

証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは

横山 史生

1 証券化商品市場にかかる制度改善議論の進行

サブプライム問題に端を発する証券化商品を中心とする国際的な金融・資本市場の混乱については、事態の進行を受けて、二〇〇七年半ば以降、関係各国の金融監督当局やその国際フォーラム等によって原因と対策に関する分析が進められているところであり（表1を参照）、それらを概観すると、関係者の間で徐々に共通認識が形成されてきているように見受けられる。

一連の混乱の原因については、（1）米国住宅金融市場における問題、（2）証券化商品の組成・販売段階における問題（重層的証券化の拡大、リスク評価および格付の手法の限界、スキームおよびリスクに関する不十分な情報提供）、（3）証券化商品の保有段階における問題（機関投資家におけるデュエリジェンスの不足、金融機関によるオフバランス・ベースでの保有の拡大とそのリスク管理・情報開示の不足）、（4）証券化商品の価格評価および流動性確保にかかる問題、（5）金融監督上の問題、といった諸レベルに整理されてきているようである。

また、今後の対策の方向性について、証券化商品の組成・販売・保有・評価という、上記原因の（2）から（4）に当る範囲、いわば証券市場に固有の部分に注目するならば、（a）証券化商品の組成・販売・保有にかかわる市場参加者それぞれにおいて、証券化商品のリスクを評価する手法・態勢を見直すとともに、証券化商品に

かかる様々な情報の開示および伝達における透明性を向上させること、(b)証券化に関わる格付プロセスの質を向上させること、(c)証券化商品の金融機関等によるオフバランスでの保有にかかるリスク管理および開示の仕組みを強化すること、というように整理できよう。

このような対応の方向性は、大勢としては、証券化商品市場において従来、様々なレベルでの情報開示が十分ではなかったとの認識に立って、関連する市場インフラ・制度の改善・整備を指し示すものではない。証券化商品そのものの仕組みに内在するリスクの大きさおよびその変動に関する情報開示の改善という意味では、上記のうちの(a)に属する諸課題への対応が中心となるであろう。本稿では、証券化商品の原資産情報等にかかる開示の改善について各方面で進められつつある方向性を概観・整理することとする。

表1 サブプライム問題および証券化商品市場に関する検討の状況

| 欧米各国等 | 日本 |
|---|--|
| <p>2008年2月 欧州金融業界諸団体、欧州における証券化市場の透明性に関する取り組み方針を公表</p> <p>2008年3月 金融市場に関する合衆国大統領府ワーキンググループ報告書「金融市場の発展に関する政策方針」</p> <p>2008年3月 IOSCO「証券化商品市場における格付機関(CRA)の役割」</p> <p>2008年4月 金融安定化フォーラム(SFS)「市場と制度の強靱性の強化に関する報告書」</p> | <p>2007年11月 「金融市場戦略チーム」(渡辺金融担当大臣の私的懇談会)第一次中間報告書</p> <p>2007年12月 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」</p> <p>2008年2月 金融庁監督局「金融商品取引業者等の監督指針」一部改正案(証券化商品の販売にかかる留意事項の新設)公表</p> <p>2008年3月 日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキンググループ設置」</p> <p>2008年4月 金融庁監督局、「金融商品取引業者等の監督指針」一部改正(証券化商品の販売にかかる留意事項の新設)実施</p> |

2 証券化商品にかかる原債権情報の追跡可能性・透明性

証券化商品の情報開示の改善を進める上で、各方面で注目されているのは、証券化商品の原債権（裏付資産）にかかる情報の開示・伝達の透明性の向上であり、それを、情報の利用者側（川下）から提供者側（川上）に順次に遡及する方向性で見た場合の表現として「追跡可能性」ないし「トレーサビリティ（Traceability）」という用語がクローズアップされてきている。

この用語を明示的に用いる形での証券化商品にかかる情報開示改善の推進が、わが国発の議論の中で行われている。すなわち、金融担当大臣の私的懇談会「金融市場戦略チーム」が二〇〇七年一月にとりまとめた第一次中間報告書⁽¹⁾を嚆矢として、二〇〇七年二月に金融庁が公表した「我が国金融市場の競争力強化プラン」を経て、二〇〇八年四月に金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正により証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性の確保）が新設されるに至った、という動きである。

この動きの発端となった金融市場戦略チーム報告書では、「サブプライムローン関連商品が組成されて投資家に販売されるまでの一連の流れにおいて、原債権の信用リスクが適切に情報伝達されていなかったのではないか」という問題が共通して見られる」との判断に基づいて「証券化商品の組成者、販売者及び格付会社等が原資産のリスクについて情報収集、情報伝達を適切に行っていたかどうか、適切な情報伝達を促すためにどのような取組みが考えられるのか」という問題意識を立てている。そこから、「証券化のプロセスに関与する個々の当事者が関係当事者に必要な情報を適切に提供していくことが求められるべき」であり、そのことは「証券化市場の透明性の向上に資することとなり、市場規律の強化を通じて証券化商品の「安心」を確保するためにも有益」との方向性を提示し、そのような仕組みを「追跡可能性（Traceability）を確実に担保するための仕組み」と表現している。

る。

トレーサビリティという表現は、海外における議論の中ではそれほど明示的には用いられていないように見受けられるが、原債権情報の開示・伝達の透明性の向上が重要であるとの認識は、ほぼ共通している。たとえば、主要七カ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G7）への諮問機関である金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum：FSF）が二〇〇八年四月のG7会合に報告した「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）」⁽²⁾では、一般の金融市場の混乱の要因分析と今後の対応についての提言をとりまとめた中で、「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ঞ্জヤー、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の位置付けを行っている。

また、米国において、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）が二〇〇八年三月に公表した「金融市場の発展に関する政策方針（Policy Statement on Financial Market Development）」⁽³⁾では、証券化商品の投資家がデューデ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ヤ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。

さらに、欧州においても、二〇〇八年二月、金融業界諸団体（コマーシャルモーゲージ証券協会CMSA、欧州証券化フォーラムESF、欧州銀行連合会EBF、国際資本市場協会ICMA、ロンドン投資銀行協会LIBA等、合計八団体）が、欧州における証券化市場の透明性に関する取り組み方針を公表し、⁽⁴⁾金融機関等の証券化

商品へのエクスポージャーに関する情報開示と並んで、証券化商品市場にかかる様々な情報を収集して監督当局に報告すること、それら情報を投資家に利用可能な形で伝達することについて、具体的な制度改善に向けた作業を進める、としている。

3 証券化商品原債権にかかる情報の米国における開示の状況

証券化商品の原債権にかかる情報、特に裏付資産パフォーマンス情報の公表・伝達について、米国市場では、従来から、一連の市場インフラが存在し、それなりに利用されてきているといわれる。

まず法令による開示規制の面で、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。⁽⁵⁾

継続開示については、裏付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。⁽⁶⁾

さらに、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といわれる。⁽⁷⁾

そのような市場インフラの実態については、債券市場協会(TBMA、現SIFMA)と米国証券化フォーラ

4 (The American Securitization Forum : ASF) が行った調査結果が二〇〇六年一〇月に「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)」として公表されている⁽⁸⁾。それによると、証券化商品の類型⁽⁹⁾とに、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。

このように、米国ではサブプライム問題発生前においてすでに、資産流動化商品の裏付資産パフォーマンス情報および価格情報について、一定の制度・インフラ整備が進められていたと言えるのであるが、それにもかかわらず、サブプライム問題発生時に混乱が生じたのは、何故であろうか。

これについて、米国市場に内在した検討ではないが、次のような指摘に、状況を理解する一端がありそうである。たとえば、米国の証券化商品の中で特にトレーサビリティに問題があると指摘されている二次証券化商品 (ABSCDO等) については、米国ではCDOにマネージド型が非常に多いほか、ABC PやSIVにおいてもコベナンツの範囲でマネージャーが繰り返し回す中で、何がどう入っているのか投資家から見えないということではないか、との、格付機関担当者による指摘⁽⁹⁾や、二次証券化商品は仕組み上、非開示が前提の商品なので、さすがに米国でも情報開示がなされておらず、米国ではまず一次証券化商品でしっかりとした情報開示がなされ、その中で原資産に問題がありそうなものについて注視していくことで対応していく流れとなっている、との、情報ベンダー担当者による指摘⁽¹⁰⁾である。

また、江川由紀雄氏 (ドイツ証券マネージングディレクター・証券化商品調査部長) は証券化商品市場の実務家の立場から、証券経済学会第六九回全国大会 (二〇〇八年六月一日) ワークショップ「サブプライム問題と証

証券化商品」での報告「サブプライム関連証券化商品の問題点と再発防止の考え方」⁽¹¹⁾において、「米国の証券化商品に関しては、個々の裏付資産にいたるまでトレーサビリティは高く、豊富に情報が入手可能である。問題は情報そのものではなく、格付機関にせよ機関投資家にせよ、入手した情報に的確な意味を与え、適切な意思決定・行動につなげるための情報生産能力が問われる」と述べられ、さらに、証券化商品のリスク管理について、原資産パフォーマンスに関する過去データに基づく数理モデルに依存せざるを得ないこともあり、今回のサブプライム問題のように過去データの予想の範囲を越える事態が生じた局面では、数理モデルや格付情報のみには依存した投資判断では対応に限界があるのは当然であったのであり、証券化商品への投資については、投資家自身において、定量分析だけでなく定性分析を行うことも重要であろう、という旨を指摘されている。

4 日本における証券化商品にかかる情報開示の今後

我が国においては、サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱は比較的大きくないということもあり、今後にこういった混乱が起こらないようにするための仕組み作りという中長期的な課題を中心に議論がなされている。上述のように、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正により、証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性の確保）が新設されたこと（表2を参照）が、その具体的な現れである。

この「監督指針」改正について金融庁は、「トレーサビリティ改善のための原則（プリンシプル）を示したものであり、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。運用においても、硬直的・画一的なものとならないよう留意します。」⁽¹²⁾としている。

表2 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」における証券化商品の販売にかかる留意事項の新設（2008年4月2日実施）

IV. 監督上の評価項目と諸手続（第一種金融商品取引業）

IV-3 業務の適切性（第一種金融商品取引業）

IV-3-1 有価証券関連業に係る業務の適切性

IV-3-1-2 勧誘・説明態勢

(5) 証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）の確保）

証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達が行なわれない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるおそれがある。

証券化商品の取引は、基本的にはプロ同士（証券会社等と適格機関投資家等）の取引と考えられるため、法令上の開示規制や業者の説明義務の対象にはならない可能性が高いものの、その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、以下のような点に留意するものとする。

なお、証券会社等が単なる売買の媒介しか行わないなど限定的な役割しか担わない場合であっても、投資者と接点を有する限りにおいては、実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。

- ① 販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう、分析を行っているか。
- ② 販売の際に、格付けのみに依存することなく、原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても情報伝達を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。
- ③ 投資者である顧客からの要望があれば、当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、情報伝達のための社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。
- ④ 市場価格の特定が困難となった場合にも、理論価格等を評価・算定し、顧客に迅速かつ的確に提示することができる態勢が整備されているか。また、当該理論価格等の評価・算定に当たっては、情報利用者による意図的な特定の利用に資することを優先した恣意的な算定等がなされていないか。

(出所) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正について」（2008年4月2日）(<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080402-2.html>)

これを受けて日本証券業協会は、協会員が証券化商品の販売を行うに際し追跡可能性 (Traceability) を確保するに足る説明態勢を構築するための具体的な検討を行うことを目的として、「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を公社債・金融商品委員会の下部組織として設置し、現在、検討が進められている。同ワーキング・グループでの検討状況は、議事要旨および参考資料が、日本証券業協会のホームページにおいて公開されている。¹³⁾ それによると、検討の目的・方向性は、概要次のとおりとされている。

(1) 目的

ワーキング・グループは、監督指針を具体化し、証券化商品の原資産のトレーサビリティを確保することにより、以下の二点を目指す。

① 一般のサブプライムローン問題でみられた「証券化商品の原資産のリスクの所在や規模の特定が困難になる」という「リスク所在の不確実性」が我が国において発生するのを未然に防ぎ、投資家が安心して証券化商品に投資できる環境を整備し、国民経済の発展に資する「一次証券化商品市場」の健全な成長を促す。

② 原資産の内容やリスクに関する情報の開示が強化・充実されることにより、これまで証券化商品への投資を行っていなかった内外の長期資金など本来ニーズのある投資家の需要を喚起し、①（投資家が安心して投資できる環境の整備）とも相俟って、日本の証券化市場（特にセカンダリー市場）の流動性の向上や、資金調達手段としての利便性向上を図り、我が国金融市場の競争力強化に資する証券化市場の育成を促進する。

(2) 統一情報開示フォーマットの作成

① ワーキング・グループでは、「原資産の内容やリスクに関する情報」を具体化・標準化するための共通の目線として、「統一情報開示フォーマット」を作成する。それにより、監督指針あるいは日証協規則の実効性を担保し、販売者が社内態勢整備を進めるにあたってのベースとなる具体的コンテンツを提供する。

② 統一情報開示フォーマットの作成方針としては、CMB Sに関しては、複数のステークホルダーの議論を踏まえて作成されているコマースシャルモーゲージ証券協会(CMSA)日本支部のものをベースとしていく。また、RMB S、CLO、ABSについては、日本銀行金融市場フォーラム(二〇〇四年)における推奨フォーマットをベースとして、今後必要な修正を加えていく。

今後のスケジュールとしては、二〇〇八年六月までに月二回ペースで会合を開き、そこまでの審議で全体の方性を「中間報告」としてとりまとめ、七月中を目途に对外公表し、その後九月よりワーキング・グループを開いて細部を詰め、年内を目途に日証協規則を完成させ、二〇〇九年以降、所要の準備・周知期間を経た後に施行するものとされている。

5 おわりに

証券化商品の原債権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ふ、トレーサビリティの仕組み作りの動きは、欧米に比して日本において先行的に進んでいく可能性もあるが、欧米もいずれば、同様の制度整備に着手するものと考えられる。そういったルール・メイキングによって、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。

サブプライム問題に端を発する証券化商品市場の混乱とは、証券化という金融手法が、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ることによって生じたものであったとも言えよう。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今後、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。

（付記）本稿の作成に当り、赤井厚雄氏（モルガン・スタンレー証券会社マネージング・ディレクター、日本証券業協会）「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」主査）よりご教示を賜りました。記して感謝申し上げます。

注

（1） 「金融市場戦略チーム」は、渡辺金融担当大臣の私的懇談会として、日本の金融戦略を議論するため、民間の実務家等を中心に発足し、サブプライムローン問題に関する議論を行った。報告書では、金融資本市場や金融システムに影響を及ぼしているサブプライムローン問題の背景やその展開、問題点等を分析するとともに、グローバルな観点から

の市場正常化に向けた道筋やわが国としての必要な施策についての提言が行われている (<http://www.fsa.go.jp/news/19/20071130-3/02.pdf>)。

- (2) F S F は、主要国・地域の金融監督当局、金融監督関連国際機関（バーゼル委員会、IOSCO等）ならびに I M F、世界銀行をメンバーとして、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により国際金融の安定の促進を目的としている。報告書原文は、F S F ウェブサイトからダウンロードできる (http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf)。また報告書の提言部分の概要については、金融庁による仮訳が公開されている (<http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20080412.pdf>)。
- (3) http://www.treas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatenkturmoil_03122008.pdf
- (4) Summary of European Industry Commitments to the European Commission regarding Transparency in the European Securitisation Market, February 8, 2008. (http://www.esbg.eu/uploadedFiles/Position_papers/0133.pdf)
- (5) たとえば、パススルー型 C M O に つ い つ は B A A (Basic Prepayment Assumption) モデル、ペイスルー型 C M O に つ い つ は P S A (Public Securities Association) スタンダード・プリペイメント・モデルが標準的に使われている (石原紳作「米・英における証券化関連商品のディスクロージャー」、『C O F R E I ジャーナル』第四号、一九九一年九月、五三頁)。これらのモデルの概要については、赤井厚雄「モーゲージ債と資産担保証券」、債券市場研究会編『米国債券投資戦略のすべて』(金融財政事情研究会、二〇〇〇年八月)、一二五―一二八頁を参照。
- (6) 財団法人日本資産流動化研究所「米国証券化のディスクロージャーに関する調査研究」(一九九九年三月)、一九頁。
- (7) 財団法人日本資産流動化研究所「米国における資産担保型証券の実態に関する調査研究」(一九九六年五月)、九四、九六、九八頁。

- (8) http://archives1.sifma.org/assets/files/Pricing-Information_Sources_Study_1006.pdf
 - (9) 日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」第四回会合(二〇〇八年五月一五日)議事要旨
(http://www.jsda.or.jp/html/syoutenka/hanbai_wk/pdf/4-1.pdf)、四頁。
 - (10) 同上、三頁。
 - (11) 江川由紀雄「サブプライム関連証券化商品の問題点と再発防止の考え方」、証券経済学会第六九回全国大会(二〇〇八年六月一日)ワークショップ「サブプライム問題と証券化商品」における報告時の配布資料による。
 - (12) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正について(別紙一)コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」二〇〇八年四月二日 (<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouten/20080402-2/01.pdf>)
 - (13) http://www.jsda.or.jp/html/syoutenka/hanbai_wk/index.html
- (ちこやま しせい・客員研究員)