場動向、およびこうした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」と発言した。

金融審議会金融分科会第一部会は、2008年10月から、格付機関に対する公的規制の導入に関して審議を行い、同年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～」を発表した。同報告書では、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24日、格付機関（法律上の名称は信用格付業者）規制の導入を含む、金融商品取引法の改正が公布され、同年12月28日、関連する政令・内閣府令も公布された。本改正法は、2010年4月から段階的に施行されてきた。

本改正法による格付機関規制の概要としては、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）、②信用格付業者に対する規制・監督（誠実義務、体制整備<アナリストのローテーション・ルール、内部統制システムの整備、法令等遵守の確保、格付けプロセスの品質管理、利益相反防止措置、資産証券化商品の発行者等への情報開示の働きかけ、情報管理・秘密保持、格付方針等の遵守、監督委員会の設置など>、禁止行為<名義貸し等>、格付方針等の開示、説明書類の縦覧等）、③無登録業者による格付けを利用した金融商品取引契約の締結勧誘の制限（金融商品取引業者等による説明義務）、などに整理できる。

2010年9月30日、金融庁は、米系の日本法人を含む5社の格付機関に、信用格付業者としての登録を付与した。同年10月1日、無登録業者の格付けを利用する場合の説明義務が適用されることになった。

金融庁は、2010年9月30日、欧州委員会が、EU域外で付与された格付けの承認基準に基づいて、格付機関に対する我が国の規制・監督の枠組みについて、欧州の規制と同等と評価する決定を行ったと発表した。また、日本格付研究所（JCR）は、EU域外の格付機関としては唯一、欧州当局の証明を得ている。これらにも表れているように、我が国の格付機関規制は、いくつかの点で、欧州の規制を参考にしているとみられる。

例えば、前述したアナリストのローテーション・ルールは、我が国にも導入されており、

最長5年でのアナリストの交代、または、格付委員会の構成員の3分の1以上の交代（基本的に事業年度ごとに1回以上）が求められている。また、金融商品取引業者等に対して、信用格付業者としての登録を受けていない業者が付与した格付けを金融商品取引契約の締結の勧誘の際に利用する場合に、格付けの前提、意義、限界等の一定の事項を説明する義務が課される。この点も、前述したEUの格付規制に類似している。

我が国では、欧州と異なり、外資系格付機関が市場を席卷しているとはいえ、事業会社や証券化商品の分野では、米系より国内（本邦系）格付機関のシェアが高い。また、欧州債務問題に関して指摘されているような、国債等のソブリン格付けの問題も深刻化してはいない。ただ、前述した欧州での格付規制の見直しの動向により、今後、我が国にも影響が及ぶ可能性は否定できない。

4. 格付機関規制の問題点²⁵⁾

今般の世界金融危機後、世界的に、金融規制・監督の強化の動きが広がっている。ただ、格付機関に対しては、米欧や我が国において本格的な公的規制が導入されてから数年程度しか経過しておらず、規制の内容や関連する議論についても、まだ流動的な部分が残っている。現状での各国・地域の格付機関規制に関しては、以下のような問題点を指摘し得る。

第一に、前述したとおり、証券化商品等の格付けの品質を維持するためには、格付機関に対する規制の導入が有効とは考えにくい。規制・監督当局は、個別の格付けの適否を判断できる立場にはなく、実際にそのような介入を行うこともできない。証券化商品の格付手法に問題があったとしても、規制の導入により、これを改善することは困難である。この点については、時間はかかるものの、証券発行体や投資家等の市場参加者が目利き能力を高め、格付機関を選別・育成するという、市場による規律付け機能を強めていくことが求められる。

第二に、現在導入されている様々な規制手段についても、その効果に疑問があるか、むしろ副作用が懸念されるものが少なくない。例えば、我が国では、格付方針等の開示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、投資家は格付け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、前述したように、最も問題となったCDOについては、格付機関各社とも、それぞれの格付け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にあるのではなく、公開された格付け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（小刻みなトランシェ構造等）・高格付け・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。

アナリストのローテーション・ルールに関しても、格付分析には高度な専門性が求めら

れ、マニュアル化等にも限界があるなかで、経験豊富なアナリストを定期的に排除し、初心者に置き換えることは、格付機関としての分析能力の低下につながりかねない。利益相反の問題についても、アナリストに原因があることを前提に、定期的に交代させれば問題発生を防止できると考えることには疑問がある。格付機関の利益相反は、アナリストより、主に経営陣の姿勢から発生するという指摘もある。

EUの格付規制の改正法案に含まれている、格付機関のローテーション制は、米系に対し、欧州系格付機関の市場シェアを高めるためには有効とみられる。ただ、3年または6年を超えて、同一発行体の格付けを続けることができないため、各格付機関による中長期の格付推移行列や格付別デフォルト実績などを作成することができなくなる。その結果、そうした客観的な実績によって、複数の格付機関を比較・評価することが困難となり、格付機関間の格付けの品質面での競争を、かえって妨げかねない。

多様な金融商品に対する格付記号の水準に関して、欧州の規制のように、証券化商品の格付記号を他の分野と差別化させることについては、水準調整を行わないことを正当化するという問題があることも、前述したとおりである。

このように、格付機関規制の導入・強化は、格付けの品質の向上につながるとは限らない。その一方で、格付機関にとっては、規制への対応の負荷が経営上の課題となっている。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。そのうえ、今般の世界金融危機後、我が国でも証券化商品の発行件数・金額が減少してきたため、大方の格付機関は厳しい経営環境の下にある。そうしたなかで、規制の導入・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、格付機関の分析能力の一層の低下につながりかねないほか、格付業界の縮小をもたらす懸念もある。

第三に、格付機関規制を導入・強化する反面で、銀行の自己資本比率規制等の公的目的のために格付けを利用することの適否や整合性に関して、どのように考えるべきかという問題がある。前述したように、この点について米国では、ドッド・フランク法の規定を受けて、監督当局は、銀行の自己資本比率規制から、格付けの利用を排除しようとしている。一方、国際的な自己資本比率規制の枠組みを策定するバーゼル銀行監督委員会の方針は、現状では一貫していないようにみえる。

この問題に関連して、FSBは、銀行や機関投資家による格付けの利用について、「自ら信用リスク評価を行うことが期待される」として、「規制当局は、銀行の内部格付けが格付機関の格付けより高い水準になるというバイアスが生じていないかどうかを含め、内部における信用リスク評価プロセスを綿密にチェックすべきである」と述べている。しかし、格付機関の格付けへの依存を排除しようとしながら、銀行の内部格付けが格付機関より高くなることは許さないというのは、自己矛盾といわざるを得ない。なお、主要国の中央銀

行が、オペレーションの担保評価等について、格付機関の格付けの利用方針を改めていないことも、前述したとおりである。

日本証券業協会は、格付けに代わる信用リスク評価の方法等の検討も含め、投資家保護の観点から、今後の格付けの利用のあり方について広く検討するため、2010年7月に、「格付けの利用のあり方に関するワーキング・グループ」を設置した。2011年6月に同ワーキング・グループが発表した中間報告書では、「投資家等は、格付けの意義・限界等を十分理解したうえで、格付情報に加え、投資家自身による追加的な分析を行う必要がある」と結論付けた。また、格付けに代わる指標については、「市場関係者で共通のものの開発を検討するよりも、格付けを補完する観点から、格付けとは別の視点でのリスク分析・評価が行われることを促していくべきではないか」と指摘した。

米国などでの格付けの利用排除の動きの背景には、従来、格付機関による証券化商品等の格付けに問題があったほか、投資家等が格付けに無批判に依存してきたことが、サブプライムローン問題や世界金融危機の下地になった、という問題意識があると思われる。ただ、我が国においては、そうした問題意識はそれほど強くない。上記の日本証券業協会の報告書による提言は常識的ではあるが、投資家等の利用者は、その特性や限界を認識しながら、利用目的に応じた参考情報として、格付けを賢明に活用していくことが望まれる。

注

- 1) 証券化に関して、理論・制度・実務の各面、法律学・経済学・会計・税制等の各専門領域にわたって詳細に考察した、筆者による研究・概説書として、①高橋正彦『増補新版 証券化の法と経済学』（NTT出版、2009年12月）、その一部（第1章「証券化と金融システム」・第2章「証券化と金融法制」・補章「近年の証券化と関連法制等の動向」）を要約した簡潔な解説として、②同「証券化」、『法学教室』No. 377（2012年2月）、特別企画「証券化と格付」を参照。本文のここでの記述は、②をもとに加筆・修正したものである。なお、本稿は、証券経済学会第77回全国大会での筆者による報告「証券化と格付機関規制」（2012年6月9日、討論者は原田喜美枝・中央大学教授）のための報告論文でもある。
- 2) 例えば、信託受益権形態の流動化商品は、通常、ABSとは区別されるが、両者は基本的仕組みや機能において類似している。また、現在の金融商品取引法では、第2条1項の有価証券である受益証券（受益証券発行信託・〈外国〉投資信託・貸付信託・特定目的信託の受益証券）が発行されない信託受益権一般も、同条2項のみなし有価証券とされるため、信託受益権形態の流動化商品を（有価）証券化商品と呼んでも、誤りとはいえない。

日本銀行調査統計局が2011年12月21日に公表した「資金循環統計」（2011年7～9月期・速報）から、「証券化商品残高」が付属し、その後、四半期ごとに公表されて

いる。我が国では、証券化商品の発行額（フロー）については、日本証券業協会・全国銀行協会による「証券化市場の動向調査」（日本銀行金融市場局から引き継ぎ）が公表され、A B C PおよびA B L（asset-backed loan, ローン形態の流動化商品）の残高（ストック）については、流動化・証券化協議会から公表されている。また、発行動向については、いくつかの金融機関や情報ベンダーが独自に集計している。ただ、カバレッジの広い流動化・証券化商品について、推計値とはいえ、市場規模を示す残高の推移を把握したのは、今回の日本銀行による証券化商品残高が初めてである。それによると、2011年12月末の残高合計39.1兆円のうち、A B社債（資産担保型債券）14.5兆円（ウェイト37.1%）、A B C P 2.4兆円（同6.1%）に対し、信託受益権は22.2兆円（同56.8%）と、過半を占めている。

- 3) 証券化と倒産隔離に関する筆者の論考として、①高橋正彦・前掲書（注1①）第3章「証券化と倒産法制」、②同「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」、『証券経済研究』第53号（2006年3月）、③同「ノンバンクの破綻と証券化への影響」、『証券経済学会年報』第46号（2011年7月）、④同「証券化とオリジネーター破綻をめぐる諸論点」、『証券経済学会年報』第47号（2012年7月）を参照。
- 4) 証券化による会計上のオフバランス効果に関しては、高橋正彦・前掲書（注1①）第4章「証券化と会計」を参照。
- 5) 社債等の証券（債券）の信用力（元利払いの確実性）を示す指標である格付けは、20世紀初頭の米国で自然発生的に出現した。大手格付機関（格付会社）ムーディーズの創始者であるジョン・ムーディーが、1909年に、鉄道債の信用リスク評価を分かりやすい記号で表示したのが始まりといわれる。格付けは1930年代の世界恐慌期に定着した。1970年代までは、投資家向けの刊行物の購読料が格付機関の収益源であったが、それ以降、証券の発行体から格付手数料を徴収するようになった。

我が国では、1975年に、三國事務所と日本経済新聞社内の組織としての公社債研究会が発足し、同研究会は1979年に日本公社債研究所（J B R I）に改組された。1985年に、大蔵省の主導により、複数の金融機関が出資する日本格付研究所（J C R）と日本インベスターズサービス（N I S）が設立された。1998年にJ B R IとN I Sが合併し、格付投資情報センター（R & I）となった。1986年から1996年まで、格付けは事実上の適債基準（証券保有者の保護等を目的として、起債関係者である金融機関と証券会社が定めた社債発行の資格要件）として機能していた。三國事務所は2009年末に格付事業を終了した。

1985年以降、米系のムーディーズ・インベスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズ（S & P）、米英系のフィッチ・レーティングスが東京に事務所を設置した。現在、我が国では、5社（国内2社と外資系3社、いずれも民間企業）の格付機関が活動し、証券化商品の格付けも行っている。

因みに、我が国での本格的な証券化商品に対する最初の格付けは、1994年11月に発

行された、日本信販（現・三菱UFJニコス）をオリジネーターとするオート（自動車）ローン債権を裏付けとするABS（当時の特定債権法上の資産担保型証券）に、ムーディーズとS&Pが最上級のAAA（前者はAaa）を付与した案件であった。

江川由紀雄『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、2007年12月）を参照。

- 6) 米国における証券化の発展の沿革については、高橋正彦「欧米における証券化の発展」、『横浜経営研究』第26巻第3・4号（2006年3月）を参照。
- 7) 我が国における証券化の発展と関連法制整備の沿革については、高橋正彦・前掲書（注1①）第2章「証券化と金融法制」・補章「近年の証券化と関連法制等の動向」第2～4節を参照。
- 8) 民法（債権法）改正と、債権流動化・証券化およびファイナンス・リース契約との関連については、①民法（債権法）改正検討委員会編『債権法改正の基本方針（別冊NBL No.126）』（商事法務、2009年5月）、②池田真朗「民法（債権法）改正と債権流動化」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第6号（2010年11月）、③リース事業協会法務委員会「民法（債権法）の改正に関する中間的な論点整理（ファイナンス・リースの典型契約化）に対する意見」、『リース』第41巻3号（2012年3月）を参照。
- 9) 今般の世界金融危機と証券化との関わりや、その後の金融規制強化については、①高橋正彦・前掲書（注1①）補章「近年の証券化と関連法制等の動向」第1節、②同「金融規制強化と証券化市場」、『横浜経営研究』第31巻第1号（2010年6月）、③同「ノンバンク規制と債権流動化」、『SFJ 金融・資本市場研究』第2号（2010年10月）、④同「金融規制強化と証券化への影響」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第6号（2010年11月）を参照。
- 10) 世界金融危機の進行に対して、FRB、ECB（欧州中央銀行）、日本銀行等の各国・地域の中央銀行は、世界恐慌の再来を防ぐため、ゼロ金利政策や量的金融緩和など、非伝統的金融政策を実施・強化してきている。また、プルーデンス（信用秩序維持）政策の面では、その後の金融規制強化とともに、リーマン・ショック直後の短期間で、世界中に、預金保険制度による保護上限額の引上げや全額保護など、預金保護を拡充する動きが広がった。これは、取付け騒ぎ等により、金融システム不安が連鎖的に拡大する、システムミック・リスクを防止しようとしたものである。一方、我が国では、世界金融危機との直接の関係はないが、2010年9月、中小企業向け貸付を主な業務とする新規参入銀行である日本振興銀行が経営破綻し、本邦初のペイオフ（預金保険による付保対象預金の定額保護）が発動された。
①高橋正彦「ペイオフ発動の歴史的意義」、『横浜経営研究』第32巻第1号（2011年6月）、②同「預金保険制度の歴史と基本的課題」、『預金保険研究』第14号（2012年5月）を参照。

- 11) 我が国でも、近年、いくつかのCBOやCMB S案件で、デフォルト事例が発生している。また、ノンバンクの貸付債権の流動化案件を中心に、フロード（詐欺）事案が散発している。
- 12) 格付機関への公的規制の導入・強化については、本稿の主なテーマとして、この後で詳述する。
- 13) ドイツ証券の調査によると、我が国の2011年の証券化商品発行額（公表ベース、短期格付け付与案件を除く）は、4兆9,945億円（前年比+46.7%）、うち住宅金融支援機構RMB Sが2兆3,779億円（同+57.1%）、それ以外が2兆6,166億円（同+38.5%）であった。2012年1～4月は、1兆5,683億円（前年同期比-5.9%）となっている。なお、前述した日本銀行公表の証券化商品残高（注2）によると、残高合計は、2007年12月末（本データの始期）の46.6兆円から2011年12月末の39.1兆円まで、概ね漸減傾向が続いている。
- 14) ①江川由紀雄・前掲書（注5）、②鹿野嘉昭・野間敏克「サブプラ危機と格付け会社」、『同志社アメリカ研究』No. 48（2012年3月）を参照。
- 15) 2007年7月10日、ムーディーズは、サブプライムローンを裏付資産として2006年に発行されたRMB Sなど399本を一斉に格下げした。
- 16) ドイツ証券の調査によると、我が国の2011年の証券化商品発行額の当初格付けのうち、73.4%がAAAであった。
- 17) 米国で個別債務者の信用力を評価するためには、消費者信用情報機関が保有する個人信用情報を、フェア・アイザック社が開発したモデルに当てはめて得られる評点である「FICOスコア」が用いられることが多い。サブプライム住宅ローンとは、このFICOスコアで、概ね660点未満の「中の下」クラスを指すことが多い。2004年以降、サブプライムローンは著増し、2007年末には、住宅ローン残高の約13%を占めるに至った。
- 18) 格付機関のCDO格付けの手法で主流となっている考え方は、「コピュラ・モデル」と呼ばれる。裏付けとなる証券化商品の個別銘柄を業種・セクター別に分類し、それぞれの格付水準にかかわらず、業種間・同業種内に一定の相関係数を設定し、シミュレーションにより、損失の確率分布を算出する。資産のデフォルト率は、格付けから読み替える。これは、ムーディーズのCDOROM、S&PのCDO Evaluator、フィッチのVectorという、各社のCDO格付けモデルに共通している。
- 19) 米系の格付機関各社は、最近、証券化商品に対する格付記号に、ストラクチャード・ファイナンスを意味する「sf」等の添え字を付加するようになった。これは、証券化商品の格付記号を他の分野と差別化することを求める、欧州の規制（2009年9月に公布されたEU規則）の影響を受けたものとみられる。しかし、特定分野の格付けに限り、異なる記号体系で表現することは、多分野間の格付けの水準調整を行わないことを正当化しかねない。

江川由紀雄「格付会社規制はどこへ向かうのか 欧州の格付会社規制見直しがわが国に及ぼす影響」、『金融財政事情』2012年1月16日号を参照。

- 20) 証券化商品の場合、格付手数料率は通常、1銘柄の額面金額の0.06~0.13%と、社債の0.03%程度の2倍以上であるため、相対的に利益相反が生じやすいといえる。
- 21) 江川由紀雄「金融規制における格付利用の当否 格付会社に対する規制とのバランスという観点」、『金融財政事情』2012年3月12日号を参照。
- 22) 江川由紀雄・前掲論文（注19）を参照。
- 23) 格付機関の債務不履行や不法行為に基づく損害賠償責任に関しては、弥永真生「格付機関の民事責任」、『法学教室』No.377（2012年2月）、特別企画「証券化と格付」を参照。
- 24) ①有吉尚哉「格付会社の規制」、『法学教室』No.377（2012年2月）、特別企画「証券化と格付」、②江川由紀雄・前掲論文（注19）を参照。
- 25) 江川由紀雄・前掲論文（注19・21）を参照。