

# 日本における資産証券化の展開（下）

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）（以上前号）

- 3 ノンバンクの資産証券化（以下本号）
  - 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 不稼働資産の稼働資産への切り換え
  - 4-2 不良債権処理の本格化
  - 4-3 資産流動化と外資の役割

参考統計（下）

主要参考文献

## 3 ノンバンクの債権流動化

### 3-1 ノンバンクへの規制

この資産流動化の問題でノンバンクは差別的取扱いを受けてきた。そもそもノンバンクは出資法により、貸付資金を市場から債券を発行して調達

## 日本における資産証券化の展開（下）

することを禁じられてきた。この制限はしかしようやく、98年内にも制定が見込まれる「ノンバンク社債発行法（仮称）」によって、金融監督庁に登録し一定額以上の自己資本を保有し銀行並の不良債権開示を行うノンバンクに対し貸付資金調達を目的とする社債の発行が認められることになり、遂に大きく緩和される見通しである（これに先立って1998年6月には金融関係の行政指導色の強い通達が一括して廃止され、銀行はCPやCDを自由に発行できるようになった）。

また1993年前半までノンバンクはCPも全く発行できなかった。1987年から事業会社にCPが解禁されていたことを思えば、事業会社に比べても日本のノンバンクは資金調達上は不利な立場にあった。アメリカのノンバンクをめぐる環境とは違いがあった。

しかしその不満が結果として、後述するように特定債権法の制定により、日本でノンバンクの資産から債権の小口流動化商品が整備される圧力を生み出すことになったとも言えよう。

ところでアメリカでの資産担保証券の動きと日系ノンバンク企業とは意外に早い段階に結び付いている。米国で自動車ローン債権を担保にした資産担保証券は1985年に発行が始まるが、米国に進出している日産の販売金融会社（これもノンバンクと言える）がそれを真似るのは1986年であるから、かなり早かったと言える。

日産自動車の米国販売金融会社、ニッサンモーターアクセプタンス(NMAC)は1986年に日系企業として始めて資産担保証券を発行している。日系企業によるABS発行はその後、ABSによる資金調達が必ずしも割安でなかったためにしばらく途絶え、1990年代に入ってから再開される。1991年9月にNMACは、ABSを5億ドル（平均満期2年）を発行してABS発行を再開した。92年10月までに計4本23億3000万ドルを発行している。その後、本田、トヨタ、三菱の各現地販売金融会社もABS発行に追随した。

## 日本における資産証券化の展開（下）

なお売掛債権について90年8月にシティバンクが川崎製鉄の売掛債権を米国で流動化した事例を挙げたが、ほぼ同時期の90年秋からダイエーファイナンスのクレジット債権がやはりシティバンクのアレンジで米国でCP流動化されている。

### 3—2 ノンバンク規制の段階的解除

直接金融の道を閉ざされていたことに対するノンバンクの不満は強かった。またバブル経済が終焉してみるとノンバンクは多額の不良債権を抱え、その意味でも資金力の強化が求められたのである。

92年6月に制定された特定債権法（平成4年法律第77号）で、ノンバンクが抱える金銭債権について信託方式など小口流動化の道が整備された（施行は93年6月）。この法律には年来のノンバンクの要求である、間接金融に代わる新たな資金調達を段階的に開くという意義とともに、ノンバンクの資金繰りを助ける差し迫った意味もあった。

特定債権とは、契約期間が1年以上のリース債権（またはリース資産）、2ヶ月以上3回以上の割賦金銭債権（クレジットカード債権、自動車ローン債権、割賦販売債権）、それにリボルビング方式のクレジットカード債権である。この法律はノンバンク業界にとっても（貸付債権や売掛債権を含まない点で）、保有債権の一部の流動化に限定した法律であった。またこの法律が小口流動化の形式として当初認めたものは、信託方式、SPC—譲渡方式、SPC—出資（匿名組合）方式の3つ。CPや社債型はそこに含まれていなかった。そのためこの法律の当初の流動化商品は転売が困難との評価となり、投資家の範囲は中小企業金融機関や事業法人などに限定され、3～6ヶ月の短期物が中心になった。なお93年10月に日本リースが信託型で50億円販売したケースが同法施行後の最初の流動化である。

しかし93年6月の特定債権法施行と踵を接して特定債権流動化とは別に、93年6月から大蔵省はノンバンクにCP発行を解禁した。ただし、資

## 日本における資産証券化の展開（下）

金使途を、リース資産の購入、自社設備投資などに限定し、貸付資金を対象外とした。また、借換しても9ヶ月以内、つまり短期資金として使うよう指導した（いわゆるロールオーバー制限）。

その後、すでに述べたように94年9月からは特定債権法の対象債権についてノンバンクに対し海外ABSの発行（SPCを海外に設立し特定債権を担保に社債を発行すること）が認められた。その販売対象は非居住者のほか本邦金融機関もよい（つまりこのABSの国内還流を実質的に容認）とされた。最初の発行は、94年11月の日本信販によるユーロ円債150億円（国内自動車ローン債権）である。期間4年の変動利付き債で券面は1億円であった。翌月の94年12月には日本リースが米SECへの登録をクリアして米公募市場で1億4800万ドル（国内リース債権）を発行した（『銀行法務』1997.3）。

96年3月にノンバンク発行のCPについてのロールオーバー制限が解除され、ノンバンクはCPを中長期の資金調達手段としても使えるようになった。そして96年4月には国内ABS、国内ABCPが広く認められるようになった。このときノンバンクについては特定債権法の施行令一部改正（平成8年政令第67号）により、CPや社債による流動化が認められた（CP発行において問題となる格付けの取得は、特定債権法CPについては不要とされた）。96年7月からはノンバンクが発行するCPの資金使途が、貸付金を除いて自由化された。

このような規制緩和を受けて96年春からの一般企業による売掛債権CP（ABCP）の発行開始に続き、96年の夏から秋にかけてノンバンクによる国内ABCP・国内ABSの発行開始が観察される。

最初の国内ABCPは、96年8月に住銀リース、オリックスアルファがそれぞれ発行した。いずれもリース債権担保。前者は3ヶ月物100億円。後者は1～6ヶ月物6本で計26億円。最初の国内ABSは96年9月に2件。オリエントコーポレーションが発行したものは公募型（自動車ローン債権担保）で発行額300億円（このオリコの事例についてはNN96/9/2；『金融』1996/

10；『公社債月報』1996/11；『銀行法務』1997/3など多数の紹介がある）。他方、日本リースが発行したものは私募型（リース債権担保）で発行額100億円であった。その後、96年11月には住銀リースがやはりリース債権担保、私募型で100億円発行して追随した。

ノンバンクから見れば金利面で銀行借入よりわずかに安く資金調達ルートも多様化できた。とくに1997年後半から銀行の貸し渋りが顕著になると、調達ルートの多様化は重要な問題になった。調達資金を借入の返済に回せば総資産の圧縮効果も出た。投資家からは大口定期より高い利回り、あるいは同格の普通社債より高い利回りが歓迎された。

## 4 金融機関の資産流動化

### 4-1 不稼働資産の稼働資産への切り換え

#### 4-1-1 日本における金融機関の資産流動化の起点

金融機関の資産流動化で初期の仕組みとして引き合いに出されるのは、住宅ローン債権信託と住宅抵当証書制度である。

住宅ローン債権信託は、1973年6月に当時整備され始めた住宅金融専門会社の資金調達手段として導入されたもので信託受益権証書の売買の形をとって信託銀行の長期資金を住専に流す仕組み（7年後に住専が買い戻すもので現先取引に似ている）として出発した。その後、金融機関の住宅ローン流動化や自己資本比率対策にもこの枠組みを使いたいとの発想から1988年6月に見直しが行われた。委託者に住専以外の金融機関をまた、販売先に機関投資家を加え、オフバランス化（また債権の早期回収）のための売り切り方式導入などの措置が取られた。しかし結局、住宅ローン債権信託は開花しなかった（その理由として流動性に難点があるとの指摘もあり、平成4年、1992年の証券取引法改正では政令指定を受けて有価証券扱いできることが法律に明記され、93年3月にその指定を受けた）。

住宅抵当証書は1974年9月に住専を含む金融機関が抵当権者となる非提

## 日本における資産証券化の展開（下）

携方式の住宅貸付債権の流動化のために導入された（74年当時は都銀や地銀など住専以外の金融機関の発行比率は54%を占めたがその比率は次第に低下し、70年代の終わりには10%程度になった。抵当証書の買い手は住専については主として長信銀、生損保。住専以外については主として生損保であった）。しかしその後、保証会社・保険会社が抵当権者となる提携方式の債権が急増したことから、1979年6月には提携方式の債権も対象に含めるよう制度改正がなされた。なお抵当証書は再譲渡はできない。しかし住宅ローン債権信託も住宅抵当証書も数回の制度改正にも関わらず、住専以外にはほとんど利用されずに現在に至った（後掲統計4）。

住宅ローン債権は企業向け債権に比べればリスクが低く（リスクウエイトも低く）、かつスプレッドは高い。しかも銀行の資産に占める比率は決して高いものではなかった。日本で住宅ローンの流動化が、これまで活性化しなかったのは、当然だと言えよう。

### 4-1-2 債権譲渡方式の導入（1990年3月）

日本の金融機関が資産流動化を意識し始めるのは、バブル経済崩壊後の決算対策のときからである。89年12月をピークに株価が下落に転じるとともに、企業向けの貸出債権の流動化が自己資本比率を維持する方策として注目されるようになった。株価が下落すると、自己資本に算入されている含み益が減少し、含み益込みの自己資本は小さくなる。他方、貸出債権を流動化し、貸出からリスクウエイトの低い資産に資産構成を改めることができれば、自己資本比率の分母である、資産ごとにそのリスクウエイトを掛けたものの和としての総リスク資産（risk asset）は小さくなり、自己資本比率は改善される。

1990年に入ってからの株価下落を受けて1990年3月、つまり年度末の押し迫った時期に一般貸出債権流動化解禁通達が出された（平成2年蔵銀第521号）。これはいわゆる第三者対抗要件具備のためには債務者の承諾（通

## 日本における資産証券化の展開（下）

知)を必要とする指名債権譲渡方式で、金融機関同士での譲渡を認めたものであった(金額1億円以上)。

この時点の通達はBISによる自己資本比率規制を達成させるために緊急に取られた措置であることを示している。

債務者の承諾は、かなりむづかしかった。債務者側の企業の側には承諾とともに買取側などに情報開示の義務が出てくる点も問題があった。また買取しとか債権の保証をしないという枠組みでスタートしたが、買取側にとっては転売の可能性もない流動性の低い商品であることも問題だった(短期商品と運命付けられることになった)。

この通達を受けて最初に流動化を行ったのは富士銀行と埼玉銀行(現あさひ銀行)であった。90年3月末までに富士銀行は3回に分け計400億円を流動化した。100,200,100億円と分け、それぞれをさらに2-3本に小口化して販売した。埼玉銀行の場合は、短期債権130億円を5-6本に小口化したとされる。それぞれ30-50億円程度の販売単位、購入先は外資系銀行、生損保などとされる。

こうして始まった貸出債権流動化で当初対象になったのは短期のそれも比較的優良な債権であった(不良債権の売却は少しあとになる)。

その後、制度の改善も行われた。1991年11月には、90年通達では義務化されていた債務者の事前の包括承諾が選択制になり事前承諾省略方式が導入された。長期債権の譲渡については売買の都度承諾が不要とされ、また譲渡先に機関投資家を加えられた。なお、投資家としては債務者の承諾を取っていないと第三者対抗要件を具備できていないという法律問題は残された。

### 4-1-3 信託方式の導入(1992年12月)

1992年12月には販売対象を金融機関に限定して信託方式が認められた(平成4年蔵銀第2072号)。これを一般貸付債権信託と呼ぶ。そもそも貸出債

権の流動化の障害の一つに、債務者が原債権者との関係を失うことへの抵抗感があった。しかし法的には、貸出債権のような指名金銭債権の譲渡について第三者対抗要件を得るには、譲渡について原債務者に通知し同意を取る必要があった。しかし譲渡には債務者側の企業に、原債権者である金融機関との関係を切断されること（そうした情報が外部に漏れること）への心理的抵抗があった。信託方式では原債権者と原債務者との法的関係は変化しないので、同意を取る必要が無いとされた（流動化の範囲を広げることが可能になったが真正譲渡でない問題は残る）。また信託受益権の形での小口商品化（販売単位1億円以上）も可能になった。

信託受益権を構成するときに多数の貸付債権をプールすることも可能で、信託方式の導入によって、資産担保証券の発行にかなり近い仕組みを作ることが可能になった。たとえば1995年1月に日本債券信用銀行が販売したものは、まず中小企業向け等一般貸付債権51本をプールした原貸付債権172億円をもとにした貸付債権受益権のうち優先受益権134億円を販売したものである。プーリングによるリスク分散や優先劣後構造による信用補完などの仕掛けが使われている。

信託方式はSPC方式に比べ5億円未満の小口の債権流動化もコスト的に引き合うとされる。反面、売切方式の場合、信託法上の帳簿閲覧権から投資家に原債務者を開示せねばならず、しかし債務者にも債権者にも開示には心理的抵抗感が強いとされる。

この信託方式の導入を受けて、都市銀行は93年から96年にかけて自前の信託子会社を設立する。信託子会社の設立の目的については色々な憶測があるが、不良債権流動化の処理を自前で言う体制作りがその一つだったことは今の時点から振り返れば明らかである。

信託方式については制度的な改善がその後も大蔵省の通達改正の形で加えられる。1994年4月には、地方公共団体（地公体）向け貸付債権についても信託方式による流動化（販売単位1億円以上）が可能になった。これは



## 日本における資産証券化の展開（下）

他の債権の流動化措置が進むこととのバランス上取られた措置との説明がなされた。

そして1997年3月末に大きな通達改正が行われる。信託方式による貸付債権について住宅ローン債権信託，一般貸付債権信託，地公体向け貸付債権信託と3区分化していたものを，貸付債権信託に統合1本化する。その上で最低販売額規制，譲渡先制限などを撤廃するというものである。また自己の貸付債権を自己の窓口で売ることも可能とされた。これで理屈上は自己債権を小口化して個人向けに販売することも可能になったのである（1997年6月には貸付債権信託受益権は「みなし有価証券」の指定も受けている）。

### 4-1-4 LP方式（1995年6月）

貸付債権の流動化でもう一つ大きな画期になったのは，95年6月のLP（ローンパーティシペーション）方式の導入だった（平成7/6/1大蔵省事務連絡による）。

これは，譲渡の対象を貸付債権そのものから，貸付債権の元利金を受け取る権利としたものである。その結果，原債権者と原債務者との法的関係は債権譲渡後も変化しない権利構成を可能にしたものである。それゆえ，債務者の同意が不要になる点は信託方式と同様である。

また譲渡方式の場合，債権自体が譲渡されているから投資家側から債務者への直接権利行使の可能性がある。これは債務者側からは嫌われる。LP（そして信託）方式では，こうした可能性が排除されているが，逆に投資家側には直接権利行使ができないために，それだけ投資のリスクが高くなっていると言える。

なお原債権を特定でき，原債権へ権利あるいはリスク負担がない，買戻し義務がないといった，条件を満たすとオフバランス化ができる。

なお95年6月2日に東海銀行が貸出債権100億円分について元利金を受け取る権利を地方銀行や外国銀行など4-5行に対価と手数料を取って譲渡

## 日本における資産証券化の展開（下）

する契約をまとめたとされるのが、最初の LP 方式である。

信託方式や LP 方式など流動化商品は、すでに説明した売掛債権の流動化商品同様に大口定期を上回る利回りとなっており、低金利下の投資家を引きつけた。しかし債務者の同意を外したままでは、金融機関と債務者との間の法的関係が続いており、「完全な譲渡」とは言えないという問題（投資家にとってのリスク）が残されていた。これに代わるものとして期待されたのが、完全に売り切りとなるバルクセール方式である。しかしその日本での登場にはなお時間が必要だったのである。

### 4—2 不良債権処理の本格化—資産担保証券方式の登場（1995年7月）

日本の金融機関が不良債権の処理で、資産担保証券方式を使うのは1995年に三菱銀行が海外 SPC 方式で流動化を図ったのが最初である。

そもそも都市銀行の上位行を中心に不良債権に引当金を付けるといった処理が進展してはいたが、最終的に不良債権を帳簿から落とす（消す）ためには、担保不動産を処理して損失を確定してゆく必要があった。

この処理をしない限りは、たとえ貸倒れ引当金を十分計上していた（間接償却をしていた）としても帳簿の上で不良債権が残り、収入を生まない不稼働資産であるにもかかわらず、自己資本比率規制や引当金などのコスト負担の要因になる。帳簿に残されている限りでは、担保不動産価格が下落すると損失見込み損額（含み損額）が拡大してしまう。これを流動化（現金化）できれば、帳簿の上でも不良債権を消す（直接償却する）ことができ、損失額を確定できる（その年度の課税対象所得を減らす効果がある）ほか、現金が回収され、うまく行けば不稼働資産 *nonperforming asset* を稼働資産（収益資産）に切り換えることができ、比率規制の負担の軽い資産に乗り換えることも選択できる。もちろん引当金も不要となる。

このような処理の枠組みとしては共同債権買取機構が1993年に設立され、時価で不良債権の買取を始めた。1998年3月末までに、元本額で15兆円の

## 日本における資産証券化の展開（下）

不良債権を5兆8000億円で購入し、担保不動産の売却などにより1兆2000億円を回収する成果を挙げている。完全な買取ではなく不動産価格が下落して機構に損失が出た場合は銀行の2次損失となる。こうした点から、金融機関の共同出資により設立された機関であり、債権の移し替えに過ぎず最終処理を先送りしているだけとの批判もある。また債権の買取範囲が、「健全な銀行」の不良債権（第三分類債権・第四分類債権）のうち不動産担保付きのものに限られる点は、銀行界にも不満がある。

こうした機構による買取りに比べて債権証券化がより広範囲にかつより徹底した償却を可能にする点が注目される。しかし債権証券化を国内で行うには国内にその市場を作ってゆく必要があったが、そのためには法制的整備も必要だった。銀行は時間のかかる国内法の整備（表3を参照）を待たず海外での流動化を始めた。95-96年にかけて債権証券化の様々な試みが海外市場で行われた。

95年7月に三菱銀行が行ったのは、海外SPCによるゼロクーポン債の発行だが、その資金で、日本信託銀行の信託勘定を通じて担保不動産を実勢価格（30件、簿価200億円）で購入し、その信託受益権は宅建業者が購入するというもの。問題のユーロ円債はゼロクーポン債で単利ベース年利3.2%程度、期間5年3ヶ月、発行額100億円、額面116億8600万円（KW95/7/31；『金融』95/8ほか）

クーポン債の償還資金として不動産の将来の売却収入を当て込んだものだが、三菱とすれば損切り（損失確定）の形で担保不動産の処理を行ったことになる。担保不動産処理について証券化の仕組みを使った先例を切り開いたとされる。同様の仕組みで三菱は96年7月にもユーロ円債100億円（但し期間は5年）を発行した。

これに対してもう一つのタイプの先例となったのが、96年8月に富士銀行が行ったものである。96年8月に富士銀行は、海外SPCによる利付きユーロ円債を発行したが、これは、宅建業者を間に入れて安田信託銀行の

## 日本における資産証券化の展開（下）

信託勘定を通じて担保不動産を実勢価格の40億円で購入するところまでは三菱と同じだが、ただし海外 SPC 自体が信託受益権を購入する形を取るもの。またゼロクーポンではなく5年物の利付き債で、利払いの源資として不動産から上がる賃貸収入が予定された点も異なる（KW96/9/30ほか）。

利払いの源資の点から富士のケースは三菱の場合とは違い、土地の値上がり益（不動産市場の回復）を当てにしない証券化の先例として注目されることになった。

ここで今一つ注目されるのは海外で発行されたものとはいえ、これらの債券の購入者が日本の生命保険会社や地方銀行など日本の金融機関、機関投資家であり、投資に伴うリスクを強く警戒しており、償還の保証（不動産の値下がり時の償還資金の保証）を三菱や富士が7割入れざるを得なかったということである。しかしこのような条件（保証や買戻しなど）付きの場合、原債権者である金融機関はこの債権と実質的に切り離されていないと見なされる恐れがある。

このことは原債権者の信用リスクにこの債権の信用リスクがなお影響し、また逆にこの流動化商品の信用リスクに原債権者の金融機関の信用リスクが影響を与えることを意味する。これは資産流動化の目的の一つであるオフバランス化という問題からすれば困った問題である。

オフバランス化を達成しようとするれば、リスクを引き受ける海外の投資家への売却に依存せねばならなかったのだが、この海外投資家の登場をどう評価するかについては節を分けて議論したい。

なおリスクについては、第3者がこの信用リスクを負担するという解決方法もある。損害保険会社などがこうした保証ビジネスに名乗りを挙げている。

損保が信用保証に絡むことで仕組みへの信頼が高まるというもので、1997年3月には長期信用銀行と日動火災・千代田火災、また三和銀行と東京海上といった組み合わせが見られた。仕組みは色々だが、1998年2月にセ

## 日本における資産証券化の展開（下）

表3 関連法等の整備状況

98.6.5に国会で可決成立した関連法

- ・特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC法、98.9.1施行）
- ・特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律の施行に伴う関連法律の整備等に関する法律

証券化するときに設立する特別目的会社について設立要件を緩和するほか、不動産取引税などの軽減措置など

金融監督庁への登録 最低資本金1000万円のところを300万円

取締役数3人以上のところ1人以上 法人税は特例

不動産取引税 登録免許税を通常の半分 特別土地保有税は非課税

- ・債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律（98.10.1施行）  
法人が譲渡する金銭債権について、登記によって第三者対抗要件を簡易に具備することを可能とした（債権譲渡登記制度を新たに設けたもの）。

通達の見直し（98.6.8）による関連する変更点

- ・金融機関によるCP発行を可能にする（ノンバンクも直接発行が可能になる）  
発行期間制限（1年未満）・発行額の制限（1億円以上）をなくす。
- ・私募債の転売制限（発行後2年間の転売禁止）をなくす。
- ・貸付債権流動化商品の転売を解禁する。

98.10.12に国会で可決成立した関連法

- ・債権管理回収業特別措置法

弁護士しかできなかった債権の回収業務を民間会社（サービサー）にも解禁する。扱える債権は当面、金融機関等の貸付債権に限定し、一般企業の売掛債権は除外する（弁護士会の反対で売掛債権を除外したが、債権の範囲が限定されるとサービサーの経営が安定しない懸念もある）。

- ・競売手続き円滑化法

裁判所が担保不動産を強制的に売却する競売の手続きを迅速化する。競売物件を担保にして住宅ローンを組みやすくする制度も新設し、一般の人の競売参加を促す。

- ・特定競売手続き調査評価臨時措置法

住宅金融債権管理機構が申し立てた競売手続きで同機構が作った担保物件の評価資料を利用できるようにする。

- ・根抵当権付き債権譲渡円滑化臨時措置法

根抵当権付き不良債権につき、金融機関が共同債権買取機構などに売却する際、借手の同意を得なくても済むようにする。

資料：新聞報道（N.Aほか）

## 日本における資産証券化の展開（下）

ントラルリースが発行した300億円の国内公募 ABS の場合は、公募債では始めて東京海上火災によって「フルラップ型」という保証が付いて注目された。通常の保証では保証範囲がリスクの一部に限定されているのに、元利払いを包括的に保証するというもの。

これに対し通常は部分保証で、たとえば横浜銀行が1998年3月に約400億円の不動産担保付き貸出債権を東洋信託銀行や SPC を使って、額面100億円、期間3年の社債として国内機関投資家に販売したとき（償還資金は将来の不動産売却収入）は、①償還資金の不足について②横浜銀行が保証する約20億円強以上の部分を三井海上火災が保証している。いずれの場合もトリプル A という損保の信用格付けが役立っているのである。

なお損保の保証については損保の格付け自体にマイナスの影響を与えるとの見方もあるが、保証する側もリスクを査定し再保険など損害を回収する仕掛けを仕組むので実態は「ノーロスアンダーライティング」（危険はない保証）だとされている（NN98/4/13）。

### 4—3 海外の投資家への邦銀の不良債権売却の意義

#### 4—3—1 海外資産の処分（1992～98年）

邦銀の不良債権処理をめぐっては、海外の投資家がおもっぱらその購入者となっている点が注目される。またこの処理はまず海外資産の処理の問題として現れ、それから国内の資産の処理に問題の中心が移る経過を辿った。これらの海外資産は国内の貸出資産とは異なり、優良貸出先に対するものが多い。不良債権の売却とは区別する必要がある。

なお海外貸出や海外資産の圧縮が多く銀行では国内貸出の圧縮に先行して行われた。そこには自己資本比率規制達成のためのリスク資産圧縮要請、海外での資金調達力の低下、国内貸出量の確保の優先、海外では債権流動化商品を購入する投資家層が厚い、などの諸事情が見え隠れする。

その過程でアメリカの不良債権売買市場を使って邦銀が不良債権を処分

する動きに出たことは注目される。ただしこれはあくまで邦銀がアメリカでこしらえた不良債権の処分である。1992年8月のことであるが、さくら銀行がヒルズデパートメントストアーズ向け融資1000万\$を、また三和銀行はR・H・メーシー向け融資約1億ドルを、それぞれ売却している。不稼働債権を自己資本などを負担して残しておくよりは、差損を覚悟で現金を回収して稼働債権に変える方がいいに決まっているが、そうした市場は日本ではなお形成されていなかった。しかしこうした市場を日本で形成するにはどのような条件が必要か。この頃から日本の金融機関はアメリカでの売却の経験を重ねて、不良債権の処分方法の実務的検討を進めていたと言えよう。

97年度に入り邦銀の中には不良債権処理とも絡んで、これまでより早いテンポで海外の資産の処分・縮小に乗り出すものが続出した。この背景には1998年4月からの早期是正措置導入が射程に入ってきた問題がある。この段階では買手として、もはや日本の銀行が登場する余地は乏しく、海外の投資家が邦銀の債権（処分資産）を取得する例が大変目立った。もともと欧米の金融機関との競争もあり、欧米企業向けの貸出の利鞘が薄かったところに、2—3で述べたようなジャパンプレミアム（海外市場での邦銀への上乗せ金利）が邦銀への信頼低下の中、拡大したため、邦銀にとって海外向け貸出の多くは採算割れになっていた。

とくに97年11月の金融パニック（『立命館経済学』46巻4号に私自身による説明がある）を契機とするジャパンプレミアム再燃による日本の金融機関の海外調達資金コストの高騰は邦銀の海外業務の多くを採算的に割に合わないものにした。加えて円安の進展は海外資産が自己資本比率を計算する際の実効分母項目の中で異様に膨張する結果を生んでいた。単に国内より先に海外の不採算取引を圧縮するという段階論ではなく、海外資産の大胆な切捨てが不可避だったのである（周知のように円高局面では海外資産が円評価では縮小するため自己資本比率が改善されてしまう。金融機関の自己資本改善への意

## 日本における資産証券化の展開（下）

欲はしばしば円高によって中断されてきたのであった)。

ところで債権の売却には、撤退問題（完全な清算）が絡んでいる場合と、資産圧縮（財務の効率化）が第一の目的である場合とがある。

97年5月、すでに経営再建策の一環として海外業務からの全面撤退を表明していた日本債券信用銀行は、ニューヨーク拠点の米国企業98社向け債権12億3000万ドルを入札の結果、有力投資銀行のリーマンブラザーズに売却を決定した。またロサンゼルス拠点の米国企業向け債権10億ドルについては同じく入札の結果、メリルリンチがこれを取得した。なおメリルリンチは同時期に北海道拓殖銀行の米国での融資債権を取得したとされる（債権額不明）。これらの債権はその後、小口に分けて米国の投資家に転売されたと考えられる。97年10月には日本長期信用銀行がニューヨーク支店が持つ米企業向け債権27億ドルを、私募債のABS形式で3年物と5年物に分けて米国の機関投資家向けに売却した（主幹事ゴールドマンサックス）。

海外からの撤退の場合、たとえば、大和銀行がNY支店の巨額損失事件に絡む不祥事のためアメリカから撤退したときは住友銀行がその資産を引き継いだ（96年1月）。しかしそのときは異なり、最近では海外の投資家だけが買手になっている。これは、日本の金融機関の状況がその1年半ほどの間に大きく変化し、余裕がなくなったことを示唆している。

象徴的なことに、住友銀行は98年3月までに大和銀行から買収した14支店を含め17の海外店の廃止を決めた。また同時に14支店と米国の銀行現地法人である加州住友銀行（1952年設立、支店数47、総資産額52億ドル）を現地の金融機関に売却する交渉を進めていることが明らかになった。しかし加州住友銀行の売却交渉は難航し、売却価格は当初約10億ドルとされていたものが、3月末にユタ州の銀行サイオンスコープが5億4600万ドルで買取に合意した。

日本興業銀行は1998年1月、NY支店の持つ米企業向け貸出債権のうち12億ドルをSPC経由で証券化し欧米の投資家に販売することになった。



日本における資産証券化の展開 (下)

また、住友銀行では、1998年3月には米国企業向け債権24億ドルを、さらに4月には英国の企業150社向け貸出債権13億9500万ポンドをそれぞれ証券化した。また三和銀行は、米企業向け債権17億ドルを、1998年3月に金融資産証券化投資信託 (FASIT) という新方式で証券化し、販売している。さくら銀行も1998年3月に欧米企業向け債権を合わせて2000億円売却している (そのうち1000億円はロンドン支店分でパークレイズキャピタルに一括売却された)。

これらの中で日本興業銀行は、設計から販売までを興銀系各社で一貫して行った点で注目された。これは日本興業銀行の英証券現地法人 IBJ インターナショナルにとっては貴重な実績になった。ユーロ市場での引受業務が競争が激化し、収益が減っているなかで、仕組み債ビジネスを収益の柱にすることが意識されている。

なおこの時期には海外資産を切り捨てるだけでなく、海外で巨額の永久優先証券 (配当は出すが普通株式への転換権は付与されていない) の発行が盛んに行われた (表4-1)。海外資産が円安の進行で膨張する中、ドル建ての自己資本の強化は有効な連結ベースでは自己資本の強化と考えられたのである。1998年3月末に実施された公的資金 (預金保険機構の金融危機管理勘定に配分された国債3兆円と日本銀行借入枠10兆円) 投入 (表4-2) に前後する各金融機関のこうした自助努力にも注意する必要がある。

こうした資金確保の他方では各行で驚くほど多額の損失処理があった。

表4-1 海外での証券発行例 (1998年2月～1998年3月)

銀行名	発行時期	発行者	内 容	規 模
住友銀行	98年2月	米孫会社	ドル建て永久優先証券	18億ドル(予定10億ドル)
興 銀	98年2月	米孫会社	ドル建て永久優先証券	10億ドル
三和銀行	98年3月	本 体	円建て優先株4000万株	1200億円
東海銀行	98年3月	米孫会社	ドル建て永久優先証券	10億ドル
富士銀行	98年3月	米孫会社	ドル建て永久優先証券	10～15億ドル

資料：新聞各紙報道による

日本における資産証券化の展開（下）

表 4—2 公的資金投入規模例（1998年3月30日実施）

銀行名	種類	金額
住友銀行	劣後債	1000億円
興銀	劣後債	1000億円
三和銀行	劣後債	1000億円
東海銀行	劣後ローン	1000億円
富士銀行	劣後債	1000億円

資料：新聞各紙報道による

たとえば富士銀行は98年3月末付けで関連ノンバンク4社に合わせて3500億円の資金援助を行った。あるいはほぼ同時期に東京三菱銀行は系列ノンバンク3社に1900億円、また系列の日本信託銀行に1000億円の資金援助を行った。またアジアの経済危機に対応して東京三菱、三和、さくら、住友、富士、第一勧業の大手6行では500-200億円程度の引当金処理を行った。しかし大手6行の債務保証を含むアジア向け債権額は97年9月期で371～124億ドル（4.8～1.6兆円）もあり（A98/4/18）、今後処理額が膨らむ恐れもある。

4—3—2 国内不良債権の処分—バルクセール方式の登場（1997年4月）

国内不良債権の処分はどうか。1997年に至ってバルクセール bulk sale 方式が登場することになった。これは担保不動産付き不良債権を銀行の保証や買戻しの条件をつけず、完全な売り切りにするもの（債権管理の要員も置かない）。債権者の変更も債務者に通知して真正譲渡の形式を整えたもの。もちろんオフバランス化効果がある。

多数の不動産担保付き不良債権を（実態は目玉物件と無価値な物件とを組み合わせ）バックにしたもので、担保不動産の実勢価格から売却価格が割り出されている。担保付きのため直接償却しにくい債権を、売却により最終的な処理に付す効果がある。

## 日本における資産証券化の展開（下）

バルクセールは90年代前半に米整理信託公社 (RTC) が導入し、大量の不良債権の処理に役立ったとされる。日本では97年4月に東京三菱銀行が最初に行い、97年10月に住友銀行が追随したが、いずれも米国の機関投資家向けに行っている。つまり日本の投資家はこうしたリスク付きの投資に関心を向けないと判断されたわけである。

こうして海外の投資家に依存する形で不良債権の最終処理に日本の金融機関は入り始めたのである。

97年4月の東京三菱の場合は20-30件の不良債権をまとめたもので元本額は50億円（カーギル系の投資会社に売却）。なおカーギルは米国の穀物商社。カーギルグループはその後、1998年2月末に山一ファイナンスの営業貸付金2800億円の譲渡で山一ファイナンスと合意した時にも名前が報道された。なお山一ファイナンスはこの合意を受け1998年3月に東京地裁に自己破産を申請、破産宣告を受け倒産した。

97年12月にも東京三菱は元本額125億円の不良債権の売却に成功した（今度の相手はゴールドマンサックス=GSの不動産子会社で売値は元本の3割程度=40億円前後と推定されている）。また共同債権買取機構を通じて元本約200億円分を米国の投資ファンド、ローンスターオポチュニティファンド（このファンドは不良債権専門ファンド=ハゲタカファンド *vulture funds* として著名）に売却した。なお東京三菱に対して不良債権の買取を打診してきた欧米の金融機関やファンドは40社以上にのぼった。なお東京三菱は売却と同時にゴールドマンに売却価格の半額を円建てで融資し金利収入を得ているとされる。

1997年10月の住友の場合は250社向けの不良債権約400億円を売却したもので売却価格は120から150億円の間（元本額の30~37%）。相手方はGS（GSに対して住友銀行は1986年に約5億ドルを出資している）。98年3月にも住友銀行は300社向けの不良債権1000億円を、米国系金融機関が全額出資した国内法人に売却した。売却価格は100億円程度（簿価の10%程度）。これも保

証や買戻し条件を付けない売り切りのバルクセール（売り切り方式では過去最大の案件）であった。

GS への売却については、担保不動産の価格の算定にあたって、派生投資価値 (derived investment value) 法が国内で始めて用いられたとされる。派生投資価値法は、不動産が生み出す収益を基準に不動産価値を算定するもので欧米では不動産価値算定に一般に用いられる方法である。日本で一般的だったのは取引事例比較法である。もう一つ注目されるのは、97年12月の場合に、買手である GS に東京三菱が購入資金を融資する「セラーフアイナンス」が行われたが、その方式が、いわゆるノンリコースローン（求償権が担保物件に限定される）だった点である。日本では一般にはリコースローンが行われ、未回収債権が残る限り求償権が債権者にはあるのが一般的である (NN98/2/23)。

このように買手の主体が外人になることによって欧米の不動産取引や融資取引における慣行が、日本に入ってきたことが注目される。

#### 4-3-3 資産流動化と外資の役割

98年3月には自己資本比率対策と見られる債権流動化がほかにも見られるが、この段階では買い手は決まって（例外もあるが一般的には）外資であった。

さくら銀行は98年3月末までに、不良債権4000億円を、メリルリンチとローンスターオポチュニティファンドに売却した。内容は、経営破綻先債権と6ヶ月以上延滞債権、企業および個人向け約1000件。売却価格は約600億円（簿価の15%）。LP方式のため債権回収はさくらが行うがこの点が評価され、完全な譲渡より高く売れたとの評価がなされた。

三和銀行も簿価で1500億円の不良債権をメリルリンチとセキュアードキャピタルに売却した。三井信託銀行も簿価で1300億円の不良債権をセキュアードキャピタルに売却している (NN98/9/14ほか)。

## 日本における資産証券化の展開（下）

こうして98年3月末までに、大手米金融機関などが購入した邦銀の国内不良債権は簿価ベースで1兆円、投資額ベースで8億ドル（1000億円程度）を越えたと見られる。簿価に対する売却価格の割合は5～30%、平均では約10%とされ、邦銀側からは担保価値の20%程度の回収にしかならないとされた。

ただ事件も起こっている。富士銀行は98年3月末までに、国内企業80社向け2500億円の貸出債権を資産担保証券化して欧米市場で売却するはずだった。ところが仲介しているGSが上乗せ金利を要求、話し合いはもつれ売却直前に売却は流れてしまった。しかし富士銀行は98年3月期に既定の3500億円に及ぶノンバンク支援をあえて実施している。

外資の側では97年末にゴールドマンサックス(GS)だけでも98年中に最大5000億円の邦銀不良債権を購入する計画を表明。地価の値下がりによって、投資採算に合う物件が目立つようになったことが背景にある。なお銀行に限定しなければGSが関係し報道された案件はほかにもある。98年3月末には明治生命から簿価で130億円の不良債権を10億円程度で購入している。これは生命保険会社が外国金融機関に不良債権を売却した最初のケースとなるという意味で注目された（このほか98年3月期における生保の米金融機関に対する不良債権売却には、住友生命の600億円と第一生命の240億円がある）。

またセキュアードキャピタルは98年2月、CSFB（クレディスイスファーストボストン）と組んで1兆円前後の邦銀不良債権取得を明らかにした（投資金額10～15億ドル）。明らかに邦銀の不良債権市場は海外の投資家にとって絶好の投資場所と見なされている。銀行の不良債権に限定せず、また時期を97年9月から98年6月末までに広げた場合、海外の投資家による生保やノンバンクを含む国内金融機関からの不良債権の購入額は簿価ベースで4兆円に達したと推定されている（表5）。

98年3月期には、不良債権の処分とともに保有不動産の売却処分も目立

日本における資産証券化の展開 (下)

表5 外国投資家の国内不良債権購入の例 (簿価ベース) 97/9~98/6

買 い 手	概 数	売 り 手
ローンスターオポチュニティファンド (メリルリンチ)	1.0兆円	さくら銀行 三和銀行 共同債権買取機構
ゴールドマンサックス	0.8兆円	東京三菱銀行 住友銀行 大手生保
セキュアードキャピタル (クレディスイスファーストポストン)	0.6兆円	三井信託銀行 三和銀行
カーギルインベストメント	0.3兆円	東京三菱銀行 山一ファイナンス

資料：N98/7/15ほか。このほかクラウンリーシングの例がある。

注：クラウンリーシングは1997年4月に倒産した日本債券信用銀行系のノンバンク3社の1つ。負債総額は1兆1874億円（3社計では2兆250億円）で当時は戦後最大の倒産といわれた。その処理も大規模で97年7月にはリース債権など国内債権3100億円がオリックスに、また海外債権1050億円がバンカーストラストに売却された。残された不良債権約4000億円のうち売却可能な3000億円が97年12月に入札方式で売却された。うち簿価2700億円分は200億円程度でドイチェモルガングレンフェルとバンカーストラストが共同入札で落札した（M98/1/3, NN98/2/23）。

表6 大手銀行の保有不動産売却状況 (98年3月期)

銀 行 名	売却収入	主な売却物件	主な売却先
さくら銀行	2600億円	東京中央支店 福利厚生施設 など200カ所	エス・ジー管理 簿価約700億円
大和銀行	910億円	東京本部ビル持分	恒和興業
三和銀行	600億円	支店	福利厚生施設
東海銀行	560億円	東京本部	御幸ビルディング
安田信託銀行	470億円	本店	東京建物
富士銀行	450億円	東京情報センター	日本橋興業
日本長期信用銀行	352億円	東京事務センター 都内のグラウンド 都内の事務センター 8支店のビルと土地	民間都市開発推進機構 グループ内のビル管理会社
住友信託銀行	150億円	東京中央支店	東西土地建物
住友銀行	142億円	福利厚生施設	

資料：NFD, 98/5/25, 『日経ビジネス』98/6/8ほか

った。ただし外資相手ではなしに、関係会社（日本橋興業は富士銀行の、東京建物は安田信託の、東西土地建物は住友信託のそれぞれ関係会社）に売却した

## 日本における資産証券化の展開（下）

ものが多い（表6）。

しかし外資と不動産投資との関係も無視できない。

明瞭な例は98年4月に公表された大和生命ビルの購入。これは旧鹿鳴館の土地という点からも、過去国内で最大規模の不動産証券化という点からも注目された。また優良な不動産だという点が一般の不良債権絡みの案件と大きく異なる。多くの問題を抱える不良債権の購入から、優良な不動産案件に外人投資の関心が移っている証拠との指摘もある。

スキームは、大和生命がクレディスイスに本社の土地建物を20年間信託、その受益権を投資組合に売却、投資組合がGSが募集した国内外の10以上の投資家に売却したもの。大和生命側は低利で大量の資金を確保。調達金額は約600億円（調達金利は1%台半ば）。大和生命としては含み益を実現、不良債権の一掃、自己資本の充実、新規分野への進出資金を調達できた。GS側は現状で賃貸収入で5%の利回りが見込める点を評価したと伝えられる。

またこれも金融機関に対するものではない（金融機関への借入返済に役立つ意味では金融機関に係わる）が、1998年3月に大京からモルガンスタンレー（MS）の不動産投資子会社（DPP）が購入した、在庫マンション1200戸（簿価約350億円）、50棟、入居率95%（推定購入価格約140億円、つまり簿価の40%程度）も優良な案件だった。家賃収入を1億円程度とすれば当面8%程度の利回りを見込めるからである。大京側は、在庫処分を実現するとともに、入手資金を借入金の返済に回すこともできる。大京は三和銀行の最大の融資先であり、大京の現在の社長の長谷川正治氏は三和銀行の元副頭取である。

なおこのときMSはDPPに対してノンリコース融資を行った。すでに1997年12月の東京三菱とGSとのケースでノンリコース融資が行われたことを説明したが、ここでもノンリコース融資が行われたわけである。ノンリコース融資では借手の債務は担保価値の範囲に限定され、事業が失敗

しても担保を債権者に引き渡せば、それ以上の返済責任は生じない。MSは欧米では一般的なこの仕組みを導入することで、高い利回りを確保。融資額は約100億円。MSはこの融資債権を証券化して内外の投資家に販売することになった。

このような外資の活躍をどう評価すべきだろうか。これまで議論してきた資産流動化の展開の意義と重ねながら、最後にまとめて置きたい。

98年3月末現在、日本の金融機関は大量の不稼働資産を抱えリスク負担能力だけでなく資金吸収力をも内外で低下させている（表7）。そのことが、日本の金融機関が内外で資産を証券化して処分する（リスク資産を削減する）動きに反映した。98年3月期については銀行間の体力格差がかなり明確になった。リスク資産の削減は財務内容を改善するための銀行間の激しい争いを反映したものとなった。貸出金のレベルでは富士、大和、住友、リスクアセットのレベルでは、さくら、大和、三和による資産の圧縮が目立った。

外資の一方的な活躍は外資側の過大な収益期待と日本の金融機関のリスク負担能力低下を反映している。しかし同時にそれは従来の市場慣行の見直し・変更をもたらし、結果としては市場整備を進めるものであった。また外資の活躍により日本の金融機関の不稼働資産の処理が進展すれば、中長期的には日本の金融機関のリスク負担能力の改善が現れ始め、日本の金融機関にも不良債権の買い手として活躍する余地が出てこよう。

98年6月にはいわゆるSPC法が成立した他、行政指導色の強い金融関連通達が一括して廃止され、資産流動化市場の制度的整備も進展しつつある（前掲表3）。

このように考えると、不良債権の買い手が外資に偏ったのは過渡的な現象であり、期待通りの高収益を実現できなかった外資の撤退という時期をさらに経て、日本における資産流動化（証券化）は、多様な内外のプレイヤーが入り混じる発展段階を迎えると期待してよいのではないか。



日本における資産証券化の展開 (下)

表7 都銀9行の近況

単位: 億円, %

	貸出金(期末)			リスクアセット		
	98/3	対前期	同比率	98/3	対前期	同比率
東京三菱	510,456	▲ 17,231	▲ 3.5	574,878	▲ 31,956	▲5.3
住友	373,900	▲ 25,042	▲ 6.3	409,326	▲ 31,410	▲7.1
第一勧業	371,942	▲ 10,496	▲ 2.7	411,980	▲ 17,544	▲4.1
三和	368,778	▲ 17,311	▲ 4.5	379,520	▲ 33,498	▲8.1
さくら	363,808	▲ 18,897	▲ 4.9	375,007	▲ 35,419	▲8.6
富士	344,427	▲ 38,364	▲10.0	377,595	▲ 29,043	▲7.1
あさひ	221,696	▲ 6,217	▲ 2.7	203,698	▲ 16,249	▲7.4
東海	218,437	▲ 7,064	▲ 3.2	217,832	▲ 13,802	▲6.0
大和	115,334	▲ 7,761	▲ 6.7	111,701	▲ 10,445	▲8.6
計	2,888,778	▲148,383	▲ 4.9	3,061,537	▲219,366	▲6.7

	業務純益		株式含み損益		含み損益	体力	アジア向債権	
	98/3	対前期	98/3	対前期	試算(1)	試算(2)	98/3	引当金
東京三菱	3,429	▲1,825	9,988	▲ 5,850	3,353	6,782	*36,758	940
住友	3,081	▲ 301	2,439	▲ 4,039	311	3,392	17,582	543
第一勧業	3,231	▲ 682	1,013	▲ 6,709	▲ 2,461	770	16,000	450
三和	3,519	▲ 35	2,809	▲ 3,829	▲ 1,245	2,274	21,000	300
さくら	2,938	121	472	▲ 6,434	▲ 3,861	▲ 923	15,307	300
富士	3,204	▲ 67	▲2,594	▲ 6,038	▲ 9,732	▲6,528	14,494	300
あさひ	1,564	37	523	▲ 2,897	▲ 2,759	▲1,195	4,630	48
東海	1,730	111	2,500	▲ 2,667	▲ 1,760	▲ 30	9,590	50
大和	965	▲ 18	▲2,117	▲ 3,269	▲ 6,884	▲5,919	3,139	200
計	23,661	▲2,675	15,033	▲41,732	▲25,038	▲1,377	129,240	3,131

資料: NN98/6/1, 『金融ビジネス』1998/9ほか \*連結では43,140

(1)は 引当金+株式含み損益-新基準不良債権

(2)は (1)+業務純益

	96/3/29	97/3/31	98/3/31	単位
日経平均終値	21,406.85	18,003.40	16,527.17	円
東京外為終値	106.48-106.50	123.96-123.98	133.37-133.40	円/ドル

[小稿の記述は, 朝日 A, 毎日 M, 読売, 日経 N のいわゆる日刊全国紙4紙のほか日刊工業, 日経金融 NFD, 日経公社債情報 NN, ニッキン, 金融財政事情 KW, 金融ビジネス, 週刊ダイヤモンド, 週刊東洋経済, 日経ビジネス, 金融, 公社債月報など公開資料から得られた情報による]

## 日本における資産証券化の展開（下）

なお1998年夏頃から銀行の融資形態として協調融資がこれまで以上に多数見られるようになった。債権証券化では大きな融資額を証券化して細分化（小口化）するが、協調融資（シンジケートローン）では融資を行う当初から、一行当たりの融資額が小さくなる。仕組みは、融資条件で有利な条件を提示した銀行を企業（自治体）が幹事行に指名し、幹事行が融資団を結成するというもの。これは融資債権が証券化される他方では、銀行のリスク負担能力の低下もあって融資そのものが「証券」に近付き、市場型かつリスク分散型に変形され始めたことを示している。

### 参考統計（下）

参考統計（下）では、資産証券化（流動化）の推移や実態を示す統計を掲げる。なお統計番号は連番であり統計1から統計3については参考統計（上）を参照されたい。

（下）の最初の統計4は、住宅金融専門会社における住宅ローン債権信託と住宅抵当証書の利用の推移を示している。1980年度頃をピークにして、住宅金融専門会社における、これらの資金調達手段としての相対的地位が急速に低下したことが判る。ピーク時で20%ほどがこれらの手段で調達されたが、この割合はその後は急速に低下している。

なお、住宅金融専門会社以外の金融機関による発行も含めて住宅ローン信託の総額として、国内銀行信託勘定資産項目の「住宅貸付債権」の残高推移を取った。住専の数値と比較すると、少なくとも近年は住専以外であまり使われていなかったことが判る。

統計5は特定債権の流動化状況である。統計5では、特定債権について急速に流動化が進んでいること（その増加ペースはほぼ毎年倍増という爆発的なものであった）、内訳ではリース債権について信託方式で流動化するものが中心であり、最近では担保方式（ABS, ABCP）が急速に増えていることなどが分かる。

## 日本における資産証券化の展開（下）

統計6は銀行債権の流動化状況である。銀行債権の流動化方式としては、この時点まではローンパーシテションが半分以上だったということ、信託方式が急速に増えていることが注目点である。

なお統計6に注記したが、売掛債権を始め一般企業債権の流動化状況については統計が作成されていない。

資産流動化について利用可能な統計のなかで公開に安定性があるのは、金銭債権信託についての推移（統計7と統計8）である。統計7では3月とか9月とか決算月にこの数字が増加することが明らかで、決算対策として流動化が使われていることが分かる。統計8を見ると開業して日の浅い銀行系信託子会社が、この業務の主たる担い手であることも鮮明である。また統計8から読み取れるところでは、近年の流動化のピッチはこれも毎年倍増といった驚異的な速さであった。

流動化事例は統計9を掲げる。新聞報道で事例を集めると流動化が実施されたかどうか確認できないことも多いので、ここでは主として格付け機関刊行雑誌から得た情報を蓄積する手法を用いた。まずABSは圧倒的にノンバンクによるものばかりであることが注目される。ABCPでは各銀行に広がるとともに発行枠が大型化している。

統計4 住宅ローン債権信託・住宅抵当証書による資金調達額  
住宅金融専門会社資金調達内訳

年度	社数	住宅ローン	住宅抵当	総調達額				
		債権信託(1)	証書(2)					
1975	5	688(11.4)	94(1.5)	6,216	住宅抵当証書 発行残高			
1976	6	1,510(15.3)	204(2.1)	9,834				
1977	7	2,145(13.5)	431(2.7)	15,843				
1978	7	3,275(14.7)	959(4.3)	22,228			総計(3)	住専以外
1979	7	5,059(17.1)	1,478(5.0)	29,639			1,747	269
1980	8	6,017(16.2)	1,959(5.3)	37,191	2,256	297		
1981	8	6,250(13.9)	2,357(5.2)	44,909	2,635	278		
1982	8	5,492(10.7)	2,500(4.8)	51,918	2,751	251		
1983	8	4,550( 8.1)	2,427(4.3)	56,304	国内銀行 信託勘定 住宅ローン			
1984	8	3,655( 6.1)	2,317(3.9)	59,918				
1985	8	2,259( 3.5)	1,960(3.1)	63,921	債権(4) (4)-(1)			
1986	8	445( 0.6)	1,380(1.9)	72,710				
1987	8	123( 0.2)	1,103(1.3)	82,376	102	-21		
1988	8	390( 0.4)	1,032(1.1)	91,567	679	289		
1999	8	847( 0.7)	808(0.7)	122,820	1,144	297		
1990	8	3,419( 2.3)	728(0.5)	147,715	3,746	327		
1991	8	3,148( 2.1)	743(0.5)	149,399	3,475	327		
1992	8	1,466( 1.0)	778(0.9)	142,621	1,648	182		
1993	8	241( 0.2)	678(0.5)	139,679	587	346		
1994	8	-( -)	559(0.4)	137,076	40	40		
1995	8	-( -)	395(0.3)	127,476	16	16		
1996	-	-( -)	-( -)	-	585	585		

資料：『大蔵省銀行局年報』『日本銀行経済統計年報』各年 単位：億円，% 社数は住宅金融専門会社数。

注) 住専は金融機関からのプライムレートでの借入に資金の過半を依存していたために金融機関に比べて割高な住宅ローンしか提供できなかった。  
なお住宅金融専門会社の住宅貸付残高に対する流動化割合は1978年度から1980年度あたりがピークだったと思われる。ローン債権信託が17-18%，抵当証書が5-6%で合わせて22-23%に達している（『銀行局年報』掲載数値による）。その後の比率の急低下は金利水準が1980年頃をピークに低下した事実と対応している。

日本における資産証券化の展開 (下)

統計5 特定債権法による流動化の状況 単位：億円，%

5-1 資金調達額ベース

年度	総額	信託方式	譲渡方式	組合方式	担保方式
1993	2,653	1,616	1,037	-	-
1994	4,947	3,085	1,862	-	-
1995	6,281	3,602	2,590	89	-
1996	12,246	8,044	2,817	200	1,185
1997	29,251	18,514	8,217	-	2,520
比率	100.0	63.3	28.1	-	8.6

5-2 残高ベース

月末	総額	信託方式	譲渡方式	組合方式	担保方式
94.3	2,794	2,449	345	0	0
95.3	4,741	3,208	1,533	0	0
96.3	6,379	3,736	2,554	89	0
97.3	9,399	5,829	2,471	0	1,099
98.3	19,738	9,889	6,989	0	2,860
比率	100.0	50.1	35.4	-	14.5

5-3 対象資産別

年度	総額	リース債権	リース物品	クレジット債権	割賦債権
1993	2,653	1,233	189	963	268
1994	4,947	2,918	359	1,050	620
1995	6,281	3,386	324	1,694	877
1996	12,246	8,227	290	2,217	1,512
1997	29,251	22,762	281	1,458	4,770
比率	100.0	77.8	1.0	5.0	16.3

資料：日本資産流動化研究所

担保方式はいわゆる資産担保証券（ABSあるいはABCP）による発行を意味する。  
 特定債権法による1997年度の資金調達額2兆9251億円は前年度の2.4倍である。1年  
 だけでこれまでの4年分（2兆6145億円）を越えたのである。

日本における資産証券化の展開 (下)

統計6 債権流動化の状況 (残高ベース) 単位: 億円, %

月 末	1996.3	1997.3
銀行債権		
住宅ローン債権信託	136( 3.9)	583( 1.1)
一般貸付債権	債権譲渡 8,364( 24.0)	10,751( 19.4)
	信託方式 2,759( 7.9)	7,414( 13.4)
地方公共団体向け	債権譲渡 4,961( 14.2)	7,829( 14.1)
ローンパーシティベーション	18,653( 53.5)	28,777( 52.0)
合 計	34,873(100.0)	55,354(100.0)
特定債権		
総 額	6,379	9,399

資料:『金融法務事情』97/9/15に掲載の銀行債権流動化状況に、統計5の数字を加えた。このほかに、売掛債権など一般企業債権の流動化の問題があるが、統計が作成されていない。その規模は1995～96年で年当たり2～3兆円程度、1997～98年には4～6兆円程度と推定される。

統計7 金銭債権信託残高の変化 単位: 億円, %

月末	社数	残 高	前月比	月末	社数	残 高	前月比
95/7	43	4,496	39( 0.9)	97/1	52	15,440	748( 5.1)
95/8	43	4,496	1( 0.0)	97/2	52	16,705	1,265( 8.2)
95/9	45	5,657	1,161( 25.8)	97/3	52	25,280	8,575( 51.3)
95/10	45	5,339	△318( -5.7)	97/4	52	24,162	△1,118( -4.4)
95/11	46	5,133	△206( -3.9)	97/5	52	23,305	△ 858( -3.6)
95/12	48	5,794	661( 7.8)	97/6	52	22,798	△ 507( -2.8)
96/1	49	6,023	230( 4.0)	97/7	52	23,417	619( 2.7)
96/2	49	6,741	718( 11.9)	97/8	52	30,895	7,478( 31.9)
96/3	50	9,335	2,594( 38.5)	97/9	52	49,270	18,375( 37.3)
96/4	50	9,763	428( 4.6)	97/10	52	41,956	△7,314(-14.8)
96/5	50	9,218	△545( -5.6)	97/11	52	39,887	△2,069( -4.9)
96/6	51	9,852	634( 6.9)	97/12	52	38,077	△1,810( -4.8)
96/7	52	10,624	772( 7.8)	98/1	52	39,618	1,541( 4.0)
96/8	52	10,940	317( 3.0)	98/2	52	50,573	10,955( 27.7)
96/9	52	13,497	2,556( 23.4)	98/3	52	77,591	27,017( 53.4)
96/10	52	13,834	338( 2.5)	98/4	52	66,737	△10,854(-14.0)
96/11	52	13,971	137( 1.0)	98/5	52	60,829	△5,908( -8.9)
96/12	52	14,692	720( 4.9)	98/6	52	59,776	△1,053( -1.7)

資料: 信託協会『信託』各号 社数は信託協会加盟数

日本における資産証券化の展開 (下)

統計8 金銭債権信託残高各行別推移 単位：億円，%

年 月 末	95/3	95/9	96/3	96/9	97/3	97/9	98/3
社員8社							
住友信託	996	1,352	1,651	1,633	2,379	3,032	3,142
安田信託	1,775	1,801	1,997	1,851	1,571	1,520	882
東洋信託	21	1	59	706	1,333	1,454	1,679
三菱信託	306	362	528	511	704	1,083	1,364
三井信託	77	125	287	623	692	778	689
中央信託	45	116	223	330	390	534	495
日本信託	21	110	-	70	6	4	4
大和	20	30	42	197	363	402	406
小計(1)	3,241	3,897	4,787	5,921	7,438	8,807	8,661
(1)/(5)	65.8	68.9	51.3	43.9	29.4	17.9	11.2
銀行系11社							
富士信託 96/6	-	-	-	207	2,459	12,506	13,138
三和信託 95/11	-	-	26	295	1,052	3,865	7,807
さくら信託 95/12	-	-	131	606	1,867	3,174	6,816
興銀信託 95/10	-	-	979	619	1,108	3,431	6,523
一勸信託 95/11	-	-	81	148	550	1,132	5,071
すみぎん信託 96/6	-	-	-	342	676	1,114	5,003
東京信託 93/8	80	185	80	151	145	1,192	4,140
長銀信託 96/12	-	-	-	-	862	2,361	3,490
あさひ信託 96/3	-	-	0	1,229	2,067	1,974	2,909
東海信託 95/8	-	-	364	442	531	1,175	2,164
日債銀信 94/2	974	751	1,256	1,123	989	1,615	1,224
小計(2)	1,054	936	2,917	5,162	12,306	33,539	58,285
(2)/(5)	21.4	16.5	31.2	38.2	48.7	68.1	75.1
証券系4社							
野村信託 93/8	148	182	199	450	594	539	730
日興信託 93/8	3	15	10	10	51	191	343
大和イ信 93/8	57	1	55	3	327	372	181
山一信託 93/8	16	16	20	26	73	188	60
小計(3)	234	213	284	489	1,045	1,290	1,314
(3)/(5)	4.8	3.8	3.0	3.6	4.1	2.6	1.7
その他(4)	19社	22社	27社	29社	29社	29社	29社
(4)/(5)	8.0	10.8	14.5	14.3	17.8	11.4	12.0
総計(5)	4,926	5,657	9,335	13,497	25,280	49,270	77,591

資料：『信託』、『金融ビジネス』96/3、97/3、98/3子会社名の後は開業年月

日本における資産証券化の展開 (下)

統計9 流動化事例

単位：億円

国内 ABS					
Issuer	発行日	発行額	調達会社	原債権	引受主幹事
公募 ABS					
Orico Asset Funding Japan	96/9/10	300	オ リ コ	自動車ローン	大和証券
Orico Asset Funding Japan	97/3/10	300	オ リ コ	自動車ローン	大和証券
CL Asset Management Corp.	97/4/23	200	セントラルリース	リース債権	大和証券
Orico Asset Funding Japan	97/9/10	300	オ リ コ	自動車ローン	一勸証券
Advanced Real Estate	97/11/25	100	一勸銀行	担保不動産	一勸証券
Orico Asset Funding Japan	97/12/10	200	オ リ コ	自動車ローン	一勸証券
CL Asset Management Corp.	98/2/27	300	セントラルリース	リース債権	日興証券
公募外債 ABS					
Mercury Capital Corp.	97/4/46	9	NEC リース	リース債権	興銀証券
Aquarius Asset Funding	97/7/29	100	日本リース	リース債権	東京三菱
Multiple Asset Funding	97/10/30	33.24	マイカル北海道	入居保証金	富士証券
Rainbow Asset Funding	98/2/27	61.77	ダイエー	入居保証金	富士証券
私募外債 ABS					
Laurel Asset Funding	96/9/27	100	日本リース	リース債権	長銀証券
Laurel Asset Funding	97/3/26	110	日本リース	リース債権	長銀証券
Laurel Asset Funding	97/10/27	100	日本リースオート	自動車リース	
Printemps Funding Corp.	98/3/24	96	ダイエー	入居保証金	
私募 ABS					
SBL Asset Finance	96/11/15	100	住銀リース	リース債権	取 扱 住友銀
NJ Property Management	96/12/20	17	日本地所	担保不動産	日債銀
SL Asset Finance	97/7/31	100	昭和リース	リース債権	あさひ信
98年4月以降					引受主幹事
Laurel Global Japan	98/5/26	20	日本リース	リース債権	長銀証券
Orico Asset Funding Japan	98/6/10	300	オ リ コ	自動車ローン	一勸証券
Aplas Asset Back Corp.	98/6/28	200	アプラス	自動車ローン	三和証券

ユーロ円債事例

	94/11/7	150	日本信販	自動車ローン	GS
JEMIC	95/6/30	100	東京三菱銀	担保不動産	GS
J-Cars Corp.	96/3/22	250	日本信販	自動車ローン	GS
J-Cars Corp. II	96/3/22	250	日本信販	自動車ローン	大和証券
JEMIC	96/7/30	100	東京三菱銀	担保不動産	東京三菱
JAF No. 1	96/8/30	40	富士銀行	担保不動産 (安田信)	



日本における資産証券化の展開 (下)

	発行日	発行額	調達会社	原債権	引受主幹事
Allmighty Asset Funding	97/1/29	47.89	マイカル	入居保証金	
Turquoise Funding Corp.	97/2/28	300	日本リース	リース債権	長銀証, GS
	97/3/27	57	あさひ銀行	担保貸付債権	GS
Mercury Capital Corp.	97/3/31	86	NEC リース	リース債権	興銀証券
Spread Finance Limited	97/4/10	50	NEC リース	リース債権	住友 cap. 証
	97/6/10	350	マイカル	賃貸資産	興銀証券
Wizard Finance	97/7/10	335	東京三菱銀	貸付債権 (劣後100)	
Jumbo Asset Finance	97/8/20	75	日立信販	貸付債権	
REIF Limited	97/9/17	100	さくら銀行	担保不動産 (三井不)	
KUDOS Limited	97/10/28	37	日立信販	貸付債権利益参加権	
Auroral Genesis Ltd.	97/11/14	320	フロンティアマネジメントの私募債	320億円→ その裏に拓銀のアパートローン債権→発行後1 ヶ月で買戻し償還	
Herios Corporation	97/11/27	230	マイカル	賃貸資産など	野村インター
Orbit I Limited	97/11/27	210	ヘリオス債	210	
Celes Limited	97/11/27	20	ヘリオス債	20	
Harvest Funding Corp.	98/3/17	450	さくら銀行	貸付債権	さくら Finance
Jumbo Asset Finance	98/5/28	119	日立信販	貸付債権	

国内 ABCP 発行枠事例*	格付日	発行枠	流動化対象債権
RCM	96/6/28	2000	さくら銀行取引先の売掛債権
			→97/1/29 SABC に改称
			→97/3/21 発行枠4000に拡大
Asset Backed Funding	96/8/26	26	オリックスアルファのリース債権
All Star Funding	96/11/20	1000	第一勧銀取引先の売掛債権
			→98/1/21 発行枠3000に拡大
Sunrise Asset Funding	96/12/26	1000	興銀取引先の特定債権
			→98/7/24 発行枠3000に拡大
AB Global Funding	97/3/19	1000	あさひ銀行取引先の売掛債権
プレスター アセット ファンディング	97/3/31	3000	富士銀行の貸付債権
			→97/9/16 発行枠1兆円へ拡大
East Atlantic Funding	97/4/18	1000	東海銀行取引先の売掛債権
Wizard Funding	97/5/29	1000	大和銀行取引先の売掛債権
			→98/6/23 発行枠1500に拡大
Hub Asset Funding	97/7/1	1000	長銀取引先の売掛債権
			→98/7/24 格付取下

日本における資産証券化の展開 (下)

	格付日	発行枠	流動化対象債権
NEXAS Asset Funding	97/7/28	1000	住友信託取引先の売掛債権
Rabbit Funding Corp.	97/7/30	1000	三菱信託取引先の売掛債権
Prime Funding Corp.	97/8/22	4000	さくら銀行取引先の売掛債権
TLC Finance	97/8/26	50	東京リースのリース債権 →98/3/23 発行枠550に拡大
Total Asset Funding	97/8/29	1000	東洋信託取引先等の売掛・貸付債権 →98/8/31 発行枠2000に拡大
Fivestar Capital Corp.	97/9/12	500	日産販売のディーラー向け売掛債権 当初は96/5/21割賦債権流動化商品 (特定債権商品)として500設定
Stardom Asset Funding	97/9/26	1000	住友信託銀行の貸付債権
RL Asset Management Ltd	97/9/30	500	リコーリースの売掛債権
Astro Capital Corp. II	98/1/19	10000	興銀取引先の売掛債権
Supreme Funding	98/1/22	5500	東海銀行の貸付債権 →98/9/22 全金銭債権に変更
Top Corp.	98/4/27	1000	トヨタの部品メーカーの売掛債権(野村)
Eternal Funding	98/9/16	4500	富士銀行取引先の売掛債権等
HIG Asset Finance Corp.	98/9/21	500	日立クレジットの日立製作所向売掛債権

受託銀行	格付取得	優先	劣後	信託受益権化される債権
長銀信託	97/2/18	57	10	マイカル東北の入居保証金請求権
一勤信託	97/2/28	いすゞ自動車のディーラー向け売掛債権		発行枠 300
野村信託	97/3/19	野村不動産の住宅分譲営業未収金		発行枠 500
興銀信託	97/12/26	100	18.696	国内信販のオートローン債権
すみぎん信託	98/1/8	住友銀行の住宅ローン債権信託		発行枠5000

受託銀行	格付取得	優先	劣後	社数	信託受益権化される債権
日債銀信託	96/9/2	115	22.41	50	日債銀の貸付債権
興銀信託	97/3/14	80	42.01	14	興銀の貸付債権
興銀信託	97/5/30	105	49.32	13	興銀の貸付債権
興銀信託	97/7/25	150	49.61	34	興銀の貸付債権
興銀信託	97/8/22	145	59.06	36	興銀の貸付債権
三和信託	97/8/27	155	54.82	16	三和銀行の貸付債権
さくら信託	97/8/29	175	31.04	15	さくら銀行の貸付債権
興銀信託	97/9/4	185	69.32	44	興銀の貸付債権

日本における資産証券化の展開 (下)

	格付取得	優先	劣後	社数	
東洋信託	97/9/24	150	49.61		拓銀の貸付債権 →97/12/19 償還により格付取下げ
日債銀信託	97/9/24	42	27.197		日債銀の貸付債権
日債銀信託	97/9/24	98	5.905		日債銀の貸付債権
さくら信託	97/9/25	271.4	53.8	32	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	97/9/25	60.6	21.1	16	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	97/12/2	121	23.899	18	さくら銀行の貸付債権
興銀信託	97/12/26	148	55.19	32	興銀の貸付債権
一勧信託	98/1/6	725.7	190.42	45	第一勧銀の貸付債権
さくら信託	98/1/26	70	18.989	13	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/2/3	85.2	28.3	21	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/2/3	21.7	9.8	12	さくら銀行の貸付債権
興銀信託	98/2/6	127	23.23	22	興銀の貸付債権
さくら信託	98/2/16	160	58	19	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/2/24	100	41.8	31	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/3/2	109.4	19.5	26	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/3/2	115.3	31.5	17	さくら銀行の貸付債権
興銀信託	98/3/6	111	30.07	26	興銀の貸付債権
さくら信託	98/3/10	176	50	10	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/3/20	68.05	23.582	15	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/3/20	125.0	26.509	20	さくら銀行の貸付債権
興銀信託	98/3/16	197	43.19	65	大和銀行の貸付債権
興銀信託	98/7/9	159	40.5	65	大和銀行の貸付債権
興銀信託	98/7/21	88	27.35	29	興銀の貸付債権
興銀信託	98/8/14	185	70.24	30	興銀の貸付債権
さくら信託	98/8/18	71.21	0.4	22	さくら銀行の貸付債権
さくら信託	98/9/18	55.48	1.48	43	さくら銀行の貸付債権
三和信託	98/9/21	481.0	10.0	87	三和銀行の貸付債権
さくら信託	98/9/25	115.3	23.315	60	さくら銀行の貸付債権

資料：「公社債便覧」「私募債便覧」「日経公社債情報」「S&P's Japan Focus」「JCR 格付」  
「NIS レイティング情報」「IFR」ほか

注：統計9はいずれも前掲資料で確認したものにとどまり網羅性はない。

主要参考文献 (References)

図書 (Books) 小稿に関係するもののみを精選した。

- David Atkinson『銀行—不良債権からの脱却』日本経済新聞社, 1994/10.  
楠本博『セキュライゼーション』有斐閣, 1987/7.  
熊野剛雄『銀行と証券』講談社, 1989/4.  
大垣尚司『ストラクチュアードファイナンス入門』日本経済新聞社, 1997/6.  
大澤和人『金融資産の流動化・証券化』東洋経済新報社, 1989/10.  
金融財政事情研究会編『セキュライゼーション』きんざい, 1993/3.  
金融調査研究会『セキュライゼーションと金融システム』全国銀行協会,  
1987/11.  
金融調査研究会『証券化と金融システム』全国銀行協会, 1989/11.  
QUICK 総合研究所『資産金融の証券化』1993/6.  
日本長期信用銀行『日本の金融資産証券化の手法』日本経済新聞社, 1993/3.  
Christine Pavel『セキュライゼーション』東洋経済新報社, 1989/11.  
深浦厚之『債権流動化の経済学』日本評論社, 1997/9.  
福光寛『金融規制緩和の経済学』日本経済評論社, 1990/5.  
福光寛『銀行政策論』同文館出版, 1994/4.  
松井和夫『セキュライゼーション 金融の証券化』東洋経済新報社, 1986/6.

論文 (Papers) 1994年以降の文献から精選した。

- 青柳明男「資産の流動化・証券化について」『資産流動化研究』IV, 1998/3.  
井村進哉「アメリカ連邦政府の公信用—連邦信用計画」龍昇吉編著『現代の財  
政金融』日本経済評論社, 1995/3所収.  
井村進哉「日米の住宅金融と変化する政府の役割」渋谷博史他編著『日米の福  
祉国家システム』日本経済評論社, 1997/9所収.  
井村進哉「アメリカ方式は社会的に見て効率的か」『住宅金融月報』1997/11.  
大野克人「米国の証券化の現状について」『金融研究』15-2, 1996/4.  
大西道彦「わが国へのローン・パーティシペーションの導入と今後の課題」  
『金融』1995/10.  
翁百合「米銀の不良債権処理と公的資金の導入について」『不動産研究』36-  
4, 1994/10.  
小野傑ほか「座談会 資産担保証券 (ABS) の現状と今後を語る」『銀行法務21』  
1997/3.  
織山和久「不動産流動化の視点からみた不良債権の問題点」『不動産研究』36-  
4, 1994/10.

日本における資産証券化の展開 (下)

- 片岡義広「金融の証券化」『自由と正義』1997/9.
- 角紀代恵「財の流動化・証券化」『ジュリスト』1998/1/1/15.
- 金井徹「資産流動化市場の現状と今後の課題」『公社債月報』1996/10.
- 河野正道「金融機関の不良資産問題についての行政上の指針について」『金融』1994/3.
- 神田秀樹「金融システム変革と日本における証券化市場の可能性」『住宅金融月報』1997/11.
- 神田秀樹「セキュリティゼーションの現状と課題」『成城大学経済研究所年報』11, 1998/4.
- 金融制度調査会基本問題検討委員会「金融仲介機能の新たな展開への対応(1995.5.26)」『金融』1995/6.
- 國枝繁樹「特定目的会社による特定資産流動化に関する法律及びその関係法律の整備法について」『ファイナンス』1998/7.
- 佐藤潤「金融機関における担保不動産証券化の現状」『金融法務事情』1490, 1997/8/25.
- 柴田秀樹「海外における金融資産証券化の動向」『資産流動化研究』Ⅲ, 1997/3.
- 鈴木利徳「米国における不良債権の証券化と日本への適用」『農林金融』1994/5.
- 高瀬博司「担保不動産流動化・証券化の前提」『金融法務事情』1491, 1997/8/25.
- 田中幸弘「リースクレジット債権の流動化」『自由と正義』1997/9, pp. 116-124.
- 戸谷和彦「オリエントコーポレーションの自動車ローン ABS について」『公社債月報』483, 1996/11.
- 堂園昇平「信託を用いた『証券化』」『自由と正義』1997/9, pp. 125-133.
- 柄内浩二「米国公募 ABS 案件の紹介」『銀行法務21』1997/3.
- 日本銀行営業局「資産担保証券(ABS)取引について」『日本銀行月報』1996/4.
- 日本銀行信用機構局「米国商業銀行の不良資産への対応」『日本銀行月報』1994/4.
- 野村敦子「ABS(資産担保証券)取引とその効果」『さくら銀行経済情報』, 1996/9.
- 林大嗣「三菱銀行が担保不動産を流動化」『金融財政事情』1995/7/31.
- 福光寛「ナローバンク論とコアバンク論」『成城大学経済研究所年報』8, 1995/4.

日本における資産証券化の展開（下）

- 福光寛「アメリカの学生ローン改革論議について」『金融構造研究』18, 1996/5.
- 福光寛「1997年11月の金融パニックについて」『立命館経済学』46-4, 1997/10.
- 星野優太「銀行の不良債権処理をめぐる会計問題」『産業経理』55-2, 1995.
- 堀田佳文「銀行のリスク管理と自己資本比率規制」『金融』1998/5.
- 松本悟「長銀証券がアレンジした ABS のスキーム」『銀行法務21』1997/3.
- 宮ヶ原光正「不良債権処理に係わる担保不動産の評価」『不動産研究』36-4, 1994/10.
- 三上寿雄「大手米銀における貸出債権流動化の状況」『さくら銀行経済情報』, 1997/4.
- 山本逸郎「わが国の資産流動化と格付」『公社債月報』1995/5.
- 吉川明宏「証券化商品のリスクと信用補完」『資産流動化研究』IV, 1998/3.
- 吉本利行「オリエントコーポレーションにおけるオートローン債権の ABS の仕組み」『銀行法務21』1997/3.

著者連絡先 tel. 03-3816-3425 fax. 03-3816-3426 e-mail: fukumitu@seijo.ac.jp