

## 〈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

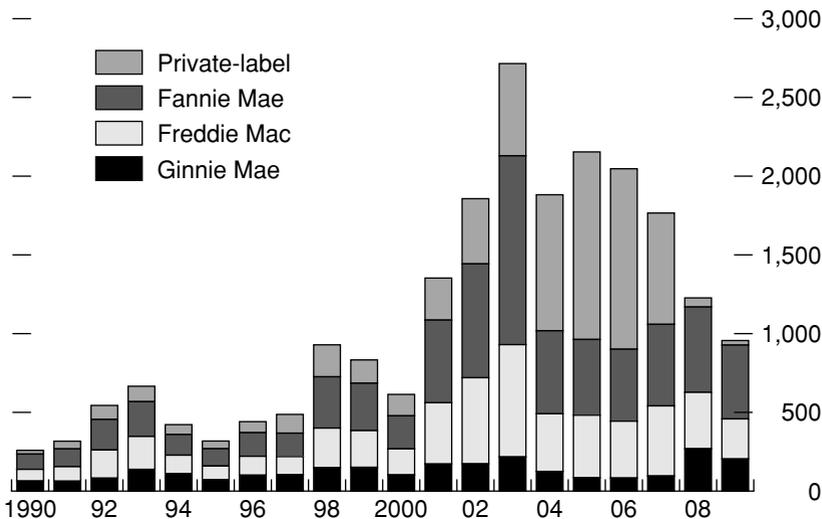
はじめに—証券化商品市場の〈混乱〉と〈再開〉

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)

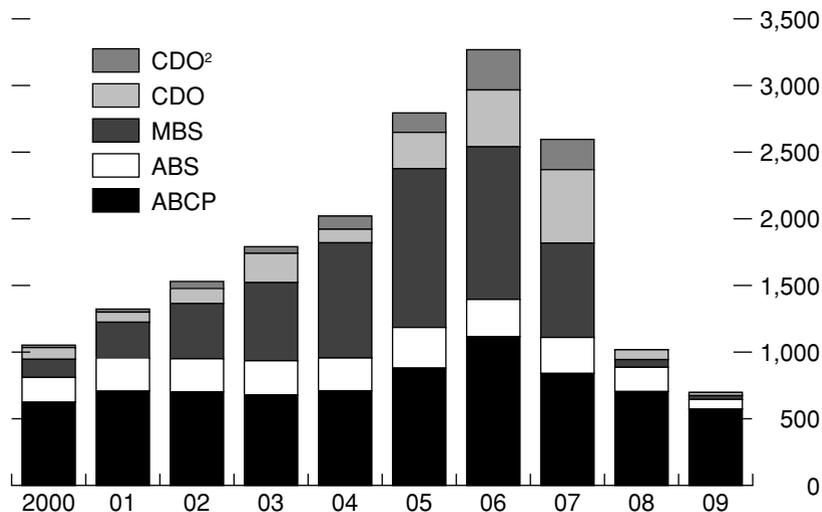


(注) 原資料はInside Mortgage Finance.

(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・デリジエ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による四半期定期報告書「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ャの過度の複雑化、
  - 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) ストラクチャの複雑性の軽減（セルサイドにおけるストラクチャの標準化、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)<sup>(1)</sup>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、ディストリビューター、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) 米国政府レベル

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・デリジエ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)」<sup>1)</sup>及び「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)<sup>2)</sup>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

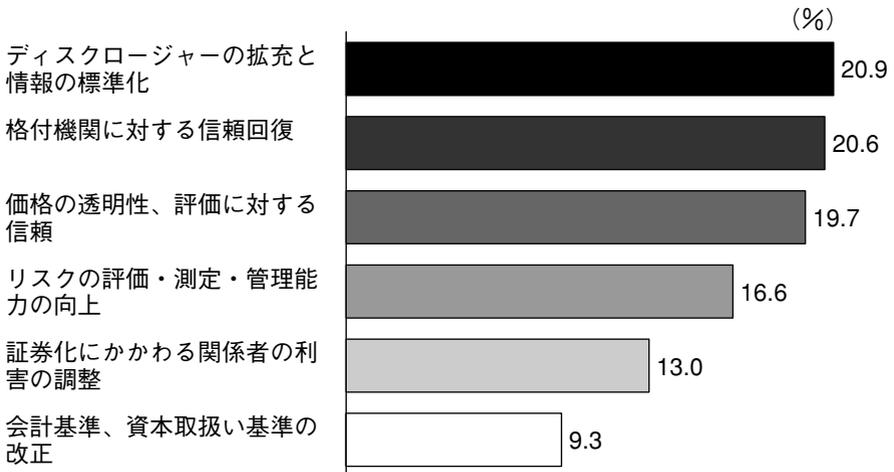
米国の証券化ビジネスに関係する発行者、投資家、サービサー、仲介業者、格付機関、法律・会計事務所などが加盟する団体である米国証券化フォーラム(American Securitization Forum: ASF)は二〇〇八年より、MBSを中心とする米国証券化商品市場の改善を目的とする「プロジェクト・リスタート(RESTART)」を進めている。「リスタート」とは、「再開(restart)」を意味すると同時に、プロジェクトの内容を示す「住宅ロ

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・パッケージ」(The Reporting Package)とある (ASF[2009])。

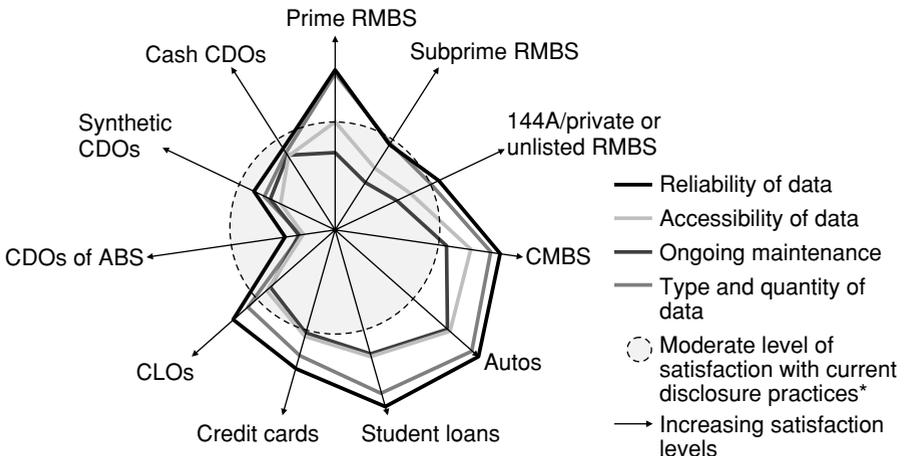
これらパッケージの作成の過程では、証券化商品市場の参加者・当事者自身が、市場のへ混乱期にはどのような問題があったのかを顧みる作業が行われた。その結果が、二〇〇八年二月にASFが米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association : SIFMA)、欧州証券化フォーラム (European Securitization Forum : ASF)、および豪州証券化フォーラム (Australian Securitization Forum : AUSF) と共同で発表した「証券化市場の信頼を回復するために (Restoring Confidence in the Securitization Markets)」と題するレポートにおいて示されている (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) （注）に於て一九三五年より施行された。

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ふ動きによって、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も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）
- ・ 桑木小恵子 [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）