

平成 25 年 3 月 15 日

バーゼル銀行監督委員会「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」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、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）から 2012 年 12 月 18 日に公表された市中協議文書「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」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 BCBS 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

証券化市場に対しては、金融危機時の反省（どのようなタイプの商品で、どのような問題が確認されたのか、原因は何だったのか等）を踏まえたうえで、すでに先行して様々な行為規制（格付機関規制、バーゼル 2.5、リスク・リテンション他）が導入されているが、今回提案されている資本賦課強化の水準は、それらすでに導入済みの行為規制との適切なバランスを取る必要があるものと考えられる。

本来、証券化商品に対する規制は、全体の枠組みとして、証券化市場の健全な発展を促すものとなるよう設計されるべきだが、今回の資金賦課強化案が規制全体としての効果を配慮することなく導入されれば、証券化市場からの投資家離れを加速させ、現在重要な機能を提供している同市場の役割が大きく損なわれる可能性が高い。

特に、証券化市場は、金融機関にとって資金調達や流動性という面で重要なツールであるのみならず、銀行の資金調達を通じて、リテール含め、広く金融機関の利用者に対して資金供給に大きく貢献するとともに、販売金融会社等事業法人の資金調達にも大きく寄与している。例えば、RMBS 市場の存在が、持ち家比率の向上など先進国における住宅政策の推進に大きく寄与し、また、ABS 市場の存在が個人やディーラー宛の資金供給につながることで自動車市場の拡大を下支えしているが、かかる市場が機能を喪失することは、各国のユーザーの便益にも大きな悪影響を与えることになる。

しかしながら、今回提案されているのは、資本賦課に偏重した規制案である。実際、提案されている証券化商品に対する資本賦課の水準は、地域・裏付資産毎の証券化商品のパフォーマンス対比で合理性をはるかに超えた高いものとなっている。一例をあげれば、アジア・パシフィックにおける ABS、CMBS および RMBS の AAA 格証券化商品の 10 年累計の損失率<sup>1</sup>は 0.01%であるのに対し、今回の案では 4.64%の資本が賦課されることになるが、この点について十分な合理性があるとは考え難い。これは、提案されている新しい資本賦課の枠組みの構築に際して、バーゼル委が、金融危機時に露呈した特定の証券化商品（例えば米国 RMBS/HEL。AAA 格 10 年累

---

<sup>1</sup> Moody's 「Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2011」図表 37 から抜粋

計の損失率は7.34%)でのモデル・リスクに過度に着目し、証券化商品の地域・裏付資産毎の特性やパフォーマンスの差異を考慮せず、さらに、金融危機以降の格付手法の改善やモニタリングの強化等の市場の実態や取組みを無視していることが主因と考えられる。その結果、証券化商品の投資によるリスクを低減させることと、ファンディング等の重要な役割を担う証券化市場の健全な発展とのバランスを取るというバーゼル委の本来の目的から、提案された新しい枠組みは大きく乖離したものとなっている。

また、バランスのとれた証券化商品の規制体系という観点からは、たとえば、これまでに導入された行為規制が投資家への規制に過度に偏ったものであることを踏まえ、投資家および組成者への規制のバランスから、証券化市場において情報開示やその登録義務の強化といった行為規制の強化も選択肢の一つと考える。裏付資産の内容・パフォーマンス・弁済順序等のトランシェに関する情報が、市場参加者に広く利用可能なかたちで登録・公開されるようになれば、金融システムに重大な影響を与えうる劣悪な商品の発行・流通に対する牽制となる。そのうえで、情報開示が不十分な証券化商品を保有した場合に、適性水準以上の資本賦課が限定的に課されるというような規制体系が証券化市場の健全な発展を促すと考える。

金融危機時には、様々な事由・欠陥から市場を混乱させた証券化商品も存在したが、その後の、市場参加者、投資家、規制当局者等の取組みにより、これらの欠陥は解消された（又は、解消されつつある）と思われる（例えば、市中協議書 P35 の第 3 パラグラフにも格付機関の手法改善を前提としているという記述がある）一方、今回の枠組みの設計思想はそうした認識とは全くかけ離れた、バランスを欠いたものとなっていると思われる。

今回の証券化の枠組みの改定に際し、このような市場における改善の取組みや規制の効果について、どのような認識であるのか（金融危機において欠陥を持つと認識された証券化商品は、その後も市場性を保持しているのか、消滅したのか、欠陥を是正する措置は講じられたのか、その効果をどう評価しているか。過去に投資家に損失を被らせたことのある同タイプの証券化商品であることを理由に、現在も同様にリスクが高いと考えることは果たして合理的なのか。）、バーゼル委員会の分析結果および見解並びに本枠組みを構築する上での現在の証券化市場に関する基本認識を明示すべきである。

Q1：他にどのような費用対効果を考えたら良いか。銀行にとって、どちらのヒエラルキーの方が問題点と対比で便益が高いか。どちらのヒエラルキーが、バーゼル委の目的を達成しつつ現行枠組みの問題点に対してよりよく対応しているか。

今回の規制変更は、外部格付への機械的な依存の低減、リスクウェイトの見直しおよび所要自己資本のクリフ効果の抑制を大きな柱としていることから、外部格付に依存せず、証券化商品の抱えるリスクファクターをさらに追加した MSFA を第一順位にし、MSFA と同様に外部格付に依拠していない SSFA 方式、および、適格外部格付を必要とする RRBA 方式を第二順位としている A 案が、リスク感応度の高い手法の適用範囲がシニア・トランシェからノンシニア・トランシェまで広くおよび、極端なクリフ効果を抑制できることから、より多くの問題点につき対応していると考えられる。但し、A 案についても後述の問題があり、クリフ効果抑制を目的とするシニア・トランシェへの過剰な資本賦課については見直しが必要と考える。提案されている資本賦課の水準は、金融危機時に問題となった劣悪な商品の発行・流通を抑制する効果はあるが、適切な商品

を市場から駆逐するおそれがある。

B 案については、高品質の目線を外部格付に求めた場合、規制見直しの背景としてある「外部格付への機械的依存」をさらに高めてしまうものと考えられる。加えて、Q2 において詳細記載しているが、まず「高品質」トランシェの定義が不明確であるため、銀行および各国の規制当局による主観性の排除が困難となり、国毎に格差が生じる可能性がある。また、仮に今回の例示された外部格付に基づき判断した場合、アジア各国での証券化商品の組成において、格付機関が別途付与しているカントリーレーティングによっては、証券化トランシェとしての信用力がいかに高くてもカントリーレーティングが上限となることで「高品質」トランシェとして認定されない可能性も想定され、証券化ビジネスの発展の足枷となる可能性がある。また、SA 行の場合、「高品質」トランシェと認定されない商品は BCRA が適用されるかたちとなり、IRB 行に比し大きなクリフ効果が生じることとなる。このように B 案では、「高品質」トランシェ以外の証券化商品に集中レシオ方式が適用され、過剰な資本賦課により、投資意欲が著しく減退する可能性がある。

Q2 : A 案において、規制裁定やレベル・プレイング・フィールドの懸念を回避しつつ、修正 RBA と SSFA の双方を採用することは可能か。

格付を起点とした RRBA と証券化のすべての裏付資産のエクスポーチャーに係る SA による所要自己資本を起点とした SSFA は、基本的に異なる計算方式であり、盛込まれたリスクパラメータなどに差異があるため、すべての証券化取引について、資本賦課を同程度とすべく調整することは困難であり、規制裁定やレベル・プレイング・フィールドの懸念を完全に回避することは難しい。

今回の提案では、各法域において RRBA と SSFA を選択するとなっているが、クロスボーダー取引において、仮に A 国において SSFA が、B 国において RRBA が採用されることとなった場合、B 国の投資家は、A 国で組成される証券化案件において SSFA に必要な情報しか入手できず、RRBA が適用できないおそれもある。これらクロスボーダーの取引への影響を考慮すれば、法域毎にどちらかの手法に限定するのではなく、SSFA と RRBA のリスクウェイトが同程度となるべく可能な限り水準調整を行った上で、Q4 で後述の通り、一貫したヒエラルキーとして、適格外部格付を取得できるものについては RRBA をそれ以外については SSFA をヒエラルキー上位位置づけることが、リスク感応度の高い手法の適用範囲を広げることとなり、加えて、規制裁定やレベル・プレイング・フィールドも回避されることから望ましいと考える。

また、仮に海外拠点について本国と所在地の方式が異なる場合、RRBA・SSFA 双方の報告が求められることがないよう配慮を頂きたい。

Q3 : B 案の場合、銀行は証券化商品が「高品質」とであると判断するためにどのような方法があるか。そうした方法の使用は、銀行間および各国間で整合的な信用リスクへの資本賦課をもたらし得るか。B 案では証券化商品が「高品質」でなくなると大きなクリフ効果をもたらすか。

以下の理由より、「高品質」は、有効な区分方法とは成り得ない。

現段階で「高品質」の判定として例示されている、外部格付 AA-相当以上は適当ではない。アジア各国の証券化商品の場合、カントリーレーティングにより当該国内格付 AAA 格相当の商品でも、グローバル格付が A 格以下となることもあり得る。一律的に AA-相当以上という縛りを入れるこ

とで、アジア各国で、シニア・トランシェを含め、多くの証券化商品がリスク感応的ではない手法が適用されることとなり、アジア各国での証券化ビジネスの発展の足枷となる可能性がある。

また、「高品質」の定義について、銀行の主観的判断を排除することは難しい。証券化商品のリスクの主な決定要素は、裏付資産の内容・パフォーマンス、それに対する劣後等信用補完の内容と認識しているが、裏付資産の種類によってもパフォーマンスは異なり、必要とされる信用補完の内容も当然異なる。それぞれ個別性が強く、どこまで手当てすれば「高品質」か、という点については主観性を排除することは不可能と思われる。

よって、仮に B 案が採用される場合も、本件の目的が、メザニントランシェに対する適正なリスク計量にあるのであれば、AA-相当以上という目線自体が不要で、シニア・トランシェかそれ以外かで分類することで足りるのではないかと考える。

#### Q4：バーゼル委が検討すべき、他のヒエラルキー案や上記 2 案に対する修正案はあるか

Q2 で前述の通り、規制裁定やレベル・プレイング・フィールドの観点より、RRBA と SSFA を各法域の選択とすることは妥当ではない。

日本では短期や少額案件など 2 社以上格付を取っていない案件があり、また、案件によっては、MSFA の要件となっている IRB による裏付資産毎の PD・LGD 等の推計が出来無いケースもあり得る。その場合に、SSFA の適用が認められない (RRBA を選択) 場合、MSFA・RRBA を適用できず BCRA になり、過剰な資本賦課となるおそれがある。したがって、MSFA 方式の次の段階の RRBA/SSFA については、各国規制当局にて一律決定するのではなく、SSFA・RRBA 両手法をヒエラルキー上位置づけ、適格外部格付を取得できるものについては RRBA をそれ以外については SSFA を適用すべきと考える。このように明確なヒエラルキーが導入されることにより、規制裁定の懸念は生じないと考える。

なお、ヒエラルキーである以上、上位の計算方法に RWA 上のメリットを付加しなければ、高度化に取り組むインセンティブが働かない。現行案では負荷だけが増えるイメージしかなく、簡易な計算方法でもフロア抵触等で RW が変わらないのであれば、より簡易な計算方法を選択することが容易に想定される。Q8 でも後述の通り、MSFA は過度に保守的であるといった問題もあることから、RW を下げるべく水準調整すべきである。ヒエラルキーの適用条件で縛ったところで、歯止めにはなり得ない点に留意すべきと考える。

#### Q5：バーゼル委では、国や案件によっては、2 社格付の要件を満たすのは困難だったり、追加コストがかかると認識している。追加コストをかねても 2 社格付を要件化し、格付機関のモデルリスクを減らす事の相対的なメリットと、この要件について例外的取扱いを認めるか、についてフィードバックを求めたい。

以下の理由から、例外的取扱いを認めるべきである。なお、例外的取扱いについては、少額・短期取引など一定の原則を定めた上で、各国の適格格付機関の信頼性や証券化市場の特性などに応じ、各国の裁量とすべきである。

欧米各国であれば 2 社格付は一般的と認識しているが、日本においては、証券化商品の組成規模が 150 億円以下のものも多く、格付コストは、案件の規模・性質により大きくことなるものの、格付コストの追加負担により、高格付の案件を中心として、採算性に重大な影響を与えるおそれ

がある。また、今後流動化・証券化マーケットの発展が望まれるアジア各国の場合、国によっては主要格付機関が存在しない地域もあり、当面、格付取得に相応の期間・コストが嵩むことも想定される。

これらの理由により、一定金額（例えば 150 億円）を下回るエクスポージャーについては、複数格付けを取得することは不要とする例外的取り扱いを認めて頂きたい。

また、短期エクスポージャーについては一時的な資金調達を目的とするものがほとんどである。欧米とは異なり、日本においては、5 兆円を上回る残高の売掛債権・手形債権の流動化市場が存在し、優先/劣後構造については、すべてのスキームがシニアと劣後のみの単純な構造となっている。主要行実績では、過去 15 年間にわたり当該証券化商品についてデフォルトは発生していない。短期（1 年未満）エクスポージャーがデフォルトする蓋然性が極めて低いことに鑑み、これらについて複数格付けを取得することは不要と考える。

上記の少額・短期取引を除き、さらにクリフ効果抑制の観点からは、外部格付が 1 つしかない場合に、RRBA の適用を一切不可とするのではなく、保守的なリスク料率を割り当てることにより（例えば 1 ノッチ下の料率）、適用を許容すべきであると考ええる。

また、今次提案は格付機関のモデルリスクを低減する為とされるが、金融危機において当該リスクが顕在化したのはサブプライム RMBS や ABSCDO 等の一部の商品と認識している。本邦証券化市場において大半を占めるオートローン ABS やプライム RMBS 等の証券化商品については、かかるモデルリスクは顕在化していない（オートローン ABS やプライム RMBS 等の伝統的な証券化資産については、世界的にも当該リスクは生じ得なかったのではないかとの認識）。かかる観点からは、アセット別で扱いを変えることも考えられるのではないか。

なお既存案件については、当初のオリジネーターに追加格付取得にかかる体制の整備を強いることが困難なケースも多々想定される（当初のオリジネーターが不在である、変動している、また取得にかかる関係当事者の同意取得やコスト負担の問題などが発生する）ため、1 社格付を認める対応としていただきたい。

#### Q6：RRBA は、適切に水準調整されているか。他に勘案すべきリスク要因はあるか。

提案されている方式は著しく、RW が保守的な扱いとなっている。これは、分析の対象資産プールについて、信用格付が BB 格以上でのトランシェの場合、裏付プールの信用の質は、PD 4.73%、LGD60%であるローンを前提としており、実態に比し、著しく高いことが要因と思われる。また、RRBA は MSFA を基準とし、水準調整が行われているが、MSFA にも Q8 に後述の問題があることも要因と思われる。

今回新たにリスク要因として追加された、トランシェの厚みの概念は重要なものの、実際の証券化案件では、超過スプレッドを信用補完として利用しており、この信用補完の存在により、トランシェの厚みが薄くても良い格付が取得できている点が考慮されていない。この結果、全体的に、厚みの薄い（＝超過スプレッドを利用できるトランシェ）良い格付のクラスの RW が著しく上がることとなっている。

なお、年限によるウェイトの増加割合についても再検討すべきである。格付会社は、金融危機後の格付機関に対する規制強化も行われており、一般的に、格付分析過程で、裏付資産の年限、トランシェの償還に要する期間も加味したうえで、信用補完水準に見合った格付を付与している

(1年 PD が同じ資産を裏付けとしていても、年限が長ければ、それに比例して、同じ格付を取得するには、より高い水準の信用補完が要求される)。したがって、RRBA においてはマチュリティ効果を二重に評価するおそれがあることから、マチュリティ (M) を利用することは適切ではないと考えられる。

さらに、RRBA の RW 水準は、外部格付が単純な EL ( $EL=PD*LGD$ ) を表象するという前提に基づいているが、現状の外部格付は、実際には単純な EL ではなく、ストレス倍率を乗じる等、一定程度のストレスがかかった場合における耐性も考慮して付与がされたものとなっており、この点も適切に考慮すべきと考える。

前述の要因もあり、結果として、同一の裏付資産から組成された証券化商品の合計 RW が、原資産の RW に対し、著しく高い RW となり、マクロ的な整合性が取れていない。

日本の証券化商品の格付遷移 (Moody's、2012 年 6 月「日本における証券化商品の格付遷移 (1994-2011 年)」図表 21) を見ると、AAA の証券化商品の期間 1 年での格下げ率は 1.7%、期間 5 年では同 0.7%と、安定している。加えて、CDO のみの格付遷移については、AAA の 1 年格下げ率は 6.2%、5 年で 11.3%、ABS のみの格付遷移については、AAA の 1 年格下げ率は 0.3%、5 年で 0.2%となっており、アセットタイプでも全く異なる。その様な属性を考慮した RW 設定にすべきである。特に日本の広義の証券化市場における発行額の大半を占める住宅金融支援機構の住宅ローンについては、過去の貸倒率は平均約 0.4% (最大でも 2%を超えることは無い)、当該貸倒率に対する回収率は 60-70%程度とされていることから、仮にこれを PD および LGD ( $LGD=1-回収率$ ) とすると、EL は 0.12%-0.16%となる。これは、提案されている PD/LGD から推計される EL の 2.83%( $=PD(4.73%)*LGD(60%)$ )を大きく下回ることから、今次提案は実態にあっておらず、住宅金融支援機構の AAA 格付の債券については住宅ローン RW 対比、明らかに過度な資本賦課水準となっている。(なお、優先証券化エクスポージャーについては、裏付資産のエクスポージャーに適用される平均リスクウェイトを、リスクウェイトのキャップとして適用することが認められているが、IRB 行では投資家として保有している案件については IRB による自行推計が困難な場合、Q19 にも記載の通り、RW Cap の計算にあたり、SA により裏付資産のエクスポージャーを計算することで良いことを明らかにして頂きたい(自行推計が困難な場合には、混合プールに関する RW Cap の計算に際し、SA により計算することを提案する QIS FAQ の項番 4 の取り扱いに賛同する)。

【Table : 住宅金融支援機構 RMBS 試算】

	住宅ローン RW	RRBA RW
RMBS	35%	58%

なお、現行の RRBA 方式では、最上位 (AAA/Aaa 格) となった場合、その後の償還の進捗に合わせて劣後比率が改善した場合でも、格付には上方硬直性があるため、適用されるリスクウェイトは改善されないこととなり、他の計算方法と比して高率の RW が維持される。このため現行計算方法に加え、劣後比率を考慮する等の調整が必要ではないかと考える (実例ご参照)。

【Table : Legal Final 10 年、年次 10%の均等償還が行われる ABS での経年効果比較】

Assumption	K(irb)=10%,K(SA)=10%,W=0			
	EAD	PD	LGD	AVC
	100	0.01	0.45	0.12

	(year)					
	Issuance	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
Asset	100	90	80	70	60	50
Class A	70	60	50	40	30	20
Attachement	30%	33%	38%	43%	50%	60%
Detachment	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Maturity	10	9	8	7	6	5
MSFA	7.93%	7.47%	6.71%	5.97%	4.95%	3.57%
RRBA	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%
SSFA	5.60%	4.78%	3.68%	2.85%	2.01%	1.60%

Q8 : MSFA は適切に水準調整され、定式化されているか。この方式は、リスク要因を適切に組み込んでいるか。タウとオメガは適切に水準調整されているか。されていない場合は、代替的な水準調整の裏付けとして回答者はどのようなエビデンスを提示できるか。

提案されている MSFA は、シニア債の信用補完に大きく資するエクセススレッドのみならず、加速度償還といったウォーターフォールに関するストラクチャー上の信用補完についても、一切勘案していない。その上、パラメータ  $\tau \cdot \omega$  の水準を大きく下げることにより、本来劣後部分に割り当てられるべき損失負担を、シニア債に拡大させている。この結果、(クリフ効果の抑制という観点から、シニア債への資本賦課水準を上昇させようとしているものであるとしても) 高格付シニア債への資本賦課水準は、合理性のない、過度に保守的な水準となっている。資本賦課は本来当該資産の真のリスクに見合った水準であるべきであることを踏まえると、MSFA において、エクセススレッドやストラクチャー上の信用補完を全く加味しない保守的な調整を行っているのであれば、モデルリスクとしてパラメータ  $\tau \cdot \omega$  により、追加的に保守的な調整を行うことに合理性は見出せず、従来水準に戻すべきと考える。

Q9 : FIRB 行に対しては MSFA の利用を認めることは、健全な取り扱いといえるか。

基礎的内部格付手法 (FIRB) を利用している銀行が、MSFA を利用できるとすることは適切と考える。一般的に基礎的内部格付手法で使用する LGD は、先進的内部格付手法 (AIRB) で使用する LGD に比べて保守的に設定されており、QIS の結果でも確認して頂きたいが、資本賦課の保守性は十分確保できると考える。

Q10 : SSFA は (特に p に関し) 適切に水準調整されているか。他の水準が適切と考えられる場合には、可能な範囲で、その正当性と証拠を示してほしい。

米国 CLO については、 $p=0.5$  でさえ、10 年間の累積損失率対比、過剰な資本賦課水準であるとのレポート (Moody's, "CLOs and the Simplified Supervisory Formula Approach (SSFA)," December 2012) も提示されており、過度に保守的な水準となっているおそれがある。また、 $p=1.5$  とした根拠についても明確に示されていない。過度に保守的な水準となっていることがないよう特に Q5 に記載の、売掛金債権・手形債権を裏付けとする短期の証券化商品を中心に、満期調整

を含め、QIS 結果を踏まえ、検証すべきである。

Q11：SSFA は適切に公式化されているか。

商品によっては、90 日延滞の情報が公表されておらず、3 カ月延滞や、より保守的な 60 日以上 90 日未満延滞を公表している案件も数多く存在する。このように、すべての案件において厳密に 90 日延滞のデータを求める場合、体制整備などに追加のコストが発生するおそれがある。既存案件についてのグランドファザリングや、各地域の金融慣行を考慮し、実質的に同様と認められるデータ（3 カ月延滞など）や保守的なデータ（60 日以上 90 日未満延滞）について使用することを認めて頂きたい。

Q12：BCRA は、適切に水準調整され、公式化されているか。

メザニンについて  $F=2$  とすることは過度な賦課であり問題である。BCRA は裏付資産の必要資本額について、レバレッジ倍率相当の引き上げを図る計算方法と理解する。メザニン以下についてそれを倍することは理論的に不整合であり  $F=2$  とする根拠が乏しいことから、QIS の結果を踏まえ、ご検討頂きたい。

Q13：裁定取引を防ぐために、シニアもノンシニアと同様に  $Ksa*2$  を適用すべきかどうか検討する際に勘案すべきことは何か。

BCRA においても、シニアであれば RW キャップが適用可能と理解するが、そうであれば、シニアについても  $F=2$  と設定することは、裁定取引の防止には効果がないと考える。

なぜならば、裁定行為を行うために Kirb が算出できず  $Ksa$  しか算出できないと主張する銀行には、 $Ksa$  の RW キャップが適用されることになり、これは即ち BCRA の算式上  $F=1$  が適用されているのと同じ状況になるためである。（前提：Q13 でいう「裁定取引」とは B 案において IRB の承認を受けている銀行が Kirb の算出に必要な裏付資産の情報を持ちながらも意図的に CRKirb を適用せずに、BCRA を適用してより低い資本賦課を獲得しようとする行為であるという前提。）

RW キャップの枠組みを維持したまま、裁定取引を防ぐための方法として、何らかの運用要件を設けることが考えられる。例えば、裏付資産の情報を知りうるオリジネーターの場合に限り、CRKirb ではなく BCRA を適用することの合理的な理由もしくは裁定となっていないことを個別に各国規制当局に疎明する、という運用要件がその一例である。

Q15：混合プールに関する取り扱い案は適切か、あるいは他の手法が採用されるべきか。

BCRA は計算手法が単純であるがトランシェの厚みや満期などのファクターが考慮されていないことから、より精緻に計測を行うという観点から他の手法とのプロラタベースの利用を認めることが望ましい。ただし、プロラタベースの利用はリスクセンシティブな取扱いとなるものの、銀行が投資家の場合には IRB での評価が実務上困難であることも多く、銀行の実務上の負担も考慮して、規制裁定とならない範囲で BCRA のみによる取扱いも認めて頂きたい。

Q16：満期の定義はバーゼル委の目的に照らして妥当といえるか。

「無条件の契約上満期」を原則とする考え方は、実際の商慣行に照らして妥当ではなく、「予定



償還日」(expected maturity)を満期の定義と解釈可能なよう明確化していただきたい。また、契約上のアモチはない場合でも、RMBSのように、裏付資産の繰上返済がパススルーされることによる返済の確度が、実績から見ても非常に高い商品が存在することも踏まえ、証券化商品の自己推計平均残存期間(Own Estimated Average Life)を、Mとして使用することを許容すべきである。

なお、予定償還日や自行推計平均残存期間が許容されない場合は、少なくとも最シニア債かつ下位トランシェの加速度償還が含まれない案件については、計算時点における裏付資産の加重平均残存期間若しくはWeighted Average Maturityを適用可能とすべきである。

トランシェの「満期」の基準として「無条件の契約上の支払」が市中協議では要請されている。ABSではパススルー償還とするものや予定償還日を設定して取組むことが一般的である状況下、「予定償還日」が「無条件」に該当しない場合は、過度に保守的な「法定満期日」を選ばざるを得ない枠組みとなっている。特にリテール債権では一定割合の期限前返済が起こることが通常であり、法定満期日は実際の保有期間と比して、過度に保守的な考え方である。商慣行に照らし、トランシェの予定償還日を使用することを許容すべきであり、「予定」や「予想」をルール化できないと判断される場合も、最シニア債については、裏付資産の加重平均残存期間若しくはWeighted Average Maturity使用を許容することで、実態に即した保有期間で必要資本が計算すべきである。

Q17：20%は適正なRWフロア水準か。他の水準が妥当考えられるならば、根拠と共にその正当性を示してほしい。

適当な水準ではないと考える。

S&Pのグローバル証券化商品の年間デフォルト率データによれば、1978年から2011年間の、AAA格のデフォルト率は加重平均で0.12%（標準偏差0.12%）である。この値によれば、フロアとして提案されている20%は、一見合理性があるように思えるものの、当該デフォルト率は、格付基準に問題があった時期のAAA格のデフォルト実績を内包しており、このままでは、すでに実現している格付機関規制等を通じた格付基準正常化の効果を全く考慮していないこととなり、規制全体の枠組みとして、バランスを失っているのではないかと考える。

また、他のエクスポージャー（例えば、標準的手法で計算したAAA格相当の事業法人であれば1年でRW10%未満。RW20%はBBB格相当の事業法人のRWと同水準）と比較して高いと考える。

なお、少なくとも、MSFAについては、フロアを7%にするべきである。MSFAは裏付資産のリスク評価やトランシェの特性（厚さ、信用補完、満期等）をインプットとし、様々な証券化商品にリスクセンシティブに対応できる手法であり、一律に高いフロアを設定する必要はない。FIRBの枠組みのパラメータ下限値またはデフォルト値（PD 0.03%、LGD 45%、M=1）と同水準のRWである7%のフロアが妥当である。（IRBモデルを利用できる場合について、証券化エクスポージャーと、企業等向けエクスポージャーを差別するべきではない。）

また、リスク感応的な手法であるRRBAのフロアは、必ずしもそうではないSSFAのフロアよりも低めに設定することは合理的である。

**Q18：短期エクスポージャーの RW フロアは長期エクスポージャーの RW フロアと同じ水準で良いか。**

日本においては5兆円を超える規模で売掛債権・手形債権の流動化が行われており、過去15年間に亘り、主要行において当該証券化商品についてデフォルトは発生していない。短期エクスポージャーについては一時的な資金調達を目的とするものがほとんどであり、すべての商品が単純なシニア・劣後構造のスキームである。短期（1年未満）エクスポージャーがデフォルトする蓋然性が極めて低いことに鑑み、フロア20%を適用除外扱いとすることが望ましい。

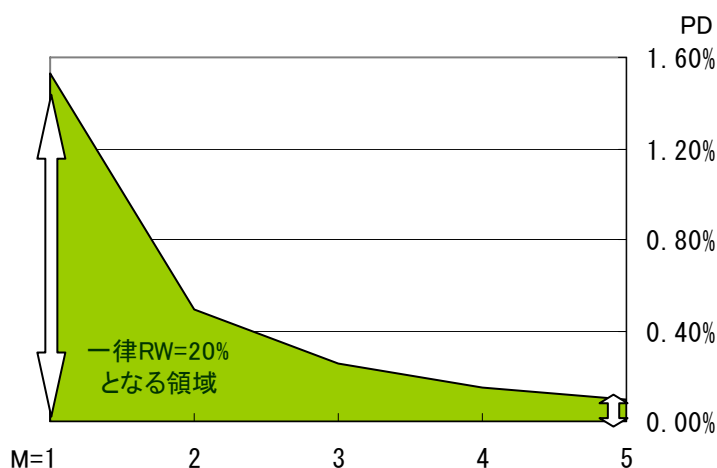
なお、一定の前提に基づき、試算を行ったところ、MSFA においてはサンプルとして抽出したすべての案件で 20%のフロアに抵触する結果となった。

【Table：一定の前提にもとづく売掛債権・手形債権を裏付け資産とする短期証券化商品 RW 試算】

Tranche	MSFA RW	SSFA RW	BCRA RW	CR-Kirb RW
シニア	20%	20%～約 150%	100%	20%～約 250%

一律 20%のフロアはシンプルで分かりやすいというメリットがある一方で、特に MSFA が適用される短期の証券化商品において市場の適正な価格形成機能および価格発見機能を阻害するという問題点がある。今回の見直しでは、RW にフロアを設定する一方で、長期のトランシェに対して従来以上により重い資本賦課が課されることとなった。結果として、MSFA において、長期のトランシェでは幅広いレンジのパラメータ（PD/LGD 等）をとる案件に対してリスクセンシティブな RW が割り当てられるのに対し、短期ではパラメータが比較的高いレンジまで一律の RW が割り当てられ、実態的なリスクを反映した資本賦課ではなくなる。例えば、銀行が ABCP のスポンサーとなる場合、裏付資産の PD が 0.1%である ABCP と 1.5%である ABCP（一定の条件（M=1）を想定）いずれにおいても、同一の資本賦課が課されることになる。これにより、エクスポージャーのリスクの大小に拠らず、資金調達サイドである一般事業法人等に一律高いスプレッドで資金提供するという事態が想定される。このような問題を避けるために、新規制にて RW20%までフロアが引き上げられるべきではないと考える。仮にフロアが変更されなかったとしても、今回の見直しにおいては、トランシェのマチュリティ調整を通じて十分に保守的なリスク評価がなされており、規制見直しの目的が達成されていると考える。

【図：一定の前提（LGD=100%等）を置いたフロア・PD・M の関係】



売掛債権・手形債権を裏付けとする ABCP プログラムは、オリジネーターの商流にもとづく極めて短期間（6ヶ月未満）の取引が主体であるため、長期エクスポージャーとは特性が全く異なり、事実リーマンショック時にも影響は限定的であった。また、投資商品と異なり、ABCP プログラムは時価変動によるエクスポージャーの毀損リスクは無い。斯かるスキームに対しては、裏付資産のマチュリティを含めたリスク特性が資本賦課の枠組みにて十分考慮されるべきである。企業の資金調達重要な選択肢の一つという観点からいうと、コーポレートローン・エクスポージャーと整合した RW フロアとしなければ、マーケットの萎縮は避けられず、IRB 計算の RW 下限（PD0.03%、LGD45%、M1年）と同水準である現行の7%が適切と考える。

Q19：提案されたキャップとフロア RW との関係は適切か。

裏付資産を直接銀行が保有した場合にかかる資本賦課以上とすることは過度に保守的となるおそれがあるため、適切であると考えます。

優先証券化エクスポージャーについては、裏付資産のエクスポージャーに適用される平均リスクウェイトを、リスクウェイトのキャップとして適用することが認められているが、IRB 行が投資家として保有している案件については IRB による自行推計が困難な場合も想定される。この場合、SA の枠組みによる裏付資産のエクスポージャーを適用することを IRB 行に対しても認めて頂きたい。

Q21：各計算方式の開発や水準調整における仮定は、バーゼル委の目標に沿ったものになっているか。他の仮定が適切と考えられる場合には実取引にもとづく根拠を示してほしい。

エクセスプレッドを MSFA ならびに SSFA 計算に反映させるべきである。

エクセスプレッドは、裏付資産からの回収金により実現される内在的信用補完であり、劣後比率のみしか反映させない現行の MSFA および SSFA モデルは不完全である。そもそも RW は保有するポジションに潜在的に発生する損失への準備として必要となる資本額を計算するもの。計算の前提として一定の元本回収金を見込んだ計算となっており、それ自身として Future Principal Income を盛込んでいる。にもかかわらず、Principal の支払までに必ず支払われる Future Margin Income をモデル計算に織り込まないことは不合理である。特に市中協議案で示されている通り、RW 計算に Maturity を盛込む場合、当該期間に対応した FMI を勘案しない場合には、長期エクスポージャーについて過度な RW が算定されることにつながる。

RW 水準のベースとなっている MSFA において、損失の負担能力は、ファンディングされた単純な劣後比率のみとしており、裏付資産の劣化の進捗に応じ、加速的に償還を行うウォーターフォール上の仕組み等、ファンディングされていない信用補完を有する商品特性部分についてモデルの中で全く評価・考慮されていない。この点は、上記のようなファンディングされていない信用補完を有する多くのキャッシュ CDO や RMBS 等の証券化商品、中でもシニア・トランシェについて、リスク評価が適切に行われず、過度に保守的な RW となっている。

Q22：リテール商品をコーポレートと同様に扱う提案は適切か。(リテール商品の資産相関を調整するための関数を追加して) さらに関数を複雑化することは、満期調整のダブルカウントをなくすことにより正当化されるか。

関数を複雑化し、満期調整のダブルカウントをなくすことは、正当化されると考える。リテール商品とコーポレート商品を分別して計算を行うことは、通常の資本賦課額計算を行う場合でも採択されている方法であり、複雑性を理由としてこれを回避することは望ましくない。むしろ、枠組みが多少複雑となっても、ダブルカウントをなくして適正なリスクウェイトを反映するモデルにすべきと考える。

特に Q6 でも記載の通り、日本の広義の証券化市場における最大の発行体（直近1年間、毎月1000～2800億円発行）である住宅金融支援機構のリテールの住宅ローンの場合、貸倒率は過去平均約0.4%、最大でも2%を超えることは無く、LGDは担保があるため前提より低く、実態にあっていない。リテールのRWについては、QISの結果を踏まえ、ホールセールとは異なる水準を検討すべきである。

【Table：一定の前提にもとづく住宅金融支援機構 RMBS 試算】

MSFA RW	SSFA RW	Revised RBA RW
20%	69%	58%

## その他

### ○再証券化の取り扱いについて

再証券化について劣後信用補完を全く勘案しない集中レシオしか認めないのではなく、バーゼル2.5のように一次証券化対比で高いリスクウェイトを適用する枠組とすべき。

相対的に不確実性が高い再証券化商品について、高いリスクウェイトを課すことは理解。提案では、本来規制を強化すべき商品（100%証券化商品を裏付とするもの）から、パフォーマンスが悪化していない商品（CLO等、5%未満の僅少な証券化商品を裏付資産に含むもの）までを一律同様の取扱いとしている。これらを一律にBCRAによる計算として整理することは、過度に保守的な資本賦課となり、不適切であると考え。例えば外部格付があるにも関わらず、それを全く参照しないという方法は過度に硬直かつ保守的であり、他の証券化との対比でクリフを生む要因となるおそれがある。

### ○推定格付の見直しについて

バーゼルIIの推定格付に係る枠組みでは、参照証券化エクスポージャーは保有トランシェより劣後、とされている。これに対し、今回の市中協議の本文脚注22では、参照証券化エクスポージャーと保有トランシェがパリパスである場合も許容される枠組みに見直されたものと理解しており、この変更点を明確化すべきと考える。また、RRBAにて満期調整が入ったことに整合する形で、バーゼルII規制における適用要件の一つであるBCBS128 para618(b)は削除されるべきである。

#### ○裏付資産が購入債権の場合の取扱い

裏付資産が購入債権の場合、MSFA方式において、注釈28に、現行の枠組み同様に「トップ・ダウン・アプローチ」によるパラメータ推計が許容されている旨は記載されているが、ダイリューションリスクがある場合の取扱いに関する記載がなく、どのような取扱いを想定しているか確認させて頂きたい。

#### ○簡便法

MSFA方式において、「トップ・ダウン・アプローチ」が認められていることに鑑みれば、現行、裏付資産に分散がきいている（C1が「0.03以下」）場合、LGD=50%とする取扱いは引き続き認められるべきと考える。同様の理由により、N値についても、現行の簡便法（1/C1）は引き続き認められるべきである。

以上