

証券化市場総まとめ…一九九九年度

原 田 喜美枝

目 次

はじめに

- 一、一九九九年度のキーワード
 - 二、不動産証券化
 - 三、証券化対象資産の多様化
 - 四、市場参加者の競争激化
 - 五、二〇〇〇年度への展望
- おわりに

はじめに

二〇〇〇年三月に入り、信託銀行が不動産証券化商品を企業年金の運用対象として活用することが新聞紙上で明らかになった。⁽¹⁾住友信託銀行が打ち出した方針では、当初こそファンド資産の1%、2%の投資額にとどめるものの、将来的には劣後部分5%、優先部分10%まで投資額を増やすこととしている。企業年金の運用対象に不動産証券化商品が組み込まれるのは初めてであるだけ

でなく、利回りは高いが不動産価格の変動リスクを負う「劣後部分」にも投資するという点で注目される。

しかし、不動産市場で解決されなければならない問題は多く残っている。不動産証券化商品が、株式や債券といった他の商品と並び運用対象に組み込まれ活用されるには、他の金融商品において利用できるものと同じレベルの投資インデックスに関するデータが必要とされることなどである。不動産の投資パフォーマンスがなければ、ベンチマークと比較して運用実績を示すことすらできない。

現状では、日本生命保険も不動産証券化商品への投資を本格化させると明らかにする⁽²⁾など、超低金利が続く中、運用利回りの向上を目指す機関投資家が相次いで不動産証券化商品に投資している。

家が高い利回りを見込める不動産証券化商品に積極的な投資をみせはじめていることも影響している。

こういった供給サイドと需要サイドの要因が重なり、昨年度は不動産証券化商品が脚光を浴び、金融資産を裏付けにした証券化商品と競争する商品となりつつあるが、わが国の証券化商品市場ではリース料債権・クレジット債権を裏付けとして発行される証券化商品がまだ全体の七、八割近くを占めている。

一九九八年から一九九九年にかけてSPC法、債権譲渡特例法、サービサー法、ノンバンク社債発行法など、流動化・証券化関連の法律が相次いで施行されたことにより、法的インフラはかなり進展した。これを受けて、一九九九年には多様な商品性をもつ証券化商品が出るなど、市場は急成長してきている。

一、一九九九年年度のキーワード

不動産市場と金融市場はそれぞれの市場ではなく、不動産も株式も等しく投資の対象になると、不動産そのものを企業と分離して投資対象とすること、などが不動産証券化を通じてようやく日本の市場参加者にも受け入れられるようになってきたと思われる。前出の信託銀行の例などをもって、これは画期的なことであり、一九九九年度の新しい動きといえる。

不動産証券化が広がった背景には、本社ビルを証券化して有利子負債の返済や資産の圧縮をおこなう、既存店の資産を売却して新規出店などの設備投資をまかなう、など経営上の課題を解決できる手段として活用できるからである。加えて、超低金利が続く中、運用利回りの向上をめざす投資

以下では、めまぐるしく変化する証券化関連ビジネスの昨年度一年間の動きを追い、「不動産証券化」、「証券化対象資産の多様化」、「市場参加者の競争激化」をキーワードにあげ、市場の変化と成長を記録し、今後の課題を考察した。

二、不動産証券化

不動産証券化が注目を集めるようになった背景には、不動産の売却で財務体質の改善（資金調達、資産のリストラ）を狙う企業が増えていること、二〇〇一年三月期から不動産の時価会計が導入される予定であることが影響している。

オフィスビルや工場などを債券や株式の形にして、資金調達するのが不動産証券化の基本的な仕組みである。価格は、不動産が（現在いくらで売れるのかではなく）将来どれだけの収益を生むか

を基準に評価される。現状では、シテイトラスト、ゴールドマン・サックス、JPMorgan、モルガン・スタンレーなどの外資系が先行して証券化をおこなっている。国内勢では住友信託銀行が不動産証券化の受託機関としては最大であり、住友銀行の国内二〇店舗の証券化、アサヒビール東京工場の証券化などを受託している。

①資金調達サイド

二〇〇〇年度中に予定されている不動産投資信託の解禁をにらみ、野村証券と森トラストは二〇〇〇億円規模の不動産投資をするファンドを設立することで合意⁽³⁾、大和証券SBCMは同じく森トラストと共同出資の不動産投資顧問会社を設立し、不動産投資信託を運用する提携を結び、日興証券も不動産ファンドを二〇〇〇年二月中に立ち上げ四月から募集をはじめる計画を発表するなど、不動産投資信託解禁に向けた動きが進んでいる。

る。不動産投資ファンド事業とは、投資家が不動産のテナントから入る賃貸料を原資にした配当を得るのが基本的な仕組みだが、不動産投資信託への投資運用には、まず証券投資信託・証券投資法入法の改正を待たなければならない。

一九九九年度中に実施された主な不動産証券化事例を列挙すると、東急不動産の赤坂東急ビル（一九九九年九月、一八二億円）、マツダの研究施設など（一九九九年九月、三八二億円）、住軽金の工場（一九九九年九月、一六〇億円）、アサヒの工場（一九九九年二月、二〇〇億円）、NECの本社ビル（二〇〇〇年一月、九〇〇億円）、住友不動産の新宿住友ビル（二〇〇〇年三月、七二五億円）などである。

②投資家サイド

証券化による資金調達の重要性は、資金調達サイドに十分認識されているが、証券化商品を購入

する需要サイドである投資家の取り組み姿勢には、飛び越えなければならないハードルがあると言われてきた。二年程前アレレンジャーサイドで指摘されたのは証券化商品に対する積極的な投資意欲がみられないことであった。その後、証券化商品に対する投資家の認知度は高くなり投資家層が広がったこと、超低金利下で比較的高い収益が期待できる証券化商品が注目されたことから、証券化商品への投資ニーズは高まった。それでもなお、稟議が通らないなどの理由から劣後債を購入する投資家はほとんど存在しないという状況があった。

ところが二〇〇〇年に入る頃から状況は変わりつつある。機関投資家は運用利回りの向上を目指し、低リスクの「優先部分」だけでなく、利回りの高い「劣後部分」の購入にも乗り出しはじめた。それまで劣後部分は有力な買い手が存在しな

いことから（不動産の場合は、売却した不動産の実質的な所有権を保持したいという理由もあり）、証券化した企業が購入するケースが多かった。積極的にリスクをとり高い運用利回りを上げようとする投資家層が市場に参加するようになり、市場が発展し、厚みを増す可能性ができた。

③不動産市場の課題

不動産市場には解決しなければならない課題が多くある。日本特有の取引慣行、借り手の財務状況に関する情報開示、一般情報開示である。

日本特有の取引慣行とは、たとえば、担保不動産に幾つもの根抵当権が設定されること、テナントに賃料減額請求が認められていること、テナントの賃貸契約が基本的に二年と短期であり、六ヶ月前の通知によりペナルティなしで契約を解除できること（二〇〇〇年三月に定期借家権制度が施

行され、この問題は緩和)などである。テナントの契約期間が短いと、証券化された不動産の将来のキャッシュフローが不確実になり、空室リスクなどのリスクプレミアムが上乘せされてしまう。こうした権利が行使されれば、賃料収入が減り、発行した証券の利払いが減る可能性が生じる。

借り手の財務状況に関する情報開示がなされなければ、租税債権の存在などが明らかにならぬ。担保不動産を売却した際に、売却代金で収益が発生すると、借り手が滞納していた税金を取立てられてしまう。ここでも、関連法の改正、情報開示が課題となる。

さらに、不動産の投資パフォーマンスをあらゆる統計がなければ、不動産の利回りと国債や株式の利回りを比較できない、ベンチマークと比較できないといった問題も残る。一九九六年以降、不動産投資インデックス作成への試みがなされてお

り関心は集まっているが、より有効な、精度の高いものを望む声もあるが、この点については日本の不動産市場独特の難しい問題が関係している(詳細は別の機会に譲る)。

三、証券化対象資産の多様化

①ローン担保証券(CLO)/社債担保証券(CBO)

中小企業向け債券市場の創設に向けた第一歩として、東京都は二〇〇〇年三月に七一五億円のCLOを発行した。このCLOは東京都の中小企業向け債券市場構想の一環として行われ、都銀経由の応募を中心として一八三八件を超える中小企業が参加している。このスキームの特徴は、①東京信用保証協会が企業の債務の履行を保証(仮に中小企業が経営破綻することがあってもCLOは影

響を受けない。この保証の大部分は再保険がかけられている。②大手行保有分と中小金融機関保有分に分けての証券化、であり、この特徴はそのまま課題に結びついている。

第一の課題は、東京信用保証協会が保証を付ける債券であることから、リスクの所在が信用保証協会に残ることである。通常、証券化商品のリスクは劣後債の部分に集約される。日本では既発のCLO、CBOでも劣後の部分は資金調達側が保有してきたこと、低格付債の市場が未発達であることなどを勘案すれば、妥当な措置と考えることもできる。しかし信用保証協会が保証を付けること自体は望ましいことではない。保証なしのリスクの高い商品では国内で購入する投資家がないという問題は考えられるが、継続発行するのであれば保証協会の保証ではなく、別の信用補完措置をとることが課題になると思われる。

第二に、銀行窓口で受け付けられた融資は大手行保有分、信用金庫窓口で受け付けられた融資は中小金融機関保有分となり、二種類に分けたCLOが発行される。この場合、信金分の発行コストが高くなり、中小企業がCLOから得られるメリットが少くなる(CLO発行に参加することでかえって資金調達コストが高くなる)可能性がある。融資金融機関の信用力に応じてリスクとリターンが決まるのであれば、中小金融機関の信用力が相対的に低ければ、発行コストが割高になるためである。CLOの発行コストが増加した分を貸出金利に転嫁できなければ、信用金庫が自らコストを吸収しなければならず、信用金庫が得る利幅が減る。仮に、発行コストの増加分を貸出金利に転嫁する方針をとれば、信用金庫から融資を受ける中小企業が減ることになり、いずれにせよメリットが少くなる。実際、今回のCLOは都銀経

由の応募がほとんどであった。⁽⁶⁾

ＣＬＯ・ＣＢＯは、一九九八年末頃から、国内でも発行されるようになった。複数回ＣＢＯを発行している野村証券は、資金調達手段の多様な支援を行うと同時に低格付債市場の育成を進めようとしている。今後も低格付企業、無格付企業を中心にＣＬＯ、ＣＢＯのニーズは続くと思われている。しかし、ディスクロージャーの充実、財務データベースの構築が必要といった課題も残る（東京都は中小企業のデータベース作りにも乗り出している）⁽⁷⁾。

東京都の試みや低格付債市場の育成が成功するためには、高リスク高利回り商品を購入できる投資家の存在が不可欠であり、今後の市場参加者の意識にかかっているとところが大きい。

②住宅ローン

住宅ローンの証券化はあまり進まなかった。し

かし、近い将来住宅ローン証券化市場が動きだすことを狙った企業が関連ビジネスを展開した。

住宅ローンの証券化の第一号は二〇〇〇年二月におこなわれたオリエントコーポレーション（以下、オリコ）による優先受益権の販売である。⁽⁸⁾ オリコ本体は低格付けであり資本市場で社債発行による資金調達ができないが、住宅ローンの証券化によって長期資金の調達が可能となった。

大和銀行は、マンション分譲業者の売掛債権を裏付けにしたＡＢＣＰを発行した。⁽⁹⁾ このＣＰは、住宅金融公庫の融資承認が得られている案件の、公庫融資が実行されるまでの間の売掛債権（営業未収代金）を裏付けとしている。マンションの分譲業者はこのＣＰの発行によって、銀行融資以外の資金調達ができ、早期に資金を回収することで借入金返済・有利子負債の圧縮もできるといったメリットを享受した。

関連ビジネスとしては、ベア・スターンズ証券が日本の住宅ローン証券化の期限前償還リスクを分析するモデルを開発したこと、⁽¹⁰⁾ などがある。住宅ローンは金利情勢によって期限前償還が増減するため、債券の満期を示す「平均残存期間」が変動するリスクがある。国債利回り・短期市場金利の変動と、ローンの期限前償還の増減間にある関係から、日本における期限前償還リスクを分析するビジネスを始めた。興銀証券は、期限前償還対応のＡＢＳを開発した。⁽¹¹⁾ このＡＢＳは複数トランシェのほとんどが固定金利・償還期限一括償還となっており、残りは期限前償還が生じた場合に、その金額分を三ヶ月毎にまとめて償還する部分償還債券の形をとることが特徴になっている。

二〇〇〇年三月に改正住宅金融公庫法案が可決されたことにより、住宅金融公庫が住宅ローン担保証券（ＭＢＳ）の発行等により資金調達できる

ようになった。住宅金融公庫は二〇〇〇年度に初のＭＢＳを発行する準備を進めているが、住宅金融公庫が七〇兆円にもおよび住宅ローンを抱えていることから、今後の市場の動向を握る潜在的な発行体として注目されている。米国では住宅ローン債権の証券化が一九八〇年代から増加し、現在では住宅ローン残高の七割が証券化されるほど市場が拡大していることから、日本でも動き出せば巨大な市場になると予想されている。

③その他

一九九九年度には様々な新しい手法が開発され、ＡＢＳの仕組みは多様化している。新しい手法を幾つか簡単に紹介する。

ＡＢＳの信用力を向上させることにより、銀行借入れより資金調達コストを下げることでできる仕組みは日立信販により開発された。⁽¹²⁾ 貸手の経営破たんの際に貸出先の個人情報（ローンを組ん

でいる個人情報等)を瞬時にバックアップサーバーに転送するシステムは、バックアップサーバーが債権回収に着手する期間を一週間から三日程度に短縮し、債権回収の確実性を高め、ABSの信用力を高めることにより調達コストを減少させることに成功したとしている。

三井リースは大口債務者すべての格付け(外部に公表しないシャドウレーティングも含む)を取得することにより、大口リース料債権の証券化手法を確立した。⁽¹³⁾ その約一ヵ月後には、住友信託銀行と住信リースが、同様の全債務者の格付けを取得した大口のリース料債権のABSを発行した。

ABSの主流は、小口債権を多数集めてリスクを分散する手法であることから、大口債権は個々の債務者の信用力が影響するため、今までは取り残されてきた。

欧米のスキームの簡単な証券化事例でみられる

フィスのコンピューターシステムが対応できないから売れないと言われてきたが、販売されるようになった。

その他、国内でのみ利用されてきたSPC法を海外でも適用できる仕組みが東京三菱証券によって開発されたこと、⁽¹⁶⁾ 企業の連結決算をにらんだ資産圧縮のために、連結子会社分の売掛債権をまとめて、それを裏付けとするABC Pを発行する仕組みが住友銀行によって開発されたことなど、⁽¹⁷⁾ 幾つもの新しい手法が開発された。

保険会社が証券化商品の保証業務に乗り出すなど、証券化関連業務の拡大もみられた。たとえば、三井海上火災保険はCamMAC社と提携し、ABS保証業務を開始した。その他、信託銀行が新たなABSの管理業務(投資家に元利金を支払う、担保ローンの債務者情報などを管理する業務)を開発し、建設会社が証券化や売却に伴う

ような、主幹事証券会社を設けないで、手数料を少なくする手法を用いることも可能となった。従来は、企業が自己負担でSPCを設立し、主幹事証券会社をたて、債権を担保に社債を発行する手法がとられていたが、設立費用、引受手数料などがかかり、小額の証券化にはむいていなかった。そこで、さくら銀行と三井海上火災保険は複数のリース債権を裏付けにCPを発行する手法を確立した。⁽¹⁴⁾ 富士通リースは格付会社による格付け取得の過程を省き、私募債の発行をおこなった。⁽¹⁵⁾

裏付け資産と発行証券のキャッシュフローが一対一で対応するパススルー型の証券も登場した。シティバンクと日興ソロモンは、自動車ローン債権を担保にした国内初の月次償還ABSを販売した。ローンの毎月の元利返済から手数料を差し引いて、その都度投資家に配当するタイプの商品である。パススルー型の商品は、投資家のバックオ

不動産の価値査定、効率的な物件運営のアドバイスなどを請け負う新たな手数料ビジネスをはじめ、などの動きがあった。

四、市場参加者の競争激化

証券化商品市場は確実に拡大していくと思われるが、市場参加者の競争は激しくなると予測される。デリバティブや証券化の進展により、銀行や証券の垣根は低くなってきているだけでなく、証券化業務は銀行業務と証券業務の中間に位置し、両業務に精通していなければならない。こういったことから、証券化ノウハウの蓄積や人材を確保した金融機関が実績を積み、力を持っていくことが考えられる。

この分野では、国内では先発機関でありノウハウの蓄積もある外国銀行・外国証券会社はアレン

ジャーとして依然重要性が高い。シティバンクのABS担当者は、日本での証券化実績シェアが五〇%強と最大であることを強調している。⁽¹⁸⁾日本でも大手邦銀や証券会社が積極的に証券化業務に取り組んでいるが、市場規模がまだ小さく、海外への販売経路も限られるといった市場性の問題、年功序列型給与体系に代表されるシステムが弊害となり専門性を持った人が外資系金融機関へ流れてしまうといった人材の確保・育成の問題が足かせになっている。

こういった問題は昨年度あたりから、少しずつ改善されてきている。市場規模は急拡大を続けており、海外販路を開拓し、資金調達の幅を広くする手段を講じるところもでてきた。東京三菱銀行はドレスナー銀行と提携し、ABC Pの海外販売に乗り出している。⁽¹⁹⁾アレンジャーの中には、人材の流出を食い止めるという観点から、専門性を有

する職種については別給与体系を導入するところもでてきている。

今後証券化市場がさらに発展すれば、証券化に必要な専門性をもつ人材を確保しなければならぬであろう。日本の金融機関の証券化関連部署では人数は一〇人から二〇人程度が多い。それに比べ、米国シティコップでは、ABC P業務だけをとっても関連部署は六つに分かれ、約一一〇人が関わっている。⁽²⁰⁾

アレンジャー間の競争としては、提携などによって新規分野に参入する例がみられた。ノンリコースローン(融資に対する求償権の範囲が担保資産に限定されているローン)は銀行の新しい融資方式のひとつと捉えることができるが、大和証券SBC Mは不動産向けのノンリコースローンの仲介業務に参入し、興銀と野村証券の共同出資会社であるアイビージェー・ノムラ・ファイナン

シャル・プロダクツ証券(IBJ野村)も、不動産などの証券化に活用する目的で、ノンリコースローン業務に参入している。⁽²¹⁾証券化業務は大手金融機関でなければ参入できないと言われてきたが、準大手証券会社である新日本証券によるCB Oの組成・発行もみられた。⁽²²⁾

異業種からの参入としては、日本土地建物による不動産証券化業務への参入、⁽²³⁾不動産分譲・管理会社のスタートによる不動産証券化商品販売のための証券会社設立などがあった。スタートのケースは、有価証券指定である不動産証券化商品は不動産会社が販売することができないという現行法の壁が存在していたことが背景にある。

関連ビジネス業務については、本国内で実績とノウハウを積んだ外資系企業の参入が多かくみられた。たとえば、不動産管理・仲介会社のクッシュマン&ウエイクフィールドが不動産の管理・運営

などを手がける業務に参入した。⁽²⁵⁾不動産投資インデックスの分野で有名な英国IPD社は、(財)日本不動産研究所と技術提携し、不動産投資市場のベンチマークとなるようなインデックスの作成に協力している。一九九九年二月にサービサー法が施行されて以来、サービサー業務(不良債権の管理・回収にあたる専門業)をおこなう業者も増加している。米国大手投資家によるサービサー、本国内でノウハウを積んだ米国サービサーによる日本法人サービサー、都市銀行系サービサーの設立が相次いだ。⁽²⁶⁾

五、二〇〇〇年度への展望

日本の証券化商品市場では外資系金融機関が主導的な役割を果たして成長してきたため、米国で通用する法的リスク回避手段が日本でも使われる

傾向があると指摘されている。たとえば、オリジネータの破綻がSPCに及ばないようにするため、(SPCの出資者である親会社が破綻した場合に、SPCの資産が親会社の破産財団の財産に組み込まれることを防止する手段の一つとして)SPCに独立取締役を置くという手段が講じられるケースがあるが、これは米国的な発想であり、日本では通用しない。オリジネータの単独取締役だけであっても破産宣言ができるため、SPCの取締役が独立であることは実際に破綻したとき意味を持たないのである。

今年度、市場がさらに発展していくためには以下のような課題がある。

①制度面

制度面の課題としては、不動産市場における日本特有の取引慣行の廃止、新たなインフラ制度の整備、財務状況の情報開示など、関連法や制度の

改正を待たなければならぬものがある。

証券化の推進を目的とした立法には、特定債権法、不動産特定共同事業法をはじめ、一九九八年以降もSPC法、債権譲渡特例法、サービサー法、ノンバンク社債発行法等が施行されてきた。しかし、特別法という手当てではなく、従来からある法体系を抜本的に改正するべきであるとの声が強くなっている。

主要な法律との問題点を簡単にみると、証券化ではスキームを組成するうえで破綻リスクを軽減するため、倒産隔離(SPCとオリジネータとの資本関係の切断)の実現が非常に重要とされている。これに対する明確な基準が日本の倒産法には存在しない。倒産隔離を考えるときには会社法も関連する。ABS発行を目的に設立されるSPCに対しても、一般事業会社の規制を前提としている会社法が適用されている。

信託法上の問題点は、国内SPCでは証券化で一般に用いられる英米法の信託宣言に相当する仕組みが作れない点にある。証券化商品のスキームにケイマンSPCが用いられる理由は、チャリタブルトラスト(英米法上の慈善信託)という信託の方式を用いることができるためである。これによってSPCはオリジネータなどの倒産リスクから切り離される(SPC法改正法案は今国会に提出され、二〇〇〇年度中に改正される見通し)。

税法上の問題も大きい。現行の土地税制では、SPCに資産を移すとき、SPCに登録免許税・不動産取得税合計で譲渡額の四・五%かかる。また、譲渡企業には譲渡益に課税される。日本では「土地転がし」に代表される土地の売買に対する悪いイメージが先行してきたが、土地の売買に重税が課されるのであれば法改正による証券化促進効果は小さくなってしまふ。

②関連当局

関係官庁は証券化の推進に積極的に取り組んできているが、それぞれの所管分野内での取り組みだけでなく、省益を超えて、対象資産別ではない法制度、インフラ整備を期待したい。たとえば、建設省は上述した税法上の問題点である登録免許税・不動産取得税の非課税化を推し進めているが、一方で、大蔵省主税局の反応が鈍いといった声が聞かれる。

大蔵省は今年度の予算要求で、住宅金融公庫などの財投機関が保有する貸出債権を裏付けとするABSの発行スキーム解禁を盛り込んだ。また、国有地の売却を進め、個人の資金を不動産市場に呼び込み土地取引の活性化をおこなうなどの目的から、二〇〇〇年度には投資単位一〇〇万円の国有地の証券化商品を導入する予定である。²⁷⁾建設省は不動産特定共同事業法の省令を改正し(一九九

九年九月)、複数の不動産に投資するファンドの設立を可能にしている。不動産投資信託も解禁される見通しであることから、東京証券取引所は不動産投資信託のための新市場創設にむけて上場基準を固める、指数の作成方法を検討するなど準備中である。日本銀行は日銀与信の担保としてABSを受け入れることを決定した。⁽²⁸⁾

おわりに

日本では考えられないような法案が米国で成立しそである。一九九九年末、大統領のワーキング・グループが作成した法案、National Contract Netting Improvement Act of 1988が下院を通過し、上院でも法案成立の見通しである。⁽²⁹⁾この法案は、(ア)相手方当事者の破綻時における金融契約の取り扱いの明確化、(イ)金融界における

る構造的リスク減少の促進を目的に作成された。法案が成立すれば幾つかの関連法が改正されることになるが、そのひとつが米国破産法五四一条の追加、改正である。

米国破産法五四一条改正案では、承認された格付機関によって格付けされたABSは、その取引を「真正売買」とすることによって、倒産隔離として見なすことを制度として実現しようとするものである。証券化の仕組みでは極めて重要なSPCの倒産隔離のための条件であるSPCへの資産の移転が「真正売買」かどうかの判断を、裁判所ではなく、格付機関の判断にまかせるということである。

真正売買かどうかを判断する立法は日本には存在しない。証券化商品市場の発展を願うと同時に、省庁間の利害とは無関係な、時代に先駆けた法・会計・税制度等のインフラ整備が進むことを

期待したい。

(注)

- (1) 二〇〇〇年三月一六日、日経金融新聞。
- (2) 二〇〇〇年二月一八日、日本経済新聞。
- (3) 一九九九年一〇月二日、日本経済新聞。
- (4) 一九九九年二月二七日、日経金融新聞。
- (5) 二〇〇〇年三月一三日、日経金融新聞。
- (6) 信金側は発行額が少なかった理由を、準備が間に合わなかったと説明している。日経公社債情報平成二二年二月一八日。
- (7) 二〇〇〇年一月二日、二〇〇〇年三月九日、日本経済新聞。
- (8) 二〇〇〇年二月二九日、日経金融新聞。
- (9) 一九九九年九月二日、日経金融新聞。
- (10) 一九九九年二月二四日、日経金融新聞。
- (11) 一九九九年九月二日、日経金融新聞。
- (12) 一九九九年九月一四日、日経金融新聞。
- (13) 一九九九年一〇月一四日、日経金融新聞。
- (14) 一九九九年九月二八日、日経金融新聞。
- (15) 二〇〇〇年三月一七日、日本経済新聞社。
- (16) 一九九九年二月七日、日経金融新聞。
- (17) 一九九九年一月二五日、日経金融新聞。
- (18) 一九九九年四月七日、日経金融新聞。

(19) 一九九九年八月二七日、日経金融新聞。

(20) November, 1999 "Structured Finance Special Report, Citicorp North America Inc.", Standard & Pears.

(21) 一九九九年一月四日、日経金融新聞。

(22) 二〇〇〇年二月三日、日経金融新聞。

(23) 一九九九年二月二日、日本経済新聞。

(24) 一九九九年一〇月一六日、日本経済新聞、二〇〇〇年三月二日、日本経済新聞。

(25) 二〇〇〇年二月一八日、日本経済新聞。

(26) 一九九九年八月二六日、日経金融新聞、一九九九年一月一八日、日本経済新聞など。

(27) 二〇〇〇年三月二六日、日本経済新聞。

(28) 一九九九年二月二日、日本銀行金融政策決定会合議事要旨(一九九九年一〇月二七日開催分)

(29) 平成一一年度第二回SFIセミナー、「資産流動化における倒産隔離問題と法整備の課題」、小林秀之氏資料。

(はらだ きみえ・当研究所研究員)