

拡大続く証券化商品市場

福田 徹

一、始めに

ここ数年、住宅ローン担保証券（MBS）、資産担保証券（ABS）、負債担保証券（CDO）などの証券化商品に関する新聞記事を見ない日がないと言っても過言ではないだろう。証券化商品は、日本の証券・金融市場において、着実にその地位を高めつつある。

証券化商品とは、企業が保有する収益を生み出す資産を、特別目的事業体（SPV）へ譲渡した

後、その資産から生み出されるキャッシュ・フローを裏付けとして、SPVにより発行される証券である。なお、その証券により調達された資金は、譲渡した資産の対価として企業へ払い込まれる。現在では、このスキームを利用して、自動車ローン、住宅ローン、リース料、企業向け貸付などの債権、商業用不動産などが、企業のバランス・シートから切り離され、債券・投資信託などの形態で証券化されるようになっていく。

本稿では、まず日本の証券化商品市場の成長過程、及び現状に触れる。次に、ここ数年で、新た

に利用されるようになった担保資産のいくつかに
ついて、説明を加える。そして、証券化商品市
場の問題点に関して論じようと思つた。

二、日本における証券化商品市 場の現状

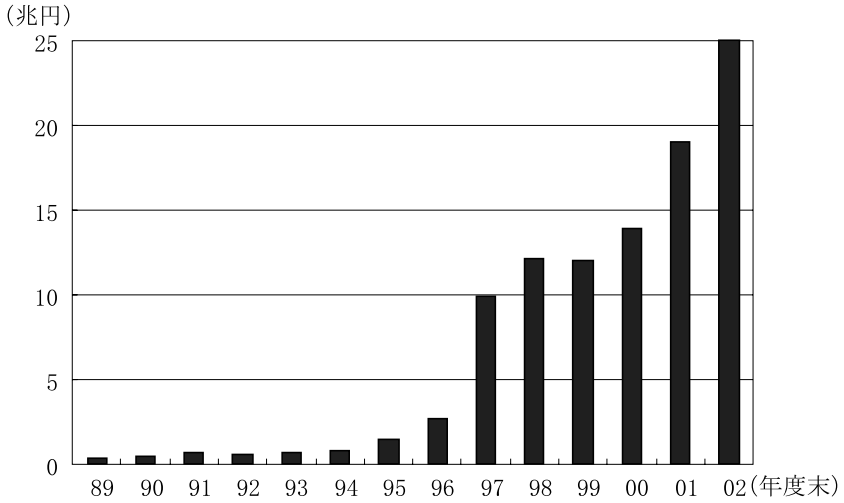
日本銀行が発表する資金循環統計の項目の一つ
である「債権流動化関連商品²⁾」の残高は、ほぼ証
券化商品の市場規模と見なすことが出来る。この
統計を利用して、証券化商品市場の拡大過程を眺
める。図表1によると、統計の作成が始まった一
九八九年度末において、「債権流動化関連商品」
の残高は、四千億円に過ぎなかった。その後、横
ばい状態が続いたが、一九九三年六月の特定債権
法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）
の施行が転機となり、増加傾向を示し始めた。続

いて、一九九八年のSPC法（特定目的会社によ
る特定資産の流動化に関する法律）、債権譲渡特
例法（債権譲渡の對抗要件に関する民法の特例等
に関する法律）、二〇〇〇年の資産流動化法（資
産の流動化に関する法律）などの法整備が進み、
多様なニーズに答えられるようになったため、二
〇〇二年度末には二五兆円弱の規模になるまでに
拡大した。但し、株式、事業債、金融債の市場規
模が、それぞれ二四三兆円、七一兆円、三六兆円
程度であつたことを考慮すると、金融資産全体に
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言われる米国の
市場規模は、二〇〇二年度末において、約六八一
兆円³⁾と巨額である。

次に、図表2を利用して、証券化に利用されて
いる資産の種類について見て行こう。二〇〇二年
度末時点で最も大きい割合を占めるのは、企業・

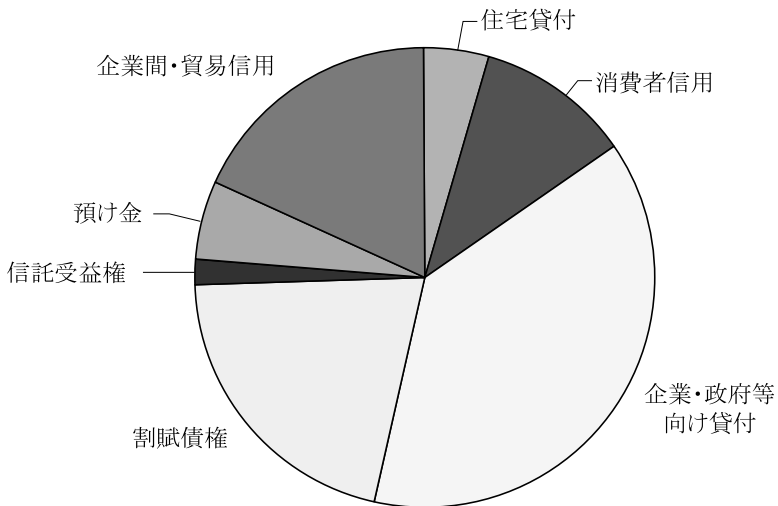
拡大続く証券化商品市場

図表1 債権流動化関連商品残高



(出所) 日本銀行の資金循環統計を利用し、筆者作成

図表2 担保資産の構成比 (2002年度末)



(出所) 日本銀行の資金循環統計を利用し、筆者作成

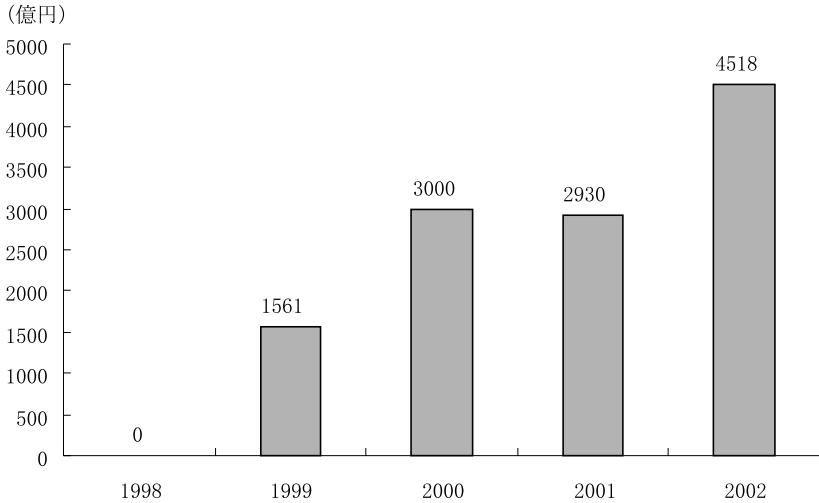
政府向け貸出である。この担保資産は、二〇〇一年以降急拡大を示しているけれども、BIS規制、早期是正措置を睨み、自己資本比率を高める必要性に迫られた銀行が、貸付資産のオフ・バランス化に利用したことが、この理由として挙げられよう。そして、割賦債権、および売掛債権が含まれる企業間・貿易信用の順で続く。これら担保資産は、特定債権法の対象となっており、比較的早い時期から増加傾向を示していた。加えて、これらの資産は、返済期間が短く、かつ分散化出来るため、比較的风险が低く、証券化しやすいと見られることも増加の一因になったと推察される。一方、米国において中心的な存在になっている住宅ローンの証券化は、低水準にとどまっている。但し、この統計には、二〇〇二年度末までの発行額が八千五百億円に達する住宅金融公庫による財投機関債が含まれていない。

一方、流通市場では、取引があまり活発化していないようである。日本証券業協会では、業者間で行われた証券化商品の取引を特定社債の売買高として発表している。なお、図表3でその推移を示している。これによると、二〇〇一年が微減、二〇〇二年が五割増の四千五百億円になっている。しかしながら、二〇〇二年の社債の売買高は、六四兆二千億円であり、特定社債のそれがかなり小さいことがわかる。この理由として、証券化商品は、私募形式の発行が多数を占めること、複雑なスキームを理解し、投資判断を下せる専門家が少ないこと等が挙げられよう。

三、多様化する担保資産

前節では、一般的な担保資産の状況について述べたが、それら以外でも、いろいろなものが、証

図表 3 特定社債売買金額

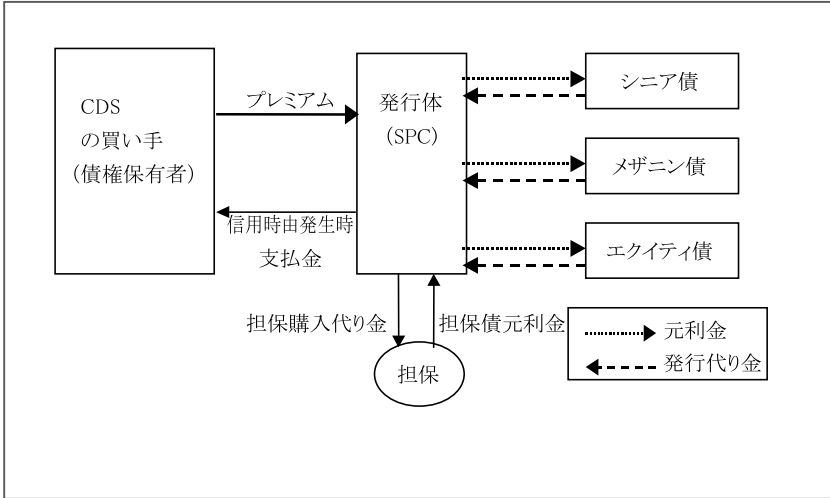


(出所) 日本証券業協会のデータを利用し、筆者作成

券化の対象となっている。当初は、住宅ローン、カード・ローン等、債権が小口であり、多数の物件への投資によってクレジット・リスクを低減させやすい特徴を持つものが、証券化の中心となっていた。ところが、最近になって貸付債権などの、一件当りの規模が大きいため分散化しづらく、かつ個別案件毎の十分な分析が必要となるものも担保資産として、扱われるようになってきている。いくつかの、ここ数年で登場して来た主要なものについて、以下で紹介して行こうと思う。

まず、最初に挙げられるのが、CDS (Credit Default Swap、クレジット・デフォルト・スワップ) であろう。CDSとは、投資家 (売り手) が、債権保有者 (買い手) に対して、プレミアムを受け取ること引き換えに、倒産などの信用事由発生時に債権から生じる損失を補填する契約である⁴⁾。つまり、投資家は、債権のクレジット

図表4 シンセティック CDO のスキームの例



・リスクを負担する代わりに、それに見合うキャッシュ・フローを受け取るのである。なお、投資家を売り手、債券保有者を買い手とするのは、後者に対して前者が、この契約を販売すると言ふ意味である。CDSを組入れた証券化商品は、シンセティックCDO (Synthetic Collateralized Debt Obligations、合成型負債担保証券) と呼ばれる。シンセティックCDOのスキームは、図表4の通りである。まず、企業がSPVを設立し、その企業の持つ特定された貸付債権のクレジット・リスクを保証するよう、CDS契約を結ばせる。次に、SPVがCDOの発行と引き換えに、投資家から資金を調達する。SPVは、その資金を利用して債券を購入する。その後、SPVが結んでいるCDS契約から生じるプレミアム及びび所有する債券から得られる元利金を、投資家が受け取ることになる。なお、CDOの発行を

通じて得られた資金で購入された債券は、信用事由発生時にCDS契約を履行するための原資としての性格を持つため、信用力があり流動性の高い国債等への投資が一般的である。例えば、ある特定された貸付債権が支払い不履行になった場合、担保となつている国債が現金化され、SPVを通じて、CDS契約の買い手である企業に振り込まれる。一方、投資家が保有する債券は、優先劣後構造に基づき減価する。このスキームは、債権譲渡を発生させずに、BIS規制上でバランス・シートの圧縮として認められること、書類作成等の事務手続コストが相対的に低いこと等から、銀行が多用していると言われている。

次に紹介するのが、中小企業向け融資の証券化である。中小企業の多くは、物的担保が必要とされることの多い銀行借入等に依存しており、将来性のある企業、保有する不動産の下落に見舞われ

た企業等は、十分な資金調達が出来なかった。そこで、東京都は、中小企業向けの債券市場構想を踏まえ、二〇〇〇年三月にそれらの融資の証券化をスタートさせた。これまでに合計四回の債券発行が行われており、累計で約七千五百企業を対象に、総額で三千億円超の資金調達を行っている。

当初は、東京都信用保証協会に保証させた融資を信託銀行で信託受益権とし、SPVに譲渡した後、債券を発行する方式が採られていた。但し、図表5に見られるように、発行条件も多様化して来ており、第三回から信用保証協会による保証が付かず、設定された劣後受益権をアレソジャ（証券化を行う金融機関）が保有するスキームを持つ債券が加わり、第四回から、中小企業に債券を発行させ、それを束ねてあらためて債券を組成するスキームも利用されるようになった。なお、来年度の発行においては、個人投資家向け債券の

図表5 東京都発行による中小企業向け融資を担保にした証券化商品

	発行金額	参加企業数	発行方式	トピックス
第1回(00年)	694億2,500万円	1,715社	私募ABS方式	日本初の行政主導の債券発行・証券化事業
第2回(01年)	324億8,400万円	952社	公募ABS方式	公募販売方式導入、より直接金融に
第3回(02年)[A方式]	830億8,200万円	2,313社	私募ABCP方式	過去最大の資金供給実現
[B方式]	50億1,600万円	176社	私募ABS方式	日本初の信用保証協会を利用しないスキームの実現
第4回(03年)[A方式]	460億6,600万円	688社	私募ABCP方式	財政負担なしCLO
[B方式]	520億4,500万円	1,426社	公募ABS方式	改良・進化型CLO、財政負担あり
[C方式]	150億6,000万円	189社	公募ABS方式	行政主導で日本初のCBO

(出所) 東京都のホームページより筆者作成

発行も計画されている。このようなスキームは、大阪府、福岡県、千葉県など他の地方自治体へも拡がりつつあり、中小企業向け金融の柱の一つに成長しそうである。なお、日本銀行は、このような中小企業向け融資を担保とした債券の発行を促進するために、七月下旬からこれらの買い入れを行っている。

その他にも、特許、著作権などの知的財産、医療機関の診療報酬など、多様な資産が証券化の対象となって来ており、証券・金融市場における一層の存在感の高まりが期待されよう。

また、新しい担保資産ではないが、証券化が遅れている住宅ローンについて、住宅金融公庫が、今年一〇月から受付を開始した証券化支援事業も注目されよう。これは、金融機関の貸付債権を公庫が買い取り、その貸付債権を信託銀行等に信託した後、それを担保として、住宅金融公庫債券

(MBS) を発行するスキームのことである。このスキームでは、クレジット・リスクを住宅金融公庫が負担することになっており、比較的投資しやすい債券であると評価出来よう。

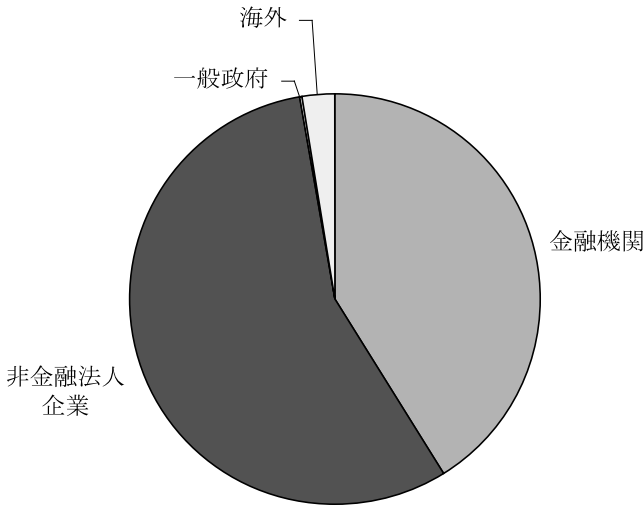
四、指摘される問題点

これまで示したように、日本の証券化商品市場は、担保資産が多様化し、着実に成長して来ていると言えるだろう。但し、一層の拡大を促すためには、いくつかの解決すべき問題を抱えているものと考えられる。以下では、それらについて論じて行く。

まず、最初に指摘されるのは、証券化商品を保有する投資家が金融法人及び事業法人に偏っていることである。図表6で見られる通り、全体の九七％超がそれら法人で占められている。これ以上

の市場拡大を望むならば、個人投資家の資金を証券化商品市場に流入させるためのチャネルが必要になると思われる。但し、スキームが複雑であるだけに、個人投資家がリスクとリターンを判断して証券化商品を直接的に購入することは、難しいと言える。EB債の二の舞となる商品が組成される可能性も否定出来ないだろう。唯一、個人投資家に対して直接販売が可能と思われるのは、米国のフアンイー・メイ債のように、公的保証が付いたものである。このような理由から、個人投資家と証券化商品市場をつなぐ役割を果たすと最も期待されるのは、投資信託であると考え。つまり、個人投資家にとって、専門家の判断に基づいた、かつ分散化されたポートフォリオを保有することが最良の選択になると言えるだろう。けれども、現時点において、投資信託が証券化商品を保有する割合は、全体の三・五％に過ぎない。この

図表6 購入主体の内訳（2002年度末）



（出所） 日本銀行の資金循環統計を利用し、筆者作成

理由として、証券化商品に対応出来るファンド・マネージャーが多数育っていないことなどが挙げられよう。今後の人材の育成等、投資信託運用会社の積極的な取組みが望まれる。また、円滑な売買が可能になるよう、流通市場の整備も必要である。

次に指摘されるのは、情報開示の問題である。情報開示が必要となるのは、以下で示す三通りの、それぞれの当事者間の関係においてである。まず、最初に挙げられるのは、証券化商品の発行体と投資家間での情報開示である。証券取引法上の情報開示義務が課されているものの、大多数を占める私募形式の場合、継続開示を必要としないなど、かなり簡略化されたものとなる。このため、関係者から開示が不十分との意見も多く、流通市場が育たない要因と考えられている。但し、私募形式を選択する理由として、開示コスト

が低いことなどがあり、コストがかかる方法は、押し付けづらいためであろう。よって、インターネット上のみで、予め自主的に定められたルールに基づいて開示するなど、なんらかのコスト・ベネフィットの高い方法が求められよう。次に指摘されるのは、オリジネーターと、それに資金を投じている投資家間の情報開示である。例えば、シンセティックCDOを利用して、バランス・シート圧縮を行った銀行と、その株主の関係において生じるものである。悪意を持ってSPVを利用した例として、破綻したエンロン社が、SPVを損失隠しに利用したことは、記憶に新しい。銀行に関しては、CDO、CDS等を利用したクレジット・リスク移転の情報開示について、先進一〇カ国の三〇行について調査した結果、まったくと言って良い程なされていないとBISがレポートしている。会計ルールの今後の対応が重要であろう。

最後に挙げられるのは、CDSの売り手企業と、それに投資する投資家間の情報開示である。例えば、保険会社がCDSの売り手であった場合、その会社に対する投資家及び保険契約者は、財務データから正確なリスク水準を把握することが出来ないだろう。この状況を利用して、CDSの売り手が、モラル・ハザードを起こす可能性があるかもしれない。なお、実際の情報開示の現状について、BISでは、主要なCDSの売り手である保険会社九社を対象として調査を行っているが、ほとんど行われていないと結論づけている。なお、これも会計ルールの設定の問題であろう。

最後に指摘したいのは、証券化商品の場合、投資家の判断が格付け会社の情報に依存する度合いが大きくなっている点である。証券化商品の場合、発行される債券だけでなく、サービサー⁽⁵⁾、アセット・マネージャー⁽⁶⁾、CDSの売り手等に関する

る情報を提供している。さらに、債券の優先劣後構造を決定する際、それぞれ格付けについては、目標とした水準を取得できるように、オリジネーターと格付け会社が情報交換を行いながら、全体のスキームを調整している。但し、格付け会社の主な収益源は、オリジネーターから得る手数料である。よって、オリジネーターの意向を無視出来ず、彼らにとって有利な格付けを行う恐れがあるかもしれない。この問題の緩和についても、情報開示が重要な処方箋となる。投資家が、自分自身でリスクを評価する機会を持つことで、格付け会社のモラル・ハザード的行動に対する抑止力を得られると考えられるからである。

五、終わりに

証券化は、銀行業務のアンバンドリングである

と言われる。つまり、これまで銀行内で行われていた融資、審査、資金調達等の業務を切り離し、それぞれを別組織で遂行させるのである。よって、証券化の進展は、個別の組織の連携によって資金仲介を行うコストが、銀行内でそれらを抱え込んで行った場合のそれを下回るようになったことを意味しているのだろう。この背景としては、情報通信技術の発達による融資案件に関する詳細なデータの取得コスト及び購買ニーズを持つ投資家の探索コスト等の低下が挙げられよう。また、計量モデルの利用による融資案件の評価コストの低下も、プラス効果を持ったと思われる。この観点からすれば、最近における一層のそれら技術の発展は、証券化にとって有利な状況を生み出していると言えるだろう。

このような要因に加え、我が国における証券化商品市場は、欧米と比較して未だ発展途上の水準

にあり、十分成長の余地があると言えるだろう。多様な担保資産を証券化出来るようになったことも、好影響を与えるに違いない。但し、将来的には、資金需要に対応する投資家を十分供給出来なくなる可能性があるかもしれない。そのような事態を避けるためには、情報開示を促進させる必要がある。これにより、流通市場への参加者が増加し、商いが活発化するだろう。また、証券化商品の関係者による投資家に対するモラル・ハザード的な行動への抑制にもなる。これらの改善により、最終的には、投資家層の拡大につながって行くものと想定される。加えて、運用サイドにおいて、証券化商品に対応出来る専門家を育成することも急務であろう。個人投資家が、投資信託を通じて証券化商品の新たな買い手になることが期待される。

(注)

- (1) 資産を企業から分離し、企業等の倒産リスクから隔離するための役割を果たしている。組合、信託、特別目的会社の形態を持つ。
- (2) 債券流動化に係る特別目的会社、信託が発行する金融商品と定義している。
- (3) FRBの Flow of Funds Accounts に基づく。なお、この数値は、資産担保証券発行者 (Issuers of Asset Backed Securities) 、公的モーゲージ担保プール (Federally Related Mortgage Pools) の合計値に、三月末の為替レートを乗じたもの。
- (4) 国際的な業界団体である ISDA (International Swaps and Derivatives Association) は、信用事由として、倒産 (Bankruptcy) 、支払不履行 (Fail to Pay) 、リストラクチャリング (Restructuring) を挙げている。
- (5) SPV に委託され、証券化の担保になっている資産の管理、及び資金回収を行う事業者のこと。
- (6) マネーシド型 CDO のように、資産を入れ替えることが可能な場合、担保資産に対する投資判断を行う専門家。

〈参考文献〉

〔財〕国際金融情報センター「主要格付会社の特徴と評価」〔財〕国際金融情報センター二〇〇二年二月。

佐賀卓雄 「二〇〇二」、『エンロン破綻の衝撃③—広がる会計不信—』(財)日本証券経済研究所、証券レビュー二〇〇二年一〇月。

杉原慶彦、細谷真、馬場直彦、中田勝紀 「二〇〇三」、『信用リスク移転市場の新たな展開—クレジット・デフォルト・スワップとCDOを中心に—』日本銀行金融市場局、マーケットレビュー二〇〇三年一月。

矢島剛 「二〇〇三」、『CDOクレジット・デリバティブと証券化のコラボレーション』きんざい。

渡辺宏之 「二〇〇三」、『シンセティックCDO—クレジットデリバティブを用いた証券化—』(財)日本資産流動化研究所、SFI会報二六号。

BIS [2003], *Credit risk transfer*
Goodman, Laurie S. and Frank J. Fabozzi [2002], *Collateralized Debt Obligations: Structures and analysis*, John Wiley & Sons, Inc.

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)