

資産証券化の技術的革新性について

原 田 喜美枝

目 次

- 一、はじめに
- 二、各種リスク
信用リスク、市場リスク、流動性リスク、経営管理リスク、イベントリスク
- 三、リスク回避手段
オフバランス化、キャッシュフロー管理、プール化、信用補完措置、格付け
- 四、資産担保型証券事例検討
- 五、おわりに

ABSと聞いて自動車のアンチロックブレーキシステム (Anti-Lock Brake System、略してABS) を思い浮かべる人は、ABSが危険な状況を防止するために考えだされた装置だと知っているはずである。資産証券化でABSといったときには資産担保型証券 (Asset Backed Securities) を指すが、この場合も同様に不良債権等を抱えた危険な金融機関、企業を救う金融技術だということができる (もちろんそうでない場合も多い)。本稿では前回 (一九九七年一〇月号) に引き続き資産証券化について取り扱うが、危険を回

避するための技術的側面に焦点をあてる。具体的にABSの仕組みを理解しやすいように資産担保型証券事例研究として、もうひとつのABSも関係する自動車ローン債権を取り上げて検討したい。

一、はじめに

前回は資産証券化の基本的な構造について概観し、そのうえでわが国の証券化の現状を概観した。そこでは資産流動化・証券化の歩みを対象資産別にみて、それぞれの商品の発行方式や規模、法律や税・会計制度面との関係等を示した。

本稿は前回の続編として、資産証券化の技術的な革新性に関する部分を概観する。銀行・金融機関による貸付債権の売却等、わが国における資産証券化商品は増加しているが、銀行・金融機関の

いるという点で、また、銀行の一般貸付債権は貸付条件、貸付金額ともばらつきが大きく、貸倒・延滞についても一般的な傾向や過去の経験値も定まっていないという点で、以下での議論が必ずしも当てはまらない。

二、各種リスク

企業が長期債、中期債、コマーシャルペーパーに代表される社債を発行すると、投資家に対して元本の返済と定期的な利息の支払いを行う義務がある。社債は通常、発行企業の信用力によって担保されている。もしこの企業が破産すると、投資家は二つのリスクに直面する。一つは受け取るべき元利金が最終的に支払われないというリスク、もう一つは最終的には全額の支払いを受けるとしても、支払いが遅延し資金の運用機会を失ってし

不良債権の増加（つまり自己資本の減耗）への対応として、貸付債権の売却という形でバランスシート改善を行っているという側面から捉えられることが多い。資産証券化商品は会計規則や法、税制度の各種の規制に制限されながらも、規制上の抜け道を利用して開発されているかのようにもとられがちである。しかし本質は新しい金融技術を用いてリスク処理を行い、伝統的な貸付方法よりも効率のよい形で取引を行っているところに特徴がある。

前回は資産証券化の対象となる資産を各種取り上げたが、本稿ではその中でも特にプール化され原債権者から切り離された資産を裏付けとして債権として発行される証券を中心に考える。具体的には自動車ローンやクレジットカードローン、リース債権等がこの特性をもつ。固定資産証券化は単一あるいは少数の固定資産が裏付けとなつて

まうというリスクである。こういったリスクは信用リスクと呼ばれるが、資産の証券化を行うことで数々のリスクをどのように回避あるいは軽減させることが可能であるかを以下で整理する。そこで、まず資産証券化に関わるリスクにはどのようなものが存在し、どのような対応が考えられるかを簡単にまとめる。

信用リスク

上述の例を一般化すると、信用リスクとは貸出先の経営悪化（自己破産なども含む）により貸し出した資金の元本の回収ができなくなる、利子が確保できなくなるなどのリスクである。資産証券化商品はプールされた債権を裏付けとしてそのキャッシュフローに依存するため、原債権に係る信用リスクを判定し管理することが必要とされる。また、原債権が小口でかつ複数の債権のプールであるということは、個々の債権が保有する信

用リスクを分散し、抑制することにもなっている。さらに、投資家にとって投資しやすい商品とするために様々な形態の信用補完措置（後述）をとることも必要となる。

市場リスク

市場リスクとは、市場の変動に伴って資産・負債等の価値が減少するリスクである。具体的には、金利変動に伴い利鞘が縮小したり逆鞘になったりするなどの金利リスク（モーゲージ証券では顕著⁽¹⁾）、有価証券等の価格変動によって資産価値が減少する価格変動リスクがあげられる。わが国では資産証券化商品のセカンダリーマーケット（流通市場）は発達しているとはいえず、保有している証券を適正な価格で売却できないことも考えられる。

流動性リスク

流動性リスクとは、原債権の信用リスクの顕在

負担に耐えられる電算システムやそのバックアップ体制を構築する等の対応が考えられる⁽²⁾。

イベントリスク

イベントリスクとは、投資対象先のM&Aや格付け引き下げによる信用低下によりもたらされるリスク、オリジネーター等関係者の倒産等により投資家への元利金支払いに支障が生じるリスクである。資産証券化の手法ではオリジネーターから独立したSPVへ資産が売却されるが、SPVの事業目的は債券発行のみであり、これによってイベントリスクを避けることが可能である。

以上が代表的なリスクであるが、この他にも例えば機器の陳腐化による機能低下のリスクである陳腐化リスク等がある。コンピュータリース、自動車リース、航空機リース等のリース取引はこの陳腐化リスクに対応する必要がある。

化以外の理由（例えば金融機関に対する信用低下や資産の運用・調達期間の不一致から至近の流出に対応できなくなるなど）によって、SPV（証券発行体。前回既述）から投資家への元利金の支払いが期日通りに行われないう。資産証券化商品のなかでも特にABC P（資産担保型コモーションペーパー）の場合には短期の証券であることが多く、証券の満期償還が短期間で繰り返し行われることから、資金を確実に確保するための仕組みが重要となる。

経営管理リスク

経営管理リスクとは、経営管理に関する様々なリスクのことであり、例えば資金回収における事務処理の事故や不正のリスクなど、オペレーション上のリスクをさす。資産証券化は自動車ローンに代表されるように小口の金融資産が大規模にプール化されたものであるから、大量の事務処理

二、リスク回避手段

資産証券化商品がどのように新しい金融技術を用いてリスク処理を行い、伝統的な貸付方法よりも効率のよい形で取引を行っているのかを具体的に考察する。

オフバランス化

オフバランス化とは資産をバランスシートから切り離すことであり、そのためには資産を会計上「売却」とする必要がある。そこで、原債権者から独立したSPVへ資産を売却しイベントリスクを回避する。

資産証券化商品はオフバランス化により、裏付けとなる資産から生じるキャッシュフローが原債権者の信用リスクの影響等から分断される必要があるが、これを法的にいかに保証するかが重要と

なる。ポイントは三つあり、一点目は原債権者からSPVへの資産譲渡は「真性売買」(True Sale)とすることである。担保提供となると原債権者が破産したときにはSPVは更生手続きの対象となってしまうからである。二点目は「第三者対抗要件の具備」といわれる問題であり、SPVが債務者に対して債権譲渡の対抗要件を満たすためには、債務者に対して通知をだす必要があるが、自動車ローン等のように債務者が多数の場合に個別に通知をすることは困難である。わが国では民法により債務者に対する確定日付通知と承諾獲得の必要があり、これが資産証券化の障害となっているが、特定債権法では「一括公告制度」を採用しており、この問題を回避している。三点目はSPVが法的に原債権者から独立性を保っているようにすることである。オフバランス化のためには独立した帳簿の簿付け、独立した口座の保有等が必

要とされる。

キャッシュフロー管理

自動車ローンなどではローンの借入人に期限内償還が自由に認められているため、キャッシュフローが不安定になり、償還期間も不確実になる。この問題を回避するために裏付けとなる資産と発行証券間のキャッシュフローをどのように調整するかは重要な問題となる。キャッシュフローは(i) キャッシュフローが生じた時点でそのまま投資家へ支払うパススルー型、(ii) SPVが投資家のニーズに合わせて加工するペイスルー型に大別できる。

四、で検討する自動車ローン債権の証券化の例では、一つの証券が償還期限および利率の異なるいくつかのクラス(トランシェ)から構成されることにより、期限前償還リスクを軽減する仕組みがなされている。このような仕組みで期限前償還

リスクを回避する証券をCMO (Collateralized Mortgage Obligation) 型といふ。

プールの

多数の小口の債権をプールすることは、原債権者と投資家双方にとってメリットをもたらす。

プール化により信用リスクなどの個々の債務者の属性が捨象されてプール化された資産は資産全体として判断され、格付けされる(四、資産担保型証券事例検討を参考)。判断基準は大きく分けて、当該資産全体に関するものと原債権者の過去のトラックレコードに基づくものの二つがある。

前者にはプール件数や加重平均残存期間、後者にはトラックレコードに基づく平均貸倒率、平均延滞率などがある⁽⁴⁾。この信用リスクを変換する手段は資産証券化の大きな特徴のひとつであり、大数の法則やその他統計的な技術が用いられる。

信用補完措置

資産証券化におけるリスクを管理し、証券としての信用を高める措置を信用補完措置という。信用補完措置にはSPVの種類、証券発行の仕組み

などによって様々なものが存在するが、大きく分けると(i)証券化に関しては第三者にあたる外部の金融機関等の信用力を活用する外部信用補完と(ii)発行証券の仕組み自体に信用補完機能をもたせる内部信用補完の二種類がある。(i)のタイプとしては原債権者へのリコース⁽⁵⁾、銀行の信用状、金融保証保険等があげられ、(ii)のタイプとしては超過担保、スプレッド勘定、優先・劣後構造等があげられる。こういった手段のうちの複数の信用補完措置が講じられるのが一般的である⁽⁶⁾。

格付け

発行者の信用リスクがベースとなる一般社債の格付けと異なり、発行証券一件ごとに審査されるため、いかに高い格付けを取得すればよいか、そ

図1 資産担保型社債発行要項

発行債券	第1回A号無担保社債 (2001年9月10日最終償還) 第1回B号無担保社債 (2001年9月10日最終償還) 第1回C号無担保社債 (2001年9月10日最終償還) 第1回D号無担保社債 (2001年9月10日最終償還)
発行者	株式会社オリコ・アセット・ファンディングジャパン
発行日	1996年9月10日
格付け	AAA (スタンダード&プアーズ) AAA (日本公社債研究所)
発行金額	72億円 (A号) 100億円 (B号) 80億円 (C号) 48億円 (D号)
予想平均年限 (月)	12.96ヶ月 (A号) 12.71ヶ月 (B号)
予想償還年限 (月)	39.00ヶ月 (C号) 48.00ヶ月 (D号)
利率	1.07% (A号) 1.28% (B号) 2.11% (C号) 2.42% (D号)
原資産	自動車ローン債権
社債管理会社	第一勧業信託銀行
引受主幹事	大和証券
関係者の格付け	第一勧業銀行 (短期格付けA-1)

(出所) 資産流動化証券発行目論見書、クレジット・ウィーク・ジャパン1996年11、12月号

の仕組みについて原債権者と格付け会社間で交渉が行われる。通常はAAA格という最上位格付けを取得できるような仕組み(例えば信用補完方法の選択やその程度)を作る。一般的に格付け審査の方法は証券発行に関わる全関係者におよび、様々な種類のリスクが審査される。主な審査項目としてあげられるのは、原債権者の信用調査、裏付けとなる資産の内容・属性・特徴、原貸付における審査基準、事務管理人の能力、信用補完方法等である。

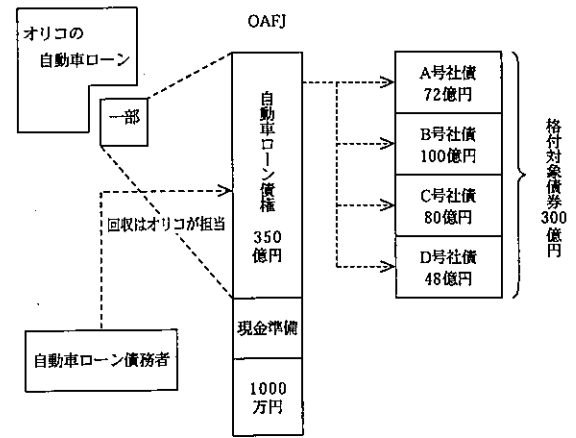
四、資産担保型証券事例検討

一九九三年六月に「特定債権等に係わる事業の規制に関する法律」(いわゆる特債法)がABSに関する初の法律として制定され、翌一九九四年六月から施行された。特債法に基づき、一九九六

年四月からリース・クレジット債権等を裏付けとしたABSの発行も解禁になり、その第一号が一九九六年九月のオリエントコーポレーション(以下オリコと呼ぶ)による自動車ローン債権の証券化であった。自動車ローンの証券化は原貸付者ごとにくつかの異なった手法があるが、ここでは上記の自動車ローンの事例について検討する。

株式会社オリコ・アセット・ファンディングジャパン(以下OAFJと呼ぶ)が一九九六年九月に発行した合計三〇〇億円の社債は日本国内で発行された第一号の資産担保型証券であった(図1資産担保型社債発行要項、図2オリコのキャッシュフロー図を参照)。図1からわかるように、この第一回各号社債は期間・リスクにより金利が異なっており、さらに最終償還日は決まっているが正確には償還日は未定であるため、予想平均年限、予想償還年限が求められている。この元金償

図2 オリコのキャッシュフロー図



日本公社債研究所 News Release に基づき作成。

還の時期を予想する方法、トリプルAの格付けを得るための仕組み、信用補完等について以下で詳しくみていく。

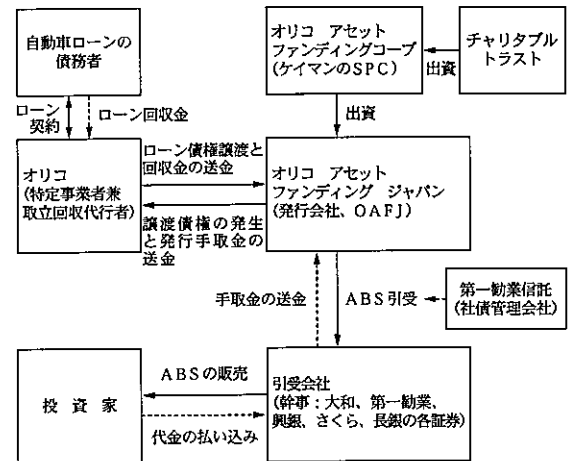
資産証券化の技術的革新性について

(ローン債権総額では約四四七億円)の自動車ローン債権であるが、この自動車ローン債権の買取り資金を集めるために(もしくはこの債権を裏付けに)三〇〇億円の固定利付社債が発行される。この社債は特償法によってみとめられた「担保方式」に基づく資産証券化商品であり、債権の譲渡に係る第三者対抗要件は「公告」によって具備されている。

(2) 元利払いの特徴

この社債は自動車ローンから得られるキャッシュフローを分解し投資家に販売されたものである。A号社債とB号社債は各々毎月一〇日に一・〇七%、一・二八%(年率)の利息が支払われ、C号社債とD号社債は半年毎(三月一〇日、九月一〇日)各々二・一一%、二・四二%(年率)の利息が支払われる。各社債の最終償還期限は二〇

図3 オリコ社債の仕組み



(出所) 資産流動化証券発行届出目録見書

(1) 仕組み
社債の仕組みは図3にまとめられている。特別目的会社(SPC)であるOAFJがもつ資産はオリコから譲渡された元本総額約三三〇億円

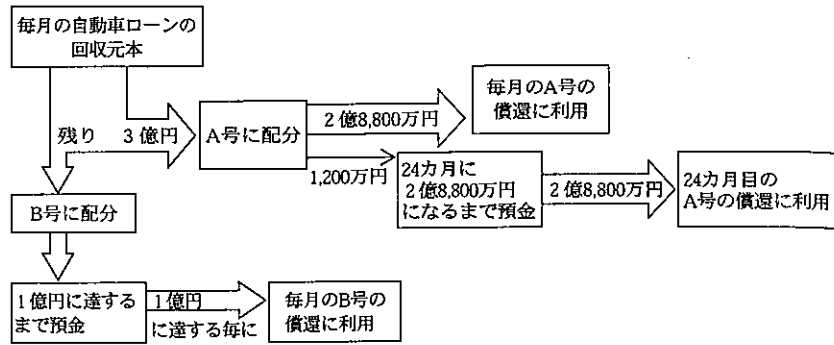
〇一年九月一〇日であり、遅くともこの日までに全額が償還されるが、償還方法変更事由(3)で述べる)が生じなければ、償還方法は以下のようになる(図4資金の流れ参照)。

A号社債：当初二四ヶ月は、毎月の自動車ローンの回収元本の中から最初に三億円がA号に配分される。このうちの二億八、八〇〇万円が毎月のA号の償還に利用される。残りの一、二〇〇万円は二四ヶ月目に二億八、八〇〇万円に達するまでOAFJの口座に預金され、二四ヶ月目のA号の償還に利用される。

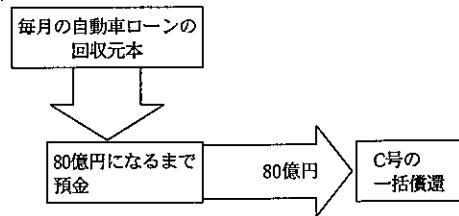
B号社債：三億円をA号に配分した残りの自動車ローンの回収元本がB号に配分される。二四ヶ月目まで毎月の回収元本のうち、三億円を上回る部分が一億円に達する毎に償還される。残りの一億円未満の回収元本はOAFJの口座に預金され翌月に繰り越される。当月の残高および翌月に繰

図4 資金の流れ

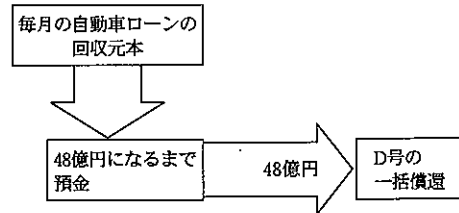
前半 (B号社債の全額償還されるまで)



後半 (B号社債の全額償還後)



(C号社債の全額償還後)



り越された回収元本額は翌月のB号の支払いに充当される。

C号社債：B号が全額償還されるまで自動車ローンの回収元本はC号には配分されない。B号が全額償還された後、回収元本を積み上げ八〇億円に達した時点でC号の償還に使われる。C号は一括償還の社債であるため、一括償還ができるまで回収元本残高はOAFJの口座に積み立てられる。

D号社債：D号は回収元本の積み立てがC号が全額償還された後に開始されるという相違を除き、C号と同じ償還方法がとられる。

(3) 償還方法の変更

幾つかの状況が発生した場合、社債全号と利払の償還方法は各月のパススルーに変更される。例えば貸倒自動車ローン債権元本額の累積額が四

五億円 (当初の自動車ローン債権総額の約十〇%) に達した場合等、かなり特殊な事項が発生した際には利払いは当初契約に記されていた各利率に従って、毎月支払いが行われる。元本は各号の未償還元本額の比率に応じて毎月の自動車ローンの回収元本を毎月配分し償還される。

(4) 譲渡債権の内容

図2からもわかるように、オリコは保有する自動車ローン債権のうち、元本が一五〇〇万円以下、年率八%以上、残存支払い月数が四九ヶ月以上五九ヶ月以内のものから、総額三五〇億円を抽出しOAFJに譲渡した。譲渡債権の本数は二〇、二五八件、件数当たりの平均元本残高は一七三万円である。件数ベースでみて九八%以上の債権が四〇〇万円以下で、譲渡債権の実質年利率は一〇・八%である。格付けに当たり、原債務者地

債務者の年齢別構成比

	抽出母体		債権額 (単位：千円)	譲渡債権		件数構成比 (%)
	金額構成比 (%)	件数構成比 (%)		金額構成比 (%)	債権件数	
未成年	3.2	2.5	2,388,737	5.3	1,066	5.3
20～24歳	24.3	22.6	12,101,671	27.1	5,286	26.1
25～29歳	19.4	18.4	8,479,267	19.0	3,692	18.2
30～34歳	11.5	10.9	5,100,926	11.4	2,300	11.4
35～39歳	8.3	8.5	3,640,844	8.1	1,733	8.6
40～44歳	7.4	8.3	3,093,446	6.9	1,571	7.3
45～49歳	8.3	9.9	3,293,711	7.3	1,678	3.3
50～54歳	4.9	6.1	1,963,293	4.4	963	4.8
55～59歳	3.3	4.2	1,216,780	2.7	613	3.0
60～64歳	1.7	2.4	557,556	1.2	303	1.5
65～69歳	0.7	1.1	194,711	0.4	110	0.5
70歳以上	0.3	0.4	100,540	0.2	47	0.2
合計	6.7	4.6	2,584,421	5.8	896	4.4
合計	100.0	100.0	44,705,911	100.0	20,258	100.0

月次支払金額別構成比

毎月支払額	抽出母体		債権額 (単位：千円)	譲渡債権		件数構成比 (%)
	金額構成比 (%)	件数構成比 (%)		金額構成比 (%)	債権件数	
1万円以下	1.2	5.4	343,732	0.8	600	3.0
1万円超2万円以下	10.9	24.1	3,782,891	8.5	3,562	17.6
2万円超3万円以下	21.2	26.0	8,236,949	18.4	4,871	24.0
3万円超4万円以下	22.4	19.3	10,247,706	22.9	4,585	22.6
4万円超5万円以下	15.7	10.7	8,080,167	18.1	2,923	14.4
5万円超6万円以下	10.7	6.2	5,932,787	13.3	1,827	9.0
6万円超7万円以下	6.5	3.3	3,790,229	8.5	1,017	5.0
7万円超8万円以下	3.5	1.7	1,879,530	4.2	441	2.2
8万円超9万円以下	2.2	1.0	885,377	2.0	186	0.9
9万円超10万円以下	1.7	0.7	559,876	1.3	104	0.5
10万円超	4.1	1.5	966,663	2.2	142	0.7
合計	100.0	100.0	44,705,911	100.0	20,258	100.0

(出所) 資産流動化証券発行届出目録見書

図5 資産を構成する債権等の内容

債務者の居住地(都道府県別)構成比

	抽出母体		債権額 (単位：千円)	譲渡債権		件数構成比 (%)
	金額構成比 (%)	件数構成比 (%)		金額構成比 (%)	債権件数	
北海道	7.8	6.9	5,315,577	11.9	2,411	11.9
青森	1.5	1.4	733,639	1.6	360	1.8
岩手	1.4	1.4	413,696	0.9	202	1.0
宮城	2.1	2.1	860,631	1.9	439	2.2
秋田	1.5	1.5	399,300	0.9	215	1.1
山形	0.9	0.9	499,664	1.1	264	1.3
福島	2.3	2.3	989,513	2.2	474	2.3
茨城	2.9	3.0	1,456,503	3.3	662	3.3
栃木	2.7	2.5	1,550,481	3.5	677	3.3
群馬	2.1	2.0	974,496	2.2	441	2.2
埼玉県	6.2	5.9	2,655,111	5.9	1,150	3.7
千葉県	4.7	4.8	2,191,003	4.9	958	4.7
東京都	7.2	7.0	2,882,671	6.4	1,200	5.9
神奈川県	6.2	6.2	2,595,569	5.8	1,101	5.4
新潟	1.6	1.5	330,405	0.7	177	0.9
富山	0.7	0.8	161,136	0.4	80	0.4
石川	1.1	1.0	287,152	0.6	126	0.6
福井	0.9	0.8	159,486	0.4	70	0.3
山梨	0.8	0.8	375,598	0.8	195	1.0
長野	1.9	1.7	1,058,678	2.4	482	2.4
岐阜	1.4	1.3	449,858	1.0	178	0.9
静岡県	2.6	2.7	1,242,488	2.8	539	2.7
愛知県	5.3	5.0	2,471,960	5.5	1,019	5.0
三重	1.5	1.5	861,611	1.9	372	1.8
滋賀	1.2	1.1	430,343	1.0	172	0.8
京都	1.6	1.6	765,410	1.7	344	1.7
大阪府	6.0	5.9	2,443,321	5.5	1,059	5.2
兵庫県	4.0	3.9	1,769,259	4.0	783	4.9
奈良	0.9	0.9	419,920	0.9	198	1.0
和歌山	0.8	0.8	551,556	1.2	247	1.2
鳥取	0.4	0.1	270,304	0.6	130	0.6
島根	0.4	0.4	192,454	0.4	100	0.5
岡山	1.3	1.1	855,957	1.9	356	1.8
広島	3.8	3.6	1,229,157	2.7	529	2.6
山口	1.9	1.3	995,476	1.9	383	1.9
徳島	0.5	0.5	177,173	0.4	85	0.4
香川県	0.5	0.5	108,678	0.2	48	0.2
愛媛	1.1	1.4	414,750	0.9	213	1.1
高知県	0.6	0.6	334,919	0.7	161	0.3
福岡	2.9	3.9	1,071,739	2.4	566	2.3
佐賀	0.5	0.6	193,498	0.4	113	0.6
長門	0.9	1.1	443,388	1.0	251	1.2
熊本	1.0	1.3	368,043	0.8	192	0.9
大分	0.6	0.7	226,356	0.5	132	0.7
宮崎	0.5	0.6	229,873	0.5	127	0.6
鹿児島	0.6	0.6	182,251	0.4	94	0.5
沖縄	0.9	1.6	294,840	0.7	184	0.9
合計	100.0	100.0	44,705,911	100.0	20,258	100.0

域別、年齢別、月当たり支払額等の属性の構成も調べられている(図5資産を構成する債権等の内容参照)。

(5) リスク

日本公社債研究所およびスタンダード&プアーズは格付けのチェックポイントとしてリスクをはかる際、流動性リスクと信用リスクについて言及している。

自動車ローン債権の元本の返済が進むとローンからの利息収入が減少する。社債には残高に對し利息の支払いが生じるが、その裏付けとなる債権の元本が返済されればその分の利息の回収は生じない。例えばC号、D号社債のように一定時期まで償還がないと元利払いに必要な資金は一定のままで、ローンからの利息収入を上回るリスクがある(このようなりスクを流動性リスクの中でも特

にネガティブキャリリスクという)。

ローン債務者から資金の回収を代行するオリコ(代)行業者をサービサーという)が破綻した場合に、回収金がサービサーの資金と混同(コミングリング)されてしまい、SPCへの引き渡しがいまいかないタイプの信用リスクをコミングリングリスクという。日本ではローンの支払いが毎月の特定期日に集中し、ボーナス月の返済が多額であることから、多額の返済資金がサービサーの資金と混同されるリスクが他国と比べて大きい。

(6) リスク回避手段

まず信用補完措置に関しては、ネガティブキャリリスクに備える最終的な措置は現金準備(図2参照)であるが、余剰金利(支払金利と諸費用を差し引いたものを指す。債権プールの実質年利率は一〇・八%であるから社債の加重平均利率一

・六四%にサービサー手数料一・五%その他諸経費を加えたものを大きく上回る)によってもこのリスクはカバーされる。OAFJからオリコに對して支払われる自動車ローン債権の一部については支払いが繰り延べられており、これが信用補完・流動性補完措置となっている。

またプール化という観点からは、自動車ローン債権は小口でかつ複数の債権のプールであるから、個々の債権が保有する信用リスクは分散されるという点もある。リスクの判断基準として当該資産全体に関するものは、すでに挙げた図4の抽出母体の状況でほぼ明らかにされる(目論見書には他にも元本残高別構成比、残存支払回数別構成比、オートローン実質金利別構成比等が明らかにされている)。原債権者の過去のトラックレコードに基づき、延滞発生率等が掲げられている。信用リスクを变换する手段は資産証券化の大きな特

徴のひとつであり、例えば過去五年間の一括返済率、七〇日延滞発生率の平均である数値(それぞれ〇・八五%、〇・一四%)をもとにA号、B号社債の平均年限等が求められているのである(図6延滞発生率および一括返済率の推移)。

資産をバランスシートから切り離すことがオフバランス化であるが、そのために資産は真性売却される必要がある。オリコの場合は自動車ローン債権の買取りを請求したり買戻す権利を持っていない(債権売買契約で定められた一定の場合を除く)。また取立回収代行者として以外は自動車ローンに對して一切の権限を持たないことなどから考えて当該債権の譲渡は真性な売買と判断された。

サービサーであるオリコが破綻した時にはキャッシュフロー管理が途絶えることもありうるが、第一勸業信託銀行がバックアップサービサー

図6 延滞発生率および一括返済率の推移

直近6ヶ月の推移	平成8年1月	平成8年2月	平成8年3月	平成8年4月	平成8年5月	平成8年6月	
総債権残高 (70日延滞債権を除く) (百万円) (7)	933,157	993,802	1,009,491	1,017,559	1,022,737	1,027,335	
	平成8年1月	平成8年2月	平成8年3月	平成8年4月	平成8年5月	平成8年6月	
40日延滞発生率	0.32%	0.35%	0.24%	0.24%	0.28%	0.22%	
70日延滞発生率(8)	0.11%	0.09%	0.15%	0.13%	0.11%	0.11%	
一括返済率	1.04%	0.82%	1.01%	1.10%	1.05%	0.95%	
過去5年間の推移							
	平成4年3月	平成5年3月	平成6年3月	平成7年3月	平成8年3月		
総債権残高 (70日延滞債権を除く) (百万円)	1,275,853	1,233,845	1,127,037	1,053,164	1,009,491		
	平成3年4月 平成4年3月	平成4年4月 平成5年3月	平成5年4月 平成6年3月	平成6年4月 平成7年3月	平成7年4月 平成8年3月	(平均値)	(標準偏差)
40日延滞発生率	0.43%	0.38%	0.34%	0.29%	0.26%	0.34%	0.06%
70日延滞発生率	0.14%	0.16%	0.16%	0.14%	0.12%	0.14%	0.03%
一括返済率	0.88%	0.80%	0.81%	0.84%	0.93%	0.85%	0.10%

(出所) 資産流動化証券発行届出目録見書

五、おわりに

前回と今回の二回にわたり資産証券化の基本的・技術的メカニズムを概観し、日本の現状を交えて述べた。わが国では金融自由化の流れの一断面として証券化を捉えるよりも、むしろ不良債権(担保不動産)処理の一環として関心が集められている。本号では証券化がどのような技術的仕組みに基づいているのか、どの点において優れているのかを明らかにし、証券化についての理解を深め、各種リスクとリスク回避手段を列挙し、具体例を示した(紙面の都合上、SPVの設立形態による分類をはじめ事例検討と直接関係しない部分を省いたが、詳細は脚注や参考文献を参照していただきたい)。

昨年一二月に政府は金融システム安定化策とし

として指名されており、代替サービサーとしてサービサーを勤める代替サービサーへの引継ぎに時間がかかり回収が途絶えたとしても現金準備勘定により対処される。

その他には、真性売買の要件を満たしていること等から当該社債のデフォルト以外にOAFJが破産を申し立てられる可能性は小さいと判断され、バンククラブシーリモート性(債権発行体がオリジネーターの破産手続きの対象とならないこと)が保たれている。

以上のようにOAFJの第一回社債は、信用補完措置に重点は置かれるが、仕組み性、契約の内容、予想されるリスクの回避方法等様々なポイントがチェックされ、最上級の格付けであるトリプルAを取得している。

金融機関の優先株の購入を打ち出した。法的な準備が十分整っていない等まだまだ問題も残っているが、資産証券化も優先株購入と同様に金融システムの安定に貢献していくに違いない。

(注)

- (1) 米国の住宅用モーゲージを例にとれば、低金利時代には住宅ローンを借換えるケースが増え、予定よりも早い割合で住宅用モーゲージの繰上返済が行われる。その結果、住宅用モーゲージ証券の投資家にとっては低金利の時に比べて繰上返済を受けるというリスクがある。
- (2) 例えば、米国のモーゲージ以外の証券化第二号となったゼネラル・モーターズ・アクセプタンス・コーポレーション(GMAC)の資産証券化商品である一九八六年G号の受益権証券の場合、三九、九四四件のローンをプールし、四四五百万ドルの証券化を行っている。
- (3) 詳しい内容は、ジェイムズ・A・ローゼンタール、ホアン・M・オカンポ、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、日本長期信用銀行「一九九三『日本の金融資産証券化の手法』日本経済新聞社等を参照していただきたい。
- (4) 加重平均残存期間とは、普通社債とパススルー型の受益証券の利回りを比較するときに注目するものであり、元本

が償還されるまでの期間の利払いの金額加重平均をいう。パススルー型の受益証券の投資家は利払いと同様、債務者が返済を行う都度元本償還を受けることになるが、(パススルー型の特徴)、この加重平均残存期間が長くなるにつれて、長期投資を行う投資家をひきつけるために利回りを高くしなければならぬ。

(5) リコースは償還請求権と呼ばれることもある。リコースの程度によってはオフバランス化が認められないリスクがある。

(6) 信用補完措置のそれぞれの特徴を簡単にまとめると、

原債権者へのリコース (recourse) : 原債権者がSPVへ売却した資産に対して一定の範囲(通常五―一五%)の償還義務を負う。自動車ローン証券化でよく用いられる。

銀行の信用状 (letter of credit) : 銀行が信用状を発行し、原債権の信用リスクを銀行が負担するもの。額面の一定割合のみ負担するケースもある。

金融保証保険 (financial guaranty insurance) : 損害保険会社が貸倒リスクに関して一〇〇%カバーする保険を提供する。

超過担保 (overcollateralization) : 証券発行以上の裏付け資産をSPVに売却することにより、発行証券の信用力を高める。この手法もよく用いられる。

スプレッド勘定 (spread account) : 主に自動車ローン、クレジットカードローンの証券化において利用される。

手法である。証券化した債権から発生するキャッシュフローから投資家に支払う金額等を差し引いた残余資金を信託口座に留保しておき、原債権に延滞・貸倒が発生したときにその補填金として使う。

優先・劣後構造 (senior/subordinate structure) : 最もよく用いられる手段であり、発行される証券の一部(通常一〇―二〇%)を劣後債とすることで全体の信用力を高める。劣後部分は原債権者が自ら保有することがある。この場合には原債権者が劣後部分割合に応じた信用リスクを負う。

(7) 七〇日延滞債権とは、貸倒自動車ローン債権の定義に含まれる管理債権を意味する。貸倒自動車ローン債権とは、第三債務者が自動車ローン債権の支払日から合計3か月分の支払が不履行となっているものをさす。

(8) 四〇日延滞発生率、七〇日延滞発生率とは、四〇日延滞、および管理債権(第三債務者が期限の利益を喪失したとされる債権)となった自動車ローン債権の総債権残高に対する比率である。

(はらだ きみえ・当研究所研究員)