

新BIS規制と証券化市場の関係について

原 田 喜美枝

一、はじめに

新しい自己資本比率規制（以下、新BIS規制）の導入が二〇〇六年末に迫っている。日本の証券化市場は着実に成長してきているが、新聞報道などをみると、新BIS規制は証券化の阻害要因になりそうだという意見が多い。果たしてそういった意見は的を射ているのだろうか。間違っていないとすれば、どの程度正しいのだろうか。本稿では、「新BIS規制は証券化市場の成長

を阻害するか」という視点から、両者の関係について明らかにし、わかりやすく解説してみたい。

新BIS規制案（現段階では第三次市中協議案）の内容そのものについては、BISのホームページ（<http://www.bis.org/bcbs/index.htm>）に資料があり、邦文に仮翻訳された資料については日本銀行のホームページ（http://www.boj.or.jp/intl/03/intl_f.htm）や金融庁のホームページ（<http://www.fsa.go.jp/inter/inter.html>）に掲載されている。新BIS規制案の制度の解説等については本稿では触れないが、是非これらのホー

ムページを見ていただきたい。規制案、それに対する金融機関等のコメントなどだけではなく、新規制が導入されたときに予想されるインパクト、研究員が書いたワーキングペーパーなど、網羅的な情報が提供されているからである。

ただ、証券化もBIS規制も複雑であるので、手っ取り早く理解するのに最適な文献を挙げると、オリジナル資料として“Overview of the New Basel Capital Accord,” 仮訳された資料として「自己資本に関する新しいバーゼル合意」の概論^①、「自己資本に関する新しいバーゼル合意第三次市中協議案の概要」、「BIS規制」見直し第三次市中協議案・Q&A」などをあげることができる。それぞれ上記のサイトにおいてPDFファイルで提供されていて、簡単にみることがができる。では、新BIS規制の導入と証券化市場へのインパクト^②について考察していきたい。

二、最近の流れ

日米欧の銀行監督当局で構成するバーゼル銀行監視委員会（以下、バーゼル委員会）は二〇〇三年一〇月にマドリッドで総会を開き、新BIS規制の完成の目標を従来の二〇〇三年末から半年延ばし「遅くとも二〇〇四年半ば」とすることで合意している（BIS発行のプレス・リリース^③）。しかし、導入時期は従来どおり二〇〇六年末である。この原稿を執筆している時点が二〇〇四年一月であるから、新制度が施行されるまで二年をきった計算になる。現行規制の見直しは一九九八年から始められており、二〇〇六年末に新規制が導入される予定であるが、まだ最終合意は得られていないということは、各国の足並みが揃わず、合意が得られていないことであろう。

各国間の調整がうまくいかないのは、各国とも新 BIS 規制が自国の不利にならないようにしたいという思惑があるためである。証券化に関しては、調整を阻害するひとつの理由として、証券化

先進国米国の反発があるといわれている。たとえば、企業の倒産リスク等を取引するクレジット・デリバティブ市場では、米国側の強引な働きかけで、当初は認められていなかった条件が承認されるようになるなど、紆余曲折を経ている（米銀行団によるクレジット・デリバティブ市場での反発劇については、日本経済新聞二〇〇三年二月二五日を参照。クレジット・デリバティブ市場の取引に関する定義集の公表ニュースは、Financial Times Feb. 11, 2003 などを参照⁴⁾。

上述の二〇〇三年一〇月に公表されたプレス・リリースに基づき、これまでの動きを簡単におさえておこう。第一次市中協議案は一九九九年六月

に公表され、その後各国の金融機関・各団体・格付機関等のコメントが出された。続いて、第二次市中協議案が二〇〇一年一月に公表され、同じようにパブリック・コメントが寄せられている。

第三次市中協議案 (Third Consultative Paper, “C P 3.” と略されることが多い) は二〇〇三年四月に公表されている。続いて、外部からのコメントが受け付けられ、二〇〇三年以上におよぶコメントが二〇〇三年八月にまとめられて公表されている。

これとは別に、二〇〇三年五月にはバーゼル委員会による、新 BIS 規制の施行にともなう（予想される）インパクトの調査も明らかにされている。邦銀（六六行）に対するインパクトは日本銀行と金融庁が調査して公表しているが、公表内容は非常に限られたものでしかない。これらの資料も上記ホームページからそれぞれダウンロードす

ることができる。

三、証券化市場と新BIS規制

(1) 銀行のプレゼンス

従来、証券化市場のメインプレーヤーはリース・クレジット会社や信販会社であったが、その構図は近年大きく変化してきている。たとえば、すでに六千億円のRMBS（住宅ローン証券化商品）を発行している住宅金融公庫はメインプレーヤーの上位に位置している。住宅金融公庫がRMBSの発行を始めたとき、政府系組織がコンスタントに証券化を行なうことが市場活性化につながるとして評価されたのは記憶に新しい。政府・及び政府関連の組織がオリジネーターとして上位に姿を現すようになってきていることが近年みられる変化の一つである。

また、ドイツ証券会社のレポートによると（セキユリタイゼーション〇四／〇三、二〇〇三年四月二日）、平成一四年度の証券化商品の発行額は五兆三四〇九億円となり、前年度比でみて三一%も伸びている。市場が成長した背景には、オリジネーターとしての銀行の影響が大きい。別の資料によると、二〇〇三年前半（一月から六月）に銀行の発行した証券化商品は市場全体の四一%へと上昇し、八、六二八億円に達している（日本経済新聞、二〇〇三年七月二三日）。

銀行や政府系機関がオリジネーターとして市場を牽引するようになり、今や市場の勢力図は大きく塗り変わってしまったようである。銀行発行の証券化が減れば市場が打撃を受けることは間違いないさそうである。まず、銀行にとって気になる新BIS規制の中身をみてみよう。証券化に関する規制はどうなっているのだろうか。

(2) 証券化に関する規制⁵⁾

新規制は、①最低所要自己資本、②自己資本充実に関する監督上の検証、③情報開示の三つの柱から成る。第一の柱「最低所要自己資本」では、BIS比率の分母をより正しく計測するために精緻化されていて、証券化に関する規制案はこれの中に規定されている。ちなみに、現行規制（一九八八年に合意されたBIS規制）では証券化に関する取り扱いは存在しない。

新規制案の証券化に関する自己資本比率規制の概要を説明すると、大きく分けて投資家としての銀行、オリジネーターとしての銀行に大別される。投資家としての銀行は、購入する商品の格付けに応じて当局が指定するリスクウェイトを適用する必要があるが、格付けが低くなるに応じてリスクウェイトが高くなる傾向が強い。たとえば、シングルA格までならリスクウェイトは一〇%な

のに対し、Ba₃より格付けが下がれば一〇〇%以上のウェイトが課せられる。Ba₃であれば一一九%、Ba₃であれば何と五二二%のリスクウェイトなのである（ただし、これらは標準的手法を用いて信用リスクを評価する場合である。

新BIS規制では標準的手法と内部格付（IRB）手法の二つがある⁶⁾。

これではリスク許容幅の広い投資家が育たなくなる、市場に供給される商品が少なくなるといった意見がでるのも無理はない。また、オリジネーターとしての銀行は、証券化のトランシェ（劣後部分等）を自己保有した場合、自己資本賦課の対象となり、証券化により抱える劣後部分の格付けが低ければ今まで以上に自己資本を手厚く積まなければならない。

日本では、銀行に限らずオリジネーターが証券化の劣後部分を自己保有することは珍しいことで

はなかった。証券化の劣後保有に関しては、一九九八年三月の大蔵省告示第一四五号による規制「ロー・レベル・リコース・ルール」がある。「ロー・レベル・リコース・ルール」とは、劣後部分を八%以上保有すると、リスクアセットの削減効果はなく、劣後部分が八%を下回る場合、八%を下回る部分だけ所要自己資本の軽減を認める、というものである。つまり、新BIS規制は日本の現行規制にくらべてはるかにリスク感応度の高いフレームワークとなっている。

そのため、「日本の証券化市場のような、まだ成熟していない市場（“infant industry”）に対してこのような規制を課すということは市場の成長を妨げる」という意見が多い。日本の市場は急成長しているとはいえ、約五兆円の市場規模であり、約三三四兆円の米国、約二〇兆円のEUに比べるとはるかにその規模は小さい（日本銀行金融

市場化市場企画グループ、マーケット・レビュー「クレジット市場改革と日本銀行の取り組み」、二〇〇三年七月に円ベースでの市場規模の比較表がある）。日本の金融機関がバーゼル委員会に提出したパブリック・コメントの中にも、同様の主張を見つけることができる。複数の機関が提出したパブリック・コメントを見ると、証券化の規制案に対する日本側の主張は大体六つにまとめることができる。

① 証券化に係るリスクウェイトを低くしてほしい、② 非公表格付けも利用したい、③ AB CP（資産担保コマーシャルペーパー）プログラムに対してもっと好意的な規制を適用してほしい、④ 暗黙のリコース（“implicit recourse”）のついた証券化についての取り扱いを緩和してほしい、⑤ 自己の保有する資産の売却についての規制を緩和してほしい、⑥ 早期償還事由を認め

てほしい、といった内容である。

日本の証券化市場では非公表の格付けが決して少なくない。そのため、R & I は「市場に公表格付けが根付くまで、各国金融監督当局の裁量により非公表格付けと公表格付けを同様に取り扱う余地を残しておくことも一案と考えられる」としている（株投資格付情報センター、「BIS 規制見直し第三次市中協議案」に対するコメント、二〇〇三年七月）。

ABC プログラムについては、現行の規制（一九八八年の BIS 規制）では、銀行が ABC P の元利を保証しても銀行にリスクがないとみている。しかし新規制案では、このタイプの CP 発行情額の一定割合を銀行のリスク資産とみなすことになっている。

リコースとは、遡って追及することであり、「遡及される」という意味である。遡及権を持つ

ローンをリコースローンと呼ぶ。たとえば、不動産担保融資で担保物件を売却しても債権額に満たない場合、担保物件以外にも返済義務が生じるような場合、このローンをリコースローンと呼ぶ。これに対して、ノンリコースローンは担保物件以外には遡及されないローンのことである。『暗黙の』というのはグレーゾーンにあるもの、とみることができる。何かあれば銀行がリコースしてくれることが予測できる債権については、リスクが完全に切り離されていないという観点から、厳しい規制が課されることになっている。

早期償還事由とは、証券化でよく利用される信用補完のひとつで、これが発生すると、投資家には早期に償還がおこなわれる。たとえば、証券化スキームの関係者の破綻や支払不能などが早期償還事由にあたる。つまり、投資家は証券化の対象資産から生じる損失を蒙らないように守られてい

る。逆の見方をすればリスクは銀行側にあることになる。バーゼル委員会ではみている。

四、おわりに

以上のことから判断すると、確かに、新BIS規制の導入は証券化市場に負のインパクトを持っているようである。しかし、銀行がオリジネーターのトップとなり、証券化を積極的に行ってきた背景には、自己資本比率（国際的に活動する銀行はリスク資産の8%以上の自己資本比率を持つことが義務づけられている）の低下を防ぐという目的があった。銀行が保有する貸付債権は、自己資本比率を求める際の分母に入るため、貸出債権を証券化してバランスシートから落とす必要があったのである。逆にいえば、増資を行なうことや株価が回復することも証券化の阻害要因といえ

るのである。普通株や優先株による資本増強によつて、自己資本比率を求める際の分子に入つてくる資本を充実させることができるからである。

ABC Pに関する規制の変更に対しては、無保証型のABC Pの発行が増えているという新たな動きがみられる。無保証型であればリスクアセツトとみなされないためである。たとえば、今年度内に、みずほコーポレート銀行は無保証のABC Pを一十億円、三井住友銀行も数千億円規模に増やす方針であり、UFJ銀行は既にトヨタ自動車向け売掛債権を担保にしたCPを無保証で組成している（日本経済新聞、二〇〇三年七月八日）。

新BIS規制は証券化の阻害要因のひとつにはなりうるが、最大の懸念材料であるとは必ずしも言えないのではないだろうか。

雑誌「Risk」(二〇〇三年六月)“Basel II: A race to the finish”に「次のような記述がある。

“There is still a bias against securitisation—that part has not changed in CP3.

Dwight Jenkins, American Securitization Accossiation Forum. (第三次市中協議案にはまだまだ証券化に対する偏見が残っている(筆者訳))”。

現段階の最新情報は、二〇〇三年一〇月に開催されたマドリードでの総会(脚注3参照)を踏まえ、二〇〇四年一月一五日に公表されているプレス・リリースである。これによると、第三次市中協議案について、民間金融機関から出されたコメントをもとに幾つかの修正がおこなわれたようである。証券化についてもオリジネーターとなる銀行と投資家となる銀行を同様に取り扱うようにするなど幾つかの進展がみられる。

今後公表が予定されている最終案では、証券化に対する規制はどのように変化するだろうか。日本の証券化市場の成長が正しい方向に促進されるような規制が敷かれることを期待したいところである。

(注)

(1) 本原稿の一部に、Rixtel, van Adrian, Alexopoulou Iona and Harada Kimie, “The New Basel Capital Accord and Its Impact on Japanese Banking: A Qualitative Analysis.” の内容を翻訳したものを利用している。筆者も参加しているこの共著論文は、二〇〇四年に South-Western 社より出版される『The New Capital Accord』の中の一章である。筆者はこの一章の中で証券化の節で BIS 規制案に対する日本の銀行の意見、日本語文章の英訳を担当した。

この論文では、新 BIS 規制は、証券化に対して負の影響が大きいが、シンジケートローン市場には触媒としてプラスに働くことを示している。本稿では、前半の証券化に関するところのみを、新たな資料を加えて考察した。

(2) 新 BIS 規制と証券化について詳しく解説している邦文

著書として、青木浩子著『新バーゼル合意と資産証券化』有斐閣、二〇〇三年がある。その他、最近出版されたBIS関連の書籍として、氷見野良三著『検証BIS規制と日本』金融財政事情研究会、二〇〇三年がある。

(3) The Basel Committee on Banking Supervision press release (11 October 2003)

次のサイトにレポート内容が公表されている。

http://www.boj.or.jp/intl/03/intl_fm.htm

(4) クレジット・デリバティブ市場の解説については、拙稿、原田喜美枝「証券化市場とクレジット・デリバティブ市場：両市場の関連と現状」『証券経済研究』日本証券経済研究所 第四一号、二〇〇三年三月を参照。

(5) ここでの記述は第三次市中協議案の内容に基づいている。二〇〇四年一月に発表されたリリース内容については触れていない。

(6) 内部格付手法には、基礎的手法と先進的手法の二つの選択肢がある。銀行自らの内部評価の結果が、自己資本の算出をするときの入力情報になるという点が大きな特徴である。詳細は公表資料を参考。

（はらだ きみえ・大東文化大学講師
当研究所客員研究員）