



レポート

No.1656

2009年10月

リーマンショック後の金融規制

二上季代司（1）

リーマンショック・MMF・FRB

伊豆 久（18）

フラッシュ・オーダー

～問題の真相～

吉川 真裕（27）

〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場

横山 史生（38）

リーマンショック後の金融規制

二上季代司

1 はじめに

昨年九月のリーマン・ブラザーズ倒産後、金融規制・監督のあり方が規制強化の方向へと大きく舵を切り始めた。危機の震源地となったアメリカ国内はもちろん、世界的な金融規制の枠組みを議論しているG20「金融サミット」においてもそうした動きが見られる。この背景には、金融機関のビジネスや金融市場に現れたいくつかの重要な変化に対して、監督当局が対応できていなかったこと、いいかえれば現行の金融規制・監督体制に欠陥・漏れ・不備があつた、という反省があつたはずである。

他方、金融規制のあり方は、金融機関の競争の土俵を規定するため、場合によっては、自国金融機関の利害を反映した議論になりやすい面もある。自己資本規制の見直しやヘッジ・ファンド、経営者報酬に対する規制強化の議論などはその例であろう。とりわけ、自己資本規制比率の引き上げや自己資本の質をめぐる議論について、わが国では強い異論がある⁽¹⁾。

そこで、以下では、現在、提案されている金融規制・監督の枠組みに関する改革案を紹介しつつ、これらの改革は全体として、現行の規制・監督体制のどのような欠陥・漏れ・不備を反映したものであり、自己資本規制の見直しは、どのような脈絡で主張されているのか、考えてみたいと思う。

2 アメリカ財務省「総合金融規制改革」案

金融危機の震源地アメリカでは、今年六月、財務省が「総合金融規制改革」案⁽²⁾を発表した。これは次の五項目からなっている。

(1) 金融機関に対する強力な監視と規制の促進

銀行を保有するか否かに関わらず、「the largest, most interconnected, and highly leveraged institutions (大規模かつ相互関連性があり、レバレッジの高い機関)」は、第一種金融持株会社 (Tier 1 Financial Holding Companies) と定義され、連邦準備制度によって連結ベースでの監視と規制を受ける。また、省庁横断的な組織、「金融サービズ監視委員会、Financial Services Oversight Council (FSOC)」を設置する。FSOCの役割は、監督上のギャップを埋め、政策協調と問題処理を促進し、金融機関と市場において発生するリスクを特定する等、である。

この提案の背景として、銀行のみならず、証券会社・保険会社を母体とする大規模な金融コングロメリットが高いレバレッジを駆使して経営を行いつつ、レポ市場、クレジット・デリバティブ市場を通じて他の業者と相互に絡み合っていたこと、にもかかわらず、証券持株会社や保険持株会社に対して連結ベースで監督を行う権限が、連邦規制機関にはなかったことがあげられる。

証券持株会社についてはSEC (Securities and Exchange Commission) が二〇〇四年八月から大手投資銀行五社について連結ベースでの監督 (Consolidated Supervised Entity Program) をはじめたが、結果として監督に失敗している。⁽³⁾ また保険会社については、その設立根拠は各州に委ねられている。したがって保険会社の規制・監

督は各州によってしか行われておらず、連邦レベルでの規制・監督権限が欠如したままであった。

(2) 金融市場に対する包括的な規制の確立

今日の危機をもたらした重要な市場として、証券化市場とクレジット・デリバティブをはじめとする店頭デリバティブ市場があげられている。そして店頭デリバティブについてシステミック・リスクを減じるため、規制され透明性の高い集合場所での執行および中央清算機関における決済が提案されている。

アメリカでは、二〇〇〇年「商品先物近代化法、Commodity Futures Modernization Act (CFMA)」により、証券形態を取らない店頭デリバティブは「商品先物法、The Commodity Futures Act (CFA)」の適用を免除され、先物取引に関する監督権限をもつ「商品先物取引委員会、Commodity Futures Trading Commission (CFTC)」の監督外におかれてしまっている。

(3) 消費者保護の強化

そもそも金融危機の根源であるサブプライム・ローンなど所得の無い人へのローン供与が横行したことに鑑みて、「消費者金融保護庁、Consumer Financial Protection Agency (CFPA)」の設置が提案されている。

金融機関による住宅ローン供与については、当該金融機関に対する監督機関ならびに「貸付真実法、Truth in Lending Act (TILA)」によって規制されているはずであった。しかし、住宅ローンは、国法銀行、州法銀行、貯蓄金融機関のほか Mortgage Bank、Mortgage Broker についても供与されており、このうち Mortgage Bank、Mortgage Broker に対して連邦規制機関に監督権限がない。

他方、連邦準備制度理事会（F R B、Federal Reserve Board）は、貸付真実法に基づいて住宅所有者を保護すべく債権者を規制する権限をもつが、規制対象は原債権者に限定されており、かつまたMortgage Bankは対象外なのであった。このため、所得の無いものに融資することについての規制がMortgage Bankには及ばなかった。提案のC F P Aの役割は、住宅ローン融資を受ける者の保護をカバーすることで、この不備を補おうというわけである。

（４）破綻金融機関の処理制度

「連邦預金保険公社、Federal Deposit Insurance Corporation（F D I C）」をモデルに、金融持株会社およびノンバンクの経営危機を処理する機関の設置が提案されている。

銀行の場合には、F D I Cが経営危機に陥っている銀行に対し、早期是正措置をとるほか、財産保全人・破産管財人となるなど更正・破産手続きを主導できるほか、ブリッジ・バンクのような承継支援策を取ることができると。このように、銀行が経営危機に陥った場合には、ソフト・ランディングな破綻処理制度が整っているが、証券会社（さらには保険会社、商品先物会社）にはそれが無いのであった。

したがって、証券会社、保険会社の場合には、経営危機に陥った場合に、混乱を恐れて救済するか（ベア・スターンズ、メリルリンチやA I Gの場合）、もしくは破綻を放置して大混乱を招くか（リーマン・ブラザーズ）の二者択一しかない。これも監督上の不備といえるべきであろう。

(5) 国際的規制基準の向上と国際協調

国際的な視点からは、四つの重要な問題（①自己資本規制、②金融市場のグローバルな監視、③金融機関の国際的活動に対する監督、④危機への介入・管理）に関する国際的合意に注力する、とされる。

以上が、財務省の提案する金融規制改革案である。金融危機で明るみに出た金融規制の欠陥・漏れ・不備にたいする適切な対応になっているのかどうか、アメリカ特有の金融規制・監督体制（連邦レベルと州レベルの二元的な監督体制や業態別監督体制の並存など）を放置するのかどうか、今後、アメリカ議会で議論されるであろう。

次にG20「金融サミット」で議論されている金融規制・監督の改革案についてみておこう。

3 G20「金融サミット」の改革案

リーマン倒産後、G20の首脳が集まった金融サミットがワシントンで開催された（二〇〇八年十一月）。その後、第二回ロンドン（二〇〇九年四月）、第三回ピッツバーク（同年九月）とフォローアップも兼ねて金融サミットが開催されている。この一連の金融サミットではG20の間で金融規制・監督の改革に関する重要な国際的合意および提案がなされている。とりわけ、第二回ロンドン会合で打ち出された「金融システムの強化に関する宣言」⁽⁵⁾ならびに第二回会合にあわせて「金融安定化フォーラム、Financial Stability Forum (FSF)」⁽⁶⁾が発表したプレスリリース「金融システム強化のための提言及び基本原則」⁽⁶⁾が、今後の金融規制の枠組みの方向性を決定付けているように思われる。また、第二回会合の直前に公表された英国金融庁（FSA）の「ターナー・レビュー」⁽⁷⁾が、前掲「宣言」の内容に大きな影響を与えているとされる。

そこで、第二回ロンドン会合の「宣言」において主張されている提案が、現行の金融規制・監督体制のどのような欠陥・漏れ・不備に対応したもののなか、みておこう。

(1) 金融安定化理事会の設置と国際的連携

金融安定化フォーラム(FSF)は一九九〇年代後半のアジア通貨危機・ロシア金融危機に対処して一九九九年に設けられた国際的なフォーラムであるが、二〇〇九年四月より、そのメンバーを拡大、機能拡充を図って「金融安定化理事会、Financial Stability Board(FSB)」に改組された。FSBは、その前身であるFSFの持っていた機能(①各国の財務省・中央銀行・監督機関、基準設定機関の情報交換促進、②金融市場の監督・サーベランスに関する国際協力の強化)に加えて、「監督カレッジ、supervisory colleges」の対象の特定、監督カレッジのガイドラインの策定、ならびに当該金融機関に関するクロスボーダーの危機管理の非常時計画(contingency planning)の立案、マクロ経済上、金融上のリスクの高まりに対処するために必要な行動の立案、IMFとの協働を通じた早期警戒策の立案などを担う、とされる。

ちなみに、「監督カレッジ」とは、「金融システム上、最も重要なクロスボーダーの金融機関、most systemically important cross-border firms」を各国共同で監視する監督機関であり、当該金融機関にそれぞれ固有の監督カレッジが設置される。この監督カレッジの設置は、第一回金融サミット(ワシントン)で合意済みであり、二〇〇九年四月時点で二八のカレッジが設置されていた。⁽⁸⁾

そして国際的連携として、クロスボーダーの金融機関が破綻した場合の処理の国際的な枠組を策定するため、IMF、FSB、世界銀行およびバーゼル銀行監督委員会による取組みを支援すること、等が謳われている。

この監督カレッジの設置、ならびにFSBへの改組は、リーマン破綻に際してロンドン・シティを中心に国際的な金融混乱を起こしたことが背景になっていることはいうまでもない。⁽⁹⁾

(2) 健全性規制 (Prudential Regulation) の強化

第二の論点は、金融機関の健全性規制の強化である。具体的にはその中軸となっている自己資本規制の見直し・強化である。現行バーゼルⅡにおける自己資本規制について、二つの面から問題視されている。一つは景気循環増幅効果 (procyclicality) であり、第二はトレーディング勘定における資本賦課についてである。

〔現行自己資本規制の procyclicality〕

まず前者についてみると、現行の自己資本規制比率はリスク・ベースの資産に対する所要自己資本の比率と定義されており、信用リスクが低下する好況期には比率が上昇して投融資を拡大させ、信用リスクの高まる不況期には低下して信用収縮をもたらす、景気循環増幅効果があるとされてきた。そこで、景気回復が確かなものとなつてからであるが、資本バッファ⁽¹⁰⁾の導入、自己資本の質の強化、現行最低水準八%の妥当性の検証、等が主張された。

現行自己資本規制の景気変動増幅効果については、かねて指摘されており、EU「ド・ラロジエール・レポート」⁽¹¹⁾、英国の「ターナー・レビュー」ともに資本バッファの導入、八%水準の引き上げを主張している。さらに「ターナー・レビュー」は、自己資本の質を強化するため、中核的自己資本 (Tier 1) の中でも資本として質の高い普通株や利益剰余金等からなる狭義の中核的自己資本 (Core Tier 1) という概念を導入し、これを四%以上、Tier 1を八%以上にすることを提案している。

そして、第三回ピッツバーグ会合では、8%水準の引き上げ、狭義中核的自己資本の導入の義務付けが合意され、その具体的な数値、定義についてのルールは二〇一〇年までに策定し、その導入時期として、「景気回復が確実となったら」という条件付ながら、二〇二二年末とすることが首脳宣言に明記された。

なお、第二回の「宣言」ではリスク・ベースの現行自己資本規制は、好況期に過度のレバレッジを許容することから、簡素で透明性の高いレバレッジ指標によって補完されるべきだとする提案もなされていた。

「トレーディング勘定の資本賦課」

現行自己資本規制では、同じ資産でもトレーディング勘定に移した場合には資本賦課が軽くなるという問題が以前から指摘されてきた。そして現実には、今回の金融危機では金融機関のトレーディング勘定に所要自己資本を上回る大きなロスが生じた。このことは、現行のマーケット・リスク規制の枠組みが、幾つかの重要なリスクを捕捉していなかったことを意味する。

そこでターナー・レビューでは、①トレーディング勘定について「ストレスVaR」⁽¹²⁾の追加、CDOなどの二次・三次証券化商品にかかる資本賦課の強化、トレーディング勘定に計上できる証券種類の制限を提案している。

「流動性リスクへの対応」

そのほか第二回「宣言」では、金融機関における流動性バッファを促進する国際的枠組の策定も主張されている。

この点に関し、「ターナー・レビュー」は、ある銀行で生じた流動性の逼迫は、他の銀行にも波及するシステム的なリスクを有しており、さらにレポ取引を初めとする市場性を介した流動性への依存によってリスクがよ

り複雑になっていること、満期変換⁽¹³⁾の積みあがりがシステムミック・リスクを強めていることを指摘している。そこから、ターナー・レビューは「Core Funding Ratio」の導入を提起している。この比率は、運用資産をリテール預金や長期資金からなる「Core Funding」の一定倍率に抑えることで流動性を確保させようというものである。これについては、金融機関の資金調達・運用に大きな影響を与えるものであり、議論は流動的である。

今回の金融危機では、一部の金融機関が市場性資金に依存しながら高いレバレッジを使って証券化商品の組成・販売、投資、保有に走ったことが原因のひとつであった。自己資本比率規制は、別の面から見ればレバレッジ規制であるが、それが効果的ではなかったことが自己資本規制比率の見直しの背景にある。

(3) 規制範囲の拡大とマクロ健全性 (macro-prudential) 規制の導入

第三の論点は金融規制の範囲・対象をどこまで拡大するか、という問題である。第二回会合「宣言」は、システムミック・リスクの高まりを制限するため、すでに規制対象となっている銀行のみならずシャドウ・バンキング (shadow banking)⁽¹⁴⁾、ファンドを初め、金融システム全体にわたるマクロ健全性に対するリスク (macro-prudential risks) を特定・考慮できるよう規制システムを改編することを要求している。

「規制範囲の拡大」

これまで金融規制・監督の対象であった銀行のみならず、その破綻や重要なストレスがシステムミック・リスクに繋がる可能性のある、あらゆる金融機関、市場、商品について規制対象に含めようというわけである。具体的に挙げられているのは、①大規模かつ複雑な金融機関への特に注意深い監視、②一定規模以上のヘッジ・ファンドとその運用業者への登録制導入と情報開示義務、③ヘッジ・ファンドを取引先とする機関に対するリスク管理⁽¹⁵⁾

体制の要求、④クレジット・デリバティブ市場に対しては、効果的に規制・監督を受ける中央清算機関の設立、などである。

EUの「ド・ラロジエール・レポート」は、投資銀行やヘッジ・ファンドを念頭に銀行以外の金融システムを「パラレル・バンキング、parallel banking system」と呼び、ヘッジ・ファンドの登録・情報開示義務、ヘッジ・ファンドと取引関係にある金融機関への資本規制の導入を主張している。また店頭デリバティブの単純化・標準化、クレジット・デリバティブの清算機関設立、証券化商品の発行者に対する一部保有義務⁽¹⁶⁾などを提唱している。「マクロ・プルーデンス」

こうした、パラレル・バンキング（あるいはシャドー・バンキング）への規制拡大の背景には、個別金融機関に対する健全性規制（prudential regulation）だけでは不十分だという認識が生まれてきたことが挙げられる。

前掲の「ターナー・レビュー」は、英国ではイングランド銀行が金融政策を、FSAが個別金融機関の監督を担当していたが、金融セクターやシステム全体を監視する部署が存在せず、不十分であったと自己批判している。個別金融機関に対する健全性規制に加えて金融システム全体の健全性確保のための規制が強調されるようになった（前者のmicro-prudential regulationに対して後者はmacro-prudential regulationと呼ばれる）。

そして、マクロ・プルーデンス規制の具体的な内容として、①情報収集権限の対象拡大（金融機関のみならず取引所など幅広いプレイヤー）、②モニタリング（信用拡大、レバレッジの拡大、資産価格の高騰、長短ミスマッチや市場流動性への依存など流動性リスクの拡大、市場・金融セクターにおける「Risk Exposure」の拡大などの分析）、③政策発動（レバレッジやExposureの抑制、証拠金やHair-cutの⁽¹⁷⁾コントロール、流動性リスク抑制）などをあげている。

同様にEU「ド・ラロジエール・レポート」もミクロ・プルーデンス監督 (micro-prudential supervisors) とマクロ・プルーデンス監督 (macro-prudential supervisors) の区別を強調する。そして、欧州中央銀行を議長とする「The European Systemic Risk Council」(欧州システミック・リスク評議会) を設立し、これがマクロ・プルーデンス政策の策定、早期リスク警告の発令等にあたることとされる。

(4) 金融機関の報酬体系

第二回会合では金融機関の報酬体系についてリスクを適切に反映したものになるよう、その設計・運用・評価において取締役会が積極的な役割を果たすことを要求している。そして第三回ピッツバーグ会合では、銀行幹部らの報酬に関するルール作りで合意に達している。

金融機関に限らず、報酬体系はインセンティブ・メカニズムとして設計され、実務的にもリスク管理やリスク・ガバナンスとは関係が無かった。しかし実際には、クレジット・デリバティブにおいてプロテクションの売却側に回ったAIG社に見られるように報酬のあり方は金融機関のリスク蓄積を促進させた。このためリスク管理の観点から報酬体系を位置付ける必要が出てきたのである。

EU「ド・ラロジエール・レポート」は、①ボーナス評価を複数年で決定し、支払いも数年に分割すること、②ボーナスは実績に基づき事後的に決定し、予め保証することを避けることを提案し、③こうした報酬制度の改革は金融機関の自己勘定トレーダーや資産運用者にも適用すべき、と主張する。また報酬制度の妥当性を監視し、過度のリスクテイクを助長させるものは変更させ、さもなくば、バーゼルⅡにおける第二の柱「金融機関の自己管理と監督上の検証」に基づき追加的資本要件を課すことを提案している。

(5) 会計基準など

第二回会合では、「国際会計基準審議会、International Accounting Standards Board (IASB)」など会計基準設定主体に対し、金融商品に関する会計基準の複雑性の改善、貸付金の引当基準の強化、準備金、オフバランス、評価に関する基準の改善を求めている。この点に関し、EU「ド・ラロジエール・レポート」は、時価会計を適用できない流動性の低い市場状況において資産をどう評価するかについての方法論を明示することを要求している。

以上のほか、タックスヘブンおよび非協力的な地域への対応として、マネー・ロンダリングと脱税に関する基準に従わない場合には制裁を科すことや、規制目的に利用している格付を出している格付機関への登録制導入などが主張されている。

4 おわりに

以上のようにみてくると、現在議論されている金融規制・監督の枠組み改革案は、一般的に、金融危機の過程で明るみに出た金融機関経営ならびに金融市場における新たな変化に対応したものになっていると考えられる。すなわち、第一に、ボーダーレスに展開する大規模金融コングロマリットの存在を前提にした議論になっていることである。たとえば、シティ・グループは住宅ローンおよびその証券化業務（組成・販売・保有・トレーディング）において膨大な損失を蒙り、金融危機の主役の一人となった。いいかえれば、証券業務のリスクが銀行本体に波及し、それがシステミック・リスクへと発展したのである。そうだとすれば、再び銀行・証券分離政策を復活させることも選択肢としてはありうる（「ナロー・バンキング」論）。

しかし、今回の改革案では、アメリカ国内においてもまたG20「金融サミット」でも、これは議論の主流にならなかった。金融コングロマリットはすでにグローバルに展開しており、欧州では「ユニバーサルバンク」が支配的だからである。⁽¹⁸⁾ その結果、証券・保険業務を含むコングロマリット全体を連結ベースで規制・監督する道を選択することになったのであろう。

第二に、金融システムの市場化と金融業務の変質を前提にした議論になっていることである。住宅ローンの証券化やクレジット・デリバティブは、いわばリターンやリスクの「市場化」である。市場化された取引とはオプション・マーケットであり、どんなプレイヤーも参加できるが、その中で政府の規制下にはないヘッジ・ファン드는きわめて大きな存在になっていた。従来、規制・監督の対象外だった商品や市場、プレイヤーが存在感を強め、システムック・リスクにさらされ始めた。これらが、改革案にある規制・監督対象の拡大、マクロ・プルーデンス規制導入の背景にあると考えられる。

第三に、業態横断的な金融コングロマリットを等しく規制しようとした結果、バーゼル基準は変質しつつあるように思われる。バーゼル基準は、それ自体は銀行の自己資本規制である。しかし、アメリカの規制改革案における「第一種金融持株会社」も、G20「金融サミット」における監督カレッジの対象も、連結ベースでの金融コングロマリットである。そうだとすれば、バーゼル基準は、そうした金融コングロマリットに対する連結ベースの自己資本規制へと変質していくだろう。今回の自己資本規制の見直しも、バーゼル基準を多様な金融コングロマリットに適用する一環であるとしたら理解しやすい。

この点、前掲（注1）全銀協のコメントはバーゼル基準自体のこのような変質を見逃しているのではないだろうか。英米の監督当局者の念頭にあるのは、市場性資金を用いてローンを買取り、それを証券化商品に組成し

なおして販売していた投資銀行であり、あるいは簿外にS I V (Special Investment Vehicle、特別投資事業体) を作って短期市場性資金を取り入れ証券化商品に投資して金利スプレッドを稼いでいた銀行である。

こういったビジネスを追求するにあたって、投資銀行は持株会社組織を作り、融資業務やデリバティブ業務は証券会社とは法律的に異なる別子会社におこなわせていた。このビジネスモデルは、本源的預金を集めてローンを行う商業銀行とは明らかに違うが、ビジネスモデルの異なる金融コングロマリットに等しくバーゼル基準を適用しようとするば、自己資本比率の持つ意味が異なってくることは明らかである。

銀行の自己資本は預金者保護の観点からみた損失吸収バッファであるが、投資銀行(証券会社)の自己資本(Net Capital)とは、ストレスがかかったときにいつでも債務返済に応じられるネットの流動資産という意味である。ターナー・レビューやG20における英米の主張には、レバレッジ・レシオや流動性バッファへの言及が多いのはそのためではないのか? 自己資本規制の見直しは、業態の異なる証券持株会社など、多様な金融コングロマリットをも包含した新しいバーゼル基準づくりの一環ではないのだろうか?

全銀協も指摘するように、今の段階での所要自己資本の引き上げや質の強化は、貸し渋りを招く危険性があるだろう。また銀行に公的資金を投入して自己資本比率の底上げを図った国々が、自己資本の引き上げを主張すべきではないという考えも道理である。

しかし、日本の銀行は、一方では証券会社を傘下に取り込み「銀証融合」モデルを主張して積極的な金融コングロマリット路線をとりながら、クロスボーダーの金融コングロマリットに適合的な自己資本規制はいかにあるべきか、という設問に答えようとしていない。アメリカは、SECが大手投資銀行に連結ベースでバーゼルⅡを適用して、結果としてその監督に失敗した過去があるのである(前掲、注3)。

注

- (1) 全国銀行協会「英国金融機構『ターナー・レビュー』および『付属討議文書』に対するコメント」二〇〇九年六月一日 (<http://www.zenginkyo.or.jp/abstract/opinion/entryitems/opinion210618.pdf>)
- (2) US Department of Treasury, Financial Regulatory Reform, A New Foundation, 17 June, 2009 (http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf)
- (3) ベア・スターンズとメリルリンチが銀行によつて救済買収され、リーマン・ブラザーズは破綻し、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスは銀行持ち株会社に組織転換して、監督対象はなくなり、この監督プログラムは消滅した。この監督プログラムの失敗がどこにあったのか、についてSECの監査部門は報告書を発表している。もっともこの報告書はベア・スターンズ破綻を取り上げているにすぎない。その後もリーマン・ブラザーズが倒産しているのである。CSEプログラムは、バーゼルⅡを銀行以外の金融コングロマリットに適用して失敗した初のケースであり、まさに検討を要する事例と思われる。Office of Inspector General, SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program, September 25, 2008, Report No. 446-A. (<http://www.sec-oirg.gov/Reports/AuditInspections/2008/446-a.pdf>)
- (4) 日米欧の主要国および中国やインドなど新興国を交えた二〇カ国・地域を指す。
- (5) G20, Declaration on Strengthening the Financial System-London, 2 April 2009. (http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf)。
- (6) なおFSFは、プレスリリースに付属する形で①「金融システムの景気循環増幅効果への対策」、Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System (<http://www.fsa.go.jp/inter/etc/>)

20090403_2/01.pdf」②「健全な報酬慣行に関する原則」FSF Principles for Sound Compensation Practices (http://www.fsago.jp/inter/etc/20090403_2/02.pdf)③「危機管理における国際的連携に関する原則」FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management (http://www.fsago.jp/inter/etc/20090403_2/03.pdf)と題する三つの報告書を発表している。

(7) Financial Services Authority, Turner Review A regulatory response to the global banking crisis, March 2009. (http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf).

(8) 日本では三菱UFJ、三井住友、みずほのメガ・ファイナンシャル・グループと野村ホールディングスの四グループに「監督カレッシ」が設置されている。

(9) もっとも、この「監督カレッシ」に期待される役割について、前掲「ターナー・レビュー」の評価は消極的である。その理由として、監督対象となっているクロスボーダー金融機関が経営危機に直面したとき、これに対する財政支援は国家ベースで行わざるを得ないからだという。

(10) 資本バッファー (capital buffers) とは、好況期に最低水準 (現行8%) を上回って積み増し、下降期にそれを取り崩すことの出来る自己資本であり、スペインでは、すでに導入されている。

(11) The High-level Group on Financial Supervision in EU chaired by Jacques de Larosiere, Report, 25 February, 2009, (http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

(12) トレーディング勘定のマーケット・リスク額を算出する際には、V a R (Value at risk) 手法を用いているが、これに加えて相場下落、金利上昇等の最悪の事態が生じたときのマーケット・リスク額も算定し、これを追加することをしていく。

- (13) レポ市場やCP市場等で短期資金を取り入れ、それを住宅ローン担保証券など証券化商品に投じることで長期資金を供給している状況を指している。短期資金を長期資金に変換していると言えるので「満期変換」といわれる。
- (14) 投資銀行やヘッジ・ファンド等、銀行以外の銀行類似機関を「shadow banking system」、陰の銀行システムあるいは「parallel banking」、パラレル・バンキング」といわれる。
- (15) 取引先ファンドのレバレッジの監視や取引額の制限などがあげられている。
- (16) 保有義務は、投資家とリスクを共有させインセンティブを合致させるためとされる。すでにEUでは5%保有義務が課せられている。
- (17) Hair-cutとは、例えばレポ市場などにおいて担保となる国債等の担保掛目の減額部分を指す。
- (18) もっとも、G30は、預金保険を受ける銀行について、自己勘定トレーディングの制限、ヘッジ・ファンド等の私募ファンドのスポンサーになることを禁止する、などの提案を行っている。G30, Financial Reform, A Framework for Financial Stability, 15 January 2009 (<http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>)

(にかみ きよし・客員研究員)

リーマンショック・MMF・FRB

伊豆 久

1 はじめに

リーマンブラザーズが倒産してから一年が経過した。一時は、一九三〇年代の大恐慌を上回る危機も懸念されたが、少なくとも現在のところ、金融市場は落ち着きを取り戻し、景気も底を打ったように見える。各国中央銀行、政府の緊急対策が一定の成果を挙げたと言つてよいであろう。

では現時点から振り返ると、リーマンショックとは何だったのか、いかなるショックだったのだろうか。

リーマンという一つの会社の倒産が世界経済にここまで大きな影響をもたらしたのは、もちろん第一に、それが、米国金融当局の〈Too Big To Fail〉政策からの転換を示すものとみなされたからである。半年前（〇八年三月）のベアスターンズ危機の際には、FRBの支援のもとで（少なくとも形式上は）倒産を回避し、JPMオルガンによる救済合併が実現していたが、リーマンの場合には、関係者間の調整がまとまらなかったためとはいえ、結果的に当局が法的な破産を容認した形となった。大手金融機関といえども、常に当局によって救済されるわけではないことが明らかとなったわけで、サブプライムローン関連の巨額の評価損を計上していた大手金融機関の信用リスクが急騰した。短期金融市場でも疑心暗鬼が広がり、資金繰りの悪化と信用リスクの上昇が悪循環を描くようになる。そうなれば、銀行の貸渋りや証券化市場の機能低下（住宅・自動車等の関連融資の減少）を通じて実体経済に影響が及ぶことも不可避であった。

以上が、リーマンショックの主たる構図であるが、しかしもう一つ、これと重複するものの別個の波及経路として、リーマン債のデフォルトがMMF (Money Market Fund) の元本割れを引き起こし、それが短期金融市場の機能低下を増幅させるというルートがあったと思われる。そしてこれが、米国連邦準備制度理事会(FRB)に従来とは異なる政策を採らせることになったのである。

以下、小稿では、FRBの危機対策という観点から、リーマンショックが短期金融市場に与えた影響を整理検討することとしたい。

2 リーマンの破綻とFRB危機対策の変化

FRBは、サブプライムローン問題が深刻化した二〇〇七年末以降、様々な緊急対策を採ってきたが、それらは〇八年九月のリーマンの破綻を境にさらに大きく変化する。

変化の第一は、通貨供給量の急増であり、ショック直前には九六〇〇億ドルだったFRBの資産額(≠通貨供給額)は一ヵ月後には二兆ドルを超え、現在まで概ねその水準が維持されている。市場での資金のやりとりが困難になったことを受けて、巨額のドルを供給したのである。

もう一つの変化は、追加的に新たな資金供給方法を導入したことであり、右の量的な変化に対して質的な変化と言ってよいかもしれない。

すなわち、〇七年からリーマンショックまでに、FRBは、

①TAF (〇七年二月発表(以下同じ)、商業銀行向けの入札方式での窓口貸出)

②為替スワップ協定 (〇七年二月、欧州中央銀行を経由した欧州系金融機関へのドル供給)

③ シングル・トランシュ・オペ（〇八年三月、エージェンシーMBSを対象とするレポ・オペ）

④ T S L F（〇八年三月、大手証券会社保有の高格付けMBSを担保とする国債の貸出）

⑤ P D C F（〇八年三月、大手証券会社向けの窓口貸出）

等の緊急対策を導入してきたが、それらはいずれも、金融機関（大手証券会社を含む）への流動性（ドルまたは国債）の供給という点で共通している。

ところが、リーマンショック後に新たに導入されたのは、C P市場にターゲットを絞ったものばかりであった。リーマン破綻直後の、⑥ 〇八年九月一九日に発表されたA M L Fは、預金金融機関・銀行持株会社に対して、系列運用会社が運用するM M FからA B C Pを買い取る資金をノンリコースで融資するというものであり、⑦ 一〇月七日のC P F Fは、さらに一歩踏み込んで、F R BがS P Vを設立し、それが発行体からC Pを購入する資金をF R Bが融資するもの、つまりは、実質的にF R BがC Pの買い取りを始めたということになる。そして⑧ 一〇月二二日に創設されたM M I F Fは、同じくF R Bが設立したS P Vが適格投資家からC Pを買い取るための資金をF R Bが融資するものである。⁽²⁾

つまり、いずれもC Pに流動性を供給するもので、そのルートが、⑥ A M L FではM M Fの運用会社経由であったものが、⑦ C P F Fでは発行体からの買取りとなり、さらに⑧ M M I F Fでは投資家からへと広がっていったと言えるであろう。リーマンショックによって、F R Bは、ドルの供給額を量的に増大させると同時に、ショック以前の金融機関向け流動性供給では不十分と判断し、C P市場への直接的な資金供給に踏み込んだのである。F R Bにこうした異例の措置を促したのは、リーマン破綻を契機に発生したM M F市場における取付け騒ぎであった。

3 M M Fにおける取付けの発生

九月一五日にリーマンが破産法の適用を申請した翌日、リザーブ・プライマリー・ファンドの元本割れを発表した（一ドルに対して九七セント）。同ファンドは、リーマンの発行した短期債券を七億八五〇〇万ドル保有していたとされる（『日本経済新聞』〇八年九月一八日夕）。

これを契機にM M F全体に対する解約請求が殺到し、事実上の取付け騒ぎが発生したのである。

M M Fは、言うまでもなく預金とは異なり、元本の保証はなく、公的な保険も存在しない。しかしながら、以下のような制度的な措置によって、その安全性は極めて高いとみなされてきた。⁽³⁾ まず第一に、M M Fは、資産の九五%以上を複数の格付け会社から最上位格付けを得ている証券で占めねばならず、また組入れ証券の平均残存期間も九〇日以下でなければならない。

第二に、「ペニー・ラウンディング・メソッド」と呼ばれる四捨五入方法も元本割れを起こりにくくしてきた。日本であれば、元本一万円を基準とし一円未満で四捨五入するため、九九九円五〇銭未満となった時点、すなわち〇・〇〇五%以上の損失が出た時点で元本割れとなる。ところが米国では、一ドル（一〇〇セント）が元本で一セント未満を四捨五入するため、九九ドル五〇セント未満にならなければ、すなわち〇・五%以上の損失が出なければ元本割れとはならないのである。

そして第三に、事実上、運用会社による損失補填が認められている。組入れ証券が格下げまたはデフォルトとなった場合、運用会社やその親会社が、当該証券を買い取るなどして損失を埋めることが可能なのである。運用会社は、投資家からの信託を維持すべく当然に元本割れを回避するはずであり、したがって極めて元本保証に近い金融商品と考えられてきたのである。

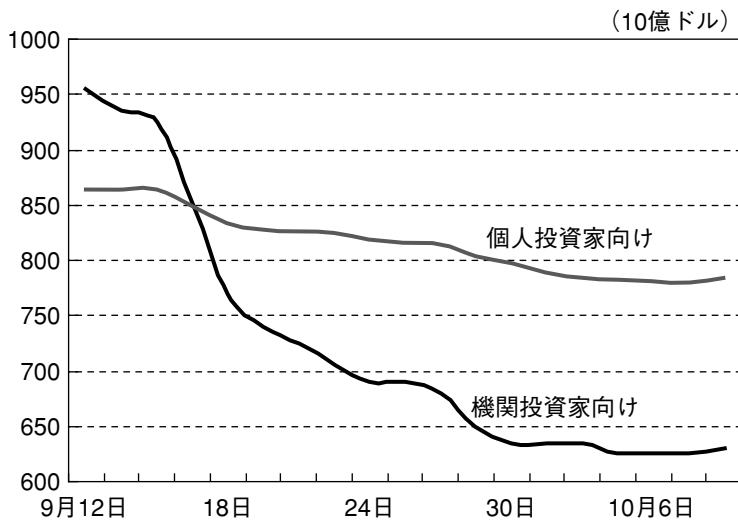
こうした理由から、これまで、米国におけるMMFの元本割れは一九九四年の一件のみであった。ところが、この「安全神話」がリーマン破綻による元本割れ銘柄の発生によって崩壊したのである。短期債務・CP等のデフォルトの拡大が懸念され、また大手証券会社はじめ経営不安が噂される運用会社（の親会社）の補填能力が疑問視されるようになった。

図1と2で、取付けの状況を見てみよう。米国では、MMFのうち、主たる組入対象を国債・政府機関債に限定しているものを「ガバメント・ファンド」、民間物を主たる対象としその分、高利回りを目指すものを「プライム・ファンド」と分類するが、図1は、プライム・ファンドをさらに、機関投資家向け・個人投資家向けに分けてリーマン破綻後の資産額の推移を示したものである。個人投資家の動きは鈍いが、機関投資家からは解約請求が殺到、九千億ドルを超えていた運用額は一〇月初頭には六千億ドルに急減している。およそ三千億ドルが一瞬にして消えたのであり、MMFはそれに見合うCP等の保有資産の売却を余儀なくされたはずである。

図2は、機関投資家向けのプライム・ファンドの資産額の推移をさらに、その運用会社の系列別（銀行系と証券会社系）にして見たものである。銀行系MMFより証券会社系MMFのほうが激しい取付けにあつていたことがわかる。これは、先に紹介したように、MMFは運用会社による補填が認められていたものの、リーマンの破綻によって運用会社の補填能力に注目が集まり、大手証券会社の体力により厳しい評価がなされていたことを意味している。

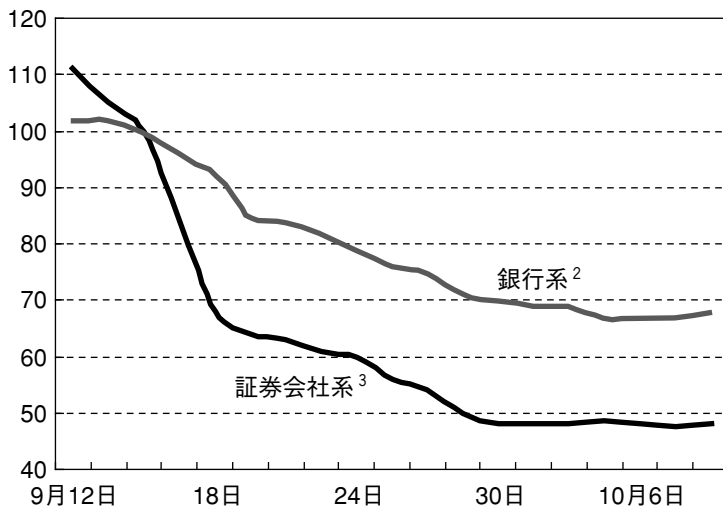
FRBが、先に見たようなCP市場に焦点を絞った資金供給を開始したのはこうした状況下においてであった。また米国財務省も、預金保険に類似したMMF版の保険を導入している。ファンドから、三カ月間で純資産の一または一・五パーシスポイントに相当する保険料を受け取る代わりに、九月一八日時点の基準価格を保証すると

図1 プライム・ファンドの資産残高



(出所) "US dollar market funds and non-US banks," BIS, *Quarterly Review*, March 2009.

図2 機関投資家向けプライム・ファンドの資産残高¹



(注1) 2008年9月16日の残高をそれぞれ100として指数化。

(注2) バンクオブアメリカ、バンクオブニューヨーク、パークレイズ、JPモルガン、ステートストリート、ワコビア、ウェルズファーゴ。

(注3) ゴールドマンサックス、メリルリンチ、モルガンスタンレー。

(出所) 図1に同じ。

いうもので、MMFの九八%以上が参加したとされる。実際に政府の保証を受けるケースは現れなかったが（保険は今年九月一八日に終了）、こうした異例の措置も市場の安定に大きく貢献したと思われる。

4 中央銀行とMMF

FRBは、二〇〇七年末から従来にはない手法でドルを供給してきたが、それらの多くは、それまでのFRBの資金供給方法の「特殊性」に由来するものであった。それらは、限られた数のプライマリー・ディーラーのみをカウンターパーティとし、国債等の買切りまたはレポのみを手段とするという従来の制限的な方法を緩和するということに主眼があったように思われる（注1拙稿参照）。しかし、リーマンの破綻後は、新たに一兆ドルを供給するとともに、MMFを主たる購入者とするCPに流動性を与え始める。ここにこそ、FRBの「非伝統的」政策の核心があったように思われる。なぜなら、それは、中央銀行の本来の役割を大きく逸脱しているからである。

中央銀行は、「銀行の銀行」として流動性不足に陥った商業銀行に現金を供給する。それが必要なのは、銀行は、短期（一覽払い）の預金と長期の融資債権という期間のミスマッチを常に抱えており、流動性リスクに対して本来的に脆弱だからである。またそうした「最後の貸し手機能」が可能なのは、中央銀行は、同時に「政府の銀行」であることから強制通用力をもちかつ不換紙幣である銀行券の発行という特権を認められており、理屈上無制限の流動性供給をなしうるからである。

しかしながら、MMFに対しては、そうした流動性供給措置は従来認められてこなかった。それは第一に、MMFの抱える流動性リスクは銀行より小さいと考えられるからであろう。MMFの換金性は、銀行の一覽払い預

金と極めて近いが、投資対象（保有資産）は、銀行が流通市場の存在しない中長期の融資債権であるのに対して、MMFの場合は短期債券で流通市場が存在する。第二に、銀行は民間企業とはいえ、その債務は「通貨」として決済システムにおいて決定的に重要な役割を担っているのに対して、MMFは換金性・安全性の高さから準通貨的機能を果たすようになったとはいえ、厳密には価格リスクを含む投資証券に過ぎないからであろう。そして第三に、資金循環全体においては、銀行による資金仲介（間接金融）の役割が、MMFによるそれよりも大きいという事情が、非常に重要であったと思われる。

ところが、こうした状況は過去二〇年ほどの間に徐々に変化し、とりわけここ数年間のクレジット・バブル期に急激な変化を遂げたのである。

預金という資金源泉をもたない投資銀行は、レポやCPを使って資金を調達し、レバレッジを高めたが、それらへの資金提供者は結局のところMMFである。住宅、自動車、クレジットカード、奨学金等の個人向け融資は、米国の実体経済にとって非常に大きな役割を果たしているが、それらは投資銀行による証券化によって維持され、さらにそのファンディングにおいてMMFが中心を担ってきたと言えるであろう（右に述べた第三の要因の変化Ⅱ証券化・直接金融化の進展）。

そして同時に、MMFの投資対象であるレポやCPにおいて大きな変化が生じていた。レポでは、国債のみならず高利回り債やサブプライムローン担保の証券化商品も担保として利用されるようになり、CP市場ではSIVなどが抱えるMBS等を担保とするABCPのウェイトが高まっていた。それらは掛け目の設定や高格付けの維持等によって高い安全性と流動性を維持するはずであったが、サブプライムローンの不良債権化が明らかになると、関連する証券化商品は流動性を失い、したがってMMFでは小さかったはずの流動性リスクが顕在化する

ことになったのである（第一の要因の変化はMMF投資対象の流動性の低下）。

こうした中で、元本割れするMMFが現れある種の取付けが発生した時、FRBは、「伝統的金融政策」の制約を乗り越えて、MMF市場、CP市場に介入せざるをえなくなったのである。

したがって、現在、MMFの投資対象の安全性や流動性を高める方向への制度改革が進められているが、それでも、MMFにおける「最後の貸し手」をどうするかという問題は今後に残るように思われる。

注

(1) 拙稿「バランスシートから見たFRBの金融危機対策」本誌二〇〇九年六月号参照。

(2) ただし、MMIFFは設立されたものの、実際には稼動しておらず、今月三〇日をもって終了する。AMLFとCPFは来年二月一日までの予定。また、FRBはリーマンショック後、これらの他に、TALF（〇八年一月、ABSに対する流動性供給）を導入し、さらにAIG向けの特別融資も実施している。

(3) 岩井浩一・三宅裕樹「米国MMFの元本割れ懸念とその回避策」『資本市場クォーター』二〇〇八年春号、三宅裕樹「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」同秋号、松尾健治「過去最大のMMF資金流出で米CP市場が大ピンチ」『週刊金融財政事情』二〇〇八年一月六日号参照。

(いず ひさし・客員研究員)

フラッシュ・オーダー

～問題の真相～

吉川 真裕

二〇〇九年七月二四日、フラッシュ・オーダー (Flash Order) という形でナスダック等の株式取引市場が特定顧客に一般投資家よりも三〇ミリセカンド (〇・〇三秒) 早く市場情報を提供しており、この情報を購入した顧客は自動売買機能を持つプログラムを利用した超高速取引 (High-Frequency Trading) で巨額の利益を上げているとニューヨーク・タイムズ紙が報じ、事情を知らない人々を驚かせた。そして、その日の夕方にはシユーマー上院議員 (民主党、ニューヨーク州) が証券取引委員会 (SEC) のシャピロ委員長にフラッシュ・オーダーをSECが禁止しなければ議会が禁止法案を準備するという書簡を送ったことが各紙で報じられた。フラッシュ・オーダーに対する批判の高まりを受け、八月六日にナスダックとBATSが九月からフラッシュ・オーダーを停止することを発表する一方、九月一八日にはSECがフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更案を公表し、一月二三日までのパブリック・コメント提出期間を経て、フラッシュ・オーダーが禁止される見通しがほぼ固まっている。

本稿では、フラッシュ・オーダーの禁止に至る経過とSECの規則変更案を紹介し、フラッシュ・オーダーという問題の陰に隠れた「ダーク・プール」と呼ばれる気配情報を公開しない取引市場の問題について考察する。

1 フラッシュ・オーダーの禁止に至る経過

(1) 誤解に基づく報道

二〇〇九年七月二四日、フラッシュ・オーダーという形でナスダック等の株式取引市場が特定顧客に一般投資家よりも三〇ミリセカンド早く市場情報を提供しており、この情報を購入した顧客は自動売買機能を持つプログラムを利用した超高速取引で巨額の利益を上げているとニューヨーク・タイムズ紙が報じ、事情を知らない人々を驚かせた。⁽¹⁾そして、その日の夕方にはシューマー上院議員がフラッシュ・オーダーをSECが禁止しなければ議会が禁止法案を準備するという書簡をシャピロSEC委員長に送ったことが各紙で報じられ、フラッシュ・オーダーという言葉が一躍注目を集めることになった。

フラッシュ・オーダーという言葉は即座に取り消される指値注文を指し、点滅気配 (Flickering Quotes) と同義の言葉として使われていたが、レギュレーションNMSの中では最良気配提示時間に応じて支払われる情報量収入を得る目的で乱用される可能性があるとして、一秒未満の最良気配は全米最良気配 (NBBO) に反映されないことになり、最良気配が無視されて注文執行が行われないようにした注文保護規則 (トレッド・スルー規則) の対象にも含まれないことになった。ところが、レギュレーションNMSの対象でもある株式オプション市場では最良気配を提示した市場への注文回送前に最良気配を含めた、より有利な価格でのオークションを五セント刻みの値幅の価格改善手段としてボストン・オプション取引所が二〇〇四年に導入し、フィラデルフィア証券取引所、シカゴ・オプション取引所 (CBOE)、インターナショナル・セキュリティ・エクスチェンジでも同様の仕組みが採用される一方、株式市場でもCBOE証券取引所 (CBSE) とECNであるダイレクト・エッジが他市場への注文回送前に注文を呼び込む手段として採用し、他市場への注文回送前に一秒未満のオークションを

通知する仕組みがフラッシュ・オーダーと呼ばれるようになっていた。そして、ダイレクト・エッジでの取引が急速に拡大し、二〇〇九年三月にはアメリカ第三位の株式市場となるに及んで、二〇〇九年六月にBATSとナスダック、七月にはナスダックOMX・BX（旧ボストン証券取引所）も類似の仕組みを導入していた。

ニューヨーク・タイムズ紙の記事では自市場の最良気配が全米最良気配に劣り、全米最良気配で執行可能な注文が自市場にきた場合にのみフラッシュ・オーダーが用いられているという事実を明らかにせず、全米最良気配よりも有利な価格情報を特定顧客にいち早く知らせているように報じており、この記事は明らかに誤報である。しかし、新聞記者にこうした誤解を生みかねない状況があったこともまた事実である。まず、超高速取引を行う一握りの業者が株式市場での取引の半分以上を行っており、二〇〇八年には二一〇億ドルの利益を上げているという調査会社TABBグループのレポートの数字がしばしば引用されていた。そして、ゴールドマン・サックス（GS）で超高速取引に携わっていたロシア人エンジニアが転職する際にプログラムの一部を持ち出した容疑で二〇〇九年六月に連邦捜査局に逮捕されるという事件があり、このプログラムが乱用されれば株価操作が行われる可能性があるというコメントをGSが出したことによって、GSが株価操作紛いのことをしているのではないかという疑念が強まっていた。さらに、二〇〇九年七月に発表されたGSの四半期決算は市場予想を大幅に上回るものであり、超高速取引で秀でたGSが一般投資家よりも有利な情報を利用して利益を上げているに違いないという推測がされかねない状況であった（ただし、GSの利益の大半は債券取引と商品取引から生じていた）。

（２）シューマー上院議員の圧力

七月二四日金曜日のニューヨーク・タイムズ紙の報道に基づき、その日の夕方にはシューマー上院議員がダイ

レクト・エッジ、ナスダック、BATSでのフラッシュ・オーダーをSECが禁止しなければ議会が禁止法案を準備するという書簡をシャピロSEC委員長に送った。七月二七日月曜日にはSECのスポークスマンがフラッシュ・オーダーについての検討を開始したというコメントを出したが、ニューヨーク・タイムズ紙の報道は正確であるという説明は行われなかった。シューマー上院議員に恥をかかせないためか、シューマー上院議員も正確に理解していることを知っているからなのかは不明である。また、七月二七日にはナスダックのグレイフェルドCEOもシャピロSEC委員長に書簡を送り、フラッシュ・オーダーは市場の一部に過ぎず、この機会にダーク・プールを含めた市場構造を検討することを求めた。

七月二八日にはナスダックのグレイフェルドCEOがフラッシュ・オーダーの禁止を支持したとシューマー上院議員が発表した。ナスダックはこの報道にコメントをしなかった。他方、七月三〇日にはBATSのラターマンCEOもフラッシュ・オーダーの禁止を支持する内容のニュースレターを顧客に送付した。そして、八月四日にはSECがフラッシュ・オーダーを禁止することをシャピロ委員長が約束したとシューマー上院議員が発表した。SECからもダーク・プールに関する検討を六月に指示して以来、フラッシュ・オーダーに伴う不平等をできるだけ速やかに取り除くことをスタッフに命じたというシャピロ委員長の声明が発表された。この期に及んで大勢は明らかであり、八月六日にはナスダックが九月一日からフラッシュ・オーダーを自主的に停止するという発表を行い、同日、BATSも九月一日からフラッシュ・オーダーを自主的に停止することを発表した。

九月一八日のSECのコミッショナー会議では五人の委員全員がフラッシュ・オーダーの禁止提案を支持し、規則変更案が公表された。コメント提出期限は一月二三日であり、規則の施行には再度、SECのコミッショナー会議での投票を必要とするが、フラッシュ・オーダーの禁止はほぼ確実であると見られている。

2 SECの規則変更案⁽²⁾

(1) 規則変更提案文書での確認事項

まず、二〇〇九年七月時点で株式オプションを対象としてフラッシュ・オーダーを採用している取引所は、ボストン・オプション取引所、シカゴ・オプション取引所、インターナショナル・セキュリティ・エクスチェンジの三つ、株式を対象としてフラッシュ・オーダーを採用している取引所とECNは、CBOE証券取引所、ダイレクト・エッジ(ECN)、BATS証券取引所、ナスダック証券取引所、ナスダックOMX・BX証券取引所の五つであり、フラッシュ・オーダーを用いた取引が全市場での取引に占める比率は株式オプションで一・九%、株式で三・一%と推定されている⁽³⁾(なお、九月一日からBATS、ナスダック、ナスダックOMX・BXではフラッシュ・オーダーを停止しており、株式を対象とした取引比率は低下しているものと予想されている)。

他方、「ダーク・プール」と呼ばれる気配値を公表しない市場での株式取引が全市場での取引に占める比率は約八%に達するという数字を引用しており、気配値を公表しないという点ではフラッシュ・オーダーと同じでありながら、レギュレーションNMSでの規制の対象とはなっていない市場の存在について懸念を表明している。さらに、NYSE・ARCA(旧アーキペラゴ証券取引所)の名前を上げて、自市場で注文が即座に執行されない場合にダーク・プールに注文を回送する取引所もあるとして、ダーク・プールが取引所とリンクした「隠れた市場」となる可能性を危惧している。そして、フラッシュ・オーダーがダーク・プールとリンクするメカニズムや、ダーク・プールにアクセスする他のメカニズムがフラッシュ・オーダーと同様な問題を含んでいるかどうかについてもコメントとデータを求めており、ダーク・プールに対する規制をSECが検討していることを明らかにしている。

(2) 提案内容

フラッシュ・オーダーは全米気配情報(CQS)を通じてすべての投資家に情報が公開されるわけではなく、投資家に平等な機会を与えるものではないので禁止する。

そのために、一九三四年証券取引所法の下での気配提示の例外規定としてこれまで認めてきたフラッシュ・オーダーを認めないものとする。

具体的には、レギュレーションNMSのルール六〇二を変更し、株式と株式オプションの取引に関する気配提示の例外規定そのものを削除する。

そして、このレギュレーションNMSルール六〇二の修正が認められた場合には代替的取引市場(ATS)によるフラッシュ・オーダーの取り扱いを定めたレギュレーションATSのルール三〇一(b)についても同様の変更を行う。

この結果、全米最良気配で執行可能な価格でフラッシュ・オーダーを配信することはレギュレーションNMSのルール六一〇(d)が禁じている、全米最良気配と自市場の気配値が対当することになるロッキング・クォーテーション(locking quotation)、または全米最良気配と自市場の気配値が交差することになるクロッシング・クォーテーション(crossing quotation)に該当し、禁止されることになる。

また、全米最良気配よりも有利な価格でフラッシュ・オーダーを配信することはレギュレーションNMSの注文保護規則に違反し、禁止されることになる。

ただし、この規則変更によって従来のフラッシュ・オーダーは禁止されることになるが、全米最良気配よりも有利な価格で指値注文を出し、即座に取り消すという行為自体は禁止されるものではない。

3 何が問題なのか

二〇〇五年六月に公表されたレギュレーションNMSのファイナル・リリースにおいて、全米最良気配を提示していない取引市場が全米最良気配で執行可能な注文を受けた場合には、全米最良気配を提示している市場に注文を回送するか、全米最良気配にある指値注文を消化してから自市場で当該注文を執行しなければならない、という規則の導入が明らかになっていたのだから、二〇〇六年にダイレクト・エッジの拡張流動性プログラム（ELP）がSECによって認可され、フラッシュ・オーダーが認められてきたことは信じがたい。確かに、株式オプション市場では従来からトレード・スルー規則はあっても注文回送義務がなく、株式市場で行われた呼値のセント化（decimalization）も行われていなかったから、二〇〇四年にボストン・オプション取引所が価格改善プログラム（PIP）として導入したオークション等には意義があったかもしれない（株式オプション市場では二〇〇九年七月に注文回送義務が施行された）。百歩譲って、レギュレーションNMSの施行までの一次的な措置として認められたとしても、二〇〇七年一〇月に株式市場でレギュレーションNMSが完全施行された後もダイレクト・エッジとCBSEでフラッシュ・オーダーが認められ続けたことは理解に苦しむ。

したがって、今回、フラッシュ・オーダーの禁止につながる規則変更がSECから提案されたことは当然であると考えられる。むしろ、シューマー上院議員の圧力に屈してSECが規則変更を行ったという印象が強まれば、今後の政治介入につながりかねないと危惧するところである。

ところで、今回の規則変更案の提案過程で奇妙な点はSECが三カ月前にナスダックとBATSにフラッシュ・オーダーの導入を認可しておきながら、その失敗にはほとんど触れずにフラッシュ・オーダーの禁止を提案していることであり、フラッシュ・オーダーを禁止されるナスダックとBATSがその決定に全く反対していな

いことである。一説によれば、ナスダックとBATSのフラッシュ・オーダーの認可申請はダイレクト・エッジのフラッシュ・オーダーを禁止させるために行ったものであり、認可されるとは思っていなかったという見方もある。⁽⁵⁾この説を裏付けけるかのように、BATSはBOLTと名付けたフラッシュ・オーダーが認可され、フラッシュ・オーダーに対する批判が強まる前の七月六日のニュースレターでフラッシュ・オーダーに対する規制の見直しに参加する用意があると表明していたし、ナスダックのグレイフェルドCEOも七月二七日のシャピロSEC委員長宛の書簡でフラッシュ・オーダー、注文の内部付け合せ、拡張流動性提供者、ブロック・トークを含めたダーク・オーダーと市場構造の問題を検討する好機であると述べていた。⁽⁶⁾他方、ニューヨーク証券取引所やGETCO、SIFMA、モルガン・スタンレーから認可反対のコメントを受けながらナスダックとBATSのフラッシュ・オーダーを認可したばかりのシャピロSEC委員長は六月一八日の講演でダーク・プールに対する規制を導入する準備を進めていると語っていた。⁽⁷⁾

こうした点を総合して考えると、SECはダーク・プールの規制が株式取引市場に関する最重要課題と見ており、フラッシュ・オーダーの問題はその一部であり、ダーク・プール規制の中で取り上げようとしていたのではないだろうか。さらに勘ぐれば、フラッシュ・オーダーの問題が注目を浴びれば浴びるほど、フラッシュ・オーダーと同様に投資家を差別していることになるダーク・プールに対する規制が賛同されやすいと考えたのではないだろうか。フラッシュ・オーダーを禁止する規制変更案の中でも再三にわたってダーク・プールに対する規制を準備中であることが書かれており、フラッシュ・オーダーの問題はより大きなダーク・プール規制の一部であると考えられている形跡が見られる。

ダーク・プールとは気配情報を公開しない市場を指し、伝統的にはアップ・ステアーズと呼ばれた証券会社が

大口注文を持つ顧客と相対で行う取引などがこれにあたる。これに対して、証券会社を介さず、投資家同士が取引を行う市場としてインスティテュートやリクイドネットといった市場が生まれ、取引所の取引価格を利用するクロッシング・ネットワーク、取引所の取引価格の中値を用いるミッド・ポイント・マッチなど、さまざまな形態も生まれた。そして、情報処理技術の進歩とともに取引所と同様に取引を執行するシステムが大手証券会社等によって開発されている。近年、拡大しているのは最後のタイプのものであり、取引所に確定気配を出すことなく、IOI (indication of interest) という形で待機させ、利用者の意図を顕在化させずに取引を成立させるというタイプのものである。そして、その利用者は小口の投資家ではなく、気配情報から需要を読み取られない大口投資家である。なお、こうした大口投資家は気配情報だけでなく、取引情報からも需要を読み取られることを嫌い、取引所やECNへの注文回送にも積極的ではない。

取引所や一定以上の規模のECNはレギュレーションNMSの対象であり、注文回送義務を負うのに対して、ダーク・プールはレギュレーションNMSの適用対象になっておらず、注文回送の義務も負わない。ダーク・プールの利用者は取引所やECNに注文を回送することができるが、取引所やECNの利用者はダーク・プールに普通は注文を回送できない。こうした非対称性が投資家を二分させ、取引所やECNの利用者を不利にしているのではないかという点がダーク・プール規制の背景にあるものと考えられる。

また、かつて取引所とECNの差と考えられた規制の度合いの違いも取引所やECNとダーク・プールの間では一段と大きくなっている。取引量が六カ月中四カ月間で取引対象の5%を越えたダーク・プールは気配の公表を義務づけられているが、取引所やECNに課されるような規制は存在しない。注文執行という同じ機能を果たしながら規制の度合いが大幅に違うダーク・プールに対して、取引所やECNが相応の規制を求めることはやむ

を得ず、もし規制がかからないとすればダーク・プールを取り込んで取引所やECNが規制の抜け穴を利用することが考えられる。すでにBATSは取引所に来た注文をいったんダーク・プールに回送してから注文が成立しなければ取引所で執行するというダーク・スキャンという注文形態を導入している⁽⁸⁾。

フラッシュ・オーダーとダーク・プールでは何が同じで何が違うのか。共通点はすべての投資家が利用できるわけではなく、投資家の格差を拡大させる可能性が高いことであろう。そして、取引市場の平等な扱いを妨げ、市場間競争を歪める可能性を秘めていることであろう。相違点は今のところ、スピードを売りものにするダーク・プールは見当たらず、注文処理速度の速さはダーク・プールにとってさほど問題になっていないところであろう。しかし、取引所やECNが規制回避のためにダーク・プールを利用するようになれば注文処理速度の速さもダーク・プールに要求されることになるかもしれない。

NMSの構築によって市場間競争を促進しようとしたSECは取引所間の競争が活発化しないことに見切りをつけ、私設取引システム(PTS)の参入を認め、取引所とPTSの市場間競争を後押しした。しかし、PTSが拡大するとレギュレーションATSを導入し、ATS(PTS)にも一定の規制をかけることで取引市場の競争をより対等化した。その結果、規模の大きなATSは取引所となり、取引所間の競争が活発化した。他方、取引所の電子化を後押しするためにレギュレーションNMSをSECは導入し、全米最良気配に劣る取引市場には注文の回送または消化を義務付けた。超高速取引の活発化などから取引所に指値注文を出すことを敬遠し、ダーク・プールを利用する大口投資家が増えた今、SECはレギュレーションDPとでも呼ぶべき規制を導入しようとしている。気配情報を公表しないことがダーク・プールの根幹であるから、全米最良気配の注文を消化してからダーク・プールでの取引を執行することあたりが最終的な落としどころになるのではないかと考えられる。

注

- (1) Charles Dunigg, "Stock Traders Find Speed Pays, in Millisecond," *New York Times*, 24 July 2009, "Traders Profit With Computers Set at High Speed," *NYTimes.Com*, 24 July 2009.
- (2) Securities and Exchange Commission, "Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-60684; File No. S7-21-09] RIN 3235-AK40, 18 September 2009 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684.pdf>).
- (3) の白の大書じちナスタントOMX・デューン(旧フューチャールフュー証券取引所)の株式オプションを対象としたフ
ィンシヤ・ホーターが金持をいじやうな' 々の戦田を画ふなじやう。
- (4) Nina Mehta, "Inching Toward Dark Pool Reporting Standard," *Traders Magasin Online News*, 26 June 2009 (<http://tradersmagazine.com/news/dark-pool-reporting-103943-1.html>).
- (5) Norm Alster, "Rival Exchanges, Flash Trading, Dark Pools Erode NYSE's Role," *Yahoo! News*, 27 August 2009 (http://news.yahoo.com/s/ibd/20090827/bs_ibd/20090827general/print).
- (6) "BOLT - Flash - ELP," *BATS Global Markets Newsletter*, 6 July 2009 (<http://batstrading.com/resources/newsletters/2009-07-Newsletter.pdf>), Michael Mackenzie, Joanna Chung and Aline van Duyn, "SEC to review 'flash' orders," *financialTimes.com*, 28 July 2009.
- (7) Mary L. Shapiro, "Address before the New York Financial Writers' Association Annual Awards Dinner," *SEC Speech*, 18 June 2009 (<http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch061809m1s-2.htm>).
- (8) Liz Moyer, "Flash Trading Flight Reignites," *Forbes.com*, 17 September 2009. (ふじな せ せやうの・金融市場)

〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場

横山 史生

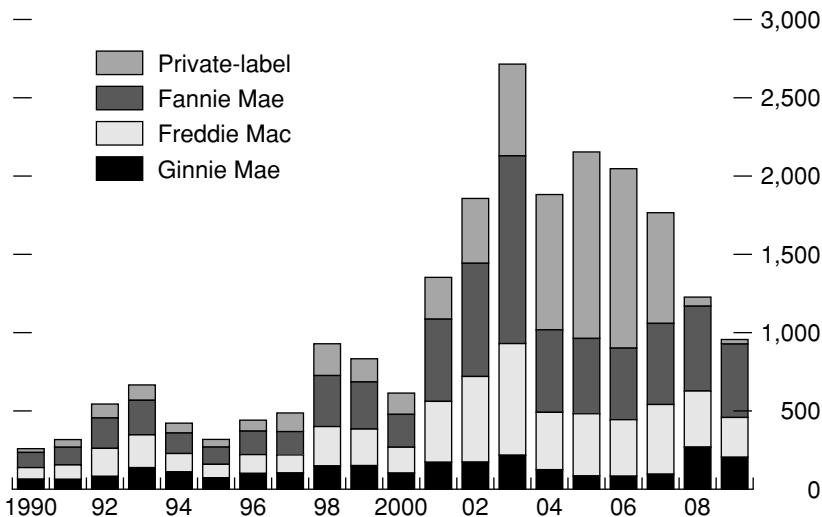
はじめに―証券化商品市場の〈混乱〉と〈再開〉

米国における住宅ローン債権証券化商品であるMBS (Mortgage Backed Securities) は、原債権の信用度のレベルによって証券化主体が異なっており、政府系住宅金融機関により証券化される公的MBSと民間金融機関により証券化される民間MBSに大別され、サブプライム・ローンの証券化商品は民間MBSである。従来は公的MBSが中心であったが、二〇〇〇年代前半にサブプライム・ローンの肥大化を背景に民間MBSが増大し、二〇〇六年にピークをつけたが、ブームの終焉とともに急減している(図1)。MBS市場の混乱は、MBS以外の様々なタイプの証券化商品(ABS、ABCP、CDO等)にも影響を及ぼし、これらについても二〇〇七年以降、急減している(図2)。

サブプライム・ローンおよび同証券化商品の市場の混乱は、このように急激な量的変動を伴っただけでなく、経済社会全体への影響が甚大・深刻であったため、証券化商品そのものを否定的に捉える見方も一部に生じたが、証券化そのものは、多様な資産の流動化、オフ・バランス化によって資金調達の多様化に資するという前向きな機能を備えているものであり、その機能が順当に働くような環境が今後に回復され、証券化商品市場が再スタートを切ることを展望する動きが出てきている。そのためには、当然ながら、サブプライム・ローン証券化商品の市場の混乱を引き起こした背景や問題点を踏まえ、改善策を取ることが必要である。そのような制度改善の方向

図1 米国における民間MBSおよび公的MBSの発行額

(In billions of U.S. dollars)

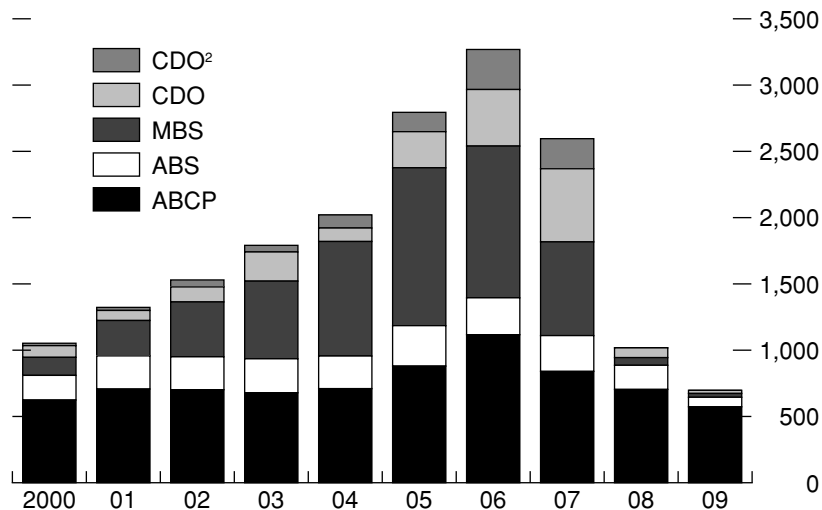


(注) 原資料はInside Mortgage Finance.

(出所) IMF [2009], p. 12, Figure 2.7.

図2 米国における証券化商品の類型別発行額

(In billions of U.S. dollars)



(注) FRB, Inside Mortgage Finance等資料によりIMF推計。

MBSは民間発行分のみ。CDOは貸付債権等証券化商品、CDO²は二次証券化商品を示す。

(出所) IMF [2009], p. 8, Figure 2.3.

性と一体となったものとして、証券化市場の「再開 (restart)」、「再建 (rebuilding)」、「信頼回復 (restoring confidence)」を模索する議論が、各方面で展開されてきているのである。

サブプライム問題に端を発する証券化商品市場の混乱への対応策の一環として、証券化商品によって流動化されている原資産ないし裏付け資産の信用リスクの程度およびその変動に関する情報を、証券化の組成・販売のプロセスで従来以上に十分に開示・伝達することにより、投資家が証券化商品の市場価格の変動を的確に把握するための態勢を整備するという、裏付け資産情報の透明性 (transparency) ないし追跡可能性 (traceability) を向上させることへの指向が強まってきている。本稿では、証券化商品市場の「混乱」から「再開」を展望する際に、証券化商品の裏付け資産にかかる情報の伝達・開示の程度を高め透明性を向上させる方向性での議論および制度改正の動向を整理する。

1 〈混乱〉から〈再開〉への筋道の整理

IMFは四半期定例報告書「グローバル金融安定性レポート (Global Financial Stability Report)」の二〇〇九年一〇月号の第二章を「証券化商品市場の再開 (Restarting Securitization Markets)」と題し、近時における混乱を背景に規模としても縮小している証券化商品市場が再び機能するようになることを目指して各方面で進められている制度改善について概観している。そこでは、証券化が多様な資産の流動化、オフ・バランス化によって資金調達の多様化に資するという機能を前向きに評価する視角が取られている。

IMFは、証券化市場の混乱の原因・背景について次のように整理している。すなわち、

①投資銀行が自ら組成した証券化商品をSIV等を通して大量に保有したこと等から、リスク分散という証券

化本来の機能が發揮されなかったこと、

② CDOによる重層的証券化など過度に複雑なストラクチャを持つ商品が拡大したため、投資家が適切な投資判断を下すことが困難になり、格付け情報への安易な依存を強める場合も多かったこと、

③ 格付機関が証券化商品の格付けに用いるモデルおよびデータが、証券化をめぐるマクロおよびミクロの環境が良好であった時期の経験をもとにしたものであったため、環境の極度の悪化という事態に対応できなかったこと、

④ 証券化商品にかかる会計原則が一貫性に欠けたこと、流動性の低い証券化商品の時価評価が困難になったこと等、会計処理上の諸問題、

等である。その上で、各方面で進められている制度改善の動向として、

- (a) 格付機関に関する改革（IOSCOによる格付機関行動準則の設定、米欧各国規制当局による格付機関に対する証券化商品格付け手法の公表義務付け等）
- (b) 情報開示および透明性の向上（証券化商品の裏付け資産の状態の変化にかかる情報伝達の充実等）、
- (c) 金融商品にかかる会計基準における証券化商品の取扱いの見直し、
- (d) 銀行にかかる自己資本規制における証券化商品の取扱いの見直し、
- (e) 証券化商品のストラクチャの簡素化・標準化、

等を挙げている。

このうち「(b) 情報開示および透明性の向上」に関する記述を詳細にみると、証券化商品にかかる情報開示および透明性の向上、とりわけ証券化商品の裏付け資産にかかる詳細な情報の開示は、証券化に関わる様々な市

場参加者がそれぞれに適切なデュー・ディリジェンスを行うことに資するものであり、格付け情報への依存を弱めることも可能になる、としている（IMF[2009] p. 21）。

これと同様の整理は、BISによる四半期定例報告書「クォーターリー・レビュー（BIS Quarterly Review）」の二〇〇九年九月号に掲載されたスタッフ・レポート「今後の証券化商品市場（The Future of Securitization）」においても行われている。そこでは、今次の金融危機によって明らかになった証券化商品市場の構造的な問題として、

① 証券化商品のストラクチュアの過度の複雑化、

② 証券化商品の情報非対称性の大きさ、情報開示上の透明性の不十分さ、

③ 格付けへの過度の依存、

等を指摘し、これら問題点を踏まえた改善の方向性として、

(a) ストラクチュアの複雑性の軽減（セルサイドにおけるストラクチュアの標準化、トランシェ設定数の削減、信用補完の抑制等が進んできていること）、

(b) 透明性の向上（バイサイドにおける投資判断に資するために、裏付け資産にかかる情報の伝達を改善すべきとの方向性が出てきていること）、

(c) 格付けおよびその利用の改善、

等を挙げている（Fender and Mitchell[2009], pp. 32-35）。

2 規制・監督当局レベルでの検討の動向

(1) G7レベル

G7財務大臣・中央銀行総裁会議の下部機関である金融安定化フォーラム(FSF)⁽¹⁾が二〇〇八年四月のG7へ提出した「市場と制度の強靱性の強化に関するFSF報告書(Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience)」では、「証券化プロセスと市場の透明性」という項目群において、証券化商品の裏付け資産に関する情報の組成当初および継続的なベースでの(on an initial and ongoing basis)提供および利用の拡充と標準化に言及しており、それらにはオリジネーター、アレンジャー、デイストリビューター、投資家およびその資産管理人、格付機関といった各市場関係者それぞれの努力が必要と位置付けている。

また二〇〇八年一〇月のG7では、「G7財務大臣・中央銀行総裁の行動計画」において「モーゲージその他の証券化商品の流通市場を再開させる(restart)ための行動を取る。資産の正確な評価と透明性の高い開示、および質の高い会計基準の一貫した実施が必要」と表明されているほか、FSFも「市場と制度の強靱性の強化に関するFSF報告書・実施状況についてのフォローアップ」において、「証券化商品市場における透明性」の項目において「証券市場規制当局は、証券化商品およびその裏付け資産にかかる情報の拡張に向けて、市場参加者との共同作業を進めるべき」とするとともに、米欧日における市場参加者による取り組みが進んでいることに言及している。

(2) 米政府レベル

二〇〇八年三月、金融市場に関する大統領府ワーキンググループ(President's Working Group on Financial Markets)が公表した「金融市場の発展に関する政策方針(Policy Statement on Financial Market Development)」

証券化商品の投資家がデュー・ディリジェンスを改善するためにオリジネーターおよびアレンジャーが情報提供を充実させるべき、との見解が示されている。

二〇〇九年六月、財務省「金融規制改革：金融規制監督の再建のための新たな基盤（Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation）」^①で、「Ⅱ・金融市場に対する包括的規制の確立 A・証券化市場への監督・規制の強化」の五項目中三番目の項目で、証券化商品の透明性に言及している。この項目のタイトルは「SECは証券化市場の透明性および標準化の進展に向けた努力を継続するとともに、ABS発行体に報告を求める権限を付与されるべきである」とされており、同項目の本文では、ABS発行体はABSの裏付け資産である個別のローンに係るデータをローン・ブローカーまたはオリジネーターごとに分けて報告すべき、との方向性を打ち出している。制度面での具体化案はまだ公表されていないが、証券化商品の法定開示にかかる連邦証券規制体系であるレギュレーションAB（後述）の改正という形を取ることが予想される。なお、ABSの流通市場における売買価格にかかる透明性向上のために、FINRAによるTRAC E（社債売買価格の報告・公表制度）^②の対象にABSを加えることとすべき、との見解も示されている。

3 市場当事者レベルでの検討の動向

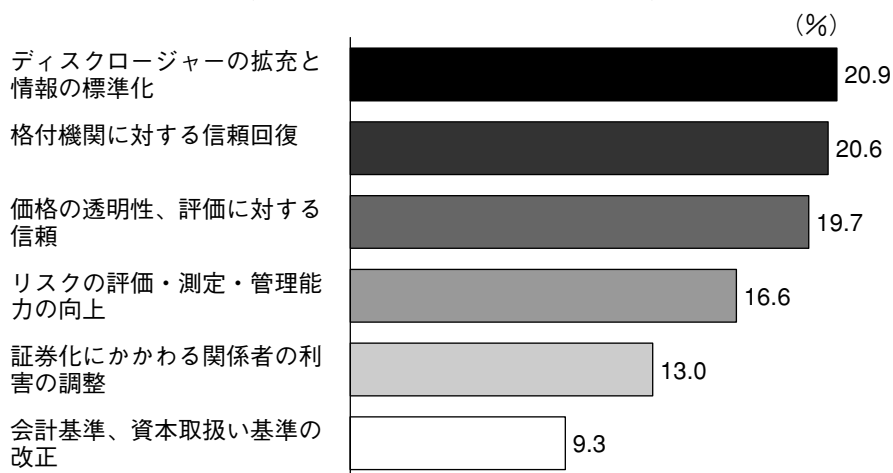
米国の証券化ビジネスに関係する発行者、投資家、サービサー、仲介業者、格付機関、法律・会計事務所などが加盟する団体である米国証券化フォーラム（American Securitization Forum：ASF）は二〇〇八年より、MBSを中心とする米国証券化商品市場の改善を目的とする「プロジェクト・リスタート（RESTART）」を進めている。「リスタート」とは、「再開（restart）」を意味すると同時に、プロジェクトの内容を示す「住宅ロ

ーン証券化にかかる透明性および情報開示 (Residential Securitization Transparency and Reporting)」という語句の省略形でもある。

同プロジェクトは二〇〇九年七月、MBSについて原資産の内容やリスクに関し開示・伝達されるべき情報を定型化・標準化した上で、それら情報の項目を整理・列挙したリスト(パッケージ)の案を作成した。発行時間示にかかる「ディスクロージャー・パッケージ」(The Disclosure Package)および発行後における継続開示にかかる「レポートイング・パッケージ」(The Reporting Package)である (ASF[2009])。

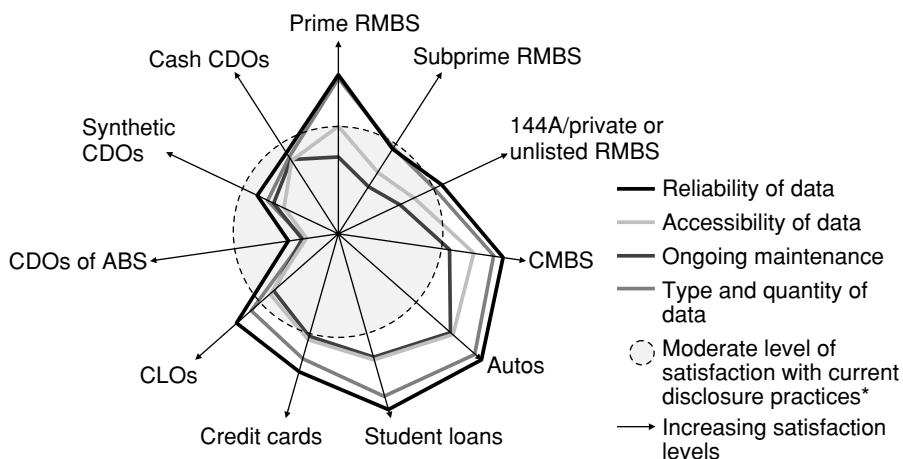
これらパッケージの作成の過程では、証券化商品市場の参加者・当事者自身が、市場のへ混乱へ期にはどのような問題があったのかを顧みる作業が行われた。その結果が、二〇〇八年二月にASFが米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association : SIFMA)、欧州証券化フォーラム (European Securitization Forum : ESF)、および豪州証券化フォーラム (Australian Securitization Forum : ASF)と共同で発表した「証券化市場の信頼を回復するために (Restoring Confidence in the Securitization Markets)」と題するレポートにおいて示されている (ASF, SIFMA, ESF and AUSF[2008])。そこでは、証券化市場の当事者が、①住宅ローン担保証券の裏付け資産についての情報ディスクロージャーの改善、②証券化商品の引受けおよび発行業務についての透明性の向上、③格付機関の信頼性の向上、④資産評価についての計算方法・前提等に対する信頼度の改善、等について改善の努力を進めるべき等との提言が行われている (図3を参照)。そこにおいて証券化商品の裏付け資産情報の開示の改善の必要性については、市場参加者へのヒアリング調査により、サブプライム・ローン証券化MBSやその再証券化商品であるABSCDOに関して従来の開示状況への満足度が低いことが示されている (図4)。

図3 証券化商品市場の信頼性回復のために必要な事項
(市場参加者に対するヒアリング結果)



(出所) 杉田 [2009]、13頁 (原図はASF, SIFMA, ESF and AUSF [2008], p. 40)。

図4 証券化商品にかかる裏付け資産情報の開示状況に対する満足度
(市場参加者に対するヒアリング結果)



(出所) ASF, SIFMA, ESF and AUSF [2008], p. 43.

4 市場当事者レベルの透明性向上策と法定開示との関係

証券化商品の裏付け資産にかかる情報、特に裏付け資産パフォーマンス情報の公表・伝達については、当然のことながら、法令による開示規制も課されている。米国ではそれは、一九三三年証券法および一九三四年証券取引所法に関するSEC規則「レギュレーションAB」(SEC Rule: Asset-Backed Securities, Release No. 33-8518; 34-50905; File No. S7-21-04) ⁽³⁷⁾と1935年より施行された。

発行開示においては、仕組みの開示だけでなく、たとえばモーゲージ債の場合、裏付け資産の期限前償還の進み方について過去の経験値の蓄積に基づいて開発された、標準化され比較的わかりやすいモデルに新規発行債を当てはめた情報等が開示されている。

継続開示については、裏付け資産に関する適切な情報、たとえば貸付残高、債務不履行状況、期限前返済状況、サービシング等に対する報酬、信用補完の利用状況等に関する情報の開示が要求されており、実際の開示例では臨時報告書に月次あるいは四半期ごとのサービサー・レポートが添付されているといわれる。

ただ、法定の継続開示が行われるのは基本的には半期ベースであるため、証券会社や投資家にとって機動的でタイムリーな情報提供には必ずしもならない。また私募により発行される場合は法定開示は課されないといった制約もある。これらに対応するために、法定開示以上の頻度でのタイムリーな情報提供のチャンネルとして、格付機関や各種情報ベンダー会社等が、公募債のみならず私募債をも含む幅広い証券化商品を対象に、価格情報や裏付け資産のパフォーマンス情報を公表している。このため、投資家が投資対象である証券化商品について客観的なデータに基づいて継続的にウォッチし、独自の判断を下すことが可能になっている。⁽⁴⁾今回ASFが定めようとしている情報開示パッケージは、このような市場当事者レベルでの裏付け資産情報開示のチャンネルを、証券

化市場の「混乱」を通り抜けた局面において再構成し、市場の「再開」に備えるものと位置づけることができよう。

おわりに

証券化商品の裏付け資産にかかる情報の開示を充実させ、投資家サイドからの要求に応じて遡及・追跡が可能な程度を高めるという動きによって、オリジネーター、アレンジャー、ディストリビューターといったセルサイドでの情報提供にかかる態勢が整えられることになるであろうが、そのようにして提供される情報をいかに使いこなすかという意味では、機関投資家やヘッジファンド、また投資主体としての金融コングロメイトなどバイサイドにおけるリスク管理のための態勢の整備を合わせて図っていくことが、いわば車の両輪として重要になっていくであろう。

サブプライム問題とは、証券化という金融手法が、いわば初期段階における創業者利得獲得（さまざまな裁定機会の創出・利用）の手段として一部の市場関係者によって利用されたために生じたものであったとも言えよう。サブプライム問題に端を発して、証券化商品市場のあり方に関して各国・各方面で進められている検討は、情報開示の改善による透明性の向上だけでなく多面的なものであるが、それらが全体として進展することにより、証券化という金融手法が各国・各地域の金融・資本市場総体の中で、効率性と公正性の両面を備えたルーティンとして定着していくことになるものと考えられる。

- (1) 金融安定化フォーラム (Financial Stability Forum: FSF) は、金融市場の監督およびサーベイランスに関する情報交換と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を促進することを目的に、G7蔵相・中央銀行総裁会議によって一九九九年に創設され、G7等各国の関連当局、金融監督関連国際機関(バーゼル委員会、IOSCO等)ならびにIMF、世界銀行をメンバーとしている。二〇〇九年四月に開催された金融・世界経済に関する首脳会合(ロンドン・サミット)の宣言を踏まえ、より強固な組織基盤と拡大した能力を持つ金融安定化理事会 (Financial Stability Board: FSB) として再構成されることになった。
- (2) TRACEについては、日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場二〇〇九年版』、九〇頁を参照。
- (3) レギュレーションABについては、上野「二〇〇五／二〇〇六」、桑木「二〇〇七」を参照。
- (4) ASFが二〇〇六年に債券市場協会(TBMA、現SIFMA)と共同で行った「証券化商品市場における価格・関連情報インフラの現状分析 (An Analysis and Description of Pricing and Information Sources in the Securitized and Structured Finance Markets)」によると、「証券化商品の裏付け資産のパフォーマンス情報の伝達のためのインフラ、証券化商品の理論価格算出モデル等が、ビジネスベースで様々な存在している状況が報告されており、それなりに機能しているとの評価が与えられている。ただ、この二〇〇六年時点での評価にもかかわらず同時期にサブプライム・ローン問題による市場の「混乱」が生じていたことについて、ASFが現時点でどのように捉えているか、プロジェクト・リスタートの検討資料から必ずしも明らかにならない。

参考文献

- ・ ASF [2008], *ASF Project Restart*, July 16, 2008.
 - ・ ASF [2009], *ASF Project Restart; ASF RMBS Disclosure and Reporting Packages, Final Release*, July 15, 2009.
 - ・ ASF, SIFMA, ESF and AUSF [2008], *Restoring Confidence in the Securitization Markets*, December 3, 2008.
 - ・ IMF [2009], *Global Financial Stability Report*, October 2009.
 - ・ Fender, I. and Janet Mitchell [2009], "The Future of Securitization: How to Align Incentives?", in *BIS Quarterly Review*, September 2009, p. 27-43.
 - ・ 上野元 「二〇〇五～二〇〇六」 「米国のABSの開示等に関する新規則集について (一) (二) (三) (四) (五) (最終回)」、『月刊資本市場』 第二四二号 (二〇〇五年一〇月)、第二四四号 (二〇〇五年一二月)、第二四七号 (二〇〇六年三月)、第二四八号 (二〇〇六年四月)、第二五〇号 (二〇〇六年六月)、第二五三号 (二〇〇六年九月)
 - ・ 桑本小恵子 「二〇〇七」、『資産流動化証券の情報開示制度と今後の課題』、『同志社政策科学研究』第九卷第一号 (二〇〇七年八月)
 - ・ 杉田浩治 「二〇〇九」、『証券化市場をどう再興するか―米・欧・豪の業界団体が共同発議―』日本証券経済研究所ウェブサイト内「トピックス」欄 (<http://www.jsri.or.jp/web/topics/index.html>) 掲載 (二〇〇九年一月)
- (よこやま しせい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1639 (2006.12) 旧現先と新現先の基本契約書について ー現先売買から現先取引へー 米国の空売り規制緩和と実験 ーSECによる実証研究ー 株主の特定は必要か 大手証券会社の企業再生業務 ープリンシパル・インベストメントを中心にー	執筆者 中島 清水 福本 松尾
No.1640 (2007.2) 市場金融モデルは定着するか M&A・LBO・CDS ー「ファンド化」する国際資本市場ー ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム NASDAQおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	二上 伊豆 吉川 横山
No.1641 (2007.4) 証券取引所の「統合」と「競争」 米国におけるMSCB ー株価と経営パフォーマンスー アメリカの空売り規制 ーアップティック・ルール撤廃へー 株式所有の情報開示	二上 松尾 清水 福本
No.1642 (2007.6) 日本のレボ市場の現状と課題 最近のLBOブームの特徴と背景 トランス・アトランティック・エクスチェンジ ー取引所はグローバル化できるのかー 米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定 ーフェイル多発およびレボ・スキーズへの対応ー	中島 伊豆 吉川 横山
No.1643 (2007.8) なぜ新現先は形骸化しているのか エクイティ・ファイナンス手法の多様化 買収ファンドの上場をめぐる ーブラックストーンのIPOー 名義株主と真の株主	中島 松尾 伊豆 福本
No.1644 (2007.10) サブプライムローン問題と市場型金融システム 円キャリートレードの不思議 ー株価と為替と金利の関係ー 錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携 米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	二上 伊豆 吉川 横山
No.1645 (2007.12) 公開企業の取締役会権限 ー敵対的企業買収の防衛策を中心としてー 新たなレボ指標レート「東京レボ・レート」 企業買収と企業再生 実施迫る株券電子化の残された課題	森田 中島 松尾 福本
No.1646 (2008.2) 課徴金制度の改正について ーワーキンググループ報告の検討を中心にー 反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について 米国における「証券リテールビジネス」の潮流 政府系ファンドをどう見るか EU債券市場に透明性要件制度化は必要か レギュレーションNMSと米国株式市場	梅本 坂下 二上 伊豆 横山 吉川
No.1647 (2008.4) 株主とは誰のことか ー株式所有と会社支配ー 変貌する日本の国債保有構造 企業再生の課題と展望 アメリカの私募市場拡大について JDR（日本版預託証券）とは何か？	執筆者 奥村 中島 松尾 清水 福本
No.1648 (2008.6) ユーロ域の企業金融と資本市場 ーユーロ導入後の傾向と変化ー 第三者割当増資の規制に関する英米の事例 サブプライム問題とITバブル 取引所とクリアリング機関 証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	入江 二上 伊豆 吉川 横山
No.1649 (2008.8) 資金循環統計にみる国債保有構造の変化（再論） 整理回収機構による企業再生 株券電子化後の株式担保 先物市場の分裂と取引流動性 ー大証225mini導入のインパクトを測定するー	中島 松尾 福本 志馬
No.1650 (2008.10) 厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度 再考迫られる米系投資銀行ビジネス レバレッジド・ローン市場について MIFID後のヨーロッパ株式市場 住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	坂下 二上 伊豆 吉川 横山
No.1651 (2008.12) 「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー 創刊から五〇年を迎えた証研レポート ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買 米国の空売り規制と住宅公社の救済	坂下 中島 福本 志馬
No.1652 (2009.2) 事業再生の新たな展開 国際金融危機と短期金融市場 ヨーロッパの株式保有構造 金融危機下の債券フェイル多発について	松尾 伊豆 吉川 横山
No.1653 (2009.4) 銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」 ー「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか？ー 地域における中小企業再生の取り組み ドル不足はなぜ生じたか ー米国におけるレボ市場と通貨供給方式ー アメリカの市場分裂は深刻化しているのか？ ーダークプールの拡大についてー ニューボートバイニングの現状と対応策 二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	二上 松尾 伊豆 清水 福本 志馬
No.1654 (2009.6) 「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの バランスシートから見たFRBの金融危機対策 ヨーロッパの市場間競争 ー取引所 MTF ダーク・プールー 住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	二上 伊豆 吉川 横山
No.1655 (2009.8) 矛盾するレボ差額非課税の論理 企業再生手法の現状 ー私的整理と法的整理をめぐってー レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について スポンサーなしADR急増の理由 クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算を巡る米国の現状と考え方	中島 松尾 清水 福本 志馬

(金額は消費税込みです)

図説日本の証券市場 2008年版

日本証券経済研究所編
A 5判 319頁 1,890円 送料 290円

図説アメリカの証券市場 2009年版

日本証券経済研究所編
A 5判 339頁 2,415円 送料 290円

図説ヨーロッパの証券市場 2009年版

日本証券経済研究所編
A 5判 321頁 2,100円 送料 290円

図説イギリスの証券市場 2009年版

日本証券経済研究所編
A 5判 218頁 1,890円 送料 290円

株式投資収益率 2008年

日本証券経済研究所編
CD-ROM (Excel版) 8,400円 送料 180円

日本証券史資料戦後編(全十巻, 別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老・帝国議会審議録(一)

B 5判 1083頁 12,600円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)

B 5判 717頁 10,500円 送料 450円

第3巻 株式取引所の歴史(一)

B 5判 641頁 10,500円 送料 450円

第4巻 株式取引所の歴史(二)

B 5判 1070頁 12,600円 送料 590円

第5巻 証券会社及びその団体

B 5判 1100頁 10,500円 送料 590円

第6巻 上場会社(一)

B 5判 794頁 8,400円 送料 450円

Securities Market in Japan 2008

日本証券経済研究所編
菊判 371頁 2,625円 送料 340円

金融システム改革と証券業

証券経営研究会編
A 5判 279頁 2,100円 送料 340円

金融所得課税の基本問題

証券税制研究会編
A 5判 243頁 2,100円 送料 290円

新外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

アメリカ(I)

サーベンス・オクスリー法
A 5判 177頁 1,575円 送料 290円

アメリカ(II)

1939年信託証書法 1940年投資会社法他
A 5判 292頁 1,365円 送料 290円

アメリカ(III)

証券法、証券取引所法
A 5判 415頁 1,680円 送料 340円

EU(欧州連合)

金融商品市場指令(MiFID) 透明性指令他
A 5判 427頁 2,100円 送料 340円

金融商品取引法研究会研究記録

第25号 有価証券の範囲

B 5判 75頁 525円 送料 210円

第26号 民事責任規定・エンフォースメント

B 5判 91頁 525円 送料 210円

第27号 金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法

B 5判 102頁 525円 送料 210円

第28号 集団投資スキーム(ファンド)規制

B 5判 64頁 525円 送料 210円

第29号 金融商品取引業の業規制

B 5判 109頁 525円 送料 210円

ホームページの「出版物案内」をご覧ください。

ホームページ URL <http://www.jsri.or.jp/>

財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」 ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

JSRIについて	当研究所の概要や事業活動を紹介しています。
出版物案内	『証券レビュー』『証研レポート』『証券取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。
証券図書館	証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。
講演会録	「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。
研究会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、証券取引法研究会研究記録（全文）がご覧いただけます。
株式投資収益率	株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。
トピックス	海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研究所出版物	出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。
証券図書館の蔵書	証券図書館(東京)所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。
証券関係の論文・記事	証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。
証券年表	新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

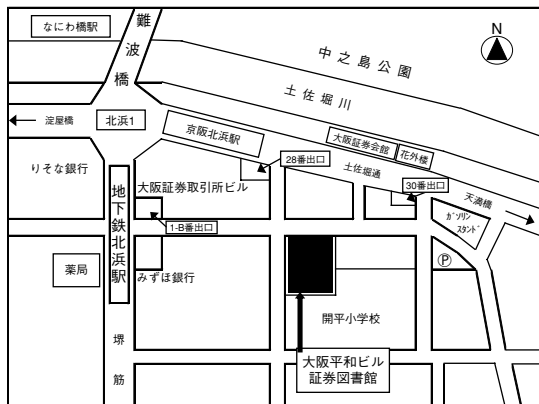
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅 1-B 番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六五六号
二〇〇九年十月十二日発行

(偶数月第二月曜日発行)
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2009年10月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)