

米国における証券化商品規制の動向

横山 史生

はじめに

ただいま御紹介いただきました横山でございます。本日はこのような機会をお与えいただきまして、ありがとうございます。よろしくお願いいたします。

私は一時期、証券界で国内の債券市場関連の仕事をさせていたでいていましたので、公社債、債券絡みの制度のことを主に勉強してきましたが、それと並行しまして、証券化商品にも関心を持つ

ております。証券化商品が商品として仕組まれて市場に出ていく段階で広義の債券という形をとることが多いものですから、広い意味では債券の形態としての証券化商品という観点から関心を持っています。ただ、証券化商品のストラクチャーの特殊性ですとか、その特殊性に対応するための規制のつくり方の特殊性ということもありますので、市場環境の変化につれてどのような制度対応が進んでいるかという点について、債券一般についての研究と証券化商品についての研究とを並行して進めています。

今回は、米国で現在進行中の全般的な金融規制改革の中で、住宅ローンを中心とする広義の証券化商品にかかる制度の見直しがどのように進んでいるのかについて、大きな流れを理解できるように整理を心がけていきたいと思っています。

その場合、まず金融制度改革法、ドッド・フランク法の規定についての検討からはじめたいと思います。法律は昨年二〇一〇年一〇月に成立しましたけれども、具体的な規制内容については、日本で申しますと府令省令に相当します米国の監督当局の諸規則に委任されているところが非常に多いものですから、昨春秋以降、SEC（証券取引委員会）規則や関係諸当局による共同規則案が順次、提案されてきています。このような様々な規則案の概要をできるだけ整理するというのが、レジュメ（本文末資料参照）の目次で申しますと2、3の部分です。次いで4のところでは、証券

化商品特有のストラクチャーや市場構造、リスク管理に必要な各種情報の開示や提供、利用のあり方が、証券市場全体の中でもかなり特殊なものがある中で、立法者および規制当局の側がどういう発想での規制を構築しようとしているか、それに対して市場実務側がどのように対応しようとしているかについて、米国内での議論の流れを整理してまいります。

一、サブプライム・ローン問題前後における米国証券化商品市場

(1) 証券化商品（資産担保証券）発行額（裏付け資産タイプ別）の推移

制度整備の話に入ります前に、サブプライム・ローン問題前後における米国の証券化商品市場の規模がどういう状況であり、どういう推移をた

どってきたかについて見てまいります。証券化という手法を使えば、基本的にはどんなタイプの資産であってもオフバランス化する、流動化するということは可能であるということが理屈の上ではいえるわけですが、実際上も、証券化商品は裏付け資産、原資産の種類幅が非常に広い市場となっています。

レジユメの図表1(1)には、様々なタイプの裏付け資産ごとに証券化商品の発行額が示されています。グラフの見出しはABC順で並んでいるので、類型別のわかりやすい順番ではないのですが、自動車ローン、商業用不動産、クレジットカード、業務用設備のリース債権、入居権、工場設備、住宅ローン、奨学金、その他、さらにはそれらを再度証券化する場合(CDO)など、まさにいろいろなタイプのものが流動化、証券化されています。

サブプライム・ローンを含む住宅ローン債権は、様々な証券化商品の中のごく一つの資産タイプであるわけですが、その部分が二〇〇〇年代に入って量的に肥大化していったわけです。

斜線で示されている部分が民間MBS(住宅ローン証券化商品)ですが、これが一九九〇年代から徐々に増え始めていますが、二〇〇〇年代に入りましたところから急カーブを描いておりまして、二〇〇六年がピークをつけ、そして二〇〇七年から二〇〇八年にかけて急激に減少したという推移です。

この図表には、政府機関であるジニーメイ(政府抵当金庫)および政府関連機関(GSE)であるファニーメイ(連邦抵当金庫)およびフレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)が関与する住宅ローン証券化商品、いわゆる公的MBSは含まれておりません。広義ではそれも含めて証券化商品

と言えると思いますけれども、ここでは、サブプライム・ローンを含む民間MBSが二〇〇〇年代に肥大化したということが見てとれます。ファンダメンタルなマクロの米国経済全体とのバランスで見て、証券化商品市場の相対的な規模が適正な水準なのか、それとも若干肥大化していたのかということに関する実証的な研究もこれから重要になってくると思いますが、直感的に見ましても、民間MBSで、なかならずサブプライム・ローンというのは、やはりこの期間に肥大化していたと言われても仕方がないんだろうということが見てとれます。

ただ、証券化市場というのは住宅ローン以外のさまざまな資産タイプを含んだトータルな市場です。そこで、そこにもサブプライム・ローン問題の影響が及んでしまったという面があります。MBS以外の証券化商品、いわゆるABSの市場規模は

どうだったのかというと、二〇〇五年から二〇〇六年にはMBSほどではないにしてもかなり増加していますが、全体のバランスから見るとそれほど肥大化とは言えないかもしれない。それが二〇〇八年から二〇〇九年に激減している。これはやはり、MBSの混乱のコンテイジョンという見方もできるかもしれませんが。今見ていただいているのは、市場規模、発行額のグラフですけれども、価格変動のグラフなどを見ましても、やはりMBSの価格の下落に引きずられる形で、それ以外の資産タイプの証券化商品の価格も下落したり、あるいは財務省証券に対するスプレッドが拡大したりということは見てとれますので、証券化商品市場全体に累が及んだというのが、サブプライム・ローン問題の発生時期の現象であったと思います。

これを制度面で考えますと、サブプライム・

ローン問題は証券化商品市場の問題というよりは、もともと住宅ローン市場の問題であって、それに対する手当ても市場規制改革の中でさまざまに行われていますが、証券化商品市場という括りで考えてみると、住宅ローン以外のさまざまな資産の証券化商品のところにも結果的に及ぶような制度改革が行われつつあるということです。

(2) 住宅ローンの信用度別貸出額・

証券化額・証券化比率

住宅ローンとその証券化の規模について、レジメの図表1(2)を使ってもう少し見てみたいのですが、住宅ローンといってもさまざまな信用度のものであり、それぞれが流動化されているわけですが、図表1(2)ではこれらを三つに分類しています。サブプライムおよびオルトA、これが比較的信用度の低いタイプの住宅ローンです。プライ

ム・ジャンボは民間MBS対象として信用度が一定基準以上のものですが、コンフォーミングというのは、公的MBSの対象になり得る水準を備えたものという意味です。表の分類では、左のほう信用度が低く、右のほう信用度が高い住宅ローンということになります。それが二〇〇〇年代に入ってからどういふふうに移したかという表になっています。

当初は、コンフォーミングの住宅ローンの貸出額が一番多かった。それに対して、サブプライムおよびオルトAは非常に小さい市場であった。ところが、二〇〇五年から二〇〇六年にかけて規模が逆転しています。それだけサブプライム寄りの住宅ローンの貸し出しが肥大化した。その背景には、これも住宅ローン市場における組成・販売(Originate and Distribute)型ビジネスモデルの問題点として最近よく指摘されていることすけ

れども、いわゆる略奪的貸付 (predatory lending) という現象も一部ではあったのだろうかということが、この住宅ローンの信用度類型別貸出額の推移で見とれます。

いったん貸し出された住宅ローンが、次に流動化、証券化される。その金額が、この表では、イシユアンスという欄に書かれています。レシオといえますのは、もともと貸し出された住宅ローンのうち流動化された金額の割合という意味で、証券化比率のことです。証券化比率のほうを見ますと、コンフォーミング・ローンをもにした公的 MBS の方は従来から比率が高かったのに対して、サブプライムおよびオルトAが、二〇〇六―二〇〇七年には、八〇%以上、九〇%以上というところまで証券化されています。この辺をとらえて、オリジネート・アンド・ディストリビュート、組成及び販売という市場構造があったのだら

うという指摘がなされているわけです。

(3) RMB 価格の推移

市場で起こっていたことを価格面で見ましたのが図表1(3)のグラフです。これは住宅ローン証券化商品の価格インデックスです。民間の住宅ローン証券化商品には、非常に多くのものがあるわけですから、その中からセレクトした商品を対象とする価格インデックスがつけられておりまして、原債権の貸出が行われた時期ごとに二〇銘柄ほどの個別のRMBが格付けごとにセレクトされています。マーケット (Market) という業者が、実際にRMBを売買している証券業者、金融機関からプライスの情報を集めて、それを集計してインデックスを算出し、ABX、HEという名称で発表しているという、RMBの価格インデックスですが、市場関係者の間でよく参

照されているようですし、また当局によっても市場動向の把握のために使われているのを目にします。図表1(3)は、日銀の金融市場レポートの、危機の真ただ中で出されたものに取り上げられていたものから転載させていただきましたが、まさに二〇〇七年からサブプライム・ローン問題が始まっていたということがよくわかるかと思えます。

この価格の下落がいまだに回復していないというのが足元の現状です。図表1(3)のグラフは二〇〇八年半ばまでですが、もっと延ばしていきますと、いったん持ち直した時期もあったにせよなかなか底を打っていないというのが、米国の住宅ローンの証券化商品市場の価格面での現状ということになります。

二、二〇一〇年金融制度改革法 (ドッド・フランク法) における 証券化商品規制の概要

以上のような市場の動き、とくに民間RMBBSの市場規模がいったん肥大化した後に激減した、崩壊したという問題を受けて、制度面ではどこにどのような問題があったのか、どう手当てしなければいけないのかという検討結果が、結果的には二〇一〇年金融制度改革法、通称ドッド・フランク法という形で結実したわけです。御案内のとおり、非常に大部な法律です。その中のどの条文に証券化商品関連の規制が含まれているかということを整理いたしました。該当条文の置きどころとしては、九編D章「資産担保証券化プロセスの改善」というタイトルの中でして、条文でいま

すと、九四一条から九四六条です。

まず用語の定義条文を見ますと、日本語でも「証券化商品」、「資産担保型証券」、「資産流動化証券」などいくつかの表現がありますが、ドッド・フランク法では「アセットバックト・セキュリティ (Asset Backed Securities)」という用語になっていますので、その日本語訳としましては、「資産担保型証券」ということになります。本日のお話の中では「証券化商品」という表現を主に使わせていただきます。また市場参加者の呼称ですが、定義条文では、「証券化実施者 (securitizer)」と「オリジネーター (originator)」という二つの用語が見えます。後者の「オリジネーター」は、「資産担保証券の担保となる金融資産を創出し、証券化実施者に直接または間接に当該資産を売却する者」と定義されていますので、これは実務上の用語としてのオリジネーター

と同じ意味内容であるようです。前者の「セキュリティタイザー」は、実務上はあまり使われない表現ですが、「資産担保証券の発行者、または、発行者に対する資産の売却・移転により資産担保証券を組成する者」と定義されていますので、実務の用語で言えば、SPCそのものがこの定義に入るとしようし、「組成する者」というところに重きを置けば、スポンサーないしアレレンジャーを指すものと考えられます。

次に、ドッド・フランク法での証券化商品規制関連の主な規定条文ですが、まずレジュメの3(1)として信用リスク保持義務に関する規定が出てまいります。英語ではリスク・リテンション (risk retention) という表現でありまして、簡単に申しますと、ある資産を流動化、証券化しようとするときに、当該資産の残高をすべて投資家に販売してリスクを移転するというのではなく、証券

化しようとする原資産、担保資産の一定部分は投資家にリスク移転せずに、証券化主体が手元に残すべきである。そのことによって原資産のクオリティーの劣化に対して自ら関与すべきだ、という発想に立つものです。

この仕組みを規制体系に導入するという点について、サブプライム・ローン危機への対応の議論が当局の中で出てきたときに、かなり早い段階から検討されてきました。米国だけでなく国際協調のレベルでも、リスク・リテンションに関する議論が二〇〇八年から二〇〇九年にかけての行われており、それが米国でドッド・フランクリン法に盛り込まれたという流れがあります。それに対して市場当事者の側はどのように対応したかということとを、後ほど見ていきたいと思います。

どれぐらいの信用リスクを持つていなければいけないのかについては、条文では5%というのが

一つの基準になっています。ただ、裏付け資産のタイプやクオリティーによって、若干のバリエーションが盛り込まれています。また、証券化される原資産が一定の基準を満たす住宅ローンであれば、信用リスク保持義務が免除されると規定されています。このような免除対象を、適格住宅抵当貸付、クオリファイド・レジデンシャル・モーゲージ（QRM）と呼ぶことになっていますが、その定義等については、銀行にかかる連邦監督当局およびSECによる共同規則で規定する、というふうに委任されています。

次の3(2)は、原資産情報の開示に関する条文です。先ほどから資産、資産という言い方をしていますけれども、証券化商品として流動化されるもともとのローン、債権、資産が、原資産ないし裏付け資産と呼ばれますが、流動化した後であつても、もともとのローン等は一体どういう状況に

なっているのか、元本返済および利払いが順調に行われているのか、延滞はないのかという具体的なこと、そういう状況が、原資産情報であり、流動化した後も、原資産情報の開示を従来以上に綿密に行うべきであるということが、条文の意図です。こういった原資産情報開示の仕組み、規制は、従来から全くなかったわけではないのでありまして、そのあたりも後段で見えてまいりますけれども、発行開示および継続開示の両面、開示対象となる商品や情報の幅についてかなり強化する、という意図が込められています。法定開示に関する規定ですので、具体化についてはSEC規則に委任されています。

3 (3)は表明保証ということに関する規定ですが、少しなじみが薄い用語かと思います。英語では、レプレゼンテーション・アンド・ワランティー (representations and warranties) です。

原資産を証券化する際に、原資産の内容に関する開示をオリジネーター側が行いますが、証券化した後になってからであっても、発行時の開示に瑕疵があったということが判明した場合には、オリジネーター側が投資家から買い戻すという事前の意思表示が、表明保証です。そのような瑕疵が判明した場合には原資産の買い戻しがあり得るということを、流動化の最初の段階で契約によって定めなければいけないという法律規定です。これについても、従来から契約事項として盛り込まれているケースはあったようなのですけれども、それを法律で規定しようというのが、この(3)の内容です。委任先はSEC規則です。

3 (4)は、証券化商品の発行開示に関する規制です。これについても、証券取引諸法およびSEC規則による手当ては二〇〇〇年代半ばに行われているのですが、それをサブプライム・ローン問題

以降の状況を踏まえて強化しようというものです。(2)や(3)と同じく、SEC規則に委任されています。

三、ドッド・フランク法に基づく

証券化商品規制の導入

(1) SEC規則

以上のように、ドッド・フランク法本文での証券化商品関連規制は、主にSEC規則に委任されているものと、SECおよび銀行にかかる複数の連邦監督当局による共同規則に委任されているものの、大きく二つに分けられます。

レジュメで言いますと2の(2)、(3)、(4)、(5)の規定がSEC規則に委任されており、順次SECによる規則案が提案され、それぞれパブリック・コメントを受け付け、最終的な規則として定めると

いうプロセスが進んでいます。それらの全容を把握するのはなかなか難しいのですが、証券化商品の仕組みおよび原資産情報等の法定開示に関する規則に重点を置いて御紹介したいと思います。

まず開示関連ですが、法律本文では「発行登録書に関する」という表現になっていますが、これを受けたSEC規則改正案の自身を見ますと、発行開示だけではなく継続開示についての規定も含まれていますし、原資産情報の開示ということにも内容は及んでいます。さらに、信用リスク保有義務にかかる規定も盛り込まれた形のものになっています。それらは、証券化商品の法定開示に関するSEC規則であるレギュレーションABの改正案という形で昨年一〇月に出されたもので、パブリック・コメント受け付けはもう終わったのですが、最終規則の形でのリリースはともまだ出ていないようです。

まず原資産情報の開示についての内容をご紹介します。レジュメでは3-1(2)です。例えば住宅ローンの証券化の場合には、数十、数百の住宅ローンがプールしたものがRMBISという証券化商品になって発行されていくわけですが、プールされた住宅ローンの全体をまとめたレベルで見ても、証券化実施後にどのように変化しているか。例えばある時点で残額全体の何%が三カ月以上延滞になっているかというような情報は、従来からレギュレーションA Bに基づいて開示されてきたのですが、今回の改正案は、プール資産全体のプールのレベルでの開示では不十分であるという新しい考え方が導入されています。個々の一つの住宅ローンのどれがどのように劣化しているのかということがわからないと、サブプライム・ローン問題のようなことが生じてしまう。プールに含まれる個々の資産レベルでのデータを

開示するように変えなければいけない、ということとです。

実務上は非常に煩雑さを伴うわけですが、規則案では基本的にすべての証券化商品が対象になりますが、冒頭申しましたように、証券化商品には様々な原資産のタイプがありますので、住宅ローン債権、商業用不動産、その他それぞれについて、原資産に関するどのような項目を個別の原資産ごとに開示しなければいけないかということの標準化が図られました。それを定めた様式がこの規則改正案の中に入っています。まず開示すべき項目を決めようということです。

証券化商品の個々の原資産の個別の項目についてどのような変化が生じているのか、生じていないのかということ、一つ一つデータの形で、証券化商品を保有している投資家に向けて開示しなければいけないというわけですが、そのような

データそのものの開示の形態についての規定が、レジユメの3-1(3)です。これは非常に煩雑で多岐にわたる項目かつ非常に膨大な個別のローンについての開示ということになりますので、紙ベースでは不可能ですから、いわゆるファイルデータの形でフォーマット化し、それを開示する。具体的にはEDGARを使って伝えるということが提案されています。

ここまでのところは、原則として公募発行に係る仕組みとして規定されているのですが、3-1(4)は、私募による発行の場合を想定した開示規制の強化です。米国の社債市場では、公募以外に私募も規模が大きくて、私募であってもそれなりの流動性を持っているというのが、一つの特徴です。それに似たことが証券化商品でも従来からございました。ただ、私募の場合は法定の開示義務は課されないのだけれども、ある程度の流動性を

持っている場合については公募に準じたレベルの開示を行う方がよいという考え方が、従来から社債市場の規制体系の中にあります。そういう発想を証券化商品にも当てはめるといふことのようにですが、それ以外にも一つ理由がどうもあるようです。

といいますのは、サブプライム・ローン問題とこののは、サブプライム・ローンを流動化した第一次の証券化商品における問題だけではなく、それをさらにもう一度プールの切り分けて流動化する、いわゆる重層的証券化商品、CDOという複雑なものが非常に多く、それによってリスクの所在がわかりにくくなった事例がたくさんある、という指摘がありますが、このようなCDOの段階まで来ると、私募形式による大手投資家への発行が非常に多かつたということも指摘されています。

そうになると、CDOに限らず、私募発行される証券化商品の開示が不十分だったようだ、ということになります。そういうものを保有する場合にもリスクをきちんと判断できるという自信があったはずの投資家であっても、複雑な商品性の理解が不十分であったし、そもそも原資産の変化が伝わるようなチャンネルも十分ではなかった。そういう形で、私募CDOの市場の混乱が非常に問題であったという認識が、当局の側にはあるようです。そこから、私募であっても公募に準じた原資産のディスクロージャーを課す必要があるという発想が出てきたということだと考えられます。

(2) 信用リスク保持義務にかかる

六当局共同規則案

次に、前半でもやや詳しくお話ししました、信用リスク保持義務、すなわち、原資産の全部を流動

化するのではなく一定部分を残したままでなければ証券化してはいけないという発想に立つ規制です。これについては、六当局共同での規則に委任するということが法律の九四一条に書かれていますので、それを受けて、本年三月末に共同規則案が公表されて、現在パブリック・コメントを受けて付けています。六当局といいますのは、SEC（証券取引委員会）のほかに、金融機関の監督官庁であるOCC（通貨監督局）、FRB（連邦準備制度理事会）、FDIC（連邦預金保険公社）、そして、証券化される資産の中で非常に重要なものである住宅ローンおよびその証券化に関連する業務を直接、間接に監督しているFHFA（連邦住宅金融庁）とHUD（住宅都市開発省）です。その内容のうち、ここでは大きく二点についてご紹介いたします。

まず、法律本文の規定で原則として証券化しよ

うとする原資産残高の5%を保持する義務がかかりますが、その具体的な手法についての規定ぶりです。証券化商品の組成・発行の標準的なスキームとして、プールされた原資産が信用度に応じていくつかのトランシェに切り分けられます。通常は信用度の低い順にエクイティ、サブオーディネート、シニアの三つ、シニアのさらに上位にスーパード・シニアが設定されて四つになる場合もあります。これらトランシェとの関係で、プール資産全体の5%分というのはどの部分なのか。これについて規則案では、いくつかのパターンを列挙し、証券化主体がそのうちのいずれかを選択できる、という建て付けになっています。主な方法は三つ設定されています。第一に、三つなら三つのトランシェのそれぞれの残高に応じてプロラタ方式によって合計5%分を取り出すという方法で、これを垂直型リスク保持 (Vertical risk re-

tion) と呼んでいます。第二に、プール資産のうち信用リスクが最も高い (信用度が最も低い) 5%分を保持するという方法で、結果としてたとえばエクイティ・トランシェのすべてまたは一部ということになる可能性が高いわけですが、これを水平型リスク保持 (Horizontal risk retention) と呼んでいます。第三は、L字型リスク保持 (L-shaped risk retention) と呼ばれる方法で、まず垂直型方式で二・五%程度、残余を水平型方式で取り出すというものです。

次に、先ほど法律本文のところでも申し上げました、信用リスク保持が免除される適格住宅抵当貸付、クオリファイド・レジデンシャル・モーゲージ (QRM) の定義についてです。住宅ローンの商品性がシンプルなもの、住宅ローンそのものの信用リスクが比較的高いものをQRMとみなそうとこう発想で、規則案が作られています。住宅

ローン設定の用途・方式（借り手が実際に居住すること、第一抵当設定物件であること、リバース・モーゲージではないこと等）、元利金返済の方式、借り手の信用力ないし信用履歴等、かなり多くの項目が列挙されてそれぞれについて基準が設定されており、基本的にそれらを全て満たして初めてQR Mとして認められる、という規定振ります。

それらのうち注目される点として、たとえば元利金返済方式について、逆減価償却型（negative amortization）、当初数年間金利のみ返済型（interest only payments）、極端な金利通増型といった複雑な形を取っているローンはQR Mではないとされていますし、また、ローンの借り手の信用力にかかる基準として、ローン所得比率（debt-to-income ratio）二八％以下、ローン資産価値比率（loan-to-value ratio）八〇％以下、頭

金比率（down payment requirement）二〇％以上、といった数値が設定されています。

これらをすべて満たすような住宅ローンのみを原資産とするRMB Sであって初めて、当該RMB Sにかかる信用リスク保持義務を免除されるということです。RMB Sの市場全体の中でどれくらいの部分がこの恩恵を受けるのか、多いのか少ないのかについて、残念ながらデータは見つかりませんが、信用度からすればかなり高いものに限られることは確かでしょう。ただ、この免除規定の意図としては、免除対象を量的に制限するというのではなく、健全な住宅ローンおよび同証券化商品の市場を再び活性化させるといふところに主眼があると思われる。

なお、これと同様の発想に基づいて、商業用不動産、商業ローン、自動車ローンといった原資産を裏付けとする証券化商品についても、原資産が

商品性および信用度等について一定の基準を満たしている場合には、信用リスク保持義務の比率を5%未満とすることを認めるという規定も盛り込まれており、これもまた、前半で申し上げましたような広義の証券化商品市場、いわゆるABSの市場を活性化させることを意図しているものと思われます。

六当局共同規則案の主な内容のご紹介の最後として、住宅ローン証券化商品市場の問題という本日のテーマにとってこれもまた重要な事項であります。ファニーメイおよびフレディマックという、連邦政府関連機関（GSE）が発行に關与しているMBSの扱いという問題があります。GSEは連邦政府のエージェンシーではない、政府が株式を保有しているけれども純粹に公的な機関とはいえないということが前からかくすぶつています。GSEはサブプライム・ローンそのものの組

成や買取り、流動化を扱っているわけではないのですが、コンフォーミング・ローンの買取りおよび流動化を大規模に行っていますし、買取資金を調達するための社債発行も行っています。それら債券があたかも暗黙の政府保証付きであるというふうに市場では受け取られてきたけれども、実はそうではないということがかなり明らかになってきた。そういう反省を受けて、今現在、FHFA（連邦住宅金融局）が管財人を務めて更正手続きを進めるコンサーベーターシップという形で、要するに一時的に国有化されています。六当局共同規則案には、GSEがそのような形で国有化されている間は、GSEが発行体となっているMBSをリスク保持義務の免除対象にすることができるという規定が盛り込まれています。国有化が終われば、GSE自体にリスク保持義務が発生するということですので。そもそもGSE自体をどういう形で

残すのか、場合によってはあり方を変えていくということもあるかもしれませんが、このあたりはGSEの存立そのものの議論ともかなり絡んでいるようです。

四、証券化商品にかかる情報開示 とリスク管理のあり方

では、このような形で進められつつ証券化商品市場規制の再編について、政策形成面でのような背景があるのか、また市場関係者はどのように受けとめているのか、さらには、証券化商品にかかる情報開示やリスク管理のあり方は、証券市場全体の中でどういう特色があるのかというあたりのお話に入ってまいります。

(1) 価格情報開示

証券化商品も有価証券ですから、流動性の高い低いとは別にして、当然、価格付けは行われなければなりません。ところが、証券化商品、特にRMB Sというのは流動性が低いとよく言われる。一般的に流動性が低い中で、特に危機の時期にはとにかく売れなくなる。価格が非常に下がってしまったって売れない状況になったということが指摘されているわけです。そうはいつても、時価評価の必要もありますから、とにかく値段はつけなければいけない。それを売りたい人はどこで何を見ればその値段がわかるのか。もちろん相対でということですけども、それを外形的に見ていく場合には、どういう価格情報があるのかということです。もちろん一本一本の売買は相対の世界でしかわからないわけですが、それを部分的にせよピックアップして、インデックス化して指標

化したものが、前段で申し上げましたような、マーケット社がつくっているABX、HEというインデックスです。ほかにもあるようですけれども、これがかなり有力なものとして市場全体でも参照されている。

これは、民間RMB Sについて、証券化された月次ごと、格付けごとに二〇本ずつのセットをマーケット社がセレクトしておき、それらについて大手投資銀行等一〇社程度の業者からヒアリングした価格をもとにインデックスを算出するという仕組みのようです。二〇本ずつですので、市場全体の中ではごく一部ということではありますけれども、比較的流動性があるものが選定されているようです。これは流動性が全くないとか、全く信用の置けない値段であるということではどうもないようでありまして、インデックスとしてそれなりの利用価値はあると考えていいのではないかと

と思います。

従来は、こういうインデックスの形、つまり間接的にしか値段がなかなか見えなかったようだけれども、実は、証券化商品とは少し離れますが、社債一本一本の売買が起るたびにその価格を自主規制機関に報告し、それを若干セレクトした形でオープンにするという、社債価格公表制度が米国に存在します。かつてのNASD（全米証券業協会）、現在のFINRA（金融取引業規制機構）が運営しているTRACEという制度です。この対象が、従来は普通社債および転換社債だけで、証券化商品は入っていないのでしたが、証券化商品規制の見直しの動きの中で、これを対象に加えよう議論が起り、もうそろそろ実施されるようです。ですので今後は、証券化商品についても売買が起れば価格がTRACEに報告されるという形になってきます。こういう形

で、証券化商品そのものの価格も、使い勝手がどうか、流動性がどれくらいあるかということともかくとして、制度としては透明性を高めて行くということが最近の動きのようです。

そうはいつても、時価評価の問題とも絡んで本来にファンダメンタルを反映した価格になっているのかどうかということについては、かなり問題点も指摘されているということは確かです。ただ、私の考えとしては、証券業者にとって証券化商品にかかる業務というのは、組成・販売のところまで終わってはいけないのであって、販売した後の継続的なマーケットメイク、値づけというのも、アレンジャーとしての当然の業務であろうというイメージで、価格情報をとらえればいいのではないかと考えておりました、そういう発想で制度もだんだん動いていっているものと見えます。

(2) 原資産情報開示（トレーサビリティ）

原資産情報の法定開示につきましては、SEC規則改正によって、原資産一本一本についても、かなり細かい、たくさん種類のデータをデータベース化して開示するという仕組みが作られつつあるということを先ほどお話ししました。しかしながら実は、サブプライム・ローン問題が二〇〇七年に発生する以前の時期から、原資産情報の開示は大事だという発想が米国にはあったようです。その当時の法定開示は、プール資産全体のレベルでよかったのですが、それ以上に細かいデータも必要だと感じている投資家やアレンジャーはいたようで、市場当事者レベルでの原資産情報開示のツールやチャンネルというものがあつたようなのです。そういう状況について二〇〇六年の時点で行われた調査報告があります。米国証券化フォーラム（AFS）と当時の債券市場協会（T

BMA、現在は証券業金融市場協会SIFMA)が共同で行った、証券化商品の価格情報インフラの分析というレポートです。これは二〇〇六年時点ですので、そろそろ怪しくなってきたといえ、危機が顕在化する以前の時期です。先ほど申しましたような価格面についても、また原資産情報についても、様々な価格モデルのシステムや情報インフラがあつて、様々なビジネスとして大手情報ベンダー等を通して提供されている。そういうインフラを活用すれば投資家もかなり細かく原資産の情報の変化を把握して、リスクを判断することができるといふ、かなり前向きな評価が二〇〇六年当時にされておりました。

ところが、タイミング的にはその直後に、そうではない逆の事態が起つてしまったわけです。二〇〇六年の調査結果を、危機発生を踏まえて振り返つてどういふふうに理解すればよいのかが重

要だと思つていますが、そこは不思議なことに明らかではありません。

ただ、証券化商品市場業界としても、やはり危機後に反省があつたことは確かです。ただ単に法律が作られ、規則が作られるということだけに任せるのではなく、業界、市場としても、いったんクラッシュした市場をリスタートさせなければいけないという、市場サイドからのマーケットオリエンテッドな制度改善の動きも、危機後に起こっています。先ほど申しました米国証券化フォーラムが中心になつて、いろいろな制度改善が行われているのですが、その一つとして、原資産情報について、法定開示も視野に入れながら、市場ベースでこういった項目は伝えたほうがいいという知恵を絞つたモデルが二〇〇九年に作られました。

実は日本でも、ほぼ同様の発想に基づくものが日証協によつて「証券化商品の販売等に関する規

「規則」として整備されていますが、米国証券化フォーラムのものは、発行開示ベースでの「ディスクロージャー・パッケージ」というものと、発行後に原資産の内容がどんどん変化していく状況を、法定開示の用語でいうと継続開示ベースで行うための「レポートイング・パッケージ」というものがあり、それぞれの中身は、日本の自主規制規則に付属している「標準情報レポートイング・パッケージ」と同様に、証券化商品の類型ごとに、証券化主体が投資家に伝達すべき情報の項目が列挙されています。

こういう業界ベースのものと、今、検討が進んでいるSEC規則による法定開示とが、お互いに齟齬がないような形での実務運営が今後動いていくのではないかと考えられます。

(3) 信用リスク保有（リスク・リテンション）

最後にリスク・リテンションについても一度考えてみたいのですが、全部を流動化するのではなく、一定部分を証券化主体の手元に残さないという発想は、資産をオフバランスする、流動化することということが発想の根源であった証券化商品にとつてはかなり異質な発想です。ただ、こういう発想に基づくルールや市場運営は、証券化商品以外の世界でも従来から行われていたようです。再保険の業界ではリスク・リテンションというところが従来から行われていたようですし、また、ある主体が全く傍観者ではなくみずからもステークホルダーとして行動するときはどういうことが起こるかというゲーム理論的な世界でも、こういったことは議論されていたようです。そういう発想を証券化市場に持ち込んで、オリジネーターもデリストリビュートしたら終わりではなく、その

後のいわば継続的なモニタリングにコミットするとすればどうなるか、という発想なのかもしれない。

このように証券化商品にリスク・リテンションを導入、制度化すべきだという議論は、実は米国だけではなく、前半でも少し申し上げましたが、国際協調レベルでもかなり早くから行われていました。二〇〇九年九月のG20サミット宣言にも盛り込まれておりましたし、同年九月のIOSCO報告書でも言及されておりました。それらと平仄を合わせる形で、米国でもその導入の方向性が示されていきました。二〇〇九年六月の財務省レポートは、ドッド・フランク法案の下敷きになったような包括的なプランなのですが、その中で証券化商品についてリスク・リテンションにかかる規制を導入すべきということが書き込まれておりました。この段階ですでにルールは敷かれていた

のだと思います。

二〇〇九年から二〇一〇年にかけて進められたいわゆる金融制度改革法案の審議過程における各委員会や公聴会での議論の記録を読んでもみると、業界側はこのリスク・リテンション規制導入には特に懸念や反論を表明していません。先ほど紹介しました全米証券化フォーラムもかなり明確な形で反論をしておりませんでしたけれども、議会議案の導入方針は強固だったようです。そういう経緯があるのですが、ここで確認しておきたいのは、このリスク・リテンション規制導入論というのは、米国だけでなく、国際協調レベルで出されてきた流れであるということです。

おわりに

本日は、米国における証券化商品規制の整備の

動向につきまして、ドッド・フランクリン法における規定、SECによる法定開示にかかる規則改正案の内容、それからリスク・リテンションに関する複数当局による共同規則案の内容を中心に見てまいりましたが、これら一連の動きは、証券化商品の実務ベースでは、過剰な規制との受けとめ方が正直なところであるようです。ただ、たとえばQRMによるリスク・リテンション免除規定という形に端的にあらわれていきますように、立法者側も、市場全体を過度にゆがめることはないようにという配慮を一定は示しています。危機直後の二〇〇九年の段階からかなりやりとりがあつて、それが現在まで続いて、何とか制度整備の仕上げに近づいてきているというのが現状であるものと思われまます。

ただ、そういう発想に基づく規制が実行に移された段階で市場で何が起るかということ、な

かなかまだ見えてこないところでありまして、市場参加者側からのいろいろな懸念はあるようですので、そのあたりを今後できるだけ実務に即して理解できるように努めていきたいと思っています。

最後に、証券化商品規制の動向について、金融規制改革全体の中で位置づけるとどのように考えられるのかということを上上げたいと思います。米国の金融規制体系全般が、事後規制型、事後処理重視型ではなく事前規制型のあり方に大きく変化しようとしていることは、ほぼ明らかなのでしようし、ある意味で規制強化の方に振れていると思います。それが、証券化商品にとつても受け入れざるを得ない動きとして眼前に迫られているということかと思えます。現在の規制改革の動向は、住宅ローンそのものおよび住宅ローン証券化商品の問題性をどう解決していくかということから出てきた動きではありますが、前半に

図表でご覧いただきましたように、住宅ローン以外の証券化商品にとっての影響をどのように緩和していくかということも今後は重要なのではないかと思います。証券化は国民経済的に非常に重要な手段であるということは疑いようがないと私は思っていますし、当局の側にもそういう発想はあるにはある。今は非常にシユリンクしている市場がどういふふうに戻りスタートしていくかということとを今後継続的に見ていく必要があるだろうと思っております。

以上をもちまして私のお話とさせていただきます。どうもありがとうございます。(拍手)

若林常務理事 横山先生、どうもありがとうございます。現在米国で進行中の証券化商品の規制問題につきまして、広い角度から、またディスクロージャーという点にも重点を置いて御説明いた

だいたと思えます。

若干時間をいただいていますので、ここで、皆様方から御意見あるいは御質問等をお受けしたいと思いますが、いかがでございますでしょうか。

質問者 きょうは包括的な質の高い情報をどうもありがとうございます。

大変難しい中身ですが、私も、この二〇〇八年当時、こういったプロダクトの売買にかなり関与しておりましたので、きょうのお話の中で幾つか御質問がございます。

まず、一点は、レジюме五ページ目の「主な規定」(3)、(4)、(5)とございまして、(3)の「表明保証」というところで、当初開示情報に瑕疵があった場合に、流動化後であっても買い戻すというお話なんです、これは一体幾らで買い戻すことになるのかということです。

(5)の「利益相反行為の禁止」というところで、

まさに利益相反の種類というものをどういうふう
に判断するかということは非常に難しい内容だと
思います。このあたりについて、もし何かござい
ましたら。

その次の八ページ、3-2 「リスク保持義務に
かかる六当局共同規則案」というところ黒点
(・) の二つ目、「リスク保持義務が免除される適
格住宅抵当貸付」というところがございます。こ
の適格というのはいわゆる格付け会社のグレード
ダウンのような形で、適格だったものが不適格に
なることはないのか。そうなった場合に、後から
五%分をリスク・リテインするのか、つまり、実
質買い戻しをするのかということ。このあたりは
どういうことなのか。

最後に、4-1 「価格情報開示」というところ
で、マーケット社による算出、ABX、HE、こ
れを私もよく見させていただきましたけれども、

インデックスの存在があったということで、価格
の値づけの機能は一応あったんだという見方が一
方であるものの、実際にはさまざまな市場の中で
レバレッジが行われていて、そのレバレッジの担
保として、こういった証券化商品も使われてい
た。クレジットラインをシャットダウンする目的
で、業者の側でむしろビッドを出さない形をとっ
てどんどんプライスが下がっていく。したがって
マージンコールによって実質回収をしていく、そ
ういう行為もあったということがマーケットの中
では言われておまして、このあたりは実態の調
べようがないかもしれないんですが、そのあたり
についての何か御感想なり所見なりがありました
ら。非常に難しい問題ですので、今すべての確に
お答えをいただけたとは思いませんけれども、も
し何かヒントでもいただければということ。

横山 実務のご経験からのご指摘をいただき、あ

りがとうございます。ご質問の順とは逆の順番で
お答えいたします。まず、A B Xのようなイン
デックスはともかくとして、実際に売買をあえて
しない動きがあったのではないかかということ、
まさに危機そのものが起こっていた時期にはそう
いう動きが確かにあったのだらうなと思います。

そのあたりの状況について、レジユメでは江川由
紀雄さんの御論文の一部を引用させていただいて
いますが、今いただきましたご指摘と同じような
ご理解なのではないかと思えます。

次に、Q R M、リスク・リテンションを免除す
る対象は、格付けのようにダウングレードという
状況は想定されていない仕組みだと思えます。ど
ういう商品性、どれくらいのスコアの原資産であ
れば免除するということですので、これはおそら
く組成段階での決めで、その後は動かないのでは
ないでしょうか。

ご質問では最初の点でしたか、買い戻しの価格
は幾らになるのかということですが、当初の額面
ベースなのか、判明した段階での時価ベースなの
か、いずれかしかないでしょうか、実務上は、
どちらかにするかを、発行分売時の契約書ベー
スで決めておくということではないでしょうか。

最後になりましたが証券化関連の利益相反禁止
規定について、法律では対象者の範囲を、証券化
商品の発行時の引受人、募集代理人、当初の購入
者、スポンサーまたはこれらの者の関係会社なら
びに子会社としています。禁止事項の内容はやは
りSEC規則に委任されております。

質問者 きょうはどうもありがとうございます
た。

私が不勉強なもので、お教えいただくことにな
りますが、証券業協会が前につくったルールとい
うのは、主にトレーサビリティのルールだったよ

うに思っています。要するにG20とか方々のところで、リスク・リテンションの話が出ている。我が国の金融庁は今何を考えているのか、既にそういうことが始まっているのか、そこは御存じでございませうか。

横山 日本の場合は確かに、トレーサビリティについては非常に先取り的なタイミングで、金融庁監督指針と日証協自主規制規則が整備されたわけですが、リスク・リテンションにつきましては、今のところ制度化という動きはないように見受けられます。トレーサビリティの枠組みがうまく活用されるかどうかを見定めるという段階ではないかと思われませう。

質問者 一点教えていただきたいのですが、SEC規則の3-1の(2)、(3)の発行時のディスクロージャーの内容、「個々の資産レベルでのデータを開示する」、こんなのが本当に投資家の役に立つ

のかどうかという気がします。ここで求められている開示の内容と、あと、トレーサビリティのところでありましたASFというところがまとめている開示の内容と、ポイントとしてどういったところが一番違うのかというところを教えてくださいければありがたいんですけども。

横山 これだけ多くの情報を開示するという点については、過剰規制ではないのかという批判は確かにあります。開示すること自体に非常に負担が伴いますし、開示されたデータを保有者サイドが使いこなせるのかという疑問もあります。そのあたりは、制度として動き出してみないと分からない部分も大きいと思います。また、業界ベースのパッケージと法定開示の関係につきましては、これも実務上、非常に重要なところだと思えますが、申し訳ございませんが、相当細かく照合する作業をしないと確認できそうにありませんので、

今後の課題とさせていただきますたく存じます。ただ、実務的には齟齬がないように、双方の歩み寄りといえますか、調整が事前にあったのではないかと思いますし、もし齟齬があったとしても、基本的には法定開示を満たす形で業界パッケージを修正するしかないかと思えます。

若林常務理事 他にございませんか。いかがでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、時間も参りましたので、本日の「証券セミナー」はこれで終了させていただきますしたいと思います。

横山先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(よこやま しせい・京都産業大学教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二三年五月九日に開催されました。)

米国における証券化商品規制の動向

横 山 史 生 氏

略 歴

1986年 京都大学経済学部卒業

1988年 京都大学大学院経済学研究科修士課程修了（経済学修士）

1993年 京都大学大学院経済学研究科博士後期課程単位取得退学

1993～1998年 社団法人公社債引受協会調査部勤務

1998～2001年 日本証券業協会企画部勤務

その後、秀明大学助教授、奈良産業大学准教授を経て

2008年より京都産業大学外国語学部国際関係学科教授

また、2001年より公益財団法人日本証券経済研究所客員研究員

その他、2001～2002年 財団法人日本資産流動化研究所調査研究委員会委員

主要業績

(共著)

『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第1分冊 資産流動化市場の実態
分析と将来展望』日本資産流動化研究所、2002年

『図説アメリカの証券市場2009年版』日本証券経済研究所、2009年

『戦後公社債市場の歴史を語る』日本証券経済研究所、2011年

(論文)

「米国債券市場における価格情報の公表等について」『証券団体協議会議レポート』
第5号、2000年12月

「債券市場における価格情報の役割とは」『証券レビュー』第48巻第4号、2008年4
月

「住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成」『証研レポート』第1650号、2008年
10月

「規制強化迫られる証券化商品市場」『証研レポート』第1658号、2010年2月

米国における証券化商品規制の動向

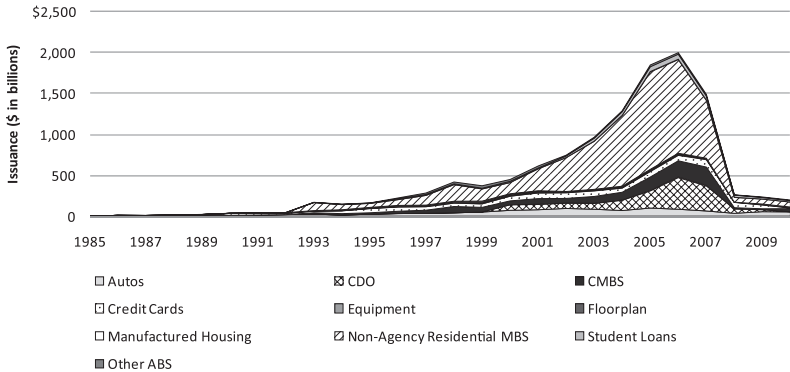
サブプライム・ローン問題の根源であった住宅ローン証券化商品を含む米国証券化商品（資産担保証券）については、2010年金融規制改革法（ドッド＝フランク法）において、原資産にかかる情報を含む法定ディスクロージャーの範囲の拡大、リスク・リテンション規制の導入（証券化商品の組成・発行者に原資産の一定部分の自己勘定での保有を義務付け）等、従来にはない新たな規制を導入することが規定され、それに基づいた法令諸規則の制定作業が進んでいるところである。このような規制強化の方向性は、様々な債権のリスクの分散を図るところに特徴をもつ証券化という金融手法の実務に大きな影響をもたらす可能性がある。

1. サブプライム・ローン問題前後における米国証券化商品市場
2. ドッド＝フランク法における証券化商品規制の概要
3. ドッド＝フランク法に基づく証券化商品規制の導入
 - (1) SEC規則案
 - (2) リスク保持義務にかかる6当局共同規則案
4. 証券化商品にかかる情報開示とリスク管理のあり方
 - (1) 価格情報
 - (2) 原資産情報開示（トレーサビリティ）
 - (3) 信用リスク保有（リスク・リテンション）
 - (4) 表明保障
5. おわりに

1. サブプライム・ローン問題前後における米国証券化商品市場

(1) 証券化商品（資産担保証券）発行額（裏付け資産タイプ別）

Figure 1: Total Asset-Backed Securitization Issuance by Year¹¹



(出所) Financial Stability Oversight Council, *Macroeconomic Effects of Risk Retention Requirements, Completed pursuant to Section 946 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, January 2011.

(2) 住宅ローンの信用度類型別貸出額・証券化額・証券化比率

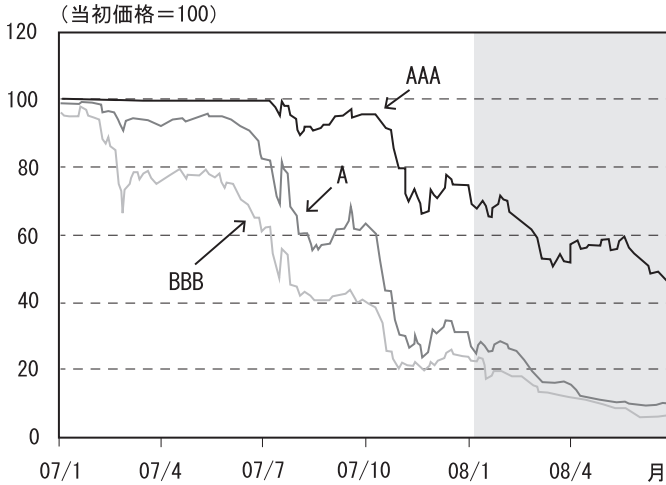
Figure 2: Origination and Issuance of Agency and Non-Agency Mortgage Loans¹⁶

Year	Subprime / Alt-A			Prime Jumbo			Conforming		
	Origination	Issuance	Ratio	Origination	Issuance	Ratio	Origination	Issuance	Ratio
2001	\$215	\$98	46%	\$445	\$142	32%	\$1,265	\$915	72%
2002	267	176	66%	571	172	30%	1,706	1,270	74%
2003	395	269	68%	650	238	37%	2,460	1,912	78%
2004	715	521	73%	515	233	45%	1,210	892	74%
2005	1,005	797	79%	570	281	49%	1,092	879	81%
2006	1,000	814	81%	480	219	46%	990	817	83%
2007	466	433	93%	347	178	51%	1,162	1,062	91%
2008	64	2	3%	97	7	7%	920	900	98%
2009	10	0	0%	92	0	0%	1,185	1,107	93%

(原資料) Inside Mortgage Finance Publications, *Mortgage Statistical Annual 2010*, "Securitization Rates for Home Mortgages"

(出所) (2)に同じ

(3) RMBS 価格インデックス (ABX.HE) の推移



(原資料) Markit

(出所) 日本銀行金融市場局『金融市場レポート』2008年7月

2. 2010年金融制度改革法（ドッド＝フランク法）における証券化商品規制の概要

< 1 > 該当条文：第9編第D章「資産担保証券化プロセスの改善（Improvements to the Asset-Backed Securitization Process）」941～946条

< 2 > 主な定義条項

「資産担保証券（asset-backed security）」自己流動化される金融資産により担保される固定利付きその他の証券であって、当該証券の保有者が当該資産からのキャッシュフローに主として依存する支払いを受けることができるもの

「証券化実施者（securitizer）」資産担保証券の発行者、または、発行

者に対する資産の売却・移転により資産担保証券を組成する者
「オリジネーター (originator)」資産担保証券の担保となる金融資産
を創出し、証券化実施者に直接または間接に当該資産を売却する者

< 3 > 主な規定

(1) 資産担保証券の証券化実施者による信用リスク保持義務 (941条、連
邦銀行当局および SEC による共同規則に委任)

①証券化実施者が保持すべき信用リスクをヘッジその他により移転する
ことを禁止

②証券化実施者が保持すべき信用リスクにかかる規定

・裏付け資産が適格住宅抵当貸付 (Qualified Residential Mortgage:
QRM) でない場合等には、信用リスクの 5 % 以上

・裏付け資産が QRM でない場合であって、当該資産のオリジネー
ターが連邦銀行当局が定める引き受け基準を満たす場合には、信用
リスクの 5 % 未満

・QRM の定義は、連邦銀行当局、SEC 住宅都市開発庁 (Depart-
ment of Housing and Urban Development: HUD) 長官、連邦住宅金
融庁 (Federal Housing Finance Agency) 長官の共同規則により定
める

③連邦政府または連邦政府機関 (連邦抵当金庫および連邦住宅貸付抵当
金庫は含まない)、州政府等が発行・補償する資産担保証券の全部ま

たは一部にかかる適用除外規定

- (2) 資産担保証券の発行者に対する裏付け資産情報開示の義務付け（942条、SEC規則に委任）
- (3) 資産担保証券市場における表明保証（representations and warranties）に関する規則の制定（943条、SEC規則に委任）
- (4) 資産担保証券にかかる発行登録書に関する規則の制定（945条、SEC規則に委任）
- (5) 資産担保証券にかかる利益相反行為の禁止に関する規則の制定（621条、SEC規則に委任）
- (6) リスク保持義務が市場にもたらす便益ならびに影響に関する金融安定監督評議会議長（財務長官）による調査研究の実施および連邦議会に対する報告の義務（946条）

3. ドッド＝フランク法に基づく証券化商品規制の導入

3-1. SEC規則

※ Regulation AB（SEC Release No.33-9148;34-63029, 2010年10月規則改正提案）（ドッド＝フランク法945条に基づく）

米国における証券化商品規制の動向

- (1) リスク・リテンション規制の導入（ABS 発行登録制度利用適格基準）
- ・発行登録制度（Shelf Registration）を利用して ABS の発行を反復的に行うような発行体に対して、発行登録制度の利用的確保要件としてアレンジャーが原資産の一定割合以上を自ら保有するよう義務付け
 - ・ABS の新規公募発行について発行登録を利用することにかかる包括的な発行登録届出書および個々の発行にかかる登録届出書（わが国の金融商品取引法上の手続きでは有価証券届出書に相当する）に関する様式としてフォーム SF - 3 を新設
- (2) 資産レベル・データにかかる開示項目の新設
- ・従来の ABS 規則では、プール資産全体のレベルに関する情報を開示することとされていた点について、プールに含まれる個々の資産レベルでのデータを開示することに変更
 - ・登録届出書および法定目論見書に添付すべき開示項目のリストとしてスケジュール L、また継続開示様式フォーム 10-D に添付すべき開示項目のリストとしてスケジュール LD を新設
 - ・スケジュール L およびスケジュール LD は、すべての ABS において開示すべき諸項目に加えて、ABS の原資産タイプ別に住宅ローン担保証券（RMBS）、商業用不動産担保証券（CMBS）、その他（自動車ローン、リース、学資ローン、企業向け貸し出し、再証券化）のそれぞれについて開示すべき項目を列挙

- (3) ABS 保有者に支払われるキャッシュフローの仕組み（ウォーターフォール）に関するデータ・プログラムにかかる開示の新設
- ・ABS のトランシェごとに ABS 保有者に向けて行われる利払い等のキャッシュフローの仕組み（Waterfall）を示すコンピューター・プログラムをファイル化して開示すること（目論見書、継続開示様式フォーム 8 - K に添付して EDGAR に提出）を義務付け
- (4) 資産担保証券の私募発行にかかる開示の強化
- ・資産担保証券（CDO を含む）の私募発行について公募発行に準じたディスクロージャーを課す。144A 条私募（転売対象を適格機関投資家に限定）について、買い手の求めに応じて、フォーム SF - 1 と同等内容の情報を提供し、また、公募債の継続開示と同等内容の定時報告を行うことを義務付け
 - ・重層的証券化商品である CDO 等について従来、私募による取引が多く、投資家への情報伝達が不十分であることに由来する混乱が生じていたことに鑑み、私募形式で取引される ABS、CDO 等に公募並みのディスクロージャーを課す方向性が鮮明にされたものであるが、実務上の負担が大きくなることは否めない。
- (5) その他
- ・ABS の発行登録について許容される包括性（アセットクラス、スキーム等）を狭める
 - ・発行登録を利用する ABS 発行について予備目論見書の交付を発行日の

5 営業日前までに行う

3 - 2. リスク保持義務にかかる六当局共同規則案（ドッド＝フランク法941条に基づく）

※通貨監督庁（OCC）・連邦準備制度理事会（FRB）・連邦預金保険公社（FDIC）・証券取引委員会（SEC）・連邦住宅金融庁（FHA）・住宅都市開発庁（HUD）による規則案（Proposed rule）「信用リスク保持（Credit Risk Retention）」（2011年3月31日公表、6月10日までパブリック・コメント受付）

- ・リスク保持の具体的諸形態を規定
- ・リスク保持義務が免除される適格住宅抵当貸付（Qualified Residential Mortgage: QRM）を規定（商品性、原資産信用リスクの程度等を基準とする）
- ・GSE 保障 RMBS の扱い（リスク保持義務免除は一時国有化の間のみ）

4. 証券化商品にかかる情報開示とリスク管理のあり方

4 - 1. 価格情報開示

- ・金融危機の中で RMBS 流通市場の価格形成機能は麻痺したと指摘される。しかし、個々の商品の理論価格なり市場価格を算定・形成する行動

なり業務なりがまったく停止しているわけではない。その証左として、RMBS の価格インデックスの存在がある。米国市場においてある程度の指標性を有すると評価されているものとして、マーケット (Markit) 社によって算出・発表される ABX. HE がある。これは、マーケット社が毎営業日、複数の投資銀行から MBS の気配値を取得し、その平均値を算出して同社のウェブサイト上で公表しているものである。インデックスは、半年間に発行された MBS のうち発行時点での格付けごとに選定された20本ずつのセットについて設定されている。

・FINRA (旧 NASD) による TRACE 制度 (社債売買価格の報告・公表制度) の対象に ABS を追加

・証券化商品の流通市場および価格形成の実情については、次のような有益な示唆がある。「証券化商品は発行後に市場で転々流通するものではなく、あまり売買されていなかったというのが実情である。…発行段階で購入した投資家が償還を待たずに売却処分したいときは、当該商品を組成した金融機関が自己勘定で買い受けることで流動性を支えていた。売買は相対で行われ、当事者はその価格を公表あるいは第三者に報告する必要もないため、売買が成立しても価格を市場参加者は観察できない。大手金融機関は顧客が保有する資産を処分したいとして金融機関 (業者) に売ろうとしても、業者は社内的に管理しているリスク量が増大してしまい、積極的にリスクを取ることができなくなる。買い取りたくないので低めのビッド価格を提示すると、資産処分を急ぐ顧客は安くても構わず換金したがるため、それでも売買が成立してしまうことがある」(江川由紀雄「サブプライム問題と米国の証券化市場」、『証券アナ

リストジャーナル』2008年3月号、26～27頁)

- ・このような状況では、証券化商品の価格は、売買が成立した価格だからと言って必ずしも内在的価値を反映した水準とはいえなくなってくるが、金融機関のバランスシート評価を行うための企業会計基準の上では、市場で成立した価格があればそれを優先的に採用することとなっている。このこともあって、金融機関は、証券化商品の償却による含み損の実現（貸し倒れ引当金の計上）に及び腰となる。
- ・そのような事態をおそれて証券化商品の売買そのものが生じなくなったということであろうが、そのような状況のもとでの金融機関のバランスシート評価は、市場価格ではなく理論価格、つまり証券化商品の内在的価値を合理的な方法によって算出した価格で行うことが認められている。ところが、理論価格の算出方法や根拠データは、個々の金融機関の判断によってまちまちであるため、結果として、個々の証券化商品の刻々の時点における客観的・一意的な価格水準を発見しにくくなった。
- ・しかし、市場機能に即したレベルで考えれば、RMBS 発行市場において過剰なオリジネート・アンド・ディストリビュートを行った大手投資銀行には、その流通市場においても固有の機能を果たす責任があるといえる。平時における活発な売買取引というわけではないにせよ、発行後の継続的時点においてその都度、売買可能な価格に関する判断を市場にむけて提供する、つまりマーケットメイクを行うという機能である。

4-2. 原資産情報開示（トレーサビリティ）

(1) 法定開示

- ・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。

(2) 市場当事者レベルでの検討の動向

- ・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きた。

- ・米国証券化フォーラム（American Securitization Forum: ASF）が2006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、証券化商品の原債権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、ビジネススペ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2006年時点での評価にもかかわらずその直後の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、その後においてどのように理解されているかは、明らかでない。
- ・ASFは2008年、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）」を開始。「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2009年7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（発行時開示にかかる「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「レポーティング・パッケージ（The Reporting Package）」である）。

・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、市場の混乱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、2008年12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: AUSF) 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。

・そこでは、証券化市場の当事者が、①住宅ローン担保證券の原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。証券化商品の原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。

4-3. 信用リスク保有 (Risk retention, Skin in the game)

<意味>

・リスク・リテンション (risk retention) とは、広義には特定のリスクに起因する損失の負担を受容することであるが、証券化商品について用い

られる場合は、オリジネーターが原債権の一定割合を常時保有することを義務付けること。

- ・ある主体がゲームの傍観者ではなくゲームの勝敗が当該主体に影響するような状態に置かれるという意味合いで、スキン・イン・ザ・ゲーム (skin in the game) とも。
- ・「証券化することで原債権のリスクを投資家に全て転嫁できるため、オリジネーターは原債権の質を真剣に評価するインセンティブが低下するという問題を軽減するため、オリジネーターにも証券化商品を持たせ、安易な証券化を行ったら、自らも痛む構造にしようという発想」(淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、2009年、278頁)

<金融危機対応議論における方針提示>

- ・2009年4月 G20ロンドン・サミット(第二回金融・世界経済に関する首脳会合)「金融システムの強化に関する宣言」
健全性規制の一項目として、証券化のリスク管理改善に言及
「バーゼル委員会及び各国当局は、2010年までに、デュー・ディリジェンス及び定量的な保有義務を考慮することを含め、証券化のリスク管理に係るインセンティブを改善する作業を進めるべきである。」
- ・2009年9月 証券監督者国際機構(IOSCO)「非規制金融市場・商品に関する最終報告書(Unregulated Financial Markets and Products - Final Report)」
「証券化のバリューチェーンにおける関係者の利害を適切に調整させる

ために、オリジネーター/スポンサーに、証券化商品への長期的な経済的エクスポージャーの保有を求めることを検討する。」

- ・2009年6月米国財務省「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）」

「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

1. 連邦銀行監督機関は、証券化される資産の信用リスクの相当部分（material portion）にかかる経済的利害（economic interest）を保有するようオリジネーターないしスポンサーに求める規制を制定すべきである。」

<意義・推進論>

- ・オリジネーターに証券化商品の原債権の一定割合を常時保有することを義務付ける
- ・一定割合は残高の減少に応じて確保されなければならない、一定割合未滿に減少した場合は買い取る必要が生じる
- ・オリジネーターが組成・販売型ビジネスモデルを取るにより証券化の原債権リスクを投資家に全面的に転化するモラルハザードを防止することが目的とされる

<懸念・反論>

- ・証券化という金融手法は本来、様々な債権をその原保有者から切り離すことにより当該債権に伴う様々なリスクを分散という形で管理し、それを通して社会的資本を新たな債権債務関係の構築に振り向けることを可能にするものであるのであって、オリジネーターに原債権の一部の保有を義務付けること、すなわちリスク・リテンション規制の導入は、このような証券化本来の機能・目的を阻害するおそれがある（American Securitization Forum, *Comments and Suggested Revisions to Subtitle F of the “Credit Risk Retention Act of 2009,”* November 3, 2009.）
- ・オリジネーターが原債権を定量保有していることと、原債権のクオリティないしパフォーマンスとは無関係
- ・オリジネーターがある証券化商品のうち特定のトランシェを保有すると、当該証券化商品の保有者全体との間に利益相反が生じる
- ・定量保有の割合の決定に合理的根拠はない
- ・オリジネーターにおいて定量保有のために必要な資金の調達コストが発生する

4 - 4. 表明保証（representation and warranties）

<意義>

- ・オリジネーターが原債権を売却する場合、貸出内容・担保物件等に関する

るドキュメンテーションや関連情報を表明・伝達する

- ・原債権の売却が行われた後に原債権にかかる情報提供に瑕疵があったことが判明した場合、オリジネーターは原債権の買い手の求めに応じて買い戻しを行うことを予め契約する
- ・ただし、従来、契約条項が不明確な場合も多く、また住宅ローン貸出しおよびその証券化をめぐる経済環境が好調であった間はこうした契約を発動する必要性もほとんどなかったのが実態

<制度化事例>

「RMBSに関する情報提供および保証の標準モデル（ASF Model RMBS Representation and Warranties）」（2009年12月）

- ・リスク・リテンション規制に代替すべき方法として、原債権にかかる情報の提供とその保証（representation and warranties）を確実にを行うことを提案
- ・RMBSが組成・販売された後の早い時期に原債権の延滞の増加等が生じたことによりRMBSの価値が低下することが想定されるが、これについては、組成・販売時の表明それ自体に形式的な瑕疵がなかったとしても、オリジネーターは買戻しに応じることとする。

5. おわりに

- ・SECによる新ABS規則は、証券化商品の原債権にかかる情報の開示を

強化することが主眼となっており、過剰な規制との受け止め方もあり得よう。開示する側にとって過大な負担を課すとともに、利用する側にとっては質と量の両面において利用しきれないほどの情報を手にするということになりかねない面も持っている。

- ・しかし、サブプライムローン問題に端を発する証券化商品市場の制度改善に向けた一連の動向においては、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（トレーサビリティ）を高めるという方向性によって、証券化商品についてオリジネーター、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を整えることが重要であろうとの認識も、参加者間で共有されてきている面もある。
- ・そういった意味では、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マリットなどバイ・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。
- ・また、米国では金融規制改革の大きな流れの中で、証券化商品市場のあり方の改善をめぐる、オリジネーターによるリスク保有義務付けという、従来にはない発想による新たな規制が導入されようとしている。これについて市場参加者の側からの懸念も大きい。リスク・リテンション規制は、証券化という金融技術の特性そのものについて、リスクの分散を図る点に利点があるという従来の考え方とは異質なものであることから、今後制度化された場合、市場実態にどのような影響をもたらすかが注目される場所である。