

博士学位論文審査要旨

2008年8月20日

論文題目：証券化商品における情報開示の現状と課題
ーリスクの実態を反映する情報開示に向けてー

学位申請者：桑木 小恵子

審査委員：

主査：	総合政策科学研究科教授	中田 喜文
副査：	法学研究科教授	川口 恭弘
副査：	京都大学大学院 経営管理研究部教授	川北 英隆

要 旨：

本論文は、証券化商品の情報開示制度を扱った論文である。本テーマは、金融分野における最重要テーマでありながら、学会においても未だ十分な研究蓄積が存在していない中、いち早く研究テーマに選択し、その研究成果を社会へ還元した本論文は、学術そして実務両面への貢献において高い価値を持つものである。

本研究の課題に対するアプローチは、日米両国における証券化商品に関する情報開示制度の比較分析であり、開示制度の前提となる会計基準の考え方の差異、変化に注目して分析を行っている。その結果、日本の現在の開示制度を、証券化商品の持つ仕組みリスクに対しては、新原則主義、他方資産リスクについては規則主義に基づくと評価し、資産リスクについても新原則主義への移行によって、証券化商品市場の価格形成機能が働くとの結論に至っている。論文の展開は論理的、実証的であり、主張点の説得性も高く、論文の結論に基づく政策提言も評価できる。

このように、テーマの新規性及び重要性、論証の説得性、政策提言の具体性と博士論文としての要件を十分に満たすものであるが、今後の課題として以下の2点の改善が望まれる。1つは、市場の機能強化に向けての関係者の具体的ななかかわり方の検討、2つめは資産リスクに対する新原則主義移行に伴う客観的比較可能性の不備への対策の検討である。

上記2点は今後の課題ではあるが、本論文の本質的な価値を損なうものではない。よって、本論文は、博士（技術経営）（同志社大学）の学位を授与するにふさわしいものであると認められる。

総合試験結果の要旨

2008年8月20日

論文題目：証券化商品における情報開示の現状と課題
ーリスクの実態を反映する情報開示に向けてー

学位申請者：桑木 小恵子

審査委員：

主査：	総合政策科学研究科教授	中田 喜文
副査：	法学研究科教授	川口 恭弘
副査：	京都大学大学院 経営管理研究部教授	川北 英隆

要 旨：

・総合試験実施日・時刻

2008年7月26日午前10時より午前11時15分

・専門分野に関する試験の内容

提出された博士資格審査論文の評価、および公聴会における報告に関する審査委員の評価により実施。以下、主要な評価点を記す。

1. 学会においても未だ十分な研究蓄積が存在していない中、いち早く研究テーマの将来的な重要性を理解し、博士論文テーマに選択した先見性。
2. 本テーマに関する日米の情報開示制度形成の歴史的な経緯もふまえた国際的の制度比較分析力。
3. 日本の情報開示について改善すべき諸点を具体的・説得的に抽出し、そこから政策的示唆につなげる政策提言力。

以上の評価より、十分な専門分野に関する学識を保有すると判断する。

・語学試験（対象となった語学名を含む）の内容

本論文は、証券化商品の情報開示制度の日米比較研究である。それゆえに極めて複雑な米国の金融商品に関する法制度及び慣行に関する分析が行われている。その分析的的確性から、審査対象者は極めて高い、博士学位にふさわしい英語力を持つと判断できる。

よって、総合試験の結果は合格であると認める。

博士學位論文要旨

論文題目： 証券化商品における情報開示の現状と課題
-リスクの実態を反映する情報開示に向けて-
氏名： 桑木 小恵子

要 旨

旧来の増資や社債発行のように資本や負債の増加を伴う資金調達に加えて、近年、証券化という金融技術の発達により資産サイドの流動化（証券化）による資金調達が活発化している。

証券化による資金調達は、資産の減少（資産のオフバランス化）によって ROA（総資産利益率）の増加をもたらす効果もあり、経営者サイドにとっては優れた調達手段といえる。

この証券化の本質は、原資産保有者（オリジネーター）が、その資産を、ヴィークル（SPE）を通じて ABS 等の有価証券へ資産変換することであり、オリジネーターが保有するリスクを投資家（資本市場）へと移転する金融技術でもある。

この仕組みを通じて発行された ABS 等の有価証券は投資の多様性をもたらすが、その一方で、仕組みの複雑さゆえに投資家にとっては潜在化されたリスクが判りにくく、オリジネーターとの対比においては、情報の非対称性が無視できない。

オリジネーターから投資家に移転されるリスクとは、「証券化のスキームそのものから生じるリスク（以下、仕組みリスクという）」と「証券化された資産そのものから生じるリスク（以下、資産リスクという）」の2つに大別される。

証券化の開示情報は、伝統的な株式や社債にみられる発行企業体の信用力そのものに依存する有価証券の開示情報とは異なる。証券化においては、オリジネーターから移転されてきた上記の仕組みリスク及び資産リスクに関する十分な情報開示制度が必要となる。

以上を受け、本稿では、オリジネーターから投資家に移転されるリスクの存在とその実態の反映が可能になる情報開示のあり方を議論している。

具体的には、開示制度を支える社会的規範としての会計基準の設定に対する考え方（以下、開示を支える基本スタンスという）からアプローチし、リスクの存在と実態を反映する情報開示に向けた制度のあるべき姿を探っている。

以下、本稿の構成は、第1章で「証券化の特徴と情報開示の必要性」、第2章では「証券化の開示を支える基本スタンスと SPE 連結の判断基準」、第3章においては「証券化される資産の開示」、そして第4章で「証券化商品の情報開示の主体」について考察し、そのうえで、最終章の第5章で「資産開示の日米比較とそこから得られるわが国への政

策的示唆」を導き出すことから成っている。

第1章では、証券化市場の特徴と情報開示の必要性、及び証券化商品の基本構造と内在するリスクを確認している。

第2章及び3章では、規則主義と原則主義という2つの開示を支える基本スタンスを確認し、その概要と、この2つの概念のパラダイムシフトの端緒となったエンロン事件を検証している。そして、米国及びわが国における問題の所在を明らかにし、証券化商品の開示を支える基本スタンスのあり方を探っている。もう少し具体的には、第2章では、「仕組みリスク」に関するSPEの連結範囲の判断における会計基準について、第3章では、「資産リスク」に関する開示制度について、それぞれ問題の所在を明らかにしている。

第2章及び第3章を通じて確認できたことを以下に簡単にまとめておく。

証券化商品の開示における日米両国の共通の問題点として捉えられたのは、情報の発信者すなわち主に資金調達者の意図により情報開示がコントロールできることである。

米国では細かなルールをコントロールできたことであり、わが国ではSPEの設立形態を選択すれば情報開示の方法がコントロールできるということである。これらは、規則主義に起因する問題と考えられる。

詳述すると、証券化という金融技法を生み出した米国は、技術に偏重したきらいがあった。つまり、「Regulation AB」が制定されるまで、経済原理に近い形での情報開示が続き、発行者主導のもとでの情報開示が行われていた。

一方、わが国における証券化商品の歴史は、その金融的な技術を米国から導入し、その後、バブル崩壊後の金融システムの安定と不良債権処理のための政策とが混在してしまったという特徴がある。これらの政策が入り混じった中でSPC法が制定された結果、それまで海外特別目的会社を用いていたスキーム組成を、わが国内部で完結させる仕組みが出来上がった。このSPC法に付随する形で特定有価証券としての証券化商品の特殊性に鑑みた「特定有価証券の内容等の開示府令」が旧証券取引法の特則として、米国に先駆けて制定されている。しかし、証券化商品の開示について現状分析して見ると、SPEの設立形態を選択すれば情報開示の方法がコントロールできるという問題点が本稿で明らかとなった。

これらの問題点は、発行者主導のもと、規則主義による情報開示では証券化の複雑なリスク実態を反映することはできず、規則主義の下で証券化商品の開示規制をすることに限界が生じてきていることを示している。

こうした問題点は原則主義を用いることで対処可能となる。しかし、原則主義には恣意性の介入の余地があるとの短所を合わせ持っている。

米国は、エンロン事件を契機に規則主義の限界を認識し、「SPEの連結基準」や「Regulation AB」を原則主義の下で制定し、実質優先主義へと大きく旋回させることで規則主義における問題点を解決した。加えて、従来の原則主義の短所である恣意性の

介入の余地を排除するという、「新原則主義」が採用された。さらに、新原則主義のもと、証券化商品に関する情報開示の項目や会計基準を柔軟に対応できるように、1933年証券法第19条を改正し、「GAAPとして承認する規則」を設定する権限をSECに与え、証券化商品の会計基準や情報開示の項目が柔軟に対応できることとした。

SECに会計基準に関する権限が与えられたことで、SECは「SPEの連結基準」や「Regulation AB」による開示制度の設定に深く関わり、証券化という複雑な仕組みに柔軟に対処することができるようになった。

「仕組みリスク」に関係するSPE連結の判断基準について、先述したとおり米国ではエンロン事件を端緒に、規則主義から原則主義にシフトしたうえで、新原則主義を採用している。一方、わが国はエンロン事件前より原則主義を採用し、エンロン事件後は新原則主義に準じた制度となっている。

このように「仕組みリスク」については、両国ともにリスクの実態を反映する情報開示となっている。

他方、「資産リスク」に関係する開示制度について、米国はエンロン事件前まで統一した開示制度がなかったが、エンロン事件を契機に新原則主義のもと「Regulation AB」が制定された。具体的には、資産に関するリスク実態を反映するため、発行時における「スタティック・プール・データの開示」と、継続時における「金銭分配と資産のアップデートな情報」が、基本的には月次（Form 10-D）でABS購入者に開示されることになった。これは注目すべき点である。一方、わが国においては金融商品取引法上、「特定有価証券の内閣府令」が定められている。また、日本銀行金融市場局による「証券化市場フォーラム・報告書」により、私募債等の開示について「標準的な開示項目・フォーマット（以下、ABS推奨フォーマットという）」が提示された。しかし、これらは規則主義のもとで制定されている。

以上、本稿の第2章、第3章では、規則主義における問題の解決のため、新原則主義に移行すべきことを確認した。

第4章では、それらの情報開示を誰が行えばリスクの実態がより反映できるのかという、情報主体に関する議論をしている。

証券化商品の情報開示については、当該有価証券の「発行者」が開示の主体（開示義務者）となるが、この「発行者」の概念をどう定義づけるかにより具体的な情報開示の主体が決まる。証券化のスキームにおいて発行者とはSPEである。

しかし、実質的には裏付け資産の状況を最も的確に把握しているのは、資産をSPEに移管した後も原則としてサービサーを兼ねるオリジネーターである。米国では、「Regulation AB」により、「発行者概念」が実態に近づいた結果、SPEではなく資産の実態をより把握している者が情報開示することとなった。

つまり米国では、情報の開示主体にまで実質優先主義が貫かれ、開示を支える基本スタンスが新原則主義で首尾一貫された。一方、わが国は、発行者であるSPEが規則的に

開示主体となっており、資産の実態をより把握している者が開示を行うという実質優先主義は採用されていない。以上を第4章で確認している。

最終章の第5章では、米国で新しく制定された原則主義の下での「Regulation AB」と、わが国における規則主義の下で制定されている「特定有価証券開示府令」及び「ABS奨励フォーマット」を比較し、資産開示における開示スタンスについて、原則主義とすることが望ましいと提言している。そのうえで、開示制度や開示項目について、次の4つの事項を提言している。

①「証券化市場フォーラム・報告書」において、証券化商品の流動性の向上に資する情報開示の充実が重要であることが認識されたことに伴って、私募債等への添付が奨励されている「ABS推奨フォーマット」を「ABS開示フォーマット」として制度化することですべての公募及び主要私募債に添付を義務付ける、②その「ABS開示フォーマット」の開示項目に柔軟性を持たせる、③原則主義のデメリットを「実務指針等」で補完する、④分配報告およびトピックな情報をアップデートしたタイムリーな継続的な情報開示制度を制定する。

加えて、情報開示主体についても「ABS推奨フォーマット」の法制度化への提言と相まって、米国と同様、実質優先主義の立場から発行者概念のパラダイムシフトを望むべきところである。しかし、わが国の法形態に鑑みると、発行者概念をシフトすることは困難であるため、オリジネーター(兼サービサー)にプール資産の内容作成と証明を要求し、発行者へすばやく正確に伝わる開示情報とすべきことを提言している。

わが国の証券化市場を評価すると、発行市場はその機能を果たしているものの、流通市場が未発達の状態であった。今後、本稿の提言により情報の非対称性が緩和されることで、両市場での価格形成が好循環すれば、「証券化商品の適正な価格」形成が促進され、流通市場の発達が期待できる。

さらに、証券化商品の適正な評価額を把握することが可能となれば、証券化商品を購入した企業の財務内容も適正に表すことが可能となると考える。