

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25年 6月 10日現在

機関番号：14401

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2010～2012

課題番号：22730082

研究課題名（和文） 日米の証券化市場規制に関する比較法的研究

研究課題名（英文） Comparative Study on the Securitization Markets in Japan and US.

研究代表者

久保田 安彦（KUBOTA YASUHIKO）

大阪大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号：30298096

研究成果の概要（和文）：本研究では、近時の米国における証券化市場規制改革の対象となったのが証券化プロセスを改善するための規制と格付機関規制であるところ、そうした規制改革の効果は限定的なものにとどまる可能性があることを示した。また、本研究では、さらに掘り下げた検討のための基礎的作業として、そもそも市場規制の中核である情報開示規制が、どのような機能的限界を有しているのかについても検討を加えた。

研究成果の概要（英文）：This study indicates that although U.S. has advanced regulatory reform on Securitization Markets, it is likely to have only limited effectiveness. This study also shows the functional limit of disclosure regulation as core regulation on markets.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	500,000	150,000	650,000
2011年度	600,000	180,000	780,000
2012年度	400,000	120,000	520,000
年度			
年度			
総計	1,500,000	450,000	1,950,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：証券化，格付機関，情報開示規制

1. 研究開始当初の背景

もともと証券化というのは、短期の預金によって資金を調達した上で長期の貸し付けを行うというミスマッチに常に直面している金融機関のリスクを改善することを目的として開発されたものであるといわれる。従来、証券化は、柔軟なリスク配分を可能にするものであることから、銀行が負担するリスクを軽減して、システミックリスクを減少さ

せるほか、投資家のリスク選好に合った金融商品の組成を可能にするところ、それらは社会全体で負担できるリスクを大きくして、資金調達を容易にする結果、多くの国民にローンを低い金利で提供することができるし、よりよい資源配分にも資すると考えられてきた。

しかし、いわゆるサブプライム問題は、証券化がこのような効用を必ずしも実現するものではないということを示した。その主因

として、2009年6月に公表された米国オバマ政権の金融規制改革案などが着目するのが、証券化市場による規律付けの緩みである。ここでいう証券化市場とは、証券化商品の流通市場における投資家だけではなく、オリジネーターや証券化事業者などを含めた証券化プロセスの全参加者から構成され、証券化プロセスにおける各取引を広く包含するものを意味するが、そのような意味での証券化市場の規律付けの緩みを示すものとしては、たとえばローンのオリジネーターがローン貸出の審査を厳格に行わなかったこと、証券化事業者が自ら購入しようとしたローンに高い基準を設定せず、ローンの引受審査基準の低下を助長したこと、あるいは投資家が格付機関に大きく依存する一方で、格付機関はしばしば格付対象商品のリスクを正確に述べなかったことなどが挙げられる。そして、いずれの場合にあっても、透明性の欠如が、市場参加者が自ら負担するリスクの全容を理解しようとするのを妨げたとされる。

このような市場参加者の行動は、経済的に見てそれぞれ必ずしも不合理なものであったとはいえないが、全体としては非効率的な結果をもたらした。そこにはインセンティブの歪みがあり、それが市場のコーディネーションの失敗、市場の失敗を導いたものと考えられる。

こうした証券化市場にかかる問題は、わが国では顕在化していないが、将来的にも無縁であるとは限らない。そこで、米国の教訓を踏まえて、将来における問題発生を未然に防ぐべく、望ましい規制のあり方を検討する必要があるように思われる。しかし、本研究開始当初においては、わが国でそうした検討が必ずしも十分に行われてきたとはいえない状況がみられたため、本研究に着手することにした。

2. 研究の目的

本研究が目的とするのは、上記のような証券化市場の参加者のインセンティブ構造を変えるとともに、証券化市場の透明性を増すための規制改革のあり方を明らかにすることであり、具体的な研究対象は、証券化プロセスを改善するための規制と格付機関規制とから構成される。

3. 研究の方法

研究方法として、まず第一に、比較法的考察として、米国における証券化市場規制の改革動向を取り上げ、その有効性について分析する。ここで米国法を取り上げるのは、米国で特に規制改革の動向が顕著であり、議論も活発に行われているため、有益な示唆が得ら

れる可能性が大きいからである。

第二に、上記第一の研究をより掘り下げるための基礎的作業として、情報開示規制など、市場規制の構成要素となるべき各規制が、そもそもどのような機能を有し、またその機能的限界がどこにあるのかについても、可能な限り検討を加えることを考えた。

これらの研究を遂行するにあたっては、カナダやアメリカでの情報収集を行ったほか、各種の関係する研究会での研究報告も行った。

4. 研究成果

本研究の成果の概要は、以下のとおりである。

(1) 本研究ではまず、比較法的考察として、米国の証券化市場規制の改革動向について検討を加えた。2010年ドッド=フランク法を通じた改革の対象となった規制は、証券化プロセスを改善するための規制(オリジネーターや証券化事業者に原資産に関するリスクの一定割合を保持させるための規制など)と格付機関規制とに大別される。このうち、本来のメインは前者のはずである。というのも、投資家が格付機関に過度に依存したというのがサブプライム問題をもたらした一つの要因である。そのことは、格付けは重要であるが、一つの参考情報にすぎないということの意味するところ、いかに格付機関規制を強化して格付けの信頼性を向上させたとしても、そのような格付けの本質は変わるところがないと考えられるからである。実際、規制改革では、格付けに関する情報開示規制が強化されているが、それは利益相反を間接的に防止しようとするものであると同時に、格付けが参考情報にすぎないことを周知させるためのものである。

とはいえ、証券化プロセスを改善する、証券化市場の参加者のインセンティブの歪みを正すための規制を具体的に構築するのは、決して容易ではない。この点について、新たに導入された規制の中では、証券発行者や証券化事業者に原資産のリスクの一定割合を保持させるという規制が関係者のインセンティブの歪みを正すという観点からは、おそらく最も大きな実効性を期待できるものと考えられる。しかし、こうした規制には、保持すべきリスクの割合を大きくすると、より効果的ということになる一方、それはリスクを柔軟に配分するためのツールとしての証券化の自己否定につながるというジレンマをかかえているという問題を指摘できる。また、過去の実務においては、規制がなかった状況でも、一定割合のリスクをオリジネーター等が自主的に保有することが少なくなか

ったといわれる。それにもかかわらずサブプライム問題が発生したことを考えると、上記の新たに導入された規制にもあまり大きな効果を期待することはできないであろう。さりとて実効的な規制が他に見当たらないという状況が認められる。

ところで、これまで証券化市場に関する規制改革の中心は格付機関規制であった。格付機関規制の歴史は、相次ぐ規制強化の歴史でもあった。そして、それでもまだ規制が足りないとして、今回の規制改革でも、さらなる規制強化が打ち出されているが、それは、上記のように、本来メインであるはずの証券化プロセスの改善のための規制強化が難しいという事情と決して無縁ではないように思われる。

それでは、格付機関規制を強化してどれほどの効果が期待できるのだろうか。格付機関は格付対象証券の発行者等から格付けの対価を受け取るというそのビジネスモデル自体に利益相反が内在していると言われ、そのことが問題視されてきた。このような問題は解決できるのだろうか。

従来アメリカの格付機関規制の基本方針は、以下の二つであったと考えられる。その第一は、格付手法には直接的な規制を加えないというものである。これは格付評価の多様性を確保するという趣旨で出たものであるが、そうすると、どのようにして格付けの信頼性を確保すべきかが問題となってくる。第二の基本方針は、主要な格付機関のみを規制対象とするというものである。このうち第二の基本方針のもと、NRSROのみを対象とした規制をした上で、格付けの信頼性については、格付機関間の競争を促進して寡占状態を是正することで確保しようとする、従来、いわば最低限の規制が採用されてきたといえる。

こうした規制枠組みのもとで規制改革の争点となってきたのは、NRSROをどのように定義すべきか、その具体的な認定手続きはどのようにあるべきかというものであった。しかし、結局、特定少数の格付機関による寡占状態が是正されない状態で生じたのがエンロン事件であり、また今回のサブプライム問題であった。ここに至り、もはや格付機関間の競争を促進するだけでは足りないとして、利益相反禁止規制、情報開示規制、SECによる行政監督の強化が図られることになったと理解される。

このうちエンロン事件後の2006年規制改革法では、規制強化の中心は利益相反禁止規制の強化と情報開示規制の強化であった。それに対し、今回の規制改革では、利益相反禁止規制、情報開示規制がさらに強化されるとともに、SECによる行政監督の強化にも重点が置かれているという特徴が見られる、それ

は以下のような考え方によるものであると考えることができる。

まず情報開示規制については、その強化がどれほど市場の規律づけの回復に結びつくのかが疑わしいところがある。というのも、もともと証券化商品は商品性が複雑で、その格付けないし価値評価に必要な情報量が多いわけであるが、さらに格付機関に対する情報もたくさん開示されるといように、あまりに大量の情報が出るときには、その分析に非常に大きなコストがかかるために、市場が情報を消化できるかが明らかでないからである。また、仮に格付けを参照しようとするときに、まずは格付けをどれほど信頼できるかを判断する必要があるとしても、そして、そのために格付機関に関する開示情報や個々の格付けに関する開示情報を分析しようとしても、それには非常に大きなコストがかかるために、そのように開示情報を参照して分析することをしないまま、格付けに基づいて証券化商品を取引するほうがむしろ合理的であるというケースが十分に生じうる。これらの意味で情報開示規制には機能的な限界があると考えられる。

第二に、それでは利益相反行為の禁止規制はどうかということになると、たとえば非格付サービスの同時提供の禁止など、たしかに格付情報の信頼性向上に貢献し得ると考えられるものもあるが、そもそも格付対象証券の発行者等から格付けの対価を受け取るという格付機関のビジネスモデル自体に内在する利益相反には、それを禁止することができない以上、利益相反規制は直接的には対応できない。

このように考えると、SECによる行政監督の強化に注目が集まるのはよく理解できる。格付機関が利益相反についてきちんとした方針を策定し、実際にそうした方針を実践しているかどうかをSECが定期的にレビューするというのは、たしかに一つの魅力的なアイデアではある。しかし、そうしたレビューを本当に効果的に行えるのか、また、仮に効果的に行えるとしても、そうしたレビューには非常に大きなコストがかかるという問題があるが、これを克服することはできるのかは、決して明らかではない。

なお、今回の規制改革案では、格付けの公的利用の縮小も提案されている。これは格付機関間の競争を促進するという効果を持つため、格付けの信頼性向上に役立つようにみえる。しかし、他方で、従来からの基本方針の一つが転換され、格付機関規制の対象が拡大され、すべての格付機関に規制が適用されることになる。厳格な規制の広範な適用は競争制限的な効果を持つので、格付機関間の競争という効果は相殺される可能性がある。

以上を総合的に考えると、今回の規制改革

は、これまででないほど包括的なものであり、規制内容は改善されていると評価されるが、他方で、とりわけ商品性の複雑な証券化商品については、今回の規制改革が市場の規律づけをどれだけ回復できるかは、疑わしいところもあるといえる。

(2) ところで、上記のことを一般化すると、商品性が複雑な金融商品については、本来的に市場の規律付けが働きにくく、それを情報開示規制などの規制の強化によって回復することはそう容易でないこと、さりとて、行政監督もまた機能し難いことを示唆する。

そこで、本研究では、このことをさらに掘り下げて検討するための基礎的作業として、そもそも証券市場における情報開示規制にはどのような機能が期待されるのか、その機能的な限界はどこにあるのか、どのような場合に強制的な情報開示規制を要求すべきなのかという問題にまで検討対象を拡げた。

そのうえで、わが国の金融商品取引法における継続開示規制（継続的な情報開示に関する規制）では、証券の公募発行のために、有価証券届出書の提出を通じて発行開示を行った会社に対し、有価証券報告書の提出などの継続開示義務を課するという規制（金融商品取引法 24 条 1 項 3 号）が中心に据えられていることから、かかる規制の合理性について、母法である米国法上の立法の経緯なども踏まえて、批判的な検討を加え、その成果の一部を論文として公表した。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計 1 件）

久保田安彦，発行開示と継続開示の接続とその合理性——金融商品取引法 24 条 1 項 3 号に関する一考察——，阪大法学，査読無，62 卷 3・4 号（2012），751-792 頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

久保田 安彦 （ KUBOTA YASUHIKO ）
大阪大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号：30298096