

わが国の資産証券化 (Asset Securitization) の現状

原田 喜美枝

目次

- 一、はじめに
 - 二、資産証券化の概要
 - (1) 資産証券化の定義
 - (2) 資産証券化の位置付け
 - (3) 資産証券化の目的と仕組み
 - 三、わが国の資産証券化
 - (1) 一九七〇年代以降の主な資産証券化商品
 - ①貸付債権
 - ②特定債権
 - ③売掛債権
 - (2) 資産証券化の対象となる資産の概観
 - 四、わが国における資産証券化の展望および今後の課題
 - 五、おわりに
 - 一、はじめに
- 資産証券化は米国で誕生・発展してきた。米国における資産証券化は、一九七〇年に政府抵当金

わが国の資産証券化 (Asset Securitization) の現状

庫 (GNMA) が住宅ローン債権を流動化しモーゲージ担保証券 (MBS: Mortgage Backed Securities) を発行したことから始まり、その後リース債権や自動車ローン債権、クレジットカード債権等のモーゲージ以外の資産の証券化につながっていった。非モーゲージの資産を裏付けとした証券はMBSと区別してABS (Asset Backed Securities: 資産担保型証券)、およびABCP (Asset Backed Commercial Paper: 資産担保型コマースシャルペーパー) と呼ばれている。

英国のロックミュージシャンで世界的なスター、デビッド・ボウイ氏が昨年米国でレコード販売や音楽使用などの権利から得られる収入 (ロイヤルティ) を担保にした資産担保型証券 (ABS) を私募債形式で発行した。このような変わった資産を担保にした証券は、エキゾチックA

BS と呼ばれるが、米国ではこのような新種の商品が続々と登場し、一九九六年の資産担保型証券 (ABS) 市場は年間一、五〇〇億ドルの発行規模に達している。

わが国で資産証券化が本格的に始まったのは米国と同じ一九七〇年代中頃からであるが、一九九〇年代を迎えるまでさしたる発展は見られなかった。しかしバブル経済の崩壊や金融自由化の流れの中で企業経営の見直しや効率化が求められるようになり、また規制緩和の推進が行われるようになってきたことから資産証券化のための環境は徐々に整いつつあるといえる。一方、法律や税・会計制度の制度面での整備が必要である等問題もまだ残されている。本号では資産証券化の仕組みの全体をまとめつつわが国の資産証券化の現状を捉える。

二、資産証券化の概要

(1) 資産証券化の定義

資産証券化とは一般に収益を生み出す資産を単体または集合（プール化）として、それを保有する現所有者のバランスシートから分離して、その資産に対する信託受益権またはそれを裏付けとした債権として証券を発行して資金を調達することをいう。例えばリース会社やクレジット会社等の企業（オリジネーター）が保有するリース債権、クレジット債権等の資産を証券発行体に譲渡することで資産を分離し、証券発行体が当該資産を裏付けとしてオリジネーターの信用リスクとは別個の低リスクの証券に仕組み、投資家から資金を調達するというものである。

伝統的な金融商品の代表的なものとしてコマ

わが国の資産証券化（Asset Securitization）の現状

る資産等により幾つかの類型に分けることができる（表1、表2参照）。一般に「証券化」とは金融資産の内容が貸付から証券へと比重を変えていく傾向を指すものと広く定義されている。ここでいう貸付とは資金調達の斡旋をする人が自ら投資家となる形態を指し、証券とは資金調達の斡旋をする人が自らは投資家とはならない形態を指す（これに対し、「流動化」とは資産の固定化を防ぎ、資金の回転を効率化させるために債権を売買することである）。言い換えれば、資産証券化とは貸付債権等をA B S等の証券に変換して、新しい商品形態を作る過程といえる。

キャッシュフローを生み出すものは広く資産証券化の対象となるが、それは金融資産の証券化と固定資産の証券化に大別できる（表1参照）。金融資産証券化の例としては自動車ローン、クレジットカードローン、リース債権等の証券化商品

シャルペーパー（C P）、社債等があるが、これらは基本的に発行企業の信用力そのものに依存する。これに対し、資産証券化商品は資金調達しようとする企業の信用力ではなく、当該企業から分離された資産の信用力を裏付けとする商品といえる。資産証券化商品は一般に資産担保型証券（以下A B S）と呼ばれることが多い。具体的には自動車ローン、クレジットカードローンのような広義の消費者ローンが典型的な商品にあたる。

(2) 資産証券化の位置づけ

わが国では都市銀行等による担保不動産証券化や貸出債権流動化のケースが新聞等に取り上げられることが多い。それらも資産証券化商品であるが、実際は資産証券化商品は資本市場における「証券化」という大きな流れをなしていて、次に示すようにその証券形態、基本的性質、対象とす

表1

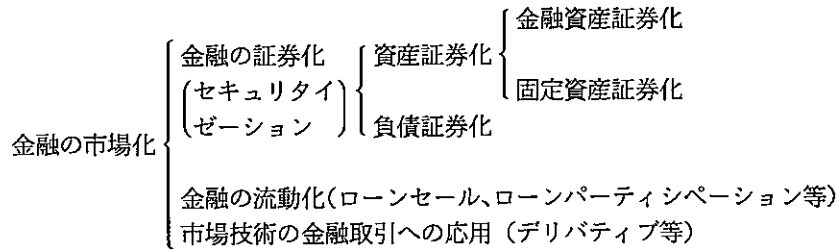


表2

形態	基本的性質	対象	裏付け	仕組み性
金融資産証券化	金融資産→証券	債権	資産自体の信用力	○
固定資産証券化	固定資産→証券	物権	資産自体の信用力	○
負債の証券化	借入<証券	負債	債務者の信用力	×
金融の流動化	証券形態によらない流動化	債権	債務者の信用力	×

が代表的である。固定資産の証券化とはいわゆる不動産の証券化であるが、これは不動産の所有権（共有持分権を含む）や不動産に投下された資本を証券の形に転換して資本市場において流通させる仕組みである。負債の証券化とは資産証券化と似てはいるが、資金を借入よりも証券の発行により調達することであり、その結果、社債の比重は増大することになる。金融の流動化とは銀行のローンセールやローンパーティシペーション（後述）等をさす。最後に、商品先物市場等から応用されて発展してきたのがデリバティブ等の分野である。以上のことから資産証券化は金融イノベーションの一端を担っていることがわかる。

(3) 資産証券化の目的と仕組み

証券化の目的は、プール化された（または単体の）優良資産による低リスクの活用で資金を低利

調達できること、多数の資産を組み込むことによって個々の資産のリスクを分散できるなど各種リスクを回避できること、そして証券発行体へ資産を譲渡することで当該資産をオフバランス化³⁾できることである。オフバランス化することにより資産を圧縮し、自己資本比率、ROA、ROEを上昇させる効果がある。

「仕組み」とは資産証券化取引の特徴のひとつであり、各種の技術のことであると解釈できる。仕組み性のない証券化（伝統的証券化、つまり債券等）のもとでは、原債権者は銀行等の資金供給者から資金を調達してきて原債務者に対して与信実行する。この方法の欠点は、投資家サイドからみると借入人が破綻した場合に元利金の支払いが遅延するというリスク、最終的に資金の回収が不可能になるというリスクが存在することである。

これに対して、新しい資産証券化の「仕組み」を

用いると原債権者は自分自身の格付けよりも高い格付けを得る証券を発行することができ、さらに資産と負債の双方をバランスシートからははずすことができる。その結果、原債権者はオンバランスシートでも資金調達に伴う資本コストを削減できる等のメリットがある。

三、わが国の資産証券化

(1) 一九七〇年代以降の主な資産証券化商品

わが国の資産証券化の歴史は住宅ローンの流動化から始まった。一九七三年に住宅ローン債権信託制度が創設され、翌一九七四年には住宅抵当証券が制度として導入された。これらは金融機関および住宅金融会社が保有する住宅ローンのプールの対象で、前者は対象資産を信託銀行に信託し、信託銀行が受益証券を発行して販売した。後者は

対象資産を抵当証書として他の金融機関に販売した。また、一九八〇年代前半には抵当証券の発行は拡大したが、その後銀行に対するBIS（国際決済銀行）の自己資本比率規制の導入により、優遇化された住宅ローン（住宅ローンは優良資産になった）のオフバランス化の必要性が薄れたことが契機となり減少した。一九八九年には地方公共団体向け貸付債権の流動化が同様の方法で制度化された。一九八八年以降には国内企業が保有する売掛債権を外国の債権買取専門会社の国内支店に譲渡し、それを裏付けに米国でCPを発行する手法が始まり、一九九〇年からは金融機関の一般貸付債権の流動化が導入された。一般貸付債権の流動化の手法として譲渡方式（一九九〇年）・信託方式（一九九二年）が採用された。リース会社等は動産設備信託という形態の資産流動化を行ってきたが、資産そのものの信用力で資金調達する

要望が高まり、一九九三年に「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」(特定債権法、特債法と略称される)が施行され、リース・クレジット債権等の流動化の法的枠組みが整備された。特債法に基づく手法は譲渡・組合・信託方式しか認められていなかったが、一九九六年四月に担保型方式による社債、CPの発行が認められ、証券化の発展が予想されるようになってきた。次に以上で挙げた資産を分類して個別に概観する。

(2) 資産証券化の対象となる資産の概観

① 貸付債権

貸付債権の流動化とは住宅ローン債権、地方公共団体向け貸付債権、一般貸付債権の流動化によるものである。一般貸付債権の流動化が一九九〇年に指名債権譲渡方式によって開始され、一九九二年には信託方式による流動化が認められると

もに、債務者承諾については承諾省略方式が認められた。信託方式には信託会社に直接委託する「直接信託方式」と、一旦他の金融機関に譲渡した後、譲り受けた金融機関が委託者として信託会社に信託する「間接信託方式」がある。この他にローンパーティシペーション方式という手法がある。これはわが国では一九九五年六月に導入された新しい金融技術の手法を用いる手法であり、原債権者と原債務者間の関係を移転させないで元利金の受取請求権のみ投資家に売却し、投資家がデフォルトリスクを負うものである。

貸付債権の流動化は金融機関のオフバランス化を目的としている。最近の都市銀行等による貸付債権流動化は、東京三菱銀行(一、〇五〇億円、ABS方式)、さくら銀行(一兆四、〇〇〇億円、CP方式および信託受益権証券方式)、富士銀行(三兆円、CP方式)、三和銀行(一三〇億

円、信託受益権証券方式)など大半の都市銀行が行っている。一九九七年五月にノンバンクに対しても貸付債権の証券化が解禁されたのに続き、六月には信託受益権証券が有価証券として認められたことで、最低販売単位を小口化するとともに個人への販売も解禁された。貸付債権の証券化市場は急速に拡大している。しかしながら債権の流通市場はまだ整備途上で、金融機関と機関投資家間の相対取引が多いのが現状である。また、切り離された貸付債権を保有しても途中で転売できる保証がないという問題もある。さらに、第三者対抗要件の具備⁽⁶⁾に関する問題があり、実際は運用対象が限定されている等規制が足かせとなっている。

② 特定債権

特定債権とは一九九三年に施行された特債法に基づき新しい証券化技術を用いた対象資産であり、リース債権、割賦購入あっせん債権(クレ

ジットカード債権、自動車ローン債権等)、割賦販売債権を合わせて「特定債権」、ここに特定物品であるリース物品を入れ総称として「特定債権等」と定義されている(表3参照)。
特定債権等の証券化の形態としては一九九六年四月に導入された「担保型方式」を入れて四つの類

表3

特定債権等	特定債権	リース債権
		割賦購入あっせん債権
	特定物品	リース物品

表 4

(単位：億円)

	1993年度	1994年度	1995年度	1996年度	合計
譲渡方式	1,037	1,862	2,590	8,046	13,535
信託方式	1,616	3,065	3,602	2,816	11,099
組合法式	0	0	89	196	285
担保方式	0	0	0	1,188	1,188
合計	2,653	4,927	6,281	12,246	26,107

出所：1997年6月15日日経金融、通産省資料より作成

型がある。

(A) 「譲渡方式」は特定債権等をSPV (証券発行体のことであり、Special Purpose Vehicleの略称。以下SPVという) へ譲渡し、債権者(オリジネーター)が譲渡代金債権を分割した債権を投資家へ販売する方式。

(B) 「信託方式」は特定債権等を信託会社へ譲渡し、信託会社が受益証券を投資家へ販売する方式(社債は発行できない)。つまり、信託会社がSPVの機能を果たす。

(C) 「組合法式」は特定債権等を複数の投資家が形成した匿名組合または任意組合に譲渡し、組合出資者(投資家)が利益や収益の分配権を取得する方式。

(D) 「担保型方式」は特定債権等をSPVへ譲渡し、SPVが発行する社債、CPを証券会社が投資家へ販売する方式。これにより担保型方式によ

る社債(ABS)、CP(ABCP)の発行が認められた。

わが国では信託方式と譲渡方式が主に利用されている。エヌ・ジェイ・プロパティマネジメント株式会社(日本地所が100%出資するSPC)が、一九九六年一月に日本債券信用銀行より匿名組合出資を受け債券を発行しているケース等も見られるが、全体から見ると組合法式は少ない。特定債権の流動化実績の合計金額は表4にあるように一九九三年から一九九六年の間に二、六五三億円から一兆二、四六六億円へと四・六倍以上に増加している。中でも譲渡方式による流動化は同一、〇三七億円から八、〇四六億円へと七・八倍に急増している。

その中でもリース・クレジット債権の流動化は表5に見るように一九九六年四月から一二月で七、一六一億円となり、これは前年同期比の二・

一倍である。取扱件数も三〇三件と膨らんでいる。

担保型方式は一九九六年四月に導入され、オリエントコーポレーションが自動車ローン担保型社債を同年九月に発行したのが第一号であった。その後この手法は仕組みを凝らして利用され、ABS、ABCPの発行は増加したが、国内のSPVは最低一、〇〇〇万円の資本金が必要である等の規制、現制度では二重課税の問題がある等問題が残っている。しかし、先にも述べたように信託受益証券が有価証券に認定されたことにより、証券化商品の開発・改善が進んでいるというプラスの側面もある。信託受益証券が有価証券になると証券会社が取り扱うことができ、公募形式で数多くの投資家に販売できる。

③ 売掛債権

売掛債権の流動化は比較的短期の債務者承諾省略方式で、譲渡方式、信託方式により行われてき

表5 リース・クレジット債権の流動化状況

(96年4月～12月)

		件数	金額 (億円)	
信託銀行	住友信託	29	711	
	あさひ信託	22	519	
	東洋信託	19	440	
	安田信託	23	325	
	野村信託	17	305	
	すずき信託	7	290	
	大和信託	7	260	
	三井信託	12	257	
	第一信託	13	246	
	日興信託	10	189	
	中央信託	6	160	
	東海信託	8	142	
	三井信託	6	130	
	東京信託	7	121	
	三和信託	10	105	
証券会社	中興信託	6	90	
	富士信託	3	75	
	富田信託	4	55	
	パーク信託	2	40	
	さくら信託	3	37	
	山一信託	10	20	
	長銀信託	1	10	
	小計	225	4,527	
	証券会社	大和証券	13	702
		興銀証券	14	428
長銀証券		9	316	
野村証券		7	200	
第一証券		6	102	
富士証券		4	62	
住友証券		2	50	
あさひ証券		1	30	
三和証券		2	29	
さくら証券		1	3	
都銀等	オリックス証券	1	1	
	東京証券	1	1	
	小計	61	1,924	
	都銀等	住友銀行	5	235
		大和銀行	6	183
		シティバンク	1	160
		三和銀行	2	69
		日本興業銀行	1	50
		農林中央金庫	1	10
	小計	17	710	
合計	303	7,161		

(注) ABCPのロールオーバーを除く。日本資産流動化研究所調べ
 <備考> 住友信託=資産担保証券：1件5億円、大和証券=資産担保証券：3件450億円、三和証券=資産担保証券：1件10億円、オリックス証券=資産担保証券、住友銀行=資産担保証券：1件50億円、大和銀行=信託方式、農林中央金庫=資産担保証券

出所：日刊工業新聞 1997年4月24日

た。ABC方式はこれまでわが国の売掛債権を裏付けとしたCPが米国市場で販売されてきたが、一九九六年四月にはコマースナルペーパーの適格ルール規制が緩和され国内での販売も解禁された。これにより、一九九六年九月以降NECホームエレクトロニクスは月一回の割合でNEC向けの売掛債権を販売している。コマースナルペーパーは有価証券であり、このような一般企業の売掛債権を使った有価証券が国内に広がり始めれば、市場の大きな成長が期待される。

④ 不良債権 (担保不動産)

不良債権 (担保不動産) の証券化は担保不動産付きの債権や不動産そのものを証券に換えて投資家に販売し、資金を早期に回収する方法である。

金融機関や商社などの事業会社が抱える不良債権問題を解決するために共同債権買取機構、住宅金融債権管理機構、整理回収銀行が設立されたが、

現在のところ担保不動産の譲渡・売却が進まず、成果をあげていない状況にある。不良債権問題に関して公的資金を導入することに関する是非が議論を呼んだことは記憶に新しいが、都市銀行等による証券化の実例の初期のものは以下のように仕組まれている。まず一九九五年七月に東京三菱銀行 (三菱銀行) からわが国初の担保不動産証券化商品が海外にSPCを設立する方式により発行された。これに対し、三和銀行は一九九六年八月に対象が不良資産であるが償還のためには担保不動産の売却が必要になる仕組みの証券化商品を発行した。日本債券信用銀行と富士銀行の例では匿名組合出资方式により証券化が行われた。

しかしながら一九九五年から一九九七年九月現在にかけて、地方銀行も含め、わずか数行がそれぞれに工夫された手法で不良債権の証券化を行っているのみであり、譲渡規模はごく一部にとど

まっている（一九九七年八月の時点で約一兆円弱。不良債権は数十兆あるとみられる）。担保不動産付き不良債権の場合には特に同一不動産に多くの債権者が抵当権を設定していること、不動産取引に適用されるさまざまな税金があること、証券化して売買する二次市場がないこと、不動産の価格下落リスクをとって証券化商品を購入する投資家が少ないことなどによる限界がある。

米国では一九八〇年代後半にS&L（貯蓄貸付組合）が大量倒産し、わが国と同様に不動産プールの崩壊が、米政府の対応により不動産市場は現在では回復している。米政府はRTC（Resolution Trust Corporation：整理信託公社）を設立して、破たん金融機関の住宅用・商業用モーゲージなどの資産約一八四億ドルを一九九一年から一九九五年末までに証券化の手法により処分した。これに

より資産証券化市場が一段と拡大した。

⑤ 不動産

担保不動産だけでなく一般に不動産資産は証券化の対象になりうる。一九九四年に「不動産特定共同事業の規制に関する法律」（不動産ファンド法と略称される）が成立したが、わが国では不動産を投資対象と位置づけることは社会的に受け入れられていない。これは米国では不動産投資信託（REIT）や商業用不動産ABSが発達していることと比べると対照的である。

不良債権の担保不動産問題だけでなく、眠っている土地の有効な活用、効率的な売買方法を含め土地流動化の対策を総合的に扱う機関として、一九九六年一〇月に担保不動産等関係連絡協議会が発足し、今年三月末に総合対策がまとめられた。この対策により制度上の問題はほぼ解消したが、金融機関自身が不動産のリスクを抱えたまま証券

化しているのが現状であり、不動産の証券化が可能になるにはなお時間がかかると見られている。

⑥ 商品投資

一九九二年に商品投資における投資家保護を目的として「商品投資に係る事業の規制に関する法律」（商品ファンド法と略称される）が施行された。商品ファンドは先物ファンドと現物ファンドに大別され、匿名組合方式、任意組合方式、信託方式、リミテッドパートナー方式等により運用され、投資家に販売される。先物ファンドとは投資家から集めた資金を商品先物市場で貴金属、穀物、原油等の商品先物で運用する投資形態を指している。わが国で販売されている商品ファンドの大半が先物ファンドである。一方、現物ファンドは投資家から集めた資金を現物取引で運用し、それにより得られた収益を分配するファンドのことで、競走馬、映画、絵画等の現物やそれらに対す

る権利に投資するものである。先物ファンドはここ数年伸び悩んでいるが、来年度には一口一億円未満の販売は不可という小口販売規制が撤廃されるため、今後メジャーな金融商品となりそうである。現物ファンドはまだわが国では定着しているとはいえない。米国の現物ファンドはグレイプフルーツやオレンジなどの栽培、うなぎやチンチラなどの飼育、映画やケーブルTVなどの事業へ投資するファンドが運用・販売されている。

四、わが国における資産証券化の展望および今後の課題

資産証券化という新しい金融手法のための環境は徐々に整いつつあるといえる。これは、新聞・雑誌誌面に取り上げられる様々な規制緩和策、市場活性化策等からも察することができる。この動

きは法律や税・会計制度面の環境整備と流通市場の育成というふたつの流れに代表される。

一九九七年三月に政府は土地流動化の総合対策をまとめ、担保不動産の証券化手法を本格的に導入することをねらい、一二項目の規制緩和、税制上の優遇措置を打ち出した。以前であれば担保不動産を信託方式で小口販売すると、投資家が信託受益権証券を転売した場合に法人税のほか保有期間に応じて土地譲渡益課税の対象となったが、この課税が四月から適用されなくなったこともひとつの成果であろう。一九九八年度からは特別目的会社（SPC）に関しての法人税、不動産取得税などの免除も検討され始める。

わが国では制度面の整備が進まないことには実際の取引面の発展がなかなか進まないという問題が存在する。これは米国における資産証券化の歩みと異なる。米国では取引が先行し、取引関係の

だけでなく、今後の金融市場を活性化させる有効な手段でもある。

技術的な革新性に関する部分、例えばオフバランス化、プール化、信用補完、キャッシュフローの変換、格付け等については別の機会に検討したい。

(注)

- (1) 証券発行体 (Special Purpose Vehicle: SPV と略称される) とは資産担保型証券 (ABS) の法律上の発行者のことである。ABS の構造や仕組みによって信託、会社等の形態をとる。会社形態をとるときは SPC (Special Purpose Company)、「特別目的会社」と訳される。
- (2) オリジネーターとは原債権者のことである。例えば代表的な銀行だけでなく、リース会社のような金融会社、売却債権を保有する一般会社も入る。資産を証券発行体に売却する。
- (3) ジェイムズ・A・ローゼンタール、ホアン・M・オカンボ、藤原英朗訳「一九八九」『新しい証券化技術——金融資産証券化の仕組み——』『東洋経済新報社』p. 26。
- (4) オフバランス化とは、財務諸表上に一旦計上された資産の認識を中止すること、つまり資産をバランスシートから切り離すことである。そのためには当該資産を会計上「売

安定化と発展を目指して制度面の整備が進められてきた。この違いは基本的に証券取引法上の有価証券概念の違いに起因する。米国の証券取引法上の特徴は包括条項があり柔軟性に富んでいることであるが、わが国の場合には政令による追加は可能だが、国債、社債、株式等の証券を列挙する限定列挙方式をとっている。このことから、将来資産証券化の推進を図っていくためには法律や税・会計制度の制度面の整備が必要と考えられる。

五、おわりに

本号では資産証券化を新しい金融技術の中に位置するものとしてとらえ、その基本的な構造について述べ、そのうえでわが国の証券化の現状を捉えた。証券化の手法は金融機関の不良債権問題等の差しせまった短期的課題を解決する手段になる

却として処理する必要がある。その一方で、証券化に伴う資金調達が会計上「借入」であると判断されれば、証券化の対象となる資産の認識は中止されず、担保付の借入時と同様に調達額が資産、負債に両建計上されることになる（より詳しくは福澤恵二「一九九六」『証券化におけるオフバランス化の問題——金融資産の認識中止の条件について——』日本銀行金融研究所 Discussion Paper 96-13-13参照）。

- (5) このうち間接信託方式の場合は信託銀行に債権の買戻または債務保証を付す必要がある。
- (6) 第三者対抗要件とは債権を譲り受けた側が債権者であることを主張できる法的な仕組みである。貸付債権の譲渡は法的には債務者に通知をすることが必要とされている。流動化商品が債務者の承諾を得ていることを「第三者対抗要件を具備」しているという。わが国の現状では通知が煩雑であること（リース・クレジット債権等特償法上の債権の場合には広告で対抗要件を具備できる）、債務者側に債権者が変わることへの抵抗感があることなどの理由により債権売却当初は第三者対抗要件を付けないが、譲渡者である銀行の格付けが下がった場合には事後的に対抗要件を付ける「留保方式」などにより流動化が行われているが、格付けの問題、経済的便益とリスクの移転の問題等が浮かび上がってきている。
- (7) 譲渡代金債権とは原債権を譲渡する SPV に売却したと

きに発生する売却代金債権のことである。特償法上の譲渡方式では、流動化される債権が原債権のキャッシュフローそのものではないことに留意する必要がある。

(8) SPCは税法上会社形態とみなされるため、資産課税と配当課税の二重課税の問題がある(一方のSPVは二重課税の対象とならない)。一九九八年度にはSPCの設立要件などを定めた新法を制定したうえで租税特別措置がとられることになっている。

(9) 商品ファンドとはある特定の商品に対する投資を目的として投資家が出資し、専門家が運用を行い、その投資・運用による収益を投資家に還元する投資形態のことを指す。

(はらだ きみえ・当研究所研究員)