

証券化とリスク・リテンション規制

高 橋 正 彦

1. はじめに

筆者は、日本銀行から日本資産流動化研究所・調査部長への出向を経て、2000年10月、横浜国立大学（本学）経営学部に転職し、2019年3月末、大学院国際社会科学研究院（経営学部兼任）教授の職を全うした。この間の2006年3月、本学より博士（学術）の学位を取得した。2019年4月からは、名誉教授の称号を授与されるとともに、当面、非常勤講師として、経営学部と大学院国際社会科学府（博士課程前期）の講義科目を引続き担当している¹⁾。このように、これまで20年近く、本学で恵まれた職場環境を与えていただき、充実した研究生生活を送ってこられたことに、心より感謝している。併せて、筆者の退職記念号である、この『横浜経営研究』に、お忙しいなか、玉稿を寄稿して下さった多くの先生方にも、この場をお借りして、お礼を申し上げる。

筆者は、本学での肩書は変わっても、今後も研究者として実質的に現役を続け、これまで取り組んできた証券化や債権譲渡ファイナンスに関わる学際的研究を、自らのライフワークとして、さらに深めていきたいと希望している。そこで本稿では、これまでの自分の研究を振り返るというより、通常の論説として、証券化の理論・実務をめぐる最もタイムリーかつ先端的なテーマの一つである、リスク・リテンション規制の問題を取り上げ、従来の経緯のレビューや論点整理にとどまらず、現状の同規制等の金融規制のあり方に対して、批判的な評価・検討を行いたい^{2) 3)}。

2. 証券化の発展と世界金融危機

2.1 証券化の意義と仕組み

「証券化」(securitization)とは、通常、金銭債権や不動産などの資産の証券化(asset securitization)を指す。これは、オリジネーター(originator)と呼ばれる原資産保有者(債権の証券化の場合、原債権の回収にあたるサービサー(servicer)を兼ねることが多い)から、仕組み上の媒体であるSPC(special purpose company, 特別目的会社)等のSPV(special purpose vehicle, 特別目的媒体(信託、組合等を含む))が資産を譲り受け、それらの資産から発生するキャッシュフローを裏付けとして、ABS(asset-backed securities, 資産担保型証券)

などの証券化商品 (securitized products) を発行することである。ABSには、償還期間が1年以上の社債型のA B社債と、1年未満のCP (コマーシャル・ペーパー) 型のABCPが含まれる。

証券化に類する用語として、流動化、アセット・ファイナンス、ストラクチャード・ファイナンス、債権譲渡ファイナンスなどがある。①流動化は、最終商品が有価証券の形態をとらないものも含むが、実質的には、証券化とほぼ同義である。②アセット・ファイナンス (asset finance, 資産金融) は、企業金融の類型として、証券化に限らず、資金調達企業のバランスシート (貸借対照表) の左側の資産を活用した資金調達を指す。これに対し、負債項目上のデット・ファイナンス (借入、普通社債等) や、新株発行を伴う資金調達として、資本項目に関わるエクイティ・ファイナンス (増資、転換社債、新株引受権付社債等) は、バランスシートの右側で行われる。③ストラクチャード・ファイナンス (structured finance, 仕組み金融) は、前述したSPVや、後述する信用補完措置などの仕組みを用いる金融技術のことである。これには、証券化のほか、対象事業から生じるキャッシュフローを返済原資とする、ノンリコース (非遡求) のプロジェクト・ファイナンスなども含まれる。④債権譲渡ファイナンスは、民法上の金銭債権譲渡の形態をとる金融取引の総称として、筆者が新たに創造した上位概念である。具体的には、売掛債権等のファクタリング、手形割引、シンジケート・ローン等のローン・セール、不良債権のバルクセール、債権譲渡担保などのほか、債権の流動化・証券化を含む。

2.2 金融技術としての証券化

経済学 (金融論) で説かれるとおり、金融取引は、異時点間における資金 (購買力) の移転を目的とする取引であるとともに、リスクの再配分に関わる活動でもある。こうした金融取引としての本質は、金融仲介の一態様である証券化においても、基本的に変わらない。すなわち、原資産から生み出される収益とその変動リスクが、SPVを通じるABS等の証券化商品への資産変換 (asset transformation) の仕組みによって、資金調達者であるオリジネーターから、資金運用者である投資家 (investor) または資本市場 (capital market) に、加工されながら移転することになる。

金融技術としての証券化は、デリバティブ (derivative, 金融派生商品) と呼ばれる先物、オプション、スワップなどの取引と並び、近年発展した先端的な分野である。このうち、デリバティブは、為替・金利等の市場 (価格変動) リスクをヘッジ (回避) ないしコントロールする技術という意味で、「フィナンシャル・エンジニアリング」 (financial engineering, 金融工学) の領域に属する。これに対し、証券化は、信用リスクをコントロールする技術という意味で、「クレジット・エンジニアリング」 (credit engineering, 信用工学) の性格を有する金融技術であるといえる。

債権の証券化の場合、クレジット・エンジニアリングの対象となる信用リスクは、①投資家への元利金償還の源泉となる原債権のキャッシュフローが、貸倒れ・延滞等の債務不履行、中途解約、期限前弁済などにより毀損・変動するという、原債務者の信用リスク、②証券化の仕組みに関与する、オリジネーター、サービサー、SPV等の各当事者の破綻などに係る信用リスクという、二つの類型に大別できる。

上記①のリスクについては、証券会社等のアレンジャー (arranger) による仕組みの組成 (ストラクチャリング) 上、債権を抽出してプールする際に、「大数の法則」に基づいて、リスクの分散 (diversification) を図ったり、各種の信用補完 (credit enhancement) 措置や、証券化商

品の償還期間による切分け等、様々なキャッシュフローの加工技術などを用いたりすることにより、相当程度カバーできる。

これらの仕組みは、いずれも統計学・確率論に基づいている。大数の法則は、母集団から十分な数の標本が偏りなく抽出されれば、その属性は母集団に近似するという考え方であり、保険などの基礎にもなっている。また、代表的な信用補完措置である優先・劣後方式は、原資産からの弁済が後順位となる劣後部分（日本では通常、オリジネーターが保有する）をバッファードとすることにより、先順位の優先部分の信用力を高める仕組みであり、債権の証券化に広く用いられている。証券化商品の組成にあたっては、通常、アレンジャーが当初から格付機関（rating agency）と接触し、AAA等の目標の格付け取得に向けて、劣後比率等の信用補完水準の設定などを行うという、「ターゲット・ディーリング」の手法が用いられてきた。

一方、上記②の仕組みの当事者に係る信用リスクに関しては、基本的にシングル・リスクであり、①と同様の仕組みによっては対処できない。典型的なケースであるオリジネーター・サービサーの破綻の場合でも、その倒産手続に証券化商品のスキームが巻き込まれないという意味での倒産隔離（bankruptcy remoteness）を法的に実現することが重要になる。そのための要件として、資産譲渡の対抗要件具備や、真正売買（true sale）性、倒産管財人による否認リスクの回避などが求められる。こうした局面では、証券化におけるクレジット・エンジニアリングは、いわば「リーガル・エンジニアリング」（legal engineering, 法工学）的な性格を強めることになる。

2.3 米国における証券化の発展

証券化は、米国で発祥・発展し、欧州や日本等のアジア諸国にも広がっていった。米国での証券化は、1970年、住宅ローン債権（モーゲージ）を対象資産とするMBS（mortgage-backed securities, モーゲージ担保証券）から始まった。当初は、FNMA（連邦抵当金庫、通称ファニーメイ）や、FHLMC（連邦住宅金融抵当金庫、通称フレディマック）等のGSE（政府支援機関）が関与する「エージェンシーMBS」であったが、1977年には、投資銀行（証券会社）をアレンジャーとして、民間MBSが組成・発行された。

MBSの仕組みを応用して、1985年には、リース債権やオート（自動車）ローン債権を裏付けとする民間ABSが発行された。1990年代以降、ABSの対象債権は、クレジットカード債権等にも拡大した。さらに、CMBS（商業用不動産担保証券）や、CLO（ローン担保証券）、CBO（社債担保証券）等のCDO（債務担保証券）なども発行されるようになった。

米国の証券化商品の発行額は、近年のピークである2006年で、エージェンシーMBS等を除いて、1兆ドル余りに上った。エージェンシーMBS等の発行残高は、後述の「リーマン・ショック」直後の2008年末で6兆ドル余りと、米国債の残高をはるかに上回った。特に、住宅ローンやオートローンなど、家計への信用供与の相当部分が、証券化による資金調達に依存してきた。

2.4 日本における証券化の発展

日本では、不動産バブル崩壊のきっかけとなった、1990年3月の大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」（通称「総量規制」）により、主要な資金調達手段であった銀行借入を抑制されたノンバンク（預金等を受け入れずに、資金の与信業務を行う企業）の資金繰りが逼迫した。ノンバンクのなかでも、設備投資・個人消費関連の資金供給で重要な役割を果たす、

リース・クレジット（信販）会社の資金調達手段を多様化するため、通商産業省（現・経済産業省）の主導により、証券取引法等とは独立した単行法として、1993年6月、①特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）が施行された。これにより、日本では米国の証券化を参考としながらも、同国と異なり、ノンバンクの金銭債権から、独自に本格的な流動化・証券化が始まった。

1997年6月の金融制度調査会答申等で、「（日本版）金融ビッグバン」と呼ばれる金融システム改革の方向性が示され、その一項目として、「ABSなど債権等の流動化」が挙げられた。また、当時、経済・金融面での重要課題となっていた、銀行等の不良債権問題への対応策の一環として、証券化の手法を活用し、不良債権と担保不動産を流動化するという政策的要請もあった。こうした事情の下で、特定債権法に続き、流動化・証券化の促進等を目的として、②SPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律、1998年9月施行）、③債権譲渡特例法（債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律、1998年10月施行）、④サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法、1999年2月施行）、⑤ノンバンク社債発行法（金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律、1999年5月施行）といった、一連の立法が行われた。

これらの法律は、その後、機能拡充や規制緩和のために改正され、②のSPC法は資産流動化法（資産の流動化に関する法律、2000年11月施行）、③の債権譲渡特例法は動産・債権譲渡特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律、2005年10月施行）に改称された。また、流動化・証券化関連のフロントランナー立法であった①の特定債権法はその役割を終え、2004年12月に廃止された。

近年では、新・破産法（2005年1月施行）、会社法（2006年5月施行）、新・信託法（2007年9月施行）、金融商品取引法（証券取引法等の改正、2007年9月全面施行）、電子記録債権法（2008年12月施行）など、基本法レベルでの「大立法」が続いてきた。こうした大立法の当面の仕上げとして、民法第3編「債権」を中心とする、いわゆる債権法の制定以来、約120年振りの大改正が、2020年4月に施行される予定である。これらは、証券化に関わる法制整備としても、重要な意味を有している⁴⁾。

こうした法制整備の効果や、オリジネーターの資金調達、機関投資家の資金運用などの実務上のニーズの高まりもあって、日本の証券化市場は、1990年代前半から10年余りにわたり概ね順調に拡大し続け、2006年には発行額が約11兆円（ドイツ証券調べ）に達し、普通社債を上回った。対象資産も当初のリース・クレジット債権等から多様化してきたが、近年では、住宅金融支援機構（旧・住宅金融公庫）の証券化支援業務等により、住宅ローン債権の証券化商品（MBSのなかでも、CMBSと区別して、RMBSとも呼称）が中心となっている。

2.5 世界金融危機と証券化との関わり

前述のように、証券化が発展してきた米国では、2006年夏以降、それまで全土で拡大していた住宅バブルが崩壊した。担保価格の下落により、2007年以降、サブプライムローン（信用力の低い個人向けの住宅ローン）の焦付きや延滞が増加した。同債権を裏付けとするRMBSや、それらを再証券化（res securitization）したCDO（ABS-CDO、CDOスクウェアード）等が、格付機関により、大量・大幅に格下げされた。そうした証券化商品は、デフォルト（債務不履行）に陥ったり、流通市場での投売り（fire sale）により値崩れしたりしたため、これらに投資していた各国の金融機関や投資家が、多大な損失を被った。世界中の金融市場で、信用収縮（credit

crunch）と質への逃避（flight to quality）の動きが広がり、世界同時株安も発生した。

2008年3月に、全米第5位の投資銀行であるベアー・スターンズが、流動性の枯渇から実質的に破綻した。同年9月には、同4位のリーマン・ブラザーズも破綻して、「リーマン・ショック」と呼ばれた。このように、米国のサブプライムローン問題から始まった金融危機は、「100年に1度」ともいわれる世界金融危機に発展し、それが実体経済にも影響を及ぼして、世界同時不況を引き起こすという、未曾有の「負の連鎖」ないし「金融と実体経済の負の相乗作用」が進行した。

こうした今般の金融危機の当初を中心に、次のように、証券化を金融危機の主因として批判する、「証券化悪玉論」ないし「証券化バッシング」ともいえる論調も流布した。

①証券化商品等を介して、世界中の余剰資金が米国に流入したことが、結果的に、同国の住宅バブルを増幅した。その意味で、証券化市場の急速な拡大は、近年の信用膨張の触媒の役割を果たし、「21世紀型バブル」の拡大と崩壊をもたらした。

②米国でのノンバンク形態の住宅ローン会社であるモーゲージ・バンク等のオリジネーターが貸し出した債権を直ちに卸売りし、証券化によって、原資産に係るリスクを順次移転していく“originate to distribute”（OTD、組成・販売型）モデルは、オリジネーター等のモラルハザード（倫理の欠如）と無責任を招きやすい。この点に関しては、次節以降で詳述する。

③ABS-CDO等の複雑で加工度の高い二次・三次証券化商品により、原債権に係るリスクの所在と程度に関する追跡可能性（トレーサビリティ）が不十分になり、投資家等の中で疑心暗鬼を招いた。

④証券化による信用リスクの分散・加工機能の反面で、各国の投資家が十分に内容を吟味せず、証券化商品を購入したため、リスクが世界中に拡散した。

⑤金融工学的・確率論的な手法に過度に依存したABS-CDO等の格付けの多くが的外れであった。前述のように、2007年以降、格付機関による大幅な格下げが相次いだことが、証券化市場の機能不全を通じて、金融危機の引き金を引いた。

一つの金融技術に過ぎない証券化自体を批判することは筋違いであり、危機を招いた主な責任は、証券化を安易に濫用した投資銀行等の市場関係者、的外れな格付けを行った格付機関や、リスクを十分に吟味しなかった投資家などにある。また、後述するとおり、日本の証券化商品については、米国のような深刻な問題はほとんど生じていない。ただ、前述のような批判的論調も、現象としては一面の事実を突いており、クレジット・エンジニアリングとしての証券化の影の部分指摘しているともいえる。

こうしたなかで、今般の世界金融危機の反省を踏まえ、その原因に関する分析や、金融規制・監督の強化への提言などが、リーマン・ショックの直後から、世界中で始まった。

3. 世界でのリスク・リテンション規制の導入

3.1 リスク・リテンション規制導入の検討

前述したように、2000年代半ばにかけて、米国の住宅バブルが拡大する過程で、同国のモーゲージ・バンクなどでは、貸し出した住宅ローン債権を保有したまま自ら回収する、OTHモデル（originate to hold、組成・保有型）モデルに代わり、同債権を証券化のために投資銀行に直ちに売却し、同債権に内在する信用リスク等をRMBSやABS-CDO等の投資家まで順次移転してい

く、OTD (originate to distribute, 組成・販売型) モデルが一般化した。

このように、証券化の進展により、米国等の投資銀行やノンバンク等の金融機関のビジネスモデルが大きく変化した。また、これらの金融機関に加え、ヘッジファンド、SIV (オフバランスの投資ビークル) など、通常の銀行システムによらない金融仲介である、影の銀行制度 (シャドー・バンキング) も台頭し、実体経済に対する金融の肥大化をもたらした。

OTDモデルの普及に伴い、原債権に係る信用リスク等が手元に残らなくなる結果、モーゲージ・バンク等のオリジネーターの誘因 (インセンティブ) 構造が歪められ、不十分な審査によりローン債権を組成乱造するなど、モラルハザード的な行動が引き起こされやすいという問題も生じた^{5) 6)}。

リーマン・ショック以降、金融規制・監督の強化への機運が世界的に広がるなかで、前述のOTDモデルに伴うモラルハザードの問題についても、国際機関や各国の政策当局等による関心が高まった。こうしたなかで、証券化の原債権に係る情報開示の透明性を高めることなどと並び、オリジネーター等が原債権のリスクの一定割合を常時保有 (retain) することを義務付けるという、リスク・リテンション規制 (risk retention requirement) ないし、スキン・イン・ザ・ゲーム (skin in the game) と呼ばれる、新たな規制手法が検討されるようになった。

3.2 国際機関等でのリスク・リテンション規制の提言・導入

2009年4月のロンドン・サミットでの「金融システムの強化に関する宣言」は、「バーゼル銀行監督委員会 (BCBS) および各国当局は、2010年までに、デュー・デリジェンスおよび定量的な保有義務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」と提言した。同年9月のピッツバーグ・サミットの「首脳声明」でも、「証券化商品のスポンサーまたは組成者は原資産のリスクの一部を保有すべきであり、もって、彼らに慎重な行動をとるよう奨励している」と言及された。

証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールを策定する国際機関である、証券監督者国際機構 (IOSCO) は、2009年9月、「非規制金融市場・商品に関する最終報告書」のなかで、誤ったインセンティブの是正のための提言の一つとして、「オリジネーターまたはスポンサーに、証券化商品への長期的エクスポージャーの保有を求めることを検討する」と言及した。さらにIOSCOは、2012年11月、「証券化規制のグローバルな動向に関する最終報告書」で、リスク・リテンション規制の検討などについて、2014年半ばにピアレビュー (証券監督当局間の相互評価) を行うと明記した。

米国財務省が2009年6月に公表した金融規制改革案のなかにも、証券化市場への監督・規制の強化策の一つとして、「連邦銀行監督機関は、証券化エクスポージャーの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制を制定すべきである」という内容が含まれていた。同国の証券取引委員会 (SEC) も、2010年4月、同様に最低5%のリスク保有規制案を発表した。この規制は、2010年7月に成立したドッド・フランク法 (金融規制改革法) で実現したが、金融業界によるロビイング活動の成果もあって、2015年12月の施行に際しては、広範な例外規定が定められた。例えば、住宅ローン (RMBS) については、「優良とされる住宅ローン」 (QRM=qualified residential mortgage) として、多くのRMBSがリスク・リテンション規制の適用対象外になっている。

4. 日本でのリスク・リテンション規制の導入

4.1 主要行等向けの総合的な監督指針の改正

前述したような国際的な動向のなかで、日本でも、2009年12月、「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告～今後の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築～」が発表された。そのなかで、「オフバランス化したものの一定割合のリスクをオリジネーター等に負わせること等により、証券化商品に係る利益相反等の問題の軽減が図られるとの指摘があり、その政策効果を含め検討が必要である」と言及された。この点に関して、その後、日本証券業協会で、アンケート調査に基づく議論が行われたものの、本格的な検討はしばらく進捗しなかった。

こうした経緯を経て、金融庁は、2014年9月からのパブリックコメント募集の後、2015年4月30日、「主要行等向けの総合的な監督指針」を改正し、リスク・リテンション規制に相当する内容を導入した（同指針Ⅲ－2－3－3－2（3）②ニ）⁷⁾。該当部分の具体的な文言は、次のようになっている。

「証券化商品については、オリジネーターによる原資産の組成において、その組成当初から当該原資産の全てを証券化ビークルに譲渡することを意図した場合、投資分析等が疎かになるなど不適切な原資産組成がなされ、その結果当該証券化商品の持分のリスクが高くなるおそれがある。そのため、当該証券化商品のリスクの一部を、オリジネーターが継続保有することが望まれる。これらを踏まえ、オリジネーターが証券化商品に係るリスクの一部を継続保有しているか確認しているか。また継続保有していない場合には、オリジネーターの原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析をしているか。」

これは、銀行等の金融機関が証券化商品に投資するにあたり、オリジネーターが証券化商品に係るリスクの一部を保有しているかどうかなどについて、検証を求めるものであるが、具体的な数値基準は設定されていない。これにより、IOSCOによる2015年9月の最終報告書、「証券化におけるインセンティブ・アラインメント提言導入のピアレビュー」で、日本は、中国、インド、インドネシア、トルコとともに、リスク・リテンション規制の提言を完全実施したと評価され、今後のモニタリングの対象外とされた。

4.2 自己資本比率規制に関する告示の改正

金融庁は、2018年12月28日、銀行（外国銀行支店を除く）等の一部の預貯金取扱金融機関および銀行持株会社に対する自己資本比率規制、ならびに最終指定親会社に対する自己資本比率規制に関する告示の改正案を公表し、パブリックコメントの募集を開始した（期限は2019年1月28日）⁸⁾。2019年3月15日、金融庁は、「自己資本比率規制（第1の柱・第3の柱）に関する告示等の一部改正等とパブリックコメントの結果公表について」を発表した。この告示改正は、同年3月31日から適用が開始された。

この改正には、簡素で、透明性が高く、比較可能な（STC=simple, transparent, and comparable）証券化商品の自己資本比率規制上の取扱いに関するルールの導入を含め、証券化商品への資本賦課のルールに関する様々な変更が含まれている。その多くは、BCBSによるバーゼルⅢ関連文書の国内実施のためのものである。それらとは別に、証券化商品に関して、前述の総合的な監督指針の改正に上乘せするかたちで、新たなリスク・リテンション規制を導入す

るための改正も含まれている。これには、オリジネーターを直接規制するのではなく、銀行が保有する証券化エクスポージャーについて、オリジネーターが信用リスクの5%（相当）以上を継続保有していることなど、一定の要件を充足しない限り、自己資本比率規制上のリスク・ウェイトを本則の3倍に加重するという、間接的な仕組みが採用されている。

新たなリスク・リテンション規制を定めた、改正後の告示（銀行法第14条の2の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準（平成18年金融庁告示第19号））第248条第3項の全文は、次のようになっている（一部の漢数字を算用数字に改めた）。

3 銀行は、第1項の場合において、当該銀行が証券化エクスポージャー（第251条に規定する証券化エクスポージャーを除く。）を保有する証券化取引のオリジネーター（当該銀行がオリジネーターである場合を含む。）が次に掲げる条件のいずれかを満たしていることを確認することができないときは、オリジネーターの原資産に対する関与の状況、原資産の質その他の事情から不適切な原資産の組成がされていないと判断することができない限り、当該証券化エクスポージャーについて次節第2款の規定により算出されるリスク・ウェイトに3を乗じて得られる額（1250パーセントを超える場合には、1250パーセント）を当該証券化エクスポージャーのリスク・ウェイトとして用いるものとする。

一 当該証券化取引における証券化エクスポージャーの全てのトランシェを均等に保有し（信用リスクをヘッジする方法その他の方法によりオリジネーターが実質的に信用リスクを負担していない部分については、保有していないものとみなす。以下この項において同じ。）、かつ、当該証券化エクスポージャーの合計額が当該証券化取引の原資産のエクスポージャーの総額の5パーセント以上であること。

二 当該証券化取引における証券化エクスポージャーの最劣後のトランシェを保有し、かつ、当該エクスポージャーの合計額が当該証券化取引の原資産のエクスポージャーの総額の5パーセント以上であること。

三 当該証券化取引における証券化エクスポージャーの最劣後のトランシェが5パーセント未満であって、当該トランシェの全てを保有するとともに、当該トランシェ以外の各トランシェを均等に保有し、かつ、当該エクスポージャーの合計額が当該証券化取引の原資産のエクスポージャーの総額の5パーセント以上であること。

四 当該証券化取引における証券化エクスポージャーを継続的に保有することにより、当該オリジネーターが負担する信用リスクが前各号の条件を満たす場合の信用リスクと同等以上であると認められること。

4.3 自己資本比率規制に関する告示の改正に対する金融業界等の反応

2019年3月15日に金融庁が公表した「「自己資本比率規制（第1の柱・第3の柱）に関する告示の一部改正（案）」等に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」によれば、新たなリスク・リテンション規制に対して、前述の告示第248条第3項の改正案を中心に、金融関係の業界団体等から、多数（上記の金融庁の公表による整理では、No.1~73のうち、No.22~56）のコメントが寄せられた。その大半は、この規定の削除や明確化を求める、批判的な意見である。

以下に、これらのうち若干の代表的なコメントと、それに対する金融庁の考え方を引用・紹介する。なお、金融庁の公表ベースでは、各コメントの表明者・団体名は示されていない。

<No.49：筆者（高橋正彦）>

第248条第3項を全文削除していただきたい。

本項では、証券化を対象として、いわゆるリスク・リテンション規制の導入・強化（基準を充たさない証券化商品を資産保有する銀行のリスク・ウェイトの加重）を定めているが、以下のような問題点があり、適切ではないと考えられる。

（1）我が国において、この規制強化を行うための立法事実が不明であるうえ、オリジネーターによる5%以上のリスクの保有と、不適切な原資産の組成との因果関係についても、何ら立証されていない。

（2）国際協調の観点からも、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）の合意に基づいていないうえ、金融安定理事会（FSB）・証券監督者国際機構（IOSCO）との関係上も、この規制強化を行う理由がない。

（3）EU・米国のリスク・リテンション規制が法律レベルのものであるのに対し、本項は金融庁告示レベルで、オリジネーターによる劣後部分の売却を制限しようとするものであり、財産権の保障や契約自由の原則、法律による行政の原理の観点からも疑義がある。

（4）本項では、原資産の質その他の事情から不適切な原資産の組成がされていないと判断することが可能な場合に、リスク・ウェイトの加重を免れるとされている。しかし、その具体的な判断基準について、金融庁Q&A等により、もれなく定めることは困難であるため、一部の証券化取引を不当に差別的に扱ってしまう懸念がある。

<No.50：流動化・証券化協議会>

第248条第3項を全て削除していただきたい。

この項では、いわゆるリスク・リテンション規制を規定しているが、次のような問題があると考えられる。

（1）バーゼル銀行監督委員会の合意文書にこれに相当するテキストが存在しないため、原案のまま実施すると、バーゼル合意に基づかないわが国独自の自己資本比率規制となること。

（2）この規制を導入しなければならない理由が不明であること。

（3）リスク・リテンション規制を含む証券化取引当事者の動機付けの問題については、2010年10月の金融安定理事会（FSB）による証券監督者国際機構（IOSCO）に向けた提言に基づき、IOSCOが2012年11月に「最終報告書」をとりまとめて公表したところ、IOSCOによる政策実施状況に関するピア・レビューにて、2015年9月以降、日本はモニタリングの対象外となっており、FSB・IOSCOとの関係上は、規制強化の理由がないこと。

（4）「不適切な原資産の組成」の有無とオリジネーターによる5%以上のリスクの継続定量保有との間の因果関係についての考察がなされていないように思えること。とくに、オリジネーターが5%以上の定量保有を行うことが「不適切な原資産の組成」の不存在を推定する理由になるとは考え難いこと。

（5）自己資本比率規制の対象となる金融機関が保有する場合に限って高いリスク・ウェイトを課すことが、規制の目的に適合した手法であるとは考え難いこと。

(6) EUまたは米国に5%の定量保有基準を含む法令規則が存在することをもって、わが国でも同様の基準を含む規制を導入する理由にはならないこと。

(7) EUにおけるリスク・リテンション規制も、米国におけるリスク・リテンション規制も、議会を通過して成立した法律に基づくものである。原案は、金融庁長官の権限で制定できる規則(金融庁告示)で同様の規制を実現しようとしているものであるところ、リスク・リテンション規制は、オリジネーターが劣後受益権を売却することを間接的に制限するため、潜在的には契約の自由の原則や財産権を否定する可能性すら考えられるものであることを踏まえると、規制導入検討の工程には、立法措置水準の慎重さが求められるように思えること。

(8)「不適切な原資産の組成」の有無の判断基準に関しては、金融庁Q&Aによって明らかにすることを意図していると想定するものの、不適切とは考え難い事例を全ては除外できないことによって、一部の証券化取引を不当に差別的に扱ってしまう(リスクが高い訳ではないにも拘わらず、あたかもリスクが高いかのようにリスク・ウェイト加重の対象になる)おそれがあること。

(9) 告示案通りにリスク・リテンション規制が実施された場合に、オリジネーターの将来の業務再編・資金調達・リスク管理の制約となるおそれがあること。証券化を資金調達等の目的に用いているオリジネーターが、リスクの継続保有を求められることで、将来における資産売却・リスクヘッジに制約が生じ、ひいては、証券化を敬遠するおそれがあること。なお、過去に国内の生命保険会社によるリテンションが全くない形での住宅ローン債権の証券化が複数行われたことがあり、こうした商品に米国のサブプライムローンの証券化に類する問題が生じたとは認識していないが、こうした取引を今後封じてしまうおそれがあること。

<No.49・50に対する金融庁の考え方>

いわゆるリスク・リテンション規制に関しては、2009年のG20ロンドンサミットの宣言や2011年のF S Bによる提言等を端緒とし、2012年にIOSCOより“Incentive alignment”措置導入に向けた勧告が公表されています。本邦では、これらの勧告等を踏まえ、2015年より、証券化商品を保有する金融機関に対し、証券化商品のリスクの適切な把握の観点から、オリジネーターのリスク保有の有無の確認について監督指針上の留意点として示してきたところですが、現行の監督指針では、オリジネーターによる適切なリスク量の把握及び保有形態や保有水準は記載しておりません。

このため、本改正を行うことにより、銀行等に対してはオリジネーターのリスク保有の状況等を勘案した適切な資本水準の確保を求めるとともに、オリジネーターにおいても適切な原資産組成に対する意識を高めること等を目的としています。

なお、規制導入にかかるご懸念につきましては貴重なご意見として頂戴し、本規制の導入により意図しない過大な影響が生じることのないよう、「不適切な原資産の組成がされていない」と判断できる場合については、これまでの投資家等との協議の内容も踏まえ、告示Q&Aによる明確化を図っております。

<No.48：全国銀行協会>

項目・論点：第3項(いわゆるリスク・リテンション規制)の削除

コメント：

第3項（いわゆるリスク・リテンション規制）の導入目的が、第3項本文記載のとおり「不適切な原資産の組成がされないこと」であるならば、原資産の組成段階において「審査を適切に行うこと」等を担保する規制をかけることが適切な規制の在り方ではないか。

また、不適切な原資産をベースとした「リスクの高い証券化商品」を「リスクの低い証券化商品」と誤認して投資することを防止する意図であれば、現行監督指針に定める「オリジネーター等がリスク・リテンションしていない証券化商品に関しては、深度ある分析をしているか」で十分防止できるのではないか。

したがって、現行監督指針に代えてのリスク・リテンション規制の導入は、規制導入のコストと効果が見合わないと思われる。

一方、保有の義務付けにより「不適切な原資産の組成がなされなくなる」効果がまったくないとは思わないが、このような間接的な規制がどれほど効果があるかということに加え、個人や事業会社のみが投資家となる（＝金融機関が投資家とならない）証券化商品であればこの規制の影響を受けない。

理由等：

証券化商品の一部の保有の義務付け（場合によっては、原資産と同種の資産の保有の義務付け）をオリジネーターに課すことは、オリジネーターのリスク管理や調達手法（＝自分で保有する資産でありながら、証券化商品が残存する限り売却ができない）、企業としての業務戦略（証券化商品が残存する限り業務撤退や事業譲渡ができない）等に制限を課すことに繋がり、証券化手法の選択のインセンティブが減退することになる。

<No.48に対する金融庁の考え方>

貴重なご意見として承ります。

但し、今般の規制の見直しは、国際合意及びそれを受けた諸外国における規制整備の動向を踏まえ実施するものであり、その検討にあたっては、投資家等とも協議を重ね、規制のフィージビリティ等を確保するよう努めています。その上で、引き続き投資家たる金融機関を規制対象としていますが、これは、規制の実効性の確保や証券化ビジネスに対する直接的な影響の回避等の観点からの判断によるものです。

<No.29：日本証券業協会（1）>

「不適切な原資産の組成がなされていない」との判断を行う上で、オリジネーターがリスク負担する方法として欧州のリスク・リテンション規制にて許容されている“representative sample（代表的サンプル）”の方法が許容されるべきと考えます。

欧州のリスク・リテンション規制では、“representative sample”による信用リスク保有が認められており、当該保有方法を前提としている欧州や豪州の証券化商品があります。欧州のリスク・リテンション規制よりも厳格な基準が導入されますと、国際的に妥当なリスク・リテンションが行われているにも係らず、本邦投資家の投資機会が失われることになると考えます。

<No.29に対する金融庁の考え方>

オリジネーターによるリスク保有という本規定の趣旨に照らし、オリジネーターが証券化商品自体を保有していない場合であっても、例えば、多数の債権等（証券化商品を除きます）が

含まれる資産プールから、証券化商品の原資産となる資産と、オリジネーターが保有する債権等とが無作為に選別される場合において、オリジネーターが当該債権等を継続的に保有することにより負担するリスクが第248条第3項各号に掲げるリスクと同等以上であることが確認できるときは、不適切な原資産の組成がなされていないとの判断が可能であると考えられます。

なお、具体的な判断方法につきましては、告示Q&Aもあわせてご参照ください。

<No.31：日本証券業協会（2）>

「不適切な原資産の組成がなされていない」との判断を行う上で、海外の証券化商品で各国の監督機関により「リスク・リテンションを行わなくても問題ない」等と評価されている質の良い証券化商品であることをもって判断を行ってもよいと考えます。

各国におけるリスク・リテンション規制の違いによって、本邦投資家の投資機会が失われることがないようにすべきと考えています。

<No.31に対する金融庁の考え方>

特定の法域において特定の証券化商品につきリスク・リテンションの義務が課されていないことをもって、無条件に第248条第3項の適用を除外することは想定しておりません。

<No.32：日本証券業協会（3）>

「不適切な原資産の組成がなされていない」との判断を行う上で、当該原資産に係るデフォルト率等のパフォーマンスデータや属性データ等を活用したり、我が国の政府関係機関の関与状況等を踏まえて、「原資産の質」が十分に高いとの理由をもって判断を行ってもよいと考えます。

「原資産の質」が十分に高い場合には、格付機関より要求される信用補完比率が低く、結果として告示第248条第3項の条件を満たさない可能性があります。

なお、「原資産の質」が高いことを個別具体的に評価するための判定基準としては、例えば、以下のいずれかを充足するような場合とするべきと考えます。

- ①原資産のデフォルト率が低い
- ②原資産の利率が高く、信用補完として活用できる
- ③住宅金融支援機構や日本政策金融公庫等の政府関係機関が証券化商品の組成に関与しており、モラルハザードが発生しないように牽制が働く
- ④原資産の価格透明性が高い（原資産が市場で売買し得る有価証券やローンである。譲渡価格が適切である等）
- ⑤原資産の信用力の透明性が高い（原資産に格付が付されている。原資産が上場企業向けローンにより構成される等）

<No.32に対する金融庁の考え方>

「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断するためには、信用リスク等の観点から、原資産の質等につき深度ある分析を行うことが特に重要となります。

この点で、原資産に係るデフォルト率等のパフォーマンスデータや属性データ等を活用することは一法ですが、例えば、左記①の原資産のデフォルト率が低いとしても仮にそれが原資産の短期間（特に好況期）のパフォーマンスに基づくものであれば、これをもって不適切な原資

産の組成がなされていないとはいえないと考えられます。

また左記③に関しては、個別に判断する必要がありますが、原資産の組成にあたり、仕組み上、オリジネーターにおけるモラルハザードの防止が適切に図られていることが重要であると考えられます。

他方で、左記②、④、⑤にあるような、原資産の利率の高さ、原資産の市場価格や外部格付けの存在、または、原資産が上場企業向けローンであることのみをもって不適切な原資産の組成がなされていないとはいえないと考えられます。

<No.33：日本証券業協会（4）>

「不適切な原資産の組成がなされていない」との判断を行う上で、オリジネーターによる原資産の継続保有意図、保有期間等を踏まえて、判断を行ってもよいと考えます。

なお、「オリジネーターの原資産に対する関与の状況」が不適切でないことを個別具体的に評価するための判定基準としては、例えば、以下のいずれかを充足するような場合とするべきと考えます。

- ①オリジネーターは当初は原資産を継続保有することを目的としていた（証券化の実施目的はポートフォリオマネジメント等）
- ②オリジネーターによる原資産の保有期間が〔6ヵ月〕以上である
- ③オリジネーターが証券化取引を通じて、反復継続的に収益を計上することを目的としていない
- ④原資産と概ね同種の資産を証券化実施後もオリジネーターが継続保有する
- ⑤オリジネーターによるサービサーとしての関与が適切であり、投資家が原資産に係る個別明細データ又はリスク特性を把握できる階層別データを証券化取引の実行前及び取引期間中に入手可能である

<No.33に対する金融庁の考え方>

「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断するためには、信用リスク等の観点から、原資産の質等につき深度ある分析を行うことが特に重要となります。

例えば、左記①、③のオリジネーターの原資産の組成にかかる目的は金融機関において判断が困難な場合も多く、当該目的のみから不適切な原資産の組成がなされていないと判断することは適切ではないと考えられます。

また、左記②、⑤の事実から直ちに原資産の質等を判断できるものではなく、当該事実のみから不適切な原資産の組成がなされていないと判断することは適切でないと考えられます。

さらに、左記④の場合については、「概ね同種の資産」といえるかは、例えば、金銭債権であれば、債権等の組成時期、種類、組成された地域、満期日等の事情を適切に考慮することが必要となりますが、オリジネーターが当該保有資産の一部を保有することにより負担するリスクが第248条第3項各号に掲げるリスクと同等以上であることが確認できる場合には、不適切な原資産の組成がなされていないと判断できると考えられます。

なお、具体的な判断方法につきましては、告示Q&Aもあわせてご参照ください。

<No.46：日本証券業協会（5）>

「不適切な原資産の組成がなされていない」との判断を行う上で、原資産自体にプライスが付与されセカンダリー市場が存在する、質の良い原資産であることをもって判断を行ってもよいと考えます。

この場合には、バンクローンを裏付とする米国・欧州CLOを保有する本邦投資家が、当該アセットに対する解釈をより判断しやすくなると考えます。

なお、米国・欧州バンクローン市場共にセカンダリー市場が存在し、ベンチマークインデックス（S&P / LSTA Leveraged Loan Index）も存在します。また業界団体であるLSTAからはトレーディングボリューム等のローン市場にかかる多くのデータが開示されています。

<No.46に対する金融庁の考え方>

「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断するためには、信用リスク等の観点から、原資産の質等につき深度ある分析を行うことが特に重要となります。

この点で、左記にあるような、原資産に市場価格が存在することのみをもって不適切な原資産の組成がなされていないとはいえないと考えられます。

4.4 自己資本比率規制に関するQ & A

金融庁は、今回の自己資本比率規制に関する告示の改正に伴い、2019年3月15日、「自己資本比率規制に関するQ & A」の追加・修正も公表した。そのうち、リスク・リテンション規制に関しては、第248条-Q 2 「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断できる場合とは、どのような場合ですか」に当該の場合が例示されている。これに該当すれば、オリジネーターが告示第248条第3項各号に定める形態で、5%（相当）以上のリスク・リテンションを行ってなくても、自己資本比率規制上のリスク・ウェイトを本則の3倍に加重する扱いから免れることになる。

以下に、今回追加されたQ & Aの該当部分を引用する。

第248条-Q 2 「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断できる場合とは、どのような場合ですか。

(A)

証券化取引において不適切な原資産の組成がなされていないかどうかの判断は、オリジネーターの原資産に対する関与の状況や原資産の質等を個別具体的に行う必要がありますが、不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合としては、例えば、以下のような場合が考えられます。

①オリジネーター等が第248条第3項各号に掲げる信用リスクと同等以上の信用リスクを負担していると確認できる場合の例

・オリジネーターが第248条第3項各号の条件を満たす信用リスク負担を行っていることを確認できない場合であっても、オリジネーターの親会社やいわゆるアレンジャー等の証券化商品の

組成に深く関与したオリジネーター以外の関係者が信用リスクを負担しており、これらの者とオリジネーターの負担する当該信用リスクの合計が同項各号に掲げる信用リスクと同等以上であることが確認できる場合

・オリジネーターにおいて証券化エクスポージャーの保有によるリスクの負担はなされていないものの、劣後部分についてオリジネーターによる信用補完（※1）がなされており、これらの者が負担する当該信用リスクが同項各号に掲げる信用リスクと同等以上であることが確認できる場合

・多数の債権等（証券化商品を除きます）が含まれる資産プールから、証券化商品の裏付資産となる債権等が無作為に選別される場合（※2）において、オリジネーターが当該資産プールに含まれる裏付資産となる原資産以外の全ての債権等を継続的に保有すること（または、資産プールから原資産となる債権と同時に無作為に選別された特定の債権等をオリジネーターが継続的に保有すること）により負担する信用リスクが、当該資産プールの総エクスポージャーの5%以上であることが確認できる場合

・合成証券化取引において、原資産たる債権に生じた損失をオリジネーターと投資家とが分担して負担する内容となっており、かつ、オリジネーターの負担する信用リスクが第248条第3項各号に掲げる信用リスクと同等以上であることが確認できる場合

※1 劣後トランシェに対する信用補完の方法として、組成時における各トランシェへの配当額の調整等によってエクセス・スプレッドが設定されることがあります。これは、オリジネーターが保証を行う場合と異なり、仮に、リスクが顕在化した場合であってもオリジネーターにおいて特段の出捐等を伴うわけではありません。このため、基本的にオリジネーターやその関係者による信用補完がなされているとはいえないと考えられます。

※2 無作為に選択されたといえるためには十分な量及び質を有する債権等が必要となります。量の面では、資産プールには一般的には100以上の債権等が含まれることが求められます。また、質の面では、証券化商品の原資産となる債権等と、オリジネーターが保有する債権等とを選別するに当たっては、オリジネーターの保有する債権等に特定の債権等が集中することがないよう、債権等の組成時期、種類、組成された地域、満期日、借入金の比率、権利の種類、事業セクター、未払残高等の事情を適切に考慮することが求められます。

②原資産の質（※3）につき深度ある分析を行い不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合の例

・適切な鑑定評価書やエンジニアリングレポートが作成されている不動産（不動産に関する信託受益権を含む）を原資産とする証券化商品のように、オリジネーターのリスク負担の有無にかかわらず、客観的な資料等から不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合

・証券化商品の組成を行う者が、保有する資産を原資産として証券化商品の組成を行うのではなく、原資産たる債権を市場から購入する方法により証券化商品の組成を行う場合において、市場で調達される当該債権の質が不適切なものではないことについて、客観的な資料等から判断できる場合

※3 証券化商品の投資に当たっては、信用リスク等の観点から、原資産の質につき深度ある分析を行うことが特に重要となります。このため、原資産の質の判断方法として、証券化商品の外部格付けや原資産の市場での取引価格、原資産の短期間（特に好況期）のパフォーマンスのみをもって判断することは不十分であると考えられます。

これらに加えて、例えば原資産がローン債権であれば、オリジネーターによるローンの審査基準が適切なものか、ローン契約のコバナンツの内容が投資家の権利保護に資する内容となっているか、ローン債権に対する担保の内容や条件が適切なものか、オリジネーターやサービス等における債権回収の能力等に問題がないかといった観点から確認・検証を行うことが求められます。

かかる確認・検証においては、実際に証券化商品の原資産たるローン債権の確認・検証が必要となりますが、その方法として金融機関自身が個別のローン債権について確認・検証が困難である場合には、上記の観点を含め、証券化目的導管体によるローン債権の取得・入替えの基準として客観的かつ合理的な基準が定められているか（証券化商品の組成に関与する者に原資産の選択に関し過大な裁量が与えられていないか）を確認の上、当該基準通りに裏付資産となる債権が適切に取得・入替えがされていることを適時に確認・検証すること（例えば、必要に応じ現実に取得・入替えがなされた原資産のサンプルチェックを行うことによる確認・検証）が考えられます。

その他、合理的なシナリオ・期間を前提としたストレステストを実施すること等により証券化商品全体のリスク分析を行っておくことも望ましい対応であると考えられます。

以上の確認・検証の結果を踏まえ、金融機関において定める投資基準に照らし原資産の不適切な組成がなされていないと判断できることが求められます。

③証券化商品の取得後の状況の変化等により第248条第3項各号の要件を満たさなくなったもののリスク保有が継続的になされていると判断できる場合の例

・証券化商品の取得時にオリジネーターが第248条第3項各号の条件を満たしており、かつ、オリジネーターが当該エクスポージャーを継続保有しているにもかかわらず、原資産のデフォルトによりオリジネーターの保有するエクスポージャーの総額が同各号の要件を下回ってしまったに過ぎない場合

4.5 リスク・リテンション規制の評価と検討

前述したとおり、米国発のサブプライムローン問題からリーマン・ショックを経て、今般の世界金融危機に至る過程で、米国のモーゲージ・バンクを主なオリジネーターとするRMBS等の証券化において、OTD (originate to distribute, 組成・販売型) モデルの手法がオリジネーター等のモラルハザードの問題を引き起こしたことが、その後の世界的なリスク・リテンション規

制の導入につながった。

一方、日本で組成された証券化商品については、米国で生じたような深刻な問題はほとんど起きていない。その理由として、日本の証券化商品・市場については、次のような特色があることが挙げられる。①米国のようなOTDモデルの例はもともと少なく、事後的に、一部の債権が抽出・証券化されることが一般的である⁹⁾。②ABS-CDOなどの二次・三次証券化は例外的で、メザニン・トランシェ（優先・劣後方式における両部分の中間帯）の刻みも少ない（米国の10以上に対し、数トランシェ程度が通常）など、商品性が比較的シンプルである。③オリジネーターが一定の劣後部分を保有し、通常時のサービサーも兼ねるといって、大方のオーソドックスな仕組みにより、モラルハザードが生じにくい。④証券化の直接の目的が、オリジネーターの資金調達などの実需にあるものが多く、意図的に信用リスクを移転しようとするものは少ない。⑤オリジネーター、アレンジャー、投資家等の市場関係者の属性、報酬体系や文化的基盤などが米国とは異なり、関係者間の人的・物理的な距離も近い。

このような特色には長所と短所の両面がある。短所としては、少数の国内金融機関を中心に構成されている証券化市場では、業態や地域的な多様性が不十分である。一方、長所として、関係者同士が互いに顔見知りである市場では、相手の信頼に反する行為に対する牽制が効きやすく、米国のようなプレーヤー達の暴走が起きにくい。

こうした日本の証券化商品・市場の状況を前提とすれば、もともと国内にリスク・リテンション規制を導入する必要性は乏しかった。それにもかかわらず、前述したように、同規制の第一段階として、2015年4月、「主要行等向けの総合的な監督指針」が改正された。そこでは、「証券化商品については、オリジネーターによる原資産の組成において、その組成当初から当該原資産の全てを証券化ビークルに譲渡することを意図した場合、投資分析等が疎かになるなど不適切な原資産組成がなされ、その結果当該証券化商品の持分のリスクが高くなるおそれがある。そのため、当該証券化商品のリスクの一部を、オリジネーターが継続保有することが望まれる」と述べられている。ここでは「望まれる」と断言されているが、これは自明の理ではないにもかかわらず、その根拠は全く示されていない。

また、リスク・リテンション規制の第二段階として今回行われた、自己資本比率規制に関する告示の改正に対するパブリックコメントのなかでも、前述したとおり、「我が国において、この規制強化を行うための立法事実が不明であるうえ、オリジネーターによる5%以上のリスクの保有と、不適切な原資産の組成との因果関係についても、何ら立証されていない」（No.49の筆者コメント、No.50の流動化・証券化協議会コメントも同旨）といった意見が表明されている。

OTDモデルとモラルハザード、ないし情報の非対称性やエージェンシー問題と、リスク・リテンション規制が融資に与える影響などに関しては、今般の世界金融危機以降、各国で様々な理論的・実証的な分析・研究が行われてきた。それらをサーベイした最近の文献によると、次のように総括されている¹⁰⁾。

「理論的にはリテンション規制が効果を持つ可能性はあるが、それは決して万能薬ではない。組成販売者（オリジネーター）がローンの質を向上させるインセンティブを高める場合もあるが、そうならない場合もある。経済厚生上の効果も条件に依存する。さらに、組成販売者に一律のリテンションを要求するといった単純な規制は、適切な規制にならない可能性がある。インセンティブの問題が発生する要因の在り方に依存して、望ましいリテンション規制は異なる姿を取り得る。したがって、実際の政策としてリテンション規制を導入する場合、その規制が期待

する効果をもたらす条件を慎重に吟味してから実行する必要がある。」

一方、こうしたリスク・リテンション規制とは正反対に、証券化によるリスク移転を重視する考え方もある。例えば、今般の世界金融危機の前の時点ではあるが、日本銀行の政策当局者から、次のような見解が表明された。「日本における証券化の課題の一つは、証券化された債権の劣後部分やエクイティをオリジネーター（銀行など）が買い取るケースが少なくないことです。偏在するリスクを市場の様々な投資主体が広く薄く負担するという形になっていません。」¹¹⁾

また、米国でも、リスク・リテンション規制の導入が検討されていた当時の2009年11月、同国で市場参加者の側から証券化市場の改善を推進している、米国証券化フォーラム（ASF）は、「リスク・リテンション規制は、証券化本来のリスク分散機能・目的を阻害する懸念がある」などとして、反対論を主張した。

こうした主張は、前述したクレジット・エンジニアリング（信用工学）としての証券化の機能を重視する立場から、リスク・リテンションという、本来異質な発想に対して示された、最も本質的な批判といえる。一般論として、投資家へのリスク移転を抑えて、オリジネーターの資金調達を行うことも、逆に、意図的にリスク移転・管理を行うことも、ともにクレジット・エンジニアリングとしての証券化の機能の範囲内であり、投資家への開示など、仕組みの透明性が維持されている限り、そうした証券化の機能の一部を規制により予め封じることは、極力避けるべきである。

前述したとおり、今般の世界金融危機の震源地である米国でも、ドッド・フランク法によるリスク・リテンション規制は、広範なRMB Sが適用対象外になるなど、実質的な骨抜きが行われている。最近では、前述した欧州発のSTC（simple, transparent, and comparable）要件による、証券化商品の自己資本比率規制上の取扱いに関するルールを導入など、世界金融危機以降に進行した、過剰ともいえる金融規制強化の揺戻しの動きも目立っている。

そうしたなかで、金融庁により今回取返して行われた、日本での第二段階のリスク・リテンション規制は、間接的な規制方法ながら、かつての特定債権法による仕組み規制の時代に逆行するようでもあり¹²⁾、その妥当性に関しては、少なからぬ疑問が残る。今回の規制への批判については、筆者だけではなく、流動化・証券化協議会、全国銀行協会、日本証券業協会などの主要な業界団体等も概ね同意見であることも、前述したとおりである。

今回のパブリックコメントに対する金融庁の考え方のなかで、ロンドン・サミットの宣言（2009年）、FSBの提言（2011年）、IOSCOの勧告（2012年）などに言及されている。しかし、筆者や流動化・証券化協議会のコメントでも指摘されているとおり、BCBS、FSB、IOSCOとの関係上も、今回の規制強化を行うべき理由はない。業界団体等も表向きには反対しにくい、国際的な政策協調の旗を掲げながら、実際には、金融庁が国内外で自らの存在感を高めようとしているようにもみえる¹³⁾。それは、金融機関側からみれば、金融庁に関わる新たな規制当局リスク（regulator risk）の表面化ともいえよう。

5. おわりに

本稿では、証券化とリスク・リテンション規制の問題を取り上げ、従来の経緯のレビューや論点整理に加えて、現状の同規制等のあり方に対しても、現時点での自分なりの評価・検討を行ってきた。

リスク・リテンション規制自体は、高度に実務的で専門的なテーマであり、金融業界においても、現在、必ずしも広く一般の関心を集めているとはいえない。しかし、今回の同規制強化に対する多数のパブリックコメントをみても、実務上の問題点は実に多岐にわたっている。また、その背後には、クレジット・エンジニアリングとしての証券化の機能や、金融システムの安定性と多様性、金融規制のあり方、金融危機の防止等をめぐる国内外での政策決定過程など、理論的にも重要な論点が広範に存在する。

今回、本稿で取り上げられたのは、そうした諸論点のうちの一部に過ぎない。残された論点の検討や、将来の展開のフォローなどについては、証券化や債権譲渡ファイナンスの学際的研究という筆者のライフワークのなかで、今後の研究課題としていきたい¹⁴⁾。

注

- 1) 筆者は2019年2月1日、本学経営学部専門科目「金融システム論Ⅱ・比較金融制度論Ⅱ」で、「金融激動の平成30年を振り返って」という最終講義を行ったが、これは実質的には最終ではない。
- 2) 本稿の作成にあたり、全体として、主に以下の文献・資料を参照した。①高橋正彦「金融規制強化と証券化市場」、横浜経営学会『横浜経営研究』第31巻第1号（2010年6月）、②高橋正彦「金融規制強化と証券化への影響」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第6号（2010年11月）、③高橋正彦『証券化と債権譲渡ファイナンス』（NTT出版、2015年12月）第2章「証券化と金融システム」第5節「世界金融危機と証券化」5「証券化をめぐる規制強化の動き」、④高橋正彦「証券化の意義と日本における証券化の歴史・現状」、日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』2017年4月号、⑤高橋正彦「証券の本質」、証券経済学会・日本証券経済研究所編『証券事典』（金融財政事情研究会、2017年6月）第I編第1章[1]、⑥高橋正彦「日本における証券化の歴史・現状・展望」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol.15（2017年8月）、⑦江川由紀雄「証券化は何が得意なのか サブプライム問題勃発以降の動向を振り返り、日本の証券化の明日を考える」（2018年6月4日）、⑧江川由紀雄「証券化道 証券化がわかれば金融の本質がわかる 2019年版」（2019年7月5日）、⑨江川由紀雄「平成時代に進展した日本の証券化——役に立つ金融取引の本質——」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol.18（2019年2月）、⑩江川由紀雄「日本版リスク・リテンション規制の実態について「デュー・デリジェンス」条項は12年前から存在した」、新生証券『新生ストラテジーノート』第349号（2019年3月18日）、⑪江川由紀雄「日本版リスク・リテンション規制の実態（昨日の続き） リスク・ウェイトが3倍になるもの・ならないものの境界線」、新生証券『新生ストラテジーノート』第350号（2019年3月19日）、⑫江川由紀雄「住宅金融支援機構MBSの自己資本規制上の扱いについて「証券化エクスポージャー」扱いとする場合に検討する論点など」、新生証券『新生ストラテジーノート』第353号（2019年4月15日）、⑬有吉尚哉「証券化リスク・リテンション（リスク継続保有）規制の導入と実務への影響」、『商事法務』No.2074（2015年7月25日）、⑭有吉尚哉・芝章浩・田口祐樹「新たな証券化リスク・リテンション規制案の公表」、西村あさひ法律事務所『金融ニューズレター』2019年2月号、⑮日本銀行金融市場局『金融市場レポート——2007年後半の動き——』（2008年1月31日）、⑯大橋和彦・服部正純「金融危機、金融市場、金融仲介機能に関する研究の潮流——危機がもたらした視点・力点の変化の整理——」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズNo.2012-J-8（2012年7月）、⑰白根史・吉良宣哉・村上泰・小澤良往「証券化商品の資本賦課枠組みを見直す改正告示」、『金融財政事情』2019年5月13日号。なお、⑯の文献の修正版は、日本銀行金融研究所『金融研究』第31巻第4号（2012年10月）にも掲載されている。
- 3) 本稿は、証券経済学会第90回全国大会（2019年5月11日・12日、神奈川大学）での筆者の自由論題報告（討論者は江川由紀雄氏）、「証券化における信用リスクの分配」の報告論文も兼ねている。
- 4) 日本における流動化・証券化関連の法制整備の経緯については、①高橋正彦「我が国における証券化関連法制の軌跡——特定債権法から民法（債権法）改正まで——」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第10号（2015年3月）、②高橋正彦『証券化と債権譲渡ファイナンス』（NTT出版、2015年12月）第3章「証券化と金融法制」を参照。
- 5) 実際に、2000年代半ばにかけてのモーゲージ・バンク等の住宅ローンについては、担保さえあれば誰にでも貸す、“NINJA（no income, no job or assets）loans”や、借り手の収入等に関する虚偽申告に基づく“liar loans”（嘘つきローン）などという言葉もあった。

- 6) ベアー・スターンズやリーマン・ブラザーズが破綻する前の2008年初頭の時点で、O T Dモデルに関して、日本銀行金融市場局は、次のように指摘していた(前掲(注2)⑤を参照)。「ローンの貸し手である金融機関など証券化商品を組成するオリジネーターは、自身のバランスシート上にリスク資産を保有する必要があるため、貸出実行前の審査や貸出実行後のモニタリングなど、借り手に関する情報生産のインセンティブが低下する可能性が考えられる。」
- 7) 主要行等向け以外に、預貯金取扱金融機関、保険会社、第一種金融商品取引業者(証券会社)向けの監督指針でも、同様の改正が行われた。
- 8) 金融庁は、2019年1月9日、関連する他省とともに、その他の預貯金取扱金融機関に関しても、同様の改正案を公表し、パブリックコメントの募集を開始した。
- 9) 日本でも近年では、住宅金融支援機構と民間金融機関との提携による、最長35年の長期固定金利の住宅ローンである「フラット35」を扱うノンバンク(日本版モーゲージ・バンク)は、O T Dモデルの証券化により、貸出原資を調達している。ただ、これらについて、米国のようなモラルハザードの問題の指摘は聞かれない。
- 10) 大橋和彦・服部正純、前掲(注2)⑥を参照。
- 11) 岩田一政(日本銀行副総裁(当時))「資本市場と銀行システムの進化」(日本銀行ホームページ、2006年9月28日講演要旨)を参照。
- 12) かつての特定債権法第4条第2項には、同法上の流動化商品である小口債権について、その「債務の弁済を担保するための措置」、すなわち信用・流動性補完措置に関する規定があった。これを受けた「特定債権等の譲渡及び譲受けの業務の運営に関する基本事項について」では、同措置について、「譲渡債権等についての回収困難又は回収遅延となる額の予測額の5倍以上(ただし、原則として一般投資者に販売される小口債権の10%を下回らないものとする。)」という、「5倍・10%ルール」と呼ばれた数値基準が定められていた。
- 13) 金融庁の佐藤隆文・元長官は、退官後の著書のなかで、今般の世界金融危機後のリスク・リテンション規制の導入について、「実はこの案は、比較的早い段階でわが国が国際会議等で提案したものである」と述べている(佐藤隆文『金融行政の座標軸——平時と有事を越えて——』(東洋経済新報社、2010年7月))。また、金融庁の最近の採用パンフレットのなかで、氷見野良三・金融国際審議官は、日本の経済力に見合った影響力を発揮するために、「『こうしよう』と言える日本」を標榜している(「金融庁採用案内 2017-2018」)。
- 14) 本稿を基に加筆・修正した新たな論文として、高橋正彦「リスク・リテンション規制の批判的検討」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol.19(2019年8月)を参照。

〔たかはし まさひこ 横浜国立大学名誉教授(大学院国際社会科学研究院)〕

〔2019年5月5日受理〕