

# 簡易合成証券化

## 貸借対照表の合成証券化に投資する理由と方法

### はじめに

2015年9月30日に欧州委員会（「EC」）は資本市場同盟についてのアクションプランを公開しました。その中に、ECは高品質な証券化を促進するための規制を含めています。これは、一連の基準を満たす証券化を優先的に資本処理することで促進されます。その基準は、証券化をシンプルかつ透明化し、さらに標準化することに焦点を当てています（「STS」基準）。綿密な調査と業界への聞き取り後、真正売買証券化と ABCP 証券化についての STS 基準の規制が起草されました。一方、ECは欧州銀行監督機構（「EBA」）に合成証券化について同様の調査をするように依頼しました。

当社は、貸借対照表の合成証券化についての STS 基準を起草するイニシアティブを強力に支援しました。合成証券化はより持続可能な金融システムに貢献し、実体経済に付加価値を加え、さらにシンプルなコンセプトで標準化に適していると確信しているためです。このポジションペーパーで、当社が合成証券化に投資する理由、当社の基本投資理念、さらに特定リスクへの懸念をどのように排除するかについて強調し、上記の確信の根拠を示します。

#### PGGM および PFZW

PGGM はオランダの主要な年金基金サービス提供者で、現在はオランダの複数の年金基金 1810億ユーロ（2015年9月30日現在）を管理しています。その中には、介護および健康管理部門（「PFZW」）の年金基金1610億ユーロ（2015年9

月30日現在）も含まれます。PGGM および PFZW はともに非営利組織で、財務リターンと社会的責任は密接に関連していると固く信じています。このため、当社が発展させている社会的課題および責任ある投資の理念の中で、環境、社会およびガバナンスの基準を満たす企業、プロジェクトや資産に投資することをうたっています。こうしたイニシアティブを通じ、当社は金融機関としての責任を担い、より持続可能な経済システムに積極的に貢献しています。

PFZW は PGGM に対し、合成証券化を中心に資産の最大 2.5% までを貸借対照表の証券化に投資するという独占的な資産運用委託を行っています。通常、当社はファーストロストランジェに投資し、それを「リスクシェアリング取引」と呼んでいます。当社は 2006 年に投資を開始し、その時以降、毎年新しい取引を実行しています。すべての取引を合わせると、この種のリスクシェアリング取引への投資総額は現在までに 50 億ユーロを超えるまでになり、800 億ユーロ超の貸付ポートフォリオと結び付いています。このように、当社は証券化市場のこのセグメントにおける最も経験豊かで活発な世界的投資会社の一社になっています。当社の現在のポートフォリオは世界各地のリスク資産関連の基本的なポートフォリオである名目 370 億ユーロ程度の取引に投資されています。リスク分担型取引に関わることで PGGM および PFZW は、銀行セクターが信用リスクを管理するよう支援し、それによりシステミック・リスクを抑制し、PGGM の責任ある投資理念の柱の一つである、持続可能な財務システムを

## 合成証券化とは？

合成証券化では、銀行はローンポートフォリオに対するクレジットプロテクションを投資家から購入します。これは、そのポートフォリオに含まれるローンがデフォルトになると、投資家はポートフォリオ内のローンで生じた損失を最高金額まで、つまり投資金額まで銀行に返金することを意味します。つまり、この金額はポートフォリオの一部に対するクレジットプロテクションを提供します。これはしばしば「ファーストロストランシェ」と呼ばれます。このランシェのサイズは、少なくともポートフォリオで予測される損失、さらに予測される損失の一部をカバーするように選ばれます。銀行は常に残りのリスクを保持しますが、これは「上位ランシェ」と呼ばれます。

取引を締結する前に、銀行と投資家は、投資家がリスクにさらす金額、契約期間、およびポートフォリオに含めることができるローンなどの取引条件に合意します。適格なローンの選択は、投資家がローンの借り手の実名を知り得る開示ベースか、あるいは投資家が借り手の身元を知らないブラインドプールベースのいずれかが可能です。後者の場合、ローンはローンの種類、セクター、地理、信用リスクなどの基準で選ばれます。

「合成」という用語は、真正売買取引とは異なり、証券化されたローンが銀行により売却されず、銀行の貸借対照表に記載され続けるという事実由来に由来します。このようにして、銀行は証券化したローンの信用リスクを低減し、

ローンおよび顧客自体との融資関係を管理する責任を維持し続けます。合成証券化はしばしば、簡単には売却できないローンの信用リスクをヘッジするために利用されます<sup>1</sup>。例えば、リボルビング信用枠、SME 融資および貿易金融などです。これらにはしばしば、銀行のみが対応可能で、ノンバンクでは簡単に引き受けられない、大量のオペレーションが必要になります。

## 合成 対 真正売買取引証券化

合成証券化は真正売買取引証券化とは、使用する目的が異なります。真正売買取引証券化では、銀行は特別目的事業体（「SPE」）にローンを売却するため、取引の締結時に資金を受け取ります。通常、銀行はファーストロストランシェを保持します。投資家は通常、リスクの低い上位ランシェだけを負担します。

一般に、合成証券化ではファーストロストランシェは投資家に移転され、残りは銀行が保有します。投資金額は一般的に、銀行がそのポートフォリオを保有するために必要とする資本金額よりも大きくなります。証券化により完全なヘッジが提供されるため、銀行は合成証券化取引による自己資本軽減効果の恩恵を受けることができません。

しかし、ローンは売却されないため、銀行が受け取ることができる唯一の支払はポートフォリオで損失が生じた場合です。このため、合成証券化は主に信用リスクのヘッジおよび資本管理が目的であり、資金調達を目的としてはいません。

### 真正売買取引 対 合成証券化

	真正売買取引証券化	合成証券化
資産の売却 銀行の目的 SPE 必須？	はい 資金調達	いいえ 信用リスクのヘッジ/資本管理 可能、必須ではない
資産の所有権 一般的な資産タイプ	はい SPE 消費者ローン、クレジットカード売掛金、抵当権付き住宅ローン	発生元銀行 企業債券、SME 融資、貿易金融 事前に同意した信用リスクプレミアム
投資家のリターン 基となるローンの金利リスク 基となるローンの通貨リスク	基となるローンからのキャッシュフローに基づく 別途ヘッジ 別途ヘッジ	に基づく 該当しない 該当しない

1 これは、証券化されたローンが銀行の貸借対照表に残るため、「貸借対照表の証券化」と呼ばれます。合成証券化の技術は、買い手が実際には所有していない資産のクレジットプロテクションを購入するために使用することも可能です。これはアービトラージの証券化と呼ばれます。このため、銀行が証券化したローンの所有権を保有するという事実から生じる合成証券化の利点は、アービトラージの証券化には該当しません。当社は貸借対照表の証券化には投資しますが、アービトラージの証券化には投資しません。従って、本書に記載の説明はすべて貸借対照表の証券化にのみ適用されます。

## 複雑性

合成証券化に関する主な懸念は、それが複雑だということです。これは全部が不公平であるとは言い切れません。合成証券化の信用リスク移転の法的なメカニズムは、構造的に威圧的であり、一見して完全に把握することは困難です。このため、当社は適切な取引構造を注意深く検討しました（詳細は以下参照）。

つまり、当社は貸借対照表の合成証券化、または「リスクシェアリング取引」は概念的には極めてシンプルであると考えています。投資家は銀行からの選択したローンポートフォリオに対する信用リスクを、事前に合意した金額を限度として負担します。この信用リスクに対して、投資家は定期的な利払いという形で釣り合いの取れたリターンを得ます。基本的には、これが全てです。

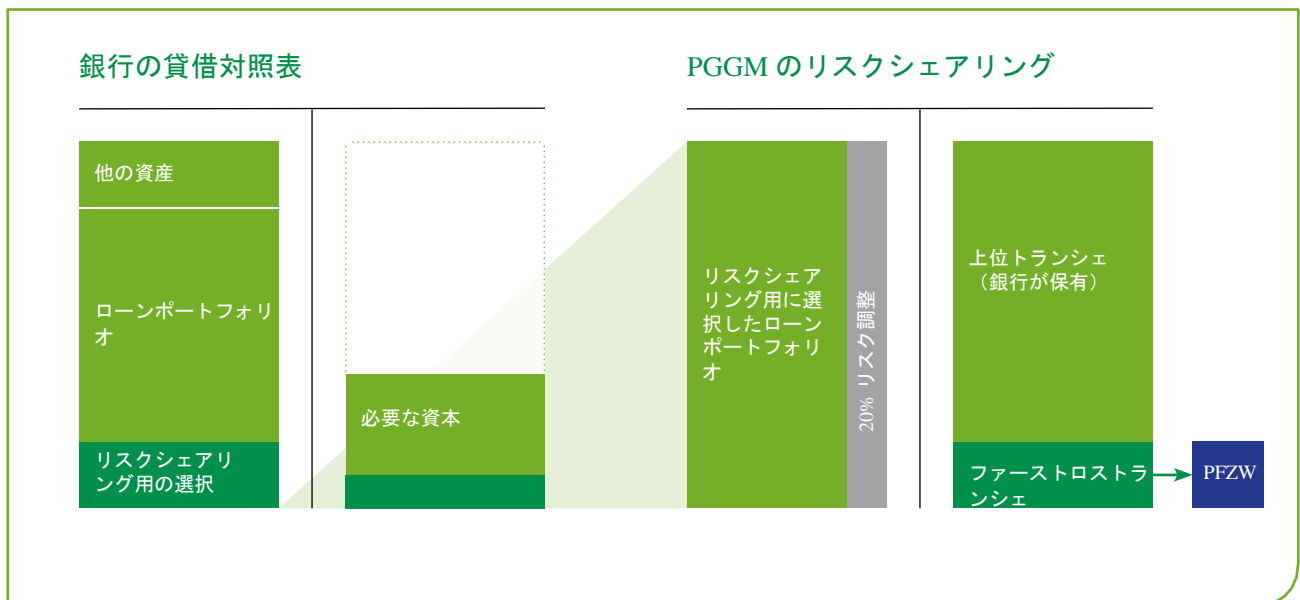
以下の図は当社のリスクシェアリング取引の一般的な概要を示しています。銀行と共に、当社は銀行の貸借対照表に記載された特定の貸出帳からの、リスクシェアリングポートフォリオ（図の左側）に適切なローンの選択肢に同意します。そのローンポートフォリオの中から、当社は一般的にファーストロストランシェに投資し、銀行は上位トランシェを保有します。さらに、当社は強力な利益の一致があることを確認します。銀行に、当社とおなじ信用リスクの少なくとも20%を継続して保有してもらうことで、当社は利益の一致を作り出します。このようにして、信用損失が生じた際に、双方が「痛みを感じ」ます。当社は、これにより比較的簡単に理解しやすいリスクとリターンのプロファイルが提供できると考えます。

## 懸念

それでもなお、正当な懸念がいくつか残ります。銀行の観点からの主な懸念は、信用リスクがその構成を通じて適切に移転できるのかという点です<sup>2</sup>。投資家の観点からは、以下の点について特定の懸念があります。

- **信用リスク**：投資家がさらされる信用リスクのタイプは？
- **モラルハザード**：銀行はヘッジした後もローンを提供するのか？
- **逆淘汰**：証券化に含まれるのは不良債権のみか？
- **運用リスク**：証券化の構造は機能するのか？
- **カウンターパーティリスク**：投資家は銀行の債務不履行リスクにさらされるのか？
- **構造的リスク**：この構造により生じる他のリスクは何か？

当社はこれらの懸念を理解しています。投資家として、当社も上記の懸念を共有しています。以下のセクションでは、まず当社の中心的信条を概説し、その後当社が様々な要素に対処している方法、さらには当社 - および当社の顧客 - がかかるリスクを心配していない理由について検討します。



<sup>2</sup> この懸念については、重大なリスク移転についてのガイドラインで説明します。本書では扱いません。

## 当社の中心的信条

上述したように、当社内部では合成貸借対照表証券化への投資を、「リスクシェアリング取引」と呼んでいます。この用語の使用は、この取引は信用リスクの純粋な共有であるべきであるという当社の主たる信条を強調しています。この取引によって当社が投資家として被る損失は、証券化されたプール内のローンによって発生元銀行が被る損失と可能な限り等しくあるべきです。

これを基にした、当社の中心的信条は以下の通り

- 銀行と長期的なパートナーシップを築き、
- その中で、当社は銀行の中核事業に関する信用リスクで、
- その中で、銀行が市場で好適に認識されている活動の信用リスクのみを共有し、
- 基となるローンブックを公平に反映しているリスクシェアリングポートフォリオに投資し、
- その際には、損失を共有するために実際の利益の一致を伴い
- いずれの側にも顕著なカウンターパーティーリスクがないものとする。

## 懸念への対処

合成証券化の経験豊富な投資家として、魅力的で簡単なリスク-リターンプロファイルを伴う堅固な取引を当社顧客向けに構築するため、当社は前述の懸念に対処する方法を熟慮しました。

初めに、当社が努力したのは、銀行の中核的クレジットポートフォリオにおける銀行の損失を、銀行と同じように共有する**長期的パートナーシップ**です。そのため、当社はリスクシェアリングポートフォリオの最終的な損失を、銀行が損益勘定に記帳するのと同じレベルで清算するように常に意図しています。これは、株主が損失に向き合う方法と一致しています。さらに、長期的なパートナーとして、当社はリスク共有銀行から非常に歓迎されています。それにより、取引の満期時には、当社は常に新規取引の交渉が可能であり、銀行が関連するローンブックの継続的なクレジットプロテクションを確実に利用できるようにしています。当社は10年近い経験の中で、満期取引をロールオーバーできるこの種の関係を複数構築しています。当社はさらなる関係を構築するように引き続き努力しています。

個々の取引の開始点として、当社はローンポートフォリオの**信用リスクの純粋な共有**の正当性を信じています。当社は、信用リスクを定期的に支払うべき単純費用として値付けしています。当社は過度なスプレッドやその他の複雑なメカニズムを避けることによる**単純な価格設定**を優先しています。

3 当社は、取引の価格と、基となるローンの金利を分けることを望みます。銀行は、ローンをその銀行が顧客に提供するサービスパッケージ全体を基にして価格付けします。それにより、銀行のその他の事業を通じて補填される割引がある場合があります。

4 単独債務者制限、セクター制限、格付けバケット制限および地理的制限等は、リファレンスポートフォリオが守らなければならない基準の例です。

そのため、当社が求める価格は基となるローンの利率とは全く別であり<sup>3</sup>、そのローンに見込まれる信用リスクに関連する純粋なリスクプレミアムです。そのため、投資家が被る最終的な結果は、基本的には、残高プールから予測損失を減算した金額に対するリスクプレミアムです。通貨リスク、金利リスクおよびカウンターパーティーリスクなどのこれ以外のリスクは、ストラクチャリングを通じて軽減されます。当社がこの種のリスクをどのように処理しているかは後ほど説明します。

取引の**信用リスク**を理解するために、当社はローンポートフォリオや銀行について綿密なデューデリジェンスを実施し、取引をストラクチャリングする際に注意深く考慮しています。最初に、信用リスクの潜在的なタイプを理解することが重要です。潜在的なリスクを理解しない場合、当社は投資しません。

二番目に、当社は銀行の**市場で認められた位置**を占め成功している**中核的活動**に由来する信用リスクに焦点を当てています。当社にとって、その活動が銀行のDNAにしっかりと組み込まれており、上級管理者から注目を集めていて、その銀行に内部で適切に（リスク）管理をする手段があることに意味があるのです。

さらに、当社は信用リスクの共有を考えている（融資）活動に関連する銀行の**プロセス**にもかなりの注意を払います。当社は銀行内の関連するすべてのプロセス、主要な関係者、さらにそれらのプロセスにおける銀行の実績を完全に理解するために多大の時間を費やします。特に注意を払う領域には、発生、モニタリング、処理、リスク管理、全体的な戦略への適合性等があります。実際、個別銀行とリスクシェアリング取引の契約を交わす際に、当社は上記プロセスに「署名」します。

リスクシェアリングポートフォリオの根本的なエンティティの実際の個々の名前を知るとは、当社にとって重要ではありません。当社が知りたいことは、内部信用格付けや、産業セクター、国、傾向などの各項目のリスク特徴です。この観点から、当社は銀行のポートフォリオ全体を**公平に反映している**リファレンスポートフォリオから始め、そこから特定の集中リスク<sup>4</sup>を減らしてカスタマイズすることを好みます。結果として得られるリスクシェアリングポートフォリオは多様であり、ポジションのほとんどは非流動性です。

当社は当事者間に強力な**利益の一致**が存在すること、その結果として銀行がヘッジされていない帳簿上の同じ信用リスクを少なくとも20%を保有するように求めています。この利益一致要件は、

前払い引き受け手数料および利息支払により潜在的な損失を無理なくカバーできる以上の規模です。「組成分配型」モデルの望ましくない効果は引受人による十分な「自己資金投資」の保有を強く主張することで、劇的に減少します。さらに、リファレンスポートフォリオローンが銀行が提供している中核的活動を確実に反映していることで、銀行が基準となっている帳票全体に引き続きサービスを提供するという保障を提供します。同時に、利益の一致要件が、リファレンスポートフォリオローンの水準に対する銀行のコミットメントを保護します。これらが一緒になって、**モラルハザード**を軽減します。

**逆淘汰**を可能な限り低減するために、当社はリファレンスポートフォリオに組み入れられるそれぞれのローンの内部信用格付けを常に最新に維持するように求めます。さらに、新しいエクスポージャーをリスクシェアリングポートフォリオに追加する際、特に自動ソフトウェアプログラムやアルゴリズムによって実行される場合には、事前に設定した選択基準が使用されるように主張します。個人によるいいとこどりは常に避けるべきです。

**運用リスク**に対処するために、自動化プログラムのアルゴリズムは、当社の運用デューデリジェンスチーム専門家によるさらなるデューデリジェンスの対象となります。

さらに、結果として銀行による損失の申し立ての原因となったポートフォリオにおけるクレジットイベントについては独立検証機関が検証し、その申し立てが損失の清算実行前に正当に行われたかどうかを確認します。

当社は、いずれの当事者に対する**カウンターパーティーリスク**を避ける方法で取引をストラクチャリングします。まず、当社は常に取引の開始時に、投資の想定金額に等しい金額を別の口座に移転することで取引全額の資金を用意します。その結果、クレジットイベントが発生した場合、投資家の問題解決の可能性に関わらず、銀行は申し立てを清算する現金があることが保証されます。さらなる保証のため、当社は投資家として、銀行にカウンターパーティーリスクを波及させません。この事前に準備した現金は一般的にはサードパーティーの保管機関が保有し、格付けの高い、実質的にリスクのない短期担保債権に投資されます。通常は、該当する通貨建ての AAA または AA+ の格付けの 3 ヶ月ものコマーシャルペーパーです。例えば、ドイツまたは米国債券か、KfW または EIB 発行の CP です。銀行がクレジットプロテクション支払を怠った場合、クレジットプロテクションは終了します。投資家は担保の利益から、クレジットイベントの申し立て損失を減算後、残りの投資金額を回収します。担保債権は 3 ヶ月毎に満期になることから、このストラクチャーには流動性リスクはありません。

最後に、**構造的リスク**ですが、合成証券化は**真正売買証券化**よりも実際には簡単であると考えています。ローン自体は移転されず、取引の基準となるだけであり、

ヘッジは信用リスクだけしか考慮しないため、投資家は基となるローンの金利リスクや通貨リスクに曝されません。基となるローンのキャッシュフローの実際の規模や時期は、クレジットイベントがないかぎり、合成証券化の投資家には問題になりません。また、ローンの所有権移転に関する業務上および法律上のリスクも避けられます。このアプローチを通じて、合成貸借対照表証券化の構造の複雑性に関する懸念が緩和されました。当社が内部で開発した基準は、様々な経済状況下にいる当社顧客に対して堅固かつ魅力的な投資を生み出すことを実証済みです。

## 合成の STS 基準を開発する理由

貸借対照表の証券化は一般的に、既存のエクスポージャーをヘッジするために銀行が用いるリスク管理ツールです。合成証券化により、銀行は販売が難しい、または販売が不可能でさえあるため真正売買証券化ではヘッジできないエクスポージャー、例えばリボルビングクレジット商品や、SME 貸付および貿易金融などのエクスポージャーをヘッジすることが可能になります。合成証券化はしばしば、真正売買証券化がヘッジする貸出セグメントとは全く異なるセグメントに関連する信用リスクをヘッジします。このようにして、合成証券化は現在提案されている一連の STS 基準を補完しています。

さらに、STS 基準を通じて真正売買証券化に提供される優遇措置は、真正売買証券化と合成証券化の間にある公平な競争の場を破壊することがあります。このため焦点が真正売買証券化に移ることになり、それにより合成証券化市場だけでなく、真正売買証券化では証券化に適さない、上述の SME 貸出や貿易金融などのコア貸出セグメントにも悪影響が及びます。

さらに、信用リスクの大部分はノンバンク投資家により共有されていることから、この種の取引を通じてそれらが銀行業界から取り除かれます。このように、システミックリスクを低減し、より持続可能な金融システムに寄与できます。合成証券化が上記目的に確実に合致するには、適切にストラクチャリングされている必要があります。STS 基準はこのゴールの達成に役立ちます。

最終的に、STS 基準は合成証券化向けの、よりアクセスしやすく標準化された透明な市場の創造に役立ちます。多くの合成証券化のファンダメンタルズは類似していますが、実装には違いがあります。これは部分的には、投資家および銀行の好みの違い、さらには規制当局による各銀行に対する様々な要件のためです。当社は、より協調的なアプローチが投資家、銀行さらに規制当局に利点があると考えます。

## まとめ

経験によれば、当社が締結したリスクシェアリング取引は銀行と顧客双方にメリットがありました。銀行はリファレンスポートフォリオにある名目の完全ヘッジ、さらにはしばしば自己資本軽減効果の恩恵を受けます。これにより貸借対照表が強化されるため、銀行は資本を新たなローンに再活用でき、組織的ネットワークとリソースを最適な方法で活用できるのです。投資家として PFZW は、公開市場では利用できない信用リスクへのアクセスを通じて、魅力的なリスク-リターンプロファイルを伴う分散投資が可能です。過去 10 年間のリターンは、経済的危機の間でさえも、力強いものでした。最後に、社会も中核的

銀行業のリレーションシップへの貸出の増加と、銀行セクターのシステミックリスクの低減により、結果として経済が力強くなり持続可能な金融システムが得られることから、メリットを受けます。

このペーパーで当社は、合成貸借対照表証券化についての当社の見解、および主要な懸念を軽減するために「リスクシェアリング取引」を適切にストラクチャリングする方法に関する当社の見解を述べています。本書が合成証券化についての理解を助け、標準化がこの取引に関する一般的な懸念にどのように対処しているかに関する理解の一助になれば幸いです。当社は比較的限られた数の基準を通じて、合成貸借対照表証券化は簡単に透明な投資に標準化できると信じています。

### わかりやすい合成証券化：用語

合成証券化の複雑さの殆どは業界で使用されている専門用語から生じています。この付録では専門用語のいくつかをわかりやすく説明します。

**クレジットプロテクション** 信用リスクの保証で、合成証券化の基本です。

**保証の買い手** 保有しているローンに対するクレジットプロテクションを受けたいと考えている参加者。通常は銀行。

**保証の売り手** クレジットプロテクションを提供する参加者、つまりは投資家。

**クレジットイベント** 借り手が負債を返済できなかった場合。通常は、3つのカテゴリーに分類されます。「滞納」、「倒産」、および「リストラクチャリング」

**クレジットデフォルトスワップ** それを通じて合成証券化が通常ストラクチャリングされる金融契約。この契約では、保証の買い手は、保護の売り手からの「流動的な」支払と交換に固定利息（「CDS プレミアム」）を支払います。この「流動的な支払」は、ポートフォリオに含まれるローンのクレジットイベント後に、保証の買い手が請求する損失金額です。CDS と略されます。

**リファレンスポートフォリオ** 合成証券化に参照されるローンのポートフォリオ。このポートフォリオに損失がある場合は、事前に合意した金額を上限として、投資家が補填します。

**トランシェ** 証券化に含まれるリスクの一部。  
「ファーストロス」または「株」トランシェが初期損失を引き取り、最後の損失がある場合は「上位」トランシェがそれを引き受けます。その間に追加トランシェがある場合がありますが、それは「セカンドロス」、「劣後」またはそれ以外の用語で呼ぶことができます。合わせて、ローンは取引の負債構造になります。右は、トランシェ構造の一例です。

上位トランシェ (損失の最後の 70%~80%)
劣後トランシェ (損失の 10%~ ファーストロストラン シェ (最初の 10% の損失))

### PGGM

Corporate Communicatie  
Noordweg Noord 150  
P.O. box 117, 3700 AC Zeist T  
+31 (0)30 277 99 11  
www.pggm.nl



Voor een waardevolle toekomst