

# 証券化を一步前から考える

An Objective View of Securitisation

全知全能ではないわれわれにとってすべてのリスクを検討することは不可能であり、社会生活を過ごしていく際に「割り切り」は必要不可欠である。そして証券化を含め金融商品は仕組みによって成り立っているが、これは割り切りができる組み合わせによって成り立っているといえよう。割り切りの先には（想定外の）リスクがあるが、これは実は関係当事者にとって想定したくないリスクと認識すべき場合が多い。割り切りをどこで行っているかについてまったく注意することなく仕組みや理論に依存することはリスクを増加させるおそれがある。これが金融においても問題を惹起する可能性があり、そして実現したのが先の金融危機の発端となったサブプライム・ローンの証券化問題といえると思う。

このような視点に立って証券化の前提である統計的手法、またリスクの売り捌き、信用格付、オフバランスシート、規制に関して一步前から検討を試みた。



Lacking omniscience, survival requires that we ignore some details when we make decisions, and we choose to ignore those that seem inessential. Financial techniques, including "securitisation" are structured, to a certain degree, under the assumption that "seemingly inessential matters" will be ignored. This neglect of such matters leads to the expansion of unexpected risk. This type of risk can be described as lying in "deliberately untouched" areas. When we fail to account for the fact that we are ignoring seemingly inessential matters and relying, instead, solely on structures and theories, we increase the possibility of risks related to these ignored areas. This may cause serious problems, with insufficient securitization of sub-prime loans as a particular example.

## 1 | 導入にかえて。流動化という言葉

現在の金融手段のなかで証券化は大きな位置を占めるようになってきている。また先の金融危機がサブプライム・ローン問題と呼ばれる証券化商品の問題をきっかけに始まったことも記憶に新しい。証券化の金融技術に関する解説は多く出されているが、一方で証券化金融技術の一步前の部分に注目した議論はあまりないようだ。意外にこの方面からの議論も面白いのではないかと思ひ議論を展開したいが、その前に本邦で使われる流動化という言葉から証券化が目的とするところを少々考えておきたい。

本邦には「資産の流動化に関する法律」があり、その第1条には「この法律は、特定目的会社又は特定目的信託を用いて資産の流動化を行う制度を確立し、-----、資産流動化の一環として発行される各種の証券の購入者の保護を図る-----。」と述べてあり、証券化は資産流動化の一環としての位置付けがなされている。

では、流動化とは何であろうか。同法2条2号には「この法律において「資産の流動化」とは、一連の行為として、特定目的会社が資産対応証券の発行若しくは特定借入により得られる金銭をもって、-----」との規定があり、資産に対応した証券発行等によって資産を金銭化することをもって証券化とされている。

証券化の英語は securitisation である。一方、流動化を英語に直訳すれば liquidation の語になるだろうが、この語は英語圏の金融では証券化の意ではなく会社清算の意に使うことが通常かと思う。おそらく、日本において流動化の語が意図するところを英訳すると、monetisation になるかと思う。monetisation は、もともとは貨幣を鑄造する意であったが、金融関連では事業を収益化する意でも使われ、さらにはある事業や資産を金銭化する意でも使われている。

本邦で流動化という場合、金銭的価値を現時点においてほとんど生みだしておらず、まるで固定化している資産（固定資産ではない。念のため）を証券化という手段に

よって流動化し、結果として金銭的価値を生み出させるということの意味しているのは、上述の通り資産の流動化に関する法律の規定からも明らかであろう。当事者にとって証券化は流動化させること自体が目的ではなく、そのすぐ先にあると思われる金銭化を目的にしており、資産のなかに眠っているように見える金銭的価値を顕現させることを意味しているのは明らかであろう。流動化（証券化）は使用価値を交換価値に変換する作業といえる。

また国土交通省のウェブサイトでは流動化（証券化）の仕組みを、「資産の流動化は、資産を保有する者が、特定の資産保有を目的とする別の主体（特別目的事業体＝SPE：Special Purpose Entity）を設立して、そこに当該資産を移転してその資産が生み出す将来のキャッシュ・フロー（これ以降「CF」という）を原資に資金調達を行う手法」<sup>1</sup>としている。重要な点は流動化（証券化）が資金調達の方法ということである。

原権利者は特別目的事業体への売却によって売却資金を得るが、特別目的事業体は購入した資産（を使った事業）の将来のCFを返済原資にして資金調達を行い、原権利者への代金支払の資金とする。この特別目的事業体の資金調達が流動化であり、証券の発行の形態によって資金調達を行えば証券化である。なお、特別目的事業体は原権利者とは異なる法律主体であり、原権利者が特に保証等を行わない限り、特別目的事業体の資金調達の責任を原権利者は負わないことは重要な点である。

証券化とは交換価値としての金銭的価値を顕現させる（多くの場合には使用価値を交換価値に変換する）ことによって資金調達を達成することを目的とするものであることを押さえておきたい。

## 2 | 統計的手法と証券化。サブプライム・ローンの証券化を例に

証券化を簡単に説明すると上述のように、会社や自然人（原権利者）の持っているある資産（原資産）を特別目的事業体/会社（信託等を使い会社を使わない証券化もあるが、以降は特別目的会社の語を代表として使用する）に

譲渡し、この特別目的会社が譲渡を受けた資産のCFに依拠した証券を発行して資金調達を行うことをいう。原権利者は特別目的会社に資産を譲渡（流動）することによって売却代金を受け取り、当該資産を金銭化したことになる。発行した証券の利払いと元本返済は原資産が生み出すCFから充当され、原権利者は基本的に発行された証券の利払いや元本返済の義務を負わない。投資家は原資産が生み出すCFを専ら信頼して証券化商品に投資するわけである。

このCFの確実性に関しては、原資産が多くの案件から構成されるプール型のポートフォリオの場合には統計手法によって分析される。この確認手段である統計手法について考えてみたい。

まず住宅ローンの証券化を例に考える。住宅は比較的高額であることから、これの購入者が全額自己資金で購入することは難しいことが多く、住宅の購入者が金融機関からの借入を行うことが頻繁に見られる。

この住宅ローンの集合体（ポートフォリオ）を特別目的会社が購入して証券化する場合、重要なのはこの住宅ローンのポートフォリオが将来生み出すCFがどの程度確実かということである。ポートフォリオの名目的なCFは個々のローンのCFを加算すれば算出できるが、将来において確実と考えても良い当該ポートフォリオのCFは前提を置いて推測するしかない。

証券化において将来のCFの確実性を分析する際に用いられる前提は、統計的分析手法に依拠すれば一定の条件の下ではかなりの確度で将来の確実性を予想できるということである。過去に観測されたCFの確実さと今後観察されるCFの確実さには、一定の条件の下ではそれほど大きな差は発生しない事を前提としている。この前提ではたとえば過去一定年限の債務不履行率や支払遅延率を分析すれば、今後の債務不履行率や支払遅延率は相応に予想できるということなる。

過去、太陽は東から昇っておりおそらく今日も太陽は東から昇るであろう。またピサの斜塔から落とす2つの石は過去もそうであったようにおそらく今日も石の重量

と関係なく同じように落ちることが観察されるであろう。米国プラグマティストのパーズは「あらゆる探求者が最終的に同意するように運命づけられている見解こそ、われわれがいう真理ということの意味である」<sup>2</sup>と述べているが、これは科学的真理を含めた真理に対する現代人の典型的な考え方であろう。現代人にとって真理とは事象に関して最も適切と認識される説明のことであろう。たとえば物体の落下速度 $v$ は $gt$ （ $g$ は重力加速度、 $t$ は時間）と表すことが最も適切であり、これが真理と認識される。そして統計的手法は多くの場合、帰納的な検証方法を数学的に補強し社会現象の分析にも強力な武器として利用されている。

（ちなみに、落下速度を $v=gt$ と表すことが適切であり真理であっても、そもそもなぜそうなのかとか、重力はなぜ存在するのかというような、状況の記述・説明以上のことを求めることは意味のない問いとして現代では問うことを回避することが通常と考える）

住宅を購入した人がそのために借り入れたローンの集合体/ポートフォリオが支払う将来の確実さを過去実績によって推し量るというものは、もちろん統計学的に支持されうるものであるが、その確実さはサイコロを振って1が出る確率は1/6であるということより確実性は低そうである。統計的分析では、証券化の対象とする住宅ローンのポートフォリオには何百、何千の借入人がおり、個人個人の行動を予想することはできないが、全体としての支払いの確実さの統計的結論は当該集団の支払いの確実性の姿を表しており、これは当該集団の内容の入れ替えが多少あっても当該集団の性格に変化がなければ、過去・現在と将来とでは大きく乖離しないとする。

この考えは生命保険の保険料の算出にも使われる大数の法則、すなわち人為的な操作を行わない完全確率のもとでは実験数を増やせば事象の発生確率が本来の数字に収斂するとする法則の利用である。サイコロを何度も振ってみると、たとえば1が出る割合は1/6近くに収斂し、1/6が本来の確率の数字であることが確認できるはずである。これは、サイコロがちゃんと作られているこ

とという前提をつければ(「ちゃんと」の定義は存外難しいが)、あらゆる人が同意できることであろう。しかしある住宅ローンの借入人の集合において債務不履行に到る確率は5%であると統計的に算出された場合、これはいかなる前提において当該集団の示す債務不履行率として本来的であると同意できるのだろうか。このときまず問題なのは統計的に算出された5%という数字よりも「集団」の定義であろう。

住宅ローンのポートフォリオを証券化する前段としての分析の場合には、住宅ローンのポートフォリオの本来的債務不履行率や支払遅延率のような数字は当該ポートフォリオが十分大きい場合には簡単に変化しないと前提されている。たとえばこのとき思い浮かぶ疑問として、(イ) 集団の性格が簡単には変化しないというときの同一性・近似性とはなにか、(ロ) ポートフォリオが固有の傾向を持つ場合はどうか、等であろう。

(イ) 数学的・統計的に2つの分析対象となる集団が同一もしくは近似であると認定することは、結局判断に基づく恣意的な結論といえるのではないか。たとえば5分前のチーズの塊と5分後の現時点におけるチーズの塊は同じように見える。確かに今のチーズの塊と5分前のチーズの塊は、たとえば「食事する」という観点でいえば同一と認識できるであろう。しかし化学的状況を精密に計測する必要がある場合には同一とはいえないし、近似といえるか否かも必要とさせる精密度によって異なるであろう。結局近似であるか否かの判断は2つのものの差異・偏差をどこまで無視してもよいかという判断によって決定される。したがって、証券化にあたって数学的・統計的分析によって集団Aと集団A'が近似であるか否かを判断するには最後のところで恣意性を免れ得ない。

上記では比較する集団の性格が同一・近似であるか否かという確率計算における分母の「集団」の同一性について考えたが、もちろん分子である事象の定義についても考える必要がある。たとえばサイコロで1が出る状態はおそらく誰の眼にも明らかで、サイコロで1が出るという事態の定義に疑問の余地はないように思われる。し

かし債務不履行はどうであろうか。たとえば、一般的に支払期日に支払いができなくても直ちに債務不履行とは認定されず、その後一定期間を経過しても支払いがなされない場合に始めて債務不履行が認定される。この一定期間はその契約地における慣習的な期間によることが多い。

期日に支払いが行われない場合は支払遅延として管理されることになるが、支払遅延と債務不履行の差は社会慣習によって決定された遅延期間の差によって区分された恣意的なものといえるであろう。恣意的な区分ではあるが支払遅延と債務不履行では程度の違う分断された対応が行われる。しかし一方では支払遅延と債務不履行には連続的につながった状況がある。唐突かもしれないが虹を例に上げたい。虹において赤とオレンジの間に線があるわけではなく、連続して変化しているがわれわれはこれを赤とオレンジに区分している。赤とオレンジをどこで区分するかは恣意的な割り切りであろう。虹の赤とオレンジの区分を所与の事実として認識する場合には赤とオレンジの連続性が見えなくなる。支払遅延と債務不履行でも似たような状況が起こりえる。

また債務不履行と認定される事象でも、個別事象ごとに状況が異なるわけであり、同じように債務不履行と認定するか否か場合によってはかなり恣意的といえるのではないだろうか。

この恣意性が社会において適切と認められる場合に社会活動が円滑に行われ、証券化の場合には金融商品としての証券化商品を効率的に作ることに資しているのは間違いない。ただし円滑性・効率性と安全性・安定性が必ずしも両立しない場合がある。

(ロ) これも例を上げて考えてみる。この住宅ローンのポートフォリオが十分大きくても、たとえば仮にポートフォリオが年金生活者を主な対象としているローンの集合体である場合、年金制度の動向によってはこの住宅ローンのポートフォリオの債務不履行率が大きく変化すると予想されるが、これをどう推定するか。このポートフォリオの過去の状況を調べてこれの債務不履行率を算

出しても、過去になかったような年金の制度変更の影響を推測することは難しい。少子高齢化の傾向のなかでの年金制度の改変は過去になかったようなことになる可能性がある。したがって仮に専ら年金生活者を対象とする住宅ローンの証券化を試みる場合、われわれは未知のリスク要因を抱えていることになる。そもそもそのような偏りのあるポートフォリオは証券化の対象にしないと判断もあろうが、簡単に商機を諦めないのが金融であり、今後の年金受給者の増加のなかでこのような商品が開発されるかもしれない。

さて上記を踏まえて思い出されるのは、先の金融危機のきっかけとなった米国サブプライム・ローン問題である。サブプライム・ローン/サブプライム・モーゲージとは米国において通常の住宅ローン(プライム・ローン/プライム・モーゲージ)を借りることができない層を対象にして高めの金利が設定された住宅ローンであり、サブプライム・ローン問題とはこのサブプライム・ローンを証券化した証券を多くの投資家や金融機関が保有しているなかで、この証券化商品について信用不安が生じ、これが金融不安につながったとされるものである。したがって、サブプライム・ローン問題に関して検討すべき点はなぜ多くの投資家や金融機関がこのサブプライム・ローンの証券化商品を保有したのかという点と、なぜこの証券化商品が信用不安を起こしたのかの2点であろう。前者については後者の問題である信用不安の可能性を(意識的にもしくは無意識的に)無視して高い利回りを求めたためといえよう。そこで問題は後者に集約されると考え、ここでは後者についてやや詳しく考察する。

サブプライム・ローンは通常の住宅ローンであるプライム・ローンを利用できない層向けの商品であり、プライム・ローンに比較して債務不履行リスクが高く、もともとは広く機関投資家が保有するようなものではなかった。ただし低い信用力しかないサブプライム・ローンであっても証券化の手法によりたとえば優先・劣後の構造をつくれば優先部分は高い信用力を持つことができると考えられた。

単純化して例を上げれば5%の債務不履行率が本来的であるとされる場合に、劣後15%、優先85%の仕組みを作れば、15%の劣後部分で将来の債務不履行による損失を十分取り込めると考えられるので、85%の優先部分の予想債務不履行率は極めて低くなり高い信用力を持つと判断されたわけである。

また2000年代前半の住宅バブルによってこのサブプライム・ローンの信用リスクは2005年頃においては低めに見えていたといえよう。そのなかでサブプライム・ローンは大量に作り出され、これが大量に証券化されて広く金融機関や投資家に販売されたわけである。その後住宅バブルの終焉とともに低めの状態となっていたサブプライム・ローンの住宅バブル崩壊時における本来的な債務不履行リスクが顕現し、サブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品の急速な価格の下落、さらには実際に債務不履行が起こったわけである。

このサブプライム・ローンの顧客開拓には押し売りのようなものがあつたとか、顧客の信用力確認が甘かった等の反省があるが、これらの反省とは別にそもそもサブプライム・ローンの証券化の過程に反省すべき点はなかったのだろうか。前章で述べた通り、この部分にも反省すべき点があると考えたい。

過去の事象を統計的に分析し、この結果を使って将来の事象を予想して金融商品の仕組みを作り上げることはどのような場合に適切と思われる商品設計が可能なのであろうか。大数の理論を応用した生命保険事業は長年にわたって収益を上げており、確かにある国の死亡率は突然変わらない。ところがサブプライム・ローンにおいてはその統計的に算出された債務不履行率が短期のうちに大きく変化したのである。

サブプライム・ローンの証券化が活発化するのサブプライム・ローン取引が活発化するときである。ではサブプライム・ローン取引が活発化するのどのようなときであらうか。これは、不動産市況が好調で少々信用力の劣る購入者であっても積極的にサブプライム・ローンを売り込もうとするときであらう。したがって、サブ

プライム・ローンの残高が積みあがり、これを証券化することが活発になるときは、不動産市況が好調で証券化の対象となるサブプライム・ローンのポートフォリオは好調な住宅市況に支えられて低めの債務不履行率を示している可能性が高い。そもそもサブプライム・ローンは借手の予想される収入では債務不履行率が高く、この高い債務不履行率を補うために対象物件の値上がり益によって債務の返済を行うことが期待されていたわけであり、これが成り立つ市況において積極的な販売活動が可能な商品である。

人は現状を永遠と勘違いすることがよくある。いかなる状況も需要と供給の均衡点であり、バブルなるものは基本的にないと考える向きもあろう。好況時にはどうしても楽観的・強気な感情に支配されてこれが永続すると考える傾向にある。統計的分析はあくまでも分析の手段であり、この分析結果をどう解釈するかについて解釈者の主観が影響することを排除することは極めて難しい。

したがって、証券化の商品設計者が詐欺的な行為を行わなくても、市況の状況に対して強気であれば（そして金融商品の設計者は強気で、ともかく商品を作り上げることを使命と感ずることが多いであろう）、このとき分析結果は強気に解釈され、それに従って商品設計されるであろう。たとえばバブル進行時にはバブル調整局面のシナリオは当然想定するとしても、バブル崩壊のシナリオを設定することは商品設計者にとっても商品設計者の属する会社にとってもなかなか難しく、したがってバブル崩壊時には「想定外」の債務不履行率が発生することになる。

またサブプライム・ローンの証券化商品の問題において、一次証券化商品を集めてこれを再度証券化し、これによって創出された二次証券化商品を集めて再々度証券化し、これによって創出された三次証券化商品をまた証券化するというような、証券化商品を集めてこれをさらに証券化する手法が問題となった。この証券化を繰り返す手法が複雑で投資家には理解しがたい面はあったとしても、証券化がその抛りどころとする統計的考え方に

従って整齊と行われている限り、特に不正があったわけではない。

証券化の対象になっている資産がサブプライム・ローンという通常では住宅ローンを借りることができない層を対象にした商品であり、したがってサブプライム・ローンのポートフォリオには偏りがあったことであるのは前述の通り。この偏りを一定の前提を置いて対応するリスク緩和手段を講じることになるが、このときこのような同一の偏りをもった商品を集めて二次・三次の証券化を繰り返せばリスク緩和策はどんどん追加されるが、それでも設定された前提を超えた想定外のリスクはある。そもそも、一定の仕組みを作ることはその仕組みの外に想定外を作ることであり、そういう意味では想定外とは想定したくない事象といえなくもない。

仕組み商品の設計にはこのような（仕組みを作るときに前提としたことを超える）想定外の事象が必ず付いて回ることをここでは押さえておきたい。

### 3 | リスクの売り捌き

証券化の経済的利益のひとつに、リスクの売り捌きがあるとされる。上記のように証券化によって原権利者が完全に原資産に係るリスクから解放されるか否かの問題はあるが、証券化は少なくともかなりの原資産に係るリスクを投資家に分配される仕組みであることは間違いない。

たとえば、自動車ローンの場合を考えてみると、たとえばB社が米国で販売促進のために自社製の自動車の購入者にローンを供与した場合、このB社の米国での販売金融に係る貸出残高が巨額になる場合がある。この巨額になった貸出のポートフォリオをB社が自身で抱えるよりも、これを証券化し、このリスクを理解する投資家に販売する方が、全体としてリスクが分散され、社会全体にとってはよい状況となるとの考え方がある。

IMFは2006年の報告書で、

“There is growing recognition that the dispersion of credit risk by banks to a broader

and more diverse group of investors, rather than warehousing such risk on their balance sheets, has helped to make the banking and overall financial system more resilient.”

と述べ<sup>3</sup>、証券化によるリスクの投資家への分配機能は金融制度の耐性向上に資するとの考えを示している。

この2年後の2008年にサブプライム・ローンの証券化商品の問題を契機に金融危機が発生したわけで、この2006年のIMFの意見は謬見との見方が多い。しかし、特定の金融機関や金融会社がその資産のなかにリスクを積み上げるよりも、これを投資家に売り捌いてリスクの保有者を分散させる方が、金融システム全体の耐性を向上させるとの議論は一見正しいように思える。それでは、サブプライム・ローン問題の場合はどこが違っていたのであろうか。

サブプライム・ローンに関していえば、前述の通りそもそも通常の住宅ローンを借りることができない人たちを対象にし、多くの場合不動産価格の上昇益によって借入を中途返済することを予定しており、不動産市況が急激に悪化した場合には返済が滞る可能性が高いものであった。これの証券化に際しては、当然ストレスをかけて少々の市況の悪化に耐えられるだけの保全策がとられていたわけであるが、問題のひとつは検討対象の事象をどのように想定しこれにどの程度ストレスをかけたかである。証券化は金融商品である以上、一定の経済的利益を生み出す必要があり、たとえば10年に一度の事態にまで可能性を広げて商品の期待収益を吹き飛ばすような対策をとることは難しいし、また10年に一度の事態か否かの判断も前提の設定のやり方によって異なる場合がある。稀であると判断される事態の可能性を想定外と呼べばそうであろうが、これは実は想定可能であるが金融商品の設計上は想定したくない事態である場合が多いと考える。

換言すると証券化商品の設計者は金融商品であることによって求められる経済合理性を理由に仕組みの構築の際に、想定外のことがあることを想定しながらも、こ

れを割り切ることによって済ましてしまっていたのである。また投資家は投資家で商品内容の分析・検討をどこかの段階で切り上げて投資決定を行ったのである。証券化はロケットを火星に到達させるのとは違い、ほとんどすべてのリスクの可能性を考えてこれに関して対応を行うことはありえない。もちろんロケットの打ち上げであっても、すべてのリスクの検討とそれへの対応を考える場合、いつまでたってもロケットが打ち上がらないわけであり、ロケットの設計者・作成者・運行者もなんらかの割り切りのうえで行動しているわけであるが、証券化の場合には、ロケットの場合より時間的かつ金銭的制約があり、関係者が経済合理性の成り立つどこかの時点で割り切りを行って商品設計・作成を終了させ販売活動に移る必要がある。また投資家も無限に投資商品の内容を検討するわけにもいかず、どこかで割り切って投資をする・しないを決定する必要がある。

なお金融商品の例でいえば仕組み商品だけでなく、もちろん通常の金融商品にも割り切りはある。たとえば、無担保・無保証の社債の場合を考えてみると、一見発行体である会社は一個の物のように思われ信用力は所与のように感じられる。しかし会社は証券化の仕組み以上に複雑な仕組みの組み合わせによってなっており、一個の物というわけではない。たとえば会社の企業統治の仕組みさえも会社の信用力に影響を及ぼす可能性がある。したがって、発行体である会社はその信用力の向上のために無限の努力をすることが可能であるが、無限の努力は会社の経済合理性から許されるものではなく、会社はどこかでこれを割り切る必要がある。また社債の投資家も発行体である会社の信用分析をとことん追究することは、投資判断の迅速性や経済合理性から許されるものではなく、どこかで割り切る必要がある。

若干余談になるが、割り切りとリスクに関して二点追加しておきたい：

(イ) 証券化商品のような仕組み商品の場合には、この割り切りが見えやすい。繰り返しになるが、証券化の設計者はどこかで割り切りを行わないと商品が完成しない。

投資家はその分析をどこかで割り切らないと投資できない。金融商品の設計・分析において、シナリオを無限に設定するわけにもいかないの、シナリオの選定において割り切りが必要であり、この割り切られたシナリオのなかで仕組みが設計され、投資家によって分析されている。もちろん、商品設計者と投資家で設定するシナリオが異なることがあり、これは投資家が投資を行わないとの決定をする背景のひとつとなる。ちなみに金融商品における金融商品の設計者・販売者と投資家間の情報の非対称性の問題は、特にプロの投資家の場合には、情報の非対称性の問題とされるものが実は割り切りにおけるシナリオの相違という側面がある場合も多いのではないだろうか。

(ロ)証券化商品のような仕組み商品の場合、仕組みとその構築にあたっての割り切りが見えやすいということがある。ちなみにこの割り切りが見えやすいことによって、仕組み商品は通常の金融商品よりも同じ予想債務不履行率を示す場合にでも、リスクが高いとみなされ投資家に販売する際に仕組みプレミアムとも呼ばれる割り増しの金利を加える必要がある。ただ前述の通り会社は仕組みと割り切りの塊であり、この会社の信用に依拠する普通社債に通常は仕組みリスクを認識しないことは奇妙なことともいえよう。

さてこのような割り切りの議論を踏まえると、リスクを特定の金融機関や金融会社に集中させるより広く投資家にリスクを分散保有させる方が金融制度全体の耐性が増すことは、一義的には正しいが、分散させるリスクはどのように分析され、どのように割り切られているのかを売り捌きの前に検討することは重要であることが分かる。割り切りによって検討することを省略したリスクがあることを考えもしないで、これを多くの投資家に分散させるのは危険である。割り切りの外は想定外と呼ばれるが、割り切りをどこで行うかは通常は想定可能事項である。サブプライム・ローンの証券化の問題発生原因は、想定外の不動産市況の悪化であったとされるが、商品設計の段階でどこまで不動産市況の悪化を織り込むかは決

め事である。

サブプライム・ローンのリスクの売り捌きに関する教訓は、言葉としては矛盾に聞こえるが、想定外のことをまったく想定せずに、リスクを分散させることは危険であるということになると思う。

## 4 | 信用格付

信用格付とは、各企業の負債返済能力を格付会社が判断して行うものであり、企業は資本市場から資金調達を行う際、通常格付会社から投資適格以上の格付を取得していることが投資家対策上望ましいとされる。たとえば、米国の格付会社である、スタンダード・アンド・プアーズ社(S&P)の長期債務格付は最高のAAAから最低のDまでの段階に分かれており、一般にはBBB-以上の格付を投資適格と称し、BB+以下を投資非適格と称している。

先に述べたような5%の債務不履行率の予想に対して15%の保証や劣後を設定することによって債務不履行リスクの緩和を図るような証券化における仕組みの妥当性は一般の投資家には分かりにくく、また自らの検証が難しいことから、通常の社債の場合以上に証券化商品の場合には格付会社によって付される信用格付が投資家によって重宝なものとなることが多い。格付会社による信用格付は前世紀に米国において鉄道会社はその設備投資資金を調達するために社債を発行した際に、この鉄道会社の発行する社債の信用力を投資家に分かりやすく説明する事業として始まったとされている。投資家には分かりにくい信用リスクを分かりやすく投資家に説明することを業として継続しているわけである。

さて、先年のサブプライム・ローン問題においては、いくつか格付会社の問題が指摘されている。たとえば、証券化商品への格付が格付会社の大きな収益源であったことから格付が甘めになった懸念がある(ただし格付会社は発行体から手数料を得て格付を付与するという業務形態であり、そもそも手数料を払う先に厳しい評価をできるのかとの問題は過去からある)。さらに証券化商品の

設計者と格付会社が個別の格付について議論を行っていたこと、格付会社が証券化商品の設計者が使ったデータをそのまま使っていたことや、信用格付を信用リスク以外にも適用されるがごとくに誤認させたこと等々について指摘されている。これらについては、各国当局からの規制が課されるとともに、過去の問題について罰金が課され、また格付会社自身による行動規範の見直し等が生じている。

このように特に金融危機以降、格付会社の問題が各種指摘されているが、一方で投資家による格付の利用は大きく減少しているとは思えない。現在でも為替資金取引を行う相手方の格付が一定以上というような内規を持っている中央銀行が多いし、多くの機関投資家も格付を投資対象選定の際の基準のひとつにしている場合が多い。このため、発行体の側においても社債の発行における格付の取得は重要であり、特に証券化商品において公募される場合に格付の取得がなされていないことは稀である。なぜであろうか。

端的にいえば、格付が平明でそのうえ大外れはしないと多くの投資家に依然として思われているからであろう。格付会社は民間企業であり、また格付会社が問題を指摘された際の抗弁として表現の自由を主張していることから、格付の恣意性が明らかになっており、投資家が格付会社の信用格付を全面的に信頼することは考えられない。一方で多くの投資家は、格付を全面的に信頼できないにしても平明で大外れはしないだろうと思っている。その意味で格付は相変わらず大きな影響を持っているといえよう。

格付の平明さをいえば格付はAAAやAaa（ムーディズの場合）のような単純な記号で表されており、投資家が投資検討対象数を制限するときに便利である。たとえば証券化商品についての門前払いの条件を格付を使わずに行おうとすると、対象となる証券化の仕組みの例示や、証券化の対象の例示、債務不履行率の例示やこれに対する保全手段の例示等を行う必要があり、極めて煩瑣である。投資家にとって格付の高低によって門前払いを行う規定

を作り運用することが簡単であることは格付の利点と認識されよう。また門前払いに使うのであれば、大外れさえしなければ、多少の恣意性や不正確性は問題ないと考えられる。その結果格付が相変わらず影響力を持っているのであろう。

われわれは往々にして大きな影響力のあるものを正しい（ことに近い）と判断することが多い。これはひとつの割り切りといえるかもしれない。多くの投資家が格付を利用すれば格付の影響力が増し、その結果人々にとっての格付の外観的信憑性は増すのではないか。このとき証券化商品を売りたいアレンジャーは、皆がある程度信頼して外観的信憑性がある格付を無視することはできないので使わざるを得ず、もしくは積極的に高格付を取得して販売促進につなげようとするであろう。このようにして市場において格付があることが当然との状況を継続させている。

## 5 | オフバランスシート

証券化の利点のひとつは、資金調達でありながらオフバランスシートとなる可能性があることとよくいわれる。そもそもなぜ企業はオフバランスシートを選好するのであろうか。

一般的に企業は借入が少ないほど、優良企業とされる傾向がある。たとえば、本邦においてトヨタ自動車やパナソニックが無借金経営を誇ったことがそのよい例であろう。借入が少ないほど優良企業であるとの見方は、借金は悪であり自己資金で事業ができることは素晴らしいとの定見が支えているものと思う。実は資本効率の面からは借入がゼロであることは必ずしも良いわけではないが、この資本効率の議論は本稿の目的ではない。

負債の大小が大きく影響するもののひとつは格付会社による信用格付である。上述のように少なくとも投資家がなんらかの意味を見出して格付を使っている現状においては、証券の発行体としては格付に大きな配慮を払わざるを得ない状況であろう。

信用格付は各企業の負債返済能力を格付会社が判断し

て行うものである。格付会社から投資適格以上の格付を取得していることが投資家にとっての投資検討の要件になっていることが多く、したがって債券の発行体にとっては格付会社から投資適格の格付を取得できるか否かによって、発行する債券の売れ行きに大きな差がでる。投資非適格格付（一般的にBBB - /Baa3未満）の債券に投資する投資家は、少数派と考えられている。最近投資非適格もしくは格付を有しない企業の社債発行が欧米で盛んになっているとの報道があるが、このような報道も社債市場において格付が投資適格か否かについての差が厳然として存在し、投資適格な債券への投資が主流であることの証左である。さもなければ投資非適格債の人気上昇にニュースとしての価値はないことは明白であろう。

格付は企業を定量的かつ定性的に分析して決定されるが、定量分析において借入額は大きな部分を占めると考えられている。企業はその財務目標として格付会社による信用格付を投資適格で維持することを掲げることがあるが、このとき借入額が格付に大きく影響することから、たとえば  $\text{net debt/ebitda}$ （「純借入」÷「金利・税金・減価償却前利益」）のような指標を一定の数字以内にすることを掲げていることがある<sup>4</sup>。

このように格付が重要であり、この格付の判断には借入額の多寡が大きく影響する場合、企業はなるべく借入を減らそうとするが、それができないときには、会計上対象資産である原資産がオフバランスシートとなる証券化による資金調達を検討候補のひとつとする。証券化が借入と同程度に近い効果と効率性をもち、かつ会計上、原資産がオフバランスとなることによって原権利者が受け取る現金が借入と認識されないのであれば、企業は借入よりも証券化による資金調達が好むことになる（もちろん、証券化によってオフバランスシートを達成するための費用がオフバランスシートの効果よりも大きいときには、企業は証券化を選択しない）。

借入を証券化で代行させることができれば、企業が現在の格付を維持する際に許容される借入の額が実質的に増える可能性があり、また証券化によるオフバランス

シートの効果によって格付が上がるのであれば、上位格付を得ることによって投資家の信頼が増すとともに、借入可能金額が増加することになる。

オフバランスシートは、証券化の対象となる原資産が特別目的会社に売却されることによって実現する。原権利者が受け取るお金は借入金ではなく売買代金であるとの構成をとる。売却によって原資産が特別目的会社に移り、特別目的会社はこの原資産の生むCFを使って利払いと元本償還を行う証券を発行し、この証券の発行代金が特別目的会社から原権利者への売買代金支払いに充当されるわけである。

原資産を特別目的会社に売却することによって原資産の（交換）価値が顕現するわけであるが、売買の定義は一見簡単なようで実はそうでもない。会計・税務・法律において売買と認定される範囲が若干異なることがある。特に証券化ではその仕組み構築のうえで、原権利者と原資産の関係を原資産の引渡し後において遮断することが難しいことにある。証券化が金融上の効率化を追求すれば売買と認定されない場合がある。

たとえば証券化の場合には、原権利者は形式上対象資産を売却するが実質的にはそのまま対象資産に対して支配力を維持したい場合が多い。たとえば不動産の証券化の場合、原権利者は対象不動産を活用する事業者となることが多いであろう。投資家の側からいっても、原権利者が対象資産に関与し続ける方が安心できる場合が多い。原権利者が原資産のリスクを取り続ける仕組みであれば、投資家は当該資産に問題があっても原権利者が手放すのではないと認識することが多く、この資産を使った証券化商品への投資家にとっての安心度が増すことになる。

また原資産のももとの保有者である原権利者は、証券化の対象となった原資産のことをよく分かっており、そもそも当該資産を保有することによって生じるリスクを取っていたわけである。したがって証券化の仕組みの中で証券化商品の債務不履行率を下げ高格付を取得するために一定限度債務不履行のリスクを取る者が必要な

場合には、原権利者がもっとも容易かつ安価に当該リスクを取ることができる者と考えられる。こうして原権利者が証券化の仕組みのなかに保証人の形で組み込まれることがある。ただこのような場合、売却後も原資産に関するなんらかの利益もしくはリスクが原権利者に残ることになり、このとき当該資産の売買とされる行為は本当に売買であったのかという疑問が発生する。

このように売買でありながら金融商品としての合理性も追求するという、二兎を追う形の場合、金融としての経済合理性を追求すればもう一方の性格が否定されることになる場合が多い。二兎を追う形の金融は「何々（たとえば、売買）の形態をとるが実は金融である」との構成を取り、前者による会計処理を行うことによって借入であることを消そうとするものである。別の例をあげると、リース（特にファイナンス・リース）が典型的であり、ここで少々リースの例を検討しておきたい。

## 6 | リースの例

リースは一見賃貸借契約のように見える。ちなみに日本民法の601条では、「賃貸借とは当事者の一方がある物の使用及び収益を相手方にさせることを約し、相手方がこれに対しての賃料を支払うことによってその効力を生ずる」との規定があるが、日本のリース会社の事業団体であるリース事業協会は、本邦においてリース取引の大部分であるファイナンス・リースに関して、「ファイナンス・リースの法的性質について、基本的な要素は賃貸借的側面にあり、ファイナンス・リース契約は賃貸借を中核とし、金融・サービスの側面をも包括した契約類型である」<sup>5</sup>と述べ、ファイナンス・リースは単純に賃貸借に収斂するというわけではないとの見解を明らかにしている。

ファイナンス・リースの定義について日本では直接的な法律の規定はないので、ここでは、とりあえず会計基準にその定義を求める。日本の会計基準ではファイナンス・リースとは「リース契約に基づくリース期間の中途において当該契約を解除できないリース取引またはこれ

に準ずるリース取引で、借手が当該契約に基づき使用する物件（以下「リース物件」という）からもたらされる経済的利益を実質的に享受することができ、かつ、当該リース物件の使用に伴って生じるコストを実質的に負担することとなるリース取引」<sup>6</sup>との規定がある。

また、同じく会計上ではファイナンス・リースと認定される要件として（1）リース料総合計の現在価値が物件の購入価格の90%以上、もしくは（2）中途解約不能なリース期間が物件の法定耐用年数の75%以上（ただし例外あり）、等々が述べられている<sup>7</sup>。

すなわちファイナンス・リースはリース料で物件購入費用のほとんどを回収する、もしくは、物件の耐用年数のほとんどをリース期間で使い切るようなリースである。

この2つの点を展開させると、「ファイナンス・リースにおけるリース料は賃貸借による賃料と異なり、各期における利用の対価ではなく、調達費用等によって計算される金額（総額）であり、各期において支払われるリース料は、この総額を元に計算される」<sup>8</sup>との結論が導かれるわけである。このファイナンス・リースが本邦でリースと言う場合に指し示されている商行為の大部分である。このファイナンス・リースは賃貸借には単純に収まらず、金融・サービスの側面をもった契約として発展させようとの意志が業界にあり、その一方でリースの基本性格は賃貸借のままとして賃貸借の場合に認められるオフバランスシートや貸手の法律上の優位な地位を維持したいという、矛盾する2つを追求して二兎を追おうとした。すなわちリースは賃貸借を中核としながらも特に金融という側面をもって発展した形態であるが、これはリースが事業として発展を図るにあたって、金融業としての経済合理性を志向したためであろう。

ちなみにリースを賃貸借と認定できる場合には、リース物件は貸手の所有物であり、当該物件は貸手のバランスシートに資産計上され、借手はこれを資産計上することではなく、また将来の予定される賃料債務を債務計上する必要もない。借手が必要なのは、毎回のリース料支払いを費用計上するだけであろう。また法律上は会社更正

において賃貸料は共益債権とされ、一般債権よりも有利な扱いを受ける。

ところで賃貸業であれば、貸手は物件の使用権を借手に移転しているが、賃貸借の開始時、賃貸借の期間中、そして賃貸借の終了時のすべてに所有する物件に関して極めて強い関心と関与を行い、賃貸料はまさに物件利用の対価との認識を持つ。一方リースの貸手は、もちろんリース物件の所有権を有しているが、リース料は専らリース物件の取得に関し貸手が支払った費用を回収するために設定しようとする。そしてこの費用を回収しかつ利益を上げることができるのであれば、当該リース物件の状況にさほど関心を示さないことが経済的に合理的である。これがファイナンス・リースであり、そのときリース料は物件利用の対価から物件に関わるファイナンスの返済に変貌する。このときファイナンス・リースの貸手は法律が前提とする賃貸借の貸手の状況よりは、延払・割賦売上の売り手の状況に近いと言えるであろう。

またファイナンス・リースの場合には、リース物件を通常の場合には在庫として持たない。ファイナンス・リースはリース物件の耐用年数に近い比較的長期の期間で設定され中途解約が実質できないことから、転々と賃貸が繰り返されることを想定していないこと、または、リース料の合計金額をもって貸手がリース物件を購入することに要した金額を回収できることを原則として設計されている。このようにファイナンス・リースには通常の賃貸借に比較して経済的効率性を高めるように設計され、物件の陳腐化リスクや借手を次々に見つけることのリスクを負う賃貸借の貸手としての側面は減少している。

このようなファイナンス・リースに関して最高裁判例<sup>9</sup>は、ファイナンス・リース取引で借手が倒産した場合、リース料債務は契約の成立時に全額が確定することから、リース物件の使用とリース料の支払との間に通常の賃貸借における対価関係はないとして、リース料は賃貸借で認められている共益債権ではなく、一般の更正債権になるとして、借手倒産時におけるファイナンス・リースの賃貸借性を認めない判断を下した。このような、ファ

イナンス・リースの賃貸借の性格を否定する動きは、法的な賃貸借における共益債権という優位性をリースから奪う。またこのようなリースのファイナンス化は賃貸借であれば認められる会計上のオフバランスシートの扱いも、ファイナンス・リースにおいては認められない状況を招くことになったわけである。

以上リースについて記述したが、金融商品が二兎を追う場合一兎も得られないひとつの例としたい。証券化でもそうであるが商品設計者が金融商品の経済合理性を追求しつつ金融以外の商品性も追及しようとする、社会一般から見ると一種の逸脱と認定される場合があるということであろう。商品設計者は経済合理性の追求において一種の割り切りを行うが、この割り切りが社会一般の認識と相違している場合がある。

## 7 | 証券化と規制

サブプライム・ローン問題を契機として、証券化に各種規制をかけるべきであるとの議論がなされている。この議論は、原権利者になんらかのリスクを負わせ続けるべきであるとの議論、格付会社になんらかの規制をかけるべきとの議論、証券化の手数料の問題についての議論等々がある。このなかで、原権利者に一定のリスクを残置させることに関しては、オフバランスシートの実現が困難になる可能性もあり議論が分かれている。

証券化は投資家の募集方法が公募でも私募であっても結局は特別目的会社を使って投資家から資金を集めて金融を行う、一種のノンバンク業務を行うわけである。ノンバンク業務は銀行業務類似業務としてなんらかの規制を行うことが経済社会の安定のためには必要なことが多くなっていると考ええる。

かつてのように銀行には重い規制、ノンバンクは規制外という状況は必ずしも社会にとってよいことではないと認識されつつあると考える。

証券化は特別目的会社を使うが、この資本は最低限でありまた特別目的会社への保証や優先劣後によるリスク緩和処置も最低限に設定され、経済合理性を徹底的に追

求した仕組みが通常である。一般的な会社形態で運営される通常のノンバンク会社に比較しても、金融の効率性が徹底的に追求されている。このように合目的性を追求した仕組みは、想定外のリスクに対して脆弱な可能性があることは今までの議論で明らかであろう。通常の会社は仕組みの塊ではあるが証券化の仕組みほど合目的的ではなく、どこかに遊びの部分があり、これが想定外のリスクが発生した場合の緩衝材になる可能性があるが、証券化にはこの遊びの部分が少ない。したがって想定外のリスクに対する緩衝材を附加させるべく、適度な公的規制が証券化に対して課されることは社会的に有益であるとする。ただしいかなる規制も割り切りの産物であり、規制を作ればこの規制を超えたところに想定外のリスクがあることは忘れてはならない。

## 8 | 終わりに

以上において証券化商品という金融商品を一步前から見て、金融商品と社会の関係を見つつもりである。証券

化のような仕組み金融商品は割り切りによって成り立っていることがよく見えるが、実は金融全体、さらには社会全体にも割り切りは不可欠であり、これによって内在される想定外（もしくは、想定したくない）リスクがあると考えたい。

たとえばある取引のリスク検討をどこまで行うかについては先天的な決まりはなく、その時々々の時間と場所における人々の認識に左右され、かつこの認識には幅がある。取引関係者はこの認識の幅のなかで、おそらく取引の設計上最も合理的・効率的と思われるところで取引内容を構築することになる。一方この取引に問題等が発生した場合の判定者は、多くの場合そのときの時間と場所における認識の幅のなかでもっとも適当と思われる判断を取り上げるであろう。このとき前者と後者が一致する確証はない。われわれは固定化できない流動的な状況のなかで商品・取引を固定化しようと努力していることを認識すべきであろう。

### 【注】

<sup>1</sup> 国土交通省のサイト <http://tochi.mlit.go.jp/chiiki/securitization/doc1-1.html>

<sup>2</sup> 植木豊 編訳 「プラグラティズム古典集成」 作品社刊 193ページ

<sup>3</sup> 2006年4月のIMF “Global Financial Stability Report” Chapter IIの冒頭部分

<sup>4</sup> たとえば、フランスの大手電力ガス会社である、GDF Suez（現 Engie）はその2014年2月27日のプレスリリースで、同社の2014年の財務目標のなかで “Net debt/Ebitda ratio below or equal to 2.5x and “A” credit rating maintained” と述べている。

<sup>5</sup> リース事業協会発行、月刊リース2011年2月号の「ファイナンス・リースの典型契約化に対する見解」同事業協会法務委員会作成による

<sup>6</sup> 2007年企業会計基準第13号

<sup>7</sup> 2007年企業会計基準適用指針16号より適宜抜粋

<sup>8</sup> 民法（債権法）改正検討委員会2008年9月23日の「ファイナンス・リース」の改正試案[第4準備会報告]の9頁から引用

<sup>9</sup> 最高裁判例。平成7年4月14日