

資料

資産担保証券（ABS）取引について

——銀行の役割とリスクの所在を中心に

はじめに

最近、わが国において、金融資産（金銭債権）の証券化取引についての関心が急速に高まってきている。

米国においては、1970年代以降の住宅モーゲージ担保証券（Mortgage Backed Securities：MBS）市場の発展を契機として、資産担保証券（Asset Backed Securities：ABS、以下ABS）という金融資産の証券化市場が順次発展し、既に相当規模に達している^{（注1）}。わが国でも、1980年代後半以降、バーゼル自己資本比率規制の導入に伴い銀行の保有する金融資産の流動化のための各種制度の整備が始まったが、最近では、リース・クレジット会社や一般企業による金融資産の流動化・証券化ニーズの強まりが窺われており、これを受けて銀行自身も対企業向けサービスの一環として、流動化ビジネスに積極的な取り組みを開始している。

こうした証券化取引は、伝統的な貸出業務に

含まれる一連の金融仲介機能を一旦その構成要素（案件の組成、信用供与、債権管理等）に分解し、それを1つのスキームとしてまとめた上で提供するものである。もちろん、分解された要素の1つ1つは、金融機関が従来から担ってきた機能であり、したがって、金融機関はこれまで培ってきた審査能力やリスク管理手法を活かして証券化取引の様々なフェーズに関与し、重要な役割を果たすことが可能である。

ただ、証券化取引には様々なリスクを伴うため、こうした新しい金融手法がわが国においてもより一層発展していくためには、幅広い金融インフラの整備が必要であるとともに、取引関係者や投資家が取引に係る各種リスクの所在を正確に認識し、それぞれについて適切な対応を図っていくことが重要になる。

この点、米国においては、ABS取引の発展の過程の中で、銀行や投資家が取引に係る各種リスクを認識しそれらのリスクへの対応を様々

（注1）米国では、一般に住宅ローンなどの不動産への抵当権が付された貸付債権の流動化商品（いわゆる、GNMA債、FNMA債、FHLMC債）をMBSと呼ぶ一方、それ以外の債権（自動車ローン債権やクレジット債権等）を裏付けとして発行される証券をABSと呼んでいるが、米国以外の国ではこうした区別を付けないケースもある。本稿においても後者のより一般的な広い意味でABSという用語を用いている。

に図っているようにみられる。また、ABSの中でも、証券がCPの形態で発行されるアセット・バックCP (asset-backed commercial paper、以下ABCP) が短期金融市場の中で拡大しているが、それには、同スキームにおける信用リスク、流動性リスクに対し銀行による信用補完・流動性補完業務が大きく貢献している模様である。

本稿では、米国のABS取引の実情を適宜紹介しつつ、こうした取引におけるリスクの所在と関係者の1つである銀行の役割を中心に論点を整理したい(注2)。

1. ABS取引と銀行の役割

(1) ABS取引の概要

通常、ABS取引とは、単なる相対での債権の譲渡取引ではなく、①証券の発行体への原債権(注3)の譲渡、②複数の原債権のプール、③プールされた原債権を裏付けとした証券の発行とそれによる資金調達、といった一連の取引により構成されている。

こうしたABS取引の仕組みを概念的に整理すると次のとおり(図表1)である(注4)。

①原債権者(オリジネーターと呼ばれる：企業ないし銀行等)は、保有する債権をSPV (Special Purpose Vehicle、特別目的会社や信託等)に譲渡する。この時、複数の債権を一括SPVに譲渡することもある。

②SPVは譲り受けた債権を裏付けとして新

たに証券を発行する。これにより調達した資金をオリジネーターに支払う。

③原債務者からの元利金の回収は、資金回収代理人(サービサーと呼ばれる)がSPVに代わって行い、これをSPVに対して支払う。SPVはこの資金を投資家に対する発行証券の元利金支払いに充てる。通常、オリジネーターがサービサーとなる場合が多い。

④この間、スキーム全体を組成する主体(アレンジャーと呼ばれる：銀行、証券会社等)の求めに応じ、原債権のキャッシュフローと発行証券の元利金の支払を担保するため、銀行等の主体が信用補完(credit enhancement：原債権のデフォルト等によるキャッシュフローの減少をカバー)ないし流動性補完(liquidity support：原債権のデフォルト等の要因以外による原債権と発行証券双方のキャッシュフロー上のミスマッチをカバー)のための措置を講ずる(これらについての詳細は後述)。

ABSのうち、発行証券がCPであるものは、ABCPと呼ばれるが、その仕組みの特徴をあらかじめ要約すると以下のとおりである(後掲図表2)。

すなわち、①発行体であるSPVは、オリジネーターから継続的に債権を購入するとともに、CPを発行する。この時、単一のSPVが複数のオリジネーターから債権を購入するケースが

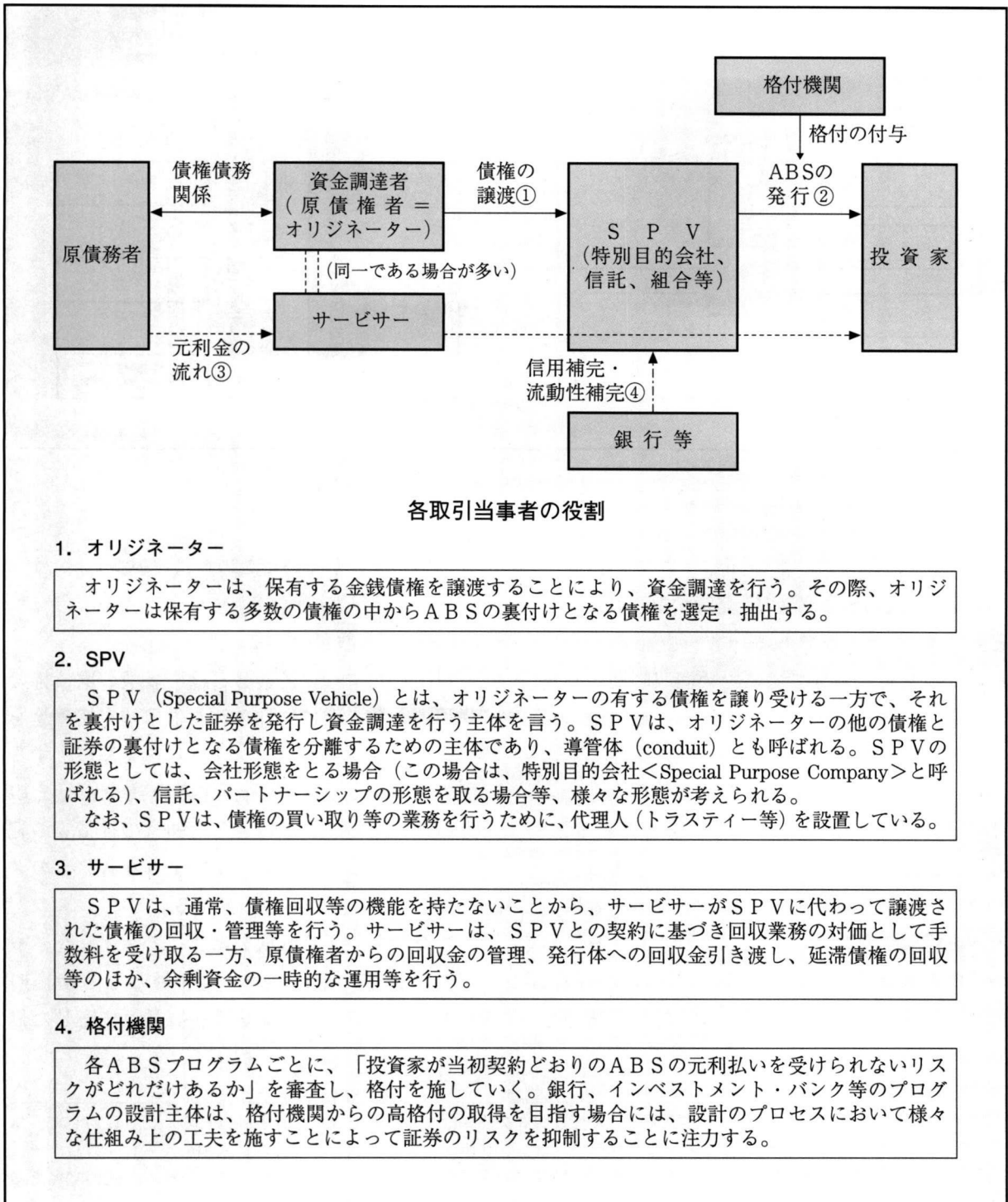
(注2) 米国では、ABS取引に対して、商業銀行、証券会社、保険会社等多様な主体が関与している。

(注3) 本稿では金銭債権を原債権として論ずる。

(注4) 米国のABS取引については、大野克人「米国の証券化の現状について」(日本銀行金融研究所『金融研究』第15巻2号掲載)を参照。

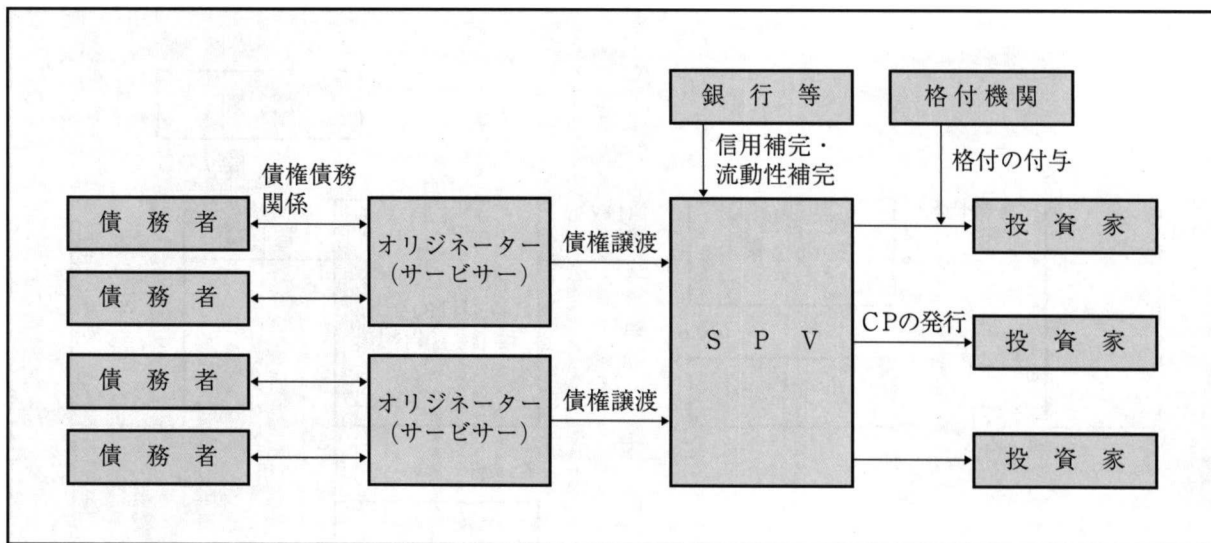
（図表1）

ABS取引の基本的な仕組み



(図表2)

ABCPプログラムの基本構造 (マルチ・セラー方式の場合)



少なくない(注5)。

また、②ABSと異なり、発行する証券がCPという短期の証券である一方、上記のように様々な原債権が対象であるため回収時期が不規則であることが多く、CPの償還と原債権の回収時期が一致していないケースが多い。したがって、CP市場での不測の事態の発生等によりCPのロール・オーバー等ができなくなると、CPの償還が不可能になる場合もあり得る。このため、ABCPに対しては、通常第三者による流動性補完が付与されている(ABCP以外の通常のABSの場合はスキーム上に内在的に何らかの工夫を施すことにより流動性が補完さ

れている場合が多い<この点は後述>。

(2) ABS取引のメリット

以上みたように、ABSは、多数の原債権の信用力とその上に付加された信用補完措置等をベースに生ずるキャッシュフローを基礎とする証券であり、証券を発行する企業や銀行そのものの信用力を裏付けとした通常の社債等の証券とは異なっている。以下のようなABSのメリットはこの点から生じてくる。

すなわち、ABS取引によって、オリジネーター(企業、銀行)は、裏付けとなる債権のキャッシュフローの安定性、収益性に応じた信

(注5) このように複数の売り手から債権を買い入れるプログラムはマルチ・セラー方式と呼ばれる。これに対して、単一の売り手のみから債権を買い入れるプログラムはシングル・セラー方式と呼ばれる。米国のABCPプログラムをみると、SPCの設立コスト(資本金等)の節減等のメリットがあることから、マルチ・セラー方式が62%と多数を占めている(1994年末時点、残高ベース、Moody's Investors Service調べ)。

用力をベースに、①オリジネーター自身の信用力とは異なる信用力を基礎とした調達手段の獲得、②調達手段の多様化（注6）、③債権のオフバランス化によるバランス・シートのスリム化、といったメリットを享受できる。

銀行がオリジネーターとして自己の保有する貸付債権を証券化する場合には、①貸出ポートフォリオの適正化による信用リスクのコントロール手段、②リスク・アセットの圧縮に伴う自己資本比率の向上策としても有用とみられる。さらに、銀行にとっては、自らの貸付債権を証券化する場合以外にも、③企業の資金調達ニーズに合わせたスキームを組成すること等により、手数料収入が獲得できる、というプラス効果も併せ持っている。

一方、投資家サイドにとっても、通常の社債等の証券に比べABSにおいては次のようなメリットが指摘されている。すなわち、通常の社債等は、当該発行体の事業等の信用力（コーポレート・リスク）に依存しているだけに、発行体の事業がM&Aやリストラクチャリング等により大きく変化するリスク（いわゆるイベント・リスク）や事業環境の悪化等により当該企業の業況が悪化し、信用力が低下するというリスクに晒されている。しかしながら、ABSの場合は、証券の裏付けとなっている信用力が原債権に限定されているほか、発行体であるSPV

は原債権を裏付けとしたABSの発行のみに事業が限定されていること等から、通常、こうしたイベント・リスクはかなりの程度回避されていると言えよう。また、原債務者である個別企業の業況の変化による影響も、多数の原債権をプールすることによるリスク分散の結果として低減しているとみられる。したがって、ABSは、原債務者自体の信用力が高く、さらに債権プール全体としてリスクの分散が十分に図られている場合には、通常の社債等に比べて、より安全性の高い投資対象となり得ると考えられている。

さらに、ABSにおいては、通常、信用補完や流動性補完といったリスクの低減措置が採られているほか、発行される証券の満期構成を多様化する等の仕組み上の工夫により、投資家のニーズに沿ったより肌理細かな証券の発行が可能になる点も、ABSを利用することによる資金調達者、投資家双方のメリットとして指摘されている（注7）。

（3）ABS取引に係る各種リスク

ABS取引を組成する関係者および投資家にとって重要な点は、ABS取引に係る各種リスクの正確な認識である。そこで、以下こうしたリスクについて簡単に整理する。

（注6）米国においては、BBB格の企業が保有する債権を裏付けとしてAAA格のABSを発行する例がみられる。このようにABSは異なる信用力に基づく資金調達を可能にするが、こうした信用力の格差により、取引コストを考慮しても低コストで資金調達を行うことが可能となる場合もある。

（注7）ちなみに、米国におけるABS取引の発展過程における関係者のニーズを若干敷衍すると、①米国企業については、1980年代入り後の負債比率の上昇等に伴い、信用力が低下する中で、資金調達コストの上昇を回避したいとのニーズが強まったほか、②米銀における自己資本比率規制充足のニーズと格付低下の下でのアセット・コントロールの必要性、③投資家サイドにおいても、1980年代入り後のM&Aやリストラクチャリングの盛行により、米国企業のイベント・リスクや信用リスクが高まる中で、安全性の高い投資対象へのニーズの強まりがみられた。

①リーガル・リスク（SPVおよび他のスキーム関係者の倒産の影響）

ABSにおいては、SPV自身やスキームの他の関係者（オリジネーター、サービサー等）の倒産等により、原債権のキャッシュフローが他の債権者に移転し、投資家への元利金の支払いに支障が生ずることを極力回避するために、法的な措置を講じておく必要がある（注8）。

②原債権の信用リスク

ABSが裏付けとなる債権プールのキャッシュフローに依存する以上、ABSのリスクを把握する上では、まずもって原債権に係る信用リスクの判定とその管理が必要とされる。

ABS取引において譲渡する原債権を小口かつ複数にする場合があるが、これは個々の債権が保有する信用リスクを分散し、総体として同リスクを抑制するためである。また、信用リスクを抑制し、投資家にとってABSを投資しやすいものとするために、別途様々な形態の信用補完措置を講ずることも必要となる。

③期限前償還リスク

ABSにおいては、金利情勢等によって原債権に期限前返済が発生し、これがキャッシュフローの安定性を損なうケースも考えられる。そのため、原債権の性格によっては、債権プールの償還スケジュールに合わせた形で償還期の異なる証券を複数発行するなどの対応も考えられよう（注9）。

④流動性リスク

流動性リスクとは、原債権、スキーム関係者（オリジネーター等）の信用リスクの顕現化以外の理由（例えば、送金の遅延、事務ミスのほか、発行市場の一時的混乱の発生に伴ってロール・オーバーが著しく困難になること等）により、SPVから投資家への元利金の支払いが期日通りに行われないリスクを言う。特に、ABCPの場合には、短期の証券であり、証券の満期償還が短期間で繰り返されることから、SPVにおける償還時の資金を確実に確保するための備えがスキーム組成上の重要なポイントとなっている。

（注8）米国では、こうした状態が確保されていることを「SPVがバンクラプシー・リモート（bankruptcy remote）である」と言う。このためには、第1に、SPVの事業目的の限定、SPVによる当該ABS以外の債務負担の禁止、SPVの自己破産手続きの制限、等により、SPVが破産手続きの対象とならないようにする必要がある。

そして第2には、オリジネーターの倒産時に原債権のキャッシュフローをオリジネーターの債権者から保護し得るか（債権譲渡に係る対抗要件の具備、譲渡が真正売買として見做されるか否か）、あるいは、各関係主体の倒産時の影響をいかに回避するかといった問題を法律専門家からの見解も得つつ、できる限りクリアしておく必要がある。もっとも、これらの点については、米国においても現行の法令、判例の下で常に明確な判断が下し得るといわけではない。

なお、債権譲渡に係る対抗要件の問題については、神田秀樹・能見善久「債権流動化と債権譲渡の対抗要件」（日本銀行金融研究所『金融研究』第15巻2号掲載）を参照。

（注9）米国におけるCMO（Collateralized Mortgage Obligation）は、MBS（GNMA債等）について、こうした仕組み上の工夫を施すことによって期限前償還リスクを回避する商品である。

⑤サービサー・リスク

キャッシュフローが各当事者間で确实かつ安定的に移転されるには、サービサー業務がスムーズに行われる必要があるが、そのためには資金回収に係る事務処理負担（小口・多数の債権の管理・回収等の大量の事務処理負担）に耐え得るシステムおよびバックアップ体制の構築や、自らの保有債権とSPVに譲渡した債権を容易に区別できるようなシステム上の対応等が求められよう（注10）。

⑥マーケット・リスク

ABSを保有する場合には、いわゆるマーケット・リスクについて勘案する必要がある。特にABSについてはセカンダリー・マーケット（流通市場）が必ずしも十分に発達していない場合も少なくなく、保有する証券を適正な価格で売却できない惧れもある。したがって、ABSに係るポジション管理や含み損益の把握を行うことが必要となろう。

(4) ABS取引における銀行の役割

このようなABS取引を銀行業務上の位置付けといった観点から改めてみると、ABS取引はこれまで伝統的な金融仲介機能として、貸出業務等において銀行が一体として担ってきた上述のような各種リスク、業務（案件の組成、信用力の審査、資金供与、債権管理等）を機能ごとに個別の取引に分解し、それらを1つの仕組みの中で再結合するプロセスと行うことができ

る。また、ABS取引は、原債権プールのキャッシュフローを裏付けとする証券の発行というプロセスによって、これまで相対で行われていた金融取引（貸出、企業間信用）を市場型の金融商品に組み替えることを可能にする。

このようにABS取引を、金融仲介機能の分解と再結合のプロセスと捉えると、銀行がこれまで培ってきた貸付先の与信リスク審査能力やその他のリスク管理手法を活かして、銀行がその組成に参画していくことは極めて自然であると言えよう。

すなわち、銀行は、証券化の対象となる債権プールの組成、証券化の際の『箱（vehicle）』（特別目的会社〈SPC〉、信託等）の選択とその提供、ABCPについての信用補完・流動性補完、投資家への元利払い事務の代行、原債権からのキャッシュフローの管理、ABSに対する投資等、ABS取引に様々な段階で参画することができるであろう。

一方、銀行自身のリスク・マネージメントの観点からも、ABS取引を利用して貸出ポートフォリオを組み替えることにより、一定業種への貸出集中に伴う信用リスクの移転・低減が容易なものとなる。さらには、こうした信用リスク・コントロール手段が、信用リスクに応じた貸付債権の価格情報の市場での形成と相俟^{あいま}って、銀行における貸出先の信用リスク定量化の動きを促進し、銀行のALMの高度化にも役立つものと考えられる。

（注10）このようなサービサーに係るオペレーション上のリスクに加え、サービサーに関連する法的な問題として、サービサーが倒産した場合に、サービサーが回収した資金に対しSPVの優先権が認められるか、さらにはこうした事態に備えて、サービサーを交替することが認められるか、という点もサービサーに係るリスクとして指摘されている。この点については、青山善充・小川万里絵「債権流動化におけるサービサー・リスクについて」（日本銀行金融研究所『金融研究』第15巻2号掲載）を参照。

2. ABCPプログラムにおける信用補完・流動性補完業務

以上みてきたようにABS取引の発展には、取引におけるリスクの所在の認識と銀行による積極的な関与が重要となるが、ABSのキャッシュフローの安定性に密接な信用補完・流動性補完業務に対して、銀行がどのように関わっているかについて、邦銀が米国において既に積極的に取り組んでいるABCPプログラムを例にみていくこととしたい。

(1) 流動性補完の必要性

既に述べたように、ABCPには信用補完のみならず第三者による流動性補完が組み込まれている点が、他のABSスキームと比較した場合の特徴と考えられる。この点について若干敷衍すると次のとおりである。

すなわち、ABSにおいては、基本的に元利払いは裏付けとなっている債権プールからの回収金を充当するため、期中の元利払い時にキャッシュ・インとキャッシュ・アウトのミスマッチが発生し、これによりSPVが一時的な資金不足に陥る可能性がある。もっとも、ABSの発行体であるSPVは、裏付けとなる債権以外の資産を持たず、かつABS以外の負債を持つことを制限されているため、このような流動性不足に陥る場合に備えて、あらかじめ何らかの措置を講じておく必要が生じる。

こうした観点から、ABSにおいては、裏付けとなる債権プールと証券そのものの利払いについて、それぞれの期日を極力一致させることにより、資金回収と元利払いのミスマッチをなるべく回避するようにキャッシュフロー上の工

夫を施すとか、債権プールからの回収金を資金不足時に備えてSPV内にあらかじめ留保するなどの措置が講じられている。

しかしながら、ABCPプログラムの場合には、複数の売掛債権を多数の先から買い入れる構造となっているものも多く、原債権の回収時期が一様でないほか、発行されるCPの期日が原債権の回収期日より先に到来する 경우가多く、上述のような内在的な流動性補完措置を組み込むことは困難である。このため、ABCPプログラムにおいては、銀行等の第三者による流動性補完措置が一般に利用されている。

(2) ABCPプログラムにおける信用補完・流動性補完形態

キャッシュフローのミスマッチの発生原因としては、①原債務者等関係者のデフォルトに基づくもの（＝信用補完により対処されるもの）と、②事務ミス等に伴う原債権の回収時期とCPの償還期日のズレや、何らかの事情によるCP市場全般に亘る機能不全の発生に基づくもの（＝流動性補完により対処されるもの）の2種類があり、そのいずれかによってリスクの性格も異なってくる。したがって、信用補完・流動性補完に関与する銀行にとっては、いずれのリスクを引き受けているかを明確にしておくことが重要となる。実際、米国で運営されているABCPプログラムをみると、このような信用補完と流動性補完の機能が明確に区別されている。具体的には、信用補完・流動性補完のそれぞれによりカバーされる部分の大小に応じて、フル・サポート・プログラムと部分的（partial）・サポート・プログラムの2つに分類されている（各種

信用補完・流動性補完形態については補論1を参照）。

まず、フル・サポート・プログラムとは、プログラムの発行限度額に対して100%の信用補完契約がなされている場合を言うが、この場合の補完形態としては、信用状や取消不能のローン・コミットメントがある。この形のプログラムにおいては、信用補完提供者が同時に流動性補完の機能も提供している。

一方、部分的・サポート・プログラムについては、発行限度額に対し10~15%の信用補完^(注11)が付されている。これと併せて流動性補完が付されている。流動性補完の割合は信用補完を除いた残りの部分（85~90%）に対して供与される場合があるほか、信用補完の割合とは独立にプログラムのCP発行限度額と同額（100%）の流動性補完が付される場合もある。このうち信用補完部分に関しては、取消不能のコミットメント、信用状、キャッシュ・コラテラル（現金担保）等が利用されている。また、流動性補完部分については、取消可能なローン・コミットメント、スタンドバイ形式の債権買い取り契約等が利用されている。

また、当該プログラムにおける2つの補完契約の具体的発動要件をみると、関係者（原債務者のほか、オリジネーターやサービサー等も含まれる）の倒産や原債権のデフォルト等によっ

て信用リスクが顕在化した場合には信用補完部分が発動される。一方、流動性補完部分は、信用リスクを負わない構造とするために、発行者がデフォルトした場合や、CPの裏付けとなる原債権が一定の要件（支払遅延をしていないこと等）を満たす「適格資産（eligible assets）」ではなくなった場合には流動性の供与を拒否できるという条項を挿入することにより、純粋な流動性リスクの補完に徹したスキームとなるように工夫されている^(注12)。

（3）信用補完・流動性補完業務に伴う銀行のリスク管理

ABCプログラムにおける信用補完・流動性補完業務に銀行が関与する場合、これらの業務が内包する2つのリスク（信用リスク、流動性リスク）を正確に認識し、自らが保持する信用リスクと流動性リスクの適切なコントロールを行う必要がある。

信用リスクについては、契約における信用補完限度の明確化と、当該部分に係るリスク量のコントロールおよび適切な自己資本の維持に努めることが肝要となる。なお、BIS自己資本比率規制との関係で言えば、補完業務がコミットメントか、あるいは債務保証かが問題となり得る（米国におけるこの点の事情は補論2参照）。

（注11）信用補完の割合は、債権プールの質にもよるが、米国のプログラムをみると、通常は、ヒストリカル・デフォルト率の数倍（3~5倍等）の水準に設定されるケースが多い。

（注12）信用補完契約と流動性補完契約の合計がCP発行限度額の100%となるケースにおいては、信用補完契約も流動性補完の機能を果たす仕組みとなっている。ただし、この場合にも、流動性補完契約のみでは流動性不足を補えない場合に限り信用補完契約を流動性補完の目的で利用できる。

流動性リスクに関しては、CP市場の動揺等によって、契約に基づき実際に流動性を供与するような事態になると、銀行の流動性ポジションに大きな影響を及ぼす恐れがある。したがって、ALM上の流動性リスク管理の中に、流動性補完業務に係るリスクも明示的に組み込む必要があろう。

3. ABS市場発展のための市場機能の活用と監督当局の役割

(1) 格付機関とディスクロージャーの役割

以上、ABS取引におけるリスクと銀行の役割をみてきたが、ABS市場においても、投資家の自己責任原則の確保が重要である点は言うまでもない。その点、米国においては、格付機関の存在やディスクロージャーの充実がABS市場の発展を支えた1つの大きな要因であると指摘されている。そうした観点から、ABSにおける格付機関とディスクロージャーの役割をみておく必要があろう。

ABSへの投資に当たっては、通常の起債の場合のような企業総体としての信用力の評価ではなく、あくまでもABSの原債権のキャッシュフローの確実性と、組成上の様々なフェーズにおける法律上、税務上の取り扱いをすべてにわたって評価、判定する必要がある、そのためにはかなり高度な専門知識が要求されることになる。

格付機関は、ABSの組成やキャッシュフロー全体のリスク等の評価を個々の投資家に代わって下し、分かりやすい形で表示するという役割を担っている。ABSにおいては他の証券に比べてスキームが複雑となっていることから、格付機関の存在がより重要と考えられる。実際、米国では、格付機関が各ABSプログラムごとに、裏付けとなる資産の信用力のみならず、仕組み上の様々なリスクについて審査し^(注13)、オリジネーターが希望する格付に見合う水準にリスクが抑制されているかをチェックしている。この点は、逆にプログラムの設計主体にとってみれば、高い格付の取得を目指す場合には、様々な仕組み上の工夫を施すことによって、スキーム全体としての安全性を高める必要があることを意味している。

また、投資家が投資行動を決定する際には、まず、以上のような格付機関の付与する格付情報に基づき証券の投資適格性を判断することとなるが、併せて、ABSに係る開示情報(SPVの資産・事業内容や証券発行の裏付けとなっている資産内容等)によっても、投資内容を独自に評価するとともに、自己の資産ポートフォリオにおける集中リスク(特定の債権、業種等へのエクスポージャーの集中に係るリスク)を勘案しながら投資を行うことが可能となる。したがって、ディスクロージャーの整備も投資家の

(注13) 米国の格付機関によれば、格付機関の審査のポイントは、債権ポートフォリオのヒストリカル・デフォルト率、地理的な分布、債権の抽出の際に使われる基準のほか、オリジネーターの与信基準と与信後の債権管理手法、監査手続き、さらに、サービサーの信用力および業務遂行能力、等が指摘されている。また、格付機関は、独自の審査を行った上で、オリジネーターが望む格付を付与するには、どの程度の信用補完、流動性補完が必要かを判断しており、スキームの組成に当たる銀行等はこうした格付機関の意見を取り入れつつスキームを組成している。

自己責任に立脚した判断を行うための重要な要件の1つと言えよう（注14）。

（2）銀行の健全性維持のための監督当局の役割
これまでみてきたように、銀行はABSの組成、および実際のオペレーションに深く関与し、各取引の確実性、安定性を実体的に担保している。したがって、ABS取引に関与する銀行が、同取引に係るリスクを認知し、十全なリスク管理を行っていることは、投資家サイドにとっても、ABSへの投資の際の重要な前提条件と考えられる。

特にABCPプログラムを例にとってみれば、プログラムに対して信用補完・流動性補完を付している銀行の信用力の変化そのものが当該ABCPの格付に対して大きな影響を与え得る構造になっている。例えば、プログラムに信用補完を供与している銀行の信用力の低下が満期時におけるCPのロール・オーバーを困難化させる可能性もあろう。したがって、銀行がABS取引の組成や信用補完・流動性補完業務等に積

極的に参画していくためには、何よりも各々の銀行がABS取引の組成に係るリスク管理を徹底して行うことはもとより、自らの信用力を確保（換言すれば高格付を維持）していくことが重要であることは言うまでもない。

このようにABS取引が銀行自身の健全性確保と密接に関わっていることから、米国では監督当局であるFRBが、ABS取引に関与する銀行の健全性に関するガイドラインを作成、公表するなど、銀行のABS取引への関りについて監督上の観点から注視している。

同ガイドラインにおいて、FRBは、「同取引に伴う社会的厚生が大きい（the benefits attendant to the process are substantial）以上、銀行が健全性を維持し、リスクを最小化するように行動している限り、銀行のABSに係る取引の実施を積極的にサポートしていくべき」との基本的スタンスに立った上で、ABS取引の組成者ないし投資家としての銀行に対して以下の点について留意するよう求めている（注15）。

（注14）ちなみに、米国におけるABS取引の盛行については、ディスクロージャー制度の整備がその大きな要因の1つになっている。ABSに対して、米国では、1933年証券法および1934年証券取引法によるディスクロージャーに関する規定が適用される。米国のディスクロージャーは、証券に係る目論見書（prospectus）のほか、各契約書、弁護士および会計士等の専門家の意見書等からなっているが、その中心となる目論見書の記載内容としては、①取引のストラクチャー、②対象債権の特徴、③抽出された債権の過去のパフォーマンス、④オリジネーション（原債権の創出）の手続き、⑤法律面での検討結果等がある。とりわけ、債権の過去のパフォーマンスについては債権ポートフォリオの損失の発生状況や遅延の実績、地理的分布に至る詳細なデータが開示されている。また、継続開示についても、通常の社債等で要求される四半期ごとの報告書に代えて、月ごとの資産のパフォーマンスを示す計算書等が開示されている。

この点、わが国においても、1996年2月には国内における資産担保証券（ABSおよびABCP）が証券取引法における特定有価証券として指定され、その開示内容が「特定有価証券の内容等の開示に関する省令」の中で定められたところである。具体的には、発行開示の内容として、①ABSそのものについての基本的仕組み、発行条件等、②担保債権に係る法制度、債権等の内容、回収方法および管理状況、③発行体等について、事業内容、経理の状況等の開示が規定されている。わが国においても米国並みのディスクロージャーをどのように確保するかが重要となろう。

（注15）詳細は、「Asset Securitization: A Supervisory Perspective,」Federal Reserve Bulletin, October 1989参照。

- ①金融機関の関与する証券化取引関連業務が当該金融機関全体に係る経営戦略と一致するものであるか。
- ②取引に係る信用リスクの要因が理解されており、これらのリスクについて適切な分析・管理がなされているか。この過程において、外部の格付機関等による評価に過度に依存していないか。
- ③信用リスク、事務リスクおよびその他のリスクを正確に認識しており、それらのリスクが適切な方針・手続き、体制等によって、管理されているか。
- ④流動性リスク、マーケット・リスクが認識されているか。特に、当該金融機関がその資金調達手段や、収益源として証券化取引に過度に依存していないか。
- ⑤証券化取引に絡んで、利益相反の可能性を排除するような手段が講じられているか。
- ⑥サービサー業務を行う際には、過大な事務負担に伴うシステムのダウン等、構造上の欠陥をもたらす恐れのある要因が考慮されているか。また、こうした欠陥が実際に発生した場合に、その影響を最小限にするための方策（バックアップ体制の充実）が図られているか。
- ⑦証券化取引の様々な局面に関与する法律面のリスクや不確実性について認識しているか。
- ⑧証券化取引を実行するに当たっては、取引

に絡むすべてのリスクについて評価を行い、それらを継続的にモニターしているか。

以上の点に加え、特にABC Pプログラムについては、以下のような追加的な指摘もなされている（注16）。

すなわち、ABC Pプログラムに関与している銀行が、信用補完・流動性補完を供与している場合には、①それらについての包括的な限度額を設ける必要があること、②補完義務の履行時における資金調達能力や調達コスト、資産内容、流動性ポジション、自己資本への影響を適切に把握しておくこと、③当該契約が信用リスクを負担する保証なのか、流動性リスクのみを補完するコミットメントなのかを適切に区分し、それぞれに対応した自己資本の維持を図っていること、が重要であるとしている。

5. 最後に

米国の例においてみられたように、ABS市場は、各主体間におけるリスクの再配分を促し、効率的な資源配分に資するものである。金融機関自身にとってみれば、金融技術の蓄積、ALM、リスク・マネジメント能力の向上、新しい収益機会の確保等による競争力の強化に結び付くものと考えられる。

近年、わが国においてもABSの導入に向けた気運は着実に高まりつつあり（注17）、本年入り後は、リース・クレジット債権等を裏付けと

（注16）詳細は、“Asset-Backed Commercial Paper Programs,” Federal Reserve Bulletin, February 1992参照。

（注17）特に1992年6月にはリース・クレジット債権等の流動化に関して、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」（いわゆる特債法）が制定され、その取り扱い残高が次第に増大しつつある。最近では、米国で邦銀が運営しているABC Pプログラム等を利用して、本邦企業が売掛債権を流動化する動きもみられるようになってきているところである。

するABSの国内発行に向けて法律面の整備が進められているほか、1月の社債の適債基準等の撤廃や4月のCPの発行適格基準の実質的な撤廃によって、その他の金銭債権を裏付けとするABSの発行が形式上可能となったところである。しかしながら、わが国においては、リース・クレジット債権等以外の債権に係る対抗要

件の取得が実務的に困難であること等、本格的なABS市場の育成に当たってインフラ面の整備が必要とされる点も少なくない。

今後、こうした点につき必要な手当てが施され、同時に金融機関のリスク管理面の充実とも相俟^{あいま}って、わが国においてもABS市場が着実に整備されていくことが期待される。

（補論1）各種信用補完・流動性補完形態について

1. 信用補完措置

信用補完方法としては、①原債権からのキャッシュフローを利用するもの、②原債権以外の外部の信用力を利用するもの、の2つに分けられる。

①のタイプとしては、優先・劣後構造、超過担保、スプレッド勘定等が挙げられるほか、②のタイプとして、オリジネーターへのリコース、銀行の信用状、キャッシュ・コラテラル等が挙げられる。

証券化取引においては、これらの手段のうち、複数の信用補完措置が講じられるのが一般的である。これらの信用補完措置のうち、主なものを挙げると（後掲図表1）のとおりである。

2. 流動性補完措置

一般的に用いられている流動性補完措置は、ローン・コミットメント（loan commitment）、債権買い取り契約（receivables purchase

commitment）の形態をとっている（後掲図表2）。

これらの流動性補完措置の特徴は、信用リスクをカバーしない点にあるが、実際の流動性補完契約においては、信用リスクを回避するために、契約の履行に当たって一定の条件を付しているケースが多い。具体的には、以下のような条件が付されており、これらの条件が厳しいほど、信用リスクを遮断した純粋な“liquidity support”（流動性補完）としての性格が強くなると言えよう。

- ① “events of default”（発行体の倒産手続き、契約中の財務制限条項への抵触等）が発生していないこと。
- ② 契約上定義された適格債権額（例えば、90日を超える元利払いの遅延が生じていない債権額等）の範囲内でしか貸出を行わないこと。
- ③ 信用補完措置の残高が残っていること。

(図表1)

各種の信用補完措置

優先・劣後構造 (senior-subordinated structure)

発行されるABSを2つのクラスに分け、それぞれ優先クラス、劣後クラスに分けて発行する方法。優先部分を投資家に販売する一方、劣後部分をオリジネーターが保有する場合もある。この場合には、オリジネーターが劣後部分割合に応じた信用リスクを負うことになる。

超過担保 (overcollateralization)

ABSの裏付けとなる債権の価値を、発行する証券の額面よりも大きくし、オリジネーターにその差額を一定水準以上に保つように義務付けるもの。裏付けとなっている債権のデフォルト等により、その差額が一定の水準を下回る場合には、オリジネーターが追加的に担保を積み増す必要がある。

スプレッド勘定 (spread account)

この方式は、主に自動車ローン債権、クレジットカード債権を裏付けに発行されるABSにおいて頻繁に用いられる手法である。具体的には、証券化した債権から発生するキャッシュフローから、投資家に支払う金額とサービサーへの手数料等を差し引いた残余資金を、スプレッド勘定として積み立てておくものである。逆に、原債権から発生するキャッシュフローが投資家への支払額と種々の手数料の合計を下回る場合には、スプレッド勘定が取り崩される仕組みとなっている。

銀行の信用状 (letter of credit)

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

もっとも、この方式を利用すると、発行されるABSの信用力が銀行自身の信用力に依存してしまうことになる。

キャッシュ・コラテラル (cash collateral)

発行体に対して銀行が他の債務に対する劣後特約付きの融資を行い、発行体とその調達資金を裏付けとなっている債権のデフォルト等の発生に備えて留保しておくもの。当該資金は、預金等の安全資産に運用され、発行証券の担保として債権プールの一部がデフォルトした場合に引き出される。この方式は、信用状と異なり、銀行自身の信用力悪化の影響を受けないといったメリットがある。同方式は米国のABC Pプログラムにおいて、広く利用されている。

(図表2)

各種の流動性補完措置

ローン・コミットメント (loan commitment)

ローン・コミットメントとは、銀行が顧客に対して、一定期間内に特定の金額(コミット額)を上限として、顧客の要求に応じて貸出を行うことを約束することを言う。

同取引は、前述の信用状による保証と類似しているが、コミットメントの場合には、貸出の実行に当たって一定の条件を満たさなければならないこととなっており、その意味で契約の取り消しが可能である(一方、信用状の場合には通常、取消不能<irrevocable>となっている)。

債権買い取り契約 (receivables purchase commitment)

SPVが発行した証券の元利払いに充当するために、銀行等がSPVの保有する金融資産を買い取ることを約束する契約を言う。同契約は、買い取る際の債権を支払が遅延していない債権等に限定することにより、通常、流動性リスクの補完方法として利用されている。

（補論2）米国監督当局の「ABC Pプログラムのliquidity facility」に係るリスクの判断基準について

米国では、ABC P市場の拡大の過程で、ABC Pプログラムに対して銀行が提供する“liquidity facility”（流動性補完ファシリティ）が実質的には信用補完の機能を担っているにもかかわらず、ファシリティを供与している銀行が同ファシリティを流動性リスクのみをサポートする契約として認識し、自己資本比率規制との関係上、同ファシリティに係る信用リスクに対して維持すべき自己資本が不十分ではないかとの指摘がみられた。こうした状況に鑑み、FRBは、1992年に“liquidity facility”を取り扱う銀行のリスク管理に関する連銀考査員向けレターを発出し、“liquidity facility”に係る信用

補完契約と流動性補完契約を区別する際の取り扱いの指針を示すに至った（注1）。

このレターにおいて、FRBは、「MAC（Material Adverse Change）条項（注2）等の免責条項がなく、無条件の資金供与を約束している場合には同ファシリティは保証として取り扱われるべきこと、逆に信用状等の信用補完措置により信用リスクが部分的に引き受けられている場合に、これとは別に提供される流動性補完措置部分についてはコミットメントとして取り扱われ、信用リスクを負わない」とする指針を示した（参考図表を参照）。

もっとも、同レターにおいては、それ以上の

（参考図表） 米国の自己資本比率規制ガイドラインにおけるリスクウエイト

	コミットメント（注1）		（注2） 直接的信用供与 代替取引
	何時でも無条件に 取消可能	同左以外 （一定の条件のもと） で取消可能	
1年以内	0%	0%	100%
1年超	0%	50%	

（注1）コミットメント…正常な業務の過程において、契約先の要求に応じ、金融機関が貸出、リース、資産の買い取り等により信用を供与する義務を負う約定。通常のコミットメント契約においては、MAC条項が存在するのが一般的。

（注2）直接的信用供与代替取引（債務保証）…契約先に債務の不履行が発生することにより支払いが開始される取消不能な契約。

（注1）この点については、前述（本文注16）の“Asset-Backed Commercial Paper Programs,” Federal Reserve Bulletin, February 1992参照。

（注2）当該契約において、「契約相手に“Material Adverse Change”（=重大な状況の変化）として定義される状態（当該企業の倒産等）に陥った場合には、銀行が当該契約の履行を免れることができる」との内容を規定するもの。

具体的判別基準は示されていない。このため、保証かコミットメントかの判定は、実際には“liquidity facility”の契約文言に即して（例えば、MAC条項の有無のみによって）一義的に決定されるものではなく、むしろ、個々のABCプログラム全体の構造を個別に解析することにより、流動性補完ファシリティの供与者である銀行が実質的に信用リスクを引き受けていると言えるかどうかを判定する必要があると考えられている。

その場合、以下の4点が重要なポイントとして挙げられている。こうした事項が十全に備わっているプログラムにおいては、“liquidity facility”に付帯する信用リスクが小さいと判断される可能性が高まると言える。

①発行体のバンクラプシー・リモートが確保されていること

—— 発行体自身の倒産リスクが極小化されていること（このための要件としては本文中の（注8）を参照）。

—— オリジネーターの倒産時に発行体がオリジネーターと実質的に同一の法人と見做されないように、オリジネーターと発行体との間の実体的連結（注3）の可能性が回避されていること（具体的には、（イ）発行体が独立の事務所を構えていること、（ロ）独立の取締役等の役員を有していること、（ハ）取締役

会が開催されていること、（ニ）独立の帳簿があること、といった要件が満たされているかどうか）。

②プログラムに組み込まれる債権の質が高いこと

—— ABCプログラムに組み込まれる債権の質が高いか否かを、原債務者の信用度や、同様の属性を持った債権のデフォルト確率等によりチェックし、プログラムが買入れる債権を、こうした審査により選別された適格資産（eligible assets）のみに制限している例が多い。

—— もっとも、最近ではABCに組み込まれる債権が多様化（医療上の診療費債権、学生向けローン債権、医療機器リース債権等）していることもあって、投資家、格付機関も債権の質についての評価を一義的には下し得ないため、銀行が実質的な信用補完を行う例も増えてきている。

③他に十分な信用補完措置が施されていること

—— プログラムに組み込まれる債権が、想定され得る最大の確率においてデフォルトに陥ったとしても、それを十分にカバーする信用補完措置が別途用

（注3）実体的連結（substantial consolidation）とは、SPVの出資者が破産した場合にSPVの資産・負債が実質的に親会社と一体のものとして見做され、その資産が親会社の破産財団の責任財産に統合されてしまうことを言う。これを防止する手段の1つとして米国では、オリジネーターとSPVの出資関係を切断するために、オリジネーターとは全く関係のない第三者（charitable trust等）がSPVに出資するという措置も講じられる。なお、charitable trustとは、慈善事業のための資金の捻出のために委託者から信託された一種の公益信託で、通常1,000ドルないし2,000ドル程度がSPCのエクイティーとしてトラストを通じて出資される。

意されている限り流動性補完契約部分が信用リスクを引き受ける可能性はごく小さいと判断され得ることになる。

④流動性補完契約上、信用リスクを可能な限り遮断する仕組み（MAC条項等）が取られていること

—— 例えば、信用補完契約がABC額面の10%、流動性補完契約が残余の90%をカバーしているプログラムにおいて、裏付けとなる資産が10%以上毀損すれば流動性補完契約に基づいて資

金を供与した銀行はその資金が返済されないリスクを負うことになる。そのため、流動性補完契約において、（イ）資金の供与額は、実際の資金引出の際の回収可能な債権の額を限度とする、（ロ）回収可能額がファシリティ総額を下回った場合には資金の引出を行わないものとする、といった防御手段が講じられることが重要である。

（営業局）