

# 見えない証券化への処方箋

証券化は現代金融技術の中でも金融実務に大きな影響を与えた手法の1つである。今、日本では証券化に対し様々な方面から高い期待が集まっている。しかし証券化の情報は必ずしも十分に公開されているわけではない。これから証券化が健全な発展を遂げていくためにオープンな証券化情報公開のプラットフォームが必要である。

## 革新的なファイナンス手法

証券化は金融技術の中でも特筆すべき事例であり、この新しいファイナンスの方法は金融以外の業界に属するプレーヤーにも多大な影響を与えた。ファンディングサイドのプレーヤーに対しては、資金提供者の幅を広げ、低利でのファイナンスの可能性をもたらした。一方、投資家には従来と異なる新しい投資物件をもたらした。

金融システムの中では、直接金融と間接金融の中間に位置し、シンディケートローンなどの手法などと共に第3の選択肢を供給している。

## 広く推奨される証券化

証券化は、日本銀行や金融庁からも、その有効な活用が期待されている。例えば日本銀行が7月に公表した「金融システムレポート2006」<sup>1)</sup>の中では、金融システムの安定化と機能向上のための金融技術として証券化への期待が示されている。また日銀高度化センター

のプレゼンテーション<sup>2)</sup>の中でも金融機関が行うリスク移転の方法の1つとして証券化が挙げられている。

さらに金融庁から2004年に公表された金融改革プログラムの資料<sup>3)</sup>の「金融の国際化・構造変化に対応した制度等の構築」、また2005年の地域密着型金融アクションプラン<sup>4)</sup>では「中小企業の資金調達手法の多様化等」のなかでやはり証券化について触れている。

日本における証券化市場の拡大の様子についてはデータでも確認できる。図表1は公募ABSの市場残高であるが、ここ2年ほどは頭打ちになってきているものの、2004年までは順調に残高を増やしてきたことが分かる。

## 証券化市場に求められること

証券化のメリットばかりを強調してきたが注意することはないのだろうか？

証券化の基本的なパターンとして、担保債権はオリジネータから倒産隔離された箱に売却される<sup>5)</sup>ことになるが、本来担保債権となる商品の流通市場が整備されていることが前提となっている<sup>6)</sup>。しかし未整備なケースも多く、証券化市場の発展には原債権の流通市場の発展が望まれる。

一方、証券化商品をリスク管理から考えた場合、新たな投資選択肢であることは歓迎すべきことだが、伝統的金融商品（貸出、債券、株式等）よりも複雑なリスクを持つ商品であり、より慎重なリスク管理が求められる。証

### Writer's Profile



榎葉 清人

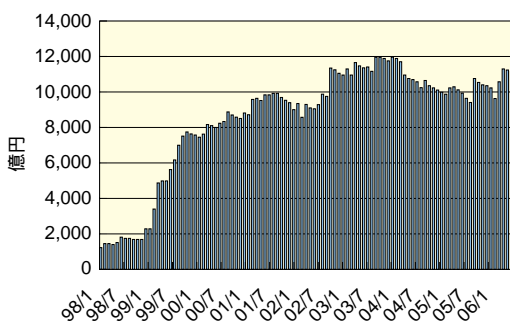
Kiyoto Shimba

金融ITイノベーション研究部  
上級研究員

専門は証券数理分析、  
リスク管理

focus@nri.co.jp

図表1 公募ABS残高の推移



(出所) 日本証券業協会 / 公社債発行額・償還額等より

券化商品の多くは格付機関による格付けが付与されており、投資家はそれを参考に投資しているケースが多いが、営利企業でもある格付機関の判断に全てを委ねることはできない。特に満期が長い証券化商品の、純粋な投資家<sup>7)</sup>にしてみれば、リスク管理や商品分析のために情報開示は投資の必須条件と言える。

## 選好される私募形式

情報開示の状態を検証するためにまず証券化商品の発行形式を見てみよう。図表2は、日本証券業協会に任意で届出のあった案件<sup>8)</sup>について発行形式毎の案件数をカウントしたものである。案件数からみれば圧倒的に信託受益権形式<sup>9)</sup>が多く、次に私募債(ユーロ円債を含む) ABL<sup>10)</sup>、公募債と続く。また公募・私募の関係で見れば、信託受益権形式、私募債、ABLは私募形式であり、その差は歴然とする。

信託受益権形式の発行が多い理由の1つには、債券形式に比べて設立費用などが安く済むことがある。また公募形式に対して私募形式が多い理由の1つには、目論見書の作成、情報開示などのコストの問題がある。

本来であれば、公募形式を選択することによって高い流動性を与え発行コストを下げるという戦略がもっと見られてもよいはずだが、現状そうした傾向は見られない。最近まで続いたタイトな一般社債スプレッド市場や、金融機関の低い預貸率をもたらす投資案件に対する旺盛な需要などから、私募形式で

も組成・販売に支障がなかったためにコストを優先したと考えられる。

## 見えない証券化

公募形式の場合、情報は基本的に公開されるが、私募形式の場合、情報の公開はアレンジャーやオリジネータの判断に委ねられてしまう。もちろんアレンジャーは投資家と格付会社に対する必要情報の開示は行っている。しかし、アレンジャー以外のディーラーや一般の企業・機関への開示には積極的でない場合が多い。

積極的ではない理由としては、スキーム情報非公開に対する志向、情報公開コスト、債務者情報の保護などが考えられる。なかでもスキームを隠したいというアレンジャーの意向は強いようである。しかし、他ディーラーに情報が行き渡らないことがセカンダリー市場の成熟を阻害し、商品の評価や売買にアレンジャーの影響力を大きく残してしまう。さらに他ディーラーの調査部も含めた一般の調査部門の目に晒されないことは、市場による監視力が働かないことを示す。

## 求められる情報公開の標準化

市場の監視が弱いからと言ってすぐに問題が起こるわけではないが、潜在的なトラブルの芽を事前に摘むために一般社会への情報開示と一般社会からの監視は必要だろう。

担保債権の債務者情報の保護に注意しつつも、情報開示促進のためには、アレンジャーやオリジネータの持つスキームを秘匿したいという「恥ずかしがりや」の意識の改革とともに、情報開示を行いやすくし、投資家が商品の比較をしやすくするための情報公開のルール作りが有効である。

高い意識を持って投資家連合やディーラー連合が情報公開の方式を設定する、あるいは中立性を保てる機関が証券化プラットフォームを作るといった環境整備が、今後の証券化市場の健全な発展に求められている。

### NOTE

1) 日本銀行が7月20日に公表。  
http://www.boj.or.jp/type/r  
onbun/fsr/fsr06a.pdfで閲覧可能。

2) 日銀高度化センターが行った金融機関向けセミナーの資料。

http://www.boj.or.jp/theme  
/finsys/center/index.htmから閲覧可能。

3,4) 資料はともに金融庁ホームページ

http://www.fsa.go.jp/news/  
newsj/16/f-20041224-6.html  
から閲覧可能。

5) 証券化の原型は担保資産を倒産隔離された器に真正に売却するパターン。ただし、近年ではCDS等を使って売却せずに保証部分のみを器に入れる形式や、担保の信用状況の変化や償還状況に応じて担保の追加を行う形式など真正な売却を伴わないスキームもある。

6) 証券化が本来の真正な売却を伴う形式で行われる場合、正当な価格で売却されることがディール成立条件の1つとなる。その場合十分な流通市場が存在すれば価格の正当性を裏付けることが可能となる。

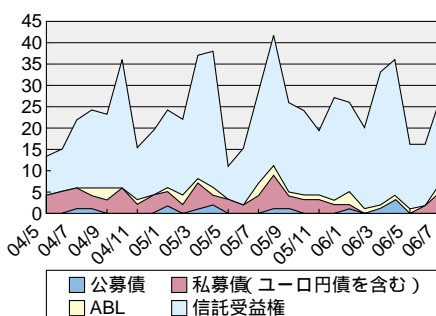
7) ここで「純粋な投資家」とは担保情報や組成情報を、証券化ディールを通してしか得られない投資家。オリジネータがエクイティ部分を買戻したりする場合は特別な情報を持っているので、ここでの「純粋な」投資家には当たらない。

8) 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」。本文中にもあるように情報提供は任意で行われるため、証券化に関する完全な情報ではない。

9) 通常、証券化においては倒産隔離を実現するために担保債権を信託する。債券形式の場合は信託受益権を特別目的発行体へ売却して、その受益権を担保に債券が発行されるが、信託受益権形式の場合は優先劣後などの信用補完を信託に直接付けて信託受益権をそのまま売却する。

10) Asset Backed Loan, ローン形式の証券化商品。

図表2 ABS発行形式別案件数



(出所) 日本証券業協会 / 証券化市場の動向調査よりNRI集計