

## 欧米における証券化の発展

高 橋 正 彦

### 1. はじめに

資産流動化・証券化は、オリジネーター（原資産保有者）から、仕組み上の媒体であるSPC（特別目的会社）等のSPV（特別目的媒体）に、指名金銭債権や不動産等の資産を移転し、それらの資産から生じるキャッシュフローを裏付けとして、ABS（資産担保証券）等の流動化・証券化商品を発行するという、先端的な金融技術である。

この流動化・証券化に関わる概念規定について、上位概念から整理すると、①ストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）、②流動化、③証券化の順となる。また、これらを企業金融の側面から観察すると、アセット・ファイナンス（資産金融）と捉えられることになる。

資産流動化・証券化は、企業金融の実務面で、オリジネーターにとっての資金調達手段の多様化や資産のオフバランス化、投資家にとっての新たな投資対象の出現、アレンジャー（仕組みの組成者）等にとってのビジネス・チャンスの拡大など、各当事者に様々なメリットをもたらす。さらに、流動化・証券化は、マクロの金融・資本市場や金融システムに対しても、多くの局面において、少なからぬインパクトを与え得るものである。

ところで、こうした新しい金融技術である証券化は、1970年代から、米国で発祥・発達してきた。1980年代に入ると、我が国を含め、米国

以外の諸国でも証券化への関心が高まり、米国での経験・実情の紹介や、自国への導入に向けた調査・研究が行われた。ただ、その当時は、法律や税制等の制度的な問題などから、米国以外の諸国では、なかなか普及しなかった。しかし、主に1990年代以降、銀行等の金融機関の不良債権問題や、発展途上国や旧社会主義国の市場経済への移行などを契機に、制度改正を行ってでも障害を克服し、証券化を積極的に促進しようとする気運が各国で高まってきた。その結果、現在に至るまで、証券化市場は国際的に拡大してきている。

こうした流れのなかで、我が国でも、1990年代から、本格的な関連制度の整備が進んできたことに伴い、このところ、証券化市場は順調に発展してきており、直近の発行額は、普通社債（SB）を上回るに至っている。その発行額の裏付資産別内訳をみると、現状では、住宅ローン（後述のRMBS）が約半分を占め、不動産関連、リース債権、クレジット債権などがこれに続いている。

ここに至るまでの間に、当初、米国での証券化に関する翻訳書やサーベイ論文等が発表されたほか、最近では、証券化の分野での一般・実務家向けの解説書なども、少なからず刊行されている。ただ、証券化に関する制度等の国際比較について、正面から論じた著作は、それほど多くない。拙著『証券化の法と経済学』（NTT出版、2004年6月）でも、我が国の証券化市

表1 主要国の資産流動化年表

年	日本	米国	欧州
1931	抵当証券法施行		
34		FNA (連邦住宅局) 設立 —民間住宅ローンに保証	
38		FNMA (連邦抵当金庫) 設立 —モーゲージの買取・転売	
44		VA (退役軍人局) 設立 —退役軍人の住宅ローンに保証	
68		GNMA (政府抵当金庫) 設立	
70		GNMA公募MBS発行 FHLMC (連邦住宅金融抵当 金庫) 設立	
71		FHLMC公募MBS発行	
73	住宅ローン債権信託		
74	住宅抵当証書発行		
77		民間私募MBS発行	
81		FNMA公募MBS発行	仏 ダイイ法施行 (対抗要件特例法)
83		FHLMC CMO発行	
85		コンピューター・リース債権ABS オートローン債権ABS	英 MBS発行
86		FNMA CMBS発行 REMIC導入 (連邦税法改正)	
87		クレジット債権ABS発行 FNMA CMO発行	
88	抵当証券業規制法施行		仏 証券化法施行
89			仏 ABS発行 (公共事業貸付)
90			英 ABS発行 (オートローン債権)
91		RTC CMBS発行	仏 MBS発行
93	特定債権法施行 —リース・クレジット債権流動化		
94	小口債権リパッケージABSの 海外発行解禁	GNMA CMO発行	仏 ABS (クレジットカード債権)
95			独 MBS発行
96	ABS, ABCP国内発行解禁	FASIT導入 (連邦税法改正)	仏 ABS (消費者ローン債権) 独 ABS発行 (リース債権) 仏 CMBS発行
98	SPC法施行 債権譲渡特例法施行		
99	サービサー法施行 民間MBS発行		
2000	SPC法改正 (資産流動化法)		
2001	住宅金融公庫MBS発行 金融商品販売法施行 サービサー法改正施行	UCC (統一商事法典) 改正施行	

(出典) 木下正俊「私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——」

場・制度を中心的な考察対象としており、米国等との国際比較に関しては、所々で言及しているものの、あまり踏み込んではいない<sup>1)</sup>。

我が国や欧州諸国等の証券化のセカンドランナーズ諸国は、フロントランナーである米国の制度・実務を範としながらも、自国の法制度や取引慣行等に整合的なインフラを構築するべく、それぞれ、独自の関連制度を整備してきた。そうした観点から、我が国の証券化に関する制度の特色を理解するためには、本来、歴史的な視点も含め、米国等との国際比較を行うことが有効であると考えられる。

そこで、本稿では、米国を中心に、欧米諸国等における証券化の発展の経緯と現状を概観する。それによって、我が国の証券化法制等に関する考察を行う際に前提となる、制度比較のための分析的視座や、市場の一層の発展に向けたインプリケーションを探ることとしたい(表1)<sup>2)</sup>。

## 2. 米国における証券化の発展<sup>3)</sup>

### 2.1 証券化の発祥の経緯

周知のとおり、証券化の発祥地は米国である。その背景には、様々な技術革新(イノベーション)をもたらししてきた、同国の豊かな経済力と企業の独創的な活力や、大規模な資本(証券)市場を中心とする直接金融の発達といった、基本的な要因があったと考えられる。それらに加えて、より直接的には、同国に特有の政策・制度の影響が、証券化の誕生と発展を促すことになった。

第一に、金融システムに関わる米国固有の規制として、金融機関の州際業務規制があった。すなわち、銀行やS&L(貯蓄貸付組合)等は、長い間、州の境を越えた営業(支店設置)を制限されていた。その背景として、連邦と各州とのバランスをめぐる政策的な調整は、合衆国(United States)として建国された米国にとって、不可避の問題であった。また、金融機関を強化させるべきではないという、伝統的な考え方も根強かった。

具体的には、連邦法レベルで、マクファーデン法(1927年制定)により、商業銀行に対する州際業務規制が定められていた。また、州法によっては、同一州のなかで、単一の郡(county)の範囲内のみで支店設置を制限したり、本店以外での営業を認めない(Unit Banking System)といった例もあった。その後、1980年代に至り、州際業務規制は、各州間の相互乗入れのかたちで、緩和されていった。さらに、連邦法レベルで、この規制が撤廃されたのは、ようやく1997年になってからのことである。このような金融機関の地理的拡張に対する従来の厳格な制約は、米国内での資金の偏在と、地域的なリスクの集中を招くことになった<sup>4)</sup>。

第二の米国の政策的特徴として、住宅政策の重視が挙げられる。個人の持ち家取得の促進は、米国的な市民生活の基本的要件として、政策上、高い優先順位を与えられてきた。そのため、住宅金融を担うS&Lには、預金金利等の面で、多くの優遇措置が認められてきた。特に、大恐慌後の失業増大と金融機関の破綻や、第二次世界大戦後の軍人の復員等に際して、円滑な住宅資金の供給と公的制度の整備が図られた。

こうした政策的背景の下で、大恐慌後のニューディール政策の一環として、1934年、National Housing Actが成立した。これにより、それまで民間ベースで行われていたモーゲージ(不動産担保付貸付債権、この場合は住宅ローン債権)保険について、連邦住宅局(FHA)という公的機関が供給することになった。

次いで、1938年には、FNMA(連邦抵当金庫、通称ファニーメイ)が設立された。これは、前述の州際業務規制によって、各州間で生じていた住宅資金の需給のアンバランスを調整することを目的とした公的機関である。その目的のために、FNMAは、公的な信用力を背景に、資本市場から調達した資金により、民間金融機関が実行したモーゲージを買い取り、これを他の金融機関に転売することを業務とした。これによって、後述のMBS(モーゲージ担保証券)

の前に、一種のローン・セール（債権売買）市場として、モーゲージ（住宅ローン債権）自体の流通市場が形成されることになった。また、FNMAの買取適格モーゲージというかたちで、不統一であったモーゲージ契約の標準化が進んだことも、その後のMBS誕生の準備となったといえる。

1968年に、FNMAの機能のうち、より公共的な性格の強い業務分野が、住宅都市開発省（HUD）の一部に移管されるかたちで、分離・設立されたのが、GNMA（政府抵当金庫、通称ジニーメイ）である。このGNMAは、1970年に、民間金融機関から買い取ったFHA保証付きのモーゲージのプールを裏付けとして、財務省証券（国債）並みの高い信用力を有する証券を発行した。これが、MBSの第1号であり、証券化の嚆矢となったものである。

また、1970年には、S&L業界の要請を受けて、FHLMC（連邦住宅金融抵当金庫、通称フレディーマック）が設立された。このFHLMCは、1971年から、FHA等の公的機関の保証のないモーゲージを買い取り、MBSの発行を開始した。さらに、1981年には、FNMAもMBSの発行を開始した。

その後、FNMAとFHLMCは、それぞれ1970年と1988年に民営化され、ニューヨーク証券取引所上場の株式会社となったが、政府支援企業（GSE=Government Sponsored Enterprise）として、主にMBSの発行と保証業務を行っている。一方、GNMAは、引続き連邦政府機関の性格を有しているが、自らMBSを発行することは停止し、MBSへの保証業務に特化している。

このように、米国の証券化の前史・初期においては、金融機関の州際業務規制や、保証機関・SPV（特別目的媒体）としての公的機関（エージェンシー）の関与など、同国特有の政策・制度の影響が大きかった。その意味で、米国の証券化は、その当初において、自然発生的ではなく、政策主導型で創設されたといえる

<sup>5)</sup>。また、モーゲージの流通（債権売買）市場の形成がMBSの誕生に先行したことなども、証券化市場の生成・発展過程という観点から、示唆的である。

## 2.2 民間MBS・ABSの登場

米国では、前述した公的MBSの創設という初期段階に続き、民間レベルでのイノベーション等により、証券化が一段と発展することになった。

1975年頃、証券会社（投資銀行）のソロモン・ブラザーズのGNMA債トレーダーにより、民間版MBSのアイデアが構想された。グラランター・トラスト（委託者課税信託）<sup>6)</sup>をSPVとして利用するなど、仕組み上の工夫を行って、新たにMBSを組成し、1977年、第1号債を発行した。

民間MBSの発行後も、その普及のためには、多くの問題が残されていた。すなわち、①新種の証券であったため、各州の証券法（ブルー・スカイ法）に規定がなく、当初は、限られた州でしか販売できなかった。②機関投資家の側で、社内の投資基準に抵触したり、通常の債券と異なる毎月償還の入金パターンに、バックオフィスが対応できない、といった問題が生じた。③裏付けとなるモーゲージが、金利低下局面等に期限前弁済されると、MBSも期限前償還されるなど、実際の満期が不安定であることも、投資家にとってはマイナス要因となった。こうした問題の多くは、その後、米国以外の諸国でも同様に、証券化の普及に際してネックとなったものである。

こうした問題を克服するべく、ソロモン・ブラザーズでは、MBSのアレンジャー・販売者として、オリジネーターであるS&Lとの関係構築や、投資家への情報提供体制の整備などを図った<sup>7)</sup>。1980年代に入ると、同社は、FHLMCと共同で市場開拓を行うことになり、その公的機関としてのステータスを利用することにより、州の証券法の問題などをクリアし

た。

しかし、グラントー・トラストを用いた構造では、30年満期のMBSしか組成・発行できなかった。そこで、パススルー型（裏付資産から回収された元本を、全額そのまま、毎月・期の証券の元本償還に充当する方式）のキャッシュフローをもとに、複数のクラス（トランシェ）から構成され、償還時期をコントロールする仕組みのMBSであるCMOが、1983年に考案・組成された。こうしたスキーム上の改善によって、償還期間等の商品性が多様化したため、投資家層が拡大していった。

さらに、数年にわたる議会へのロビイング活動の結果、1986年、連邦税法（内国歳入法典）が改正され、REMICの制度が新設された。これは、モーゲージ・プールの受益権を複層化する仕組みに関して、一定要件の下で、法人税課税上の導管性を認めるものである。これにより、CMOに対する課税上の問題が立法的に解決された結果、住宅金融のかなりの部分をMBS・CMOが担うことになった。今日でも、CMOの大半は、REMIC適格の仕組みで発行されている<sup>8)</sup>。

こうしたMBSの経験をもとに、その基本的な構造を応用するかたちで、モーゲージ以外の金銭債権を証券化する、民間ベースのABS（資産担保証券）の組成が試みられるようになった<sup>9)</sup>。いくつかの試行錯誤を経て、1985年には、コンピューター・リース債権、および自動車（オート）ローン債権を裏付けとするABSが、それぞれ第1号として発行された。その後、ABSの対象債権の種類と発行額が、徐々に拡大していくことになった。

このように、民間MBS（CMOを含む）の登場・発展の過程では、ソロモン・ブラザーズなど、民間のプレーヤー達によるイノベーションが、大きな推進力となった。ただ、MBSに関しては、証券化の初期段階と同様、住宅政策との関わりから、公的機関や議会の関与・支援が、その発展に少なからぬ影響を与えた。とりわけ、

グラントー・トラストの利用や、REMIC・FASITの導入は、証券化の普及のために、法人税の二重課税の回避という意味で、課税上の透明性（Tax Transparency）の実現が重要であることを示している。

これに対し、ABSの登場・拡大に際しては、MBSに関わるような政策的配慮から離れ、民間ベースの創意工夫や、市場のニーズが前面に出るようになった。総じてみれば、米国における証券化の発展は、時代とともに、政策主導（Policy-driven）型から、市場主導（Market-driven）型に変化してきたといえる。

### 2.3 証券化の発展の背景

前述のとおり、1980年代における米国の証券化の発展は、MBSへの公的機関や税制等の政策的な関わりを残しながらも、主に民間ベースで、供給側の金融技術革新と市場開拓努力によって推進された。それに加えて、当時の米国には、証券化の発展を支える様々な環境変化などの背景があった。

第一に、モーゲージ等の資産のオリジネーターである、銀行やS&Lといった間接金融機関を取り巻く環境が大きく変化した。特にS&Lは、短期の預金を原資として、30年満期・固定金利の住宅ローンを供給するという、短期調達・長期運用を行っていた。こうした運用・調達ミスマッチと、当時の預金金利規制の下で、1970年代後半に市場金利が高騰したため、預貸金利鞘が逆鞘に陥ったばかりでなく、預金者の資金がMMF（マネー・マネジメント・ファンド）等の高利回りの市場性金融商品に流出した。こうした本業の逆鞘と、預金者の金融機関離れ（Financial Disintermediation）による資金不足が、後のS&L危機を招く主因となった。このような資産と負債のミスマッチによる金利リスクを緩和・調節するための手段、または預金に代わる新たな資金調達手段として、MBSの活用がS&L等に受け入れられていくことになった。

また、米国の銀行等は、1980年代以降、発展途上国、エネルギー産業、M&A（企業の合併・買収）絡みのLBO（レバレッジド・バイアウト）、商業用不動産など、リスクの高い分野への貸付を増大させたため、不良債権問題が深刻化し、大手行の格付も悪化した。こうしたなかで、BIS（国際決済銀行）の自己資本比率規制が導入されたため、国際業務を営む銀行は、BIS規制ベースのリスクアセットである貸付債権をオフバランス化し、自己資本比率を高めるため、MBS等の証券化を活用するようになった<sup>10)</sup>。

第二に、1980年代には、普通社債（SB）など、伝統的な債券に対する投資家の不満が高まった。発行体企業の倒産によるデフォルトではなくても、M&AやLBOの多発や、企業のストラクチャリングの盛行等によって、投資家が保有する社債の価格が短期間のうちに下落するような事態が、しばしば発生したためである<sup>11)</sup>。この結果、そうしたイベントリスクを免れる債券として、資金調達者の経営能力に依存せず、資産から発生するキャッシュフローのみに支えられたMBSやABSへの人気が増え、投資家の間で相対的に高まることになった。

第三に、情報技術（IT）の発展が、金融技術の高度化を促進した。証券化のために、大数の法則に基づき、多数・小口の債権をプール化するためには、個々の債権に関する詳細なヒストリカル・データ等を蓄積することが前提となる。格付取得に際しては、優先・劣後方式における劣後比率等の信用補完水準について、精緻なモデルによって算定することが必須である。また、CMOのように、対象プールから発生するキャッシュフローを複数のトランシュに切り分けたり、原債務者の期限前弁済がMBS等の償還期間や価格に与える影響を分析したりすることも必要になる。これらを実際に行うためには、発達したコンピューターや通信技術の利用が不可欠である。

第四に、証券化商品の発行市場（プライマリ

ー・マーケット）が拡大するためには、流通市場（セカンダリー・マーケット）が併行して整備される必要があった。MBSについては、FNMA等の公的機関が流通市場の発達に寄与したほか、民間の証券会社・投資銀行による市場開拓努力の成果も大きかった。また、ニューヨーク連邦準備銀行やDTC（Depositary Trust Corporation）を通じて、券面の物理的な移動を伴わず、コンピューター上で取引・決済を行うブック・エントリー方式の採用も、証券の流動性を高めるために効果があった。

以上のように、証券化の発展過程では、公的機関の信用力の活用や、アレンジャー等の供給側での商品組成・販売促進努力が、一次的な起動力となった。それらに加えて、①オリジネーターが直面する金利・信用リスクをめぐる環境変化、②投資家による証券化商品の信用度に対する相対的な評価の高まり、③情報技術の発展、④流通市場の整備などが推進要因となった。これらは、いずれも、証券化という金融技術・商品・市場の特質をよく表している。こうした事象の多くは、我が国を含め、その後に証券化が進展した諸国でも共通してみられるが、米国では、他国に先駆けて、それらの事象が進行したといえる。

## 2.4 証券化市場の近年の進展

米国における証券化は、1990年代以降、一段と進展してきた。コンピューター・リース債権やオートローン債権から始まったABSの対象資産が、同様に多数・小口・均質の債権プールを抽出しやすい、クレジットカード債権等のリテール（消費者金融等の個人向け）関連などにも多様化していった。また、もともとAAA等の高格付の取得を目的としていたABSが、不良債権の証券化など、他の目的のためにも利用されるようになった。

不良債権の証券化に関しては、S&L危機の収拾を目的に設立された公的機関である、RTC（Resolution Trust Corporation、整理信

表2 市場型間接金融の規模比較

（単位10億ドル）

	米国	欧州	日本	日／米	日／欧
投資信託純資産残高 （2003年12月末）	7,969	4,593	349	0.04	0.07
証券化商品発行額	1,923	217	46	0.02	0.21
シンジケート・ローン 新規組成額	1,300	867	185	0.14	0.21

（注1）米国の証券化商品はABS発行額とエージェンシーMBS発行額の合計。

（注2）欧州の証券化商品発行額は2003年のもの。04年は第2四半期までの累計で1,540億ドル。

（注3）米国のシンジケート・ローン組成額については概算値。

（注4）欧州のシンジケート・ローン組成額については、欧州、中東、アフリカ地域の和。

（資料）ICI, Bond Market Association, CSFB, Loan Pricing Corporation, 日本銀行

（出典）淵田康之「欧米の市場型間接金融」

託公社）の果たした役割が大きかった。RTCは、債務超過に陥ったS&Lの資産・負債を接収し、公的資金の投入により預金者保護を図るとともに、資産の売却を通じて、公的資金をなるべく多く回収することを使命としていた。そうした不良債権等の資産の売却・流動化のために、RTCが証券化の手法を活用したことによって、市場が大きく拡大した。その典型例が、商業用不動産に対するモーゲージの証券化商品であるCMBSである<sup>13)</sup>。前述のとおり、総じてみれば、米国の証券化は、政策主導型から市場主導型に変化してきた。ただ、近年でも、不良債権の証券化という特殊性の強い分野では、公的機関による政策的な関与が、少なからぬインパクトを与えたといえる。

また、デリバティブ（金融派生商品）など、証券化と同時に進行していた金融技術革新との融合により、例えば、先物、オプション、スワップなど、MBS関連のデリバティブが発達した。このほか、金利と元本部分を分離し、別々の証券としたIO/PO（Interest Only/Principal Only）なども、よく用いられるようになった。

さらに、伝統的な商業銀行のコア業務である企業向け貸出（商工業ローン）も、流動化・証券化されるようになった。1990年代後半以降、商工業ローンを対象資産とするABSである

CLO（ローン担保証券）の発行が本格化した<sup>13)</sup>。また、シンジケート・ローン（複数の金融機関が、幹事行の取りまとめによって、同一の契約により実行する融資）の債権自体も、流通市場で売買されるようになった。前述のとおり、MBSの誕生の前に、モーゲージの流通（債権売買）市場の形成が先行したが、商工業ローンについては、証券化形態と債権売買形態の流動化が、併行的に進展してきた。

このように、商工業ローンの流動化・証券化が進んだこと背景には、①銀行にとって、投資適格企業向け貸出は、BIS規制上のリスクウェイトが高い割に、採算面での旨みがなくなってきたこと、②投資家が運用対象として企業向け貸出に注目するようになったこと、③そうしたなかで、銀行も、ローン・ポートフォリオを運用していかざるを得なくなったこと、といった事情があった。こうした変化は、銀行にとって、企業との相対型取引という伝統的なリレーションシップ・バンキングも、変質を余儀なくされてきていることを示している。

## 2.5 証券化市場の現状<sup>14)</sup>

米国の証券化市場は、金利変動等の経済・金融情勢の影響を受けながらも、現在まで、概ね順調に拡大してきている。その市場規模は、欧州全体の約9倍、我が国の40倍以上と、世界で

表3 米国における債券発行状況

(単位10億ドル, %)

	2003年	2004年	04年シェア
モーゲージ関連	3070.0	1760.0	32.1
エージェンシー債	1270.0	896.7	16.4
アセットバックト	585.1	896.6	16.4
財務省証券	745.2	853.3	15.6
社債	764.6	711.0	13.0
地方債	382.8	360.3	6.6
合計	6817.7	5477.9	100.0

注) エージェンシー債, 財務省証券, 社債, 地方債は長期債のみ。モーゲージ関連債は, GNMA, FNMA及びFHLMCのモーゲージバックト証券とCMO, 及びエージェンシー以外によるMBS/CMO。エージェンシー債は, FHLB, フレディマック, ファニーメイ, サリーメイ, ファームクレジットシステム, テネシーバレー・オーソリティ発行の長期債のみ。アセットバックトは公募及び私募を含む。財務省証券は非市場性国債を含まない。1989年以前のモーゲージ関連は, エージェンシー物のみ。

(出典) 瀬田康之「欧米の市場型間接金融」

も突出している(表2)。また, 質的にみても, 商品の種類が多様で, 発行・流通両市場が整備され, プロフェッショナルな市場参加者により活発な取引が行われるなど, 高度に成熟した市場となっている。

米国における2004年中の証券化商品(公的・民間MBS/CMO, ABS)の発行額は, 約2兆7,000億ドルに上り, 財務省証券, 地方債, 社債等を含む債券(長期債)発行額全体の48.5%と, 半分近くを占めている。そのうち, 債券(長期債)発行額中のMBS/CMOのシェアが32.1%, ABSが16.4%となっている(表3)。発行額(フロー)ベースでは, 同国の証券化市場は, 債券市場全体のなかでも, 既に中心的な存在になっているといえる。

2004年のMBS/CMO発行額の内訳シェアは, FNMA, FHLMC, GNMAという公的機関(エージェンシー)によるエージェンシーMBSが58%, 同CMOが20%, 民間MBS等が22%となっている(表4)。このように, 米国の証券化の先駆けとなった公的モーゲージ関連証券が, 現在でも引続き大きなウェイトを占めている。

一方, ABSについては, 最初に発行された1985年から, 発行額の増勢が続いてきており,

特に1990年代半ば以降, 著しく増加している。2004年中の発行額は, 9,000億ドル近くに達したが, これは, 1997年の5倍, 2002年の2倍という高水準である。2004年末時点のABSの発行残高(ストック)を裏付資産別にみると, ホームエクイティローン(HEL)<sup>15)</sup>, クレジットカード, オートローンといった消費者金融関連の債権が, 全体の60%を占めている。これに続くのは, CLO(ローン担保証券)・CBO(社債担保証券)の総称であるCDO(債務担保証券)のほか, 学生ローン, 設備リースなどである。発行額ベースでみると, 最近, HELのウェイトが一段と高まっており, 2005年以降, ABS全体の過半を占める状況が続いている。

こうした発行市場の拡大と併行して, 最近, 流通市場での証券化商品の取引も活発化してきている。また, 流通市場における価格形成の面でも, 例えば, 不動産関連のCMBS(商業用不動産担保証券)とREIT(不動産投信)について, 財務省証券に対する利回りのスプレッド(プレミアム)をみると, 両者のスプレッドは, 同格付の場合, ほぼパラレルな推移を示している。これは, 流通市場が成熟・効率化し, 各商品間の裁定が有効に働いていることを窺わせる<sup>16)</sup>。



表4 モーゲージ関連証券の最近の動向

(単位10億ドル, %)

	2003年	2004年	04年シェア
エージェンシーMBS	2130.0	1020.0	57.8
ファニーメイ	1200.0	528.1	29.9
フレディマック	713.3	365.2	20.7
ジニーメイ	216.7	126.7	7.2
エージェンシーCMO	596.0	357.8	20.3
民間モーゲージ関連	345.2	387.4	21.9
合計	3070.0	1765.2	100.0

(出所) The Bond Market Association

(出典) 淵田康之「欧米の市場型間接金融」

## 2.6 証券化市場に関わる最近の動き<sup>17)</sup>

米国の証券化市場に関わる最近の動きとして、①FNMA, FHLMCのあり方について、見直しの動きがあること、②証券取引委員会 (SEC) がABSに関する新ルールを導入したこと、③CDO市場のリスクの拡大が注目されていること、などが挙げられる。

第一に、米国のGSEのなかでも最大の規模を有するFNMAとFHLMCは、前述のとおり、民間金融機関がオリジネートした住宅ローン債権を買い取り、その転売または証券化の業務を行っている。また、この両機関は、近年、債権買取事業を拡大させるため、自らも債券発行を行っており、そうしたGSE債としてのFNMA債、FHLMC債の発行額・残高は、MBS/CMOとは別に、相当程度に拡大してきている。

GSEの債務には、明示的な政府保証は付されていないが、その公的役割に対する政策的配慮から、様々な特別扱いが認められており<sup>18)</sup>、一般に、GSE債には、暗黙の政府保証があるとみられている。一方、前述のとおり、FNMA, FHLMCとも、現在は、ニューヨーク証券取引所に上場する民間企業でもある。

このように特殊な存在であるFNMA, FHLMCが、自ら多額の債務を負いながら、業務・資産規模を拡大してきたことについては、

金融市場の潜在的なリスクを高め、また、金融業界の公正な競争を阻害しているのではないか、といった疑念が広く表明されるようになった。

こうしたなかで、2003年1月に、FHLMCが過去3年間の業績の修正を行うと公表したことを契機に、同年を通じて、FHLMCの不正会計問題が注目を集めることになった。連邦住宅貸付機関監督局 (OFHEO) やSECによる会計検査の結果、2003年11月に決算修正が行われ、翌月、FHLMCは制裁金の支払いに合意した。さらに、2004年9月、OFHEOは、FNMAに関する特別調査報告を発表し、同様に不正会計があったことを指摘した。

このような問題を受けて、2005年の連邦議会では、GSE問題が、金融規制に関する中心的な論点の一つとなった。そのなかでも、①GSEの資産規模に上限を設定すべきかどうか<sup>19)</sup>、②GSEの破綻処理に関する現行の曖昧な規定を見直すべきかどうか<sup>20)</sup>といった点が、主な議論の対象となった。

こうした問題に関する議論は、FNMAやFHLMCの株価にマイナスの影響を与えたが、住宅ローン市場またはMBS市場には、あまり大きな影響を及ぼさなかった。また、GSE規制改革をめぐる議論でも、MBS市場の要である両機関による住宅ローン債権の買取・証券化業

務自体について、大きな変更を加えようとする動きは、具体化していない。ただ、一部には、①民間MBS/CMOが発達した現在では、GSEを通じた証券化は役割を終えつつある、②そもそも住宅保有促進政策は、最適な資源配分を歪める懸念がある、といった批判も聞かれる。

第二の動きとして、SECは、2004年12月15日、ABSの開示（ディスクロージャー）等に関する初めての包括的な連邦法規として、新たなルールを制定した<sup>22)</sup>。ABSの場合、発行体がSPC（特別目的会社）等であり、企業ではなく資産の信用度が裏付けとなっているなどの点で、一般事業会社の普通社債（SB）とは異なる。そのため、通常の社債を対象とする登録・開示等のルールは、実態にそぐわない面がある。従来、SECは、ノーアクションレターや法令解釈書簡、登録届出書の事前審査等を通じて、通常の社債に関する一般的な開示ルールを適宜修正してきた。また、個々の案件ごとに、その適用範囲を解釈により取捨選択しつつ、ABSの特性に適した開示がなされるよう、努めてきた。

今回の新ルールの制定は、SECがこれまで提示してきた修正開示ルールを成文化するとともに、新たに創設的なルールを策定することにより、これを補完するものである。これによって、ABSに関する開示ルールの透明性を高め、また、開示内容を充実させて、市場の効率性と市場参加者の予測可能性を高めることが目的とされている。

今回のルールの適用対象は、①主に発行市場を規制する証券法に基づく公募ABSの登録届出の方式、②開示内容の充実、③募集プロセスにおける情報伝播、④主に流通市場を規制する証券取引所法におけるABSの継続開示等の取扱い、といった広範囲にわたる。

SECによる今回のルール制定の特色として、①詳細で拘り定規な規制ではなく、原則（プリンシプル）ベースでルールが制定されたこと、②市場主導型のアプローチが採られたこと、③開示を通じた規制が基本とされていること、な

どが挙げられる。総じて、市場機能を重視・補強する方向で、ルールの形成が行われたといえる<sup>22)</sup> <sup>23)</sup>。

第三の動きに関わるCDO（債務担保証券）は、複数トランシェの債券とエクイティを発行し、その資金で、社債（CBO<社債担保証券>の場合）やローン（CLO<ローン担保証券>の場合）等をアクティブ運用する、という形態が一般的である。このほかの応用的な形態として、①ABSやMBSを裏付けとする、ストラクチャード・ファイナンスCDO、②社債、ローン、ABS、MBSを組み合わせたポートフォリオを裏付けとする、マルチセクターCDO、③他の複数のCDOを裏付けとする、CDOスクウェアード、④クレジット・デフォルト・スワップなどのクレジット・デリバティブを組み込んだ、シンセティックCDOなどもある。いずれも、一般的なMBSやABSから発展した、加工度の高い証券化商品である。

CDOの場合、一般的なABS等と比べ、裏付資産（CBOの場合の社債など）の数と分散の点で、大数の法則が働くには不十分であることが多い。そのため、その投資判断においては、裏付資産間の相関関係の程度が、特に問題となる。

2001年から2002年にかけて、多くのCDOが積極的に組み入れていた、低格付のハイイールド債のデフォルトが相次いだ結果、市場全体でのCDOの発行額が減少した。CDOの裏付資産ポートフォリオの分散度が過大評価されていた、すなわち、相関係数が過小評価されていたことが、市場関係者に認識されたのである。さらに、その後、CDO市場のリスク特性について、投資家の理解が十分ではないのではないか、といった懸念も高まってきた。

そうしたなかで、2005年5月5日、格付機関のS&Pが、米大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ（GM）とフォードの社債格付について、投資不適格級（ジャンク債）まで格下げした。その前後から、自動車セクターから

表5 主要国の資産流動化法制の要点

日本	フランス	米国	英国	ドイツ
<p>特別法を制定して資産流動化に対応</p> <p>特定化権法 (1993年6月施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・リース・クレジット債権等の流動化を規制</li> <li>・債権等譲受業者、流動化商品販売業者を許可制とし、種々の行為規制を実施。</li> <li>・流動化スキームとして、譲渡方式、信託方式、組合方式、資産担保証券の4種類を規定。</li> <li>・譲渡計画の届出を義務付け、一般投資者に販売するスキームについては、内容を調査し、投資者保護上問題があれば、変更を命令。</li> <li>・流動化商品の最低販売単位を設定 (5000万円) しているほか、商品の転売を制限。</li> <li>・適格な譲渡計画については、公告による第三者、債権者對抗要件の具備を可能化。</li> </ul> <p>資産流動化法 (2000年11月SPC法改正施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・流動化対象資産を財産権一般に拡大。</li> <li>・流動化スキームとして、従来の会社型 (特定目的会社&lt;SPC&gt;) に加え、信託型 (特定目的信託) を創設。</li> <li>・SPCの設立手続を従来の登録制から届出制に簡素化するとともに、最低資本額を従来の300万円から10万円に引下げ。</li> <li>・資産流動化計画をSPCの定款事項から削除したほか、従来の登録制から届出制に簡素化するとともに、特別多数決による計画変更を可能化。</li> <li>・SPCの倒産隔離を固るため、特定時分信託制度 (「日本版慈善信託」) を創設。</li> <li>・新設された特定目的信託制度では、信託受益権の有価証券指定、投資者の集団的権利行使、受託者の忠実義務・善管注意義務等を規定。</li> <li>・開示規制等について証券取引法を適用。</li> </ul>	<p>証券化法 (1988年12月施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行から債権を譲受け、それを引当に証券を発行する仕組みとして、債権共同ファンド (FCC) を認める。</li> <li>・FCCは、債権のカスタディアンとなる受託人は、債権の取立・管理を行う管理会社と共同で設立。受託法人は銀行または経済大臣が認可した機関である必要。</li> <li>・FCC設立には証券取引委員会の承認が必要。FCCが取得する債権は、期間2年超等一定の要件を満たさず必要。</li> <li>・FCCは一定の信用補完措置 (外部保証、優先劣後構造、超過担保のいすれか) をとる必要。</li> <li>・発行証券の最低額は1万フラン。</li> <li>・原債権の譲渡者は、債権譲渡後もサービスとなり債権の取立を行う。</li> <li>・債権譲渡の対抗要件は、タイム法と同様に、一覧表の交付で足り、債権者には普面で通知される。</li> </ul> <p>同法規制緩和 (1993年、98年)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・債権譲渡者に保険会社を追加 (93年)、その後業種規制を撤廃 (98年)。</li> <li>・譲渡債権の期間制限を撤廃。</li> <li>・債権の追加取得制限を撤廃。</li> <li>・モーゲージの譲渡につき登記手続を撤廃。</li> <li>・発行証券の最低額を5000フラン (93年)、1000フラン (98年) に順次引下げ。</li> <li>・信用補完措置に四つの規定を撤廃。なお、同国では、証券化を次の三つに分類。             <ol style="list-style-type: none"> <li>①真正証券化：多数の原債権プールを譲渡</li> <li>②特定証券化：少数の原債権を譲渡</li> <li>③類似証券化：一つの原債権を譲渡</li> </ol> </li> </ul>	<p>資産流動化を規整する特別法を制定せず、既存の法律を適用して対応</p> <p>連邦投資会社法 (1940年)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券投資信託を対象に厳しい投資者保護規定を設け。</li> <li>・モーゲージ等特定の対象への投資は適用除外とすることを規定。</li> <li>・90年代初にSECは、一定の投資者保護要件を満たした仕組みには同法を適用しない旨を明確化。</li> </ul> <p>証券法 (1933年)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券の公募発行に際し、SECへの登録を規定。</li> <li>・出資の届出義務を規定。</li> <li>・証券化については、信用度の高いABCや一定のMBS等には適用を除外。</li> </ul> <p>証券取引所法 (1934年)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券商品も他の有価証券と同様の取扱い。ただし、運用で次の対応。</li> <li>・発行開示について仕組みの開示を要求する一方、オリジネーター等スポンサーの財務諸表の開示は要求せず。</li> <li>・継続開示について、四半期報告書に代えて月次計算書の開示を容認。</li> </ul>	<p>会社法 (1985年)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券化商品の発行体は、他の証券発行体と同様に規制。</li> <li>・最低資本額5万ポンド。</li> <li>・金融サービス法 (1986年)</li> <li>・88年改正により、証券化商品は同法が規制する集団投資計画には該当せず、一般の社債として規制を受けざるを得ないことを明確化。</li> <li>・金融サービス市場法 (2000年)</li> <li>・証券化に関しては、上記の金融サービス法の取扱いを踏襲。</li> </ul>	<p>○最近まで証券化への取組みは活発ではなく、その背景にある事情として次の諸点が指摘されている。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・抵当債券 (住宅ローンや長期事業貸付の原資調達する金融債) の存在が大きく、同債券発行金融機関は、資産・負債がマッチングして流動化するため、貸出債権を流動化するニーズが乏しいこと。</li> <li>・ユニバーサルバンキング・システムのもとで、貸し手・借り手とも融資への依存が強いこと。</li> <li>・金融当局も銀行・顧客間の伝統的な関係に変容をもたらすオプティミズムの証券化に消極的であったとみられること。</li> </ul>

(出典) 木下正俊「欧米の「資産流動化」教養——健全な市場のための資産流動化論——」

徐々に波及するかたちで、米国の社債・ABS等のクレジット市場全体に、スプレッド拡大（債券価格低下・利回り上昇）の動きが広がった<sup>24)</sup>。

このような市場の波乱のなかで、投資家の資金がより上位の債券に逃避する動きが生じ、CDOにおいても、各トランシェ間の値動きの格差や、裏付資産に係る業種・企業間の相関係数の予想外の変化などがもたらされた。また、クレジット・デフォルト・スワップの価格に想定外の変動が生じ、それらを組み込んだシンセティックCDOにも、影響が及んだ。こうしたなかで、CDOやクレジット・デリバティブ市場に投資していたヘッジファンドなど、大きな損失を被った投資家もあるといわれる。

今回のように、一部企業の格下げがクレジット市場全体の波乱を招いたことは、米国の成熟した金融市場においても、格付機関による大手企業の格下げなど、信用リスクの表面化に対して、投資家の潜在的な警戒感が高まっていることを示している。そのなかで、各種のCDOは、クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての証券化のなかでも、比較的新しい類型であるうえ、高度に加工された複雑な信用リスクを内包しているという点に特性がある。こうしたCDOは、米国においても、まだ十分な景気循環を経験しておらず、市場におけるテストという点でも、実績不足である。今後、今回のような市場環境の変動を通じて、投資家等の市場参加者の洗練性が高まっていくことにより、証券化市場の成熟度もさらに高まっていくものと期待される。

### 3. 欧州諸国における証券化の発展<sup>25)</sup>

#### 3.1 証券化法制の整備

欧州諸国における証券化に関する法制整備についてみると、米国と同様、既存の法制の枠内で対応してきた国々（英国、ドイツ）と、証券化を推進するために、特別法を制定してきた国々（フランス、ベルギー、スペイン、イタリア、ポルトガル、ルクセンブルク）との、二つ

のグループに大別することができる。なお、アジアでの我が国や韓国も、後者のグループに属する。

英国では、米国と同様、英米法系に属し、信託法理が発達しているうえ、もともと判例法圏でもあるため、証券化への制度的な対応が比較的容易であった、という面がある。同国では、証券化商品の発行体は、他の証券の発行体と同様に、会社法（1985年）の適用を受ける。また、社債形態のABSの場合も、他の社債と同様の取扱いを受ける。なお、証券化商品は、金融サービス法（1986年）の規制対象である集団投資スキーム（Collective Investment Scheme）には該当しないことが、同法改正（1988年）により明確化され、その点は、金融サービス市場法（2000年）でも踏襲されている<sup>26)</sup>。

一方、フランスでは、1988年に、証券化法が施行された。同法は、世界的にみても、証券化に関する特別法の嚆矢といえる。同法は、施行当初、オリジネーターを金融機関に、対象資産も金融機関が保有する貸付債権等に限定していたが、その後の改正により、オリジネーターの制限は撤廃され、対象資産も金銭債権全般となったうえ、法律自体が通貨金融法典に組み込まれている。なお、同国では、債権譲渡の對抗要件に関し、簡易な方法で具備を可能とする特別法として、ダイイ法（1981年）が制定されていたが、上記の証券化法には、その仕組みがそのまま取り入れられている（表5）。

その後、欧州では、ベルギー（1992年）、スペイン（1998年）、イタリア（1999年）、ポルトガル（1999年）、ルクセンブルク（2003年）と、1990年代以降、大陸諸国で証券化関連の特別法の制定が相次いでいる。こうした各国の特別法が規定する範囲は、①定義（対象資産、オリジネーター、SPV）、②資産流動化・証券化計画、③資産譲渡、④資産管理、⑤資産流動化・証券化商品、⑥倒産隔離等の安全対策、⑦監督などに及ぶ（表6）。

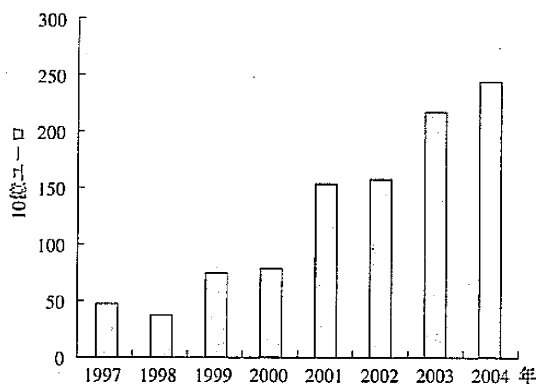
これらの証券化関連特別法の制定の背景とし

表6 各国の資産流動化に関する特別法の概要

	フランス	ベルギー	スペイン	イタリア	ポルトガル	韓国	日本	
制度	1988年12月、改正制度 1990年12月、50、55、98、99、2000年12月	1992年11月、正令59、95、97、2000年7月	1998年5月、MBS法1992年7月	1999年6月	証券法 1999年11月、2002年4月	資産流動化法 1998年9月、99、2000、2001年3月	特定信託法 1992年7月、97、98、99、2000年11月	資産流動化法 1998年6月、98、99、2000年11月
目的	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
対象資産	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
発行	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
SPV	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
流動化計画	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
資産流動	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
資産管理	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
流動化商品	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
異種流動等の拡大対象	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	
監行	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	流動化	

(出典) 木下正彦「私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——」

図1 欧州における証券化商品発行額



(資料) European Securitisation Forum

(出典) 淵田康之「欧米の市場型間接金融」

て、初期においては、特定の産業に新たな資金調達手段を提供することを主な動機としていたのに対し、後期にかけては、不良債権の処理を主な目的とするものが増えてきた、という傾向が見てとれる。例えば、先発グループのうち、フランス証券化法（1988年）は、前述のとおり、施行当初、オリジネーターを金融機関に限定していた。その理由として、1980年代半ばの金融自由化の進展の下で、自由金利の市場商品の登場による預金吸収難に陥っていた金融機関に対し、新たな資金調達の道を拓く必要があったとされる。これに対し、後発グループのうち、韓国法（1998年）、イタリア法（1999年）は、ともに不良債権処理の促進を主な目的として制定され、実際に、法施行後に処理が加速したとされている。さらに、欧州大陸諸国の証券化では、近年、単なる不良債権処理にとどまらず、銀行の自己資本比率対策や、リスク・マネジメント上のニーズから、実施されるものが多くなっている。なお、我が国における証券化関連の法制整備等に関しても、同様の傾向を指摘することができる。

### 3.2 証券化市場の現状

欧州における証券化商品の発行額は、6年連

続で増加してきており、2004年には、前年比12.1%増の2,436億ユーロとなった（図1）。国別にみると、英国が全体の43%を占め、次いで、スペイン（14%）、イタリア（13%）、オランダ（9%）の順となっている。

証券化商品発行額の種類の内訳をみると、MBSが57%、ABSが43%の割合となっている。MBSの9割近くは、RMBS（住宅モーゲージの証券化商品）である。また、ABSの裏付資産としては、各種の売掛債権が最多（31%）を占める。CDOも多い（24%）が、そのうち9割以上が、クレジット・デリバティブを組み込んだ、シンセティックCDOとなっている。

欧州の証券化商品のなかで、汎欧州的な市場が形成されているのは、シンセティックCDOと、一部のCMBS（商業用不動産担保証券）にとどまっている。このほかについては、国によってかなり違いがあり、各国ごとに分断された市場が形成されている。

米国以外での初の証券化事例は、1985年、英国で発行されたRMBSである。英国は、現在でも、RMBSやCMBSを中心に、発行額において、欧州の証券化市場の半分近くを占めている。そのほか、同国に特徴的な証券化として、事業の証券化（WBS = Whole Business

Securitisations（英国表記）も活発に行われている。事業の証券化は、特定の資産ではなく、様々な事業全体から生じる将来キャッシュフローを証券化するものであり、これまでの具体的事例としては、パブ・チェーン、水道事業、ヘルスケア（医療・介護）関連などが多い。

英国における事業の証券化は、事業を遂行し、ボロワーとなる企業が倒産手続に入ることを防止する仕組み、および、当該事業会社の保有資産に設定される浮動担保権（フローティング・チャージ）により、仮に当該事業会社が倒産しても、管理レシーバーを用いて、担保権者として、財産に対する支配を行えることが特徴とされる<sup>27)</sup>。

ところで、欧州では、資産が原保有者からオフバランス化されないという点で、本来の証券化とは異なるが、発行体が破綻しても倒産隔離性（Bankruptcy Remoteness）が確保される、カバードボンド（抵当債券）という金融商品が活発に発行されている。欧州中央銀行（ECB）は、同商品を「オンバランスシート・セキュリティタイゼーション」とも称している。2004年の発行額は、2,090億ユーロと、証券化商品と比べても、遜色のない規模となっている。

カバードボンドは、通常、銀行が発行する金融債であるが、特定の資産プールを担保として、超過担保を設定することにより、発行体の格付より高い格付を取得することが可能である。もともと、ドイツで100年以上前に誕生した、ファンデブリーフ（Phandbriefe）市場がその中心となっており、RMBSと同様、住宅モーゲージを担保とすることにより、同市場への比較的 low cost の資金調達手段として機能している。最近では、スペインやフランスでも、カバードボンドが活発に発行されているほか、通常の証券化市場が発達している英国においても、複数の銀行による発行例がみられるようになっていく。

EU通貨統合（2002年1月から、ユーロ紙幣・硬貨の一般への流通が開始）以降、欧州各

国間で、金融市場の流動性を競う動きがみられる。そのなかで、大型のカバードボンドの発行を可能とする法改正を行うことにより、市場の流動性を高め、金融機関等の資金調達コストを削減しようとする考え方が、イタリアなど他の諸国でも台頭している。一方、投資家にとっては、カバードボンドは、多くの証券化商品と同様、通常、高格付で、国債より利回りが高いことがメリットとなっている。

このように、欧州の証券化市場は、規模において、米国には遠く及ばないものの、独自の発展を遂げつつあり、我が国にとっても、参考となる点が少なくない。

#### 4. おわりに

我が国では、資産流動化・証券化を政策主導（Policy-driven）で導入・促進するために、多くの欧州大陸諸国と同様に、証券化関連法制が整備されてきた。個別の法律の整備については、それぞれ、歴史的なPath Dependence（経路依存性）に制約されながら、縦割り行政・立法の枠のなかで、その時々々の政策目的等を反映して、「モザイク的發展」ないし「テーマ追及型」ともいえるべき、試行錯誤的なプロセスを辿ってきた。こうした法制整備と証券化市場の発展・高度化は、相互作用を及ぼし合いながら、併行して進んできた。

我が国における近年の証券化関連法制整備の経緯と、それらを規定してきた経路依存性に関しては、次のように整理・要約できる。①住宅ローン債権を裏付けとするMBSから証券化が始まった米国と異なり、我が国では、バブル崩壊後のノンバンクの資金調達問題に対応するため、1990年代前半に、リース・クレジット債権を対象とする特定債権法をフロントランナーとして、本格的な流動化・証券化関連の法制整備が始まった。②当時の金融制度改革をめぐる論議の一環として、「幅広い有価証券概念」に基づく証券取引法の改正が議論されたが、十分には実現しなかった。③金融制度改革に続く「日

本版ビッグバン」(金融システム改革)で、「ABS(資産担保証券)など債権等の流動化」などが掲げられたことから、1990年代後半に、SPC法、債権譲渡特例法、サービサー法、ノンバンク社債発行法など、一連のセカンドランナー立法が行われた。これらは、多かれ少なかれ、当時の喫緊の課題であった、不良債権問題への対応という政策的要請の影響を受けざるを得なかった。④ビッグバンの積み残しとなっていた「日本版金融サービス法」構想は、金融庁の発足など、行政側の現実的な事情もあり、当初の想定どおりには進展しなかった。金融サービス法への第一歩として、2001年にかけて、集団投資スキーム法制の整備、および、金融商品の販売・勧誘ルールの整備が行われた。⑤その後の新・信託業法制定と特定債権法廃止などを経て、現在、民事一般法の「大立法時代」が到来している。すなわち、新・破産法、新・会社法、信託法改正、金融商品取引法(投資サービス法)など、基本法レベルでの法整備が進みつつある。

こうした証券化関連法制の整備と、証券化市場の発展の経緯は、バブル崩壊後の不良債権問題の影響や、金融制度・システム改革との関連など、この10年余りの我が国特有の時代状況を背景としている。一方、証券化の基本的な仕組みとしては、もともと、米国で発展してきたMBSやABSをモデルとしている。また、証券化関連の特別法の制定が市場の発展をもたらしたという点では、多くの欧州大陸諸国とも共通している。SPV、資産譲渡の対抗要件、流動化・証券化商品の開示や監督など、関連する具体的なルールについても、欧米諸国を参考としたものが少なくない。

資産流動化・証券化は、一国の法的総合力に支えられて初めて成立し得る、先端的な金融技術である。そうした流動化・証券化市場と、関連法制等のインフラ整備をめぐっては、先行・併行する欧米諸国との制度比較を十分踏まえたうえで、我が国における経緯、現状、将来展望

について、的確に理解・検討する必要がある。

#### 注

- 1) 拙著『証券化の法と経済学』は、証券化に対する本邦初の学際的分析といえるものであり、①第1章「証券化と金融システム」、②第2章「証券化と金融法制」、③第3章「証券化と倒産法制」、④第4章「証券化と会計」、⑤第5章「証券化と税制」、⑥終章「証券化の法と経済学を指して」という構成となっている。  
拙著に対する書評としては、次のものがあり、いずれにおいても、好意的な評価をいただいた(以下、敬称略)。①『日本経済新聞』2004年8月1日、②『経済セミナー』2004年11月号(筆者:原田喜美枝)、③『証券アナリストジャーナル』2004年11月号(同:川北英隆)、④『ジュリスト』No.1280(2004年12月)(同:弥永真生)、⑤『証券経済研究』第48号(2004年12月)(同:原田喜美枝)、⑥『ARES』Vol.12(2004年12月)(同:巻島一郎)。
- 2) 本稿は、①前掲の拙著第1・2章、②拙稿「日本における証券化の現状と展望」、堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム 9. 金融サービス』(NTT出版、2004年11月)第8章などの旧稿を前提とし、その補論となるものである。
- 3) 米国における証券化の近年までの発展に関しては、遠藤幸彦「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』第51号(1999年6月)を参照。なお、米国におけるMBSの内容等については、国土交通省「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会報告書」(2002年4月)で、詳しく紹介されている。
- 4) 近年まで、米国の預金金利が、都市によってかなり異なっていたのは、従来の資金偏在の名残とされる。また、地域的なリスクの集中の代表例として、1980年代に、石油価格の下落により、テキサス州の銀行が軒並み破綻に追い込まれ、他州の金融機関に救済されたケースが挙げられる。
- 5) 米国の証券化が、その当初において、政策主導型で創設されたとはいっても、英米法系に属する同国では、信託法理が発達しているうえ、判例の蓄積もあって、証券化に関する特別法が制定されることはなかった。証券化に関連する既存法制として、連邦投資会社法(1940年)、証券法(1933年)、証券取引所法(1934年)等があり、証券化商品については、これら各法の適用除外や弾力的な取扱いを認



- めることなどにより、対応されてきた。また、債権譲渡の対抗要件に関しても、統一商事法典(UCC=Uniform Commercial Code)第9編に基づき、貸付証券の登録という簡便な方法により、第三者対抗要件の具備が可能となっている。
- 6) グランター・トラスト(委託者課税信託)は、通常、親が子供に資産を移す際に用いられてきた。この形態で構成された信託は、米国の税法上、課税対象としてのエンティティとはならず、そこから発生する所得は、委託者に課税される。こうした課税上の導管性が着目され、グランター・トラストは、証券化のためのSPVとして活用されることになった。
- 拙著第2章第5節4、および第5章第2節2を参照。
- 7) こうした市場開拓努力の中心を担ったのが、ソロモン・ブラザーズのMBSのチーフ・トレーダーであった、ルイス・ラニエリ(Lewis Ranieri)である。因みに、Securitizationという言葉は、ラニエリによる造語で、1977年の「ウォールストリートジャーナル」のインタビューで、初めて用いられたとされる。
- 8) その後、1996年には、FASITの制度の導入により、モーゲージ以外の金融資産についても、課税上、REMICと同様の取扱いが認められるようになった。
- この点については、拙著第2章第5節4、および第5章第2節2を参照。
- 9) 拙著のはしがき(注1)で述べたとおり、米国では、その証券化の発展の経緯から、住宅ローン等の不動産ローン債権を対象とする証券化商品をMBSと呼び、それ以外の多様な資産を対象とする証券化商品をABSと総称して、名称のうえで、両者を区別している。それに対し、拙著第2章で詳述したように、我が国では、本格的な証券化の対象資産としては、リース債権やクレジット債権等が住宅ローン債権に先行したことから、一般に、有価証券形態の証券化商品全般をABSと総称し、MBSもそのなかに含めている。このように、証券化に関する日米の基本的な用語法にも、両国における証券化の歴史的な発展の経緯が反映されている。
- 10) 米国におけるBIS規制では、個人向けのモーゲージローンのリスクウェイトは50%であったにもかかわらず、銀行はMBSを利用した。それは、公的機関のMBSと交換することにより、リスクウェイトが0%(GNMAの場合)・20%(FNMAの場合)に低下したためである。
- 11) 例えば、1988年のRJRナビスコのLBOの際に、投資適格(格付BBB以上)であった社債が、短期間のうちに、投機的水準とされるジャンクボンド(同BB以下)と化し、価格が大幅に下落した。これによって、債券を満期まで持ち切る(Buy and Hold)ことが多かった、生命保険会社等の機関投資家が損害を被った。
- 12) CMBSと区別するために、従来、単にMBSと呼ばれてきた住宅モーゲージの証券化商品は、RMBSと称される。
- 13) 最初のCLOは、1980年代後半に登場したが、当初はあまり普及しなかった。市場拡大の契機となったのは、英国ナットウェスト銀行をオリジネーターとして1996年に発行された、Rose(Repeat Offering Securitization Entity) No.1というCLOである。本件が注目されたのは、対象債権が50億ドルと大規模であったうえ、自行の優良資産をオフバランス化した点にあった。
- 14) 本項で引用する米国の証券化市場に関する諸数値等については、主に、淵田康之「欧米の市場型間接金融」、財務省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]報告書」(2005年8月)第6章によっている。
- 標記の研究会は、池尾和人・慶応義塾大学教授を座長として、2004年10月から2005年3月まで、7回にわたって行われ、筆者もメンバーとして参加した。報告書の概要は、財務省のホームページに掲載されている。
- 15) ホームエクイティローン(HEL)とは、個人が住宅に担保(抵当権)を設定し、銀行から住宅ローンを借り入れるとともに、資金使途自由のクレジットラインの供与を受けるもので、カードで借入・返済が行われる。これは、住宅モーゲージに付随する、米国特有の消費者金融の形態といえる。住宅ローンの返済が進んだり、住宅の市場価格が上昇したりすると、未使用の担保枠が拡大し、借入可能額が増えることになる。
- 米国では、昨今の住宅価格の上昇傾向もあり、証券化の原債権となるHELの供与枠が拡大してきており、これが金融面から個人消費を下支えしてきた面がある。ただ、今後については、住宅バブルの崩壊により、HELを裏付けとするABSのうち、特に低格付の部分のパフォーマンスが悪化することも懸念されている。
- 16) 木下正俊「私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——」(西田書店、2004年3月)を参照。
- 17) 本項の記述については、淵田康之・前掲論文を参照。
- 18) こうした特別扱いとしては、①GSEに対す

る州・地方の法人所得税免除, ②GSEが発行する証券のSEC登録免除, ③GSE債に関しては銀行保有制限がないこと, などがある。

- 19) 連邦準備制度理事会 (FRB) と財務省が, GSEの資産規模に対する上限設定を主張している。
- 20) GSEの破綻処理に関する規定が曖昧になっている現状では, FNMAやFHLMCの住宅金融における重要性和資産規模などから, 政府は事実上, これらの機関を破綻させられないであろう, という見方がある。そのことが, 債券投資家からみて, これらの機関の信用力の裏付けとなっている面がある。格付機関も, GSEの破綻処理に関して, 厳しい規定が制定された場合には, それが潜在的な格下げ要因になると表明している。

なお, 公的金融機関に関する暗黙の政府保証と破綻処理規定の曖昧さという点では, 我が国においても, 住宅金融公庫などの財投機関について, 同様の問題がある。特に, 公法人の法的倒産能力に関する不透明性と, 会社更生法の不適用という事情が, 現状の住宅金融公庫RMBSのように, 当初は真正売買 (True Sale) の構成をとらない, やや特殊なスキームを可能にした。この点については, 拙著第1章第4節4 (注54) を参照。

- 21) 今回の新ルールは, law, rule, regulation という, 異なるレベルの法規が包括された法令集である。その背景として, SECには, 開示ルールの制定, 修正, 改廃等について, 広範な権限が付与されている。
- 22) 我が国では, 証券取引法上の公募ABS (資産流動化証券) の開示に関して, 「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」という特別が定められている。このほか, 私募ABSや信託受益権形態の流動化商品の開示については, 日本銀行金融市場局による「証券化市場フォーラム・報告書」(2004年4月22日)により, 各商品ごとの情報開示のテンプレート (標準的な開示項目, 推奨フォーマット) が提示されている。拙著第1章第4節5. (5) を参照。
- 23) SECによる今回のABSの開示等に関する新ルールの概要については, ①上野元「米国のABSの開示等に関する新規規則集について (1) (2)」, 『月刊資本市場』No.242・244 (2005年10月・12月), ②同「米国のABSの開示等に関する新規規則集」, 西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』(商事法務, 2006年2月) 第5集第6節を参照。
- 24) 我が国のクレジット市場においても, 米国自動車メーカー系ファイナンス会社がサムライ債 (日本国内で発行される円建て外債) を

発行していたこともあり, 間接的な影響はあった。ただ, 我が国の証券化市場では, 活発な流通市場が存在せず, 短期的な市場の変動を観測しにくいという事情もあるが, 米国でみられたようなスプレッド拡大圧力は, 限定的にしか発生しなかった。

- 25) 欧州諸国における証券化関連法制と証券化市場に関しては, ①日本資産流動化研究所「平成14年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第一分冊 海外の資産流動化に関する調査研究委員会報告書——法制編」(2003年3月), ②木下正俊・前掲書, ③淵田康之・前掲論文を参照。これらのうち, ①・②の文献は, 欧米諸国のほか, 韓国等の状況についても言及している。

- 26) 我が国での集団投資スキームの概念も, 英国の金融サービス法に由来している。ただ, 我が国では, この概念について, ①多数の者から集めた資金をプールして, 各種の資産に運用する, 投資信託等の「資産運用型」, ②特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて, 多数の者に販売する, ABS等の「資産流動化型」という, 二類型を含む広義で用いられることが多い。

英国の金融サービス法および金融サービス市場法では, 上記①の類型のみを規制対象としての集団投資スキームとしてきた。ただ, 将来, 証券化商品が一般投資家にも幅広く販売されるようになれば, 投資信託商品等と同様に, 同法による厳格な発行規制等に服することになる可能性もある。

拙著第1章第4節2. (注41) を参照。

- 27) 我が国でも, 事業の証券化に類する試みとして, 最近, ①民営の有料道路に係る将来の通行料金収入の証券化, ②民事再生計画認可後のゴルフ場運営会社に対する担保付貸付債権の証券化, ③時間貸し駐車場の駐車料金収入を裏付けとするノンリコース・ローン, ④パチンコホールの売上金収入を裏付けとするノンリコース・ローンや証券化などが行われている。

我が国では, 法制度面の違いから, 英国と同一の仕組みをとることは難しいとしても, 伝統的な事業金融と資産証券化の中間領域において, 事業の証券化に類する金融手法が, 今後, 本格化していくものと予想される。その際, 有望な分野としては, 通信事業, パチンコホール等の遊技場運営, 医療, 介護, 冠婚葬祭サービス事業などが挙げられる。

一方, 法的な観点からは, 従来の資産流動化・証券化をめぐる真正売買や倒産隔離に関する議論は, 事業の証券化においては, ある程度, 変容を余儀なくされる。この点につい

ては、新たな検討を加えることが必要になると考えられる。

また、信託法の改正（2006年の通常国会に法案提出）により、多数の受益者が存在し、受益権が有価証券化される「事業（プラスと

マイナスの資産を含む）の信託」が実現する。こうした事業の信託は、事業の流動化・証券化のほか、事業育成・再生のための新たな制度的基盤にもなり得るものと期待される。

拙著第1章第2節1.（注19）を参照。

〔たかはし まさひこ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究所教授〕

〔2005年12月27日受理〕