

平成25年3月

各 位

一般社団法人 流動化・証券化協議会
事務局

バーゼル銀行監督委員会市中協議文書
「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」
に関する意見の要旨について

市場関係者様ならびに流動化・証券化協議会（以下「協議会」といいます。）
会員の皆様におかれましては、協議会の関連事務に関しまして、平素より格
別のご高配を賜り誠に有り難うございます。

さて、バーゼル銀行監督委員会より、昨年12月18日付で公表された市
中協議文書「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し（Revisions to the Basel
Securitization Framework）」（英文のみ。以下「協議文書」といいます。）に
対して、協議会では意見書¹（英文のみ。以下「SFJ 意見書」といいます。）
をとりまとめ、3月15日付で、バーゼル銀行監督委員会に提出いたしました。
本意見書の取りまとめに際しましては、多くの皆様から貴重なご意見な
らびに情報提供のご協力を賜りましたこと、厚く御礼申し上げます。

本稿では、今回の市中協議に至る経緯等を概観するとともに、当該意見書
の要旨（以下「SFJ 意見書要旨」といいます。）を以下にご紹介させていた
だきます。

¹ SFJ (15 March 2013) “Comments on Revisions to the Basel Securitization Framework”
(<http://www.sfj.gr.jp/opinion/data/public/130315.pdf>)

はじめに、今回の市中協議に至る経緯等を概観しますと、いわゆるサブプライム問題を受け、流動化・証券化取引については昨今国際的に規制強化の流れにあり、投資家に対する情報提供義務や範囲の拡充、格付機関への規制、地域によってはリスクリテンションに関するルールの導入などについて議論され、関連法令の改正や自主ルールの制定などを通じて具体化されている状況にあります。

一方、国際決済銀行（BIS²）のバーゼル銀行監督委員会（BCBS³）は、金融安定理事会（FSB⁴）や証券監督者国際機構（IOSCO⁵）など他の国際機関との協議などを踏まえた結果、銀行の自己資本規制に関する従来の枠組みにおいても、不適切な商品設計への牽制という点で必ずしも有効な立て付けではなかったと思われること、あるいは外部格付や分散効果への過度の依存があったことなどの認識に至り、証券化商品の資本賦課枠組みの改正作業を進めています。

このうち、再証券化商品に関しては、いわゆる Basel2.5 と通称される規制が 2009 年 7 月に公表されておりますが、今回の市中協議は、証券化商品のより包括的な資本賦課枠組みについて提案する位置付けとなっております。ここでは、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、および現行の資本賦課にみられるクリフ（段差）効果を抑制することを目的に、各種の改正案が提示され、市中協議に付されました。

しかしながら協議文書の提案内容をみますと、達観して資本賦課が相当過重になりかねない内容となっており、これまでに実施されている規制強化策とあわせ重複した負荷を負うことになりかねないと考えられます。

例えば、今回の提案では資本賦課を計算する枠組みとして 2 つの案（A 案および B 案）が提示され、各案で使用される計算方式の適用順位（協議文書では“hierarchy”と表現されています。）についてコメントが求められています。ここでいう計算方式とは、従来の「格付準拠方式」（いわゆる RBA⁶）

² Bank for International Settlements

³ Basel Committee on Banking Supervision

⁴ Financial Stability Board

⁵ International Organization of Securities Commissions

⁶ Ratings Based Approach

および「指定関数方式」（いわゆる SFA⁷）の各修正版および新たに導入される「バックストップ集中レシオ」と呼ばれる計算方式をいいます。この点に関しては計算方式の適用順位に関しても、また、各計算方式の具体的内容に関しても見直しもしくは継続検討が必要ではないかと考えられる点があります。協議会では、A 案を一部修正したものを「修正 A 案」として提示しています（SFJ 意見書要旨 1. および 2.）。

協議会は、上記の修正 A 案が妥当との見解ですが、仮に B 案による場合であっても、そこで対象となる「高品質」かつ「シニア」トランシェには、いわゆる他のトランシェとパリパス（同順位）扱いとなっているシニア・トランシェが含まれるべきですが、この点に関し現行の「シニア」の定義規定について見直しを提案しています（SFJ 意見書要旨 3.）。

次に、最も大きな重要論点といっても差し支えないと思われませんが、今回の提案では外部格付の利用に際しては、複数の適格格付機関から格付を取得することを要求しています。日本における流動化・証券化取引の現場では、単数格付で適正に運営されている例が数多くあり、このような複数格付の要件を必要としないケース（例えば、短期格付、少額の調達スキーム、当局裁量など）について考慮が必要と考えています。この点については海外の関係団体からもコスト負担面で難であるといった趣旨の意見や最低でも遡及適用は避けるべきであるといった意見が表明されているようで、引き続き注視が必要と思われ（SFJ 意見書要旨 4.）。

このほか、資本賦課水準の保守化の一環で過重・不相当とも思われる計算結果が各所で提示されています。計算されたリスク・ウェイトの水準がいずれも非常に高くなっている点（SFJ 意見書要旨 5. 7. 8.）、マチュリティを二重に評価している点（SFJ 意見書要旨 6.）、エクセスプレッドの信用補完効果が適切に考慮されていない点（SFJ 意見書要旨 9.）、マチュリティの定義が現場感覚からやや乖離しているように思われる点（SFJ 意見書要旨 10.）、リスク・ウェイトのフロアが妥当性を欠く設定となっている点（SFJ 意見書要旨 11.）、分散効果を過信したことに対する見直しという理由でリテール・エクスポージャーをコーポレート・エクスポージャーと同じ扱いとしている点（SFJ 意見書要旨 13.）、各計算方式間での水準

⁷ Supervisory Formula Approach

調整について課題が残る点（SFJ 意見書要旨 15.）など、再考を要すると思われる点がかなり広範にわたっています。詳細は SFJ 意見書要旨の該当項目をご参照願います。

本件についての概要は以上のとおりでございますが、協議会といたしましては、こうした国際規制の影響が我が国の流動化・証券化市場の活性化にとり不用意な足枷とならないよう、今後も市場関係者様からのご意見を拝聴・集約のうえ、適切妥当なパブリックコメントをもって情報発信を継続してゆく所存です。

また合わせまして、会員様ならびに市場関係者様の各種会合などをおしまして、より柔軟性の高い意見交換のためのフォーラムを目指して参りたいと考えております。皆様には、今後とも協議会の諸活動に関しましてご協力とご鞭撻を賜りたく、宜しくお願い申し上げます。

（本件に関するご照会先）
協議会事務局（国際規制・渉外・パネル事務取扱）
03-3580-1156
高原 k_takahara@sfj.gr.jp
工藤 a_kudo@sfj.gr.jp
宮澤 info@sfj.gr.jp

以 上

SFJ 意見書（要旨）

1. ヒエラルキー案の選択【SFJ 意見書 II.】

今回の協議文書では、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くことから、資本賦課方式に係る 2 つのヒエラルキー案のうち、A 案は、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修正指定関数方式（MSFA⁸）を第一順位にし、MSFA と同様に外部格付に依拠しない簡易指定関数方式（SSFA⁹）、および、外部格付を必要とする修正格付準拠方式（RRBA¹⁰）を第二順位としている。

B 案は、「高品質」（“high quality”）と認定されるエクスポージャーにつき、現行の RBA と同様の方式で資本賦課を決定することができ、現行の扱いとの連続性が高い点が評価できる一方で、「高品質」ではないエクスポージャーにつき、リスク感応的な方式である RRBA や MSFA の利用を認めないことについては疑問がある。このため、A 案と B 案の二者択一を迫られるのであれば、A 案を支持する。

2. 修正 A 案の提案【SFJ 意見書 III.】

各方式の適用の優先順位を、① MSFA、② RRBA、③ SSFA、④バックストップ集中レシオ方式（BCRA¹¹）の順とするべきである（以下「修正 A 案」という。）。

理由は、我々の認識では、日本およびアジア・太平洋地域の証券化商品に対する外部格付のパフォーマンスは、実用に耐える信頼性を維持していると考えているためである（参考資料 1 参照）。

SSFA よりは外部格付を用いる RRBA の方が、実態を踏まえたリスク感応的な方式であるといえ、外部格付が付与されていないケースについては SSFA の利用を認めることが合理的だと考える。したがって、提案のように、

⁸ Modified Supervisory Formula Approach

⁹ Simplified Supervisory Formula Approach

¹⁰ Revised Ratings Based Approach

¹¹ Backstop Concentration Ratio Approach

RRBA と SSFA は当局によるどちらか片方選択ではなく、RRBA と SSFA に優先順位を付ける（RRBA が優先とする）修正 A 案を要望する。

3. 現行の「シニア」の定義に関する改正要望【SFJ 意見書 IV.】

現行バーゼル委テキスト・パラグラフ 613 に規定する「シニア」の定義¹²は、一部実情にそぐわないので、この機会に改正することが適当と考える。

前述のとおり修正 A 案を要望するが、仮に B 案による場合であっても、RRBA, MSFA/SSFA が利用できる「高品質」「シニア」トランシェは、他のトランシェとパリパス（同順位）扱いとなっているシニア・トランシェが含まれるようにするべきである。すなわち、(1) 他のトランシェとパリパス（同順位）であることが約定されていること、(2) 適格格付機関（ECAI）¹³が、当該先行トランシェに付与している格付と同水準の格付を付与していること、を条件に、「シニア」に該当するという規定に変更することが適当である。

4. 外部格付の複数取得の要件【SFJ 意見書 V.】

RRBA の要件として、2 社以上の適格格付機関の格付を要求している点については、①短期格付の場合、②商品の発行総額が一定額以下の場合、③各国当局の判断により 1 社のみ適格格付機関格付の参照利用に支障がないと認められる場合に、1 社のみ適格格付機関格付の利用を認めることを要望する。このうち、商品の発行総額の閾値としては、市場において多数の投資家に販売される商品のサイズとして、300 億円（3 億ユーロ、3 億米ドル）が適当である。

理由としては、①短期の商品については、格付取得費用がオリジネーターの資金調達コストに及ぼす影響が大きい（たとえば、3 か月で償還される

¹² 「伝統的証券化で、ファースト・ロス部分の上位にある全てのトランシェに格付がある場合、最も高い格付が付されたポジションがシニア・トランシェとして扱われる。しかしながら、同じ格付が付されたトランシェが複数存在する場合には、ウォーターフォールで最優先とされているものだけがシニア・ポジションとして扱われる。」（全国銀行協会による仮訳案より一部抜粋。
http://www.zenginkyo.or.jp/service/hint/details/pop_01.html）

¹³ ECAI (Eligible Credit Assessment Institution)

商品に、発行額の 10bps 弱相当の追加的な格付取得費用がかかると、年率ベースの調達コストでは数十 bps ものインパクトがある。) ことを背景に、大型の ABCP プログラム等のケースを除き、短期商品については 1 社のみの格付会社から格付を取得する慣行が定着していること、②発行総額が大きい商品については、一般的に投資家の数が少なく、格付のエラー（もしあれば）の影響が広範囲に及ぶ虞が小さいこと、③格付のトラックレコード、信頼性、格付会社に対する規制の状況、クロスボーダー取引の有無および量的インパクトは、国によって状況が大きく異なっていることから、各国当局に、格付利用の是非（RRBA 利用の可否）および RRBA 利用時の ECAI の数（1 社で許容するか、2 社以上を要求するか）の要件設定を委ねることには合理性が認められること、④バーゼル 2.5 の導入に伴い、現行 RBA 利用の要件として、銀行が裏付資産等に関する一定の情報を収集することが義務付けられた（格付に対するデュー・デリジェンス要求が導入された）ことを踏まえると、1 社の格付会社の格付に基づいてリスク・ウェイトを決定することが、格付に対する機械的な依存とは言えなくなっていること、が挙げられる。

特に④については、RRBA では、格付によりリスク・ウェイトが自動的に算出されることにはなるが、利用する金融機関は、盲目的な格付利用は許容されておらず、日本においては、当局の定めた金融機関に対する「監督指針」や「検査マニュアル」においても証券化商品のリスク管理態勢の整備や外部格付に過度に依存しないための態勢整備が明示的に求められており、1 社格付であったとしても、外部格付に過度に依存することにはならないという現状を肯定的に評価すべきである。

この点につき、日本証券業協会が 2011 年に公表した報告書「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ 中間報告書」では、格付の信頼性について否定的な意見は述べられていないことから垣間見られるように、日本では、金融機関を含む格付の利用者の間では、格付を肯定的に評価する見方が主流であると認識している（参考資料 2 参照）。

5. RRBA で算出されるリスク・ウェイトの水準【SFJ 意見書 VI.】

提案されている RRBA で算出されるリスク・ウェイトの水準が、(1) 高格付領域と(2) マチュリティ (M) が長いものについて、過大である。たとえば、AAA 格のシニア・トランシェについて、M=1 でリスク・ウェイトが 18.1%、M=5 でリスク・ウェイトが 58.0%となるが、果たして M=5 の ABS が M=1 のそれに比べ、3.2 倍、約 40%ポイント (58.0%－18.1%=39.9%ポイント) の格差の信用リスクを内包しているとみるべきか疑問である。企業向けエクスポージャーに IRB モデルを適用する場合、AA 格相当の PD が 0.03%以下などであれば、リスク・ウェイトは 7%である。

現行の一般的な水準感をみると、信用力最上位の企業向けエクスポージャーは、M=1 でリスク・ウェイトが 7%で、M=5 でリスク・ウェイトが 20%である。すなわち約 2.8 倍、13%ポイント (20%－7%=13%ポイント) の格差しかない。また、M=1 でリスク・ウェイトが 18.1%となる企業向けエクスポージャーの場合、M=5 ではリスク・ウェイトが 46%となり、ここでも約 2.5 倍、28%ポイント (46%－18.1%=27.9%ポイント) の格差に留まる。

こうした事例を踏まえると今回の提案は必要以上に高いと考えられる。バーゼル銀行監督委員会が指摘する「高格付の証券化エクスポージャーにとってあまりにも低いリスク・ウェイト」(協議文書 5 ページの該当部分¹⁴を事務局で試訳。) という点に関しては、一部の証券化エクスポージャーについては賛同するが、提案されている RRBA は、他の種類のエクスポージャーに対する資本賦課と比べ、あまりに高い負荷となる。

外部の信用リスク評価専門家の恩恵を被る格付を取得しているエクスポージャーにつき、RRBA によるリスク・ウェイトよりも、SSFA または BCRA の方が低いケースがみられるが、行内のリスク評価・管理手法を高度化するために、独立した客観的なオピニオンとして外部格付を参照しようとする金融機関にとってインセンティブとなるよう、全般的には、BCRA よりは SSFA、SSFA よりは RRBA がより低いリスク・ウェイトになるよう調整すべきである。その原因は複合的であるため、RRBA の問題点および改善の方向性について、以下に述べる。

¹⁴ 協議文書の原文は、“Too low risk weights for highly-rated securitization exposures”

6. RRBA のマチュリティ調整の要否【SFJ 意見書 VII.】

格付会社は、一般的に、証券化エクスポージャーに係る格付分析過程で、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（要するに、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。）のであり、その格付の結果に対してMを用いて水準調整することは、Mを二重に評価しているに等しい。RRBAにおいては、マチュリティ（M）を用いないことが妥当である。

（この頁、以下余白）

7. MSFA の計算式に採用されているパラメーターの妥当性【SFJ 意見書 VIII.】

τ (タウ) や M (マチュリティ) の感応度を見るために、住宅ローンのプールの例を用いて MSFA の試算を行ったところ、特に M の違いによるリスク・ウェイトの変化幅が大き過ぎる嫌いがある (図表 1)。この点については水準調整が必要である。同様に、タウについても 100 ではなく、もっと大きな値を採用した方がよい。シニア・トランシェについては、それ以外のトランシェ (メザニントランシェ、劣後トランシェ) に比べ、モデルリスクが大きな問題になり難いことから、シニア・トランシェとそれ以外のトランシェに分け、シニア・トランシェについてはより大きなタウを採用して計算するという手法も考えられる。

ノンシニア・トランシェについても同様である (図表 2)。

図表 1 MSFA 方式の計算例 (シニア・トランシェの場合)
(均一・分散化プール, PD=0.4%, LGD=60%, AVC¹⁵=0.179, Kirb=3.0%, Attachment=43.0%, Detachment=100.0%、フロア勘案前)

Rw_MSFA_ex.floor	τ				
M	100	300	500	700	1000
1	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
2	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
3	0.001%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
4	0.021%	0.007%	0.005%	0.004%	0.004%
5	0.132%	0.063%	0.053%	0.050%	0.047%

図表 2 MSFA 方式の計算例 (ノンシニア・トランシェの場合)
(均一・分散化プール, PD=0.4%, LGD=60%, AVC=0.179, Kirb=3.0%, Attachment=43.0%, Detachment=48.0%、フロア勘案前)

Rw_MSFA_ex.floor	τ	non-senior			
M	100	300	500	700	1000
1	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
2	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
3	0.014%	0.002%	0.001%	0.001%	0.001%
4	0.193%	0.065%	0.050%	0.044%	0.040%
5	1.138%	0.574%	0.490%	0.457%	0.433%

¹⁵ Asset Value Correlations

8. SSFA の計算式に採用されている当局指定定数項 p の妥当性【SFJ 意見書 IX.】

同様に、 p の感応度を見るために、SSFA の試算を行ったが、 p の違いによるリスク・ウェイトの変化幅が大き過ぎる嫌いがある（図表 3）。この点について調整を求めたい。

図表 3 SSFA 方式の当局指定定数項の感応度

Rw_SSFA						
p	Ksenior	Knon-senior	KSSFA	Rw_SSFA	a	
0.5	1.5%	1.5%	0.005%	0.1%		-53.4
0.6	1.5%	1.5%	0.018%	0.2%		-44.5
0.7	1.5%	1.5%	0.042%	0.5%		-38.2
0.8	1.5%	1.5%	0.082%	1.0%		-33.4
0.9	1.5%	1.5%	0.140%	1.8%		-29.7
1.0	1.5%	1.5%	0.218%	2.7%		-26.7
1.1	1.5%	1.5%	0.315%	3.9%		-24.3
1.2	1.5%	1.5%	0.432%	5.4%		-22.3
1.3	1.5%	1.5%	0.567%	7.1%		-20.5
1.4	1.5%	1.5%	0.720%	9.0%		-19.1
1.5	1.5%	1.5%	0.890%	11.1%		-17.8

9. SSFA の設計【SFJ 意見書 X.】

裏付資産に現金準備金（信用補完に供する現金準備金に限る。）が含まれる場合、これをアタッチメントポイントに上乗せして計算するか、裏付資産の加重平均 SA リスク・ウェイトの計算に反映させるか、などの調整手法を用意すべきである。エクセススプレッド（ES）が信用補完効果を提供する構造を持つ証券化商品につき、アタッチメントポイントを超える損失に耐えることを踏まえ、期待される ES の一部をアタッチメントポイントに上乗せして計算する実務的に対応可能な方法がないか、検討を継続して欲しい。

10. マチュリティ (M) の定義の問題【SFJ 意見書 XI.】

今回の協議文書では、マチュリティ (M) は、「裏付資産のパフォーマンスの影響から独立した無条件のものでなければならず、これが利用できない場合は最終法定期限によらなければならない」（協議文書 30 ページの該当部分¹⁶を事務局で試訳。）とあり、また、現行バーゼル委テキスト・パラグラフ 320 に規定する実効マチュリティ (M) は、元利払いの期日までの金額加重平均期間としている¹⁷が、裏付資産が分割払いを約定しているすぐに資金化できる”self-liquidating”な資産（48 回分割毎月払いのオートローンや 30 年～35 年毎月元利均等払いの住宅ローンなど）については、不適切である。

日本の民間 RMBS では、シーケンシャル・ペイメントが採用されることが多いが、そこでは回収金はシニアの未償還残高から順次充当されていく。この結果、シニア・トランシェの満額償還時期（2~4 年）は、裏付資産（返済期限 30 年程度）に比べ相当早い。RMBS の市場慣行としては、裏付資産の CPR¹⁸（年率換算期限前償還率）、CDR¹⁹（年率換算デフォルト率）に基づく加重平均アベレージライフを使用している。この結果、裏付資産が 30 年とか 35 年の RMBS も 2 年程度の予想加重平均アベレージライフを有する債券とみなされている。

より保守的には、CPR を 0（または期限前償還のないベースでの予定回収金）として算定されるアベレージライフを M として用いることが適当である。

また、利息を無視し、元本の回収予定のみをベースにした計算も認めるべきである（利息を加味した場合に比べ、元本のみで計算すると、計算結果は若干長くなるので支障はない。）。なお、裏付資産がすぐに資金化できない資産の場合は、提案のままで支障ない。

¹⁶ 協議文書の原文は、“The contractual payments must be unconditional and must not be dependent from the actual performance of the securitized assets. If such unconditional contractual payment dates are not available, banks should use the final legal maturity”

¹⁷ 「キャッシュ・フローのスケジュールが決まっている商品（instrument）については、実効マチュリティ (M) は、次のように定義する。

$$\text{実効マチュリティ(M)} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t}}$$

ここで、 CF_t は、期間 t において、債務者が契約上支払うキャッシュ・フロー（元本、支払金利、および手数料）を表している。」（全国銀行協会による仮訳案より一部抜粋。

http://www.zenginkyo.or.jp/service/hint/details/pop_01.html

¹⁸ Constant Prepayment Rates

¹⁹ Constant Default Rates

1 1. リスク・ウェイトのフロアを 20%にすることの当否【SFJ 意見書 XII.】

MSFA については、フロアは 20%ではなく 7%にするべきである。MSFA は、IRB 行にのみ、かつ、IRB モデルを用いて裏付資産の PD 等を算出できる場合にのみ利用が認められる手法であることから、他の手法に比べた場合の整合性（合理的な差）を維持することが適当である。現在の IRB の枠組みでは、証券化エクスポージャーも含め、フロアは 7%（必要資本額ベースで 0.56%）に設定されている。証券化エクスポージャーのみが別異に扱われるべきではない。仮に今回の提案がモデルリスクに対応するための意図を有するものであったとしても、(1)そのようなリスクは他の資産タイプも共通して内包するものであり、(2)Basel3 の導入で必要資本が大幅に強化されて許容誤差も広がるので、上記の扱いは不要と考えられる。

MSFA のフロアを 7%として、他の方式、特に SSFA や BCRA よりも低くすることは、MSFA を採用しようとする銀行のインセンティブにも繋がり、こうした銀行のリスク管理体制を向上させる方向に向かうと考えられる。ECAI の格付のエラーを緩和するためにも、むしろ RRBA のフロアを MSFA より高めに設定することのほうが合理的である。前述のとおり、外部の信用リスク評価専門家の恩恵を被る格付を取得する RRBA は SSFA や BCRA よりもより信頼できる信用リスク評価指標を提供する方式として整理されるべきと考えられる。

なお、フロア水準は、短期（1 年以内）であるか長期（1 年超）であるかによっても差を設けることが適当である。短期のゾーンではデフォルトは観測されたことはなく、にもかかわらず 20%のリスク・ウェイトを適用することは合理性を欠くと考えられる。

1 2. フロアとキャップの優先順位につき、キャップ優先とする考え方の是非【SFJ 意見書 XIII.】

提案されている考え方に賛成である。提案されている、証券化エクスポージャーに対する資本賦課は、いかなる場合でも、その裏付資産全部を直接保有した場合の資本賦課を超えないとするルール 1 と、証券化のシニア・トランシェに適用されるリスク・ウェイトは、裏付資産に適用されるリスク・ウェイトを超えないとするルール 2 ならびに、キャップはフロアに優

先するというルール3は、何れも、論理的かつ合理的なルール体系であり、現行の証券化エクスポージャーの扱いにも適用するのが一案ではないかと考えられる。この部分のみ、先行して、早期にルール・テキストに反映することを検討してはどうであろうか。

こうしたルールが反映されていない状況下、SA行（地域金融機関）の多くは、2006年以前（Basel2実施前）は流動化・証券化に積極的であったにも関わらず、組成した住宅ローンや中小企業向け貸付債権の流動化が事実上保留されている。こうした合理的ではない負荷（留保ポジションについて、なんらの上限なく1250%のリスク・ウェイトがかかると、裏付資産を超えるリスクアセットを認識することになりかねない。）については、排除されることが適当と考えられる。

1 3. リテール資産を裏付けとする証券化についての別途の扱い【SFJ意見書 XIV.】

リテール資産や分散化されたプール（例えば、リース料債権の大数プール）を裏付けとする証券化エクスポージャーについて、コーポレート向け与信を裏付けとするプールと同視するべきではなく、MSFA および RRBA において、別途の方式を導入する余地があると考ええる。AVC によるヘアカットなども一案である。

理由は、リテール・エクスポージャーを主とした証券化エクスポージャーについては、コーポレート・エクスポージャーを対象としたプールより分散されており安定しているためである。

1 4. 高いデフォルトリスクまたは高い集中リスクを伴うリテール・エクスポージャーへの対応【SFJ意見書 XIV.】

一般に消費者向けの債権でデフォルト率の高いもの（例えば、クレジットカードであれば、年率3%~7%の貸倒れ率。）は、高いリスクに対応して超過収益が厚い。高いデフォルトリスクについては、こうしたイールドをもって手当されていると捉えることができる。また、最近問題となった（アジアおよび日本以外の地域で組成された）サブプライム RMBS の問題は、

モーゲージブローカーへの規制や引受け基準、格付機関によるデュー・デリジェンスによって手当されている。2004年から2007年に掛けて発生した一部の地域のサブプライムローンは、システムチックリスクや集中リスクの発現というよりは、フロードやモラルハザードのリスクが顕現化したものと捉えることができる。この点に関しては、既に現行の規制で十分対応されていることを踏まえると、さらに保守的な取り扱いをこの分野で付加することは必要ないと考えられる。

15. 異なる方式間の水準調整 (calibration) 【SFJ 意見書 XVI.】

MSFA と RRBA の水準調整について、RRBA のトランシェ格付 BB 以上の場合に、裏付資産の格付として B 格 (PD 4.73%, LGD 60%) を前提としているが、日本で組成される証券化商品の裏付資産の典型的な PD よりも高い (日本の住宅ローンは、PD 1%未満、オートローンは、1%から 2%程度の範囲と推測される) ことから、裏付資産の格付を BB 格 (PD 1.216%) として水準調整しても良いのではないかと (参考資料 3 参照)。

以 上

(参考資料1)

Moody's Investors Service, Cumulative Impairment Rates of Structured Finance Securities
Multi-Year Cumulative Impairment Rates by Cohort Rating, 1993-2011

Global Structured Finance										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.72%	2.47%	5.58%	8.61%	10.46%	11.23%	11.57%	11.88%	12.22%	12.60%
Aa	4.32%	13.60%	21.07%	26.12%	29.94%	32.38%	34.16%	35.50%	36.85%	38.38%
A	5.18%	14.79%	23.00%	29.64%	35.85%	41.70%	46.89%	50.02%	51.98%	53.31%
Baa	9.57%	21.43%	31.76%	40.17%	47.19%	53.64%	59.32%	62.48%	64.12%	65.50%
Ba	16.53%	28.47%	37.57%	44.53%	49.80%	54.55%	59.02%	62.84%	66.23%	68.98%
B	25.05%	36.42%	45.65%	54.09%	61.47%	67.92%	73.68%	78.51%	82.35%	85.48%
Caa	33.22%	56.31%	66.45%	74.91%	81.01%	84.66%	87.02%	89.13%	91.36%	93.23%
Investment-Grade	3.17%	8.68%	14.22%	18.88%	22.56%	25.47%	28.01%	29.67%	30.81%	31.82%
Speculative-Grade	23.89%	37.75%	46.47%	53.41%	59.01%	63.95%	68.50%	72.41%	75.77%	78.55%
All	6.38%	12.97%	18.77%	23.56%	27.40%	30.54%	33.37%	35.40%	36.95%	38.29%

EMEA ABS, CMBS, & RMBS										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
Aa	0.02%	0.07%	0.41%	0.75%	1.04%	1.24%	1.56%	2.15%	3.08%	3.60%
A	0.07%	0.45%	0.97%	1.44%	1.74%	2.06%	2.39%	3.02%	3.46%	3.80%
Baa	0.55%	1.67%	2.86%	3.83%	4.59%	5.22%	5.96%	7.17%	8.85%	8.85%
Ba	2.32%	5.43%	9.12%	12.29%	15.72%	18.71%	21.40%	24.38%	29.34%	29.34%
B	8.55%	16.36%	23.47%	31.41%	34.83%	42.34%	52.69%	52.69%		
Caa	19.16%	40.91%	57.68%	64.22%	68.30%	68.79%	68.79%			
Investment-Grade	0.12%	0.41%	0.80%	1.14%	1.41%	1.64%	1.90%	2.34%	2.81%	2.99%
Speculative-Grade	6.49%	12.96%	18.30%	22.26%	25.64%	28.52%	31.29%	33.81%	38.11%	38.11%
All	0.64%	1.39%	2.11%	2.67%	3.12%	3.48%	3.84%	4.33%	4.87%	5.04%

Asia-Pacific ABS, CMBS, & RMBS										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.00%	0.00%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
Aa	0.00%	0.00%	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
A	0.02%	0.44%	0.76%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%
Baa	0.28%	1.54%	3.18%	5.54%	6.01%	6.01%	6.01%	6.01%	6.01%	6.01%
Ba	1.37%	4.42%	7.67%	13.01%	16.46%	16.46%	16.46%	16.46%	16.46%	
B	6.54%	14.67%	24.07%	38.16%	42.25%	42.25%				
Caa	26.51%	57.87%	81.66%	81.66%						
Investment-Grade	0.03%	0.19%	0.41%	0.69%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
Speculative-Grade	5.78%	11.52%	16.20%	22.87%	26.26%	26.26%	26.26%	26.26%	26.26%	
All	0.36%	0.83%	1.28%	1.85%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%

Note: Impairments include downgrading to Ca or below (Ca or C) and defaults.

Source: Moody's Investors Service, *Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2011*, November 16, 2012

http://www.moodys.com/research/Default-Loss-Rates-of-Structured-Finance-Securities-1993-2011--PBC_147245

Excel file supplement

http://www.moodys.com/research/Default-Loss-Rates-of-Structured-Finance-Securities-1993-2011-Excel--PBC_147478

(参考資料2)

日本証券業協会
「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ 中間報告書」

「本ワーキング・グループにおける意見交換では、コーポレートファイナンスに係る格付及びストラクチャードファイナンスに係る格付共に格付の有用性を評価しているとの意見が大勢であった。コーポレートファイナンスに係る格付について評価しているとする理由としては、①発行体における市場評価形成材料のひとつとして有用、②投資判断に必要な情報のひとつである、③リスク分析において必要な指標のひとつである、④販売商品の適否を判断する目安のひとつであるといった点が挙げられた。ストラクチャードファイナンスに係る格付について評価しているとする理由としては、①投資判断における共通的な指標であり他商品との比較検討に有用である、②分析手法等の開示により、投資基準構築の参考事例として役割を果たした、③格付手法に適合する商品組成により、商品の標準化が図られたといった点が挙げられた。」

出所： 日本証券業協会 「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ 中間報告書」 平成23年6月27日
<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/saikenwg05.html>

株式会社格付投資情報センター (R&I) の資料からの引用

「R&I が信用格付を付与し、その後モニタリングしている証券化案件の裏付となっているオートローン債権について、2003年1月から2012年7月までの貸倒率とプリペイ（期限前返済）率を集計した。2012年7月期初の債権残高は約5266億円、オリジネーター数は7社、証券化プール数は531プール。」

「ダイナミックデータの過去1年平均の貸倒率は年率0.9%と、約半年前の集計値の1.4%から大きく低下した。低下した直接的な要因は、過去1年平均の集計対象期間が2011年8月から2012年7月までとなり、東日本大震災の影響で一時的に上昇した2012年4月から7月までの貸倒率が集計対象期間から外れたためである。貸倒率は、震災の影響で一時的に上昇した期間を除けば、2007年12月をピークに一貫して低下傾向にある。」

出所：株式会社格付投資情報センター「オートローン債権のパフォーマンス 2003年1月から2012年7月までのデータを集計」 2012年10月2日