

## 住宅ローンの証券化と関係者の法的責任に関する比較法的研究 ～格付機関の責任を中心に

成城大学法学部教授 山田剛志

(要約)

2006年末アメリカでは、住宅ローン残高はおよそ10兆ドルといわれていた。このうち約14%がいわゆるサブプライムローンであった。サブプライムローン問題で投資家が判断を誤った背景には、証券化商品に実態以上の高い格付けが付されていたからである。格付け機関が実態より高い格付けを付けた理由として、1)証券化商品の格付けビジネスにはもともと利益相反問題が存在する、2)格付けモデルの妥当性に関し適切な検証またはディスクロージャーがなされていなかった、3)投資家が格付けとは民間企業の評価であるという事実をよく認識していなかったことが理由として挙げられる。

その後世界各国で格付会社を規制する検討がなされ、同時に証券監督者国際機構(以下IOSCOとする)は、格付会社の自主ルールに盛り込むべき「信用格付機関の基本的行動規範」を2008年に改訂した。一方アメリカでは、2007年より格付会社の登録制を開始し、その後SEC規則を改定して格付会社に対する規制強化を図っている。また2010年7月に成立した金融規制改革法(以下ドッド・フランク法という)では、931条以下で規制が大幅に強化された。他方欧州では、欧州委員会が2009年4月に「格付会社に関する欧州議会および理事会規則」を制定し、規制強化が図られた。

その上で、本稿では、住宅ローンの証券化問題をそのスキーム全体の鍵は、格付会社の格付にあるという認識に基づき、格付会社への規制を中心に検討する。今回の世界各国の改正により、格付会社に対する不信は払拭されるか、問題は全て解決されたのかについて、主にアメリカの法制を参照しながら、検討した。

ドッド・フランク法は、格付の元となる情報へのアクセスについて、あらゆる連邦機関に当該権限が妥当か、検証することを義務づけている。つまり信用格付機関はこれまで「言論の自由」の下で遵守されてきたが、元々は収益を上げることが目的の株式会社であり、証券アナリスト、監査人、投資銀行と同様の民事責任を負い、監督を受けて当然である、というのがアメリカ政府の基本的姿勢ではなかろうか。証券化商品への格付低下が金融危機の引き金になったのは事実であり、責任も負わせるべきだという主張である。しかも、これは単に議会が政治的態度を表明したというだけでなく、格付が誤っていたことを理由に行政処分を下せるように読める条文や、信用格付機関がrule10b-5の責任を負うことを前提として、責任追及を容易にする条文が置かれているように見える。上記の通り、格付会社の規制に関しては、従来アメリカの規制は欧州やIOSCOより緩やかという印象があったが、ドッド・フランク法によりその姿勢が大幅に変更され、規制が強化されたといえる。今後わが国の法制度において、ドッド・フランク法による規制強化がさらなる影響を与えるのか、注目される。