

証券化市場の再生に向けた環境整備

木 下 正 俊

1. はじめに
2. わが国の証券化市場の変遷
3. 証券化市場の縮小をもたらした米国サブプライム問題
4. 証券化市場の再生に向けた取組み
5. 若干のインプリケーション—結びに代えて

1. はじめに

わが国の証券化市場は、1990年代前半以降の多様な法制整備等に支えられて2000年代半ばまで着実に成長してきた。しかし、2007年央以降のいわゆる米国サブプライム問題の発生およびこれを契機とする2008年9月のリーマン・ショックとその後の世界的金融危機の影響を受けて世界的に市場が収縮する中で、わが国の証券化市場も急速に縮小し、今日もなお低迷が続いている。

この間、証券化市場の信頼を取り戻しその再生を図るための取組みが世界的に行われる中で、わが国でも、金融政策面からの支援、市場関係者による自主規制の整備、金融行政面での対応、さらには法改正等、様々なルートでの取組みが行われている。

本稿では、わが国の証券化市場の変遷を概観するとともに、市場の再生に向けた内外での取組みを確認し、今後のインプリケーションを探ることとしたい⁽¹⁾。

2. わが国の証券化市場の変遷

わが国の証券化市場の変遷について、それを支えるインフラの整備とその下での市場の推移を概観することとするが、その際には、1990年代前半から2000年初頭ごろにかけてのいわば「萌芽期」とその後2000年代半ばにかけての「開花期」、そして2000年代後半の米国サブプライム問題の発生に伴う「縮小期」とそれへの対応に取り組む「再生期」に分けて捉えることができるだろう。

(1) インフラの整備

法制の整備

まず法制の整備についてみると、1992年の「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」（以下、「特定債権法」と略称）の制定（1993年6月施行）がわが国における資産流動化・証券化を本格的に推進する先駆けとなった。同法は、1990年代初のバブル経済崩壊の引き金となったノンバンク向け銀行融資に対する総量規制により資金調達難に陥ったリース会社、クレジット会社に対し、リース債権、クレジット債権等の流動化による新たな資金調達の途を拓くものであった。同法が流動化の対象とする資産は限られたものであったが、同法はその後2004年の信託業法改正（後出）に伴い廃止されるまでの約10年間に亘ってわが国の証券化市場の拡大をリードした⁽²⁾。

特定債権法に続いて1998年に制定されたのが「特定目的会社による特定

-
- (1) 本稿は、筆者が広島大学法科大学院で担当している「先端金融法」および「金融システム法」で取り上げた関連テーマについての解説を再整理したものである。なお、本稿の作成に際しては、平成23年度学術研究助成基金助成（基盤研究（C））を受けている。
- (2) 特定債権法の廃止に関しては木下正俊 [2005] 参照。

資産の流動化に関する法律」(以下、「SPC法」)である(同年9月施行)。同法は、日本版ビッグバンの一環として、米欧等で既に活発に行われていた資産流動化・証券化をわが国でもさらに推進することを目的に、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例に関する法律」(「債権譲渡特例法」)および「債権管理回収業に関する特別措置法」(「サービサー法」)とセットで制定された。ただ、SPC法の制定当時はバブル経済崩壊後の銀行等の不良債権問題の解決が当面する最大の政策課題となっていたことから、その政策目的が色濃く反映され、同法による流動化対象資産は不動産、指名債権およびこれらの信託受益権に限定された。その後2000年にSPC法は抜本的に改正され、対象資産の制限が取り払われるとともに、それまでのSPC方式(特定目的会社)に加え信託方式(特定目的信託)も導入され、名前も「資産の流動化に関する法律」(「資産流動化法」)と改められた⁽³⁾。

2004年には約80年ぶりに信託業法が改正(同法付則で特定債権法は廃止)され、信託会社が受託できる資産が財産権全般に拡大されるとともに、信託会社として、従来の運用型信託会社(免許制)のほかに、資産流動化の受皿(SPV)としてより簡易に設立しうる管理型信託会社(登録制)が認められた⁽⁴⁾。

また、2005年の破産法等改正に続き2007年には信託法が約80年ぶりに抜本的に改正されるとともに、それに合わせて信託業法の再改正が行われた。これにより自己信託、事業信託、信託財産の倒産隔離、信託受益権証券の発行、等が明確化ないし可能とされ、従前の証券化スキームの組成に際しての法的不確実性が解消されるとともに、新たな資産流動化・証券化の可能性が

(3) 「金融庁の1年(平成22事務年度版)」によると、資産流動化法により設立されたSPCは、2011年3月末現在で964社(旧SPC法による3社を含む)となっており、これらのSPCが発行した資産対応証券の発行残高は、2010年9月末現在で11兆8926億円となっている。

(4) 「金融庁の1年(平成22事務年度版)」によると、管理型信託会社は2010年6月末現在で7社登録されている(一方、免許を受けた運用型信託会社は6社)。

4- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

開かれることとなった⁽⁵⁾。この信託法改正に合わせて担保付社債信託法も改正され、わが国で証券化商品を担保付社債として発行しようとする際に障害となっていた規定すなわち、担保の利益の社債権者間での平等な取扱い、流質契約の禁止、担保変更・処分についての社債権者集会決議の要請、担保権実行の強制、等の規定が削除された。

市場インフラの整備

次に市場インフラ整備の面では、2003年11月から2004年4月にかけて幅広い市場関係者が参加し日本銀行が開催した「証券化市場フォーラム」⁽⁶⁾での取組みが注目された。当時のわが国の証券化市場では流通市場が未整備の状況にあり、それを踏まえて真剣な議論が進められた。その結果、同フォーラムにおいては、当時急速に拡大していた証券化市場が本格的な発展に向けて克服すべき課題として、①証券化商品の価格評価をよりの確かつ効率的に行い得るための環境整備、②証券化商品の組成・売買にかかるコストを引き下げするための環境整備、が重要であるとの認識が共有された。

そのうえで同フォーラムの報告書では、前者について、情報開示の充実が不可欠であるとして、①発行された証券化商品の個別銘柄のリストの作成・公表、②望ましい実務慣行の形成に資するための証券化商品の発行時および発行後の標準的な開示項目と開示の際の推奨フォーマットの作成が提言されるとともに、裏付資産の分析手法が洗練されていくことも望まれるとして、裏付資産のパフォーマンス・データの蓄積・開示が進むことへの期待が表明された⁽⁷⁾。

(5) 木下正俊 [2008] 参照。

(6) 同フォーラムは、2003年3月末に解散した財団法人日本資産流動化研究所の調査研究活動の経験を受けて開催された側面も有している。なお、日本資産流動化研究所の経験や実績は、2005年1月に設立された流動化・証券化協議会に引き継がれている。

(7) 日本銀行金融市場局 [2004] 7頁以下参照。

また、後者の証券化コストの引き下げに向けた課題については、①債権譲渡にかかるコストの低減のための対抗要件具備制度の運用改善、譲渡禁止特約の解除に向けた当事者の工夫等、②SPC等の使い勝手の向上やサービサー・リスクへの対応、等の必要性が指摘された⁽⁸⁾。

なお、上記のフォーラムでの議論を踏まえ、日本銀行は、市場の発展を支援する取組みの一環として、「証券化市場の動向調査」⁽⁹⁾を開始したほか、自らが債務者となる売掛債権等について、譲渡禁止特約の部分的解除を行った。

(2) 市場規模の推移 (図表参照)

わが国の証券化市場の規模を日本銀行の資金循環統計により把握されている「債権流動化関連商品発行額」で見ると、発行残高(ストック、以下<A>)は、特定債権法が施行された直後の1995年度末には1.4兆円に過ぎなかったが、その後急速に増大し、2006年度末には37.0兆円にのぼった。また、前述の「証券化市場の動向調査」で見ても、証券化商品の発行額(フロー、以下<C>)は、2004年度中の5.3兆円から2006年度中の9.8兆円へと増加した。その後、証券化市場の規模は2006年をピークに縮小に転じ、<A>は2010年度末に22.9兆円(ピーク比▲38%減)へ、<C>も2010年度中の2.6兆円(ピーク比▲73%減)へ、それぞれ大幅に落ち込んでいる。また、日本銀行が2011年12月21日に公表を開始した「証券化商品発行残高」(ストック、以下)も2007年度末の46.9兆円から2010年度末には39.2兆円へと減少している。

因みに米国の証券化市場の規模をFRBのFlow of Funds Accountsにより把

(8) 日本銀行金融市場局 [2004] 11頁以下参照。

(9) 同調査は2004年5月から2006年3月まで日本銀行により実施された後、2006年4月に日本証券業協会と全国銀行協会の共同事業として引き継がれた。

6- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

握されている RMBS（政府支援企業体 GSE 発行分）と ABS（民間発行分）とを合わせた発行残高（ストック、以下 <D>）は 1995 年末の 2.2 兆ドルからピークの 2008 年末に 9.1 兆ドルへと増加した後、2010 年末には 3.5 兆ドルにまで減少している（直近の急減には償還期到来分が多額にのぼったことも影響している模様）。

（図表）証券化市場の規模の推移

（単位：日本・兆円，米国・兆ドル）

	日 本（各年度末，年度中）						米 国（各年末）		
	<A>			<C>			<D>		
	計	計	内 RMBS	計	内 RMBS	その他	計	内 RMBS	ABS
1995	1.4	—	—	—	—	—	2.2	1.5	0.7
1996	2.7	—	—	—	—	—	2.5	1.7	0.8
1997	9.8	—	—	—	—	—	2.7	1.8	0.9
1998	11.9	—	—	—	—	—	3.2	2.0	1.2
1999	11.7	—	—	—	—	—	3.6	2.2	1.4
2000	13.4	—	—	—	—	—	4.0	2.5	1.5
2001	17.5	—	—	—	—	—	4.6	2.9	1.7
2002	23.6	—	—	—	—	—	5.1	3.1	2.0
2003	26.9	—	—	—	—	—	5.5	3.3	2.2
2004	29.6	—	—	5.3	2.5	2.8	6.0	3.4	2.6
2005	34.6	—	—	8.2	4.9	3.3	6.8	3.5	3.3
2006	37.0	—	—	9.8	5.1	4.7	8.0	3.8	4.2
2007	33.2	46.9	6.8	6.8	3.3	3.5	9.0	4.5	4.5
2008	31.9	45.6	7.6	3.7	2.0	1.7	9.1	5.0	4.1
2009	26.8	41.9	8.4	2.9	2.0	0.9	8.7	5.4	3.3
2010	22.9	39.2	9.0	2.6	1.9	0.7	3.5	1.1	2.4

（出典）<A> 日本銀行，資金循環勘定「債権流動化関連商品発行額」

 日本銀行「証券化商品発行残高」，表中の RMBS は住宅金融支援機構発行分

<C> 日本証券業協会・全国銀行協会「証券化市場の動向調査」

<D> FRB, Flow of Funds Accounts, 表中の RMBS は Agency-and GSE-Backed Mortgage Pools

（注）<A><D> の 2006 年以前の計数については，データのリバイスを反映できていない可能性がある。

3. 証券化市場の縮小をもたらした米国サブプライム問題

証券化市場の世界的な縮小をもたらすきっかけとなったのが米国におけるサブプライム問題である。同問題は、モーゲージ・バンカーやモーゲージ・ブローカーといったノンバンクを中心とする金融機関が信用度の低い低所得者等向け住宅ローン（サブプライムローン）の貸付を急増させたことに始まり、同ローンの返済不能により、同ローン債権を裏付けとして発行された証券化商品である RMBS 等のデフォルトが多発し、その影響が世界的に拡散したというものである。問題の構図をもう少し詳しくみてみると、以下のような各局面での特徴的な動きを観察することができる。

第一は、サブプライムローン貸付の急増である。2000年代初のいわゆる IT バブル崩壊による景気後退に対処するため FRB は金融緩和政策を実施したほか、当時の政府は低所得者向け住宅供給政策を推進した。これらの政策に伴う不動産価格の上昇を背景に、ノンバンク等は借手の所得からの返済を見込むよりもむしろ不動産担保価値の増大を支えにサブプライムローン貸付を積極的に推進した。

第二は、サブプライムローン債権を裏付けとする RMBS 等の証券化商品の発行の急増である。とくにモーゲージ・バンカー等のノンバンクは、いわゆる OTD (originate-to-distribute) モデル、すなわち投資銀行等への売却を前提にサブプライムローン債権の取得（サブプライムローンの貸付）を積極的に行った。このモデルの下では、上記ノンバンクはサブプライムローン債権の信用リスクを自ら負担することは基本的にないことから、杜撰な審査により貸付が実行された。

第三は、複雑な証券化商品の発行の急増である。上記サブプライムローン債権を裏付けとする証券化商品は、一次証券化商品である RMBS に留まらず、RMBS のトランシェ（優先劣後構造のもとで生み出されたりリスク度の違いに

8- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

より複数に階層化された各部分）を加工し再証券化した ABS - CDO が大量に発行されたほか、さらには ABS - CDO を再加工した CDO スクエアードや CDO キューブドといった極めて複雑な仕組みの証券化商品も発行された。

第四は、これらの複雑な仕組みの金融商品である各種の証券化商品を対象に格付会社が格付を行い、そうした格付情報をもとに世界中の多くの金融機関や機関投資家等がこれらの証券化商品を購入したが、これらの投資家が依存した格付情報は必ずしも適正なものではなかったことである。

第五は、2000年代半ばに FRB の金融政策が引締めへと転換され不動産価格が下落に転じたことから、もともと返済能力に乏しい借手のサブプライムローンの返済不能が増大し、同ローン債権を裏付けとする証券化商品のデフォルトが多発するに至ったことである。

このようなプロセスを経てサブプライム問題は世界中の金融機関や機関投資家等を巻き込む深刻な危機へと発展したが、その原因としては、上記プロセスに関わった各プレーヤーの行動について以下のようなモラルハザード問題のあったことが指摘されている。

すなわち、第一は、サブプライムローンに関与したノンバンク等が OTD モデルのもとで杜撰な審査により安易に貸付けを実行し、また、借手も不動産担保価値の上昇を前提に返済能力を無視した安易な借入れを行ったことである。

第二は、サブプライムローン債権を裏付資産とする証券化商品を組成した投資銀行等は裏付資産の品質の評価を専ら格付会社に委ねた一方で、格付会社による格付も信頼性に欠けるものであった⁽¹⁰⁾ ことである。

(10) 当時の格付の問題点として、①格付に用いたデフォルト・データの採用期間が不足していたことのほかに、②証券発行者が格付手数料を支払うビジネスモデルの下で、格付会社は証券発行者に配慮した甘い格付を付与したこと、③格付会社がアレンジャーとの共同作業によりアレンジャーが求める「目標格付」の実現に協力したこと、等の利益相反を招く実務慣行の存在が指摘されている。詳しくは小立敬 [2009a] 37～41 頁参照。

第三は、証券化商品に投資した金融機関や機関投資家等は、証券化商品の質を自ら分析評価することなく、専ら格付会社が提供する格付情報に安易に依存したことである。

4. 証券化市場の再生に向けた取組み

上述のように、サブプライム問題による信頼の失墜により証券化市場は縮小を余儀なくされたが、その再生を図る取組みが世界的に行われている。ここでは、まず米欧を中心とする主な取組みについて概観したうえで、わが国における取組みをみていくこととする。

なお、わが国では、上記サブプライムローン債権を裏付けとする証券化商品への投資は限定的であり、投資家の被った損失という意味でのサブプライム問題の直接的な影響は比較的軽微なものであったが⁽¹¹⁾、証券化商品に対する信頼の失墜に伴う市場の縮小という意味では米欧に劣らぬ影響を受けたことから、その再生に向けた取組みが他国と同様に急務となっている。

(1) 米欧等の取組み

まず、米欧を中心とする主な取組みとして、① AFS プロジェクト (2008年2月)、② FSF 報告書 (2008年4月)、③ IOSCO 報告書 (2008年5月)、④ 金融サミット合意 (2008年11月)、⑤ グローバル・ジョイント・イニシア

(11) 金融庁の調査によると、わが国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品保有額は、問題発生直後の2007年9月末に1兆4070億円(簿価)、評価損失1350億円、実現損失1410億円、問題がほぼ収まった2010年6月末には3270億円(簿価)、評価益110億円、実現損失1兆450億円となっている(金融庁ホームページ)。これに対し、世界の金融機関が被ったサブプライム関連損失額については、最大9450億ドルうち銀行4400～5100億ドル(2008年4月IMF)、3520～4220億ドル(同OECD)との試算が示されている(金融庁・金融市場戦略チーム[2008]3頁参照)。

10- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

タイプ（2008年12月）、⑥MBS買取プログラム等（2009年1月）、⑦米国金融規制改革法（2010年7月）、について簡単にみておく⁽¹²⁾。

AFSプロジェクト（2008年2月）

全米証券化フォーラム AFS（American Securitization Forum）は、2008年2月に民間発行証券化市場のインフラ整備に取り組むプロジェクト RESTARTを開始し、その一環として、2009年7月にRMBS発行者に求められる発行開示の標準モデルを示す「RMBS ディスクロージャー・パッケージ」、発行後の継続開示の標準モデルを示す「RMBS レポーティング・パッケージ」をそれぞれ策定したほか、同年12月にはRMBSの裏付資産である住宅ローン債権の質の確保を目的に、オリジネーターや証券発行者による表明・保証制度の標準化を図る「RMBS 表明・保証」を策定した⁽¹³⁾。

FSF 報告書（2008年4月）

2007年10月のG7財務相・中央銀行総裁会議からの要請を受けた金融安定化フォーラム FSF（Financial Stability Forum）は、2008年4月11日に「市場と制度の強靱性強化に関する報告書」を公表し、その中で、証券化プロセスおよび証券化市場の透明性の確保を目的として、①証券化商品の組成時およびその後の原資産プールの開示の強化および標準化、②オリジネーターによる原資産の取得基準の明確化および取得時のデュー・デリジェンス結果の開示、③必要情報の入手に関する投資家責任の再確認、④セカンダリー市場における取引情報を提供するシステムの導入の検討、等の提言を行った⁽¹⁴⁾。

(12) 以下の記述については、金融庁・金融市場戦略チーム [2008]、日本銀行 [2008]、同 [2009]、小立敬 [2009b]、同 [2010] に負っている。詳しくはこれらを参照されたい。

(13) 小立敬 [2010a] 67頁以下参照。

(14) 金融庁・金融市場戦略チーム [2008] 8頁以下、小立敬 [2009b] 115頁以下参照。

IOSCO 報告書 (2008年5月)

証券監督者国際機構 IOSCO (International Organization of Securities Commissions) は、2008年5月28日、「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書」を公表した。その中で、格付プロセスにおける品質と公正性、信用格付機関の独立性と利益相反の回避、信用格付機関の投資家および発行者に対する責任等の問題点を指摘するとともに勧告を行い、これを踏まえて格付機関の基本行動規範の改訂を行った⁽¹⁵⁾。

金融サミット合意 (2008年11月, 2009年4月)

2008年11月および2009年4月に開催されたG20金融サミットでは、上記IOSCOによる基本行動規範改訂を遵守させるための法的拘束力を持たせるべく、格付会社を登録の対象として規制・監督を行っていくことについて合意がなされた。これを受けて、各国で法整備が行われることとなった(下記の米国の金融規制改革法、わが国の金融商品取引法改正等)。

グローバル・ジョイント・イニシアティブ (2008年12月)

米国証券業協会、全米証券化フォーラム、欧州証券化フォーラム、豪州証券化フォーラムによるグローバル・ジョイント・イニシアティブは、2008年12月に検討結果を取りまとめた報告書を公表し、その中で、①RMBSの原資産に関する情報開示の改善、②引受実務、オリジネーション実務に関する透明性の向上、③格付機関の信頼回復、等の提言を行った⁽¹⁶⁾。

MBS 買取プログラム等 (2009年1月)

FRB は、2009年1月に「MBS 買取プログラム」を導入し、エージェンシ

(15) 金融庁・金融市場戦略チーム [2008] 10頁以下参照。

(16) 小立敬 [2009b] 116頁以下参照。

12- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

一 MBS の買取りを行った（2010年3月までの買取上限1兆2500億ドル）。これに続き財務省もエージェンシー MBS の買取りを行った（2009年12月までに1980億ドル）。

また、FRB は、2009年3月、ABS を担保に期間1年から5年のノンリコースローンを供与するプログラム（TALF）を開始（2009年6月には担保として CMBS を追加）し、証券化市場における当該担保証券の発行および取得を支援した。

米国金融規制改革法（2010年7月）

2010年7月21日に成立した米国金融規制改革法（ドッド＝フランク法）は、今般の米国発の世界的金融危機の教訓をもとに米国の金融制度の包括的な改革を図るものであるが、同法には証券化市場の信頼回復の観点から、①格付機関に対する規制の強化、②証券化市場の改革、に関する規定も盛り込まれた。①に関しては、公認格付機関（NRSRO）のガバナンスの向上や利益相反の管理強化、格付手法・格付手続きのアカウントビリティの向上、ディスクロージャーの改善等の条項が含まれている。また②に関しては、オリジネーター等の証券化事業者に対する資産担保証券の定量保有義務（信用リスクの5%以上）の導入、証券化ビークルのオフバランス化の制限等の条項が含まれている⁽¹⁷⁾。

（2）わが国の取組み

わが国においても、上記米欧を中心とする取組みと共同ないし連携しつつ概ね共通する様々な取組みが行われている。ここでは、①金融政策面からの市場支援、②金融行政面での対応、③市場関係者の自主的な取組み、④法整備、についてみることにする。

(17) 小立敬 [2010b] 145～149頁参照。

金融政策面からの市場支援

日本銀行は、1999年10月のABSの適格担保受入れ開始を嚆矢として、以後、2001年12月ABCPおよびMBSの適格担保化、2003年6月～2006年3月の間のABS買入れ（上限1兆円）を行うことにより証券化市場の成長を支援してきたが、リーマン・ショック後の2009年1月にABCPの買入れを開始したほか、2010年10月には包括的金融緩和政策の一環としてABCPを含む多様な資産の買入れを行う資産買入等基金を創設（2011年3月に増額）するなど、証券化市場を含む資産市場への支援を強化している。

金融行政面での対応

金融担当大臣の私的懇談会として民間実務家等を中心に発足した「金融市場戦略チーム」は、サブプライム問題の実態および原因等について調査分析を行い、2007年11月に第一次報告書を公表した。その中で、わが国としての今後の対応について、①監督当局による市場動向の把握、モニタリングの強化、監督当局間の国際的な連携強化のほか、②オリジネーター等によるリスク保有についてのルール設定の検討、③証券化商品の原資産の追跡可能性（Traceability）の確保、④格付会社に対する規制の検討、等の提言を行った⁽¹⁸⁾。

これを受けて金融庁は、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、証券化商品の販売に係る留意事項として、証券化商品の追跡可能性の確保に関する項目を新設した。

市場関係者の自主的な取組み

日本証券業協会は、2008年3月に「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を設置し、自主規制規則の策定に向けた検討を行い、2009年3月に最終報告書を取りまとめた⁽¹⁹⁾。これを受けて、日本証券業協会は、

(18) 金融庁・金融市場戦略チーム [2007] 15頁以下参照。

14- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

「証券化商品の販売等に関する規則」を制定（同年6月1日施行）し、①顧客に伝達される情報のより一層の充実と標準化を図ることにより、証券化商品のトレーサビリティ（追跡可能性）の確保に努めること（1条）、②協会員は、顧客への証券化商品に係る原資産等の内容やリスクに関する情報伝達のために、所要の態勢を整備しなければならないこと（4条）、③協会員は、別に定める「標準情報レポートング・パッケージ」を用いることができること（5条）、等の規定を設けた⁽²⁰⁾。

法整備

2008年9月リーマン・ショック後のわが国の証券化市場の再生に向けた法整備としては、2009年6月の金融商品取引法改正と2011年5月の資産流動化法改正がある。

まず、2009年6月の金融商品取引法改正では格付会社に対する規制が導入された⁽²¹⁾。これは、前述のIOSCOの基本行動規範改訂および金融サミット合意を踏まえ、金融審議会第一部会において取りまとめられた報告書での提言に基づくものである。改正法では、金融商品取引法に第三章の三（信用格付業者）が新設され、格付会社の登録制が導入されるとともに、登録された格付会社に対する主な規制として、①誠実義務（66条の32）、②利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の体制整備義務（66条の33、66条の35）、③格付方針の公表（66条の36）、説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務（66条の38、39）、等が規定された。なお、登録制については、登録義務ではなく「登録できる」規制とされ（66条の27）、その上で、無登録業者の格付の利用については金融商品取引業者等に説明義務が課されることとされた（38

(19) 日本証券業協会 [2009a] 参照。

(20) 日本証券業協会 [2009b] 参照。

(21) 詳しくは野崎彰 [2009] 参照。

条3号)。

次に、2011年5月の資産流動化法改正(同年11月24日施行)では、資産流動化スキーム規制の弾力化が行われた⁽²²⁾。資産流動化法は、前述のように、2000年にSPC法の大改正により制定されたものであるが、その後大きな改正が加えられることなく今日に至っており、今回の改正は、同法制定後に指摘されていた利用上の様々な支障の解消を図ろうとするものである。その主なものとして、①資産流動化計画の軽微な変更についての届出義務の免除、②資産の取得および資金の調達に関し、従たる特定資産の信託義務の免除、特定目的借入れの資金用途制限の撤廃、③特定目的信託における社債的受益権の発行要件の緩和、等の措置がとられた。

5. 若干のインプリケーション—結びに代えて

これまでみてきたように、わが国の証券化市場は、米国サブプライム問題に端を発する世界的金融危機の影響を受けて、他の先進国と同様に2000年代後半以降長期に亘り低迷が続いている。そのような状況に対し、市場の再生に向けた様々な取組みが世界的に実施されているが、「米国等では証券化市場が復活する兆しがみられる中で、わが国の証券化市場の出遅れ感は否めず」⁽²³⁾と市場関係者に指摘されるなど、サブプライム問題の直接的な影響の少なかったわが国の市場が他国のそれよりも厳しい状況にあることは深刻に受け止めなければならないだろう。

この間、わが国でも、証券化市場の再生に向けて、金融政策面からの支援、金融行政面での対応、市場関係者の自主的な取組み、法改正、等の様々な取組みが行われていることは既述のとおりである。もとより筆者もこれらの取

(22) 詳しくは山田貴彦ほか [2011] 100～104頁参照。

(23) 日本証券業協会・証券化商品に関するワーキング・グループ [2011] 1頁参照。

組みの成果に期待しているが、それと同時に、わが国の証券化市場の変遷を振り返りつつ今後へのインプリケーションを見出す意味を込めて、若干の感想を述べて結びに代えることとする。

バブル予防の必要性

第一は、やや蛇足ながら、世界的金融危機の発端となったサブプライム問題の根因にはやはりバブル経済があったということである。古今東西の金融危機の背景には様々な形態のバブルの膨張とその崩壊があるというのは共通した歴史的事実であり、今回の金融危機の背景にもサブプライム問題をもたらした住宅バブルがあった。市場の崩壊を招く金融危機を未然に防止するためにもバブルを生まない慎重な経済運営が先ず何よりも重要であることを改めて認識する必要がある。

証券化技術の賢明な利用

第二は、サブプライム問題により顕わになった証券化技術濫用の危険性を踏まえ、技術の賢明な利用が必要であるということである。証券化はあくまでも金融に関する技術の一つに過ぎず、その使い次第で善をもたらすこともあれば悪をもたらすこともある（この意味で証券化そのものを悪として断罪する議論は的外れであろう）。証券化の最先進国であり、最も成熟した証券化市場を有するとされてきた米国において、証券化技術の進化が二次証券化、三次証券化といった複雑な証券化商品を生み出した一方で、それを使いこなすことが期待されるオリジネーター、アレンジャー、格付会社、投資家等の市場参加者の意識や能力が欠如し、さらにはそれを支えるべき情報インフラが不備であったことによりもたらされた惨事の大きさは衝撃的であった。これらの市場参加者に共通するのは、証券化商品特有のリスクに対する安易な姿勢である。オリジネーターは証券化の原資産を安直に創出しつつリスクの負担を回避し、アレンジャーは高格付を得て証券化商品を売り捌き、

格付会社は証券化商品のリスクを適切に反映していない格付を提供し、投資家は格付会社が提供する格付を盲信して投資を膨らませた。そして格付情報の信頼失墜により一気に投資を引き揚げ市場の崩壊をもたらした投資家の行動原理の危うさを思い知らされることとなった。その教訓から、既述のような各国共通の取組みとして、格付会社に対する規制の導入のほか、投資者等の市場参加者が自ら証券化商品のリスクを評価しうような情報開示の充実、とりわけ裏付資産の品質のトレーサビリティの確保といった対策が講じられるに至ったことは当然ながら適切なことである。

証券化市場本来の機能の強化

第三は、わが国の証券化市場の脆弱性を踏まえ、市場本来の機能の強化を図る必要があるということである。わが国の証券化市場の歴史はまだ20年足らずの短いものにすぎない。萌芽期とか揺籃期と呼ばれた1990年代後半から2000年代前半にかけて市場は急速に開花し拡大したが、流通市場は未発達のままであった。そこにサブプライム問題の大波が押し寄せ市場の縮小を余儀なくされ、その再生に手間取っているのが現状であろう。市場規模の変動という観点でみると、わが国の証券化市場は、銀行貸出が伸びると取引は減少し、逆に銀行貸出が後退すると取引は増加するというような、いわば銀行貸出市場の「亜流」ないし「すき間」市場としての性格⁽²⁴⁾をまだ引き留めているのではないかと思われる。証券化市場が本来のいわば「市場型市場」としての機能を確立し、「相対型市場」である銀行貸出市場と相互に補完し合う市場としての性格を強めることがなければ、現状のような超金融緩和の下では証券化市場の拡大は望めないであろう。こうした意味でも、証券化市場における流通市場の形成は急務であり、それに資する情報開示を含む情報インフラの充実は極めて重要な課題である。

(24) 木下正俊 [2004] 68頁参照。

原点に立ち返れ

第四は、上記とも関連するが、原点に立ち返ることの重要性である。わが国の証券化市場の健全な発展のために流通市場の整備が必要であることは筆者⁽²⁵⁾を含めつとに指摘されてきたことであり、前述の2004年4月の「証券化市場フォーラム・報告書」でも強調されていたところである。そして今般の市場再生に向けた取組みとして最も重視されている情報開示の強化、とりわけ裏付資産に関する情報の充実という点も流通市場の整備に不可欠の事項として既に強く認識されていた。改めて指摘するまでもなく、資産流動化・証券化とは特定の資産の収益性を裏付けとする資金調達・運用の手法であり、このことから当然のこととして、裏付資産の質に関する情報とそのトレーサビリティの確保は、取引を円滑に成立させ市場を発展させるためには何よりも重要なことであるからである。このように、市場の整備にとって必要な課題はかねてより認識されていたものの、その実行が遅れたことは否定できない。現実の痛みを感じてはじめて課題の重要性に気づくというのが人間の性ともいえるべきかも知れないが、遅ればせながら、このたび改めて情報開示の充実による流通市場の整備に向けて本格的な取組みが始められたことは画期的なことであり、その成果に期待しつつ、わが国の証券化市場の健全な発展を祈念することとしたい。(2012年1月10日)

[主要参考文献—公表年順]

木下正俊 [2004] 『私の「資産流動化」教室—健全な市場のための資産流動化論』西田書店

日本銀行金融市場局 [2004] 「証券化市場フォーラム・報告書」(日本銀行ホ

(25) 木下正俊 [2004] 第7章第4節, 第8章第4節, 同 [2008] 24頁以下参照。

ームページ)

木下正俊 [2005] 「特定債権法の廃止に関する覚書」広島法科大学院論集第1号

木下正俊 [2006] 「金融システム改革と先端金融の推進」広島法科大学院論集第2号

金融庁・金融市場戦略チーム [2007] 「第一次報告書」(11月30日, 金融庁ホームページ)

木下正俊 [2008] 「資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について」広島法科大学院論集第4号

日本銀行 [2008] 「金融システムレポート」(3月, 9月)(2009年以降も参照, 日本銀行ホームページ)

金融庁・金融市場戦略チーム [2008] 「第二次報告書」(6月12日, 金融庁ホームページ)

小立敬 [2008] 「サブプライム問題と証券化商品の格付け」資本市場クォーターリー Summer

日本証券業協会 [2009a] 「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ最終報告書」(3月17日, 日本証券業協会ホームページ)

同 [2009b] 「証券化商品の販売等に関する規則」(3月17日, 日本証券業協会ホームページ)

野崎彰 [2009] 「格付会社に対する規制の導入」商事法務 No.1873

小立敬 [2009a] 「日米欧の新たな格付機関規制の方向性」資本市場クォーターリー Winter

同 [2009b] 「証券化市場の信頼回復のための欧米の取り組み」資本市場クォーターリー Winter

同 [2010a] 「米国証券化市場の信頼回復の取り組みと今後の展望」資本市場クォーターリー Spring

同 [2010b] 「米国における金融制度改革法の成立—ドッド=フランク法の概

20- 証券化市場の再生に向けた環境整備（木下）

要一」資本市場クォーター Summer

日本証券業協会・証券化商品に関するワーキング・グループ [2011] 「わが国の証券化市場の現状と課題」（7月，日本証券業協会ホームページ）

山田貴彦ほか [2011] 「資金供給・資産活用に向けた見直し」商事法務 No. 1939