

University Academic Repository

欧州における証券化商品市場への期待：high-quality
を考える

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2015-10-09 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 森谷, 智子 メールアドレス: 所属:
URL	https://kaetsu.repo.nii.ac.jp/records/327

研究論文

欧州における証券化商品市場への期待 ～ high-quality を考える ～

Expectations of Securitized Products Market in Europe:
What is the high-quality?

森 谷 智 子
Tomoko MORIYA

<要約>

ここ最近、欧州における証券化商品市場の環境に明るい兆しが見えつつある。その背景には、European Central Bank（欧州中央銀行）などが中心となり、証券化商品市場を再活性化させる動きを強めていることがあげられる。その一方、欧州における証券化商品市場の再活性化は、限定的な国々に留まるのではないかという意見もある。そのような環境の中、なぜ欧州の中央銀行などは、証券化商品の組成に対して積極的に後押しすることができるのであろうか。そこには、欧州で組成された証券化商品は、デフォルト率が非常に低いということが要因になっていると考えられる。このような結果により、欧州の中央銀行は、強気の姿勢で復活を後押しすることができるのであろう。さらに今日では、欧州において high-quality securitisation が注目されつつある。しかしながら、high-quality についての定義や基準は明らかにされていない。それどころか、qualifying（適格な）securitisation という用語に姿を変えつつある。本稿では、欧州における証券化商品市場の現状について概観するとともに、その再活性化の可能性について検討している。その際、再活性化の支援を促すであろう high-quality securitisation について qualifying securitisation を参考に検証する。そのうえで、欧州の証券化商品市場の再活性化への期待について論じている。

<キーワード>

high-quality securitisation, qualifying（適格な）securitisation, PCS（Prime Collateralised Securities, 優良証券化商品）、デフォルト率、securitisation governance

I はじめに

昨今の金融危機により、証券化商品市場における機能の低迷、そしてその発行額も低下していることは周知の通りである¹⁾。このような環境のなか、欧州における証券化商品市場の環境に明るい兆しが見えつつある。その背景には、**European Central Bank** などが中心となり、証券化商品市場の再活性化への動きを強めていることがあげられる。さらに、機関投資家による証券化商品への投資を促すことを念頭に市場の活性化を狙っていることも影響している。また、**The European Commission** (欧州委員会) および **European Insurance and Occupational Pensions Authority** (欧州保険・企業年金監督局) も、証券化商品市場を再活性化させる提案に賛同している²⁾。その一方、欧州における再活性化は、イギリス、オランダ、アイルランド、スペインといった限定的な国々に留まるのではないかという意見もある³⁾。

さらに、欧州諸国における証券化商品の発行状況について見ると、**Dubel (2014)** が主張するように、限定された国々でしか、その取り組みが見られない。では、なぜ欧州の中央銀行などは、証券化商品の組成に対して積極的に後押しを実行することができるのか。サブプライム問題の表面化時期、それに続くグローバルな金融危機の間、欧州で組成された証券化商品は、デフォルト率が低いということについて好評価を有していることが大きな要因になっているものと考えられる⁴⁾。そこで、**S&P** による 2007 年半ばから 2010 年第 4 四半期のデフォルト率に関するデータを見ると、**ABS (Asset Backed Security, 資産担保証券)** が 0.16%、**RMBS (residential mortgage-backed security, 住宅ローン担保証券)** が 0.07%、**CMBS (Commercial Mortgage Backed Security, 商業用不動産担保証券)** が 2.74%、**Structured Credit** (シンセティック CDO 型など) が 2.86%、欧州全体のデフォルト率の平均は 0.95%と報告されている⁵⁾。他方、米国全体のデフォルト率は 7.71%である。米国の数値は、欧州のデータと比較すると非常に高いデフォルト率であることが理解できる。このような結果が、**European Central Bank** を積極的に再活性化を促す方向へと導いているのではないかと考えられる。その一方、欧州のデフォルト率に対して、異常な数値が単に出なかったのではないかという皮肉とも思われるような意見もある。

さらに今日では、欧州において **high-quality securitisation** が注目されつつあるものの、**high-quality** についての定義や基準は明らかにされていないのが現状である⁶⁾。実際に、**high-quality** を定義付けること自体が困難であるという事情もある。そこで、証券化商品を「良いもの」と「悪いもの」とに区別するために台頭した **qualifying** (適格な) **securitisation** という用語により、証券化商品の裏付けとなる資産の質について論じられるようになっていく。本稿では、欧州における証券化商品市場の現状について概観するとともに、その再活性化の可能性について検討している。その際、その支援を促すであろう **high-quality securitisation** について、**qualifying securitisation** を参考に検証している。そのうえで、欧州における証券化商品市場の再活性化への期待について論じていく。

II 欧州において証券化商品市場は回帰するのか

1. 欧州における証券化商品市場の発行状況

証券化は、従来、金融機関の長期的な資金調達における重要な手段として活用されてきた。このような証券化の仕組みは複雑であり、その商品の価格付けそしてリスクを見積もることは困難なことであると論じられていた⁷⁾。しかしながら、金融機関が証券化を組成することにより、新たな資金調達手段だけではなく、オフバランス化によるバランス・シートの改善、つまり資産のスリム化を実現してきたことを受け、証券化は財務的な意義を有していると評価され続けてきた。さらに、金融機関にとっての証券化は、幅広い投資家層にクレジットリスクを分散することができるという恩恵を被ってきたのも事実である。他方、投資家は、信用補完の一つである優先劣後構造が用いられている債券が発行されてきたことから、ポートフォリオ構築の最適化をも実現してきた。もちろん、機関投資家は、国債のような低リスク債券への投資を要求している。この要請に応えるために、シニア債、メザニン債、劣後債というようにリスクの異なる債券が発行される証券化商品の組成が促進されることになった。このように証券化商品は、発行体である金融機関と投資家の双方に恩恵を与えてきた。

しかしながら、米国発 2007 年 2 月のサブプライム問題の表面化、2008 年～2009 年の金融危機の影響を受け、米国ばかりではなく、欧州や日本における証券化商品の発行額は低迷することになった。これが契機となり、証券化商品という用語すら耳にすることもなくなっていった。さらに米国では、この金融危機の煽りを受け、失業率が上昇するとともに、学生ローンの延滞率をも拡大したことを受け、サブプライム問題と同等の道を歩むのではないかと懸念された⁸⁾。このような状況そして証券化そのものの定義から、米国のサブプライム住宅ローンの証券化商品を考慮すると、組成された全ての商品が健全なものではなかったのではないかと批判の対象につながった。このように批判が集中するなか、近年、米国における証券化商品の発行額に増加が見られるようになった。特に、小口融資である自動車ローンやクレジットローンを裏付けとした証券化商品の発行額が顕著な伸びを示している⁹⁾。この状況から、金融危機以前のピーク時には達していないが、僅かながらも回復する傾向が見られる。

他方、欧州における証券化商品市場の発行額は低迷の一途を辿っている（表 1 参照）。もちろん、米国と同様に、自動車ローンを裏付けとした証券化商品の発行額は拡大しているものの、金融危機以前のような積極的な組成活動が見られない。しかしながら、各国の発行額の推移を見ると、オランダ、スペイン、イギリスでは小規模であるが継続的に発行されている。各国の特徴によって裏付け資産は異なるものの、組成された証券化商品のなかでも RMBS の発行が大きな割合を占めている（表 2 参照）。発行額だけを見るのであれば、欧州の証券化商品市場を支えているのは RMBS であると言えよう。証券化商品の発行残高も、今回の金融危機以降、減少しているものの、RMBS に関しては一定の規模を維持している。特に、オランダ、イギリス、イタリアにおける RMBS の組成は少なからず継続されている（図 1 参照）。

表 1 欧州における証券化商品の発行額の推移

単位：10 億ユーロ

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgium	34.9	27.4	14.1	19.0	15.4	2.0
Denmark			1.5		0.0	0.8
France	14.1	6.9	9.0	16.4	14.9	9.9
Germany	110.6	18.4	13.4	12.9	10.0	22.6
Greece	13.5	22.5	1.0	6.4	2.0	0.0
Ireland	36.0	25.1	6.6		1.2	1.0
Italy	94.8	69.2	16.0	48.1	58.4	27.4
Netherlands	75.7	44.2	137.6	85.6	48.7	38.7
Portugal	14.5	10.5	16.9	9.9	1.4	3.3
Spain	103.4	64.9	54.9	61.7	18.6	27.5
UK	256.4	88.7	101.5	99.5	76.5	33.5
PanEurope	12.4	20.3	2.6	3.0	0.4	9.1
Other Europe	12.9	1.8	1.6	3.4	3.0	4.7
Multinational	39.4	23.7	0.7	6.0	0.5	0.4
European Total	818.6	423.6	377.4	372.0	251.0	180.8
US Total	933.6	1,358.9	1,276.7	1,013.7	1,550.2	1,511.8
retention(%)	87%	94%	76%	66%	58%	71%

(出所) AFME ホームページ (<http://www.afme.eu/Documents/Statistics-and-Reports.aspx>, 2014 年 8 月 8 日アクセス) により作成。

表 2 欧州における裏付け資産別の残高の推移

単位：10 億ユーロ

	2009	2010	2011	2012	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
ABS	225.1	191.0	194.7	197.7	195.6	201.2	190.8	201.3	190.4
CDO	264.0	226.5	180.0	161.9	150.9	144.8	137.8	132.6	126.4
CMBS	161.4	154.5	134.5	117.3	115.3	113.2	102.0	100.7	95.9
RMBS	1,373.2	1,303.0	1,199.5	979.1	941.6	915.7	904.5	862.8	834.5
SME	166.7	175.2	179.6	156.9	148.4	131.7	125.8	116.1	108.2
WBS/PFI	67.2	70.8	67.6	70.0	71.1	72.3	71.3	72.8	73.4

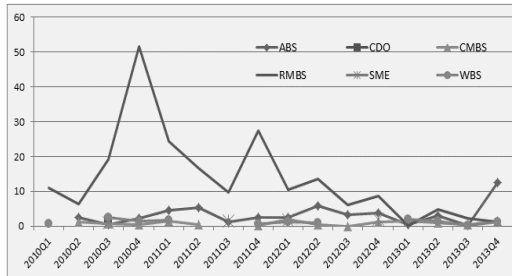
(出所) 表 1 と同じ。

神山 (2014) によると、証券化商品市場に関しては、イギリスが最大市場であり、家計の負債比率が高いオランダ、イタリアがそれに続いていると述べている¹⁰⁾。その証として、家計の負債として代表的な自動車ローン債権、クレジットカード債権などを裏付けとする ABS が、3 カ国間で定期的に組成され続けている。以上から、個人向けローンを裏付けとする証券化商品の発行額が主流になっている。また、家計の負債比率が高い国では、完済の可能性が高い小口融資だからこそ、さらには個人向けローンと企業向けローンを比較すると、個人

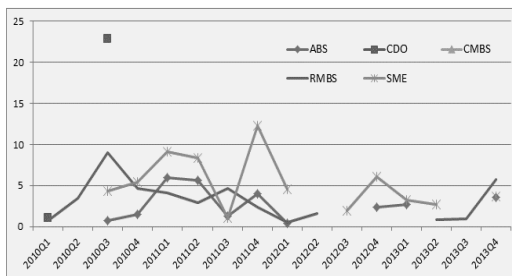
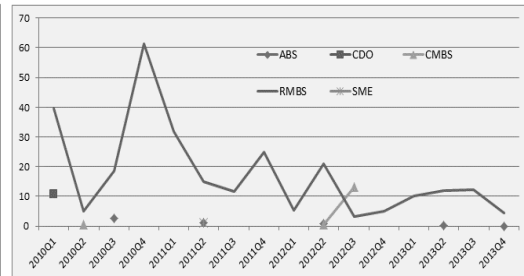
図1 各国における裏付け資産別の証券化商品発行額の推移

単位：10 億ユーロ

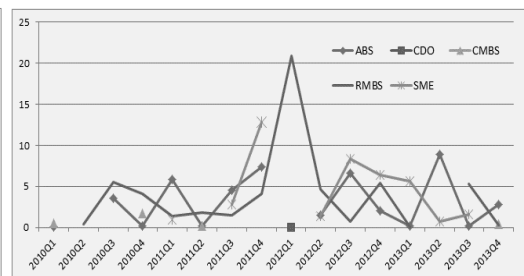
① イギリス



② オランダ



③ スペイン



④ イタリア

(出所) 表1と同じ。

(注) ABSには、自動車ローン、クレジットカード、リース、売掛金などの裏付けとしたものが含まれている。CDOとは、社債や貸付債権などを一つにプールし発行された債券である。WBS (Whole Business Securitisation, 事業の証券化) は、事業で生み出されるキャッシュフローを裏付けに発行された債券である。

の信用力の方が高いからこそ金融機関はそれらの債権を裏付け資産として証券化商品が組成されやすい環境にあると言える。続いて、スペインやイタリアではSME (Small and Medium Enterprise, 中小企業) の貸付債権を裏付けとした証券化商品の組成が他国よりも顕著な動きを示している。繊維産業の中小企業が多数存在している諸国における金融機関は、SMEのための証券化商品の組成が積極的であるものと推測される。このように限定的な諸国であり少額であるものの、証券化商品の発行が見られる。また、2014年11月25日に東京で開催されたEUROPLACEでのセッション「The French Real Estate Market and long-term funding」によると、新たな銀行規制によりフランスにおける証券化商品市場の回帰が見られるようになっていと紹介されている¹¹⁾。

そもそも欧州では、1980年代後半以降、証券化商品の発行額が拡大した。Salomon BrothersやBear Stearnsのような投資銀行はロンドンを拠点として創設されたが、証券化を進めるうえで、米国と同様の法的措置を導入した¹²⁾。さらに、証券化商品の発行の妨げになるような法制、税制、証券規制の一部を排除することにより、自国に見合う市場を創設した。

Blommestein, Keskinkerc and Lucas (2014) によると、欧州における証券化は、合理的な資金調達手段に過ぎず、米国の金融機関が組成目的としてあげている鞘取引手段とは相違していると論じている¹³⁾。それに加え、欧州の規制や引受業務の基準は非常に健全なものであると主張している。その一方で、欧州における証券化商品市場は、それほどサブプライム危機による影響を示すようなデフォルト率の数値が異常でなかったという見解もある。米国の金融機関は、証券化を株主価値経営の実現、いわゆる利益率向上のための手段として活用してきた。それに対し、欧州の活用状況を見ると、金融機関の純粹かつ有効的な資金調達の源泉であったことから、米国とは異なる健全な証券化商品が組成されてきたことを物語っているのではないかと推測される。

その証拠として、2008 年～2009 年のグローバルな金融危機の間、欧州の証券化商品は、デフォルト率が低いという健全な業績を残している¹⁴⁾。これに関して冒頭でも紹介したように、いくつかの実証研究では欧州の証券化商品のデフォルト率が低かったことが明らかになっている。たとえば、Perraudin (2014) の実証研究によると、RMBS、消費者向けローン ABS、クレジットカード ABS、SME CLOs (Collateralized Loan Obligations, 貸付債権の証券化) のデフォルト率は、2007 年～2013 年の間、0.10%、0.13%、0.00%、そして 0.41%であったことが報告されている¹⁵⁾。なぜ、このような結果を残すことができたのか。欧州市場のクレジット・パフォーマンスの好業績は、以下の恩恵を受けていると紹介されている¹⁶⁾。もともと欧州における証券化商品市場は、オリジネート、サービス、そしてリスクの大半を引き受けているレギュレーテッド・バンクによって一元的に組成されている。他方、米国市場では、リスクを第三者に移転する OTD (Originate-to-Distribute) ビジネスモデルが普及していた。このことが証券化を促すとともに、デフォルト率の拡大をも招くことになった。このことは、サブプライム問題の要因を探るうえで、筆者も検討してきた事項である。この OTD モデルにより、金融機関は企業に融資を実行したとしても、その後のリスクを回避することができるため、モニタリングの必要性もなくなることから、融資実行時点で既に貸付債権の質の悪化が始まっていた。この OTD モデルが、サブプライム層への融資の拡大をもたらした最大な要因になっていることは周知の通りである¹⁷⁾。以上から、欧米におけるデフォルト率の差は、組成目的、プロセス、モデルなどによって生じたものであると推測される。

2. 証券化商品市場は回帰するのか～金融機関と投資家が鍵を握る～

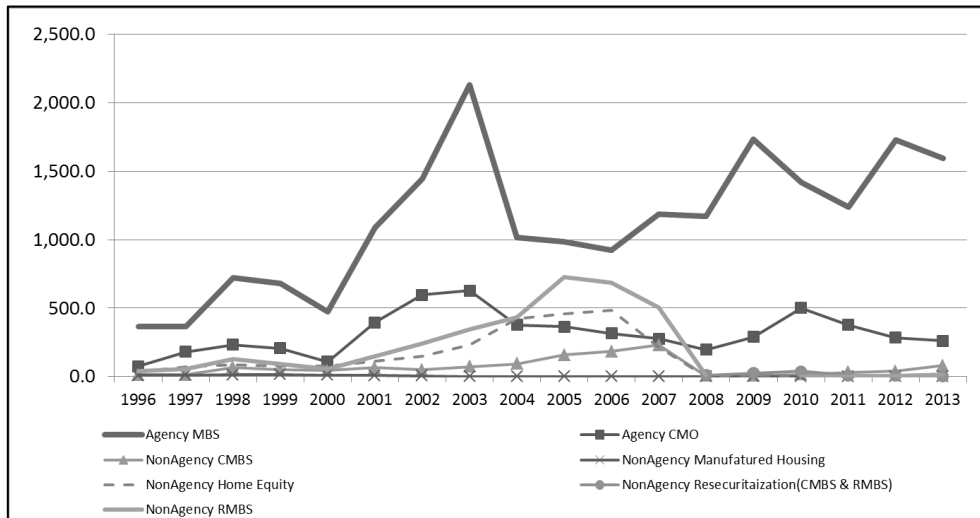
① 米国：政府保証が付与された証券化商品の発行が拡大

前述の通り、欧州では証券化商品における発行額の著しい拡大は見られないものの、米国では、徐々に拡大傾向が現れている。特に、米国における MBS の組成については、政府保証が付与された資産を裏付けにしたものが大半を占めている (図 2 参照)¹⁸⁾。また、発行額の増大を受けて証券化商品の残高も拡大している (図 3 参照)。図 2 を見て理解できるように、

民間機関によって発行される証券化商品が低迷する一方、公的機関が発行する証券化商品が拡大している。

図2 米国における発行体別証券化商品市場の発行額

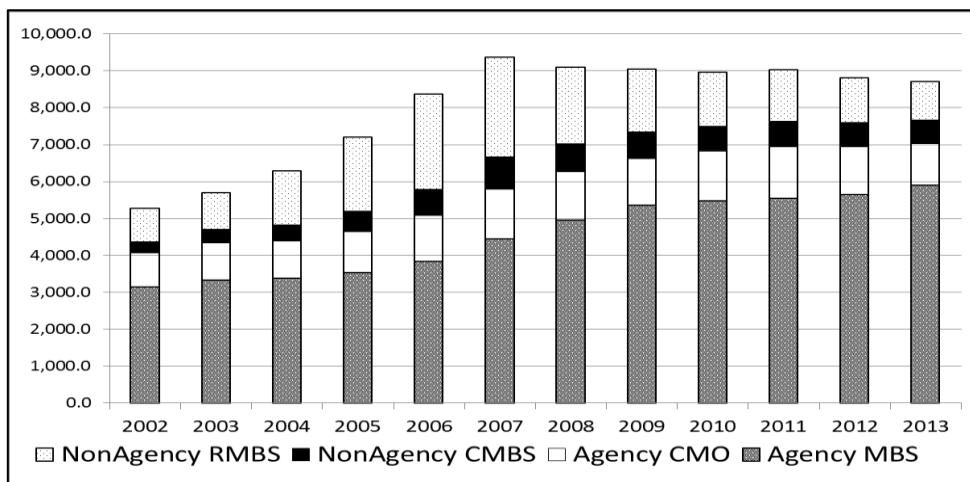
単位：10 億ユーロ



(出所) SIFMA ホームページ (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, 2014 年 8 月 15 日アクセス) により作成。

図3 米国における発行体別証券化商品市場の残高額

単位：10 億ユーロ



(出所) 図2 と同じ。

従来、投資家の証券化商品への投資意欲の高まりにより、証券化商品は組成されてきた。すなわち、投資する投資家が存在しなければ、証券化商品は発行されないということを意味している。このことを加味すると、投資家はリスクを少しでも回避するために、安全性が高い政府保証が付与された証券化商品への投資に積極的になっているものと考えられる。さらに金融危機以降、投資家は、証券化商品への規制および適正評価に関する高まる要求について不確実性の負担を背負うことになった¹⁹⁾。不確実性が存在する限り、リスクを最小限に留めようという姿勢が強まるものと推測される。このような姿勢から、投資家は、現在、低リスクの裏付け資産による証券化商品の組成、そしてそのプールの中身に関する透明性を向上することを要求している²⁰⁾。また、金融機関は、証券化商品市場における伝統的な投資家でもあった。もちろん、投資家サイドの強い要請だけで証券化商品の組成を活性化できるものではない。これを組成する金融機関の意欲も重要である。

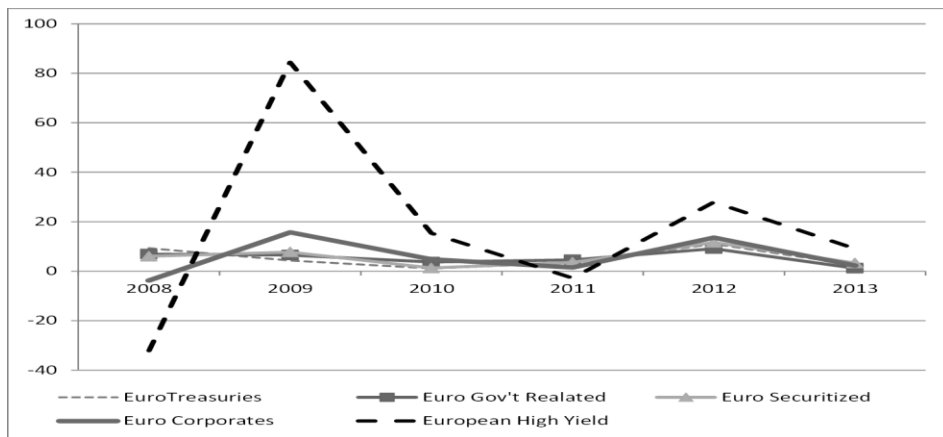
しかしながら、この組成を消極的にさせるような金融機関への規制もある。たとえば、金融機関はバーゼルⅢを受けて、資本や規制に見合う資産の見直しやレバレッジの圧縮に迫られることになったのは記憶に新しい²¹⁾。このような環境から、金融機関は、規制をクリアするには証券化商品への投資や保有に対する余力がないことを意味している。加えて、投資家として大きな存在である保険会社の保険の支払い能力を示すソルベンシー・マージンⅡを構成する資本要求を考慮すると、当初、機関投資家による投資への需要が低迷することにもつながるであろうと懸念されていた²²⁾。

② 欧州：回帰する姿を見せるマーケット

投資家や金融機関が抱える問題から、欧州における証券化商品への組成および投資について消極的な態度を示すようになるのではないかと推測されるが、その需要は徐々に回帰しつつある。その理由として、社債のスプレッドの縮小、ハイイールド資産を見直す投資家、つまりリスク選好度を高めている投資家の拡大があげられる²³⁾。もちろん、高格付けが付与された証券化商品にも焦点が充てられている。そこで、債券市場における金融商品のアニュアル・リターンについて見る（図4参照）。金融危機直後、High-Yieldの債券を除いて、国債などの政府関連債のリターンが高かったが、2011年～2012年には、社債や証券化商品のリターンが上昇することになった。続く、2013年の実績では、全体的にリターンは低下したが、証券化商品が社債のリターンを上回ることになった。このような状況を受け、投資家の証券化商品に対する投資姿勢が変化したのではないかと推測できる。

図 4 欧州における債券のアニュアル・リターン

単位：％



(出所) ALLIANCE BERNSTEIN ホームページ (https://www.alliancebernstein.com/Microsites/Fixed-Income/EMEA/Content/fundPDFs/EIP_ProductFlyer.pdf?uuid=09c755f6-9d6f-11e3-ba76-3466274ef384, 2014 年 8 月 10 日アクセス) により作成。

Nawas and Yeoh (2010) によると、投資家の 65%は、今回の金融危機は、クレジット（信用）危機によって生じたものと論じている²⁴⁾。その一方、投資の損失は、クレジット（信用）の損傷というより、サブプライムローンが組み込まれた証券化商品の価格が付けられなくなり、セカンダリーマーケットで売買することができなくなったことが危機の原因であるという意見も、今や受け入れられるようになってきていると紹介している。最近では、今回の金融危機の根源となり批判されてきた CDOs（Collateralized Debt Obligations, 合成債務証券）について、もしくは米国のサブプライム取引による汚名（傷）に関して修復することが求められるようになってきている。

さらに Nawas and Yeoh (2010) は、「トリプル A が付与された欧州の証券化商品への投資意欲は永久的に低下する」という意見に不賛成な投資家の 57%は、トリプル A が付与されたセグメントにおいて、再度、投資家は証券化商品市場に傾き始めていると論じている。このような期待から、投資家による証券化商品への投資意欲が高まっているものと推測される²⁵⁾。また、投資家は、欧州の ABS 市場において米国のような TALF（Term Asset Backed Securities Loan Facility, ターム物資産担保証券貸付制度）を必要としていないことを強調している。金融危機以降、投資家は、投資に関する意思決定の際、彼ら独自の金融商品の信用力を査定する力が必要であるという認識が高まっていると主張されている。この趨勢から、欧州における投資家は、CDO の悪質な組成が教訓となり、裏付けとなる資産の質に慎重になっていると考えられる。この状況を直接受けていないものの、欧州では、high-quality を念頭においた証券化商品が注目されている。そこで次章では、high-quality とは何かについて検討する。

Ⅲ High-quality の証券化商品とは何か

1. High-quality とは何か

Bank of England および European Central Bank などを中心となり、証券化商品を積極的に組成するための施策が検討されている。また、欧州では、証券化商品の裏付け資産に対する質の向上についての議論が繰り返されている。特に、‘high-quality securitisation’ が注目されている。しかしながら今日、この語句だけが先行しているかのように思われる。その証拠として、未だ high-quality securitisation に関する明確かつ共通の定義は発表されていないのが現状である²⁶⁾。Bank of England および European Central Bank では、明確な定義ではないものの、この high-quality securitisation を予測可能なパフォーマンスを有する裏付け資産で組成された証券化商品として位置付けている²⁷⁾。また、Afme (2014a) によると、high-quality securitisation とは、パフォーマンスが良く、裏付け資産のデフォルト率が低いもので組成されていると述べている²⁸⁾。

このように語句だけが先行していくなか、規制当局もまた、証券化商品市場を復活させるために、high-quality についての関心を高めている。これを受け、European Banking Authority は、European Commission に、この概念に関する研究および助言を求めている。他方、2012年、Afme (Association for Financial Markets) は、European Financial Services Round Table とともに PCS (Prime Collateralised Securities, 優良証券化商品) 構想を立ち上げた²⁹⁾。その際、Afme によるレポートでは、この構想について品質、透明性、簡素化、標準化の観点からベストプラクティスに見合う high-quality securitisation のレベルを確立する非営利プロジェクトであることを謳っていた³⁰⁾。つまり、PCS が high-quality securitisation の前身になっているのではないかと考えられる³¹⁾。

前節で述べたように、欧州ではサブプライム問題から金融危機の間、証券化商品のデフォルト率が低かったことが明らかにされている。このことを考慮すると、欧州における証券化商品の裏付け資産は、従来から high-quality であったものと確信できる。European Central Bank によると、high-quality の資産 (41 兆ユーロ) についてグローバル的な供給量も多く、さらに担保として可能なものを数値的に見ても相対的に大規模であると紹介している (31 兆ユーロ)³²⁾。このように、high-quality に分類される巨額な資産の存在をアピールすることにより、証券化商品市場の再活性化に貢献するであろうと思われる。そのためにも、European Central Bank は、規制の改正、そして従来の取引構造の立て直しに期待を寄せている。

さらに、2014 年 7 月に開催された EUROPLACE のセッションでも「担保の質」に関して議論されていた³³⁾。その中で紹介された証券化商品に関わる永続的な枠組みについて見ると、第 1 に 2011 年以降、格付けについては AA (セカンドベストレーティング) の要求、第 2 にローンレベルに関する十分な情報公開の提案を推進している。つまり、高格付けの金融商品の組成を要求しているということから、裏付け資産の質の向上と維持を狙っているものと考え

えられる³⁴⁾。さらに、裏付け資産に関する情報の提供を促進させようとしていることから、投資家への信頼を取り戻そうとしている。サブプライム問題では、再証券化したことにより、プールの中身が不透明になり、投資家がどの程度のリスクを抱えることになったのかも不明確になった。このことを受け、裏付け資産における質の情報についての公開に積極的な動きを見せている。

また、2013 年 1 月以降、ABS の裏付けとなるローンに関する透明性を高める一つの施策として、NCBs (National Central Banks, 各国の中央銀行)、European Central Bank そして ABS に関わる全ての当事者 (投資家、格付機関、アレンジャー) によって活用されているデータベース (The European DataWarehouse) の台頭が注目された。今日、これらのデータベースが契機となり投資家による信頼性が高まったことを受け、証券化商品市場が回帰したのは、透明性の向上が関与していることを強調している。

このように、欧州では証券化商品市場の機能を回帰させるために、中央銀行が中心となり様々な施策が紹介されている。また、high-quality securitisation 単独の市場構築も検討されている。欧州でのインタビューでは、この市場構築の意義として high-quality に該当しない証券化商品とを差別化させることにより、流動性が実現させることができると主張している。但し、欧州における証券化商品の大半は、high-quality に分類されるであろうという意見もある。そこで、米国における CDO のセカンダリーマーケットを見ると、シニア債については、マーケットの機能が発揮され、劣後債の部分は売買が成立しない状態が続いていた。このような米国の現状から、欧州において high-quality securitisation の商品に限定されたセカンダリーマーケットを創設することにより、流動性が高い市場を作り上げることが可能になるであろう。もちろん、裏付け資産の質を考慮しながらの証券化商品の組成については、市場そのものの発展に貢献することは確かなことである。しかしながら、裏付け資産の透明性などを実現するために、単にデータの公開だけで良いのであろうかと疑問を抱く。また、データの公開だけで裏付け資産の質の向上、維持を促すことができるのであろうかと懸念される。そのため、high-quality securitisation に関する認識を高めるためには、どのような施策が必要であるのかについて検討する必要がある。その一つの施策として、high-quality 自体の定義や基準が要求される。つまり、「良い証券化商品」と「悪い証券化商品」とを明確にする基準が必要となる。そのうえで、金融機関の融資行動についても慎重になることにより、high-quality の維持が可能になるものと期待できる。そこで次節では、そのための施策について検討する。

2. High-quality を見極めるための基準

① High-quality の基準：新たな “qualifying (適格な) securitization” とは何か

ここ最近の Bank of England および European Central Bank Staff (2014) が発表した共同ディスカッションペーパーの中では、高品質について “high-quality securitisation” から “qualifying

securitisation”という語句により説明されるようになってきている³⁵⁾。“Qualifying securitisation”という用語には、できる限り中立的なものを連想させるべき要素が含まれていると論じられている。この中立的な点を踏まえると、中央銀行が活用している“qualifying securitisation”の方が、“high-quality securitisation”よりも好ましい語句として認識されている³⁶⁾。また high-quality そのものの基準を明確にすることが非常に困難であることが、その背景に隠されているものと考えられる。

さらに、この共同ディスカッションペーパーでは“qualifying securitisation”を他の証券化商品と識別するために、その性質について賛同できるハイレベルと呼べる原則（Box3 Principales of a ‘qualifying securitisation’）について紹介している。この原則により、適格な（qualifying）証券化商品の組成を実現することができる。また、Afme および European Financial Services Round Table によって 2009 年から 2012 年に手掛けた PCS を発展させるための共同作業の目的や成果は、この原則に沿ったものであると考えられている³⁷⁾。

この“qualifying securitisation”とは、シンプルかつ健全な仕組みにより組成され、透明性が高く、投資家自身が自信を持ってリスクの評価ができるものであると位置付けられている³⁸⁾。このような証券化商品であるならば、流動性を高めることができるものと期待されている。そこで、この原則のいくつかについて概観する³⁹⁾。たとえばパラグラフ 128 では、裏付け資産について述べている。対象資産として、第 1 に金銭債権もしくは同等の請求権を有していること、第 2 に金利の上限（キャップ）や下限（フロアー）を設けても良いが、複雑かつ特殊な条件を付加したデリバティブ商品を組み込んで서는ならないことを提案している。そしてパラグラフ 129 では、裏付け資産のパフォーマンスの履歴について論じている。ここでは、貸付債権などの損失に関するパフォーマンスについての情報公開を提案している。たとえば、証券化商品の裏付け資産と類似する金銭債権について返済に至る期間までの情報を入手することが望ましいことを強調している。続いてパラグラフ 130 では、証券化商品の裏付け資産の債務者は債務不履行が生じた場合には返済責任を負うこととし、さらにデリバティブに関連した請求権には依拠してはならないことをも提案している。この案について、江川（2014b）は「シンセティック型の証券化を排除しようとしている⁴⁰⁾」と説明している。この原則に対して Afme のメンバーの多くが、なぜ、シンセティック型の証券化商品が“qualifying securitization”のカテゴリーから排除されるのかについての理由が理解できないと主張している⁴¹⁾。

続いて、パラグラフ 132 では、ローンの支払いが延滞している債務者は含まれず、回収から得られるキャッシュフローにより元本の返済が行われるべきであると述べている。また、元利金の支払いに対して、将来の借り換えや資産売却に依拠してはならないこともつけ加えている。このような提案内容から、江川（2014b）は「列挙されている要件案を踏まえると、“qualifying”とされる証券化商品の裏付け資産は、住宅ローンやクレジットカード債権などの多数の消費者に対する債権や事業者・企業向けの貸付債権（元本の返済を約定したものに限る）、

ファイナンスリース債権などに限る⁴²⁾」と主張している。このことは、市場でのリファイナンスのリスクに対して過度に依存することからの脱却を指しているものと考えられる。つまり、自動車ローン債権、クレジットカード債権などの ABS は qualifying securitisation に該当する一方、元本満期一括返済型の CMBS、シンセティック型 CDO は、その分類に含まれないことを意味している。このことについて元本満期一括型の CMBS は、満期の際、借り換えもしくは物件そのものを売却することにより資金を工面する必要があるため、そのことがリファイナンスのリスクになると指摘されている。あくまでも、裏付け資産から確実にキャッシュが生まれるものでなければ対象資産にはなり得ないことを訴えている。

以上から、ディスカッションペーパーの公開により、適格な証券化商品を組成するための裏付け資産の特性について明確に提案することにより、“qualifying” が意味していることが理解できる。さらに、裏付け資産の安全性を向上するためにも、元利金の支払い能力が高いものを証券化商品の対象資産に限定しようとしている。このように元利金の支払いを確保することにより、投資家による証券化商品への不信を払拭することができるものと考えられる。もちろん、投資家に対する証券化商品の透明性を高めるための要件も紹介されている。たとえば、パラグラフ 140 では、償還日を迎えるに至るまで、投資家にローンレベルもしくは分散プールについてのデータを提供すべきであることを提案している。他方、このディスカッションペーパーの報告を受けて、Afme (2014b) はそのペーパーに対する意見を寄せている。このペーパーで報告された様々な要件について、Afme は全面的に賛成しているわけではない。前に述べたように、疑問を投げかけている記述も見受けられる。このような反響により、証券化商品の組成・投資に関わる全ての関係者により良い環境を提供することができるであろう。続いて、もう一つの施策について検討する。

② 金融機関の慎重な融資を促すための工夫～米国の教訓から学ぶ～

米国発のサブプライム問題を考慮すると、high-quality securitisation の組成を実現するためには、金融機関による融資の段階から質に対して慎重にならなければ、投資家による証券化商品への信頼を取り戻すことができないものと考えられる。今回の金融危機をもたらした米国では、投資家の信頼を回復させるために、どのような動きを見せているのか。欧州の証券化商品市場の再活性化を実現するためには、米国の教訓を学ぶ必要がある。

そこで、米国における規制当局の動きについて見ると、投資家の信頼を回復するために新しい政策を打ち出している。その政策の中には、企業を取り巻くシェアホルダー（利害関係者）に権限を持たせることを要求している⁴³⁾。この背景には、有力なシェアホルダーは、リスクテイキングを抑制すると同時に、内部や外部におけるモニタリングを強化する方向に導く存在として期待されていることがあげられる。その一方、権限を有しているシェアホルダーが、実際、証券化のパフォーマンスを改善することができるのかについては不明確であるとの意見もある。しかしながら、このようなシェアホルダーが、リスクテイキングの抑制は

もちろん、金融機関の融資活動に対して、融資実行後のモニタリング活動ばかりではなく融資実行前のスクーリング活動についての強化を要請することにより、裏付け資産であるローンの質を向上することができるものと推測できる⁴⁴⁾。このスクーリング活動を徹底化させることにより、継続的に質の高い証券化商品が組成できるものと考えている。

そもそも、金融機関は貸出し基準に基づいて融資を実行していることは周知のことである。そこで、今回の金融危機の引き金となった米国のサブプライム層への貸出し基準について概観する。この米国サブプライム層には、プライム層と区別する際の基準が設けられている。その基準は、Fair Isaac Corporation のデータを活用することより算出されている。借り手のクレジット（信用）の質を測定するデータとして、FICO スコアが活用される⁴⁵⁾。FICO スコアは、個人の未払負債などのクレジット履歴を参考に算出される。その際、借り手の収入や保有資産は考慮されていない。このことから、FICO スコアの算出方法にも最初から問題があったと言えよう。その理由として、サブプライム層は信用力が低いため、これまでの金融機関からの借入額は、ゼロに近いもしくは住宅ローンと比較すると小規模であると推測される。この状況を受け、サブプライム層の FICO スコアは、実態を反映することなく、本来の信用力よりも高いスコアの算出に結びついた。この状況を受け、FICO スコアが活用されたローンについて“Liar Loan”と皮肉をこめた呼び方が広まったのは事実である。

また、この FICO スコアは通常 620 点以上であるならば良い借り手であると評価されている⁴⁶⁾。これまでサブプライムマーケットにおける貸し手は、クレジットスコアが 620 点以下の借り手をあらゆる情報の面から注意深く観察していた。また、Key, Mukherjee, Seru and Vig (2008) によると、投資家は入手できる確実な情報を手掛かりに証券化商品を購入していると論じている⁴⁷⁾。しかしながら、証券化商品を組成する以前の FICO スコアでさえ、サブプライム層の本来の信用力について正確でなかったことが、先に述べた点からも明確になっている。このことから、投資家に対して的確な情報を提供していなかったことになる。このようなスコアの算出から、投資家の信頼を損なうと同時に、サブプライムローンが含まれた証券化商品は、対象となる資産の質が悪いものであったことは確かなことである。もちろん、この FICO スコアの質的な問題についても、金融危機以前から指摘されていた⁴⁸⁾。その一方、これまでのクレジットスコアは、忠実、公正かつ矛盾がないものとして評価されてきた⁴⁹⁾。このように、データについて質的な問題を抱えながらも、実態を反映していないデータへの依存から脱却できなかったことが、質の悪い証券化商品の組成へと導くことになった。

では、high-quality securitisation を組成するためには、どのような施策が残されているのか。先に述べたように、high-quality の資産について供給量も多く、さらに担保として可能なものを数字的に見ても量的な確保ができていることから、質的に高い証券化商品を投資家の需要に合わせて機動的に組成することができる。しかしながら、欧州ばかりではなく、米国における投資家による証券化商品市場の信頼を回復するためにも、high-quality について検討していかなければ、証券化全体の再活性化は見られない。さらに、質の高い裏付け資産による証

券化商品は、継続的に組成できなければ意義がないものとして終焉するであろう。このような観点からだけではないが、金融危機以降、証券化商品の実態に対して、如何にして証券化そのもののシステムを改善させるのかについて問題視されている⁵⁰⁾。また Munoz (2010) は、投資家を保護するために、どのような手法で市場の信頼を回復するのかについて検討している⁵¹⁾。そのうえで、証券化取引において、投資家の利益を保護するチェック&バランスについての内部的なメカニズム、つまり **securitisation governance** が欠如していたことを主張している。

これまで概観してきたように、**high-quality** の証券化商品の組成を継続するためには、データの数値だけに依存することから脱却できるような環境整備が必要である。そのためにも、証券化そのものに対するガバナンスについての議論も重要になる⁵²⁾。その担い手としてシェアホルダーにガバナンスに対する強力な権力を与えるという提案もあるが、果たして、それだけで解決するのかという疑問も残る。その理由として、シェアホルダーの権力が強い金融機関が組成した証券化商品の業績は悪いという検証について発表された論文がある⁵³⁾。

以上から、証券化商品を組成する金融機関に対して、どのようにガバナンス活動を推進させていくのかについて検討する必要がある。**High-quality securitisation** は、サブプライム危機の反省が込められた証券化商品として紹介されている。金融機関に対するガバナンス活動を強化することにより、**high-quality securitisation** の継続的な組成を可能にするものと考えられる。そのためにも、証券化商品市場に対するシェアホルダーの役割、ガバナンスによる影響についてのさらなる構造分析および検証が要求される。続いて、欧州の証券化商品における回帰への期待について論じる。

IV 欧州における証券化商品市場の回帰への期待

本稿では、欧州での証券化商品市場の実態について概観してきた。これまで資金調達手段として証券化を積極的に活用してきたのはイギリスだけということもあり、限定的な諸国での取り組みしか見られなかったのは当然のことである。しかしながら最近、**European Central Bank** を中心に証券化商品市場を再活性化させる動きが見られる。証券化商品に対する投資家への信頼性を高めるためにも、**high-quality** や **qualifying** という用語が先行しているようにも思われるが、**European Central Bank** の狙いには、中小企業の資金調達を円滑にするための手段という目的が含まれている。

2014 年以降、**European Central Bank** による **ABS** の購入についての話題が続いている。同年 10 月 2 日、**European Central Bank** は **ABS** およびカバード・ボンドの購入計画について発表する予定であった。しかしながら、**European Central Bank** のドラギ総裁は、購入時期について明らかにしたものの、その買い入れ額についての言及は避けたため、投資家を失望させたことについて報道として取りあげられた⁵⁴⁾。その後、**European Central Bank** による **ABS** の購入

について見ると、当初とは異なる方向に導こうとしている。これまで European Central Bank による ABS の購入について、ドラギ総裁は、リスクが最も低いシニア債の買い入れを実施することを発表した。この発言を受けてなのか、それは定かではないが、European Central Bank がこの ABS の購入を発行する前から、大手金融機関が資本を調整するために ABS を売却していることも話題になった⁵⁵⁾。

European Central Bank が購入することにより、マーケットにおける証券化商品の信用力向上についても期待される面もある。その反面、この買い入れ効果がどのくらいあるのかについても不明確な点もある。さらに、バイトマン独連銀総裁は、European Central Bank が低品質の ABS を買い入れる可能性があることを発言している⁵⁶⁾。当初の買い入れ計画とは異なる認識および見解を考慮すると、マーケットを混乱させる要素や問題点も残されている。

前述したが Bank of England および European Central Bank による共同ディスカッションペーパーの中で説明している「良い証券化商品」と「悪い証券化商品」とを識別するための原則では、遠回しに、自動車ローン債権やクレジットカード債権などを裏付けとした ABS が適格な証券化商品として優遇されるような環境を提案する姿勢を強調している。つまり、「良い証券化商品」と識別される qualifying に含まれるものだけが証券化商品の発行対象になることを意味しているのではないかと考えられる。共同ディスカッションペーパーにおける多くの提案について多方面からの意見を取り入れるために、2014 年 7 月 4 日までに第三者からの意見を募集していた⁵⁷⁾。この募集結果の詳細に関しては、現在（2014 年 10 月 10 日時点）のところ明らかにされていない。しかしながら、数多くのコメント等が寄せられることにより、欧州の証券化商品市場の健全性を映し出すマーケットが構築できるだろう。さらに European Banking Authority も、2014 年 10 月 14 日にディスカッションペーパーを発表している。European Banking Authority のホームページでも要約が掲載されているが、堅実な証券化商品市場を構築するための助言に対するレスポンスが発表されている。そのなかでも、投資家に対してローンレベルに関するデータの提供、証券化商品のデフォルトに関するデータへのアクセスについて話題になっている⁵⁸⁾。このように、様々な機関による証券化商品市場の再活性化の提案や施策が報告されている。今後も、新たな取り組みが紹介されるようになるであろう。このような行動により、欧州における証券化商品市場の回帰への期待が高まるものと考えている。

***証券化の英単語として、“securitisation” および “securitization” がある。本文では統一するために、“securitisation” を使用している。但し、引用文献については、各著者の意思に基づいた英単語で記している。**

注

- 1) 欧州ではカバード・ボンドの発行が拡大し、資金調達手段としての重要性も高まっている。また現在、中央銀行、政府系ファンド、年金基金などが、カバード・ボンドの主要な投資家として台頭している。このことから、限定された諸国だけが証券化の組成に取り組むという状況に至っている。しかしながら、機能が衰退しつつあった証券化に対して、その再活性化を狙う European Central Bank による新たな動きが見られる。本稿では、その回帰への期待について論じている。
- 2) Reuters (2014), “European policymakers seek to reshape bundled debt market”, April 9 (<http://www.reuters.com/assets>, 2014 年 4 月 14 日アクセス) 参照。
- 3) Dubel (2014), p.121. また欧州の金融機関は、バランス・シート上に信用力の高い貸付債権を計上したいという意志が強い。そのため、カバード・ボンドに積極的になるものと考えられる。
- 4) Bank of England and European Central Bank (2014), p.3.
- 5) Blommestein, Hans J., Keskink, Ahmet and Lucas, Carrick (2011), p.3.
- 6) 日本で開催されている実務セミナーでも、欧州における高品質化について話題になっている。その中の議論でも、高品質化に関する定義については難しいと論じている (寺村、江川、大塚、宮澤 (2014), pp.42～44 参照)。
- 7) Vink & Thibault (2010), p.20.
- 8) これに関しては大きな問題には至らなかったものの、証券化商品の裏付け資産としての組成は低迷し続けている。
- 9) これらの裏付け資産に関しては、森谷 (2014) を参照されたい。
- 10) 神山 (2014), 『欧州金融市場の注目点』、野村資本市場研究所、ロンドン駐在員事務所ヒアリング、7 月 14 日。
- 11) もちろん、カバード・ボンドの話を踏まえうえて、フランスにおける証券化商品市場について発表していた。これに関しては、新たな場で論じたい。
- 12) Watson (2006), p.18.
- 13) Blommestein, Keskink and Lucas (2011), p.2.
- 14) Bank of England and European Central Bank (2014), p.3.
- 15) Perraudin (2014), p.2.
- 16) Perraudin (2014), p.2.
- 17) 但し、この OTD モデルによって組成される証券化商品は限定されている。
- 18) 米国における MBS および CMO の組成機関の内訳を見ると、Fredde Mac, Fannie Mae や Ginnie Mae のような Federal mortgage agencies の組成が大半を占めており、民間金融機関が取り組むのは、ごく僅かである。
- 19) Blommestein, Keskink and Lucas (2011), p.7.
- 20) Blommestein, Keskink and Lucas (2011), p.8.
- 21) Blommestein, Keskink and Lucas (2011), p.7.
- 22) The European Commission は、high-quality securitisation の利用を含めて、証券化商品の投資を促進するため、さらには流動性を高めるための新しい規程を導入したと報告した。その際、保険会社の保険金に対する支払い能力を示すソルベンシーマージン II に基づくと証券化商品への投資については緩和する方向性をも示している (Elliott Holley (2014), “EC lending plans could resurrect securitization market”, banking technology, 13 October, <http://www.bankingtech.com/256622/ec-lending->

plans-could-resurrect-securitisation-market, 2014年10月16日アクセス)。

- 23) Blommestein, Keskinkerc and Lucas (2011), p.8.
- 24) Nawas and Yeoh (2010), p.2.
- 25) Nawas and Yeoh (2010), p.3. しかしながら、Nawas and Yeoh (2010) は、投資意欲は永久的に消滅しないであろうとの見解があるけれども、SIVsが消滅(解体)したことから、トリプル A セグメントで投資をする投資家は極めて少ないことを加味すると、おそらくその意欲は低迷していくと考えられる。
- 26) 2014年10月13日の報道でも、いまだ high-quality について定義されていないと発表されている。しかしながら 2015年には、これについても最終案が発表されるであろうと期待されている。
- 27) Bank of England and European Central Bank (2014), p.1.
- 28) Afme (2014a), p.8.
- 29) Afme (2014a), p.8.
- 30) AFME (2012), “Press Release Finance Industry Launches ‘PCS’ Securitisation Label to Revitalise Market”, (AFME ホームページ, http://www.afme.eu/Press_Releases/, 2014年9月1日アクセス)。
- 31) 現在では、PCS は ABS 全体に渡って、品質、透明性、簡素化、標準化に関する明確な基準を設けていること、さらには、欧州における証券化商品市場の回復を受け、独立した金融商品として確立しているが評価されている。
- 32) European Central Bank (2014), “COGESI reports : Conclusions and proposed next steps”, 17 June, (http://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/cogesi/20140717_Collateral_reports-ConclusionsandproposednextstepsforCOGESI.pdf?b326131a79ed5cf9187fa58bc60237a5, 2014年8月30日アクセス)参照。
- 33) EUROPLACE (2014年7月8日、パリにて開催), “Panel 7 Collateral Optimisation : What has changed?” のディスカッション。担保の質に対して、ヨーロッパシステムにおける担保の枠組みでは以下のことが紹介されていた。第 1 に、損失からヨーロッパシステムを守るためにクレジットオペレーションには適切な担保が準備されていること。第 2 に、カウンター・パーティの平等な扱いを確保すること。第 3 に、カウンター・パーティに対して十分且つ適切な担保を提供すること。第 4 に、オペレーションの効率性及び透明性を高めることをあげている。
- 34) 但し、ほんの数年前までは、複数の格付機関からトリプル A を要求していたことを考慮すると緩和されたことを意味している。
- 35) Bank of England and European Central Bank staff (2014a), p.19.
- 36) Afme (2014b), p.3.
- 37) Afme (2014b), p.2.
- 38) Bank of England and European Central Bank staff (2014), p.19 および江川 (2014b) p.2 参照。投資家が自信を持ってリスク評価するための要件として、パラグラフ 136 では、以下のように論じている。リスク評価を支援するために、証券化は債務者の収入と支払金に関して報告する必要がある。たとえば、元本返済計画、利子支払い計画、さらには支払い期日が過ぎた利子額、手数料などについての公開である。
- 39) 2014年5月、欧州での証券化商品市場がより良い機能を果たすための提言が発表された。特に、証券化商品を qualifying (適格な) ものとして分類するために、共同ディスカッションペーパーでは、パラグラフ 124~146 に至るまで、その案について提案している。
- 40) 江川 (2014b), p.2.

- 41) Afme (2014b), p.17. その理由として、シンセティック型の証券化商品は、リスクや資本を管理するうえで AFME の加盟金融機関にとって重要であり、qualifying securitisations の要件に見合うものであると考えられている。
- 42) 江川 (2014b), p.2. また、high-quality への欧州当局者の発言について、江川 (2014a) を参照されたい。
- 43) Anonymity (2014), p.32. 証券化のパフォーマンスにおけるシェアホルダーの役割についての検証は、この論文が最初とされている。
- 44) このことに関して、株主が担保債権について直接モニタリングすることは不可能である。金融機関内での厳格なチェック体制を構築するための体制作りが必要である。
- 45) その他、既存の借入額、借入期間、新規借入額、借入手法なども、FICO スコアを算出する際に適用されている。
- 46) FICO スコアは、住宅ローンを組む際の基準となるデータであった。このスコアは、住宅ローンに留まらず、クレジットカード、自動車ローン、パーソナルローン、携帯電話の契約に至るまで利用されている。Kennedy (2004) によると、FICO スコアはリスク評価、決定の受入れ・拒絶、リスクに基づいた価格付け、新規顧客の勧誘や事前承認の参考基準としても活用されている。また、このスコアは、貸し手が活用するばかりではなく、証券化を組成するうえでの役割を担っていると評価されていた (Kennedy (2004), pp.6～7)。
- 47) Key, Mukherjee, Seru and Vig (2008), p.9.
- 48) Kennedy (2004) は、質的な問題として、信用情報機関から提供される矛盾したデータ、公記録と情報収集に関して重複および矛盾した点、小規模な貸し手による情報提供不足、不十分もしくは不適切な個人情報などをあげている (p.36)。
- 49) Kennedy (2004), p.42.
- 50) Munoz (2010), p.369. 規制当局や立法者らは、グローバルなファイナンシャル・アーキテクチャーもしくは国際的な金融規制の設置に関して「リ・デザイン」もしくは「リ・エンジニアリング」のような大胆なアイディアを持ちながら、この問題点についてマクロ的な観点から検討している。
- 51) Munoz (2010), p.370.
- 52) 証券化に投資をする投資家保護のために、金融危機以前からガバナンスについて議論している論文もある (たとえば、Fan, Sing and Ong (2003) , pp.2～21 があげられる)。
- 53) その理由として以下のことが指摘されている。マネージャーがストックオプションを有していたり、シェアホルダー自身がリスクを求める傾向が高い金融機関の証券化商品の業績は悪化していた。さらに、当時の証券化商品のリスクは金融機関に委ねられていたことも明らかになっている。さらに、シェアホルダーの権利が強い金融機関のマネージャーは、リスクが潜んでいる資産を証券化していたことが確認されている (Anonymity (2014), p.32)。
- 54) European Central Bank は、2014 年 10 月～12 月期以降、少なくとも 2 年間、ABS の購入を開始すると報じている (『ブルームバーク』, 2014 年 10 月 2 日)。
- 55) たとえば、RBS (Royal Bank of Scotland Group Plc) は、資本調整のために ABS を売却している (Bloomberg Businessweek, <http://www.businessweek.com>, 2014 年 9 月 30 日付け)。European Central Bank の ABS の買い入れにより、銀行としては、自己資本比率の改善を促す結果に繋がるものと考えられているのは事実である。
- 56) ロイター (2014), 「ECB、『低品質』証券化商品を購入する恐れもー独連銀総裁＝独誌」, (http://newsbiz.yahoo.co.jp/detail?a=20141006-00000012-biz_reut-nb, 2014 年 10 月 11 日アクセス)。

- 57) Bank of England and European Central Bank staff (2014a), p.5.
- 58) IFR ASIA (2014), “EBA report on “qualifying” securitisation highlights faults of current treatment”, 18 October, (<http://www.ifrasia.com/eba-report-on-qualifying-securitisation-highlights-faults-of-current-treatment/21168921.article>, 2014 年 10 月 18 日アクセス)。

引用文献

- [1] 江川由紀雄 (2014a)、「証券化商品の資本賦課見直し—バーゼル委第二次案の反響」、『新生ストラテジーノート』、第 151 号、4 月 10 日。
- [2] 江川由紀雄 (2014b)、「欧州連合 (EU) の証券化活性策を ECB とイングランド銀行が提案」、『新生ストラテジーノート』、第 155 号、6 月 2 日。
- [3] 寺村知芳、江川由紀雄、大塚康成、宮澤秀臣 (2014)、「第 3 部：パネルディスカッション『バーゼルⅢ移行後の証券化商品の扱い—課題と望まれる対応—』」、『SFJ Journal』、Vol.9、流動化・証券化協議会、August.
- [4] 森谷智子 (2014)、「サブプライム危機以降の証券化商品市場の現状と今後の課題」、『嘉悦大学研究論集』、第 57 巻第 1 号、10 月。
- [5] Afme (2014a), “High-quality securitization for Europe～The market at a crossroads～”, June, (<http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=10823>, 2014 年 7 月 30 日アクセス) .
- [6] Afme (2014b), “Re : Response to the Discussion Paper : The case for a better functioning securitization market in the European Union”, July, (<http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=10999>, 2014 年 8 月 30 日アクセス) .
- [7] Anonymity (2014), “Corporate Governance and Securitization Quality : The impact of Shareholder Rights in the Banking Industry”, American Accounting Association, (http://aaahq.org/AM2014/display.cfm?Filename=SubID_2541.pdf, 2014 年 9 月 10 日アクセス) .
- [8] Bank of England and European Central Bank (2014), “The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks and How to Deal with Them”, http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market.en.pdf, 2014 年 4 月 20 日アクセス) .
- [9] Bank of England and European Central Bank staff (2014), “The case for a better functioning securitization market in the European Union”, A Discussion Paper, May.
- [10] Blommestein, Hans J., Keskink, Ahmet and Lucas, Carrick (2011), “Outlook for the Securitisation Market”, OECD Journal: Financial Market Trend, Issue1. (<http://www.oecd.org/finance/financial-markets/49233096.pdf>, 2014年8月10日アクセス) .
- [11] Dubel, Hans-Joachim (2014), “Transatlantic mortgage credit boom and bust”, Wachter, Susan., Cho, Man., Tcha, M.J., “The Global Financial Crisis and Housing”, Edward Elgar Publishing, Inc.
- [12] Fan, Grng-Zhi., Sing, T.F. and Ong, S.E. (2003) , “Governance in Asset-Backed Securitization : Does it matter?”, December.
- [13] Kennedy, John F.(2004), “The Role of Credit Scoring in Increasing Homeownership for Underserved Populations”, Joint Center for Housing Studies WORKING PAPERSERIES, HARVARD UNIVERSITY, February.
- [14] Key, Benjamin J., Mukherjee, Tanmoy., Seru, Amit and Vig, Vikrant (2008), “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans”, The Quarterly Journal of Economics,

(http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1093137, 2014年8月11日アクセス).

- [15] Munoz, David R (2010), “In praise of small things : securitization and governance struture”, Capital Markets Law Journal, Vol.5, No.4, October.
- [16] Nawas, Mike and Yeoh, Sharon (2010), “Results of our European securitization investor survey : Let the sunshine in”, BISHOPSFIELD CAPITAL PARTNERS (<http://www.bishopsfieldcapital.com/sites/default/files/article/Market%20Insight%2015-06-2010.pdf>, 2014年8月15日アクセス).
- [17] Perraudin, William (2014), “High Quality Securitisation : An Empirical Analysis of the PCS Definition”, (http://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_downloads/ABS_Aktuelles/Verbriefungsmarkt/High_Quality_Securitisations_PUBLIC.pdf, 2014年6月16日アクセス).
- [18] Vink, Dennis and Thibeault, Andre (2010), “Securitization Back to Basics”, (http://www.dennisvink.nl/pdf/Trends_in_securitization_2010.pdf, 2014年8月15日アクセス).
- [19] Watson, Rick (2006), “The way forward-future trends for securitization and structured products”, Rick Watson and Jeremy Carter, Asset Securitisation and synthetic Structures : Innovations in the European Credit Markets, Euromoney Books.

(本研究は、平成 25 年度石井財団法人助成金によるものである)

(平成 26 年 10 月 20 日受付、平成 26 年 12 月 8 日再受付)