

## 証券化・CDS 市場の規制に関する IOSCO のコンサルテーション・レポート

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 2009年5月5日、IOSCO（証券監督者国際機構）のテクニカルコミッティーは、『規制対象外金融市場・商品タスクフォース』がとりまとめたコンサルテーション・レポートを発表した。本報告書は、国際的に見て規制されていない（あるいは規制が緩やかな）金融市場・商品の中で、特に金融危機で批判や懸念を集めた証券化とクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の透明性向上と監督強化につき、暫定的な提言を行っている。
2. 本報告書の意義のひとつは、すでにさまざまな場所で示されている証券化・CDS市場の規制アイデアを、行為規制、開示規制、監督体制という視点で整理し、今後の改革のフレームワークを示したことにある。
3. 内容では、取引行為としての証券化・CDS取引を罪悪視し、市場の成長に制限を設けるような規制は志向されていないこと、インフラストラクチャー整備に重きがおかれていること、国際協調が強調されていることなどが注目される。
4. 本報告書の方向性はいわゆる「犯人探し」とは異なっており、証券化・CDS市場を今後も健全に発展させるにはどうしたらよいかという観点に立った提言と考えられる。量的な意味では証券化・CDS市場の本格回復にはまだ時間がかかりそうだが、ルールやインフラの改善という質的な改革という面では、次の時代を見据えた動きが着実に出てきたともいえ、今後の各国・地域の取組みが注目されよう。

### I. 建設的な規制アイデアを示した IOSCO タスクフォース

2009年5月5日、IOSCO（証券監督者国際機構）のテクニカルコミッティー（専門委員会）は、『規制対象外金融市場・商品タスクフォース』（Task Force on Unregulated Financial Markets and Products: TFUMP）がとりまとめたコンサルテーション・レポートを発表した<sup>1</sup>。TFUMP は、国際的に見て規制されていない（あるいは規制が緩やかな）金融市場・商品

<sup>1</sup> レポートは <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD290.pdf> で入手可能。

の中で、特に金融危機で批判や懸念を集めている証券化とクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の市場透明性向上と監督強化につき、暫定的な提言を行った。テクニカルコミッティーは今後、6月15日までパブリックコメントを募集し、コメントを参考にして最終的な提言をまとめる予定である。

証券化とCDSについては、どちらも金融規制体系に生じた一種の隙間で市場が急拡大したことが、サブプライム・バブルを生んだ要因とも、あるいは信用不安・金融危機を拡大させた要因とも言われている。一方では、大きな批判の的になっただけに、証券化・CDS市場のルール確立と透明性向上について、数え切れないほどの提言がすでに出されている状況である。本レポートの意義のひとつは、さまざまな提言を行為規制、開示規制、監督体制という視点で整理し、証券化・CDS規制改革のフレームワークを示したことにあるといえよう（図表1・2参照）。そういう意味では新しいアイデアがあるわけではないのだが、いくつかの点には注目すべきである。第一に、金融ビジネスあるいは取引行為としての証券化、CDS取引を罪悪視し、市場のサイズや成長に上限を設けるような規制は志向されていないことである。第二に、証券化の関連提言で言えば「独立性・透明性を高めるためのリスク評価手法の開発や専門家の存在」、CDSの関連提言で言えば「セントラルカウンターパーティ（CCP）の確立」といった形で、市場の発展を支えるインフラストラクチャーに関連した提言が出ていることである。第三に、国際的な協調による規制体系の整備を主張していることである。つまり、本レポートの方向性は、いわゆる「犯人探し」とはまるで異なっており、証券化・CDS市場を今後も健全に発展させるにはどうしたらよいかという観点に立って、建設的に規制アイデアを示したともいえる。

図表 1 証券化市場に関する暫定提言の要旨

規制タイプ	信認向上のため国・地域の規制当局が改善・確保すべきこと
行為	インセンティブ構造 ・透明性の向上: アンダーライター等を実施されるリスク評価・管理情報が発行体により開示されること  ・オリジネーター等による長期的・経済的な持分保有(エクスポージャー): 例として「スキン・イン・ザ・ゲーム」
行為	専門家の独立性: 発行体に活用される専門家の独立性確保
行為	リスク管理: バイサイドのサポートに基づくリスク評価手法の開発
開示	継続的な情報開示: プロダクトの生存期間中
開示	担保資産プールのクオリティ、アンダーライター等によるリスク管理のレビュー活動に関する情報の発行時及び継続的な開示
行為	投資家の適格性
監督	各国・地域が国際規制協調を促進する形で規制範囲・権限を見直すこと

(出所) IOSCO 規制対象外金融市場・商品タスクフォースレポートより野村資本市場研究所作成

図表2 CDS 市場に関する暫定提言の要旨

規制タイプ	信認向上のため国・地域の規制当局が改善・確保すべきこと
行為・監督	セントラルカウンターパーティ(CCP)確立のための規制構造 ・CCP破綻のリスクを最小化する財務的資源とリスク管理 ・CCPによる市場・規制当局への取引・市場情報開示 ・規制当局との協調
行為	標準化されたCDS契約のCCP決済を金融機関・市場参加者に奨励
監督	CCPの構造: CPSS-IOSCO提言のアップデート
開示	透明性: CDS市場の取引価格、取引高、建玉に関するデータの適切・適時開示
監督	国際協調: CDS市場情報の共有化のフレームワーク確立
行為	オペレーションの改善
監督	各国・地域が国際規制協調を促進する形で規制範囲・権限を見直すこと

(出所) IOSCO 規制対象外金融市場・商品タスクフォースレポートより野村資本市場研究所作成

証券化に関する提言は、全米証券化フォーラム、欧州証券化フォーラムなどのグローバル・ジョイント・イニシアティブがまとめた報告書「証券化市場における信頼回復」の内容にかなり影響を受けているように見える<sup>2</sup>。歴史が長く、証券化市場のベンチマーク的な存在である RMBS（住宅ローン担保証券）の信認回復を優先しようとしていること、アンダーライティングの客観性・資産のクオリティ確保を示した発行体ほど投資家に受け入れられやすくなるようなインセンティブ体系の確立、投資家が担保資産プールリスク審査・管理に関する情報を独自にかつ継続的にフォローできるようにすることなどが、提言の主旨となっている。また、法制度よりも自主規制の強化・改革に重きをおいており、情報ベンダーやアレンジャーとなる投資銀行など、民間企業の取組みも期待されているようである。その一方で、オリジネーターに担保資産に対する一定のエクスポージャー保有を求める「スキン・イン・ザ・ゲーム」規制は、EU における資本要求指令改正案に取り入れられている<sup>3</sup>。

CDS に関する提言は、取引やリスク分散の実態がよくわからないままに短期間で市場が拡大した歴史を持つことから、証券化市場とはやや対照的に、法規制、決済・オペレーションのインフラなどに関連したものになっており、各国・地域の政策担当者によるコミットメント、市場整備が求められているようである。CCP の確立は、IOSCO テクニカルコミッティーが BIS（国際決済銀行）支払・決済システム委員会と共同で 2004 年に作成した報告書以降、一貫して主張してきたことであり、米・欧においてようやく具体化の取組みが出てきたが、一方で、システミックリスク規制の論議の中で OTC デリバティブ市場全体を

<sup>2</sup> 小立敬「証券化市場の信頼回復のための欧米の取り組み」『資本市場クォーターリー』2009年冬号、関雄太・小立敬・神山哲也「米国証券化市場の回復の鍵とその可能性」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

<sup>3</sup> 井上武「欧州における資本要求指令改正案の承認」『資本市場クォーターリー』2009年夏号（ウェブサイト版）参照。

司る規制体系の整備も議論され始めており、どのように実現していくかが注目されよう<sup>4</sup>。

このように見てくると、証券化・CDS はともに、量的な意味では市場の縮小に直面しており、回復にはまだ時間がかかると思われるものの、ルールやインフラの改善という質的な改革という面では、次の時代を見据えた動きが着実に出てきたともいえる。日本のように、証券化・CDS 取引のプレゼンスが小さかった市場の関係者においても、本レポートの内容を無関係と軽視するのではなく、むしろ積極的にアイデアを採り入れて今後の市場整備や金融ビジネスに生かすことが求められているのかも知れない。以下は、コンサルテーション・レポートの概要である。

## Ⅱ. コンサルテーション・レポートの概要

### <TFUMP の使命>

- 『規制対象外の金融市場と商品』の中には、管轄地域によって異なる市場と商品が含まれるが、TFUMP は、今回の金融危機で重大な役割を果たし、国際金融市場の信頼回復に関わる、システム上重要な市場と商品にフォーカスした<sup>5</sup>。
- TFUMP の主な目的は、当局の規制と介入の範囲を設定しなおす方法を提言することである。規制範囲を設定しなおす場合、伝統的な規制対象・対象外という基準を超える可能性があり、適合性 (Suitability)、投資家のタイプ、公正価値会計の利用に関する IASB 基準の分類、金融商品の分類 (バンキングとトレーディングなど) 等についても考察が必要となる。
- TFUMP はまず、証券化と CDS というシステム上重要な二つの市場に関して提言を行った。提言は、①資産担保証券 (ABS)、資産担保コマーシャルペーパー (ABCP)、債務担保証券 (CDO)、シンセティック CDO など証券化商品・ストラクチャードクレジット商品、②クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) を巡る当面の問題に対応し、投資家の参入を促進することを目的としている。コンサルテーション・レポートは、他の規制対象外の金融市場・商品についても考察する必要性を指摘しているが、まずは証券化と CDS に関する提言を導入する必要がある。

<sup>4</sup> 関雄太「CDS の決済リスクを巡る議論と米国金融業界の取組み」『資本市場クォーターリー』2009 年春号、同「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォーターリー』2009 年春号など参照。なお、米国財務省は 2009 年 5 月 13 日に、OTC デリバティブ取引に関する包括的な規制案を公表している。  
<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg129.htm> 参照。

<sup>5</sup> IOSCO には 5 つの常設委員会 (Standing Committee) があり、一部の常設委員会の検討内容が TFUMP のレポートにも反映されている。また、格付け機関に関するタスクフォース、セントラルカウンターパーティ (CCP) に関するタスクフォースも設置されており、規制されていない市場に関する提言を行っている。

## <証券化の問題点>

TFUMP は「誤ったインセンティブ」「リスク管理体制の不備」「規制構造と監督を巡る問題」という3つのカテゴリーに基づいて、独自に証券化の問題点を分析し、信頼を強化するための規制対応について暫定的な提言を行った。

### 1) 誤ったインセンティブ

証券化を目的として債権 (Receivable) が組成される「オリジネート・トゥ・ディストリビュート」モデルは、適切に管理されれば、信用仲介を促し、リスクを分散する機能を果たすが、今回の金融危機によって、以下のような欠陥が浮き彫りにされた。

- (a) 信用引き受け基準の劣化 (Erosion)
- (b) 格付け機関 (CRA) の格付けへの過度な依存
- (c) 市場の流動性と再販能力の推定に基づくパイプラインクレジットリスクの集中
- (d) ディールフローを拡大するため不当に高い格付けがつけられた粗悪な仕組み商品
- (e) 「洗練された」投資家を含む投資家側のデューデリジェンス及びリスク分析の欠如

深刻な危機の最中であって、市場の信頼を回復するためには、業界のイニシアティブだけでなく規制面での対応が必要となる。規制当局がとるべき措置としては以下がある。

- (a) 格付け機関：金融商品のクオリティを過剰評価するインセンティブの排除
  - ・ IOSCO の基本行動規範の遵守を義務付ける
- (b) オリジネーター：担保資産に対する適切なレベルのデューデリジェンス確保
  - ・ 目論見書における開示義務の適用
  - ・ 担保資産の適格性に関する最低限の審査基準の適用
  - ・ 最低限のデューデリジェンス、リスク評価実務基準の設定
  - ・ アンダーライター、スポンサー、オリジネーターによって実施されたリスク評価・管理に関する開示を通じた透明性の向上
  - ・ 「スキン・イン・ザ・ゲーム」規制の導入
- (c) サービサーや運用者：効率的な運用の確保
  - ・ ポートフォリオの運用／サービシングに関する最低基準の設定
  - ・ リスク管理基準の継続的な開示の義務化
  - ・ 回収の実績に連動した報酬体系
- (d) 販売金融機関とモーゲージブローカー：証券化された後のクオリティ維持を確保・モーゲージのクオリティ (モーゲージブローカーの場合) あるいは資産プールのクオリティ (販売金融機関の場合) に連動した報酬体系

### テクニカルコミッティーの暫定提言#1

1. オリジネーター及び（もしくは）スポンサーに、証券化（商品）への経済的エクスポージャーの長期的維持を義務付けることを検討すべきである。
2. 発行体、アンダーライター、スポンサー及び（もしくは）オリジネーターのそれぞれに実施されたリスク評価・管理に関する情報開示強化を通じ、透明性の向上を図る。
3. 発行体が起用する専門家の独立性を要求すべきである。
4. 証券化商品が満期を迎えるまで各種の記録保持を専門家に義務付けるべきである。

### 2) リスク管理体制の不備

- 証券化商品に関する情報のクオリティが投資家による正確な評価とプライシングを妨げているとの懸念に基づき、全米証券化フォーラムなどのグローバル・ジョイント・イニシアティブ（GJI）は、証券化市場の信頼を回復するための最優先課題として、RMBS（住宅ローン担保証券）に関する情報開示の改善とアンダーライティング及びオリジネーションの過程に関する透明性の向上を挙げた<sup>6</sup>。
- 業界団体は、RMBSの資産プールに関する発行時・継続的情報開示の改善に向け、下記を提言としている。
  - (a) 信用度に関する標準化された定義と算定方法
  - (b) デフォルトと差押に関する開示
  - (c) 担保資産プールに関するより定性的な情報
  - (d) 主要プロダクトデータの標準化と国際的な比較を可能にするフォーマットの推進
  - (e) プロダクトの生存期間を通じた継続的なパフォーマンスの報告
  - (f) デューデリジェンス情報開示とクオリティ保証に関する業界標準の確立
- 規制面での対応としては下記があげられる。
  - (a) 発行体、アンダーライター、スポンサー及び（もしくは）オリジネーターによる最低限の情報照会、デューデリジェンス、ストレステスト、コンプライアンスチェックの実施
  - (b) (a)の義務について遵守状況の開示（発行時及び継続開示）を義務付ける
  - (c) より複雑な証券化商品に、投資家の適合性基準を適用する
  - (d) 投資家が自身でリスクを評価できる方法の開発を促進する

<sup>6</sup> 脚注2 論文参照

**テクニカルコミッティーの暫定提言#2**

1. 発行体による担保資産のパフォーマンスに関する発行時及び継続的な情報の開示を義務付けるとともに、アンダーライター、スポンサー及び（もしくは）オリジネーターそれぞれのリスク対応に関する査定を行う。開示の中には、発行体に対して直接もしくは間接的な賠償責任を負う者の信用度に関する詳細情報が含まれるべきである。
2. 証券化市場における「洗練された」投資家の定義を明確化するとともに、投資家の適合性要求を強化すべきである。
3. 「バイサイド」によるリスク評価のための方法の開発を進めるべきである。

**3) 規制構造と監督を巡る問題**

証券化市場の参加者のほとんどが、規制の対象外か、格付け機関のように比較的緩やかな規制を受けているだけである。また洗練された投資家向けに重きを置いた環境で運営される市場であることから、情報開示義務も一貫していない。だが、証券化市場への投資家の信頼を回復するためには、投資家保護の目的に沿った、何らかのかたちでの規制の強化が必要である。

規制面でのイニシアティブに加えて、テクニカルコミッティーは、証券化市場が再始動するにあたり、業界の動向にフォーカスした特別委員会の設定が必要であるかどうかを検討する。TFUMP はまた、IOSCO がメンバー間で証券化市場に関するデータ・情報・見解の交換を促進する方法を開発するとともに、国際的な監督の改善に努めるべきと考える。

**テクニカルコミッティーの暫定提言#3**

- ・ IOSCO は、各国・地域がそれぞれの規制の現状を見直し、国際間の協調強化を念頭において、暫定提言#1と#2に沿った規制強化の方法を検討するよう提唱する。

## <クレジット・デフォルト・スワップの問題点>

### 1) カウンターパーティリスク

- CDS 市場の規模は、近年の急成長により、参照される債券の数倍の規模に達している。CDS の市場規模、カウンターパーティのエクスポージャー、市場参加者の相互関連性 (Interconnectedness) は、金融市場の安定性に対するシステム的なリスクと見られる可能性がある。2008 年 6 月現在の CDS 契約の名目想定元本は 57 兆ドルを超えている。リーマン・ブラザーズの破綻時には、CDS 市場の透明性の欠如が障害となって、市場参加者や当局がリーマンへの CDS エクスポージャーを正確に把握することができなかった。
- 現在、米国と欧州で進められている集中決済システムの開発は、市場の透明性を高めることにより CDS 市場参加者のカウンターパーティリスクエクスポージャーを軽減するための重要なステップである。CDS の集中決済の利点として以下が挙げられる。
  - (a) 特定カウンターパーティリスクのクリアリングハウスとそのメンバーへの分散
  - (b) セントラルカウンターパーティ (CCP) 参加者が、本来のカウンターパーティ以外の主体に対してポジションを相殺できることによる流動性の向上
  - (c) クリアリングハウスのメンバーに対する統一された証拠金 (Margin) 及びリスク管理義務の適用
  - (d) 各プロダクトで日次の取引・決済価格が発表されることによる価格の透明性向上
  - (e) タイムリーで正確なポスト・トレードのプロセッシングの促進
  - (f) 日中の (Intraday) マージンコールなど、通常クリアリングハウス機能を取り入れることによる連鎖反応の抑制と損失拡大の防止

### 2) 透明性の欠如

- 信用リスク移転取引の大半は、店頭市場において起こるため、取引情報の共有やプーリングの機能は限られている。投資家の信頼を高め、参加を推進するために、CDS 市場の公正性・効率性・競争力を改善する透明性向上が求められている。
- 透明性の欠如は、CDS 取引における市場違法行為 (Market misconduct) やインサイダー取引の捜査・発見を困難にしている。また CDS と他市場の相互関連性を利用した違法行為もでてきている。



### 3) オペレーショナルリスク

- CDS 市場ではかねてから、未確認・未処理の取引が多いことが問題となっていた。また、取引データの提出やマッチングサービス、事務処理、現金決済などについても、その正確さとタイムリーさに問題があった。
- 近年の CDS 取引急拡大により、クレジットイベントが発生した際の現物決済の困難も予想されていた。特に同時に大きなイベントが発生した時などに、大手の市場参加者が現金決済ではなく現物決済を望むと、そのリスクはより高くなると考えられた。

### 4) 規制構造と監督を巡る問題

- CDS 市場の課題解決に向け、規制面で可能性のある対応としては、下記があげられる。
  - (a) 電子プラットフォームもしくは規制監督下にある取引所を通じた CDS 取引の推進
  - (b) 標準化した CDS の CCP を通じた決済の推進
  - (c) 価格、取引量、建玉 (Aggregate open interest) に関するデータのタイムリーな開示 (市場に対する開示、規制当局に対する開示)
  - (d) 全ての取引確認 (少なくとも標準 CDS について) の一定時間内完了

#### テクニカルコミッティーの暫定提言#4

1. 標準 CDS の決済を扱う CCP の設置に必要とされる規制構造を提供する。この中には①CCP の機能不全リスクを最小限に止めるための適切な資金とリスク管理慣行、②市場及び規制当局による CCP を通じた取引情報の入手を可能にする、③規制当局との協力が含まれる。
2. 金融機関と市場参加者に、CCP 決済を視野にいれ CDS 契約の標準化を促す
3. CPSS (支払・決済システム委員会) -IOSCO 提言は、CDS の集中決済によって発生し得る問題を考慮すべきである。
4. 市場参加者、電子取引プラットフォーム、データプロバイダー、データウェアハウスによる価格、取引量、建玉に関する CDS データの適切・タイムリーな情報開示を推進する。
5. IOSCO メンバーと他の監督主体の間の CDS 市場情報と規制に関する情報共有と規制面での協力推進に向けたフレームワークを設定する。
6. 市場参加者に運営の効率性向上イニシアティブへの参加を奨励する。

- CDS 市場の参加者のほとんどは規制の対象外である。また CDS 市場自体、洗練された投資家を主体とするため、多くの国・地域において、ほとんど（もしくはまったく）規制対象となっていなかった。当局の課題は、情報が豊富な CDS 市場が存続できるような環境を整え、リスク対応に必要とされる国際間の協力を推進することであるが、規制強化は当局が CDS 市場のリスク軽減措置をとる上で必要な範囲に止められるべきである。

#### テクニカルコミッティー暫定提言 # 5

- ・ IOSCO は、各国・地域がそれぞれの規制の現状を見直し、国際間の協調強化を念頭において、暫定提言 # 4 を推進するために必要な規制強化を検討することを提言する。

#### <規制対象外の市場と商品に幅広く適用できる一般的な提言の必要性>

- TFUMP は、CDS 市場における経験と提言は、OTC デリバティブ商品など他の規制対象外金融市場・商品にも適用できると考える。IMF によると、CDS は OTC デリバティブ取引全体の 10% を占めるにすぎない。一方、金利デリバティブは 66% (2008 年 6 月現在の契約想定元本残高はおおよそ 458 兆米ドル) と、引き続き市場最大のセグメントである。テクニカルコミッティーは本レポートの CDS 関連調査とパブリックコメントに基づき、一般的な提言ができるかどうかを検討する

(調査協力：ロザノ容子)