

## 証券化市場の信頼回復のための欧米の取り組み

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. サブプライム問題の影響からグローバルの証券化商品の発行額が大幅に減少しており、証券化市場は機能不全に陥っている。金融危機の影響を受けて投資家がリスクテイク能力を失ったことに加えて、大幅に価値を毀損した証券化商品に対する投資家の信用が失墜したことが影響している。
2. その根本的な原因は、原資産であるサブプライム・ローンのオリジネーションと証券化商品の格付けのモデル・エラーにある。一方、「オリジネート・トゥ・ディストリビュート」と呼ばれる証券化モデルには、様々なインセンティブ問題が生じていたことが窺われるが、そのことが直ちに証券化の意義を否定するものではない。
3. こうした中、欧米の証券化市場における信頼回復の取り組みとして、米国の証券業金融市場協会、全米証券化フォーラム、欧州証券化フォーラム、オーストラリア証券化フォーラムによる証券化市場の信頼回復のためのグローバル・ジョイント・イニシアティブの取り組みが注目される。グローバル・ジョイント・イニシアティブは、2008年12月に証券化市場の信頼回復のための実務改革に関する提言を行っており、情報開示の拡充に加えてデュー・デリジェンスの品質保証やオリジネーターによるRMBSに関する表明・保証などモラルハザードを防ぐ手立てを提案している。
4. 金融仲介や市場機能の低下から事業会社の資金繰りに対する懸念が世界的に高まっている。かかる状況下、銀行の自己資本に関するプロシクリカリティの問題が懸念されている。証券化市場が正常に機能していれば、証券化を通じて資金需要者に必要な流動性を提供することが可能となり、銀行セクターに対する資金需要の圧力が緩和されることになるだろう。証券化市場に対する信頼と市場機能の回復が早急に望まれる。

### I 証券化市場の大幅な機能低下

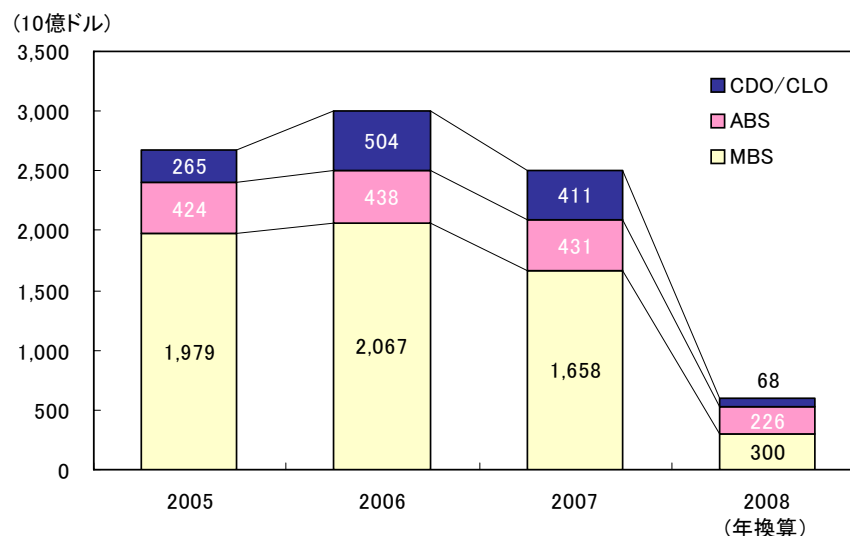
サブプライム問題は、米国のサブプライム住宅ローンのモーゲージ（抵当権）の信用リスクに端を発する。そして、サブプライム・ローンを裏付けとする住宅モーゲージ担保証

券（RMBS）およびサブプライム RMBS などを再証券化した ABS CDO（または SF CDO）と呼ばれる債務担保証券（CDO）に内在したサブプライム関連のリスクが顕在化し、それらの証券化商品の価値を大きく毀損した。このことが 1930 年代の大恐慌以来とも言われる世界的な経済危機をもたらすきっかけとなった。

サブプライム問題の影響から 2000 年代に入って急速に発展した証券化市場は、その規模を大幅に縮小させている。証券化市場の急拡大は、世界的な過剰流動性が生じた中で社債など伝統的なクレジット商品のスプレッドが縮小し、相対的にスプレッドが厚く格付けの高い証券化商品に対する投資家の需要が高まったことが背景にあった。しかし、2007 年夏場以降のサブプライム問題の深刻化から証券化商品の発行は急速に減少した。グローバルの証券化商品の発行額は、2006 年のピーク時には 3 兆ドルにまで達していたが、2008 年は 6000 億ドルに急減する見通しである（図表 1）。サブプライム関連リスクの影響から RMBS や ABS CDO の発行額が急激に縮小しているほか、オート・ローン、クレジットカード・ローン、学生ローンを裏付けとする資産担保証券（ABS）、事業会社向け融資を原資産とするローン担保証券（CLO）といったサブプライム関連のリスク・エクスポージャーをもっていない証券化商品についても発行額が大きく減少している。証券化市場の市場機能が大幅に低下していることが窺われる。

証券化市場の機能が大きく低下している理由としては、金融危機の影響から大きな損失を被った投資家がリスクテイク能力を失ったことが考えられる。それと同時に、大幅に価値を毀損した証券化商品に対する投資家の信用が失墜したという面が大きく影響している。証券化市場は世界的に投資家の信頼を回復することが急務となっている。

図表 1 グローバルの証券化商品発行額



(出所) Global Joint Initiative 報告書より野村資本市場研究所作成

## Ⅱ サブプライム問題で露呈した証券化商品の問題

### 1. 大幅に価値を毀損した根本原因

#### 1) オリジネーションの問題

サブプライム問題の影響から証券化商品の価値が大きく毀損した根本的な原因は、サブプライム・ローンオリジネーションするプロセスにあった。サブプライム・ローンは低所得者など信用リスクが高い借手を対象とする住宅ローンであるにもかかわらず、証券化商品の旺盛な需要を背景に、無審査や緩い審査で融資が行われるようになり、所得や負債など審査情報に不正や虚偽があっても審査を通過していた<sup>1</sup>。また、サブプライム・ローンには支払い金利がステップアップする時期にデフォルト・リスクが高まるという商品性のリスクがあった<sup>2</sup>。その一方で、全国的な住宅価格の上昇トレンドの中で、担保価値の増加に応じた借り換えによって住宅ローンのファイナンスを行うことが可能になるなど、住宅ローンの返済が米国の住宅市場の動向に大きく依存する環境が出来上がっていた。

米国のモーゲージ市場でこうしたリスクの高い住宅ローンが融資されていた背景には、米国の監督規制の問題がある<sup>3</sup>。サブプライム・ローンのオリジネーターとして、連邦当局ではなく州当局からライセンスを得てその監督下に置かれるモーゲージ・バンカー、さらに規制の緩いモーゲージ・ブローカーが積極的に業務を展開していた<sup>4</sup>。特に、モーゲージ・ブローカーには過度な負担を強いる略奪的な貸付けの禁止など借り手保護を図る貸付真実法 (Truth in Lending Act) のエンフォースメントが及ばないという問題があった。

サブプライム問題によってモーゲージ・バンカー、モーゲージ・ブローカーに対する監督規制の欠陥が明らかになったことから、米国ではオリジネーターに対する規制の強化が行われようとしている。2008年7月に成立した2008年住宅・経済再生法では、モーゲージ・ブローカーやモーゲージ・バンカーは全米共通のモーゲージ・ライセンスに関するシステム (National Mortgage Licensing System and Registry) に職歴や資格試験などの記録が求められることとなった。また、FRBは2008年7月に貸付真実法の施行規則であるレギュレーション Z を改正し、住宅価値以外の借り手の返済能力を考慮しない貸付けを禁止するなどの規制強化を図っている。

<sup>1</sup> Liar Loan (嘘つき) ローンといわれる無審査のローンは、2006年にはサブプライム・ローン全体の4割に達していた (Gretchen Morgenson, *Crisis Looms in Market for Mortgages*, New York Times, March 11 2007)。こうしたことから、サブプライム・ローンは No Income (所得なし)、No Job (仕事なし)、No Asset (資産なし) の頭文字をとって NINJA (忍者) ローンと呼ばれている。

<sup>2</sup> 例えば、2/28ARM という代表的なサブプライム・ローンは、当初2年間の低利の固定金利の支払い金利を終えると残り28年間は相対的に高い変動金利に支払い金利が変わるという商品性をもっていた。

<sup>3</sup> 住宅金融を使って低所得者やマイノリティ層の持家比率を高めるという米国の住宅政策がサブプライム問題の背景にあるという指摘もある (Peter J. Wallison, *Cause and Effect: Government Policies and the Financial Crisis*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Financial Service Outlook, November 2008)。

<sup>4</sup> 2006年に米国でオリジネーションされたモーゲージの58%がモーゲージ・ブローカーの仲介によるものとされる (Financial Service Roundtable, *The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness*, January 2008)。

## 2) 証券化商品の格付けの問題

一方、証券化商品を組成する過程では、証券化商品に発行された格付けの問題があった。フィッチによると、社債などの企業金融分野では最上位の AAA 格の格付けが発行された証券は全体の 1%にも満たないのに対して、証券化商品は約 60%の証券が AAA 格の格付けを付与されていた。このような証券化商品の高い格付けは、格付け機関が格付けを付与する際の実資産プールの期待損失と信用補完（優先劣後、超過担保、超過スプレッド、外部保証）の定量モデルによる評価によってもたされたが、そこにはモデル・エラーが隠れていた。

サブプライム RMBS は、数千ものサブプライム・モーゲージを原資産としており、そのクーポンは住宅ローンの元利支払いなどの原資産プールのキャッシュフローに依存する。そのため、格付け機関がサブプライム RMBS の格付けを決定する際は、原資産プールの将来的なデフォルト率を推計する必要がある。サブプライム・ローンは比較的最近の商品であるため、デフォルトの時系列データは、金利は低く所得・雇用水準も良好で住宅価格が上昇を続けた 2000 年代初からの経済環境を強く反映したものであり、米国経済が減速または悪化し、住宅価格が全国的に下落するダウンサイドにおけるデフォルト発生状況は含まれていない。サブプライム RMBS の原資産プールの期待損失は過小推計された結果、サブプライム問題の顕在化によって高格付けのシニア・クラスの損失を吸収する効果をもつメザニンまたはエクイティ・クラスによる損失クッションが十分ではなくなり、格付けの維持が困難となった。

また、サブプライム RMBS など原資産プールの証券に付与された格付けを前提に評価された ABS CDO の格付けについては、原資産プールの証券間のデフォルトのコリレーション（相関関係）を過小評価していたこと、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を通じたモノライン保険会社のプロテクション（保証）に過度に依存していたことなどの問題点が指摘されている。

こうしたモデル・エラーが生じた結果、証券化商品の格付けは過去に例のない大幅な格下げを記録した。例えばムーディーズでは、サブプライム RMBS の格付けは、2008 年 2 月までに 2006 年発行分で 94.2%、2007 年発行分で 76.9%のものが格下げされ、一方、CDO の格付けは 2007 年に前年の 10 倍に相当する 1,655 の格下げが行われた。

証券化商品の格付けにモデル・エラーが生じた背景には、格付け機関の利益相反やガバナンスの問題があったことが指摘されており、格付け機関に対する規制が世界各国・各地域で強化されようとしている。すでに規制が導入されている米国では、2008 年 12 月に規制見直しに係る最終規則等の策定方針が公表された。一方、これまで格付け規制がなかった EU では、欧州委員会が 11 月に格付け機関規制案を公表しており、日本でも金融商品取引法において格付け機関の登録制が導入される方向で作業が進んでいる<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> 「金融審議会金融分科会第一部会報告—信頼と活力ある市場の構築に向けて」（2008 年 12 月 17 日）を参照。

### 3. 複雑化したストラクチャー

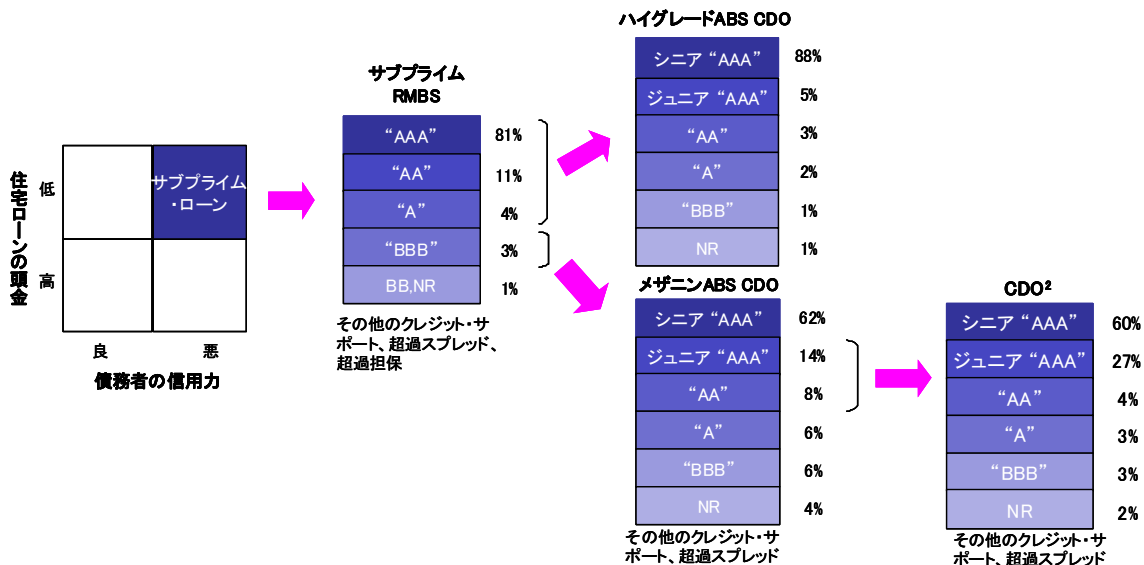
サブプライム・ローンのオリジネーターの問題、組成プロセスにおける証券化商品の格付けの問題に加えて、証券化商品のストラクチャーの複雑さに伴うリスクが存在した。

サブプライム RMBS の最大の購入者はハイグレード ABS CDO やメザニン ABS CDO と称される ABS CDO である。そのため、原資産に多くのサブプライム RMBS を抱える ABS CDO を通じてサブプライム関連リスクは拡大した<sup>6</sup> (図表 2)。特に、メザニン ABS CDO はサブプライム RMBS の中でもメザニン・クラスの証券から組成されたものであり、原資産の証券は BBB 格でも信用補完を施すことによって AAA 格の証券が組成されていた。さらにストラクチャーの複雑化は進み、メザニン ABS CDO を裏付けとして CDO スクエアード (CDO squared または CDO<sup>2</sup>) と呼ばれる証券化商品が組成され、CDO スクエアードを原資産として CDO キューブド (CDO cubed または CDO<sup>3</sup>) という証券化商品が組成されることもあった。

ストラクチャーの複雑化の背後には投資家のニーズがあったと考えられる。例えば、米国の年金基金は、その投資対象が法規制によって AAA 格の証券に制限されているため、メザニン・クラスの RMBS に投資することはできないが、それを再証券化して AAA 格を取得した ABS CDO であれば投資対象に加えることができる。

ABS CDO や CDO スクエアードなど複雑なストラクチャーの証券化商品の投資家は、その仕組みの複雑さからリスクの所在を適切に認識することができなかつた。一部の洗練

図表 2 証券化商品のストラクチャー



(出所) UBS 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> ハイグレード ABS CDO の原資産の 50%、メザニン ABS CDO の原資産の 77%がサブプライム RMBS のトランシェで構成されていた (BIS, *The Role of Ratings in Structured Finance: what went wrong and What can be done address shortcomings?*, Committee on the Global Finance System, CGFS Papers No.32, July 2008)。

された投資家を除けば、投資家は原資産やストラクチャーに関する情報を得て自らリスク分析を行うことが困難であった。その結果、多くの投資家は格付けのみで証券化商品の投資判断を行い、格付けに過度に依存していた。一方、格付け機関は、ABS CDO など二次証券化以上の証券化商品の格付けを決定する際、原資産証券に付与した格付けのみで評価を行っていた。このため、本源的な原資産であるサブプライム・ローンのリスク特性がABS CDO などの格付けの評価に当たって十分に考慮されていなかったという問題があった。

ABS CDO や CDO スクエアードを始めとする複雑なストラクチャーの証券化商品にはサブプライム関連のリスク・エクスポージャーが隠れていたため、サブプライム問題の顕在化の影響をより大きく受け、その価値を大幅に喪失することとなった。こうしたサブプライム問題の経験を踏まえると、「バック・トゥ・ベーシック」により証券化商品は今後、シンプルで理解し易いストラクチャーに回帰することが必要であろう。

### III オリジネート・トゥ・ディストリビュート・モデルとその役割

#### 1. OTD モデルとインセンティブ問題

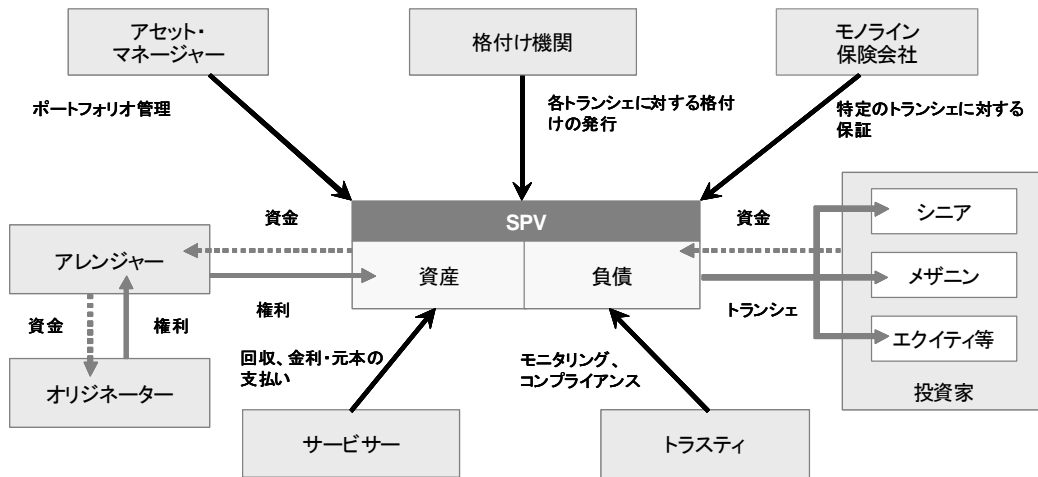
通常、証券化のプロセスには、原資産のオリジネーションを手掛けるオリジネーターや証券化商品を組成するアレンジャー（または証券発行者）のほか、クーポンの支払いなどを管理するトラスティ（受託信託）、原資産プールの債権管理・回収を行うサービサーが加わる。また、モノライン保険会社がCDSを通じてCDOなどに保証を与えるケースがあり、原資産の管理を行うアセット・マネージャーが設置されることがある<sup>7</sup>（図表3）。このような証券化モデルは、一般に「オリジネート・トゥ・ディストリビュート（OTD）」モデルと呼ばれる。

OTD モデルでは、そのプロセスに参加するプレーヤーが行うデュー・デリジェンスやモニタリングを通じて、プロセス全体として自己規律が働くことが期待されている。もっとも、OTD モデルには、証券化商品の最終投資家（＝プリンシパル）のエージェントであるオリジネーターには投資家の利益を踏まえて行動するインセンティブがないというエージェンシー問題が本質的に存在し、この問題に対処する工夫が必要となる<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 例えば、原資産ポートフォリオの入れ替えがあるマネーゾド型 CDO の場合は、キャッシュ型資産（RMBS、CDO など）とシンセティック型資産（CDS）の構成比が契約で決まっており、アセット・マネージャー（コラテラル・マネージャー）は契約条件を踏まえてポートフォリオの入れ替えを行うことになる。

<sup>8</sup> フレデリック・ミシュキン元 FRB 理事は 2008 年 7 月 2 日の講演で、OTD モデルにおけるオリジネーターと投資家の間のエージェンシー問題を指摘している（<http://www.bis.org/review/r080707d.pdf?noframes=1> を参照）。

図表3 OTDモデルに関わる主なプレーヤー



(出所) BIS, *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications*, Committee on the Global Financial System, 2005 より野村資本市場研究所作成

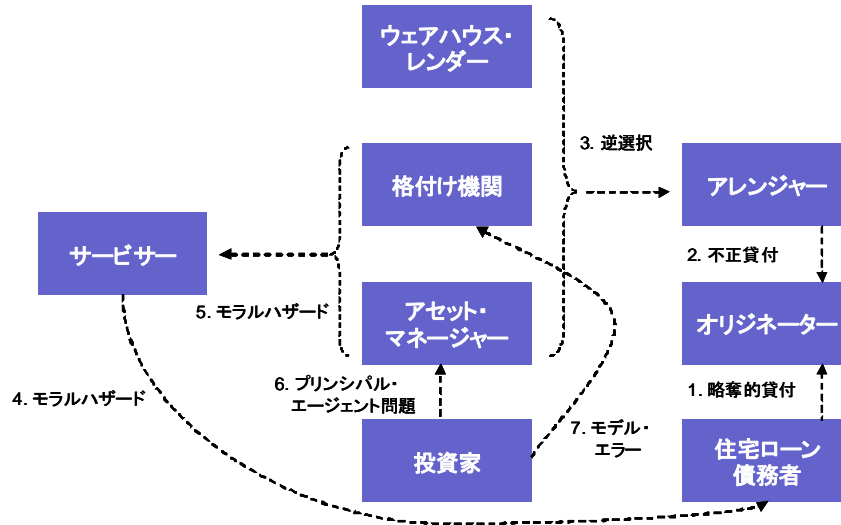
そしてサブプライム問題では、サブプライム・ローンなど原資産の品質に関するデュー・デリジェンスや原資産のパフォーマンスに関するモニタリング、あるいはオリジネーターの質の確認などが適切に行われなかったことが明らかになっており、OTDモデルには様々なインセンティブ問題が生じていた可能性が指摘されている。

ニューヨーク連銀のスタッフ・レポートは、OTDモデルについて全体的なプロセスに情報の非対称性の問題があることを指摘し、その結果、概略すると以下のコンフリクトが生じていたと整理している<sup>9</sup> (図表4)。

- ① 住宅ローン債務者—オリジネーター：略奪的な貸付け
  - ❖ サブプライム・ローンの借り手の金融知識が乏しいため、借り手に過度の負担を強いる略奪的な貸付けが行われる。
- ② オリジネーター—アレンジャー：不正な貸付け
  - ❖ オリジネーターとアレンジャーの間には借り手の質など情報の非対称性が存在する。このため、アレンジャーによるデュー・デリジェンスなど適切な措置が講じられていなければ、オリジネーターは審査で不正を働くインセンティブがあり、それが略奪的な貸付けにつながる。
- ③ アレンジャー—サードパーティー：逆選択の問題
  - ❖ アレンジャーは住宅ローンの質についてサードパーティー（格付け機関、アセット・マネージャー、ウェアハウス・レンダー）に比べて多くの情報を有する情報優位者であり、アレンジャーにはサードパーティーに十分な情報を

<sup>9</sup> Adam B. Ashcraft and Til Schuermann, *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No.318, March 2008.

図表4 OTDモデルにおけるインセンティブ問題



(出所) Ashcraft and Schuermann より野村資本市場研究所作成

渡すインセンティブがない<sup>10</sup>。

- ④ サービスー住宅ローン債務者：モラルハザード
- ❖ 住宅ローン債務者が住宅価値を維持するには税金や保険を支払う必要があるが、債務に係る責任は有限であるため債務者には所有権を維持すること以上に努力を行うインセンティブが弱い。
- ⑤ サービスーサードパーティー：モラルハザード
- ❖ サービスは延滞した住宅ローンの元利を投資家に前払いし、差し押さえ費用を自ら負担する必要があることから、回収率が高いときに支出を増やす誘因がある。また、住宅ローンの管理期間に応じて手数料が支払われるため、サービスには延滞したローンの条件変更を行って差し押さえを遅らせるインセンティブがある。
- ⑥ アセット・マネージャーー投資家：プリンシパル・エージェント問題
- ❖ アセット・マネージャーが立てた投資戦略が理解できない投資家は、マネージャーの能力に確信が得られず、マネージャーのデュー・デリジェンスの取り組みを評価することができない。
- ⑦ 投資家ー格付け機関：モデル・エラー
- ❖ アレンジャーから収入を得る格付け機関は潜在的な利益相反の関係を有している。金融のイノベーションや複雑さに起因するモデル・エラーは誠実なエラーとして捉えることができるが、アレンジャーから収入を得るビジネス・

<sup>10</sup> その背景として、格付け機関がオリジネーターやアレンジャーのデュー・デリジェンスを十分に行っていないことが指摘されている。また、証券化までのつなぎ資金を提供するウェアハウス・レンダーは、担保となる原資産の品質に関する情報を有していなかったため、サブプライム問題とともに融資のヘアカット等を急に厳しくしたことがオリジネーターの倒産につながったとの見方をしている（前掲注8参照）。



モデルによって生じたエラーは不誠実なエラーであり、それは現実に利益相反が生じていることを意味する。

## 2. 証券化の意義と役割

サブプライム問題によって証券化商品の価値が大きく毀損した根本的な原因は、サブプライム・ローンのオリジネーションと証券化商品の格付けのモデル・エラーにある。一方、上記のように OTD モデルには様々なインセンティブ問題が生じていたことが窺われるが、そのことが直ちに証券化の本来の意義を否定するものではない。

証券化には市場を介して流動性の低い資産に流動性を与える役割がある。原資産プールから生じるキャッシュフローの受け取りに優先劣後順位をつけた証券を発行することで、流動性の供与と同時に投資家の様々なリスク・リターンの要求に応えることができる。

さらに、伝統的な融資と証券化を比較すれば証券化の役割が明確になる。銀行がローンを融資し償還期限まで保有する場合、債務者のデフォルト・リスク、マチュリティの相違による資産と負債のミスマッチ・リスク、市場金利の変動リスク、期限前償還に係るリスクなど様々なリスクを銀行のバランスシートで負担しなければならない。また、銀行には財務の健全性を維持することを目的として自己資本比率規制が課せられており、そのため融資可能な量は自己資本の水準によって制限される。つまり、銀行がバランスシートを使って融資できるボリュームは様々なリスクや自己資本によって制約を受けることになる。

これに対して、ローンを証券化すれば証券を保有する投資家が様々なリスクを広く分散して引き受けることになり、自己資本の制約からも解放される。多くの資産をプールすることで債務者の固有リスクを切り離して原資産プールのキャッシュフローだけに依存するものとなる。さらに、適切に信用補完が施されれば様々なキャッシュフローとリスクの組み合わせをつくるのが可能になる。つまり、証券化はリスクや自己資本の制約を受けずに、効率的な資金供与を行うことを可能にするツールであると捉えることができる。

他方、サブプライム問題では、証券化商品にシステミック・リスクを惹き起こす要因が潜んでいたため、証券化の本来の機能であるリスク分散が図られなかったことが指摘できる。すなわち、住宅価格の上昇がサブプライム・ローンのパフォーマンスの潜在的な前提条件となっており、全米規模で住宅価格が下落に転じるというシステミック・リスクの顕在化によって、地域分散の効果が失われ、サブプライム・ローンのデフォルト・リスクが一気に高まった。また、支払い金利のステップアップ期におけるデフォルト・リスクの上昇というサブプライム・ローンの商品性もリスクもデフォルトの上昇に大きく影響したと考えられる。その結果、サブプライム RMBS やそれを組み込んだ ABS CDO、CDO スクエアードなど複雑なストラクチャーの証券化商品を通じてシステミック・リスクが伝播し、世界の金融システムに大きな負の影響を及ぼすこととなった。

つまり、サブプライム問題の経験から学ぶべきことは、証券化商品を組成する際には、システミック・リスクを引き起こし得る要因を洗い出し、それを適切に排除する必要がある

るということである。システミック・リスクを除去できれば、証券化本来のリスク分散の効果が発揮されることになる。

OTD モデルは依然として有用である。ただし、今後 OTD モデルを利用するためには、OTD モデルで生じ得るインセンティブ問題を回避するための適切な手立てを講じることが不可欠である。現在、欧米の証券化市場では、信頼回復のための取り組みとして、業界のイニシアティブでインセンティブ問題への対応を含めて具体的な実務改革の検討が進められている。

## IV 証券化市場の信頼回復のための欧米の取り組み

### 1. 証券化市場の改革を迫る政策提言

#### 1) PWG の政策綱領と FSF の報告書

サブプライム問題を受けた政策当局者による対応として、すでに重要な政策提言が行われている。まず米国では、財務省、連邦準備制度理事会（FRB）、証券取引委員会（SEC）および商品先物取引委員会（CFTC）で構成される大統領金融市場ワーキンググループ（PWG）が、2008年3月に「金融市場の発展に関する政策綱領」と題する報告書を公表した。証券化市場の改革について PWG の報告書では、モーゲージ・オリジネーションのプロセス、証券化商品の開示の問題、証券化実務、格付けプロセスの各分野について提言が行われている。

また、2007年10月の G7 財務相・中央銀行総裁会議の諮問を受けた金融安定化フォーラム（FSF）は、2008年4月に「市場と制度の強靱性に関する金融安定化フォーラム報告書」を公表し、格付け機関の改革と併せて証券化市場の改革を提言した。FSF とは主要 12 カ国・地域の監督当局や中央銀行、バーゼル銀行監督委員会や証券監督者国際機構（IOSCO）といった国際的な監督当局グループ、国際通貨基金（IMF）や世界銀行などで構成される組織である。FSF 報告書は、金融危機後の新たな国際的な枠組みを構築するものとして特に重要な提言として捉えることができる。

#### 2) 証券化市場に関する FSF 報告書の提言

証券化市場の改革の方向性について FSF 報告書は、証券化プロセスや証券化市場の透明性の確保を目的として四つの提言を行っている。

第一の提言は、証券化プロセスに関わるプレーヤー、具体的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、マネージャー、格付け機関に対して、それぞれが関与するプロセスにおいて透明性を向上させること、特に、証券化商品の原資産プールに関する組成時の開示、継続開示の強化および標準化を求めている。第二に、オリジネーターや引受人に対して原資産を引受ける際の基準を明確にするよう要請し

ている。また、現状ではデュー・デリジェンスの結果が必ずしも投資家や格付け機関に開示されていないことから、オリジネーターや引受人が行ったデュー・デリジェンスの結果を投資家や格付け機関が利用できるようにすることを提言している。第三に、証券化商品に投資をする際の必要情報の入手に関する投資家責任の再確認である。投資家に対して自らの責任でスポンサーや引受人から信用リスクの質に関して情報入手するよう促している。さらに、第四の提言として、セカンダリー市場における取引後の透明性を確保するものとして取引価格や取引量に関する情報を提供するシステムの導入の検討を掲げている。

FSF の提言と PWG の提言はいくつかの点で違いはあるが、提言内容は概ね共通している<sup>11</sup>。つまり、今後の証券化市場における実務改革として、原資産プールの情報開示による透明性の向上、原資産の引受基準の明確化、デュー・デリジェンスの強化とその結果の開示、投資家の情報アクセス向上といった課題が見えてくる。

## 2. 信頼回復に向けた欧米の業界の取り組み

### 1) 証券化市場の信頼回復のためのグローバル・ジョイント・イニシアティブ

FSF や PWG の政策提言を踏まえた民間セクターの動きとして、欧米の証券化市場に関わる業界団体である米国の証券業金融市場協会（SIFMA）および全米証券化フォーラム（ASF）、欧州証券化フォーラム（ESF）、オーストラリア証券化フォーラム（AuSF）による「証券化市場の信頼回復のためのグローバル・ジョイント・イニシアティブ」の取り組みが注目される。これは FSF や PWG を始めとする証券化市場の実務改革に関する各種提言を受けて、2008 年 7 月に SIFMA および ASF、FSF、AuSF が共同で立ち上げた取り組みである<sup>12</sup>。この取り組みは、米国では市場実務の欠陥を是正するためのベスト・プラクティスとして PWG から認められている。

グローバル・ジョイント・イニシアティブは、2008 年 12 月にそれまでの検討を取り纏めて、欧米の証券化市場における実務改革を提言する「証券化市場における信頼回復」と題する報告書を公表した<sup>13</sup>。

### 2) 証券化市場の優先的課題

グローバル・ジョイント・イニシアティブの報告書は、欧米の証券化市場における証券発行者、投資家、ディーラー、サービサー、格付け機関など計 100 社に対するイ

<sup>11</sup> PWG の提言との主な相違を挙げれば、FSF の提言にある取引後の透明性に関する議論は PWG の提言にはない。一方で、PWG の提言では投資家が格付けのみに依存することのないよう具体的な提言が行われている。

<sup>12</sup> この他にも重要な提言として、2008 年 5 月に IOSCO が公表した報告書（Report of the Task Force on the Subprime Crisis）、世界の大手金融機関の団体である国際金融協会（IIF）が 7 月に公表した報告書（Final Report on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations）、また、欧米金融機関の有識者を中心に構成されたクレジットリスク・マネジメント・ポリシー・グループ（CRMPGIII）が 8 月に公表した報告書（Containing Systemic Risk: The Road to Reform）などがある。

<sup>13</sup> <http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/RestoringConfidenceSecuritizationMarketsReport.pdf> で入手可能。

インタビュー調査（マッキンゼーへの委託調査）などに基づいている。

この報告書では、証券化市場の参加者が市場の信頼回復に最も必要と考えていることに関する質問がまとめられており、その結果、情報開示、バリュエーション・価格付け、インセンティブ調整、会計・自己資本の各分野にまたがって様々な課題があることが明らかになっている（図表5）。

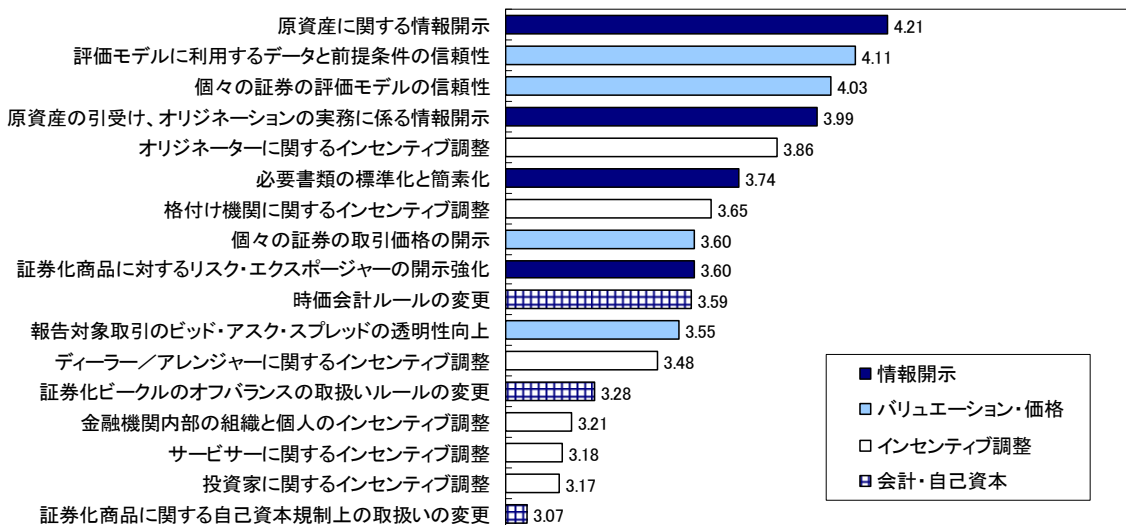
こうした多岐にわたる課題の中からグローバル・ジョイント・イニシアティブは、投資家の信頼回復のための優先課題として、①RMBSの原資産に関する情報開示の改善<sup>14</sup>、②引受け実務、オリジネーション実務に関する透明性向上、③格付け機関の信頼回復、④バリュエーションの改善、⑤証券化プロセスにおけるインセンティブ調整の向上、⑥会計・自己資本に関するルールの適切な強化を挙げている。

グローバル・ジョイント・イニシアティブは、証券化市場の規模が金融危機前の水準に戻るまでには相当の時間がかかるとしているが、これらの課題をまず優先的にこなすことが信頼回復の第一歩との認識を示している。

### 3) 証券化市場の信頼回復のための提言

そして、グローバル・ジョイント・イニシアティブの報告書は、業界主導で市場実務に対する信頼を回復し、サブプライム問題と同様のショックを再び金融システムに与えることがないように潜在的なリスクを取り除く観点から、8項目の提言を行って

図表5 証券化市場の信頼回復に向けた課題に関する市場参加者の要望



(注) 点数は最大5点。

(出所) Global Joint Initiative 報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 情報開示の拡充がRMBSに限られている理由としては、市場参加者はABSおよびCMBS、CLOについては投資判断に十分な情報開示がされていると評価する一方、サブプライムRMBSや私募のRMBSに関しては市場に提供されるデータの種類や量、データの信頼性、情報アクセス、情報の継続性の点で十分ではないと評価しているためである。また、ABS CDOを含むCDOの情報の不十分さは、ストラクチャーの複雑さに加えて、原資産としてのRMBSに関する情報不足に起因するものであると捉えている。

る。また、報告書の提言は、証券化市場の発展を監視する業界共通の責任を認識させるものであり、問題が大きくなる前に適切なタイミングで問題を解決するプロアクティブな対応を促すことを目的とするものとして位置づけられている。

グローバル・ジョイント・イニシアティブの具体的な提言は以下のとおりである（詳細は別紙）。

**提言 1:** RMBS の資産プールに関する組成時の情報開示および継続的な情報開示の拡充と強化

**提言 2:** RMBS に関するデュー・デリジェンスの情報開示および品質保証の実務に関する基準の策定

**提言 3:** RMBS に関する表明・保証等の強化と標準化

**提言 4:** RMBS に関するサービサー業務およびサービサーのパフォーマンスを評価するための基準の策定

**提言 5:** 独立したサードパーティーが提供するバリュエーションの拡充・強化

**提言 6:** 格付け機関のプロセスの透明性向上

**提言 7:** 市場環境および市場実務の変更に関する公開報告書の策定

**提言 8:** 証券化に関わる金融機関の取締役・執行役、投資家を対象とした教育的プログラムの策定

報告書の提言のうち四つの提言がサブプライム問題のきっかけとなった RMBS に関するものとなっている。その理由として、RMBS は他の証券化商品と比べると相対的に大きな市場であり、RMBS の市場実務の改善はそれを原資産とする ABS CDO の市場実務の改善にもつながることを挙げている。

一方、グローバル・ジョイント・イニシアティブの提言を OTD モデルのインセンティブ問題との関係で捉えてみよう。RMBS 市場に関する提言では、原資産やデュー・デリジェンスの情報開示の拡充が示されており、これは OTD モデルにおける情報の非対称性を解消するものとして捉えることができる。また、デュー・デリジェンスの品質保証、あるいはオリジネーターの RMBS に関する表明・保証といった新たな市場実務の構築に関する提言については、オリジネーターの役割に対する責任を明確にすることで、モラルハザードを生じない適切な行動を行うインセンティブ付けを図るものである。

## V 今後の展望

サブプライム問題を発端とする金融危機の影響が世界経済に波及する中で、金融仲介や市場機能の低下から、事業会社など非金融セクターの流動性に対する懸念が世界的に高まっている。こうした状況の下、規制のあり方が景気循環の増幅効果をもたらすプロシクリカリティ（pro-cyclicality）の問題が国際的に議論の俎上に上がっている。2008 年 11 月

に開催された G20 金融サミットの行動計画では、プロシクリカリティの緩和という方針が明確に掲げられており、具体的には、バリュエーションとレバレッジ、役員報酬、貸倒引当金と並んで、銀行の自己資本（bank capital）が検討対象として挙げられている。

銀行の自己資本に関するプロシクリカリティの問題とは、国際的な自己資本比率規制の枠組みを定めるバーゼルⅡに関するものであり、不況期には自己資本比率の低下を通じて銀行の与信能力が抑制されるという効果である<sup>15</sup>。バーゼルⅡは 2007 年初から各国・地域で順次導入された枠組みであるため、マクロ経済が悪化する局面でプロシクリカリティがどのように影響するかについての経験がない。このため、プロシクリカリティの影響を見極めるために、銀行が与信スタンスを慎重にする可能性も考えられなくもない。

これに対して、証券化市場が正常に機能していれば、銀行の与信機能を補完するものとして証券化によって資金需要者に必要な流動性を提供することが可能となり、銀行セクターに対する資金需要の圧力が緩和されるであろう。銀行セクターの金融仲介が十分に機能しない状況は、本来、証券化の役割が発揮されるべき場面である。しかし、現在、証券化市場から投資家が離れてしまっており、資金を必要としている主体に対して証券化市場が流動性を供給するような状況ではない。

なお、流動性の危機に直面している米国では、FRB が非金融セクターに対して直接的に流動性を供与するファシリティを提供するなど異例の対応を行っている。その中では TALF<sup>16</sup>や MBS 買取りプログラム<sup>17</sup>という ABS や MBS に対する流動性ファシリティも用意されており、証券化市場に対して FRB が流動性を提供していることが注目される。

現在、グローバルの証券化市場だけでなく、日本の証券化市場も発行額が減少しており、市場機能の低下が窺われるところである。証券化市場に対する信頼と市場機能の回復が早急に望まれるところである。

<sup>15</sup> バーゼルⅡは、従来のバーゼルⅠとは異なり、銀行の与信先の信用リスク（格付け）に応じてリスクウエイトを可変的に設定し、自己資本比率算定上の分母となるリスクアセットを計算する方法をとっている。このため、マクロ経済が悪化すると与信先の信用リスクが増加し、格付けの低下を通じてリスクアセットが増加することで自己資本比率が低下する効果が生じ得る。

<sup>16</sup> TALF（Term Asset-backed Loan Facility）は、ABSの保有者に対してABSを担保に期間1年間のノンリコースローンを融資するファシリティである。適格担保となるABSは、AAA格の格付けを取得したもので、オートローン、学生ローン、クレジットカードローン、中小企業局（Small Business Administration）の保証付き中小企業融資を原資産とするものである。

<sup>17</sup> MBS買取りプログラムは、ニューヨーク連銀が選定する投資マネージャーが投資ガイドラインに基づいて、エージェンシーMBSをバイ・アンド・ホールドする投資戦略で運営されるものである。現在、投資マネージャーとして、ブラックロック、GSAM、PIMCO、ウェリントンマネジメントの4社が選ばれている。エージェンシーMBSについてはこの他、財務省も独自に買取りを行っている。

別紙 グローバル・ジョイント・イニシアティブの提言

<p>提言 1 :</p>	<p>米国の民間 RMBS（非エージェンシー債）および欧州の RMBS の資産プールに関する組成時の開示情報および継続的な開示情報について拡充と強化を図り、情報アクセスをより簡易にし、フォーマットの標準化を進めること</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ クレジットの質に関する定義、計算方法の標準化（例えば、負債所得比率の算定方法、一貫性のあるクレジット・スコアリング手法の利用、借り手の所得に関する「全審査（full documentation）」の定義付け）</li> <li>❖ デフォルトおよび差し押さえに関する標準化された情報開示</li> <li>❖ 情報提供の追加（例えば、契約手数料のファイナンスはついているか、住宅購入者は初めての購入者か、モーゲージ・ブローカーによるオリジネーションかといったモーゲージ申請時のモーゲージの質に関する情報）</li> <li>❖ 全オリジネーターが利用する標準的なデータ・テープその他フォーマットの提供による情報アクセスの簡易化（証券発行データに関する業界主導の情報提供ポータル基盤づくり）</li> <li>❖ サービスが四半期ごとにアップデートを行う取引の全過程を対象にした RMBS のパフォーマンスの継続的なレポートの向上と、トラスティまたはサービスの投資家向けウェブサイトもしくはサードパーティーを通じた投資家および格付け機関に対する当該情報の提供</li> </ul>
<p>提言 2 :</p>	<p>RMBS に関するデュー・デリジェンスの情報開示および品質保証の実務に関する業界全体のコアとなる市場基準の策定</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ デュー・デリジェンスに係るローンのサンプリングに関するガイドライン</li> <li>❖ デュー・デリジェンスの実施者による証明書（例えば、デュー・デリジェンスの独立性、レビュー実施時間の十分性）</li> <li>❖ ローン・スコアリングの標準化とその結果のレポートもしくは開示</li> <li>❖ デュー・デリジェンスのレビュー・プロセスの信頼性、価値、コンプライアンスに関する基準およびガイダンス</li> <li>❖ デュー・デリジェンスの検証のための標準化されたローン・データ</li> </ul>
<p>提言 3 :</p>	<p>RMBS に関する表明・保証、買戻しの手続きの強化と標準化</p>
<p>提言 4 :</p>	<p>RMBS に関するサービス業務およびそのパフォーマンスを評価するための業界共通の基準の策定</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ サービスのパフォーマンスを客観的、合理的に評価する要素をカバーするパフォーマンス評価指標の策定</li> <li>❖ 民間 RMBS のサービス向けに標準化された業務ルールを策定するためのプーリング業務およびサービス業務に関する契約のモデル条件の策定と、その策定に伴う、損失緩和策の発動要件に対する住宅ローン債務者の安心の醸成と適切なパフォーマンス基準に適合できないサービスの交替のための明確で合理的な手続きの確保</li> </ul>
<p>提言 5 :</p>	<p>独立したサードパーティーが提供するバリュエーションの拡充・強化、特定の証券化商品のためのバリュエーションのインフラストラクチャと貢献のプロセスの向上</p>
<p>提言 6 :</p>	<p>格付け機関のプロセスの透明性向上による格付け機関の市場の信認の回復</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 格付け機関は、格付け手続き、裏付け資産のデータの検査・検証、格付け機関のモニタリングの手続きに係る強化された明確で一貫性がある標準化された開示を提供し、それによってさらなる透明性を促し、格付け利用者の格付けの基盤および限界に関する理解を向上させること</li> <li>❖ 格付け機関のパフォーマンスに関するデータへのアクセスを確保し、格付け機関が当初格付けのパフォーマンスと既存格付けの継続的なモニタリングに差を設けているという点について投資家のアクセスを可能にすること</li> <li>❖ 格付け機関は、デュー・デリジェンスの結果、裏付け資産の検証、証券化商品の格付けを付与する際に依拠しまたは基礎となっているその他の情報に関する要約レポートを開示すること</li> <li>❖ 世界各国・地域の法律制定者、規制当局、政策立案者は格付け機関の監督に当たっ</li> </ul>

	<p>ては、非生産的で断片的で一貫性のない規制を避けるためにより緊密に調和を図ること</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 利益相反に対しては、格付け機関のコア・サービスと付加的なサービスの間の相違を踏まえて対処すること</li> <li>❖ 格付け機関は、格付けの信頼性に対する信用を取り戻すため証券化商品の格付けパフォーマンスがその他のアセットクラスの格付けパフォーマンスと一致するようにすること、一方、規制当局は証券化商品の格付けについて、格付けスケールの分離、異なる格付け記号、添え字の利用を強制することを避けること</li> <li>❖ 投資家は格付けの限界を理解し、自ら独立した分析を行う際の多数の入力データと検討材料の一つとして格付けを利用すること</li> <li>❖ 証券発行者や引受人を含む格付けの策定・利用に関わるすべての関係者は、原資産に係るレポーティングや開示の標準化作業を含むプロセスについて改善の視点をもって検証すること</li> </ul>
提言 7 :	<p>グローバル・セキュリティゼーション・マーケット・グループを設置し、市場環境および市場実務の変更に関する報告書を策定・公表すること</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ マーケット・グループは、SIFMA、ASF、ESF、AuSF による証券化市場の状況に関する年次報告書を検証すること、当該報告書は最低限、①取引量と経済的トレンドに関するレビュー、②重要な新商品および既存商品に係る新たなリスクの評価を含む最近の変化に関する評価、③市場の要求に応えるための継続的なオペレーションまたはインフラストラクチャに対する要望または最新の機能の評価、④法制化の検討および規制の変更、それらが市場に与える影響の評価、⑤既存の市場実務を改善する可能性のある分野のリストを含むこと</li> <li>❖ 中央銀行および規制当局との継続的な対話の向上と、年次もしくはより頻繁なカンファレンスを主催し、すべての関係する政策立案者を招待し、市場の状況およびストレスシナリオに沿って行われ評価に関する報告書の草案のため適切な議論を行うこと</li> </ul>
提言 8 :	<p>証券化に関わる金融機関の取締役や執行役、証券化商品に大きなエクスポージャーを有する投資家を対象とした教育的プログラムを策定すること</p>

(出所) Global Joint Initiative 報告書より野村資本市場研究所作成