

調査部長 江川 由紀雄

yukio.egawa@shinsei-sec.co.jp

(03) 6880-6035

日本版リスク・リテンション規制の実態(昨日の続き)

リスク・ウェイトが3倍になるもの・ならないものの境界線

昨日の新生ストラテジーノート第 349 号に続き、本日もリスク・リテンション規制について若干コメントしておく。

先週金曜日(2019 年 3 月 15 日)に金融庁が 3 月 31 日から適用開始となる自己資本比率規制に係る告示を改正し、改正後の告示、関係する「金融庁 Q&A」、パブリックコメントの結果など¹を発表した。これに関して、いくつかの報道がなされたので、そうした報道記事を目にして、「CLO をターゲットにした規制強化」、「保有する CLO のリスク・ウェイトが3倍になる」という印象を持っている人が多いようである。

実際には、リスク・リテンション規制は、自己資本比率規制上、「証券化エクスポージャー」として扱われるエクスポージャーのリスク・ウェイトやリスク・アセットの算出方法の改正と同時に、一定の基準を満たさない(いわゆるリスク・リテンション基準を満たさない)「証券化エクスポージャー」に対し、「オリジネーターの原資産に対する関与の状況、原資産の質その他の事情から不適切な原資産の組成がされていないと判断することができない限り」(改正後の告示²第 248 条第 3 項)、リスク・ウェイトを本則の3倍にするというものである。また、「オリジネーターの原資産に対する関与の状況、原資産の質その他の事情から不適切な原資産の組成がされていないと判断すること」ができる場合について、告示の改正と同時に公表された「金融庁 Q&A」中、「第 248 条—Q2」[『不適切な原資産の組成がなされていない』と判断できる場合とは、どのような場合ですか]³に例示されている。ここで例示された事例に該当するものであれば、オリジネーターが告示第 248 条第 3 項第 1 号から第 4 号に定める形態で 5%以上(第 4 号であれば 5%相当以上)のリスク・リテンションを行っていないとしても、リスク・ウェイトを3倍にする扱いは免れられる。

以下に当該「Q&A」を引用しておく。この内容については金融庁が定めた「Q&A」の文章を読み、

¹ 金融庁「自己資本比率規制(第1の柱・第3の柱)に関する告示等の一部改正等とパブリックコメントの結果公表について」2019年3月15日

<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20190315-1.html>

² 本稿で単に「告示」、「銀行1柱告示」と呼ぶものは、「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準(平成十八年金融庁告示第十九号)」である。銀行以外の業態の自己資本比率規制の対象になる金融機関については別の告示で自己資本比率規制が定められている。条文の位置の違いや若干の文言の差異があるが、内容は共通である。

³ <https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20190315-1/42.pdf>



そのまま理解するようにはしていただきたいと考えている。いわゆるオープンマーケット CLO については、この「Q&A」の①および②の記述内容への該当可能性が検討の対象になるであろう。

金融庁 Q&A 第 248 条-Q2

「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断できる場合とは、どのような場合ですか。

<「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断できる場合>

【関連条項】 第 248 条第 3 項

(Q)

第 248 条-Q2 「不適切な原資産の組成がなされていない」と判断できる場合とは、どのような場合ですか。(平成 31 年 3 月 15 日追加)

(A)

証券化取引において不適切な原資産の組成がなされていないかどうかの判断は、オリジネーターの原資産に対する関与の状況や原資産の質等を個別具体的に行う必要がありますが、不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合としては、例えば、以下のような場合が考えられます。

① オリジネーター等が第 248 条第 3 項各号に掲げる信用リスクと同等以上の信用リスクを負担していると確認できる場合の例

- オリジネーターが第 248 条第 3 項各号の条件を満たす信用リスク負担を行っていることを確認できない場合であっても、オリジネーターの親会社やいわゆるアレンジャー等の証券化商品の組成に深く関与したオリジネーター以外の関係者が信用リスクを負担しており、これらの者とオリジネーターの負担する当該信用リスクの合計が同項各号に掲げる信用リスクと同等以上であることが確認できる場合
- オリジネーターにおいて証券化エクスポージャーの保有によるリスクの負担はなされていないものの、劣後部分についてオリジネーターによる信用補完（※1）がなされており、これらの者が負担する当該信用リスクが同項各号に掲げる信用リスクと同等以上であることが確認できる場合
- 多数の債権等（証券化商品を除きます）が含まれる資産プールから、証券化商品の裏付資産となる債権等が無作為に選別される場合（※2）において、オリジネーターが当該資産プールに含まれる裏付資産となる原資産以外の全ての債権等を継



続的に保有すること（または、資産プールから原資産となる債権と同時に無作為に選別された特定の債権等をオリジネーターが継続的に保有すること）により負担する信用リスクが、当該資産プールの総エクスポージャーの 5%以上であることが確認できる場合

- 合成型証券化取引において、原資産たる債権に生じた損失をオリジネーターと投資家とが分担して負担する内容となっており、かつ、オリジネーターの負担する信用リスクが第 248 条第 3 項各号に掲げる信用リスクと同等以上であることが確認できる場合

※1 劣後トランシェに対する信用補完の方法として、組成時における各トランシェへの配当額の調整等によってエクセス・スプレッドが設定されることがあります。これは、オリジネーターが保証を行う場合と異なり、仮に、リスクが顕在化した場合であってもオリジネーターにおいて特段の出捐等を伴うわけではありません。このため、基本的にオリジネーターやその関係者による信用補完がなされているとはいえないと考えられます。

※2 無作為に選択されたといえるためには十分な量及び質を有する債権等が必要となります。量の面では、資産プールには一般的には 100 以上の債権等が含まれることが求められます。また、質の面では、証券化商品の原資産となる債権等と、オリジネーターが保有する債権等とを選別するに当たっては、オリジネーターの保有する債権等に特定の債権等が集中することがないよう、債権等の組成時期、種類、組成された地域、満期日、借入金の比率、権利の種類、事業セクター、未払残高等の事情を適切に考慮することが求められます。

② 原資産の質（※3）につき深度ある分析を行い不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合の例

- 適切な鑑定評価書やエンジニアリングレポートが作成されている不動産（不動産に関する信託受益権を含む）を原資産とする証券化商品のように、オリジネーターのリスク負担の有無にかかわらず、客観的な資料等から不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合
- 証券化商品の組成を行う者が、保有する資産を原資産として証券化商品の組成を行うのではなく、原資産たる債権を市場から購入する方法により証券化商品の組成を行う場合において、市場で調達される当該債権の質が不適切なものではないことについて、客観的な資料等から判断できる場合

※3 証券化商品の投資に当たっては、信用リスク等の観点から、原資産の質につき深度ある分析を行うことが特に重要となります。このため、原資産の質の判断方法と



して、証券化商品の外部格付けや原資産の市場での取引価格、原資産の短期間（特に好況期）のパフォーマンスのみをもって判断することは不十分であると考えられます。

これらに加えて、例えば原資産がローン債権であれば、オリジネーターによるローンの審査基準が適切なものか、ローン契約のコバナンツの内容が投資家の権利保護に資する内容となっているか、ローン債権に対する担保の内容や条件が適切なものか、オリジネーターやサービサー等における債権回収の能力等に問題がないかといった観点から確認・検証を行うことが求められます。

かかる確認・検証においては、実際に証券化商品の原資産たるローン債権の確認・検証が必要となりますが、その方法として金融機関自身が個別のローン債権について確認・検証が困難である場合には、上記の観点を含め、証券化目的導管体によるローン債権の取得・入替えの基準として客観的かつ合理的な基準が定められているか（証券化商品の組成に関与する者に原資産の選択に関し過大な裁量が与えられていないか）を確認の上、当該基準通りに裏付資産となる債権が適切に取得・入替えがされていることを適時に確認・検証すること（例えば、必要に応じ現実に取得・入替えがなされた原資産のサンプルチェックを行うことによる確認・検証）が考えられます。

その他、合理的なシナリオ・期間を前提としたストレステストを実施すること等により証券化商品全体のリスク分析を行っておくことも望ましい対応であると考えられます。

以上の確認・検証の結果を踏まえ、金融機関において定める投資基準に照らし原資産の不適切な組成がなされていないと判断できることが求められます。

③ 証券化商品の取得後の状況の変化等により第 248 条第 3 項各号の要件を満たさなくなったもののリスク保有が継続的になされていると判断できる場合の例

- 証券化商品の取得時にオリジネーターが第 248 条第 3 項各号の条件を満たしており、かつ、オリジネーターが当該エクスポージャーを継続保有しているにもかかわらず、原資産のデフォルトによりオリジネーターの保有するエクスポージャーの総額が同各号の要件を下回ってしまったに過ぎない場合

出所：金融庁



リスク・リテンション規制の経過措置

リスク・リテンション規制については、経過措置が設けられている。告示と同時に公表された「附則」にて、「銀行が適用日において保有する証券化エクスポージャーのリスク・ウェイトについては、当該銀行がその保有を継続している場合に限り、新銀行告示第二百四十八条第三項の規定は、適用しない。」(附則第6条)とされている。適用日(2019年3月31日)に保有し、保有を継続しているものについては、リスク・リテンション規制の対象にはならない。適用日より前に存在していた証券化エクスポージャーについても、適用日の翌日(2019年4月1日)以降、新たに取得すると、リスク・リテンション規制の適用を受ける。

既存の国内で組成された証券化商品の中に、リスク・リテンション規制の対象となり得るものがある程度含まれていることに留意しておきたい。リスク・リテンション規制の対象となるかならないかについては、告示第248条第3項の文言に加え、本稿で引用した「Q&A」を含め、金融庁が公表した第248条第3項関連の全ての「Q&A」(全部で5つ)をよく読み、適用関係を検討することになろう。

念のため、告示第248条第3項をここに全文引用しておく。

3 銀行は、第一項の場合において、当該銀行が証券化エクスポージャー(第二百五十一条に規定する証券化エクスポージャーを除く。)を保有する証券化取引のオリジネーター(当該銀行がオリジネーターである場合を含む。)が次に掲げる条件のいずれかを満たしていることを確認することができないときは、オリジネーターの原資産に対する関与の状況、原資産の質その他の事情から不適切な原資産の組成がされていないと判断することができない限り、当該証券化エクスポージャーについて次節第二款の規定により算出されるリスク・ウェイトに三を乗じて得られる値(千二百五十パーセントを超える場合には、千二百五十パーセント)を当該証券化エクスポージャーのリスク・ウェイトとして用いるものとする。

一 当該証券化取引における証券化エクスポージャーの全てのトランシェを均等に保有し(信用リスクをヘッジする方法その他の方法によりオリジネーターが実質的に信用リスクを負担していない部分については、保有していないものとみなす。以下この項において同じ。)、かつ、当該証券化エクスポージャーの合計額が当該証券化取引の原資産のエクスポージャーの総額の五パーセント以上であること。

二 当該証券化取引における証券化エクスポージャーの最劣後のトランシェを保有し、かつ、当該エクスポージャーの合計額が当該証券化取引の原資産のエクスポージャーの総額の五パーセント以上であること。

三 当該証券化取引における証券化エクスポージャーの最劣後のトランシェが五パー

セント未満であって、当該トランシェの全てを保有するとともに、当該トランシェ以外の各トランシェを均等に保有し、かつ、当該エクスポージャーの合計額が当該証券化取引の原資産のエクスポージャーの総額の五パーセント以上であること。

四 当該証券化取引における証券化エクスポージャーを継続的に保有することにより、当該オリジネーターが負担する信用リスクが前各号の条件を満たす場合の信用リスクと同等以上であると認められること。

出所：「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準(平成十八年金融庁告示第十九号)」第 248 条第 3 項

(調査部長 江川 由紀雄)

| | |
|------|--|
| 名称 | : 新生証券株式会社 (Shinsei Securities Co., Ltd.) 金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 95 号 |
| 所在地 | : 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町二丁目 4 番 3 号 日本橋室町野村ビル Tel : 03-6880-6000 (代表) |
| 加入協会 | : 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 |
| 資本金 | : 87.5 億円 |
| 主な事業 | : 金融商品取引業 |

本書に含まれる情報は、新生証券株式会社(以下、弊社)が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。本書は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本書は、特定の商品やサービスの勧誘・提供を行う目的で作成されたものではありません。本書で言及されている投資手法や取引については、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、これらの投資手法や取引については、金融市場や経済環境の変化もしくは価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。本書に含まれる予想及び意見は、本書作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、本書で取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。弊社は、法律で許容される範囲において、本書の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社は本書の内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。本書は限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

信用格付に関連する注意 本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘を目的としたものではありません。本書で言及または参照する信用格付には、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない者による無登録格付が含まれる場合があります。

著作権表示 © 2019 Shinsei Securities Co., Ltd. All rights reserved.