

証券化を巡る規制の流れと市場再活性化への期待

「簡素で、透明性が高く、比較可能」な要件準拠で ネガティブなイメージの払拭を

バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）は、米国のサブプライム問題に端を発する金融危機の教訓から、証券化商品に関する自己資本規制上の取扱いの見直しを行ってきた。2014年12月に公表されたバーゼルⅢ規則文書では、バーゼルⅡからリスク感応度の向上が図られた。15年7月以降、証券監督者国際機構（IOSCO）とバーゼル委が「簡素で、透明性が高く、比較可能」（STC）な要件を満たす適格証券化商品に規制上の資本賦課の軽減措置を検討する文書を公表。日本でもSTC要件が導入されれば、質の高い証券化商品の市場再活性化に資する可能性がある（本稿における意見などは筆者の個人的見解であり、必ずしも金融庁の公式的な見解を示すものではない）。

金融庁

総務企画局 国際室

課長補佐 寺村 知芳

金融危機後にどのような 規制対応がなされたか

バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）は、米国のサブプライム問題に端を発する金融危機の教訓をふまえ、証券化商品に係る自己資本規制上の取扱いの見直しを行ってきた。

2004年6月に合意されたバーゼルⅡでは、証券化エクスポージャーに対する銀行の資本賦課は外部格付に準拠した方式により計算されていたが、09年7月に公表された「バーゼルⅡの枠組の強化（通称バーゼル2・5）」では、再証券化商品のリスクウェイト（RW）の引上げ、外部格付を利用する際の適

格要件の強化、および適格流動性補完の取扱いの厳格化を行った。

しかし、バーゼルⅡおよびバーゼル2・5では、(1)外部格付への機械的な依存、(2)高格付トランシェ（注）・再証券化商品に対するリスクの過小評価、(3)低格付商品に対するリスクの過大評価、(4)格付間の「クリフ効

果」（格下げに伴うリスクウェイトの急上昇）、の四つの問題点が解決されないことから、11年から証券化商品の自己資本規制上の抜本的な見直しをバーゼルⅢの一部として進めてきた。

2回の市中協議を経て、14年12月に公表された「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」（バーゼルⅢ）では、おもに図

【特集】甦る証券化市場

〔図表1〕 バーゼルⅢにおける証券化商品の資本賦課枠組みの見直しの概要

従来の規制枠組みの問題点	抜本的見直しのおもな内容
* 外部格付への機械的な依存	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 内部格付準拠方式（ルックスルー）を第一の計算手法とした ✓ 外部格付準拠方式を第二の計算手法とし、外部格付に加え、トランシェの残存満期、非シニア・トランシェの厚みもあわせて計算する仕組みとした ✓ 延滞率がわかれば計算可能な標準的手法を第三の計算手法とした ✓ デューデリジェンスが行えない場合のリスクウェイト（RW）を1,250%とした
* 高格付トランシェ・再証券化商品に対する過小評価	<ul style="list-style-type: none"> ✓ RWは保守的に調整し、その下限値（フロア）を15%とした ✓ 再証券化商品には標準的手法のみ利用可とし、RWフロアを100%とした
* 低格付シニア・トランシェに対するリスクの過大評価	<ul style="list-style-type: none"> ✓ RWの上限値（キャップ）の適用範囲を拡大した ✓ 信用リスクの標準的手法採用行が保有する持分のRW算出にあたり、外部格付準拠方式のほか、標準的手法の利用を可とした（従来、無格付の場合は1,250%を適用）

表1に記載するような変更がなされた。

バーゼルⅢ（14年12月文書）で改善された点

バーゼルⅢでは、証券化商品を購入したときのRWが、バーゼルⅡに比べて高格付トランシェを中心に保守的になったが、他の資産のRWに比べれば低い水準になるものが多い。また、バーゼルⅡからいくつかの改善も加えられた。

（ア）バーゼルⅢにおける類似資産のRWとの比較

バーゼルⅡでは、信用リスクの標準的手法に基づく銀行向け債権のRWは、外部格付に依りて20%（AAA～AAマイナ）、50%（Aプラス～Aマイナ）、100%（BBBプラス～Bマイナ）、150%（Bマイナ未済）と定められている。

バーゼルⅢでは、証券化商品（長期・短期とも）に対しては、内部格付準拠方式（SEC-I RBA・ルックスルー方式）、外部格付準拠方式（SEC-IE

RBA）、標準的手法（SEC-SA）の3種類の計算手法があり、商品の仕組みによって計算結果（RW）が異なるため、他の資産のRWとの単純な比較

〔図表2〕 バーゼルⅢにおける証券化商品のリスクウェイト下限

標準的手法のRW（バーゼルⅡ）	証券化商品のRW下限（バーゼルⅢ）
銀行社債 : 20% ^(注)	CLO、ABCP など : 10% (STC)、15%(non-STC)
住宅ローン資産 : 35%	RMBS : 10% (STC)、15%(non-STC)

(注) 外部格付がAAA～AAマイナ相当の場合。

はむずかしいが、あえてRW下限を比較すると図表2のようになる。

RW下限は、STC要件を満たさない通常の証券化商品の場合は15%であるが、STC要件を満たす商品の場合は10%とされている。STC要件については後段で詳述するが、「簡素で、透明性が高く、比較可能」(Simple, Transparent, and Comparable)と評価される条件をいう。

(イ)パーゼルIIからのおもな改善(リスク感度の向上)

●パーゼルIIでは、信用リスクの標準的手法採用(SA)行が利用できる証券化商品のRWテーブルは内部格付手法採用(IRB)行のRWテーブルよりも粒度の粗いものであったが、パーゼルIIIでは同一の粒度の細かいRWテーブルが利用可能になった。

●オリジネーターの銀行がSA行であった場合、証券化後に自ら保有する劣後トランシェのRWがパーゼルIIでは無格付の場合1250%であったが、パーゼルIIIではSECI SAが利用

できることになり、RWの引下げ余地が生まれた。

●これまでSA行にのみ適用されていた優先トランシェのRWキャップ(裏付資産プールの平均RWを上限とするもの)がIRB行にも適用されることになった。

●総資本賦課キャップ(証券化前後でリスクウエイトアセットは変わらない)がIRB行のみでなくSA行にも適用されることになった。

STC適格商品には資本賦課の軽減措置も

日本証券業協会および全国銀行協会が公表している「証券化市場の動向調査のとりまとめ」(17年5月31日付)によれば、日本では06年をピークに証券化商品の発行金額・発行件数ともに減少しており、12年に底を打ったものの、16年でもピークの半分に満たない水準となっているなど、復活の兆しはみえない。海外でも08年の金融危機を契機に、発行金額は減少している。その後、米国では景気の回復と

前後するかたちで証券化市場にも復活の兆しがみえてきたが、欧州では日本と同様、証券化市場の低迷が続いている。

こうしたなか、14年5月にイングランド銀行のカーニー総裁と欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が連名で「EUにおける証券化市場の活性化に向けて」(The case for a better functioning securitisation market in the European Union)と題名の書簡を公表した。そのおもな内容は、「一般的に、証券化市場の円滑な機能は金融仲介を通じた経済活性化につながるが、欧州では証券化商品に係るリスク評価、銀行および保険会社の資本規制や格付会社の認定基準を巡る不確実性などを理由に、投資家から敬遠されてきた。今後、簡素な仕組みでデータ利用がしやすく、開示の標準化により透明性が高い、将来の償還予測が可能と判断できる証券化商品(qualifying securitisation: 適格証券化商品)を定め、景気に左右されることのない強靱な証券化市場を構築して、こうした適格証券化商品に資本規制上

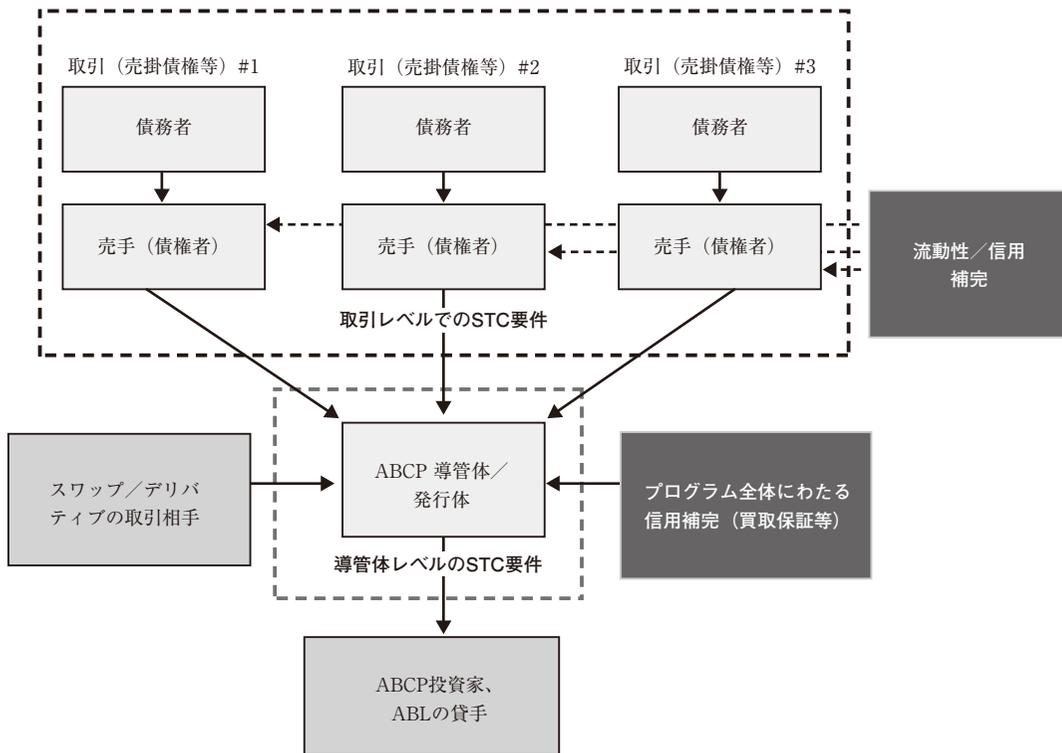
の優遇措置を講じてはどうか」というものであった。

これを受け、証券監督者国際機構(IOSCO)とパーゼル委でこの適格証券化商品に該当するための要件としてSTC要件(「タム物STC要件」とも呼ばれる)を定め、15年7月に公表した。その後、パーゼル委では追加要件を含む16要件を満たすSTC適格商品に対する資本賦課の軽減措置を検討し、前述の14年12月規則文書に修正を行うかたちで、16年7月に公表した。

14年12月にIOSCO・パーゼル委がSTC要件に関する市中協議を行った際、業界からは長期(タム物)の証券化商品とABC等々の短期証券化商品は組成の仕組みが異なっており(図表3参照)、短期証券化商品については別のSTC要件をつくって欲しいとの要望が多く聞かれた。これを受け、IOSCOとパーゼル委は、ABC等々の短期証券化商品にかかるSTC要件と、これを満たす証券化商品を銀行が保有した場合の自己資本比率の計算における資

〔図表3〕

ABC Pが発行される仕組み(例)



本賦課の軽減措置に係る枠組みについて検討を進めており、17年7月に、連名で市中協議文書が公表される予定である。

今回の市中協議では、①投資家がABC P等の短期証券化商品を保有する場合のSTC要件、②スポンサー銀行がABC Pプログラムに対して提供する流動性/信用補完 (liquidity/credit facility) などのエクスポージャーについてのSTC要件 (2種類)、③これらの要件を満たすエクスポージャーを銀行が保有する際の資本賦課の軽減措置——の3点について、意見を求める見込みである。

本件についての具体的な検討スケジュールは明らかにされていないが、欧州域内では17年5月29日にSTS (STCとは少し異なり、Simple, Transparent, and Standardised) と称するが趣旨は同様である) を勘案した証券化商品の取扱いの変更について大枠で合意した

との報道がなされており、IOSCOおよびバーゼル委においても早期の検討が見込まれる。

検討対象には、日本などでみられるABL (Asset-Backed Loan) のほか、ABC P投資家 (ABLの貸し手) にとってのSTC要件だけでなく、スポンサー銀行がABC Pプログラムに提供する「流動性/信用補完」などのエクスポージャーに対するSTC要件も含まれる。

日本の証券化市場の再活性化にもつながりうる

前述のとおり、短期証券化商品に関するSTC要件については、現在、市中協議に向けた検討が進められているところであるため、以下ではタイム物STC要件に焦点を絞る。

欧米では「15層でも少ない」との意見があるほど多数のトランシェをもつ複雑な構造の証券化商品が多いのに対し、日本の証券化商品の多くは、優先と劣後の2層構造で、裏付資産は同種の正常な債権を集め、キャッシュフローもおおむね単純で透

明性の高いものである。その意味では、STC要件のうち多くを満たす可能性が高いと考えられるが、一方では情報開示や裏付資産の粒度の要件が問題となる可能性はある。

金融危機後において最も発行量が多く、日本の投資家になじみのある仕組み商品は住宅金融支援機構債（機構RMB）であろう。広義の証券化商品であり、情報開示を定期的に行い裏付資産の粒度も細かいという点では、STC要件の趣旨に合致している。銀行が発行する住宅ローン債権担保証券（RMB S）も、裏付資産の粒度は住宅支援機構債と同様に細かいことから、情報開示が充実すれば、STC適格になりうるものと考えられる。

STC要件は、一般的に複雑な証券化商品について、できるだけ簡素で透明性が高く、かつ比較可能な商品の組成や取引を促すものであり、証券化市場の活性化につながることを期待されるものである。STC要件が、日本をはじめとする各国証券化市場でどのように定着し、市場

の活性化につながっていくのかについては、未知数な部分も多い。しかし、STC要件の定着には一定の時間がかかると考えられるところ、先に述べたような同要件の目的に鑑み、その導入・定着に向けた取組みが短期間で終わることなく継続していく仕組みをつくっていくことが必要であろう。

確かに、STC要件の導入は証券化市場の活性化とは関係ないという意見もあるかもしれない。また、従来の市場慣行にない新たな規制要件を導入することには、当初は抵抗感があるかもしれないし、対応にもコストがかかろう。しかし、金融危機への反動から証券化商品をすべてネガティブなもののみならず意見も聞かれるなか、STC要件を満たすなじみやすい商品を増やしていくことで、証券化商品全体のプラスのイメージを高めていくことも、意識の変化につながるという意味では重要であろう。金融機関や事業法人といった多様な市場参加者が、投資家としての立場だけでなく、オリジネーターやアレンジャーと

して幅広く参加することで、証券化市場の、さらには経済の活性化にもつながっていくことを期待したい。

各プレーヤーにとってのSTC要件の意味

以下では簡単に投資家、オリジネーター、販売者にとってのSTC要件の意味に触れる。

【投資家】

投資家にとっては、証券化商品を購入する際に懸念材料になりうるのは以下の点であろうか。とくに投資機会の少ない投資家にとっては、現時点では興味があっても手が出にくい商品なものかもしれない。

- 社債に比べて証券化商品のリスク分析がむずかしく感じる。
- 投資にあたり、担当者は上席に理解してもらおうのに時間がかかるが、販売業者からは急かされる（気がする）。

● 契約書が分厚く、読解に時間がかかり、難解な印象がある。STC要件は、こうした投資家にとってチェックポイント

（一つのリスク評価基準）を示すものとなりうる。取組み時に確認すべき点が明示されることにより、上記のようなハードルが解消されていくことが期待される。販売する業者を通じてオリジネーター、あるいはアレンジャー（ABCPの場合にはスポンサー）に不明な点を確認することでリスク分析が可能になるからである。

【オリジネーター】

オリジネーターが証券化を行う目的は、①資金調達、②オフバランス化（リスク資産の削減を含む）、③金利リスクヘッジなどである。金利が上昇しそうな局面では、固定金利資産の金利リスクをヘッジしたいというニーズが高まるのが考えられる。また、高い自己資本比率が求められる大手の銀行（国際基準行など）では、リスクアセット削減ニーズも出てくるかもしれない。

このようなニーズを背景に、金融機関、事業法人を問わず、コア資産は潤沢にあるという点で、投資家にも受け入れやすい

商品を組成することが可能である。銀行にとつては企業向け貸出と住宅ローンが、ノンバンクや事業法人にとってはリース債権、クレジット・ショッピング債権、自動車ローン債権などが対象となる。投資家に売却するためには一定のリターンが必要であり、銀行にとつてのコストはかかるが、S T C 適格商品をつくることは比較的容易かもしれない。

なお、金融危機前において、販売することを目的に組成した証券化商品の場合、組成する段階で通常業務では取り上げない基準の債権が含まれた結果、証券化後のパフォーマンスが悪化するケースもみられ、投資家から批判を浴びた。これを受け、証券化商品の一部をオリジネーター等が保有し、投資家と利益が相反しないようにする、いわゆるリスク・リテンションに注目が集まり、12年11月にI O S C O から最終報告書が公表された。リスク・リテンションは法制化されている国もあり、各国で対応が異なることに注意が必要

要である。

【販売業者】

日本では、低金利環境が継続するなかで銀行の貸出利息収入も低迷しており、それらの貸出資産を証券化するコストを考えると「証券化ニーズはない」といわれている。では、金利が上昇する局面になれば、証券化商品の組成や投資家への販売が容易になるのだろうか。証券化商品に対する購入ニーズは投資家によってばらつきがあり、S T C 適格商品のみを投資対象とする投資家がいる一方で、non S T C でもリスク／リタンの高い証券化商品を望む投資家もいるかもしれない。金利環境が反転すれば証券化商品の販売が自動的に加速するといった保証はなく、さまざまな投資家のニーズを把握していくなかで、S T C 適格商品に対する購入ニーズをきめ細かく把握し、対応していくといった取組みが必要になる。なお、I O S C O ーバーゼル委が業界と行った意見交換会では、金融機関以外の投資家に広く販売するうえでS

T C 要件の導入が有用との意見が聞かれた。

証券化市場が縮小した結果、ファイー収益も減少し、撤退する業者も多くなった。S T C 要件の導入を契機に、発行金額を大口化する（粒度基準を満たす）ニーズがオリジネーターや投資家にも出てくれば、中長期的な販売業者の収益改善や証券化市場の再活性化につながることも期待できるかもしれない。今後、欧米の業者がどのように証券化商品（S T C 適格商品）に取り組んでいくかも参考になるであろう。

（注）証券化商品の裏付資産となる債権プールを、リスクレベルや利回り等の条件で区分した各層。

てらむら ともよし

83年慶應義塾大学経済学部卒、同年日本債券信用銀行（現あおぞら銀行）入行、米国留学（ペンシルベニア大学ウォートン校）を経て10年から現職。