

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～

日本銀行金融市場局 市場企画グループ

Bank of Japan Review

2004年6月

わが国の証券化市場は1990年代後半以降急速に拡大したが、本格的な発展に向けて克服すべき課題はなお少なくない。日本銀行は、証券化市場の更なる発展を支援する取り組みの一環として、幅広い関係者が、市場横断的な視点から具体的な課題と解決の方向性を議論するために、「証券化市場フォーラム」を開催した（2003年11月～2004年4月）。フォーラムでの議論を通じて、流動性の向上に資する情報開示の充実や、債権譲渡を伴う資金調達により身近なものとして認知されるような取り組みなど、証券化コストを引き下げるための環境整備が重要であることが認識された。これを踏まえ、日本銀行自身も、市場拡大に向けた「触媒」機能を果たすため、「証券化市場の動向調査」、「日本銀行の契約上の譲渡禁止特約の部分的解除」を実施する。

はじめに

リース会社、信販・消費者ローン会社や金融機関等が、資金調達などを目的として、その保有する企業や個人に対する金銭債権等を、特別目的会社（SPC；Special Purpose Company）等に譲渡し、それを裏付け（担保）として、SPC等が証券を発行するといった取引がある。銀行等が設けているプログラムを利用して、一般の事業法人が売掛債権等をSPC等へ譲渡するケースもある。これらの一連の取引は、「証券化」と呼ばれる。

わが国では、こうした証券化は、1990年代後半以降、様々な制度整備や市場参加者の創意工夫がなされるもとの、市場規模が急速に拡大した¹。また、裏付資産も、当初はリース料・クレジット債権が過半を占めていたが、近年、住宅ローン債権や商業用不動産が増加するなど、多様化が進んでいる（図表1）。

しかし、証券化商品の発行額は、銀行借入、公募普通社債等と比較して依然として小さいほか、流通市場における取引も少ない。証券化市場が有する潜在的な強みを考えると、現状はなお発展途上の段階に止まっている。

こうした問題意識を背景に、日本銀行は、資産担

保証券の買入れを含め、証券化市場の中長期的な発展を支援する取り組みを続けている（図表2²）。その一環として、先般、第一線の実務家、関係官庁、業界団体など多様で幅広い関係者を招き、金融市場局が事務局となって「証券化市場フォーラム」を開催した³。

本稿では、始めに証券化の意義を確認した後、フォーラムにおける議論の概要を紹介することを通じて、わが国証券化市場に残された課題とその解決の方向性を整理することとしたい。

証券化市場の特性

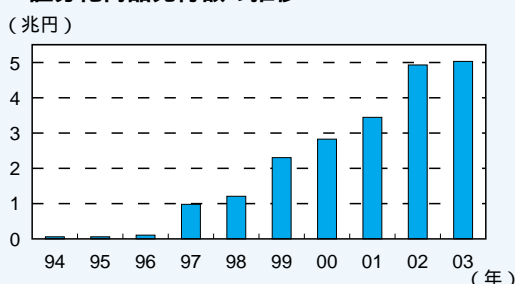
証券化の機能

経済主体の有する資産を切り離し、それを裏付けとして証券を発行する「金融技術」である証券化は、資金調達・運用の手法として、様々な機能を有している（Box 1）。

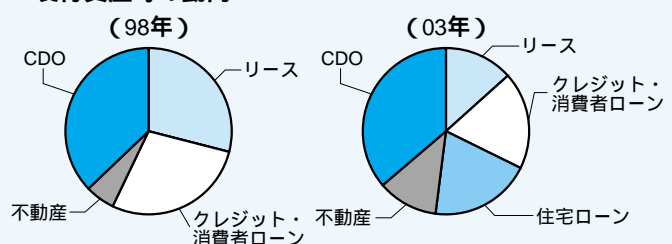
すなわち、証券化では、オリジネーター（原資産の保有者＜原債権者＞）自身の信用力や経営に対する評価ではなく、オリジネーターから切り出された特定の資産に対する評価を前提に取引が行われる。例えば、財務情報が少なかったり、経営者の能力に

【図表1】わが国証券化市場の拡大

証券化商品発行額の推移



裏付資産毎の動向



（注）信託受益権を含み、ABCP、REITを含まない
（出所）ドイツ証券資料より、日本銀行作成

【図表2】証券化市場にかかる日本銀行の取り組み

1999/10月	・資産担保債券（ABS）の適格担保化
2001/12月	・「中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会」開催（～2002/2月）
2002/ 2月	・資産担保CP（ABCP）のCP買現先オペア対象資産化・適格担保化 ・住宅ローン債権・不動産を裏付資産とするABS、パススルー債券の適格担保化
2003/ 1月	・ABCPの適格基準の緩和（日本銀行取引先の保証付ABCPの適格化）
3月	・資産担保短期債券（電子ABCP）の適格担保化
6月	・電子ABCPのCP買現先オペア対象資産化
7月	・資産担保証券の買入れ開始
11月	・「証券化市場フォーラム」開催（～2004/4月）
2004/ 1月	・資産担保証券の買入れ基準の見直し

属的に依存しているような中小企業等においては、その企業に対する信用力や経営の先行き見通しが難しい場合がある。しかし、そうした企業に対する融資が、その企業の保有する大企業向け売掛債権等を裏付けとした証券への投資に切り替わることになれば、投資家にとって、そのリスク評価は容易になる（いわゆるエージェンシー・コストの削減）。加えて、そのようにして切り出される資産が、異なる業種や地域にまたがるものを多数束ねたものであれば、分散効果を通じて、全体としてリスクが削減されることにもなる。

また、発行される証券にはこれらの効果もあってより高い格付を取得し得るうえ、裏付資産から生じるキャッシュフローやリスクを、投資家の多様なニーズ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より容易となり、高い流通性を具備することもできる。

証券化の意義

こうした証券化の機能を活用すれば、企業や家計は新たな資金調達チャネルを得るほか、投資家も、自らのリスク許容度・選好に沿ってポートフォリオをより柔軟に構築できることとなる。

さらに、マクロ的な視点でも、証券化市場の

ように、多数の主体が関与しつつ、信用リスクを引きする「市場」が拡大すれば、市場の内外の主体に、信用リスクの価格が見え易くなる（価格発見機能の向上）。この価格を参照することによって、伝統的な銀行貸出でも、「リスクに見合ったリターン」が実現され易くなる。また、証券化への取り組みは、金融機関の業務に新たな広がりを与えるほか、銀行貸出を補完するかたちで信用仲介チャネルを複線化し、金融システム全体のリスク耐性を高めるものと期待される。

このように、証券化市場が健全に発展していくことは、金融面から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。

フォーラムにおける議論の概要

証券化市場の発展の意義は大きい、その本格的な発展に向けて克服すべき課題はなお少なくない。課題は広範な領域にわたり、また、技術的に先端分野に属する論点も多い。

こうした認識を背景に、証券化市場フォーラムでは、オリジネーター、アレンジャー（証券化を主導する証券会社・銀行等）、格付機関、トレーダー、投資家、アナリスト、法務や会計の専門家など、各方面の関係者が一堂に会し、原資産の組成から、証券の発行・流通に至る一連の流れを、市場横断的な視点から総合的に検討した⁴。

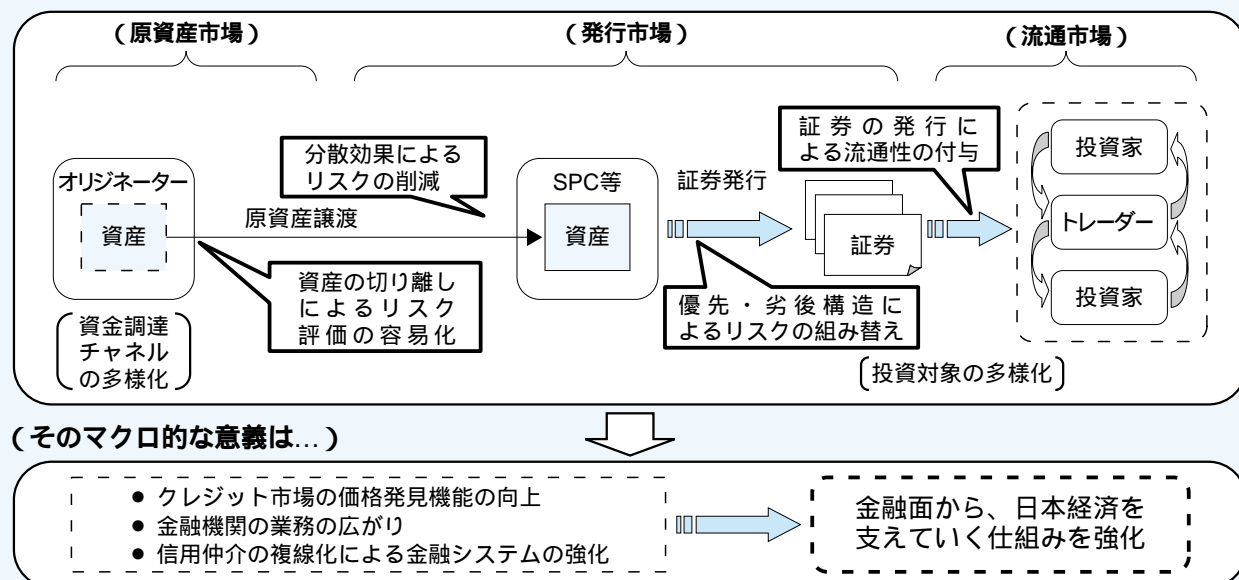
検討の視点～流動性の向上

具体的な課題の洗い出しとその解決に向けた方向性について、議論の出発点となったのは、次のような問題意識である。

証券化商品は、国債のような均質性の高い商品と異なり、証券毎に個別性を備えた金融資産である。また、証券化の規模や目的、発行形式（公募債、私募債、信託受益権等）に即して、個々の商品に求められる流動性の水準も異なり得る。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私募形式の商品もあれば、高い流動性を期待できる公募債もある。

しかし、証券化の持つ優れた機能を十分に発揮す

【Box 1】証券化の機能と意義
(証券化とは...)



するためには、公募・私募を問わず、証券毎に個性が備わっていることを踏まえつつ流動性を高めるための取り組みが求められる（図表3）。流動性が向上すれば、市場における価格発見は一層効率的に行われるようになる。また、たとえ満期保有のつもりで引き受けた商品でも、一定の転売可能性が確保されていることが望ましいのは明らかである。

フォーラムでは、こうした認識を踏まえて、「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」と「証券化商品の組成・売買にかかるコストを引き下げするための環境整備」という二つの軸に沿って、課題を整理した（Box 2）。

価格評価に関する課題

（情報開示の充実）

証券化商品の価格評価の一層的確化、効率化を実現するためには、情報開示の充実が不可欠である。

現状、わが国では、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。特に、最近までのように、企業の資金調達が低調に推移する一方、投資家の需要が旺盛な発行体優位の金融環境のもとでは、投資家を募るために、コストをかけて情報開示の充実を図るインセンティブが働きにくい。このため、ここへきて、発行の事実すら明らかにされない案件が増加している、とされている。

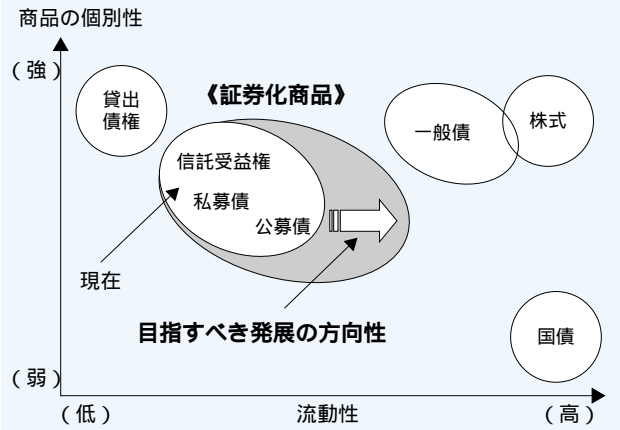
しかし本来的には、オリジネーターにとっては、情報開示を進めれば、当該商品の価格評価が適切に行われ得ることや流動性が向上することを通じて、より円滑な消化や資金調達コスト（リスク・プレミアム）の低下というメリットを享受できる筈である⁵。また、投資家にとっても、市場の透明性が高まることで、投資機会が拡大・多様化し、転売可能性も向上する。

将来、金融環境が変化した際にも、市場がその機能を維持し、発展を続けていくためには、情報開示の充実が関係者にメリットをもたらすメカニズムがより柔軟に働くことが重要である。フォーラムでは、そのための仕組みを、今のうちから手当てしていく必要があるとされた。

銘柄リスト

その具体的な仕組みとして、まず第一に、非公開

【図表3】金融資産の「個性」と「流動性」



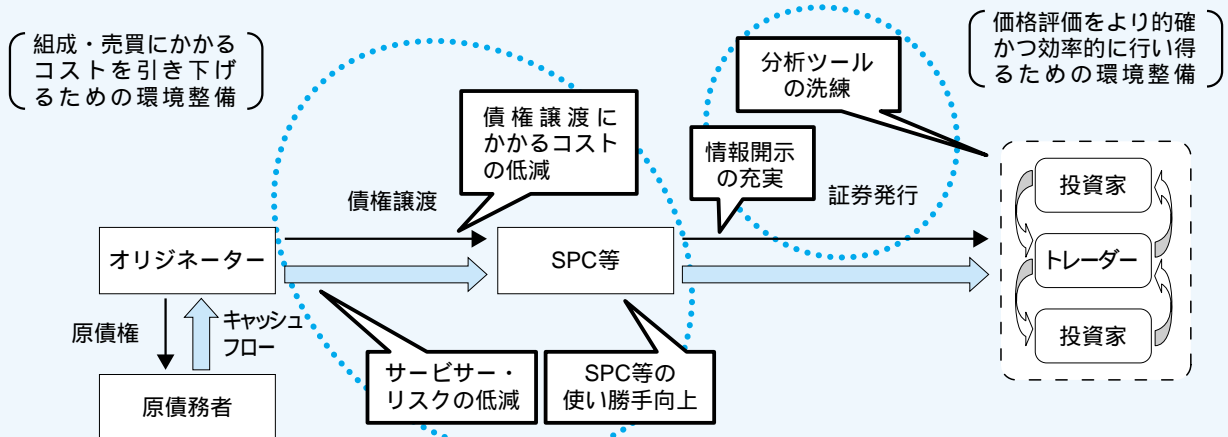
案件が増加している状況に対応し、一つの情報インフラとして、証券化商品の個別銘柄の概要が分かるリスト（銘柄リスト）を作成するというアイデアが浮かんだ。こうした銘柄リストの作成については、市場の発展途上期において、その健全な成長を後押しする観点から、まずは、日本銀行を含む中立な立場の公的主体等が、市場参加者の協力を得ながら取り組むことを考えてみてはどうか、との要望が多く聞かれた。同時に、将来的には、情報提供会社や業界団体等の民間の組織がその担い手となることが望ましく、そのために幅広い関係者が一体となって協力していくべきであるとの認識で一致した。

標準的な開示項目・推奨フォーマット

第二に、証券化商品の情報開示について、望ましい実務慣行の形成を試みてはどうかというアイデアも提案された。もっとも、実際に情報開示を行うに当たっては、開示側に様々なコストや制約⁶が存在する。このため、開示にかかる諸コストと投資家側のニーズを率直に擦り合わせる場（情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ）を設けて議論を深め、主要な裏付資産毎に、発行時・発行後の「標準的な開示項目」と開示の際の「推奨フォーマット」を取りまとめた（Box 3）。これらは、何らの強制力を持つものではないが、今後、市場関係者による利用と改善が積み重ねられて、市場慣行として定着していくことが期待される。

【Box 2】わが国証券化市場の課題

原資産の組成から、証券の発行・流通に至る一連の流れを総合的に検討する必要性



【Box 3】情報開示のテンプレート

「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」では、アレンジャー、オリジネーター、受託者、投資家、トレーダー、アナリスト、格付機関の第一線の実務家が参加し、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（狭義のABS）、住宅ローン債権（RMBS）、銀行貸出債権（CLO）、売掛債権（ABCP）の4種類の主要な裏付資産について、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）を取りまとめた（詳細は、フォーラム報告書の別添1「証券化商品に関する情報開示のあり方」を参照）。

テンプレートの取りまとめに当たっては、この種の試みは本邦初であることに鑑み、強制力のある仕組み作りや、最も望ましい開示テンプレートを一足飛びに求めるのではなく、市場が発展していく過程で、関係者に幅広く参照され、前向きな実務・改善の積み重ねを通じて、徐々に市場慣行として定着していくことを第一義的な目標とした。

【「標準的な開示項目」のイメージ】

項目	開示レベル ^(注)	定義、記述すべき内容等
証券の発行額	1	・発行総額およびトランチ毎の発行額
裏付資産のデフォルト率	2	・当期に発生したデフォルト額 / 期初元本残高（%、年率換算） デフォルト率の定義は、オリジネーター毎に異なり得るため、開示の際には明示する必要がある。
⋮		⋮

（注）本テンプレートについては、投資家など情報のユーザーにニーズのある項目を幅広く拾い上げた上で、情報の出し手側のコストに見合うメリットが得られるのか、推奨する開示レベルがいたずらに高すぎて発行のインセンティブを損なう恐れはないか、という点を十分に勘案しつつ、項目毎に開示が求められる度合いの目安を示した。

開示レベル1：証券化商品のリスク分析、投資判断、プライシングに当たり必要不可欠な情報であり、一定の流動性を求める商品については、基本的に開示が求められるもの

開示レベル2：証券化商品のリスク分析、投資判断、プライシングに当たり必要な情報であり、一定の流動性を求める商品については、開示することが望ましいもの

（分析手法の一層の洗練）

価格評価の効率化に向けては、裏付資産の分析手法が洗練されていくことも望まれる。この点、最近の実務では、裏付資産を構成する個別債権のデフォルト確率や、債権プール全体のリスク量を推計するモデルが用いられ始めている。

フォーラムでは、市場参加者がこれらのモデルを用いて証券化商品のリスクとリターンを自ら判断していくために、次のような取り組みが必要とされた。一つは、モデルの提供者が、モデルの考え方や内容を開示し、その解釈の仕方や留意点について説明を行う努力を継続することである。もう一つは、裏付資産のパフォーマンス・データの蓄積・開示が進むことである。それにより、モデルを用いた事前のリスク評価について、実績データを使った事後的な検証が可能となり、各モデルの長所・短所、モデルによる評価結果を解釈する際に留意すべき点が浮き彫りになる。こうした事前評価と事後検証のフィードバックが積み重なることで、分析手法が一段と洗練されたものとなっていくと考えられる⁷。

証券化コストの引き下げに向けた課題

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、証券化の長所とその組成コストの双方を勘案して証券化取引を利用する。それ故に、コストの低下は市場活性化の重要な条件となる。フォーラムでは、金銭債権の譲渡にかかるコストの引き下げ、SPC等の使い勝手の向上、サービサー・リスクを低減するための環境整備といった点を巡り、議論が行われた。

（債権譲渡にかかるコストの低減）

証券化では、オリジネーターからSPC等に金銭債権等が譲渡される。証券化に限らず、債権譲渡によって原債権者は資金調達（債権流動化、債権担保融資等）を行うことができる。

しかし、債権の譲渡には、現状、様々な障害があると指摘されている。具体的には、譲渡される債権に、原債務者の抗弁事由（相殺や値引き・返品等に

よる代金減額等）が付随していたり、原債権の存否・内容確認が困難な場合がある。また、そもそも関連契約において、債権の譲渡を禁止する旨（譲渡禁止特約）が定められていることも少なくない。さらには、債権譲渡を受けた事実を原債務者や第三者に主張するための対抗要件の具備手続にも、なお改善の余地があるとされる。

これらの課題の中には、例えば、対抗要件具備制度の運用改善や譲渡禁止特約に関する法律面での見直しの余地を探ることなど、公的制度・システム面の対応が有効とみられるものもあり得る。しかし、まずは市場関係者の主体的な取り組みによって課題を克服していくとの観点から、次のような対応の方向性が示された。

当事者の工夫

まず、原債権が、標準化・規格化された基本契約に基づいて、譲渡に適したかたちで組成されれば、債権の内容確認や抗弁事由の把握が容易となる⁸。さらに、相殺等の抗弁により裏付資産からのキャッシュフローが毀損するリスクなど、そのすべてを解消することが困難な場合には、リスクの計量に必要なデータの整備を図ったうえで、それを信用補完等によってカバーすることが現実的な対応と考えられる。

心理的な抵抗感の払拭

現状、譲渡禁止特約が付されることが多い背景には、債務者・債権者の双方が債権譲渡への心理的抵抗感を抱いているとの事情がある。すなわち、債務者には、過誤払いのリスクを避けたいとか、相殺等の抗弁を留保したいといったニーズに加え、「思いもよらない紛争には巻き込まれたくない」との思いから、債権が譲渡されることを嫌う傾向がある。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、債権譲渡による資金調達に消極的となることがある。

こういった当事者の意識に関わる課題については、即効性のある対応が難しく、債権譲渡がより身近な

ものとなるように、地道に実績を積み重ねていくしかない。そうした中で、前述の情報開示の充実と同様、債権の譲渡性を高めることで、実際に、より有利な資金調達を実現する環境を目指して、債務者・債権者双方に向けた粘り強い情宣活動が関係者に求められる。また、当事者間で譲渡禁止特約を個別に解除していく場合においても、債務者・債権者双方の利益をバランスさせる観点から、譲渡先を限定して、部分的に解除するといった対応が現実的である。

フォーラムでは、公的セクターが率先して、こうした契約面での対応を進めていくことが有意義であるとの指摘がなされた。

(SPC等・サービサーにかかる論点)

証券化コストの引き下げには、裏付資産を保有し、証券を発行するSPC等の使い勝手の向上も重要な課題となる。この点に関し、なお残された課題として、単一のSPCが複数回にわたって債券を円滑に発行し得るための環境整備⁹、信託の一層の活用といっ

【Box 4】SPC等・サービサーにかかる課題

(1) SPC等にかかる課題～信託の一層の活用

証券化の実務においては、裏付資産の保有主体、さらには証券（信託受益権）の発行主体として、信託が多く用いられる。その背景としては、資産管理業務における専門性の高さや事務の堅実性、設立手順の簡便性・相対的に安価な組成コストなどが挙げられる。その一方、信託受益権については、譲渡実務が煩雑、情報開示が不十分な場合が多いといった事由から、流動性が相対的に低いとの指摘も多かった。

これに対しては、制度的な解決の方向として、信託受益権一般に有価証券性を付与する、とのアイデアが示される一方で、有価証券性を備えた信託受益権を発行する主体としての特定目的信託（SPT；Special Purpose Trust）を一層活用すべき、との意見も多く出された。また、有価証券性に拘泥せず、一般の信託受益権について、信託銀行同士で譲渡実務の共通化を図るといった、より実務的な対応がまずは求められる、との指摘も少なからず聞かれた。

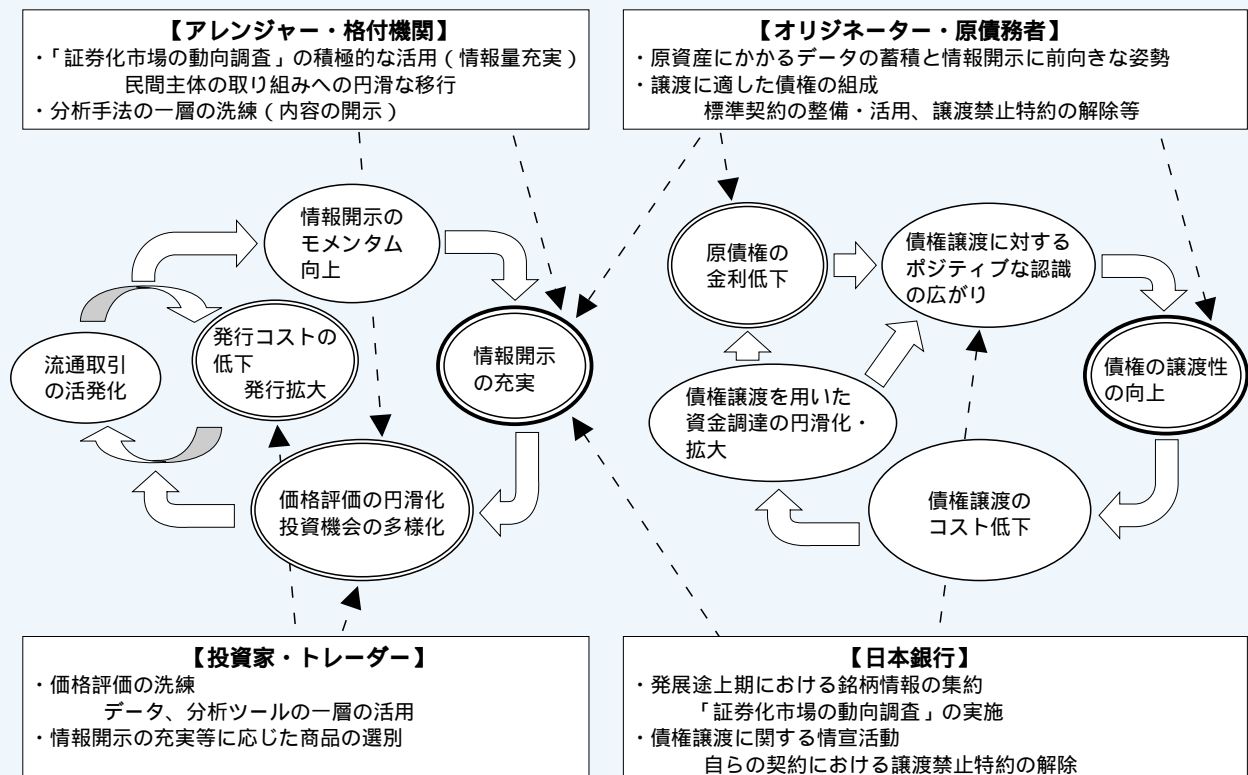
(2) サービサーにかかる課題

サービサーは、原資産からの回収金をSPC等、ひいては証券の保有者につなぐ重要な役割を果たしている。フォーラムでは、サービサーが破綻した場合にも、回収金が滞らないための手当てとして、コミングリング・リスク（回収金がサービサー自身の資金と混合し、破産財団等に組み入れられるリスク）の遮断・低減、バックアップ・サービサーへの円滑な業務移管の2点が議論された。

このうち、コミングリング・リスクの遮断・低減については、サービサーが、回収金を専用口座にて管理する場合に、その専用口座がサービサーの倒産手続から除外されるための道筋を、立法手当てや実務慣行の形成によって付けられないか、といった指摘がなされた。

また、わが国では、これまで、証券化商品のサービサーが破綻した場合でも、サービサーの交替は実質的には行われなかった。しかし、常に、当初のサービサーが業務を継続すべきとは限らず、バックアップ・サービサーへの業務移管も含めた、実務的な対応を整理しておく必要性が指摘された。具体的には、サービサー交替の可否を、形式基準に基づいて機械的に判断するのではなく、個別の事情に即して、より実効性の高い判断を行い得るための基準作り、サービサー交替の可否を判断する主体・リーダーシップや手順の明確化、サービシング業務を管理するシステム・インターフェース、データ・フォーマットの整備・統一化等が重要である、との意見が聞かれた。

【Box 5】証券化市場の発展に向けた好循環と関係者に期待される取り組みの例



(凡例) ◎：当面の課題、○：関係者が享受し得るメリット、---▶：関係者に期待される取り組み

た点が議論された (Box 4)。

さらに、裏付資産からの回収を行うサービス者についても、その破綻時に、回収金がサービス者の資金と混同し、証券化商品の元利払いが遅延・減少するリスクへの対応策などが取り上げられた。

日本銀行の取り組み

～証券化市場の動向調査と譲渡禁止特約の解除

日本銀行は、フォーラムにおける議論と市場参加者からの要望を踏まえ、市場の発展を支援する取り組みの一環として、「証券化市場の動向調査」を開始した。具体的には、日本銀行が、アレンジャーや格付機関等から、個別の証券化商品・プログラムの概要について任意に報告を受け、これを銘柄リストとして取りまとめ、ホームページ上で公表している。これにより、証券化市場の全体像やその動向の把握が容易になるほか、市場における取引の円滑化・効率化に資するものと期待される。

この調査は、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、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・還元機能を担うこととしたものである。こうした趣旨から、この調査の実施は、資産担保証券の買入れと同様に2005年度末までとし、その後は民間の組織に委ねる方針である。

この調査や前述した「推奨フォーマット」等が幅広く活用されていくことで、今後、情報開示の慣行が市場で定着し、積極的な開示が証券の流動性を高め、結果的に発行コストも低下するという好循環が働き始めることを期待したい。日本銀行としては、これらの取り組みの定着・活用状況を随時モニターしていきたいと考えている。

また、日本銀行は、自らが債務者となる売掛債権等（契約金額500万円以上のもの）について、一定の条件のもとで、SPCや適格機関投資家等への譲渡を可能とするよう、譲渡禁止特約を部分的に解除していく。既に一部の中央官庁等で同様の取り組みが開始されているが、それらとも相俟って、債権譲渡を伴う資金調達により身近なものと認知されるようになる一助となることを期待している¹⁰。

おわりに ～今後への期待

証券化市場の拡大は、個々の主体にとっても、経済全体にとっても、様々なメリットをもたらす。その一方、証券化市場のように、新たな市場が発展していく初期の段階では、長期的にみればコストを上回るメリットが得られることが理解されていても、個々の当事者にとって、そのコストを負担しにくいという状況が生じ易い。情報開示の充実や債権の譲渡性の向上に向けた取り組みは、その一例であろう (Box 5)。

こうした状況を乗り越え、市場拡大への好循環を生み出すためには、幅広い市場関係者が、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求められる。日本銀行としては、引き続き、そうした市場関係者の前向きな努力を、いわば「触媒」として支援していきたいと考えている。

¹ 証券化市場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、市場の全体像やその動向の把握は必ずしも容易ではない。

² 詳しくは、金融市場局マーケット・レビュー02-J4「ABC市場拡大に向けた取組み」、同02-J8「米国MBS市場の現状とわが国へのインプレーション」を参照。

なお、日本銀行は、証券化市場のみならず、広くクレジット市場全般の活性化に向けて、調査・分析、広報活動やオペレーション・統計整備といった自らの業務面での取り組みのほか、市場参加者の前向きな努力への支援を続けてきている。この点、同03-J7「クレジット市場改革と日本銀行の取り組み」、速水前総裁講演「資本市場の一層の発展に向けて」(2002年12月9日)、福井総裁講演「わが国の企業金融の変革に向けて」(2003年11月17日)、証券アナリストジャーナル(Vol.42 No.2)「資産担保証券市場の活性化と日本銀行の取り組み」(2004年2月)を参照。また、中小企業向けの新しい資金調達手法の具体例を解説したパンフレット(「クレジット市場の活性化と企業金融の多様化に向けた取組み」)を作成している(を除く資料は、いずれも日本銀行のホームページ<<http://www.boj.or.jp>>から入手できる)。

³ 証券化市場フォーラムは、2003年11月に初回会合を開催した後、テーマを絞った分科会(計5回)、「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」(計5回)による検討を重ね、2004年4月の最終会合を経て、報告書を取りまとめた。フォーラムには、81先・151名の市場関係者が参加した。フォーラムの報告書の全文と要旨は、日本銀行のホームページ(<http://www.boj.or.jp>)から入手できる。

⁴ 証券化市場の発展に向けては、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課題が残されているが、これら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姿勢が重要である。

例えば、住宅ローン債権の証券化に関する課題を討議した分科会では、証券化に適した民間住宅ローンの組成や、住宅金融公庫の直接融資の一段の圧縮と併せた証券化対応ローンの拡大など、原資産市場での取り組みが発行市場、ひいては流通市場の活性化につながることを、レボ市場やこれと一体となった先渡り市場の整備が進めば、流通市場の活性化のみならず、住宅ローンの組成段階における貸し手の金利リスクヘッジにも資することなどが指摘された。

⁵ 個別の裏付資産毎に固有の課題を議論した際にも、情報開示の充実が証券化商品のより円滑な消化等に結びつく可能性が指摘された。例えば、CLO(Collateralized Loan Obligation)の発行に際しては、証券化した貸出に対する管理のインセンティブを銀行が失うリスク(モラル・ハザードのリスク)など、CLOに固有のリスクに対するプレミアム引き下げが課題として認識され、それへの対処として、パフォーマンス・データの開示の充実が重要と指摘された。

また、売掛債権の証券化では、現状、銀行が100%の信用補完を付すものが主流となっているが、銀行のリスク管理精緻化の動きの中で、信用補完水準の引き下げに向けて、キャッシュフローの毀損リスクを把握するための情報の蓄積・開示が鍵となるといった議論が行われた。

⁶ 例えば、データ作成・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の一部が明らかになることによるリスク、公開会社の場合はオリジネーター本体の法定開示との関係などがある。

⁷ こうした観点から、事務局では、CRD運営協議会(全国52の信用保証協会、政府系・民間金融機関が参加)が運営する「中小企業信用リスク情報データベース」(CRD)のデータを用いて、スコアリング・モデルによる事前のリスク評価と事後的なパフォーマンスの比較を示したほか、東京都が実施した募集型CLO(第1回)の参加企業についても、同様の分析を行った。詳細は、フォーラム報告書の別添2「情報開示と分析ツール」を参照。

⁸ 特に、債権の存否や譲渡禁止特約の有無の確認、抗弁事由の存在による債権プールの毀損リスクの把握が難しい売掛債権では、こうした譲渡を前提とした基本契約に基づく原債権の組成等の対応が有用との指摘が聞かれた。

⁹ 具体的には、「責任財産限定特約」の倒産手続における有効性を認める実務慣行や法的な手当てがなされることにより、裏付資産プールを区分し、それぞれの区分に対応した責任財産限定特約付きの債券をシリーズ発行するとの方向性や、担保付社債信託法を見直し、担保付社債の発行を容易とすることで、裏付資産プールの各区分と各債券とが法的にも紐付けられた債券を数次にわたり発行するとの方向性などが議論された。

¹⁰ このほか、日本銀行は、フォーラムでの議論をも踏まえ、2004年1月、資産担保証券の買入れ基準を見直し、適格証券の範囲を拡大した。因みに、2004年5月31日までの累積買入額は7,207億円となっている。

日銀レビューシリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦 (E-mail: naohiko.baba@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビューシリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。