

2016年9月26日 全10頁

証券化商品のリスク・ウェイト、下限10%へ

【BCBS】簡素で、透明性が高く、比較可能（STC）な証券化商品のRW

金融調査部 主任研究員
鈴木利光

[要約]

- 2016年7月11日、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）は、簡素で、透明性が高く、比較可能（STC）な証券化商品の取扱いを含む最終規則文書「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」（STC最終規則文書）を公表している。
- STC最終規則文書は、2014年12月に公表された最終規則文書「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」に、2015年7月に公表された文書「簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品を特定する要件」の内容を組み入れたものである。
- STC最終規則文書は、証券化商品を、STCなもの（STC証券化商品）とそれ以外のもの（非STC証券化商品）に分類し、前者の資本賦課を軽減するものである。
- 例えば、STC証券化商品のエクスポージャーの場合、リスク・ウェイトの下限（フロア）が、非STC証券化商品のエクスポージャーの15%から10%に軽減されている。
- STC証券化商品については、ABCPが明示的に除外されているほか、シンセティック商品もまたSTC証券化商品として認められるための要件（STC要件）により除外されている。
- STC要件を見る限り、これを全て満たすのは困難であると思われることから、STC証券化商品の範囲も限られたものになる可能性が高い。
- STC最終規則文書は、2018年から適用される。
- なお、目下、BCBSは証券監督者国際機構（IOSCO）とともにABCP向けのSTC要件を検討中であり、2016年中に市中協議を行う予定としている。

[目次]

■ 1. はじめに	2
■ 2. 現行の枠組み	2
■ 3. STC 最終規則文書の概要	4
■ 4. おわりに	10

1. はじめに

2016年7月11日、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)は、簡素で、透明性が高く、比較可能(STC: Simple, Transparent and Comparable)な証券化商品の取扱いを含む最終規則文書「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」(以下、「STC 最終規則文書」)を公表している¹。

STC 最終規則文書は、2014年12月に公表された最終規則文書「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」(以下、「最終規則文書」)²に、2015年7月に公表された文書「簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品を特定する要件」(以下、「STC 要件文書」)³の内容を組み入れたものである。

BCBS が証券化エクスポージャーの資本賦課枠組みについて広範な見直しを行い、最終規則文書を公表するに至った背景には、2007年から2008年にかけての金融危機中における証券化商品のパフォーマンスの急速な悪化およびそれらが果たした中心的役割がある。最終規則文書の目的は、証券化エクスポージャーの資本賦課をより健全かつリスク感応的なものにする、外部格付への機械的な依存を低減すること、そして現行の資本賦課枠組みにみられるクリフ(段差)効果⁴を抑制することである。また、最終規則文書は、リスク感応度、簡素さ、比較可能性の間で適切なバランスを図るべきとの考え方を示しており、それがSTC 要件文書、STC 最終規則文書という形で結実している。

STC 最終規則文書は、証券化商品を、STC なもの(以下、「STC 証券化商品」とそれ以外のもの(以下、「非STC 証券化商品」)に分類し、前者の資本賦課を軽減するものである。

STC 最終規則文書は、2018年から適用される。

本稿では、STC 最終規則文書の概要を簡潔に紹介する。

2. 現行の枠組み

(1) 資本賦課枠組み(ヒエラルキー・ルール)

¹ BCBS ウェブサイト参照 (<http://www.bis.org/press/p160711.htm>)

² BCBS ウェブサイト参照 (<http://www.bis.org/press/p141211.htm>)

³ BCBS ウェブサイト参照 (<http://www.bis.org/press/p150723.htm>)

⁴ 一定以下の水準に格下げされた場合にリスク・ウェイトが急上昇することで、市場参加者の行動が歪められることをいう。

現行のバーゼル規制では、信用リスク計測における標準的手法（SA）採用行（SA 行）はもちろんのこと、内部格付手法（IRB）採用行（IRB 行）であっても、外部格付の利用が可能である限り、証券化エクスポージャー（および再証券化エクスポージャー）の信用リスク・アセットの額（RWA）は、その外部格付に基づくリスク・ウェイト（RW）を用いて算定しなければならない（図表 1 参照）。こういった取扱いは、「ヒエラルキー・ルール」と呼称されることもある。

図表 1 現行：証券化エクスポージャー・再証券化エクスポージャーの資本賦課枠組み

	格付あり	格付なし
SA	外部格付準拠方式（SA行）	RW1250% （自己資本控除）
IRB ^{（※1）}	外部格付準拠方式（IRB行）	指定関数方式 ^{（※2）}

（※1）IRB においては、外部格付準拠方式と指定関数方式に加えて、一定の要件を満たす ABCP（Asset Backed Commercial Paper）に限り適用が可能な「内部評価方式（IAA）」も認められる。

（※2）指定関数方式とは、当局が指定する関数（SF）を用いて RWA を算定する方法である。

（出所）『簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品の自己資本規制上の取扱い』について（金融庁、日本銀行）を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

（2）外部格付準拠方式

① 標準的手法（SA）

現行のバーゼル規制において、SA の外部格付準拠方式の RW は図表 2 のとおりである。SA では、「オリジネーター」の場合と「投資家」の場合とで RW に差異を設けている。

図表 2 現行：証券化エクスポージャー・再証券化エクスポージャーの RW（SA）

信用リスク区分（格付）		証券化エクスポージャー		再証券化エクスポージャー	
		オリジネーター	投資家	オリジネーター	投資家
長期格付	AAA～AA-	20%		40%	
	A+～A-	50%		100%	
	BBB+～BBB-	100%		225%	
	BB+～BB-	1250%	350%	1250%	650%
	BB-未満	1250%		1250%	
	無格付	1250% ^{（※）}		1250% ^{（※）}	
短期格付	A-1 / P-1	20%		40%	
	A-2 / P-2	50%		100%	
	A-3 / P-3	100%		225%	
	A-3 / P-3未満	1250%		1250%	
	無格付	1250% ^{（※）}		1250% ^{（※）}	

（※）一定の例外措置あり

（出所）金融庁資料を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

② 内部格付手法（IRB）

現行のバーゼル規制において、IRB の外部格付準拠方式の RW は図表 3 のとおりである。IRB では、トランシェの分散度合で RW に差異を設けている。

図表 3 現行：証券化エクスポージャー・再証券化エクスポージャーのRW（IRB）

信用リスク区分（格付）	証券化エクスポージャー			再証券化エクスポージャー		
	優先トランシェ ^(※1)	基本 ^(※2)	低分散トランシェ ^(※3)	優先トランシェ ^(※4)	それ以外	
長期格付	AAA	7%	12%	20%	20%	30%
	AA	8%	15%	25%	25%	40%
	A+	10%	18%	35%	35%	50%
	A	12%	20%	35%	40%	65%
	A-	20%	35%	35%	60%	100%
	BBB+	35%	50%		100%	150%
	BBB	60%	75%		150%	225%
	BBB-	100%			200%	350%
	BB+	250%			300%	500%
	BB	425%			500%	650%
	BB-	650%			750%	850%
	BB-未済及び無格付	1250%			1250%	
短期格付	A-1 / P-1	7%	12%	20%	20%	30%
	A-2 / P-2	12%	20%	35%	40%	65%
	A-3 / P-3	60%	75%		150%	225%
	A-3 / P-3未済及び無格付	1250%			1250%	

(※1) エクスポージャーの実効的な個数（N）が6以上かつ最優先部分

(※2) Nが6以上

(※3) Nが6未満

(※4) 最優先部分

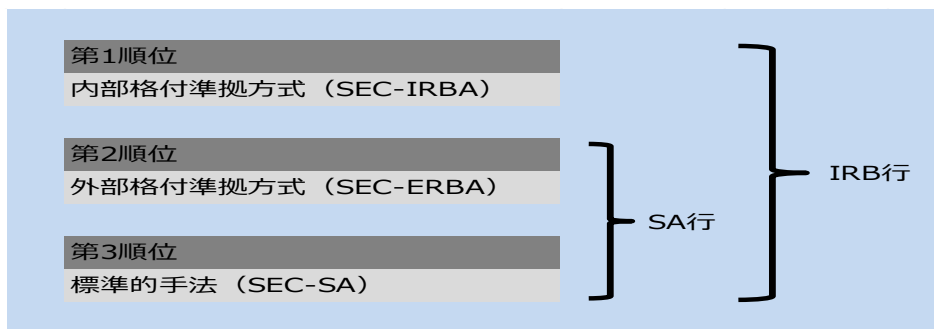
(出所) 金融庁資料を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

3. STC 最終規則文書の概要

(1) 資本賦課枠組み

最終規則文書では、証券化エクスポージャーの資本賦課枠組みを、現行の「ヒエラルキー・ルール」（図表1参照）から、図表4のように変更している。この点は、STC 最終規則文書でも維持されている。

図表 4 STC 最終規則文書：証券化エクスポージャーの資本賦課枠組み



(注) 外部格付準拠方式が認められる法域においては、一定の要件を満たす ABCP (Asset Backed Commercial Paper) に限り適用が可能な「内部評価方式（IAA）」も認められる。

(出所) 「『簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品の自己資本規制上の取扱い』について」（金融庁、日本銀行）を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

ヒエラルキーの第一順位は、内部格付準拠方式（SEC-IRBA）である。SEC-IRBA を採用するためには、現行の指定関数方式の採用が可能であることが前提条件となる。すなわち、IRB 行であり、裏付資産の所要自己資本比率（ K_{IRB} ）を算出するための十分な情報を有していることが必要である。SEC-IRBA では、現行の指定関数方式では考慮されていない、トランシェの満期（Tranche maturity）が追加的なパラメーターとして用いられる。SEC-IRBA を採用することにより、期待損失を含む裏付資産プールリスクに基づいた証券化エクスポージャーの所要自己資本を算出することが可能となる。

K_{IRB} を算出することが出来ないエクスポージャーについては、（外部格付の利用が関連法域において認められている場合を前提として）外部格付準拠方式（SEC-ERBA）を用いる。SEC-ERBA にあっても、現行の外部格付準拠方式では考慮されていない、トランシェの満期が追加的な考慮要素として用いられる。また、優先トランシェ以外のトランシェにあつては、トランシェの厚み（Tranche thickness）が追加的な考慮要素として用いられる。

SEC-IRBA と SEC-ERBA のいずれの採用も認められないエクスポージャーについては、より保守的であり、裏付資産の所要自己資本比率（ K_{SA} ）をパラメーターとする標準的手法（SEC-SA）を用いる。

SEC-IRBA、SEC-ERBA および SEC-SA のいずれの採用も認められないエクスポージャーについては、RW1250%（自己資本控除）を適用する。

なお、再証券化エクスポージャーについては、SEC-SA をより保守的に調整したモデルの適用のみが認められる。

本稿では、わが国の国際統一基準行が多くの証券化エクスポージャーについて採用することになるであろう、SEC-ERBA に焦点を絞り、簡潔に紹介する。

（2）外部格付準拠方式（SEC-ERBA）

① 非 STC 証券化商品

最終規則文書では、SEC-ERBA における非 STC 証券化商品の RW を図表 5 のように定めている。この点は、STC 最終規則文書でも維持されている。

図表 5 STC 最終規則文書： 非 STC 証券化商品のエクスポージャーの RW (SEC-ERBA)

信用リスク区分 (格付)	優先トランシェ ^(※1)		それ以外 ^(※2)		
	満期1年 ^(※3)	満期5年 ^(※3)	満期1年 ^(※3)	満期5年 ^(※3)	
長期格付	AAA	15%	20%	15%	70%
	AA+	15%	30%	15%	90%
	AA	25%	40%	30%	120%
	AA-	30%	45%	40%	140%
	A+	40%	50%	60%	160%
	A	50%	65%	80%	180%
	A-	60%	70%	120%	210%
	BBB+	75%	90%	170%	260%
	BBB	90%	105%	220%	310%
	BBB-	120%	140%	330%	420%
	BB+	140%	160%	470%	580%
	BB	160%	180%	620%	760%
	BB-	200%	225%	750%	860%
	B+	250%	280%	900%	950%
	B	310%	340%	1050%	
	B-	380%	420%	1130%	
CCC+/CCC/CCC-	460%	505%	1250%		
CCC-未満	1250%				
短期格付	A-1 / P-1	15%			
	A-2 / P-2	50%			
	A-3 / P-3	100%			
	A-3 / P-3未満	1250%			

(注 1) 最優先部分

(注 2) トランシェの厚みで RW を調整する。調整の方法は以下のとおり。

$$\text{トランシェの厚みによる調整後の RW} = \text{トランシェの満期考慮後の RW (注 3 参照)} \times [1 - \min(T; 50\%)]$$

T (トランシェの厚み) =

D (裏付資産の損失がトランシェの全損をもたらす場合の損失閾値) -

A (証券化エクスポージャーが裏付資産の損失を最初に吸収する場合の損失閾値)

(注 3) トランシェの満期の考慮方法については、1 年 (下限) の RW と 5 年 (上限) の RW の線形補間による。

(出所) STC 最終規則文書を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

このように、非 STC 証券化商品のエクスポージャーの場合、RW の下限 (フロア) が、現行の 7% から 15% へと 2 倍強になっている点に留意されたい。

② STC 証券化商品

STC 最終規則文書では、SEC-ERBA における STC 証券化商品の RW を図表 6 のように定めている。

図表 6 STC 最終規則文書： STC 証券化商品のエクスポージャーの RW (SEC-ERBA)

信用リスク区分 (格付)	優先トランシェ ^(※1)		それ以外 ^(※2)		
	満期1年 ^(※3)	満期5年 ^(※3)	満期1年 ^(※3)	満期5年 ^(※3)	
長期格付	AAA	10%		15%	40%
	AA+	10%	15%	15%	55%
	AA	15%	20%	15%	70%
	AA-	15%	25%	25%	80%
	A+	20%	30%	35%	95%
	A	30%	40%	60%	135%
	A-	35%	40%	95%	170%
	BBB+	45%	55%	150%	225%
	BBB	55%	65%	180%	255%
	BBB-	70%	85%	270%	345%
	BB+	120%	135%	405%	500%
	BB	135%	155%	535%	655%
	BB-	170%	195%	645%	740%
	B+	225%	250%	810%	855%
	B	280%	305%	945%	
	B-	340%	380%	1015%	
CCC+/CCC/CCC-	415%	455%	1250%		
CCC-未満	1250%				
短期格付	A-1 / P-1	10%			
	A-2 / P-2	30%			
	A-3 / P-3	60%			
	A-3 / P-3未満	1250%			

(注 1) 最優先部分

(注 2) トランシェの厚みで RW を調整する。調整の方法は以下のとおり。

$$\text{トランシェの厚みによる調整後の RW} = \text{トランシェの満期考慮後の RW (注 3 参照)} \times [1 - \min(T; 50\%)]$$

T (トランシェの厚み) =

D (裏付資産の損失がトランシェの全損をもたらす場合の損失閾値) -

A (証券化エクスポージャーが裏付資産の損失を最初に吸収する場合の損失閾値)

(注 3) トランシェの満期の考慮方法については、1 年 (下限) の RW と 5 年 (上限) の RW の線形補間による。

(出所) STC 最終規則文書を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

このように、STC 証券化商品のエクスポージャーの場合、RW の下限 (フロア) が、非 STC 証券化商品のエクスポージャーの 15% から 10% に軽減されている点に留意されたい⁵。

⁵ 証券化商品の RW のフロア (非 STC 証券化商品の場合は 15%、STC 証券化商品の場合は 10%) は、STC 最終規則文書中の 3 つのアプローチ (SEC-IRBA、SEC-ERBA および SEC-SA) 全てに共通する。

ここで、STC 証券化商品として認められるための要件（以下、「STC 要件」）の内容に移りたい。

(3) STC 要件

① 判断主体

STC 最終規則文書は、STC 要件の判断主体を、「投資家」自身のみとしている。「オリジネーター／スポンサー」は、投資家に対する情報提供が義務付けられるにとどまる⁶。

② STC 要件の概略

STC 証券化商品として認められるのは、ABCP (Asset Backed Commercial Paper) 以外の証券化商品のうち、次の STC 要件（図表 7）を全て満たす証券化商品に限られる。

図表 7 STC 最終規則文書： STC 要件（概略）

A: 資産リスク
1. 資産の性質
➢ 裏付資産は、資産の種類、法域（国）、法制度および通貨が均質である (homogeneous) 債権 (credit claims) あるいは売掛債権 (receivables) であること。
[追加ガイダンス]
「均質 (homogeneity)」の例、「一般に使われる市場金利」の例を示す。
2. 資産のパフォーマンス実績
➢ 証券化対象資産のパフォーマンスにつき、十分な期間の検証可能な損失実績データ（延滞、デフォルト含む）が利用可能であること。
[追加ガイダンス]
パフォーマンス履歴の最低年数（ホールセール：7年、リテール：5年）を示す。
3. 証券化時点の信用状況
➢ デフォルト、延滞、およびオリジネーター、スポンサー等が、期待損失が大幅に上昇すると予測しうる債権が証券化対象プールに含まれてはならない。
[追加ガイダンス]
<ul style="list-style-type: none"> 裏付資産の債務者が過去3年以内に信用状態が著しく悪化していないこと 証券化資産に加わる前に支払い実績が最低1回はあること
4. 引受基準の一貫性
➢ 証券化対象資産が、オリジネーターによる通常の（著しい審査基準の劣化を伴わない）引受基準に基づき組成されたことを投資家に示すこと。
[追加ガイダンス]
オリジネーター／スポンサーは、債権を第三者から購入したか否かに拘らず、債務者が支払い能力および意志があることを確認していることが求められる。
5. 資産の選択と移転
<ul style="list-style-type: none"> 証券化商品はオリジネーターの恣意性により選択、または移転されるべきではない。 真正売買（対抗要件の取得）を満たす、債権の譲渡がなされていること。
[追加ガイダンス]
独立した第三者の法的見解が、真正売買と資産の移転に関する条件を満たすとしていること。

⁶ 2015年11月に公表された市中協議文書では、「投資家」自身のみならず、「オリジネーター／スポンサー」も STC 要件の判断主体に位置づけられていた。STC 最終規則文書では、「オリジネーター／スポンサー」が銀行でない場合に、信用リスク削減効果 (CRM) を勘案して裏付資産の信用リスク計測を行うことが困難であることに配慮し、判断主体を「投資家」自身のみとしている。もっとも、投資家間の判断の一貫性を保つべく、欧州では「オリジネーター」も STC 要件の判断主体に加える予定であり、日本でも「スポンサー」を STC 要件の判断主体に加える可能性があるという（金融庁、日本銀行『簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品の自己資本規制上の取扱い』について）参照。

6. 当初および期中でのデータ提供
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 新規発行分の条件決定前に十分なデータ（ローン別、裏付資産プールの階層別リスク特性）が提供されること。 ➢ 証券化後も継続的に、同様のデータおよび投資家報告書が少なくとも、四半期に一度、開示されるべき。当初データは第三者（会計士等）による検証が行われるべき。
B: 構造上のリスク
7. キャッシュフローの償還
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 証券化商品は、裏付資産の売却や借換え（リファイナンス）に依存すべきでなく、資産プールが残存期間別に十分な粒度を有していること。
8. 通貨/金利の資産・負債ミスマッチ
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 金利・外為リスクは常に適切に軽減されており、デリバティブは純粋なヘッジ目的のみであること。
[追加ガイダンス]
「適切に軽減」という表現は完全ヘッジを企図したものではなく、デリバティブ以外でのヘッジは複数のリスクを同時にヘッジするものでないこと。
9. 支払の優先順位および観察可能性
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 全ての債務の支払の優先順位は、証券化の時点で明確に定義され、行使について十分な法的保全がなされていること。
10. 議決権および行使権
<ul style="list-style-type: none"> ➢ オリジネーターや債務者の破綻・支払不能に備え、裏付資産にかかる議決権/請求権は証券化に伴い、移転されること。 ➢ 優先/劣後受益者各々の権利は、明確に定義されていること。
11. 文書の開示および法的レビュー
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 証券化商品発行にかかる関連書類が、事前に（法的に可能な範囲で）利用可能であること。 ➢ 証券化関連書類および条件は適切な経験を有する独立した弁護士によりレビューされていること。
12. 利害の一部共有
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 投資家との利害を共有する目的で、発行者は一定の証券化持分を保持し、裏付資産のパフォーマンスに紐づくインセンティブを有することを示すこと。
C: 受託者、およびサービサーリスク (Fiduciary and servicer risk)
13. 受託者および契約上の責任 (Fiduciary and contractual responsibilities)
<ul style="list-style-type: none"> ➢ サービサーは、回収業務等に関する十分な専門性および経験を有するべき。 ➢ 受託者責任を負う主体は投資家の利益のために適時に行動し、契約書等には投資家間の利益相反の解消を（法令等が認める範囲で）早急に図る規定が含まれており、かかる責任に見合う報酬が支払われていること。
[追加ガイダンス]
「強固なシステムと報告能力があるか」については、ノンバンクのオリジネーターに対して、システムや報告能力以外にも方針・手続き・リスク管理方法の文書化がなされているか、を第三者が立証することが求められる。
14. 投資家に対する透明性
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 証券化にかかる全ての関係当事者の契約上の義務および責任・受託者責任を負う主体および付帯サービス提供者が、当初書類および全ての基本契約書類において、明確に定義されていること。
[追加ガイダンス]
「収入および支払い」には支払い延期、債権放棄、買戻しなどが含まれる。
D: 資本賦課を考える上での追加要件
15. 裏付資産の信用リスク
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 裏付資産をカットオフする時点で、標準的手法に基づく信用RWが以下の水準を満たすこと^(注1)。 <ul style="list-style-type: none"> ① 居住者不動産担保付ローン（住宅ローン）のRWが[40%]以下であること ② 商業不動産担保付ローンのRWが[50%]以下であること ③ リテール向け個別貸出しのRWが[75%]以下であること ④ その他の個別貸出しのRWが[100%]以下であること
16. 裏付資産プールの粒度 (Granularity of the pool)
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 裏付資産をカットオフする時点で、単一の債務者に対するエクスポージャーが総エクスポージャーの1%を超えないこと^(注2)。

(注1) 信用リスクの標準的手法に係る見直しの終了後に見直しが行われる予定。

(注2) リテール債権については例外なし。但し、ホールセール債権については、劣後比率10%以上を保有すれば粒度を2%迄引上げることが例外的に認められる。

(出所) STC 最終規則文書および『簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品の自己資本規制上の取扱い』について（金融庁、日本銀行）を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

4. おわりに

以上が、STC 最終規則文書の概要である。

STC 証券化商品については、ABCP は明示的に除外されているほか、シンセティック商品もまた STC 要件（図表 7 の A1 参照）により除外されている。STC 要件を見る限り、これを全て満たすのは困難であると思われることから、STC 証券化商品の範囲も限られたものになる可能性が高い。

なお、目下、BCBS は証券監督者国際機構（IOSCO）とともに ABCP 向けの STC 要件を検討中であり、2016 年中に市中協議を行う予定としている。

以上