

平成 24 年 8 月 6 日

IOSCO「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」に係る市中協議文書に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、IOSCO から本年 6 月 7 日に公表された市中協議文書「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。

本件が検討されるに当たり、我々は以下のコメントが IOSCO におけるルールの最終化に向けてのさらなる作業の助けとなることを期待する。

【総 論】

導入が想定される政策（リスク保有要件の強化や開示情報の拡大）は、主に証券化商品のオリジネーター（企業）の経済活動に大きな影響を及ぼすものであるため、オリジネーター（企業）にとって過度な負担となる場合には、こうした政策の導入が証券化商品市場の健全な復活に反するものとなる懸念がある。

このため、提案されている政策の導入に際しては、過度な規制導入により証券化商品の発行が減少し、証券化市場全体が縮小しないように、各国の事情を考慮するなど一定の配慮がなされるべきと考える。

さらに、効果的かつ効率的な規制および健全な証券取引慣行を促すとの視点から、規制すべき対象を絞ることを提案したい。具体的には、対象範囲は、パブリックな証券化商品に限定し、ABCP 証券化取引を含めた相対ベースの取引は除外すべきである。さらに、各国内で完結するものと、クロスボーダーのものと区別して議論することを提案したい。

また、広範な規制をグローバルベースで一律的に導入した場合には、市場への影響によって金融システムの安定に資するような健全な取引まで制約を受ける恐れがあるうえ、市場機能の低下を招くリスクをはらんでいる。このため、各法域の規制や慣行の差異について十分に加味していただくとともに、各国の規制や市場慣行を無視した一律な規制は厳に慎んでいただきたい。

○ 相対取引の取扱い

投資家保護の観点から、金融機関と取引先とのバイラテラルな関係で組成さ

れている案件は規制対象から除外してもよいと考える。

日本国内において、邦銀が行う顧客債権の証券化取引は、顧客と金融機関との相対の貸出の代替取引（私募型の証券化商品）であり、金融機関がすべてのリスクを負っている。このような証券化商品は、金融機関が100%保証し、外部投資家にリスクを転嫁するわけではないため、規制導入の意義がなく、対象外にするのが妥当と考える。

また、相対取引の形による流動化案件は、オリジネーターと金融機関とが直接交渉し条件決定する契約が多い。入り口段階で買い手である金融機関が満足する内容で条件決定し、期中においても当該金融機関によるモニタリング機能が働いている。このため、日本では、オリジネーターによるリスク保有義務付け規制がなくとも、オリジネーターによるモラルハザードが具現化し問題化することはなかったと理解している。

情報開示規制についても、本件情報開示規制の導入が効果をもたらすと考えられる流動化商品（金融機関と取引先との相対関係で組成されている案件以外）に絞ったうえで、本政策を適用すべきである。相対の証券化商品は、情報開示の透明性や標準化を実施しても受益者が不在であり、規制導入の意義がないと考えられる。

日本国内においては、住宅金融支援機構のRMBSを除き、大半が、金融機関と取引先との相対関係で組成されている案件と認識している。このような相対取引の延長線上の流動化案件は、オリジネーターと金融機関とが直接交渉し、金融機関が満足する形での情報開示を個別に対応しているといえる。オリジネーターが策定するストレステスト・シナリオ分析を、金融機関がそのまま受け入れるものではない。このことから、これらの情報が流動化商品の投資判断においてどれ程有用なのか疑問である。

【各 論】

1. 論点1：リスク保有に対するアプローチにおける差異

(1) 本来あるべきアプローチ

論点1で提案されているリスク保有規制は、本来的には、劣後部分の保有の有無に関しては、規制による差別化を図るのではなく、適切な開示のもとに、セーラビリティ（売却の容易性）や調達コストといった発行条件の中に投資家の意向を反映させるのが望ましい姿と考える。

日本においては、特段の規制は課されていないが、資金調達を目的とした証券化においては、劣後部分を売却すると調達コスト高となること、劣後を保有しつづければ超過利潤を将来受け取れること、の理由で、オリジネーターが劣

後を保有することが一般的である。劣後をオリジネーターが保有しない案件は、投資家からみても、モラルハザードを惹起させる要因となることから、シニア部分のセーラビリティ（投資家への販売が困難になる）の悪化につながっている。本来的には、このような自然の摂理に基づいたマーケット運営が望ましい。

（２）リスク保有に係る規制の整理・標準化

そもそも証券化取引では、目的、取引主体、対象となる資産の種類（売掛債権、手形債権、オートローン債権、カード債権、住宅ローン債権等）、債権回収の期間（短期、中長期、超長期）、投資家募集方針（個別相対ベース、少人数私募型、公募型）、組成および販売される地域に即したトランシェ分けや販売・ヘッジ等によって、クライテリアは様々に分解され、リスクプロファイルも異なる。

例えば、手形債権等は、債権の仕組上、基本的にはオリジネーターが流動化対象債権のサービシング業務を行わずとも債権回収が可能である。また、中長期債権、長期債権の流動化の場合には、オリジネーターにおいて、サービサー変更に伴う各種コストに見合う金銭をスキーム実行時当初より現金準備金勘定にプールする等、一定程度の負担をオリジネーターに要請することが多い、と認識している。

このため、流動化対象資産の種類や債権回収の期間に応じて、リスク保有のあり方を精緻に検証の上、規定すべきと考える。そのうえで、様々な形態を有するリテンションの方法を整理・標準化を図ることを提案したい。

さらに、適用除外とするに当たっては、情報開示レベルを考慮すべきである。例えば、米国型の適用除外規定（住宅ローンの LTV や商業不動産担保ローンの DSCR 等を条件としたもの）では、国・地域によっては、かえって証券化対象資産や証券化を実施するインセンティブの低下を招き、証券化商品の発行自体が減少する懸念がある。このため、情報開示レベルに応じた適用除外規定（リスクリテンションで規制する場合、レベルに応じた掛け目等を設定）を設ける方が、有意性が高いと考える。

（３）保有割合（数値基準）の設定

リスク保有規制を導入するうえで、例えば、保有割合の下限＝５％といった具体的な数値基準を一律に示すことは、各国の市場実態に馴染まないと考える。

対象アセットや組成する地域における取引慣行によって、証券化の対象となる資産プールの規模やエクスポージャーの個数、トランシェの切り方は異なる。例えば、欧米では、保有割合に関して、５％という数値基準が存在するようであるが、日本では、不動産証券化において５％以上をオリジネーターが保有す

ると会計上オフバランス処理が認められないとのルールがある。このため、一律基準が入った場合、特定アセットの流動化市場が機能しなくなる懸念がある。

もし仮に、一律的な数値基準を示すのであれば、5%ではなく、各国や地域ごとに、それぞれの法令・会計ルール、取引慣行に即した考慮がなされるべきである。

(4) 特定の投資家が不利益を被らないよう配慮すべき

欧州型の規制については、投資家の業態間格差を助長する恐れがある。特定の投資家のみを規制することで、競争上の不利益を生じさせることがないよう配慮すべきである。

(5) スポンサーによる信用補完・流動性補完の扱い

ABCP に関しては、欧州規制のように、スポンサーによる信用補完・流動性補完をリスク保有の一形態として認めるべきである。特に、信用補完・流動性補完が100%の場合には、そのように扱うべきである。

米国ドッド・フランク法では信用補完・流動性補完がリスク保有の形態として認められていない。しかし、スポンサーが裏付資産のリスクを保有しているため投資家と利害が一致しており、規制の趣旨を満たしていると考えられる。さらに、欧米における規制の違いは、ABCP ファシリティを欧米で展開する際の負担、公正な競争の妨げともなりうる。

2. 論点2：透明性の向上：ストレステストとシナリオ分析の開示

(1) オリジネーターに対する配慮

開示対象となる取引を決める際には、流動化対象資産の種類や債権回収の期間に応じて、情報開示規制のあり方、中身を精緻に検証の上規定すべきと考える。検証の際には、情報開示主体となるオリジネーターに対する配慮も必要と考える。

顧客であるオリジネーターの立場から、コスト負担や開示されたくない項目が義務化されると、証券化を実施する意欲を損なわれ、証券化市場を萎縮させる懸念がある。

日本国内の証券化市場の発展のためには、オリジネーターが流動化商品を発行しやすい環境作りといった視点も重要な視点である。売掛債権・手形債権等の商事債権、リース料債権やカード債権等、オリジネーターの本業から生ずるアセットのパフォーマンスは、オリジネーターにとって原価コストにも相当する情報であり、当該情報にかかるストレスシナリオは、オリジネーターにとっては作業の手間がかかることに加え、開示するインセンティブがない情報と考

えられる。

(2) ストレステストやシナリオ分析の開示／ガイドラインの策定

前述のとおり、本提言で求められている開示の充実は望ましいものの、発行体（オリジネーター）によるストレステストの開示義務付けを求めているのであれば、そのような義務付けは導入すべきではない。発行体（オリジネーター）によるストレステストやシナリオ分析結果の開示を求める場合には、業界標準的なシナリオの設定と前提条件の明示が必要であるが、それがない限りは不要にすべきと考える。

ストレステストやシナリオを何によって行うか、どの程度ストレスとするかは投資家が行うべきものである。オリジネーターによるストレステストやシナリオ分析の開示を求める場合には、恣意性が排除できない、さらに、何らかの標準的なシナリオの設定がない場合、投資家が相対的なリスク把握を行う上で誤解を与える危険性がある。ストレステストの土台となるデータを論点3で開示することを充実させ、論点2については、市場でのモニタリングや格付け機関の意見表明の充実で促進すべきと考える。

また、仮にガイドラインを作成するとしても各国のアセット特性があることから、理念程度にとどめることが現実的である。

開示の方法に関しても、各国毎の事情にそった対応をされるべきと考える。そのため、特段のガイドラインを公表する意義は薄いと考える。

(3) 十分な情報開示の必要性

金融機関と取引先との相対関係で組成されている案件以外については、開示情報の量と質の拡大は必要不可欠であり、当初開示のみならず投資実行後の継続的な開示が、投資家によるリスク把握を行う上で必要である。

金融危機後の日本の証券化市場は、民間による証券化商品の発行は希少に留まる中、証券化市場の信頼回復・裾野拡大のためには、発行形態に関わらず、投資期間中の十分な情報開示が最低限必要と考えられる。

(4) ABCP の扱い

ABCP に関しては、スポンサーによる 100%の信用補完・流動性補完がある場合は、ストレステスト開示の対象外とすべきである。

スポンサーによる 100%の信用補完・流動性補完がある場合には、投資家は一義的にはスポンサーの信用力を評価して投資しており、信用補完・流動性補完がない場合に必要となるストレステストの詳細な情報は不要である。

3. 論点3：情報開示の標準化に向けた取組み

(1) グローバルベースの標準テンプレートの作成は再考すべき

公募案件について、標準化の理念には賛同しうるが、各国のアセットの特性にはバラツキがあることから、グローバル標準のテンプレートを作成する必然性は低いと考える。流動化対象資産の種類、債権回収の期間、投資家招聘方針等によって、留意すべきリスク、ポイントも異なるとともに、過去パフォーマンスの状況やオリジネーターの与信方針・債権回収方針等も案件毎に異なるため、情報開示の内容もそれに応じて適宜調整されるべきである。細目/用語/定義は各国の実情を踏まえる必要がある。各国ごとに管理している定義には差異もあるため、実務慣行に照らした開示項目を規定すべきである。また、既存の開示布令等との平仄も重要と考える。その意味で、情報開示のテンプレートの国際的標準化は実務上難しいと考えられる。

日本の経験では、証券業界の主導で、策定された SIRP（標準情報レポートパッケージ）のように、テンプレートの標準化といったことも議論された。そこではテンプレート策定までは至らずに、各アセットタイプ別に、推奨される開示項目が例示されている。投資家に伝達されるべき情報を発行時、期中、ならびに、証券情報・アセット情報・関係者情報という形で、概念として整理することになったが、これは有益と評価されている。SIRP 導入の際には、アセット毎の特性、指標の標準化の必要性、導入に伴うオリジネーター毎のシステム対応の必要性・可能性といった事情など、必ずしも、テンプレートの標準化を図ることが、市場の活性化に資するとは限らないという側面もある。

IOSCO が想定しているテンプレートとは、日本の SIRP のような、アセットタイプ別の開示推奨項目の例示を意図されているのか明確ではない。各国・各地域の開示推奨項目（もしあれば）を国際的に比較検証し、調整すること自体は可能と思われるが、それでも各国の法制度に応じ、内容に差異が生じることが想定される。したがって、テンプレートの標準化を目指すのではなく、開示のあり方に関して、各国の法制度等に応じて最低限必要となる情報はオリジネーターから開示されることを担保するといった「プリンシプル」のみを共有することにとどめるべきと考える。

(2) ABCP の扱い

ABCP に関しては、スポンサーによる 100%の信用補完・流動性補完がある場合は、裏付資産の情報開示の対象外とすべきである。

スポンサーによる 100%の信用補完・流動性補完がある場合には、投資家は一義的にはスポンサーの信用力を評価して投資しており、信用補完・流動性補完がない場合に必要となる裏付資産の詳細な情報は不要と考える。

以 上