

A. インドにおける証券化

インドの証券化は 1990 年代前半に始まり、1991 年から 92 年にかけて CRISIL が最初の証券化プログラムを格付けした。当初は金融機関 2 社間でのポートフォリオの取得手段として実施された。これらは、原資産所有者（オリジネーター）のバランスシートから他社にポートフォリオを移すという、証券化に準じた形態であった。当初、これらの取引は、原資産所有者への求償権の規定と、真正売買の概念を用いて構築された直接の譲渡による新規のローン債権の売却が含まれていた。90 年代の大半を通じて、インド市場の主流を占めたのは自動車ローンの証券化であった。しかし、2000 年以降は住宅ローン担保証券（RMBS）が市場の成長を促すようになった。

インドにおける証券化の必要性は、MBS（モーゲージ証券）、インフラセクター、ABS（アセットバック証券）の三つの主要分野にあった。金融機関（銀行）は住宅産業とインフラ関連のプロジェクト・ファイナンスをかなり進展させてきた。それゆえに、銀行やその他の金融機関が、当初実行したローン残高を減少させ、新規プロジェクトへのファイナンスを実施する余力を持てるようにするために、証券化とその他の関連手法の発展が必要である。90 年代初頭における金融セクターへの改革の導入によって、金融機関、なかでもノンバンクはリテール業務に大々的に参入し、大量の同質の資産（自動車ローン、クレジットカードなど）を生み出した。これを受けて、数社が ABS 市場にも参入した。しかし、依然として、多くの法律やその他の規制面、投資家などの心理面などの問題といったさまざまな問題が存在することから、インドにおける証券化の促進には、これらの問題の解決が必要である。

A.1. インドにおける現状のシナリオ

インドにおける証券化は、原資産を受託者への売却により譲渡するという信託の仕組みを採用している。信託は法人形態を取らないものの、受託者は資産を保有することができ、これらの資産は、受託者の資産や受託者の保有する他の信託資産と区別される。この信託は特定目的事業体（SPV）と呼ばれている。SPV はパススルー証書（PTC）やペイスルー証券（PTS）を発行する。パススルー証券の場合、それを保有する投資家は、受託者の保有する原資産に対して受益権を有する。一方、PTS の場合、それを保有する投資家は、原資産により生み出されるキャッシュフローに対してのみ受益権を有する。そして、それは PTS の優先トランシェ、劣後トランシェのそれぞれの保有者との間の契約債務額の範囲内で、この契約に従って行われる。このいずれのシナリオでも、原資産の法律上の所有権は引き続き受託者にある。

モーゲージ証券（MBS）

2004 年から 2005 年にかけて、MBS 市場の成長率は 13%と緩やかであり、発行額は 334 億ルピーとなっている。また、額面取引も増加しており、2005 年に締結された 15 件の取引は全て額面取引の形態である。MBS にプールされている原資産の住宅ローンは変動金利であるので、そのプール資産から見込まれるキャッシュフローの金額は確定されず、実際の金利の推移によって変動することになる。さらに、固定金利から変動金利への変更または、変動金利から固定金利への変更というオプション、流通性のあるローン債権のリプライシング（再評価）とともに、MBS にプールされた資金のキャッシュフローの不確実性を増大させた。

原資産のローン債権が変動金利であるため、MBS 発行のパススルー証書はほとんど変動金利ベースで価格が決定される。2005 年に発行された銘柄の 52%が変動金利である。しかし、住宅金融ビジネスの大幅な拡大に伴って、MBS 市場にも一層の拡大の余地がある。ところが、MBS が長期保有証券であることと、既発債市場に流動性がないことが、投資家の市場への積極的な参加を妨げている。また、インドの住宅ローンは期限前返済やリプライシングの対象

になり、MBS の構造が大幅な金利リスクにさらされるため、信用補完の必要性が高まっている。

アセットバック証券 (ABS)

2005 年、ストラクチャード・ファイナンス市場は金額ベースで 121%、取引量ベースで 41% 拡大しており、なかでも、ABS 市場は、2004 年の 809 億ルピーから 2005 年には 2,229 億ルピーへと、規模が二倍以上に拡大した。アセットバック証券は最も構成比率の高い商品クラスで、2005 年のストラクチャード・ファイナンス市場全体の 72% を占めている。これは 2004 年の取引額、809 億ルピーの約 3 倍に当たる。ABS 発行の増加は、以下の要因による。

- ・ 主要なリテールアセット金融業者による債権の分配が、増え続けていること
- ・ この種の前資産が投資家にとって身近なものであること
- ・ 相対的に期間が短いこと
- ・ プール資産が増加し、そのパフォーマンスが安定していること

表 A1: ストラクチャード・ファイナンス取引量の推移(単位:10 億ルピー)

種類	2001-2002 年	2002-2003 年	2003-2004 年	2004-2005 年
ABS	12.9	36.4	80.9	222.9
MBS	0.8	14.8	29.6	33.4
CDO/LSO	19.1	24.3	28.3	25.8
PG	4	1.9	0	16
その他	0	0.4	0.5	10
合計	36.8	77.7	139.2	308.2

注: CDO: Corporate Debt Obligation、LSO: Loan Sell-Off、PG: Partial Guarantee Structure

最近の ABS 発行の重要なもう一つの側面は、変動金利レートを選択が増えてきたことである。2004 年の PTC の発行数に占める変動金利銘柄の比率は 6% にすぎなかったが、2005 年には、発行された PTC 銘柄のうち 13% を変動金利銘柄が占めた。また、ABS 取引に基づいて発行された既存の PTC のキャッシュフローを、新規に設立された SPV が取得して、新たに PTC を発行する仕組みのリパッケージ証券も、2005 年度に導入された。

アセットバック証券は、インドの市場の投資家にとっては未だに目新しく、劣後債 (ジャンクボンド) には買い手がつかないため、投資家は、AAA または AA の格付の証券に投資している。

2005 年には、総額 28 億ルピーの会社債務契約 (CDO) と総額 230 億ルピーの個別の法人向けローンが証券化された。CDO の拡大を妨げた要因は、前資産である法人向けローンのベースレートの設定が、CDO プールへの投資判断に影響を及ぼしたことである。

A.2. インド証券市場が直面している問題

A.2.1. 規制の問題: 印紙税

インドの証券市場を発展させるに際して直面する重大な障壁の一つが、現在の印紙税制度である。印紙税は、譲渡、更改あるいは、その他の形態で証券の所有権、債権を移転する場合に課税される。それゆえに、前資産所有者から SPV に債権が譲渡される過程で印紙税の費用が計上されるが、これによって、いくつかの州では、証券化は採算面で実現不可能になるおそれがある。証券化商品が債務を証するものとして組成される場合は、債務証書または債券の形態を取り、したがって印紙税の課税対象になる。一方、単に債権に対する権利を証するパススルー証書として組成される場合は、このような商品は、印紙税法の条項で具体的に規定された証券に該当しないため、印紙税の課税対象にならない。規制コストの中で、証券

の譲渡にかかる印紙税も、大きな問題となっている。州によっては、不動産の譲渡と債権の譲渡を区別せず、両者に同一の税率で印紙税を課す州もある。印紙税の問題については、中央政府、州政府の双方が権限を持つため、中央政府と州政府が法制度面の見解について合意に達する必要がある。

A.2.2. 抵当権実行手続に関する法律:

インドには、抵当権実行手続についての有効な法律がなく、このこともインドにおける証券化の進展を阻んでいる。抵当権実行手続に関する現行の法律の下では、倒産時の資産譲渡が困難であるため、貸し手に不利であり、モーゲージ証券のリスクを増大させている。

A.2.3. 税制に関する問題

MBS SPV 信託(モーゲージ担保証券特別目的会社の信託)と NPL 信託(不良債権買取信託)についての税制上の取り扱いは不明確で、あいまいである。現行では、投資家(すなわち、PTC と SR 保有者)が、SPV 信託から分配される収益金にかかる税金を納付する。それを前提とした上で、受託者は、収益金からの税金納付、税控除を一切行わずに収益金を PTC 所持者に支払う。このような考え方は、受託者ではなく投資家の代理権限を評価する法律的な見解にもとづいたものである。

インドの所得税法では、信託などの法人格のない SPV への課税に関して、従来、SPV 信託のレベル、または投資家や受益者のレベルの、いずれか一方での課税が想定されていた。したがって、所得税法でパススルー税(二重に税金を課さない仕組み)について明示的に規定されているとしても、それは、実質的な税負担の軽減または課税の放棄を意味しているのではなく、計上された収益に課される税金の納付義務が、信託の側にはなく、投資家の側にあるという見解を示しているにすぎない。

SEBI に登録されたベンチャーキャピタルファンドに対して税法上適用されるパススルー税の措置と同等の措置が、SPV の証券や NPA 証券化 SPV(すなわち、SARFAESI 法のもとでインド準備銀行に登録された資産管理会社(ARC)によって設立された SPV 信託)に適用されるよう、法律を改正してパススルー税について明示的に規定する必要がある。

ミューチュアル・ファンド(MF)から得られる収益に課せられる税金の納付義務を、ミューチュアル・ファンドの保有者である投資家に確実に負担させるために、さらに、MBS SPV 信託や非営利法人(AOP)として扱われる NPA(不良資産)証券信託に関して税務上の争点が生じないようにするために、SEBI は大口投資家(投資額が 500 万ルピー以上の投資家)にパッシブ運用のクローズド・エンド型ミューチュアル・ファンドへの投資、保有を認めるべく、ミューチュアル・ファンドに関する法規制を改定することを検討すべきであろう。このスキームの目的は、その資金を指定の MBS SPV 信託/NPA 証券信託による PTC や SR に投資することである。

証券化信託への投資を担うのが、大口投資家または適格機関投資家であることを考えれば、(証券化の対象となった与信の)借り手から証券化信託に支払われる利子に課税される必要税額を控除する必要はない。同様に、PTC と SR(証券証書)の保有者に証券化信託から支払われる収益分配金について、税額控除する必要もない。しかし、一方で、証券化信託に対して、収益分配金についての関連事項全般、および、PTC、SR の保有者の身元を含む年次所得申告書をインド財務省所得税局に提出することを義務付ける必要があるだろう。これは歳入漏れに対するセーフガードになる。

A.2.4. 法制度面の問題

証券市場への PTC の上場: 厳密に言えば、現在のところ SCRA の“証券”の定義では、PTC は証券に含まれるわけではない。実際、SCRA による現行の証券の定義は、証券から派生した

いかなる金融商品、および証券に付帯されたいかなる権利にも及ぶとする法的な見解がある。しかしその一方で、PTC が多様な SPV によって発行されることから、この商品に付帯される権利と義務の点から見て、金融商品の性格や発行者は同質ではないので、これらの証券を上場している各取引所は何かすっきりしないという不快感を持つことになった。この点について、曖昧さを解消するために、中央政府は PTC と証券化 SPV/信託により発行されるその他の証券が、SCRA の下での“証券”であると告知することを検討すべきである。

SARFAESI 法 (Securitization and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Act) の下での問題 ; インド準備銀行に登録した資産管理会社 (ARC) と証券化会社 (SC) に複数の SPV 信託の設立を認めることの可否に関する不明確な点は、SARFAESI 法第 7 章 (2A) 項の具体的な規定により解消された。この点に照らせば、今後は、MBS、ABS、NPL 証券化に関する SARFAESI 法の下でも、問題なく SPV 信託の形式を採用することができる。

現行の“security receipt” (SR) の定義は、証券化の対象になった金融資産についての完全な権利、権限、権益を SR の保有者が取得したことを証するものと想定されている。この定義は、発行された証券がすべてパススルー証券である証券化形態においては、適切かつ十分なものである。しかし、金融資産から生み出されるキャッシュフローに対して優先権、または劣後権を持つ、種類の異なるトランシェを伴ったペイスルー証券を、SPV 信託が発行しようとした場合、現行の SR の定義では法律上、規定が不十分になることがあり得る。SR が、証券化の対象になる金融資産により生み出されるキャッシュフローに対しての保有者の権利を証するように、定義を改める必要がある。

SARFAESI 法の条文では、適格機関投資家による SR の引き受け、保有を認めているが、ノンバンクやその他の法人は、中央政府が通知した場合を除いては、適格機関投資家に含まれない。

SR の市場に厚みを持たせるために、SR に投資できる投資家の基盤を拡大する必要がある。SR に投資できる適格機関投資家の基盤拡大の観点から、純資産が 5 億ルピーを超えるインドの大手ノンバンクや、ノンバンク以外の法人にも、適格機関投資家として、SR への投資を認める必要があるだろう。同様に、ベンチャーキャピタルとして SEBI に登録されているプライベートエクイティファンドも、ベンチャーキャピタルファンドによる企業債務証券への投資に適用される制限の範囲内で、SR への投資を認められるべきだろう。

A.3. 最近の発展

2005-06 年予算案において、チダムバラム財務大臣は資本市場を挺入れするためにある提案を行った。社債市場を強化するために当該予算案において提案された措置は以下のとおりである。

- 不動産抵当担保債権を含む証券化された債権の取引の法的な枠組みを提供すべく 1956 年の証券契約法 (Securities Contracts Act) の下における証券の定義を修正する。
- 社債市場の育成における法律、規制、税法及び市場形態に係る問題を検討させるために、社債と証券化に関するハイレベルな専門家委員会を任命する。

これらの措置は、好調なインド経済に海外投資家が参加する新しい機会を開くこととなることが期待されている。上記改正によって証券化された債権がインドの証券取引所で取引されることが可能となるだろう。そしてそれは債券の取引市場における流動性を拡大、深化させ、リスクの効率的な評価をもたらすこととなるだろう。借り手の貸し倒れリスクを分散させることによって、証券化は外国の機関投資家を含む新しい市場参加者を惹きつけるはずである。これによって、インフラ整備プロジェクトのための長期の借入を容易にすることができる。

2006年2月、インド準備銀行は、ハイレベル委員会の報告書に応じて、インドにおける非不良資産の証券化に関するガイドラインの最終版を公表した。このガイドラインはいくつかの問題に明確な影響を与えることとなり、活気ある証券化市場の発展を可能にするはずである。

このガイドラインにおけるポジティブな側面は以下のとおりである。

● 何が1次的、2次的信用補完 (first and second loss credit enhancements) に該当するかの明確な定義

ガイドラインは1次的、2次的信用補完を明白に定義している。1次的損失 (First loss) は証券の格付けの投資適格への引上げに必要とされる信用補完を意味する。2次的損失 (Second loss) は証券の最終格付けを獲得するための追加的な信用補完を意味する。この定義によって市場は多くの推測や議論の対象となってきた問題点について共通の理解に基づき機能することができるので、それは正しい方向への重要な一歩である。さらに、それは取引横断的に信用補完を一致させることを可能にし、比較や分析を促進する。そうした比較や分析は第三者による潜在的な2次的損失の便宜の提供ための必要条件である。

● 証券化取引によるエクスポージャーが原資産へのエクスポージャーとして分類されることの確認

証券化取引における投資は信託によって所有される資産のエクスポージャーを体現するように分類されてきた。過去において、この問題に関する曖昧さに対して不満を抱いていた多くの投資家が、SPVの信託を従来の企業に対する与信として分類すべきであると意見してきたことから、この確認は重要である。この分類によって、その問題は解決した。投資家が小規模道路運送者、農業貸付、小規模住宅貸付などのような優先分野における直接貸付けの機会を得るための効果的な手段として証券化を利用できることも期待されている。

● 積極的な第三者の取引への関与の奨励

これは証券化取引に関するパラダイムの転換を示しており、ガイドラインの最も建設的な点である。ガイドラインは第三者の参加を積極的に促しているが、それは透明性を増大させ、独立のサービス提供者にとって活気に満ちた市場を創造することが期待されている。もし彼らが2次的信用補完を提供することを選択するならば、それは原資産所有者 (オリジネーター) に比較して有利な資本に関する取扱いを促すだろう。原資産所有者が2次的信用補完を提供するならば、彼らは資本の完全な償却に対して100%のリスクウェイトで資本を提供する必要があるだろう。取引で提供される流動性の増大の少なくとも25%が原資産所有者とは別の、独立した第三者から提供される必要があるだろう。

この提言は、監督機関の金融商品に対する態度が明らかに変わったことを象徴しており、それは市場における健全な第三者の参加の必要性を反映したものである。多くの市場参加者はこれらのサービスの提供に大きな関心を持っていた。民間及び公的保険会社もまた信用保険による解決策の提供に興味を示しており、そうした方策は市場の深みを増し、活気づけることになる。このガイドラインはまた原資産所有者による証券化の開示における透明性を増大させることが期待されている。

しかしながら、ガイドラインにおけるいくつかの項目は短期的に市場の成長に悪影響となる可能性がある。原資産所有者は以下のような問題に直面することが考えられる。

● 過去の取引や貸付債権の直接的な譲渡に対し、このガイドラインを適用することに関する不透明性の継続

遡及的か将来的かというガイドラインの実施の態様はまだ具体的に特定されていない。ガ

イドラインは、過去の契約に対してはケースバイケースで実施すると述べている。しかし、この決定が銀行その他の金融機関の財務及び資本状況に対して重大な影響を与えることを考えると、この問題に対する明確な指示が必要であろう。

- SPV に対する資産の完全な売却にかかわらず、証券化における利益の先行認識を禁止すること

ガイドラインは、証券化取引で売却時に利益を認識することを禁じている。利益は取引期間を通じて償還される必要があるのだ。しかし、このことは、この問題に関する 2005 年春のインド準備銀行によるガイドラインの草案と過去のインド公認会計士研究所 (ICAI) のガイドラインの両方から逸脱している。取引が、要件とされる真正売買の基準を満たし、売り手にとっての固定的で限定的な値下がりリスクを現しているとすれば、利益認識の否定はかえってやっかいなことになる。加えて、繰延税金資産を売上高にしてしまうと、利益は所得税計算の際に認識されることになる。利益の認識は多くの原資産所有者にとって動機づけのひとつとなってきたから、この変更は商品についての市場の魅力に影響を与えるだろう。

A.4. 結論

このように最近のインド準備銀行のガイドラインは、長期における証券化市場の秩序ある発展のために強固な規制・制度上の枠組みを提供している。同時に、このガイドラインは証券化に向けたいくつかの誘引を排除している。これは発行量の一時的な減少をもたらすだろう。しかしながら、中長期的には、証券化市場において適切な成長を見ることとなるだろう。

信用を高めるための資本配分について現在提案されている厳格な規準によって、原資産所有者はメザニン型のストリップス債に向かうだろう。その結果、AAA 以下の格付資産への投資にも満足する、これらの商品に投資する新たな投資家層が出現することが期待される。つまり、大手銀行及びその他の金融機関が投資家として市場に積極的に参入することが期待されているのである。バーゼルⅡの実施についての銀行に対するガイドライン案は、高い信用格付けを得た債権への投資に対する資本面で意味のある軽減措置を定めており、証券化取引に効率的に組み込まれる AAA/AA 債券に対する需要を高めることが期待される。証券契約規制法 (SCRA) の下でパススルー証券 (PTC) が証券として認められ、続いて PTC が上場されれば、国内国外双方の投資家の関心が増大することになるだろう。これを考慮すると、インドの証券化市場の健全な成長と発展のためには、インド準備銀行が今後もサポートをしていくことが重要である。