

公開シンポジウム：『証券化商品と格付け』の実施報告

NPOフェア・レーティング主催の標記シンポジウムが、平成20年12月6日13:30~17:10、文京学院大学本郷キャンパス・島田依史子記念館1階・階段式教室ナバック（NAVAC）（東京メトロ南北線「東大前」駅より1分）において、流動化・証券化協議会様、不動産証券化協会様のご後援で、次のような内容で開催されました。約140名のさまざまな分野の方々のご参加をいただきましたことを、心から御礼申し上げます。

1. 実施プログラムとシンポジウムの趣旨

司会 田村 香月子氏（関西大学）

ご挨拶 13:30~13:40 小山 明宏氏（NPO フェア・レーティング事務局長・学習院大学）

第1部 基調講演

13:50~14:20 「証券化商品と格付け：バーゼルⅡの観点から」

椎名 康氏（金融庁 総務企画局総務課国際室・国際銀行規制調整官）

14:20~14:50 「日本の証券化商品と格付けの問題と課題」

江川由紀雄氏（ドイツ証券 マネージングディレクター・証券化商品調査部長）

14:50~15:20 「証券化商品の格付け手法と今後の課題」

北原一功氏（R&I ストラクチャードファイナンス部長）

第2部：パネルディスカッション：15:35~17:00

コーディネーター：黒沢義孝氏（NPO フェアレーティング代表）

パネル参加者

- 椎名 康氏（金融庁）、江川由紀雄氏（ドイツ証券）、北原一功氏（R&I）
- 田坂陽一氏（オリックス 証券化商品室 企画・管理チーム チーム長）
- 石原久稔氏（三井住友銀行 アセットファイナンス営業部 営業推進グループ グループ長）
- 沢田啓子氏（ムーディーズ マネージングディレクター チーフクレジットオフィサー）
- 三井秀俊氏（日本大学准教授）
- 田吉禎彦氏（日本政策投資銀行 クレジットビジネスグループ 参事役）

17:00~17:10 閉会の挨拶 箕輪 徳二氏（NPO フェア・レーティング研究局長、埼玉大学）

<当シンポジウムの趣旨>

2007年夏以降のサブプライム関連証券の大量格下げとその影響、EUの格付機関規制案、アメリカの2006年格付機関改革法にかかるSEC規則の改正案などが世界の資本市場に波紋を投げかけています。一方、2007年3月期からバーゼルⅡ（新BISルール）が実施され「格付け」が銀行の自己資本比率を決める国際ルールとして使用され、「格付け」の重要性が一層増しています。

NPO フェア・レーティングでは、サブプライム関連証券を含む『証券化商品と格付け』をテーマに、証券化商品の発展経緯とその機能、格付けの手法と問題点、格付会社の規制の在り方等に関するシンポジウムを企画いたしました。何が問題か、その出自や経過をできるだけ明らかにすることが、大きな目

的であります。これによって、御参加いただいた皆様それぞれのお立場での認識が深められ、今後の方向性を探ることができれば幸いです。

2. 報告の内容

第1部 基調講演

(1) 「証券化商品と格付け：バーゼルⅡの観点から」

椎名 康氏（金融庁 総務企画局総務課国際室・国際銀行規制調整官）

本講演の内容は、近日中に掲載します。

(2) 「日本の証券化商品と格付けの問題と課題」

江川由紀雄氏（ドイツ証券 マネージングディレクター・証券化商品調査部長）

本講演の内容は、おおよそ次の通りである。

証券化商品に問題があるのか

いまや、経済危機へと発展する様相すら見せるグローバルな金融危機に見舞われている。そして、衆知の通り、サブプライムローンの問題の勃発後しばらく、証券化およびその格付けに対する批判が噴出している。しかし、今、もう一度冷静に考えてみる価値がある、あるいは考える必要があるのは、①証券化は悪なのか、そして、②証券化商品への格付けに問題があったのか、という2つの大きな問題である。この点を正しく理解するために、よく認識しておくべきなのは、アメリカでのサブプライムローンの問題が起こった背後にある実情、すなわち、日本と米英では何がどう違うか、という制度・環境の違いを充分に知ることである。

「証券化」の定義

証券化とは、ある程度属性のわかっている資産をたくさん集めてきて、その資産から将来生み出されるキャッシュフローと内包するリスクの切り分けおよび市場を通じた転売を意味する。

資産の証券化は、債権のキャッシュフローをプールしてそれを裏付けとする証券の形に組み替え、内在するリスク（信用リスク、市場リスク、金利リスク）を小口化したりリスクの種類ごとに切り分けて加工し分割して、市場を介して多数の投資家に移転させることになる。原債権者から投資家にリスクを移転するだけでなく、複数の主体に分担させる仕組みである。

証券化の意義と役割

その特徴をまとめれば、①プロフィールがわかりやすい金融商品であること、があげられる。すなわち、一見複雑に見える仕組みや仕掛けは、単純でわかりやすいものにするためであること、そして、情報の非対称性によって生じるコストの削減が可能となる。次に、②信用リスクを集積し、加工し、分割して移転できることである。すなわち、様々な嗜好や投資行動上の制約を有する投資家が存在するのが現実の資本市場であり、リスク・リターン特性の異なる金融商品を作ることで、効率的な資本配分が可能となる。

米国のサブプライムローンとは

そもそも、サブプライムローンとは何だろうか。そのほとんどが2004年以降に貸し出されたものである。そして、貸手の大半がノンバンク（銀行ではない住宅ローン専門会社）で、彼らが比較的信用力の低い個人に貸し出した住宅ローンであった。また、大半がハイブリッドARM（当初の2年ないし3年間だけ優遇固定金利、その後は変動金利型に移行する）であること、そして2年程度で借り換え（借り増し）が多いことがあげられる。これが約8百万人（全米の世帯数の約8%）に貸し出され、ピーク

時残高約1.4兆ドルにのぼっていた。そして、そこで重要なのが、収入自己申告 (stated income) だったこと、そして物件査定の実態であった。(リチャード・ビトナー 著 金森重樹 監訳 金井真弓 訳 『サブプライムを売った男の告白』 ダイヤモンド社 2008年、に詳しい。)

証券化商品の内訳

サブプライムRMBSにしても、メザニンSF CDOにしても、サブプライムローンについては、2006年頃までは3~4%程度のロスと見込まれていたのが、今は20~40%のロスと見込まれている。発行当初AAA格付けだった優先クラスのものも、サブプライムローンから出てくるロスは30%を越えてくる。

このような、格付けが高いのにデフォルトしていく証券化商品が出て、格下げが相次ぐが、そのような証券化商品は、日本にはないことが、重要である。

それは、わが国においては、ほとんどの場合オリジネーターが証券化することを意識せずに通常の営業で積み上げた貸付債権や営業資産を、何らかの理由(財務戦略)で証券化するというものがほとんどで、また、二次証券化もわが国ではほとんど見られないのである。

また、日本の証券化では、「金融」の役割を果たしている、すなわち企業の資金調達に役割を果たしていることが、アメリカとの差異としてあげられよう。

サブプライムから金融危機へ

サブプライムローンはピーク時(2006年末~07年なかば)で残高がせいぜい1.4兆ドル(約150兆円)しかなかった限定的な分野だったこと(現在はもっと減ってきている)、そして「サブプライム」ということばがマスコミに頻りに登場するようになったのは2007年春のことである。当時(2007年夏~秋)、「サブプライム問題」に起因して発生する損失は数百億ドル~1千億ドル(数兆円~10兆円規模)程度であり、金融機関の自己資本や金融システムに与える影響は軽微であると予想する向きが大勢であったことから1年前に現状を予想することはむずかしかったのではないか。

日米の違いとしての大手金融機関の損失状況

世界の大手金融機関が計上した損失は既に1兆ドル(90兆円)近くに達している(2008年11月現在)。CITIグループだけでも6兆円以上である。これが日本では、すべてを合わせても3兆円くらいである。すなわち、わが国の金融機関が被った損失は、こうしてみると微々たるものと考えられる。

日本の証券化市場の問題点

日本の証券化市場については、つまり問題はなかったと言えると思われる。にもかかわらず、日本の証券化商品の発行がほとんど止まってしまった

わが国の証券化商品に問題は認められないと思われるにもかかわらず、今年の10月以降、住宅金融支援機構のRMBSを除き、ほとんど証券化商品が発行されない状況に陥っている。

格付けに関して言えば、アメリカでの証券化商品とか、CDOとか、あるいは信用リスクでないものを信用リスクにみだてて加工してしまうような商品、それに対する格付けが的外れになってしまったと思われる。AAAだったものが1年経つとB、そしてデフォルトして行く、そういうものがニューヨークとロンドンで大量生産されたといえるが、わが国ではそのような格付けはなされていない、すなわち、わが国の証券化格付けには、問題はないと考えられる。

<若干のコメント>

江川氏は、証券化商品の組成、格付けについての豊富な知識をもとに、簡明に説明して下さった。証

券化商品の組成、格付けともに、テクニカルな面は難解なものだが、ここではその背景にある重要な事情や考え方が解説されている。アメリカのサブプライムローンにまつわる問題は、商品の組成、その格付けの両方に起因するものであったと思われるが、まず重要なことは、このサブプライムローンの問題が、アメリカで起こったものだということである。もともとアメリカで発展した証券化は、独自の商品として独自の歴史を辿って来たものである。そして、その独自の歴史の中で起こったのが、このたびのサブプライムローン騒動であった。二次証券化などの証券化商品そのものに問題があったこと、そしてそれらへの格付けにあたっての格付け会社の見方が、今となっては、適切ではなかったと言われることもあるが、いずれにしてもこれは、証券化商品にとって初めての過酷な体験となったことは明らかである。ただし、この一件をもって即座に、証券化商品自体、そしてそれらに対して行われた格付けが、騒動の根源であると結論することは注意を要すると言えるであろう。

すなわち、アメリカで起こったことがそのまますぐに日本で起こっているとは、必ずしも言えないからである。実際、江川氏がはっきり述べているように、わが国では、まず証券化商品の組成の経緯がアメリカとは異なることと、それによって証券化商品自体の透明性が、アメリカにくらべて格段に高いと思われるからである。その結果として、それらに対する格付けという行為も、透明かつ妥当なものになりうる可能性が高くなる。そして、このこともあって、わが国ではアメリカのようなデフォルトは起こっていない。わが国は証券化商品のマーケットの規模がアメリカに比べて小さいこともあるだろうが、アメリカのように金融機関が、それによって窮地に陥ることはなく、損失の総額もアメリカに比べて著しく少ないことも、江川氏の述べているところである。「糞（あつもの）に懲りて膾（なます）を吹く」という諺があるが、まさにそれは現在のわが国の証券化商品市場にあてはまるものとなってしまっているようである。

わが国の経済を形作る制度のかなりの部分が海外、とりわけアメリカから持ち込まれたものであることは明らかで、それを範とするには異議はないであろうが、このたびのサブプライムローンの問題にまつわるアメリカでの問題意識をそのまま日本の実情に持ち込むことには、より慎重であるべきだ、ということになるのではないであろうか。

（3）「証券化商品の格付け手法と今後の課題」

北原一功氏（R&I ストラクチャードファイナンス部長）

本講演の内容は、おおよそ次の通りである。

1. イントロダクション R&Iとストラクチャードファイナンス本部
2. R&I 2007年 証券化格付け実績および2008年格付け予想
3. 住宅金融支援機構債の格付け推移
4. R&Iで過去に格付けしていた企業数とその後のデフォルト事例数
5. 事業債の年度別格付け推移率の平均値（2000年度～2007年度）
6. 証券化商品の年度別格付け推移率の平均値（2000～2007年度）
7. 格付変動率
8. ドリフト比率
9. 日本の証券化市場の特徴
10. スキーム概略
 11. （用語解説）優先劣後構造
 12. 証券化の格付け 格付け手順
 13. 証券化の格付け ①倒産隔離（SPCの場合）を含めた法的な視点
 14. 証券化の格付け ①倒産隔離性を高めるために
 15. 証券化の格付け ②キャッシュフローの視点
 16. 証券化の格付け ②キャッシュフローの視点/ストレステスト水準例

17. サブプライム問題の格付けに対する影響<1>
18. サブプライム問題の原因
19. 米国のサブプライム住宅ローンと日本の住宅ローンとの比較
20. サブプライム問題の格付けに対する影響<2>
21. 利益相反回避の仕組み <弊社の場合>
22. サブプライム問題の格付手法上の教訓
23. 信頼の回復のために最も重要なことは？
24. 今後の課題

R&I 2007年 証券化格付け実績および2008年格付け予想

R&Iが2007年に行った証券化格付け（J-REIT格付け含む）は、約4.5兆円であり、格付け件数は約600件/年であった。2008年は4.3兆円の格付けを予想しており、ほぼ横ばいの見込みということである。

R&Iで過去に格付けしていた企業数とその後のデフォルト事例数

わが国で一番大きな発行量を占めるのは、住宅金融支援機構債で、2007年は2兆円程度である。過去1400社ほど格付けしていて、景気が悪かった1999年前後に10件前後のデフォルトが起きている。事業債の年度別格付け推移率の平均値（2000年度～2007年度）を見ると、8割程度が対角線上に乗っていることがわかる。

一方、証券化商品の年度別格付け推移率の平均値（2000年度～2007年度）をみると、AAA格で99.9%が1年間そのまま経過している。その次に多いA格では97.7%となっている。格付変動率についても、事業債については15%程度を中心に推移しているが、証券化商品では2%程度で推移して、大幅に小さくなっている。

日本の証券化市場の特徴

証券化商品の格付けは、安定的であり、また証券化商品のデフォルトがほとんどない。現状のところオリジネーターが破綻しても、証券化商品の安全性は保たれている。

証券化の格付け（格付け手順）

証券化商品の格付け手順は、次の通りである。まず目標格付けが設定される。すなわち、希望の格付け水準を聞くことになる。そして、資産内容の分析、つまり、どのような特徴をもった裏付け資産なのかを分析する。次にスキームの構築である。それは、公募、私募、債券、受益権、ローン、国内、ユーロなどの選択である。次に、どのような債券なのかのチェック、すなわちデューデリジェンスで、営業方針や管理・回収体制、データのヒアリングなどを行う。さらに、キャッシュフローのストレステストなどの実施を行い、信用補完（劣後）が決定される。最後にスキーム全体のリスクの、すなわち法的リスクなどの検討を行って、格付けする。最終的には、主なチェック項目は①法的な視点と②キャッシュフローの視点、ということである。

証券化の格付け ①倒産隔離（SPCの場合）を含めた法的な視点

証券化案件では、オリジネーター（資産の譲渡人）が破綻したときでも、SPC（資産の譲受人）は破綻等しないように仕組む。このような仕組みを、オリジネーターからの倒産隔離という。これが図られることによって、オリジネーターの信用力を上回るABS（資産担保証券）を発行することが可能となる。倒産隔離が図られていると、オリジネーターが破綻した場合でも、SPCは破綻せず運営され、

裏付け資産の優先権が確保できる。投資家はオリジネーターの信用力に係わりなく、ABSの資産の質を見極めることによりABSを購入することができる。ABSは、オリジネーターの格付けを上回る格付けの取得が可能となる。

倒産隔離性を高めるための契約上の手当として、資本関係の独立、すなわちSPCの親会社を作らないこと、そして人的関係の独立、つまりSPCをコントロールする人を作らないこと、さらに、SPCの業務制限、すなわちSPCには、証券化と無関係な業務はさせないこととさせる。

また、追加債務負担の禁止、すなわちSPCに余計な債務は負わせないこと、また、ストラクチャー関係者からの破産申立制限、つまりSPCに対して破産の申立てをさせないこと、そして、真正売買性の確保、これは、オリジネーターからSPCへの資産の譲渡は、適正な価格とプロセスできちんと行われていなければならない、ということである。

これらの措置により、SPCのオリジネーターからの倒産隔離性を高めるとともに、各種制限等を施すことにより、将来の予測可能性が高まり、高格付け取得が可能となる

証券化の格付け ②キャッシュフローの視点

主な債権プールの評価方法としては2つの分析手法があり、

①個別企業ごとに分析する手法（一般的に債務者が少ない場合）

少数プールアプローチと呼ばれ、格付け別デフォルト率を設定する。そこでの使用モデルは、R&Iトランシェパッド（モンテカルロシミュレーションモデル）である。

②プールのデフォルト率データなどのヒストリカルデータにより分析する手法（一般的に債務者が多い場合）

大数プールアプローチと呼ばれるが、ヒストリカルデータがない場合が課題である。これはヒストリカルデータを利用して、将来を予測し、ストレステストを実施する。

信用補完水準の決定にあたって、標準シナリオをベースに、格付け水準に合わせたストレス倍率をかけて決定する。このような十分なストレステストを実施し、これにより安全性を担保する。

サブプライム問題の格付けに対する影響<1>

まず、格付けというものへの信頼の失墜があげられる。そこで出て来たのが、格付け悪玉論、証券化商品悪玉論、格付け不要論、そして格付け規制論である。とくに、格付け規制論では、激しい国際競争の認識が重要となる。すなわち、現時点での格付け規制論は次のようにまとめられる。

I O S C O	基本行動規範
S E C	格付会社改革法
E U	登録制案
日本	金融審議会

サブプライム問題の原因

オリジネーターの無責任な貸出姿勢も一因で、日本ではオリジネーターがそのまま持っている、劣後部分も含めて、ほとんどすべて売却する仕組みであったこと、そして行き過ぎた証券化も原因のひとつかもしれない。すなわち、二次加工証券化商品等でリスクが見えにくくなったことが挙げられる。

米国のサブプライム住宅ローンと日本の住宅ローンとの比較（一次加工商品）

まず、ローンを組む債権者層がわが国ではサブプライム層ではないのではないかと。次に金融機関が債務者を選別する際に、わが国ではLTV（Loan To Value、掛け目）、DTI（Debt To Income、返済比率）等の目安がアメリカに比べて慎重である。格付けにあたり、繰上返済を大きくは見込まないわが国に対し、アメリカでは借り換えを前提に高レベルで考えていたこと、さらにデフォルトについても、

過去の実績を見ながら保守的に設定するわが国に対し、過去実績では借り換えが多くデフォルトは低レベルだったのだが、それが、借り換えができなくなり景気後退も重なって高レベルになってしまったアメリカとは大きく対比される。

サブプライム問題の格付けに対する影響<2>

格付手法に問題があったのか？手法ではなく、それを利用したときの状態の判断を見誤ったことは、一部あったかもしれない。では、利益相反があったのか？これは不明である。ただし、格付会社は利益相反から逃れられない存在であろう。一般に格付けにあたっては、issuers-pay model、investors-pay model、governmental institution modelがありうるが、すべて一長一短があり得る。結局は、如何なる仕組みで利益相反を回避するかが重要となる。

利益相反回避の仕組み<R & Iの場合>

まず、格付手法に沿った格付けを行うこと、すなわち、①格付手法の開示、②格付け根拠の開示、という2つの透明性の確保、そして、③格付委員会による決定、ということである。この際の、格付委員会の独立性の確保が重要であり、確保されていると考えている。次に、格付水準が格付手数料に左右されない体制が必要である。すなわち、格付手数料部門の分離を行うことになる。さらに、アナリスト評価基準が手数料水準とは無関係であること、そして厳しい行動規範を確立することになる。

サブプライム問題の格付手法上の教訓

まず、十分な実地調査（デューデリジェンス）が確保されていたか、ということである。具体的には、リスクの大元である原資産リスク分析の重要性、融資基準・審査姿勢等のチェックの重要性、また、定性分析の重要性が再認識されたといえる。

次に、十分な情報開示（ディスクロージャー）が重要である。そして、十分なウォッチング（モニタリング）体制の確立である。

信頼の回復のために最も重要なことは？

やはり経営哲学ということになるだろう。そして、情報の開示、IOSCOルールの厳格な遵守が要される。ただし、規制による信頼回復はあるかもしれないが、過度な規制による利用者にとっての弊害、特に情報開示の後退は避けなくてはならないであろう。

今後の課題

最後に今後の課題を整理すると、次のようになる。

- ・米国の教訓を格付手法にどう生かしていくか？
 - －原資産のより深い分析
 - ・十分な実施調査の徹底
 - ・モラルハザード等の確認
 - －証券化商品格付けの際の前提やシナリオのより深い分析検証
 - ・デフォルト率やプリペイ率などの設定——一次加工商品のRMBS等
 - ・相関係数の設定——二次加工商品のABSのCDO等
 - －モニタリング体制の更なる強化
 - ・裏付け資産パフォーマンス悪化時の対応
 - ・適正な格付け変更を実施
- ・R & Iにおける証券化商品格付けの情報開示の強化

ー従来

- ・格付け符号+案件ごとに文章情報を提供
- ・証券化商品ごとの格付け基準（クライテリア）を公開

ー今後

- ・「変動性指標」と「感応度分析」の公表を予定
 - ー「変動性指標」――裏付け資産の特長と性質についてのより詳細な情報
 - ・ 今後はキャッシュフローや法的リスクといった項目ごとの評価を符号の付属情報として公表予定
 - ー「感応度分析」――標準シナリオの変化が格付けに影響する度合いを分析
 - ・ 格付けの基礎となるデフォルト分析において、当初評価時点で想定したシナリオ（デフォルト率）が変化した場合、従来の格付けにどの程度影響するかを分析し、その要旨を公表予定

<若干のコメント>

当シンポジウムのテーマの、究極的な設問である『証券化商品と格付け』において我々が知りたく思っている、その問題点、すなわち、証券化商品の発展経緯とその機能、格付けの手法と問題点、格付け会社の規制の在り方、何が問題なのか、その出自や経過について、北原氏が答えを披露されたといえる。この前の江川氏の講演でも言及された話だが、やはりわが国と、サブプライムローン騒動が起こったアメリカとは、かなり事情が異なっていることが、明らかとなっている。

オリジネーターの無責任な貸出姿勢、行き過ぎた証券化が主因で、さらに景気の下降がそれに拍車をかけたことに帰せられるであろうが、そこから学ぶことは、アメリカのサブプライムローン騒動のような事態が起こらなかつたわが国の現在の制度を、まずは、維持すべきということであろう。そして、これは、サブプライムローン騒動いかにかわらず、格付けの必須要件であろうが、十分な実地調査（デューデリジェンス）の確保、十分な情報開示（ディスクロージャー）、十分なウォッチング（モニタリング）体制の確立が、かわらず今後ますます必要とされることである。

第2部：パネルディスカッション

パネル参加者

- 椎名 康氏（金融庁）、江川由紀雄氏（ドイツ証券）、北原一功氏（R&I）
- 田坂陽一氏（オリックス 証券化商品室 企画・管理チーム チーム長）
- 石原久稔氏（三井住友銀行 アセットファイナンス営業部 営業推進グループ グループ長）
- 沢田啓子氏（ムーディーズ マネージングディレクター チーフクレジットオフィサー）
- 三井秀俊氏（日本大学准教授）
- 田吉禎彦氏（日本政策投資銀行 クレジットビジネスグループ 参事役）

このうち、椎名 康氏、江川由紀雄氏、北原一功氏のお三方は、すでに基調講演で講演されているので、田坂陽一氏、石原久稔氏、沢田啓子氏、三井秀俊氏、田吉禎彦氏が、順番に講演をされた。

田坂陽一氏（オリックス 証券化商品室 企画・管理チーム チーム長）

田坂氏は「オリジネーターから見た昨今の証券化市場動向について」というタイトルで、講演された。

その要約は、以下の通りである。

2008年度第2四半期以降、証券化の発行実績が減退し、投資家の購入意欲の減退が顕著と思われる。資本市場自体が機能低下を来しているともいえるが、日本の証券化商品には米国のサブプライムローンのような問題はほとんど発生しておらず、証券化市場の減退は投資家側の事情によるところが大きいと思われる。

オリジネーターからみた証券化のメリットとしては、調達手段の多様化やオフバランス効果などが挙げられるが、販売環境の悪化、コストアップなどから銀行借入等への回帰傾向が見られるといえる。

証券化発行実績としては、日本市場全体としても、オリックスとしても、2008年度上期の数値は前期比較で大きく減少している。特にCMBS発行額の減少が大きい。

このような証券化を取り巻く環境変化には、「格付け会社の規制論議」、「トレーサビリティ確保の問題」、「オフバランス要件の厳格化」という3つの問題が発生しうるとと思われる。まず格付け会社の規制については、これにより過度な情報開示要求、規制対処コストの上積みなどの影響が考えられる。次にトレーサビリティ確保という要求だが、結局は情報開示における要求水準が過度となり、オリジネーター側にとってコスト増など、メリットが不明確になりうること、オフバランス処理の厳格化については、オフバランス処理を証券化の主な目的の一つとしているオリジネーターも多いと思われる一方、従来証券化商品が則っていたオフバランス処理のGSP E基準を撤廃することになったとしたら、オフバランスできない取組が大幅に増え、オフバランス処理を証券化の主な目的の一つとしているオリジネーターにとり、証券化に取組むインセンティブは急減しよう。

海外の資本市場が落ち着き、国内資本市場も正常化し、証券化商品についても、関係当事者間に合理的な経済活動の一環として、積極的に取組で進もうという気運が早く回復することを望んでいる。

石原久稔氏（三井住友銀行 アセットファイナンス営業部 営業推進グループ グループ長）

石原氏は「証券化と銀行業務」というタイトルで、講演された。その要約は、以下の通りである。

銀行と証券化という観点から言えば、銀行が果たす役割には、①オリジネーターとして、RMBS等に関わる役割、②機関投資家として、広義のABS等に関わる業務、そして、③顧客債権流動化業務、というものがある。今日は銀行固有の業務で証券化の市場参加者にはあまり知られていない③について話したい。顧客債権流動化業務というのは、証券化商品を市場で直接売買する直接金融ではなく、間接金融的アセットファイナンスとも呼ぶべきものである。それは、銀行の顧客から相対で債権を買い取ることによって流動化を提供するものだからである。

形態としては、顧客と銀行の間にマルチセラー型SPCが入り、譲渡された債権を流動化するが、その際に銀行が果たす役割は、ノンリコースローンの提供（ABL（Asset Backed Loan））、発行CPのバックアップラインの提供（ABCP（Asset Backed Commercial Paper））などがある。

これらの場合、ABLの場合のノンリコースローン、ABCPの場合のバックアップラインでは、銀行による内部格付けを利用している。その際、オリジネーターにかかるリスクというものを、より保守的に評価していると考えることができよう。それは、相対取引であるため、オリジネーターにかかるリスクをより詳細に知ることができることから、それが可能となる。そして、すべて銀行の中で行われる業務のため、案件の最初から、審査などを経て決定に至るすべてを誰が担当し、何が行われているかが、目に見える形で行われていることが重要であると思われる。このおかげで、内部格付けを含めて、結果に対するウォッチング、内部牽制などが可能となり、問題が起こることを防いでいる。

日本の証券化市場でサブプライムのような問題が起こらなかった要因の一つとしては、証券化商品の取引に関わる格付け会社、オリジネーター、投資家、アレンジャーなど、参加者同士がお互い、顔の見える存在であること、それは前述の銀行内部でのプロセスに似て、責任ある行動、信頼できる市場活動であったことがあるのではないかと。だから、現在の厳しい状況が克服されたあと、今後わが国の証券化市場がアメリカのように大きくなる時が来るならば、この点を克服できるような、何がしかの仕組みを

工夫する必要は、あるかもしれない。

（流動化・証券化協議会では、2008年8月「証券化技術を使ったバンキング WG」を設立し、企業の資金調達にかかる証券化技術を使ったスキームの健全な体制整備を目指すべく議論を行い、パブリックコメント等意見を取りまとめることとしている。）

沢田啓子氏（ムーディーズ マネージングディレクター チーフクレジットオフィサー）

沢田氏は、司会者から、アメリカでの大量格下げの原因は何だったのか、証券化商品の格付けの手法に問題はあるのか、その見直しの可能性、そして日本の証券化商品に問題はないか、という問題提起のあと、次のような講演をされた。

RMBSに関しては、アメリカで2007年6、7月よりアクションがあり、一方日本では2008年6月ごろまでは何もなかった。その後、日本においては不動産に関連する商品で、ネガティブな動きが出始めた。ただしそのようなアクションが出たのはB a以下（いわゆるBB以下）においてであって、それについては想定範囲内ではないかと思う。

アメリカのサブプライムRMBSにおける大量の格付け変更、その原因が何か、ということについては、二つが挙げられると思う。それは①想定が正しくなかったか、②データの正確性、という二つである。

まず①について、住宅ローンという信用力の高い個人向けの分散したローンを集めたものをすぐに思い浮かべがちだが、それはプライムレベルの話である。サブプライムローンの場合は、住宅価格の上昇が前提となっており、住宅市場のマーケットバリュの動向に非常に依存していた。今後、証券化商品の格付けにおいては、通常の格付け符号に加えてVスコアというものもつけることになるが、それは格付けにおける前提条件の変動性について示すものとなる。だから2005年、2006年のサブプライムRMBSの格付けについては、この想定の変動、すなわち住宅価格の下落に関する想定が適切でなかった、ということになる。こうして過去格付けの見直しをしているのは、この想定に変更があった時だった、ということである。

次に②データの正確性であるが、RMBSの場合、ローン・バイ・ローン・モデルということで、一本ごとの属性を詳しく検討してデフォルト率を出し、量的評価を行う。そこへ入れるデータが間違っていると、答えは誤りとなり、またその場合、買戻しが原則だが、その規程やオリジネーターの記録が不備だったりした。第三者によるチェックの必要性があげられる。そのようなチェックで要件を満たさないものは、格付けしない、あるいはしてもAAAをつけない、などの事態となろう。

さらに、日本の証券化商品について、もともとAAAのものが多いこと、そしてオートローンに代表されるようにストラクチャーがシンプルなものが多いこと、その理由は日本の証券化商品のマーケットがまだまだ発展の過程にあったことが挙げられる。その途上で、アメリカで今度のような事態が発生した、と言える。

格付け手法そのものを抜本的に変更するようなことは、今のところ行われておらず、一部想定の変更はさまざまなアセットタイプにおいて現在も行われている。社内においては、クレジットポリシーの部門から、メソドロジーのチェック、モデルのチェックなどを、独立して行う、という動きを重視しており、実行している。

三井秀俊氏（日本大学准教授）

三井氏は、金融工学の研究者で、大学でも金融工学の授業を担当しておられる。司会者から、このたびの証券化商品の格付けには金融工学の手法が使われているが、金融工学そのものに問題があるのか、あるいはそれを使う方法に問題があるのか、あるいはあったのか、という問題提起のあと、次のような講演をされた。

このたびのサブプライム問題の元凶は金融工学である、あるいはその限界が露呈したのだ、という報

道やマスコミの論調が見受けられるが、それはちょっと違うのではないかと、というのが私の意見である。金融工学は financial engineering の和訳で、エンジニアリングという概念自体、飛行機や自動車、建物などの製作や操作などに使われるものである。そしてかりに飛行機や自動車が事故に遭った時、それはその使い方に問題があって、エンジニアリングそのものに事故の原因を求めることはあまりないということである。例えば飛行機が墜落したら、航空工学が問題の元凶、あるいは航空工学の限界というような表現をするだろうか。また、「金融工学」という概念も、特に統一したものがあるとは言えず、数理ファイナンス、数理統計学や確率論など、様々な手法の中で、金融に応用できるものを取りあげて、その総称を金融工学と呼んでいるのである。そのため、「金融工学を批判する」と言っても、何を批判しているのか、今ひとつ定かではないと言える。

また、こうした金融工学については、大学（学部）で理解可能なように教育することは難しく、大学院でもきちんと教育し実務に応用するレベルまで教育を行なっている大学院は多くはないと考える。証券化商品を扱う実務界でも、その担当者が金融工学を詳しく勉強したか、あるいは勉強しているかは存じ上げず、一度うかがいたいところである。同時に、工学的手法もさることながら、それを使うバックグラウンドの金融理論、さらには経済理論についても、充分な理解の下で仕事をされることも重要と考える。

金融工学の対象商品は、オプションなどを考えてみても、まず価格付け自体が複雑なもので、さらにそれを格付けしようというのと、非常に込み入ったものとなる。だから、仕組み債やデリヴァティブなどの格付けということ自体も、従来のクレジット・レーティングの手法とは異なる、別の手法でアプローチする必要がある、と考えている。

田吉禎彦氏（日本政策投資銀行 クレジットビジネスグループ 参事役）

田吉氏は「証券化商品の格付けと銀行のリスク管理上の問題」というタイトルで、講演された。講演にあたり司会者から、銀行のリスク管理と格付け、及びクレジット・レーティングと証券化商品の格付けは同じで良いか、という質問がなされた。その要約は、以下の通りである。

まず、リスクという概念について定義された。期待損失（EL、Expected Loss）というものを考えた場合、それは一見「リスク」という感じもするが、損失のメインシナリオである。むしろ非期待損失（UL、Unexpected Loss）、すなわち想定外の損失が、実はリスクであり銀行のリスク管理では重要ということである。次に、リスクの予測、すなわちバンキング勘定で各エクスポージャーの EL の計測、そしてそれらエクスポージャー間の相関等を考慮して全体の UL を計測するなど、銀行のリスク管理についてふれた。

では、銀行のリスク管理に証券化商品の格付けを利用する場合の留意点は何か、ということになる。外部の格付けを使おうとする場合、まず問題となるのは、格付け会社ごとに格付け（符号）の意味が異なることである。たとえば AAA（最上級）といっても、その意味するところが、デフォルト率（PD、Probability of Default）であったり EL であったりと、同じとは言えない。次に、証券化商品が格付けされる場合、その格付けにすでに内部の相関や分散などが反映されており、あらためて前記の UL を推定する際には、再び相関や分散を計算することになり、これはダブリになってしまうため、企業の格付と同様の方法では使えないと思われる。ちなみに、Basel II の規程ではこれがすでに考慮されている。すなわち、内部格付け手法における SF（Supervisory Formula、指定関数）方式（原資産にまで立ち入るため煩雑）、RBA（Ratings Based Approach）ではこの問題は考慮されて、リスクウェイトに反映されている。

では、Basel II のやり方があるのだから、みんなこれに従えば良いではないかと、考える向きもあるかもしれないが、それでよいのであろうか。Basel II はあくまで規制であって、全世界での汎用性を考えてある程度精密さが犠牲になっているのである。検討の経緯上、銀行の内部モデルを前提としてはおらず、場合によっては格付けが 1 ノッチ違くとリスクウェイトが 200 変わるというケースもあり、リ

スク管理上は扱いが非常にむずかしいものとなる。では、実際に証券化商品のU/Lを計測するにはどうしたらいいのか。結局は証券化エクスポージャーの「原資産」まで戻り、そのELを計測した上で、その他のエクスポージャーの間の、相関・分散を考えなくてはならないのではないかと、つまり、外部の格付けは全く使えないのかと言う議論になる。

私見であるが、オートローンとかクレジットカードのような十分に分散しているものであれば、格付けそのものは使わないとしても、データを活用し、全体として見ることはできるのではないかと（大数の法則によるトップダウンアプローチ）。一方、それほど分散していないものは難しい。たとえばCDOの場合、AAAなどのシニアについては安全だということで割り切って構わないかもしれない。また最劣後の保有者については、原資産の中身を知ることができるかもしれない。とすると、残ったメザニンが難しい。

なお、これが売買目的であれば、トレーディング勘定で保有して、価格変動リスク（VaR, Value at Risk）を計測して対応するという考えられるが、流動性が低いものは、やはり難しく、まさしく、今回のサブプライム問題のように価格が信頼できないとなるとどうするのかという問題に繋がる。

<簡単な答え>

5人のパネラーが簡単な講演をしたあと、三井氏の質問に対する簡単な答えを行った。それは次のとおりである。

オリックス・田坂氏は、証券化商品の組成・販売部門のメンバーの採用に際して、金融工学専攻を必須条件としていないが、オリックスグループの他の部門にはその専門教育を受けた博士課程出身者がおり、必要に応じて彼らにアドバイスを求めることができる体制になっている、と話された。オリックスの証券化商品の組成・販売部門では、むしろリーガル・エンジニアリング分野で活躍できる人材の採用に力点を置いている。

三井住友銀行・石原氏によれば、証券化商品を取り扱うことになる直前から、理系の人材を大量採用し、8割程度が理系であった。その後、その世代がマネジメント層となり、一方その後リーガル系の人たちが入ってくるようになって現在に至っているとのことである。また、このような複雑な業務を行う場合には、人材を徹底的に投入し、落ち着いてきたら、今度はまた他の部門へと人材を移動することになる。いずれにしても、前提として、銀行業務とは何かを現場で十分に学び、身に付けて、それからそのような複雑な業務を行う、ということが原則であるとのことである。

<報告の終わりに>

各報告者が熱心に報告された結果、予定の時間があっという間に過ぎてしまい、フロアーの参加者からの質問を受けての質疑応答という、当初の計画を行う時間が、まったくなくなってしまった。とは言っても、三井氏による問題提起に対する一定の回答は明らかにされたし、『証券化商品と格付け』というテーマにおける問題に対する答えは、明らかにされたと思われる。とりわけ、椎名氏、江川氏、北原氏という、証券化商品に深く関わる、全く異なった立場の代表的な方々から、個人的な考えとはいえ、それぞれのご意見をうかがった結果、サブプライムローンの問題が、やはりアメリカで、独自の事情（状況）で発生したものと思われること、そしてそれは、まだ長いとはいえない、証券化商品市場とその格付けの歴史の中で、初めて起こったものであることが認識されたと考えることができるであろう。一方、同じ事態はわが国では起こっておらず、その理由のひとつが、これまたわが国固有の市場・経済風土による、慎重な制度運用によるものと考えられることも指摘されている。日本人が、たとえばアメリカ人にくらべてよりリスク回避の度合いが高いのではないかと説があり、その当否はまた別の話としても、このたびのサブプライムローンの問題に端を発してアメリカで起こった騒動と同じものが、わが国で発生しなかったことは、良かったと言えるであろうし、海外の制度をわが国へ導入する際には、やはり慎重な姿勢も望ましいことを、図らずも示すことになったと考えることができる。

現今の不況・経済危機の中では、わが国の証券化商品市場関係者や格付け会社の頑張りだけでは事態を好転させることはむずかしいが、景気が回復して、再び証券化商品や格付け会社が本来の機能を正當に果たす必要のある時が来たときに備えて、このたびのサブプライムローンの問題を正しく認識し、有効に生かせるように準備しておく必要がある。

ところで、ご多忙な中、関心の高いテーマについてご講演をいただいたシンポジウムスピーカーの皆様には、あらためて、心から御礼申し上げます。また、当日多数御来場いただいた、参加者の皆様にも、この場をお借りして御礼申し上げます。この報告は、発表者の皆様の、監修の下でまとめさせていただきましたが、その内容に関する責任は、主催者側にあります。また、様々な事情で、この要約の掲載が遅れたことを、ここにお詫びします。

(文責：小山 明宏)