

日本における資産証券化の展開（上）

福 光 寛

目 次

はじめに

- 1 仕組み金融と資産担保証券
 - 1-1 資産売却という古くて新しい資金調達方法
 - 1-2 原債権の信用リスクの分離
 - 1-3 流動化か証券化か
 - 1-4 信用補完措置
- 2 一般企業における資産証券化
 - 2-1 手形決済の後退
 - 2-2 売掛金の流動化—アメリカでの試行
 - 2-3 国内 ABCP の発行
 - 2-4 売掛債権以外の債権流動化

参考統計（上）（以上本号）

- 3 ノンバンクの資産証券化（以下次号）
 - 3-1 ノンバンクへの規制
 - 3-2 ノンバンク規制の段階的解除
- 4 金融機関の資産証券化
 - 4-1 リスク資産の削減から不稼働資産の削減へ
 - 4-2 不良債権処理と資産証券化
 - 4-3 海外の投資家と邦銀の不良債権処理

参考統計（下）

主要参考文献

はじめに

1990年代に入って日本でも資産証券化 (asset securitization) が現実の動きとして観察されるようになった。この動きが先行したアメリカでの証券化とは、モーゲージ（住宅融資債権）の流動化で経験されていた債権証券化

日本における資産証券化の展開（上）

の仕組みが、1980年代半ば以降そのほかの金銭債権 (receivables) に応用された現象を指している。

アメリカの金融機関には、長期的な金銭債権を金利リスクを強く受けるものとして保有を抑制する傾向がある。また金融機関監督機関は預金保険料や自己資本比率規制などを通じて金融仲介コストを高めることで、金融機関が過大な金銭債権（とくに民間企業向け貸付債権）を保有することを抑制している。そのアメリカでは、1980年代に金利の変動リスクや金融仲介コスト (intermediation cost or tax) が増大し、金融機関や一般企業の間で金銭債権流動化への圧力が高まり、資産担保証券 (asset backed securities: ABS) が登場した。この現象が資産証券化 (asset securitization) である。

資産証券化には、金融機関にとって市場での信用供与競争の中で積極的に債権を創出して商品化する（オリジネートする）側面もある。とくにこの債権のオフバランスシート化が可能とされる場合にこの側面が出る。また金融機関が自らのリスク管理に積極的に対応して、保有資産のリスク分散 (diversification) を進め、流動性を高める側面もある。金融機関にとって資産証券化は仲介コストの上昇という状況に迫られた面と同時に、積極的に選び取った行動の面の両面がある。

他方、大きな金融機関に比して信用格付けの上では劣位にあるノンバンクや非金融機関にとっては、資産証券化は新たな資金調達 (funding) の方法との意味がある。資金調達方法の多様化である。加えて既存の方法より有利な資金調達方法でもある。各企業の本体から分離された資産（債権）を担保とする証券化は、しばしば本体を上回る格付けでの市場資金の調達を可能にするのである。

そもそもこうした方法が1980年代のアメリカで可能になった背景には、信用格差による金利格差が市場では明瞭になっていたことと、企業本体の格付けを低下させるような債務依存型（ハイリスク型）の金融の盛行がある。そうした状況のもとで、債権から生ずるキャッシュフローに依存する

日本における資産証券化の展開（上）

債権証券化によって、本体より低い金利での資金調達も可能になることがアメリカで注目されたのである。

このアメリカの動きは日本にどのように影響したのだろうか。当初は日本の現状との違いが強調され、資産証券化は将来の日本の課題として議論された。

しかし1990年代半ばを過ぎた今日の視点で見ると、資産証券化に向かう大きな流れが1980年代の日本にも存在していたことは否定できない。1980年代に入って、円高局面が繰り返されるたびに企業経営は効率化を強く迫られた。さらに1980年代後半の過度のエクイティファイナンスの後遺症として、1990年代に現れた自己資本利益率の極端なかつ長期にわたる低下は、企業経営の効率化と、企業の信用に依存しないタイプの資金調達方法の導入を強く迫った。その結果、その手段としての資産証券化が促されていったのである。

また1980年代には、企業の側で資産構成が固定化する傾向（設備投資の拡張）が、また金融機関の側で貸付が長期化する傾向が、それぞれ現れた。しかしいわゆるバブル経済の破綻により、社会的にはそれらのかなりの部分が不良化（不収益資産化）していったのである。資産証券化は、このように固定化・不良化した資産の流動化・稼働化（再収益資産化）のためにも必要だった。

さらに金融機関とくに国際的に業務展開している銀行は、1988年6月のバーゼル合意により1992年度中に8%以上の自己資本比率を達成することが必要になったが、これはリスク資産の取り入れの制約となり、保有資産・業務内容の見直しにもつながった。比率規制のもとで貸付債権（リスク資産）をバランスシートから外すことによって、新規貸付能力を少しでも高めることは大変有効な戦術に見える。しかし譲渡された債権をバランスシートから外す条件として銀行監督機関は厳格な「真正譲渡」（この意味は後述）を要求しているため、この戦術の限界も指摘されている。さらに金

日本における資産証券化の展開 (上)

融機関の不良債権の流動化は、不良債権をたらい回しにしているだけとの批判もあることは記憶されねばならない。

だがこうした限界や批判も承知の上で、金融機関の不良債権の流動化は1997年後半に加速された。その背景には、1998年4月からの早期是正措置の導入に伴い、金融機関は不良債権額を自己査定して監督機関に報告することになったという事情がある。そこで金融機関は1997年秋前後から、不稼働資産の処分を一層強く迫られたのである。

なお金融規制緩和の進展とともに市場で形成される金利は、資金調達者の信用格差を次第に強く反映するようになっていたが、このことも資産証券化など市場からの資金調達を促すことになった。そしてアメリカでの資産証券化の歴史とは逆に日本では色々な資産の流動化が試みられたあとに、1990年代後半に入ってから住宅融資債権（モーゲージ）の流動化が本格的に始まろうとしている。

ところで資産証券化が先行したアメリカで、証券化が盛んに行われた1990年前後につきのような議論が活発になされたことは注目される。

- (1) 資産証券化によって優良な資産から流動化されると、そのあとには不良資産が残ることになり、残った企業資産の劣化が生ずるのではないか。また証券化はもとの債権のリスクを解消するものではなく、社会的に拡散するだけのものではないか。
- (2) 資産証券化によって銀行の金融仲介機能が後退することは企業にとっては、信用の逼迫 (credit crunch) につながるのではないか。

この二つの議論のうち、前者は証券化に伴うリスク負担の変化の問題として、議論が今日に続いている。後者は日本での近年の金融機関の「貸し渋り」問題とも絡む論点でもある。しかし資産証券化は、企業にとってはそもそも資金調達の新たな手段であり、金融機関にとってもオフバランスシート化さえ実現できれば、貸付余力を幾らか回復できる方策であるというのが、小稿の視点である。

以下の本稿は、資産証券化について、一般的な仕組みを概観した上で日本でのその進展の状況を各経済部門ごとに検討したものである。

1 仕組み金融と資産担保証券

1-1 資産売却という古くて新しい資金調達方法

一般に企業が保有する金銭債権が予定より早く流動化されると、その企業とすれば拘束されている資金を早く回収したことになる。その時、その企業には二つの選択がある。一つは戻ってきた現金で借入を返済して金融負債を減らし、資産規模（バランスシート）を小さくすることである。借入の返済により借入金利を削減して資産収益率を改善できる。もう一つの選択は戻ってきた資金を投資することである。これまでより資金効率を高めることができれば、資産収益率は改善する。いずれにしても資金の早期回収は資産利益率を改善する可能性につながっている。

企業財務論の教科書を見ると、資産売却（流動化）は、昔から資金調達の方法として扱われている。とくに金銭債権の流動化の仕掛けはこれまでも存在した。

アメリカでは売掛債権をファクタリング会社が買い取ることが見られたし、日本では銀行での手形割引という方法があった。しかし近年、従来は流動化がむづかしいと思われていた金銭債権が、とくに資産担保証券などの新たな仕掛けにより流動化・証券化され出したことが、注目されるのである。

それでは資産担保証券とは何か。

一般に投資家と資金需要者との利害を調整して、両者を結び付ける金融の仕組みを作り上げることを仕組み金融（structured finance）と呼んでいるが、資産担保証券＝ABS は明らかに仕組み金融の一つである。

資産担保証券は、事業を行っている企業そのものの信用を基礎に発行されている従来型の証券とは異なり、ある金銭債権から生ずるキャッシュフ

ロー（＝将来のお金）を基礎に発行される新しいタイプの証券である。

資産担保証券の内容と意義を本節では、①信用リスクの分離、②原債権より格段に高い流動性、③信用補完措置の付与が可能、という3点に整理して概観する。

1-2 原債権の信用リスクの分離

資産担保証券の仕組みを見る上で最も留意されるべきは原債権の信用リスクの扱いである。

そもそもこの場合、債権の創出者（オリジネーター originator）が行う最初の行為は、債権を信託銀行に譲渡したり（信託受益権化したり）、創出者と資本関係のない特別目的会社（SPC: special purpose companies）に譲渡することである。その後、譲渡された債権だけを基礎に（責任財産限定）、信託銀行では信託受益権証書、特別目的会社では社債やCPなどの「証券」を発行して、市場から資金を調達する。このとき発行されるCP、社債、信託受益権証書などが資産担保証券である。なおこれらのうち社債だけあるいはCP、社債だけを資産担保証券と呼ぶ場合がある。

この商品のポイントは、原債権のキャッシュフローだけが純粋な形で取り出されて商品化されているかどうか、その信用リスクはそのキャッシュフロー自体によるものだけになっているかどうかである。言い換えれば、創出者自身の信用リスクとは分離された仕組みがよく仕上げられているかどうかである。

完全に両者が切り離されていると、創出者はこの債権のために行動する（たとえば万一の場合に買戻しをする）必要がない。創出者は債権から発生するかもしれない損失の責任を追及されることがない。投資家の側から見ると求償権（償還請求権、買戻し条項）がない（without-recourse or non-recourse）。創出者の側から見て、債権が完全に譲渡されて（true sale＝真正譲渡）、資産から完全に切り離されている（off balance sheet）。こうした状態が倒産隔

離 (bankruptcy remoteness) である。

こうであって始めてこの債権のキャッシュフローを基礎にこの流動化商品の信用格付けを決定できる。とはいえその状況でも、創出者としての責任を交渉で問われることが実際にはありうる（これを道義的にそれを迫られるという意味で moral recourse と言う）。

もしも創出者に対し求償権を主張できるように条件がついていると、この譲渡は完全な譲渡ではない。そして創出者の信用リスクやその変化がこの流動化商品の信用格付けに影響を与えることにもなる。また創出者としてはこの債権の完全なオフバランスシート（帳簿の記載から外すこと）は行えないことになる。なおオフバランスシート化を妨げる要因には後述するように創出者が、この商品の信用補完にコミットすることも挙げられる。

1-3 流動化か証券化か

流動化 (liquidation) と証券化 (securitization) には違いがある。債権の流動化は債権の証券化と同義ではない。しかし流動化が証券化に転化することはある。だから流動化と証券化の違いは相対的なものである。

流動化は売却とか現金化という表現と置き換えることができる。証券化は流動化されて形態が変化した結果、原債権に比べて転売可能性が広がったことに着目した概念である。有価証券化という概念もあるがこちらは法律的概念である（表1）。

表1 流動化と証券化・有価証券化

流動化（経済的意義が主）	元債権を譲渡売却すること
証券化（経済的意義が主）	元債権が形態の変化により、大きな転売可能性＝不特定多数の投資家への売却可能性を得ること
有価証券化（法律的意義が主）	証券取引法により有価証券として政令で指定を受けること

転売可能性とは市場や投資家の形成を前提にするから、債権流動化から

日本における資産証券化の展開（上）

始まって債権証券化がその次の現象だということが明らかである。さらに流動化の技術は次第に蓄積されるはずだから、流動化が容易な資産から流動化が困難な資産に流動化対象資産が広がることも明らかである。

すでに知られるところでは流動化対象資産は、技術的に簡単な大口の特定資産型 (specific asset type) から始まり、やがて技術的に高度な統計数理型 (actuarial asset type) に進む。この変化は流動化対象資産が大口債権から小口債権の集合型 (プール型) に進むことを意味する。またプール型の資産は投資側から見て、分散投資効果を得ることを可能にする。機関投資家とすれば投資先を分散しなくても分散投資効果を得られるという判断が成り立ち、小口投資家とすれば小口投資でも分散投資効果が得られるという判断が成り立つわけで、投資家層や投資金額は上下に広がる面がある。

プール型では個々の債権情報は原則として開示されないので、債務者の情報の漏れが嫌われる場合には、プール型が好まれる。

こうして投資家層が広がることで、流動化資産は転売可能性 (流動性) を持つようになり、さらには証券化してゆく。逆に言えば、流動化商品が登場して間もなくは、その転売可能性は低い。あるいはそれは大きな流動性リスク (転売可能性が低い、大きな売買損を伴ってしか売却できない) を抱えている。そのリスクの大きさは、流動化される際のリスクプレミアム (流動化商品の市場基準金利を上回る利回り=いわゆるリスクスプレッド) の大きさにも影響する。しかしこのプレミアムの大きさは、流通市場 (投資家) の広がりとともに低下してゆくのである。

繰り返すが資産担保証券と資産流動化商品の区別の絶対化は好ましくない。資産流動化商品が時間の経過とともに資産担保証券に転化することがあるからである。流動化が証券化かという区別より大事なことは、原債権が流動化商品に変形されて、より大きな流動性を獲得することである。

1-4 信用補完

すでに述べたように原債権者の信用リスクと元債権そのものの信用リスクが分離されていても、投資家はその信用リスクの高さそのものを嫌ってその流動化商品を購入しないことがあり得る。そこで流動化商品の設計にあたっては、この信用リスクを様々に組み直し低めることが必要になる。信用リスクを低める工夫を信用補完 (credit enhancement) と呼んでいる。このような補完を加えられることも、この商品の特徴である。

信用補完は、証券の外部から行われる外部補完 (external enhancement) と、証券本体に組み込まれた内部補完 (internal enhancement) とに大別される。また発行額100%をカバーする完全補完 (full support system) と、100%はカバーしない部分補完 (partial support system) との区別もある (表2)。原債権者が金融機関で完全補完を行う場合は信用リスクが原債権者にそのまま残っていることになる。これは証券化が原債権者からの信用リスクの分離を図る仕組みだとすれば、矛盾した事態である。アメリカではFRB (連邦準備制度理事会) は金融機関による完全補完を与信の代替として貸付債権同様100%の金融機関にリスクウェイトを課している。そこでアメリカの金融機関は完全補完を避け部分補完に留めようとすると言われている。

表2 信用補完の種類

外からの補完	中からの補完
外部補完	支払い保証など
内部補完	spread account; cash collateral; over collat.; s-s structure
補完の範囲	100%か100%未満
完全補完	
部分補完	

しかし日本では投資家がリスク負担に臆病で、部分補完にとどめると投資家が集まらないと言われている。投資家はリスクを負担する代わりにリスクプレミアムとして高い利回りを得られるはずだが、安全性を重視する

日本における資産証券化の展開（上）

日本の投資家はリスク負担を嫌うのである。そこで日本では金融機関がすべてを負担するかどうかは別にしても完全補完の商品でないと買手がいないと言われている。海外の投資家に向けて日本の債権証券化商品が販売されることが多いのは、こうした日本の投資家の投資姿勢にも原因はある。

外部補完には原債権者による買戻し保証・損失保証 (recourse or guarantee) もある。原債権者が金融機関の場合には、原債権者が支払い保証 (letter of credit or surety bond) をすることもある。原債権者からのオフバランスシート化（原債権者が銀行で証券化の対象が貸付債権のようにリスク資産であれば、これには銀行のリスク資産の圧縮＝自己資本比率規制上必要な自己資本金額の減少という効果もある）が、この仕掛けの目的となるときには、原債権者の関与を意識的に避けて、第三者の金融機関に支払い保証や融資保証を任せられることもある。外部補完は、信用を補強する点でのメリットがあるが同時に、外部補完を行う金融機関の信用格付けの変化といった外部要因に仕組み金融が影響されるデメリットもある。

外部補完としては信用補完とは区別される流動性補完もある。原債権の信用リスクからではなく、一時的な市場の混乱などから支払いのための流動性が不足した場合に取られる措置をあらかじめ確保したものが流動性補完である。一定の条件で発動される融資保証 (loan commitment) や債権買取契約 (receivable purchase commitment) などがこれに当たる。

信用補完としての外部補完の欠点、つまり外部の信用格付けの変化にこの仕組みが影響を受けるという問題に対処するものが内部補完である。

この内部補完は企業でいえば事業リスクを引き受ける自己資本部分の設定の問題だと解説する人もいる。内部補完の大きさはこのリスクの大きさをカバーする大きさとするのが前提で、これは自己資本をどれだけ設定すればいいかという議論とよく似ている。しかしこれにはそもそもリスクの大きさをどのように推定するかという問題も絡んでいる。

内部補完の方法には、まず原債権から生ずるキャッシュフローが、流動

日本における資産証券化の展開（上）

化商品から生ずるキャッシュフローより大きいところから、その差を積立てたものが **spread account** がある。これは時間の経過とともに積み立て額が増える。そしてこの積立金が信用リスクの発生に対応することになる。なお特別目的会社が受けた融資を現金担保 **cash collateral** とすることもあ

る。
spread account とともに超過担保 **over collateralization or hold back** も一般的である。これは発行される証券額を原債権額よりもかなり低く抑えることを意味する。二つの金額の差額が超過担保になる。また利払いや償還の優先を約束した優先債権、それに劣後する劣後債権を設定する優先劣後構造 **senior-subordinated structure** も使われる。一般に優先債権部分を一般投資家に回し、利回りは高いがリスクも集まっている劣後債権部分はリスクを受容できる投資家に回す。しかし劣後債権部分の売却に必要なリスクを受容できる投資家層の形成には、しばしば困難がある。

リスクを受容できる投資家を発見できず、債権証券化を行った原債権者がこの劣後部分を保有したりしていると、原債権者のオフバランスシート化について疑問が出てくる。これは先程の支払い保証の場合と同じである。大蔵省は98年3月に銀行の貸付債権流動化について、原債権者である銀行が劣後部分を8%以上保有している場合はオフバランスの効果（リスク資産の圧縮効果＝自己資本必要金額の圧縮効果）を認めず、債権額全体をリスク資産とし、8%を下回った場合にはその比率に応じて、リスク資産の圧縮効果を認めるとのルールを定めた（大蔵省「自己資本比率基準の改正に関する大臣告示98.3.31 別表第2」『金融財政事情』1998.4.27）。

これまでのところは日本の投資家はリスクの負担を嫌うので、原債権者が保有する劣後部分の割合が日本では高くなりがちである。97年秋の段階では10～30%と言われている。海外投資家に販売する場合はこの比率を下げることができ、オフバランス化につなげることもできる。これがすでに述べたように債権証券化商品の販売先が海外投資家に偏る一因になってい

る。

優先債権部分については優良な投資案件との認識が日本でも広がりつつある。この点でアメリカでの経験を記す必要があろう。

アメリカでは1980年代の企業の再構築の中で優良大企業の社債でさえ、LBO（多額の借金により企業買収を行う手法）を仕掛けられた途端、投資適格格付けを失い暴落することが経験された。典型は1988年のRJR ナビスコ社買収事件である。このようなリスクをイベントリスク（event risk）と呼ぶが、資産担保証券は、企業そのものからは切り離されているためイベントリスクが生ずる恐れがない。さらに信用補完に守られていることで安全性が高められている。こうした事情から資産担保証券はイベントリスクを避けたい投資家の支持を集め、投資対象案件として一般化したのである。

以下では分野を分けて日本における資産証券化の進展状況を論じたい。

2 一般企業における債権流動化

2-1 手形決済の後退

日本で、住宅金融以外のところで債権の流動化が問題になってくるのはアメリカとほぼ同時期の1980年代半ばであった。最初にその対象になったものに企業の売掛債権がある。そしてさらにその背景に手形決済という慣行の見直しがある。

そもそも日本ではすでに見たように債権流動化に約束手形が活用されてきた。これは手形を振り出す側が信用力のある大企業である場合、受取側の企業はこれをその大企業の信用力を利用して容易に銀行で割引いて現金化（手形割引—ただし利子は必要）できるものだった。裏書きをして支払いの一部として譲渡することもでき（裏書譲渡）、資金に余裕のある企業は手形を満期まで保有することで利子も節約できた。他方、割引利子は特定利子として損金控除でき、手形のサイト＝支払い期限との関係で短期貸付の方が有利であればこの手形を担保に貸付を受けること（手形担保貸付）

もできた。

一言でいうなら手形は、極めて便利で重宝な債権流動化手段だった。

反面、手形は支払側企業に印紙税負担があり、受取企業には利子負担と支払い遅延リスクがあった。さらに支払い・受け取りの双方の企業で、手形の管理（発行、交付・郵送による集約、支払い・集金、限度額の管理、支払い遅延・手形紛失時の処理）の問題があった。このような管理事務は当然ながら事務経費を必要とするものでもあった。

このような手形中心の決済のあり方が1980年代に大きく変容を始める。その意味合いはなお説明が進んでいない点もあるが、印紙税の節約や手形管理事務負担の軽減が直接の動機になったとされている。この問題がこの時期に表面化した理由としては、1980年代の円高でとくに輸出型企業では経費節減が強く求められたこと、金融規制緩和の流れの中で資金管理の効率化＝コストへの意識が強まったことなどを挙げるができる。

三菱重工業が1983年8月に手形全廃に向けて製品納入企業と交渉に入ったこと（86年11月で取引先800社中、合意は500社）や、花王が1985年11月に手形決済の廃止を決定したことなどが指標となる。

こうした手形決済の廃止の動きに対して上位の銀行がこれをビジネスのチャンスと捉え積極的に取り組んだ。これらの銀行は企業間の決済により深く結びつき、諸取引を自行に集約させることを期待した。1984年11月に第一勧業銀行がジャスコとの間でスタートさせた「一括支払いシステム」が、この問題への銀行側からの回答となった。これは仕入れ企業と多数の納入企業との間の多数の手形を1枚の手形に集約させるものだが、そうすることでこのシステムの導入を契約した銀行が企業間決済事務で他銀行より競争上優位な立場を占めることを意図していた。なお納入企業の不足資金はこの手形の一部を割り引くことで供給するというのが当初の仕組みだった。

これに対して大蔵省が手形法上の疑義から、また公正取引委員会は納入

日本における資産証券化の展開（上）

企業が不利益な金融機関取引を強制されないかという点から異例とも言える介入（事実上の停止命令）を行った。大蔵省の疑義については85年1月に不足資金の供給を当座貸越方式に変更する見直しが行われた。公正取引委員会からの批判については、1年余りの検討が加えられ、特定の金融機関に決済を絞り込まないように配慮が加えられた上で、1986年7月から銀行業界全体の商品として「一括支払いシステム」の導入が進められた（88年3月で導入企業は約30社、加入社数1万5000社）。（詳細は『金融』1984/11;1985/2;1986/8;『公正取引』1985/6;1986/2;1986/3を参照。現在、このシステム下の徴税をめぐる裁判が続いている。『金融財政事情』1998/3/16;『ジュリスト』1998/7/15参照）。

私はこの「一括支払いシステム」を、以下で論ずる売掛金流動化とともに、売掛債権管理の部分での事務負担の軽減・資金効率の向上という共通した目標を持つ財務活動で、ともに手形決済の後退＝現金決済への移行という現象を導くものだったと考えている（なお97年後半頃からは企業倒産リスクの増加という要因がこの現象をさらに加速した）。

2-2 売掛金の流動化—アメリカでの試行

売掛債権のうち手形という形を取らない売掛金について、企業とすればもともと流動化（現金化）したかったはずである。しかしそのことは、従来は表面化しなかった。それは少なくとも手形の部分は割引なり担保貸出なりの流動化の方法が存在し、売掛債権流動化の必要が緩和されていたからである。

売掛金の部分についての回収の方法は、いわゆるファクタリング会社が売掛金という売掛債権の買取を行うことが理屈としてはあった。しかし、実際の日本のファクタリング会社はその能力も意欲もなかった。

あとでも議論するように直接金融の道を閉ざされていた日本のファクタリング会社は金融機関（銀行）からの借入に資金を依存していたから、銀

日本における資産証券化の展開（上）

行より資金コストは高かった。そこで企業から見た資金優先順位としては銀行の補完的位置にとどまるほかなかったし、ファクタリング会社にはそれ以上に前にすすむための信用調査能力も無かったのである。

アメリカではファクタリング会社を始めノンバンクが CP など市場資金調達手段を使って、市場性資金を調達し銀行の位置を脅かすようになっていたが、日本では1987年に CP の発行が、優良大企業を対象によく認められるようになった状況だった。

アメリカでは売掛債権を担保とする資産担保 CP の発行が1980年代に始まり、それが90年代に入り日系の企業、さらに日本の企業に普及していった。しかしその考え方は、優良企業が発行する CP をようやくスタートさせた段階の日本の市場にすぐになじむものではなかった。

アメリカで日系企業が発行した資産担保 CP の最初の事例とされるのは1990年4月の2つのケースである。富士銀行による系列の米金融子会社ヘラーフィナンシャル保有の売掛債権の CP 流動化と、太陽神戸三井銀行（現さくら銀行）による日系企業の売掛債権の CP 流動化（2件各1億ドル、さらに100～1000万\$に小口化して販売）である。

このときのスキームはつぎのようだったと伝えられている。

第三者出資の特別目的会社（SPC）の設立。SPC への売掛債権の譲渡。売掛債権担保に SPC は CP を発行。邦銀 NY 支店によるバックアップライン（保証融資枠）設定。現地大手証券による引受。現地の投資家への販売。

まず注意されるのは、ここで流動化された売掛債権は在アメリカの日系企業が保有していたもので、アメリカで発生した売掛債権だということである。CP のスキームもアメリカの中の金融である。つまり対象となる債権のキャッシュフローの評価をもとに SPC が発行したものである。こうして「本格的な資産担保証券」を組成する経験を、邦銀はアメリカでアメリカの金融の枠組みのなかで積みはじめた。

日本における資産証券化の展開（上）

しかし債権については、ほどなく日本国内で生じた売掛債権の米国での CP 流動化が始まる。最初のケースは90年8月にシティコープが川崎製鉄の売掛債権の流動化を行ったもので、シティコープ子会社アプレコ社が買取り、アメリカでドル建て CP で流動化した（総額1000億円、初回300億円）。この業務でのシティコープの先行は注目される。邦銀の追随は少し遅れたが、91年1月に日本興業銀行が同様の取組を行っている。

この段階で米国でドル建て CP で流動化が始まった理由は国内の CP 発行が規制されていたためであった。当時、国内での CP 発行には発行適格基準があり、発行者は上場企業あるいは非上場企業で3年以上証券取引法上の継続開示を行っている企業とされていた。つまり SPC による CP 発行は、想定外だったのである。なおドル建て CP 流動化で入手できるのはドル資金だから、この取引には円に戻すときの為替コストの負担があった（しかし輸出型の製造業の場合はこうした為替リスクの取扱いに慣れていたと考えべきであろう）。

このスキームが、一括決済とは異なり、銀行経営にとって同一銀行内で収益を圧迫するマイナス面もあると判断され、銀行内部にこの商品への取り組みに温度差があった点は注目される。企業にとって売掛債権の早期回収が運転資金の圧縮を可能にすることは冒頭述べたが、これを扱う銀行とすれば為替手数料や証券化に伴う保証料などの収入は魅力があったが、企業サイドがこうして得た円資金を使って、借入金を返済し借入金利を圧縮する（その面では銀行の減収となる）行動に出ることはマイナス面と判断されたのである。手数料収入を競う中で、銀行はそうした商品でも扱わざるを得なくなったのである。

2-3 国内 ABCP の発行

ところで流動化形式としては信託方式が昔からある。これは売掛債権を信託銀行に譲渡し、信託銀行がこれを信託受益権にして小口販売するとい

日本における資産証券化の展開（上）

うものである。しかし信託方式で取られる債権内容の投資家への開示が嫌われることと、信託受益権は証券取引法上の「みなし有価証券」とされておらず（指定は住宅ローン貸付債権が1993年3月、貸付債権が1997年6月）、流通性が制約されていたことから、売掛債権の流動化方式として信託方式は CP 方式のような革新性を持ちえなかったのである。さらにコスト的にも信託方式は CP 方式よりも割高とされていた。

産業界では国内での売掛債権以外の債権も含め広く企業債権の流動化の方式として CP が活用できるような条件の整備を求めたが、行政側はようやく1995年秋にこれに答えることを確約した。翌96年4月に CP 発行基準からいわゆる開示基準（従来は国内上場法人あるいは証券取引法上の継続開示を3年以上している非上場法人等で A-2 以上の短期格付けを取得しているもの）が無くなり、居住者・非居住者を問わず投資適格としては最低ランクの A-3 以上の短期格付けを取得しているものであれば CP を発行できるようになった。このことにより、国内での資産担保 CP (ABCP) 発行解禁が明確になったのである。（なおこの点は『金融』1996/4、『日経公社債情報』1996/7/15、『公社債月報』1996/10;1996/11などを参照）。

この解禁の直前の1996年3月に富士銀行がアメリカで発行した国内売掛債権担保の円建て CP を国内に持ち込み販売した。これは最初から国内投資家を対象にしている点では国内発行に近いもので、邦銀が国内で資産担保証券を販売した最初のケースとされている。96年5月には解禁措置を受けて東京三菱銀行と住友銀行がそれぞれ海外 SPC の日本支店が発行する売掛債権担保 CP（資産担保 CP, ABCP）を発行した。純粋に国内 SPC による売掛債権担保 CP は96年9月にさくら銀行が興亜石油の売掛債権について行ったものが最初である。

一般に CP は大口定期より金利は高め。また通常の CP より資産担保 CP の金利は高めであるため、低金利に悩む投資家に資産担保 CP は歓迎された。

日本における資産証券化の展開（上）

なおつぎのような事件が当時、邦銀絡みの海外 CP 発行を困難にしていた。いわゆるジャパンプレミアム問題である。1995年8月末の兵庫銀行経営破綻や同年9月末の大和銀行 NY 支店の巨額損失事件発覚などを契機に、欧米の銀行が邦銀に資金を貸し出すときに上乗せ金利を請求される傾向が目立つようになったが、これをジャパンプレミアム問題という。ドル資金の調達の場合、この影響を受けやすいとされる。

ただし邦銀にすれば、スワップによりドル資金を入手する必要はあり、海外 CP 業務は残したいドル資金入手のルートであった。しかし一般企業としては、コスト面やリスク面で売掛債権 CP の発行場所を国内 CP に移す必要性が高まっていたのである。

2-4 売掛債権以外の一般企業債権の流動化

ところで売掛債権以外の企業の債権の流動化（現金化）の方法には、そもそもどのようなものがあるだろうか。

一つは単純に売却することである。不動産や有価証券など、すでに市場が存在する資産については、売却でいいわけである。しかし売却先が、第三者に対するものかどうかは問題になる。不動産や有価証券への実質的な権利関係を維持したいときには、縁故先への売却となる。不動産であれば賃貸契約を結んで使用を続ける（いわゆるリースバック方式）、有価証券であれば将来買い戻すといった方法がそれぞれ知られている。

売却がなじまない場合について、よく用いられたのは信託方式である。これはすでに述べたように、もとの金銭債権を信託受益権に変形してから小口に販売するものである。

その本質は譲渡が可能なものに形を変えることだと言えよう。しかし信託受益権は最近までそのすべてが有価証券とは見なされていなかったもので、その流動性（投資家の範囲）には制約があった。また、投資家に債権内容を開示する義務付けがあったが、こうした個別の債権内容の開示は債務者

日本における資産証券化の展開（上）

や原債権者からは歓迎されない問題もあった。

そこでこれらの難点からも企業債権の流動化方式として、SPC—資産担保証券方式の解禁が望まれたのである。そして96年4月にこの方式が解禁された。なおこの方式と信託方式を組み合わせ、信託受益権の譲渡をSPCが受けて、SPCが資産担保証券を発行するという方式もその後開発されている。

なお96年4月に資産担保証券が解禁された時、特定債権についての資産担保証券の解禁とそれ以外の債権についての資産担保証券との解禁が同時に行われることになった。ノンバンクの特定債権については、93年6月施行の特定債権法（平成4年法律第77号）により、小口流動化の法的裏付けと投資家保護の仕組みが作られていた。その流動化方式として、96年4月に証券取引法の枠組みのもとにあるCPや社債が新たに解禁された。

具体的には特定債権も対象に広く資産担保証券発行を可能とする体制の整備が96年に入ってから行われた（前項の資産担保CPについての記述も参照）。まず96年1月に社債の発行における適債基準が撤廃され、社債発行の自由化が実現した。この結果、特別目的会社のような特殊な会社が社債を発行することが可能になった。96年2月には、資産担保証券の発行を想定して開示情報・様式を整備するため証券取引法の関連政省令が改正され4月の解禁を待つばかりになった。

なお特定債権法によりもともと特定債権（その内容は後述）は、指名債権の譲渡における第三者対抗要件を、民法上の条件である債権者への通知（その承諾）に代えて、公告という簡便な方法で具備できる。またその流動化方式は他の債権に比べ、定型化（パターン化）されている。こうした先行者の利益の反面で特定債権は、96年4月からCPや社債など証券取引法の枠組みで流動化されるとき、投資家保護について証券取引法と特定債権法による二重の規制を受けるようになったのである。

ところで資産流動化については、信託受益権なり資産担保証券の購入者

日本における資産証券化の展開（上）

が、第3者の投資家に広がっているかどうかには注意する必要がある。というのは、企業グループ内の内輪の処理が限界にきたことが、資産担保証券といった問題が登場する背景にあると考えられるからである。そして購入者が第3者であるからこそ、原債権のリスクについて曖昧な関係を排除して、そのリスクをいかに低めて投資家に売ることが大きな問題になってゆくのだと考えられる。

一般企業債権流動化の実例に入居保証金の問題がある。これは不動産賃貸契約時に借主が貸主に収め解約時に返還を受けるものである。借手側の企業としては長期間（たとえば5年とか10年、そこで賃貸契約が終われば一括返済、継続の場合は分割返済が原則）、資金が拘束される。保証金は無利息あるいは利息付きの場合は低利息で拘束されるので、借手側企業には入居保証金請求権の流動化の問題がかねて存在した。

この流動化はかねて信託方式で借手側企業の関連会社が買い取る形で行われてきたが、問題の信託受益権を第3者の投資家に販売することが96年に入って事例として見られるようになった。

96年9月、日本債券信用銀行が東急ストアとの間で行ったケースがその最初の事例である。東急ストアがテナントとして入っているビルについての入居保証金約4億6000万円を2年前倒しで回収を図ったものである。仕組みとしては、返還請求権を信託受益権として優先部分と劣後部分とに分けて、劣後部分は日債銀信託が取得保有し、優先部分を第3者の信用金庫などに売却している。

入居保証金についての SPC-CP 方式の登場は97年2月。富士銀行が行ったもので、マイカルなど大手流通業者の入居保証金請求権を SPC が買取り、それを担保に200億円の CP を SPC が発行するというスキーム。

SPC—資産担保証券（社債）のものは、やはり富士銀行がマイカル北海道の入居保証金請求権について、海外 SPC による買取り、日本国内における公募円建て外債（期間5年、発行額33億2400万円）発行が最初だとされ

日本における資産証券化の展開（上）

ている。このマイカル北海道のケース（97年10月）は非特定債権について資産担保証券（社債）が発行された最初のケースとされている。

つぎに有形固定資産の流動化の事例も挙げるが、これもすでに述べたリースバック方式ではなぜ駄目だったのかが注目点である。そこにも第3者の投資家から、つまり同一企業グループの外から資金を取り入れる（内輪の処理では資金をグループとして外部調達したことになる）という経営判断があると考えられる。

紹介するケースは興銀証券がマイカルとのあいだで97年6月に実現したものの。このときマイカルは店舗設備約3万点を簿価で興銀証券のケイマンSPCに売却。SPCとマイカルは設備の賃貸借契約を結び、SPCはこの賃料を担保に350億円の資産担保証券をユーロ市場で発行するというもの。マイカルは、投下資金を早期回収したことに加え、高額の減価償却費用から安い賃貸料へと設備保有コストを切り下げた効果も得たのである。

参考統計（上）

この統計編では特徴のある統計を検討することで資産証券化の背景を考えて行きたい。今回の（上）では、企業の側での固定資産・固定負債の増加と総資本回転率の低下、そして金融機関の側での貸出の増加とその貸出の収益の相対的悪化とに注目したい。きわめて大きな歴史の中では証券化はこうした現象の反動（固定化したものの流動化、不稼働化したものの稼働化）ではないかと考えられるからである。

統計1は法人企業統計年報における資産と負債及び資本の構成比率の推移（全産業）である。

まずこの間（1976-96）に流動資産比率が減り、固定資産比率が増えている。固定資産では建設仮勘定を除くすべての項目で比率が増加している。

次に図1は法人企業の総資本、売上高などの変化を見たものである。これによると当該期間において概ね売上高の伸びを上回る総資本の伸びが見

日本における資産証券化の展開（上）

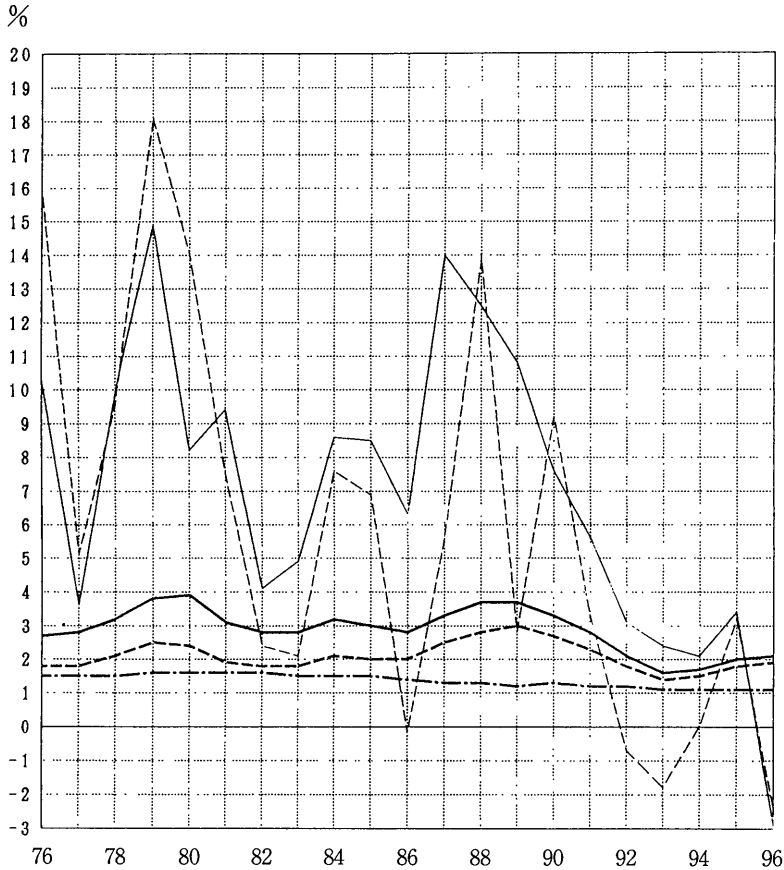
統計1 資産と負債及び資本の推移（法人企業 全産業 年度 %）

	1976	1983	1986	1990	1993	1996	76/86	86/96
(資産)								
流動資産	64.3	62.2	59.7	58.4	52.2	49.7	-7.2	-16.8
現預金	15.0	14.2	15.2	14.0	11.6	9.9	1.3	-34.9
受取手形	9.7	7.9	6.7	6.3	4.8	4.5	-30.9	-32.8
売掛金	15.7	16.9	15.5	15.6	13.9	14.3	-1.3	-7.7
棚卸資産	16.5	15.4	13.2	13.0	11.7	10.8	-20.0	-18.2
有価証券	1.9	2.5	3.1	3.1	3.0	3.5	63.2	12.9
その他	5.4	5.4	6.0	6.7	7.2	6.7	11.1	11.7
固定資産	35.5	37.6	40.1	41.5	47.6	50.1	13.0	24.9
土地	6.3	6.7	7.8	9.0	11.4	12.0	23.8	53.8
建設仮勘定	2.1	1.9	1.6	1.7	1.5	1.4	-23.8	-12.5
その他の有形固定資産	18.6	20.3	20.9	19.2	22.1	23.2	12.4	11.0
無形固定資産	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.0	50.0
投資有価証券	3.4	3.5	3.8	5.2	5.3	6.5	11.8	71.1
その他	4.4	4.7	5.4	5.7	6.5	6.5	22.7	20.4
繰延資産	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0
総資産	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		
(負債及び資本)								
流動負債	58.7	56.7	54.1	50.0	47.3	46.1	-7.8	-14.8
支払手形	17.6	14.0	11.1	9.4	6.6	6.0	-36.9	-45.9
買掛金	10.8	11.0	10.1	10.6	9.0	10.0	-6.5	-1.0
短期借入金	18.2	20.1	22.1	18.5	20.3	19.0	21.4	-14.0
引当金	1.8	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-44.4	-20.0
その他	10.3	10.3	9.8	10.6	10.5	10.4	-4.9	6.1
固定負債	26.5	26.7	27.5	30.9	33.4	34.0	3.8	23.6
社債	2.1	2.4	3.5	4.5	4.6	4.3	66.7	22.9
長期借入金	20.4	19.4	19.3	22.0	23.1	23.8	-5.4	23.3
引当金	2.0	2.1	2.3	2.0	2.0	2.0	15.0	-13.0
その他	2.1	2.7	2.5	2.6	3.7	3.9	19.0	56.0
特別法上の準備金	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	uc	uc
資本	13.7	16.6	18.3	19.1	19.3	19.9	33.6	8.7
資本金	5.4	5.0	5.0	5.0	5.1	5.5	-7.4	10.0
資本準備金	0.9	1.8	2.4	2.9	3.0	3.2	166.7	33.3
利益準備金	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.0	0.0
その他剰余金	6.8	9.2	10.4	10.7	10.6	10.6	52.9	1.9
総資本	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		

資料：大蔵省『法人企業統計年報』 76/86と86/96は比率の増減率。uc は計算不能。

日本における資産証券化の展開 (上)

図1 総資本と総資本回転率等の推移 (1976-96)
(法人企業 全産業 年度 %)



資料：大蔵省『法人企業統計年報』

対前年度伸び率 売上高— 総資本—

当年度計数 売上高経常利益率-- 総資本経常利益率— 総資本回転率---

られる。その結果、総資本回転率(=売上高/総資本)は、1.5前後から1.1前後にまで、ゆるやかに低下している。

すでに述べた点と重ねると、総資本(総資産)回転率の低下の背景には

固定資産の増加がある。そして図1から読み取れるように、総資本回転率の低下は総資本利益率の低下をもたらしたのである。このような状況から、各企業のレベルでは、固定資産の流動化を始め総資産の圧縮に向けた取り組みが積極化したことが理解される。

統計2は全国銀行総合財務諸表における資産と負債及び資本の構成比率(全国銀行)の推移である。これによると、現金預け金、コールローンが減少するなか、貸出金、有価証券が増加するという変化が見られる。

ところが統計3によると、貸出金や有価証券を保有することに伴う収益(貸出金利息や有価証券利息配当金)の比率は、とくにこの10年間(1986-96)は大きく減少している。代わって収益に貢献しているのは、金利スワップ受入利息、役務取引等収益、国債や株式の売却益などとなっている。

貸出金に注目すると、統計2に見るように総資産に占める貸出金の比率は近年高まっている。しかし統計3が示すところでは、貸出金もたらす収益の比重は逆に大きく低下している。この低下の一つの背景に不良貸出債権の増加がある。

図2は全国銀行の貸出金と総資本などの変化を見たものである。これを見て興味深いのは貸出金と総資本の動きが1990年度以降、明らかにそれまでと違う、かなり鈍化した、あるいは低い、伸び率のパターンに移行したことである。またそれまでは0.6%前後でかなり安定していた総資本利益率が、次第に低下している。統計3によれば1990年度以降、資金調達費用は減少したが、営業経費(人件費・物件費)や貸出金や有価証券の償却費用は増加しており、こうした諸費用の増加が利益を圧迫したと考えられる。そうした中で不稼働資産化している不良貸出債権の流動化(売却による損失の確定、損失の直接償却による資産圧縮、売却=現金化による不稼働資産の稼働資産への転換)が、急がれることになったことが理解される。

日本における資産証券化の展開（上）

統計2 資産と負債及び資本の推移（全国銀行 年度 %）

	1976下	1983	1986	1990	1993	1996	76/86	86/96
(資産)								
現金預け金	8.4	16.9	16.2	13.6	11.1	7.3	92.9	-54.9
コールローン	1.1	4.3	3.1	2.0	1.6	1.1	181.8	-64.5
買入手形	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	100.0
買入金銭債権	na	na	0.0	0.1	0.1	0.2	uc	uc
商品有価証券	na	na	0.6	0.4	0.4	0.2	uc	-66.7
金銭の信託	na	na	na	0.6	0.7	0.7	uc	uc
有価証券	13.3	13.6	14.1	14.3	14.7	15.4	6.0	9.2
貸出金	58.5	53.7	54.2	56.2	63.4	65.6	-7.4	21.0
外国為替	5.0	2.3	1.4	1.0	0.7	0.7	-72.0	-50.0
その他資産	2.2	3.0	3.8	4.3	1.5	2.5	72.7	-34.2
動産不動産	1.3	0.7	0.6	0.6	0.8	0.8	-53.8	33.3
債券繰延資産	na	na	na	0.0	0.0	0.0	uc	uc
支払承諾見返	10.1	5.5	6.0	6.7	4.9	5.2	-40.6	-13.3
総資産	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		
(負債及び資本)								
負債	96.9	97.7	97.8	96.8	96.2	96.7	0.9	1.1
預金	65.3	66.0	64.1	65.1	65.0	63.9	-0.3	-0.3
譲渡性預金	na	3.8	3.5	3.8	3.0	5.3	uc	51.4
債券	7.9	6.8	6.4	5.6	6.6	6.0	-19.0	-6.3
コールマネー	2.4	4.7	5.0	4.6	5.3	4.7	108.3	-6.0
売渡手形	2.4	0.9	2.9	1.5	0.9	0.6	20.8	-79.3
借入金	1.6	1.6	1.3	1.5	2.7	3.1	-18.8	138.5
外国為替	1.1	1.0	0.6	0.2	0.7	0.2	-45.5	-66.7
転換社債	na	na	0.0	0.2	0.1	0.1	uc	uc
信託勘定借	0.8	2.0	2.2	1.9	4.0	3.2	175.0	45.5
その他負債	3.9	4.7	5.1	5.1	2.6	2.7	30.8	-47.1
貸倒引当金	0.8	0.5	0.4	0.4	0.7	1.4	-50.0	250.0
退職給与引当金	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	uc	uc
その他の引当金	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	uc	uc
支払い承諾	10.1	5.5	6.0	6.7	4.9	5.2	-40.6	-13.3
資本	3.1	2.3	2.2	3.2	3.8	3.3	-29.0	50.0
資本金	0.8	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0	-37.5	100.0
法定準備金	0.3	0.2	0.3	0.7	0.9	1.0	0.0	233.3
剰余金	1.9	1.5	1.5	1.7	2.0	1.4	-21.1	-6.7
総資本	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		

資料：全国銀行協会『全国銀行総合財務諸表』naは該当数値入手不能を示す

日本における資産証券化の展開 (上)

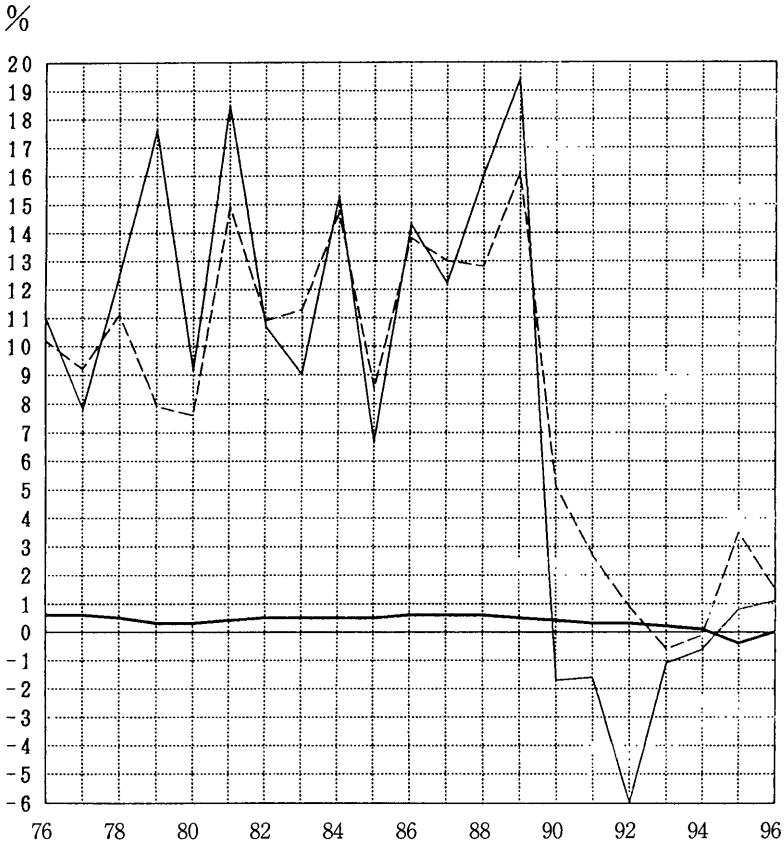
統計3 経常収益と経常費用の推移 (全国銀行 年度 %)

	1976下	1983	1986	1990	1993	1996	86/96
(経常収益)							
資金運用収益	93.1	93.0	88.1	88.8	83.6	76.4	-13.3
貸出金利息	71.1	56.7	53.3	59.0	52.9	37.3	-30.0
有価証券利息配当金	15.2	14.6	18.6	10.3	11.5	10.1	-45.7
コールローン利息	0.7	4.4	3.1	2.3	1.0	0.7	-77.4
買入手形利息	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	uc
預け金利息	na	na	na	12.2	5.0	4.5	uc
金利スワップ受入利息	na	na	na	2.3	10.2	19.2	uc
その他の受入利息	na	na	na	2.6	3.0	4.6	uc
役務取引等収益	3.3	3.2	3.8	2.5	3.4	4.0	5.3
受入為替手数料	na	na	na	0.9	1.4	1.7	uc
その他の役務収益	na	na	na	1.5	1.9	2.3	uc
その他業務収益	na	na	na	3.3	5.3	6.0	uc
外国為替売買益	1.2	0.6	0.9	1.2	0.7	0.5	-44.4
商品有価証券売買益	na	na	1.1	0.3	0.3	0.1	-90.9
国債等債券売却益	na	na	na	1.5	4.0	5.0	uc
国債等債券償還益	na	na	na	0.2	0.2	0.2	uc
その他業務収益	na	na	na	0.0	0.1	0.1	uc
その他経常収益	na	na	na	4.5	6.2	10.1	uc
株式等売却益	na	na	na	3.8	5.4	9.2	uc
金銭の信託運用益	na	na	na	0.4	0.4	0.3	uc
その他の経常収益	na	na	na	0.2	0.3	0.6	uc
信託報酬	1.4	1.3	1.9	1.0	1.6	3.5	250.0
経常収益計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
(経常費用)							
資金調達費用	66.9	79.5	76.4	82.4	65.8	51.3	-32.9
役務取引等費用	na	na	na	1.0	1.4	1.5	uc
その他業務費用	na	na	na	2.3	3.4	4.2	uc
営業経費	26.3	17.8	18.5	11.2	17.4	18.8	1.6
その他経常費用	na	na	na	3.2	12.0	24.3	uc
貸倒引当金繰入額	0.6	0.6	0.6	0.4	3.0	8.1	1350.0
貸出金償却	0.1	0.1	0.1	0.0	0.8	1.5	1400.0
株式等償却	na	na	na	0.5	1.0	6.6	uc
経常費用計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
経常利益/経常費用	10.6	8.3	11.8	5.3	3.5	-0.1	

資料：全国銀行協会「全国銀行総合財務諸表」

日本における資産証券化の展開 (上)

図2 貸出金と総資本、総資本利益率の推移 (1976-96)
(全国銀行 年度 %)



資料：全国銀行協会「全国銀行総合財務諸表」 年度（一部換算）
対前年度伸び率 貸出金-- 総資本—；総資本経常利益率—