

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 —

杉 田 浩 治

要約

世界の証券化市場が壊滅的状態にある中で、米・欧・豪の関連業者四団体が〇八年一二月に「市場の再興をめざして業界で出来ることを直ぐやろう」とするグローバル共同提案レポートを発表した。

レポートはまず証券化市場が世界経済の成長のために必要であることを強調し、市場が円滑に機能しなければ、消費者・金融機関・投資家のいず

れにもマイナスだと指摘している。次いで現在の市場の危機が起きた原因を分析し、銀行の甘い基準による貸出急増、商品の複雑化など、市場の急成長をもたらした複数の要因が同時に市場の危機を深刻化させることになったと述べている。そして今後数年間を展望すると、消費者ローン担保証券は〇九年中頃または後半に回復が見込まれるが、不動産担保ローン証券の回復はその後になり、さらに複雑な合成・債務担保証券については少なくとも一〇年以降に回復が遅れると予想している。

最後に「市場の信頼回復のために業界が取り組

むべきこと」として八項目を提案し、これらは法令の変更を要しないので直ちに実行すべきであり、現に四団体では既に協調作業に入っていると述べている。提案の内容は、証券化商品の原資産や市場関係者（発行者・サービサー・格付機関など）についてのディスクロージャーの拡充、バラバラに提供されている情報の標準化、証券化商品を評価する仕組みの整備、市場の状況を公に伝えるための広報活動の強化、投資家をふくむ市場関係者の役員クラスを対象とした教育活動の充実などである。

はじめに

本稿は、〇八年二月三日に米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association, 以下「SIFMA」)⁽¹⁾、米国

証券化フォーラム (American Securitization Forum、以下「ASF」)⁽²⁾、欧州証券化フォーラム (European Securitization Forum、以下「ESF」)⁽³⁾、および豪州証券化フォーラム (Australian Securitization Forum、以下「AusF」)⁽⁴⁾の四団体が共同発表した「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⁽⁵⁾の概要を紹介するものである。

証券化商品市場は、二〇〇七年の米国サブプライムローン市場の破綻をきっかけに収縮が始まり、現在の金融危機をもたらした大きな要因となったことは周知のとおりである。二〇〇八年の世界の証券化商品発行額は二〇〇六年の五分の一に落ち込むと見込まれている。こうした状況の中で行われた今回の提案は、政府が市場規制を強化する前に（あるいはそれと併行して）「市場の信

頼回復のために業界サイドで出来ることを直ちにやろう」と業界側が本格的に動き出したことの表れと見ることもでき、また米・欧・豪という世界的な業界連携のもとで行われたことも注目される。

レポートは、証券化市場と世界経済の関係から説き起こし、今回の市場混乱の原因分析、今後の展開予想、信頼回復のために業界がすべきことの優先順位、最後に具体的提案八項目を記載している。全体で七六ページにおよぶレポートであるが、以下にポイントを紹介する。

一、証券化市場の重要性と

本レポートの位置づけ

証券化商品および各種仕組み金融商品市場⁽⁶⁾
(the securitization and structured credit mar-

kets) は、今や世界の金融市場そして世界経済にとって非常に重要なものとなっている。もし、この市場がうまく機能しなければ、消費者、銀行、証券発行者、そして投資家にマイナスに作用し、将来の経済活動は停滞し、必要とされる新規雇用を生み出せないことになるであろう。すなわち、

- ・ 消費者にとつては借入金利の上昇と借入可能金額の減少をもたらす
- ・ 銀行はリスクの低減手段や資金調達の多様化手段を持てないことになる。
- ・ 投資家は今や重要な運用対象となった資産への投資手段を得にくくなる。

もっと大変なことに経済成長への影響がある。すなわち、もし証券化市場がうまく機能しなければ、銀行は今後三年間に世界で必要と見込まれる二兆ドルの資金需要を満たせないことになる。すでに多くの金融機関がバランスシートを収縮さ

せ、企業および個人に対する貸し出し基準を厳しくし、証券化に割いていた資源を削減しつつある。

以上のような影響の大きさを考慮すると、証券化市場についての投資家および関係者の信頼を回復するために各方面の協調的対応が即刻必要である。その努力の一環として、SIFMA、ASF、ESF、AUSFは、証券化市場の信頼回復のための国際共同プロジェクト (Global Joint Initiative to Restore Confidence in the Securitization Markets, 以下「GJI」) を立ち上げた。この組織は世界中の証券化市場に関係する幅広い企業やプロ集団で構成されている。

GJIは証券化市場に対する投資家および市民の信頼を回復するために急いで行うべきことを提言し、実行に移し始めた。米国大統領直属の金融市場ワーキンググループ (PWG)⁽⁷⁾ は、GJIの

努力を「市場の問題点を是正するために、民間部門が最良の方策を打ち出すべきだ」とのPWGの提言への応答」と認識している。

証券化は、今まで消費者、投資家、金融機関、そして経済全般に多大の利益をもたらしてきた。すなわち住宅担保ローン、自動車ローン、クレジットカードローンの消費者コストを引き下げるとともに、借り入れ可能量の大幅な増加を実現してきた。米国の金融機関は二〇〇五～〇七年に総貸付の約四六％を証券化した。欧州では二〇〇〇年から二〇〇六年にかけて、住宅ローン総額の一四％～五五％がRMBBS (residential mortgage-backed securities, 住宅ローン担保証券) とカバードボンドにより流動化された。これら証券化により生まれた追加的資金は米国・欧州経済に貸し戻され、消費者および企業に貢献した。また証券化商品は今や投資家にとって重要な投資対象と

なっており、二〇〇七年末現在でリーマン・グローバル総合債券指数の二一・二％を構成している。

世界の政策責任者は、今回の金融危機により明らかになった証券化市場の仕組みの欠点を是正し、今後の証券化プロセスを改善することが絶対に必要だと認識する一方で、証券化が社会、特に経済にとって多大の便益をもたらすものであると証言している。

たとえば、米国財務長官ヘンリー・M・ポールソン氏は、証券化を「米国数百万の住宅所有者に対して低コストの資金を提供するために極めて有用なプロセス」と説明している。

また、欧州中央銀行の役員会のメンバーであるゴンザレス・パラモ氏は、特に銀行にとっての証券化のメリットを次のように述べている。「証券化は、銀行が非流動的な資産を市場証券に転換す

ることにより貸出可能資金を増大させ、銀行のリスクを低下させる効果的の仕組みを提供し、伝統的に預金銀行が担ってきた流動性変換 (liquidity transformation) の役割を軽減させるものである。」

さらに米国連邦預金保険公社のシェイラ・ベア会長は、金融危機発生前における米国議会の公聴会において証券化のメリットを次のように証言している。「証券化は米国不動産担保市場において欠かせない経路である。複数の貸出債権をまとめて証券化することにより、また、その証券を多数の投資家に販売してリスクを分散することにより、借手の資金入手可能量を増加させ、不動産担保ローンのリスクの集中を緩和し、不動産担保ローン市場の流動性を高めた。」

現在のような資本不足と証券化商品の販売が困難な状況がつづく、金融機関は今後数年間にわ

たつて経済の回復と成長を支えるに必要な信用需要を満たす能力を持っていないことになる。

証券化市場の回復は、多数の要因に依存しており、業界の努力では改善できないものも多い。たとえばマクロ経済やグローバル市場の動向、時価評価リスクの度合い、住宅価格の見通し、返済延滞、債務不履行、差押え、そして住宅用不動産の損失の程度などである。これら多数の要因が、投資家および金融機関の証券化商品に対する評価、投資あるいは販売意欲と能力に大きな影響を与えるであろう。現在深刻な資本不足にあえいでいる金融機関や、最近数年間に市場の買手であった（今は市場から引き揚げてしまった）投資家の証券化商品への需要を高めるためには、新たな投資家が必要であるかもしれない。また証券化市場の回復は、二〇〇八年秋の金融危機拡大以降に世界中の政府及び規制当局によって取られた諸施策が

成功裡に実施されることにも依存している。

しかし、業界サイドで出来ることがある。それは証券化市場の信頼回復と失敗の再発防止に貢献する「市場の仕組みの改善」である。SIFMA、A、ASF、ESF、AuSFとそのメンバーは規制当局および政府と協力して、過去の市場の欠陥を是正するため既に積極的に行動している。

本レポートは、法律や規制の変更なしに業界が直ちにに取り組める事柄に重点を置いて検討している。作成にあたっては、GJI運営委員会の専門家集団の知識・ノウハウと、新たにマッキンゼー社に依頼して行った二つの調査（①証券化市場にかかわる一〇〇以上の発行者、投資家、ディーラー、サービサー、格付機関を対象にした深掘りインタビュー、②証券化市場の主要参加者であるSIFMA、ASF、ESF、AuSFのメンバーを対象とし、四〇〇以上の回答を得たオンラ

イン調査）の結果を活用している。

本レポートの付随提言として行動プランの実行は、「市場に対する信頼を回復し将来のシステムの衝撃を防ぐための業界主導による現実的行動の第一歩」として理解されるべきである。そして本レポートおよび提言は、IOSCO（証券監督者国際機構）、IMF（国際通貨基金）、PWG（米大統領直属金融ワーキンググループ）、金融安定化フォーラム、バーゼル委員会、EC委員会、その他各国立法・規制当局の努力を補完することをめざしている。

二、現在の危機をもたらした要因は複合的である（証券化市場混乱の原因分析）

最近数年間の証券化および仕組み商品の急成長

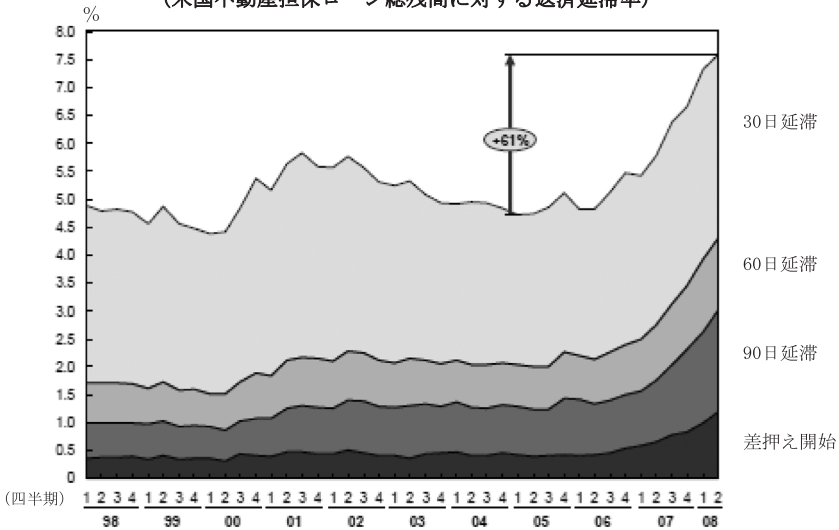
をもたらした要因は幾つかあるが、その多くが同時に市場の脆弱さを生み出す原因となり、危機を深刻化させ、市場崩落のスピードを加速させることとなった。それは次のような要因である。

(1) 貸付基準の劣化が証券化商品の原資産の質を低下させた

たとえば、米国では二〇〇七年一月から五月に至るわずか五ヶ月間に四七〇億ドルに達するコベナント・ライト（covenant-lite）、契約基準が甘く借り手に有利な）レバレッジド・ローン取引が実行された。それは二〇〇六年・年間合計の二倍以上の金額であった。また米国の全不動産担保ローンに占めるサブプライムローンの比率は、一九九六年～二〇〇四年の九%から二〇〇四年～二〇〇六年には二一%に上昇した。

したがって銀行の貸付債権の内容が劣化し（特

〔図1〕 貸付債権の質の低下の状況
(米国不動産担保ローン総残高に対する返済延滞率)



に二〇〇六～〇七年の新規貸出分)、返済延滞率の急上昇を招いた。米国の不動産担保ローン総残高に対する返済延滞率は二〇〇五年第一四半期の四・七％から二〇〇八年第二四半期には七・六％へ三年間に六一％も増加し(図1参照)、同期間においてサブプライム不動産担保ローンの返済延滞率は一二・二％から二三・四％に倍増した。

また、米国の金融機関、不動産担保ローン・ブローカー、その他の市場参加者に対する規制が州によって異なり、また州と連邦との間でも異なっていた(そして各州間、州と連邦との間での調整が行われなかった)ことが、問題の発見と是正を遅らせてしまった。さらに一部のモーゲージ関係者や借り手が詐欺的不正行為に走っていたことも、証券化商品の原資産である貸出債権に対する信頼性を損ねる結果を招いた。

(2) 市場が格付けに依存し過ぎ、過度に楽観的になった

投資家が、原資産の評価や取引の仕組から生じる潜在リスクの測定を自ら行わず、格付機関に依存していたケースもあった。過去一〇年間は経済が全般に活況を呈し住宅価格が継続的に上昇していたため、資産の質の低下や資産価格下落時に起こる問題を短期的に覆い隠していた側面もある。

(3) 商品の複雑化、高レバレッジ化が市場の脆弱性を増幅させた

市場がブーム状態にある時に複雑な証券化商品が続出し、資産担保証券 (asset backed securities = ABS) を再証券化した債務担保証券 (collateralized debt obligations of asset backed securities = CDOs of ABS) 、CDOs (債務担保証券) を再証券化したCDOs (CD

Os of CDOs)、コンスタント・プロポーシオン・デット・オブリゲーション (デリバティブを高度に活用した高利回り証券 = CPDOs) などが出現した。これらは証券化市場におけるプロの分析能力・リスク管理能力をも超える複雑な商品であった。その証拠に、これらの仕組み証券を編み出したディーラー自身達が、現在までに数千億ドルの損失を負っている。

また証券化商品の新規発行を継続的に支え市場の拡大をもたらした一般投資家向け商品の中にも、複雑すぎ、また経済の異常時にどうなるかのチェックを經ないまま市場に出た商品があった。たとえば米国のサブプライム不動産担保ローンの中には、「オプショング変動金利担保ローン」と呼ばれるものがあった。これは借り手の当初支払い額をごく少額に抑え、金利についても一部を後払いにしていた。このローンの月間最低支払額は

借入額に対する金利にも満たない金額であったため、借り手の負債が当初借入額よりも増加してしまふという結果を招いた。

そしてカネ余りの状況下で投資家の資金運用ニーズが大きかったため、資産一単位当りの利ざやは薄くなり、その結果、多くの投資家が収益獲得のためレバレッジを高めた。しかし多くの商品や相対取引契約は、格付け変更が行われたり時価が一定水準以下に下落したときには一定の行動——強制的なレバレッジ解消（ディレバレッジング）を必要としており、それが市場の当初下落要因を超えて更に時価下落を加速させることとなった。

(4) デイリーラーも投資家も流動性リスクを見誤り、キャリートレードで大損失を蒙った

投資家もデイリーラーも、金融危機以前の一日平均取引量の数倍にもおよぶリスク・ポジションを

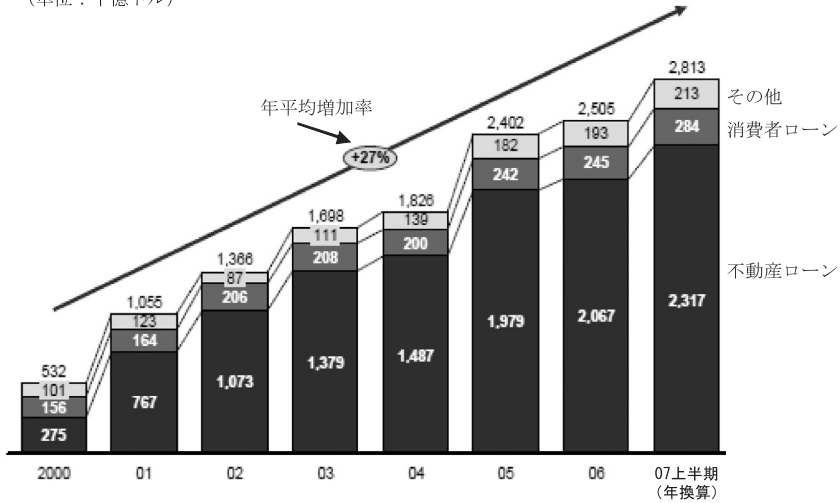
取っていた。その行動は「トリプルA証券は常に換金可能であり、市場価格の大変動に曝されることはない」ことを前提としていた。また証券化市場の大きな部分は基本的にキャリー取引（短期借りして長期運用など）で始まったが、それは「資金調達が短期証券市場で常に簡単にできる。それもトリプルA格付けのコストで調達できる」という誤った前提にもとづいていた。しかし資産担保コモディシャルペーパー（ABCP）を買っていた投資家の多くは、ファンダメンタル信用分析にもとづいていたのではなく、わずかな利ざやを求めて買っていた。そのためトリプルAと満期払いに懸念を生じた瞬間、短期証券市場は完全に干上がってしまったのである。

また格付機関、投資家、デイリーラー、そして住宅購入者の誰もが「住宅価格は上昇する」ことを前提としていた。大幅かつ継続的な値下がりには想

証券化市場をどう再興するか

〔図2〕 世界の資産担保証券発行額

(単位：十億ドル)

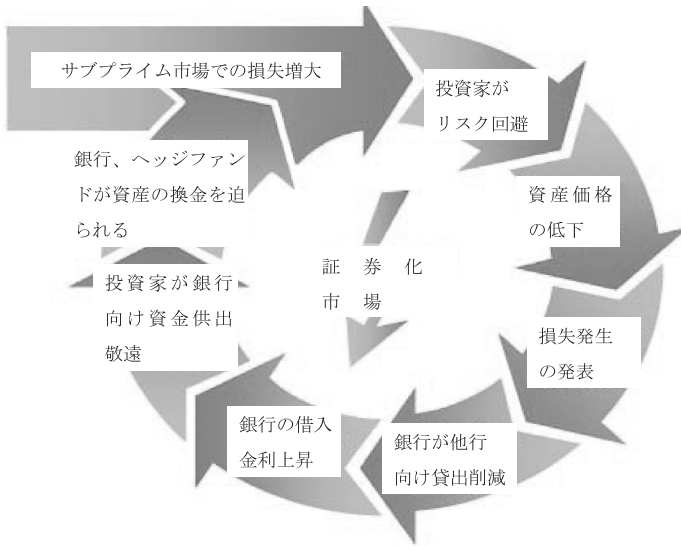


定していなかったし、リスクモデルは最悪のシナリオでも緩やかな価格下落しか織り込んでいなかった。結果的に関係者全員が広範・長期的な住宅価格下落の犠牲となった。

(5) 市場参加者全体が誠実責任を欠いてしまった世界的な資金運用ニーズの高まりに 대응するため、極端に効率的な証券化商品の発行・販売システムが出現した。二〇〇七年上半年期には月平均二、三四〇億ドルもの証券化商品が発行されたし、二〇〇六年の総発行額は二〇〇〇年の五倍に達していた(図2参照)。

業界関係者は証券化商品の発行基準が徐々に甘くなっていったことを認識していた。有力新聞・雑誌はそれを書いていたし、一部の規制当局は危機発生以前に市場の乱れを指摘していた。二〇〇七年一月に英国FSAは「金融市場がますます複雑

〔図3〕 サブプライム市場の損失増大は悪循環につながり、現在の危機を生み出した



化するとともに、資産価格のボラティリティが低下し市場がリスクを低評価している一方で、異なる資産間の価格相関性が強まっている」ことに懸念を示して、金融機関に対し異常事態に備えるストレス・テストの改善を求めた。しかし、市場参加者は効率的なバリュチェーンの中での自らの業務推進に汲々としていて、市場の一部にでも破綻を生じた場合の波及効果を完全に理解していなかった。

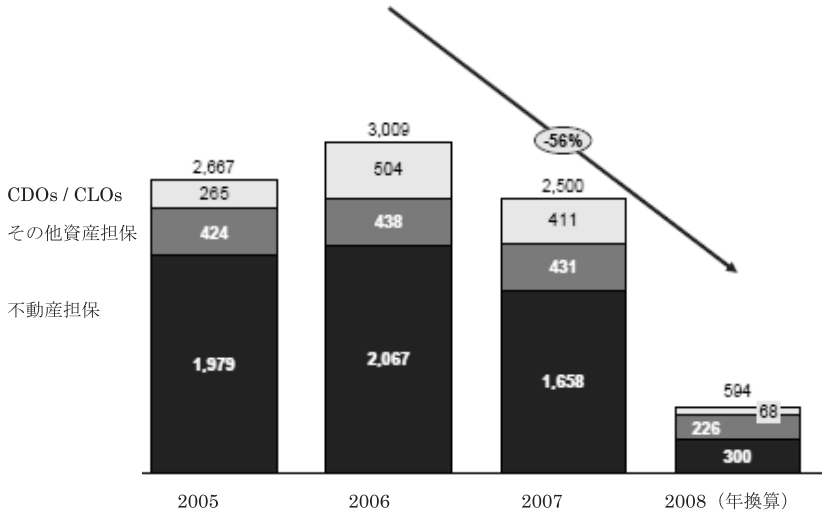
(6) 米国サブプライム市場の損失増大が信頼性危機の引き金となり、市場崩壊へ悪循環が始まった

そして米国サブプライム市場の問題としてスタートした金融危機は他商品へ、さらに欧州市場へと伝播していった。そのメカニズムは図3のとおりである。

証券化市場をどう再興するか

〔図4〕 証券化市場は沈滞状態

(世界の証券化商品および仕組み商品の発行額：十億ドル)

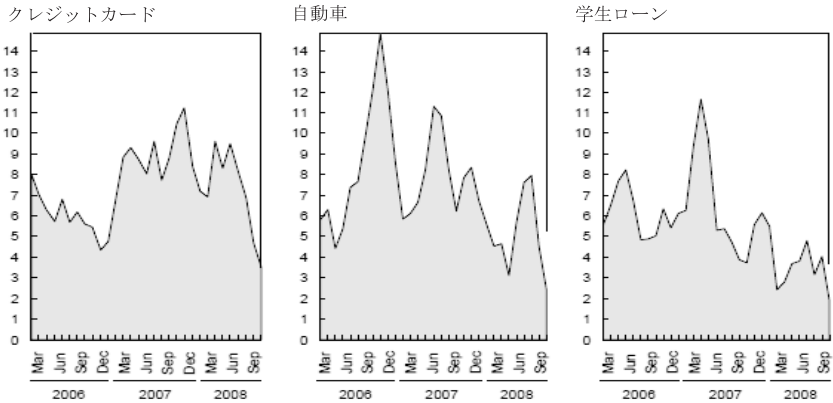


三、証券化市場の停滞は経済成長
を阻害する（市場悪化の現状・
見通し・影響）

現在、証券化市場は機能停止の状態にある。二〇〇八年九月までの世界の証券化商品および仕組み金融商品の発行額を年率換算すると〇・六兆ドル以下であり、二〇〇六年に比べ二・四兆ドルも減少している（図4参照）。証券化市場に対する信頼が回復しなければ、不況の恐れがある世界経済を引き上げるための持続的経済活動は資金不足によりマイナスの影響を受けるであろう。

今後、証券化市場の回復の兆しが表れるのは原資産の種類および地域によりかなり異なると見込まれる。二〇〇八年秋の悪化以前には、米国のクレジットカード、自動車および米国政府保証の学

〔図5〕 消費者向け貸付債権を担保としたABSの発行量は相対的に落ち込みが少ない
(世界の発行額3ヶ月移動平均、単位：十億ドル)

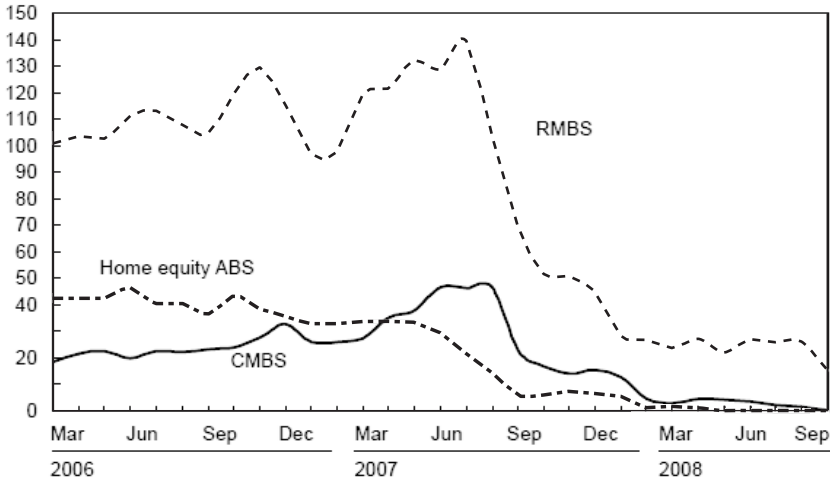


生ローン担保市場は回復初期の兆候を示していた。世界の消費者ローン担保証券の発行額の推移は図5のとおりである。一方、RMBs (residential mortgage-backed securities=住宅ローン担保証券)・CMBs (commercial mortgage-backed securities=商業用不動産ローン担保証券)など政府関係機関債を除く不動産ローン担保証券の発行は世界的に極めて低レベルにあり、ほとんど市場機能が停止していた(図6参照)。そして二〇〇八年晩秋からは消費者担保ローン証券をふくめ全ての証券化市場の状況が極端に悪化してしまった。

さて、CDO (債務担保証券) 市場を成長させた二つのタイプの証券―「CLOs (Collateralized Loan Obligation、貸付債権担保証券)」と「CDOs of ABS (資産担保証券を再証券化した債務担保証券)」については今後の長期見通

〔図6〕 不動産ローン担保証券については発行市場が機能停止状態にある

(世界の発行額3ヶ月移動平均、単位：十億ドル)

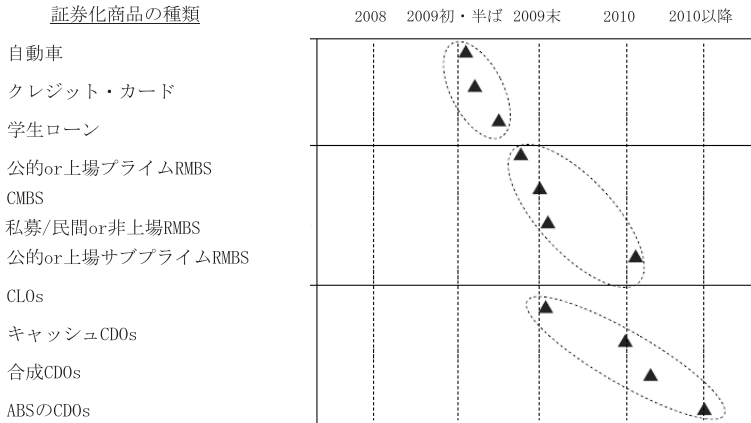


しが大きく異なる。

CDOs of ABSについては近年のような急成長はもう起こらないであろう。何故なら投資家は、その複雑すぎる商品性に嫌気がさしており、加えて当初想定されていたより原資産間の相関性が高い（分散効果がない）ことから、証券化のスキームとして存続可能性が小さいからである。反対にCLO市場は二〇〇八年秋の悪化以前に回復の兆しを見せていた。

一方、欧州市場の回復の兆しは小さい。二〇〇八年の証券化商品発行額は年率換算して四九〇億ドルである、二〇〇六年の六、七〇〇億ドルに比べ九三％も落ち込んでいる。世界合計の証券化市場の中での比率も二七％から八％に低下した。欧州では証券化の対象となる資産はほとんどが変動利付きであるので、ABS（資産担保証券）も変動利付きで発行されている。したがってABSを

〔図7〕 市場参加者による各種証券化商品市場の回復時期の予想



(注) RMBSは住宅ローン担保証券、CMBSは商業用不動産ローン担保証券、CLOsは貸付債権担保証券、キャッシュCDOsは債券・貸付債権など実在する資産をベースに構築した債務担保証券、合成CDOsはデリバティブを利用して構築した債務担保証券、ABSのCDOsはABS(資産担保証券)を再証券化した債務担保証券

購入する投資家は銀行やMMF(マネー・マーケット・ファンド)など変動金利志向の投資家であり、いま銀行が直面している状況や欧州のMMFの資金純減状況から考えて欧州証券化市場の回復は当面見込みにくい。

さて今後の見通しについて、我々の聞き取り調査によると、市場参加者は一部の証券化商品については世界市場が二〇〇九年の中頃または後半に「より正常な」状態へ回復すると予想している。

それは自動車・クレジットカード・消費者ローンなど消費者向け貸付債権を担保とした消費者ABSである。その後、住宅ローン担保証券、商業用不動産ローン担保証券、CLOsが続くが、その他のCDOsなどは回復が遅れ少なくとも二〇一〇年以降になると見込まれる(図7参照)。

そして二〇一〇年の証券化商品発行額は二〇〇五年の半分以下、二〇〇六年に比べ一・七兆ドル

も少なくなると予想される。内容的には、消費者ABSは回復するが、CLOやCDOおよび商業用を含む不動産ローン担保証券の発行は大きく落ち込むと予想される。

こうした状況の中で、金融機関は既に一兆ドルにのぼる損失を公表しており、更なる資本増強を迫られている。仮に損失が予想されるほど大きくなく、危機以前の水準にまで金融機関の資本回復ができたとしても、金融市場が市場の信用需要に応じるため今まで証券化市場を通じて生み出されていた追加的信用原資を創出することは困難であろう。

証券化市場がうまく機能しなければ、消費者、銀行、証券発行者、そして投資家に影響を与える。すなわち、消費者にとっては借入金利の上昇と借入可能金額の減少をもたらし、銀行はリスクの低減手段や資金調達が多様化手段を持ってないこ

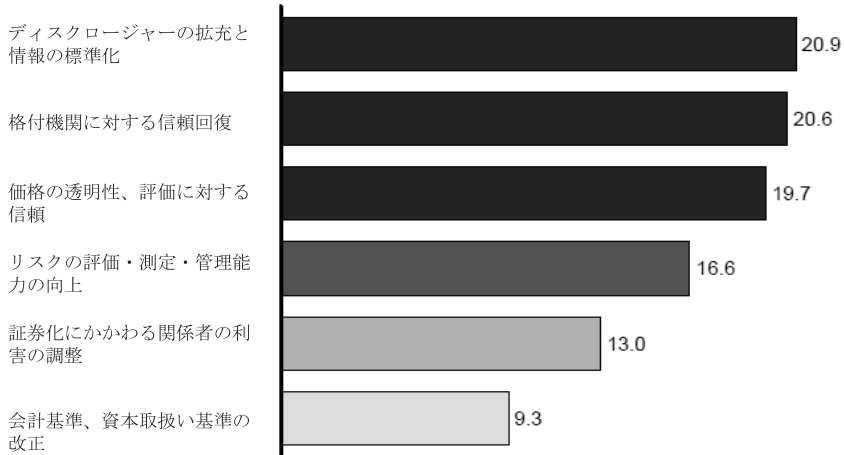
とになる。また投資家はポートフォリオの中で重要な部分を占めるようになった「貸付資産の良質な分散プール」という資産を得にくくなる。さらに経済成長への影響がある。もし証券化市場がうまく機能しなければ、銀行は今後三年間に世界で必要と見込まれる二兆ドルの資金需要を満たせないことになるう。

四、業界のやるべきことの 優先順位

証券化市場を短期間に正常化させること、ましてや最近二―三年の水準にまで回復させることは困難である。今回の危機による市場の損傷を修復するには時間がかかるであろう。そして重要なことは、二〇〇六年や二〇〇七年前半のピーク時における市場規模は行き過ぎであったのであり、市

〔図8〕証券化市場関係者の考える「改革のために重要な事項」

(回答をウエイト付け・%)



場健全化の目安とすべきではないということである。

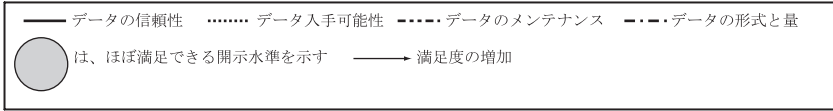
しかし、業界が市場の信頼を回復するためにできることは沢山ある。市場参加者を対象に「市場改革のために何が必要か」を聞き取り調査した結果は図8のとおりである。また最も重要な事項として挙げられたディスクロージャーについて、商品別の評価は図9の通りであった。

この結果にもとづき、GJIは業界が次の分野につき直ちに行動すべきであると考えている。

- ・住宅ローン担保証券の原資産についての情報ディスクロージャーの改善
- ・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
- ・格付機関の信頼性の向上
- ・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

証券化市場をどう再興するか

〔図9〕 資産内容により異なるディスクロージャー満足度
(各種証券化商品の相対比較)



上記に加え、優先度はやや低いが次の二項目も市場改善に寄与するであろう。

- ・証券化および仕組化にともなう関係者の利害関係調整

- ・関係する会計規則および資本取扱いルールの更なる整備

五、信頼回復のための提言

GJIは証券化市場の信頼回復のために必要な行動として次の八項目を提言する。SIFMA、AS F、ES F、A u S Fはこれらを実施するために各メンバーと作業中であり、既に相当の進展をみている。

なお、世界各国の市場構造（法令を含む）は異なるので、提言は各国の実情に照らして解釈されるべきことは当然である。

提言1…米国のRMBBS（住宅ローン担保証券）および欧州のRMBBSにつき、発行時およびその後の原資産現状情報が、より入手しやすく、より標準化された形になるよう改善する。

これは、米国および欧州のRMBBSについて、ディスクロージャーの四要素のうち三要素（①データの形式と量②表示方法および入手方法の標準化③発行後の現状情報）に関するものである。④情報の信頼性については提言2の中で述べる。

より標準化され、より容易に入手できるデータが大量にあれば、格付機関だけでなく機関投資家自身も独自にRMBBSを分析・評価できるようになる。そして発行後の原資産の現状情報が豊富になり標準化されれば、既発行RMBBSの評価を改善でき、格付けも安定化する（突然何ランクも格下げされるといったことがなくなる）であろう。

一方で関連情報の保護、プライバシー等に関す

る法的条件（国によって異なり、それが個々のローンおよびその集合データの市場公開の可否・その方法に影響する）を考慮する必要があるの
で、改善すべきディスクロージャー項目と内容は次のようになるう。

- ・信用指標の定義と計算方法の標準化（たとえば、収入／負債比率の計算、消費者信用の採点についての一貫した計算方法の採用など）
- ・返済不能（デフォルト）、差し押さえ情報の標準化

- ・現在提供されている情報の背後にある追加的情報の開示（たとえば、住宅ローン申込者について、住宅購入は初めてか、そのローンは住宅ローン・ブローカーによって創出（originate）されたのかなど）

- ・すべてのオリジネーター（ローン組立者）からテープ等により標準データの提供を受ける

ことにより、市場関係者がデータを参照できる可能性を拡げる。これは業界全体のデータ・ポータル設立につながるであろう。

・既発行RMBBSの原資産についての現状情報の充実。具体的にはRMBBSの償還に至るまで、ローン返済状況等(performance)についてサービサーが定期的にデータを更新し、それがトラスティーまたはサービサーの維持する投資家向けウェブサイトや第三者情報提供機関を通じて投資家・格付機関に提供されるようにすること。

提言2…デューデリジェンス(事前精査)情報の開示およびRMBBS関連業務の執行に関する業界共通基準を設ける。

証券化に先立って行われる貸付債権のデューデリジェンスについての市場慣行を改善し透明性を高めることは、原資産についての投資家の信頼を

高めるであろう。証券化前デューデリジェンスに関する新しい業界基準は、法令基準を上回るものにすべきであり、それによって市場への信頼を高めることができるであろう。

その新基準に含まれると想定される内容は次のとおりである。

・プールされる貸出債権のうち、デューデリジェンスの対象とすべきサンプルの数に関するガイドライン

・デューデリジェンス実施者の認証条件(たとえば独立性、作業の必要最低時間数など)

・対象ローンについて標準化された採点方法、および標準化されたデューデリジェンス結果報告様式と開示方法

・デューデリジェンスの点検過程における信用性・価値・コンプライアンスについての基準およびガイドラインの設定

・デューデリジェンス項目の中で、検証対象とすべき貸付データの特定

加えて、格付機関はローン組立て業務 (origination practices) の評価、およびオリジネーター別に原資産ローンの返済状況が業界設定基準に比べ勝っているかの評価を公表すべきであること、オリジネーターはローン組立て業務の社内品質管理状況を公表すべきであることも提言する。

提言3：RMB Sの原資産についての表示 (representations) ・保証 (warranties) ならびに買戻手続きの明確化と標準化を図る。

証券化にあたりオリジネーターが原資産ローンについて表示または保証した事項を破棄する場合には、オリジネーターはそのローンを買収する義務を負っている。これは証券化商品の元利払いを補強する仕組みであり、オリジネーターおよびア

ンダーライターの行動を公正化させる重要な市場メカニズムである。現在の市場慣行において、投資家はローン担保証券の原資産であるローンが発行者の表示または保証に合致しないことが分かった場合には、そのローンをオリジネーターに差し戻すことが認められている。しかし実際にオリジネーターに差し戻す際の条件は証券化の案件ごとに異なり、非常に不明確なこともある。その結果、現在の買戻し手続きは、面倒でコストがかかり、関係者全員が訴訟に巻き込まれる可能性も含んでいる。

もしオリジネーターによる買戻しを強制する効果的仕組みが取り入れられれば、市場関係者はオリジネーターの実績や原資産の期待透視度、買戻し条件を証券の値付けに生かすことができ、発行条件の違いをより正確に価格に反映させることが可能になる。なお表示方法や保証の標準化方法は

各国司法権の相違により異なることになろう。

提言4…RMB Sのサービサー業務について業界レベルの標準的規範、およびサービサーの実績評価の基準を開発する。

投資家が不良債権を発行者に差し戻せるようにすることと並んで重要なことは、原資産の質が時間の経過とともに不当に、またはいたずらに劣化しないようにすることである。そのため、原資産そのものの劣化を防ぐための透明性が必要であることと同様に、原資産である貸付債権の管理・回収に責任を負うサービサーについて、契約上の義務と責任の範囲、その業務を評価するための適切なベンチマークについて市場関係者が共通の理解をもつことが必要である。それにより市場関係者は原資産が劣化した場合に、それがサービサーの責任によるものか、あるいは外因的で統制不可能な事由によるものかを判断できることになろう。

そのため次の様式を開発すべきである。

・RMB S市場のサービサー業務を客観的・合理的に評価するための、サービサー業務全般をカバーする標準的な実績測定基準一式

・民間RMB Sのサービサー業務契約の標準モデル一式（債権プリーングおよびサービス業務の標準的内容、サービサーが損失防止のために取るべき行動基準、サービサーの解任・入れ替え手続きなどをふくむ）

提言5…特定の証券化商品および仕組み商品の価値評価に関連し、独立した第三者機関による評価情報の充実・改善をはかり、評価の仕組みを整備する。

現在、証券化商品の評価の困難さが投資家の市場への信頼と投資意欲を削いでいる。G J Iの行った調査およびインタビューにおいても、市場参加者は、流動性が低く標準化されていない証券

の評価が極めて困難であることを認識しつつも、それが解決されるべきであるとの強い希望を表明していた。

評価情報が豊富にある多くの証券についても、情報の質及び透明性について改善が必要である。

そこでGJIは業界が「評価プロジェクトチーム」を立ち上げるよう提言している。ここでは評価の方法論と具体的手順を開発し実施に移すことが重要な課題であり、そのためには更なるプランニングと議論が必要であろう。なお、このチームの目的は、市場にデータを提供する公式あるいは唯一の機関を指定することではなく、独立的評価に貢献する全体的なインフラの整備を目的とするものである。

提言6…格付機関の格付けプロセスの透明性を高めることにより、格付機関に対する信頼性を回復する。

GJIの実施したインタビューにおいて、「投資家が格付機関に過度に依存していたこと、および市場が格付けの限界を理解していなかったことが重なって、市場参加者の証券化および仕組み商品の潜在的値下がりリスク評価を大きく見誤らせてしまった」ことが浮き彫りになっている。

SIFMAとASFは既に別個に「格付機関タスクフォース」を立ち上げている。その目的は、過去一年間に起きたような格付機関に関する混乱の再発を防止し、投資家の信頼を高めるための提言をまとめることにある。課題と優先順位は既に明らかになっており、二つのタスクフォースの提言に盛り込まれた事項は次のとおりである。

・格付機関は、透明性を高めるとともに、格付け利用者が格付けの前提と限界を理解できるようにするため、格付け機関が行っている格付け方法、原データの審査と検証および格付

け対象の継続的監視手続きについて、現在より進んだ、明快、簡潔、そして標準化された情報開示を行うべきである。

- ・格付機関は、投資家が格付機関別に当初格付けおよびその後の格付け変更の妥当性を比較評価できるようにするため、評価データへのアクセス手段を提供すべきである。

- ・格付機関は、各格付け対象証券について、デューデリジェンスの結果の要旨、原資産の審査結果、その他格付けの根拠とした情報を開示すべきである。

- ・世界の立法・規制当局及び政策立案者は、格付機関の監視について、改善のねらいに逆効果となるような、またバラバラのあるいは一貫しない行動を防止するため一層緊密に協調すべきである。

- ・格付機関の主業務と兼業業務との相違による

利益相反が明らかにされるべきである。

- ・格付機関は、仕組み商品 (structured product) の格付けとその他資産担保証券の格付けが一貫して同一レベルで実行されていることを保証すべきである。それにより投資家の信頼度が高まるであろう。しかし規制当局は、格付け機関に対し、仕組み商品の格付けについて一般の証券化商品と異なる物差しや特別の指標などの使用を強制すべきではない。

- ・投資家は、格付けの限界を理解し、自らが行う分析にあたっての多数のデータ・検討材料の内の一つとしてのみ格付けを利用すべきである。

- ・金融業界において証券化商品の創出および格付けに係わる全関係者（発行者、アンダーライターをふくむ）は、原資産についての報

告・情報開示の標準化をふくめ各々の業務プロセスを改善する方向で点検すべきである。

提言7…証券化市場の状況と市場の変化を、広く一般向けに報告する「グローバル証券化市場グループ」を設置する。

業界は、将来的にリスクの認識・管理について規制当局と責任を分担すべきである。「グローバル証券化市場グループ」の使命は、市場の状況、市場慣行の欠陥や必要な変更について公に報告することである。市場参加者全体から構成する同グループは次の二つの行動を通じ使命を達成することになる。

・SIFMA/ASFF/ESF/AUSFが発行する年次報告書の監修。この年次報告書は少なくとも次の内容を網羅する。(1)証券化商品の発行量等および経済トレンド、(2)重要な新商品についての評価、および既存商品の直近

の変化についての評価、(3)市場で実施・適用中の業務執行・インフラ要件についての評価、市場の要求への対応能力についての評価、(4)見込まれる立法・規制の変化と、それが市場に及ぼす影響についての評価、(5)既存市場について改善の可能性がある事項のリスト。

・規制当局および中央銀行との継続的対話（世界中の証券化に関係する政策立案者を招いての年一回以上の定期的コンファレンスの開催をふくむ）。

提言8…証券化商品・仕組み商品の市場運営に責任を持つ会社および大投資家の役員を対象にした教育プログラムを開発・推進する。

証券化および仕組み商品への参加は、これら商品のリスクを評価・監視する能力と資源をもったプロ投資家に限定されるべきである。そして金融

機関および投資家は、自社および取引先の能力が、規制当局や業界が定める最低基準に合致しているかどうかを再点検すべきである。そのために金融機関の経営陣（取締役および上級執行役員）は、証券化市場固有のリスクと、市場で進行中の変化がもたらす潜在的波及効果を良く理解していなければならない。経営陣がそうした基礎的知識を持つことにより自社の保有ポジションについてより深い対話を交わすことができ、自社の能力をより正しく判断する力を持てるであろう。

そこでGJIは、上記役員クラスを対象として、証券化市場についての知識を提供・普及するための教育プログラムを設ける（SIFMA、ASF、ESF、AuSFの共同後援のもと、ASFがすでに設置しているASF証券化インスティテューツ（Securitization Institute）の上に設ける）ことを提言する。また、この努力を補足し、

市場参加者が証券化市場固有のリスクとメリットを更によく理解することを促進するため、GJIは二〇〇八年八月にカウンタートパーティ・リスク・マネジメント・ポリシー・グループⅢが発表した報告書（リスクが高く仕組みが複雑な証券について、見込み顧客に渡される資料およびディスクロージャーの充実を求めた報告書）の勧告を支持するものである。

六、提言実行のための行動計画

以上の全ての提言は、新しい立法・規制措置を必要とせずに実行できるものであり、市場状況の改善のために業界が速やかに実行に移すべきである。SIFMA、ASF、ESF、AuSFのワーキンググループは協調しながら作業に入っており、既にかなりの進展を見ている（別表参照）。

〔別表〕 SIFMA、ASF、ESF、AuSF のアクションプラン

	提 言	既に進行中	次のステップ
1	米国のRMBS（住宅ローン担保証券）および欧州のRMBSにつき、発行時およびその後の原資産現状情報が、より入手しやすく、より標準化された形になるよう改善する	・ASF のRESTART プロジェクト（注） ・ESF のRMBS 発行者の透明性原則プロジェクト	・ASF のRMBS ディスクロージャー提案に対するコメント 再要請—2008年 ・ESF の発行者透明性原則—2008年12月
2	デューデリジェンス（事前精査）情報の開示およびRMBS関連業務の執行について業界共通の基準を設定する	・SIFMA が米国RMBSの証券化前デューデリジェンス標準設定についてワーキング・グループ設置 ・ASF のRESTART プロジェクト ・ASF の透明性タスク・フォース	・提言の統合化—2009年 ・ESF が提言実施
3	RMBSの原資産についての表示・保証ならびに買戻手続きの明確化と標準化を図る	・ASF のRESTART プロジェクトの買戻しワーキング・グループ	・買戻し手続きの標準形について第1回コメント要請 ・ESF が提言実施
4	RMBS サービス業務について業界レベルの標準的規範、およびサービサーの実績評価の基準を開発する	・ASF のRESTART プロジェクト	・サービサー業務の実績測定基準様式とサービス業務契約のモデル条項についてのコメント要請—2009年初 ・ESF が提言実施
5	特定の証券化商品および仕組み商品の価値評価に関連し、独立・第三者機関の評価情報源の拡大・改善と、評価の仕組みを整備する	・SIFMA の評価タスク・フォース ・AuSF の透明性タスク・フォース	・評価タスク・フォース・プロジェクト立ち上げ—2008年 ・豪州で値付けに関する最良基準モデルの概念発表
6	格付機関の格付プロセスの透明性を高めることにより、格付機関に対する信頼性を回復する	・SIFMA の格付け機関タスク・フォースの提言発表 ・SEC およびECの格付け機関改革提案に対して、ASF とSIFAMA/ESFの格付け機関タスク・フォースがコメントレター提出	・格付け機関改革提案の第2段階
7	証券化市場の状況と市場の変化を世間に広く報告する「グローバル証券化市場グループ」を設置する	・グローバル証券化市場グループ	・市場グループを2008年中に設置、第1回レポート発表—2009年半ば
8	証券化商品・仕組み商品の市場運営に責任を持つ会社、および大投資家の役員を対象にした教育プログラムを開発・推進する	・ASF 証券インスティテューツ ・AuSF 透明性タスク・フォース ・ESF メンバー教育プログラム	

〔注〕 RESTART (Residential Securitization Transparency and Reporting) プロジェクトは、ASF が2008年1月に証券化商品市場に対する投資家の信頼を回復させるために発足させたプロジェクト。ディスクロージャーその他広範な問題に取り組んでいる。

今後更なる前進を図るために、市場参加者が本レポートおよび他のグループ等から提案される重要事項の実行に向かって各々の責任を果たし、十分な資源を投入していくことが望まれる。

(注)

- (1) 米国の証券会社中心に六五〇社が加盟する業者団体。前身はSIA（米国証券業者団体）。
- (2) 米国の証券化ビジネスに関係する三三〇の発行者、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。
- (3) 欧州の証券化およびCDO（債務担保証券）ビジネスの推進団体。発行者、投資家、アレンジャー、格付機関、法律・会計事務所、取引所、データ・ITサービス会社など一六〇社が加盟。
- (4) 豪州の証券化ビジネスに関連する業者の団体。銀行、不動産ローン業者、資産運用業者、格付機関など二二〇社が加盟。
- (5) http://www.sifma.org/capital_markets/docs/Survey-Restoring-confidence-securitization-markets.pdf
- (6) 本レポートにおいて “the securitization and structured

credit market”とは、住宅ローン担保証券、商業用不動産ローン担保証券、消費者ローンその他の資産担保証券、各種債務を合成して新たに作り出した証券（債券・貸付債権など実在する資産をベースに再構築したcash CDO、およびデリバティブを利用したsynthetic CDOの両方を含む）、さらに一層複雑な仕組債（たとえばコンスタント・プローション・デット・オブリゲーション（CPDO）のようなstructured credit）を含めた市場を指している。

(7) 八七年のブラック・マンデーの後、市場の信用・効率・秩序・競争力を向上させ、投資家の信頼を維持するための提言を行うために、時のレーガン大統領命令に基づき発足したチーム。財務長官を議長とし、FRB議長、SEC委員長、CFTC（商品先物取引委員会）委員長から構成されている。

（すぎた こうじ・当研究所専門調査員）