



# 金融論B／II

## 第6回講義

### 資産証券化

担当教員：武田浩一

# 今回のテーマ



## ◆資産の流動化・証券化 (テキストp.141-143)

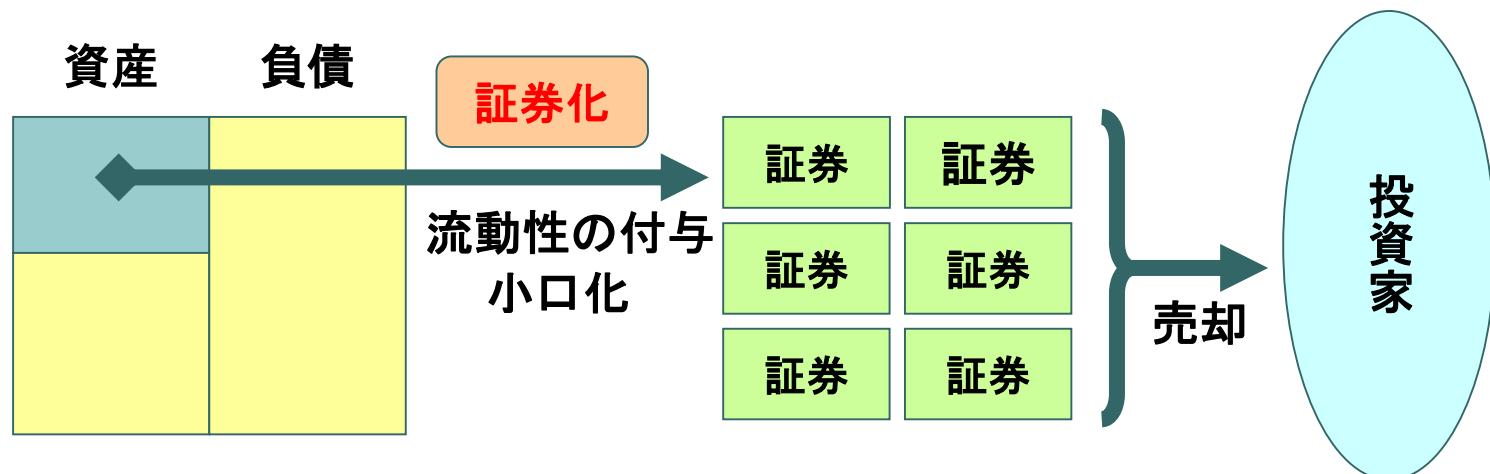
- 資産の証券化・流動化とは
- 資産証券化の仕組み
- 日本における資産証券化
- サブプライムローン問題

# 資産を活用した資金調達

- 企業は近年、資金調達の手法として負債による資金調達(デット・ファイナンス, Debt Finance)のみならず資産を用いた資金調達(アセット・ファイナンス, Asset Finance)の活用を進めている。
- 企業が保有する資産を証券化(セキュリタイゼーション, Securitization)という手法を用いて投資家へ売却して資金調達を実現することを資産証券化という。

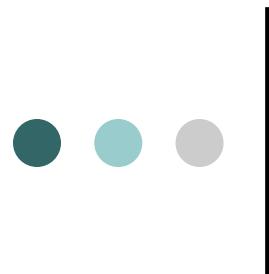
# 資産証券化

- 資産証券化によって、貸付債権などのこれまで市場性に乏しいと考えられてきた資産が**流動性**の高い証券に変換された上で市場で売買される。



# 資産証券化の主な特徴

- 資産証券化は証券化の対象となる**資産の信用力を背景**とし、企業の信用力を背景とする伝統的な企業金融と異なる。
- 負債を増やす資金調達である従来のデット・ファイナンスとは異なり、資産を流動化するアセット・ファイナンスである資産証券化では、保有資産をバランスシートから切り離す**オフバランス化**を行う効果があるため、企業はデット・ファイナンスを行う場合に比べて、資産効率を改善できる。



# 資産流動化

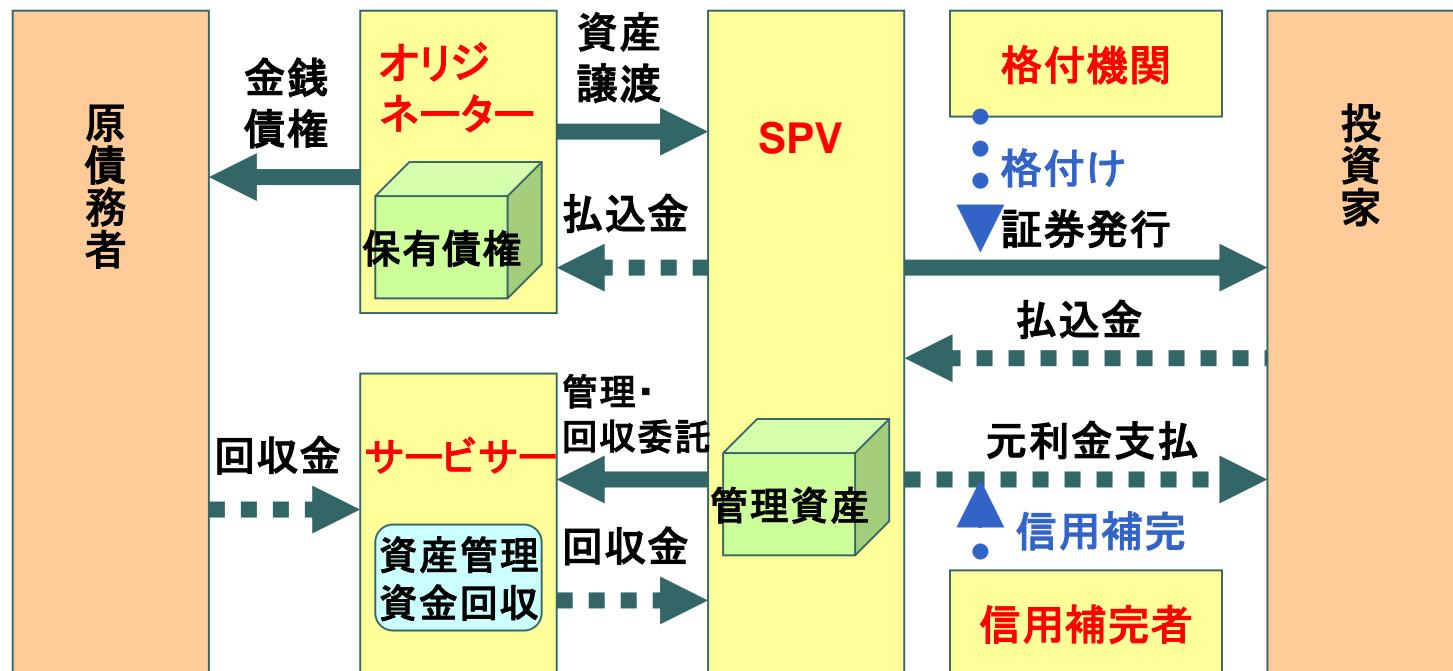
- 資産証券化は、資産を売却して資金調達する**資産流動化**の代表的な手法である。
- 資産流動化には、証券化の手法を用いずに、投資家との相対取引によって資産を売却して資金調達を行うローン・パートイシペーションやアサインメントと呼ばれる手法もある。

# 証券化以外の資産流動化

- 債権者が原貸出債権の移転を伴わずに、その債権の元利金を受け取る権利や債務不履行リスクといった経済上の便益やリスクを投資家に相対契約により移転させることをローン・パーティシペーション(Loan Participation)という。
- 原貸出債権 자체を債権者から投資家へ相対取引で譲渡することによって、当該債権にかかるリスク・リターンを移転させることを、アサインメント(Assignment)という。

# 資産証券化の仕組み

- 資産証券化には、様々な関係者が介在する。



資産証券化の典型的な仕組み

# 資産証券化の仕組み

- オリジネーター…資産証券化の対象となる原資産を提供する主体(原債権者)。自己保有する資産を活用したり、他から必要な資産を買い集めたりする。
- SPV…特別目的体(Special Purpose Vehicle)の略称で、SPE (Special Purpose Entity)ともいう。資産証券化によって証券を発行するために結成される組織。

# 資産証券化の仕組み

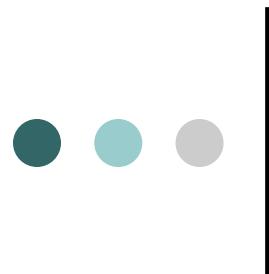
- **サービサー**…原債権にかかるキャッシュフローの回収や投資家への元利払いといった資産の管理・資金回収事務を行う主体。オリジネーター自体ないしその関連会社が担当するのが一般的。
- **格付機関**…証券化された証券の信用度あるいはリスクを、取引当事者以外の第三者の立場から評価して証券の格付けを行う主体。

# 資産証券化の仕組み

- **信用補完者**…保証等を通じて原資産にかかるリスクを負担することによって、組成された証券の信用を補完し、信用度を高める役割を果たす金融機関。資産証券化における信用補完は、**モノライン**(monoline insurers)と呼ばれる、有価証券の支払保証を専門に行う金融保証会社によって担われることが多い。

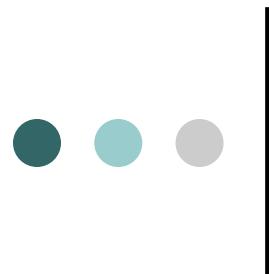
# 証券の発行形態

- 資産証券化の形態は、証券の発行形態あるいは小口化の形態を基準として、①信託方式、②譲渡方式、③担保方式、④組合方式の4方式に大別される。
- 
- ① **信託方式**…オリジネーターが資産を信託銀行あるいは信託会社に信託財産として管理を委託のうえ、その信託受益権を証券として売買する方式。



# 証券の発行形態

- ② **譲渡方式**・・オリジネーターが資産の分離・譲渡の受け皿として設立した**SPC**(特別目的会社、Special Purpose Company)に資産を譲渡し、その対価として発生した譲渡代金債権を小口化したうえで証券として投資家に販売する方式。



# 証券の発行形態

- ③ **担保方式**…SPCがオリジネーターから譲り受けた資産を担保に社債等を発行する方式。
- ④ **組合方式**…投資家が組合を形成し、出資という形式で投資家の資金を集め、その出資金によってオリジネーターから資産を取得し、当該資産から生じる収益を投資家(組合員)に還元する方法。

# デット型とエクイティ型

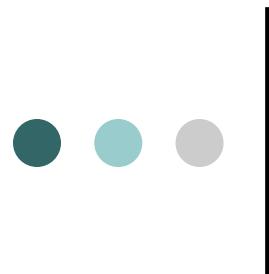
- 資産証券化の形態は、証券に付与された権利の性格を基準として、①デット型、②エクイティ型の2つに大別される。
  - ① **デット型**…金銭債権を小口化・流動化する方式。債券のようにあらかじめ定められた元本と利子を生み出す証券を組成する。
  - ② **エクイティ型**…対象となる資産の所有権を小口化・流動化する方式。株式のように対象資産がもたらす収益に応じて変動する配当金や清算分配金を生み出す証券を組成する。

# ● ● ● | パスルーとペイスルー

- デット型の資産証券化は、パスルーとペイスルーの2つに分けられる。
  - ① **パスルー(pass-through)**…金銭債権を原資産として信託あるいはパートナーシップ(共同出資会社)に寄託(プール)し、そのプールされた原資産に対する請求権を証券(パスルー証券という)に小口化したうえで流動化する方式。原資産の収益とリスクは、証券保有者に直接流れていく。

# ・・・ | パスルーとペイスルー

- ② ペイスルー(pay-through)・・・原資産を担保とした証券(ペイスルー証券という)の発行を通じて資産を小口化・流動化する方式。証券保有者はプールされている原資産に対して直接の権利を有しない。原資産の収益を配分する優先順位や割合を証券によって変えることによって、1つの資産プールから満期や金利など発行条件の異なる複数種類の証券を発行することができる。



# 仕組み作り(ストラクチャリング)

- 証券化では、証券化対象資産をオリジネーターから切り離し、その独立性を保ちながらキャッシュフローを安全に分配する**仕組み作り(ストラクチャリング)**が重要となる。証券化商品が市場で受け入れられるかどうかは、投資家のニーズに合った証券の仕組み作りが的確に行われているかどうかに依存する。

# 日本における 資産証券化

- 日本では、条件を同じくする住宅賃付債権をプールしたものを担保として発行される金融商品である住宅抵当証書の取り扱いが1974年に開始されるなど一部の金融機関で資産証券化が行われていたが、証券化に関連した法制面での環境整備が十分ではなかったことなどから、日本における資産証券化の普及は米国に比べて極めて限定的なものにとどまっていた。

# 日本における資産証券化

- 1998年以降とくに顕著となった金融システムの混乱を契機として、銀行を経由しない資金調達市場の整備を求める企業の声の高まりとともに、法制面を含む市場の整備が急速に進み、証券化の動きが加速している。
- 日本の証券化商品市場の成長を牽引してきたのは、住宅金融支援機構や民間金融機関が発行する**住宅ローン抵当証券**(**RMBS**, Residential Mortgage-backed security)である。

# 日本の不動産証券化

- 日本の不動産証券化は、オフィスビル、マンションの共同持分権の分譲と不動産信託を組み合わせた方式が従来は中心となっていたが、1998年にSPC法による法整備が行われて以来、SPCを利用した不動産証券化が進んでいる。



# 不動産投資信託

- 2000年のSPC法改正に基づき投資信託に関する法律が改正され、投資信託の運用対象が有価証券から不動産その他法令で定める資産にまで拡大され、信託方式で不動産を証券化した**不動産投資信託(REITまたはJ-REIT)**が利用可能となり、2001年に東京証券取引所で2銘柄が上場して以来上場が相次ぎ、個人投資家による利用も進んでいる。

# サブプライム ローン問題

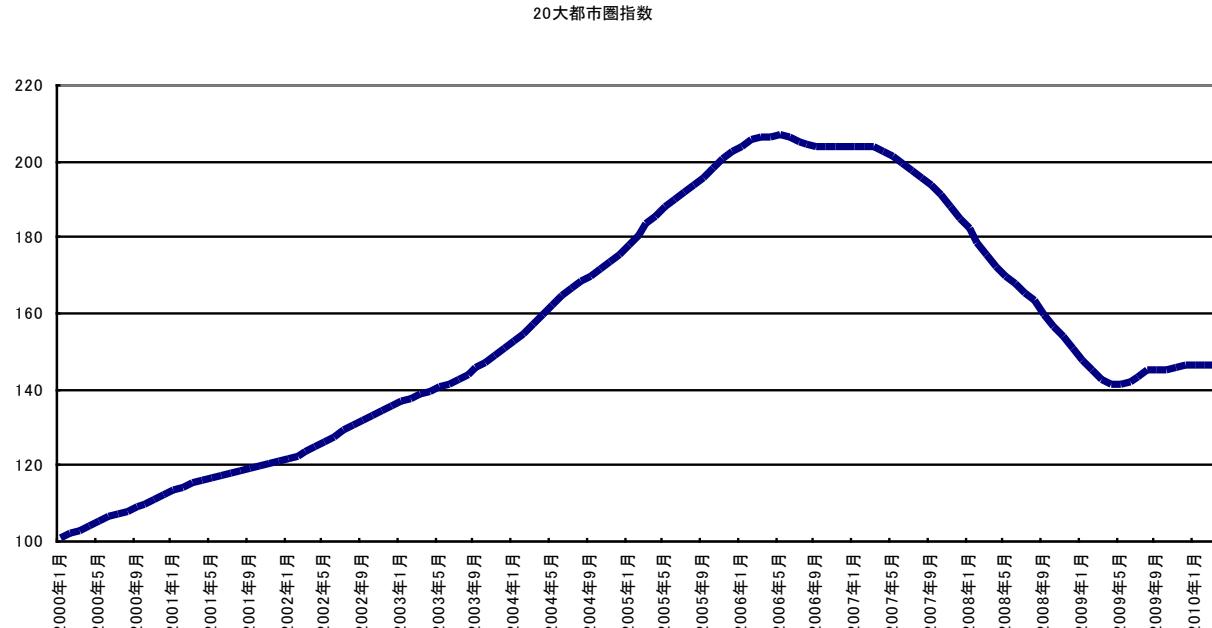


- 米国の住宅バブル崩壊を発端にして発生した2007年の**世界金融危機**は、米国のサブプライムローン問題の深刻化が引き金になった。
- **サブプライムローン**とは、信用度が低く通常の住宅ローン(プライムローン)を借りられない人へ高金利の住宅ローンである。
- 米国の金融機関は、将来の不動産価格の上昇を見込んで、信用度が低い人に過剰に住宅ローンを貸したため、不動産価格の下落が始まると、住宅ローンの返済が滞り、サブプライムローンの多くが不良債権となった。

# サブプライム ローン問題(続き)



- 下のグラフは、米国の代表的な住宅価格指数であるS&P・ケース・シラー住宅価格指数の20大都市圏指数の、世界金融危機の前後の動きである。米国の不動産価格は、2007年前後に急騰から急落に転じている。



# サブプライム ローン問題(続き)



- サブプライムローンの不良債権化は、当初は米国内の問題であった。しかし、サブプライムローンの一部は、リスクを分散化するために証券化されて世界中の投資家に販売されていたため、その悪影響は金融市場を通じて世界に広がり、世界金融危機を招いた。
- 本来はリスクが高いサブプライムローンを組み込んだ証券化商品が世界中で売られた背景には、格付け機関が米国の不動産価格の大幅な下落の可能性を想定せず、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品に実態以上に高い格付けを与え、その格付けを鵜呑みにした一部の投資家がそれらの商品を大量に購入したことにある。

# サブプライム ローン問題(続き)



- サブプライムローン問題を発端とした世界金融危機は、証券化の技術は決して「リスクを消し去る魔法の杖」などではなく、「投資によってリスクをとらずに際限なく利益をあげ続けることはできない」という投資の基本を再認識させた。
- 証券化商品を取り扱う金融機関やそれを購入する投資家は、予期しない大きな損失を避けるためには、証券化商品の仕組みをよく理解し、それぞれの金融商品がどのようなリスクを伴うのかをしっかり認識する必要がある。