

# ストラクチャード・ファイナンスと証券化の展開

北 原 徹

## はじめに

証券化（セキュライゼーション）という言葉は、通常2つの意味で使われる。1つは、資金の調達・運用において、従来預金や銀行貸出といった相対取引の形で行われていたものが、市場で取引される証券という形に置き換わるという金融の動きのことである。もう1つは、既存の貸出債権等の資産を元に、それを投資家向けの証券という形態に組み替えるというプロセスのことである。原資産である貸出債権等を証券を発行するための器・導管（ピークル）に移し、その資産を裏付けにした証券がピークルによって発行されるという形をとる<sup>1)</sup>。

後者の意味での証券化の本格的展開は、住宅ローンを裏付けとする MBS (Mortgage Backed Security 住宅ローン担保証券) という形で1970年代のアメリカで始まった。S & L (Savings & Loan Association 貯蓄貸付組合) やモーゲージ・バンク (住宅金融専門の金融機関) が貸し出した住宅ローンを買い集めて、その資産プールから生じるキャッシュ・フローを裏付けとする証券 MBS が政府系金融機関を通じて発行された。その後、資産を裏付けに証券を発行するという証券化の動きは民間部門にも広がり、自動車ローン、クレジット・カード債権、売掛金、リース債権等の資産も証券化されるようになってきた。このような資産を裏付けに発行される証券は、アメリカでは MBS と区別して ABS (Asset Backed Security 資産担保証券) と呼ばれている。こうした証券化の動きは、現在では世界各国に広がり、日本でも近年証券化が活発に行われるようになってきている。証券化が最も発達しているアメリカの状況を見ると、証券化商品の発行残高は、2001年末現在で4兆9,000億ドル（1ドル=130円で換算して約640兆円）と巨額なものであり、オンバランスの全金融機関貸出と比べてその64%にも達している<sup>2)</sup>。証券化されている債権の内容ごとに見ると、すべての不動産抵当貸付の49%、消費者信用の34%、売掛金の11%が既に証券化されている。日本では、証券化商品の発行残高は2000年度末現在で約14兆円の規模である<sup>3)</sup>。本稿では、こうしたタイプの証券化を中心としつつも、

1) 証券化に関する基本的文献としては、大垣 [1997]、湯野 [1999] がある。

2) 数字は、すべて Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States* による。

3) 日本銀行『資金循環勘定』による。そこでは債権流動化関連商品残高という項目で表示されている。

もっと幅を広げて、より広い観点から証券化の全体的潮流を眺め、その中で各種の証券化の特徴付けを行い、それを踏まえた上で証券化が果たす金融機能について論じていくことにする。

証券化を含めて近年、金融取引は高度化し、従来存在しなかった新しいタイプの金融の取引や商品が次々に登場してきている。その中で、事業を行う既存の企業本体とは異なる金融取引上の仕組みを新たに作り、それを通じて資金の調達や運用を行うということや、既存の金融取引・商品を再構成して新たな金融取引・商品を作り上げるといったことが活発に行われている。こうした金融取引は、ストラクチャード・ファイナンスと呼ばれている。ストラクチャード・ファイナンスは、厳密に定義された概念ではないが、幅広い内容を含み、近年の金融潮流の大きな変化を表現するキーワードの1つである。ストラクチャード・ファイナンスと証券化とは、内容的に重なる部分が多いが、本稿では、「既存の金融取引・商品を再構成して新たな金融取引・商品を作り上げる」というストラクチャード・ファイナンスと同じ視点から、かつ新しいタイプの証券が作り上げられるという点を重視して証券化の動きを見ていくことにする。

## 1. 資産の証券化

幅広く考えた証券化は、証券化の対象や動機が何であるかという観点からいくつかのタイプに類型化することができるが、その全体を図示したものが図表1である<sup>4)</sup>。以下、1つ1つのタイプについて順に取り上げて、他のタイプとの比較を通じてその特徴を明らかにしていくことにする。

まず証券化の最も基本的形であり、典型であるバランスシート型の資産証券化を取り上げ、その仕組みと特徴を図表2を使って見ていくことにしよう。

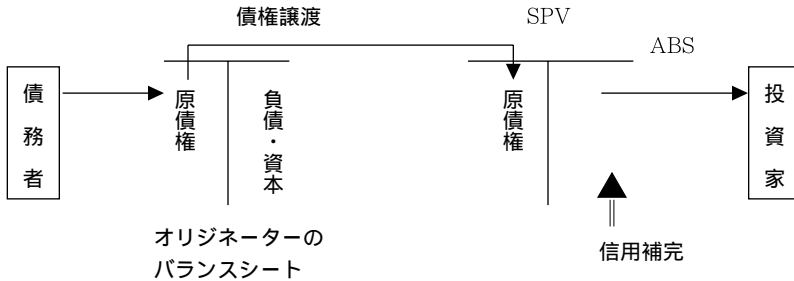
そもそもこの種の証券化が行われる基本的動因は、原債権者（オリジネーター）側にあり、原債権者による資金調達・バランスシート調整等のニーズである。証券化の動きが、原債権者のバランスシート上のニーズから出発していることから、バランスシート型と呼ぶことにする。これを踏まえた上で、この種の証券化の特徴を、まず証券化の結果生み出された証券そのものの特質という観点から考えてみる。社債・CPといった伝統的な証券では、元利支払いの裏付

図表1 証券化の類型

証券化の動機 証券化の対象	バランスシート型	アービトラージ型	資産運用型
資産証券化	第1節	第3節	第5, 6節
リスク証券化	第2節	第3, 4節	第6節

4) 証券化の分類については、白石 [2000] p. 20 も参照。

図表2 バランスシート型資産証券化の仕組み



けとなっているのは発行企業の信用力である。それに対して、証券発行の裏付けとなるものを企業の信用力ではなく、企業（オリジネーター企業）から切り離された資産それ自体の信用力に求めているのが証券化であり、この点が証券化の最大の特徴である。このことによって、オリジネーター企業の信用力を越えたより信用度の高い証券を証券化の仕組みを使って作り出すことができるようになる。次に証券化の特徴を、原債権者の資金調達という観点から考えてみる。通常の資金調達はバランスシートの負債側に関係するが、証券化では原債権者の立場から見て負債側ではなく資産側を活用して資金調達が行われる（アセット・ファイナンス）ことが特徴である。保有資産のオフバランス化を図ったり、ALM上のニーズに応えつつ資金調達することが、アセット・ファイナンスにより可能になる。

この種の証券化の仕組みについて、それを成り立たせている個々の要素や金融的操作に則して見ていくと、次のように整理できる。

#### 証券化対象債権の調査・選定・固定化

対象債権の契約内容・貸出条件・審査基準・パフォーマンス状況等を調査し、定量化モデルによるクレジットリスク分析やシナリオ分析を行い、リスク量を正確に把握する。証券化にふさわしい債権を選定し、かつリスク分散が図れるよう数多くの債権をパッケージ化する。証券化された債権は、その後入れ替え等は行わず固定化する。このようにして、投資家にとって証券化の裏付けとなっている債権のプロファイルが明確で、透明性の高いものにする。

#### SPV (Special Purpose Vehicle 証券発行のための器・ビークル) の創設

証券を発行し元利返済義務を負う法的責任主体は、企業の発行する証券の場合には当然企業本体であるのに対して、証券化の場合、企業から切離された裏付け資産自体が法的責任主体とはならず、元利返済義務を負う法的責任主体（SPV）を人工的に仕組む必要がある。SPVの形態としては、SPC (Special Purpose Company 特別目的会社)、信託、組合・パートナーシップ等がある。SPVの基本的役割は、企業から切離された資産だけによって裏付けられた証券を発行することであるから、オリジネーター企業が倒産してもその影響を受けないように仕組まれ（倒産隔離：真正売買、資産移転行為否認の可能性の排除、オリジネーターとの実体的一体化の排除）、またSPVが証券化以外の事業・業務を行い投資家にリスクを負わせる

ことのないよう、事業目的が限定される（ペーパーカンパニー化される）<sup>5)</sup>。

#### Tax Transparency（税務上の透明性）

投資家にとって SPV 利用による二重課税（SPV が ABS 投資家に支払う金利が税法上配当と見なされ、法人税が課せられる事態）が発生しないようにする制度が、証券化の進展に伴い整備されてきている。

#### サービシング（債権の回収・管理）

SPV は証券化のための単なる器であり実務能力を備えておらず、証券化した債権の回収・管理業務は外部に委託される。通常、原債権者が引き続きサービシングを担当し、原債権者と原債務者との関係は従来通りに維持される。原債権者の立場からは、むしろ原債務者との従来通りの営業関係を維持しつつ債権譲渡により資金を調達することが証券化の大きなメリットである。この点は、単純な債権売却と異なっている。

#### 信用補完と商品組み立て

発行する証券の質を高めて、投資家にとって受け入れやすくするために商品組み立て上の工夫を行う（信用補完）。例えば、弁済順序に優先・劣後構造を導入し、安全性の高い優先債を作り出す。債権プールからの元利回収金の一部を、将来の資金不足に備えて SPV の勘定に積み立てておいたり（スプレッド勘定）、外部から保証を受けたりする。

証券化商品を幅広い投資家に販売していくためには、通常、高い格付けを取得する必要がある。実際の証券化のプロセスでは、AAA 格を取得するためにはどの程度の信用補完が必要かを格付機関と協議しながら、仕組みを作り上げていくといったことが行われる。証券化商品の投資家への販売は通常証券会社が担当し、また証券会社は流通市場でのマーケティング活動を通じて証券化商品の流動性を高めることに貢献している。このような金融的操作を通じて、相対型のばらばらの資産・債権がプールされ、証券という形での市場型取引がより容易な資産に加工・変換されているのである。こうしたバランスシート型の資産証券化の対象となっている債権としては、以下の図表 3 のようなものがある。

バランスシート型の資産証券化はオリジネーターに対して、より有利な資金調達手段、バランスシート調整を弾力的に行う手段、リスクの移転手段（幅広い資本市場へのリスク移転）を提供している。この種の証券化がより有利な資金調達手段となりえるのは、オリジネーターのリスクから切り離された、担保となっている資産の信用力のみによって裏付けられた、透明性の高い証券を投資家に対して提供できるからである。投資家から見れば、これまでの伝統的な証券とは異なり、オリジネーターである企業体・金融機関の信用力から切り離された、オリジネーターの事業展開のリスクから切り離された、特定化・固定化された裏付け資産の信用力のみ依存した、収益プロファイルの明確な対象に投資できることになる。

5) 日本債券信用銀行金融開発部 [1999] 第 4 章第 2, 3 節を参照。

図表3 バランスシート型資産証券化の主な対象債権

・米国 住宅ローン ホーム・エクイティ・ローン モービルホーム・ローン 商業不動産 商業不動産貸付 自動車ローン クレジットカード債権	売掛債権 リース債権 診療報酬請求権 学資ローン	・日本 リース債権 クレジット債権 クレジットカード債権 売掛債権 住宅ローン 入居保証金返還請求権 不動産
--	-----------------------------------	---

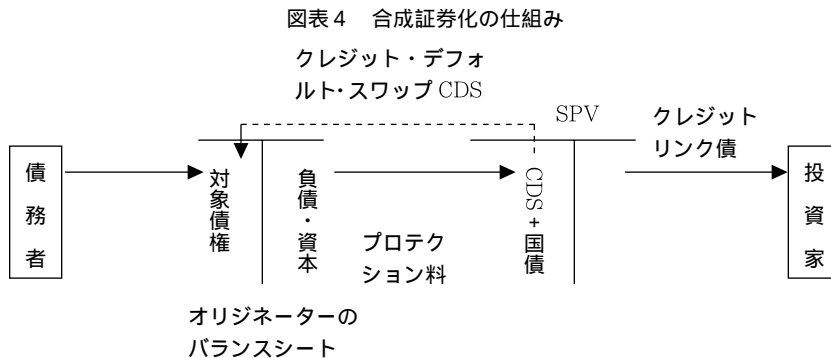
またオリジネーターとしての銀行は、BIS の自己資本比率規制対策として証券化を利用している。バランスシートで保有している貸出債権を証券化する場合、劣後部分はオリジネーターである銀行が保有するのが普通である。銀行保有の劣後部分の割合が8%以内であれば、日本でもアメリカでも劣後部分に相当するだけの自己資本を規制上保有すればよく、8%を下回る分だけの自己資本が節約されることになる。2005年に導入予定の改訂 BIS 規制においても、上記のような証券化による自己資本節約効果は引き続き存在するものと思われる。但し、銀行が本体で保有する貸出債権の規制上のリスク・ウェイトは貸出先の格付けや債権の質が高い程小さくなり、従って規制上要求される自己資本も小さくなるという方向で改訂が行われるため、質の高い貸出債権については証券化による自己資本節約効果は小さくなる。また BIS 規制とは別に、もっと経営上の判断から、銀行は自己資本 = 株主資本をより有効に効率的に活用するためのバランスシート調整手段として、また ROE (株主資本利益率) を高めるためのバランスシート調整手段として、証券化を活用するというも行っている。

しかし、SPV を使うことで保有資産のオフバランス化を実現する証券化が、不透明で複雑な形で行われると、オリジネーター銀行の実態がバランスシートからだけでは見えにくくなる可能性がある。業務面や劣後保有等の形で証券化案件と関係があるにも関わらず、オリジネーター銀行のバランスシートからはそれを読み取れず、企業体としての銀行の価値評価・リスク評価が困難になる恐れがある<sup>6)</sup>。

6) アメリカでは、金融監督上こうしたことが問題視されており、銀行による信用補完提供の場合に必要な自己資本が会計上適切に積み増されていないケースや、オリジネーターである銀行によって保持されている劣後部分が過大に価値評価され、その分自己資本が水膨れしているケース等に対して警告が発せられたりしている (Office of the Comptroller of the Currency 他 [1999])。また BIS 規制の証券化関連の改訂部分においては、証券化に伴ってオリジネーター銀行のリスク保有度がどう変化しているのか、それをどう自己資本比率規制に反映させるかが、中心的ポイントである (Basel Committee on Banking Supervision [2001a] [2001b])。

## 2. リスクの証券化

これまで金融機関・企業が保有する資産を切り離して証券化する事例について考察してきたが、資産を何らかの形で本体の金融機関・企業から切り離すということはその資産に伴うリスクも切り離されることを意味する。ところで、資産を本体から切り離すことなしに、(信用)リスクの切り離しだけを純粋に行う取引が存在するが、それはクレジット・デリバティブ取引という形で行われている。さらに、こうしたクレジット・デリバティブを裏付けにして証券を発行するということが行われている。言い方を変えると、クレジット・デリバティブを組み込んだ証券が発行されている。これは普通、Synthetic Securitization 合成証券化と呼ばれている。内容的には、リスクだけを純粋に切り離し、移転させるための取引であるから、本稿ではこれをリスク証券化と呼ぶことにしよう<sup>7)</sup>。それに対して、これまで取り上げてきた証券化は資産を本体の金融機関・企業から切り離し、移転させるものであるから資産証券化と呼ぶことにし、別の種類のものとして区別して考えよう<sup>8)</sup>。BIS は合成証券化を次のように定義している<sup>9)</sup>。「銀行保有の特定化された資産プールの信用リスクをいくつかのクラスに切り分けて第三者に移転するための、クレジット・デリバティブを使った仕組み取引のこと。資産プールはスポンサー銀行のバランスシートから切り離されないし、銀行勘定のエクスポージャーから除かれることもない。」<sup>10)</sup>



7) 本稿では、信用リスク移転のための証券化だけでなく、本節の後で述べる保険リスクの移転や、第4節で取り上げるマーケット・リスク取引のための証券化も含めて統一的に表現するために、合成証券化ではなく、リスク証券化という表現を使うことにする。

8) BIS は、伝統的証券化 Traditional Securitization と合成証券化という呼び方で区分している。

9) Basel Committee on Banking Supervision [2001b] p.19.

10) 通常、合成証券化という言葉が使われるのは、伝統的証券化では現物資産によって裏付けが行われているが、それに対して現物資産による裏付けを伴うことなしに、人工的に作り上げられた証券化商品であるということを表示するためである。

上記の仕組み図に則して、リスク証券化の内容について説明しよう。オリジネーター（合成証券化の場合は、スポンサーと呼ばれることが多い）である銀行は、自らのポートフォリオの中で信用リスクを外したい債権についてクレジット・デフォルト・スワップ CDS 契約を SPV との間で結ぶ<sup>11)</sup>。契約内容は、対象債権にデフォルトが発生した場合その損失額を SPV から補償してもらう代わりに、オリジネーターは SPV に対して契約期間中はプロテクション料を支払うというものである。通常、CDS 契約は対象債権の全体について行われるのではなく、対象債権の信用リスクをいくつかのクラスに切り分けて、その中の一部分のクラスについて契約を結ぶという形を取る。SPV は投資家向けに債券を発行するが、CDS 契約上のデフォルト補償支払に備えて、債券発行で得られた資金は安全確実な国債等に運用される。投資家に対する金利の支払は、オリジネーターからのプロテクション料と国債の利子によって行われる。対象債権にデフォルトが発生した場合には、オリジネーターに対して補償金が支払われるので、補償支払の額に応じて全体としての投資家への元本償還は減額されることになる（クレジット・リンク債）。投資家向けの債券には SPV において優先劣後構造が組込まれることが多く、リスクのほとんどないものからリスクの大きいものまで複数の債券が発行される<sup>12)</sup>。

上で説明したリスク証券化と前節の資産証券化とを比較対照することにより、それぞれの特徴についてさらに考察してみよう。両者の最も根本的な違いは、証券化商品の裏付けとして現物資産が存在するのか（資産証券化）、それとも存在しないのか（リスク証券化）という点である。リスク証券化においては、現物資産の裏付けが存在しないが、その代わりに存在するのは、クレジット・デフォルト・スワップ CDS 契約におけるプロテクション料の受取権利である。これによって投資家への利払いが担保されている。しかし、CDS 契約は SPV にとって権利という面だけではなく、義務という面も伴っている。デフォルト発生時には、損失を補償しなければならないという義務を伴っているのである。CDS 契約は、SPV に対してキャッシュのインフローをもたらすだけでなく、アウトフローももたらすという二面性を持っている。この点が、現物資産を裏付けにする場合と根本的に異なる。従って、SPV は CDS 契約上の支払に備えておく必要があり、証券化商品の発行代金を安全確実な国債等で保有することにより担保されている。これを CDS 契約の一方の当事者であるオリジネーター銀行の立場から見ると、デリバティブ取引には相手方が契約上の支払を確実に履行してくれるかどうかというカウンターパーティ・リスクが伴っており、このカウンターパーティ・リスクをなくすための措置・担保が SPV が保有している国債なのである。この点は、デリバティブ取引において相手方の格付けが不十分な場合には、担保を取って取引を行うということがよく行われるが、それと同じことである。

また、リスク証券化はオリジネーターの立場から見てリスクの移転を目的としており、資金

---

11) クレジット・デリバティブに関しては、永野 [1999] を参照。

12) 合成証券化の事例については、カウエット他 [1999] 第24章を参照。

の調達を目的とするものではないので、その取引を通じてオリジネーターが資金を調達するといったことは通常行われぬ。この点も、資産証券化との大きな違いである。

次に SPV の役割を、リスク証券化と資産証券化との場合で比べてみよう。資産証券化の場合では、前節で述べたように投資家に対してオリジネーターからの倒産隔離を提供することが最も基本的な役割である。リスク証券化の場合も同じ役割を果たしている。オリジネーターが対象債権のデフォルト以外の理由で倒産した場合、投資家が提供した資金は SPV における国債という形で安全に保管されており、オリジネーター倒産の影響を受けることはない。しかし、資産証券化のケース程には倒産隔離は完全ではない。と言うのはオリジネーターの倒産は、クレジット・デフォルト・スワップ CDS 契約におけるプロテクション料のその後の支払いに当然影響してくると考えられるからである。SPV や投資家の立場から見ると、デリバティブ取引のカウンターパーティ・リスクが発現するということである。オリジネーターの信用度が高く、オリジネーターの倒産リスクが投資家にとって問題にならないという状況であれば、倒産隔離のためにコストのかかる SPV をわざわざ作る必要はない。その場合、オリジネーター銀行が投資家向けに CDS 契約を埋め込んだクレジット・リンク債を直接に発行すればよい。ないしは、投資家の提供資金を CDS 契約を埋め込んだクレジット・リンク預金という形でオリジネーター銀行が自ら直接に受け入れればよい。そうすることによって、SPV 設置等の仕組みを作る手間暇やコストが削減されることになる。こうしたことも、現実に行われている。こうしたケースでは、オリジネーターはそれを目的とはしていないが、結果的に資金を調達することになる。

リスクの移転手段という観点から、資産証券化とリスク証券化とを比べてみるとどうであろうか。資産証券化においても、資産の移転に伴いリスクも移転している。リスクの移転が行われるという点では、リスク証券化と共通している。しかしリスク証券化は、現物資産にとらわれずリスク移転だけを純粋な形で行う取引である。純粋にリスクだけを、現物資産の処理にとられることなく取り扱うということから、原債権の所有権譲渡や債権譲渡の対抗要件具備といった手間暇とコストのかかる手続きが不要になる。このようにリスク証券化は、取引を仕組むのに手間暇がかからず、低コストで、ニーズに機敏かつ柔軟に対応できる。総じて、より簡便にリスクを移転させることのできる手段だと考えることができよう。この点は、リスクの取引を原資産（資産証券化）でやるのか、それとも原資産に対するデリバティブ（リスク証券化）でやるのかという違い、そこでのデリバティブ取引のより簡便なリスク移転手段という長所というのと同じことである。

ところで、第1節で取り上げた資産証券化がなぜ行われるのか、資産証券化のもたらす最大のメリットは何か、という問題に関してはいくつかの考え方があつた。代表的考え方として、資産証券化は（信用）リスク移転のために行われるというものがある<sup>13)</sup>。もしこうした資産証券

13) 例えば、大橋 [2001] 第2章。



化 = リスク移転論が実態を正しく捉えているのであれば、リスク移転のためには資産証券化よりリスク証券化の方がより効率的な手段であるため、今後は資産証券化に取って代わって、最近開発されたリスク証券化が活発に行われるようになるということになる。今後も、資産証券化が相変わらず盛んに行われるような状況であれば、リスク移転以外のところに資産証券化が行われる重要な要因が存在すると思えなければならない。また、資産証券化はオリジネーターの金利変動リスク回避のために行われるという考え方があるが、これは誤りだと思われる。というのは、金利変動リスクを回避するためであれば、資産証券化のように大きな手間やコストをかけることなく金利スワップ等の金利デリバティブを利用すれば、より簡便に低コストで金利変動リスクを容易に回避することができるからである。

銀行はリスク証券化を行っても、自らのバランスシートを圧縮することはできない。しかし、バランスシート上のリスクをコントロールすることはできるし、BISの自己資本比率規制対策という面からも資産証券化と同様に有効であり、こうした効果を狙って銀行によるリスク証券化が活発に行われている。クレジット・デリバティブによって銀行が保有している資産のリスクが契約上SPVに移転し、かつSPVの契約履行能力が担保としての国債によって保証されているので、リスクはオリジネーターである銀行から移転したことになり、その分規制上要求される自己資本も削減されることになる。

自らのバランスシート上のリスクをコントロールするためにリスク証券化を利用するのは、銀行だけではない。保険会社は、自らが引き受けた大規模災害による損害保険リスクを第三者に転嫁するために、CATボンド(Catastrophe Bond)を発行している<sup>14)</sup>。例えば、大地震が生じた場合、保険会社は多額の保険金支払いに直面するが、それに備えて大地震発生の際には債券の元本償還金が減額され、その分保険会社が受け取ることのできるCATボンドを発行する。契約の形は、特定の地域内で発生し、震源の深さが一定の距離以内である地震について、地震のマグニチュードが大きければ大きいほどCATボンドの元本償還額を減額するように定め、他方、投資家はそうしたリスクを引き受ける代わりに市場金利より高い金利を受け取れるようにする。これは、大規模災害リスクに関する一種のデリバティブ契約(上記例におけるクレジット・デフォルト・スワップに相当する)を交わし、それを埋め込んだ証券を投資家向けに発行しているということであり、リスク証券化と考えることができる。上で述べた銀行の例では、リスクの中で信用リスクが証券化されているが、ここでは、保険リスクが証券化されている。

### 3. アービトラージ型証券化

これまで論じてきた証券化とは、やや性質を異にするタイプの証券化が存在する。これまで

---

14) CATボンドに関しては、大橋 [2001] 第4章、Tynes, J. S. [2000] を参照。

論じてきた証券化では、資産証券化であれ、リスク証券化であれ、オリジネーターがバランスシート上で保有している資産やそのリスクを如何に証券化して資金調達するか、リスクを移転するかというオリジネーター側の事情から出発している。ところが、オリジネーターの事情とは関係なく、既存の資産を流通市場等から買い集めて束ね、それらを組み替えて投資家にとって魅力的な新たな証券を作り上げ、提供するというタイプの証券化が存在する。これらは一般に、アービトラージ型と呼ばれている<sup>15)</sup>。例えば、既存のパススルー MBS (ローン債務者からの元利返済金をそのまま投資家に支払うタイプの住宅ローン担保証券) を束ねて、償還期間の異なる複数のクラスの債券に組み替えた CMO (Collateralized Mortgage Obligation モーゲージ担保証券) というものがある。短期に償還される債券は銀行などの短期の投資家向けで、比較的長期に償還される債券は年金基金のような長期の投資家向けの証券として作り上げられている。また、既存の債券や企業向け貸出債権を流通市場等から買い集めて、優先劣後構造を持った債券に組み替える CDO (Collateralized Debt Obligation 債務担保証券) といったものもある。CDO の中には、銀行が保有する企業向け貸出債権を自ら証券化した CLO (Collateralized Loan Obligation ローン担保証券) というバランスシート型の証券化商品も存在するが<sup>16)</sup>、CDO の多くはアービトラージ型である。アメリカにおける CDO の発行残高は、1,200 億ドル程度 (1 ドル = 130 円で換算して約 16 兆円) の規模である<sup>17)</sup>。典型的なアービトラージ型の CDO は、格付けが低く利回りの高い債券 (ジャンク・ボンドと呼ばれる債券) をリスク分散が効く形で買い集めて束ね、それを裏付けに優先劣後構造を使って高格付け債と格付けの取れない劣後債といった複数の債券を作り上げ、それぞれの債券を好む投資家に提供している。こうしたアービトラージ型も既存の資産を裏付けに、それらを組み替えることにより新たなタイプの証券を作り上げていることから、これも証券化と考えることができる。アービトラージ型証券化は、投資家向けにより魅力的な金融商品、証券を作り上げるという狙いから出発している。それに対して、これまで論じてきた証券化では、バランスシートの資産やリスクをどう調整するかというオリジネーターのバランスシート上の事情から出発していることから、バランスシート型証券化と呼ばれている。このように証券化を行う動機や目的に違いがあることから、本稿でも、バランスシート型・アービトラージ型という呼び方や類型化の仕方を踏襲することにする。アービトラージ型という表現が使われるのは、証券化のストラクチャー (証券化の仕組みの全体) をアレンジする業者の立場から見て、証券化の裏付けとなる資産からの収入よりも、それらを組み替えて作り上げた証券化商品への金利支払が少なくて済むようにし (証券化の裏付け資産を割安なコストで買い集め、証券化商品をより高い価格で販売することで)、

15) アービトラージ型証券化については、日本証券経済研究所 [2002]、Moody's Investors Service [2001] を参照。

16) バランスシート型 CLO については、白石 [2000] を参照。

17) 日本証券経済研究所 [2002] による。

そうした仕組みのアレンジによりアービトラージ（裁定）利益を得ることができるからである。

ここで、不良債権の証券化について考えてみよう。不良債権の証券化には、2つのタイプがある。1つは、バランスシートに不良債権を抱えているオリジネーターが自ら証券化を実施するタイプであり、これはバランスシート型資産証券化である。これとは異なり、オリジネーターとは関係のない外部の不良債権ファンド等が銀行からバルクセール等を通じて不良債権を買い集め、それを証券化するというタイプの不良債権証券化がある。そうした不良債権ファンドは、内部に不良債権の処理・回収の専門チームを抱えていたり、ないしはそうした能力を持った事業主体とジョイント・ベンチャーを組んでいたりするのが普通である。こうしたファンドは不良債権を買い集め、それを整理し、回収の見込めるキャッシュフローを組み替えて証券化を行うことを通じて、アービトラージ（裁定）利益を得ることを目的としており、この種の不良債権証券化はアービトラージ型資産証券化と考えることができる。

バランスシート型証券化を議論する中で、証券化の対象が現物資産であるのか、それとも現物資産を伴わないデリバティブであるのかによって、資産証券化とリスク証券化とに分類した。この分類は、アービトラージ型証券化についても当てはまる。既存の現物の債券や貸出債権を裏付けに証券化商品が作り上げられるのは、アービトラージ型の資産証券化である。これに対して、現物の債券や貸出債権を伴わずに、そうした既存の債権の信用リスクに関するクレジット・デリバティブを裏付けに証券化商品が作り上げられるのが、アービトラージ型のリスク証券化（アービトラージ型合成証券化）である。クレジット・デリバティブ市場や金融機関等から100社程度を対象とするクレジット・デフォルト・スワップ CDS 契約を買い集めてリスクを分散させ、そうした CDS 契約を組み込んだ、そこから受け取るプロテクション料を裏付けにした証券が発行されている。資産証券化とリスク証券化との区別は、バランスシート型の場合には、オリジネーターからの現物資産の譲渡が行われるのか、それともリスク移転のためのデリバティブだけが取引されるのかという重要な違いを区分けするものである。しかし、アービトラージ型の場合には、投資家側から見て投資対象が現物資産の裏付けを伴っているのか否かはやや二次的な問題であるため、資産証券化とリスク証券化との区別はバランスシート型の場合に比べるとそれ程重要なものではない。アービトラージ型証券化の中には、裏付け資産として現物とデリバティブとの双方を組み込んだものも存在する。同じことは、後で取り上げる資産運用型の証券化の場合にも言える。

バランスシート型証券化、その中でも特に資産証券化では、前にも述べたように SPV を使ったオリジネーターからの倒産隔離が投資家にとって重要である。アービトラージ型証券化では、特定のオリジネーター（原債権者）の保有債権をまとめて移転するという形で証券化資産プールが構成される訳ではないので、オリジネーターからの倒産隔離が問題になることはない。アービトラージ型証券化でも SPV が作られるが、それは証券化の裏付けとなる資産を保有し、発行する証券化商品の元利返済義務を負う法的責任主体を人工的に創設する必要があるからで

ある。これは証券発行のための純粋な器であり、投資信託における投資法人や信託と同じ役割を果たすものである。

CDO の一種である CBO (Collateralized Bond Obligation 社債担保証券) では、既存の債券を買い集めて束ね、それを裏付けに優先劣後構造を持ったいくつかのクラスの債券が発行される。証券化という観点からは、既存の証券が組み替えられて新しいタイプの証券が作り出されている。通常、証券化という言葉は、貸出債権や不動産のように元々相対で取引され流動性が低い資産を、証券という流動性の高い資産に変換するという意味で使われる。証券化をこのように定義すると、ここでの CBO は証券化には含まれないことになる。しかし本稿では、証券化の潮流の全体的な見取り図を描くために、証券化を幅広く考えてみたい。そこで、証券化を次のように定義しよう。「証券化とは、元々存在する何らかの資産を組み替えて新しい形の流動的な証券を作り出すことである。」このように広く定義すれば、CBO や CMO も証券化 (商品) であるということになる。

#### 4. アービトラージ型リスク証券化としての仕組債

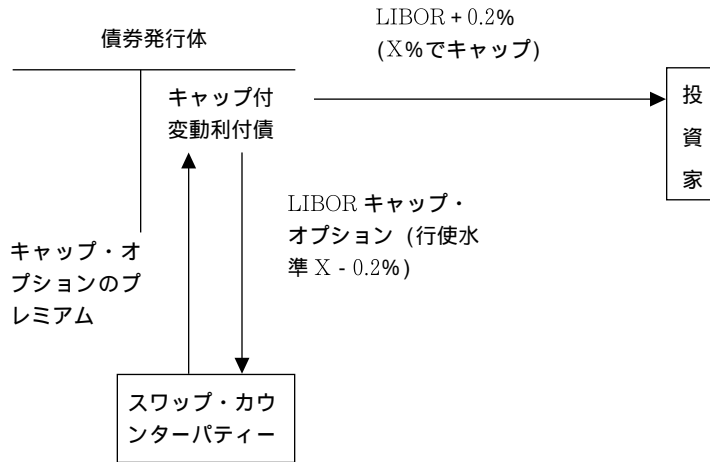
仕組債とは、普通の債券にデリバティブが組み込まれたものである<sup>18)</sup>。資産の組替えによって新しいタイプの流動的な証券を作り出していることから、本稿では証券化に含めて考えることにする。仕組債を証券化商品と考えた場合の特殊な点は、債券発行のためのピークルが存在しないことである。仕組債は、債券発行のための特別のピークルによってではなく、既存の企業体 (金融機関や非金融企業) によって、通常は格付けの高い企業体によって資金調達のために発行される。

仕組債のストラクチャーを例を使って説明しよう。キャップ付変動利付債という仕組債を発行するケースを取り上げる。図表5の例では、債券の金利水準は LIBOR (ロンドン銀行間借入金利) を 0.2% 上回るという形で投資家にとって有利なものであるが、X% のキャップが付いており、LIBOR の水準が将来上昇していったとしても投資家は X% を越える金利を受け取ることはできない。債券発行体は、LIBOR キャップ・オプション (LIBOR が X - 0.2% というキャップ水準を越えたら、超過分を支払請求できるというオプション) を売却し、それによって得たプレミアムによって LIBOR を上回る 0.2% 分の金利を賄う。スワップ・カウンターパーティー (通常、この仕組債を組成する大手証券会社やその系列のデリバティブ取引専門会社) は、自らのバランスシートでリスクを相殺したり、キャップ・オプションを第三者に売却したり、市場でヘッジ取引を行ったりしてリスクを管理する。こうした仕組債の発行により、債券発行体は、単純な変動利付債発行の場合より相対的に有利な金利での資金調達が可能にな

---

18) 仕組債については、ペン & ダットトレーヤ [2001] を参照。

図表5 仕組債のストラクチャー



る。金利の先行き見通しに関して、将来的に上昇していく可能性は低いという考えを持っている投資家にとっては、0.2%の金利上乗せは魅力的な投資対象となる。仕組債は、このような形で投資家のニーズに応える金融商品を開発し、提供していくことを狙いとしている。こうした状況では、この種の仕組債の発行が投資家と債券発行体との双方の利益になり、仕組みのアレンジを行う金融機関にとってアービトラージ利益を獲得するビジネス・チャンスとなる。このように特定のニーズを持つ投資家の要望に応える債券を組成することで、証券業者がアービトラージ利益を得るということから、仕組債もアービトラージ型証券化であると考えることができる。

但し、多くのアービトラージ型証券化では、既存の資産を流通市場から買い集めて証券化が行われるのに対して、仕組債の場合、資金調達を目的とする発行体の新規の債券発行と組み合わせることで証券が組成される点でそれらとは異なる。発行体の立場から見ると、一見するとバランスシート型証券化のようにも思われるが、しかし発行体は証券化を行っているわけではなく、単に負債を発行しているだけである。その負債を1つの素材として、証券業者により投資家向けの新しい金融商品が作られている点が、アービトラージ型証券化なのである。

EB (Exchangeable Bond 他社株転換債) も仕組債の一種である。ほとんどの仕組債は、金融機関・機関投資家・企業を相手にするものであるが、EBには個人投資家向けのものもかなり存在する。EBは、債券発行のためのピークルによってではなく、既存の企業体(金融機関や非金融企業)によって、通常は格付けの高い企業体によって発行される。EBの投資家は、普通の債券と同様に満期時点で元本と利息を受け取ることができる。しかし、それには条件が付いており、転換対象となっている他社株(発行体以外の企業の株式)の株価が満期時点において当初設定された転換価格を下回っている場合には、元本部分の償還は現金ではなく、(値下がりしている)転換対象株式によって行われるというものである。債券にはかなり高めの金

利が設定されており、投資家はそれを狙って投資を行う。仕組み的には、対象株式のプット・オプション（売る権利）の売りによって得られるプレミアム代金が、債券の金利に上乗せされることにより高めの金利設定が可能になっている。普通の債券にプット・オプションの売りが組み込まれていることになる。そこで、対象株式の株価が転換価格（オプションの行使価格）を下回れば、買い手によりオプション権が行使され、売り手である投資家は値下がりしている株式を引き取らなければならなくなる。株式で償還される場合、債券の額面を転換価格で割った株数の株で償還されるように設定されており、投資家にとって株式の時価が転換価格を下回った金額だけ含み損を抱えた株式を受け取ることになる。図表5で考えて、債券発行体は、プット・オプションを埋め込んだ債券 EB を発行し、オプション部分を相殺するために、スワップ・カウンターパーティーへ対象株式のプット・オプションを売り、オプション・プレミアムを受け取っていることになる。EB は、高い金利を求めるといふ投資家のニーズに応える金融商品として開発されたものであり、仕組みのアレンジを通じて金融機関はアービトラージ利益を獲得する。投資家から見ると、債券に組み込まれているプット・オプションのリスクを慎重に評価することが大切である。高い金利に惑わされて適切な投資判断を行わないと、思わぬ損失を被る恐れがある。

仕組債とは、普通債にデリバティブというリスクを専門的に扱う商品が組み込まれたものであるから、資産証券化とリスク証券化との区別という観点からは、リスク証券化と考えることができる。上述の仕組債の例では、金利リスクを扱う LIBOR キャップ・オプションや株価変動リスクを扱う株式プット・オプションが仕組債を通じて取引されている。投資家の立場から見れば、市場金利より高い金利を得ることが取引の狙いであり、そのためのオプション売却というリスクの取引が仕組債取引の中心的要素である。それに対して仕組債組成の元となっている普通債がどのようなものであるかは、信用度が高いものでさえあれば、投資家にとって大して重要な問題ではない。仕組債の元となっている普通債の役割は、第2節で説明したクレジット・リンク債における、SPV 保有の安全確実な国債に対応するものである。また第2節のリスク証券化で問題にされているリスクは、貸出債権のデフォルトに関する信用リスクや地震の保険リスクであった。それに対して、本節の仕組債で対象になっているリスクは、信用リスクや保険リスクではなく、市場金利や株価の変動というマーケット・リスクである。仕組債は、マーケット・リスクの証券化商品である。

## 5. 不動産証券化

これまでは資産証券化として、金融資産を対象とした証券化を取り上げて議論してきたが、資産証券化には金融資産を対象とするものだけでなく、不動産を対象とするものも存在する。不動産の証券化には、資産流動化型と呼ばれる CMBS (Commercial Mortgage Backed Se-

curity 商業不動産ローン担保証券) タイプの証券化と資産運用型と呼ばれる不動産投資信託タイプの証券化との2つの類型がある<sup>19)</sup>。まず、前者の資産流動化型の不動産証券化について議論することにしよう。

典型的なストラクチャーは、オフィスビル等の不動産または不動産を信託した不動産信託受益権(アメリカでは、むしろ商業不動産担保ローンが多い)を元々の保有者(オリジネーター)がSPVに譲渡し、それを裏付けにSPVが投資家向けに証券を発行するというものである。不動産からのテナント料収入が証券の利払いに当てられる。仕組みの上では、これまで論じてきた資産証券化において裏付けになる資産が貸出債権等の金融資産であったものが、ここでは不動産に置き換わっているという違いがあるだけである。証券化という観点からは、不動産という本来的には流動性の低い資産が証券化のストラクチャーを通じて資本市場での取引が可能な証券という流動性の高い資産に組み替えられているという点が重要である。

もう一方の資産運用型の不動産証券化について考えてみよう。資産流動化型の不動産証券化では、まず対象となる資産(不動産or不動産担保ローン)が確定した形で存在し、それを如何に証券化していくかが問題になる。“初めに資産ありき”のストラクチャーである。それに対して資産運用型の不動産投資信託タイプの証券化では、投資対象となる資産は固定化されておらず、集められた資金をより有利な形で運用していく中で決定されていく。“初めに資金ありき”のストラクチャーである。不動産投資信託は、投資家から集められた資金が様々な不動産に投資され、そこから揚がる収益が投資家に分配されるという仕組みであるから、投資家にとって間接的に不動産に投資していることになる。証券化という観点から見れば、不動産投資信託の投資ピークル(投資法人or信託)は資産として様々な不動産物件・不動産信託受益権を保有し、そこからの収益を裏付けに投資家向けの証券(投資口or受益証券)を発行している訳だから、不動産が流動的な証券に変換されている、つまり不動産が証券化されていることになる。アメリカではREIT(Real Estate Investment Trust 不動産投資信託)の制度が1960年に導入され、投資家にとっての持分であるREIT株式の時価総額は2001年末現在1,500億ドル程度(1ドル=130円で換算して約20兆円)の規模である<sup>20)</sup>。日本では、投資信託法の改正により不動産を運用対象とすることが可能となり、2001年9月に会社型不動産投資信託が東京証券取引所に上場され、不動産投資信託が動き出した。

資産流動化型は主として、保有している資産(不動産や貸出債権等)を如何に流動化・証券化して資金調達するか、バランスシートを調整するかというオリジネーターの事情から出発している。従って、本稿での証券化の類型化では、バランスシート型の証券化に属する<sup>21)</sup>。それ

19) 不動産証券化については、松村・篠原・岡 [1999]、三國 [2001] を参照。

20) National Association of Real Estate Investment Trusts のホームページによる。

21) アメリカには、多くの商業不動産担保ローンを複数のオリジネーターから買い集めてCMBSを組成し、そうした証券化を通じてアレンジャー・運用業者がアービトラージ利益を得るという、アービトラージ型証券化的要素を持ったものもかなり存在する。

に対して資産運用型は、投資家向けの証券・金融商品を提供することを目的としているという点では、前述のアービトラージ型証券化と共通しているが、アレンジャー・運用業者がアービトラージによる利益を狙って証券化を行うというものではなく、投資家に対する継続的な資金運用サービスの提供を通じて運用業者が手数料収入を得るという点で、アービトラージ型証券化とは異なる。そこで本稿でも、こうした類の証券化を資産運用型と呼び、バランスシート型やアービトラージ型から区別することにする。

また資産流動化型という言葉が使われる時には、通常、証券化の対象としては現物の資産だけを考えており、リスクの証券化は念頭にない。従って、資産流動化型は本稿でのバランスシート型の中の資産証券化に対応している。第2節で論じたリスク証券化も、オリジネーターのバランスシート調整やバランスシート上のリスク調整といった機能を果たしており、バランスシート型と考えることが適切であるため、本稿でのバランスシート型は資産証券化だけではなく、その中にリスク証券化も含んでおり、資産流動化型より広い概念である。バランスシート型はオリジネーターの事情から出発しており、アービトラージ型や資産運用型は投資家側の事情から出発している。

## 6. 証券化と投資信託

ところで、不動産投資信託は証券化であると述べてきたが、では、証券投資信託は証券化ではないのだろうか。証券投資信託は、元々証券の形を取っている資産を組み込み、別の形の証券(受益証券)に変換している。従って、不動産や貸出債権のように元々相対で取引され流動性が低い資産を、証券という流動性の高い資産に変換するということが行われている訳ではない。その意味では、証券化ではない。しかし本稿では、証券化を幅広く次のように定義している。「証券化とは、元々存在する何らかの資産を組み替えて新しい形の流動的な証券を作り出すことである。」こう定義すれば、証券投資信託も証券化であるということになる。証券投資信託は古くから存在し、近年生み出されたものではないが、本稿の広い証券化の定義では、証券化の一例である。投資信託という仕組みは、非常に弾力的であり、投資家のニーズに応じて様々な内容の証券をその仕組みを通じて作り出すことができる。アメリカでは、証券投資信託(ミューチュアル・ファンドと呼ばれる)が個人の資産保有の対象として社会的に定着しており、その規模は2001年末現在で6兆6,000億ドル程度(1ドル=130円で換算して約860兆円)にも達している<sup>22)</sup>。それに比べて日本では、証券投資信託は現在でも有力な投資対象と見なされておらず、残高は50兆円程度である。

ところで、不動産投資信託と同様に投資信託の仕組みを通じて、取引されるとしても相対で非

---

22) Board of Governors of the Federal Reserve System による。



流動的であった資産を流動性の高い証券に組み替えるという変換は、ベンチャー等の未公開企業の株式に投資する未公開株投資信託等によっても行われている。日本でも、未公開株投資信託に流動性を与えるため、未公開企業を投資対象とした会社型投資信託を上場する「ベンチャーファンド市場」が、2001年に大阪証券取引所に開設された。

資産運用型で作り出される証券は、ファンドから生じる利益を出資者間で案分比例して受け取るというエクイティ・タイプである。それに対して、バランスシート型やアービトラージ型で作り出される証券は、基本的には確定利付きのデット・タイプであり、すべてのクラスのデットへの元利払い後の残余利益に対する請求権としてエクイティ部分がいくらか存在するという形をとる。資産運用型は、専門家による資産運用からの収益をエクイティという形で受け取られることを好む投資家を対象としており、アービトラージ型は、確定利付きの高格付債を好む投資家のニーズに応えつつ、アービトラージ利益を獲得することを狙っている。

アービトラージ型証券化には、バランスシート型証券化と同じく組み込まれる資産の中身が固定されているもの（静態型）だけではなく、ある程度組み込まれる資産の入れ替えが行われるもの（運用型）が存在している。CMO や仕組債は前者であり、CDO の多くは後者である。アービトラージ型 CDO では、組み込まれた資産の中で不良化したものの売却・処理とそれに伴う資産入れ替えやある一定期間までの再投資の継続といった形で、運用担当者（Collateral Manager と呼ばれている）の判断による資産の入れ替えが行われている。また、CDO 証券の発行時点では担保資産が十分には購入されておらず、発行後に運用担当者の判断で購入されるケースもかなりある。こうした CDO は、基本的にはアービトラージ型と分類できるが、資産運用型の要素も持っている。このように、アービトラージ型と資産運用型との区別も絶対的なものではなく、理念的に抽象化したものであり、現実には両方の要素を併せ持つ証券化もかなり存在する。

資産運用型証券化も、現物資産の裏付けを伴っているのか否かによって、資産証券化とリスク証券化とに分けることができる。不動産投資信託を含めてほとんどの投資信託は、現物資産を保有する形になっており、資産証券化である。それに対して、投資のターゲットとなる現物資産を保有せず、その代わりにターゲットとなる資産のデリバティブを保有している投資信託も存在する。日本では、1994年の投資信託の運用規制緩和によって、従来ヘッジ目的にしか利用できなかったデリバティブ取引が、ヘッジ目的以外の投資戦略として活用できるようになった。例えば、ブル・ベア・ファンドは、株価指数先物の買い持ち・売り持ちと安全確実なキャッシュだけのポジションである。買い持ちや売り持ちの割合を操作することにより、株価指数の1.5倍とか、2倍とか変動する投資信託商品を作ることができる。これらは、資産証券化ではなく、リスク証券化だと考えることができる。

資産流動化型証券化と投資信託（不動産投資信託だけでなく、証券投資信託も含めた投資信託全般）とを統一的に議論することが、これまで金融審議会等で集団投資スキームという観点

から行われてきている<sup>23)</sup>。そこでの集団投資スキームとは、投資者が多数で共同して投資を行い(投資の共同性)、かつ投資者が投資対象資産を直接に支配・管理することはなく、それらを専門家に任せる(投資の受動性)ものとされている。こうした集団投資スキームの考え方に立って、その2つの類型として、資産証券化を念頭においた資産流動化型と投資信託を念頭においた資産運用型とが提起されている。集団投資スキーム論では、主として法律的観点から議論が行われているが、中心の問題意識は、現行の縦割り法制の体系を金融サービスの機能面に着目した横断的・整合的法体系に見直していく必要があり、より具体的には、近年発展が目覚ましいピークル型金融について、集団投資の仕組みやそこでの専門家の受託者責任を中心に機能横断的視点から統一的な立法化を図ろうということである。

問題にしている対象は、集団投資スキーム論と本稿で考えている証券化とでかなりの部分が重なっている。両方とも、証券投資信託をもその対象としている。問題を設定する視角は異なり、集団投資スキーム論ではピークル型の集団投資の法的スキームが焦点であるのに対し、本稿での証券化論では資産を組み替えて新しいタイプの証券を作り出すこと、ないしはその結果生み出された証券化商品が焦点である。また対象領域の面でも、若干の違いがある。集団投資スキーム論では、集団投資の器となるピークルが新たに作られる状況だけを問題対象とするが、資産の組替によって新しいタイプの証券を作り出すという本稿の証券化論では、ピークルが存在する場合だけでなく、ピークルが新たに作られることなく新しいタイプの証券が作り出されるという場合も含めて考える。具体的事例としては、第4節で論じた仕組債がある。仕組債とは、普通の債券にデリバティブが組み込まれたものであるが、債券発行のためのピークルを設定することはなく、既存の企業体(金融機関や非金融企業)によって発行される。従って、集団投資スキームではないが、資産の組替によって新しいタイプの証券を作り出しているという点で、本稿での証券化には含まれることになる。

## 7. 証券化が果たす金融機能

最後に、まとめの代わりとして、これまで説明してきた証券化がどのような経済的機能・金融的機能を果たしているのかという問題について考えてみよう。証券化の類型によって、それが果たしている役割にも違いがあるので、まず類型ごとに考えていこう。最初に、バランスシート型証券化について。バランスシート型証券化においては、何度も述べてきたように、証券化の出発点はオリジネーターの事情である。バランスシート型証券化はオリジネーターに対して、より有利な資金調達手段、バランスシート調整を弾力的に行う手段、リスク証券化であれば簡便なリスク移転手段(幅広い資本市場へのリスク移転)を提供する。

---

23) 集団投資スキームに関しては、金融審議会第一部会 [1999]、田邊 [2001] を参照。

証券化がオリジネーターにとってより有利な資金調達手段となりえる理由について、自動車ローン、クレジット・カード債権、住宅ローン等を裏付けにした典型的な ABS のケースを念頭において整理しておこう。第 1 節で述べたように、SPV に譲渡され、証券化の裏付けとなっているローン・プール自体の資産としての質・信用力（過去のパフォーマンス等から判断できる）が明確であり、オリジネーターや SPV の判断で自由に資産プールを変更することはできず、内容が固定されていること（裁量性・人為性の排除）が、投資家にとってリスク・プロフィールが明確で透明性が高い投資対象として高く評価される。特定化された資産プールからのキャッシュ・フローがオリジネーターの事業力や特別のサービシング力に依存していないこと、従って、オリジネーターがたとえ倒産したとしても資産それ自体が継続的にキャッシュ・フローを生み出す力を持っているということが、投資対象として高く評価され、その結果オリジネーターにとって有利な資金調達を可能にするのである。現実に企業発行の債券に比べて、この種の ABS の格付け引下げは稀であるという安定的な実績を持っている。このことを投資家側から見れば、企業体・金融機関の信用力に裏付けられた伝統的債券とは異なる、対象となっている資産の信用力に裏付けられた格付けが高く、しかも格付け引下げリスクが小さい新しいタイプの投資対象に投資できることになる<sup>24)</sup>。

証券化の裏付けになっている原債権の債務者（原債務者）の立場（住宅ローン、クレジット・カード・ローンの借り手である家計）から見れば、従来相対で金融機関から借り入れるという形でしか資金調達できなかったものが、証券化を通じて間接的に資本市場から資金が調達できるようになったということである。このようにバランスシート型証券化は、資金需要の規模が小さい等のため直接に資本市場での資金調達ができない資金不足主体（家計等）に対して、間接的に資本市場から調達する手段を提供している。ところで投資信託は、資金規模が小さい等のため直接に証券市場での取引に参加できない投資家・資金余剰主体に対して間接的に市場参加する手段を提供している。資本市場への間接的アクセス手段を、資金不足主体に提供しているのか、それとも資金余剰主体に提供しているのかという点で、バランスシート型証券化と投資信託とは対極にあり、この点からバランスシート型証券化を、逆（方向の）投信と特徴付けることができる。

次に、アービトラージ型証券化の金融的機能について考えてみよう。アービトラージ型証券化は、前に述べたように投資家にとって魅力的な金融商品を造出することを狙いとして行われる。第 4 節で説明した仕組債の例では、ある種の金利見通しを持つ投資家のニーズに合う金融商品が作り出されて、提供されている。また CMO の一種である IO 債（Interest Only モーゲージの金利部分からのみ支払を受ける）と PO 債（Principal Only 元本部分からのみ支払を受ける）とは、モーゲージの期限前償還が早まれば、IO の受け取りは減少するのに対し、

---

24) 伝統的な債券と比べた ABS の違いについては、北原 [2002] を参照。

POの受け取りは前倒しに増大する、逆なら逆、と対称的な収益パターンを持っている。期限前償還リスクを集中的に体化している新しいタイプの証券である。投資家の立場から見れば、期限前償還リスクに積極的に投資することもできるし、既に保有しているMBSのポジションをヘッジするためにそうした商品を利用することもできる。このように証券化を通じて、従来存在しなかった新しいタイプの投資対象が投資家に提供されている。また、伝統的なタイプの証券を、それとは別の既存資産を組み替えて新たに作り出す、言はば、同じ製品をこれまでとは違った原材料を使って新しい製法で作り返す、といったことが証券化の中で行われている。例えば、MBSを束ね、キャッシュ・フローを切り分けて短期債や長期債を作り出す(CMO)とか、ジャンク・ボンドを束ね、優先劣後構造により高格付け債を作り出す(CDO)といったことである。こうした形で、投資家にとって馴染みがあり、根強い人気のあるタイプの証券が、証券化を通じて豊富に供給されるといったことも行われている。

資産運用型証券化は、投資信託として歴史は古く、投資家のニーズに応じる様々な内容の証券が作り出されている。投資信託の仕組みを通じて、小口資金でも証券投資を可能にするサービスと投資分散によるリスク分散効果が、そうしたサービスを体化した証券が、投資家に対して提供されている。また投資信託を通じて投資家に対して提供されているサービスとして最も重要なものは、専門家による資産運用サービスである。投資対象である企業や市場についての情報を収集し分析を行う専門的リサーチ、しっかりと意思決定のプロセス・体制の下での運用、経験やノウハウを生かした運用といった内容のサービスである。

リスク証券化は、第2節で述べたように手間暇のかからない、低コストの、ニーズに機敏かつ柔軟に対応したリスクの取引を可能にしている。バランスシート型リスク証券化においては、オリジネーターにとってカウンター・パーティ・リスクを免れる形での信用リスクや保険リスクの移転が、アービトラージ型や資産運用型のリスク証券化においては、投資家の運用ニーズに応じたリスクの取引が可能になっている。

こうした証券化が果たす金融機能を大きくまとめると、次の2つに集約できよう。1つが、市場間の連結強化であり、もう1つは、流動性の付与である。

まず、市場間連結強化の機能について見ていこう。アービトラージ型証券化においては、仕組みのアレンジャーである証券会社・運用会社は、買い集めて束ねられる資産の取引市場と投資家向けの証券化商品市場とを結び付けることによって、アービトラージ利益を得ている。典型的CDOのストラクチャーにおいては、ジャンク・ボンド市場と高格付け債市場とが結び付けられている。さらに、本稿では証券化を幅広く考えて、「元々存在する何らかの資産を組み替えて新しい形の流動的な証券を作り出すこと」と捉えてきた。従って、その定義からして証券化は、「元々存在する何らかの資産」が取引される市場と「証券」が取引される市場(つまり資本市場)とを結び付ける働きをしている。証券市場・資本市場と結び付けられることになる市場は、証券化の対象となる資産が何であるかによって、貸出市場であったり、デリバティブ

市場であったり、不動産市場であったり、保険市場であったりする。こうしたそれぞれの市場で資金を調達したり、リスクヘッジ取引を行っていた主体は、証券化を通じてより広大な資本市場を相手に同じ取引をやることができるようになる。また資本市場の投資家から見れば、投資対象が伝統的な証券だけだったものから、より多様な内容やリスクを持った証券化商品へと格段に広がることになる。例えば、CAT ボンドは、従来投資家にとって投資不可能であった保険リスクへの投資を可能にしている。投資信託は、小口資金の保有者に対しても、MMFを通じて大口取引である短期金融市場へ、グローバル投信を通じて海外証券市場へアクセスする手段を提供している。資金余剰主体から不足主体への資金のスムーズな移転やリスクの移転が、幅広い参加者の下でより容易になる。こうした証券化を通じる市場間の連結強化により、セグメントされた個別市場の特殊事情といったものは弱められる。例えば、個々の市場ごとに見ると、ある市場では超過供給が存在するが、別の市場では逆に超過需要が存在するといった不合理な状況は生じにくくなる。より一般的な金融市場の諸力が広範な市場に力を及ぼすようになり、その上で個別市場ごとの特有のファクターが作用するという形で、経済全体の資本配分の機構がより合理的なものになる。

次に、流動性付与機能について考えてみる。それまでは証券という形を取っていなかった資産を組み替えて証券という形態へ転換すること自体が、流通市場での投資家間の取引を容易にする。また証券形態への転換を通じて、投資対象についてのディスクロージャーが実施され、投資家保護のための法規制も適用されることになる。さらに金銭債権・不動産等の現物は扱うのが大変であるが、それに比べて証券は投資家にとって保有しやすい資産の形態である。こうしたことの結果として、より多くの、より幅広い投資家がアクセス可能で、受け入れやすい流動性の高い資産に変換される。こうした幅広い投資家を対象とする資本市場向けの証券という形に転換されることで、元々は相対で取引され流動性がほとんどなかった資産を流動性の高い資産に転換するということが、証券化によって行われている。例えば、不動産の証券化においては、現物不動産という1件当りの額が極めて大きく取引相手を見つけるのが非常に難しい、つまり流動性が極めて低い資産を、不動産投資信託やCMBSといった小口化され売買機会を見つけるのが容易な資産に、流動性の高い資産に転換している。多くの投資家にとって投資可能な資産に転換することにより、売買機会はさらに拡大し、流動性はさらに高められる。また、住宅ローンやクレジットカード・ローンの証券化においては、金融機関と個人との間の相対取引の結果生み出された個別性の強い資産を、証券という形に組み替えることにより幅広い投資家にとってアクセス可能にし、より流動性の高い資産に転換している。流動性確保の方法には、いくつかのやり方があり、不動産投資信託のように取引所に上場して株式と同様に取引を行うというやり方とか、ABSやCMBSのように証券会社のマーケット・メイキング活動を通じるやり方がある。後者において流動性がどの程度高くなるかは、証券会社のマーケット・メイキング活動の活発さに依存し、アメリカではそうした形で証券化商品の流動性がかなり確保さ

れているが、日本では証券会社のマーケット・メイキング活動はまだ始まったばかりというのが現状である。証券という形に転換することによって流動性を高める条件は整備されるが、それで自動的に流動性が高まるというものではない。

本稿では、証券化を幅広く考えて、「元々存在する何らかの資産を組み替えて新しい形の流動的な証券を作り出すこと」と捉えてきた。こうした証券化を現実に行うのは、金融機関である。証券化を通じて金融機関は、様々な証券・金融商品を作り出している。従来、金融商品は数が限られ、メニューが固定的であった。銀行は預金と貸出を扱い、証券会社は株式と債券を扱うという具合であった。金融機関間の競争は、その扱い量というボリュームをめぐる競争であった。ところが近年では、これまで論じてきた証券化に見られるように、オリジネーターや投資家のニーズにあった金融商品をどう設計・開発し、どう提供していくのか、そのためにはどのようなストラクチャーを組み立てるのか、といった内容面での創意工夫をめぐる競争が極めて重要になってきている。他方、投資家の側では、多様な投資対象への投資が可能になってきているが、証券化商品は仕組み面では複雑なものが多いため、思わぬリスクに直面することになるかもしれない。リスクに対する注意と十分な分析に基づく慎重な投資判断が投資家側に要求されてきており、投資家に必要かつ適切な情報を提供する金融機関の責務も大きくなってきている。

#### 参考文献

- 大垣尚志 [1997] 『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社
- 大橋和彦 [2001] 『証券化の知識』日本経済新聞社
- カウエット他 [1999] 『クレジットリスクマネジメント』シグマベイスキャピタル
- 北原徹 [2002] 『証券化と資産変換』証券経済学会『証券経済学会年報』37号
- 金融審議会第一部会 [1999] 『集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポート』
- 白石洋一 [2000] 『貸出債権証券化の方法』東洋経済新報社
- 田邊昇 [2001] 『集団投資スキーム 改正後の新しい「投信法」と「資産流動化法」を中心に  
して』財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』56号, March
- 永野学 [1999] 『新版・クレジットデリバティブ入門』シグマベイスキャピタル
- 日本銀行『資金循環勘定』
- 日本債券信用銀行金融開発部編著 [1999] 『証券化商品入門』シグマベイスキャピタル
- 日本証券経済研究所 [2002] 『図説アメリカの証券市場2002年版』
- ペン & ダットトレーヤ [2001] 『仕組債』シグマベイスキャピタル
- 松村徹・篠原二三夫・岡正規 [1999] 『不動産証券化入門』シグマベイスキャピタル
- 三國仁司 [2001] 『不動産投資ファンド』東洋経済新報社
- 湯野勉 [1999] 『金融の証券化』晃洋書房

- Basel Committee on Banking Supervision [2001a] “Consultative Document: Asset Securitization” January
- Basel Committee on Banking Supervision [2001b] “Working Paper on the Treatment of Asset Securitization” October
- Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*
- Moody’s Investors Service [2001] “Responses to Frequently Asked CDO Questions” July
- Office of the Comptroller of the Currency 他 3 機関 (FDIC, FRB, OTS) 連名 [1999] “Interagency Guidance on the Asset Securitization Activities” December
- Tynes, J. S. [2000] “Catastrophe Risk Securitization” *Journal of Insurance Regulation* Fall