

## 証券化と格付機関規制

高橋 正彦（横浜国立大学）

債券の信用力の格付を行う格付機関は、証券（資本）市場において、重要な役割を果たしている。特に、ABS（資産担保型証券）等の証券化商品のストラクチャリング（仕組みの組成）にあたっては、通常、アレンジャー（証券会社等の仕組みの組成者）が当初から格付機関と接触し、目標の格付取得に向けて、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。クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての証券化の機能は、格付機関に支えられているともいえる。

米国発の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）問題が顕在化した2007年半ば頃、米欧を中心に、RMBS（住宅ローン担保証券）や、それらを再加工したCDO（債務担保証券）等の証券化商品の多くが、格付機関により格下げされた。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。2008年9月の「リーマン・ショック」を経て、サブプライムローン問題から始まった金融危機は、未曾有の世界金融危機に発展した。

こうしたなかで、証券化商品の格付のあり方が議論の対象となった。①金融工学・確率論的な手法に依存したCDO等の格付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のではないかと、②格付機関のビジネスモデルに利益相反の可能性が内在しているのではないかと、③格付の前提として、十分な情報を入手していなかったのではないかと、④格付モデルの適切な情報開示が行われていなかったのではないかと、⑤格付情報の意義について、投資家に誤解を与えていたのではないかと、といった論点が議論された。

こうした議論を踏まえて、米国では、SEC（証券取引委員会）がNRSRO（全国的に認知されている統計的格付機関）に対する監督・規制の強化を行った。同国のドッド・フランク法（金融規制改革法、2010年7月成立）には、証券化や格付機関への規制強化も含まれている。EU（欧州連合）でも、2011年から、主要な格付機関が、登録制の下で証券監督当局の規制に服することになった。EUでは、ソブリン・リスク（政府債務の信認危機）の深刻化を契機に、格付機関規制が大幅に見直されようとしている。

日本では、証券化商品や格付機関について、米国のような深刻な問題はほとんど生じていない。ただ、国際的な政策協調の下で、金融商品取引法の改正により、米欧と同様に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。

こうした世界的な格付機関への規制強化は、格付の質の向上につながるとは限らない一方、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。本報告では、現在進行中の格付機関への規制強化の動きに関して、その意義と問題点を評価・検討し、今後の展望を行う。