

# 米国資産担保証券の開示規制強化にかかるSEC規則改正案

横山 史生

はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は二〇一〇年四月、資産担保証券（Asset-Backed Securities: ABS）の法定開示等に関する包括的な連邦証券諸法関連規則であるABS規則（SEC Rule on ABS）の改正案を公表した。<sup>(1)</sup>同改正案へのパブリックコメント受付期限は二〇一〇年八月三日とされている。本稿では、同改正案の背景および趣旨を整理する。

## 1 従来のABS規則

従来のABS規則は、資産担保証券にかかる法定開示の内容や様式に関する歴史上初の明確な連邦証券諸法規則体系として、二〇〇四年十二月に制定され二〇〇五年三月に施行された。<sup>(2)</sup>その中心がレギュレーションAB（Regulation AB）と呼ばれる部分であるが、これは、連邦規則集（the Code of Federal Regulations）第一七巻第二一九部（17CFR 229）「一九三三年証券法、一九三四年証券取引所法等に基づく届出様式にかかる標準規程」に「一〇〇〜一一三三項（Item100-1123）」として新設された諸規程（17CFR Subpart229. 1110: Asset-Backed Securities）の略称である。やや詳細にみると、表1のような条文構成となっている。

## 2 二〇一〇年ABS規則改正案の概要

二〇一〇年四月に公表されたABS規則改正案の内容は多岐に渡るが、主要な点は概要以下のように整理される。すなわち、(1) リスク・リテンション規制の導入 (ABS発行登録制度利用適格基準)、(2) 資産レベル・データにかかる開示内容の新設 (発行目論見書等におけるスケジュールL、継続開示様式フォーム一〇―DにおけるスケジュールD)、(3) ABS保有者に支払われるキャッシュフローの仕組み (ウォーターフォール) に関するデータ・プログラムにかかる開示の新設、(4) 資産担保証券の私募発行にかかる開示の強化、(5) その他、である。以下、これらについて順次、提案内容の趣旨を要約しつつ、その意図や背景等について概説する<sup>(3)</sup>。

### (1) リスク・リテンション規制の導入

ABSにかかるリスク・リテンション (risk retention) とは、ABSの原資産をABS発行体としての資産プールに移転譲渡する際に、原資産の一定割合をプールへの移転譲渡から除き、ABSのオリジネーターまたはアレンジャーの自己勘定において保有することであり、それがABSの質を保つためのインセンティブになるとい

表1 レギュレーションABの条文構成の概要

1100項	総則
1101項	定義
1102～1120項	ABSにかかる証券法上の登録届出書・目論見書における開示項目および証券取引所法上の継続開示書類 (年次報告書フォーム10-K等) における記載等。
1121項	フォーム10-D: 支払期日におけるABS保有者への支払いに関する定時報告。開示項目として、資産プールの構成内容の変化、資産プール全体としてのパフォーマンスの変化に関する情報等が規定した上で、概要次のような諸項目を例示; プール資産の総数・残高、各プール資産にかかる加重平均収益率・加重平均残存期間、繰上償還や延滞のあったプール資産に関する情報、等。
1122～1123項	フォーム8-K: プール資産総体にかかるサービシングやパフォーマンスに関する臨時報告。

(出所) SEC Rule: Asset-Backed Securities; File No. S7-21-04; Release No. 33-8518; 34-50905. により作成

う面に着目して、制度化に向けた議論が各方面で進められている。いわゆる金融規制改革法案においても、二〇一〇年五月までに上院、下院のそれぞれを通過した法案に、ABSにかかるリスク・リテンションに関する規定が盛り込まれている（表2）<sup>(4)</sup>。

SECによるABS規則改正案も、このような動向を受け継ぎ、ABSにかかるリスク・リテンション規制を導入することを提案している。ただ、その趣旨は、上述のような従来の議論の流れとはやや異なるものとなっている。

— というのは、まず第一に、リスク・リテンションを行うべき主体を、オリジネーターではなくアレنجジャー（規則上は「スポンサー」という用語で表現されている）としている点であり、第二に、すべてのABS発行についてリスク・リテンションを課すのではなく、発行登録制度（Shelf Registration）を利用してABSの発行を反復的に行うような発行体に対して、発行登録制度の利用適確要件としてアレنجジャーが原資産の

表2 金融規制改革法案におけるABSにかかるリスク・リテンションに関する条文趣旨

下院案：

1933年証券法に第29条「信用リスクの保有」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ABS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にかかる経済的利害を保有することを義務付け、また証券化主体（securitizer）がABS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。上記「相当部分」は原則5%（ローン貸し手または証券化主体によるデュー・ディリジェ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5%未満とするかまたはこれを免除する一方、転売者によるデュー・ディリジェンスが不十分である場合には5%以上の保有義務を課す）。

上院案：

1934年証券取引所法に第15G条「信用リスクの保有」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することを義務付け。上記「相当部分」は原則10%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。

一定割合以上を自ら保有するよう義務付ける、という形式を取っていることである。これに伴い、ABSの新規公募発行について発行登録を利用することにかかる包括的な発行登録届出書および個々の発行にかかる登録届出書（わが国の金融商品取引法上の手続きでは有価証券届出書に相当する）に関する様式としてフォームSF―三およびフォームSF―一を新設することが提案されている。

## （2）資産レベル・データにかかる開示項目の新設

従来のABS規則では、プール資産全体のレベルに関する情報を開示することとされていた点について、プールに含まれる個々の資産レベルでのデータを開示することとする提案が行われており、登録届出書および法定目論見書に添付すべき開示項目のリストとしてスケジュールL、また継続開示様式フォーム一〇―Dに添付すべき開示項目のリストとしてスケジュールLDを新設するとしている。スケジュールLおよびスケジュールLDについては、すべてのABSにおいて開示すべき諸項目に加えて、ABSの原資産タイプ別に住宅ローン担保証券（RMBS）、商業用不動産担保証券（CMBS）、その他（自動車ローン、リース、学資ローン、企業向け貸出、再証券化）のそれぞれについて開示すべき項目が列挙されている。

## （3）ABS保有者に支払われるキャッシュフローの仕組み（ウォーターフォール）に関するデータ・プログラムにかかる開示の新設

ABSのトランシェごとにABS保有者に向けて行われる利払い等のキャッシュフローの仕組み（Waterfall）を示すコンピューター・プログラムをファイル化して開示すること（目論見書、継続開示様式フォーム八―Kに

添付してEDGARに提出)を義務付けるとしている。

#### (4) 資産担保証券の私募発行にかかる開示の強化

資産担保証券(CDOを含む)の私募発行について公募発行に準じたディスクロージャーを課すとしている。具体的には、一四四A条私募(転売対象を適格機関投資家に限定)について、買手の求めに応じて、フォームSF-1と同等内容の情報を提供し、また、公募債の継続開示と同等内容の定時報告を行うことを義務付けること等である。重層的証券化商品であるCDO等について従来、私募による取引が多く、投資家への情報伝達が不十分であることに由来する混乱が生じていたことに鑑み、私募形式で取引されるABS、CDO等に公募並みのディスクロージャーを課す方向性が鮮明にされたものである。

#### (5) その他

ABSの発行登録について許容される包括性(アセットクラス、スキーム等)を狭めること、発行登録を利用するABS発行について予備目論見書の交付を発行日の五営業日前までに行うこと、等が盛り込まれている。

#### おわりに

SECによる今回のABS規則改正案は、証券化商品の原債権にかかる情報の開示を強化することが主眼となっており、過剰な規制との受け止め方もあり得よう。本改正案は確かに、開示する側にとって過大な負担を課すとともに、利用する側にとっては質と量の両面において利用しきれないほどの情報を手にするということになり

かねない面も持っている。

しかし、今回の改正案のみならず、サブプライムローン問題に端を発する資産担保証券ないし証券化商品市場の制度改善に関する一連の検討の動向においては、原資産データへの遡及・追跡が可能な程度を高めることに向けて、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を整えることが重要であろうとの認識が、参加者間で共有されてきている面もある。中でも、米国証券化フォーラム（ASFF）が住宅ローン担保証券（RMBS）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・標準化したリスト（フォーマット）として二〇〇九年七月に公表した「ディスクロージャー・パッケージ」（発行開示用）および「レポートイング・パッケージ」（継続開示用）<sup>5)</sup>は、その趣旨および内容において、今回のABS規則改正案におけるスケジュールドおよびスケジュールドとの類似性が認められる。

その一方で、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、今後、いわば車の両輪として重要になっていくであろう。そういった意味では、今回のABS規則改正案に対してバイ・サイドからどのようなコメントが寄せられるかが、注目されるところである。

注

(1) SEC, Proposed Rule on Asset-Backed Securities, File No. S7-08-10; Release No. 33-9117; 34-61858, appeared in Federal Register, Vol. 75, No. 84, May 3, 2010.

(2) SEC Rule: Asset-Backed Securities; File No. S7-21-04; Release No. 33-8518; 34-50905, 上野元「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 (二〇〇五年十二月)、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) を参照。

- (3) ABS 規則改正案の概要については、SEC 自身による概説的なりリリース (SEC, Immediate Release 2010-54, SEC Proposes Rules to Increase Investor Protection in Asset-Backed Securities, April 7, 2010) のほか、証券化ビジネス関連の法制実務に詳しい法律事務所であるマイヤー・ブラウンによる解説レポート (Mayer Brown, Summary of the US SEC's ABS Rule Change Proposal, April 21, 2010, <http://www.mayerbrown.com/securitization>) 等を参照。

- (4) 拙稿「規制強化迫られる米国証券化商品市場」、本誌一六五八号 (二〇一〇年二月) を参照。

- (5) 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。

(ちいやま しせい・客員研究員)