

慶應義塾大学経済学部池尾和人研究会
平成17年度三田祭論文

「証券化市場の発展に向けて」

2005年11月

坂本圭伍 鶴岡昌徳 広江信吾 廣瀬達也 藤本 真

はじめに・問題意識	4
総論	
第1章 証券化の意義	5
1.1 証券化の意義	
1.2 証券化で扱うリスク	
1.3 証券化に関するメリット	
1.4 アレンジャーのメリット	
第2章 証券化の仕組み	11
2.1 証券化の概念	
2.2 証券化とは	
2.3 証券化の機能	
2.4 証券化の基本的仕組み	
2.5 ビークルの選択	
2.6 信用補完措置	
2.7 証券化の参加者	
第3章 証券化の理論分析	22
3.1 証券化スキームのガバナンス	
3.2 サービサーの利用条件	
3.3 オリジネーターの証券化組成条件	
第4章 証券化市場の現状	36
4.1 情報開示の現状	
4.2 分析ツールの課題	
4.3 法的論点に関する組成売買コストの課題	
4.4 債務者対抗要件の問題	
4.5 各種抗弁の存在	
4.6 サービサー、SPVの現状と課題	
第5章 情報開示コストの理論分析	41
5.1 情報とその非対称性	
5.2 情報の非対称性とそれを緩和する情報開示のメリット	
5.3 情報開示の理論分析	
5.4 まとめ	
総論のまとめ～理論分析を踏まえた今後の動向～	53

各論

第6章 各証券化市場	55
【モーゲージ関連】	
6.1 MBS	
6.2 CMO	
6.3 RMBS(現状・課題)	
6.4 CMBS	
【非モーゲージ関連】	
6.5 売掛債権/ABCP(現状・課題)	
6.6 CDO(現状・課題)	
6.7 CLO(現状・課題)	
6.8 CBO	
【不動産投資信託】	
6.9 J-REIT	
第7章 電子債権による解決の可能性	83
7.1 電子債権とは	
7.2 法的論点の解決策としての電子債権	
7.3 電子債権のその他の重要な論点	
7.4 電子債権の利用にあたっての課題	
補論 1.シンジケートローン/高流動性シンジケートローン	92
補論 2.投資サービス法	103
参考文献	105

はじめに

1990年代のバブル崩壊、経済の低迷を受け、不良債権問題を契機に日本の金融システムの脆弱さが露呈された。伝統的な相対型間接金融システムの下で、銀行部門にリスクが集中していたこと自体が日本経済にとってのリスクファクターだったと言える。

従来、銀行に集中してきたリスクを分散させるために、リスクの担い手や手法の多様化などにより、リスクを広く負担しあう「リスク許容度の高い社会」を実現しなければならない。資本市場や市場型間接金融市場を活性化させることで「複線的な金融システム」を構築する必要がある。言い換えれば、金融市場での価格機能が高まり、リスク・リターンがうまく組み合わせられることで、資金配分が効率化すれば、金融緩和の波及メカニズムが強化され企業金融も活発化し、日本経済もダイナミックな経済を構築できるといえるのである。

問題意識

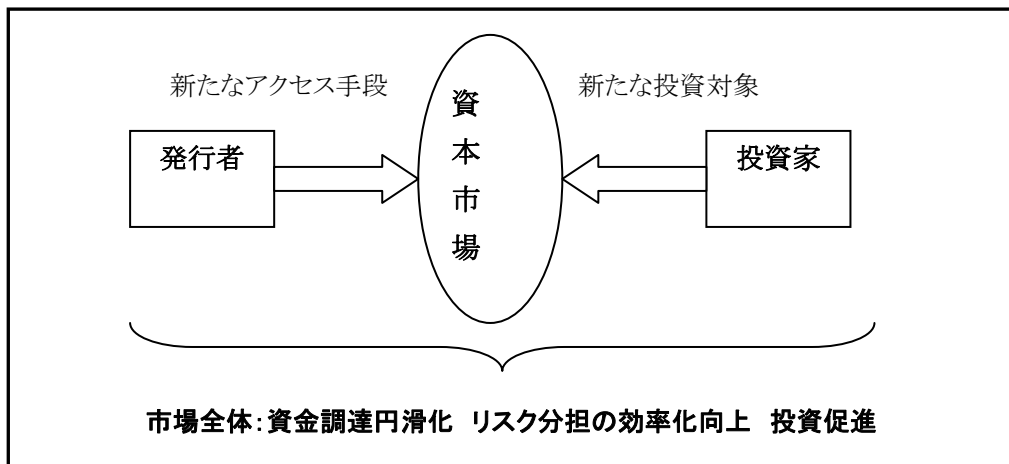
市場型間接金融の活性化をはかるに当たって、最も重要な要素として証券化市場の発展があげられる。90年代半ばにSPC法をはじめとする法整備が整えられるにつれ、証券化という手法は、銀行のBIS規制対策を初めとする、企業のバランスシートのスリム化、財務体質の健全化のための常套手段になった。しかしながら、市場規模は大きくなく、さらに、日本における資金調達的手段はいまだに間接金融機関に大きく依存しており、複線的な金融システムを構築できていない状況にある。これでは、再び金融システムの危機を招く可能性や企業経営の基盤を揺るがしていく可能性があるのだ。つまり、金融技術としての証券化は我が国の金融界に普及し、有効な技術だと認識されているのにも関わらず、依然として市場が十分に確立されていないのである。本論文では、まず、総論で理論分析を用いて市場が確立されない要因を解明した上で、証券化市場全体の問題点を概観する。次に、各論で各証券化市場のより具体的な問題を詳述する。最後に、これらの問題を踏まえ、解決策として電子債権を用いることを提案したい。

I. 総論

1章 証券化の意義

1.1 証券化の意義

証券化市場発展の最大の意義は、投資家がそれぞれの能力に適したリスク保持をより一層容易に、すなわち金融市場でより適切なリスク配分を促進していくことである。従来の相対的金融取引だけを行うのでは、リスクが過度に金融機関に集中するため金融システム全体としては効率が悪い。能力に適したリスク配分を行うための資本市場の構築が望ましく、そのための一つの手法として証券化が期待される。



証券化によるメリットを概観してみると以下の点が列挙できる。

(1)証券化商品の市場を広げることでかつては銀行が一手に担っていたリスクを、銀行から投資家（資本市場）へ移転することができる。金融機関の貸出を補完するかたちで信用仲介チャンネルが複線化すれば金融システムのリスク耐性を高められうる。

(2)市場を通すことでの適切な資金配分。証券化市場を通じた資金調達・運用によりクレジット市場における価格発見機能の向上を補完する。

(1)(2)は金融システムにとって大きなメリットであるが、(1)は債権、株式にも同様の働きが期待でき、(2)は貸出、クレジットデリバティブ等と共に補完しあっているので証券化オリジナルのものではない。

(3)信用リスクの加工が可能になったことで、金融機関にとってはこれまで商売相手にならなかったリスクの大きな中小企業も新たな顧客にすることができるため、金融機関、中

小企業双方に新たなビジネスチャンスが生まれ、中小企業金融が活性化する。

金融機関、中小企業にとってメリットだが、クレジットデリバティブを用いることでも可能になる。

- (4)証券化商品は信用補完によって信用が継続的に維持されることを投資家に約束する。また、プロファイルを明確にせざるを得ない商品であるから、経営方針の変化から生じる不確実性というリスクを投資家は負わずに済む。投資家の信頼が生み出されることで、

投資家と企業の経営者との間に発生するエージェンシー問題が解消される。

投資家にはもちろんメリットであり、証券化に適した資産を持つ主体も資金調達が容易になった。これは証券化のみが可能にするもので強調できる。

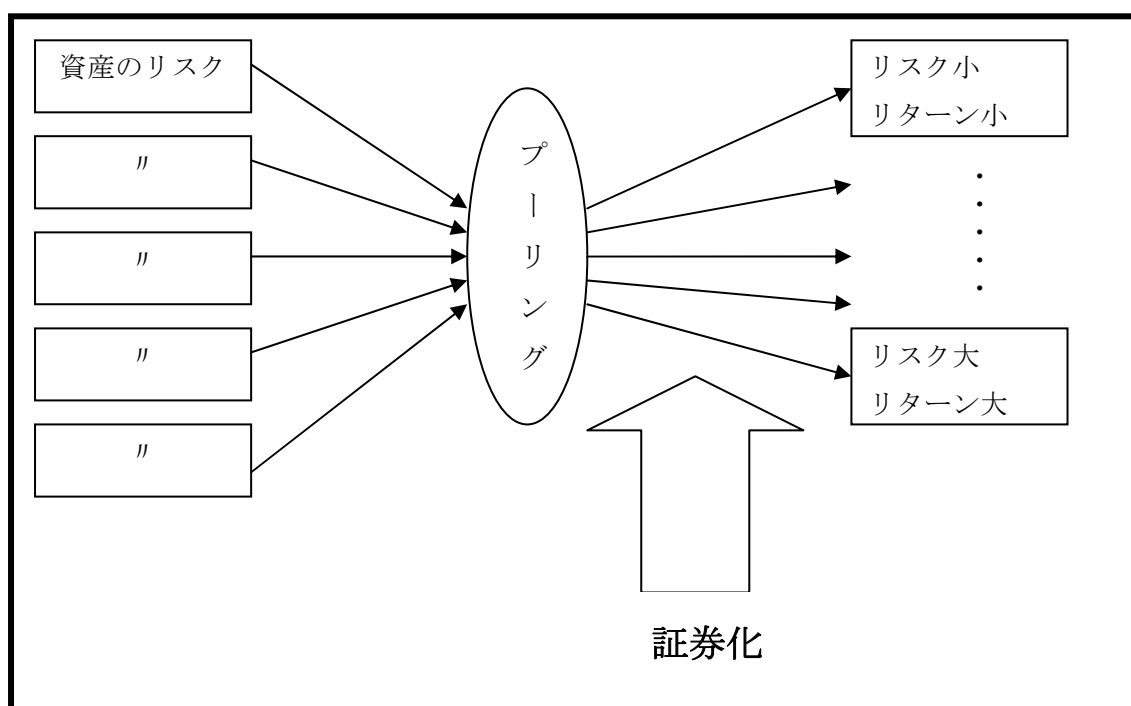
- (5)様々な形に商品を組成することができるので、投資家の要求を満たすように規模やリスクを変形することができ、個々の投資家の需要に見合った商品を発行できる。ゆえに、資産の保有者は直接資産を売却するよりも大きな売却益を得られる。また投資家にとっては新たな投資機会が生まれる。

この点も強調できるところで、資産を保有する企業、金融機関、投資家にとって大きなメリットであり、他の金融商品には無い証券化商品だけが持つ特性である。

1.2 証券化で扱うリスク

1.2.1 リスク移転手法としての証券化

資金提供者は貸出し企業に対するリスクを負担しなければならない。しかし、仮に資産をキャッシュフローに変換させることが出来れば資金提供者はこのリスクから解放される。証券化はその一つの手段となりうる。この観点から見ると証券化というのは資金提供者から投資化へのリスク移転の一つの手法といえる。したがって、資金提供者が自らの管理能力以上のリスクを抱え込んでいるならば、証券化手法を用いることに意義がある。ただし、単にリスクを移転するだけでは投資家がそれを許容するとは限らない。そこで、ある仕組みを行い投資家の選好に応じたリスク組成を行うことで、投資家の選好に応じたリスク許容が可能になる。



1.2.2 資産が抱えるリスクの分類

では、そもそも資産のリスクとは何か。資産が抱えるリスクは主に以下の3つに分類することができる。

市場リスク

市場リスクはイコール金利リスクと言い換えられる。すなわち金利が上昇したときに資産価値が下落するリスクのことを言う。例えば現在価値と将来価値という概念を導入する。現在価値と将来価値は以下のような関係を持つ。

$$\text{現在価値} = \frac{N\text{年後の将来価値}}{(1 + \text{市場金利})^N}$$

この式から分かるように金利が上昇するほど現在の価値が下落する。このように仮に資産保有時点で金利が低くても、資産を保有し続ければ資産価値が金利上昇によって下落するというリスクを負うことになる。

信用リスク

資産形態をキャッシュとして持たない最大のメリットはその資産を保有することによって利子を受け取れることである。しかし、その資産が破損すればその利子を受け取れなくなるどころか元本さえ失う可能性もある。このようにその当該資産の債務者側が債務不履行を起こす可能性があるというリスクを信用リスクという。

その他のリスク

その他にも資産を保有することで様々なリスクに晒される。例えば住宅ローンではこの期限前償還リスクが問題となる。すなわち、市場で成立するローンの金利が当初契約時の金利より低い場合は借換えを行った方が債務者にとっては支払いが少なくなるケースがある。これにより期限前償還が行われるとその後予定していた金利収入が減ることになる。

1.3 証券化に関するメリット

証券化は、資産を証券化するオリジネーター(売り手側)と投資家(買い手側)双方にメリットがなければ実現されない。そこで、証券化を行うことで双方にどのようなメリットが生ずるか以下に述べる。

1.3.1 オリジネーターのメリット

(a) 資金調達コスト削減

証券化は企業自体の信用リスクではなく、企業が保有する資産に対する信用リスクが格付け対象になる。ゆえに、信用が低い企業でも仮に優良資産を保有していればその資産を原資として低い調達コストで資金調達を行うことが出来る。

※オリジネーターには、株式で調達するかまた負債で調達するかの選択肢もあるため証券化を選択する基準としては、証券化による調達コストが加重平均コスト(WACC)より小さい場合が考えられる。

(b) リスク移転

証券化によって証券を売却するとその時点で資金が手に入り、その後の証券化の基となった債権に対する倒産リスクからは解放される。そのリスクは投資家に移転される。

※証券化後に債務者に対するガバナンスをいかに行うかが重要である。

(c) オフバランス化

証券化によりバランスシートの資産項目を減少させることが可能となる。これは BIS 規制対策や (BIS の分母を減少させる)、ROA の向上に寄与する。

※ただし、後述するように証券化により ROA は必ずしも上昇するわけではない。ある条件が存在する。

(d) キャッシュフロー増加

証券化により資産を流動性の高いキャッシュフローに変換することが出来る。また、将来ではなく今資金を得ることが可能に。

※現在は多くの企業が貯蓄超過すなわち資金余剰状況であり、このメリットを目的とした証券化のケースは少ないといえる。

(e) 売却を容易にする

(a)~(d)のメリットは、実は証券化によらなくても資産を売却してしまえば達成できるメリットである。証券化の最大の効果はその仕組みにより資産を売却しやすくすることが可能な点である。

① 小口化

少ない資金で証券を購入することが可能。資金を多く持たない投資家でも購入可能となるため売却が容易になる。

② 流動性の付与

売却形態が資産ではなく証券となるため投資家間での売却が容易になる。容易に転売出来るためオリジネーターから購入しやすくなる。

③ ストラクチャリング

リスクをコントロールし様々な金融証券化商品を作ることが可能。投資家の選好に合わせた商品にすることで、そのまま資産を証券化し売却するより投資家の需要を得られる。このメリットにより(a)~(d)のメリットの効果が一層強くなる。

1.3.3. 投資家のメリット

(a) 投資家の需要を満たした商品

上の仕組みで述べたように異なるリスク特性を持つ証券を発行することで特定のニーズに

即した投資機会を提供できる。ハイリスクハイリターンを望む投資家や、ローリスクローリターンを望む投資家など様々投資家に対する要求を満たすことが可能に。

(b) **ポートフォリオによる分散効果**

プールされた商品に投資する方が一人の債務者の資産に投資するよりもリスクが分散される。

1.4. **アレンジャーのメリット**

(a) **手数料収入を得られる**

証券化の仕組みは複雑であるため主に専門家に委託される。したがって、弁護士・会計士・投資銀行などのアレンジャーにとっては新たなビジネスフィーとなる。

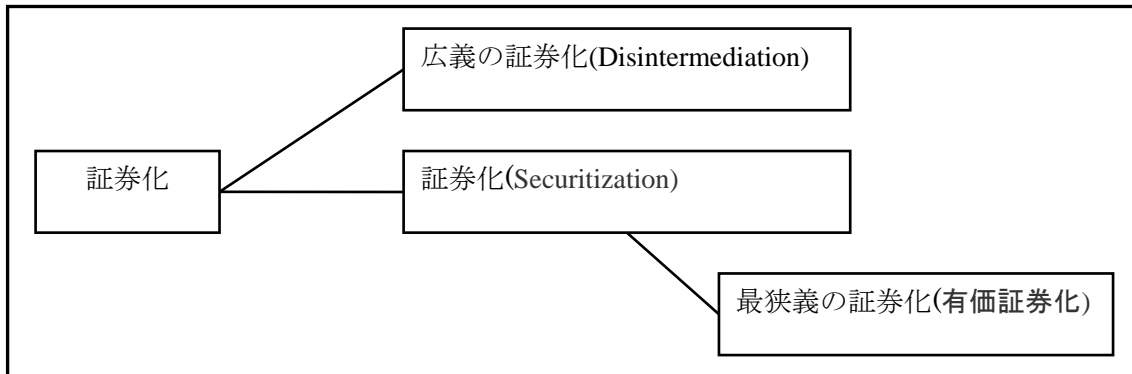
(b) **顧客への新サービス**

仲介する投資銀行にとっては証券化商品を引受け転売することにより新たなサービス提供となりうる。

証券化市場発展の最大の意義は、投資家がそれぞれの能力に適したリスク保持をより一層容易に、すなわち金融市場でより適切なリスク配分を促進していくことである。従来の相対的金融取引だけを行うのでは、リスクが過度に金融機関に集中するため金融システム全体としては効率が悪い。そこで、従来の相対的金融取引だけでなく証券化市場を一層整備していくことが今後要求される。

2章 証券化の仕組み

2.1 証券化の概念



証券化には「広義の証券化」と「狭義の証券化」の両方の用法がある。

まず、「広義の証券化」とは、企業の資金調達の手段の比重が銀行借入を主体とした間接調達から、株式・社債等の証券発行による市場調達に比重を移していく現象である、「直接金融化」と同義に用いられる。つまり、「間接金融から直接金融への移行」もしくは、「銀行離れ」とほぼ同じ意味で使われ、これは「一次的(本源的)証券化」と呼ばれることもある。広義の証券化をはかることにより従来の相対型金融から市場型金融への移行により、複雑的な金融システムへの転換を推進することが大きな課題になっており、「狭義の証券化」の発展が大きな契機になりえる。また、証券化を金融仲介機能の分解過程(アンバンドリング)と捉えることもできる。証券化が行われると、金融機関がブラックボックスとして内部に取り込んでいた金融の機能がそれぞれの部品に分解され、ひとつを異なる主体が行うようになる結果、それぞれの機能において競争原理が働き全体としてより高い効率性が実現されるという金融機能のアンバンドリングが実現される。

「狭義の証券化」とは、資産(金銭債権や不動産)の証券化を意味し、セキュリタゼーション(securitization)という言葉に相当する。さらに、狭義の証券化の中で最終商品が証券取引法上の「有価証券」になっているものを最狭義の証券化と分けることもあるが、通常は、狭義・最狭義の証券化は区分されずに用いられる。狭義の証券化を「二次的証券化」と呼ばれることもある。

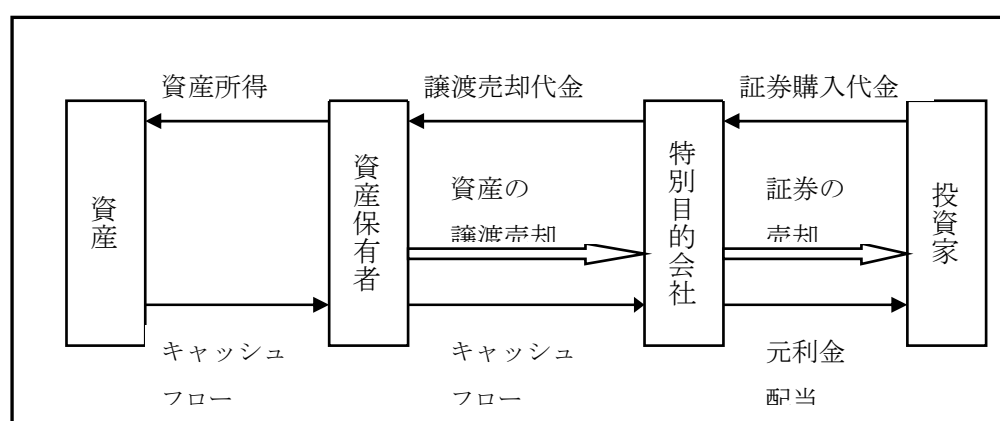
2.2 証券化とは

証券化とは、事業会社や金融機関が特定の資産の保有を目的とする別の主体(特別目的会社)に移し、そこかに自ら所有する資産を移転し、さらに移した当該資産が将来生み出すキャッシュフローを原資として支払を行う金融商品(証券)を発行し売却する方法である。

証券化は1970年に米国政府金融機関のGNMA(Government National Association)が発行した住宅ローンの証券化であるMBS(Mortgage Backed Securities)に始まり、1980年代には自動車ローン、リース・クレジット債権、一般貸付債権等の証券化であるABS(Asset Backed Securities)が始まった。1990年代にはRTC(Resolution Trust Corporation)により、S&Lの不良債権問題の処理方法の一つとしてCMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)が利用され証券化市場の発展を生み出すことになった。また、REIT(Real Estate Investment Trust;不動産投資信託)の市場も発展し、不動産市場への資金供給を支えている。1990年代には、CAT(Catastrophe Bond)債券と呼ばれる保険リスクの証券化手法も開発された。これは、保険・再保険市場で負担してきた大規模自然災害の保険リスクを資本市場で負担することを目的に保険リスクを証券化したのであった。

日本では1993年の特定債権法の施行から、リース・クレジット債権を対象とするABSから証券化が始まった。1998年の債権譲渡特例法や2000年のSPC法などの法整備により、証券化の対象となる資産と発行者となる主体の範囲を広げ証券化しやすい環境を整え、2001年には住宅金融公庫によるMBSが始まった。

2.3 証券化の機能



資産の証券化の概念図

証券化は資金の流れから見た場合、「資金調達」と「リスク移転」が証券化の最も基本的な機能となる。

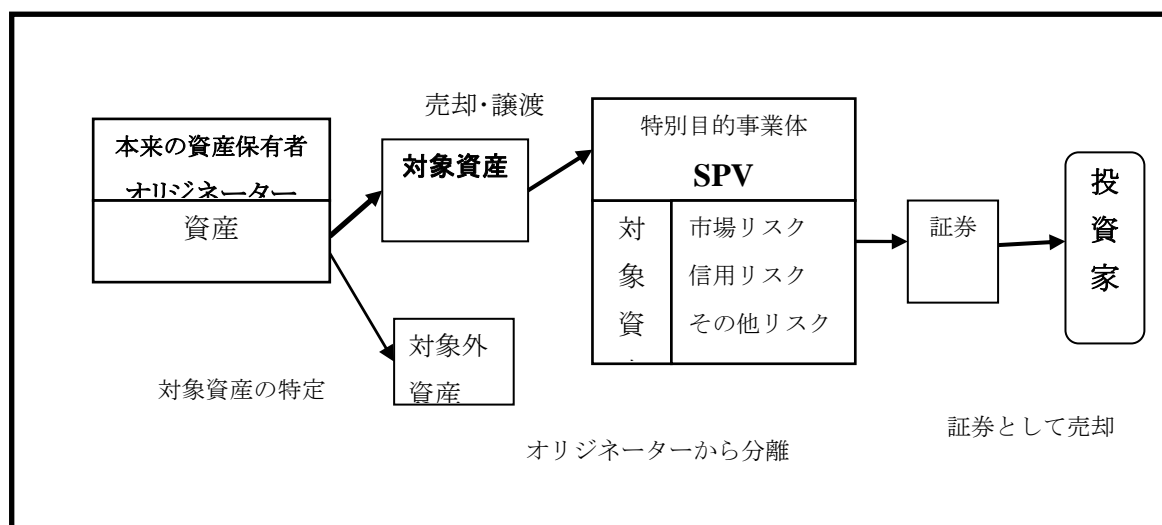
まず、証券化の特徴として、証券の売却益が特別目的会社を通過し最終的に資産の譲渡売却益として、もとの資産保有者の手に渡ることである。資産の所有者は証券化をすることにより、資産を売却した時と同じように売却益を得られ、これが「資金調達」という機能である。

証券化の第二の特徴として、資産の生み出すキャッシュフロー(返済金)の最終的な受け取り手が、もとの資産保有者から証券の購入者になることである。資産の保有者は、その

資産を保有し続ける限り資産が生み出す不確実なキャッシュフローを受け取らねばならないリスクを抱える。したがって、証券化し資産を売却したとき、不確実なキャッシュフローを受け取るのは証券の購入者になる。つまり、リスクが、もとの資産の保有者から証券の購入者に移るのである。これが第二の機能である「リスク移転」である。

2.4 証券化の基本的仕組み

証券化は ii で定義したように、特定の資産を選ぶこと、もとの資産の所有者から分離すること、証券として売却することの 3 点が特徴であり、この 3 点を実行するために以下の三つの段階を踏む。



証券化の仕組み

①第 1 段階：対象資産の特定化

そもそもの資産保有者であるオリジネーターが保有する資産全体というリスクの束から分離して、適切なものをいくつも選び出しては組み合わせ、好ましいリスク特性を持つ対象資産を構成する。証券化の対象となる資産を特定化することで発行される証券化商品に関わるリスクを対象資産が生み出すキャッシュフローのリスクに限定する。

②第 2 段階：倒産隔離(bankruptcy remove)

対象資産を、v で述べる SPV (Special Purpose Vehicle) に売却・譲渡することでオリジネーターの信用リスクを切り離す。これにより、オリジネーターが倒産しても証券化の対象資産が債権者に差し押さえることなく、発行された証券の支払いはオリジネーターの倒産の影響を受けないことになる。この作業は倒産隔離と呼ばれる。倒産隔離が確保されるには資産譲渡人からの譲渡が真正売買であることが必要とされている。真正売買とは、担保付借入にならないように資産を譲渡して、資産がきちんと売却されることである。つまり、オリジネーター破綻時に債権譲渡でなく譲渡担保であるなどの主張がなされない条件を揃え、主張を行わせる動機をそぐ条件を備えておくことである。

③第3段階：証券として売却

対象資産のキャッシュフローを原資に証券を発行し、投資家に売却する。このとき、次のvi)で挙げる、優先劣後構造などを利用することでリスクをコントロールし、投資家の選好に応じて売却する。

2.5 ビークルの選択

裏付資産をオリジネーターから分離し証券化を行うには資産の受け皿となる SPV としての SPC (Special Purpose Company) や SPE (Special Purpose Entity) が必要になる。SPV は裏付資産の所得や保有のような運用や裏付資産の法的形態を ABS や信託受益権などに変換、投資商品の販売や元利払い等の資金調達といった機能を持ち、SPV を通じ裏付資産と投資家の間で信用リスクやキャッシュフローを仲介する役割を果たしている。

(1)SPV の要件

SPV が有効に機能するために重要な要件として、倒産隔離及び課税透明性がある。

①倒産隔離

ivで述べた、対象資産をオリジネーターから SPV に譲渡し信用リスクを切り離す「オリジネーター等からの倒産隔離」ことのほかに、「SPV 自体の倒産隔離」が挙げられる。SPV が証券化以外の業務を勝手に行い、その結果 SPV 自身が破綻するリスクを排除するために定款や契約で業務内容を一定範囲内に制限することや倒産の申立てを制限すること、特定の株主による支配権の排除等が必要になる。

②課税透明性 (Tax Transparency)

SPV に法人税が課税されてしまうと、いかにうまくスキームを構築しても投資家に対するキャッシュフローは減ってしまい、効率が低下する (二重課税の問題)。そもそも課税主体でない SPV を使うか、法人税課税の回避の措置をとる必要がある。

(2)SPV の種類

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 (商法) ・有限会社 (有限会社法) [海外] ・SPC (海外の法律)	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・信託業務)	特定目的信託 (SPT) (資産流動化法)
組合理	匿名組合 (商法) 任意組合 (民法)	匿名組合、任意組合 (不動産特定事業法)

SPV の種類

(証券化の種類に応じて使い分けられる)

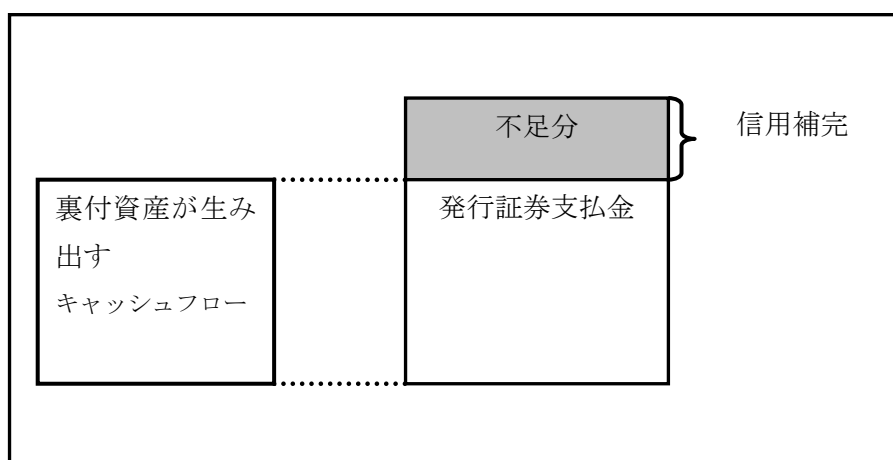
2.6 信用補完措置

信用補完措置は、公的 MBS 以外の証券化商品にとって非常に重要な措置である。それは、政府系金融機関による公的 MBS では発行証券に明示的もしくは暗黙的に政府の信用保証が付けられているため信用補完はあまり重要ではないのだ。しかし、それ以外の証券化商品は政府の保証はなく、また投資家は信用リスクに過敏で、特に債券型の証券化商品を高い価格で売価するには高い格付けがいる。そこで、信用補完措置をすることにより信用リスクをコントロールさせ、高い格付けを作り出すことが非常に重要なのである。

信用補完措置とは、裏付資産がある程度まで回収不能になり減価し劣化しても投資家に元本を満額返済し利息も支払える手当てをしておくことである。しかしながら、信用補完を厚くすることでリスクを小さくし信用度を高めればいいわけではない。というのも、信用補完にはコストがかかるのである。リスク削減効果がコストより上回らなければ、経済合理性のある信用補完とはいえない。つまり、コストに見合ったリスク削減効果がなければ意味がないのだ。また、投資家のリスク選考の問題もある。投資家にとって合理的なリスクとリターンの見合った信用補完がなされねばならない。

信用補完には外部信用補完、内部信用補完がある。両者について、以下のイ及びロで説明する。

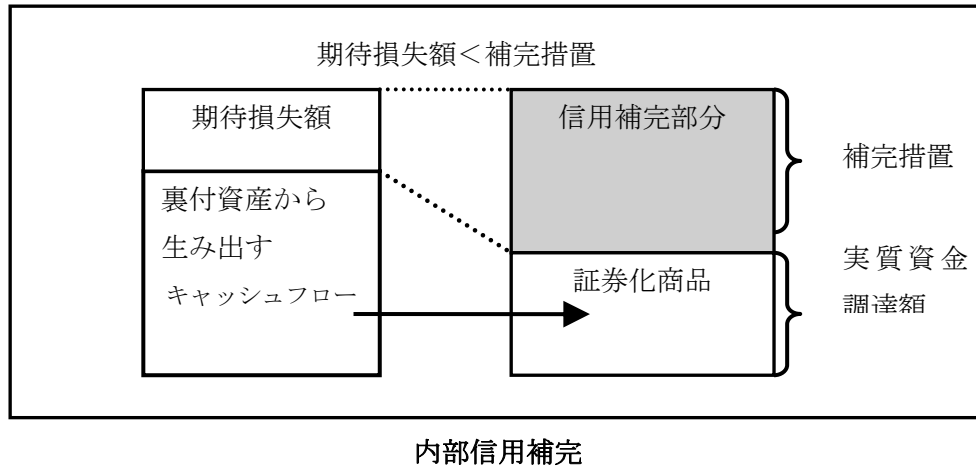
(1)外部信用補完



外部信用補完

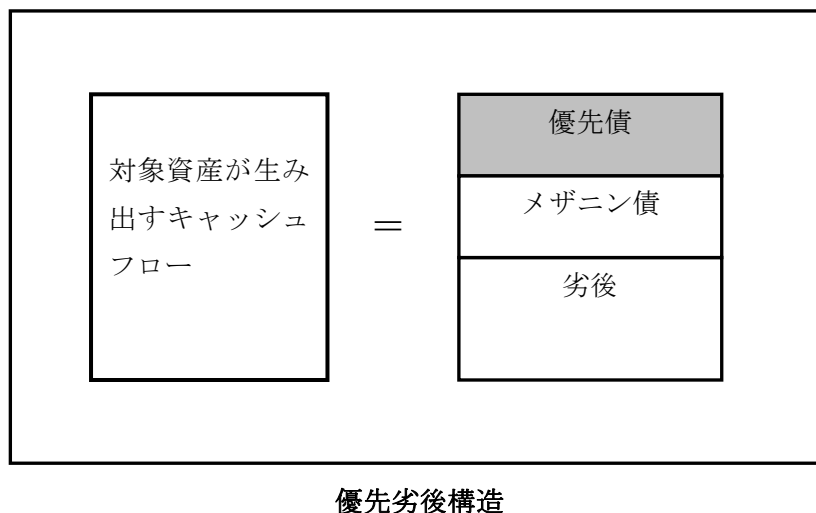
外部信用補完とは、証券化商品の元利払いを第三者が保証することで保険会社などが保証する。保証の範囲は、全部保証（元本配当の支払自体保証するもの）や一部保証（一定範囲までの損失に限定して保証をおこなうもの）がある。発行者にとってはコストにはなるが、外部補完により信用リスクが軽減できれば高い格付けを得られ、発行証券の需要が増し、より高い価格で売却できる。売却価格の増加分が信用補完のコストを上回れば、信用補完する意味がある。ただ、外部信用補完は信用リスクを補完する第三者に完全に移転していない。信用補完するはずの第三者が倒産した場合、実質的に信用補完の契約が無効になり信用リスクも補完されない可能性が生じるのである。このため、外部信用補完では信用補完する第三者に対する格付けが重要になる。つまり、格付けの高い第三者であれば発行証券の格付け高くなり、逆に低いと発行証券の格付け低くなる。

(2)内部信用補完



内部信用補完は、証券化の仕組み自体に組み込む措置のことである。内部信用補完の例として以下の優先劣後構造、現金担保方式、超過担保方式、エクセस्पレドを挙げられる。

①優先劣後構造



信用劣後構造とは、資産からの回収金の分配順位を決めておくことである。損失負担の可能性が小さい優先債、中間のメザニン債、最初に損失を負担する劣後に分けられる。キャッシュフローが優先部分へのし針に不足しない限り優先部分は影響を受けないので優先部分の信用度を高められる。また、劣後の部分を厚くし優先部分に支払い必要度を高められる。劣後部

分は優先部分を上回る利回りを要求できるので、劣後の部分を厚くしたとき、優先部分は利回りが低下する。つまり、劣後の比率設定により信用度を決定することができ、優先部分の利回りはリスクに応じたものになる。

また、日本では、劣後部分への投資市場は成熟しておらず、劣後部分はオリジネーターが保有することが一般的である。証券化商品が ABS など債券の形で発行される場合であっても、劣後部分の形態は信託受益権(劣後受益権)であったり、指名金融債権(残存売買代金債権)であったりする。

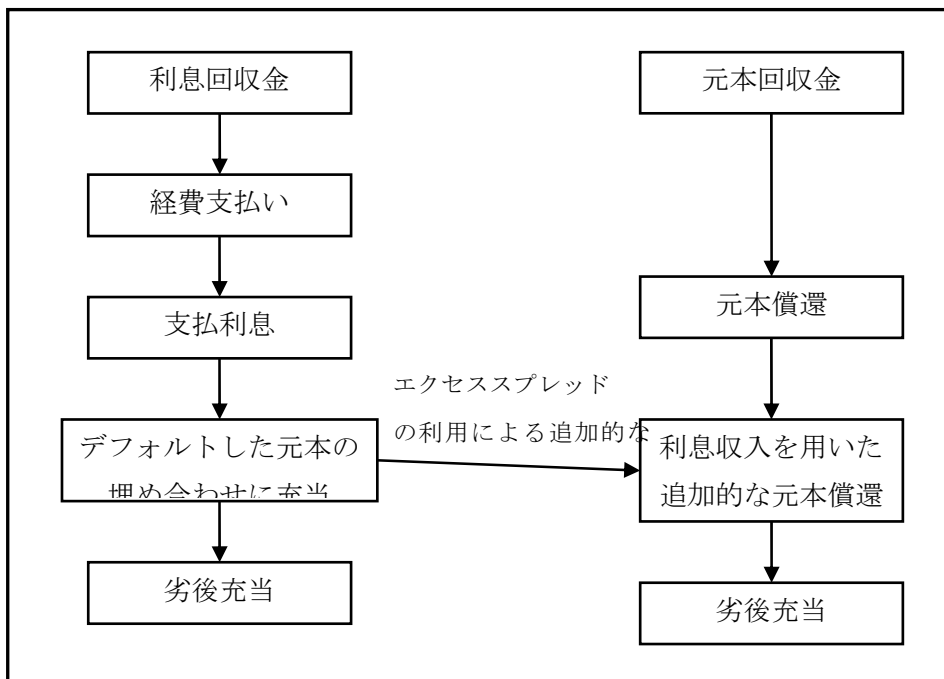
②現金担保勘定(Cash Collateral)

現金担保勘定とは、裏付資産のクレジットリスクやサービサーリスクなどに備えるために、あらかじめ現金を担保金としてスキーム内に留保する手法。裏付資産のキャッシュフローによるものでなく実際に必要な現金を留保しているので、一時の資金的負担に耐える能力にたけている。例えば、サービサーリスクが顕在化したときに、コミングロスでキャッシュインフローがとまり、かつバックアップサービサー発動のための一時費用が必要な場合でもスキームの流動性を損なうことなく対応できる。

③超過担保

ABS などの証券化商品の元本より大きな金額の債権を裏付すること。

④エクセススプレッド



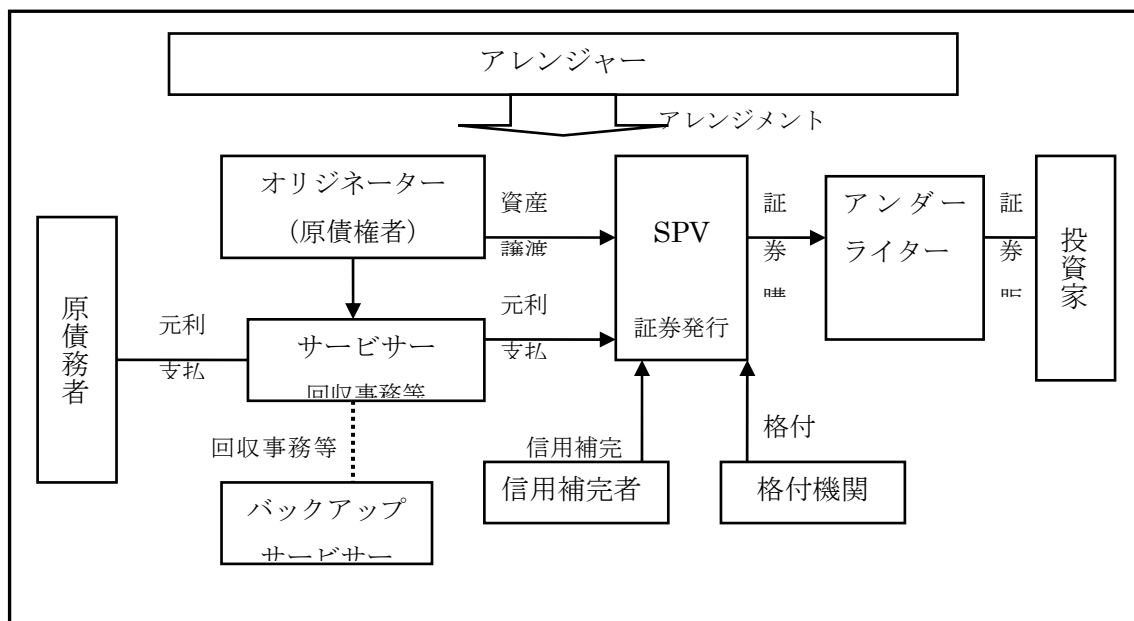
エクセススプレッド

裏付資産が貸付債権などで利息収入を生む場合に利息収入から支払利息と経費を差し引き、余った場合の余剰部分をエクセススプレッド（超過収益）という。

貸付資産からの回収金は、利息収入と元本回収に分け、利息収入は経費と支払利息に充当された後の残余を劣後配当に、元本回収金は元本の償還に充当するのが原則である。ただし、裏付資産にデフォルトが発生した場合、エクセススプレッドを追加的な元本に流用する。つまり、裏付資産の元本が一部毀損しても十分な利子収入があるかぎり、元本を回収でき、利子収入の一部が信用補完の効果をもたらしているのである。適用金利の絶対値が高い、消費者ローン債権など、ABSのクーポンなどの支払利息の金利水準との差が大きい場合、エクセススプレッドの信用補完の効果は顕著なものになる。

2.7 証券化の参加者

証券化に関わる当事者として、以下のプレーヤーをあげられる。



証券化に関わるプレーヤー

(1) オリジネーター(originator)

オリジネーターとは原資産を生み出した者のことである。まれに原債権者とも呼ばれることもある。原資産をSPVに売却し資金調達するものをセラー (seller) という。ほとんどの場合、オリジネーターはセラーと同一であり、セラーの意味合いでオリジネーターという用語を用いられることが一般的になっている。

(2) サービサー(servicer)

資産を譲渡された SPV は証券化の対象資産を分離する目的とする器であるので、回収等を行う人的・物的資産を有しておらず、第三者に委託することが必要となる。そのサービスを委託される者をサービサーと呼ぶ。一般的に、オリジネーターもしくはその関連会社がサービサーに就く。サービサーは、原資産がオートローンや住宅ローンのような金銭債権の場合、それを管理し個々の債務者から回収を行う。債務者に請求したり回収したり、回収状況の報告書作成、回収金を SPV に送金する業務をサービシングという。

(3)バックアップサービサー

バックアップサービサーとは、当初、就任したサービサーがサービシング能力を失った場合にサービシング業務を引き継ぐ者のことである。バックアップサービサーには最初から指名されている場合とそうでない場合がある。バックアップサービサーが最初から指名されている場合、コールド、ウォーム、ホットの3種類に区分することができる。コールドとは、実際にサービサー交代が決まってから慌てて準備をして回収業務を始めることをコミットしている状態であり、ホットとはバックアップサービサーが当初のサービサーから毎日の最新のデータを受け取り、いつでもすぐにサービシング業務を引き継げる状態にあるものである。ウォームとは、コールドとホットの中間の状態であり、当初はホットのバックアップサービサーを置くことはなかったが、近年、コールドよりもややウォームに近い状態にしておくことが主流になっている。

(4)アレンジャー(arranger)

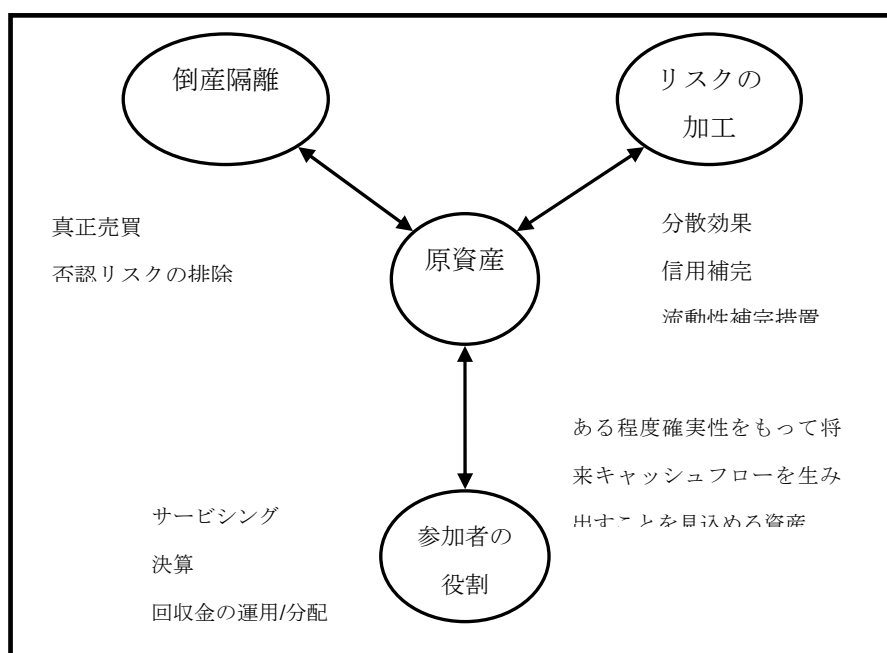
アレンジャーとは、証券化における証券の発行構造（ストラクチャー）を組み立て、各参加プレーヤーのまとめ役を担う主体のことで、ストラクチャーの立案、証券の発行、引き受け、販売、信用補完の提案等の業務を行い、各関係者の調整を仲介する一連の業務を遂行するプロジェクトリーダーである。主に証券会社や投資銀行などの金融機関が担当する。

(5) アンダーライター(underwriter)

証券化商品を受け入れ、販売するものをアンダーライターという。ほとんどの場合は、アレンジャーと同じ金融機関が務める。

(1)～(5)以外にも、証券化に関わるものとして、各種契約書(ドキュメンテーション)を作成する弁護士、証券化商品に格付けする格付け会社などのプレーヤーが存在する。このようなプレーヤーの存在により、従来、銀行が単独で担っていた金融仲介機能につい

て、個別の要素に分割したうえで、それぞれ役割分担するかたちになっている。つまり、従来の銀行業務に対し貸付債権の証券化をおこなう場合、オリジネーションをおこなうオリジネーターは銀行等、債権の管理・回収をおこなうサービサーは銀行・回収代行業者、仕組みの組成や証券化商品の引き受けは投資銀行等、投資家のために信用評価をするのは格付会社、証券化商品に投資を行う投資家は機関投資家等というように、従来の銀行等が抱えていた金融仲介機能がアンバンドリングされているのである。資産の証券化は金融機能のアンバンドリングの触媒として重要な役割を果たしているのである。



証券化の基本要素

3章 証券化の理論分析

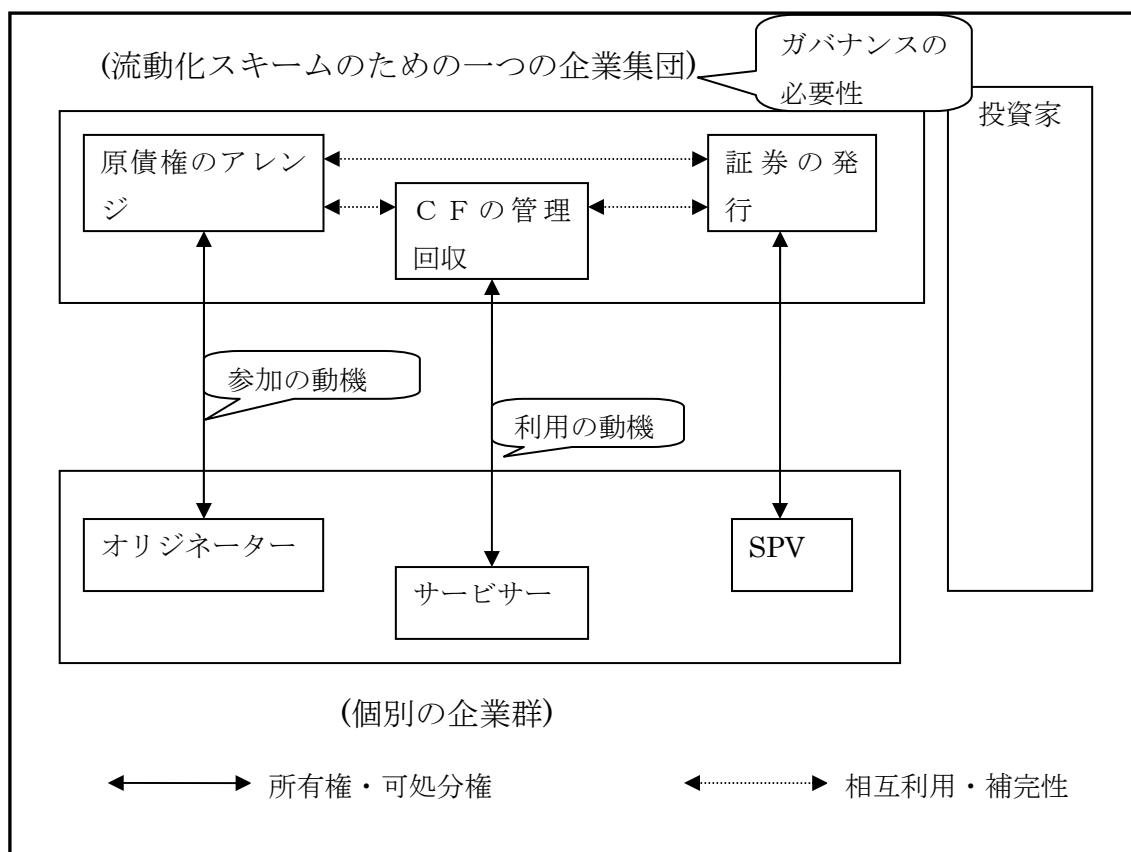
3.1 証券化スキームのガバナンス

3.1.1 債権流動化の理論的枠組みの提供

債権流動化には、オリジネーター、SPV、サービサー等が関わっている。個々のメンバーは独立の経済主体であり、それぞれが自己の利益を追求して行動を行う。また、一方で債権流動化スキーム全体としての利益の最大化するために個々の意思決定を組織の意思決定に合わせる必要もある。以下ではオリジネーター、SPV、サービサーから構成される債権流動化スキームを一つの企業集団としてみなし、個々の経済主体のスキームに参加するインセンティブや参加の合理性について考察する。さらにひとつの企業集団としてみた場合のガバナンス構造を議論していく。

3.1.2 債権流動化スキームの組織的特性

まず、債権流動化スキームを一つの企業集団としてみるという観点をパートナーシップ組織に基づいて考察する。パートナーシップ組織とは共有された目的を達成するために複数の企業が自己の保有する資源を生産過程に提供し、目的達成に対する寄与に応じ利得を配分するシステムである。各メンバーの提供する資源や能力は相互に依存と補完の関係にある。そのため、各メンバーは自分の資源に関する支配を通じて間接的に他の資源やスキーム全体についての影響力を持つことができる。また資源相互の補完性が高いため一つの資源の不足はスキーム全体を崩壊させる可能性がある。債権流動化スキームではメンバーの相互依存関係に基づく、分権的で緩やかな統合により運営が執り行われる。一般の株式会社においては資源の供給者たる株主は経営(生産過程)に対して基本的には介入しない。資源の利用者と供給者が分離しているのである。また、資源(株式)は代替が容易である。その結果として資源の利用者による一元的かつ集権的な経営が行われる。債権流動化スキームにおいてはメンバーの意思決定が組織全体の意思決定に反映されやすい。

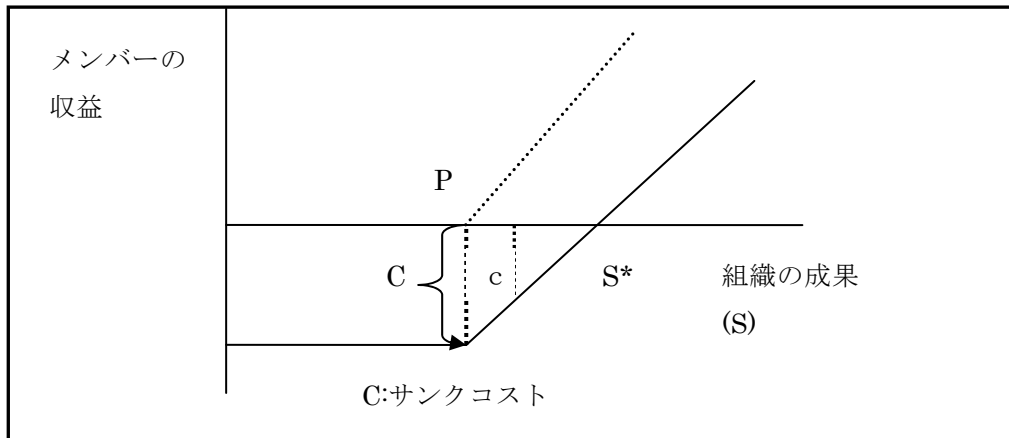


3.1.3 ガバナンスの必要性

上記のように企業の意味決定は個別に行われる、そのため一部の企業が機会主義的な行動をとる可能性がある。結果として、スキーム全体としての利益の最大化がなされず、その他の参加者や投資家の利益を損なうこととなる。そしてこれは当然、情報の非対称性による。また一つでも資源が不足するとスキームの崩壊を招きかねないので、スキーム内部には組織目的にそった生産を各自が行うインセンティブ構造も持つ、つまり自分が機会主義的行動を行うことで、他の資源が引き上げられるとスキームが崩壊する可能性がある。ここでは各企業の意味決定と組織の意味決定の関係を考察し、最後に投資家を含めたガバナンス構造を議論する。

3.1.4 所有関係に基づくガバナンス

企業の意味決定は最終的に得られる成果とそれにかかるコストの比較によりきまる。成果がコストを上回るときには参加を継続し、逆の場合には資源を引き上げる。企業は自己の所有する資源を通じて組織全体にコミットする。また、個々の意思決定が組織の意思決定に及ぼす影響も強いのでガバナンスを可能にする可能性がある。



埋没費用 C は債権流動化に参加するための固定費用。企業は成果 P で拒否権を行使しても C だけ負担が生じるので、拒否権は P でなく S^* になる。

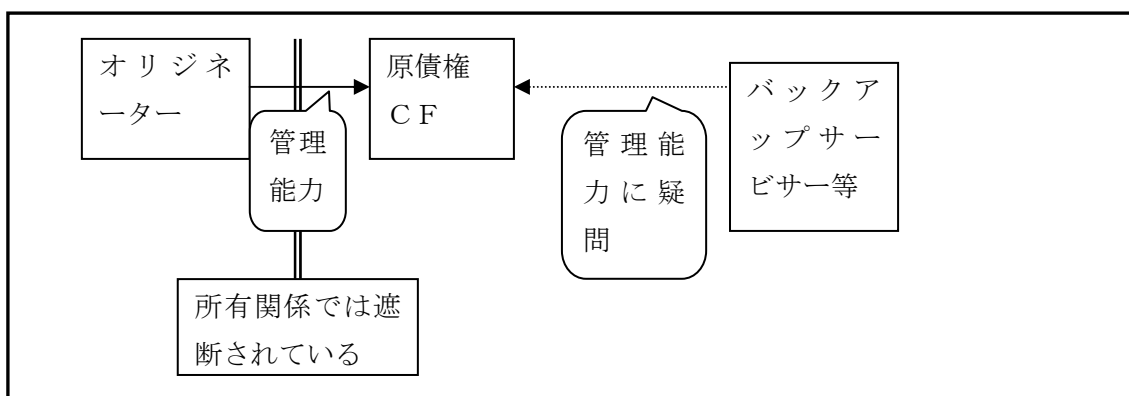
- ・ 成果 $> S^*$: スキームにコミットを維持し継続的に収益が出るよう行動する。
- ・ 成果 $< S^*$: 資源を引き上げる
- ・ $P < \text{成果} < S^*$: 本来なら収益が負になるのでメンバーが離脱するはずだが c は回収される。離脱しない方がよいという領域ができる。

$P < S < S^*$ のとき、オリジネーター・サービサーなどが自発的にスキームを再構成しようというインセンティブを必ずしも持たないということの意味している。たとえばオリジネーターの固定費用の部分に劣後部分が含まれるとすると $P < S < S^*$ の状況でも現行を維持しようとするインセンティブが働く。資源の相互利用補完性により機会主義的な行動は抑制されやすい。しかし、メンバーの相互依存関係に基づく、分権的で緩やかな統合により運営が執り行われるという特性も考慮すると、個々の企業が強い意志を持ちスキーム全体や組織の意思決定に再構成を迫るといった内部ガバナンス構造は脆弱であるといえる。

3.1.5 投資家とオリジネーターとの間に存在するエージェンシーコスト

債権流動化スキームで想定されるガバナンスの欠如に起因するエージェンシーコストとはオリジネーターと投資家の間に発生する可能性がある。流動化スキームでの資金調達目的が新規事業であるようなときは、事業の成功が投資家とオリジネーター双方にとって共通の目的となりエージェンシーコストは避けられる。しかし、貸出債権流動化のように資産を切り離すというバランスシートのスリム化に主眼が置かれるような場合はエージェンシーコストが発生する可能性がある。そもそもこのようなときに切り離される資産は、基本的には収益の見込みが低い資産であり、「切り離す」という目的を達成した後にオリジネーターが積極的に切り離された資産に関わるインセンティブは働きにくい。これは、ガバナンスの欠如である。さらに倒産隔離措置がもたらすオリジネーターの機会主義的な行

動も考えられる。そもそも流動化スキームにおいては原資産のもたらすCFのみを引き当てとし、オリジネーター本体の信用とは無関係な状況を作り出すことが特徴であるといえる。そしてそれを保証するのが倒産隔離措置(事後的)である。しかし、現実には原資産が生み出すCFについてはオリジネーターの管理に依存する面が強い。原資産から生み出されるCFに関してはオリジネーターが強く影響を与える。そのため、原因が何であれオリジネーターの破綻はスキームに多大な影響を及ぼす。バックアップサービサー等が用意されており、引継ぎも考えられるが、原債権に対する管理能力が劣るのは否めない。これを考慮すると、投資家の合理的な行動はオリジネーターの破綻を防ぐこと(事前的)になり、オリジネーターに機会主義的行動を行う余地を残すこととなる。



3.1.6 現実の対応と解決への道筋

アクティブインベスター等の監視メカニズムをスキームに組み込むことなどの方策が考えられる。ただしその場合には当然、さらなるコストがかかる。またバックアップサービサーに事務・管理能力を円滑に移管するための方策も望ましい。このとき、資源相互の補完性によりスキームは成り立つという構造を妨げるような外部からの強いガバナンスを与えることによる不利益も考慮する必要がある。

3.2 サービサーについて

3.2.1 交換経済とサービシング理論の導入。

債権流動化におけるサービシングとは、原資産から生じるキャッシュフローを回収し投資家に分配する一連の業務のことを言う。そうした業務を行う企業をサービサーという。

サービサーが妥当になるには「サービシング業務を行う能力に関してオリジネーターよりもサービサーのほうが優れていることが証明された」ときのみである。しかし、現状では「オリジネーターのほうが回収する機会が多い」（大橋和彦）のである。

ここでは、どのような場合にキャッシュフローをオリジネーター自身が回収するのか、どのような場合にサービサーが回収するのかを検討することにする。

3.2.2 モデルの定式化と結論

サービシング

S：回収可能な原債権の総額

P_0 ：オリジネーターの回収比率

P_1 ：サービサーの回収比率

回収比率とは、1単位の原債権から実現したキャッシュフローを、債務者から回収できる比率を表す。

オリジネーターが債権回収をサービサーに委託するのは、オリジネーターによる自力での回収が期待できる額が、サービサーによって回収が期待される額に一定の手数料 (x) を加えたものより小さくなるときである。つまり、

$$P_0 S < P_1 S - x \quad (1)$$

より、両辺を S で割って、

$$P_1 - P_0 > x/S \quad (2)$$

となっている場合である。

ここで命題 1 を得る。

命題 1：

オリジネーターはサービサーを利用することによる限界便益がその限界費用を超えるとき、サービサーを利用する

(証明)

(2) 式左辺 " $P_1 - P_0$ " はサービサー利用による原債権一単位当たりの回収比率の増分であり、これはサービサー利用の限界便益を表す。一方、右辺はそのために支払う原債権 1 単位当たりのコストを表す。(2) は前者が後者を上回る限りサービサーに委託が行われることを表す。

このモデルを徐々に拡張していく。

オリジネーターとサービサーのどちらを選択するかに関しては、「コストが小さく回収可能な額の大きい」方を選ぶことになる。今、上のモデルを拡張してオリジネーターの回収比

率 P_0 を y というコストを払って、 P_0^* に改善するとする。ただし、 $P^0 < P_0^* < P_1$ とする。

この理由としては、「債権回収に特化した機関であるサービサーの方が回収比率が高い」と考えられるからである。ここで、

オリジネータ自身が回収した時の便益： $P_0^* S - y$

サービサーが回収した時の便益： $P_1 S - x$

とおく。ここで、どちらの方が大きいかを検証する。大橋和彦氏の言う「オリジネーターが債権の回収に当たる場合が多い」という現状から、この場合は $P_0^* S - y \geq P_1 S - x$ とする。

よって、

$$S(P_0^* - P_1) \geq y - x$$

仮定より、 $P_0^* < P_1$ なので、

$$0 > S(P_0^* - P_1) \geq y - x \text{ となり、}$$

$0 > y - x$ が成り立つ。よって、 $x > y$ 。つまり、「現状では、サービサーの費用が高すぎる」という結論になる。それでは「サービサーの費用が相対的に安ければサービサーが利用されるのか」を考える。

ここで、不等号を逆にする。このとき、

$$P_0^* S - y \leq P_1 S - x$$

$$S(P_0^* - P_1) \leq y - x$$

$$x \leq y + S(P_1 - P_0^*)$$

となる。この式から、「サービサー利用の際のコストの上限、 $y + S(P_1 - P_0^*)$ 」が導出された。

一方、ここで、オリジネーターのみが倒産リスクを負うという状況を考えてみる。

q : オリジネーターの倒産確率 W : 倒産による諸コスト

また、オリジネーターが倒産した際、債権の回収は一切なされないとする。

$$q(SP^* - y) + (1 - q)(-W) \leq SP^1 - x$$

$$x \leq SP^1 - qSP^* + qy + (1 - q)W$$

$$x \leq S(P^1 - qP^*) + qy + (1 - q)W$$

ここで $q \approx 1$ として計算すると、上の不等式は

$$x \leq S(P^1 - P^*) + (1 - q)W + y$$

となる。よって x （サービサー費用）の上限が拡大し、オリジネーターに倒産コストがかかった分サービサーがより有利になった。

3.3 オリジネーターに関する理論分析

証券化のスキーム図から分かるように、証券化スキームの出発点はオリジネーターである。したがって、まずオリジネーター側に証券化を行うというインセンティブが働かなければならない。インセンティブがなければ、全体を一つとみたパートナーシップからオリジネーターが離脱する可能性が高くなる。ゆえに、この節ではオリジネーターがそもそもなぜ証券化を行うかについて分析し、そのインセンティブを明らかにする。そして、そのインセンティブを阻害する要因を発見し解決の方向性を提示していく。すなわち、オリジネーターのパートナーシップ脱退阻止の方向性を模索していく。

なおこの章では矢口[2002], 深浦[2003], 堀田[2005]からヒントを得ている。

3.3.1 証券化が行われる条件に関する仮説の設定

経済学で取引を行う際の最も基本的な判断は、その取引を行うことによる収益がその費用を上回るときに行われる。この際、オリジネーターにとって証券化を行うことが望ましい。また、資産の場合は同時に機会費用の概念も判断基準の一つとなる。すなわち、資産を売却することは、その資産を保持し続けることによって得られるはずであった収益機会を手放す。したがって、この利潤と証券化により得られる利潤も同様に比較する必要がある。以上から証券化が行われる条件は

証券化が行われる条件の仮説 1 :

(保有資産の一部を)

$$\text{証券化することで得られる利潤} > \text{そのまま保有することで得られる利潤} \\ + \text{証券化を行う際の費用}$$

と経営陣が判断した場合であると考えられる。

また、証券化を行う際にはオフバランスによる効果も期待される。すなわちバランスシート上の財務状況を改善出来るというメリットである。どのようなバランスシートの財務状況が望ましいかの判断規準には ROA(総資産利益率)と ROE(株主資本利益率)を用いる。したがって、証券化を行うインセンティブが働く条件として仮説①以外には以下が考えら

れる。

仮説 2 : 証券化を行うことにより ROA が向上する

仮説 3 : 証券化を行うことにより ROE が向上する

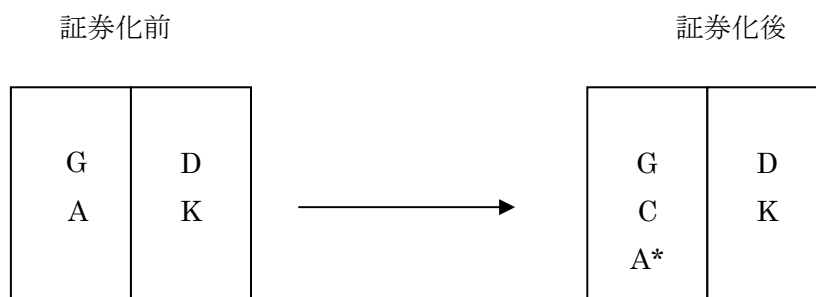
高い ROA や ROE は優良企業の証であり、特に ROE は投資の際に重視される指標である。しかし、単に高 ROE などだけでは高い負債があると企業は収益を将来の負債の返済に転化する可能性が生じるため投資意欲がやや削がれやすくなる。ただし、これに高い自己資本比率が伴うならばこれを防ぐことが可能だ。ゆえに、以下の仮説を加える。

仮説 3' : 証券化を行うことにより自己資本比率が向上する

3.3.2 仮説 1 の検証

まず情報開示コストを考慮せずに説明していく。

あるオリジネーターが国債とそれ以外のある資産を保有しているとしよう。そのうち貸出し債権の一部を証券化しキャッシュフローを得る。その際のバランスシートを以下のように設定。



G:短期国債 A:その他資産 D:負債 K:自己資本 C:キャッシュフロー

それぞれの収益率を r_G, r_A, r_D, r_K, r_C とする。(r_C は得たキャッシュフローを更に再投資した際の収益率と定義)

貸出債権 L を部分的に証券化し SPV に売却しキャッシュフロー C を得るため $A=C+A^*$

※ただし資産売却の際には、そのままの価格で受け入れられない可能性もあるため $L > C+A^*$ となる場合もあるがここでは計算を単純化させるため考慮しないとする。また、税金も考慮しない。

- ・ オフバランスによる証券化はバランスシートの貸方部分を変化させない。なぜなら、証券を発行するのは SPV であるからだ。

資産 A の証券化を行わなかった場合のオリジネーターの利潤(証券化を行う前)を π_1 。A の一部を証券化した際の利潤を π_2 とする。すると

$$\pi_1 = r_G G + r_A A - r_D D - r_K K$$

$$\pi_2 = r_G G + r_C C + r_{A^*} A^* - r_D D - r_K K \text{ となる。}$$

したがって、証券化した場合の利潤からしない場合の利潤を引くと

$$\pi_2 - \pi_1 = C(r_c - r_A)$$

これより、証券化によって利潤を伸ばすのは $C(r_c - r_A) > 0$ が成立することと同値。

$$\therefore r_c > r_A \quad (C > 0)$$

すなわち、貸出債権の収益率より資産を証券化し売却し得たキャッシュフローを、再投資した際に得る収益率が上回るなら、証券化を行った方が利潤は増加する。・・・・・・(※)

この(※)という結果から以下の考察を得る。

(a) 高い収益率を得られる新たな投資機会(貸出し機会)がなければ証券化を行うインセンティブは発生しない。

(b) r_L は既に確定された値であるが、 r_c は企業の新たに生み出されたキャッシュフローの運用次第で大きくさせることが可能である。ゆえに、高い資産運用能力を持つオリジネーターほど証券化を行うインセンティブが働きやすい。逆にそのような能力がない金融機関は、相対取引を中心とした取引を行う方が望ましい。(証券化を行わない方が良い)

では、仮説 1 のようにこの式に証券化を行った際に情報開示コストや法務上のコスト、スキームに生じる税金等様々なコストが発生することを考慮しよう。すなわち条件①のようにコストを加える。条件を率から額に変換しコストを加えることで証券化を行うインセンティブ条件は

$$r_c C > r_A A + (\text{証券化を行う際のコスト}) \text{ となる。}$$

この式から証券化を行うインセンティブは、左辺を大きくかつ右辺を小さくすることでより強くしていくことが可能だ。したがって、オリジネーターが証券化を行う条件は以下のようなになる。

オリジネーターが証券化を行う条件
 $r_c C > r_A A + (\text{証券化を行う際のコスト})$ の式より
 ①オリジネーターに高い資産運用能力がある場合。(r_c を大きく出来る能力。)
 ②証券化を行う際のコストが低い場合。

3.3.3 仮説 2・3 の検証

再びバランスシートを用いて検証していく。オリジネーターが資産 A を保有し 1,2,.....,n と名前を付け資産 1 に対して SPV を利用したオフバランス証券化を行うとしよう。証券化前のバランスシートは以下のようになる。

資産 A $t_1 A(r_1)$ $t_2 A(r_2)$ ・ ・ $t_n A(r_n)$	$D(r_D)$ <hr style="border: 0.5px solid black;"/> $K(r_K)$
--	---

証券化後のバランスシート(資産 1 を証券化)はオリジネーターと SPV はそれぞれ

$t_2 A(r_2)$ ・ ・ $t_n A(r_n)$ $t_1 A - st_1 A$	$D - st_1 A$ (r_D) <hr style="border: 0.5px solid black;"/> $K(r_K)$
--	--

$t_1 A(r_1)$	発行証券 $st_1 A$ (r_s) <hr style="border: 0.5px solid black;"/> オリジネーター の出資分 $(1-s)t_1 A$
--------------	---

注：CF は創
 出されない

- 上の図の条件に関して
- (a) 保有している資産 A に 1,2,...n と番号をつける。 $t_1, \dots, t_n : r_1, \dots, r_n$ はそれぞれ保有資産 A のうち保有している割合と収益率を表す。 ($t_1 + t_2 + \dots + t_n = 1$)
 - (b) オリジネーターは資産 1 を証券化し SPV を設立した上で売却する。
 - (c) オリジネーターは SPV から受け取る売却額のうち一定割合 s の分だけ負債の返却に当て残りの $(1-s)$ の割合を SPV に出資する。
 - (d) SPV が証券化商品に設定する支払利率は r_s とする。

では、以下検討を行っていく。

証券化前の事業利益(資産から生み出される収益)と経常利益(事業利益から支払い利子を引いた額)はそれぞれ

$$\sum_{i=1}^n r_i t_i A$$

$$\sum_{i=1}^n r_i t_i A - r_D D$$

となり、ROA と ROE はそれぞれ以下のようなになる。

$$ROA = \frac{\text{事業収益}}{A} = \sum_{i=1}^n r_i t_i \dots \dots \dots (\alpha)$$

$$ROE = \frac{\text{経常利益}}{K} = \frac{\sum_{i=1}^n r_i t_i A - r_D D}{K} \dots \dots \dots (\beta)$$

次に、証券化後については、SPV はオリジネーターが設立したため SPV の経常利益はオリジネーターの事業利益と経常利益にそれぞれ加算される。

SPV の経常利益は $r_1 t_1 A$ (収益) - $r_s s t_1 A$ (費用) より、オリジネーターの事業利益と経常利益はそれぞれ

$$\sum_{i=2}^n r_i t_i A + r_1 t_1 A - r_s s t_1 A$$

$$\sum_{i=2}^n r_i t_i A + r_1 t_1 A - r_s s t_1 A - r_D (D - s t_1 A)$$

となり、同様に ROA ・ ROE は

$$ROA = \frac{\sum_{i=2}^n r_i t_i + r_1 t_1 A - r_s st_1 A}{1 - st_1} \dots\dots\dots(\gamma)$$

$$ROE = \frac{\sum_{i=2}^n r_i t_i A + r_1 t_1 A - r_s t_1 A - r_D (D - st_1 A)}{K} \dots\dots\dots(\lambda)$$

となる。

では、実際に計算を行っていく。条件②、③が成立することはすなわち

$$\text{「証券化後の ROA」} - \text{「証券化前の ROA」} = (\gamma) - (\alpha) > 0$$

$$\text{「証券化後の ROE」} - \text{「証券化前の ROE」} = (\lambda) - (\beta) > 0 \text{ が成立することに等しい。}$$

ROA

$$(\gamma) - (\alpha) = \frac{st_1 (\sum_{i=1}^n r_i t_i - r_s)}{1 - st_1}$$

ゆえに、

$$\sum_{i=1}^n t_i r_i > r_s \Rightarrow ROA \text{ 向上}$$

$$\sum_{i=1}^n t_i r_i < r_s \Rightarrow ROA \text{ 低下}$$

となる。ここで左辺は証券化前に保有していた全ての資産の加重平均利回りであるため、この値より証券化商品の収益率が低い(高い)場合に ROA は向上(低下)する。

ROE

$$(\lambda) - (\beta) = \frac{Ast_1 (r_D - r_s)}{K}$$

ゆえに、

$$r_D > r_s \Rightarrow ROE \text{ 向上}$$

$$r_D < r_s \Rightarrow ROE \text{ 低下}$$

となる。また、証券化前と証券化後の自己資本率を比較すると

$$0 < s < 1, 0 < t_1 < 1 \text{より} \quad \frac{K}{A}(\text{証券化前}) > \frac{K}{(1-st_1)A}(\text{証券化後})$$

これより仮説3'はどのような証券化でも成立する。

以上の結果から、ROEが向上するためにはSPVによって作り出された金融商品のリターンがオリジネーターの負債利率より低くならなければならない。このことから、リスクの高い資産をオフバランス化すると、その分高いリターンを設定しなければ十分な需要を得られない可能性が高いためROEは低下する可能性がある。

※ゆえに、不良債権はROEの問題上、証券化には向かない商品であると言える。

以上の結果から証券化が行われる条件は以下のように結論づけられる。

オリジネーターが証券化を行う条件

③発行された証券化商品のリターンが、証券化されなかった資産の加重利回りとオリジネーターの負債利率を下回った結果 ROA・ROE が向上する場合。

3.3.4 まとめと課題の提示

以上の結果からオリジネーターが証券化を行うインセンティブには条件1～3の3つが考えられる。では、以下それぞれの条件に関して何が課題となっているかを発見し、解決策の方向性を提示する。

条件1 オリジネーターに高い資産運用能力がある場合

前述したように証券化によって利潤を上げるには、証券化するだけでなくそこで得られたキャッシュフローを再投資して元の保有資産より高い収益を上げなければならない。投資先を選定する際現在 DCF 法や IRR 法等の手法が利用されているが、高い資産運用能力はこのような手法を有効に活用し経験を多く得ることで、高めることが可能になると思われる。

条件2 証券化を行う際のコストが低い場合

3 発行された証券化商品のリターンが、証券化されなかった資産の加重利回りとオリジネーターの負債利率を下回った結果 ROA・ROE が向上する場合。

条件②が、この論文の中で最も重要な論点だ。証券化を行う際には、制度上における様々なコストがかかり、これが証券化組成インセンティブを妨げる要因となることが多くの WG

や研究会で指摘されている。特に証券化商品の情報開示に関して高いコストがかかると、情報不足によりセカンダリーマーケットで高い需要を得られない可能性が高まることが指摘されている。情報が不十分な市場では、証券化商品に高い収益率を設定しなければならないことになり条件③を満たさなくなる傾向が大きくなる。したがって、条件②の証券化コスト問題、特に情報開示問題に関して解決策を見出すことがオリジネーターの証券化インセンティブを維持していくための最も重要な論点となっていく。

ゆえに以下のような課題を設定し以下の章で議論を進めていく。

課題の提示

条件②で指摘された証券化の際に生じる情報開示コストに着目し、それを削減させる解決策を考案していく。

4章 証券化市場の現状と問題

4.1 情報開示の現状

情報開示に関する論点は主に以下の4つがある。

①需要超過の問題と少ない発行高

証券化商品の流通市場が機能しない原因は、商品の発行額がまだまだ小さい一方で運用難にあえぐ機関投資家との間の需要超過の状態にあることにより相対取引が多いため、情報開示をするインセンティブが存在しない状況にある。

②情報開示システムが不整備である。

情報を開示するにはまずデータを作成し・公表するという作業が必要だがこれには当然事務的なコストが生じる。また、証券化は新たな取引であるためそのシステム作りが必要である。すなわち、企業内で情報開示を行う専門チームが新たに必要となり、この開発費用がかかる。

また、関係者の個別データは守秘義務の観点から配慮が必要であること等が制約の理由として挙げられている。特に中小企業では、債権を第三者に譲渡することに対して抵抗感が存在するため、これを調整すること自体も人的コストなどがかかる。

③プライシングの問題・投資家と発行者の間のニーズの齟齬

機関投資家にとっては投資対象について透明性の高い情報が少ないことが当該投資商品への投資を阻害する大きな要因になっている。

また、私募債や信託受益権では、原債務者のデフォルト率などプライシングを行うために必要なデータなどが商品の組成や販売に直接かかわった当事者以外の主体、つまり流通市場での購入を検討する機関投資家や仲介業者・アナリストなどには入手しづらい。

④情報開示に関するコストとは

発行の事実、証券の基礎的な属性情報（発行体、オリジネーター、発行額、裏付資産、格付など）の公表は関係当事者の意向に依存しているため未公表とする案件が増えており、市場拡大の支障になっている。特に私募債や信託受益権では発行の事実すら公表されない案件が存在する。また、公募手続きや案件の公表や債務者の経過データの管理には多大なコストがかかることから、最近では私募債や信託受益権の発行が選好されるケースが増えている。

※2004年に日銀は発行体に対して開示すべき情報をまとめたリスト提出させたが、リストには空欄が多く十分な開示がされなかった。

4.2 分析ツールの課題

価格評価を円滑に行うための環境整備という観点では、貸出債権などの裏付資産プールのリスクを定量的に評価するリスク分析ツールの充実が重要である。信用リスクの計測のためには以下のことが問題点として指摘されている。

- ①組成される証券化商品に付されるリスク特性に対して、適格要件が必要以上に厳しい。
- ②多様化している信用リスク評価の手法が投資家にとってわかりにくい。

4.3 法的論点に関する組成売買コストの課題

証券化を行う際には様々な法的問題をクリアする必要があるが、主に以下の 3 つの問題が存在する。

①債権の存否確認の問題

金銭債権の種類によっては減殺件の存否確認が難しい場合がある。特に売掛金については、特に債権者・債務者のうちのどちらかが中小企業である場合に、債権確認のためのデータや書類が未整備であるケースが多く、フローリスク（現債権者の詐欺行為）の有無を含めて債権の存在・内容確認が困難である。

②二重譲渡の問題

金銭債権が二重譲渡され、SPV 以外のものに優先されることにより債権プールが毀損することを防ぐためには第三者対抗要件の具備が必要になる。この手続きは 98 年に導入された、債権譲渡特例法により緩和されたがより一層の改善が求められている。

③譲渡禁止特約の問題

売掛債権、貸出債券、リース料債権など一部の金銭債権には譲渡禁止特約が付されている場合が多い。こうした特約が付されている債権を証券化するためにはその特約を個別に解除する必要があるが、こうしたコストが証券化の障害となる。

4.4 債務者対抗要件の問題

金銭債権の譲渡に際しては、債務者対抗要件を取得し、法的安定性を確保する必要がある。しかし、以下の理由から債権譲渡の時点で債務者対抗要件を取得するのは困難である。

- ①債務者が担保的効力や各種抗弁を放棄することとなるので債務者は著しく不利になる。
- ②二重払い・過誤払いのリスクを避けたいといったことに加え、見知らぬ者が債権者になって思わぬ紛争に巻き込まれるリスクを回避したいという理由から、債務者は債権者が交代することを避けたいと考え、また、債権者もこの事実を鑑み、債権譲渡の事実を告げず（債務者対抗要件を具備せず）に譲渡するケース（サイレント譲渡）が多い。
- ③多数の債権のプールからなる資産を裏づけ資産とした場合には個別に対抗要件を取得することは多大な事務コストがかかる。

4.5 各種抗弁の存在

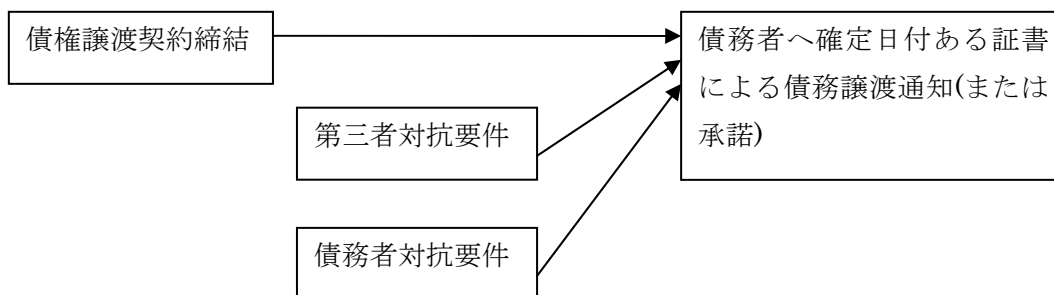
金銭債権について、原債務者が原債権者に対して有する抗弁により、減殺武者からの元利払いが滞るリスク（ダイリューションリスク）が存在する。また、売掛債権証券化にあたって、相殺以外に、返金・値引きなど原契約に関わる抗弁全般が問題になる。

平成 10 年 1 0 月 1 日に施行された債権譲渡特例法では、債務者への通知なしに第三者

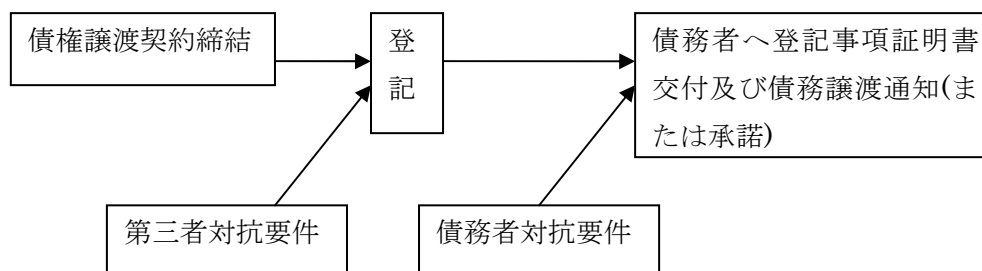
対抗要件を取得することが可能となった。しかし、債務者対抗要件を具備することは法的には通知で足りるが、異議のない承諾を得るに十分なメリットが債務者側には与えられていない。

<民法と債権譲渡特例法の対抗要件比較>

○民法467条



○債権譲渡特例法



<http://www.galliaplus.com/rbl/sp.html>

4.6 サービサー、SPVの現状と課題

①倒産隔離の問題

親会社、サービサー、SPV、信託の破産等、証券化にかかわる各プレイヤーの破綻に関する問題。資産の譲渡が完全な形で行われていないときにその資産をめぐる、破綻したプレイヤーの債権者が権利を主張する可能性がある。また、破綻後にも発行された証券に関してはCFの滞留が起こらないような仕組みを構築するための事務コスト、移管コストが存在する。

②サービサーに関する論点

イ)サービサーやSPVにかかるリスクは証券化スキームの資金効率や信用リスク移転効果を低下させる。

ロ)サービサーはオリジネーターが兼ねることが多くサービサー本体もしくはオリジネーターの破綻のリスクが残る。2001年のマイカルの破綻時には、同社の実施した CMBS について、法律管財人からその妥当性を疑う声が出た。結局、店舗の契約や賃料は債権カットの対象としないこととなる。SPV に関しては信託を介し、受益権を譲渡する方法が増加している。サービサー、SPV にかかるリスクは信用補完により補われる。

ハ)サービサーの円滑な交代

CF の回収に伴うコスト。回収金の収納先、方法の変更。明確な契約がない場合にはバックアップサービサーへの事務移管に多大なコストがかかることもある。交代にいたる明確な基準作りや、円滑に交代を行うインフラ整備が必要であろう。

③SPV の論点

イ)単一 SPC による複数回の証券発行

現状では信託を利用したスキームが増加している。信託を利用した受益件に関しては、複数回の発行が可能。信託に関する問題点は、1) 譲渡事務が煩雑 2) 情報開示が不十分 決済制度が整備されておらず、資金決済と証券受け渡しの同時性が確保されていない。の三点が挙げられる。

ロ)新 SPC 法

旧 SPC 法が平成 12 年 5 月に改正されたことにより「資産の流動化に関する法律」となった。改正点は多岐にわたるが、主な点は登録から届出への変更、特定資本金の引き下げ(300 万円から 10 万円へ)、定款への資産流動化計画の記載義務の撤廃、特定持分制度、特定目的信託制度の創設などがある。

ハ)コミングリングリスク

一般的に、SPC への譲渡の場合には、その譲渡を確実なもの(真性譲渡性)にする為に債務者に対して、譲渡したことを通知しなければならないが、信託への譲渡の場合においては債権者が引き続き回収し続ける限りは債務者に(倒産などの)問題が発生するまでは通知を留めておくことが出来る。上記のような債務者対抗要件の具備の保留はサービサー破綻時の場合の事務コストが高まる。そのため、当初の信用補完や格付けに影響を与える。解決の方向性としては財産の完全な分離を商慣習上または、法的に確保する必要があるだろう。

4.7 その他の課題

①メザニン以下のトランチに対する投資家層の拡大

情報開示が不十分であり、投資判断の難しいメザニン以下の部分への投資はこれまで少なく、発行体が自己保有するか、外資系の投資家はその引き受けを行っていた。しかし、運用難に悩む投資家、金余りから融資の伸び悩む金融機関等はリスクをとってでもメザニン以下の部分への投資を行うようになってきている。ただ、投資家層の規模は小さく、さらなる情報開示と投資家層の拡大が必要である。

②新 BIS 規制への対応

証券化商品に対する掛け目が重くなり、保有が困難になる可能性も。無格付けの劣後部分に関しては自己資本から控除される見通し。多くの銀行が採用すると予想される標準的格付け手法では証券化取引を行うと自己資本が低下する結果となる。

③不良債権の取り扱いに関する問題

金融機関が不良債権を簿価より安い価格で買い取っても購入債権を不良債権として分類、開示する必要があるという問題がある。また、そもそも証券化は優良資産に用いる技術であり、不良債権処理には向かないという指摘もされている。

④市場監視機能の拡充、横断的な法整備

投資サービス法を適切に拡充していくという必要性がある。かつての証券取引法では新しい詐欺的商品や行為に対して規制が追いつかず、投資家が泣き寝入りせざるを得ないという状況があった。そのために、投資家の権利が不当に侵害されないことや契約の履行がきちんと確保されたり、参加者の能力をチェックするような法整備・制度整備が必要である。こうした法律は横断的なものになるべきである。また、市場の監視機構として日本版 SEC の必要性もある。また、会計基準の設定、情報開示制度、簡易裁判制度などといった社会共通資本構築が行き届いていない。

つまり、政府は、今までのように市場への積極介入を試みようとするのではなく、市場が良く機能するためのインフラ整備（市場の保全）という考え方をもって市場に対峙するという意識改革が必要である。

⑤人材の問題

証券化に限らず資本市場の発達には専門知識を持った人間の養成も必要である。法科大学院やビジネススクールが設立され、証券化に関する法律的知識を持った人材やミドルリスクミドルリターンの適正なリスク配分を行えるような新しい証券化商品のアイデアを出せる金融のプロ、格付け機関における人材の養成といった専門的な知識を持つ人材、プロが多数養成されることが必要である。こうした高い能力のある人材が確保されなければ「証券化による利益が少ない」や「投資商品詐欺に関する裁判が起こしにくい」という問題がなかなか解決されない。

現在不動産の証券化に関しては人材育成対策の一つとして、来年アナリスト資格の新設が予定されている。主催は不動産証券化協会であり、主に不動産証券化商品に関するアナリストやアレンジャー育成を目的とする。科目は①概論②不動産投資③不動産金融④法律・会計・税務の4つになる見通しだ。

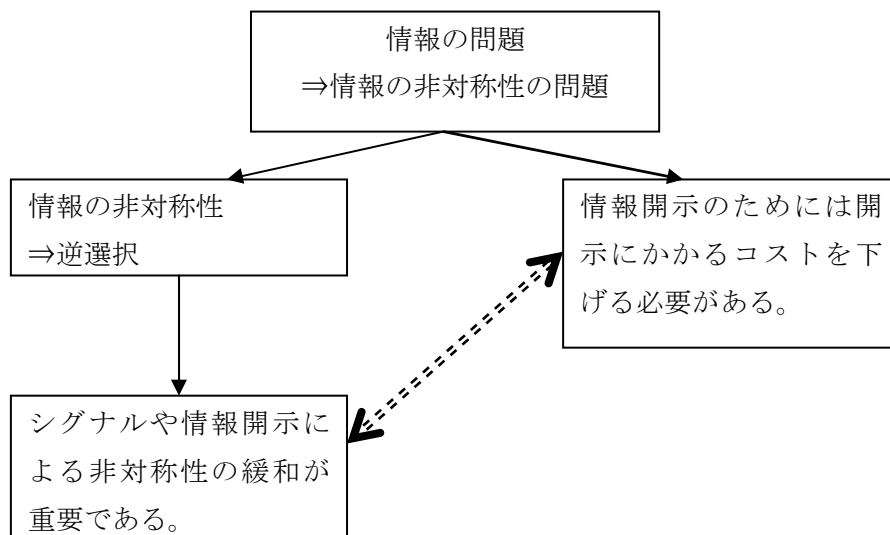
証券化という高度な技術を利用するにはそれを利用可能な人材が必要である。そのための制度はこのような資格制度や金融機関内部でも一層促進させていくことが望ましいであろう。

5章 情報開示に関する理論分析

3章で述べたように証券化を行うことに合理性があるのは、

$$r_C C > r_A A + (\text{証券化を行う際のコスト})$$

が満たされる場合である。上記の式を成り立たせるためには左辺の収益力を強化するか右辺のコストを下げるかのいずれか(もしくは両方)が必要である。右辺のコストを下げるのが証券化を促す一つの方策であることに注目し、その中でも大きなコストの一つとして挙げられる情報の非対称性の問題について議論していく。情報の非対称性を緩和することは投資家とオリジネーターの間におきるエージェントコストの削減にも寄与するものと思われる。



5.1 情報とその非対称性

情報とはCFを生み出すということ(原債権)に関するリスクの特性のことであり、そこから派生して利回り、期間、仕組み等の債権の性格が決まる。つまり、情報の非対称性とは裏づけ資産の質を投資家が詳しく知らないということに起因しているのである。リスク特性に詳しいオリジネーターが情報優位であるために投資家は警戒し、逆選択等につながる。

5.2 情報の非対称性とそれを緩和する情報開示のメリット

リスク特性を細かく分類し、開示することで適合性原則に沿った適切なリスクの引き受けが行われ、社会全体として見た場合にリスクの適切な配分が行われる。発行側にとっても各投資家にリスクと価格の最適な組み合わせを提供することで最大の資産価値を実現できる。また、情報制約を前提とすると市場ではリスクそのものではなく情報の非対称性の少ない客観性の高い指標や、優先劣後構造などに頼らざるを得なくなる。これにより、リスクが分散されなかつたり、新たなコストがかかたりする。情報の非対称性は取引できる

リスクの特性に強い制約を課すといえる。

5.3 情報開示の理論分析

上記でも述べたように情報の非対称性が引き起こす問題には逆選択の問題がある。まず、現実が一番多く利用されている優先劣後構造のシグナリング効果による逆選択の回避について 5.3.1 で述べる。次に、情報の開示を行うことで劣後部分にかかるリスクを投資家に移転することを前提とした場合の情報開示の分析について 5.3.2 で議論する。尚、5.3.1 については柳川範之 [2005] に多くをよっている。5.3.2 については康聖一 [1997] によっている。

5.3.1 劣後部分の引き受けによる逆選択の回避

今、資産の証券化を行おうとする 2 つのオリジネーターがあり、それぞれ価値の変動する資産を持っているとする。資産には高い収益の $V^H = P^H G + (1 - P^H)B$ という資産と相対的に低い収益を持つ $V^L = P^L G + (1 - P^L)B$ という資産が存在するとする。収益の要因である G, B は $G > B$ の関係があり、 $P^{H,L}$ は資産の収益力を表し $P^H > P^L$ であるとする。資産を保有するオリジネーターは資産がどちらの資産か知っているが、外部の投資家にはわからないとする。

この固定資産を売却して流動性を手に入れたいとする。そのため、流動化されていない状態で保有すると、得られる利得は $\delta(0 < \delta < 1)$ で割引かれた δV になるとする。

逆選択とは、資産の種類がわからない投資家の支払う対価が

$V^L < \text{投資家の支払う対価} < V^H$ となってしまう、

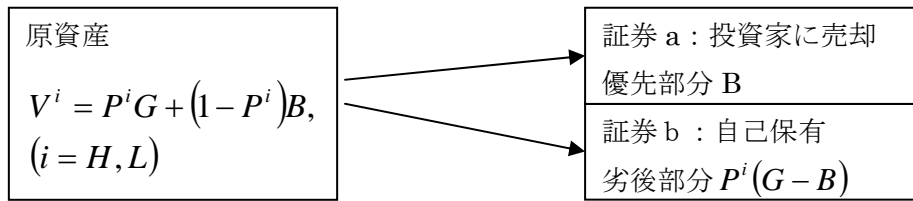
高い収益力を持つ資産の所有者は資産を売却せず、さらに、そのことを投資家が織り込んで行動すれば、投資化の支払う対価はさらに低くなることである。結果として収益力の低い資産を保有するオリジネーターのみが取引を行うこととなってしまう。

逆選択の問題を解決するためには、何らかの方法でオリジネーターが証券化した原資産が優良であることを示さなければならない。以下では優先劣後構造を利用した劣後部分の保有によるシグナリング効果を分析し、一定の条件の下では劣後部分の保有がシグナリング効果として働き、逆選択の回避につながることを示す。

- ① 優先劣後構造で優先部分への支払いとして B を支払い、その支払いが保証された証券 a と残余部分の請求権を表す証券 b の二種類を発行するとする。はじめに優先部分は完全に売却するが、劣後部分はオリジネーター自身が 100% 保有する場合を考える。

このとき実際に証券化され流動性を得ることが出来る部分は B だけであり残りの部分は固

定資産のままである。 $\delta(V^i - B) = \delta\{P^i G + (1 - P^i)B - B\} = \delta P^i (G - B), (i = H, L)$

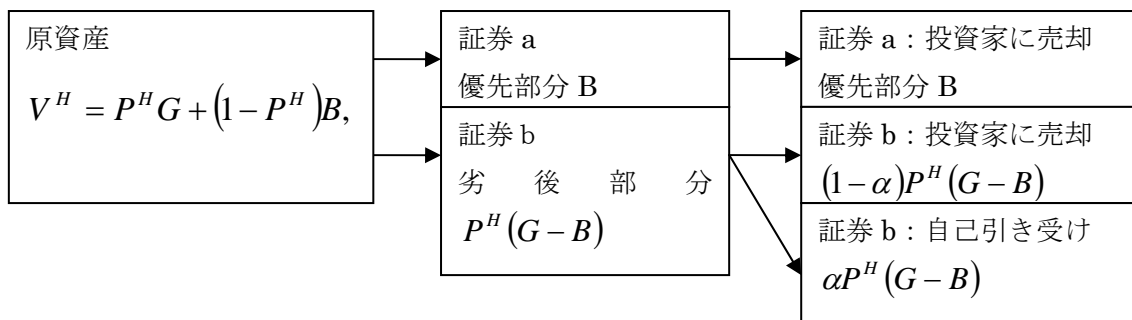


結果として B だけの流動性を手に入れることが出来るが、 B の支払いが保障されているのであれば銀行借入などでも変わらない結果が得られるであろう。

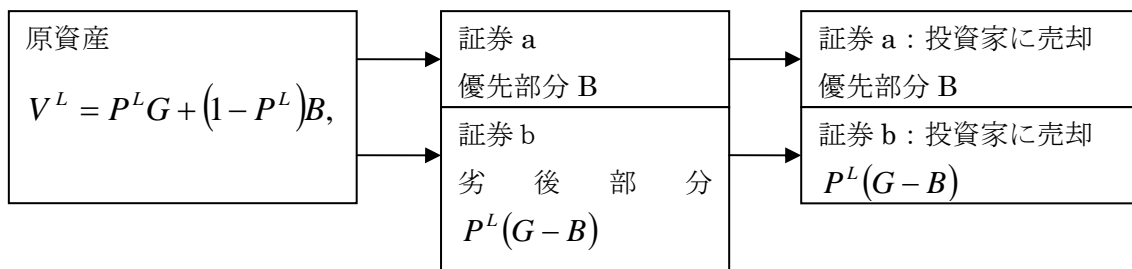
証券化のリスク移転効果を最大限に発揮するためにはいかに劣後部分のリスクを投資家に転化するかが重要になる。劣後部分は情報の非対称性の影響を強く受ける。情報劣位にある投資家は資産が V^H か V^L かを判断できず、逆選択の可能性が高まる。そのためオリジネーターは何らかの方法で投資家に自己の持つ資産を判断してもらうことが必要になる。また、このことはより多くの流動性を得るためにオリジネーターにとっても合理性がある。

- ② 劣後部分の一定割合 α を引き受け、残りの部分は売却すると仮定する。 V^H の資産を持つオリジネーターは劣後部分の引き受けを行い、他方のオリジネーターは劣後部分のすべてを売却する。投資家は引き受けの行われた証券の裏づけ資産は V^H であると理解し、 $(1 - \alpha)P^H(G - B)$ を支払う。一方、引き受けを行わない企業の劣後部分は $P^L(G - B)$ という価格で評価される。

(資産 V^H を持つオリジネーター)



(資産 V^L を持つオリジネーター)



このとき、 V^H の資産を持つオリジネーターは以下の条件が満たされれば V^L のふりをして

劣後部分をすべて売却しようとはしない。

$$\delta\alpha P^H(G-B) + (1-\alpha)P^H(G-B) > P^L(G-B)$$

：左辺第一項は引き受け劣後部分であり、第二項は売却した劣後部分である。

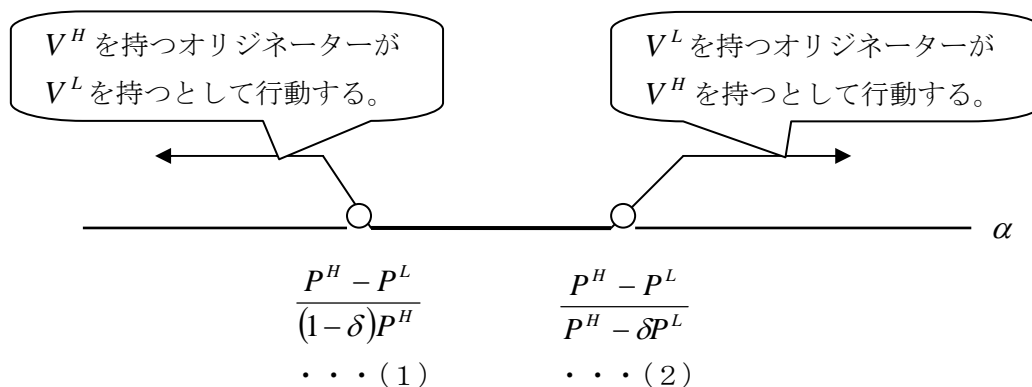
$$= \alpha < \frac{P^H - P^L}{(1-\delta)P^H} \dots\dots\dots(1)$$

また V^L のオリジネーターは以下の条件が満たされていれば V^H のふりをして証券を一部分で引き受けたりはしない。

$$P^L(G-B) > \delta\alpha P^L(G-B) + (1-\alpha)P^H(G-B)$$

：右辺第一項が P^L であることに注意。

$$= \alpha > \frac{P^H - P^L}{P^H - \delta P^L} \dots\dots\dots(2)$$



以上の二つの条件（１）、（２）を同時に満たす α (劣後部分の保有比率)は以下のような条件を満たすこととなる。

$$\left[\frac{(P^H - P^L)}{(P^H - \delta P^H)} > \alpha > \frac{(P^H - P^L)}{(P^H - \delta P^L)} \right]$$

上記の条件より劣後部分を保有することでシグナリング効果が働き、逆選択の回避が行える可能性があることが示された。

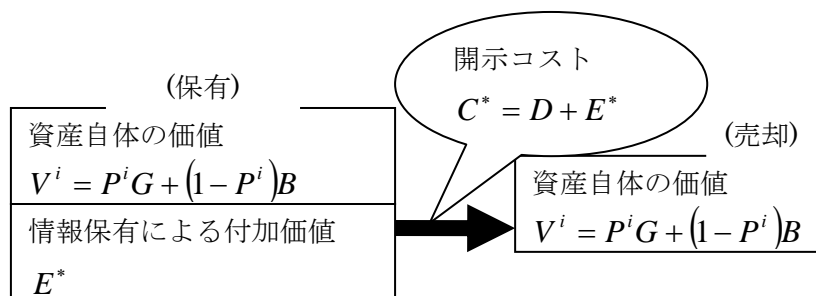
5.3.2 情報開示の分析

劣後部分を保有することはリスクを保有することでもある。このリスクをさらに投資家に移転するためには情報開示を行い、劣後部分に頼らない情報の非対称性の緩和が必要である。しかし、現実には情報開示が情報の非対称性を十分に緩和するほどに進んでいるとはいえない。以下ではまず①で情報開示コストの存在を前提とすると、投資家とオリジネーター双方にとって情報を開示しないことが合理的である可能性があることを示す。次に、②で株式の価格形成に比べ証券化商品は情報の非対称性の影響を受けにくい部分がある、つまり、エージェンシーコストを一定程度削減する効果があることを示す。

情報開示にかかるコストには事務費用のような固定費(D)と情報を開示することで失う利益として認識されるいわば、機会費用とも呼べるコスト(E)からなると考えられる。後者のコストに関しては、情報を開示することで、同業他社に利益が生じることなどがあげられる。つまり、 E は情報を開示しないことで得られる利益となる。

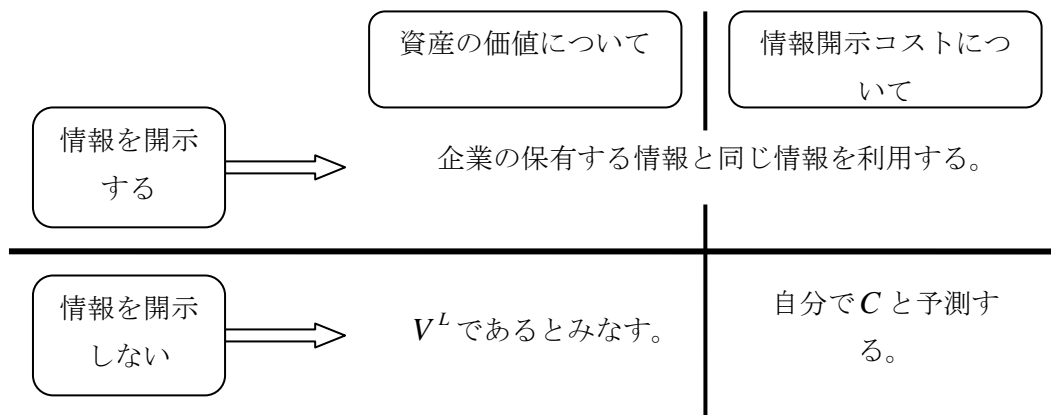
情報の開示を行うかどうかを決めるオリジネーターは正確な情報開示のコスト($C^* = D + E^*$)を理解しているが、外部の投資家は開示コスト($C = D + E$)を予想するしかない状況を考える。ここで E^* はオリジネーターが知っている正確な値であり、事務的な費用 D はオリジネーターと投資家の双方に正確な値が認識されているとする。開示コストが E^* を含むと仮定すれば、企業の内部情報に当たる E^* を投資家が完全に予測できないと思われるので合理的な仮定である。開示する側の企業は、投資家の予測する C の値を正確に把握できるとする。

E の利益を得る(もしくは失う)のは証券に投資する投資家ではなく、オリジネーター本体であると考えられる。このため情報を開示せずに保有したときの総資産の価値は $V^i + E$ となる。



情報開示を行うことでオリジネーターは投資家に、保有する資産の質を理解してもらえらる。誤った情報を伝えることに対しては厳罰を与えることで情報の正確さを確保する。つまりオリジネーターは情報を開示してしまうと資産の種類を偽れないのである。投資家はこの開示により、資産の種類とともに、情報開示コストの正確な値を知ることができる。情報開示を行わない場合はオリジネーターの保有する資産は V^L であると判断されるとする。つまり、資産の価値と情報を開示しないときに得られる価値の投資家予測との合計である $V^L + E$ (3) として評価される。

(投資家の利用する情報)



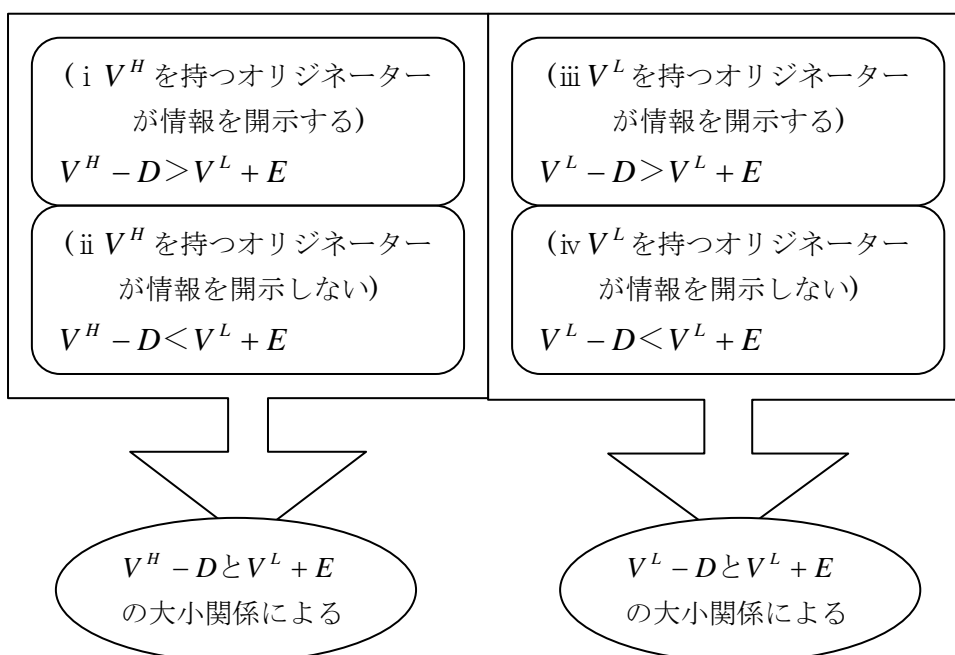
①オリジネーターが情報を開示すると、投資家は資産の種類と情報開示コストの正確な値を知ることができる。オリジネーターが得られる最終的な価値は

$$V^i + E^* - C = V^i + E^* - D - E^* = V^i - D \dots\dots\dots(4)$$

となる。投資家も情報開示がなされているので、開示された情報に従い、資産の種類に見合った対価 V^i を支払う。

情報開示を行わない場合はオリジネーターの保有する資産は V^L であると判断されるとする。つまり、資産の価値、と投資家の予測する情報を開示しないときに得られる価値との合計である $V^L + E \dots\dots\dots(3)$ として評価される。

<投資家の予測するオリジネーターの情報開示の判断>



問題は情報開示がなされないときに投資家の予測を織り込んだオリジネーターが、自らの資産価値を最大化するために、情報開示をしない可能性である。投資家もまた、情報開示コストの存在を前提とすると情報を開示しないことに合理性を認めてしまうのである。

オリジネーターが情報を開示しないと投資家は資産の種類が V^L ではないかと推測する。このときに投資家の予測する、情報開示をしないことがオリジネーターにとって合理的である条件は、情報を開示して得られる価値よりも、情報を開示せずに得られる価値のほうが大きい場合であるから。

$$V^i + E - D - E = V^i - D < V^L + E \quad \text{となる。 (上記図 ii、iv)}$$

上記の条件には投資家の推測する情報開示コストが使われていることに注意を要する。

ここで左辺の V^i の種類は投資家には推測できず、 V^L であれば当然成り立つ、つまり、 V^L を持つ企業は情報を開示しないことが合理的である。このことは、上記の図の iii に当たる。ここでは V^H であるとき ii に注目する。左辺が V^H である、つまり V^H をもつオリジネーターの時は

$$V^H - D < V^L + E$$

$$V^H - V^L < E + D \dots\dots\dots(5)$$

となる。 $V^H - V^L$ よりも、自らの予測する情報開示コストの方が高いと投資家が考えれば、たとえ V^H であっても情報を開示しないことがオリジネーターにとっては合理的であると投資家はみなすのである。

さらに、この条件を満たすときの投資家は、 V^H も情報開示しない資産に含まれる可能性があることを踏まえ、情報開示しない場合の資産の価値を次式のように想定すると仮定すると、今までの $V^L + E$ が、次式のようなになる

$$\beta V^H + (1 - \beta)V^L + E, 0 < \beta < 1 \dots\dots\dots(3)$$

(3') と上記の図から、 V^H を持つオリジネーターが情報を開示し、 V^L を持つオリジネーターが情報を開示しないと投資家が予測するのは i と iv より

$$V^H - D > \beta V^H + (1 - \beta)V^L + E \text{ かつ } V^L - D < \beta V^H + (1 - \beta)V^L + E$$

$$\beta(V^L - V^H) < E + D < (1 - \beta)(V^H - V^L) \dots\dots\dots(6) \text{ が成り立つときであり}$$

V^H を持つオリジネーターが情報を開示しないと投資家が予測するのは ii のときであり

$$V^H - D < \beta V^H + (1 - \beta)V^L + E$$

$$(1 - \beta)(V^H - V^L) < E + D \dots\dots\dots(5) \text{ が成り立つときである。}$$

(5') (6)より $(1-\beta)(V^H - V^L) < E + D$ が成り立つとき時には、つまり以上の条件を満たすに十分な情報開示コストの存在を投資家が織り込む時には情報を開示しないことが投資家とオリジネーター双方にとって合理的であるといえる。上記の式は(5)よりも情報開示コストである $E + D$ の条件を緩くしている。これは、情報を開示しない場合にも V^H が含まれてしまうために起こるといえる。つまり、優良な資産保有者も情報を開示しないことが想定される場合には情報を開示しないことの合理性も高まるといえる。また、(6)の $\beta(V^L - V^H)$ は負になっていることから、情報開示コストが負である、つまり、情報開示することで何らかの利益(補助金等)が得られる状況を示していると考えられる。

ただしいずれの場合にも投資家が対価を支払うのは資産価値 V^i に対してのみであり、 E^* の価値の帰属はオリジネーターになる。

ここで何らかの要因から $C = D + E = 0$ 、もしくは限りなく 0 に近づけば、上記の条件は $(1-\beta)(V^H - V^L) < 0$ となり、成立しない。つまり、上記での条件とした、「情報を開示して得られる価値よりも、情報を開示せずに得られる価値のほうが大きい場合」という状況が存在しないことになる。

実際には情報開示を十分に行わない場合にも取引は成立する。これは、投資家が情報開示コストは十分に大きいのではないかとこの予想をたてるためにおきると考えられる。

情報開示コストがかかる、もしくは投資家が情報開示コストを 0 以上であると認識する世界においては、オリジネーター側に情報開示を行わない余地を残すことになるのである。

上記の分析では E^* の存在を投資家が認め、かつオリジネーターへの帰属を許しているととらえることもできる。この背景として考えられるのは、前者に対しては系列取引や相対取引で内部化されてきた情報を保有することで得られる利潤が日本には強く存在してきたという歴史的要因が考えられる。しかし、これは現在、相対取引、系列取引が見直される中で、徐々に小さくなる方向に進んでいるのではないだろうか。また、後者に関しては発行者優位といわれる市場構造が関係していると考えられる。本来ならば V^H の対価を支払い、それに見合う高い収益を得られるはずなのに、それを放棄して、 V^L の対価を支払い、それに見合う収益しか得ていない状況であるとも考えられる。市場の拡大とともに E^* のオリジネーターへの帰属を認めない、もしくは適正な判断として、 E^* は存在していないと判断できるというような状況になれば情報開示を行い、自らの保有する資産の種類を開示したほうが開示しないときの利益を上回るという状況につながるのではないだろうか。

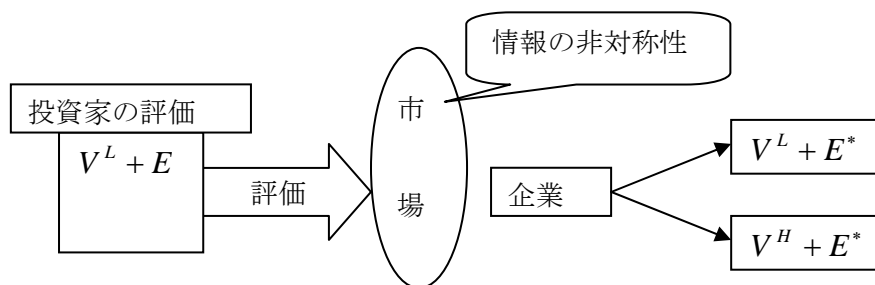
②証券化はある資産のみに投資し、そのオリジネーター総体としてのリスクをとることで

ない点が利点として挙げられる。上記の証券化の場合に投資家が対価を支払うのは資産の価値の部分に対してである、しかし、同じく情報開示が問題となる株式は E を含んだ総価値で評価される。以下では、情報の非対称性がもたらす株式価格のゆがみについて言及し、証券化が株式に見られるような情報の非対称性の影響を受けない部分があることを示す。

情報を開示する企業の株価は $V^i + E^* - C^* = V^i - D$ (4) の価格となる。一方、情報を開示しない場合には、投資家は E を予測して、 $V^L + E$ という株式の価格をつける。しかし、実際の E^* は投資家の予測する値とは異なる可能性がある。

情報開示をしないときの株価形成を見てみると、投資家は情報開示がなされないために企業の保有する資産の種類は V^L であると判断する。すなわち、投資家の予測する株価は $V^L + E$ (3) となる。

一方、開示しない企業が実際に保有している資産の価値は $V^L + E^*$ 、もしくは $V^H + E^*$ となる。以下では保有する資産の種類と、 E^* を知るのは企業だけであるときに、株価が過大(過少) 評価される可能性を示す。



①で述べたように V^L を持つ企業は情報を開示しないことが合理的である。その上で、実際の価値以上に株価が過大評価されていることを示す条件式は以下のようなになる。

$$V^L + E_1 > V^L + E^*$$

$$E_1 - E^* > 0 \text{(7)}$$

これは、投資家の予測する E_1 の値が実際の E^* よりも大きい場合である。

この時点では V^H を持つ企業は情報を開示したほうが合理的であるとするといかのようになる

$$V^H - D > V^L + E_1$$

$$V^H - V^L > D + E_1 \text{(8)}$$

次に V^H を持つ企業が情報開示を行わないことが合理的である条件は

$$V^H - D < V^L + E_1$$

$$V^H - V^L < D + E_1 \text{(8)}$$

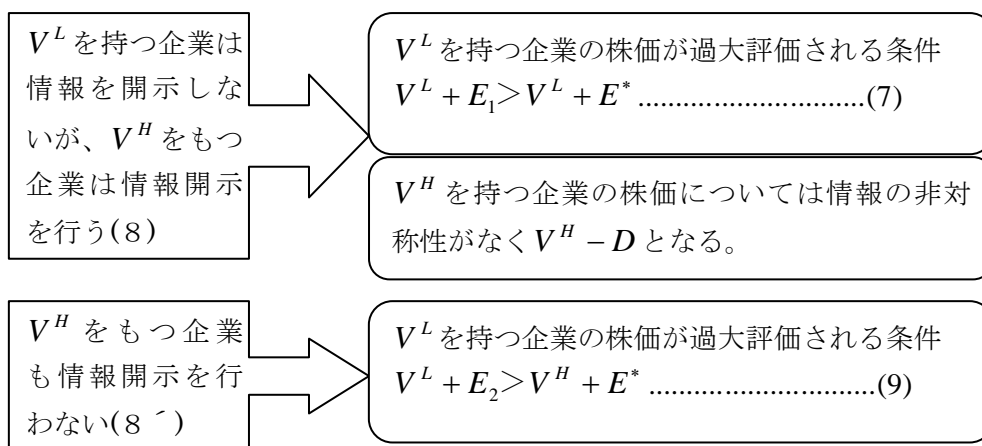
さらに、 V^H を持つ企業の株価が過大評価され、情報を開示しないときに企業が得る実際の

価値よりも投資家の評価のほうが高く、情報開示がなされないのは以下の時である

$$V^L + E_2 > V^H + E^*$$

$$E_2 - E^* > V^H - V^L \dots\dots\dots(9)$$

これは、投資家の予測する E_2 の値が実際の E^* よりも、かつ E_1 よりも大きい場合であると
考えられる。

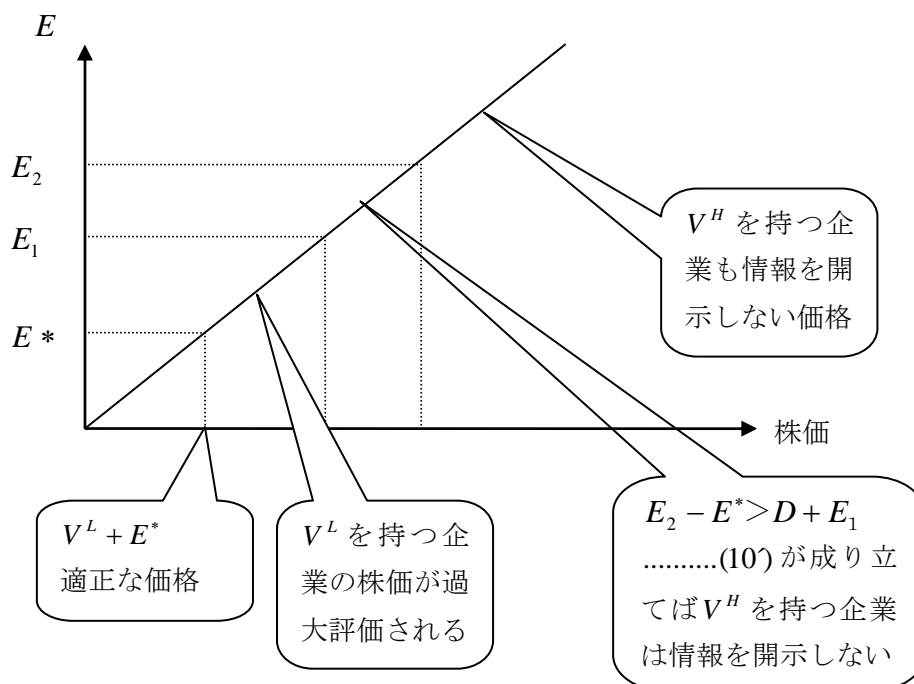


上記の E_1 は V^L を持つ企業の株価が過大評価されるような E である。

E_2 は (8)、(9) より、 $E_2 - E^* > D + E_1$ となり

$E_2 > E^* + D + E_1 \dots\dots\dots(10)$ を満たすに十分な E であり、

V^H を持つ企業が、情報開示をした場合に比べ情報開示をしない場合のほうが、株価が高くなるような E であるともいえる。



さらにこの条件を満たすときの投資家の資産の種類予測は、 V^H も情報開示しない資産に含まれる可能性があることを踏まえ、情報開示しない場合の資産の価値を次のように想定するとする $\beta V^H + (1 - \beta)V^L + E$ (3)

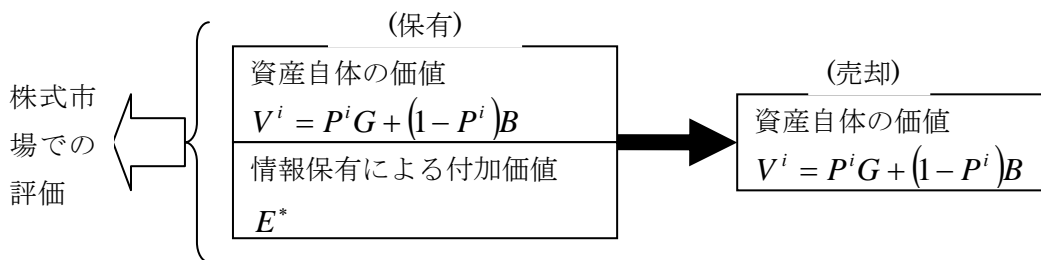
この前提の下で、情報開示がなされない場合の株価の評価を再度確認すると投資家が合理的な価格予想を行ったうえで V^H を持つ企業が情報を開示しない条件は $V^H - D < \beta V^H + (1 - \beta)V^L + E$
 $(1 - \beta)(V^H - V^L) < E + D$ (8')

さらに、 V^H を持つ企業の株価が過大評価され、情報を開示しないときに企業が得る実際の価値よりも投資化の評価のほうが高く、情報開示がなされないのは以下の時である $\beta V^H + (1 - \beta)V^L + E > V^H + E^*$
 $E - E^* > (1 - \beta)(V^H - V^L)$ (9)
 となる。

(8'), (9') を E について解くと、
 $E > (1 - \beta)(V^H - V^L) - \frac{1}{2}D + \frac{1}{2}E^*$ (10) が成り立つ。
 つまり、上記の式を満たすに十分な情報開示コスト E を投資家が織り込めば、どんな資産に対しても株価が過大評価される可能性があるといえる。

証券化では E^* の価値の帰属はオリジネーターであったが、株価では企業の総体が評価される。証券化の場合は対価として支払われるのは資産に対してだけであり、 E の存在から情報を開示しないことが合理的であると判断しても、その正確な予測は対価を支払うときに必要ではないといえる。

以上より、株式の価格については、投資家が合理的に予想したコストが実際のコストよりも高い場合には割高な価格付けをしてしまう可能性がある。これに対して、証券化の場合には資産の価値自体に投資するために情報の非対称性がもたらす価格のゆがみは一定程度解決されるのである。



5.4 まとめ

5.3.1 では現実に取り入れられている優先劣後構造の合理性を理論的に示した。これにより、一定程度の逆選択の回避がなされることを見た。また、5.3.2 では、①の分析から、情報開示コストの存在を前提とすると、開示を行わないことに投資家とオリジネーターが合理的に同意する可能性があることが示し、さらに②では株式に比べて、情報の非対称性を与える影響が小さい部分があり、その部分に対しては開示を求める必要性が低いことが示された。証券化には情報の非対称性を緩和する仕組みが組み込まれている。また、情報の非対称性の程度がもともと低いといえるかもしれない。

しかし、これはあくまでも投資家とオリジネーターの間で情報を開示しないという点で均衡が取れているというだけであり、情報開示を行う必要性がないというわけではない。上記の分析では主にオリジネーター側からの視点での分析であり、投資家側にとっては情報を開示してもらい、資産の種類に見合った投資とそのリターンを得ることで効用を高めることができる可能性がある。上記では情報開示をしない場合の資産は、開示する場合のそれに比べ劣っているという投資家の予測を前提条件とした。しかし、情報を開示しない場合の資産にも優良な資産があることも示されている。投資家は優良な資産に投資し、それに見合う収益を得る機会を失っているといえる。この部分からも、情報を開示することで投資家の効用が高まる可能性があるといえるのではないだろうか。

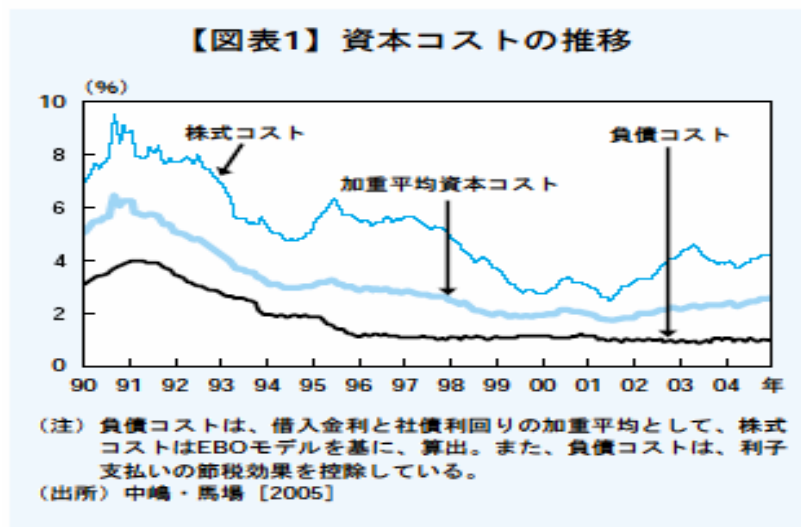
情報を開示することで社会的に見た効用を最大化できる可能性がある。そのためには情報のさらなる開示が求められているといえる。

総論のまとめ

～理論分析を踏まえた今後の動向～

①企業の資金調達を考えた際大きく二つに分類すると株式発行か借入である。そこに対する新たな資金調達手段として証券化が期待される。したがって、証券化組成インセンティブは株式コストと負債コストが増加するにつれて高まると考えられる。では、現在の資本コストはどうなっているであろうか。以下の表を参照してもらいたい。

(2005『日銀レビュー』より)



①株式コスト

90年代前半は高くその後は徐々に減少しているが、2002年を超えたあたりから少しずつ上昇している。

②負債コスト

1996年以降低い値となっている。これは日銀による金融緩和政策の影響が高いためである。2005年10月31日のレポート『経済物価情勢の展望』によると2006年度は潜在成長率を上回るペースで経済成長すると思われる。同時に2006年度の金融緩和政策解除も予測されている。これにより今後借入金利が上昇し負債コストが上がっていく可能性が高い。

以上の2点から今後は資本コストが上昇傾向であるため資金調達の側面からみると、証券化が行える機会を充実させておく必要性がより高くなる。したがって、資産運用能力の強化は企業にとって、資本コスト高による証券化の重要性を考慮すると一層死活問題である。また同時に、弁護士・会計士・投資銀行などの証券化に関するプレーヤーの重要性が証券化の必要性と共に一層高まっていくと考えられる。

②補論でも述べるように市場監視機能の拡充、横断的な法整備を進めようという動きがある。その一環として現在考えられているのが投資サービス法である。さらに裁判、情報開示、会計基準などの社会資本の構築が進められている。

証券化スキームのガバナンス構造で議論したように、証券化スキームのガバナンスはあまり強固ではなく、投資家とオリジネーターの間に原債権をめぐるエージェンシーコストが存在する。投資サービス法はこのエージェンシー問題を解決するためのガバナンスとして働く可能性がある。ただし、証券化スキームは資源相互依存型、パートナーシップ型であるという特性を踏まえない強権的な介入は望ましくなく、あくまでも、市場の保全を目的とすべきである。

③現状と課題で述べられている情報開示の問題点は、発行者優位の市場構造、相対での取引増加、情報開示インフラが未整備であることなどである。

証券化にはそもそも情報の非対称性を緩和する仕組みが組み込まれており、情報開示の理論分析でも述べたように優先劣後構造は情報の非対称性を一定程度解決できる可能性がある。また、劣後部分の保有は 2 で述べたエージェンシー問題の解決に寄与することがありうることも示した。ただし、新BIS規制では、特に銀行のリスク保有を制限する内容となっている。これは、劣後部分に頼るという解決策に限界があることを示しているのではないだろうか。

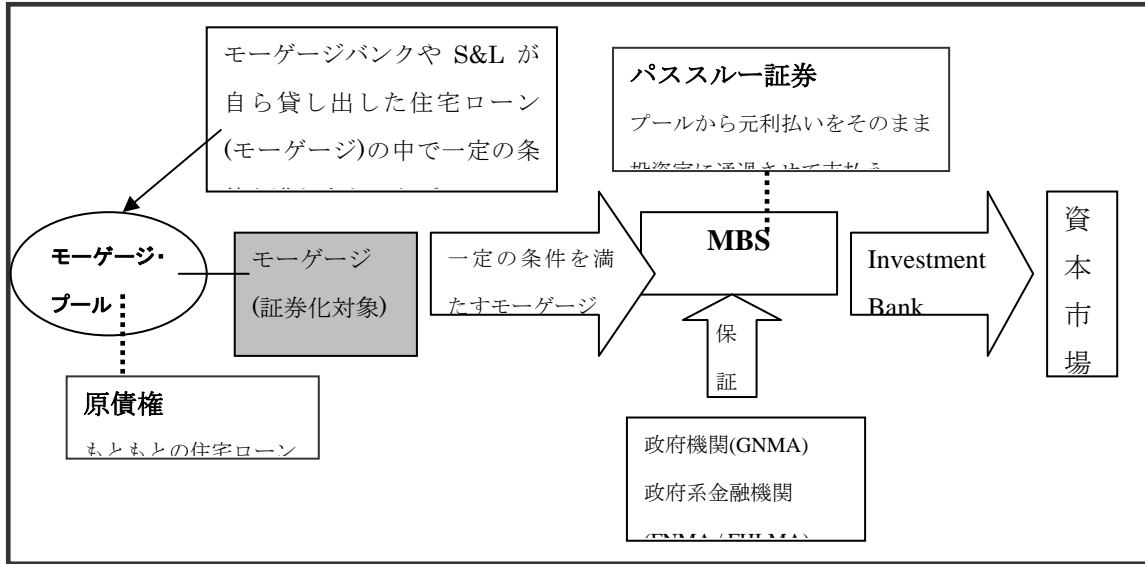
現状では発行者優位の市場構造もあり、情報を市場に開示しないことも受け入れられている。しかし、この状況はより優良な資産に投資する機会を投資家が失っているともいえると思われる。

1 で述べたように資本コストが上昇し証券化の資金調達手段としての必要性が高まり、その上で金融機関がリスクを保有できないのであれば更なる情報開示を進め、オリジネーターがリスクを投資家に移転しようとする可能性もある。ただ、情報開示を行わず、自己資本の毀損につながる可能性のある証券化を行わなくなる可能性もある。

II. 各論

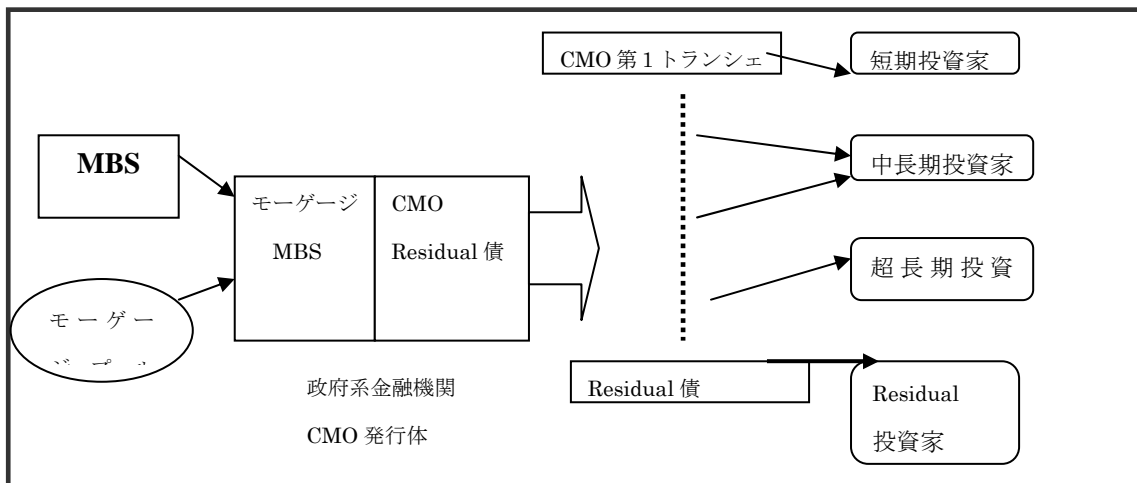
6章 各証券化市場に関して [モーゲージ関連]

6.1 MBS (Mortgage Backed Securities)



6.2 CMO (Collateralized Mortgage Obligation)

基本的には MBS と仕組みは同じであるが MBS との相違点は、住宅ローンから発生するキャッシュフローをいくつかの異なる部分に(トランシェ)わけて発行する点。



概略図

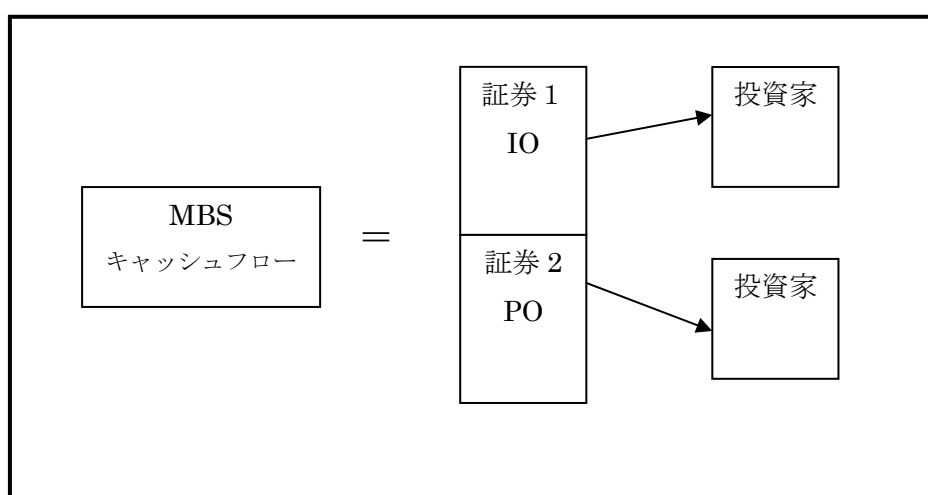
住宅ローンの元利金を第一トランシェ、第二トランシェ、.....と順に分配していく。最後の部分を **Residual 債**(CMO 発行体のエクイティに相当)といい最もハイリスク・ハイリターンの部分である。

①モーゲージストリップ債

2つのトランシェ(元本部分 **PO** と金利部分 **IO**)のみの CMO。

PO:市場金利が上昇(下落)→住宅ローンの期限前弁済率が低く(高く)なる→平均満期が短縮(増加)

IO:元本が期限前弁済率の変化に伴い増減するので市場金利が上昇(下落)すると多くのリターン(利回り悪化)を得られる。



②アービトラージ CMO

市場から GNMA や FNMA 等が保証した通常の MBS を購入し、信託勘定を通じ CMO に再組成したもの。

・金利の水準は①将来の金利に対する予測と②資金を固定化することに対するプレミアムにより期間ごとに異なっている。

→これにより一般的には期間と金利は非線形型 (イールドカーブ) の形をとるため、アービトラージの機会が生じる。この機会を用いてアービトラージ CMO を行うことで利益を得ることが出来る。

例) MBS とこれを4つのトランシェに分けた CMO を想定する。

本来なら、MBS により受け取る金利合計=4つの CMO の支払い金利合計の和となるはずである。しかし、CMO には投資家の需要増が予想され上の等式より低い金利が設定される可能性がある。

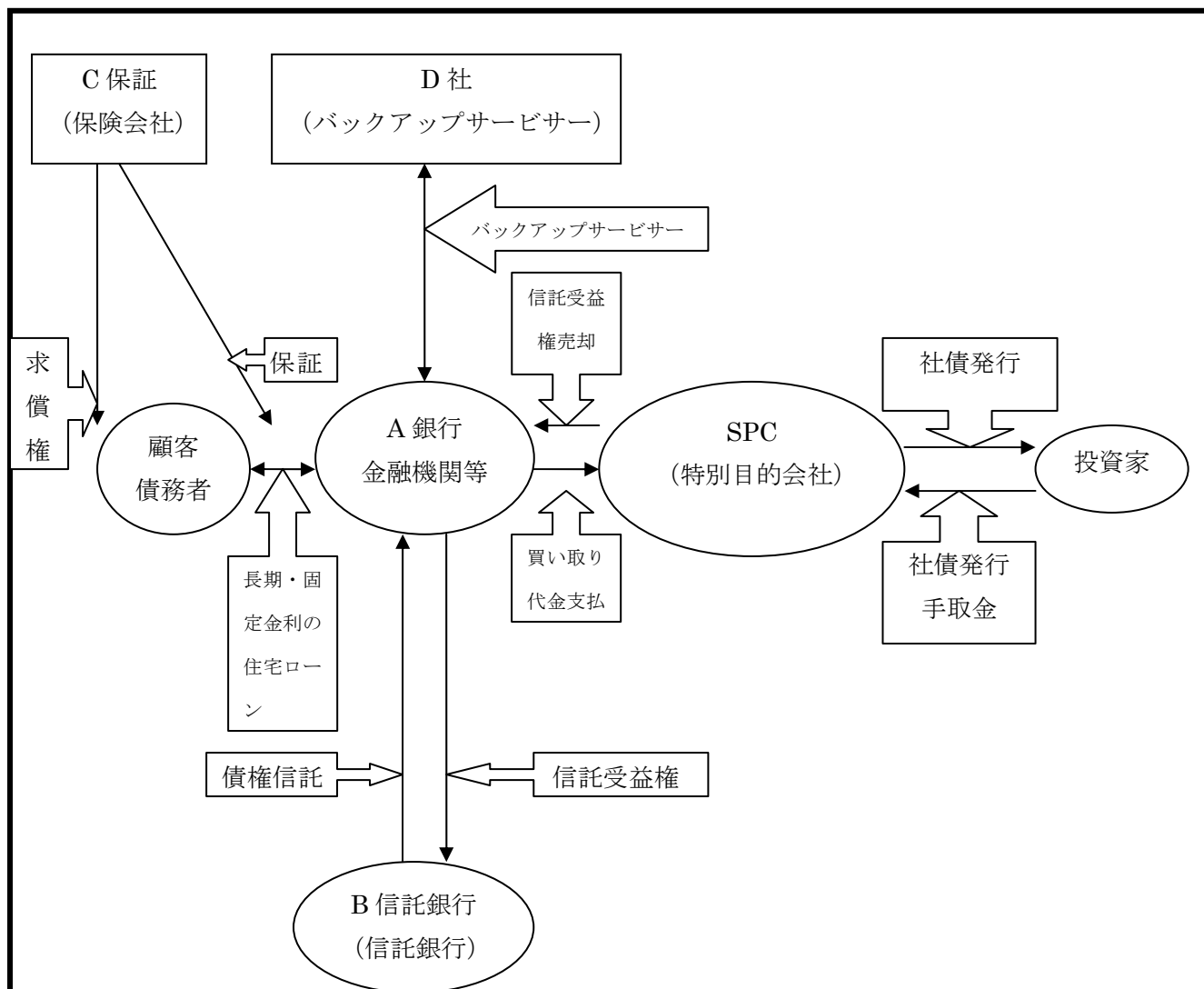
→その結果、MBS 金利収入 > CMO の支払い金利という裁定取引が発生する可能性。

※ただし、CMO の組成にかかる費用や MBS が期限前償還されることにより CMO の第一

トランシェの期間が短くなるということを考慮しなければならない。よって厳密には、 $MBS \text{ 金利収入} > CMO \text{ の支払い金利} + CMO \text{ 組成コスト}$ の時にアービトラージ CMO を行うとメリットがある。

6.3RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)

基本的仕組み



6.3.1RMB S 市場における公的機関の関与

一般に、市場が未発達な段階では政府機関が介入し、市場が成熟するまで先導役を担う必要がある。この章の冒頭で確認したように、日本の証券化市場においても市場に任せるだけでは不十分な状況が多々見られ、政府機関の介入が必要な状況にある。特にRMB S に関しては、住宅ローンという政策の関与が深い資産を原資とするため、政府の関与がよ

り重要になる。

そこで参考にしたいのが、米国というパイオニアの存在である。証券化は米国が発祥の地であるが、その始まりとなったのが住宅ローンを担保としたMBSである。そして、現在の市場規模も他の証券化商品と比較して非常に大きなものとなっている。もちろん、米国にRMS市場が生まれ、成長したのにも、政府機関の存在が大きく寄与した。そこで、公的機関の関与という面に着目して、米国のRMS市場発展の背景を確認したい。

米国は、証券化という金融技術ができた頃には既に、ローンを売買するためのインフラストラクチャーが整備されていた。しかし、それは証券化のためのインフラではなく、米国特有の制度、政策によって、ローンを売買する必要性が経済に存在したからこそそのような制度が必要であったのだ。

1930年代、米国では金融機関の州際業務規制でリスクが地域偏在していたことに加え、政府の持ち家取得促進政策によって、地域に偏りのある住宅ローン市場が作られていた。それを解消するために、政府はローンを買い取って保有する、あるいは他の民間金融機関に転売する業務を行う機関（FNMA、通称ファニーメイ）を設立することになった。ファニーメイの設立が1938年であることから、米国では1940年代には、間接的にはあるがローンを売買する市場ができていたのである。このことは、その後の証券化の展開を準備するものとなった。このように、証券化という金融技術が開発される前に、既に証券化が普及する下地を意図せざる形で作っていたのである。

また、政府機関を仲介したローンの相対売買市場を資本市場に置き換えるというシームレスな発想から証券化が生み出され、この結果その後の住宅ローンの証券化（RMS）も主として公的セクターを中心に展開していったとも言える。

それに対して、日本のRMS市場はというと、初めて住宅ローンの証券化を行ったのは民間の金融機関で、政府機関はむしろ住宅ローンの証券化を妨げる要因となっていた。超長期固定金利の住宅ローンを、公的金融機関である住宅公庫が直接融資し、ALMのリスク等も財政で負担する仕組みが続いてきたため、民間の金融機関はリスクの少ない商品に力を入れざるを得なかった。つまり、民間に証券化ニーズの強いモーゲージが無かったため、RMSの発行は抑えられてきた。

しかし、住宅金融公庫の直接融資の見直しに伴い、民間にも長期の住宅ローン貸し出しが増え、証券化ニーズの強いモーゲージが増加している。公庫は現在、民間の長期住宅ローンを買取り、証券化する事業に注力している。つまり、公的機関を介してではあるが、流通市場が確立されつつあると言える。よって、RMS市場に関しては「流れができた」と言える状況になっており、更なる発展が期待できる。日本の証券化市場を牽引する役割を担うであろう。

6.3.2 公庫が市場に関与することで改善された点

民間金融機関が発行する住宅ローンは証券化することを前提にしたものでないことが多かったが、近年では公庫に買い取ってもらうことを意識した住宅ローンが増えてきた。また流通市場の活性化が継続的に行われるのにはある程度の発行量が確保されるという見通しが持てる状況が確保されることが大切であるが、公庫が発行するRMB Sは年々増加している。05年だけで2兆円を超える公庫RMB Sを発行している。

6.3.3 依然として残る問題点

流通市場活発化・投資家層拡大に向けた課題は依然として残ったままであり、これらの点の改善がRMB Sの当面の課題である。

①価格評価が行いやすい環境の整備

・リスク評価に関する情報の充実から、裏づけ資産や発行額などの発行されるRMBSについての情報開示

②分析ツールやそれに用いるパラメータなどについて標準的な手法の確立と定義の明確化

ロ) 多様なリスク特性を持ったCMOの機動的な組成・発行の可能化

多様な投資家を呼び込むために、様々な形にリスクの組み換えを行った多種多様なリスク特性をもった商品の組成が必要だが、これを行うにはSPVの使い勝手の向上など課題がある。

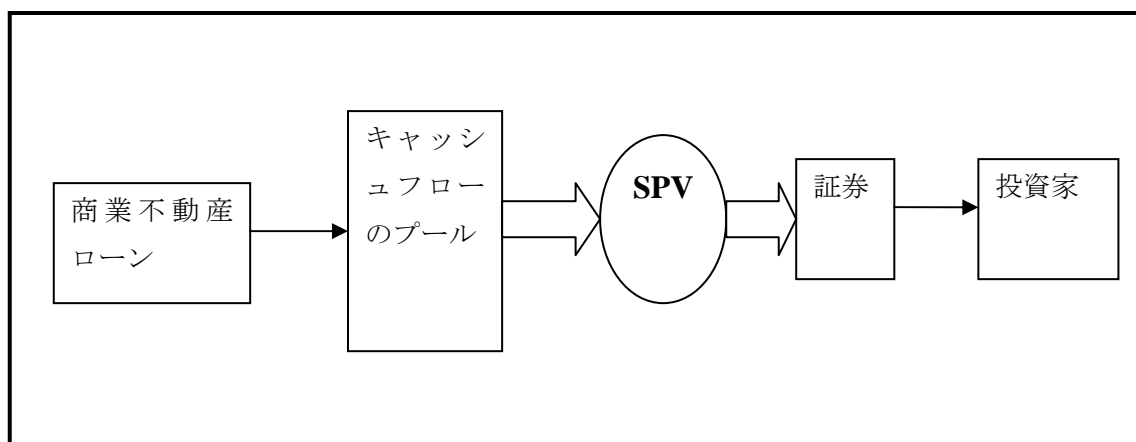
③仲介業者がポジションを持ちやすい環境の整備

・流通市場発展のための仲介業者（ディーラー）の在庫ファンディング（資金調達）や空売り玉の調達を可能とするものとしてのレポ市場の整備が重要

・上に加えて、住宅ローン組成による金利変動リスクヘッジのための、レポ市場と一体になった先渡し市場の整備

6.4CMBS（Commercial Mortgage Backed Securities）

6.4.1CMBSとは



CMBSの仕組み

賃貸マンション、ホテル、倉庫、オフィスビル、スーパーなどの商業用不動産を担保とするローンを対象資産として行う証券化商品。

1983年にオリンピア&ヨーク社がニューヨークのオフィスを担保に債券を発行したが、CMBSのはじまりといわれ、米国では1990年代初めに、RTCがS&Lの債権処理にCMBSを利用し市場が拡大した。一方、日本ではノンリコース・ローンの国内における浸透にともない、1999年2月、モルガン・スタンレーが大京から賃貸マンション50棟、1,200戸を買収した際に、JPモルガン銀行が融資したノンリコース・ローン¹の元利金返済を原資に証券を発行したのが日本第一号案件である。

基本的仕組みとしてはMBSとは変わらないが、CMBSは個別の商業不動産ローンの規模が大きく案件の数は少ない。つまり、多くの住宅ローンをプールし個別ローンの個別リスクを分散させられるMBSに対し、CMBSはプーリングにより個別リスクの分散が十分にできないこと、商業不動産の市況も不安定でキャッシュフローの予測が困難であるため、リスク分析能力が要求される。国内ではCMBSに必要とされるサービサーが整備されていないなどの課題がある。

6.4.2 CMBS の分類

CMBSを大きく分類すると、以下の図のようにリファイナンス型と売却型に分けられる。

①リファイナンス型 CMBS

リファイナンス型CMBSとは、案件の予定償還時（通常5～6年）もリファイナンスすることで元本が償還される予定の案件である。（万一、リファイナンスに失敗した時は元本償還日から2年後の最終償還日までにテール期間を設け、その期間中に物件を売却した代金で元本を償還する。）リファイナンス型にはさらにシングルボロワー型とコンデュイット（マルチボロワー）型に分けられる。

シングルボロワー型とは、担保物件は様々であるが、証券化される物件の所有者が1社であるリファイナンス型CMBSであり、物件の所有権を特別目的会社に移し物件を賃借するセールス・アンド・リース・バック（リースバック）案件や大規模物件を購入する際のアクイジション・ファイナンス²に使われる。

コンデュイット型は、オリジネーターが複数のSPVにノンリコース・ローンを実行し、それらを束ねて証券化したもので、特定債務者に対するリスクが分散されているのが特徴である。

②売却型 CMBS

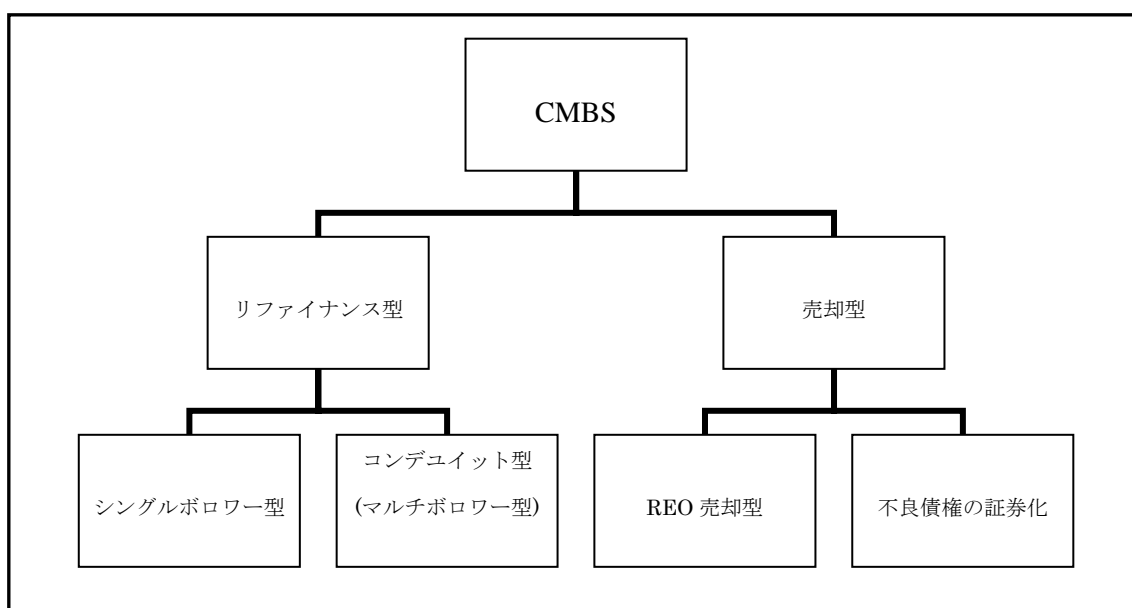
売却型CMBSは、物件を当初から計画に従って売却することで元本償還に充当する案件。期中の物件売却代金で元本償還するため原則的にリファイナンスは存在しない。売却型CMBSにはREO(Real Estate Owned)売却型と不良債権の証券化が挙げられる。

¹ 担保になっている不動産にしか債権者の求償権が及ばない貸付のこと（非遡及型貸付）。

² 不動産所得のための資金調達

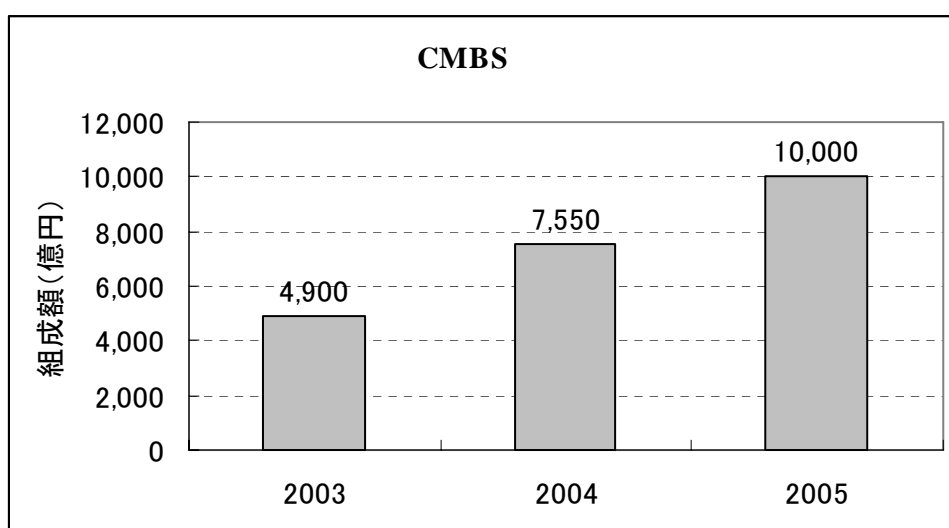
REO 売却型とは、不動産の借入資金の一部としてファンドが金融機関からノンリコース・ローンで借り入れ、その後、ローンを証券化するものである。不良債権の証券化と異なり、REO 型は期中に物件からのキャッシュフローが見込まれる。

不良債権の証券化は不動産担保付の不良債権化したローンを対象にしたものである。ローン債務者の同意のもとに不動産を任意に売却し、その売却代金をローンの返済に充当する、あるいは、ローン債務者の同意の有無に関わらず競売に掛けて不動産を換価処分するのが一般的な方法である。



CMBS の分類

6.4.3 CMBS の現状



CMBS の組成額 (日経金融新聞記事をもとに作成)

証券化商品の中で、もっとも高い比率を占めている。背景として、不動産の価格が収益還元法により評価可能なレベルに下がっていることや、企業のリストラクチャリングにより優良な不動産が市場に出てきていること、保有不動産を流動化させ資産運用の効率化を図ろうとする動きがあることなどである。また、日本における CMBS はノンリコースの不動産担保ローンの証券化よりも不動産信託受益権を特別目的会社に譲渡し、特別目的会社が特定社債あるいは優先出資証券を発行する方式が多い。これは、日本における不動産の所有形態に起因するものと考えられる。

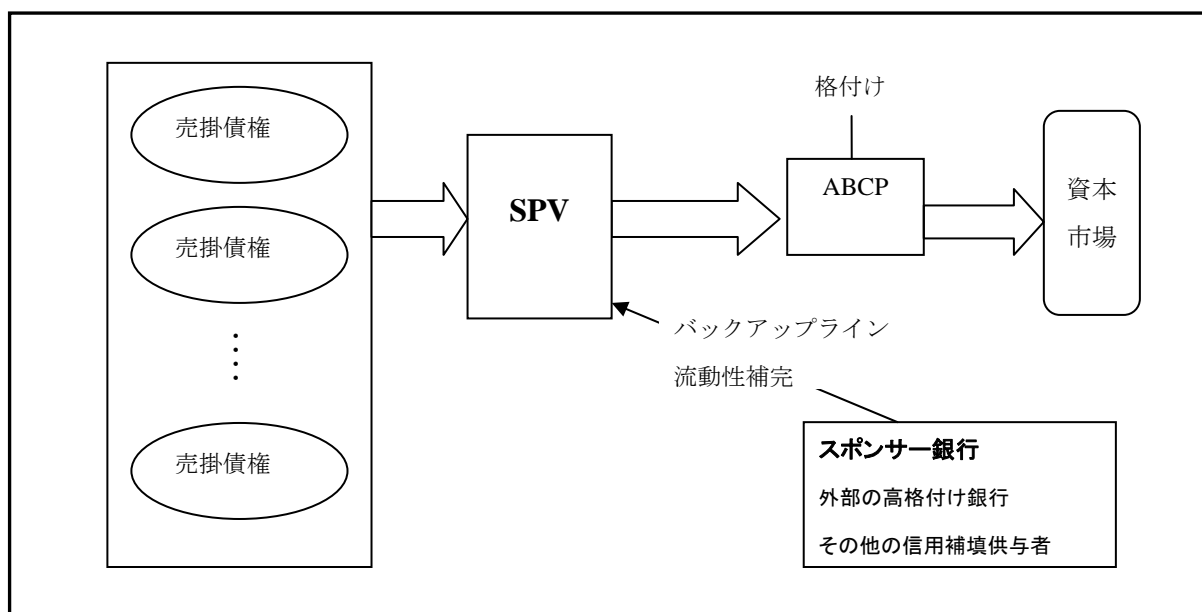
これまでのCMBSの対象は、オフィスビル、商業施設、住居などの比較的流動性の高い物件がほとんどだったが、ホテル、駐車場、ゴルフ場などにも広まり、対象物件が多様化している。さらに、投資家側から見ると当初は投資不適格案件に対する需要が少なく、投資適格までLTV³(Loan To Value)を押さえた案件がほとんどであったが、高LTV率を好む投資家が増え高LTV率のCMBS案件が増加している。また、事業性のある資産や事業そのものを裏付にした、「事業の証券化」も増えている。

³ 掛け目、融資比率のこと。社債発行額または負債額を不動産の評価額で割った値。数値が小さいほど元本の償還に対する安全性が高いといえる。

6.5 売掛債権の証券化/ABCP

売掛債権とは、企業間で売買する際に、将来、買い手が売り手に対し支払を得る権利のことである。手形と異なり、支払期日や支払方法などが事前に特定されないことが多く、手形に比べると債権の流通度は低い。売掛債権を証券化すると将来支払われる予定の代金と引き換えに、現在の資金を調達できる。売掛債権は短期に完済される債権なので、証券化し証券を発行する際には、短期に支払が終了する ABCP が利用される。

1.ABCP の基本的な仕組み



ABCP (Asset Backed Commercial Paper) とは、企業の保有する売掛債権の流動化のために売掛債権を担保に発行されるコマーシャルペーパーのことである。仕組みとしては SPV を設立し、SPV が金融資産の種類や条件を決めて、これを裏付けとした CP を発行して資金を調達する。この仕組みを格付機関と擦り合わせ、売掛債権を取得する前から CP の発行に対して高い短期債格付を取得し、売掛債権が発生するたびに CP を逐次発行して資金調達を行う。

i) 売掛債権の証券化のメリット

ABCPには、売掛金を受け取る企業そして、買掛金を支払う企業の双方にとって、手形をやりとりする手間やコストを省け、ABCPの裏付となる売掛債権の譲渡手続きは瞬時に終わる利点がある。売掛金を持つ企業は手形を銀行に持ち込んで割り引くよりも素早く売掛金

を現金にできるのだ。また、企業の売掛債権は約 200 兆円⁴あり、売掛債権は土地や預金に匹敵する規模となっており、売掛債権を裏付として資金調達の手段が増える。

企業の売掛債権を裏付けにした ABCP 市場が広がれば、企業の資金繰り改善が期待できるなど、ABCP などの債権流動化市場の拡大は企業金融の活性化策の有力手段になりえる。また、ローン債権の流動化市場が拡大すれば、銀行の融資姿勢が積極化する効果も見込める。

ii) ABCP の現状

大手銀行の推計によると、ABCP の市場規模は 2004 年 3 月末に約 7 兆 1,500 億円と過去最高に達した。しかし、前年比でみた伸び率は 10% (2003 年 3 月時の 44% に比べて鈍化) し、4 月以降、発行残高はむしろ縮小傾向になっている。その要因として、景気回復が挙げられる。ABCP は銀行などが設立した特別目的会社が民間企業の売掛債権の譲渡を受け、それを裏付け資産として発行することが多い。企業は ABCP の発行を通して資金調達できるうえ、バランスシートから資産を切り離して資本効率を高めることで銀行からの低利融資も見込めるが、株価回復を受けて銀行の貸し出し態度が軟化したために利点は薄れ、企業は銀行借入で資金調達をはかるようになったようである。

iii) 売掛債権のスキーム

イ) 仕組み

a) プール効果

複数の債権でプールを構成することで、売掛債権が 1 件当たり少額であっても束ねることによりボリュームを確保することができリスク分散効果も享受できる

b) 信用補完

通常の証券化の組成と同様に、信用補完がなされる。内部信用補完の場合、セラーが劣後部分を引き受け、優先部分を投資家に販売する優先劣後により信用補完が行われる。一方、外部信用補完では、第三者（銀行・保証会社など）がデフォルト時における支払保証、劣後債引受を通じ信用補完が行われる。ABCP の償還を全額補填するものを、「フル・サポート型」プログラムという。また、償還の一部を補完するものを「パーシャル・サポート型」プログラムという。フルサポート型における信用補完は銀行が信用リスクを 100%補填するため、格付けは証券化のストラクチャーでなく信用補完者に依存する。従来は、信用補完はフルサポート型が大半であったが、近年、信用補完のトレンドはフルサポート型から、信用リスクは投資家が引き取り銀行は流動性リスクを引受けるパーシャル・サポート型に移っている。

⁴ 財務総合政策研究所「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会第 4 回」より

また、信用補完と別に、裏付資産から回収金・証券の利子償還金の支払との間に予期せぬミスマッチが生じた場合、一時的な立替払いを行う、「流動性補完」が銀行等によって仕組まれる。

(2) 売掛債権の証券化のスキーム

売掛債権の証券化のスキームとして以下に挙げるように、イで述べる ABCP を発行させるタイプとロで述べるファクタリングを介するスキームがある。(2002年「中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書」より)

イ) ABCP

a) 銀行がアレンジャーとなるケース

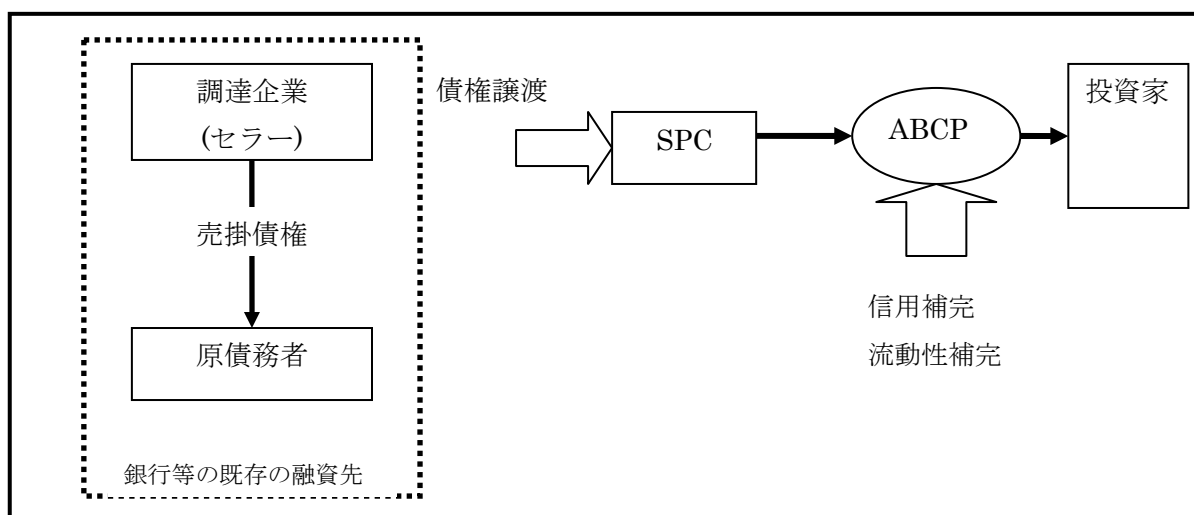


図1 銀行等がアレンジャーとなるケース

- ①セラー(ごと)の保有する売掛債権(のプール)を SPC に譲渡
- ②SPC がこれを裏付けに投資家に対し ABCP 発行。セラーは発行代金を源泉にした調達資金を得る。このとき、ABCP をシニア部分(原債務者が倒産した時に支払を優先される部分)と劣後するジュニア部分に分け、シニア部分にさらに信用補完/流動性補完を付けることで ABCP の信用力を高める。
- ③投資家は ABCP の元利払いにより売掛債権から生じるキャッシュフローを得る。

b) 一括決済方式を活用するケース

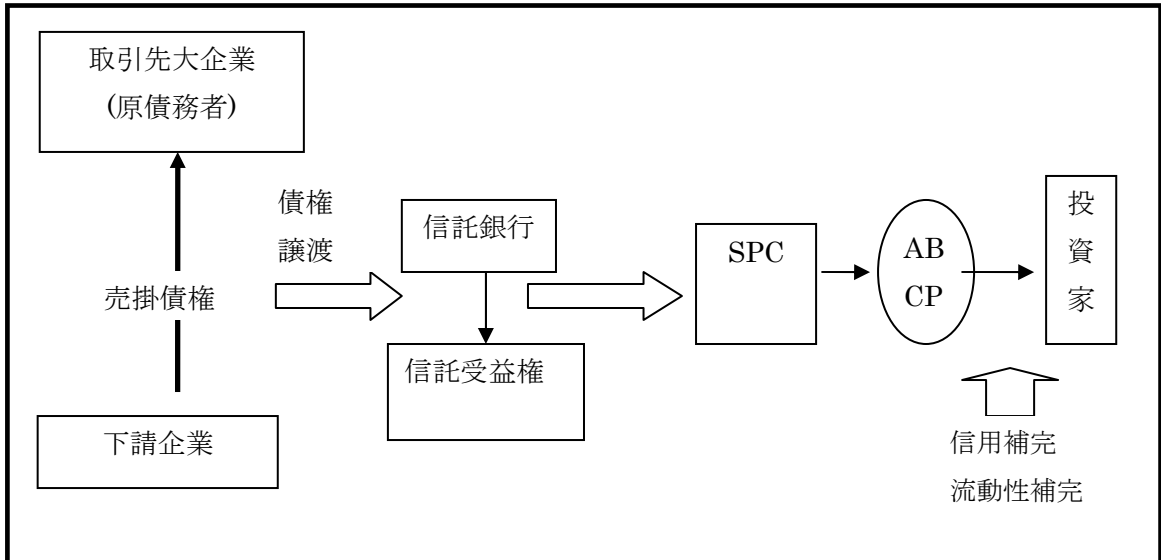


図2 一括決済方式を活用するケース

- ①売掛債権を保有する企業は信託銀行との間で信託契約を締結。
- ②契約に基づき、企業は売掛債権を信託銀行に信託譲渡。企業は信託銀行等を通じ信託受益権をSPCなどに譲渡
- ③SPCがこれを裏付けに投資家に対しABCp発行。セラーは発行代金を源泉にした調達資金を得る。このとき、ABCpをシニア部分(原債務者が倒産した時に支払を優先される部分)と劣後するジュニア部分に分け、シニア部分にさらに信用補完や流動性補完を付けることでABCpの信用力を高める。

ハ) ファクタリング会社が仲介するケース

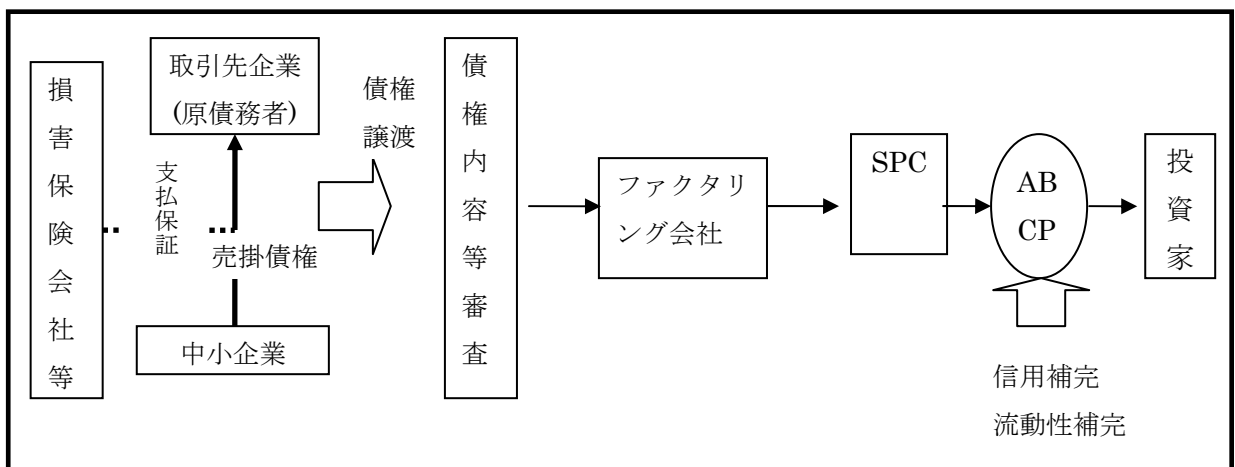


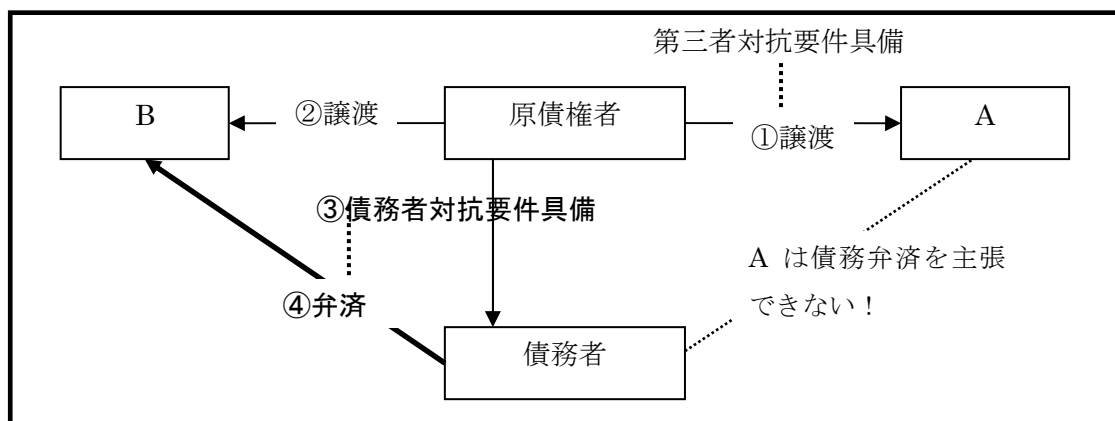
図3 ファクタリング会社が仲介するケース

- ① 売掛債権を保有する企業はファクタリング会社との間でファクタリング契約を締結。
- ② 契約に基づき、企業は売掛債権をファクタリング会社にファクタリング会社はセラーに前払金を払う。
- ③ ファクタリング会社は支払期日が到来したら債務者から売掛金を回収
- ③ ファクタリング会社は銀行借り入以外に SPC 等を通じ買取債権を ABS・ABCP 化したり、CP 格付を所得している場合は直接 CP を発行することで投資家から資金調達を行う。

4. 売掛債権の課題とその対策状況

(1) 法的な課題

イ) 二重譲渡リスク



二重譲渡のリスク

1998年の譲渡特例法により、債権の譲渡人と債権の譲受人が共同登記を行えることができるようになった。登記手続きでは、債務者は登記手続きに関与しないため、二重譲渡された場合、譲受人相互の間の優劣は譲渡登記の先後により決定される。ところが、先に登記した者(A)が第三者対抗要件を具備していても、後に譲渡を譲り受けた者(B)の方が先に債務者対抗要件の具備した場合、債務者は(B)に弁済することで免責され、(A)が債務弁済を主張できない可能性がある。

債権譲渡の登記手続きの際、登記官は提出書類のチェックをする形式的審査権しか有しないため譲受人は先登記がないか確認する必要があり、また法務局に人を送るコストも無視できない。さらに共同登記とともに債務者に対する対抗要件の確保の手続きも取らなければならない。

この問題の対策として、債務者が今後、一定期間に発生する(売掛)債権の譲渡を予め確定日付のある書面等により包括的に承諾することで当該期間の支払いに優先権を持つ

譲受人を確定する「将来債権譲渡方式に基づく債権譲渡」を行う。これにより、将来一度債権譲渡が行われれば複数期間にわたる債権譲渡につき先登記の確認や債務者への通知等を行う必要がなくなると考えられる。

ロ) 譲渡禁止特約

トラブル回避、解除や相殺といった債務者側の抗弁権の確保のために原債務者が譲渡制限を特約に付けている。譲渡禁止特約の存在により、制約が付されることの多い大企業・官公庁向けの中小企業売掛債権の証券化が事実上不可能になっている。

この問題を解消するためには、当事者間の合意に基づく譲渡禁止特約の解除を推進する必要がある。

また、企業にとって自社絡みの売掛債権が流動化されることへの抵抗感も課題の一つである。日本では商取引の際、売掛債権を無断で第三者に売却することを禁じる特約をつけるのが一般的である。このため、銀行などが企業の売掛債権を集め、SPCを通じて ABCP などを組成・発行する場合、債務者の企業に特約の解除を、そのたびに認めてもらう必要がある。日銀は日本独自の商慣行などを洗い出すフォーラムを開き、特約の締結を前提としない融資契約の普及などを目指し、日銀ホームページ上で ABCP の個別リスト作成に乗り出し、自ら債権譲渡禁止特約の一部解除に応じるなど、証券化市場の育成に向けて動いてはいるが、企業を巻き込んで ABCP 発行推進のためのルールを設ける作業は難航している。

ハ) 売掛債権の不存在(フロード・リスク)

売掛債権は債権特定が困難であること、また、支払請求権や支払通知書は当事者一方が任意に作成したものであり、双方が合意した文面ではないため生じる。フロード・リスクを解消することは不可能であるので、譲渡対象債権のデューディリジェンスを入念に行うしか対策はない。しかし、アレンジャーはセラーを一定の信用力と取引実績を有する先に限定し、事前に設定されたセラーに関する信頼基準を満たすものだけ受入れ、満たさないものは原債権プールから除く傾向がある。

(2) 手続き面の課題

イ) 譲渡手続きが煩雑

売掛債権譲渡に関わる手続きが煩雑なので、セラー、アレンジャーを行う仲介機関双方に生じるコストが大きい。例えば、譲渡可能な売掛債権の抽出作業、対抗要件所得に必要な登記用電子ファイルの作成が挙げられる。このため、統一的な契約フォーム等を整備する必要がある。

ロ) 中小企業に関する公開情報不足

外部への財務諸表や取引履歴などの情報提供は中小企業の商慣行には馴染みにくいものであり、従来から直接金融チャネルを確立するための障害とされてきた。しかし、近年では『中小企業信用リスク情報データベース(CRD)』という、参加機関(信用保証協会・銀行信用機関など)から取引先中小企業の財務データやデフォルトデータなどを匿名で収集し全国規模のデータベースを構築し参加機関に信用リスク定量化に関するデータを提供している。この CRD データを用いることで信用リスクを計測できポートフォリオ分散効果も検証することが可能となる

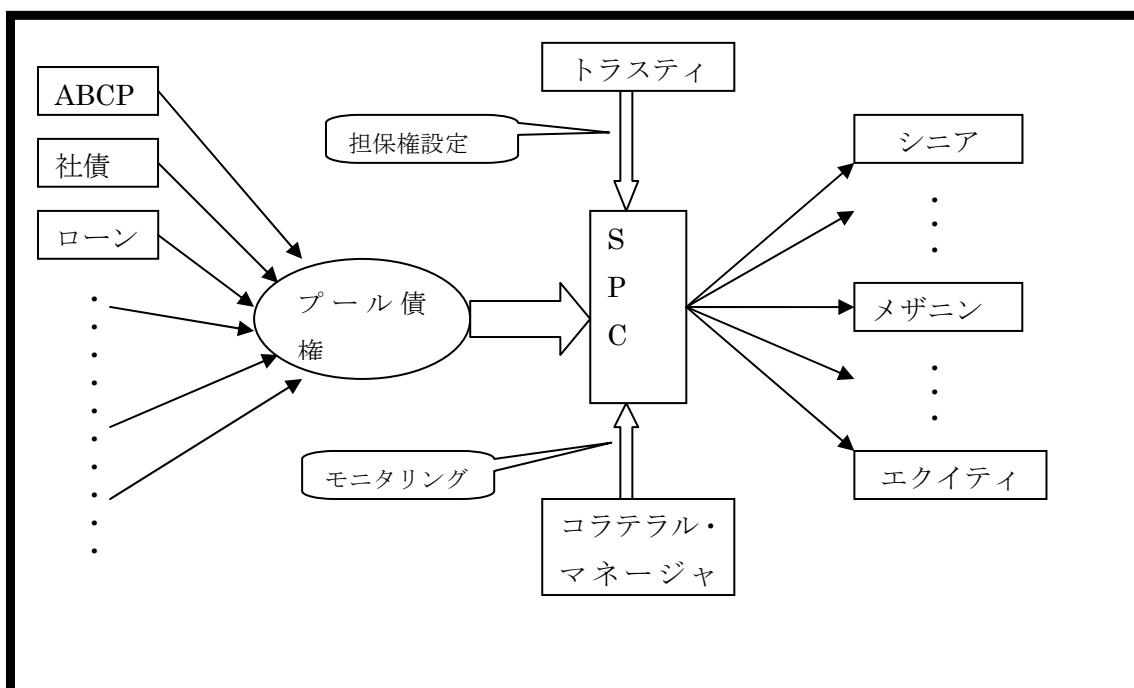
(3)ダイリューションリスク

ダイリューションリスクとは、債権債務者の契約について事後の価格調整等により当初予定していたキャッシュフローが減少するリスクのことである。ダイリューションリスクの対処法として、データに基づき、ダイリューションリザーブを積むなど、最終的にスポンサー銀行がリスクを取るのが一般的とされる。

6.6CDO(Collateralized debt obligation:)

CDO とは、社債やローンを担保に発行される証券の総称であり CDO のうち担保が全て社債のものを CBO(Collateralized Bond Obligation)、ローンのものを CLO(Collateralized Loan Obligation)という。

6.6.1 仕組み



トラスティ：一般的には受託会社と訳され、SPC が自身で意思決定する権限がない場合に代わりに SPC によって発行される債権の権利を保護する役割を担う。

コラテラル・マネージャー：債権プールのモニタリングと取引判断を行う。

CDO は目的や仕組みに応じて以下に分類できる。

バランスシート型 or アービトラージ型

キャッシュ・フロー型 or マーケット・バリュー型

現物型 or シンセティック型

6.6.2CDO の分類

(イ)バランスシート型/シンセティック型

大きな相違点は、まずバランスシート型がオリジネーターは既に原債権を保有しそれ SPC に譲渡するのに対し、アービトラージ型はアレンジャーが原債権を市場から購入して SPC を用いて組成する。

バランスシート型

オリジネーターの資金調達法、又 BIS 規制上のリスク・アセットを削減を目的とする。劣後部分(エクイティ部分)はオリジネーターが保有するのが一般的である。

シンセティック型

エクイティ部分の投資家が原債権のポートフォリオの期待利回りとしニア・メザニン部分の期待利回りの間の差を利用してアービトラージ(裁定取引)を行い高い利益を得ようとしたことからこの名が付いた。ただし、バランスシート型と同様にこの部分はアレンジャーが保有する場合もある。

※原債権ポートフォリオの期待利回りと SPV により組成されたシニア・メザニン部分の CDO の利回りの平均は、理論上は一致する。しかし、それぞれの CDO は個別の投資家それぞれの需要を得ることができその結果シニア・メザニン部分の CDO 利回りは低下する。その結果エクイティ部分の取り分が上昇することが望まれる。

(ロ)キャッシュ・フロー型/マーケット・バリュー型

SPV のコラテラル・マネージャーが原資産から発生するキャッシュ・フローを管理する方法。

キャッシュ・フロー型

CDO の元利返済を確実に遂行出来るような管理をする。原資産ポートフォリオの中でデフォルト確率が上がった債権を売却するなどリスクを抑えた手法をとる。

マーケット・バリュー型

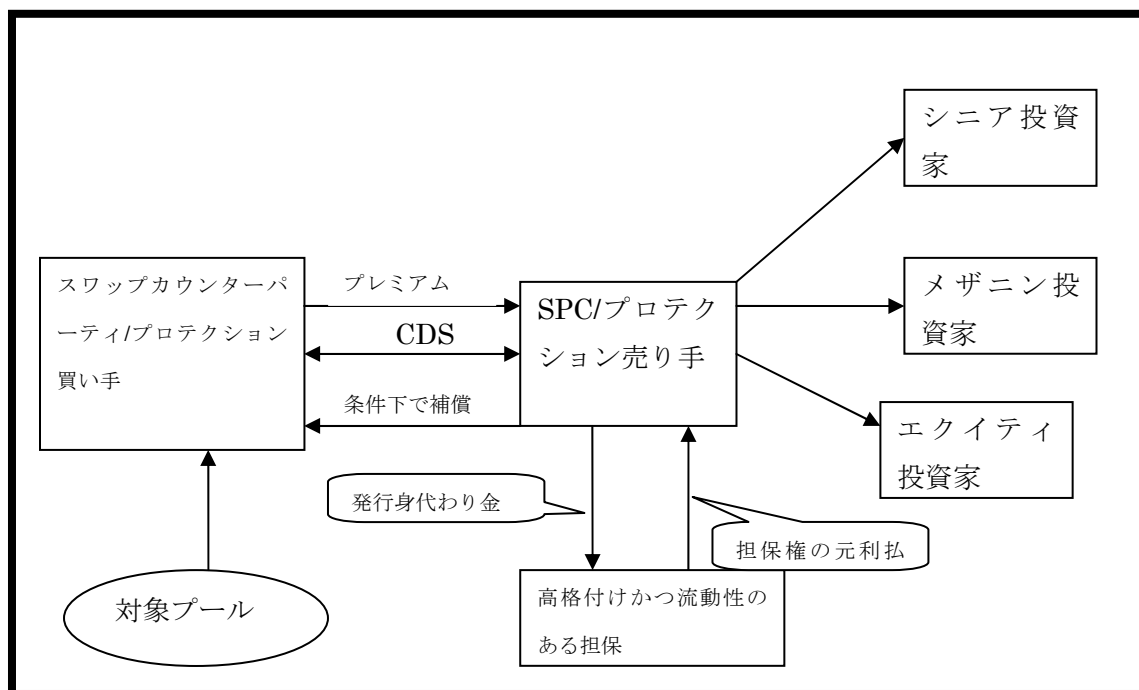
キャッシュ・フロー型と比較して自らの裁量の下で現債権ポートフォリオを積極的に組み替える管理法。CDO のリターン最大化を目指す。

(ハ)現物型/シンセティック型

CDO を組成する原資産が社債やローンである場合を現物型、クレジットデリバティブを対象として組成された場合をシンセティック型という。現物型に関しては、他の証券化商品の手法と大きな相違点ではないが、シンセティック CDO に関しては特殊な手法であるため以下で説明する。

6.6.3 シンセティック CDO

スキーム図



シンセティック CDO では、CDS(又は TRS)を利用して対象資産の信用リスクとリターンを SPC に移転する。プロテクションの買い手は、CDS 契約料としてプレミアムを SPC に支払いプロテクションの売り手である SPC はある信用リスク発生条件の下で、補償金をカウンターパーティに支払うことになる。

投資家が得られる収益はこのプレミアムと担保の元利払いからなる。ただし、当然損失補

填が発生した際にはその分収益は減少する。

6.6.4 CDO 市場の現状

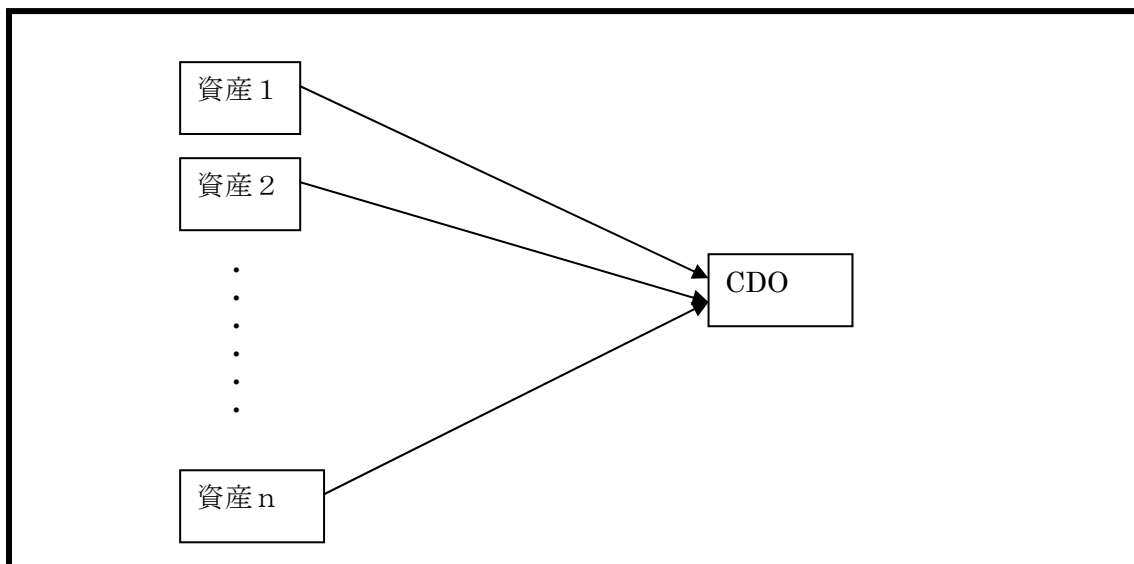
1990 年代後半では BIS 規制対策として、多くのバランスシート型 CDO が発行された。得に東京三菱銀行がユーロ市場で約 1000 億円の貸出債権を証券化したことが金融業会のモデル的契機となる。

1999 年～2000 年においては、社債による資金調達が困難になった背景からプライマリー CBO が発行されることになる。プライマリー CBO とは発行市場の段階で対象資産組み換えを行うタイプの証券化商品である。その後大型のシンセティック CDO が発行されるケースが増加している。

2004 年では、CDO 組成額は 2002 年・2003 年と比較して減少したが件数の方は大幅に伸びている。その内訳はバランスシート型が減少した一方で、アービトラージ型・シンセティック CDO の組成が活発化している。

6.6.5 CDO 市場の課題と解決の方向性

CDO は様々な種類の債権をプールした上でポートフォリオを組むため理論価格のプライシングが他の証券化商品と比較してかなり高度であり、投資家に信頼の高い価格呈示がこんなのである。したがって、情報開示に伴うコストの問題よりは情報を構築することが CDO 市場特有の課題として指摘できる。



資産が n 個から成立する CDO の場合は ${}_n C_2$ 通りの資産のデフォルト相関が必要となる。ただし、全ての金融資産が全て市場で取引されているわけではないため容易には求めることは出来ない。よって実務では様々な前提を考慮した上で原資産間の相関を推定する※モデルが作り出されている。よって CDO 市場をより整備していくにはこのようなモデルの制度を上げていくことが解決策の一つとなる。

※ここでは、論文の範囲外であるため簡単な説明にとどめておく。例えばモデルは以下の

ような種類が存在する。(『日銀金融研究所』より)

2項展開法モデル：2項分布を用い分散指数によって原資産間のデフォルト相関を考慮。

コピュラ・モデル：原資産のデフォルト時刻を多変量確率変数としてコピュラを用いて表現。

デフォルト強度モデル：原資産のデフォルト強度の変動を確率過程として記述。

6.7 CLO (Collateralized Loan Obligation)

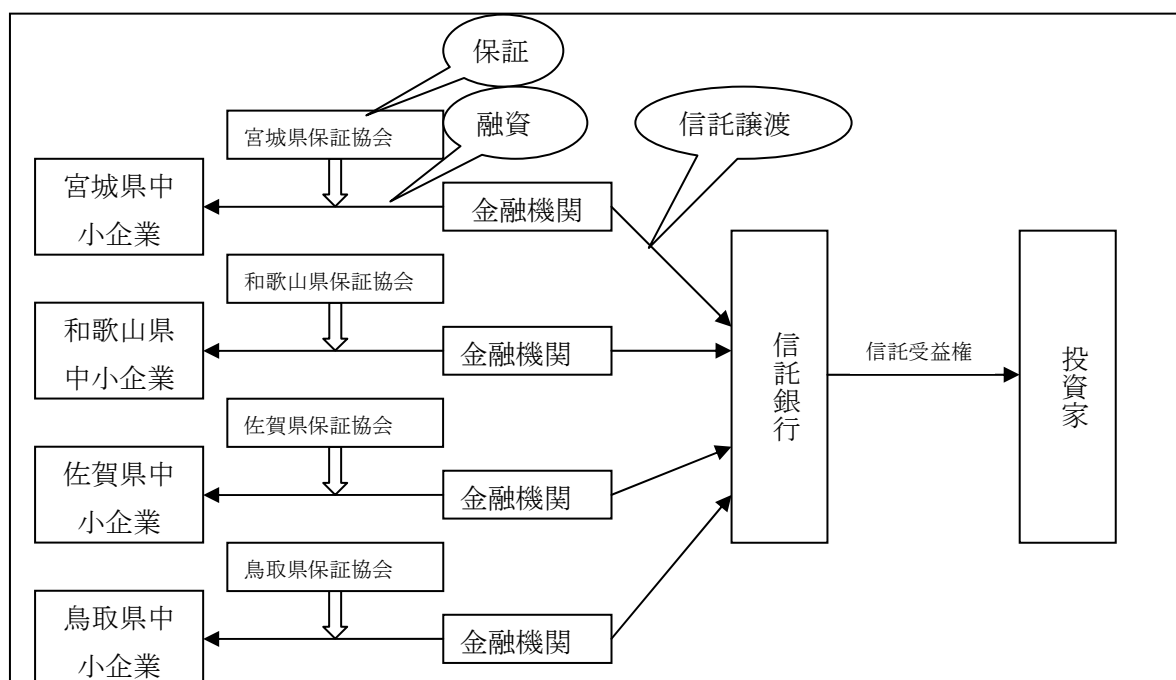
6.7.1 仕組み

基本的には CDO と同じ。CDO の原資産がローンである場合を CLO と分類している。CLO は具体的事例を概観した方が分かりやすい。以下事例を二つ列挙する。

6.7.2 広域 CLO

広域CLOは情報開示問題の解決策を示すものとは言えないが、**地域リスクを分散**できるというメリットにより現在注目されている手法である。実際の具体的な例としては、商工中金がアレンジャーとなった 4 県の地方自治体が主導して地元の中小企業向け債権をまとめたCLO組成などが挙げられる。

スキーム図



広域 CLO の組成インセンティブとしては、

自治体：地元企業への資金供給による地域経済の活性化

中小企業：資金調達の新たな機会

投資家：運用難による高金利利回り商品の需要

という三者の思惑の一致がある。

[課題点]

広域 CLO はまだ組成回数が少ないこともあり課題を考察するためのデータが少ない。その資料として神奈川県・東京都・川崎市・横浜市が行った広域 CLO のアンケートがあるが(58 社参加し 41 社から回答を得る)このアンケートでは以下の点が指摘されている。

広域 CLO の募集情報入手先

- ①金融機関 97%
- ②その他 3%

広域 CLO の参加理由(複数回答可)

- ①金融機関の推薦 77.5%
- ②無担保の借入が可能 42.5%
- ③返済方法が魅力 27.5%

一番指摘された点は金融機関の推薦であり、やはりまだ認知度は低い借入手法であるといえる。今後は地方の自治体が積極的に広報に関わり認知度を高めることが要求される。

広域 CLO の改善要望点

- ①金利が高い 41.7%
- ②借入期間が短い 27.8%
- ③その他 22.2%

金利が高いことが主なネックとなっているが、これは CLO の信頼性がセカンダリー市場で低いため高い金利を設定しなければならないことにより、発行市場で高い金利を設定せざるをえなくなることが原因である。したがってこの組成阻害インセンティブを取り省くにはセカンダリー市場での低い金利が要求される。

6.7.3 募集型中小企業 CLO

(1)基本スキーム

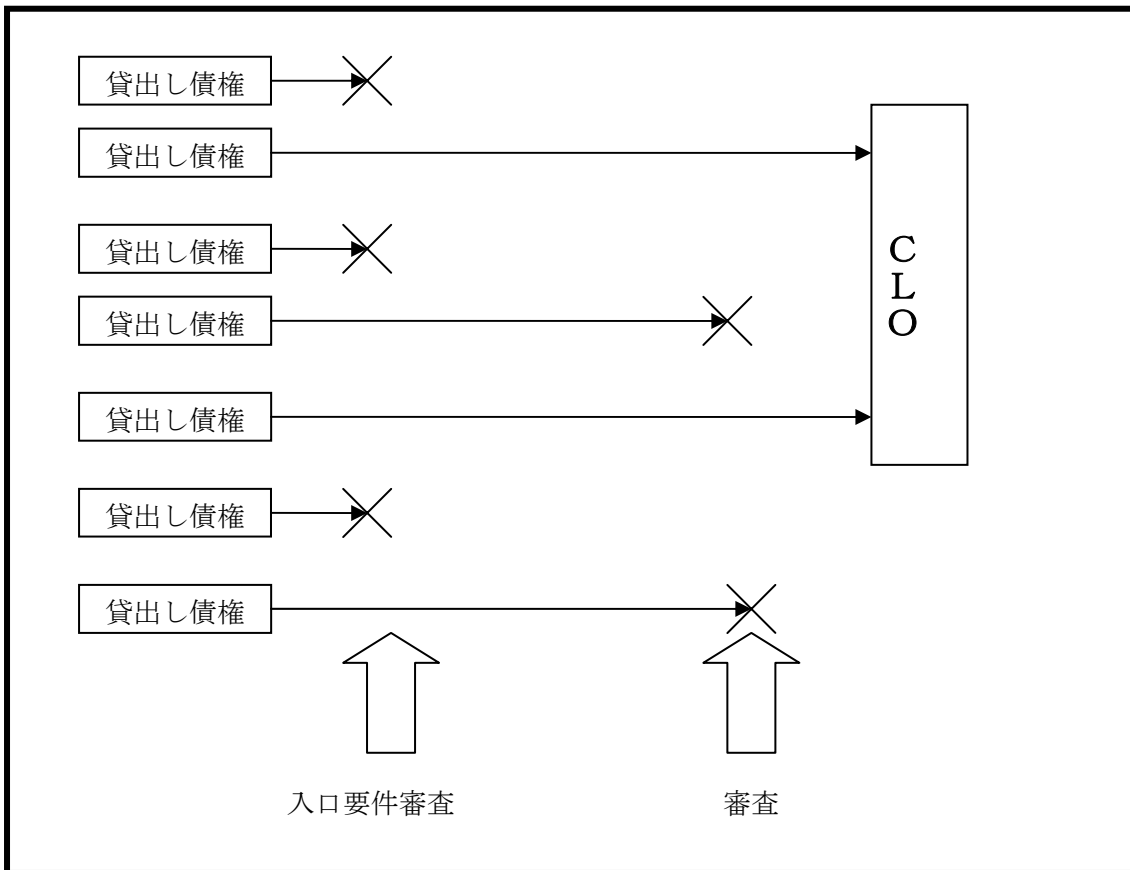
募集型 CLO は、その名が示す通り CLO を組成することに同意する金融機関を募集することから始まる。

そのスキームは以下の通りである。

①借入債務の証券化を了承する企業に対して、貸出す予定であるオリジネーターがある一定期間借入の希望を募る。(債務者対抗要件が事前に具備されている場合が多い)

②応募した借入希望先の中で一定の条件を基礎とした入口審査を行う。

③この後更に審査を行い通過した先に初めて貸出しを実行して、その貸出し債権を裏づけとした証券(CLO)を組成する。



このように募集型 CLO は二度の審査を受けた貸出し債権を用いることでより優良な貸出債権(デフォルト率が低い)を証券化商品に出来るというメリットが存在する。

ロ) 入口要件の重要性

入口要件は証券化を行う貸出し先企業の言わば第一審査である。よってこの入口要件が適切な状態に設定されていることが募集型 CLO 信頼性の基礎となる。入口要件の目的は CLO 全体でみたデフォルト率を出来る限り低くすることだ。デフォルト率の定義は以下となる。

$$\frac{\text{デフォルト企業数}}{\text{デフォルト企業数} + \text{生存先数}}$$

この最小化は、①CLO 償還までにデフォルトする確立の高い中小企業を入口審査の段階でシャットダウンすること。②生存可能性の高い企業を出来るだけ多く取り組むこと。の 2 点が条件となる。

すなわち入口要件をあまりにも厳しくしすぎるとポートフォリオが分散せず、一方甘くしすぎるとデフォルト率が高い企業が通過することになるため、一種のトレードオフ関係にありこのバランスが大変重要となる。

(2)スコアリングモデルの作成

このようなトレードオフ問題を解決する一つの手法としてクレジット・スコアリングがあ

る。これはデフォルト判別に有効な変数に対してウェイト付けを行いデフォルト可能性の程度を計算する仕組みである。その変数としては、主に以下のようなものが考えられる。

自己資本比率：X%以上

売上高：X億円以上 or 以下

経常利益：黒字

純資産倍率：X倍以上

売上高経常利益率：X%以上

有利子負債倍率：X倍以下

日銀のレポートではこの他にも15個の変数を挙げているがすなわちこれらの変数を用いてどの変数がデフォルトと関係が高いかを調べモデルを作成する。

これにより入口要件を設定する。その例を挙げると「経常利益黒字かつ純資産倍率1.5倍以上かつ自己資本比率5%以上の企業に限る」のようにいくつかの条件を設定しこの条件をクリアした企業の債権が次の審査へと移行できるのである。

(3)募集型CLOの課題と今後の方向性

このようなスコアリング・モデルは複雑であり、企業の業界や経済環境によって様々なモデルを準備し精度を高めていくことがCLOの信頼性を高めるためにも必要とされる。この分析ツールの一層の洗練を図るためには、裏づけ資産の収益状況がどのようなパフォーマンスとなっているかの情報が蓄積されていくことが重要となる。したがって、募集型CLOの購入インセンティブを高めるのは早急の処置によるものではなく、情報が蓄積していくことが必要条件である。

6.7.4CLOの現状と課題

現在、銀行貸出し債権を裏づけとした証券化商品(CLO)は、その利便性が発行側・投資側共に強く認知され、発行額・取引額は増加傾向にある。CLOは主にBIS改善を目的としたバランス・シート型と中堅・中小企業向けの分散プール型に分類でき、前者は近年の株価上昇によるBISの資本部分増加で発行意義がやや薄れ発行市場は一服した感があるが、後者はベンチャー企業の台頭などの理由により取引額は一層大きく拡大している。

CLOの場合は扱う債権がローンであるため銀行の守秘義務の問題と日本的な金融取引慣行による問題の二つが指摘できる。

守秘義務の問題

情報開示の障害となるのは、銀行による守秘義務の存在だ。この根拠となるのが憲法における財産権である。ゆえに、法的解釈としては借入れ企業の財産権を侵さない情報ならば

本来投資家に公開してもよいと考えられる。実際、証券化商品に関する必要な情報は、守秘義務の対象とならない情報に分類される類のものと解釈しても差し支えないのではないかというのが金融関係者の共通認識だ。

→したがって、このような解釈を明文化していくことが取引拡大のためにも必要となる。最低限、過去三期分の貸借対照表・損益計算書・従業員数・借入残高表の情報開示は開示規定として成立させるべきである。

取引慣行の問題

株式持合いによる企業と銀行間の関係は、相互の強い連動性を生み出した。したがって、このような日本の慣行は、銀行側が企業の情報を容易に開示させない動機を与えることになる。

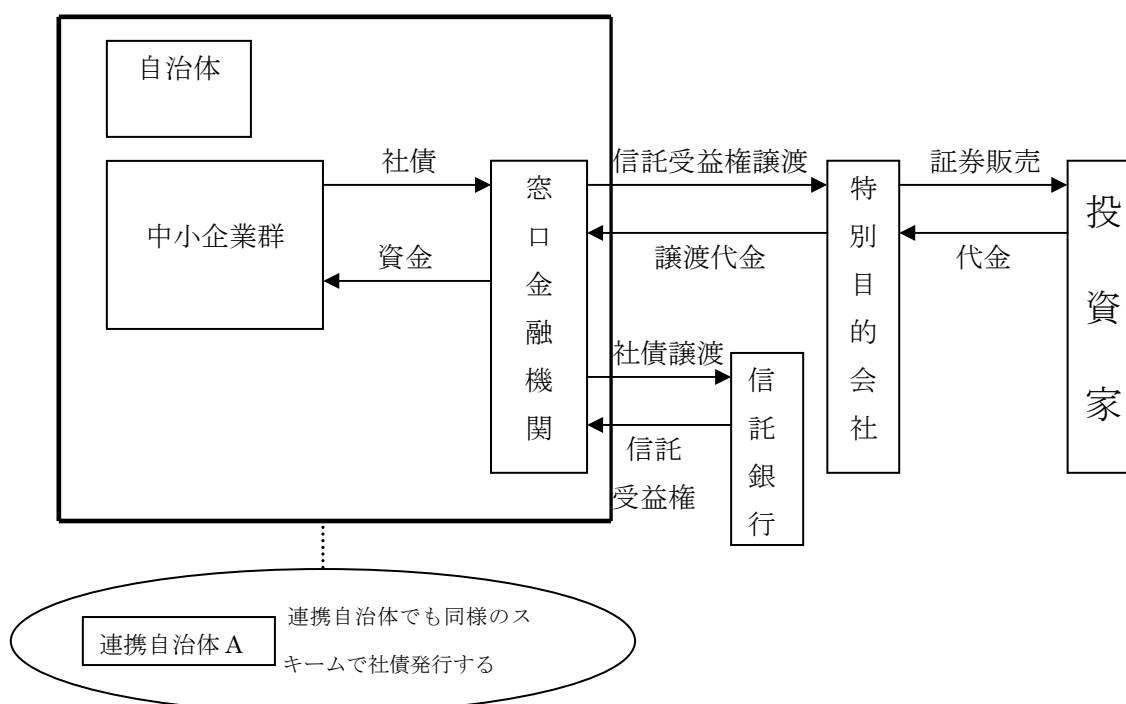
しかし、現在では株式持合い解消の流れに加えて保有株式の時価会計導入を契機として銀行は取引先との関係を大事にしながらも、個別取引の判断の根拠を適切なリスク管理におく傾向へと変化している。時価会計によって、資産の損失が計上されるとBS悪化が予想されるためそれを避けるためにも銀行側は投資家に資産を売却せざるを得なくなる。よって、銀行側はこのような環境変化により、企業側との関係性だけでなく、投資家との関係性をも重要視していく方向へと移行するであろう。

→ゆえに取引慣行上の問題に関しては徐々に解決していくと考えられる。

6.8 CBO(Collateralized Bond Obligation)

個別リスクの影響を減らすため、社債をひとまとめにプールして対象資産を構成する。その上で、多様な投資家の需要に合わせてプールが生み出すキャッシュフローを切り売りする。自治体は中核となる金融機関と協議し、参加金融機関や融資条件などを決める。募集期間中に参加金融機関が融資したローンを SPC や信託に譲渡し、それを裏づけ資産として ABS や ABCP といった資産担保証券を発行し投資家に販売する。期間は1年未満のものから5年程度のものまでである。

CBO のスキーム



日本における CBO は 1998 年 12 月に第一号が登場した。日本における CBO は欧米とは形態が異なり、「すべて新たに発行された社債」で構成されていた。98 年から 99 年にかけての銀行による貸し渋りがあり、低格付け企業の社債単独発効が困難な場合でも、CBO に参加することで資本市場からの資金調達が可能となり、信用力の低い中小企業にも社債発行の道を開いたとして注目されていた。貸し渋りの緩和後は日本特有の CBO は組成されなくなった。

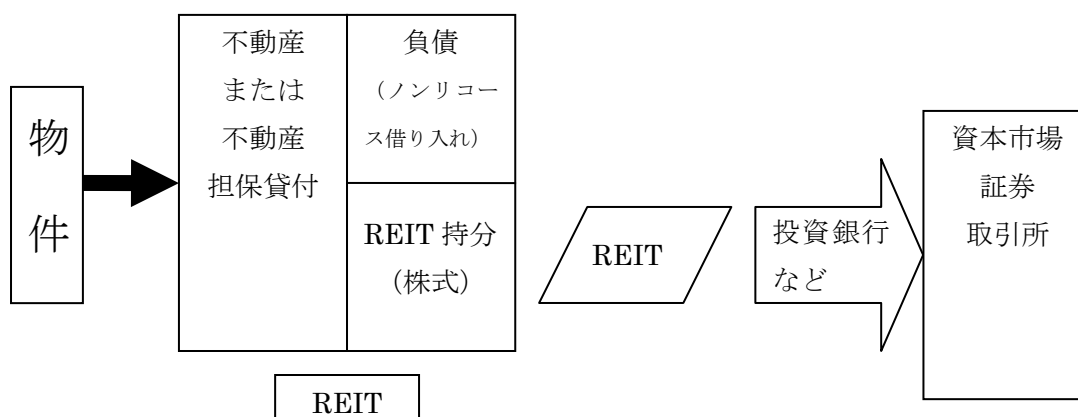
最近では中小企業による公募の CBO などが実施されている。東京都以外では大阪府や福岡県が実施している。03 年 3 月に東京都 CBO がみずほ銀行により組成され、また 7 月には大阪府が政令指定都市で始めて実施した。東京都 CBO では 179 億円の社債が発行された。

6.9 REIT

6.9.1 スキーム説明

不動産への投資資金を集める際、これに投資するペーパーカンパニーを設立し、取得資金の全額を主に株式で調達することにし、この株式を上場し一般投資家から資金調達をするような仕組みを REIT という。税法上の基準を満たしている限りこのペーパーカンパニーには事実上法人税がかからない仕組みになっている。

REIT により、大口で流動性の低い不動産投資を小口で流動性の高い証券投資に変換し、不動産投資を容易にすることで、不動産という他の資産と異なるリスク特性を持つ投資機会を投資家に提供するだけでなく、不動産市場への資金供給を促す役割を果たす。



6.9.2 現状

2001年9月に2銘柄でスタートしたJリート市場は、現在22銘柄で時価総額2.5兆円にまで拡大した。国内で証券化の対象となる不動産は60～70兆円だが、そのうち20兆円が証券化され、かつてはオフィスビル中心だった保有物件が最近では住宅、ホテルなどの運用が困難とされる物件にまで広がってきた。良質な資産がJリートに取り上げられたことによる安定した分配金実績によって信用度が高まり、東証リート指数は一本調子でのぼりつめてきた。今年7月に入ってから調子のよさは相変わらずで、7月11日に東証リート指数は1686.10ポイントを記録した。しかし、その翌々日には東証リート指数は急落し、高値警戒感が一気に広がった。現段階では上がり下がりを繰り返している状況だ。

Jリートの特徴は、

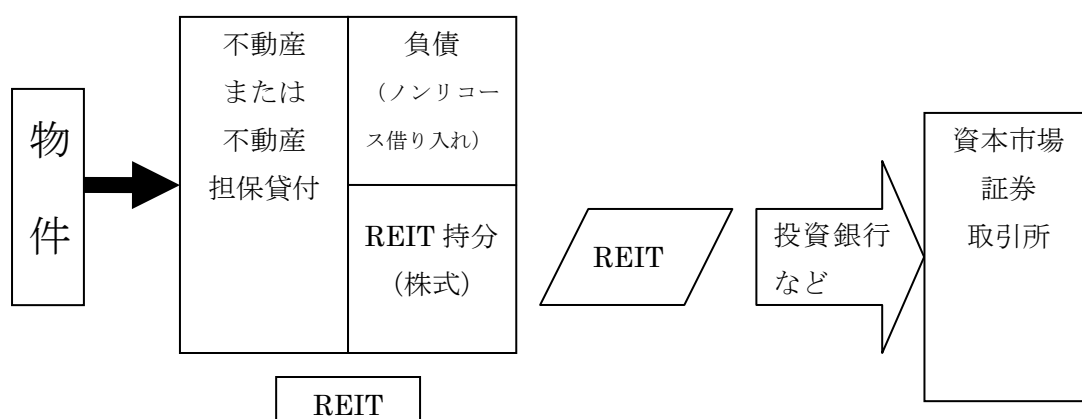
1. 「ミドルリスクミドルリターン」であり、投資家は基本的に利回りを重視した長期保有による分配金目当てで投資しており、頻繁に売り買いがなされるタイプの商品ではない。

2. 価格と利回りの間の逆相関の関係がリート価格の安定化の役割を果たすため、暴落・暴騰がおきにくいというメリットがある。

3. 情報開示が徹底されており、保有物権をいくらで取得したか、賃料収益はどれくらいか、原則的に個別物件の収支すべてを開示することになっている。これにより、金融機関（特に地方銀行）や外国人投資家によるJリートへの投資が活発化される。

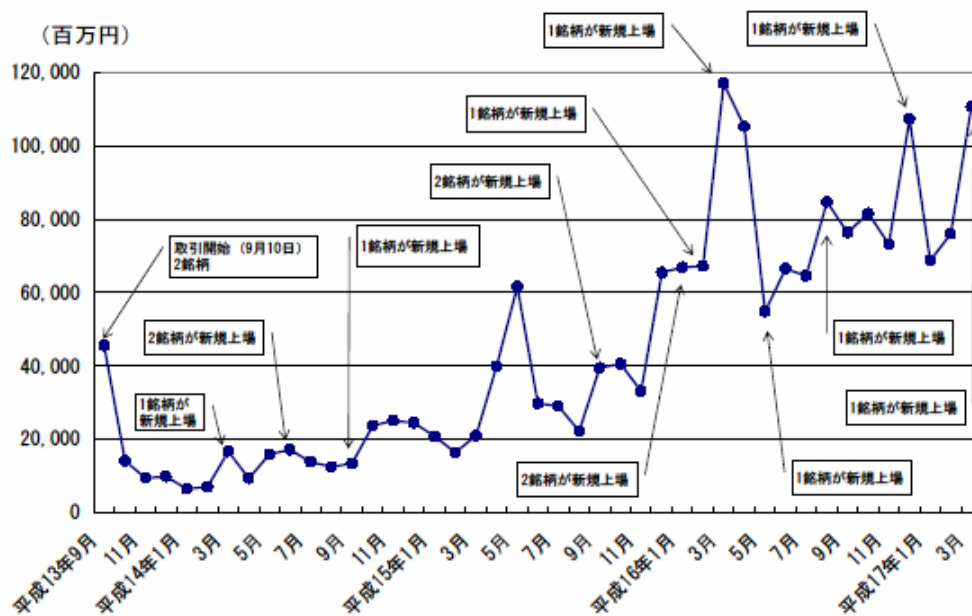
Jリートへの投資が活発化しているほかの背景としては、1 オフィスビルの空室率改善、2 賃料収入、3 低金利政策、4 会計上のメリット、である。都心部におけるオフィスビルの空室率は今年に入って2.2%まで下落し、またオフィス賃料も目下急上昇中である。また、日銀による低金利政策によって少ない金利負担で高い利回りがあげられる状況にある。リートは株式や投資信託とは異なった会計上のメリットがあることため、資金運用に困った地方銀行による運用がなされた。

こうした活況に対してマイナス要素も存在する。上場銘柄数が増えてことにより銘柄ごとの明暗がはっきり分かれるようになった。予想利回りの低い商品は嫌気されるようになっている。また、金利急上昇というリスク要因もある。現在の低金利下、各リートは借入金で資金調達を行うことで高い利回りを上げている。しかし、金利が上昇すると支払利息負担が増える上、賃料収入の上昇は金利上昇より遅れて現れるので一時的とはいえ収益が悪化する。これにより、質の悪い銘柄はより淘汰されるという構図になる。更に、新 BIS 規制の下ではリートのリスクウェイトが現在の2倍以上に上昇することから銀行の投資意欲減退が懸念される。



REIT 取引高図

【資料10 REIT取引高の推移】



この図は金融庁 HP より

この図からわかるように、平成15年までは取引高は2000億円程度であったが、平成16年に一気に1兆2000億円程度まで増加し、急激に発行高が伸びた。

6.9.3 個別の事例

ジャパンリアルエステイト

予想利回り：3.41%

三菱地所、東京海上、第一生命が保有オフィスビルを拠出して組成。優良銘柄の一つ。資産規模3223億円。

日本ビルファンド

予想利回り：3.29%

三井不動産、住友生命などが設立したファンド。運用対象は主にオフィスビル。有料銘柄の一つ。総資産は4495億円。

日本リテールファンド」
予想利回り：3.41%
三菱商事と欧州大手金融グループの UBS が設立。運用対象は主に商業用施設。優良銘柄の一つ。資産規模2447億円。

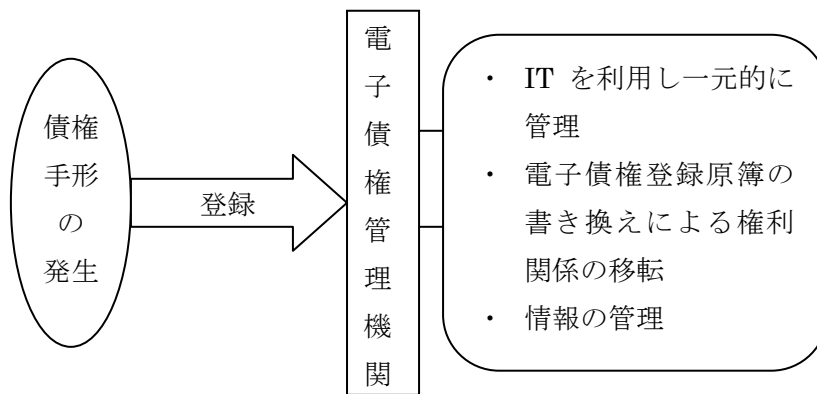
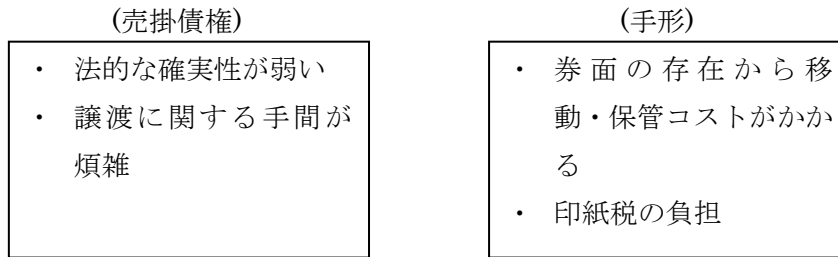
森トラスト総合リート
予想利回り：3.56%
森トラストが設立。大型オフィスビルと商業施設を保有。将来はホテルや住宅の組成も検討。資産規模1395億円。

ジャパン・シングルレジデンス
予想利回り：3.49%
リーマンブラザーズやダーウィンがスポンサー。マンション、アパート、ホテルを運用対象とする。資産規模283億円。

7章 電子債権による解決の可能性

7.1 電子債権とは

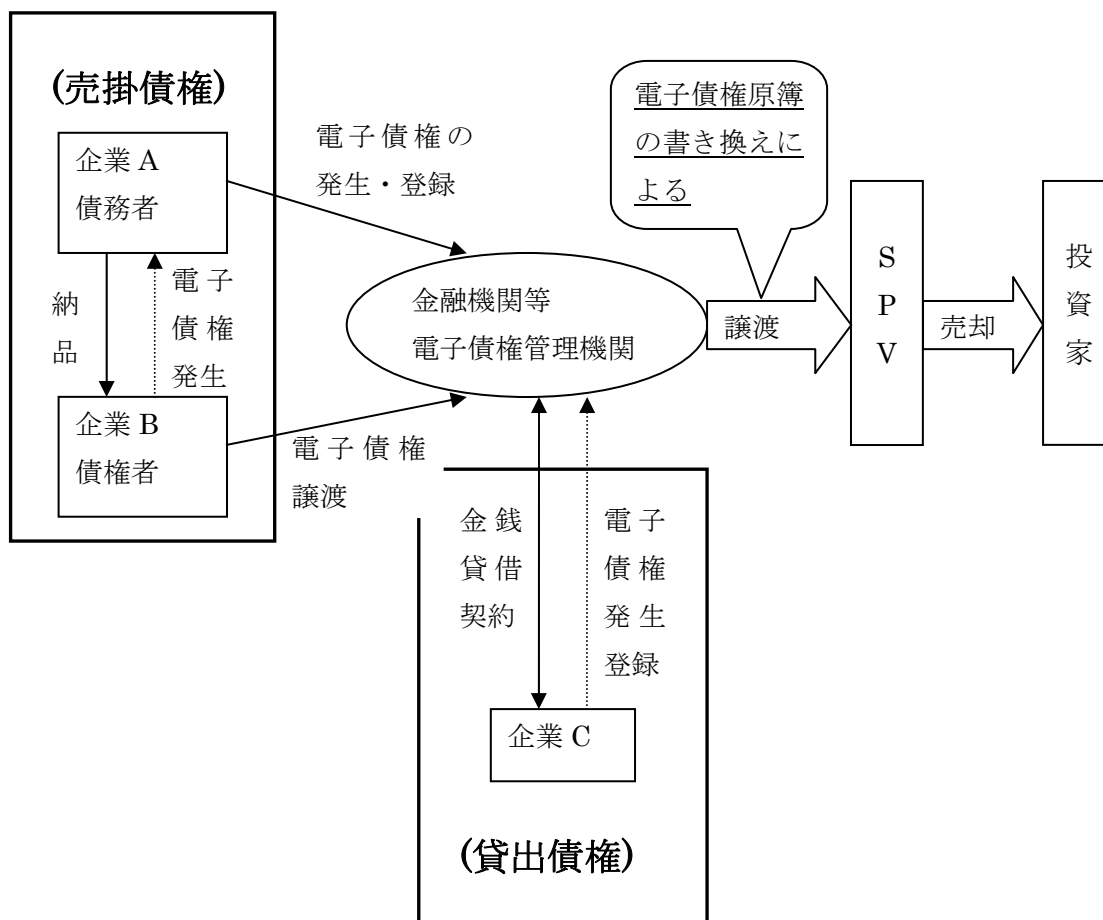
電子債権管理機関への登録により発生する金銭債権であり、指名債権（売掛債権・貸出債権）と手形債権双方の課題を克服するような、指名債権でも手形債権でもない新しいタイプの債権である。



債権流動化—電子債権方式のイメージ

電子債権を利用することで、特に貸出債権及び売掛債権の流動化をより迅速にかつ低コストで行える可能性がある。債権が発生したときに債務者の承認のもとで電子債権管理機関の電子債権原簿にその債権の発生を登記し、管理することができる。流動化を行うときの権利関係の移転はその原簿の書き換えのみで行うことにすれば、債権譲渡の際に発生する煩雑な事務手続きや確認のコストも削減される。

＜電子債権方式における売掛債権・貸出債権の流動化イメージ図＞



債権流動化－電子債権方式の具体的なイメージ

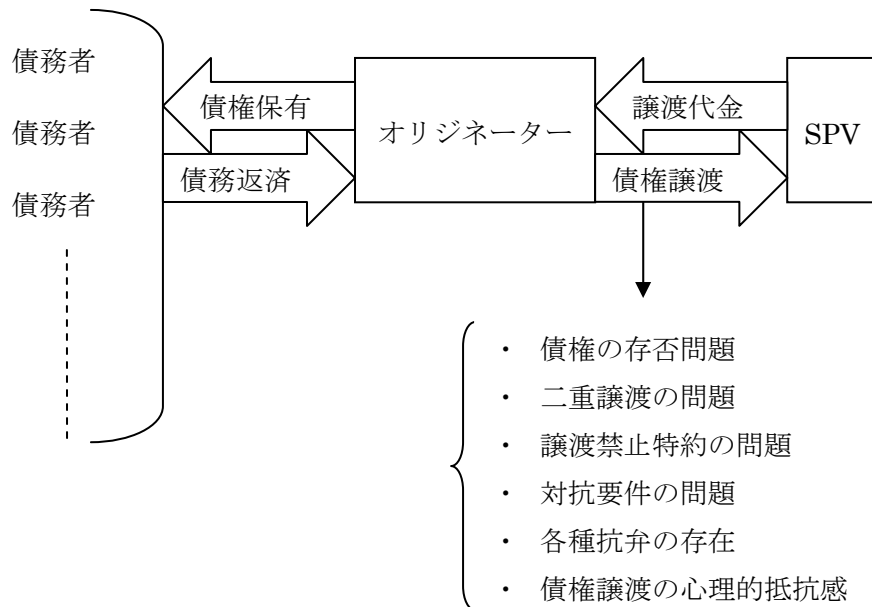
電子債権を利用した債権流動化に当たっては今のところ「売掛債権」と「貸出債権」が想定されている。

電子債権方式を活用した債権流動化に当たっては、流動化資産のオリジネーターである金融機関などが電子債権管理機関になり、債務者の承認のもとで貸付データを電子債権原簿に登録することで、電子債権として管理し、貸出債権を流動化する場合などには電子債権原簿の内容を書き換えることで適正に債権譲渡が実現することが想定されている。

このようなシステムから、貸出債権の流動化の法的安定性が向上することとなり、市場型間接金融の拡大が図られ、経済・金融の活性化が図られることが期待される。

7.2 法的論点の解決策としての電子債権

7.2.1 電子債権導入前の債権流動化の課題



① 売掛金の存否確認の問題

貸出債権に関してはその存在確認は容易である。しかし、売掛金については、特に債権者・債務者のうちのどちらかが中小企業である場合に、債権確認のためのデータや書類が未整備であるケースが多いので債権の存在が明確に確認できない。

② 譲渡禁止特約の問題

わが国では民法上の規定から一部の金銭債権に譲渡禁止特約が付与されている。これに反した債権譲渡は無効とされてしまうため、譲渡にあたっては譲渡禁止特約を個々の売掛債権および貸出債権について解除する必要があるが、これには過大なコストがかかる。

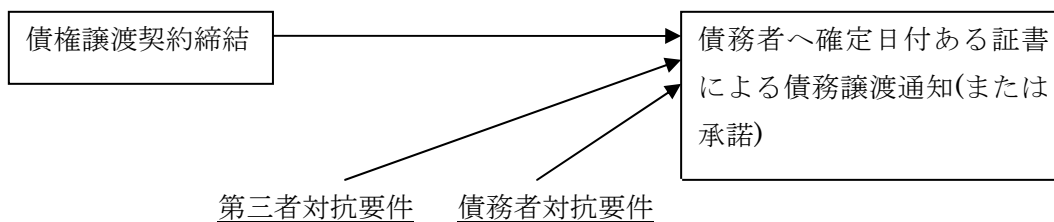
③ 二重譲渡・対抗要件具備手続きの問題

金銭債権が二重譲渡されている場合に関して、譲受人が第三者に対して弁済を請求するためには対抗要件を取得し、法的安定性を確保する必要がある。しかし、特に貸出債権の場合、多数の債権のプールからなる資産を裏づけ資産とした場合には個別に対抗要件を取得することには多大なコストがかかる。

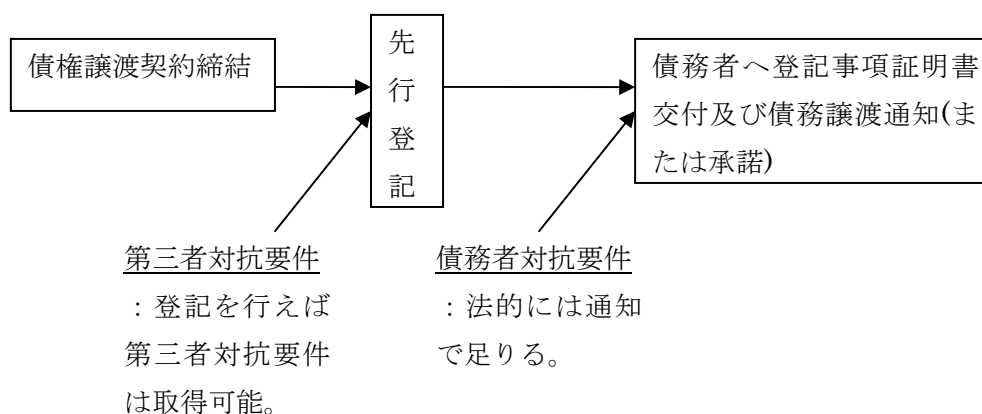
平成10年10月1日に施行された債権譲渡特例法では、債務者への通知なしに第三者対抗要件を取得することが可能となった。しかし、登記のみでは債務者対抗要件を具備することができないため、譲受人にとっては債務者が譲受人に対して有している抗弁が切断で

きないというリスクが存在している。また、債権譲渡特例法により、売掛金などの指名債権の譲渡に関しては先行譲渡の登記確認といった今までよりも煩雑な事務が追加されており、流動化を担当する金融機関などの負担が課題になった。以下の図は債権譲渡特例法とそれ以前の民法による対抗要件取得の比較である。

○民法467条



○債権譲渡特例法



7.2.3 電子債権による課題克服の可能性

電子債権により以下のようなメリットが期待される。

①低コストでの債権譲渡の実現

債権の存在、譲渡禁止特約の有無の確認が容易になる。また、対抗要件の取得に関しては電子債権原簿の書き換えにより債務者対抗要件と第三者対抗要件が取得できることにより、その取得のための通知や確認のコストが削減できる。このため低コストでの債権流動化が実現する。

②金融システム全体への便益

電子債権方式の導入による対抗要件具備コストの削減、譲渡禁止特約の有無といったことによる債権譲渡の簡便化による貸出債権流動化の促進（CLO 組成の簡便化）は、銀行に集中した過大なリスクの移転という面から重要である。

③中小企業金融の円滑化

電子債権方式を導入することで、債権の存否確認、譲渡禁止特約の有無といった債権情報の確認が簡単になるため、売掛債権・買掛債権といった企業間信用の更なる活用を図ることが可能になる。こうしたことは、中小企業金融の円滑化のより一層の促進に資することと考えられる。また、以上のコスト削減から小口債権でも流動化できるようになると考えられる。

④流通市場の発展への貢献

債権流動化においてまず電子債権のもたらす効果としては、「譲渡」にかかる様々な事務コストや法的リスクを回避できるという効果である。さらに、電子債権が一般的になれば、今までコストや法的リスクの面から流動化の対象となりえなかった資産が流動化の対象となり、さらなるリスク移転や、厚みのある市場の形成に資すると考えられる。

⑤サービサー業務の円滑化

債権の属性データ、債権の回収状況などの管理が電子データベース行われるようになるため、サービサー業務が行いやすくなる。

7.3 電子債権のその他の重要な論点

7.3.1 電子債権の導入による、新しい流動化のスキームの可能性

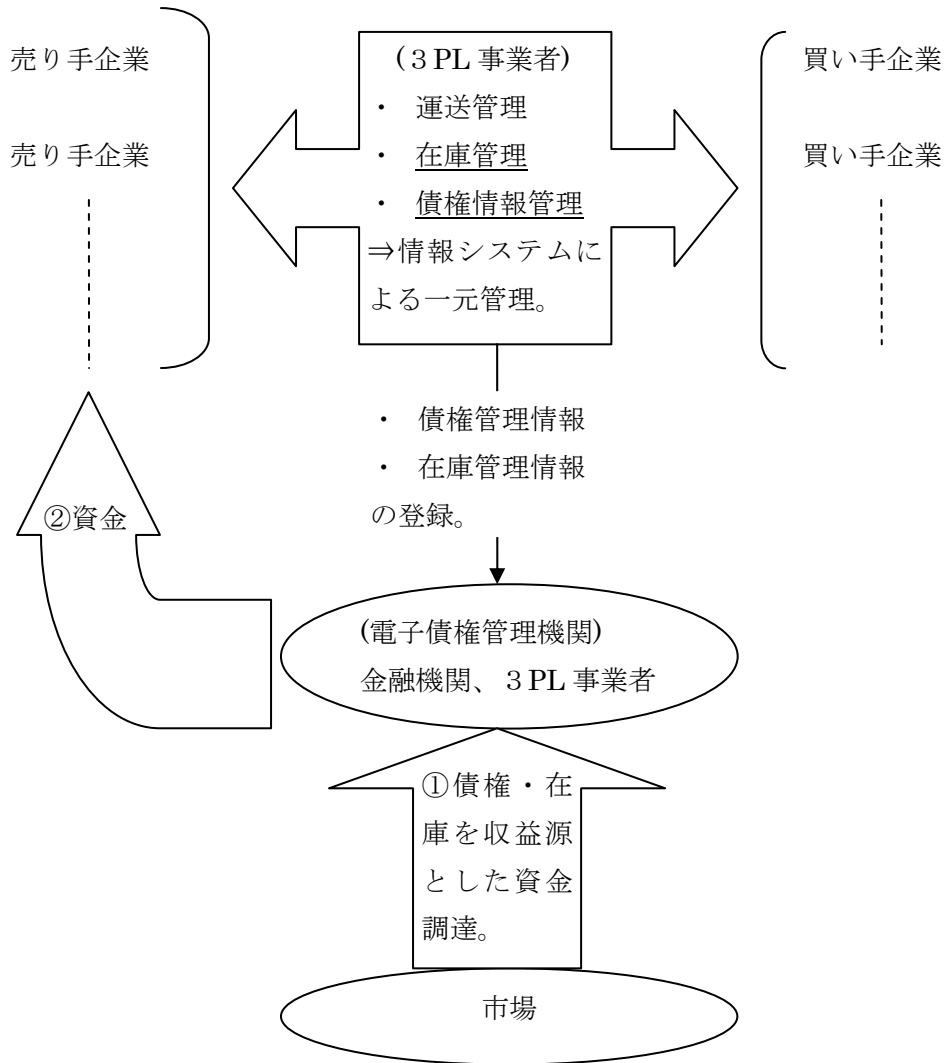
— 3 PL・一括決済方式

以下では電子債権を導入することにより行うことのできる可能性のある資産の流動化スキームを提示してみたい。

7.3.2 3 PL(サードパーティー・ロジスティックス)への電子債権の導入

電子債権方式を利用した3 PLによる債権、在庫の流動化を考えてみる。3 PLとは各企業が個別に行っていた商品の輸送、在庫管理、保管を一括して3 PL事業者が請けおい、物流の効率化とコスト削減を行うことである。このため、3 PL事業者は荷主企業と受け取り企業、双方の流通商品に関する債権情報や在庫情報を得ている。この情報が債権情報とともに電子債権管理原簿に記載されることで新たな流動化の可能性が生まれるのである。

3 PL(サードパーティー・ロジスティックス)への電子債権の導入と流動化

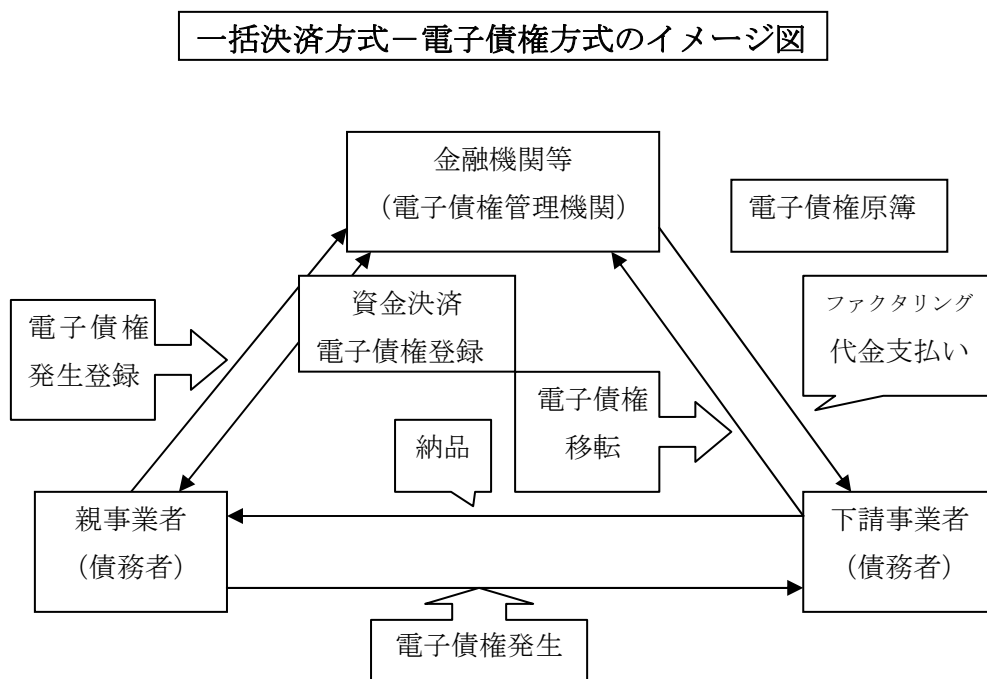


電子債権管理原簿に記載される債権情報が実際の商品の流通情報と結びつけば、売掛債権の発生段階から把握することが容易になり、債権の存否確認や、発生・消滅の確認をより容易に行うことができ、売掛債権の流動化を進めるにあたりコストの低下につながるであろう。さらに、3 PL 事業者が金融機関と提携して、在庫からの将来収益を背景とする流動化を行える可能性も出てくるのではないかと考えられる。在庫情報を管理している3 PL 事業者と、与信機能はあるが在庫情報を持っていなかった金融機関が電子債権原簿の登録でつながることで新たな流動化を行える可能性が出てくるのである。在庫を保有する企業にとっては在庫投資費用を早期に回収できるという新たな金融手段ができるという点でメリットがうまれる。金融機関にとっても、3 PL 事業者の在庫情報という確実な情報のもとで、今までにない在庫から生じるキャッシュフローの流動化を行うことにはメリットがあるのではないだろうか。

ただし、債権情報を商品の管理情報とともに電子的に管理することは、金融機関の債権を用いた資金融資を行いやすくするが、それが流動化を促すインセンティブに即刻つながるかは課題として残る。

7.3.3 一括決済方式（ファクタリング）への電子債権方式の導入

一括決済方式（ファクタリング方式）とは親事業者の下請事業者に対する買掛データなど発行（売掛金の発生）の代替として親事業者が金融主体に支払いデータを伝送し、金融主体が代わりに各下請事業者に代金を支払った上、親事業者にまとめて支払いを請求する仕組みである。



一括決済方式－電子債権方式のイメージ

金融主体が電子債権管理機関になり、親事業者から送信されてくるデータを電子債権原簿に保管することで電子債権として債権債務関係の管理が実現すると考えられる。

また、金融主体が下請事業者から債権譲渡を受ける場合などには、電子債権原簿の内容を書き換えることで適正に債権譲渡が実現できることとなり、債権譲渡に対する対抗要件取得や債権譲渡特例法に基づく先行登記の有無の確認などの事務が大幅に軽減される。

上に書いたメリットから債権流動化を行うためのコストが低下することになるため、債権流動化を妨げる一要因である、「収益に比してコスト高い」という問題が一部解消されるため一括決済方式への電子債権方式の導入が債権流動化の進展に寄与すると考えられる

この他にも、融資自体が電子化され、現状の、融資の発生からその融資の登録という流れではなく、融資の発生段階から電子化することも考えられる。また、最近広まりつつある電子商取引における債権債務関係を電子債権管理原簿で管理し、発生から決済までを一元的に管理することも考えられる。電子債権管理原簿に登録し、管理することができれば、上記で述べたように流動化を行うことが容易になり、従前では流動化を行うことができなかった資産も流動化できるようになり、市場に厚みを持たせることができる。

7.4 電子債権の利用にあたっての課題

電子債権もまた万能な手法ではない。以下のような課題が残る。

①電子債権管理機関への参入要件の決定の問題

電子債権管理機関が金融機関である必要はないが、債権を保有する点や、法的な権利移転を行う点を考慮すれば相応の資格が必要となろう。つまり、電子債権管理機関の中立性を公正性を維持するという点から、管理機関はこの業務を行うことの出来る人的・物的インフラを備えている必要がある。上に挙げた3PL事業者が一定の範囲内で電子債権情報を管理する機関となることは在庫から生まれるキャッシュフローの証券化や債権の流動化に貢献する面もあり、柔軟な対応をとるべきである。また、電子債権管理機関において、自らの債権管理能力を考慮して、主体的に、サービスの対象とする債権の範囲を決定することも認められる必要がある。

②法的論点とその解釈について

電子債権発生のための要件が明確化される必要がある。また、債権者と債務者の間において電子債権を発生させることについての合意の要否などが明確化されることも必要である。

債権原簿の書き換えにより、対抗要件が確実に付与されることが法制度上明確化される必要がある。また、債権について、電子債権の発生登録がされる一方で、債権の債権譲渡登記がされた場合、当該債権譲渡登録と電子債権原簿登録による対抗要件との関係をどう考えるかについて、電子債権の譲渡に関する当事者の法的安定性の観点から明確化されることが求められる。

譲受人に対して債務者が抗弁を対抗できる範囲が明確化されることも必要である。

③譲受人保護制度

債権流動化を促進するには、債権譲受人が安心して債権を譲り受けられる環境を整備することが必要なことから、善意取得のような譲受人保護制度を設けたほうが良いと考えられる。この点に関しては、善意者が保護される場合に、誰が、どのような要件で責任を負担するかについて明確化される必要がある。

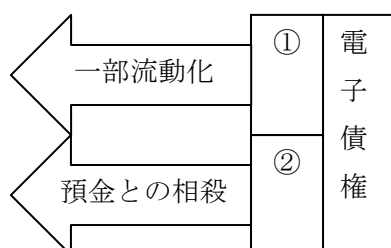
④既存の債権との関係の問題

現状では手形や売掛債権、貸出債権が流通している。これらの債権と新たに創設される電子債権との関係や、電子債権へのスムーズな切り替えを確保する必要がある。

⑤柔軟な電子債権の必要性

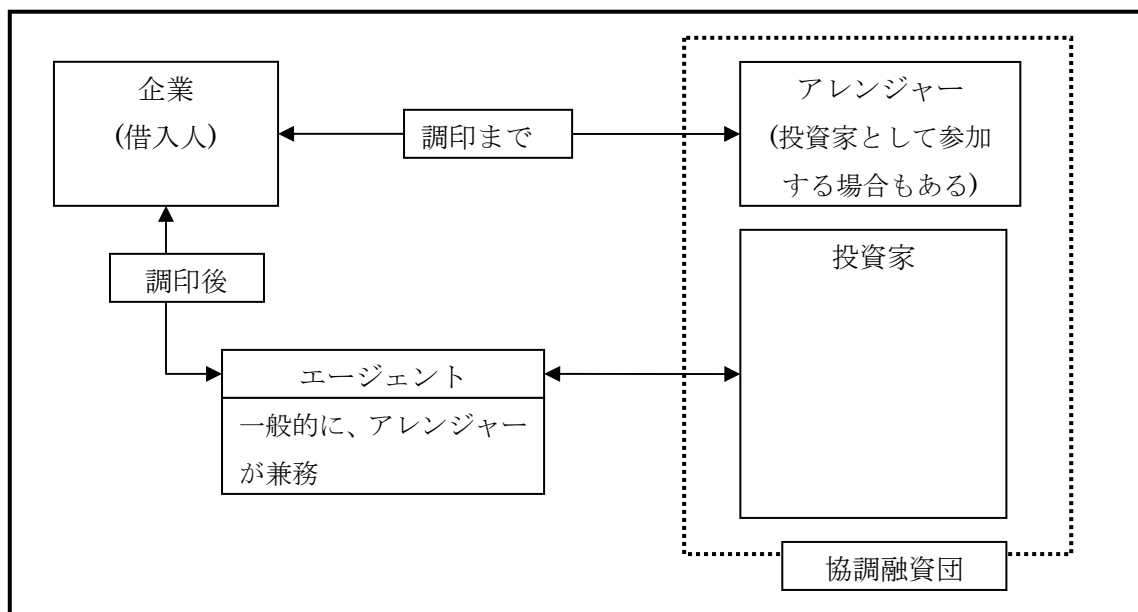
電子債権制度により譲渡の簡便さや法的安定性の高さが達成された場合、その企業にとっての資金調達に当たっての最適ポートフォリオを実現することが出来るようにすべきという問題から電子債権の分割や一部譲渡を可能にするべきである。特に中小企業による電子債権譲渡にあたってはこれが妥当である。

また、この点に関しては電子債権管理機関が電子債権の適正な管理などを行う上で、債権者・債務者などの合意により分割数に上限を設定することは、管理機関のコスト面の観点から認められるべきであると考えられている。



補論1 シンジケート・ローン

i) シンジケート・ローンとは

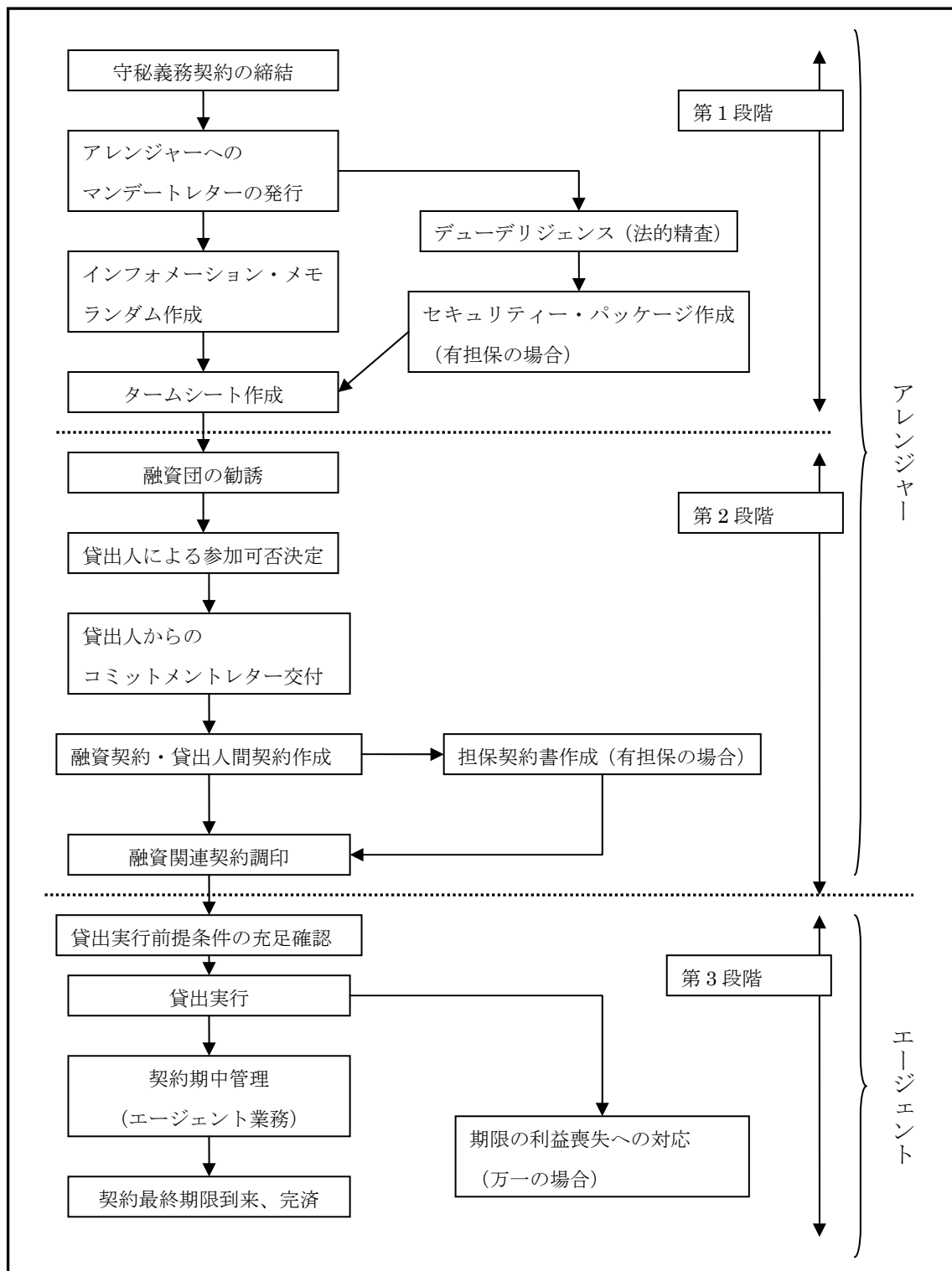


シンジケート・ローンとは、企業（借入人）の資金調達ニーズに対し複数の金融機関による協調融資団を組成し、同一の条件のもとで協調して行う融資形態である。多額の融資信用供与を複数の金融機関が強調して同一の条件のもと同じ手続きを踏むことにより、借入人側の事務コストが低減し、貸出側の信用リスク分散をはかり、大型融資が可能となる。

借入人からの依頼（マンドート）に基づき、アレンジャーが協調融資団の組成を行う。アレンジャーは組成に際し、貸出条件の設定や投資家の招聘、契約書の作成などを行い、企業との協調融資団の間を調整する役割や情報提供を役割として担う。シンジケート団の組成（多数の金融機関へ参加を依頼するジェネラル・シンジケーション方式と既存取引金融機関で組成するクラブ・ディール方式）業務と参加金融機関との条件交渉・契約書作成業務の2点に大別できる。

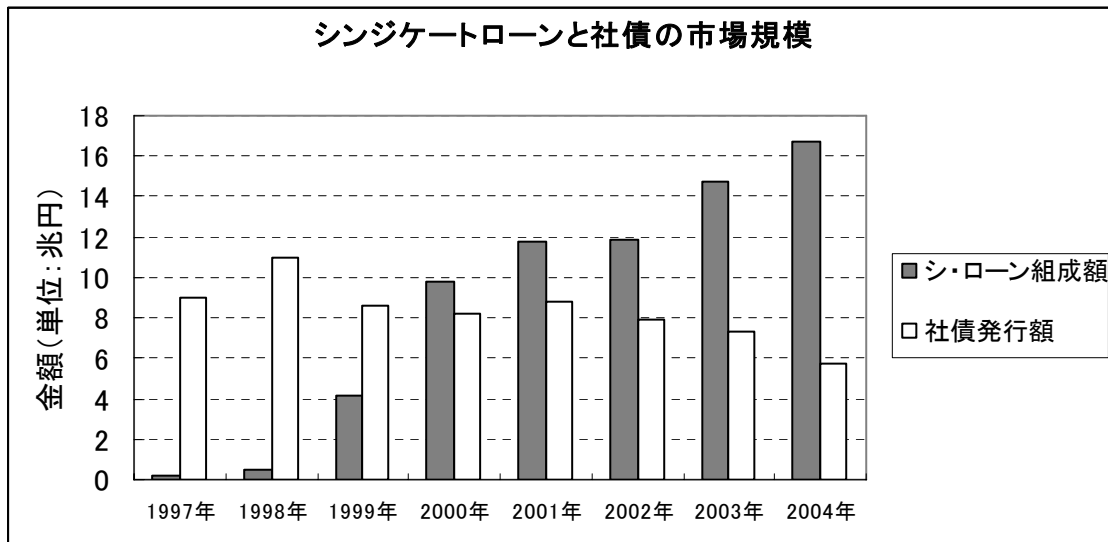
シンジケート・ローン組成後はエージェントが貸出実行や期中の債権管理、弁済の受領、必要な情報の連絡などの事務を一括して貸付人の代理人として活動する。弁済受領・貸付人間の分配を期中の主たる業務とするため、決済機能のある都市銀行等が務める。エージェントは通常、アレンジャー業務を行った金融機関が兼務する。また、エージェントが手に入れた借入人の情報や第三者からえた情報については開示義務を負わない。情報公開するのにエージェントの負担が増し、借入人との守秘義務があるためだと考えられている。ただ、借入人は貸付人からの依頼に基づくエージェントの要求により随時

必要な情報を開示する義務を負っているのが通常である。



シンジケート・ローンの組成過程

ii) シンジケート・ローンの現状



シンジケート・ローンと社債の市場規模

日本におけるシンジケート・ローン市場は 1999 年より急拡大に転じ、2004 年の市場規模は 16.6 兆円にのぼり、普通社債発行額 5.7 兆円を上回る規模になっている。

日本のシンジケート・ローン市場が拡大してきたのは、1997 年の三洋証券の破綻に始まる金融危機が契機に金融環境が変わったことに始まる。金融危機を契機に、コマーシャル・ペーパー（CP）市場が機能しなくなり大手企業が社債調達、銀行借入に殺到し、地域金融機関等の余剰資金が資金不足の大手行に供給するコール市場が圧縮し、そのため、従来から BIS 規制対策のために限界的なアセット調整をおこなっていた大手行もアセット圧縮に取り組まざるを得なくなった。このような環境の変わる中で、大手行のバランスシートを経由することなく地域金融機関等から企業に直接資金を供給するパイプとして、シンジケート・ローン市場が拡大していったのである。

iii) シンジケート・ローンの特徴

イ) シンジケート・ローンの種類

シンジケート・ローンでは自由自在な契約形態の策定が可能である。その基礎となる形態として、以下の 3 形態がある。

①コミットメントライン（融資枠）

借入人と金融機関との間であらかじめ設定した極度額、期間の範囲内（通常は 1 年

以内)で、一定の条件を満たすことを条件にご融資することを約束(コミット)する契約であり、コミットメントライン(スタンバイ)、リボルビングラインの2種類に大別される。前者は非常時以外には資金引出を前提としない狭義のコミットメントラインであり、後者は常時資金引出を前提とする契約である。

またその他商品には、複数の通貨による借入が可能な「マルチカレンシーライン」、複数の市場での借入が可能な「グローバルライン」、借入人が複数設定される「マルチボロワー方式」、個別借入れごとにビットを行うことにより低スプレッドの調達を目指す「ビットティングライン」、その他各ラインの組合せもある。

②タームローン(証書貸付)

長期的な運転資金、設備資金に利用する証書貸付形態の契約である。

③複合型

複合型とはコミットメントラインとタームローンを組み合わせた形態である。コミットメント期間中に段階的に引出を行い、その後長期のご融資に乗り換えて返済するパターンが一般的である。

ロ) 契約に参加する金融機関の種類

①クラブ・シンジケーション

既存取引金融機関のみで組成する、シンジケート・ローン。すでに借入人と取引のある金融機関を対象とした組成となるので、既存融資取引条件や銀行政策が反映される傾向が強くなる。また一般的には組成金額については、ローンチ(金融機関招聘)前からある程度の予想がしやすいという特徴がある。

②ジェネラル・シンジケーション

新規取引金融機関も含めて組成するシンジケート・ローン。借入人と取引のない金融機関を中心に組成するため、調達窓口の多様化を図ることができる。また新規金融機関との取引となりますので、より市場実勢を反映した融資条件での組成となり、組成金額についても変動する可能性もある。

ハ) シンジケート・ローンと社債・相対貸出との比較

シンジケート・ローンのメリットを社債や相対貸出と比較して特徴を挙げる。シンジケート・ローンは、間接金融の特徴である柔軟性と直接金融の特徴である市場性を兼ね備えており以下のようなメリットがある。

(1)借入人からみたメリット

ア)社債と比較した場合

	シンジケート・ローン	社債
組成方式	・ベストエフォートベース ・引き受け方式(高格付企業向け案件)	引き受け方式
返済方式	・期限一括 ・事業計画に応じ自由に選択可能。	期限一括返済
金利	・固定金利と変動金利の選択可 (主流は変動金利)	固定金利
担保制限条項	債務全体に対し規定	社債間
財務制限条項	ほぼすべてのケースで規定	ほとんど設定されていない
外部格付	不要	必要
目論見書作成	不要	必要

シンジケート・ローンと社債の比較

①組成方式

社債では引き受け方式が一般的であるのに対しシンジケート・ローンではベストエフォートベース(最善努力)義務が中心であったが、近年、高格付企業向け案件を中心に引き受け方式が定着しつつある。

②返済方式

社債はほとんど期限一括返済であるのに対し、シンジケート・ローンは期限一括だけでなく、検討可能事業計画に応じ借入期間、元利金等返済や一定期間据置き後の元利金等返済、分割返済の設定や期日前返済などのキャッシュフローに合わせた約定返済スケジュールを自由に設定することで相対貸出に近い柔軟性を持つ。これにより、借入人のニーズに適した資金調達を実現されやすい。

③金利

社債は固定金利が一般である。シンジケート・ローンは固定金利と変動金利を自由に選択でき、変動金利の組成が主流になっている。

④保全面

社債には社債間の担保制限条項しか規定されておらず、財務制限条項はほとんど設定されていない。シンジケート・ローンでは債務全体に対し担保制限条項が規定され、ほぼすべてのケースで何らかの財務制限条項が規定される。これは従来の相対貸出に

はなかったシンジケート・ローンの特徴である。財務制限条項などのコベナンツにより借入人のクレジット情報のモニタリングシステムが全貸付人に共有され契約書に盛り込まれる。

上に挙げた点以外にも、社債に比べシンジケート・ローンのメリットとして、目論見書等の作成が不要なので社債と比べて借入人の事務負担が少なくなる、外部格付の取得は不要などのメリットもある。また、マーケットの環境によっては、社債に比べ低コストでの資金調達が可能なる場合もある。

イ) 相対貸出と比較した場合

相対貸出では、多くの金融機関と資金調達に関する交渉に時間的、労力的にコストがかかる。一方、シンジケート・ローンはアレンジャーによる金融機関との交渉の一元化により、同一契約書で複数の金融機関との取引が可能であり、金融機関との条件交渉、契約書作成、調印実務等の省力化を図れ、借入から最終の返済までの期日管理、元利金返済事務等の効率化させることができ、資金調達コストが削減できる。さらに、シンジケート・ローンでは、新規金融機関の参加により、取引金融機関（調達間口）の多様化を図れる。それにより、企業に対する信用供与額が多くなり、資金調達余力が拡大する。既存金融機関との取引では、貸出余裕枠が復活し借入人の円滑な資金調達につながる。

また、シンジケート・ローンを組成する際に、相対貸出にはなかった財務制限条項等のコベナンツが特徴である。コベナンツにより、借入人のクレジット情報のモニタリングシステムが全貸付人に共通のものとして契約書に盛り込まれる。コベナンツが期限の利益喪失条項と連動することにより借入人に対し権利行使が可能な事象についても透明化がなされている。その権利行使については、全貸付人が団体として行動することが求められ、貸付人間で不平等が生じないように手当てされている。

また、契約書にはあらかじめ債権譲渡に関する条項が規定され、組成後の流通が念頭に置かれ、通常の相対貸出に比べると流動性が高くなっている。

(2) 貸付人からみたメリット

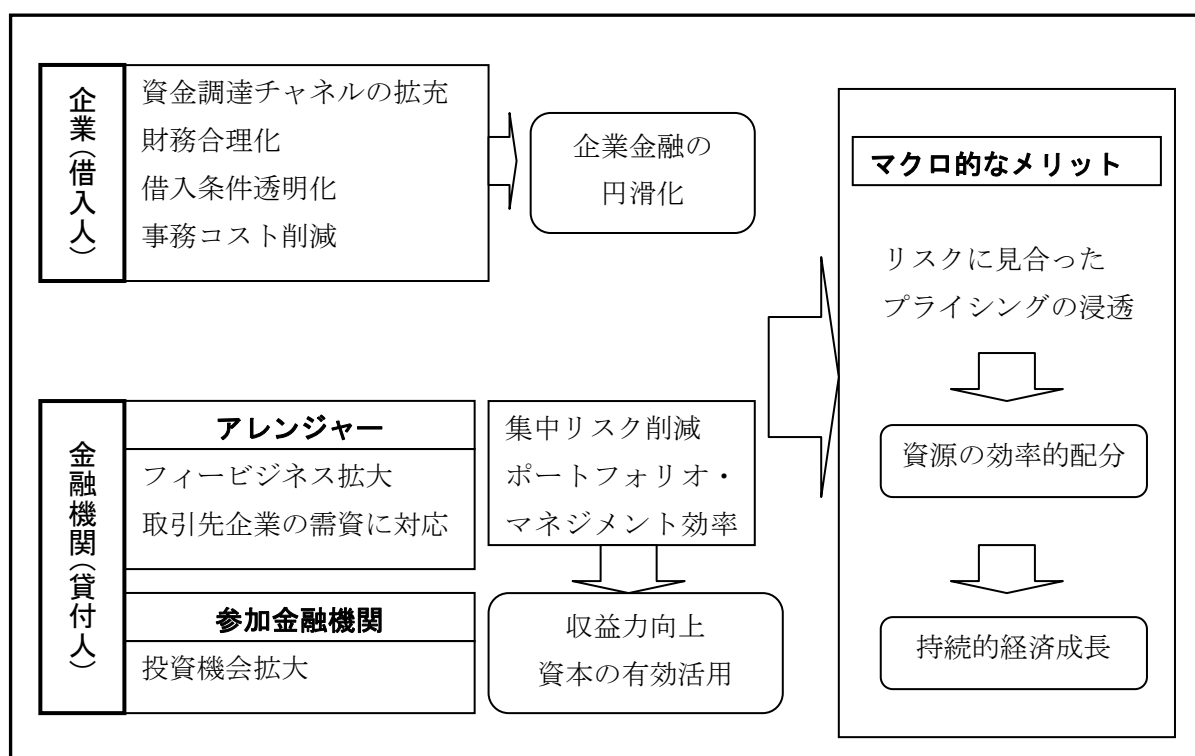
アレンジャーやシンジケート団を構成する貸付人からみたメリットとして、信用リスクの分散、フィービジネス拡大を挙げられる。

シンジケート・ローンに参加し貸出債権の売買をすることにより、貸出先の地域・業種等のリスク分散を図れ、効率的な信用リスク管理ができる。シンジケート・ローンでは、契約書の標準化、貸出先のリスク査定の合理化、元利金回収業務をエージェントに一元化するため、貸出にかかる事務が効率化され収益性が向上する。

(3)マクロ的メリット

シンジケート・ローンが相対借入や CP・社債などの直接金融に加えた新たな資金調達手段を得られることができ、既存取引金融機関だけでなく新たな取引先金融機関が増え多数の貸付人へのアクセスが可能になる。そのため、大規模な資金調達が可能になる。

シンジケート・ローンは複数の金融機関が組成段階で関与し多様な信用供与判断が生まれ、ローンの流動性を前提にした金利等の条件設定が行われる。それにより、市場において評価されたものと同様に、金利設定に関する合理化が図られリスクに見合った価格付けがなされ、適当な金利での調達が実現される。また、コベナンツも含めた明確な契約に基づき、信用リスク管理が適切に迅速におこなわれやすくなり、採算性の低い事業に対する貸出や投資が継続されることが次第に少なくなり収益性の高い事業や産業への資源の移動を促すきっかけにもなる。このように、相対金融に加え、シンジケート・ローンがあらたなチャンネルとして機能すれば金融システム全体で効率的な資源配分が可能となり、経済の持続的な成長を支えていく仕組みが強化される。



シンジケート・ローン市場がもたらすメリット

iv) シンジケート・ローンの課題

シンジケート・ローンの課題として以下のことを挙げられる。

- ①対抗要件具備の煩雑さ

債権譲渡の実施の際に、譲渡が発生するたびに債務者の譲渡承諾書や印鑑証明書、資格証明書などの書類が必要である。そのような事務手続きは債務者にとって非常に煩雑であり、債務者が譲渡を許可する意思があっても債権譲渡に消極的になりやすい。

また、第三者対抗要件は登記のみでは具備できないため、譲渡人にとって債務者が譲渡人に対し有している抗弁が切断されないなどの一定のリスクが生じている。さらに、指名金銭債権の譲渡について先行譲渡の登記確認など煩雑な事務があり企業の負担になっている。

②借入人の情報開示

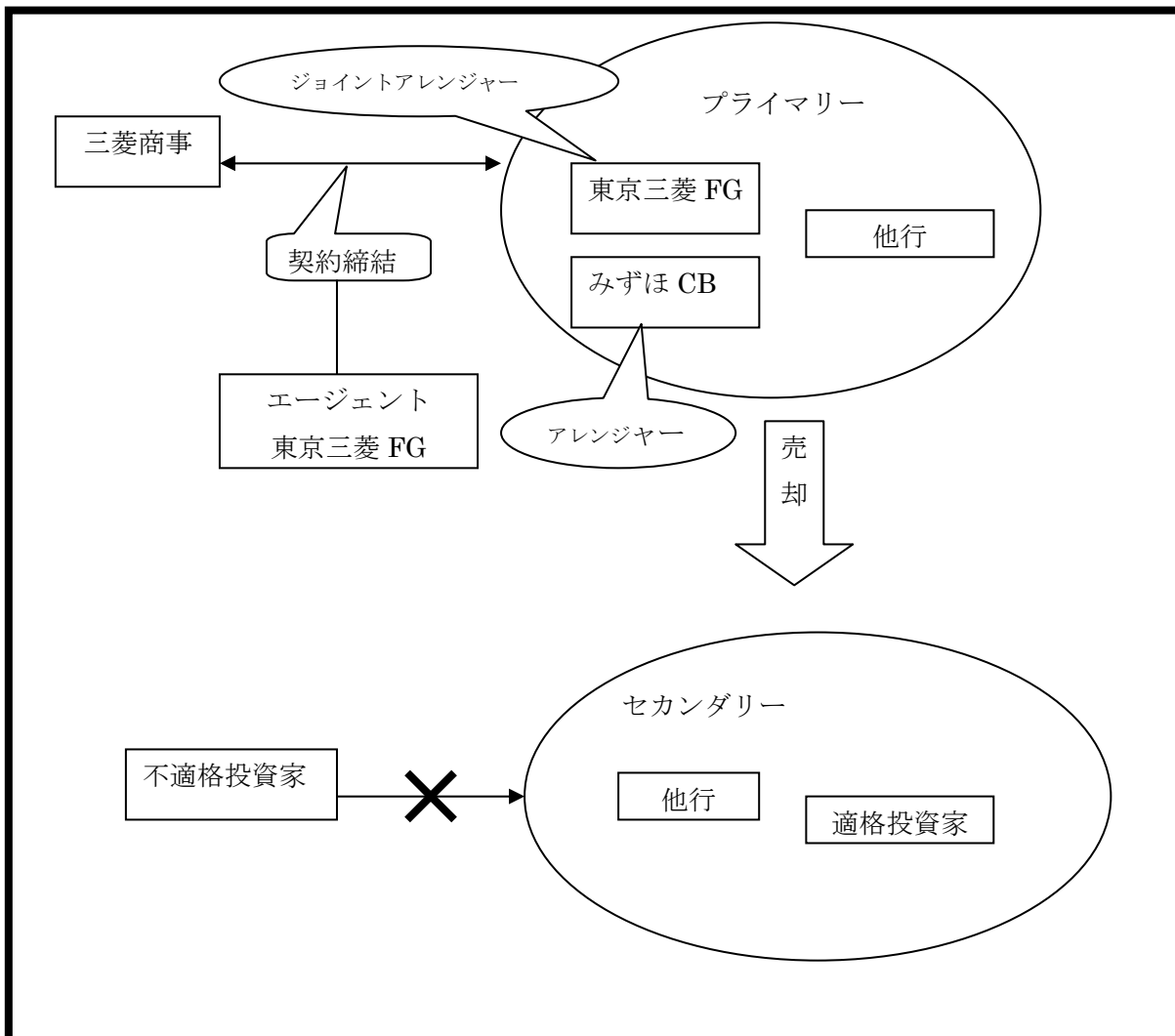
シンジケート・ローンへの参加を検討する金融機関にとって借入人から開示される情報の量や信頼性が十分でない場合は参加が困難となっている。また、企業の財務内容や借入債務のプライシング等の情報が開示されることに借入人の抵抗感は根強い。

v) 三菱商事の高流動性シンジケート・ローン

イ) 高流動性シ・ローン導入の必要性

三菱商事は、国内で初めてローン債券の流通・売買を前提とした高流動性ローンを組成した。何度も議論されているように金融機関と債務者の間には第三者である投資家に会社のプライベートな情報を開示したくないという取引慣行上の問題が存在するが、この手法はこの問題の解決策の一つの例である。その理由は、このシンジケートローンが、当初から適格機関投資家間で売買(譲渡)されること、すなわち債務側が当初から債権譲渡への異議なき承諾の協力を前提に組成されている点にある。すなわち情報開示を認められた優良投資家に限定されることで、債務者が安心して情報開示を行うことが可能となる。

概略図



ロ) 高流動性シ・ローンの特徴

高流動性シ・ローンの特徴として以下のような点が挙げられる。

(a)債務者による譲渡承諾への協力規定

(b)変動金利ベースの金利設定

マーケットメイクを行いやすく、金利上昇リスクに対応した変動金利商品である。

(c)債務者による追加借入

(b)で指摘した通り高流動性シ・ローンは変動金利ベースとなっているため、追加貸出し

のニーズは債務者だけでなくシ・ローン団側にもあるため、調達柔軟性が高くなる。

(d)ローン格付けの取得

流通市場での信用力を何度も調査することにより、格付けの信頼性を高めることができる。その結果投資信託・年金資金等のファンド運用対象となることも視野に入れて発行した。

(e)調達の機動性向上を狙いとした契約書体系

シ・ローンの契約の際、契約書を以下のように設定した。

主契約書：回合ごとに金額・年限・金利率の個別条件を設定

約款：基本的な貸付契約の各条項を網羅

このような契約書をそのまま生かす。すなわち二回目以降の手続きでは、金額・年限・金利率の個別条件を改定するだけで調印することが出来る。これにより機動的な調達を可能とした

(f)定例調達

このスキームの正式名称は、「第一回無担保変動金利付シンジケート・ローン」であり頭に回数を付けることでシリーズ性を強調している。このようなシリーズ性は主に社債に利用されており、これはローンが流通市場での売買を前提とするということを表現しているといえる。すなわち流通市場での売買を前提とするなら、シリーズ性がある方がよいと考えられる。

ハ) 高流動性シ・ローンの具体的意見

この試みにより実際に今回参加した銀行がどのような感想を持っているか例を挙げる。

①琉球銀行の例：シ・ローン第一回 20 億円をセカンダリーで購入

当初はこの商品性を理解出来ず、シ・ローンの未経験なセカンダリー取引に対して難色を示していた。主に琉球銀行が問題としたのは、セカンダリー取引の際に新たな規定の作成やシステム対応というコストがかかることであった。しかし、エージェントである東京三菱銀行が上の特徴(e)について説明したことにより、購入を決定した。

②西京銀王の例：シ・ローン第一回 4 億円をプライマリーで購入

第一回で 12 月に購入しその二ヶ月後に売却した。その理由に関して今回のような低スプレッドのものを長期的に抱えることは困難であると主張した。また、元々売却を前提とした高流動性シ・ローンだったからこそ購入したという。

ニ) 高流動性シ・ローンの成果

このように今回の高流動性シ・ローンは三菱商事であるがゆえに高格付けかつ低スプレッドであった(プライマリー5bp・セカンダリー4bp)。ゆえに他の金融商品と比較しても決して魅力的なものではないというのが参加金融機関の声である。しかし、売買を前提とした上で組成をしているためこのようなシ・ローンを行うことが出来たと言える。また、セカンダリーでスプレッドが縮小している点に着目するとセカンダリーである程度の評価を受けていることが分かる。したがって、プライマリー段階の参加金融機関で利益を上げるチャンスが存在しているため高流動性シ・ローンには組成インセンティブがある。

高流動性シ・ローンはこの方式によりセカンダリー市場で売買される可能性を高めるためセカンダリー市場で様々な投資家層をシ・ローンに組み込むことを可能とする。ゆえに、セカンダリー市場の取引活発化の一つの手段として高流動性シンジケート・ローンは期待されるのである。

補論 2 投資サービス法について

資本市場中心の金融システムを確立するには法制度・社会的共通資本（公共財）の整備が必要であると述べたが、ここでは、どのような法律・制度が設計されるべきかをより具体的に述べていく。適切な市場を進展させていくにあつたては法制度の確立が不可欠である。

旧来の法制度の問題点

・縦割り行法に由来する商品開発やサービス提供上の制約

業法が縦割りの業界・業態ごとに分かれていることにより、業をまたぐような金融商品やサービスの開発に支障が生じ、また当局への報告や内部対応など規制対応コストがかさむことで顧客本位の金融商品をそろえようとする金融業者が誕生しにくい。

・各業法間のルールのズレ

業法が過去のその時点、その時点での必要に沿って制定・改定されてきたことに由来する、不合理なルールのズレが存在する

・ルールの隙間

経済効果が似ていても特定の業法に縛られない広義の金融商品については、ルールの隙間に落ちて規制を受けない金融商品が出てきてしまう。このような商品については、迅速・機動的な放棄正常の対応が行えず、常に後手に回ることになり、消費者への詐欺行為の温床となる。

・監督官庁の分断

金融庁は銀行・証券・保険を統合的にカバーしているが、他省庁が業法作りを監督している金融商品が存在する。そのことは規制のズレや隙間を作る原因となり、ひいては詐欺行為の横行に発展する。また、業者側でも総合サービス提供上や規制対応コストの問題が生じていて、サービスの縮小につながっている。

・法執行力の弱さと不安定性

規制機関の制裁権限や被害者救済権限が貧弱であり、課徴金の適用範囲が狭すぎ、違反行為による不当利益の摘発のための制度が未整備。自主規制機関による制裁の多くが行政処分の後追いで重複して行われている。消費者、被害者救済が不十分で、ADR（裁判外紛争処理）機関も未発達で、組織の権限や紛争処理プロセスも業態ごとにばらばらである。

・不十分な金融商品販売法

「金融商品販売法」は執行力が弱く、トラブルの多い商品が法対象から抜け落ちていて勧誘・販売規制のごく一部を担っているに過ぎない。

・情報開示への不信・公開会社ガバナンスへの不信・個人株主や個人投資家の軽視

こうした問題に対して質の高い資本市場を育てるには以下のようなシステムが必要である。

適切な資本市場育成に必要な制度

・市場の信頼確保

→公開情報の形で特定の資金調達者の信用度や将来性に関連する基礎的な情報が得られる制度（企業情報の透明性を確保する制度）

→会計基準（←連結範囲の拡充と現存会計の適用により売買スプレッドの低下。つまり市場流動性を高める。企業財務の透明性の確保が必要。）、情報公開制度

*市場型金融→情報獲得は、資金調達者（企業）か自ら公開するデータを通じて行われる。公開情報の形で特定の資金調達者の信用度や将来性に関連する情報が得られるから多数の主体の参加が可能になる。

取引条件が開示され、多くの主体の知ることの出来る公開情報になるべき→価格に織り込まれる→円滑な資金調達へ。

・消費者（投資家）の保護、金融犯罪の削減

投資家の権利と契約履行が確保される制度←市場型金融において契約履行の確保は明示的な契約とそれに対する法的保護

金融商品に関する詐欺的行為の防止、投資家保護の必要性

→投資家の権利に対する法的保護が弱いと市場型金融は成立しない（Common law と Civil law の違い）



旧来の「証券取引法」を改組し、こうした理念を踏まえた「投資サービス法」を制定すべきである。

投資サービス法の範囲

「投資サービス法」においては可能な限り幅広い金融商品を対象とすべきである。つまり「証券取引法」ではカバーできなかったデリバティブ取引、信託受益権などの金融商品も対象とすべきである。

また、金融サービス業者・消費者間の取引だけを見て、近視眼的に消費者保護を図ろうとするのではなく、まず公正な質の高い市場が形成されるような法律でなければならない。

市場の信頼確保、投資家保護という視点から

・裁量的なルールの禁止

規制機関の恣意的な裁量的な政策を防止するため、ルールの適用範囲と適用可能性に関する情報を市場関係者に十分に提供する仕組みにすべきである。金融サービス業者の基本的義務である業務原則と、規制機関の守るべき規律など規制原則をまとめた形で明示することが重要である。

参考文献

- 『証券化の役割と課題』 RIETI
柳川範之 [2005]
『不良債権証券化の効果』 経営論集
堀田真里 [2005]
『電子債権構想 - IT 社会における経済・金融インフラの構築を目指して -』 経済産業省
電子債権を活用したビジネスモデル検討 WG [2005]
『債権流動化の法務と実務』 金融財政事情研究会
みずほ信託銀行編 [2005]
『なぜ今、シンジケート・ローンそしてローンセカンダリー市場なのか—銀行におけるローンポートフォリオ・マネジメントの重要性—』 証券アナリストジャーナル
村山昌博[2005.3]
『ローンセカンダリー市場活性化に向けた日本ローン債権市場協会の活動と今後の課題について』 証券アナリストジャーナル
塩澤和彦 木原正裕[2005.3]
『発展を続けるクレジット市場と日本銀行の取り組み—シンジケート・ローン市場の現状と課題を踏まえて—』 証券アナリストジャーナル
菅野浩之[2005.3]
『企業金融とシンジケート・ローンについて』 証券アナリストジャーナル
下山陽一 根本泉 仙當毅行[2005.3]
『日本：2004年の回顧と2005年の展望』
フィッチ・レーティングス[2005]
『シンジケート・ローン市場の現状と展望』
みずほコーポレート銀行[2005]
『金融サービス』 NTT 出版
堀内昭義・池尾和人編[2004]
『証券化市場フォーラム・報告書』
日本銀行金融市場局[2004]
『実践 証券化入門』 シグマベイスキャピタル
江川由紀雄 [2004]
『証券化の法と経済』 NTT 出版
高橋正彦 [2004]
『シンジケート・ローン契約書作成マニュアル—国内・海外協調融資の実務』 中央経済社
坂井豊 副島史子 [2004]
『わが国証券化市場の更なる発展に向けて～証券化市場フォーラムにおける議論の概要と

日本銀行の取り組み～』日銀マーケット・レビュー
 日本銀行金融市場課市場企画グループ[2004]
 『証券化市場と格付け』証券アナリストジャーナル
 北原一功[2004. 2]
 『資産担保証券市場の活性化と日本銀行の取り組み』証券アナリストジャーナル
 井上哲也[2004. 2]
 『中小企業金融における証券化手法の活用について』証券アナリストジャーナル
 信谷和重[2004. 2]
 『住宅金融公庫 MBS を見る視点』証券アナリストジャーナル
 大垣尚司[2004. 2]
 『証券化マーケット解説術(12) 10周年の証券化市場がさらに発展するには何が必要か』
 スタンダード&プアーズ [2004]
 『証券化マーケット解説術(6) コンデュイット型、売却型中心に拡大する CMBS 市場』
 スタンダード&プアーズ [2004]
 『証券化マーケット解説術(5) ABCP 市場でパーシャルサポート型が勢いを増すか』
 スタンダード&プアーズ [2004]
 『銀行は何故変わらないのか』中央公論新社
 池尾和人 [2003]
 『証券化入門 資産価値に基づくファイナンス手法のすべて』日本経済新聞
 岡内幸策 [2003]
 『債権流動化の理論構造～証券市場の機能とその将来～』 日本評論者
 深浦厚之[2003]
 『わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望-1, 2, 3』 農林中金総合研究所
 レポート
 農林中金総合研究所[2003]
 『シンジケート・ローンの実務』金融財政事情研究会
 菅原雅晴 丸茂彰 金川創 佐藤 正謙[2003]
 『クレジット市場改革と日本銀行の取り組み』日銀マーケット・レビュー
 日本銀行金融市場課市場企画グループ[2003]
 『中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書』
 日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ[2002]
 『ABC P市場拡大に向けた取組み-中小企業金融の円滑化と証券化ビジネスの拡大-』日
 銀マーケット・レビュー
 清水季子 稲村保成 西崎健司[2002]
 『米国MBS市場の現状とわが国へのインプリケーション～わが国における住宅ローン担
 保証券(MBS)市場の活性化に向けて～』日銀マーケット・レビュー

二宮拓人 菅野浩之 植木修康 加藤毅[2002]

『不動産証券化の財務諸表と不良債権処理に与える影響』 LDI REPORT

矢口和宏[2002]

日本経済新聞 [2002～2005.8]

日経金融新聞 [2002～2005.8]

金融財政事情 [2002～2005.8]

『証券化の知識』 日経文庫

大橋和彦[2001]

『米国におけるローン債権市場の発展とわが国へのインプリケーション』 日銀マーケット・レビュー

藤田研二 菱川功[2001]

『証券化の歴史的展開と経済的意義－米国を中心に－』 大蔵省財政金融研究所フィナンシャル・レビュー

遠藤幸彦 [1999]

『ストラクチャードファイナンス入門』 日本経済新聞社

大垣尚司 [1997]

『情報開示と金融・資本市場の経済分析』 文眞堂

康聖一 [1997]

審議会等

財務総合政策研究所

「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会」 [2005]

経済産業省産業金融部会「次世代の企業財務と産業金融機能のあり方に関する検討小委員会」 [2005]

経済産業省産業金融部会「新たな企業金融機能のあり方に関する検討小委員会」 [2003]

参考 URL

株式会社ガリアプラス

<http://www.galliaplus.com/index.html>

金融庁

<http://www.fsa.go.jp/>

経済産業省

<http://www.meti.go.jp/>

財務省

<http://www.mof.go.jp/>

日本格付研究所

<http://www.jcr.co.jp/>

日本銀行

<http://www.boj.or.jp/>

農林中央金庫

<http://www.nochubank.or.jp/>

みずほ銀行

<http://www.mizuhobank.co.jp/>

みずほコーポレート銀行

<http://www.mizuhochk.co.jp/>

Fitch Ratings

www.fitchratings.co.jp/

JCR格付けQ&A。

http://www.jcr.co.jp/Q&A/QAgeppo_1-3-09-3.htm

NIRA 総合研究開発機構

<http://www.nira.go.jp/menu2/>

RMBS（住宅ローンを担保とした証券）の格付けの視点。

<http://www.jcr.co.jp/abs/pdf/rmbs.pdf>

Standard & Poor's

<http://www.standardandpoors.co.jp/>