

# 規制強化迫られる証券化商品市場

横山 史生

はじめに

世界各国の広義の証券化商品市場について、米国における住宅ローンの証券化商品（RMBIS）を中心に、サブプライム問題に端を発する混乱への対応策としての様々な制度改善が進められているところであるが、そこでは、原債権（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ことと並んで、証券化商品の組成・販売を行うオリジネーターが原債権のリスクを一定程度保有するよう仕向けることにより市場全体の公正性を向上させることが求められつつある。このようなリスク・リテンションないしスキニング・イン・ザ・ゲームといわれる発想による証券化商品市場の制度変更が、米国における金融制度改革の大きな動きの中で進みつつある。このような方向性は、様々な債権のリスクの分散を図るところに特徴をもつ証券化という金融手法について従来とは異質な発想に基づくものであり、証券化商品市場にとって規制強化が迫られる可能性が出てきているのである。

## 1 証券化商品にかかるリスク・リテンションとは

リスク・リテンション（risk retention）とは、広義には特定のリスクに起因する損失の負担を受容することであるが、証券化商品について用いられる場合は、オリジネーターが原債権の一定割合を常時保有することを義務

付けることとされる。これはまた、ある主体がゲームの傍観者ではなくゲームの勝敗が当該主体に影響するような状態に置かれるという意味合いで、スキン・イン・ザ・ゲーム (skin in the game) とも呼ばれる。「証券化することで原債権のリスクを投資家に全て転嫁できるため、オリジネーターは原債権の質を真剣に評価するインセンティブが低下するという問題を軽減するため、オリジネーターにも証券化商品を持たせ、安易な証券化を行ったら、自らも痛み構造にしようという発想<sup>(2)</sup>」であると云える。このような発想に基づく制度的な義務付けを行う場合については、「リスクの定量保有義務」といった訳語を当てることが可能であろう。

## 2 国際政策協調レベルでの動向

証券化商品市場におけるリスク・リテンションの制度化の必要性を説く議論は、二〇〇九年四月G20ロンドン・サミット(金融・世界経済に関する首脳会合)が取り纏めた「金融システムの強化に関する宣言」<sup>(3)</sup>の中に登場している。同宣言は、金融機関の健全性規制に関する諸項目のうちの「証券化のリスク管理改善」において「バーゼル委員会および各国当局は、二〇一〇年までに、デュー・デリジエンスおよび定量的な保有義務(quantitative retention requirements)を考慮することを含め、証券化のリスク管理に係るインセンティブを改善する作業を進めるべきである」としている。

これを受けたその後の動きとして、まずバーゼル銀行監督委員会は、二〇〇九年七月「バーゼルⅡの枠組みの強化(Enhancements to the Basel II Framework)」<sup>(4)</sup>は、「最低所要自」資本における、一部の証券化エクスポージャーに関する取扱いを強化する。オフバランス導管体に対する短期の流動性補充に係る掛目を引き上げるほか、再証券化エクスポージャー(所謂ABS-CDO)に対して、これらの商品に内在するリスクをより適切に反映

するため、より高いリスク・ウェイトを導入する。また、当委員会は、銀行が外部格付を付与された証券化エクスポージャーに対して、一層厳格な信用分析を実施することも求めている」としているが、これは、リスク・リテンションそのものの制度化に関するものではない。

リスク・リテンションを国際政策協定のレベルで明示的に取り上げたものとしては、証券監督者国際機構（IOSCO）が二〇〇九年九月に公表した「非規制金融市場・商品に関する最終報告書（Unregulated Financial Markets an Products-Final Report）」<sup>(5)</sup>が挙げられる。同報告書は、証券化商品市場およびクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場にかかる透明性向上および強固な監督の導入、投資家からの信頼回復、市場の質の改善に向けた規制措置に関する提言を行ったものであるが、そのうちの証券化商品市場に関する概要以下のような提言のうち（１）①の部分が、リスク・リテンションに関する内容となっている。

（１）誤ったインセンティブの是正

①証券化のバリュートチェーンにおける関係者の利害を適切に調整させるために、オリジネーター／スポンサーに、証券化商品への長期的な経済的エクスポージャーの保有を求めめることを検討する。

②アンダーライター、スポンサー／オリジネーターが行った全ての検証及びリスク確認活動について、発行者から投資家に対して開示させることによって、透明性を向上させることを求める。

③発行者が用いるサービス提供者が提供する意見・サービスが、証券化商品を取得する投資家の判断に影響を与える場合には、そのサービス提供者の発行者からの独立性を求める。

④証券化商品の残存期間中、発行者に対するサービス提供者が報告の即時性を維持することを求める。

(2) 実務上のリスク管理の改善

①原資産プールのパフォーマンスに関する発行時および継続的な情報を含め、発行者が投資家に対して行う開示の改善に対する規制上の支援を提供する。開示は、発行体に対して直接もしくは間接的な債務を持つ関係者の信用度の詳細についても含むものとする。

②洗練された投資家の定義と投資家への適合性要件を見直し、関連市場において適切にこれらの要件を強化する。

③複雑な金融商品の理解に役立つ手法の開発を投資家に促す。

3 米国における金融制度改革の中での動向

(1) 財務省「金融規制改革案」

米国政府による広範な金融規制改革案の原型となっている財務省プラン<sup>(6)</sup>では、証券化商品市場にかかる制度改革の方向性は「II. 金融市場に対する包括的規制の確立」の中の「A. 証券化市場への監督・規制の強化」において四項目にわたって示されている(表1)。すなわち、①証券化される資産の信用リスクのオリジネーターないしスポンサーによる保有、②オリジネーターないしスポンサーの報酬と原債権の長期的なパフォーマンスとの連動性の確保、③原債権に関する情報の透明性向上および証券化商品の流通価格にかかる透明性向上、④証券化商品格付けにかかる規制の強化、であるが、このうちのリスク・リテンションに関する部分である①を詳細にみると、以下の通りとなっている。

「証券化商品(ABS)市場における最大の問題は、貸出主体および証券化主体がABSの裏付け資産のパフ

オーマンスを考慮する十分なインセンティブが欠如していたことであり、また裏付け資産の質に関するデュール・デリッジエンスを十分に行うインセンティブが弱かったことである。このような傾向は、ABSの仕組みが複雑化することによってさらに助長され、また、情報開示のあり方が不適切だったことから、貸出主体・証券化主体と投資家の間での情報ギャップが拡大した。

連邦銀行監督機関は、証券化エクスポージャーの信用リスクの5%相当部分を保有するようオリジネーターないしスポンサーに求める規則を制定すべきである。当該規則は、オリジネーターが当該規則に従って保有すべきリスクを直接または間接にヘッジしまたは移転することを禁じるべきである。これは、オリジネーターとABSの間の経済的関係を損なうような操作が行われることを

表1 米国財務省「金融規制改革：金融規制監督の再建のための新たな基盤」(2009年6月)の構成

- |   |
|---|
| <p>I. 金融機関に対する強固な監督・規制の促進</p> <p>A. 金融サービス監督協議会の創設</p> <p>B. 大規模連鎖金融機関に対する連結規制監督の強化</p> <p>C. 銀行持株会社の自己資本その他の健全性規制の強化</p> <p>D. 銀行規制の抜け穴の閉鎖</p> <p>E. CSEプログラムの廃止</p> <p>F. ヘッジファンドその他私募ファンドの登録義務</p> <p>G. MMFの取り付けに対する脆弱性の軽減</p> <p>H. 保険部門に対する監督の強化</p> <p>I. 政府支援機関(GSE)の役割の見直し</p> <p>II. 金融市場にかかる包括的な規制の確立</p> <p>A. 証券化市場の監督・規制の強化</p> <p>B. CDSを含むすべての店頭デリバティブにかかる包括的規制の導入</p> <p>III. 金融にかかる濫用からの消費者・投資者の保護</p> <p>A. 金融消費者保護庁の創設</p> <p>B. 消費者保護の改善</p> <p>C. 投資家保護の強化</p> <p>IV. 政府による金融危機管理に必要な手段の整備</p> <p>A. 銀行持株会社の破綻救済スキームの創設</p> <p>B. FRBによる緊急貸付権限の改正</p> <p>V. 国際規制基準の向上と国際協力の改善</p> |
|---|

(出所) U.S. Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, June 17, 2009. ([http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf))

防ぐために肝要である。

連邦銀行監督機関は、リスクを保有する方式（たとえば劣後部分とするかあるいは全トランシェから等分とするか）およびリスクを保有する短期間について定め、また必要な場合にリスク保有義務に関する例外規程および調整規程（五％より高いかまたは低い基準を適用すること、安全性および公正性の観点からリスク保有のヘッジ禁止規程の適用を免除すること等）を定める権限を有するべきである。」

## （2）いわゆる金融規制改革法案

二〇〇九年半ば以降、連邦議会においていわゆる金融規制改革法案の審議が進められているが、上下両院それぞれの法案の内容は、概ね財務省プランを反映する形のものとなっており、リスク・リテンションの制度化、つまり定量保有義務の導入を含む証券化商品市場にかかる改革の制度化の試みも、上述の財務省プランに沿った内容となっている。

下院では、二〇〇九年十二月に「ウォールストリート改革・消費者保護法案（Wall Street Reform and Consumer Protection Act: H.R.4173）」が本会議で可決されている。これは七編からなる包括的な法案であり（表2）、証券化商品に関しては「第一編 金融安定性改善法案（Financial Stability Improvement Act）」の「サブタイトルF 証券化プロセスの改善（Improvements to the Asset-Backed Securitization Process）」において、①信用リスク保有の義務付け、②裏付け資産にかかる開示の改善、③情報提供にかかる保証、の三点に渡る新規の制度化案が盛り込まれている（H.R.4173, Section 1502, 1503, 1504）。このうちの①がリスク・リテンションに当たるが、②③も含めて要点を整理すると、次の通りである。

①一九三三年証券法に第二九条

「信用リスクの保有 (credit risk retention)」を新設し、ローンの貸し手 (creditor) が第三者へ転売する (資産担保証券 A B S の裏付けプールへ組込む目的による場合を含む) ローンの信用リスクの相当部分 (material portion) にかかる経済的利害 (economic interest) を保有すること (retain) を義務付け、また証券化主体 (securitizer) が A B S を発行するための裏付けとして用いる資産の相当部分にかかる経済的利害を保有することを義務付ける。上記「相当部分」は原則五%とするが、ローン貸し手または証券化主体によるデュー・デリジエンスが当局の定める基準を満たしている場合または転売される貸出債権の信用リスクが小さい場合には五%未満とするかまたはこれを免除し、転売者によるデュー・デリジエンスが不十分である場合には五%以上とする。

表 2 米国下院「ウォールストリート改革・消費者保護法案 (Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」(2009年12月) の構成

第 1 編	金融安定性改善法案
A	金融サービス監督協議会
B	金融安定性確保のための金融機関健全性規制
C	預金取扱機関にかかる連邦監督規制の改善
D	銀行持株会社および預金取扱機関にかかる規制の改善
E	連邦預金保険基金の改善
F	資産証券化プロセスにかかる改善
G	Enhanced Dissolution Authority
H	金融危機管理にかかる改善
I	その他
J	国際的政策協調
K	国際金融取引にかかる措置
L	証券持株会社
第 2 編	金融機関救済措置法案
第 3 編	店頭デリバティブ市場法案
第 4 編	金融消費者保護法案
第 5 編	資本市場
A	プライベートファンド型投資顧問登録法案
B	格付機関規制法案
C	投資家保護法案
第 6 編	連邦保険庁
第 7 編	モーゲージ改革・略奪的貸付禁止法案

(出所) H.R. 4173, Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 (米国連邦議会下院金融サービス委員会ホームページ [http://financialservices.house.gov/Key\\_Issues/Financial\\_Regulatory\\_Reform/Financial\\_Regulatory\\_Reform.html](http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/Financial_Regulatory_Reform.html)に掲載)

②一九三四年証券取引所法第十五条(d)項(ブローカー・ディーラーの登録)を改正し、資産担保証券(ABS)の発行者に対して、ABSの個々のトランシェまたは証券クラスについて裏付け資産に関する情報を開示することを義務付ける。その場合、ABSの投資家が独自にデュー・デリジエンスを行うことができるよう、ローンのブローカーまたはABSのオリジネーターの属性および報酬ならびに信用リスクの定量保有額等についてのローン・レベルまたは資産レベルのデータを開示することが求められる。

③証券取引委員会(SEC)規則により、証券化商品の裏付け資産に関するオリジネーターによる情報提供およびその保証に関する記述を格付け関連情報に含めることとし、またオリジネーターによる引受けに瑕疵(deficiency)があれば投資家がそれを認識できるようにするために買戻し条件に関する情報を開示することとする。

このうち②は、財務省プランで示された諸点のうちの、裏付け資産にかかる透明性向上という方向性を具体的に制度化することを図るものであり、証券化商品の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(SEC Rule Asset-Backed Securities, Release No. 33-8518; 34-50905; File No. S7-21-04、二〇〇五年三月施行)の改正という形を取ることが想定されているものと考えられる。また③の意味合いについては、①のリスク・リテンションの制度化との関連で、後述することとする。

以上が下院案の概要であるが、一方、上院における金融制度改革法案の審議状況をみると、二〇〇九年十二月時点で、上院銀行委員会(Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs)が「米国金融安定性回復法案(Restoring American Financial Stability Act)」を公表している。詳述は省くが、証券化に関する条文のうちリスク・リテンションについては次のような内容となっている。すなわち、一九三四年証券取引所法に第十五G条

「信用リスクの保有 (credit risk retention)」を新設し、資産担保証券 (ABS) の証券化主体 (securitizer) が第三者に転売する資産の信用リスクの相当部分にかかる経済的利害を保有 (retain) することを義務付け、上記「相当部分」は原則一〇%とし、連邦政府、連邦政府機関、連邦政府関連機関が発行または保証を行う証券化については適用を除外する、というものである。

下院案、上院案を比較すると、定量保有を義務付ける基準が下院案では原則五%、上院案では原則一〇%となっている点、条文化が行われる法律が下院案では一九三三年証券法、上院案では一九三四年証券取引所法となっている点に相違があり、今後、成案を得るための一本化作業が行われることになるであろう。

#### 4 リスク・リテンションの制度化に対する懸念と対案

証券化商品、特にRMB Sに対してリスク・リテンション規制を導入すること、すなわちオリジネーターによる定量保有義務を課すことについては、行政・立法側が意図するところに対して、市場関係者の側からの懸念・反論も示されている。たとえば、オリジネーターが原債権を定量保有していることと原債権のクオリティないしパフォーマンスとは無関係であること、オリジネーターがある証券化商品のうち特定のトランシエを保有すると当該証券化商品の保有者全体との間に利益相反が生じること、定量保有の割合の決定に合理的根拠はないこと、オリジネーターにおいて定量保有のために必要な資金の調達コストが発生すること、等である<sup>(8)</sup>。

特に、米国におけるRMB S市場のあり方の抜本的改善を市場参加者の立場から推進している米国証券化フォーラム (American Securitization Forum : ASF) は、財務省および連邦議会による金融規制改革の作業において制度化が進められつつあるリスク・リテンション規制に対して、原則反対の立場を表明している<sup>(9)</sup>。証券化とい

う金融手法は本来、様々な債権をその原保有者から切り離すことにより当該債権に伴う様々なリスクを分散という形で管理し、それを通して社会的資本を新たな債権債務関係の構築に振り向けることを可能にするものである。このように、オリジネーターに原債権の一部の保有を義務付けること、すなわちリスク・リテンション規制の導入は、このような証券化本来の機能・目的を阻害するおそれがある、というのである。ASFはこのような原則反対の立場を表明した上で、仮に導入するとした場合における留意点として、次のような諸点を指摘している。すなわち、①証券化商品の原債権の信用度や証券化のストラクチャの違いを無視して義務的保有比率を一律に定めることは適切ではない、②証券化におけるリスク・リテンションは、原債権を証券化目的の資産プール（SPC等）に移転するオリジネーター（下院案ではcreditor）が一義的に行うべきものであり、証券化商品の発行主体（下院案ではsecuritizer）はオリジネーターによるリスク・リテンションが行われていないかまたは不十分である場合にのみリスク・リテンションを行えばよいものとすべきである、③証券化商品のリスク・リテンション規制の具体的な仕組みについて各国ごとに重大な相違が生じることのないよう、国際的協調が図られるべきである、等である。

ASFはこのように、リスク・リテンション規制に反対の立場を表明した上で、それに代替すべき方法として、原債権にかかる情報の提供とその保証（representation and warranties）を確実に行うことを提案している。その具体化が、「RMBBSに関する情報提供および保証の標準モデル（ASF Model RMBBS Representation and Warranties）」（二〇〇九年十二月）の公表である<sup>(10)</sup>。

ASFによると、一般に、オリジネーターは原債権を売却する（SPCへの移転を含む）場合、貸出が実行された際のドキュメンテーションおよび関連情報ならびに関連法規の遵守状況、担保物件に関するドキュメンテ

ション等に関する情報の提供（representation）を行い、当該情報が正確かつ十分であることを保証する（warranties）。その上で、売却時における情報提供に誤りがあったことが売却後に判明した場合には売却された原債権を売却価格と等しい価格でオリジネーターが買戻すことを、売却時に約定しておくという慣行が、従来から行われていた。原債権に関する情報の提供それ自体は、連邦証券諸法・諸規則、特にレギュレーションABに従って行われる法定開示に加えて、業界の自主的対応によって法定開示以上の頻度でのタイムリー・ディスクロージャーの形でも行われているが、<sup>(1)</sup>「情報提供・保証」とは、情報提供の内容が正確であることをオリジネーターが保証し、それに背馳していた場合には買戻しを行うことを買戻し手に対して約定しておく、というものである。ただし、従来、契約条項が不明確な場合も多く、また住宅ローン貸出しおよびその証券化をめぐる経済環境が好調であった間はこうした契約を発動する必要性もほとんどなかったのが実態である、という。

「RMB Sに関する情報提供および保証の標準モデル」は、ASFとしてこのような考え方にに基づき、情報提供・保証の仕組みの改善と標準化を図ることとしたものである。とくに、RMB Sが組成・販売された後の早い時期に原債権の延滞の増加等が生じることによりRMB Sの価値が低下することが想定されるが、これについては、組成・販売時の表明それ自体に形式的な瑕疵がなかったとしても、オリジネーターは買戻しに応じることとする、というところに特徴がある。

## おわりに

米国では金融規制改革の大きな流れの中で、証券化商品市場のあり方の改善をめぐって、オリジネーターによる原債権の定量保有義務付けという、従来にはない発想による新たな規制を導入することが行政府・立法府によ

って検討されている。これについて市場参加者の側からの懸念も大きく、情報提供・保証の強化という対策も示されている。リスク・リテンション規制は、証券化という金融技術の特性そのものについて、リスクの分散を図る点に利点があるという従来の考え方とは異質なものであることから、今後に制度化された場合、市場実態にどのような影響をもたらすかが注目されるところである。

注

- (1) 拙稿「〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場」、本誌第一六五六号(二〇〇九年一〇月)を参照された。  
5。
- (2) 淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、二〇〇九年、二七八頁を参照。
- (3) 外務省ホームページを参照。(http://www.mofa.go.jp/mofaj/kaidan/s\_aso/fwe\_09/sengen\_js.html)
- (4) 日本銀行ホームページを参照。(http://www.boj.or.jp/type/release/adhoc09/data/bis0907a.pdf)
- (5) 金融庁ホームページを参照。(http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090911/03.pdf)
- (6) U.S. Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, June 17, 2009.
- (7) 下院では別途、二〇〇九年五月に「モーゲージ改革・略奪的貸付禁止法案 (The Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act: H.R.1728)」を下院本会議で可決しており、同法案は、「ウォールストリート改革・消費者保護法案 (H.R.4173)」に第七編として組込まれている。H.R.1728では、住宅ローンの貸し手が当該ローンを転売する際に当該ローンの信用リスクの一定部分を保有する義務を課す条文が盛り込まれていたが、H.R.4173に組込まれた段階で削除さ

れいぶ。

- (8) 淵田前掲書、二八五頁を参照。
- (9) American Securitization Forum, *Comments and Suggested Revisions to Subtitle F of the "Credit Risk Retention Act of 2009"*, November 3, 2009. (<http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASFSummaryofHFSCBillMarkup.pdf>)
- (10) American Securitization Forum, *ASF Model RMBS Presentation and Warranties*, December 15, 2009. ([http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASF\\_Project\\_RESTART\\_Reps\\_and\\_Warranties\\_121509.pdf](http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASF_Project_RESTART_Reps_and_Warranties_121509.pdf))
- (11) ASF自らが二〇〇九年七月に制定した発行開示用標準フォーマットである「ディスクロージャー・パッケージ (The Disclosure Package)」および継続開示用標準フォーマットである「レポートインク・パッケージ (The Reporting Package)」がある。前掲拙稿を参照。

(よんやま しせい・客員研究員)