

「アジア債券市場」の育成 - 資産担保証券（ABS）発行体スキーム試案

東京三菱銀行 山上秀文

< 報告要旨 >

アジア通貨危機以降、急速に貯蓄超過の状態に転じたアジア域内の資金をいかに有効に域内で活用すべきか、また域外米ドル建て短期資金を現地通貨建ての民間中長期資金に活用することに伴う通貨と期間のダブルミスマッチをいかに解消すべきか。昨年秋以降、この課題の解決策として「アジア債券市場」の育成がさまざまな場で論じられてきた。これまでの議論での共通認識は「アジア債券市場」の育成が進めば、アジア域内の民間企業は現地通貨建て債券による中長期資金の域内調達が可能となり、またアジア域内外の投資家は新しい投資機会をこの市場に見出すことが出来るという点にある。

報告では、具体化へ向けて更に一步踏み出すために、まずアジア諸国の資金と債券市場の現状、ならびに各国商業銀行が果たしてきた役割を分析した上で、問題点の整理のために、民間が主体となり政府が出資等で支援を行う、銀行機能を活用した ABS 発行体スキームの試案を示したい。

アジア各国における国内貯蓄と国内投資の推移を見ると、アジア通貨危機前の 1995 年に多くの国で投資超過であったものが、2002 年には貯蓄超過に転じている。一方アジア各国の国内債券市場はアジア通貨危機以降、国債を中心に一定の拡大を示したが、その中で社債市場は一部を除けば依然として低い発展段階にある。

アジア各国の国内債券市場において、大きな位置を占める各国の国債について商業銀行による国債保有シェアを比較してみると、インドネシア、フィリピン、タイなどでは相当高水準にある。アジア債券市場の発展のためには、民間商業銀行の活用が不可欠であることを窺わせる。また、社債市場においてはその債務者に対する銀行の審査能力の活用を考える必要もある。

はじめに、数年前アジア各国の必須のインフラ案件に投融資することを目的に検討されたアジア・インフラ・デット・ファンド構想に着目したい。このスキームは投資委員会手法のもとでの投資基準の策定やリスク分散の観点から興味深い、投資対象が大型インフラプロジェクトであり、各国の中堅中小企業について同じ手法をとることは難しい。中堅中小企業向け債権の証券化手法を考える手がかりとしては、昨年香港で成立した日系消費者金融会社の香港ドル建てクレジット債権の証券化案件がある。

こうした過去の2つの事例を参考としつつ、ABS発行体の具体的スキーム試案を組み立ててみたい。

まず第1に、アジア各国の地場銀行にてオリジネートされた現地大手ならびに中堅中小企業向け現地通貨建て貸出資産、並びに社債を対象資産として選定するが、この中には現地進出の日系、欧米系企業向け与信を含む。対象資産の内、統一的な与信審査・モニタリング基準を充足したものを適格売却対象債権とする。

第2に、アジア各国においてそれぞれの国の法制に基づき、民間SPCを設立する。SPCの管理はAsset ManagerおよびTrusteeが行う。アジア地域で、こうしたSPCを設立することが可能な破産法、SPC法、担保権関連法や会計ルールの整備がなされている国としてはシンガポール、香港、韓国があり、タイ、台湾なども整備が進みつつある。

第3に、各国のSPCからそれぞれの現地通貨建て債権譲渡を受けるABS発行体をアジア域内に1つ設立する。対象資産とABSの通貨・金利のミスマッチは本発行体と各国中銀(必要に応じ国際機関などのバックアップ保証)との間の通貨・金利Swapにて対応する。

第4に、ABS発行体は、現地通貨建て公募シニア債、円建て公募またはプロ私募メザニン債、信用補完部分としての劣後ローンとエクイティにより調達を行う。

第5に、想定される投資家については、シニア債はAA格以上の地場格付けを取得し、地場金融機関等機関投資家、地場大口事業法人、地場小口個人投資家等幅広いターゲット設定により、各国債券市場の育成に貢献する。ある程度実績が積みあがった時点で、欧米あるいは本邦格付けを取得、また円建てへのスワップにより、日本の投資家発掘をおこなう。プロ私募メザニン債は機関投資家に売却、信用補完部分の劣後ローンとエクイティについては、リスク分析力、許容力のある民間ならびに政府等公的機関の参加を求める。

ここで述べたABS発行体スキームは民間が主体となり、各国政府や国際機関がリスクの一部負担などでバックアップして、アジア債券市場の発展を目指すものである。しかし、リスク回避手法や、円滑な上位格付け取得、投資家ニーズの発掘など残された課題は多い。また実務的にスキーム立ち上げのコストは相当大きいと見られる。

一方、条件が整った2-3カ国を対象としてでも、本スキームが実現したと仮定すれば、例えば、発行規模・残高拡大により、アジア域内に債券取引所・クリアリングハウスの設置と、格付け機関の育成が可能となろう。また、各国において市場や証券化のインフラ整備を促す効果も期待できよう。

<フロアからの質問とそれに対する回答>

質問者：北村歳治（早稲田大学）

ボンド市場の規模の問題とも関連して、アジア地域ボンド市場の育成は各国の国内市場育成にどれだけ応えるか？

回答：ご報告した ABS 発行体スキーム試案でも各国ごとに国内民間 SPC とアジア地域ボンド市場を意識した地域唯一の ABS 発行体の両者を設立することにより、国内市場と地域市場の双方の発展に資するように考えている。

また、慶應義塾大学 吉野直行氏のコメントにあった「Lots of talks but no action yet」に関して言えば、さまざまな構想についての議論とともに、タイや中国などの国内市場においての現地通貨建て債券発行の具体的案件についての詰めが進んでいる。

したがって、今回の試みは、構想の詰めと並行した具体的な案件の実行により、国内、地域債券市場双方のインフラ整備に相当な成果をもたらすことに繋がる。