

## 第9章 証券化商品市場

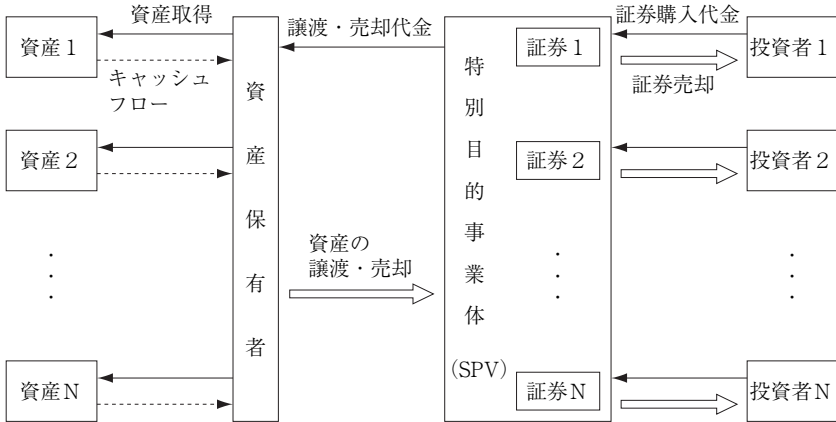
**1. 証券化商品とは** 企業等が保有する収益を生み出す資産をプール（集合）し、その資産を所有する企業等のバランスシートから特別目的事業体（SPV）へ譲渡する。そして、SPVが、その資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けとする証券を発行し、投資者に対して売却する。このようなプロセスを経て発行された証券を、一般的に証券化商品と呼ぶ。なお、証券化商品の裏付けとなる企業等が保有する資産としては、一般的に自動車ローン、住宅ローン、リース料、企業向け貸付けなどの債権、および商業用不動産等が利用されている。また、法（資産流動化法）解釈上、著作権、特許権などの知的財産権なども、証券化の対象になると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

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。

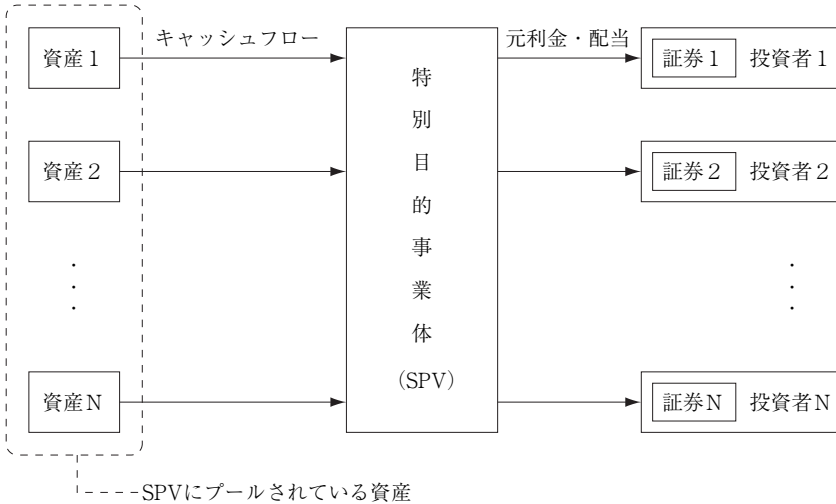
一方、投資者にとっての証券化商品は、新たな性格を持つ投資対象として価値を持つ。最初のポイントとして挙げられるのは、不動産の様な少額で購入することが難しかった資産に対し、投資することが可能となったことである。次に、資産を証券化する際、信用リスク等をコントロールすることにより、いくつか差別化した（例えば、優先劣後構造をもつ）証券が同時に発行出来るため、投資者が自分自身のニーズに合致した証券を購入しやすくなった点が挙げられる。右頁図で言えば、証券1から証券Nの発行条件を同一にせず、投資者1から投資者Nの選好に最も合致したものにすれば良いのである。例えば、利子、および償還金の支払いの優先順位について差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



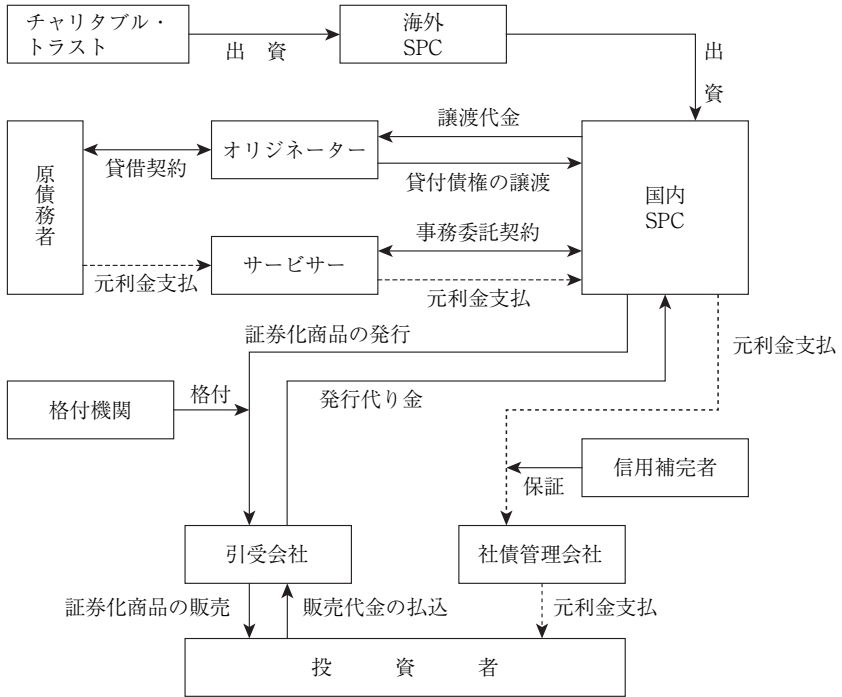
**2. 証券化商品の基本的な仕組み** 一般的に、多くの証券化商品は以下の仕組みを用いて発行される。まず、証券化の対象になる住宅ローン、売掛債権などの資産の保有者（オリジネーター）が、その資産をSPVへ譲渡する。これにより、オリジネーターの貸借対照表から、当該資産が切り離され、SPVがそれを保有することになる。SPVの形態としては、「組合方式」、「信託方式」、「特別目的会社（SPC）方式」などがある。なお、資産流動化法に基づいて設立されるSPCは、特定目的会社（TMK）と呼ばれる。「SPC方式」を利用する場合、倒産隔離性（SPCを所有する企業等が倒産しても、影響を及ぼさないようにする）を確保するために、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。しかし、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、かつ簡潔なり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、証券会社や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きている。

主な証券化商品の内容

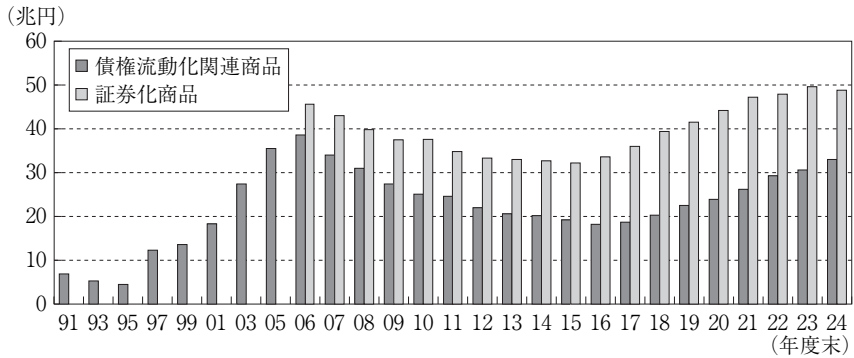
対象債権	発行される証券	オリジネーター	根拠法令等	基本的な仕組み
住宅ローン	住宅ローン担保証券 (RMBS)	銀行 その他金融機関	資産流動化法 信託法、信託業法 金融商品取引法	金融機関が保有する住宅ローン債権をSPCに譲渡し、SPCが債券を発行、あるいは信託銀行に信託し、信託銀行が信託受益権を発行する。
商業用不動産担保債権、賃貸収入	貸付債権担保住宅金融支援機構債券 (RMBS)	住宅金融支援機構	独立行政法人住宅金融支援機構法 金融商品取引法	住宅金融支援機構が保有する住宅ローン債権を信託会社に信託し、その際に発行される信託受益権を担保に債券を発行する。
商業用不動産担保債権、賃貸収入	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	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して、共同投資し、運用収益を分配する。
土地・建物または地上権を目的とする抵当権付貸付債権	不動産投資信託 (REIT)	投資が購入した物件の所有者	投資・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。
財政融資資金貸付金債権	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2006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、2024年度末における「証券化商品」の残高は、約49兆円になっている。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、事業債の残高がそれぞれ2,027兆円、1,108兆円、100兆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、2024年末において発行額が約280兆円（資産担保証券とモーゲージ関連市場の合計値）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、比較的风险が低く、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、世界金融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、回復傾向にあり、証券化商品については、2021年度に世界金融危機前の水準を超えたが、その後は横ばいとなっている。

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「住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が発行する貸付債権担保債券（機構MBS）」が75%を占めている。残高全体の6割弱を占める信託受益権の50%弱を「住宅貸付債権」が、約27%を「リース・クレジット債権」が裏付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



〔出所〕 日本銀行「資金循環統計」より作成

年度	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07
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	38.6	34
証券化商品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.6	43
年度	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
資産流動化商品	31	27.4	25.1	24.6	22	20.6	20.2	19.2	18.2	18.7	20.3	22.5	23.9	26.2	29.3	30.6	33
証券化商品	39.8	37.5	37.6	34.8	33.3	33	32.7	32.2	33.6	36	39.4	41.5	44.2	47.2	47.9	49.6	48.8

〔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	2022	2024	構成比
資産担保型債券	13.8	13.9	14.1	14.1	14.9	16.5	18.8	19.2	18.3	37.5
機構 MBS	7.6	9	10.6	11	12.1	13.6	15.1	14.5	13.6	27.9
不動産関連債券	4.4	3.4	2.2	1.7	1.8	2.2	2.5	2.9	2.7	5.5
その他の資産担保型債券	1.8	1.4	1.3	1.3	1	0.8	1.2	1.9	1.9	3.9
ABCP	3.9	2.4	2.3	1.8	1.7	1.5	1.8	2.3	2.4	4.9
信託受益権	25.4	21.2	18.4	16.9	15.4	17.9	20.8	26.4	28.2	57.8
住宅貸付債権担保分	9.7	8.6	7.7	7.7	7.6	9.5	11.3	13.7	13.8	28.3
一般貸付債権担保分	3.7	2.7	1.9	1.7	1.7	1.5	2.2	4	4.3	8.8
売掛債権担保分	5.2	5.4	5.1	3.6	1.7	1.2	0.7	0.8	0.7	1.4
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	6.3	7.5	15.4
合計	43	37.5	34.8	32.8	32	35.9	41.4	47.9	48.8	100

〔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2024年度には約4.4兆円の規模となっている。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、世界金融危機に端を発した景気悪化の影響による低迷期を経て、回復傾向にあったが、2022年度以降やや縮小している。

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・クレジット以外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を見ると、住宅ローンは、2019年以降急激に発行額を減らしており、2019年の40%弱の水準まで落ち込んでいる。その結果、現在では、急激に存在感を増してきたショッピング・クレジットが主たる担保資産となっている。ショッピング・クレジットは、2012年度から2024年度にかけて、約12倍に急拡大しており、発行額の約6割を占めている。

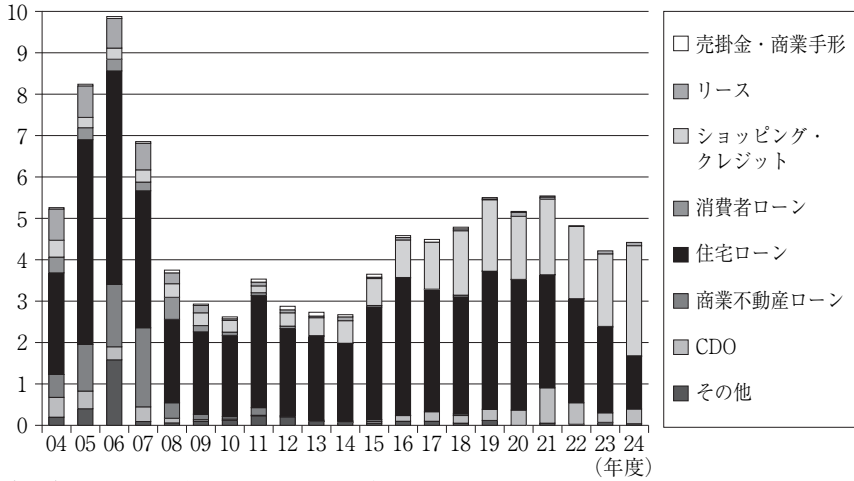
公募された資産担保型社債の発行についても、日本証券業協会が取りまとめを行っている。これによると、統計が開始された1997年以降、発行額は順調に増加したものの、2002年度にピークである0.52兆円を記録した後に減少へと転じており、2019年度以降は発行がない。私募形式による発行が主流となっている理由としては、投資者保護の枠組み、税金、情報開示のコストなどが考慮されているためであると推察される。

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割5分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9割弱が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

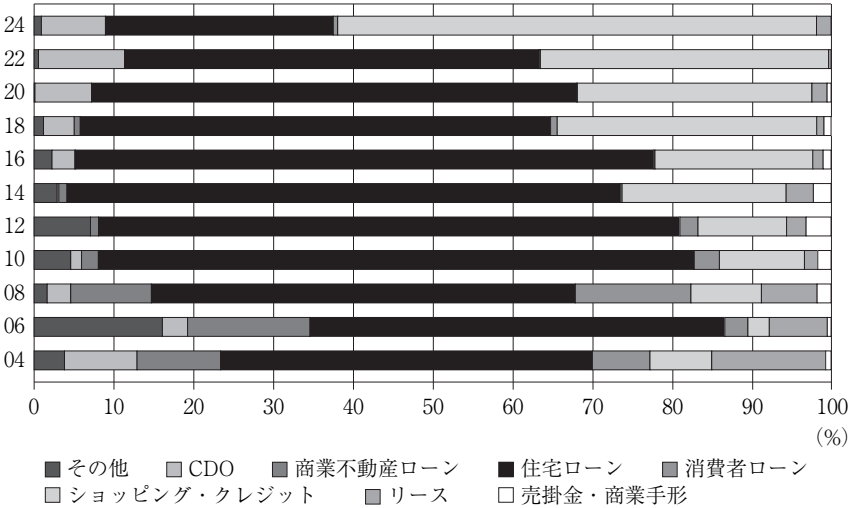
(兆円)



〔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

(年度)



〔出所〕 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

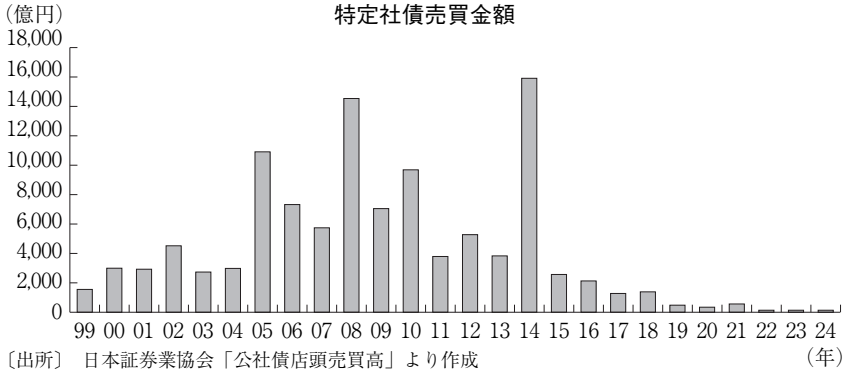
**6. 証券化商品の流通市場** 証券化商品に関しては、後述する不動産投資信託とインフラファンドを除き、取引所での集中売買が行われていない。公社債流通市場の場合と同様に、商品および取引内容が複雑多岐にわたるため、取引所取引になじまない性格を持っている。その為、店頭における業者間の相対取引のみが流通市場を形成している。ここでは、業者間取引の売買金額が入手可能となっている日本証券業協会が発表する特定社債（資産流動化法に基づき設立された会社が発行する公募社債、なお発行市場の統計の項目である資産担保社債は、資金調達のために会社法により設立された発行体分も加えられている）のデータなどを利用して、証券化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

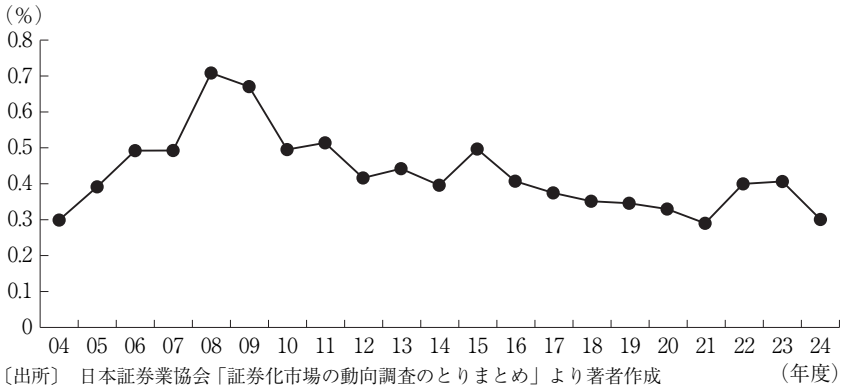
売買金額を他の債券と比較すると、2024年全体で、特定社債が140億円弱であるのに対して、一般社債、電力債がそれぞれ15兆円、2兆円となっている。統計がカバーする範囲が一部であるとはいえ、流通額は非常に限られている。なお、値付けを行っている証券会社は限定的であり、流動性がかなり低いものと推察される。一方、貸付債権担保住宅金融支援機構債券（機構 MBS、統計上は財投機関債に分類）は、多数の証券会社が値付け業務に従事しており、ある程度の流動性が確保されていると見られる。

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0.3%から0.4%程度で安定している。

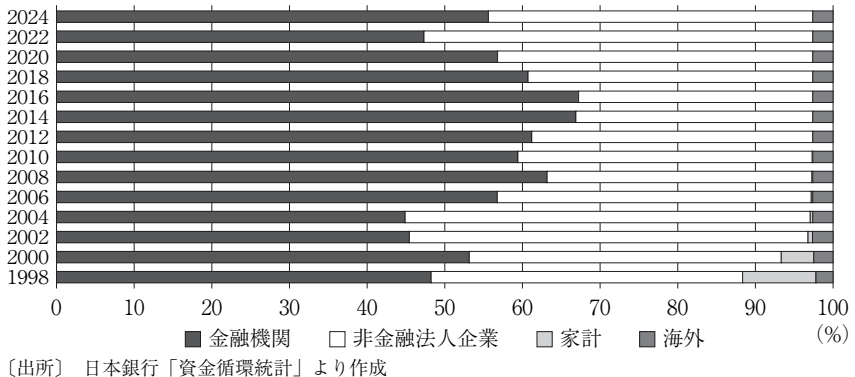
最後に購入主体であるが、日銀の資金循環統計の金融資産負債残高表によると、証券化商品とみなされる債権流動化関連商品の現在の保有者は、非金融法人と金融機関がほぼ同じ割合で、この両者でほぼ100%となっている。1990年においては家計が主たる保有者であったが、その後一貫して減少しており、現在は0となり、主たる保有者が移り変わったことがわかる。



住宅金融支援機構 MBS（月次債）のローンスプレッド（平均値）推移



債権流動化商品保有割合



**7. 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、様々なリスクをコントロールする必要がある。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。証券化商品の場合、デフォルト・リスクは、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ケースが多い。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。
信用補完 (内部)	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。
	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	オリジネーターから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, を満たすバンクラブシーリモート(Bankruptcy 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のない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。

**8. 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（FTK 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
2020年	5月	改正金融商品取引法施行（電子記録移転有価証券表示権利等（セキュリティトークン・デジタル証券）が規定
2023年	11月	改正金融商品取引法改正（仕組み債の不適切な販売に対応した説明義務の強化や不特法 ST 等）

**9. セキュリティ・トークンと証券化** IT技術の進展に伴い様々な技術が金融に取り入れられてきた。金融DXの旗が掲げられて以来、とりわけブロックチェーンに代表される分散型台帳技術（Distributed Ledger Technology, DLT）は、暗号資産（仮想通貨）を用いた取引の他、証券や商品などの取引にも活用され始めており、その活用範囲は広がっている。

DLTとは、取引参加者がインターネット上で帳簿を共有することにより資産や権利の移転・所有に関する記録を分散的に管理する仕組みである。証券市場においても、証券の発行・流通・決済等の様々な分野にわたり分散型インフラとして応用が期待されている。その代表例の1つがデジタル・トークンの発行による調達行為であり、例えば米国では2017年から18年にかけてイニシャル・コイン・オファリング（ICO）により多額の資金が調達された。

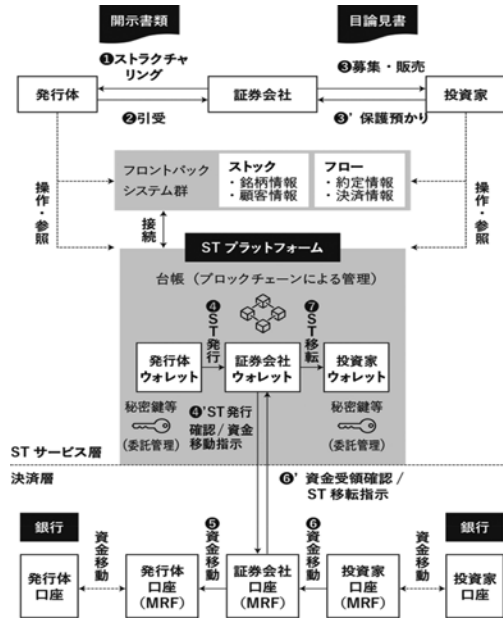
このような証券の性格を持ったデジタル・トークンに関して、わが国では改正金融商品取引法が2020年5月に施行され、金融庁は、電子記録移転権利および第一項有価証券の券面が発行されていないものを内閣府令で「電子記録移転有価証券表示権利等」と定め、より幅広い対象をセキュリティ・トークン（ST、有価証券としてのデジタル・トークン）として扱うことを可能とした。

DLTを用いたSTによる証券化は、小口化コストの低減や、利払いや償還等の自動化など、証券化コストを引下げる性質がある。現実には、2020年7月にケネディクスが日本初の不動産証券化STを発行した。以降、不動産を中心にSTが発行されている。それまで個人投資家の不動産証券化商品はJ-REITに限られていたが、不動産証券化STOによって、単一不動産を裏付けとする証券化商品にアクセスできるようになり、個人投資家は、よりニーズに合った商品と出会う可能性がある。STO協会によると、トークン化有価証券のうち、受益証券発行信託の発行額は、2024年度が11銘柄で約440億円、2025年度は10月末までに8銘柄で約940億円である。

また、2023年12月からSTの流通市場「START」が大阪デジタルエクステンジ（ODX）によって開設された。しかし、2025年10月までで、月間取引額が1億円以下にとどまり、実験的な性質が感じられ、今後の進展が期待される。

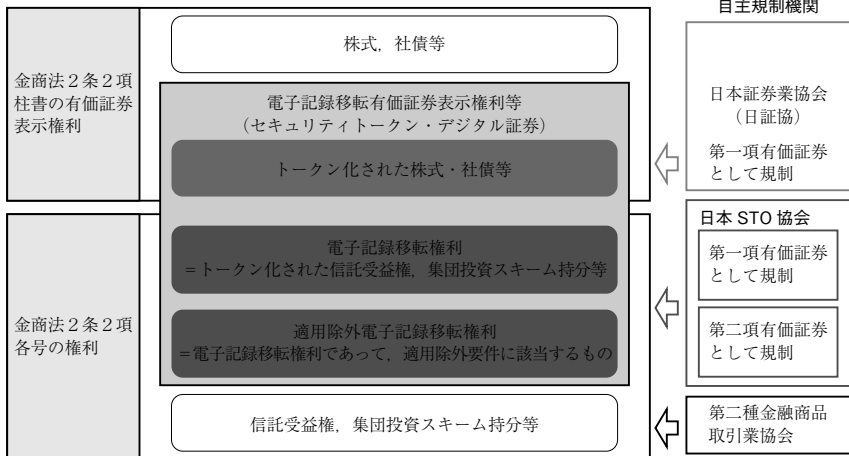
欧米において、すでに未公開株を原資産にしたトークン（ミラートークン）が発行されている。これについても今後の動向に注視が必要である。

セキュリティトークン発行の流れ



〔出所〕 一般社団法人日本STO協会「STOの紹介」より

デジタル証券の分類と自主規制機関



〔出所〕 一般社団法人日本STO協会「デジタル証券における流通市場の活性化への提言」