

証券化市場フォーラム・報告書（本文）

証券化市場フォーラム
事務局・日本銀行金融市場局

（掲載に当たって）

日本銀行は、証券化市場の中長期的な発展を支援する取り組みの一環として、今後の課題を市場横断的な視点から議論するため、幅広い市場関係者の参加を得て、2003年11月から2004年4月にかけて、「証券化市場フォーラム」を開催した。以下では、同フォーラムが、その議論の成果をとりまとめて2004年4月22日に公表した報告書の本文を掲載する。なお、報告書の全文および要旨は、日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp/>）に掲載されている。

I. はじめに ～ 事務局より

証券化商品は、裏付資産の分散効果を通じてリスクを削減するとともに、リスク許容度に応じて多様な投資家を呼び込むことが可能になるという特性を有している。こうした特性をもった証券化商品の市場が健全に発展していくことは、わが国経済をしっかりと支えていく仕組みを強化することにつながると考えられる。

日本銀行は、証券化市場の中長期的な発展を支援するとともに、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、昨年、資産担保証券の買入れという、中央銀行としては異例の措置に踏み切った。

具体的な買入れスキームの策定に当たっては、多くの市場関係者の方から貴重なご意見が寄せられたが、その大半は、わが国の証券化市場は未だ発展途上にあり、市場の一層の発展に向けてなお達成すべき課題が残されているとの認識

を示すものであった。これらの課題は、金融市場のインフラ整備・慣行の見直し、市場機能の強化といった広範囲な領域に亘っており、原資産の組成から、証券の発行、流通に至る一連の取引の流れを総合的に検討していく必要性が強調された。

同時に、証券化市場は、専門的・技術的な側面を有する先端分野であり、オリジネーター、アレンジャー、仲介業者、投資家、アナリスト、格付機関、さらには法務・会計等の専門家など、各方面の関係者が一堂に会し、市場のあり方について集中的な検討を行うことは意義があると判断された。

そのような問題意識を背景に、日本銀行は、市場横断的な視点から課題を認識し、その克服に向けた方向性を幅広い関係者が集合的に探る議論の「場」として、金融市場局を事務局とする「証券化市場フォーラム」を設けた。昨年11

月に初回会合を開催して以来、テーマを絞った分科会、ワーキング・グループにおいて、第一線の民間実務家の方々、政府系金融機関、関係官庁・業界団体等のメンバーが市場の発展という共通の目標に向け、立場を超えて議論を重ねてきた。

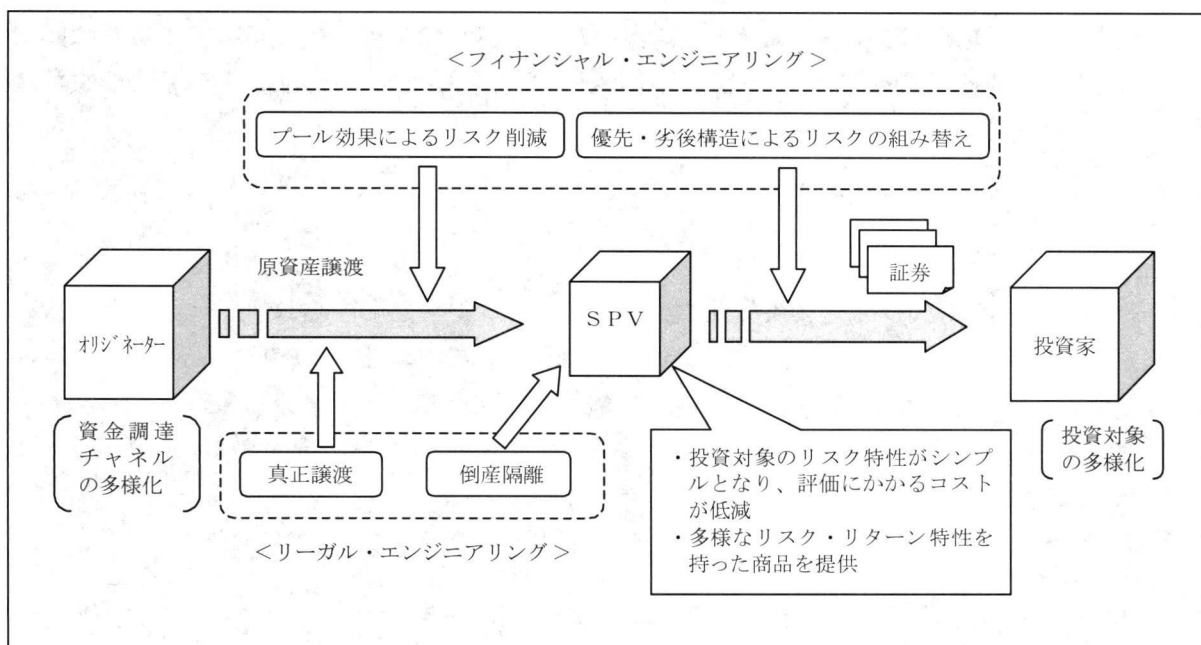
今回とりまとめた報告書は事務局が編集作業を行ったが、その内容は、フォーラム参加者による熱意に満ちた議論の成果である。本報告書がこれまでの市場関係者の努力と相俟って、証

券化市場の健全な発展への新たな道標となることを期待する。

Ⅱ．証券化市場の機能と意義

証券化は、経済主体の有する資産を切り離して、それを裏付けとした証券^(注1)を発行することで資金調達を行う金融技術である(図表1)。証券化商品は、次のような特質・機能を有している。

【図表1】証券化の機能



まず、証券化は、オリジネーター自身の信用力に対する評価でなく、オリジネーターから切り出された特定の資産に対する評価を前提とした資金調達・運用を可能とするスキームである^(注2)。また、そうして切り出された資産が、多数束ね

られることになれば、分散効果を通じて、全体としてリスクは削減される。加えて、裏付けとなる資産プールのキャッシュフローやリスクを、投資家の多様な選好・リスク許容度に応じて柔軟に組み替えることにより、幅広い投資家を呼

(注1) 本フォーラムで議論の対象とした証券化商品は、社債、CPのほか、信託受益権、シンセティック型債券も含んでいる。

(注2) 例えば、財務情報の少ない中小企業に対する銀行貸出が、その中小企業の保有する大企業向け債権を裏付けとしたファンディングに切り替われば、そのリスク評価は容易になる。

び込むことが可能となる。さらに、証券形式とすることで、売買が容易となり、高い流通性を具備することもできる。

こうした機能を活用することにより、企業・家計は新たな資金調達チャネルを得るほか、投資家も、多様な特性を持った資産を運用対象に加え得ることとなり、リスク選好に応じたポートフォリオをより柔軟に構築することが可能になる。

また、証券化市場の活性化は、以下の諸点からみて、わが国における金融仲介機能を強化し、高度化するものと期待される。

第一に、証券化市場を通じた資金調達・運用は、クレジット市場全体における価格発見機能の向上を補完する。銀行貸出金利は、徐々に、債務者の信用度に見合った水準に設定されるようになってきているが、市場で形成される証券化商品の発行・流通利回りは、貸出金利の設定に際し、有力な参考材料となる。リスクに見合ったリターンの実現は、経済全体における効率的な資源配分にも寄与する。

第二に、証券化商品への取り組みは、金融機関の業務に新たな広がりを与え、多くのビジネス・チャンスをもたらす。例えば、銀行は従来、貸出を業務の中核に据えてきたが、証券化関連業務の推進はこれと矛盾せず、むしろ補完する。即ち、証券化により貸出債権のリスクの組み替えや流動化を行うことで、自らの能動的な与信ポートフォリオ管理のほか、顧客のニーズへの柔軟な対応も可能となる。地域金融機関にとっても、異なる地域や業種にまたがる資産を束ねた証券化商品を活用することによるメリットは

大きいといえる。もとより、証券化ビジネスは、組成やリスク評価などに高度な金融技術を要するだけに、この分野に進出するためには、明確な経営判断とこれに裏打ちされた相応の経営資源の投入が必要となる。しかし、そうした新たな業務への挑戦こそが、わが国の金融機関を活性化させていく^(注3)原動力になると期待される。

第三に、信用仲介チャネルの複線化という点である。わが国における企業金融は、従来、金融機関の融資に大きく依存した構造となっていた。資産バブルの崩壊は、1990年代以降、金融機関の融資機能に大きな制約を加え、間接金融への依存度が高かった分、経済活動に対する影響も長引いた。金融機関の貸出は今後ともわが国経済を支える中核的な使命を果たし続けていくと考えられるが、証券化市場という、新たな信用仲介チャネルを通じて供給される資金の流れがより太く安定的なものへと発展していけば、わが国金融システム全体のリスク耐性を高めることにもつながり、大きな痛みを伴った1990年代の経験を活かすことにもなる。

Ⅲ. わが国証券化市場の発展と残された課題

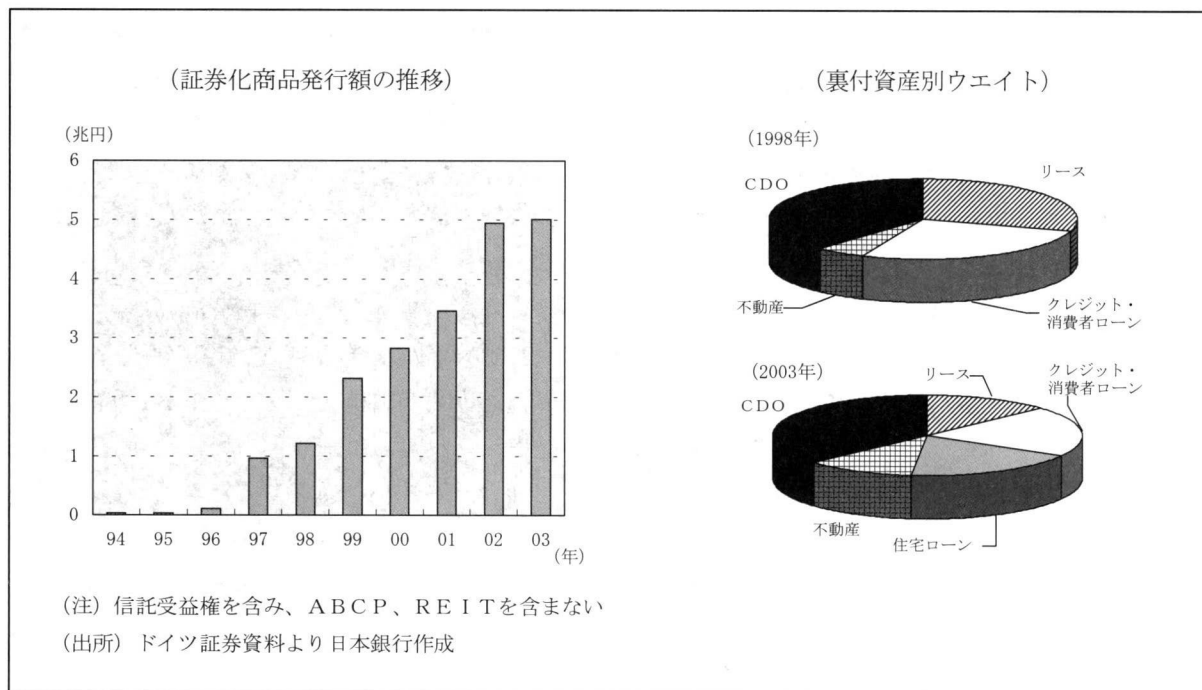
わが国の証券化市場は、新たな金融仲介の場として着実に成長してきている。即ち、証券化商品の発行額は、1990年代後半以降、急テンポで拡大した。証券化の対象となる原資産の種類も、当初はリース料・クレジット債権が過半を占めていたが、住宅ローン債権、商業用不動産が増加するなど多様化が進んでいる。特に、最

(注 3) 国際決済銀行 (BIS)・グローバル金融システム委員会が 2003 年 1 月に公表したレポート「信用リスク移転 (原題: "Credit Risk Transfer")」では、最近の証券化商品やクレジット・デリバティブ市場の拡大が近未来の金融産業の姿を大きく変貌させる可能性が示唆されている。本レポートについては、要旨 (日本銀行仮訳) が『日本銀行調査月報』2003 年 2 月号に掲載、または日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>) から入手できるほか、報告書全文 (英文) は BIS ホームページ (<http://www.bis.org/>) から入手できる。

近では、いわゆる募集型CLO（Collateralized Loan Obligation）^{（注4）}や、住宅金融公庫の買取型RMBBS（Residential Mortgage-Backed

Securities）^{（注5）}など、証券化を前提に原資産となる債権を組成する取引もみられるようになってきた（図表2）^{（注6）}。

【図表2】わが国証券化市場の量的・質的拡大



こうした発展の背後には、市場参加者の創意工夫に加え、様々な制度整備など、公的セクターの取り組みもあったとみられる。

しかし、フォーラムの場では、証券化商品の機能やそれに対する潜在的なニーズの大きさに比較すると、証券化市場の活用の度合いは未だ不十分であるという意見が多く出された。具体的には、発行市場の規模は、銀行借入、普通社債等と比較して、依然として小さ

いほか、流通市場の取引も少ない点が指摘された。

証券化商品は、資金調達・運用の両面で様々な主体が関与し、流動性も兼ね備え得る商品である。同時に、クレジット商品である以上、国債のような均質な商品とは異なり、各々に個性があることも、その特徴の一つである。

フォーラムでは、個々の証券化商品の流動性には、その発行の形式、規模、さらには目的に

（注4）証券化を前提として借入人を募集し、それに対して実行した貸出を裏付資産として発行するCLO。

（注5）民間金融機関等が貸出した住宅ローン債権を住宅金融公庫が買取り、これを（公庫の直接融資による債権と混合し）担保として、公庫が自らの名で債券を発行するスキーム。

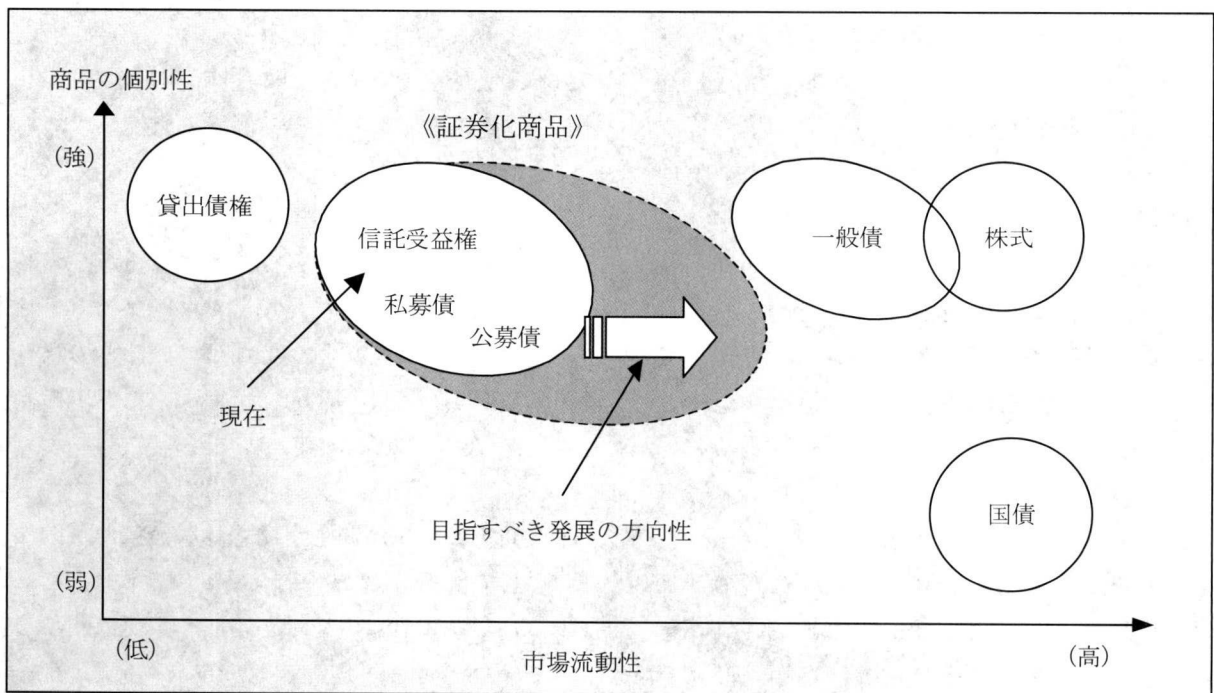
（注6）証券化商品に関する公式統計は存在せず、相当数の非公開案件があるとも言われているため、市場の全体像の把握は容易ではない状況にある。

応じて、求めるレベルが異なり得ることが確認された。例えば、流動性を求めずに、ごく少数の投資家が満期保有することを前提に組成されるプライベート商品もあれば、高い流動性を期待できる公募債もある。また、私募債や信託受益権であっても、大型・長期の商品などでは一定の流動性を備えることが望まれる一方、公募債であっても、当事者にとって使い勝手のよい商品かという点必ずしもそうとはいえず^{（注7）}、

結果的に私募債や信託受益権の方が好まれるという面もある。

こうした観点から、証券化商品については、個々の商品に様々な個性が備わっていることを十分に踏まえつつ、公募債、私募債、信託受益権等のそれぞれに流動性の向上に向けた取り組みが、市場の評価を通じた価格発見機能を活用するためにも重要であるとの認識が共有された（図表3）。

【図表3】金融商品の個性と流動性



このように流動性の向上を軸とした市場の更なる発展への取り組みを進めていくに当たっては、具体的には、次の二つの視点が重要と思われる。

第一に、証券化商品の価格評価をよりの確かつ効率的に行い得るための環境整備である。証券化商品のリスクを適切に評価し、それに見合った価格を提示できることは、発行市場・流通市

（注7）公募債については、例えば、有価証券届出書の効力が発生するまで、証券の取得や売付の契約を締結できないなど、発行の機動性に難があるほか、目論見書と異なる資料等を用いた勧誘に制約があるなど、情報開示の自由度が低いといった指摘がなされた。また、開示項目について、必要な見直しをタイムリーに行っていくことが求められる、との意見も聞かれた。

場のいずれにおいても、取引が成立するための条件となる。

第二に、証券化商品の組成・売買にかかるコストを低下させるための環境整備である。オリジネーター、アレンジャー、投資家などの市場参加者は、証券化商品の長所とその組成コストの双方を勘案のうえ、証券化取引を利用しており、コストの低下は、市場活性化の重要な条件である。

以下、IV. において、個別の具体的課題と解決の方向性についての主な議論を紹介する。最初に、裏付資産の種類によらない、証券化商品全般について共通の課題を整理した後、裏付資産の種類毎（売掛債権、銀行貸出債権、住宅ローン債権）に固有の課題を整理した^{（注8）}。

証券化市場についての課題は、以下に紹介するとおり、証券の発行市場、流通市場のみならず、原資産市場も含めた様々な段階に残されているが、これら各段階の課題を全体として整合性をとりながら一つ一つ解決していくことが重要である。原資産のオリジネートや証券化商品の組成が適切に行われることで、証券化商品の流動性が高まり、原資産のリスクとリターンに対する効率的な価格評価が行われるようになる。その結果、証券化商品の発行が円滑化し、ひいては原資産のオリジネートも活発化すると同時に、流通市場も一層活性化するという好循環が生まれるものと期待される。

IV. 具体的な課題と解決の方向性

1. 各裏付資産に共通の課題

（1）証券化商品の価格評価をよりの確かつ効率的に行い得るための環境整備

①情報開示の充実

（現状と課題）

証券化商品の流動性を高めるためには、価格評価を円滑に行い得ることが重要であり、そのためには情報開示の充実が一つの鍵となる。特に、現在、投資家層が薄いメザニン以下のトランチについて、新しいB I S規制の導入（2006年末に導入予定）もあって、投資家層の開拓・拡大が重要な課題と認識されるようになってきており、この面からも、証券化商品のリスクとリターンを的確に評価し得る環境の整備が求められている。

しかし、現状、わが国の証券化市場では、証券化商品の価格評価を行うための情報が必ずしも十分ではなく、これが投資やマーケット・メイクを行ううえでの障害となっているとの意見が多数聞かれる。具体的には、次の二点が指摘された。

イ）発行の事実が明らかにされない案件が増加している

市場参加者は、自らが組成や販売に関与していない商品については、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、格付等）の把握を、ニュース情報や格付機関のプレス・リリースに依存している。

（注 8）このほか、証券化の裏付資産として利用されるものとして、リース料・クレジット債権等の金銭債権、商業用不動産などがある。前者は、発行実績も長く、その論点の多くは、IV. 1. でカバーされると思われる。後者については、一般に案件の個性性が極めて強いことや、それを反映して、限られた投資家向けの商品が多いことから、本フォーラムでは明示的な議論の対象としなかった。

公募債以外の形態の場合、こうした情報を公表するか否かは、オリジネーターをはじめ、関係当事者の意向に依存しており、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も少なくない。特に、最近では、煩瑣な公募手続や案件の公表を回避するために、公募債よりも、私募債や信託受益権の発行が選好される傾向が強まっている、との見方が多い。

ロ) 個別証券の価格情報や的確な価格評価を行うための情報が入手しづらい

証券化商品のうち、仲介業者が気配値やオファー・ビッドを提示しているのは、一部の公募債などに限定されている。機関投資家にとっては、投資対象となる金融商品について透明性の高い価格情報が少ないことが、当該商品への投資を阻害する大きな要因となる。

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、価格評価を行うために必要なデータ等が、組成や販売に直接関わった当事者以外の主体、即ち、流通市場での購入を検討する潜在的な投資家や仲介業者・アナリスト等には入手しづらいことが多い。

公募債についても、1) 開示項目が詳細である一方、証券化商品の個別性に応じた開示項目の自由度や見易さの点で必ずしも投資家のニーズに合致していない、2) 機動的な開示ができないといった点で、改善の余地があるのではないか、との見方が少なくない。

（解決の方向性）

これらの課題の解決に向けて、まず重要なことは、関係者がその解決の必要性について、認識を共有することである。この点、フォーラムの場では、オリジネーターにとっては、情報開

示を進めれば、当該商品の価格評価が適切に行われ得ることや流動性プレミアムが低下することを通じて、証券化商品のより円滑な消化や資金調達コストの低下というメリットを享受できる、との認識が示された。また、投資家にとっても、投資機会の多様化につながる、との指摘があった。

その一方で、現在の運用難という市場環境のもと、開示の充実度如何に関わらず、消化に支障を生じない状況にあっては、情報開示が発行コストの低下等につながっていくメカニズムを実感できない、との指摘も多々聞かれた。しかし、議論を重ねていく中で、市場の持続的な発展につなげていくためには、今のうちから、こうしたメカニズムがより柔軟に働く環境を整えておくことが重要との認識が徐々に共有された。具体的なアイデアとしては、次の二つの枠組みが浮かび上がった。

第一は、発行の事実すら明らかにされない案件が増加していることに対応し、一つの情報インフラとして、証券化商品の個別銘柄の概要が分かるリスト（銘柄リスト）を作成するというアイデアである。

現状、複数の市場参加者が何らかの銘柄リストを作成しているが、いずれも、公開格付案件と、その市場参加者が当事者として組成等に関わった案件を合わせたものに限定されている。フォーラムでは、その対象範囲が広がり、より多くの個別銘柄の概要を一覧できるようにになれば、市場の実情把握を容易にするとともに、将来的な情報開示に向けたモメンタムを高めることになるとして、銘柄リストの有用性を強調する意見が多く出された。また、個別銘柄の概要に加え、裏付資産のリスク評価に必要なパフォーマンス・データ等も

添付すればさらに内容が充実するとの指摘もあったが、まずは可能なことから始めていくべきとの意見が多かった。

こうした銘柄リストの作成については、市場の発展途上期において、その健全な成長を後押しする観点から、まずは、日本銀行を含む中立な立場の公的主体等が、市場参加者の協力を得ながら、率先して取り組むことを考えてみてはどうか、との要望が多く聞かれた。同時に、こうした公的主体等の取り組みも契機となって、将来的には、情報提供会社や業界団体等の民間の組織が、さらに付加価値を高めつつ、情報集約・還元機能の担い手となることが望ましく、そのために幅広い関係者が一体となって協力していくべきであるとの認識で一致した。

第二は、個別証券の価格情報や的確な価格評価に資する情報を充実させるために、証券化商品に関する情報開示について、関係者のニーズと制約・コストをバランスよく勘案しつつ、標準的な開示項目・フォーマットをとりまとめるというアイデアである。

証券化商品の流動性を高めるうえで、一般論として情報開示の充実が望ましいことは言うまでもないが、実際に、情報開示を行うに当たっては、そのコストとメリットの比較考量が不可避である。具体的なコストとしては、データの作成・公表にかかる手間、関連システム等の開発費用、自社のポートフォリオ・経営戦略の一部が明らかになることがもたらす有形無形のコストやリスク、さらに公開会社の場合にはオリジネーター本体の開示との関係^(注9)など、様々なものがある。

こうした事情を踏まえ、フォーラムでは、情

報開示に伴うコストを抑制しつつ、その実効性を高めるために、「発行体として、どのような制約・コストがあるか」という点と、「投資家として、どのような情報が、どの程度の緊要度で必要か」という点をうまく擦り合わせて、現時点で望ましい情報開示の実務慣行の形成を試みてはどうかというアイデアが提示された。

これについては、投資家、アナリスト、仲介業者、アレンジャー、オリジネーター、格付機関が各々の立場から賛意を示すとともに、具体的な検討は、裏付資産毎に、それぞれの商品の特性を勘案しながら進める必要がある、と指摘した。このため、本フォーラムでの検討の一環として、「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」を設け、証券化商品に関する情報開示のあり方について議論を深めることとした。

ワーキング・グループは、(a) リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権を裏付けとするもの(狭義のABS)、(b) 銀行貸出債権を裏付けとするもの(CLO)、(c) 売掛債権を裏付けとするもの(売掛債権ABCP)、(d) 住宅ローン債権を裏付けとするもの(RMBS)の4種類の主要な裏付資産毎に会合を開催し、それぞれについて、標準的な情報開示項目と推奨フォーマットをとりまとめた。その際、1) 投資家をはじめとする情報のユーザーのニーズを汲み取りつつ、2) 情報の出し手側が開示のコストに見合うメリットを得られるか、3) 推奨する開示レベルがいたずらに高過ぎて、結果的に証券化のインセンティブ自体を損なうおそれはないかといった点を勘案のうえ、項目毎に開示が求

(注9) 具体的には、東京証券取引所「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」第2条、日本証券業協会「店頭売買有価証券の発行会社における会社情報の適時開示等に関する規則」第5条で定める「重要事項」に、証券化商品の裏付資産にかかる情報が該当してしまう可能性を懸念する声が聞かれた。

められる度合いの目安を示した^(注10)。

②分析ツールの一層の洗練

（現状と課題）

価格評価を円滑に行い得るための環境整備という観点では、裏付資産プールリスク^(注11)を定量的に評価する分析ツールの充実も重要である。

現状、多数分散プール型の証券化商品のリスク評価を行う際には、1) 裏付資産プールに組み入れる債権に適格要件を設け、いわば入り口段階で相応のスクリーニングを行う、2) 個別の債務者の信用リスク（第一義的にはデフォルト確率）を推定する、3) 債務者間の信用リスクの相関関係や分散度合いを考慮しつつ、裏付資産プール全体のリスクを評価する、といったステップが採られるのが通常である。

フォーラムの場では、この点に関連し、1) 組成される証券化商品に期待されるリスク特性に照らし、入り口段階での適格要件が必要以上に厳しいのではないかと、2) 近年、多様化してきている分析ツールの考え方や内容が、投資家にとって見えにくく、投資判断に戸惑うことが多いといった指摘があった。これを踏まえ、投資家やアレンジャー等にとって、より使い勝手のよい証券化商品のリスク評価手法をどのように確立していけばよいかという点が、課題として浮かび上がった。

（解決の方向性）

まず、事務局が、適格要件の有効性を検討す

るための一助として、多数分散プール型CLOについて、原債務者のデフォルト確率を算出するスコアリング・モデルの分析例を提示した。そのポイントは、1) 自己資本比率、経常利益、有利子負債比率など単独の財務指標のみに基づいたスクリーニングは、本来、排除すべきでない企業を排除したり、排除すべき企業を取り込んでしまう可能性がある、2) そこで、複数指標の組み合わせによるスクリーニングを行うと、判別力が向上する、といったものである。

また、デフォルト確率の推計やプール全体の評価については、関係者の間で、様々な統計手法を用いて分析ツールの精度向上への努力が続けられている。この点、投資家側からは、証券化商品のリスクとリターンを自ら判断するツールを充実させる観点から、「まずは、仲介業者や格付機関が、モデルの考え方・内容を開示し、その解釈の仕方・留意点について、詳細な説明を行うことが必要である」との意見があった。これを受けて、こうしたモデルを提供する側からは、「そのような取り組みは既に行っており、今後もこれを継続していきたい」との見解が示された。

こうした議論の中で、裏付資産のパフォーマンス・データの蓄積・開示が進み、それによって各分析ツールの長所や短所、結果を解釈する際に留意すべき「クセ」などが浮き彫りになっていくことが理想的であり、そのためにも、まずは実績の積み重ねと事後的な検証が必須であるとの認識が共有された。

(注10) ワーキング・グループでの議論において、投資家としては、証券化市場に精通した金融機関や機関投資家を念頭においた。これは、証券化商品の個別性の強さ、仕組みの複雑さなどを踏まえれば、その第一義的な投資家は、それらの層と考えられるためである。

(注11) 証券化商品の元利払いにかかるリスクは信用補完の内容等にも依存するが、その最も重要な部分は、裏付資産プールの分析である。

(2) 証券化商品の組成・売買にかかるコストを引き下げるための環境整備

①金銭債権の譲渡にかかるコストの引き下げ (現状と課題)

オリジネーター（セラー）が金銭債権をSPV（Special Purpose Vehicle）へ譲渡する際、次のような様々な障害があり、その解決・低減が課題であるとの指摘が数多くなされた^(注12、13)。

イ) 債権の存否確認の問題

金銭債権の種類によっては、原債権の存否確認が難しい場合がある。銀行貸出債権やリース料債権のように、信用供与を主たる業務とするオリジネーターが関与する商品では、債権の存否確認は比較的容易である。しかし、売掛債権、特に、債権者・債務者の少なくとも一方が中小企業の場合、債権の存否確認のための書類やデータが未整備であるケースも少なくない。

ロ) 譲渡禁止特約の問題

売掛債権やリース料債権など、一部の金銭債権では、多くの場合、原契約に明示的な「譲渡禁止特約」が含まれている。こうした特約は、わが国の民法上、原則として有効とされており、これに反した債権譲渡は、債務者との関係においてのみでなく、譲渡当事者間でも無効とされる。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、そのためのコストも証券化の障害となる。

債務者としては、二重払い・過誤払いのリスクを避けたいといった理由に加え、見知らぬ者が債権者となって思いもよらない紛争に巻き込まれることなどを懸念して、こうした特約を選好するケースが少なくない。

ハ) 二重譲渡の問題

金銭債権が二重に譲渡され、SPV以外の者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、譲渡の事実を第三者に対抗し得るよう、所要の手続を講じる必要がある（図表4）。この手続は、1998年に導入された、債権譲渡特例法に基づく登記制度により、手間やコストが大幅に削減された。しかし、オンラインによる登記事項検索を可能とするなど、制度・実務の両面で、使い勝手を一層向上させる工夫を求める声がある。

二) 債務者対抗要件の具備

金銭債権の譲渡の事実を原債務者に対抗するには、債務者対抗要件の具備が必要である（図表4）。債務者対抗要件を取得することにより、それ以後、債務者が原債権者に対して取得する各種の抗弁の影響を遮断することが可能となるほか、特に、債務者の「異議なき承諾」を得れば、承諾前から債務者が有していた抗弁権も切断することができる。

しかし、現状においては、いずれの方法にせよ、債権の譲渡時点で債務者対抗要件

(注12) 裏付資産の種類により、証券化に当たっての障害の有無・度合いは異なる。

(注13) 個人情報保護法（関連規定の施行は2005年4月予定）により、「個人情報取扱事業者」が個人向け貸出債権や個人保証付法人向け貸出債権等にかかる個人データを第三者に提供する場合、当該個人の同意が必要となることから、これらの債権譲渡にかかる情報開示、同意取り付けのあり方についての検討の必要性が指摘された。

を取得する例は稀なようである^(注14)。これには、1) 債務者が異議なき承諾を行えば、相殺の担保的効力や各種抗弁を放棄することとなるほか、2) 債務者への通知であっても、ロ) で触れたように、債務者は債権者が交代するのを避けたいと考えることが多く、債権

者側も、この点に配慮して、債権譲渡の事実を告げずに譲渡するケース（サイレント譲渡）が多いこと、3) 特に、債務者が多数の場合、債務者対抗要件を具備する手続きが煩雑であること、などの要因がある。

【図表 4】対抗要件制度の比較

	民法	債権譲渡特例法	特債法
第三者対抗要件	・ 確定日付ある通知・承諾 (467 条 2 項)	・ 債権譲渡登記ファイルへの登記 (2 条 1 項)	・ 公告 (7 条 2 項)
債務者対抗要件	・ 通知・承諾 (467 条 1 項)	・ 登記事項証明書の交付 + 通知*、または、債務者による承諾* (2 条 2 項)	・ 同上
長所 (△) 短所 (▼)	△ 必要に応じ、抗弁の切断も可能 ▼ 債務者多数の際、手続きが煩瑣	△ 債務者多数の際、第三者対抗要件の取得が容易 ▼ 債務者多数の際、債務者対抗要件の取得手続きが煩瑣	△ 公告により、第三者・債務者双方に対抗可能 ▼ 対象債権の種類が限定的
【参考】手数料等 〔債権数 5 千個、 登記存続期間 1 年〕	・ 確定日付付与: 350 万円 － 1 通につき 700 円 (電子公証制度)	・ 債権譲渡登記申請: 1.1 万円 － 1 申請 (債権数 1 ～ 5 千個の場合) 当り 1 万円 － 登記存続期間 1 年毎に、債権数に関わらず、1 千円を加算 ・ 登記事項証明書: 250 万円 － 1 通につき 500 円	・ 公告の新聞掲載費用

* 通知・承諾の内容は、債権譲渡がなされたこと、および、その登記がなされたこと。

ホ) 各種の抗弁の存在

証券化の対象となる金銭債権について、原債務者が原債権者に対して有する抗弁により、原債務からの元利払いが滞るリスクがある(ダイリューション・リスク)。もっとも、具体的にどのような抗弁が問題となるかは、金銭

債権毎に様相を異にする。

例えば、銀行貸出債権を裏付けとする場合（銀行がオリジネーターとなる CLO、RMB S）については、原債務者が預金者でもあることが多く、オリジネーター破綻時に原債務者から相殺されるリスク（いわゆる逆

(注 14) サービサーを兼ねるオリジネーターが破綻し、サービシング業務を他の主体に移管する必要が生じた際に、債務者対抗要件の具備が迅速にできないと、原債務者は、破綻したオリジネーターに支払を続け、コミングリング・リスクが拡大するおそれもある。

相殺リスク)が主たるリスク要因であり、その他の抗弁はさほど問題とならない。他方、売掛債権の証券化に当っては、相殺以外にも、返品・値引きなど原契約にかかる抗弁全般が問題となってくる。

(解決の方向性)

フォーラムでは、これらの課題を解決するには、以下の三つの方向での取り組みが必要である、との意見が出された。

イ) 当事者の工夫

まず、原債権が譲渡に適したかたちで組成されるよう、当事者が工夫を凝らす試みが重要である。即ち、譲渡を前提としつつ、標準化された基本契約に基づいて債権を組成すること、さらに、債権譲渡の法的安定性の確保という観点からは、各種の抗弁が基本契約等のレベルで遮断されていることが望ましい^(注15)。もっぱら証券化を目的とする案件では、こうした対応にまで踏み込んでいくことが考えられる。

しかし、商取引において、原債務者が相殺の担保的効力等への期待を抱くこと自体は合理的であり、基本契約の段階ですべての抗弁を遮断するのは容易ではない。このような場合、むしろ、これらの抗弁による債権プールの毀損リスクについて、信用補完等によって管理していくことがより現実的である。その際に鍵となるのは、そうした債権プールの毀

損リスクを的確に計量することであり、そのためには、反対債権の金額を把握する仕組みの整備や回収状況にかかるトラック・レコードの蓄積・開示など、地道な取り組みを続けていく必要がある^(注16)。

ロ) 心理的抵抗感の払拭

第二の方向として、債務者・債権者双方にある、債権譲渡への心理的抵抗感を解きほぐしていく必要がある。即ち、原債務者には、「抗弁を留保したい」、「二重払い・過誤払いのリスクを避けたい」といった事情のほか、「思いもよらない紛争には巻き込まれたくない」と考えて、債権が譲渡されることを嫌う傾向がある。また、原債権者としても、「債権譲渡という手法を使うほど、資金繰りに苦慮している」との風評を招くリスクを警戒して、債権譲渡による資金調達に消極的となっている。

この点について、即効性を持つ解決策を見出すことは難しいが、関係者による粘り強い情宣活動のほか、政府・地方公共団体をはじめとした公的セクターが率先して、自らが債務者となる売掛債権等の譲渡禁止特約を部分的に解除していく取り組みが有意義であろう。

ハ) 制度・システム面の対応

イ)、ロ)を補完する第三の方向としては、制度・システム面での対応が考えられる。

(注15) 債務者の異議なき承諾をあらかじめ組み込んだ基本契約の活用や、さらには、こうした金銭債権を手形債権としてオリジネートすることで抗弁の切断や対抗要件具備の簡素化などを図る試みなどが考えられ、実例もみられ始めている。

(注16) 相殺可能な反対債権の金額の把握は、単一オリジネーターのCLOやRMBIS(預金残高の把握)においては、コストを要するとしても、実現可能な場合が少なくないとみられる。しかし、マルチセラー型の売掛債権などでは、大きな困難を伴うとの見方もある。

具体的には、自らに先行する債権譲渡登記の有無を確かめたり、多数の原債務者に対する債務者対抗要件を具備する手間・コストの問題については、何らかの制度・システム面での対応を進めていくことが望ましい^(注17)。加えて、本来的には、関係者の取り組みにより対応し得るものであるが、長年の慣習から容易には変え難いものについて、制度的な解決を図ることも考えられよう。例えば、譲渡禁止特約について、債権者・債務者双方の利益をバランスさせる観点から、譲渡先や譲渡目的を限定したうえで、その対外的効力を法的に制限していくという対応も、検討に値する。

②SPVの使い勝手の向上 (これまでの進展)

証券化商品の組成に当っては、原資産を保有し、証券を発行するために、特別に設立された主体（SPV）が用いられる。このSPVには、1）倒産隔離^(注18)の確保、2）効率的かつ確実な原資産管理、3）機動的な証券発行（トランシングのためのキャッシュフロー組み替え等を含む）などの機能が求められる。これに加えて、4）設立・運営等にかかるコストが低いこと、

とりわけ、課税によるキャッシュフローの外部流出が少ないことが望ましい。

この点に関しては、これまで市場参加者による様々な工夫と制度整備が進められてきており、目的に合わせて様々なビークルが選択される体制が整ってきている。例えば、最近の注目すべき進展として、国内法で完結した手続により倒産隔離を図る選択肢が広がっている。

(残された課題と解決の方向性)

こうした中、SPVの更なる使い勝手の向上という観点から、次の二つの課題が挙げられた。

イ) 単一SPCによる複数回の証券発行

単一のSPCを利用し、より流動性の高い証券を、複数回に亘って発行することへのニーズは高い^(注19)。例えば、大規模な原資産を一括してオフバランス化し、需給動向を睨みながら、証券化商品を逐次発行する場合や、裁定効果を得るために機動性が求められるリパッケージ債（RMB Sを用いたCMOの組成を含む）を組成する場合などが、具体的にニーズのある事例として指摘された。

証券化商品の発行形態として信託受益権を用いる場合には、マスター信託契約のもとで、

(注17) この点、登記事項概要証明書、登記事項証明書の交付申請・取得について、近々、オンライン化される見通しである。

(注18) 会社形態のSPVがオリジネーターの倒産等に巻き込まれて倒産してしまうなど、SPV自体が想定外の事態から業務を継続できなくなるリスクを極小化すること。なお、「倒産隔離」の用語は、いわゆる「真正譲渡」、即ち、オリジネーターの破綻時に、SPVへの原資産の譲渡取引が担保付金融取引とみなされない、という意味を含む場合もある。

(注19) 組成コストの低さ、機動性の観点から、証券化の都度、信託を設定することに大きな制約はないとされているほか、マスター信託契約を利用することにより、一つのマスター信託から複数回の受益権を発行することも可能である（後掲脚注20参照）。このため、ここでの課題は、より高い流動性を具備し得る社債の発行が可能な、会社形態を用いる場合に限定される。なお、旧SPC法が改正され、新たに資産流動化法が制定された際に、特定目的会社の最低資本金が引き下げられた（旧SPC法：300万円→資産流動化法：10万円）ことに伴い、証券発行の都度、SPC（TMK）を設立する負担は軽減されたが、フォーラムにおける議論では、現在でも、既存のSPCを用いて複数回の証券発行を行うニーズは根強く存在していることが確認された。

一括譲渡した資産から数回に分けて受益権を組成したり、追加譲渡された資産を裏付けに受益権を組成することが可能である^(注20)。しかし、現状、国内市場においては、単一のSPCにより複数回の証券を発行することは困難となっている。この解決に向けては、単一SPCが発行する複数の証券について、それぞれの証券と裏付資産を排他的に紐付けるために必要な、実務・制度両面での対応が望まれる。

ロ) 信託の一層の活用

証券化実務における信託スキームのメリットとしては、1) 資産管理業務における専門性の高さと事務手続の堅実性^(注21)、2) 設立手続の簡便性・相対的に安価な組成コスト^(注22)、3) キャッシュフローの組み替えなど組成上の柔軟性といった点が挙げられる。

こうした信託スキームの重要性や活用可能性への期待と表裏一体のものとして、フォーラムでは、信託の更なる使い勝手向上に向けた、いくつかの提言がなされた。具体的には、1) 譲渡事務が煩雑、2) 情報開示が不十分、3) 決済制度が整備されておらず、資金決済と証券受渡しの同時性(DVP:Delivery versus Payment)が確保されないなどの点で、更なる改善が望まれるとの指摘が多く聞かれた。

この点、信託受益権について、私法上の有

価証券性を付与して譲渡性を高めつつ、証券取引法上の開示規制を及ぼすといった制度面での対応を求める声もあった。

その一方、証券化という文脈では、資産流動化法上の特定目的信託(SPT:Special Purpose Trust)というビークルが、有価証券性を備えた信託受益権の発行体として既に用意されており、その使い勝手の向上を求める考え方も多かった。即ち、SPTは、本来、信託のメリットを活かしつつ、流通性の高い証券を発行し得るビークルと評価できるが、現状、税制面(配当に対する源泉徴収等)、法制面(パススルー債を社債的受益権として組成できない等)の制約もあって、殆ど利用されていない。このため、SPTの活用に向けて、これらの制約の解消が望まれる、との意見が多く出された。

さらに、信託スキームの機動性・柔軟性を活かしつつ、受益権の流動性を一定程度高めていくことは可能との見方も強かった。例えば、1) 譲渡手続の取扱いを受託者間で共通化する、2) 画一的に、公募債並みの開示内容を求めているのではなく、価格評価を行うのに必要不可欠な情報を柔軟なたちで開示していくといった実務面での対応により、受益権の流動性は向上させ得る、との指摘がなされた。

また、信託スキームにおいては、信託銀行

(注 20) 現行実務では、マスター信託契約を用いて、一つのマスター信託から複数の受益権を切り出し、それぞれの受益権を別々に設立したSPCに譲渡し、各SPC毎に債券を発行する例もある。これは、単一SPCによる複数回の債券発行が難しい中、SPVへの譲渡契約やサービシングにかかる情報管理の共通化等により発行コストの低下を図るものであるが、これを一歩進めて、単一SPCにより複数回の債券発行が可能となれば、より望ましい。

(注 21) 他方、受託者側の事務・システム面での制約から、イレギュラー案件や新規案件に柔軟に対応してもらえないことがある、との指摘も聞かれた。

(注 22) 信託受益権形式と、社債形式とのコスト比較は、信託報酬など個別の案件毎に異なる要素も多く、一概にはいえないが、一般には、債券発行会社の設立にかかるコストや社債管理費用・元利払い手数料等から、社債形式の方がコストが高くなるようである。

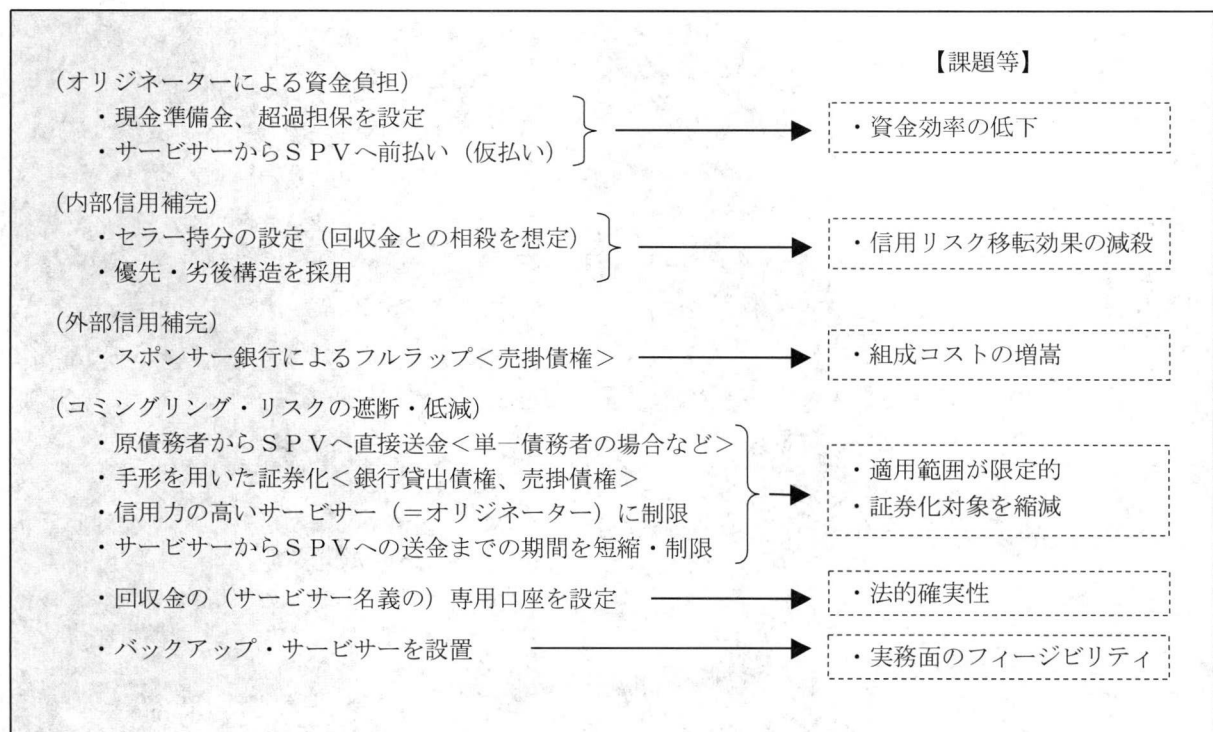
が、受託者、アレンジャー、販売業者（さらには投資家）という複数の立場をあわせ持ち、利益相反関係が生じ得るため、受託者としての立場・責任の明確化が重要である、との指摘もなされた。

③サービサー・リスクをより簡易に低減させるための環境整備 （現状と課題）

証券化スキームの中で、重要な役割を果たす主体の一つにサービサー（通常、オリジネーターが兼ねる）がある。サービサーは、原資産からのキャッシュフローをSPV、ひいては証券保有者につなぐ役割を果たしており、その破綻時も含め、これが円滑に機能しなくなるリスクを極力低減する必要がある。

最も重要な点は、サービサー破綻時に、回収金がサービサー自身の資金と混同（コミングル）し、破産財団等に組み入れられることにより、証券化商品の元利払いが遅延・減少するリスク（コミングリング・リスク）を避けることである。これに対しては、回収金がサービサー自身の資金と混同するリスク自体を遮断・低減する、いわば抜本的な対応と、混同するリスク自体は一定の範囲で許容しつつ、それを信用補完等でカバーする、いわば対症療法的な対応があり得る（図表5）。現状は、前者の対応には障害が多いこともあって、後者の対応が採られることが多いが、これには、結果的に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などの問題が残る。

【図表5】サービサー・リスクに対する現行実務上の対応例



また、サービサー破綻時にも、サービシングを円滑に継続するための工夫も重要である。これまでも、わが国において証券化商品のサービサーが破綻する事例がみられたが、いずれも再建型の倒産手続が採られたこともあり、サービサーの交替は実質的に行われなかった。もっとも、サービサー破綻時に、常に当初のサービサーが業務を継続すべきであるとは限らない^(注 23) ため、バックアップ・サービサーへの業務移管も含めた、サービサー破綻時の実務対応を整理しておく必要がある、との指摘が数多く聞かれている。

(解決の方向性)

イ) コミシングリング・リスクの遮断・低減

コミシングリング・リスクを遮断・低減する抜本的な対応として、フォーラムでは、1) SPV名義の口座への直接入金、2) 回収金をサービサー名義の分別口座で管理する、3) 原債務者からの口座振替先を移管する手続をスムーズにするなどの手法が提示された。

1) については、債権譲渡の事実を債務者に知らせないケースでは、送金先をサービサー（オリジネーター）ではなくSPVとするのは必ずしも容易でないとみられるが、適用可能なものから、そうした対応を採っていくことが有益である。

一方、2) については、サービサーが、

SPVへの送金専用の分別口座を設けた場合、その口座の資金は、サービサー破綻時において、破産財団等に組み込まれることを免れるか否か、現時点では疑義が残るという問題がある。この点、立法的な解決が必要との指摘もなされている^(注 24) が、同時に、倒産手続において、分別口座が手続から除外されるか否か、また除外されるための要件は何かといった点について、関係者の間の実務的なコンセンサス作りに向けた議論も求められる。

また、3) に関する一つの実務的な解決策として、当初の口座振替契約を締結する際に、原債権者（オリジネーター兼サービサー）破綻時に口座振替先を他の先に移管することについて、あらかじめ同意を得ておくといった対応が考えられる^(注 25)。

ロ) サービシング業務の円滑な移管

サービサー破綻時において、サービシング業務を円滑に継続するための工夫に関し、一つの重要な論点は、バックアップ・サービサーへの移管を行うべきか否か、である。もとより、サービサーが清算手続に入り、あるいはそこまで至らなくとも、サービシング能力が著しく低下する場合にまでバックアップを全く用意しないという対応は適当でない。しかし、サービサーの交替に伴うコストを踏まえば、サービサーが法的倒産を含めて何らか

(注 23) 例えば、当初のサービサーが清算型の倒産手続に入る場合、業務を継続することは現実的でない。

(注 24) 事業再生研究機構・証券化問題委員会は、2002 年2月に法制審議会倒産法部会に対して行った提言において、サービサーが破綻した場合に、専用の預金口座を設けて分別管理されている預り金については破産財団等を構成しない旨、法律上の手当てをすることを検討すべきとしている。なお、韓国では、「資産流動化に関する法律」が破産法等の特別法として存在し、その12条で流動化の対象となる資産や、その回収金がサービサーの破産財団を構成しないと規定を置いて、コミシングリング・リスクを排除している。

(注 25) もっとも、これについては、証券化のために、すべての契約を見直すことに伴う実務的な負担も大きく、関係者の抵抗感も予想される。こうした事情を背景に、一部の参加者からは、サービサー破綻時に、原債務者の了解を得ずとも、口座振替先を移管することができるような制度的対応が必要、との見解も示された。

のトリガーに抵触した場合、自動的・機械的にバックアップ・サービサーに業務移管するという仕組みもまた極端であろう。

そうした意味で、サービシング業務の移管について、次のような点に関する実務的な検討の必要性が強調された。第一に、サービサー交替の可否を実質的に判断するための明確な基準を用意することである。第二に、サービサー交替の可否を判断する主体や手順を明確化することが重要である。この点、誰がリーダーシップをとるべきかという点の明確化も必要である。社債管理会社、受託会社、アレンジャーなど、証券化には複数の関係者が関わるだけに、それぞれの果たすべき役割を事前に調整・明定することの意義は大きい。さらに、これらの枠組み作りに加えて、サービサー交替を円滑に行うための、データフォーマットの整備・統一やシステム・インターフェースの整合性の確保等も重要と考えられる。

④決済・譲渡手続の円滑化

流通市場の発展を考えるうえでは、決済が円滑に進むことも重要である。特に、月次で利払いが発生するパススルー型商品などでは、2週間に短縮されたとはいえ、社債等登録制度における登録停止期間の存在は流動性の大きな妨げとなる。また、信託受益権の譲渡手続が非常に煩雑であると

いう点も、前述のとおり、多々指摘された。

この点、一般債振替システムが2006年初に稼働を開始する予定であり、ペーパーレス化等による決済コストの削減を通じ、一般債はもちろん、社債形式の証券化商品の流動性向上に大きく貢献するものと期待される^(注26)。また、社債等振替法上、ペーパーレス化の対象とされているSPTの受益権、特に、社債的受益権についても、一般債振替システムへ取り込むことが望まれる。

2. 個別の裏付資産に固有の課題

(1) 売掛債権

①現状と課題

売掛債権は、企業の保有する金銭債権の相当程度を占めており^(注27)、これを裏付けとした資金調達ツールへの期待は大きい。もともと、売掛債権は、1.(2)①でみた金銭債権の譲渡にかかる課題の殆どが当てはまり、証券化に際して制約が大きい資産でもある。

特に、中堅・中小企業同士の売掛債権の証券化は、フロー・リスクやダイリジェクション・リスクの把握が難しいうえ、短期・小口であることが多く、組成上の工夫やリスク評価に大きなコストを割けないという採算上の制約もある。このため、現状では、スポンサー銀行による100%の信用補完を付したかたちでの証券化（フル・サポート型ABC P）がもっぱらである^(注28)。

(注26) CPについては、2003年3月末以降、ペーパーレス化が実現している。このうち、資産担保CPの発行時に採られることが多い、非居住者発行のもの（サムライCP）についても、法制面、税制面で必要の対応が整い、2004年4月以降、「短期外債」として、ペーパーレスCP（電子CP）の発行が可能となった。

(注27) 例えば、法人企業統計ベースでみた場合、2002年度末時点の調査対象企業の総資産1,235兆円中、売掛債権は170兆円（現預金133兆円、受取手形は36兆円）となっている。

(注28) 原債務者が単一または少数の大企業で、原債権者が多数の中堅・中小企業という組み合わせについては、原債務の属性やリスクが把握し易く、100%の信用補完を付さないかたちでの証券化事例がみられる（いわゆる一括支払いスキームなど）。また、原債権者が大企業で、原債務者が多数の中堅・中小企業という組み合わせについても、フロー・リスクの可能性は低いほか、原債権者の持つ回収記録が信用リスク評価に利用可能な場合があることなどから、100%の信用補完を付さないかたちでの証券化事例が少数ながら存在する。

こうした中、よりリスク感応的な所要自己資本算出の枠組みを提供する新しいB I S規制の導入なども踏まえ、銀行において、リスク管理を精緻化する動きがみられ始めている。売掛債権についても、証券化の本来的な機能をより発揮し得る、スポンサー銀行の100%の信用補完に依存しない手法の実現が模索されている。

②解決の方向性

特に課題が多いとされる、債権者・債務者とも中堅・中小企業である売掛債権の証券化に関しては、短期的、中長期的な観点から、それぞれ次のような対応について議論が行われた。

イ) 短期的な視点 —— ノン・サポート型A B C Pに向けた実務的な対応

1. (2) ①でも検討したように、金銭債権の譲渡に当たっての障害のうち、債権・債務の確定性や譲渡可能性の確保に関しては、原債権者・原債務者間の契約を定型化していく必要がある。譲渡を前提とするのであれば、SPVへの直接入金等により、コミングリング・リスクを抑制することも考えられる^(注29)。しかし、前述したとおり、債務者側の利益も考えると、相殺その他の抗弁の可能性を排除することは必ずしも適切でない場合があるほか、原債務者の信用リスクをどのように評価するか、という根本的な問題は残る。この点、

パーシャル・サポート型やノン・サポート型のA B C Pの発行に向けて、既存のフル・サポート型A B C Pのトラック・レコードなど、データ整備を着実に積み重ねることにより、投資判断を容易にするとともに信用補完水準の引き下げを実現していくことがより重要となる^(注30)。

ロ) 中長期的な視点 —— 債権の電子化にかかる基盤整備

将来的には、譲渡性が高い債権を組成し、債権の属性データ、回収状況等の管理を電子ベースで行うような、一貫したシステムを整備するといったアイデアもあり得る。仮に、こうしたシステムが多数の参加者を取り込むかたちで実現し、しかも、ID番号の共有化なども視野に入れつつ、参加企業の財務状況等にかかるデータ・ベースと結合すれば、中堅・中小企業が、証券化をはじめとする多様な資金調達チャネルを利用する、有用な足掛かりとなろう^(注31)。

(2) 銀行貸出債権

①現状と課題

銀行貸出債権を裏付けとする証券化商品(CLO)市場は、このところ、発行額、商品性の両面で、大きな変化を遂げた。即ち、2002年度には、大手銀行が相次いで大規模なバランス・シート型CLOを組成し、発行額

(注 29) 短期間に回転する売掛債権は、回収総額に占める1回当りの回収金額が大きく、コミングリング・リスクへの対応が極めて重要である。

(注 30) 多数分散型プールを評価するツールは、中小企業向けCLOの発行が重ねられる中で整備されてきており、基礎データの整備が進めば、売掛債権の証券化にもこうしたツールを応用可能ではないか、との指摘が聞かれた。もっとも、これに対しては、売掛債権については、原債務者が銀行等の直接の取引先でなく、財務データ等の信頼性確保に限界がある、との見方も示された。

(注 31) このような「電子債権市場」へのニーズやフィージビリティ等については、産業構造審議会産業金融部会「金融システム化検討小委員会」等で議論が進められている。

が急拡大した。2003年度入り後は、株価上昇を反映した資本制約の緩和などもあって、そうした動きは一服している^(注32)。他方、中堅・中小企業向けの多数分散プール型CLOは増加している。

このような状況を反映し、フォーラムの間では、CLO市場が発行・流通・原資産組成それぞれの面で活性化していくためには、何よりも、定期・定型商品の発行が継続的、安定的に行われることが望ましいとの指摘が少なからず聞かれた。しかし、同時に、企業において有利子負債圧縮に向けた取り組みが続く中で、いたずらに継続発行を求めても成算は少ない、という反論も聞かれた。

こうした議論を受けて、フォーラムに参加した金融機関からは、業態を問わず、わが国銀行の経営課題を踏まえれば、①最適ポートフォリオの実現、②資本の有効活用といった目的に加え、③募集型CLOなどでは、貸出当初からリスクに見合ったリターンを求め易いといったメリットもあって、証券化の活用インセンティブは高い——そして今後一段と高まる——との認識が示された。また、そうした潜在的な証券化インセンティブの発現を阻害している要因を一つ一つ取り除いていくことが、結果的に、定期・定型発行の増加につながるのではないか、という意見が大勢を占めた。

②解決の方向性

銀行のCLO組成に向けたインセンティブを阻害する要因として、CLOの組成が採算に合わないという点がしばしば挙げられる。具体的

には、1) 原資産のリターンがリスク対比小さい^(注33)、2) CLOに要求されるリスクプレミアムが大きい、3) 組成・投資にかかるコストが大きい、といった指摘がなされる。

このうち、1)の問題は、貸付金利がリスクに比べて低く抑えられがちであることに起因するもので、これまでも、様々な場面で指摘されてきた。この点は、証券化市場を含めた、クレジット市場全体の価格発見機能が高まることにより、結果的に改善が促されていく筋合いのものであろう。したがって、以下では、主に2)、3)の観点からフォーラムで議論された、価格評価に資する情報・ツールの充実という論点と、シンセティック形式のCLOに固有の論点（会計処理の明確化）を紹介する。

イ) 価格評価に資する情報・ツールの充実

証券化商品の価格評価を行うための情報・ツールの重要性については、1. (1)で紹介したが、フォーラムの間では、こうしたツールを適用した結果として、証券化商品のリスク評価がやや保守的に過ぎるのではないかと、との問題意識が示された。具体的には、適格債務の要件が厳し過ぎるのではないかと、トランチングの際の劣後比率が高過ぎる（「糊しろ」が大き過ぎる）のではないかと、といった見方である。

実際、証券化が見込まれていなければ銀行は貸出を行い得ないような借入先が募集型CLOのプールに集中的に組み込まれるリスク（逆選択のリスク）や、CLO化され

(注 32) 証券化市場全体として、情報開示の水準が低下してきている中、特に、CLOについては非公表案件のシェアが高く、全体の市場規模が掴みづらくなっている、との指摘が聞かれた。

(注 33) これに起因してCLOの組成が採算に合わないとなれば、それは「CLO化したから採算が合わなくなる」のではなく、「そもそも、市場が要求するリスク・リターンとの対比では、採算がとれていなかった事実が顕現化する」に過ぎない。

た貸出について、銀行の管理・回収インセンティブが低下するリスク（モラル・ハザードのリスク）^{（注34）}などを懸念して、投資家や格付機関が保守的に評価せざるを得ないケースも少なくない。「糊しろ」とは、これらの事象に備えた一種のリスクプレミアムとして理解できる。

CLOに随伴するこうしたリスクに関しては、オリジネーター側の事前・事後の情報開示が積み重なるとともに、これを活用して、分析モデル等の確度が検証されていくことで、やがては、「糊しろ」というリスクプレミアムが低下していく好循環が期待できるものであろう。

このほか、CLOの裏付資産にかかる情報を開示するに当たっては、銀行の顧客に対する守秘義務と抵触するおそれがある、との指摘もなされた。この点、プール・ベースの開示や、匿名性を保ったかたちでの個別企業情報の提供について、守秘義務上の問題が生じ得るのかなど、個別の貸出債権の譲渡に際して生じる問題との相違を踏まえた議論の進展が望まれる^{（注35）}。

ロ）シンセティック形式のCLOに固有の論点

CLOについては、クレジット・デリバティブを用いて、SPVへ信用リスクを移転する

シンセティック型債券のかたちで発行されることがある。シンセティック型債券は、組成時に債権譲渡を伴わずに信用リスクの移転を行うことから、1.（2）①で指摘した、金銭債権の譲渡にかかる諸コストを回避することができる。その一方で、オリジネーター破綻時に早期償還のリスクが残る^{（注36）}ことや、クレジット・デリバティブの損失補填のトリガーとなる事由（信用事由）の設定方法により商品のリスク特性が変わり得るなど、債権譲渡を伴うCLOよりも商品性が複雑な面がある。

シンセティック型債券については、これを投資家として保有する場合の会計上の取扱いがやや不明確との指摘がなされている。即ち、シンセティック型債券には、これを「複合金融商品」とするべきか否か、また、仮に「複合金融商品」とする場合にも、元本毀損リスクの評価や組み込まれたデリバティブの区分経理の可否といった点の明確化を望む声が聞かれている。

（3）住宅ローン債権

①現状と課題

住宅ローン債権を裏付けとする証券化商品（RMBS）市場は、将来的に、国債市場に匹敵する発展を見込めるとして、市場参加者の大

（注34）オリジネーターたる銀行は、資金繰りを含め、債務者企業に強い影響力を持つため、CLOの場合、「証券化していない企業であれば再生支援をする案件でも、デフォルトさせてしまうのではないか」との懸念も意識されるようである。

（注35）全国銀行協会「貸出債権市場における情報開示に関する研究会」報告書（2004年4月）では、「複数の債権をプールしたうえで証券化する場合に、マクロ的な債権全体のパフォーマンス・データを格付機関等に提供することがあるが、こうした場合の情報は、個別債務者が識別できるものでない場合には、債務者に対する守秘義務の対象外と考えてよい」（5頁）と指摘している。

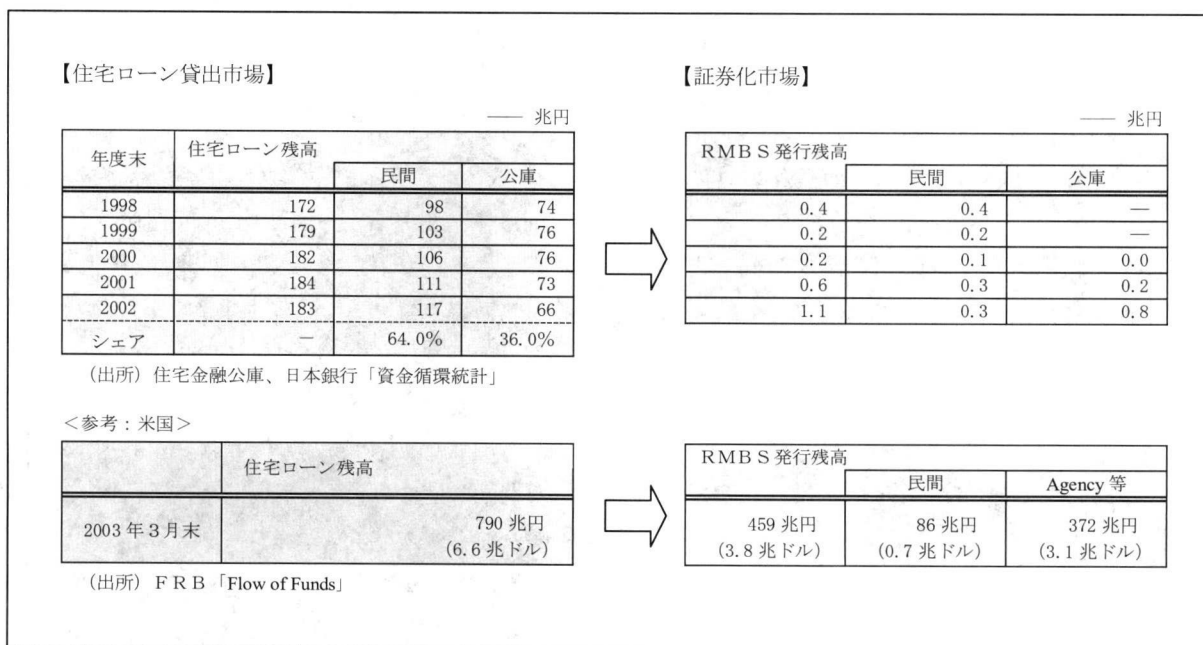
（注36）オリジネーターがSPVのスワップ・カウンターパーティとなる場合、オリジネーター破綻時には、スワップ契約が解除されるため、証券化の枠組みを維持することが困難となる。ただし、発行時の払込み金は、通常、国債等の安全資産で運用され、それ自体が毀損するリスクは抑制されている。

きな期待が集まっている。住宅ローン債権は、一般的に、残高の多さ、均質さや期間の長さなどから、証券化のメリットと必要性が大きい資産である。加えて、2001年12月に閣議決定された「特殊法人等整理合理化計画」において、住宅金融公庫の直接融資の段階的縮小と並んで、長期・固定金利型ローンを安定的に供給するために証券化ツールを活用していく方針が定められていることも、そうした期待の背景にある。

足許では、低金利が継続する中、長期・固定

金利型ローンへの需要が低調であること、また、オリジネーターである金融機関等も運用難にあることから、証券化のインセンティブは必ずしも盛り上がっておらず、わが国の住宅ローン残高のうち、証券化の対象となっているものは未だごく僅かである（図表6）。しかし、長期・固定金利型ローンへの潜在的なニーズは強いとみられる一方、民間の金融機関が長期・固定金利型ローンを過度に抱え続けることは、ALMの観点から現実的ではないとの認識が、フォーラムの参加者間で広く共有された。

【図表6】わが国の住宅ローン貸出市場と証券化市場



また、RMBS市場については、多くの市場参加者が、他の証券化商品以上に流動性の高いものとなることを期待している。この背景には、RMBSは、流動性を確保するうえで重要な、大ロットかつ定期・定型の発行を見込み得るうえ、投資家としても、満期の長さや期限前償還

リスクを踏まえると、常に売却の可能性を維持しておきたい、という強いニーズがある。

現時点におけるRMBS市場の流動性をみると、住宅金融公庫が発行するRMBS（公庫RMBS）については、ある程度の売買はみられるものの、十分でないうえ、民間主体が

発行するRMB Sについては殆ど売買がみられないことから、流動性向上に向けた期待感は大い。

②個別の課題と解決の方向性

イ) 住宅ローンの組成段階の課題

民間金融機関がオリジネートする住宅ローンは、現状、担保権の設定方法や借り手への金利オプションの付与などの面で、必ずしも証券化を前提としていない商品性となっており、これを可能な部分から変えていけば、証券化コストの引き下げにつながるとの指摘が数多く聞かれた。

一方、住宅金融公庫が2003年度に導入した証券化支援事業(買取型)に基づく住宅ローンは、文字どおり、証券化を前提として設計されており、これを裏付けとする公庫RMB Sは、わが国RMB S市場のベンチマーク商品となることが強く期待されている。買取型ローンの組成は、今後、借り手の認知度向上、貸し手における営業・販売体制の整備などが進むにつれ、次第に活発化していくとみられるが、あわせて、公庫が行う直接融資の一段の圧縮を求める声が聞かれた^(注37)。

ロ) RMB Sの流通市場活発化・投資家層拡大に向けた課題

RMB S市場の流通活発化に向けては、大別して、1) 価格評価が行い易い環境の整備、

2) 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、3) 仲介業者がポジションを持ち易い環境の整備といった課題があるとされた。

第一の点について、リスク評価に資する情報の充実という観点から、主として民間主体が発行するRMB Sについて、一層の情報開示を求める声が多い。加えて、分析ツール(期限前償還モデル等)やそれに用いるパラメーター等について、標準的な手法の開発^(注38)や定義の明確化も重要である。

第二の点については、デュレーションが超長期となるRMB Sの特性を踏まえた場合、そのキャッシュフローを、短期・長期など、様々なかたちに組み替えることが、多様な投資家を呼び込むために重要と思われる。もっとも、これを国内市場で実現していくには、1.(2)②で議論した点も含め、様々な課題があり、関係者が一体となった取り組みが期待される。

第三の点については、まず、仲介業者の在庫ファンディングや空売り玉の調達を可能とするものとして、レポ市場の整備が重要である。これに加え、レポ市場と一体となった先渡し市場の整備が進めば、流通市場における流動性向上のみならず、パイプライン・リスクを市場で効率的にヘッジし得るようになることを通じて、証券化を前提とした住宅ローンの組成の活発化

(注37) 住宅金融公庫は、2004年度入り後、買取型ローンにおけるパイプライン・リスク(住宅ローン金利の決定後、RMB Sの発行金利が決定されるまでの間の金利リスク。金利が予想以上に上昇すると、貸し手の稼得するフィーが当初見込みより減少ないしは逆鞘となる)の負担について、見直しを実施したほか、国土交通省では、公庫の直接融資の貸出金利について、今後、証券化支援事業(買取型)による貸出金利との整合性等を考慮して設定することなどを公表した。こうした一連の措置は、買取型ローンの伸長を促し得るものと期待される。

(注38) 分析ツールが単一のモデルに収斂することは不可能であり、また望ましくもないと考えられるが、米国におけるPSAモデルのような、何らかのベンチマーク・モデルがあることにより、それをいわば「共通言語」として参加者間のコミュニケーションが円滑に行われるようになる効果が期待される。

やRMB Sの発行拡大 —— さらには流動性の一層の向上 —— にも資すると考えられる。

もとより、こうした流通市場の活発化に向けた取り組みは、それ自体、個別の市場参加者あるいは市場全体として、多大な労力やコストがかかるものである。こうした取り組みへのモメンタムが維持されるには、将来に亘り、ある程度の発行量が確保される（見通しがある）ことが前提となる。この点、最近、市場拡大の牽引役と期待されている公庫RMB Sの発行額が減少していることは、流動性確保・投資家層拡大の観点からマイナスではないか、との懸念を示す向きが多かった^{（注39）}。

V. おわりに ～ 再び事務局より

（1）日本銀行の取り組み

以上みてきたように、証券化市場フォーラム

での議論を通じて、市場が一層の発展を遂げていくための具体的課題とその解決の方向性について、共通の認識が形成された。課題は多岐に亘り、その克服のためには、今後とも、市場関係者による創意工夫と努力が求められる。日本銀行としては、市場がなお発展途上の段階にある現在、そうした市場関係者の前向きな取り組みを支援していくことを通じ、市場発展に向けたモメンタムをさらに高めていきたいと考えている。

こうした観点から、日本銀行は、中央銀行として異例の対応ではあるが、昨年、資産担保証券の買入れを開始し、さらに本年1月には、フォーラムでの議論をも踏まえ、次の4点からなる買入基準の見直しを実施した。新しい基準のもとで適格となった資産担保証券も着実に増加し、現在（2004年4月15日）までの累積買入れ総額は5,301億円となっている。

・中堅・中小企業関連債権比率要件

… 裏付資産に占める中堅・中小企業関連の割合が「金額ベース」で5割を下回らないこと、としていた点について、5割の算出ベースを「金額または件数」に拡大（件数ベースで5割も可とする）。また、中堅・中小企業の定義について、「資本金10億円未満」の会社としていたものを、「資本金10億円未満または常用雇用者数999人以下」の会社に拡大。

・正常先要件

… 裏付資産が金融機関の貸付債権の場合に、債務者が自己査定上の「正常先」であることとしていたものを、撤廃。

・格付要件

… 資産担保CPについて、a-1格相当の格付を複数取得していることを求めていたものを、単数の格付取得でも可とする。

・買入対象先の選定頻度

… 随時選定（毎月1回の追加選定）を導入。

（注39）公庫RMB Sの発行額減少の背景として、「公庫の直接融資に対する期限前返済が増加するとともに、直接融資の新規実行も減少している一方、公庫の財政融資資金の借入金について、繰上償還が行われていないために、公庫に余資が積み上がっていること」を指摘しつつ、この点に関する財政投融資の仕組みも含めて、見直しの余地があるのではないか、との意見も聞かれた。

さらに、フォーラムでの議論を踏まえて、日本銀行では、今後、次の二つの措置を実施する予定である。

①「証券化市場の動向調査」の実施

IV. 1. (1) で指摘したように、わが国の証券化市場がその本来の機能を一層発揮していくためには、市場の流動性を高めることが何より重要であり、そのためには情報開示の充実が不可欠である。フォーラムの場では、証券化市場における情報開示を充実させるために、証券化商品の銘柄リストの作成が有用であると指摘された。その担い手として、まずは、中立的な立場の日本銀行が市場参加者の協力を得て取り掛かるのが適当ではないか、との意見も出された。

これを受け、日本銀行では、様々な市場関係

者との議論を重ね、証券化商品の発行状況等に関する定期的なサーベイ（「証券化市場の動向調査」）を開始することとした。具体的な内容は下表に示すとおりである。

本サーベイの結果は、今後、所要の準備が整い次第、公表を開始する。市場関係者の積極的な協力を期待したい。

なお、本サーベイは、必ずしも情報の開示が充実していない市場の発展途上期において、投資家保護を目的とした法定開示の制度とは別に、市場における取引の円滑化・効率化に資する情報インフラの整備を目的として、日本銀行が情報の集約・還元機能を担うものである。こうした趣旨から、日本銀行の関与は、資産担保証券の買入れと同じく、2005 年度末までの時限措置とし、その後は、民間の組織が同様の機能を担っていくことを強く期待している。

【証券化市場の動向調査の概要】

1. 調査対象

- ・ 日本国内に所在する特定資産を主たる裏付資産として発行される債券、信託受益権、CP。デリバティブ形式のものも、別トランチで債券等の発行がなされる場合には、報告対象とする。

2. 調査方法

- ・ 証券化商品のアレンジャー・スポンサー、格付機関等から、ボランティア・ベースで報告を受け、日本銀行金融市場局が集約のうえ、公表する。報告者は、必要に応じ、オリジネーター等の関係者の了解を取り付ける。
- ・ 調査項目は、個別銘柄の概要を把握するのに必要な項目とするが、案件の属性、関係者の意向により、一部項目を非開示として報告し得る。

3. 調査頻度

- ・ 原則として、月次で調査・公表を行う（フロー・ベース）。ただし、資産担保CP、短期の信託受益権については、一般にプログラム単位で取り扱われることが多いため、半期毎に調査・公表を行う（ストック・ベース）。

本サーベイや「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」においてとりまとめた情報開示に関する「推奨フォーマット」等が広く活用されていくことにより、今後、情報開示の慣行が市場で定着し、情報を積極的に開示する商品は流動性が高まり、結果的に発行コストも低下するという前向きな循環が起動する「触媒」となっていくことを期待したい。

②日本銀行の契約上の譲渡禁止特約の部分的解除

証券化商品の組成コストの低減という課題の解決に向けた取り組みの一環として、日本銀行が締結する契約において定めている日本銀行に対する売掛債権等の譲渡禁止特約についても、これを可能な範囲で解除していく予定である。具体的には、契約金額 500 万円以上の契約を対象に、一定の条件のもとで、SPC、適格機関投資家等への代金債権の譲渡を可能にする予定である。

IV. 1. (2) で指摘したように、債権譲渡禁止特約の存在は、しばしば売掛債権等の流動化・証券化の障害となっている。また、こうした特約の存在を超えて、債権譲渡による資金調達に対して、債務者・債権者双方が抱いている抵抗感を払拭していくことも、より大きな課題である。これらの課題の解決に向けては、粘り強い情宣活動に加え、公的部門が自らの契約において定めている譲渡禁止特約を、可能な範囲で解除していくことが、一つの有力な足掛かりとなろう。こうした取り組みは、一部の中央官庁でも開始されており、その広がりが期待される。

(2) 今後への期待

(1) で紹介した日本銀行自身の取り組みは、証券化市場の発展に向けた一助となることを企図したものである。証券化商品の原資産組成、発行、流通の各段階を通じ、総合的に市場としての機能を高めていくためには、市場関係者が一体となって推進していく必要のある課題がなお少なくない。本報告書では、そうした課題として、情報開示の充実に始めとする市場慣行の確立、リスク分析力の一層の高度化、円滑な債権譲渡やSPVの使い勝手の向上、さらにはサービサー・リスクの軽減といった点を指摘し、その解決の方向性を示した。また、各種の裏付資産に固有の課題と解決の方向性についても整理した。課題の中にはその克服が容易でないものも含まれるが、それだけに、今後、幅広い市場関係者が、ときには個別企業や業態の立場を超えて協力しながら、息の長い取り組みを続けていくことが期待される。日本銀行としては、今後とも、そうした市場関係者の努力を支援するとともに、自らの役割についても不断に見直していきたいと考えている。

本報告書の冒頭に述べたように、証券化市場の発展はクレジット市場における価格発見機能の向上に資する。また、幅広い金融機関に新たなビジネス・チャンスを提供するとともに、先進的なリスク分析技術の応用等を通じて、金融業務の高度化を促す。さらに、そうした一連の過程を通じ、わが国において、金融機関融資を補完する新たな信用仲介チャネルが拓かれることにもなる。信用仲介チャネルが複線化することは、金融面からわが国経済をしっかりと支えていく、より柔軟でリスク耐性の強い金融システムの構築にも寄与すると考えられる。

証券化市場フォーラムは、本報告書の公表をもって、所期の目的を達し、終了する。その中で浮かび上がった課題とその克服に向けた基本的方向性が、証券化市場の健全な発展に向けた道筋を示す道標となることを期待している。また、証券化市場フォーラムは、市場の発展を目

指すうえで不可欠な、幅広い市場参加者相互間の信頼と協力関係の基盤を構築することにも寄与し得たのではないかと考えている。そうした基盤に立脚した市場参加者による主体的な検討や取り組みの積み重ねが、今後、証券化市場の更なる発展として結実していくことを願っている。