第９章　証券化商品市場

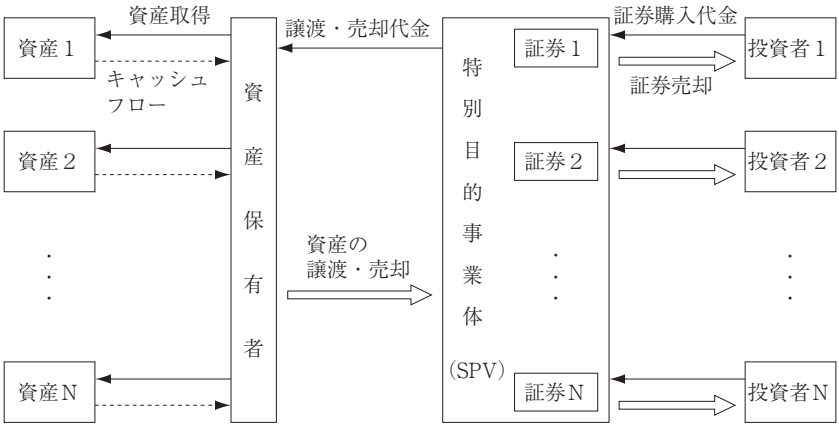
１．証券化商品とは　企業等が保有する収益を生み出す資産をプール（集合）し，その資産を所有する企業等のバランスシートから特別目的事業体（SPV）へ譲渡する。そして，SPV が，その資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けとする証券を発行し，投資者に対して売却する。このようなプロセスを経て発行された証券を一般的に証券化商品と呼ぶ。なお，証券化商品の裏付けとなる企業等が保有する資産としては，一般的に自動車ローン，住宅ローン，リース料，企業向け貸付けなどの債権，および商業用不動産等が利用されている。また，法（資産流動化法）解釈上，著作権，特許権などの知的財産権なども，証券化の対象になると想定される。

資産保有者にとって証券化を行うメリットは，将来にわたって得られるキャッシュフローを，譲渡・売却代金として，発行時点で受け取ることが可能となる点にある。つまり，不確実性のある将来の収益を，確定された現在の資金に変換することが出来るのである。また，商業用不動産など流動性の乏しい資産を裏付けとして証券化を行った場合，事実上の小口の募集となり，投資者層が拡がるために，売却が容易になるという意味での流動性を上昇させることも特長と言えよう。

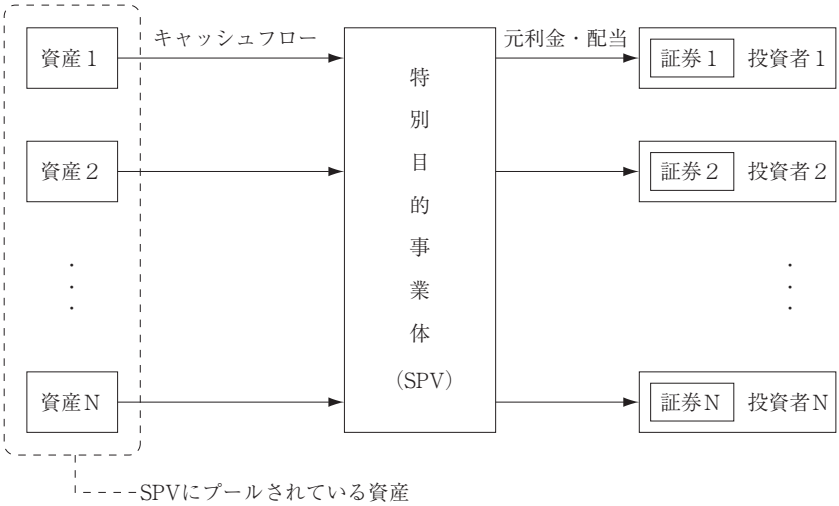
一方，投資者にとっての証券化商品は，新たな性格を持つ投資対象として価値を持つ。最初のポイントとして挙げられるのは，不動産の様な少額で購入することが難しかった資産に対し，投資することが可能となったことである。次に，資産を証券化する際，信用リスク等をコントロールすることにより，いくつか差別化したもの（優先劣後構造）が同時に発行出来るため，投資者が自分自身のニーズに合致した証券を購入しやすくなった点が挙げられる。右頁図で言えば，証券１から証券Ｎの発行条件を同一にせず，投資者１から投資者Ｎの選好に最も合致したものにすれば良いのである。例えば，利子，および償還金の支払いの優先順位について差違をつけること，一部に信用力を高める条件を付与すること（信用補完）などにより，異なった性格を持った証券が発行し，投資者の選択の幅を広げるのである。よって，投資者は，ポートフォリオをより効率的なものに組み直すことが出来るようになる。

証券化商品の概念図

証券化商品発行時



証券化商品発行後



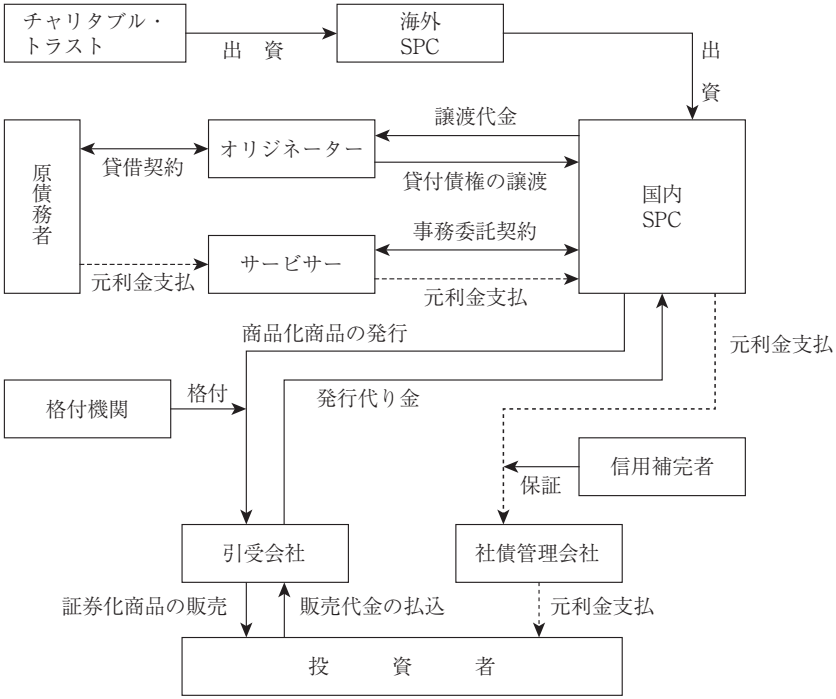
２．証券化商品の基本的な仕組み　一般的に，多くの証券化商品は以下の仕組みを用いて発行される。まず，証券化の対象になる住宅ローン，売掛債権などの資産の保有者（オリジネーター）が，その資産をSPVへ譲渡する。これにより，オリジネーターの貸借対照表から，当該資産が切り離され，SPVがそれを保有することになる。SPVの形態としては,「組合方式」,「信託方式」,「特別目的会社（SPC）方式」などがある。なお，資産流動化法に基づいて設立されるSPCは，特定目的会社（TMK）と呼ばれる。「SPC方式」を利用する場合，倒産隔離性（SPCを所有する企業等が倒産しても，影響を及ぼさないようにする）を確保するために，英米法に特有の「信託宣言」を用いたチャリタブル・トラスト（慈善信託）が所有する海外SPCを設立し，その子会社として国内SPCを設定するのが一般的である。また，オリジネーターに対し，債務を負っているものを原債務者と呼んでいる。

次に行われるのが，SPVにより発行される証券化商品の発行条件に関するデザインである。「信託方式」ならば信託会社の信託受益権,「SPC方式」ならばSPCの発行する，定められた種類の有価証券といったかたちで，証券化商品は投資者へ供されるのであるが，全てを同一の発行条件にする必要は無い。つまり，利子，および償還金の支払いの優先順位について差違をつける，償還期限に差違をつける，一部に損害保険会社等の信用補完者による保証をつけるなどの手法を用い，異なった性格付けがなされた商品（トランシェ）をデザインすることが出来るのである。これにより，多様な投資者のニーズに対し，より合致させたものを発行することが可能になっている。なお，支払いの優先度の高い順から，優先証券，メザニン証券，劣後証券と呼ばれる。

また，証券化商品の販売に際して，不特定多数を対象とする場合，客観的で，かつ簡潔なリスク評価の指標として格付けを取得することにより，投資者に判断材料を提供し，受け入れ易くしているものがある。なお，他の証券化商品に関与するプレーヤーとして，SPVに譲渡され，証券化に利用されている資産の管理，および資金回収を行う事業者（サービサー），および投資者が購入した証券化商品（社債）を管理する社債管理会社がある。そして，このような証券化の仕組みを，関連する企業に提案し，発行，販売のための調整を行う企業はアレンジャーと呼ばれ，証券，銀行が担当することが多い。

一般的な証券化商品の仕組みの一例

（SPCを利用したもの）



SPV の分類

類型	基本法に基づく SPV	特別法に基づく SPV
会社型	特別目的会社－SPC ［国内］ ・株式会社（会社法） ［海外］ ・SPC（外国の法律）	特定目的会社－TMK（資産流動化法） 投資法人（投信法）
信託型	一般的な信託（信託法，信託業法）	特定目的信託－SPT（資産流動化法） 投資信託（投信法）
組合型	匿名組合（商法），任意組合（民法）	匿名組合，任意組合（不動産特定共同事業法）

〔出所〕　各種資料により筆者作成

３．主な証券化商品の内容　証券化商品は，担保とする資産の違い，および発行される証券の性格付けの違い等により，いくつかのグループに分類される。まず，不動産，およびそれを担保とする債権を用いた商品のグループに属するものに，住宅ローン担保証券（RMBS），商業用不動産担保証券（CMBS），不動産投資信託（REIT）などがある。RMBS は，個々の住宅ローン債権を束ねポートフォリオを作成（プーリング）した後，それを小口化し発行されるものである。住宅ローン債権の証券化の嚆矢としては，1973年に「住宅ローン債権信託」が挙げられるが，発行者，投資者両者にとって制約が多く，魅力のある商品と言えなかった。しかしながら，その後の SPC 法等の施行により，SPC を利用したスキームが利用可能となったため，99年以降，発行量が拡大している。また，SPC を利用したもので無いが，2001年から発行され始めた貸付債権担保住宅金融支援機構債券も RMBS に含められよう。一方，CMBS は，オフィス・ビル等の商業用不動産を担保とするローン債権に対して証券化を行ったものである。基本的な仕組みは，RMBS とほぼ同じと言って良い。なお，2000年５月に施行された投信・投資法人法により，発行が可能となった REIT は，資金運用先が不動産を中心とする資産に限定された投資信託である。

次に，不動産ローン以外の売掛金，リース料，クレジット，自動車ローン，消費者ローン等の債権を対象としたものとして，資産担保証券（狭義の ABS）のグループがある。これらは，1993年６月の「特定債権法」の施行後の，90年代後半から拡大し始めた商品である。これらの担保資産は，比較的小口のものの集まりであり，十分に分散しやすいため，証券化に適した性格を持つ。加えて法制面での整備も進んだため，前者と比較して証券化の進んでいるグループである。

それ以外では，金融機関の保有する一般貸付債権，債券，および債権のクレジット・リスクを裏付けとして証券化を行ったものを債務担保証券（CDO）と呼ぶ。例えば，中小企業に対する債権を証券化したものなどは，CDO の一種と言えるだろう。また，CDO は，ローン担保証券（CLO）と債券担保証券（CBO）に分類される。なお，コマーシャル・ペーパー（CP）の発行者適格基準が撤廃された96年以降，証券化商品の発行形態として資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）が利用されるようになっている。

主な証券化商品の内容

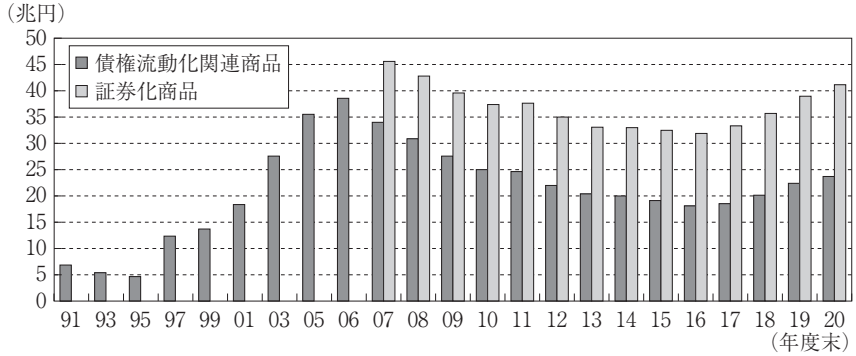
対象債権	発行される証券	オリジネーター	根拠法令等	基本的な仕組み
住宅ローン	住宅ローン担保証券（RMBS）	銀行 その他金融機関	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	金融機関が保有する住宅ローン債権をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
	貸付債権担保住宅金融支援機構債券（RMBS）	住宅金融支援機構	独立行政法人住宅金融支援機構法 金融商品取引法	住宅金融支援機構が保有する住宅ローン債権を信託会社に信託し，その際に発行される信託受益権を担保に債券を発行する。
商業用不動産担保債権，賃貸収入	商業用不動産担保証券(CMBS)	事業会社 銀行 その他金融機関	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	商業用不動産担保債権，賃貸収入等をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
不動産	不動産特定共同事業商品	許可・届出業者	不動産特定共同事業法	多数の小口投資者から出資を募り，任意組合や匿名組合，不動産信託の仕組みを利用することによって，不動産に共同投資し，運用収益を分配する。
	不動産投資信託（REIT）	投信が購入した物件の所有者	投信・投資法人法 金融商品取引法	投資法人が投資口を発行し，運用会社の指図に従い，集めた資金で不動産，および不動産担保債権を購入する。
土地・建物または地上権を目的とする抵当権付貸付債権	抵当証券	抵当証券会社	抵当証券法 金融商品取引法	抵当証券会社の抵当権付貸付債権を抵当証券登記することによって抵当証券を交付し，投資者に抵当証券の共有持分権を販売する。
財政融資資金貸付金債権	財政融資資金貸付金証券化商品	国	資産流動化法 金融商品取引法	国が保有する財政融資資金貸付金債権を信託会社に信託し，その際に発行される信託受益権をSPCに譲渡する。SPCはそれを担保に債券を発行する。
リース債権，クレジット債権，割賦債権，売掛・手形債権	資産担保証券（ABS，ABCP）	事業会社	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	事業会社が保有するリース債権等をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
一般貸付債権	ローン担保証券（CLO）	銀行	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	金融機関が保有する一般貸付債権をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
債券	債券担保証券（CBO）	銀行等債券保有者	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	複数の債券をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。

４．市場規模　日本銀行は，2011年から「証券化商品」の残高を2007年度末まで遡及して公表するようになった。それ以前は，「債権流動化関連商品」として，証券化商品内の一部の残高が公表されていた。この統計によると，2020年度末における「証券化商品」の残高は，41兆円弱になっている。株式等・投資信託受益証券，民間金融機関の企業・政府向け貸出，事業債，金融債の残高がそれぞれ1,568兆円，957兆円，94兆円，６兆円程度であったことを考慮すると，民間の資金調達額全体に占める割合は未だに大きくないと言えるだろう。なお，最も証券化が進んでいるとされる米国における市場規模は，2021年度末において残高約1,400兆円（資産担保証券とモーゲージ関連市場の合計値），発行額も440兆円となっており日本とは桁違いの規模となっている。

1989年度末において4,000億円に過ぎなかった市場が，その後の特定債権法（93年施行，04年廃止），SPC 法（98年），SPC 法を改正した資産流動化法（2000年）などの法制度の整備を背景として，急成長を遂げた。また，裏付となる担保資産についても多様化が進み，証券化が多くの分野に浸透し始めたことが窺われる。歴史的に見れば，特定債権法の施行により可能となった割賦債権等を裏付とした証券が，当初の増加の原動力であった。加えて，これらの資産は，返済期間が短くかつ分散化しやすいため，比較的リスクが低く，証券化しやすいことも増加を後押しした一因として挙げられる。資産流動化法施行後となる2000年に入ると，住宅貸付，企業・政府向け貸出の証券化が急拡大している。この理由は，バーゼル合意により自己資本比率を高める必要性に迫られた銀行が，貸付資産のオフ・バランス化を推進したことに求められよう。そして，2006年度にピークに達した後は，サブプライム危機に端を発した景気低迷の影響等から減少に転じた後，近年回復傾向にある。

なお,「証券化商品」の定義であるが,「資産担保型債券」と「資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）」および「信託受益権」の合計値である。資産担保型債券は「宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が発行する貸付債権担保債券（機構 MBS）」が８割を占めている。残高全体の約半分を占める信託受益権の50％強を「住宅貸付債権」が，約25％を「リース・クレジット債権」が裏づけ資産として用いられている。

証券化商品および債権流動化関連商品残高



年度	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
資産流動化商品	6.9	5.9	5.3	5	4.5	5.3	12.3	14.2	13.6	14.8	18.3	24.2	27.4	30.1	35.5
証券化商品	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−
年度	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
資産流動化商品	38.6	34	31	27.4	25.1	24.6	22	20.5	20	19	18	18.6	20.2	22.4	23.7
証券化商品	−	45.6	43	39.8	37.5	37.6	34.8	33.1	32.8	32.5	32	33.4	35.9	39.2	41.4

〔出所〕　日本銀行「資金循環統計」より作成

担保資産等による内訳の推移

（単位：兆円）

	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020	構成比
資産担保型債券	13.8	13.9	14.1	14.1	14.9	16.5	18.8	45.4
機構 MBS	7.6	9	10.6	11	12.1	13.6	15.1	36.5
不動産関連債券	4.4	3.4	2.2	1.7	1.8	2.2	2.5	6.0
その他の資産担保型債券	1.8	1.4	1.3	1.3	1	0.8	1.2	2.9
ABCP	3.9	2.4	2.3	1.8	1.7	1.5	1.8	4.3
信託受益権	25.4	21.2	18.4	16.9	15.4	17.9	20.8	50.2
住宅貸付債権担保分	9.7	8.6	7.7	7.7	7.6	9.5	11.3	27.3
一般貸付債権担保分	3.7	2.7	1.9	1.7	1.7	1.5	2.2	5.3
売掛債権担保分	5.2	5.4	5.1	3.6	1.7	1.2	0.7	1.7
リース・クレジット債権担保分	5.6	3.8	2.8	2.9	3.6	4.5	5.1	12.3
合計	43	37.5	34.8	32.8	32	35.9	41.4	100.0

〔出所〕　日本銀行「資金循環統計」より作成

５．証券化商品の発行市場　証券化商品の発行市場の規模については，当事者間で取引の完結する私募形式で行われるものが多く，全貌を正確に把握することが難しい。しかし，日本証券業協会では全国銀行協会と共同で，証券化商品のアレンジャー等から任意に発行に関する情報を受け付け，それらを取りまとめた上で，「証券化市場の動向調査」として公表している。それによると，わが国における証券化商品の発行額は2020年度には５兆円強の規模に達したとしている。過去の水準との比較では，ピークとなる2006年度に9.8兆円まで拡大した後，サブプライム危機に端を発した景気悪化の影響による低迷期を経て，近年は回復傾向にある。

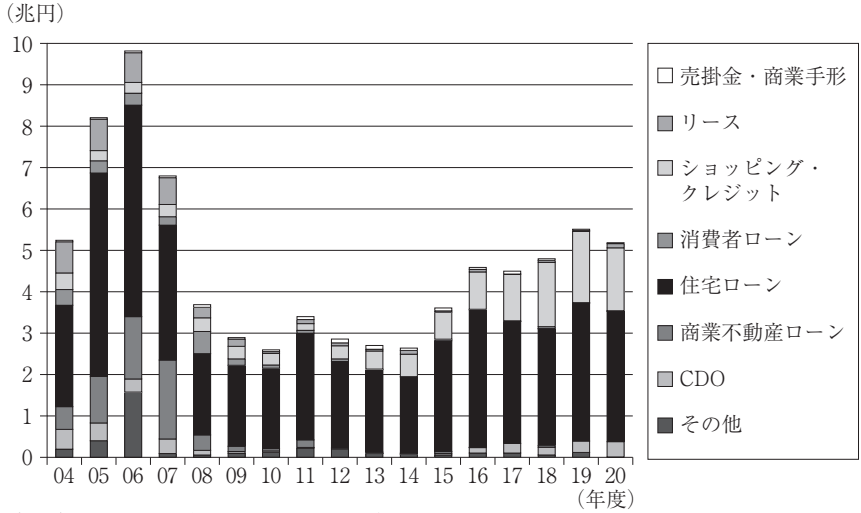
担保に供される資産毎に見ると，住宅ローン，ショッピング・クレジットは回復基調が見られるのに対してその他の資産は低迷しており，裏付けとなる債権の違いによって異なる結果となっている。なお，担保に供される資産の全体に占める割合では，住宅ローンの存在感が高く，ここ数年においてこの傾向は変わらない。これは，銀行が自行で貸し付けた住宅ローンの証券化を積極的に行っていること，貸付債権担保住宅金融支援機構債券の発行額が高水準に推移していたためである。また，ショッピング・クレジットは，2012年度から2020年度にかけて，約５倍に急拡大しており，約３割を占めている。

公募された資産担保型社債の発行についても，日本証券業協会が取りまとめを行っている。これによると，統計が開始された1997年以降，発行額は順調に増加したものの，2002年度にピークである0.52兆円を記録した後に減少へと転じており，2019年度は0.05兆円，2020年度は発行がなかった。私募形式による発行が主流となっている理由としては，投資者保護の枠組み，税金，情報開示のコストなどが考慮されているためであると推察される。

発行された証券化商品の他の特性を見ていく。償還方法については，約８％がパススルー償還となっており，残りを分割償還，満期一括償還という順に占めている。

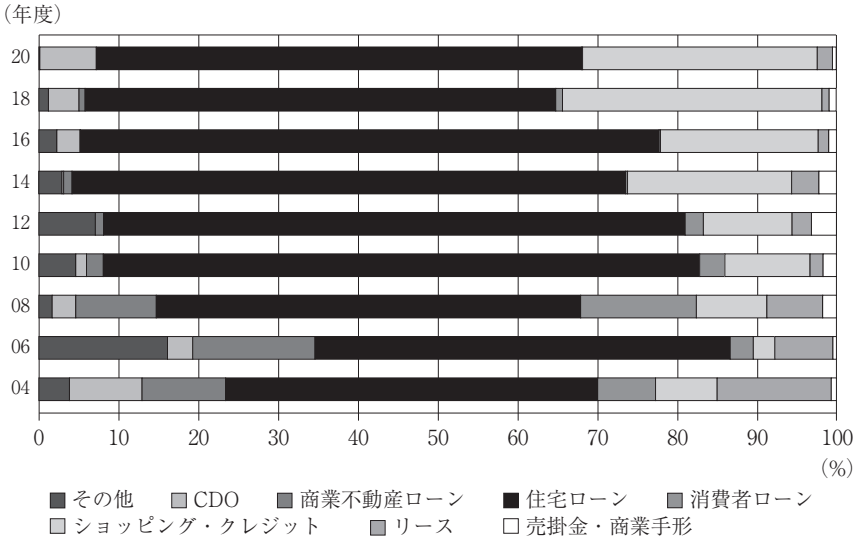
また，格付けについては約80％がAAAとなっており，AAやAといった格付や短期格付によっても発行されBBB格付での発行も確認されるが，BB以下の発行は2017年以降確認できない。

証券化商品発行額



〔出所〕　日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

担保資産内訳



〔出所〕　日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

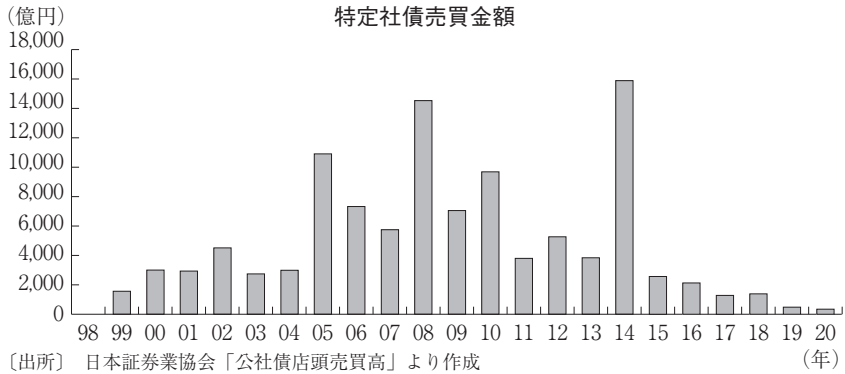
６．証券化商品の流通市場　証券化商品に関しては，後述する不動産投資信託とインフラファンドを除き，取引所での集中売買が行われていない。公社債流通市場の場合と同様に，商品および取引内容が複雑多岐にわたるため，取引所取引になじまない性格を持っている。その為，店頭における業者間の相対取引のみが流通市場を形成している。ここでは，業者間取引の売買金額が入手可能となっている日本証券業協会が発表する特定社債（資産流動化法に基づき設立された会社が発行する公募社債，なお発行市場の統計の項目である資産担保社債は，資金調達のために会社法により設立された発行体分も加えられている）のデータなどを利用して，証券化商品の流通市場の現状を眺める。

日本証券業協会が会員証券会社の報告に基づき集計した特定社債の売買金額は，1998年以降のデータしか存在しない。これによると，増減を繰り返しながら2014年にピークを記録しているものの，減少傾向となっている。

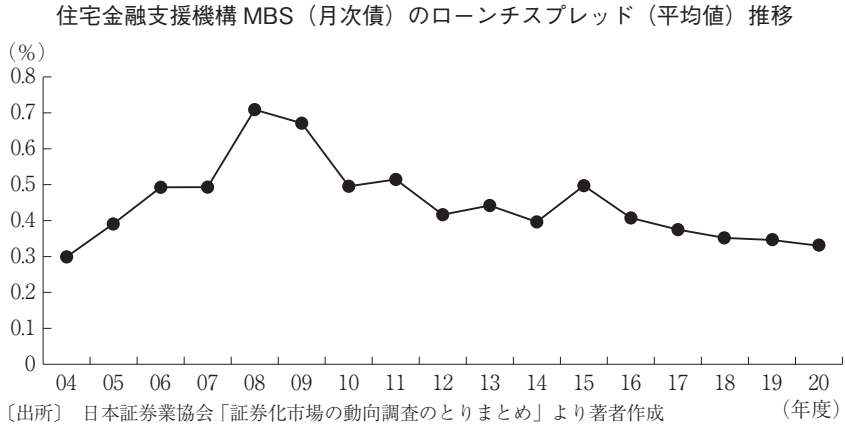
売買金額を他の債券と比較すると，2020年全体で，特定社債が500億円弱であるのに対して，一般社債，電力債がそれぞれ10.8兆円，2.4兆円となっている。統計がカバーする範囲が一部であるといえ，流通額は非常に限られている。なお，値付けを行っている証券会社は限定的であり，流動性がかなり低いものと推察される。一方，貸付債権担保住宅金融支援機構債券（統計上は財投機関債に分類）は，多数の証券会社が値付け業務に従事しており，ある程度の流動性が確保されていると見られる。

次に流通利回りであるが，流通市場が未成熟であるため入手することが難しく，発行利回りで代替する。これによると，最も流動性がある貸付債券担保住宅金融公庫債は，政府保証債と比較して，高利回りで取引されているが，これは想定される償還期間，政府保証の有無に加え繰上償還による再投資リスクを考慮しているためだと見られる。両者のスプレッドは多少の大きくなる時期はあるものの，近年は0.4％以下で安定している。

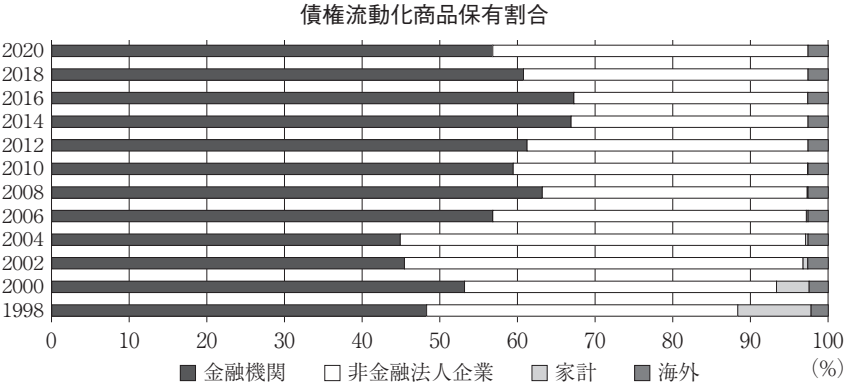
最後に購入主体であるが，日銀の資金循環統計の金融資産負債残高表によると，証券化商品とみなされる債権流動化関連商品の現在の保有者は，非金融法人が４割弱，金融機関が６割を占めており，この両者でほぼ100％となっている。1990年においては家計が主たる保有者であったが，その後一貫して減少しており，現在は０となり，主たる保有者が移り変わったことがわかる。



〔出所〕　日本証券業協会「公社債店頭売買高」より作成



〔出所〕　日本証券業協会「証券化市場の動向調査のとりまとめ」より著者作成



〔出所〕　日本銀行「資金循環統計」より作成

７．不動産投資信託の発行・流通市場　2001年９月10日，日本における最初の不動産投資信託（REIT）として，「日本ビルファンド投資法人」，「ジャパンリアルエステイト投資法人」の２銘柄が東京証券取引所に上場した。これは，2000年11月に施行された証券投資信託法の改正等により，不動産投資信託のスキームによるファンドの組成が可能となったためである。また，東京証券取引所では，不動産投資信託証券の上場制度を定めた「不動産投資信託証券に関する有価証券上場規程の特例」を新たに作成し，01年３月１日に施行している。なお，2020年３月末現在，上場銘柄数は62社まで拡大している。

基本的な REIT の仕組みは，投資法人と呼ばれる法人または投資信託委託業者と呼ばれる運用会社などが投資者から資金を集め，不動産を中心とする資産に対して投資して運用し，賃料などの運用益を投資者に分配するものである。なお，投資信託法に規定されている信託型の「委託者指図型投資信託の受益証券」，「委託者非指図型投資信託の受益証券」，および会社型の「投資法人の投資証券」の３種類は，不動産投資信託に対しても適用が可能となっている。委託者指図型投資信託は，運用会社が資産を保管する信託会社へ運用指図を行うものである。委託者非指図型投資信託は，信託銀行が独自の判断で運用を行う。会社型は，投資信託法上の法人である投資法人が資産を保有，運用会社へ運用を委託するスキームである。なお，東京証券取引所に上場している REIT は，いずれも「投資法人の投資証券」の形態をとっている。

REIT の投資者にとってのメリットは，不動産投資を小口資金で可能にし，かつ市場で自由に売買出来る流動性を確保出来ることにある。また，REIT を加えることで，投資者はポートフォリオ選択の幅を広げられる。なお，REIT は配当可能所得の90％超の利益配当を行うなど，一定の要件を満たせば，投資主に対する配当額を損金算入することが可能となる。

REIT の課題として挙げられるのが，外部へ運用を委託するものについて，投資者と運用者間における利益相反が生じる可能性がある点である。つまり，運用会社の株主が保有する不動産を，REIT に対し高値で押し付けるなどの問題の発生が懸念されるのである。これに関しては，投資物件等についての積極的な情報開示が望まれよう。また，投資者は，投資主総会を通じて投資法人の経営に関与することも考慮すべきであろう。

東証における上場基準の概略

項　　目	上場基準の内容
資産運用会社の適格性	上場申請銘柄に係る業務の委託を受けた資産運用会社が，㈳投資信託協会の会員であること。
運用資産総額に占める不動産等の額の比率	70％以上になる見込みのあること。
運用資産等の総額に占める不動産等，不動産関連資産および流動資産等の合計額の比率	上場の時までに95％以上になる見込みのあること。
純資産総額	上場の時までに10億円以上になる見込みのあること。
資産総額	上場の時までに50億円以上になる見込みのあること。
監査意見	(a)最近２年間に有価証券報告書等に「虚偽記載」を行っていないこと。 (b)最近２年間の監査報告書に「無限定適正意見」または「除外事項を付した限定的適正意見」等が記載されていること。
上場口数	上場の時までに4,000口以上になる見込みのあること。
大口投資主	大口投資主が所有する総口数に自己投資口口数を加えたものが，上場の時までに，全上場口数の75％以下になる見込みのあること。
投資主数	大口を除き，上場時に1,000人以上になる見込みのあること。

〔出所〕　東京証券取引所のホームページより作成

東証に上場する REIT に関する諸統計

暦　年	上場銘柄数	出資総額（億円）	純資産総額（億円）	負債総額（億円）	資産総額（億円）
2009	42	39,624	40,202	40,947	81,514
2010	35	36,239	39,090	41,360	80,842
2011	34	37,925	41,097	44,321	85,636
2012	37	42,444	45,789	47,654	93,679
2013	43	53,762	57,387	57,595	115,252
2014	49	61,521	65,407	64,601	130,328
2015	52	66,287	73,483	70,504	144,336
2016	57	72,797	82,955	77,972	161,431
2017	59	78,199	88,498	82,772	171,889
2018	61	83,928	95,837	89,193	185,544
2019	64	90,001	102,099	94,788	197,499
2020	62	95,595	108,121	101,194	209,891

〔出所〕　投資信託協会『不動産投信の状況』より作成

８．上場インフラファンド　東京証券取引所は，2015年４月にインフラ施設を投資対象とするインフラファンド市場を創設した。この市場で取り扱うインフラファンドは，インフラ設備を保有し運用者へ賃貸を行うことで生じるキャッシュフローを得られる。このキャッシュフローを裏付けとして発行された証券を取引するのがインフラファンド市場である。

インフラファンドはREITと非常に似通った仕組みを持っている。上場基準についてもREITに準拠しているが，インフラ設備を借り受けて運営を行うオペレーターについての選定方針が上場基準に含まれている点が異なる。

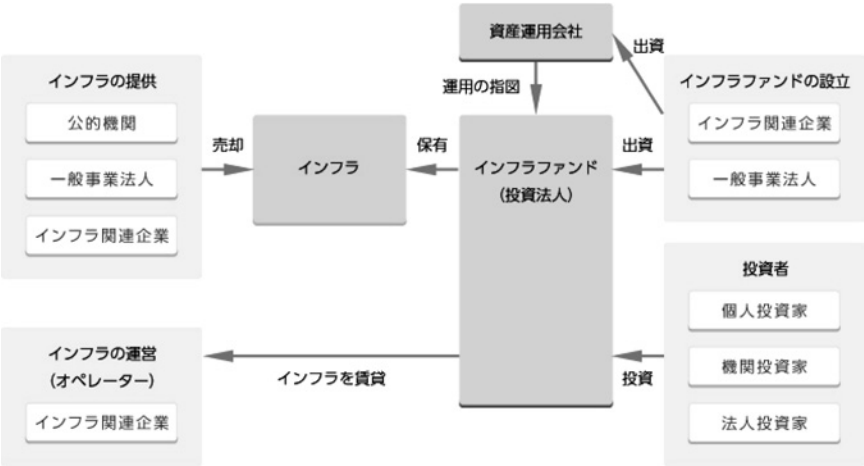
インフラファンド市場は2020年３月末時点で，計７銘柄が上場されているに過ぎない。また，上場銘柄全てが太陽光発電設備を裏づけ資産として保有して証券の発行を行っている。これは2011年に電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法（FIT法）が成立したことにより，太陽光発電の買取価格が固定化されたため非常に安定して収益をあげることが可能となると見込まれたためであろう。

電気・ガス・水道・鉄道・道路などの生活基盤となる設備・施設がインフラファンドの裏付け資産となりうる。インフラファンドが注目される一つの理由として，これらのインフラ設備の収入は比較的景気の変動を受けにくいといわれていることにある。そのため，インフラファンドも安定した収益を上げることが可能となる。日本では現在のところ全て太陽光発電となっているが，今後他のインフラ設備を裏付け資産としたインフラファンドが登場することが期待される。

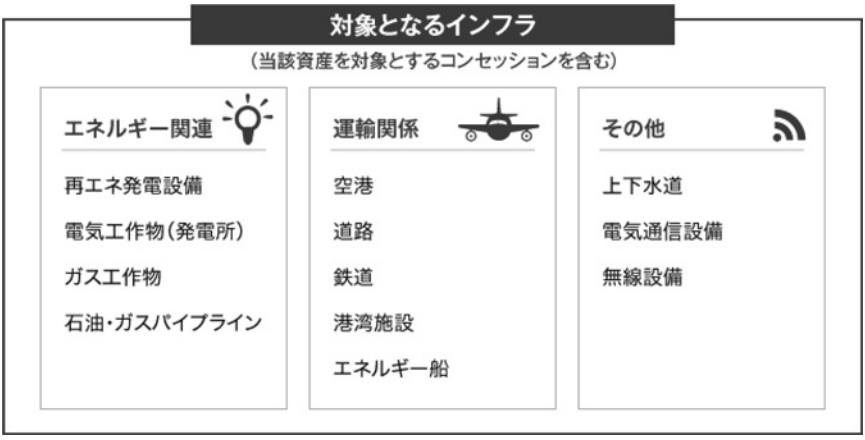
７銘柄あわせた総発行株式数が63万株程度であり，2019年12月での時価総額は約1,600億円となっている。市場での取引は2021年３月から８月の１営業日あたりの出来高数は，この時点で上場されている７銘柄で4,000株程度となっている。取引量も増加傾向が見られており，今後のさらなる進展が注目される。

また，インフラ投資においてグリーンフィールド，ブラウンフィールドという言葉が使われる。前者が人間の手のついてない野原を意味しており，何も無いところへの投資を指すのに対して，後者は既に手の入っている状態を意味し，既存のインフラ設備への投資を指している。

インフラファンドの仕組み



〔出所〕　東京証券取引所グループ HP より



＊公共施設等運営権（コンセッション）は，利用料金の徴収を行う公共施設について，施設の所有権を公共主体が有したまま民間事業者に運営を委託するための運営権を指す。
〔出所〕　東京証券取引所グループ HP「インフラファンド特集」より

９．証券化商品のリスクと信用補完　証券化商品は，仕組みが複雑であることから，投資基準の一つとして格付けが重視される。高格付けが得られるような証券化商品を組成するためには，様々なリスクがコントロールされなければならない。原資産の種類やスキームの参加者によってリスクの内容は変わるが，共通するのは，約定通りの元利金の償還を受けられないというデフォルト・リスク（債務不履行リスク）である。デフォルト・リスクは証券化商品の場合，原債権のキャッシュフローが貸倒れや延滞等によるリスク，債務者を含むSPCやオリジネーターなど関係者が破綻するリスク，という２つのリスクに分類できる。

原債権のキャッシュフローに関するリスクは，種々の信用補完措置を利用することで軽減できる。証券化商品の格付けは，発行者の信用リスクがベースとなる一般社債と異なり，個別の審査が必要であり，証券化商品の引受・販売を行うアレンジャーとオリジネーターが格付会社と交渉を行い，高格付けを取得する構造になっている。信用補完は証券化商品の発行の仕組みなどによって様々な方法がある。大きく分けると，外部の金融機関等の信用力を活用する外部信用補完，発行する証券の構造に信用補完の機能を持たせる内部信用補完がある。なお，外部信用補完は，間接方式と直接方式に分類される。前者は，原債権のキャッシュフロー，後者は証券化商品のキャッシュフローについて補完を行う。間接方式については，サービサーリスク等を回避できない問題点が指摘されている。また，内部信用補完の手段として，一般的に利用される優先劣後構造であるが，日本では，劣後部分をオリジネーターが自己保有する場合が多い。この背景としては，劣後部分を好んで購入する投資者の不在等，いくつかの理由が挙げられている。

原債権のキャッシュフローに関するリスクは信用補完措置により大部分カバーできるが，関係当事者が破綻した場合に顕在化する破綻リスクは現実に大きな問題となる。オリジネーターの倒産処理手続きに譲渡債権や回収金が組み込まれ，投資者が元利金償還を受けられなくなるリスク等が代表的である。関係当事者自身の業務内容にリスクが内在しないか，他の関係当事者のリスクと切り離されているか，が重要になる。リスクは複雑に絡み合うが，代表的なものをまとめたのが右図である。

主な信用補完措置

信用補完（外部）	原債権者のリコース Recourse	原債権者がSPCに対して売却した資産の一定範囲の償還義務（リコース）を負う。リコースの程度によってはオフバランスが認められないケースがある。
	クレジット・デフォルト・スワップ Credit Default Swap	スワップ購入者が一定のプレミアムを支払う代わりに，売却者が特定の債権の信用リスクを負担する。
	金融機関による保証，保険 Financial Guaranty Insurance	銀行による保証契約，信用状の発行，損害保険会社による保険契約を用いて，原債権，あるいは発行証券のデフォルト・リスクを低下させる。
信用補完（内部）	利鞘積立勘定 Spread Account	原債権からのキャッシュフローから，投資者に支払う金額と手数料を差し引いた残余資金をスプレッド勘定に積み立て，貸倒れが発生したときにその補填金として使用する。
	超過担保 Over Collateral	証券発行額以上の裏付資産をSPVに売却することで，発行する証券の信用力を高める。
	優先劣後構造 Senior Subordinate Structure	発行証券の一部を劣後証券とすることで，その他の部分の信用力を高める。

証券化商品の代表的なリスク

ABS全体に関するリスク	概　　要	リスク回避に必要な措置
クレジット・リスク	オリジネーターのデフォルトにより，予定されているキャッシュ・フローが得られなくなるリスク。	信用補完措置の検討。多数の債権を原資産とする場合，十分に分散を図る。
期前償還リスク	償還日前に予期しない償還が発生し，投資者が再運用リスク（プリペイメントリスク）にさらされる。	裏付け資産と発行証券のキャッシュフローの関係を工夫する，CMO型，据置期間設定型などの技術の開発。
流動性リスク	急速な資金の流出などがあった場合に，証券化商品の流動性が低いために，途中売却できないリスク。	流通市場の整備。 劣後部分を購入する幅広い投資者層が存在すること。
関係当事者に関わるリスク	**概　　要**	**リスク回避に必要な措置**
オリジネーターリスク	オリジネータからSPCへ売却された債権が，倒産したオリジネーターの破産財産の一部と認定されると，投資者が本来の元利金償還を受けられなくなるリスク。	譲渡債権が担保目的でなく，『真正売買（True Sale）』であること。 オフバランス化されていること。 債権譲渡の対抗要件の具備。
サービサーリスク	サービサーが倒産し，回収した資金がSPVに送金される前にサービサー自身の資金と混同されてしまうコミングリングリスク。	超過担保を積む有能なバックアップサービサーの指定。 債権者からの送金を直接SPVへ入金。 専用別口座管理（Lock box）。
SPCのリスク	証券化のスキームで，SPC自身が倒産しないこと，他社の倒産処理に巻き込まれないこと，を満たすバンクラプシーリモート（Banklupcy remote：倒産隔離）性を実現しなければならない。	事業内容の限定，チャリタブルトラスト（慈善信託）によりオリジネーターと資本関係にないSPCを設立。 チャリタブルトラストを実質株主とすることで自ら倒産手続開始を制限。

10. 証券化関連立法　わが国の現行法制は業法中心であり，金融商品が各関係業法によって，業態別に縦割りの状態で規制される体系になっている。そのため，業法規制や禁止規定が多く，証券化などの新しい業務を行う場合，法改正や新法の整備等が必要とされる場合が少なくなかったという指摘がある。

証券化に関しては，1931年の抵当証券法が嚆矢となり，1993年に特定債権法が独立した形の法律として作られた。特定債権法の施行以降，法制面でのインフラ整備が着実に進展してきている。特定債権法の下で，リース債権など特定債権等に分類される債権の流動化・証券化がはじまった。その後，バーゼル銀行監督委員会の自己資本比率に対する基準，90年代に入り深刻化した不良債権問題への対応などを目的として証券化を促進するための法制が進展した。

SPC 法，および同法を改組した資産流動化法により，SPV を利用して，資産を同法で定められた種類の資産対応証券，特定目的信託の形で証券化することが可能となった。また，SPC 法では，投資者保護の観点から，証券取引法（現金融商品取引法）上の有価証券の情報開示制度とは別に，資産流動化計画・個別流動化案件等の情報提供制度が導入されている。

動産・債権譲渡特例法は，民法の特例法として98年に制定，2005年に改正された。民法では指名債権（債権者が特定している債権）の移転を債務者または第三者に主張するための法律要件（債務者対抗要件と第三者対抗要件）が規定されている。指名債権は譲渡可能な債権であるが，民法の規定が証券化の障害となっていた。同法によって簡易に対抗要件を具備する手段が創設された。

弁護士法の特例法として，許可を受けた株式会社に債権管理回収業務を行うことを認めたのがサービサー法である。この法律により，弁護士法に抵触せずに不良債権の回収が可能となったため，サービサー法上の債権回収会社を設立できるようになった。ノンバンク社債法は，貸金業者に貸付資金目的の社債・CP の発行，および ABS の発行を条件付きで解禁したものである。

なお，金融システム改革法に基づく証券取引法の改正，金融商品取引法の施行により，資産流動化法上の資産対応証券や信託受益権，抵当証券法上の抵当証券が有価証券として扱われるようになった。また，改正投信法が施行され，運用対象資産として不動産も含められた。これによって，REIT の発行が可能になっている。その後，対象資産が拡大され，インフラファンドが登場した。

証券化関連法制度年表

年	月	事　　項
1931年	８月	抵当証券法制定
1973年	６月	住宅金融専門会社等の住宅ローン債権信託による資金調達
1974年	９月	住宅金融専門会社等の住宅抵当証券による資金調達
1988年	１月	抵当証券業の規制等に関する法律施行
1992年	４月	商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）施行
1993年	４月	住宅ローン信託受益権を証券取引法上の有価証券に指定
	６月	特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特定債権法）施行
	７月	ノンバンクによる CP 発行解禁
1995年	４月	不動産特定共同事業法施行
1996年	４月	資産担保証券（ABS，ABCP）の発行が認められ，証券取引法上の有価証券に指定される
1997年	６月	不動産担保ローンを含む一般貸付債権の信託受益権を証券取引法上の有価証券に指定
1998年	２月	証券投資信託法改正（会社型投信，私募投信の解禁）
	４月	土地，債権流動化トータルプラン発表
	９月	特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC 法）施行
	10月	債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律（債権譲渡特例法）施行
1999年	１月	金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書公表（条件付きの金融資産の譲渡について財務構成要素アプローチを採用）
	２月	債権管理回収業に関する特別措置法（サービサー法）施行
	５月	金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律（ノンバンク社債法）施行
2000年	５月	SPC 法を資産の流動化に関する法律（改正 SPC 法）へ改正，流動化対象資産が拡大
	11月	改正投信法（投資信託及び投資法人に関する法律）が施行され，不動産等へ運用対象資産が拡大
2001年	９月	改正サービサー法施行
2004年	12月	信託業法が改正され，登録制の管理型信託会社の制度創設
	12月	特定債権法廃止
2005年	10月	債権譲渡特例法が動産・債権譲渡特例法に改正
2006年	５月	会社法施行
	12月	信託法が改正され，新たに事業信託，自己信託，目的信託を導入
2007年	10月	金融商品取引法施行
2011年	11月	改正資産流動化法施行
2018年	４月	改正金融商品取引法施行
2023年	６月	改正会社法施行予定