

はじめに



本書は証券化に関するエッセイである。筆者は日本で証券化が実際に行われるようになった頃から約13年間にわたり一貫して証券化に携わる職業に就いてきた。この間、証券化が一般に（つまり、証券化に携わっていない人たちに）広く注目された機会は2回あった。最初が1995年から1997年にかけての邦銀の不良債権処理手段として証券化が喧伝された時期であり、2回目が2007年からの「サブプライム問題」が騒がれた時期である。サブプライム問題は、米国および世界経済への影響を考えれば、まだ収束しておらず、当面は現在進行形の問題である。

不良債権処理の妙法として証券化が喧伝されていた時分、正常債権の証券化を実際にいくつか手掛けていた筆者は、妙な違和感を覚えていた。不良債権処理への効用を強く主張していた人たちが必ずしも証券化の現実、金融・資本市場の現実、そして、市場参加者の思考・行動パターンを理解していないように思えたのである。証券化を用いれば、不良債権問題が容易に片付くと思われていた可能性があるのではないだろうか。時価が簿価を下回る不良債権につき、損失の認識を回避または先送りできるのではないかという甘い期待があったのかもしれない。不良債権処理に証券化をとの掛け声に沿って、1995年から97年にかけて、大手行が各行数十億円から百億円程度のわずかな金額の不良債権または担保不動産（さらには不良債権ではなく正常債権）の証券化を行った。これらはマスコミに大きく取り上げられた。それは相応の宣伝効

果はあっただろうが、数百億円規模の証券化が数十兆円規模の不良債権処理に寄与したとは到底言えないだろう。不良債権の証券化は、不良債権に投資するファンドや投資家にとって効率的な資金調達手段を提供し、債権回収業者のビジネスチャンス拡大にもつながり、不良債権の流動性向上に寄与する。しかし、証券化には不良債権の市場価値が一挙に数倍になるような効能はない。証券化は魔法の杖、あるいは、万能薬のように思われていたのかもしれない。しかし、そうではなかった。

もっとも、不良債権処理に証券化をという掛け声のおかげで、法制度の整備が進んだことは否定できない。ひとつはサービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法、1999年2月施行）の制定であり、それまでは法律事務を伴う他人のための債権回収は弁護士にのみ許されている（弁護士法第72条）と解されていたところ、債権回収業を創設したことである。いまでは同法に基づき法務省の許可を得て営業するサービサーは100社を大きく超え、業界団体も有する業種に育ってきている。もうひとつは債権譲渡特例法（1998年10月施行。その後何度かの改正を経て現在の動産及び債権の譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律、2005年10月施行）である。同法は、貸付債権等の金銭債権を譲渡する（信託設定を含む）際の第三者對抗要件の具備方法として、民法の規定に基づく確定日付ある証書による通知等以外に、債権譲渡登記による方法を導入することで債権譲渡のハードルを大きく引き下げた立法措置だったと考えられよう。

サブプライム問題に関連して証券化が特に注目を集めたのは2007年夏頃以降であろう。これは日本だけの現象ではなく、全世

界的に同時に起きた現象であった。米国のサブプライム住宅ローンの過半が証券化されている。住宅ローンの証券化商品であるRMBSの一部はCDO（債務担保証券）と呼ばれる別の証券化商品に再加工されている。これらの証券化商品を保有する仕組みとして、主に欧州や米国の銀行が管理運営するSIV（ストラクチャー・インベストメント・ビークル）と呼ばれる会社が存在し、このような会社はABCP（アセット・バクトCP、資産を裏付けとするコマーシャルペーパー）を発行して資金調達を行っていた。アルファベット3、4文字の略称が乱れ飛ぶ証券化は、普段は証券化に接することのない人たちにとって不可解な、そして、怪しげな領域に見えたのかもしれない。証券化を到底理解しているとは思えないエコノミストや評論家の「知ったかぶり」の解説が世界中のメディアから大量に発信された。RMBSとCDOを混同して説明する解説、ABCPとRMBSの違いを理解しないまま書いたと思われる米国経済に関する論評。そのような文章が世界中の一流メディアの紙・誌面を賑わせた。ほぼ同時期に格付けに対する批判も噴出し、欧州委員会、米国議会、証券監督者国際機構（IOSCO）、米国証券取引委員会（SEC）などで続々と証券化商品に対する格付けと格付け会社に関する調査が始まった。

日本に所在する資産を裏付けとした初のABSが発行されたのは1994年11月であった。それから約13年近くを経過し、年間の発行額が約11兆円（2006年、ドイツ証券調べ）と普通社債の発行額（約7兆円）を大きく上回る水準に達していた。証券化はもはや最先端の金融技術でも目新しい投資商品でもなく、ありふれた金融商品となっている。しかし、証券化のメカニズムや証券化商品の特性について十分に理解されているのであろうか。筆者は、サブ

プライム問題を契機に証券化がふたたび世間の注目を浴びた際に、あまりにも外的な指摘が多かったことから、証券化は一般には理解されていないことを実感した。証券化市場の規模が大きくなったといっても、証券化が広く理解されていないことは無理からぬことかもしれない。なぜならば、証券化に携わっている人たちの人数はそれほど多くはないからである。さまざまな立場で証券化に携わる人たち、すなわち、証券会社や銀行でアレンジャーとして携わる人たち、さまざまな業種の企業でオリジネーターとして携わる人たち、さまざまな業種の機関投資家でファンドマネージャーやアナリストとして携わる人たち、証券会社等の調査部門でアナリストとして携わる人たち（筆者の現在の職業は、これに該当する）、法律事務所に所属する弁護士や会計事務所に所属する会計士で証券化関連業務を行っている人たち、そのほとんどの人たちが、それぞれ、所属する組織では少数派である。数千人の役職員が在籍する証券会社で、アレンジャーやリサーチアナリストとして証券化に携わるものは数十名に過ぎない。数万人の役職員を擁する大手銀行で、アレンジャーおよび投資家として証券化に携わる者は十名程度に過ぎない。証券化に携わる人たちが多数派なのは企業や銀行の格付けをするアナリストよりも証券化商品の格付けをするアナリストが多い一部の格付け会社くらいのものであろう。金額的な存在感が大きくなってきても、やはり、日常的に証券化商品に接する人間の数は限られていることは否めない。

証券化は魔法や錬金術ではなく、容易にタネとシカケを見破る

1 「『魔法の杖』ではない」、「よくできた『手品』のようなもの」という表現につき、高橋正彦『証券化の法と経済学』NTT出版、2004年、pp. 16-17

ことができる単純明快な手品のようなものである¹。貸付債権を証券化すると、裏付資産となる債権にある程度の貸倒れが発生しても、証券化商品の元利払いに支障は生じず、満額償還されてしまう。優先部分だけではなく、劣後部分にも元本の毀損が発生しない場合も多い。それは裏付資産が生み出す利息収入の一部を貸し倒れた元本の埋め合わせに利用するからである。裏付資産に元本の毀損、つまり貸倒れが発生しても、最劣後部分を含めた証券化商品に元本の毀損が生じないのは、魔法ではなく、優先劣後構造やエクセスプレッドの利用といった誰にでもわかる単純な仕掛けによる効果である。証券化によって無から有を生み出すことはできない。しかし、証券化はリスクの加工と分割移転により効率的な資本配分を実現できる技術である。証券化商品と同種のクレジット商品（信用リスクを内包する金融商品）である社債（事業債、金融債）と比べて証券化商品は理解し難いという思い込みも根強い。さまざまな事業を営んでいる企業が今後の数年間で営業活動や財務活動を通じてどれだけキャッシュフローを生成し、そのうち借入債務の弁済にどれだけ充当するのかを予想することは困難を伴う。企業の経営者は経営の裁量を有しており、常に債権者の予想通りの行動を起こすとは限らない。ところが、ある一定の条件を満たすように選び出された貸付債権の束のような資産が、どのようなキャッシュフローを生み出すか（貸付債権であれば、どの程度、延滞、貸倒れ、繰上げ返済が発生するか）についてはある程度予想可能である。事業会社と異なり、経営の裁量を一切持たない証券化商品の発行主体（信託勘定であれ、特別目的会社であれ）は、生み出したキャッシュフローを関連契約書の規定通りにまずは債務の弁済に充当するのであるから、資金使途の不確実性もない。証券化商品は、事業体が発行する社債よりも償還可能性に関

する不確実性が小さい。証券化商品は本来的にはわかりやすいものである。

本書は5部構成となっている。第1部では、サブプライム問題として注目を浴びた事象を簡単に振り返り、筆者の観点で簡単に解説した。第2部では、第1部でとりあげたサブプライム問題に関連するさまざまな事象から学べることについて筆者の見解を述べた。第3部では証券化商品に対する格付けと信用リスクの考え方ならびにリスク管理、時価評価、投資判断について論じた。第4部では日本における証券化の発展過程を振り返るとともに、しばしば議論が持ち上がる売掛債権の証券化について考察した。第5部では、日本の証券化市場の今後の発展の方向性について論じ、「証券化は善か悪か」という問いに対する筆者なりの回答を試みた。