

## わが国証券化市場の抱える課題とその対応

日本銀行 内田真人

### 1. はじめに

わが国の伝統的な銀行貸出システムは高度成長期に一定の機能を果たしてきた。しかし、同システムは銀行部門に経済のリスクが集中しやすく、高度成長が終焉しグローバル化の進展もあって 90 年代以降企業のリスクが増すと、これに見合った資金供給が十分に行えなくなった。このため、今後は伝統的な貸出に加えて、リスクを市場参加者が広く負担し合う資本市場や市場型間接金融市場（証券化市場、シンジケートローン市場等）の活性化により、複線的な金融システムを構築するといった変革が必要となっている。逆に、リスクとリターンがうまく組み合わせられ、金融市場での価格機能が高まり、資金配分が効率化していけば、金融緩和の波及メカニズムが強化され、企業金融も活発化し、わが国はダイナミックな経済を再構築出来よう。

こうした問題意識に立ち、本報告では日本銀行が昨年 11 月から約半年に亘って行った証券化フォーラムでの議論を基にして、企業金融の新しい流れを作るツールの一つとして、証券化市場の現状、課題を整理した上で、今後具体的に進むべき方向性について考察する。

### 2. 証券化市場の現状

わが国証券化市場の現状をみると、発行市場はその用途や範囲を広げつつ拡大している。また、これを後押しする法制面の整備も、リースクレジット債権の流動化に法的な枠組みを与えた 93 年の特定債権法以降様々な対応が図られてきた。しかし証券化商品の年間発行額（2003 年）は 5 兆円、GDP 対比で約 1 %と米国の約 330 兆円（GDP 比 3 割）はもとより、欧州に比べても小規模である。また、流通市場も発達していない。

### 3. 具体的な課題と解決の方向性

証券化の課題の一つは情報開示の充実である。投資家からは個別証券の価格情報や適切な価格評価を行うための情報の入手が困難であるとの指摘も多い。このための確かつ効率的な価格評価が行えるよう、証券化商品の個別銘柄の概要が分かるリストの整備、情報の標準開示項目や推奨フォーマットの標準化が求められる。また、裏付資産プールに組み入れる債権の選別を行う適格要件の判別力向上のため、パフォーマンス・データによる事後的検証等によりデフォルト確率モデルや分析ツールを一層洗練させることも重要である。

もう一つの課題は、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である。金銭債権の譲渡には、譲渡禁止特約が付される、対抗要件取得の事務コストが大きいといった課題があり、譲渡を前提とした当事者の工夫や制度・システム面の対応策が求められる。また、SPV については単一 SPC による複数回の証券発行を可能とするなど使い勝手を向上させる対応を検討しなければならない。さらに、サービサー・リスクについてもサービサーが破綻した場合に、回収金がサービサー自身の資金と混同され、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）の低減も必要である。

このほか、個別の裏付資産に固有の課題もある。まず、売掛債権の証券化については、原債権からの回収金が原債務者の抗弁等によって減少するリスクは、従来、銀行が100%の信用補完を行うことで回避されてきた。しかし、銀行がリスク管理を精緻化している中で、コミングリング・リスクを抑制するためのSPV名義口座への回収金の直接入金、債権プールの毀損データに基づく適切なプライシングを通じた「ノン・サポート型」ABCPの導入等新たな対応が必要である。また、銀行貸出債権の証券化は、随伴するリスクを抑制し、市場を活性化するためには、情報開示の充実や、分析ツールの一層の洗練が重要であり、クレジット・デフォルト・スワップが組み込まれたシンセティック型CLOの会計処理の明確化も求められる。さらに、住宅ローン債権(RMBS)は、残高の多さや、均質性、期間の長さ等からみて証券化に適しており、RMBSは、国債に匹敵する市場規模になることも展望される。住宅金融公庫の買取型スキームに関し、わが国市場のベンチマーク商品となることが期待され、その組成拡大のため、証券化に適応し易くする方向で民間金融機関の住宅ローンのスキームを見直す意義のほか、流通市場の活性化の観点から、CMOの機動的発行やレポ市場・先渡し市場を整備する必要がある。

#### 4. 日本銀行の取り組み

日本銀行は、本年1月、資産担保証券の買入れ基準について、(1)中堅・中小企業関連債権比率要件、(2)正常先要件、(3)格付要件、(4)買入対象先の選定頻度、の4点について見直しを実施、これにより、適格となった資産担保証券は着実に増加している。

また、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を対象に、アレンジャー・スポンサー銀行、格付機関等から月次で任意に報告を受け(ABCPなどはプログラム単位で半年毎)動向調査として公表している。もっとも、日本銀行の関与は、市場の発展途上期において、市場取引の円滑化・効率化に資する情報インフラとしての機能を担うものであり、資産担保証券の買入れと同様2005年度末までの時限的措置としている。その後は民間の組織が同様の機能を担うことを期待している。

債権譲渡に伴うコストの引き下げに関しては、日本銀行に対する売掛債権等の譲渡禁止特約について、契約金額500万円以上を対象に、一定の条件の下で、SPCや適格機関投資家等への代金債権の譲渡を可能とするよう解除した。

今後、証券化フォーラム報告書で提示し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たい。また、証券化フォーラムは、市場の発展を目指す上で不可欠な、幅広い市場参加者相互間の信頼と協力関係の基盤づくりに向けた役割を果たした。日本銀行としては、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を支援していきたいと考えている。

以 上