

証券化市場フォーラム・報告書

2004年4月22日

事務局・日本銀行金融市場局

目 次

．はじめに～事務局より	1
．証券化市場の機能と意義	2
．わが国証券化市場の発展と残された課題	4
．具体的な課題と解決の方向性	7
1．各裏付資産に共通の課題	7
（1）証券化商品の価格評価をよりの確かつ効率的に行い得るための環境整備	7
情報開示の充実	7
分析ツールの一層の洗練	10
（2）証券化商品の組成・売買にかかるコストを引き下げるための環境整備	11
金銭債権の譲渡にかかるコストの引き下げ	11
SPVの使い勝手の向上	14
サービサー・リスクをより簡易に低減させるための環境整備	17
決済・譲渡手続の円滑化	19
2．個別の裏付資産に固有の課題	20
（1）売掛債権	20
（2）銀行貸出債権	21
（3）住宅ローン債権	23
．おわりに～再び事務局より	27
（1）日本銀行の取り組み	27
「証券化市場の動向調査」の実施	27
日本銀行の契約上の譲渡禁止特約の部分的解除	29
（2）今後への期待	29
別紙：証券化市場フォーラム参加者リスト	31
B o x 1：証券化市場を巡る制度整備の進展と公的セクターの取り組み	41
B o x 2：発行形態別の情報開示の現状	42
B o x 3：金銭債権の譲渡に際して問題となる事項	43
B o x 4：債権譲渡登記制度の使い勝手の向上	45
B o x 5：証券化ビークルの利用形態と特徴	46
B o x 6：国内完結の倒産隔離スキームの利用の活発化	47
B o x 7：サービシング業務の移管に当って実務上障害となり得る事項	48
B o x 8：証券化に際して障害となり易い民間住宅ローンの商品性	49
補論1：新BIS規制案がわが国証券化市場に与え得る影響を巡る議論	50
補論2：譲渡禁止特約の対外的効力	52
補論3：単一SPCによる複数回の証券発行	54
補論4：特定目的信託（SPT）の活用	57
補論5：シンセティックCDOの会計処理を巡る論点	59
補論6：CMOの機動的な組成・発行	61
補論7：パイプライン・リスクと市場の整備	64
別添1：証券化商品に関する情報開示のあり方	66
別添2：情報開示と分析ツール（募集型中小企業CLOを例に）	100
参考：用語解説	114

1. はじめに～事務局より

証券化商品は、裏付資産の分散効果を通じてリスクを削減するとともに、リスク許容度に応じて多様な投資家を呼び込むことが可能になるという特性を有している。こうした特性をもった証券化商品の市場が健全に発展していくことは、わが国経済をしっかりと支えていく仕組みを強化することにつながると考えられる。

日本銀行は、証券化市場の中長期的な発展を支援するとともに、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、昨年、資産担保証券の買入れという、中央銀行としては異例の措置に踏み切った。

具体的な買入れスキームの策定に当っては、多くの市場関係者の方から貴重なご意見が寄せられたが、その大半は、わが国の証券化市場は未だ発展途上にあり、市場の一層の発展に向けてなお達成すべき課題が残されているとの認識を示すものであった。これらの課題は、金融市場のインフラ整備・慣行の見直し、市場機能の強化といった広範囲な領域に亘っており、原資産の組成から、証券の発行、流通に至る一連の取引の流れを総合的に検討していく必要性が強調された。

同時に、証券化市場は、専門的・技術的な側面を有する先端分野であり、オリジネーター、アレンジャー、仲介業者、投資家、アナリスト、格付機関、さらには法務・会計等の専門家など、各方面の関係者が一堂に会し、市場のあり方について集中的な検討を行うことは意義があると判断された。

そのような問題意識を背景に、日本銀行は、市場横断的な視点から課題を認識し、その克服に向けた方向性を幅広い関係者が集合的に探る議論の「場」として、金融市場局を事務局とする「証券化市場フォーラム」を設けた。昨年11月に初回会合を開催して以来、テーマを絞った分科会、ワーキング・グループにおいて、第一線の民間実務家の方々、政府系金融機関、関係官庁・業界団体等のメンバーが市場の発展という共通の目標に向け、立場を超えて議論を重ねてきた（フォーラム参加者は別紙参照）。

今回とりまとめた報告書は事務局が編集作業を行ったが、その内容は、フォーラム参加者による熱意に満ちた議論の成果である。本報告書がこれまでの市場関係者の努力と相俟って、証券化市場の健全な発展への新たな道標となることを期待する。

証券化市場フォーラム事務局・日本銀行金融市場局

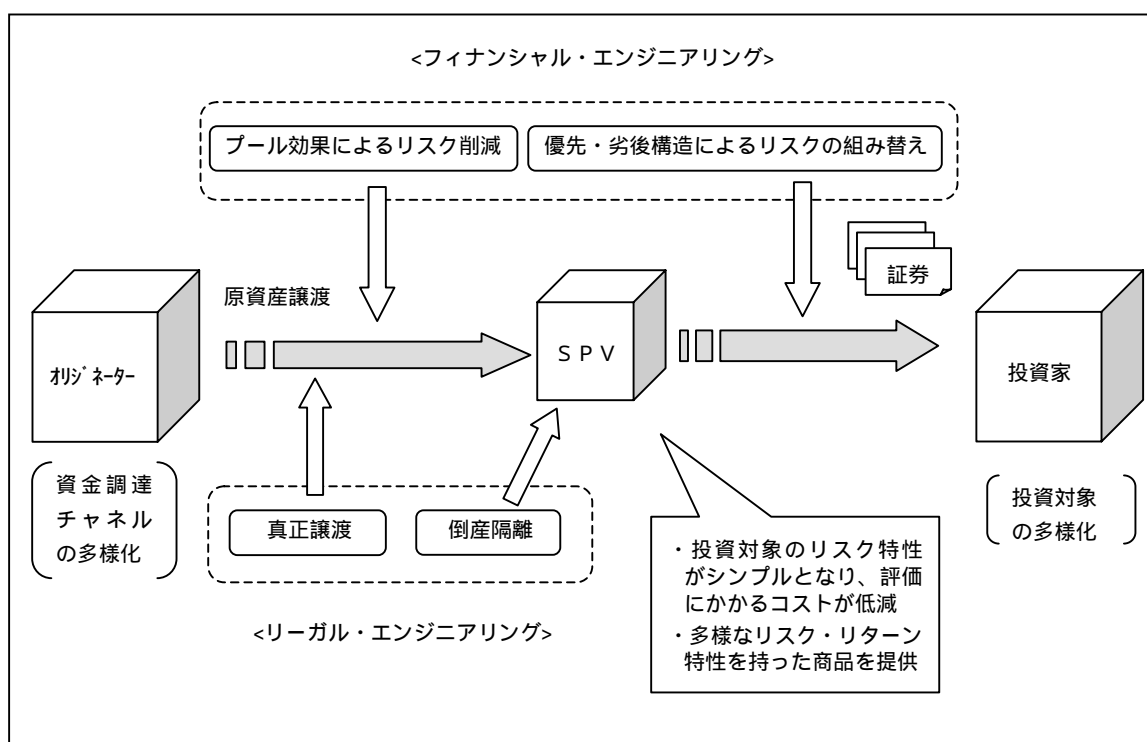
11. 証券化市場の機能と意義

証券化は、経済主体の有する資産を切り離して、それを裏付けとした証券¹を発行することで資金調達を行う金融技術である（図表1）。証券化商品は、次のような特質・機能を有している。

まず、証券化は、オリジネーター自身の信用力に対する評価でなく、オリジネーターから切り出された特定の資産に対する評価を前提とした資金調達・運用を可能とするスキームである²。また、そうして切り出された資産が、多数束ねられることになれば、分散効果を通じて、全体としてリスクは削減される。加えて、裏付けとなる資産プールのキャッシュフローやリスクを、投資家の多様な選好・リスク許容度に応じて柔軟に組み替えることにより、幅広い投資家を呼び込むことが可能となる。さらに、証券形式とすることで、売買が容易となり、高い流通性を具備することもできる。

こうした機能を活用することにより、企業・家計は新たな資金調達チャネルを得るほか、投資家も、多様な特性を持った資産を運用対象に加え得ることとなり、リスク選好に応じたポートフォリオをより柔軟に構築することが可能になる。

【図表1】証券化の機能



¹ 本フォーラムで議論の対象とした証券化商品は、社債、CPのほか、信託受益権、シンセティック型債券も含んでいる。

² 例えば、財務情報の少ない中小企業に対する銀行貸出が、その中小企業の保有する大企業向け債権を裏付けとしたファンディングに切り替われば、そのリスク評価は容易になる。

また、証券化市場の活性化は、以下の諸点からみて、わが国における金融仲介機能を強化し、高度化するものと期待される。

第一に、証券化市場を通じた資金調達・運用は、クレジット市場全体における価格発見機能の向上を補完する。銀行貸出金利は、徐々に、債務者の信用度に見合った水準に設定されるようになってきているが、市場で形成される証券化商品の発行・流通利回りは、貸出金利の設定に際し、有力な参考材料となる。リスクに見合ったリターンの実現は、経済全体における効率的な資源配分にも寄与する。

第二に、証券化商品への取り組みは、金融機関の業務に新たな広がりを与え、多くのビジネス・チャンスをもたらす。例えば、銀行は従来、貸出を業務の中核に据えてきたが、証券化関連業務の推進はこれと矛盾せず、むしろ補完する。即ち、証券化により貸出債権のリスクの組み換えや流動化を行うことで、自らの能動的な与信ポートフォリオ管理のほか、顧客のニーズへの柔軟な対応も可能となる。地域金融機関にとっても、異なる地域や業種にまたがる資産を束ねた証券化商品を活用することによるメリットは大きいといえる。もとより、証券化ビジネスは、組成やリスク評価などに高度な金融技術を要するだけに、この分野に進出するためには、明確な経営判断とこれに裏打ちされた相応の経営資源の投入が必要となる。しかし、そうした新たな業務への挑戦こそが、わが国の金融機関を活性化させていく³原動力になると期待される。

第三に、信用仲介チャンネルの複線化という点である。わが国における企業金融は、従来、金融機関の融資に大きく依存した構造となっていた。資産バブルの崩壊は、1990年代以降、金融機関の融資機能に大きな制約を加え、間接金融への依存度が高かった分、経済活動に対する影響も長引いた。金融機関の貸出は今後ともわが国経済を支える中核的な使命を果たし続けていくと考えられるが、証券化市場という、新たな信用仲介チャンネルを通じて供給される資金の流れがより太く安定的なものへと発展していけば、わが国金融システム全体のリスク耐性を高めることにもつながり、大きな痛みを伴った90年代の経験を活かすことにもなる。

³ 国際決済銀行(BIS)・グローバル金融システム委員会が2003年1月に公表したレポート(“Credit Risk Transfer”)では、最近の証券化商品やクレジット・デリバティブ市場の拡大が近未来の金融産業の姿を大きく変貌させる可能性が示唆されている。本レポートについては、要旨(日本語仮訳)が日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp>)から入手できるほか、報告書全文(英文)はBISホームページ(<http://www.bis.org>)から入手できる。

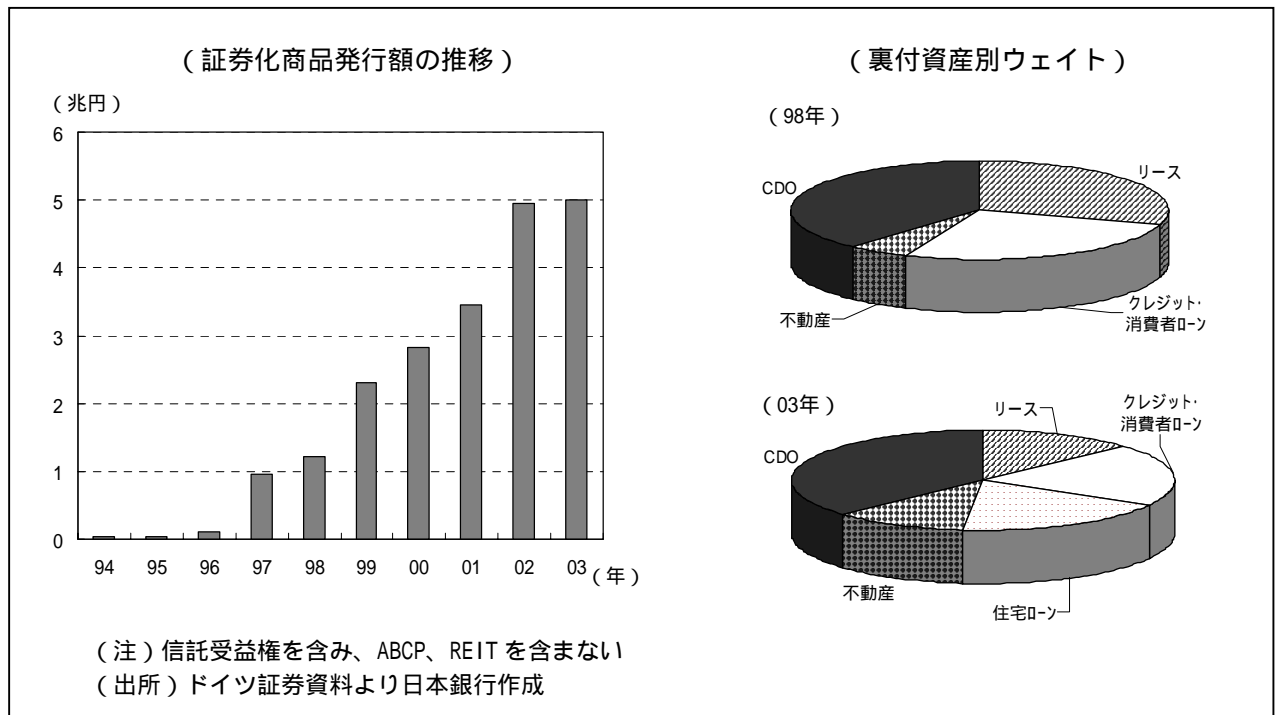
III. わが国証券化市場の発展と残された課題

わが国の証券化市場は、新たな金融仲介の場として着実に成長してきている。即ち、証券化商品の発行額は、90年代後半以降、急テンポで拡大した。証券化の対象となる原資産の種類も、当初はリース料・クレジット債権が過半を占めていたが、住宅ローン債権、商業用不動産が増加するなど多様化が進んでいる。特に、最近では、いわゆる募集型CLO（Collateralized Loan Obligation）⁴や、住宅金融公庫の買取型RMBS（Residential Mortgage-Backed Securities）⁵など、証券化を前提に原資産となる債権を組成する取引もみられるようになってきた（図表2）⁶。

こうした発展の背後には、市場参加者の創意工夫に加え、様々な制度整備など、公的セクターの取り組みもあったとみられる（Box1）。

しかし、フォーラムの場では、証券化商品の機能やそれに対する潜在的なニーズの大きさに比較すると、証券化市場の活用の度合いは未だ不十分であるという意見が多く出された。具体的には、発行市場の規模は、銀行借入、普通社債等と比較して、依然として小さいほか、流通市場の取引も少ない点が指摘された。

【図表2】わが国証券化市場の量的・質的拡大



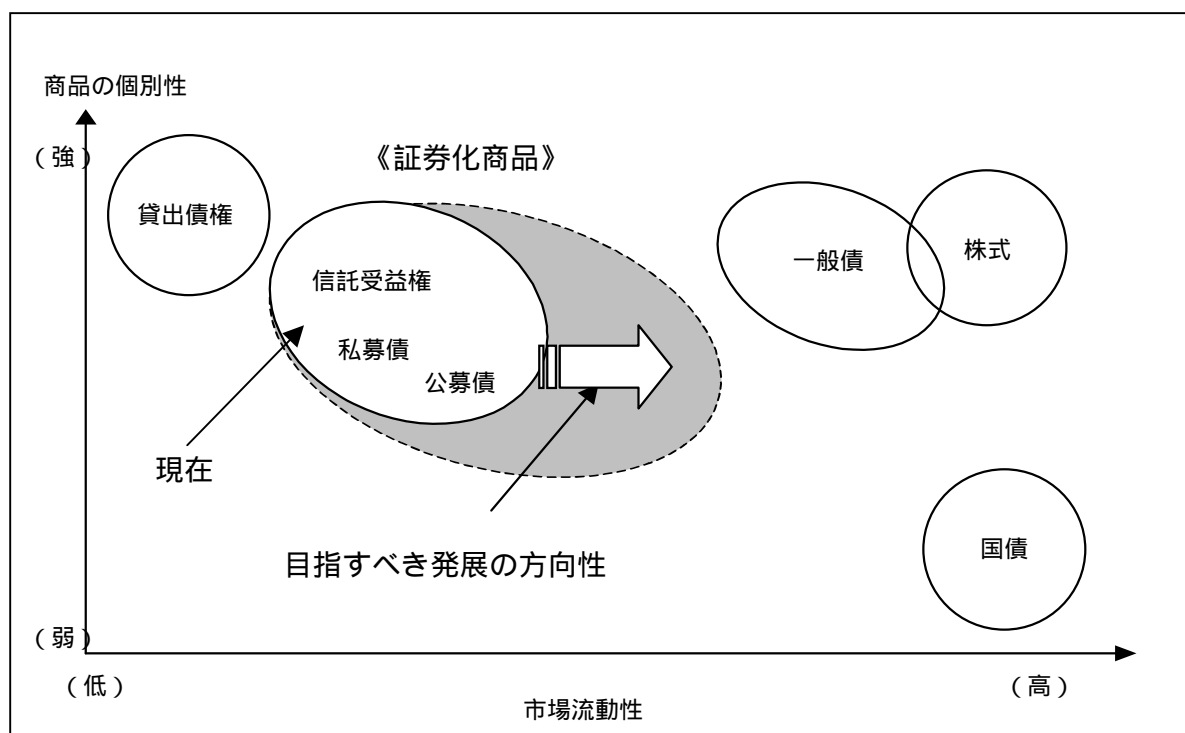
⁴ 証券化を前提として借入人を募集し、それに対して実行した貸出を裏付資産として発行するCLO。
⁵ 民間金融機関等が貸出した住宅ローン債権を住宅金融公庫が買取り、これを（公庫の直接融資による債権と混合し）担保として、公庫が自らの名で債券を発行するスキーム。
⁶ 証券化商品に関する公式統計は存在せず、相当数の非公開案件があるとも言われているため、市場の全体像の把握は容易ではない状況にある。

証券化商品は、資金調達・運用の両面で様々な主体が関与し、流動性も兼ね備え得る商品である。同時に、クレジット商品である以上、国債のような均質な商品とは異なり、各々に個別性があることも、その特徴の一つである。

フォーラムでは、個々の証券化商品の流動性には、その発行の形式、規模、さらには目的に応じて、求めるレベルが異なり得ることが確認された。例えば、流動性を求めずに、ごく少数の投資家が満期保有することを前提に組成されるプライベート商品もあれば、高い流動性を期待できる公募債もある。また、私募債や信託受益権であっても、大型・長期の商品などでは一定の流動性を備えることが望まれる一方、公募債であっても、当事者にとって使い勝手の良い商品かという点も必ずしもそうとはいえず⁷、結果的に私募債や信託受益権の方が好まれるという面もある。

こうした観点から、証券化商品については、個々の商品に様々な個別性が備わっていることを十分に踏まえつつ、公募債、私募債、信託受益権等のそれぞれに流動性の向上に向けた取り組みが、市場の評価を通じた価格発見機能を活用するためにも重要であるとの認識が共有された（図表3）。

【図表3】金融商品の個別性と流動性



⁷ 公募債については、例えば、有価証券届出書の効力が発生するまで、証券の取得や売付の契約を締結できないなど、発行の機動性に難があるほか、目論見書と異なる資料等を用いた勧誘に制約があるなど、情報開示の自由度が低いといった指摘がなされた。また、開示項目について、必要な見直しをタイムリーに行っていくことが求められる、との意見も聞かれた。

このように流動性の向上を軸とした市場の更なる発展への取り組みを進めていくに当たっては、具体的には、次の二つの視点が重要と思われる。

第一に、証券化商品の価格評価をよりの確かつ効率的に行い得るための環境整備である。証券化商品のリスクを適切に評価し、それに見合った価格を提示できることは、発行市場・流通市場のいずれにおいても、取引が成立するための条件となる。

第二に、証券化商品の組成・売買にかかるコストを低下させるための環境整備である。オリジネーター、アレンジャー、投資家などの市場参加者は、証券化商品の長所とその組成コストの双方を勘案のうえ、証券化取引を利用しており、コストの低下は、市場活性化の重要な条件である。

以下、[2.1](#)において、個別の具体的課題と解決の方向性についての主な議論を紹介する。最初に、裏付資産の種類によらない、証券化商品全般について共通の課題を整理した後、裏付資産の種類毎（売掛債権、銀行貸出債権、住宅ローン債権）に固有の課題を整理した⁸。

証券化市場についての課題は、以下に紹介するとおり、証券の発行市場、流通市場のみならず、原資産市場も含めた様々な段階に残されているが、これら各段階の課題を全体として整合性をとりながら一つ一つ解決していくことが重要である。原資産のオリジネートや証券化商品の組成が適切に行われることで、証券化商品の流動性が高まり、原資産のリスクとリターンに対する効率的な価格評価が行われるようになる。その結果、証券化商品の発行が円滑化し、ひいては原資産のオリジネートも活発化すると同時に、流通市場も一層活性化するといった好循環が生まれるものと期待される。

⁸ このほか、証券化の裏付資産として利用されるものとして、リース料・クレジット債権等の金銭債権、商業用不動産などがある。前者は、発行実績も長く、その論点の多くは、[2.1](#)でカバーされると思われる。後者については、一般に案件の個別性が極めて強いことや、それを反映して、限られた投資家向けの商品が多いことから、本フォーラムでは明示的な議論の対象としなかった。

IV. 具体的な課題と解決の方向性

1. 各裏付資産に共通の課題

(1) 証券化商品の価格評価をよりの確かつ効率的に行い得るための環境整備

情報開示の充実

(現状と課題)

証券化商品の流動性を高めるためには、価格評価を円滑に行い得ることが重要であり、そのためには情報開示の充実が一つの鍵となる。特に、現在、投資家層が薄いメザニン以下のトランチについて、新しいB I S規制の導入(2006年末に導入予定)もあって、投資家層の開拓・拡大が重要な課題と認識されるようになってきており、この面からも、証券化商品のリスクとリターンを的確に評価し得る環境の整備が求められている(補論1)。

しかし、現状、わが国の証券化市場では、証券化商品の価格評価を行うための情報が必ずしも十分ではなく、これが投資やマーケット・メイクを行ううえでの障害となっているとの意見が多数聞かれる。具体的には、次の二点が指摘された。

イ) 発行の事実が明らかにされない案件が増加している

市場参加者は、自らが組成や販売に関与していない商品については、発行の事実・証券の基礎的な属性情報(発行体、オリジネーター、発行額、裏付資産、格付等)の把握を、ニュース情報や格付機関のプレス・リリースに依存している。

公募債以外の形態の場合、こうした情報を公表するか否かは、オリジネーターをはじめ、関係当事者の意向に依存しており、私募債や信託受益権では、発行の事実すら公表されない案件も少なくない。特に、最近では、煩瑣な公募手続や案件の公表を回避するために、公募債よりも、私募債や信託受益権の発行が選好される傾向が強まっている、との見方が多い。

ロ) 個別証券の価格情報や的確な価格評価を行うための情報が入手しづらい

証券化商品のうち、仲介業者が気配値やオファー・ビッドを提示しているのは、一部の公募債などに限定されている。機関投資家にとっては、投資対象となる金融商品について透明性の高い価格情報が少ないことが、当該商品への投資を阻害する大きな要因となる。

また、私募債や信託受益権では、原債務者のデフォルト率など、価格評価を行うために必要なデータ等が、組成や販売に直接関わった当事者以外の主体、即ち、流通市場での購入を検討する潜在的な投資家や仲介業者・アナリスト等には入手しづらいことが多い。

公募債についても、1)開示項目が詳細である一方、証券化商品の個別性に

応じた開示項目の自由度や見易さの点で必ずしも投資家のニーズに合致していない、2)機動的な開示ができないといった点で、改善の余地があるのではないか、との見方が少なくない(Box2)。

(解決の方向性)

これらの課題の解決に向けて、まず重要なことは、関係者がその解決の必要性について、認識を共有することである。この点、フォーラムの場では、オリジネーターにとっては、情報開示を進めれば、当該商品の価格評価が適切に行われ得ることや流動性プレミアムが低下することを通じて、証券化商品のより円滑な消化や資金調達コストの低下というメリットを享受できる、との認識が示された。また、投資家にとっても、投資機会の多様化につながる、との指摘があった。

その一方で、現在の運用難という市場環境のもと、開示の充実度如何に関わらず、消化に支障を生じない状況にあっては、情報開示が発行コストの低下等につながっていくメカニズムを実感できない、との指摘も多々聞かれた。しかし、議論を重ねていく中で、市場の持続的な発展につなげていくためには、今のうちから、こうしたメカニズムがより柔軟に働く環境を整えておくことが重要との認識が徐々に共有された。具体的なアイデアとしては、次の二つの枠組みが浮かび上がった。

第一は、発行の事実すら明らかにされない案件が増加していることに対応し、一つの情報インフラとして、証券化商品の個別銘柄の概要が分かるリスト(銘柄リスト)を作成するというアイデアである。

現状、複数の市場参加者が何らかの銘柄リストを作成しているが、いずれも、公開格付案件と、その市場参加者が当事者として組成等に関わった案件を合わせたものに限定されている。フォーラムでは、その対象範囲が広がり、より多くの個別銘柄の概要を一覧できるようになれば、市場の実情把握を容易にするとともに、将来的な情報開示に向けたモメンタムを高めることになるとして、銘柄リストの有用性を強調する意見が多く出された。また、個別銘柄の概要に加え、裏付資産のリスク評価に必要なパフォーマンス・データ等も添付すればさらに内容が充実するとの指摘もあったが、まずは可能なことから始めていくべきとの意見が多かった。

こうした銘柄リストの作成については、市場の発展途上期において、その健全な成長を後押しする観点から、まずは、日本銀行を含む中立な立場の公的主体等が、市場参加者の協力を得ながら、率先して取り組むことを考えてみてはどうか、との要望が多く聞かれた。同時に、こうした公的主体等の取り組みも契機となって、将来的には、情報提供会社や業界団体等の民間の組織が、さらに付加価値を高めつつ、情報集約・還元機能の担い手となることが望ましく、そのために幅広い関係者が一体となって協力していくべきであるとの認識で一致した。

第二は、個別証券の価格情報や的確な価格評価に資する情報を充実させるために、証券化商品に関する情報開示について、関係者のニーズと制約・コストをバランスよく勘案しつつ、標準的な開示項目・フォーマットをとりまとめるというアイデアである。

証券化商品の流動性を高めるうえで、一般論として情報開示の充実が望ましいことは言うまでもないが、実際に、情報開示を行うに当たっては、そのコストとメリットの比較考量が不可避である。具体的なコストとしては、データの作成・公表にかかる手間、関連システム等の開発費用、自社のポートフォリオ・経営戦略の一部が明らかになることがもたらす有形無形のコストやリスク、さらに公開会社の場合にはオリジネーター本体の開示との関係⁹など、様々なものがある。

こうした事情を踏まえ、フォーラムでは、情報開示に伴うコストを抑制しつつ、その実効性を高めるために、「発行体として、どのような制約・コストがあるか」という点と、「投資家として、どのような情報が、どの程度の緊要度で必要か」という点をうまく擦り合わせて、現時点で望ましい情報開示の実務慣行の形成を試みてはどうかというアイデアが提示された。

これについては、投資家、アナリスト、仲介業者、アレンジャー、オリジネーター、格付機関が各々の立場から賛意を示すとともに、具体的な検討は、裏付資産毎に、それぞれの商品の特性を勘案しながら進める必要がある、と指摘した。このため、本フォーラムでの検討の一環として、「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」を設け、証券化商品に関する情報開示のあり方について議論を深めることとした。

ワーキング・グループは、(a)リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権を裏付けとするもの(狭義のABS)、(b)銀行貸出債権を裏付けとするもの(CLO)、(c)売掛債権を裏付けとするもの(売掛債権ABCP)、(d)住宅ローン債権を裏付けとするもの(RMBS)の4種類の主要な裏付資産毎に会合を開催し、それぞれについて、標準的な情報開示項目と推奨フォーマットを取りまとめた(別添1)。その際、1)投資家をはじめとする情報のユーザーのニーズを汲み取りつつ、2)情報の出し手側が開示のコストに見合うメリットを得られるか、3)推奨する開示レベルがいたずらに高過ぎて、結果的に証券化のインセンティブ自体を損なうおそれはないかといった点を勘案のうえ、項目毎に開示が求められる度合いの目安を示した¹⁰。

⁹ 具体的には、東京証券取引所「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」第2条、日本証券業協会「店頭売買有価証券の発行会社における会社情報の適時開示等に関する規則」第5条で定める「重要事項」に、証券化商品の裏付資産にかかる情報が該当してしまう可能性を懸念する声が聞かれた。

¹⁰ ワーキング・グループでの議論において、投資家としては、証券化市場に精通した金融機関や機関投資家を念頭においた。これは、証券化商品の個別性の強さ、仕組みの複雑さなどを踏まえれば、その第一義的な投資家は、それらの層と考えられるためである。

分析ツールの一層の洗練

(現状と課題)

価格評価を円滑に行い得るための環境整備という観点では、裏付資産プールのリスク¹¹を定量的に評価する分析ツールの充実も重要である。

現状、多数分散プール型の証券化商品のリスク評価を行う際には、1)裏付資産プールに組み入れる債権に適格要件を設け、いわば入り口段階で相応のスクリーニングを行う、2)個別の債務者の信用リスク(第一義的にはデフォルト確率)を推定する、3)債務者間の信用リスクの相関関係や分散度合いを考慮しつつ、裏付資産プール全体のリスクを評価する、といったステップが採られるのが通常である。

フォーラムの間では、この点に関連し、1)組成される証券化商品に期待されるリスク特性に照らし、入り口段階での適格要件が必要以上に厳しいのではないかと、2)近年、多様化してきている分析ツールの考え方や内容が、投資家にとって見えにくく、投資判断に戸惑うことが多いといった指摘があった。これを踏まえ、投資家やアレンジャー等にとって、より使い勝手のよい証券化商品のリスク評価手法をどのように確立していけばよいかという点が、課題として浮かび上がった。

(解決の方向性)

まず、事務局が、適格要件の有効性を検討するための一助として、多数分散プール型CLOについて、原債務者のデフォルト確率を算出するスコアリング・モデルの分析例を提示した。そのポイントは、1)自己資本比率、経常利益、有利子負債比率など単独の財務指標のみに基づいたスクリーニングは、本来、排除すべきでない企業を排除したり、排除すべき企業を取り込んでしまう可能性がある、2)そこで、複数指標の組み合わせによるスクリーニングを行うと、判別力が向上する、といったものである(別添2)。

また、デフォルト確率の推計やプール全体の評価については、関係者の間で、様々な統計手法を用いて分析ツールの精度向上への努力が続けられている。この点、投資家側からは、証券化商品のリスクとリターンを自ら判断するツールを充実させる観点から、「まずは、仲介業者や格付機関が、モデルの考え方・内容を開示し、その解釈の仕方・留意点について、詳細な説明を行うことが必要である」との意見があった。これを受けて、こうしたモデルを提供する側からは、「そのような取り組みは既に行っており、今後もこれを継続していきたい」との見解が示された。

こうした議論の中で、裏付資産のパフォーマンス・データの蓄積・開示が進み、

¹¹ 証券化商品の元利払いにかかるリスクは信用補完の内容等にも依存するが、その最も重要な部分は、裏付資産プールの分析である。

それによって各分析ツールの長所や短所、結果を解釈する際に留意すべき「クセ」などが浮き彫りになっていくことが理想的であり、そのためにも、まずは実績の積み重ねと事後的な検証が必須であるとの認識が共有された。

(2) 証券化商品の組成・売買にかかるコストを引き下げのための環境整備

金銭債権の譲渡にかかるコストの引き下げ

(現状と課題)

オリジネーター（セラー）が金銭債権をSPV（Special Purpose Vehicle）へ譲渡する際、次のような様々な障害があり、その解決・低減が課題であるとの指摘が数多くなされた^{12、13}。

イ) 債権の存否確認の問題

金銭債権の種類によっては、原債権の存否確認が難しい場合がある。銀行貸出債権やリース料債権のように、信用供与を主たる業務とするオリジネーターが関与する商品では、債権の存否確認は比較的容易である。しかし、売掛債権、特に、債権者・債務者の少なくとも一方が中小企業の場合、債権の存否確認のための書類やデータが未整備であるケースも少なくない。

ロ) 譲渡禁止特約の問題

売掛債権やリース料債権など、一部の金銭債権では、多くの場合、原契約に明示的な「譲渡禁止特約」が含まれている。こうした特約は、わが国の民法上、原則として有効とされており、これに反した債権譲渡は、債務者との関係においてのみでなく、譲渡当事者間でも無効とされる。こうした特約が付されている債権を証券化するためには、その特約を個別に解除する必要があるが、そのためのコストも証券化の障害となる。

債務者としては、二重払い・過誤払いのリスクを避けたいといった理由に加え、見知らぬ者が債権者となって思いもよらない紛争に巻き込まれることなどを懸念して、こうした特約を選好するケースが少なくない。

ハ) 二重譲渡の問題

金銭債権が二重に譲渡され、SPV以外の者に優先されることにより債権プールが毀損することを防ぐためには、譲渡の事実を第三者に対抗し得るよ

¹² 裏付資産の種類により、証券化に当たっての障害の有無・度合いは異なる（Box3）。

¹³ 個人情報保護法（関連規定の施行は2005年4月予定）により、「個人情報取扱事業者」が個人向け貸出債権や個人保証付法人向け貸出債権等にかかる個人データを第三者に提供する場合、当該個人の同意が必要となることから、これらの債権譲渡にかかる情報開示、同意取り付けのあり方についての検討の必要性が指摘された。

う、所要の手続を講じる必要がある（図表4）。この手続は、1998年に導入された、債権譲渡特例法に基づく登記制度により、手間やコストが大幅に削減された。しかし、オンラインによる登記事項検索を可能とするなど、制度・実務の両面で、使い勝手を一層向上させる工夫を求める声がある（Box4）。

二）債務者対抗要件の具備

金銭債権の譲渡の事実を原債務者に対抗するには、債務者対抗要件の具備が必要である（図表4）。債務者対抗要件を取得することにより、それ以後、債務者が原債権者に対して取得する各種の抗弁の影響を遮断することが可能となるほか、特に、債務者の「異議なき承諾」を得れば、承諾前から債務者が有していた抗弁権も切断することができる。

しかし、現状においては、いずれの方法にせよ、債権の譲渡時点で債務者対抗要件を取得する例は稀なようである¹⁴。これには、1)債務者が異議なき承諾を行えば、相殺の担保的効力や各種抗弁を放棄することとなるほか、2)債務者への通知であっても、口)で触れたように、債務者は債権者が交代するのを避けたいと考えることが多く、債権者側も、この点に配慮して、債権譲渡の事実を告げずに譲渡するケース（サイレント譲渡）が多いこと、3)特に、債務者が多数の場合、債務者対抗要件を具備する手続が煩雑であること、などの要因がある。

【図表4】対抗要件制度の比較

	民法	債権譲渡特例法	特例法
第三者対抗要件	・確定日付ある通知・承諾（467条2項）	・債権譲渡登記ファイルへの登記（2条1項）	・公告（7条2項）
債務者対抗要件	・通知・承諾（467条1項）	・登記事項証明書の交付+通知*、または、債務者による承諾*（2条2項）	・同上
長所（ ） 短所（ ）	必要に応じ、抗弁の切断も可能 債務者多数の際、手続が煩瑣	債務者多数の際、第三者対抗要件の取得が容易 債務者多数の際、債務者対抗要件の取得手続が煩瑣	公告により、第三者・債務者双方に対抗可能 対象債権の種類が限定的
【参考】手数料等 （債権数5千個、 登記存続期間 1年）	・確定日付付与：350万円 - 1通につき700円（電子公証制度）	・債権譲渡登記申請：1.1万円 - 1申請（債権数1~5千個の場合）当り1万円 - 登記存続期間1年毎に、債権数に関わらず、1千円を加算 ・登記事項証明書：250万円 - 1通につき500円	・公告の新聞掲載費用

* 通知・承諾の内容は、債権譲渡がなされたこと、および、その登記がなされたこと。

¹⁴ サービサーを兼ねるオリジネーターが破綻し、サービシング業務を他の主体に移管する必要が生じた際に、債務者対抗要件の具備が迅速にできないと、原債務者は、破綻したオリジネーターに支払を続け、コミングリング・リスクが拡大するおそれもある。

ホ) 各種の抗弁の存在

証券化の対象となる金銭債権について、原債務者が原債権者に対して有する抗弁により、原債務からの元利払いが滞るリスクがある（ダイリューション・リスク）。もっとも、具体的にどのような抗弁が問題となるかは、金銭債権毎に様相を異にする。

例えば、銀行貸出債権を裏付けとする場合（銀行がオリジネーターとなるCLO、RMBS）については、原債務者が預金者でも多く、オリジネーター破綻時に原債務者から相殺されるリスク（いわゆる逆相殺リスク）が主たるリスク要因であり、その他の抗弁はさほど問題とならない。他方、売掛債権の証券化に当っては、相殺以外にも、返品・値引きなど原契約にかかる抗弁全般が問題となってくる。

（解決の方向性）

フォーラムでは、これらの課題を解決するには、以下の三つの方向での取り組みが必要である、との意見が出された。

イ) 当事者の工夫

まず、原債権が譲渡に適したかたちで組成されるよう、当事者が工夫を凝らす試みが重要である。即ち、譲渡を前提としつつ、標準化された基本契約に基づいて債権を組成すること、さらに、債権譲渡の法的安定性の確保という観点からは、各種の抗弁が基本契約等のレベルで遮断されていることが望ましい¹⁵。もっぱら証券化を目的とする案件では、こうした対応にまで踏み込んでいくことが考えられる。

しかし、商取引において、原債務者が相殺の担保的効力等への期待を抱くこと自体は合理的であり、基本契約の段階ですべての抗弁を遮断するのは容易ではない。このような場合、むしろ、これらの抗弁による債権プールの毀損リスクについて、信用補完等によって管理していくことがより現実的である。その際に鍵となるのは、そうした債権プールの毀損リスクを的確に計量することであり、そのためには、反対債権の金額を把握する仕組みの整備や回収状況にかかるトラック・レコードの蓄積・開示など、地道な取り組みを続けていく必要がある¹⁶。

¹⁵ 債務者の異議なき承諾をあらかじめ組み込んだ基本契約の活用や、さらには、こうした金銭債権を手形債権としてオリジネートすることで抗弁の切断や対抗要件具備の簡素化などを図る試みなどが考えられ、事例もみられ始めている。

¹⁶ 相殺可能な反対債権の金額の把握は、単一オリジネーターのCLOやRMBS（預金残高の把握）においては、コストを要するとしても、実現可能な場合が少なくないとみられる。しかし、マルチセラー型の売掛債権などでは、大きな困難を伴うとの見方もある。

ロ) 心理的抵抗感の払拭

第二の方向として、債務者・債権者双方にある、債権譲渡への心理的抵抗感を解きほぐしていく必要がある。即ち、原債務者には、「抗弁を留保したい」、「二重払い・過誤払いのリスクを避けたい」といった事情のほか、「思いもよらない紛争には巻き込まれたくない」と考えて、債権が譲渡されることを嫌う傾向がある。また、原債権者としても、「債権譲渡という手法を使うほど、資金繰りに苦慮している」との風評を招くリスクを警戒して、債権譲渡による資金調達に消極的となっている。

この点について、即効性を持つ解決策を見出すことは難しいが、関係者による粘り強い情宣活動のほか、政府・地方公共団体をはじめとした公的セクターが率先して、自らが債務者となる売掛債権等の譲渡禁止特約を部分的に解除していく取り組みが有意義であろう。

ハ) 制度・システム面の対応

イ)、ロ)を補完する第三の方向としては、制度・システム面での対応が考えられる。

具体的には、自らに先行する債権譲渡登記の有無を確かめたり、多数の原債務者に対する債務者対抗要件を具備する手間・コストの問題については、何らかの制度・システム面での対応を進めていくことが望ましい(前掲Box4)¹⁷。加えて、本来的には、関係者の取り組みにより対応し得るものであるが、長年の慣習から容易には変え難いものについて、制度的な解決を図ることも考えられよう。例えば、譲渡禁止特約について、債権者・債務者双方の利益をバランスさせる観点から、譲渡先や譲渡目的を限定したうえで、その対外的効力を法的に制限していくという対応も、検討に値する(補論2)。

SPVの使い勝手の向上

(これまでの進展)

証券化商品の組成に当っては、原資産を保有し、証券を発行するために、特別に設立された主体(SPV)が用いられる。このSPVには、1)倒産隔離¹⁸の確保、2)効率的かつ確実な原資産管理、3)機動的な証券発行(トランシングのためのキャッシュフロー組み替え等を含む)などの機能が求められる。これに加えて、

¹⁷ この点、登記事項概要証明書、登記事項証明書の交付申請・取得について、近々、オンライン化される見通しである。

¹⁸ 会社形態のSPVがオリジネーターの倒産等に巻き込まれて倒産してしまうなど、SPV自体が想定外の事態から業務を継続できなくなるリスクを極小化すること。なお、「倒産隔離」の用語は、いわゆる「真正譲渡」、即ち、オリジネーターの破綻時に、SPVへの原資産の譲渡取引が担保付金融取引とみなされない、という意味を含む場合もある。

4)設立・運営等にかかるコストが低いこと、とりわけ、課税によるキャッシュフローの外部流出が少ないことが望ましい。

この点に関しては、これまで市場参加者による様々な工夫と制度整備が進められてきており、目的に合わせて様々なビークルが選択される体制が整ってきている（Box5、前掲 Box1）。例えば、最近の注目すべき進展として、国内法で完結した手続により倒産隔離を図る選択肢が広がっている（Box6）。

（残された課題と解決の方向性）

こうした中、SPVの更なる使い勝手の向上という観点から、次の二つの課題が挙げられた。

イ) 単一SPCによる複数回の証券発行

単一のSPCを利用し、より流動性の高い証券を、複数回に亘って発行することへのニーズは高い¹⁹。例えば、大規模な原資産を一括してオフバランス化し、需給動向を睨みながら、証券化商品を逐次発行する場合や、裁定効果を得るために機動性が求められるリパッケージ債（RMB Sを用いたCMOの組成を含む）を組成する場合などが、具体的にニーズのある事例として指摘された。

証券化商品の発行形態として信託受益権を用いる場合には、マスター信託契約のもとで、一括譲渡した資産から数回に分けて受益権を組成したり、追加譲渡された資産を裏付けに受益権を組成することが可能である²⁰。しかし、現状、国内市場においては、単一のSPCにより複数回の証券を発行することは困難となっている。この解決に向けては、単一SPCが発行する複数の証券について、それぞれの証券と裏付資産を排他的に紐付けるために必要な、実務・制度両面での対応が望まれる（補論3）。

¹⁹ 組成コストの低さ、機動性の観点から、証券化の都度、信託を設定することに大きな制約はないとされているほか、マスター信託契約を利用することにより、一つのマスター信託から複数回の受益権を発行することも可能である（後掲注 20 参照）。このため、ここでの課題は、より高い流動性を具備し得る社債の発行が可能で、会社形態を用いる場合に限定される。なお、旧SPC法が改正され、新たに資産流動化法が制定された際に、特定目的会社の最低資本金が引き下げられた（旧SPC法：300万円 資産流動化法：10万円）ことに伴い、証券発行の都度、SPC（TMK）を設立する負担は軽減されたが、フォーラムにおける議論では、現在でも、既存のSPCを用いて複数回の証券発行を行うニーズは根強く存在していることが確認された。

²⁰ 現行実務では、マスター信託契約を用いて、一つのマスター信託から複数の受益権を切り出し、それぞれの受益権を別々に設立したSPCに譲渡し、各SPC毎に債券を発行する例もある。これは、単一SPCによる複数回の債券発行が難しいなか、SPVへの譲渡契約やサービシングにかかる情報管理の共通化等により発行コストの低下を図るものであるが、これを一歩進めて、単一SPCにより複数回の債券発行が可能となれば、より望ましい。

ロ) 信託の一層の活用

証券化実務における信託スキームのメリットとしては、1)資産管理業務における専門性の高さや事務手続の堅実性²¹、2)設立手続の簡便性・相対的に安価な組成コスト²²、3)キャッシュフローの組み替えなど組成上の柔軟性といった点が挙げられる。

こうした信託スキームの重要性や活用可能性への期待と表裏一体のものとして、フォーラムでは、信託の更なる使い勝手向上に向けた、いくつかの提言がなされた。具体的には、1)譲渡事務が煩雑、2)情報開示が不十分、3)決済制度が整備されておらず、資金決済と証券受渡しの同時性(DVP: Delivery versus Payment)が確保されないなどの点で、更なる改善が望まれるとの指摘が多く聞かれた。

この点、信託受益権について、私法上の有価証券性を付与して譲渡性を高めつつ、証取法上の開示規制を及ぼすといった制度面での対応を求める声もあった。

その一方、証券化という文脈では、資産流動化法上の特定目的信託(SPT: Special Purpose Trust)というビークルが、有価証券性を備えた信託受益権の発行体として既に用意されており、その使い勝手の向上を求める考え方も多かった。即ち、SPTは、本来、信託のメリットを活かしつつ、流通性の高い証券を発行し得るビークルと評価できるが、現状、税制面(配当に対する源泉徴収等)、法制面(パススルー債を社債的受益権として組成できない等)の制約もあって、殆ど利用されていない。このため、SPTの活用に向けて、これらの制約の解消が望まれる、との意見が多く出された(補論4)。

さらに、信託スキームの機動性・柔軟性を活かしつつ、受益権の流動性を一定程度高めていくことは可能との見方も強かった。例えば、1)譲渡手続の取扱いを受託者間で共通化する、2)画一的に、公募債並みの開示内容を求めていくのではなく、価格評価を行うのに必要不可欠な情報を柔軟なかたちで開示していくといった実務面での対応により、受益権の流動性は向上させ得る、との指摘がなされた。

また、信託スキームにおいては、信託銀行が、受託者、アレンジャー、販売業者(さらには投資家)という複数の立場をあわせ持ち、利益相反関係が生じ得るため、受託者としての立場・責任の明確化が重要である、との指摘もなされた。

²¹ 他方、受託者側の事務・システム面での制約から、イレギュラー案件や新規案件に柔軟に対応してもらえないことがある、との指摘も聞かれた。

²² 信託受益権形式と、社債形式とのコスト比較は、信託報酬など個別の案件毎に異なる要素も多く、一概にはいえないが、一般には、債券発行会社の設立にかかるコストや社債管理費用・元利払い手数料等から、社債形式の方がコストが高くなるようである。

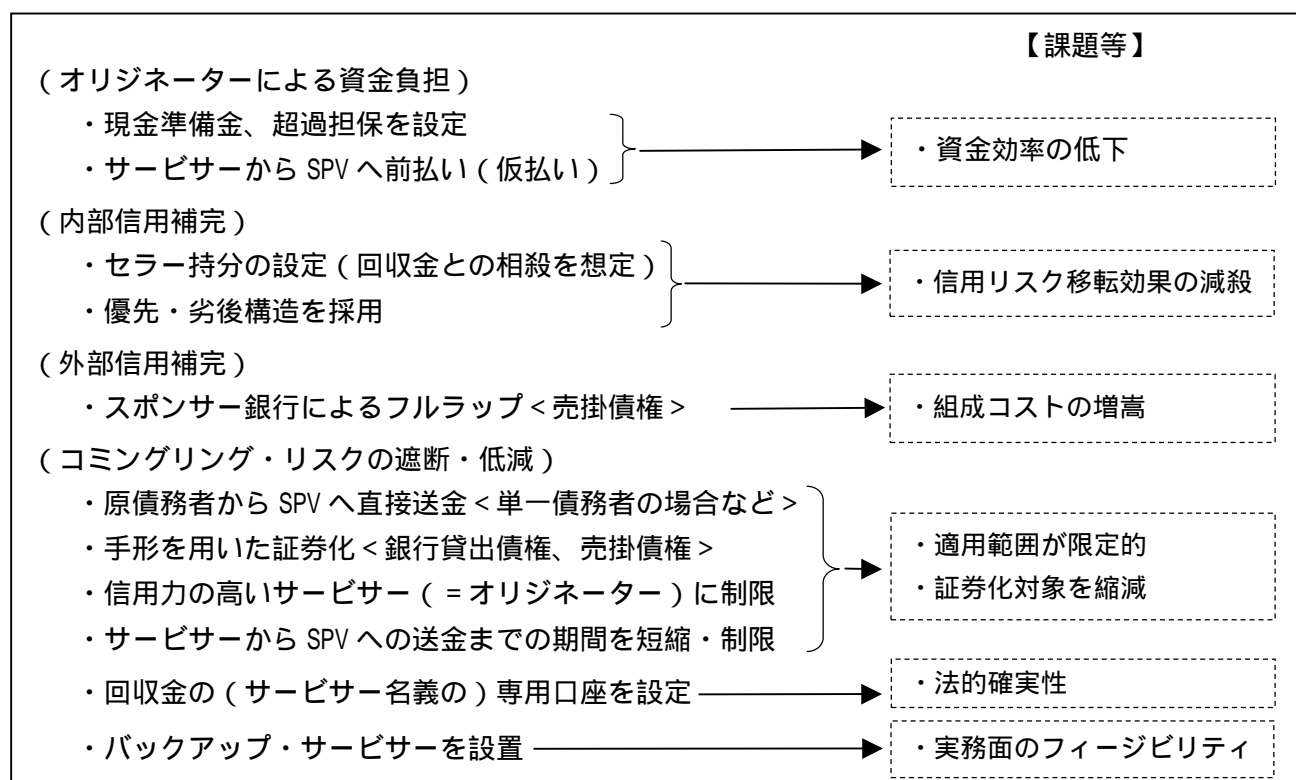
サービサー・リスクをより簡易に低減させるための環境整備

(現状と課題)

証券化スキームの中で、重要な役割を果たす主体の一つにサービサー(通常、オリジネーターが兼ねる)がある。サービサーは、原資産からのキャッシュフローをSPV、ひいては証券保有者につなぐ役割を果たしており、その破綻時も含め、これが円滑に機能しなくなるリスクを極力低減する必要がある。

最も重要な点は、サービサー破綻時に、回収金がサービサー自身の資金と混同(コミングル)し、破産財団等に組み入れられることにより、証券化商品の元利払いが遅延・減少するリスク(コミングリング・リスク)を避けることである。これに対しては、回収金がサービサー自身の資金と混同するリスク自体を遮断・低減する、いわば抜本的な対応と、混同するリスク自体は一定の範囲で許容しつつ、それを信用補完等でカバーする、いわば対症療法的な対応があり得る(図表5)。現状は、前者の対応には障害が多いこともあって、後者の対応が採られることが多いが、これには、結果的に証券化スキームの資金効率や信用リスク移転効果を低下させるなどの問題が残る。

【図表5】サービサー・リスクに対する現行実務上の対応例



また、サービサー破綻時にも、サービシングを円滑に継続するための工夫も重要である。これまでも、わが国において証券化商品のサービサーが破綻する事例がみられたが、いずれも再建型の倒産手続が採られたこともあり、サービサーの交替は実質的に行われなかった。もっとも、サービサー破綻時に、常に当初のサービサーが業務を継続すべきであるとは限らない²³ため、バックアップ・サービサーへの業務移管も含めた、サービサー破綻時の実務対応を整理しておく必要がある、との指摘が数多く聞かれている。

(解決の方向性)

イ) コミングリング・リスクの遮断・低減

コミングリング・リスクを遮断・低減する抜本的な対応として、フォーラムでは、1) S P V名義の口座への直接入金、2)回収金をサービサー名義の分別口座で管理する、3)原債務者からの口座振替先を移管する手続をスムーズにするなどの手法が提示された。

1)については、債権譲渡の事実を債務者に知らせないケースでは、送金先をサービサー（オリジネーター）ではなく S P Vとするのは必ずしも容易でないとみられるが、適用可能なものから、そうした対応を採っていくことが有益である。

一方、2)については、サービサーが、S P Vへの送金専用の分別口座を設けた場合、その口座の資金は、サービサー破綻時において、破産財団等に組み込まれることを免れるか否か、現時点では疑義が残るという問題がある。この点、立法的な解決が必要との指摘もなされている²⁴が、同時に、倒産手続において、分別口座が手続から除外されるか否か、また除外されるための要件は何かといった点について、関係者間の実務的なコンセンサス作りに向けた議論も求められる。

また、3)に関する一つの実務的な解決策として、当初の口座振替契約を締結する際に、原債権者（オリジネーター兼サービサー）破綻時に口座振替先を他の先に移管することについて、あらかじめ同意を得ておくといった対応が考えられる²⁵。

²³ 例えば、当初のサービサーが清算型の倒産手続に入る場合、業務を継続することは現実的でない。

²⁴ 事業再生研究機構・証券化問題委員会は、2002年2月に法制審議会倒産法部会に対して行った提言において、サービサーが破綻した場合に、専用の預金口座を設けて分別管理されている預り金については破産財団等を構成しない旨、法律上の手当てをすることを検討すべきとしている。なお、韓国では、「資産流動化に関する法律」が破産法等の特別法として存在し、その12条で流動化の対象となる資産や、その回収金がサービサーの破産財団を構成しないと規定を置いて、コミングリング・リスクを排除している。

²⁵ もっとも、これについては、証券化のために、すべての契約を見直すことに伴う実務的な負担も大きく、関係者の抵抗感も予想される。こうした事情を背景に、一部の参加者からは、サービサー破綻時に、原債務者の了解を得ずとも、口座振替先を移管することができるような制度的対応が必要、と

ロ) サービシング業務の円滑な移管

サービサー破綻時において、サービシング業務を円滑に継続するための工夫に関し、一つの重要な論点は、バックアップ・サービサーへの移管を行うべきか否か、である。もとより、サービサーが清算手続に入り、あるいはそこまで至らなくとも、サービシング能力が著しく低下する場合にまでバックアップを全く用意しないという対応は適当でない。しかし、サービサーの交替に伴うコスト（Box7）を踏まえれば、サービサーが法的倒産を含めて何らかのトリガーに抵触した場合、自動的・機械的にバックアップ・サービサーに業務移管するという仕組みもまた極端であろう。

そうした意味で、サービシング業務の移管について、次のような点に関する実務的な検討の必要性が強調された。第一に、サービサー交替の要否を実質的に判断するための明確な基準を用意することである。第二に、サービサー交替の要否を判断する主体や手順を明確化することが重要である。この点、誰がリーダーシップをとるべきかという点の明確化も必要である。社債管理会社、受託会社、アレンジャーなど、証券化には複数の関係者が関わるだけに、それぞれの果たすべき役割を事前に調整・明定することの意義は大きい。さらに、これらの枠組み作りに加えて、サービサー交替を円滑に行うための、データフォーマットの整備・統一やシステム・インターフェースの整合性の確保等も重要と考えられる。

決済・譲渡手続の円滑化

流通市場の発展を考えるうえでは、決済が円滑に進むことも重要である。特に、月次で利払いが発生するパススルー型商品などでは、2週間に短縮されたとはいえ、社債等登録制度における登録停止期間の存在は流動性の大きな妨げとなる。また、信託受益権の譲渡手続が非常に煩雑であるという点も、前述のとおり、多々指摘された。

この点、一般債振替システムが2006年初に稼働を開始する予定であり、ペーパーレス化等による決済コストの削減を通じ、一般債はもちろん、社債形式の証券化商品の流動性向上に大きく貢献するものと期待される²⁶。また、社債等振替法上、ペーパーレス化の対象とされているSPTの受益権、特に、社債的受益権についても、一般債振替システムへ取り込むことが望まれる。

の見解も示された。

²⁶ CPについては、2003年3月末以降、ペーパーレス化が実現している。このうち、資産担保CPの発行時に採られることが多い、非居住者発行のもの（サムライCP）についても、法制面、税制面での所要の対応が整い、2004年4月以降、「短期外債」として、ペーパーレスCP（電子CP）の発行が可能となった。

2. 個別の裏付資産に固有の課題

(1) 売掛債権

現状と課題

売掛債権は、企業の保有する金銭債権の相当程度を占めており²⁷、これを裏付けとした資金調達ツールへの期待は大きい。もっとも、売掛債権は、1.(2)でもみた金銭債権の譲渡にかかる課題の殆どが当てはまり、証券化に際して制約が大きい資産でもある。

特に、中堅・中小企業同士の売掛債権の証券化は、フロード・リスクやダイリューション・リスクの把握が難しいうえ、短期・小口であることが多く、組成上の工夫やリスク評価に大きなコストを割けないという採算上の制約もある。このため、現状では、スポンサー銀行による100%の信用補完を付したかたちでの証券化(フル・サポート型ABC P)がもっぱらである²⁸。こうした中、よりリスク感応的な所要自己資本算出の枠組みを提供する新しいBIS規制の導入なども踏まえ、銀行において、リスク管理を精緻化する動きがみられ始めている。売掛債権についても、証券化の本来的な機能をより発揮し得る、スポンサー銀行の100%の信用補完に依存しない手法の実現が模索されている(前掲補論1)。

解決の方向性

特に課題が多いとされる、債権者・債務者とも中堅・中小企業である売掛債権の証券化に関しては、短期的、中長期的な観点から、それぞれ次のような対応について議論が行われた。

イ) 短期的な視点 - ノン・サポート型ABC Pに向けた実務的な対応

1.(2)でも検討したように、金銭債権の譲渡に当たっての障害のうち、債権・債務の確定性や譲渡可能性の確保に関しては、原債権者・原債務者間の契約を定型化していく必要がある。譲渡を前提とするのであれば、SPVへの直接入金等により、コミングリング・リスクを抑制することも考えられる²⁹。しかし、前述したとおり、債務者側の利益も考えると、相殺その他の抗

²⁷ 例えば、法人企業統計ベースでみた場合、2002年度末時点の調査対象企業の総資産1,235兆円中、売掛債権は170兆円(現預金133兆円、受取手形は36兆円)となっている。

²⁸ 原債務者が単一または少数の大企業で、原債権者が多数の中堅・中小企業という組み合わせについては、原債務の属性やリスクが把握し易く、100%の信用補完を付さないかたちでの証券化事例がみられる(いわゆる一括支払いスキームなど)。また、原債権者が大企業で、原債務者が多数の中堅・中小企業という組み合わせについても、フロード・リスクの可能性は低いほか、原債権者の持つ回収記録が信用リスク評価に利用可能な場合があることなどから、100%の信用補完を付さないかたちでの証券化事例が少数ながら存在する。

²⁹ 短期間に回転する売掛債権は、回収総額に占める1回当りの回収金額が大きく、コミングリング・リスクへの対応が極めて重要である。

弁の可能性を排除することは必ずしも適切でない場合があるほか、原債務者の信用リスクをどのように評価するか、という根本的な問題は残る。この点、パーシャル・サポート型やノン・サポート型のＡＢＣＰの発行に向けて、既存のフル・サポート型ＡＢＣＰのトラック・レコードなど、データ整備を着実に積み重ねることにより、投資判断を容易にするとともに信用補完水準の引き下げを実現していくことがより重要となる³⁰。

ロ) 中長期的な視点 - 債権の電子化にかかる基盤整備

将来的には、譲渡性が高い債権を組成し、債権の属性データ、回収状況等の管理を電子ベースで行うような、一貫したシステムを整備するといったアイデアもあり得る。仮に、こうしたシステムが多数の参加者を取り込むかたちで実現し、しかも、ＩＤ番号の共有化なども視野に入れつつ、参加企業の財務状況等にかかるデータ・ベースと結合すれば、中堅・中小企業が、証券化をはじめとする多様な資金調達チャネルを利用する、有用な足掛かりとなる³¹。

(2) 銀行貸出債権

現状と課題

銀行貸出債権を裏付けとする証券化商品（ＣＬＯ）市場は、このところ、発行額、商品性の両面で、大きな変化を遂げた。即ち、2002年度には、大手銀行が相次いで大規模なバランス・シート型ＣＬＯを組成し、発行額が急拡大した。2003年度入り後は、株価上昇を反映した資本制約の緩和などもあって、そうした動きは一服している³²。他方、中堅・中小企業向けの多数分散プール型ＣＬＯは増加している。

このような状況を反映し、フォーラムの場では、ＣＬＯ市場が発行・流通・原資産組成それぞれの面で活性化していくためには、何よりも、定期・定型商品の発行が継続的、安定的に行われることが望ましいとの指摘が少なからず聞かれた。しかし、同時に、企業において有利子負債圧縮に向けた取り組みが続く中で、いたずらに継続発行を求めても成算は少ない、という反論も聞かれた。

こうした議論を受けて、フォーラムに参加した金融機関からは、業態を問わず、

³⁰ 多数分散型プールを評価するツールは、中小企業向けＣＬＯの発行が重ねられる中で整備されてきており、基礎データの整備が進めば、売掛債権の証券化にもこうしたツールを応用可能ではないか、との指摘が聞かれた。もっとも、これに対しては、売掛債権については、原債務者が銀行等の直接の取引先でなく、財務データ等の信頼性確保に限界がある、との見方も示された。

³¹ このような「電子債権市場」へのニーズやフィージビリティ等については、産業構造審議会産業金融部会「金融システム化検討小委員会」等で議論が進められている。

³² 証券化市場全体として、情報開示の水準が低下してきている中、特に、ＣＬＯについては非公表案件のシェアが高く、全体の市場規模が掴みづらくなっている、との指摘が聞かれた。

わが国銀行の経営課題を踏まえれば、最適ポートフォリオの実現、資本の有効活用といった目的に加え、募集型CLOなどでは、貸出当初からリスクに見合ったリターンを求め易いといったメリットもあって、証券化の活用インセンティブは高い。そして今後一段と高まる。との認識が示された。また、そうした潜在的な証券化インセンティブの発現を阻害している要因を一つ一つ取り除いていくことが、結果的に、定期・定型発行の増加につながるのではないか、という意見が大勢を占めた。

解決の方向性

銀行のCLO組成に向けたインセンティブを阻害する要因として、CLOの組成が採算に合わないという点がしばしば挙げられる。具体的には、1)原資産のリターンがリスク対比小さい³³、2)CLOに要求されるリスクプレミアムが大きい、3)組成・投資にかかるコストが大きい、といった指摘がなされる。

このうち、1)の問題は、貸付金利がリスクに比べて低く抑えられがちであることに起因するもので、これまでも、様々な場面で指摘されてきた。この点は、証券化市場を含めた、クレジット市場全体の価格発見機能が高まることにより、結果的に改善が促されていく筋合いのものであろう。したがって、以下では、主に2)、3)の観点からフォーラムで議論された、価格評価に資する情報・ツールの充実という論点と、シンセティック形式のCLOに固有の論点(会計処理の明確化)を紹介する。

イ) 価格評価に資する情報・ツールの充実

証券化商品の価格評価を行うための情報・ツールの重要性については、1.(1)で紹介したが、フォーラムの場では、こうしたツールを適用した結果として、証券化商品のリスク評価がやや保守的に過ぎるのではないかと、との問題意識が示された。具体的には、適格債務の要件が厳し過ぎるのではないかと、トランシングの際の劣後比率が高過ぎる(「糊しろ」が大き過ぎる)のではないかと、といった見方である。

実際、証券化が見込まれていなければ銀行は貸出を行い得ないような借入先が募集型CLOのプールに集中的に組み込まれるリスク(逆選択のリスク)や、CLO化された貸出について、銀行の管理・回収インセンティブが低下するリスク(モラル・ハザードのリスク)³⁴などを懸念して、投資家や格付機

³³ これに起因してCLOの組成が採算に合わないとなれば、それは「CLO化したから採算が合わなくなる」のではなく、「そもそも、市場が要求するリスク・リターンとの対比では、採算がとれていなかった事実が顕現化する」に過ぎない。

³⁴ オリジネーターたる銀行は、資金繰りを含め、債務者企業に強い影響力を持つため、CLOの場合、「証券化していない企業であれば再生支援をする案件でも、デフォルトさせてしまうのではないかと」の懸念も意識されるようである。

関が保守的に評価せざるを得ないケースも少なくない。「糊しろ」とは、これらの事象に備えた一種のリスクプレミアムとして理解できる。

CLOに随伴するこうしたリスクに関しては、オリジネーター側の事前・事後の情報開示が積み重なるとともに、これを活用して、分析モデル等の確度が検証されていくことで、やがては、「糊しろ」というリスクプレミアムが低下していく好循環が期待できるものであろう。

このほか、CLOの裏付資産にかかる情報を開示するに当たっては、銀行の顧客に対する守秘義務と抵触するおそれがある、との指摘もなされた。この点、プール・ベースの開示や、匿名性を保ったかたちでの個別企業情報の提供について、守秘義務上の問題が生じ得るのかなど、個別の貸出債権の譲渡に際して生じる問題との相違を踏まえた議論の進展が望まれる³⁵。

ロ) シンセティック形式のCLOに固有の論点

CLOについては、クレジット・デリバティブを用いて、SPVへ信用リスクを移転するシンセティック型債券のかたちで発行されることがある。シンセティック型債券は、組成時に債権譲渡を伴わずに信用リスクの移転を行うことから、1.(2)で指摘した、金銭債権の譲渡にかかる諸コストを回避することができる。その一方で、オリジネーター破綻時に早期償還のリスクが残る³⁶ことや、クレジット・デリバティブの損失補填のトリガーとなる事由(信用事由)の設定方法により商品のリスク特性が変わり得るなど、債権譲渡を伴うCLOよりも商品性が複雑な面がある。

シンセティック型債券については、これを投資家として保有する場合の会計上の取扱いがやや不明確との指摘がなされている。即ち、シンセティック型債券には、これを「複合金融商品」とするべきか否か、また、仮に「複合金融商品」とする場合にも、元本毀損リスクの評価や組み込まれたデリバティブの区分経理の可否といった点の明確化を望む声が聞かれている(補論5)。

(3) 住宅ローン債権

現状と課題

住宅ローン債権を裏付けとする証券化商品(RMBS)市場は、将来的に、国債市場に匹敵する発展を見込めるとして、市場参加者の大きな期待が集まってい

³⁵ 全国銀行協会「貸出債権市場における情報開示に関する研究会」報告書(2004年4月)では、「複数の債権をプールしたうえで証券化する場合に、マクロ的な債権全体のパフォーマンス・データを格付機関等に提供することがあるが、こうした場合の情報は、個別債務者が識別できるものでない場合には、債務者に対する守秘義務の対象外と考えてよい」(5頁)と指摘している。

³⁶ オリジネーターがSPVのスワップ・カウンターパーティとなる場合、オリジネーター破綻時には、スワップ契約が解除されるため、証券化の枠組みを維持することが困難となる。ただし、発行時の払込み金は、通常、国債等の安全資産で運用され、それ自体が毀損するリスクは抑制されている。

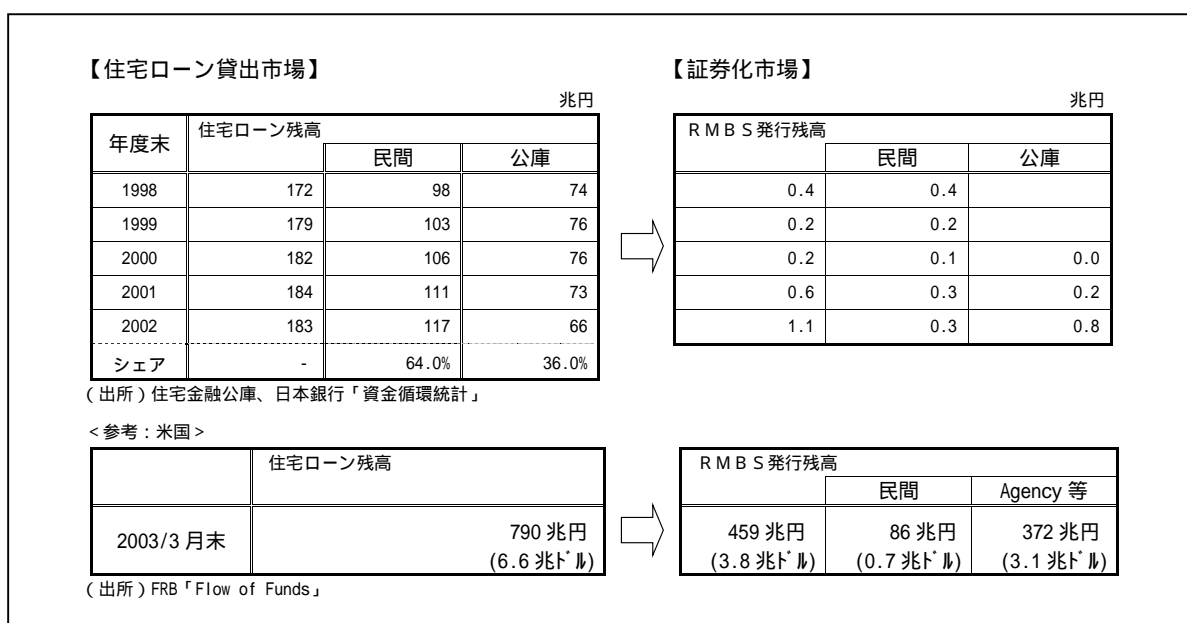
る。住宅ローン債権は、一般的に、残高の多さ、均質さや期間の長さなどから、証券化のメリットと必要性が大きい資産である。加えて、2001年12月に閣議決定された「特殊法人等整理合理化計画」において、住宅金融公庫の直接融資の段階的縮小と並んで、長期・固定金利型ローンを安定的に供給するために証券化ツールを活用していく方針が定められていることも、そうした期待の背景にある。

足許では、低金利が継続する中、長期・固定金利型ローンへの需要が低調であること、また、オリジネーターである金融機関等も運用難にあることから、証券化のインセンティブは必ずしも盛り上がっておらず、わが国の住宅ローン残高のうち、証券化の対象となっているものは未だごく僅かである（図表6）。しかし、長期・固定金利型ローンへの潜在的なニーズは強いとみられる一方、民間の金融機関が長期・固定金利型ローンを過度に抱え続けることは、ALMの観点から現実的ではないとの認識が、フォーラムの参加者間で広く共有された。

また、RMB S市場については、多くの市場参加者が、他の証券化商品以上に流動性の高いものとなることを期待している。この背景には、RMB Sは、流動性を確保するうえで重要な、大口かつ定期・定型の発行を見込み得るうえ、投資家としても、満期の長さや期限前償還リスクを踏まえると、常に売却の可能性を維持しておきたい、という強いニーズがある。

現時点におけるRMB S市場の流動性をみると、住宅金融公庫が発行するRMB S（公庫RMB S）については、ある程度の売買はみられるものの、十分でないうえ、民間主体が発行するRMB Sについては殆ど売買がみられないことから、流動性向上に向けた期待感は大きい。

【図表6】わが国の住宅ローン貸出市場と証券化市場



個別の課題と解決の方向性

イ) 住宅ローンの組成段階の課題

民間金融機関がオリジネートする住宅ローンは、現状、担保権の設定方法や借り手への金利オプションの付与などの面で、必ずしも証券化を前提としていない商品性となっており、これを可能な部分から変えていけば、証券化コストの引き下げにつながるとの指摘が数多く聞かれた（Box8）。

一方、住宅金融公庫が2003年度に導入した証券化支援事業（買取型）に基づく住宅ローンは、文字どおり、証券化を前提として設計されており、これを裏付けとする公庫RMB Sは、わが国RMB S市場のベンチマーク商品となることが強く期待されている。買取型ローンの組成は、今後、借り手の認知度向上、貸し手における営業・販売体制の整備などが進むにつれ、次第に活発化していくとみられるが、あわせて、公庫が行う直接融資の一段の圧縮を求める声が聞かれた³⁷。

ロ) RMB Sの流通市場活発化・投資家層拡大に向けた課題

RMB S市場の流通活発化に向けては、大別して、1) 価格評価が行いやすい環境の整備、2) 多様なリスク特性を持ったCMOの機動的な組成・発行の可能化、3) 仲介業者がポジションを持ちやすい環境の整備といった課題があるとされた。

第一の点について、リスク評価に資する情報の充実という観点から、主として民間主体が発行するRMB Sについて、一層の情報開示を求める声が多い。加えて、分析ツール（期限前償還モデル等）やそれに用いるパラメーター等について、標準的な手法の開発³⁸や定義の明確化も重要である。

第二の点については、デュレーションが超長期となるRMB Sの特性を踏まえた場合、そのキャッシュフローを、短期・長期など、様々なかたちに組み替えることが、多様な投資家を呼び込むために重要と思われる。もっとも、これを国内市場で実現していくには、1.（2）で議論した点も含め、様々な課題があり、関係者が一体となった取り組みが期待される（補論6）。

第三の点については、まず、仲介業者の在庫ファンディングや空売り玉の

³⁷ 住宅金融公庫は、2004年度入り後、買取型ローンにおけるパイプライン・リスク（住宅ローン金利の決定後、RMB Sの発行金利が決定されるまでの間の金利リスク。金利が予想以上に上昇すると、貸し手の稼得するフィーが当初見込みより減少ないしは逆鞘となる）の負担について、見直しを実施したほか、国土交通省では、公庫の直接融資の貸出金利について、今後、証券化支援事業（買取型）による貸出金利との整合性等を考慮して設定することなどを公表した。こうした一連の措置は、買取型ローンの伸長を促し得るものと期待される。

³⁸ 分析ツールが単一のモデルに収束することは不可能であり、また望ましくもないと考えられるが、米国におけるPSAモデルのような、何らかのベンチマーク・モデルがあることにより、それをいわば「共通言語」として参加者間のコミュニケーションが円滑に行われるようになる効果が期待される。

調達を可能とするものとして、レポ市場の整備が重要である。これに加え、レポ市場と一体となった先渡し市場の整備が進めば、流通市場における流動性向上のみならず、パイプライン・リスクを市場で効率的にヘッジし得るようになることを通じて、証券化を前提とした住宅ローンの組成の活発化やR M B Sの発行拡大 さらには流動性の一層の向上 にも資すると考えられる（補論7）。

もとより、こうした流通市場の活発化に向けた取り組みは、それ自体、個別の市場参加者あるいは市場全体として、多大な労力やコストがかかるものである。こうした取り組みへのモメンタムが維持されるには、将来に亘り、ある程度の発行量が確保される（見通しがある）ことが前提となる。この点、最近、市場拡大の牽引役と期待されている公庫R M B Sの発行額が減少していることは、流動性確保・投資家層拡大の観点からマイナスではないか、との懸念を示す向きが多かった³⁹。

³⁹ 公庫R M B Sの発行額減少の背景として、「公庫の直接融資に対する期限前返済が増加するとともに、直接融資の新規実行も減少している一方、公庫の財政融資資金の借入金について、繰上償還が行われていないために、公庫に余資が積み上がっていること」を指摘しつつ、この点に関する財政投融資の仕組みも含めて、見直しの余地があるのではないかと、この意見も聞かれた。

V. おわりに～再び事務局より

(1) 日本銀行の取り組み

以上見てきたように、証券化市場フォーラムでの議論を通じて、市場が一層の発展を遂げていくための具体的課題とその解決の方向性について、共通の認識が形成された。課題は多岐に亘り、その克服のためには、今後とも、市場関係者による創意工夫と努力が求められる。日本銀行としては、市場がなお発展途上の段階にある現在、そうした市場関係者の前向きな取り組みを支援していくことを通じ、市場発展に向けたモメンタムをさらに高めていきたいと考えている。

こうした観点から、日本銀行は、中央銀行として異例の対応ではあるが、昨年、資産担保証券の買入れを開始し、さらに本年1月には、フォーラムでの議論をも踏まえ、次の4点からなる買入基準の見直しを実施した。新しい基準のもとで適格となった資産担保証券も着実に増加し、現在(2004年4月15日)までの累積買入れ総額は5,301億円となっている。

- 中堅・中小企業関連債権比率要件
... 裏付資産に占める中堅・中小企業関連の割合が「金額ベース」で5割を下回らないこと、としていた点について、5割の算出ベースを「金額または件数」に拡大(件数ベースで5割も可とする)。また、中堅・中小企業の定義について、「資本金10億円未満」の会社としていたものを、「資本金10億円未満または常用雇用者数999人以下」の会社に拡大。
- 正常先要件
... 裏付資産が金融機関の貸付債権の場合に、債務者が自己査定上の「正常先」であることとしていたものを、撤廃。
- 格付要件
... 資産担保CPについて、a-1格相当の格付を複数取得していることを求めていたものを、単数の格付取得でも可とする。
- 買入対象先の選定頻度
... 随時選定(毎月1回の追加選定)を導入。

さらに、フォーラムでの議論を踏まえて、日本銀行では、今後、次の二つの措置を実施する予定である。

「証券化市場の動向調査」の実施

1.(1)で指摘したように、わが国の証券化市場がその本来の機能を一層発揮していくためには、市場の流動性を高めることが何より重要であり、その

ためには情報開示の充実が不可欠である。フォーラムの場では、証券化市場における情報開示を充実させるために、証券化商品の銘柄リストの作成が有用であると指摘された。その担い手として、まずは、中立的な立場の日本銀行が市場参加者の協力を得て取り掛かるのが適当ではないか、との意見も出された。

これを受け、日本銀行では、様々な市場関係者との議論を重ね、証券化商品の発行状況等に関する定期的なサーベイ（「証券化市場の動向調査」）を開始することとした。具体的な内容は下表に示すとおりである。

本サーベイの結果は、今後、所要の準備が整い次第、公表を開始する。市場関係者の積極的な協力を期待したい。

なお、本サーベイは、必ずしも情報の開示が充実していない市場の発展途上期において、投資家保護を目的とした法定開示の制度とは別に、市場における取引の円滑化・効率化に資する情報インフラの整備を目的として、日本銀行が情報の集約・還元機能を担うものである。こうした趣旨から、日本銀行の関与は、資産担保証券の買入れと同じく、2005年度末までの時限措置とし、その後は、民間の組織が同様の機能を担っていくことを強く期待している。

【証券化市場の動向調査の概要】

1. 調査対象

- ・ 日本国内に所在する特定資産を主たる裏付資産として発行される債券、信託受益権、CP。デリバティブ形式のものも、別トランチで債券等の発行がなされる場合には、報告対象とする。

2. 調査方法

- ・ 証券化商品のアレンジャー・スポンサー、格付機関等から、ボランティア・ベースで報告を受け、日本銀行金融市場局が集約のうえ、公表する。報告者は、必要に応じ、オリジネーター等の関係者の了解を取り付ける。
- ・ 調査項目は、個別銘柄の概要を把握するのに必要な項目とするが、案件の属性、関係者の意向により、一部項目を非開示として報告し得る。

3. 調査頻度

- ・ 原則として、月次で調査・公表を行う（フロー・ベース）。ただし、資産担保CP、短期の信託受益権については、一般にプログラム単位で取り扱われることが多いため、半期毎に調査・公表を行う（ストック・ベース）。

本サーベイや「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」においてとりまとめた情報開示に関する「推奨フォーマット」等が広く活用されていくことにより、今後、情報開示の慣行が市場で定着し、情報を積極的に開示する商品は流動性が高まり、結果的に発行コストも低下するという前向きな循環が起動する「触媒」となっていくことを期待したい。

日本銀行の契約上の譲渡禁止特約の部分的解除

証券化商品の組成コストの低減という課題の解決に向けた取り組みの一環として、日本銀行が締結する契約において定めている日本銀行に対する売掛債権等の譲渡禁止特約についても、これを可能な範囲で解除していく予定である。具体的には、契約金額 500 万円以上の契約を対象に、一定の条件の下で、SPC、適格機関投資家等への代金債権の譲渡を可能にする予定である。

1.(2)で指摘したように、債権譲渡禁止特約の存在は、しばしば売掛債権等の流動化・証券化の障害となっている。また、こうした特約の存在を超えて、債権譲渡による資金調達に対して、債務者・債権者双方が抱えている抵抗感を払拭していくことも、より大きな課題である。これらの課題の解決に向けては、粘り強い情宣活動に加え、公的部門が自らの契約において定めている譲渡禁止特約を、可能な範囲で解除していくことが、一つの有力な足掛かりとなろう。こうした取り組みは、一部の中央官庁でも開始されており、その広がりが期待される。

(2) 今後への期待

(1)で紹介した日本銀行自身の取り組みは、証券化市場の発展に向けた一助となることを企図したものである。証券化商品の原資産組成、発行、流通の各段階を通じ、総合的に市場としての機能を高めていくためには、市場関係者が一体となって推進していく必要のある課題がなお少なくない。本報告書では、そうした課題として、情報開示の充実を始めとする市場慣行の確立、リスク分析力の一層の高度化、円滑な債権譲渡や SPV の使い勝手の向上、さらにはサービサー・リスクの軽減といった点を指摘し、その解決の方向性を示した。また、各種の裏付資産に固有の課題と解決の方向性についても整理した。課題の中にはその克服が容易でないものも含まれるが、それだけに、今後、幅広い市場関係者が、ときには個別企業や業態の立場を超えて協力しながら、息の長い取り組みを続けていくことが期待される。日本銀行としては、今後とも、そうした市場関係者の努力を支援するとともに、自らの役割についても不断に見直していきたいと考えている。

本報告書の冒頭に述べたように、証券化市場の発展はクレジット市場における価格発見機能の向上に資する。また、幅広い金融機関に新たなビジネス・チャンスを提供するとともに、先進的なリスク分析技術の応用等を通じて、金融業務の高度化を促す。さらに、そうした一連の過程を通じ、わが国において、金融機関融資を補完する新たな信用仲介チャンネルが拓かれることにもなる。信用仲介チャンネルが複線化することは、金融面からわが国経済をしっかりと支えていく、より柔軟でリスク耐性の強い金融システムの構築にも寄与すると考えられる。

証券化市場フォーラムは、本報告書の公表をもって、所期の目的を達し、終了する。その中で浮かび上がった課題とその克服に向けた基本的方向性が、証券化市場の健全な発展に向けた道筋を示す道標となることを期待している。また、証券化市場フォーラムは、市場の発展を目指すうえで不可欠な、幅広い市場参加者相互間の信頼と協力関係の基盤を構築することにも寄与し得たのではないかと考えている。そうした基盤に立脚した市場参加者による主体的な検討や取り組みの積み重ねが、今後、証券化市場の更なる発展として結実していくことを願っている。

以 上

「証券化市場フォーラム」参加者リスト（敬称略）

1. 全体会合（第1回）＜2003年11月7日開催＞

あおぞら銀行	金融市場本部金融商品開発部 ストラクチャードファイナンス課 次長	梶谷 博之
オリックス	投資銀行本部 マネージングディレクター	上島 健一
格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 グループリーダー・チーフアナリスト	北原 一功
埼玉りそな銀行	資金証券部 部長代理	山口 英司
CRD運営協議会	調査役	石丸 好太
J.P.モルガン証券	インベスターソリューションズグループ ヴァイス プレジデント	戸谷 和彦
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャード・ファイナンス部長	桜井 俊典
ドイツ証券	証券化商品調査部長	江川 由紀雄
東京海上火災保険	金融開発部ストラクチャードファイナンスグループ グループリーダー	森島 和正
東京三菱銀行	金融商品開発部 主任調査役	高野 隆市
日本生命保険	資金証券部 課長	川森 幸三
日本リスク・データ・バンク	代表取締役社長	大久保 豊
農林中央金庫	開発投資部 副部長	岩井 寿男
野村證券	アセットファイナンス部資産金融課 課長	鈴木 清久
BNPパリバ証券	証券化商品部 部長	大塚 康成
日立キャピタル	本社第五営業本部 営業部長	西田 政夫
みずほコーポレート銀行	ストラクチャリング部 参事役	田吉 禎彦
みずほ証券	市場営業グループ 投資戦略部 シニアクレジットアナリスト	東覚 健二
三井住友銀行	投資銀行営業部 副部長	小林 博司
三菱信託銀行	資産金融部総務企画グループ グループマネージャー	神谷 厚至
ムーディーズ・ジャパン	ストラクチャードファイナンス ヴァイスプレジデント - シニアアナリスト	石原 俊介
モルガン・スタンレー証券	証券化商品部 エグゼクティブ・ディレクター	栗田 雅裕
UFJ銀行	コーポレートファイナンス部 バイスプレジデント	稲葉 勝
UFJ信託銀行	資産金融部 次長	肝付 正路
横浜銀行	ビジネス企画部 調査役	武藤 節
リーマン・ブラザーズ証券	グローバルストラクチャードファイナンス部 シニア ヴァイス プレジデント	渡辺 学
（オブザーバー）		
金融庁	総務企画局企画課 課長補佐	堤 雅彦
経済産業省	商務情報政策局取引信用課	金子 正明
住宅金融公庫	証券業務部 証券化支援企画課長	加藤 隆
全国銀行協会	業務部 次長	服部 茂樹
東京証券取引所	経営企画部 審議役	安達 精司
日本証券業協会	市場本部市場部 課長	倉林 滋人
中央大学専門職大学院	国際会計研究科 教授	川北 英隆
筑波大学大学院	ビジネス科学研究科 教授	弥永 真生
西村総合法律事務所	弁護士	小野 傑
森・濱田松本法律事務所	弁護士	佐藤 正謙

2. 分科会 (第1回) <2003年11月28日開催>

オリックス	投資銀行本部 マネージングディレクター	上島 健一
格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 グループリーダー・チーフアナリスト	北原 一功
埼玉りそな銀行	資金証券部 部長代理	山口 英司
C R D 運営協議会	調査役	石丸 好太
J . P . モルガン証券	インベスターソリューションズグループ ヴァイス プレジデント	戸谷 和彦
東京海上火災保険	金融開発部ストラクチャードファイナンスグループ 課長	行友 学
日本生命保険	資金証券部 課長	川森 幸三
日本リスク・データ・ バンク	取締役副社長	上野 大
農林中央金庫	開発投資部クレジット投資企画班 部長代理	金丸 哲也
野村証券	金融市場部クレジット・プロダクト課 課長	松本 喜一郎
みずほ銀行	A・L・Cソリューション部 調査役	森 一晃
みずほコーポレート銀行	ストラクチャリング部 参事役	田吉 禎彦
みずほ証券	市場営業グループ 営業開発部長	中居 陽一郎
ムーディーズ・ジャパン	代表取締役	山内 直樹
UFJ銀行	総合資金部 調査役	前田 博文
UFJ信託銀行	資産金融部 主任調査役	池見 浩平
リーマン・ブラザーズ証券	債券本部証券化商品部 ヴァイス プレジデント	四元 盛文
中央大学専門職大学院	国際会計研究科 教授	川北 英隆
筑波大学大学院	ビジネス科学研究科 教授	弥永 真生

(オブザーバー)

金融庁	総務企画局企画課 企画第三係長	松田 卓也
経済産業省	商務情報政策局取引信用課 課長補佐	郷治 友孝
日本証券業協会	市場本部 市場部長	飯島 一夫

3. 分科会 (第2回) <2003年12月8日開催>

格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 グループリーダー・チーフアナリスト	北原 一功
J.P.モルガン証券	ストラクチャードファイナンス部 ヴァイス プレジデント	楠田 喜彦
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャード・ファイナンス部 次長	藤井 輝久
帝国データバンク	営業推進部営業サポート課 課長	坂田 勲
東京短資	営業本部証券企画部 次長	高橋 豊
日本生命保険	資金証券部 課長	川森 幸三
日本リスク・データ・バンク	取締役副社長	上野 大
農林中央金庫	開発投資部 クレジット投資企画班 部長代理	金丸 哲也
日立キャピタル	本社第五営業本部 営業部長	西田 政夫
みずほ銀行	A・L・Cソリューション部 調査役	森 一晃
みずほコーポレート銀行	トレーディング部 参事役	高木 信一
みずほ証券	ストラクチャードファイナンスグループ 業務企画部長	北 康利
みずほ信託銀行	信託プロダクト企画部 参事役	森井 裕一
三井住友銀行	投資銀行営業部 副部長	小林 博司
三菱商事	トレジャラーオフィス シニアマネージャー	藤野 晴彦
UFJ銀行	コーポレートファイナンス部 バイスプレジデント	大河内 秀一
UFJつばさ証券	ストラクチャードファイナンス部 部長代理	戸塚 英男
横浜銀行	リテール企画部 調査役	山田 博明
中央大学専門職大学院	国際会計研究科 教授	川北 英隆
筑波大学大学院	ビジネス科学研究科 教授	弥永 真生
公認会計士		秋葉 賢一

(オブザーバー)

金融庁	総務企画局企画課 課長補佐	堤 雅彦
経済産業省	商務情報政策局取引信用課 課長補佐	郷治 友孝
中小企業庁	金融課 企画官	梁嶋 利道
商工組合中央金庫	組織金融部 次長	五味 泰夫
日本ローン債権市場協会	協会事務局 事務局長	木原 正裕
法務省	民事局付 検事	野村 雅之

4. 分科会 (第3回) <2003年12月25日開催>

あおぞら銀行	金融市場本部金融商品開発部 ストラクチャードファイナンス課 次長	梶谷 博之
王子信用金庫	審査部 次長	今井 英夫
格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 グループリーダー・チーフアナリスト	北原 一功
C R D 運営協議会	調査役	石丸 好太
スタンダード・アンド・プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 主席アナリスト・チームリーダー	近藤 健志
損保ジャパン・フィナンシャル ギャランティーター	商品開発部 課長	中塚 達也
第一生命保険	ストラクチャー投資部 課長	山下 真史
帝国データバンク	営業推進部営業サポート課 課長	坂田 勲
東京海上火災保険	金融開発部ストラクチャードファイナンスグループ 課長	郡司 武司
東京三菱銀行	金融商品開発部 主任調査役	高野 隆市
ドイツ証券	証券化商品調査部長	江川 由紀雄
日本生命保険	資金証券部 課長	川森 幸三
農林中央金庫	開発投資部クレジット投資企画班 部長代理	金丸 哲也
みずほコーポレート銀行	ポートフォリオマネジメント部 調査役	中村 健二
みずほ証券	市場営業グループ 営業開発部長	中居 陽一郎
三井住友銀行	投資銀行営業部 副部長	小林 博司
三菱証券	金融開発部 金融資産証券化第二課長	番匠 達人
ムディーズ・ジャパン	代表取締役	山内 直樹
メリルリンチ日本証券	資本市場本部金融機関ソリューショングループ ディレクター兼部長	新村 健
UFJ銀行	コーポレートファイナンス部 バイプレジデント	春日井 博
横浜銀行	ビジネス企画部 調査役	武藤 節
中央大学専門職大学院	国際会計研究科 教授	川北 英隆
筑波大学大学院	ビジネス科学研究科 教授	弥永 真生
公認会計士		秋葉 賢一

(オブザーバー)

金融庁	総務企画局企画課 企画第三係長	松田 卓也
経済産業省	商務情報政策局取引信用課 課長補佐	郷治 友孝
全国銀行協会	業務部 次長	服部 茂樹
全国信用保証協会連合会	業務企画部業務企画グループ マネージャー	大西 修
中小企業金融公庫	証券化業務準備室 室長	綿貫 功
日本ローン債権市場協会	協会事務局 事務局長	木原 正裕

5. 分科会 (第4回) <2004年1月15日開催>

格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 グループリーダー・チーフアナリスト	北原 一功
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャード・ファイナンス部 次長	藤井 輝久
東海東京証券	企業金融本部金融商品開発部長	牧野 吉克
ドイツ証券	証券化商品調査部長	江川 由紀雄
日本生命保険	資金証券部 課長	川森 幸三
日本格付研究所	ストラクチャード・ファイナンス部長	中川 之夫
野村証券	アセット・ファイナンス部資産金融課 課長	鈴木 清久
B N P パリバ証券	証券化商品部 部長	大塚 康成
日立キャピタル	本社第五営業本部 営業部長	西田 政夫
みずほ銀行	A・L・Cソリューション部 調査役	森 一晃
みずほコーポレート銀行	ストラクチャードファイナンス営業部 参事役	水野 敦人
みずほ証券	ストラクチャードファイナンスグループ 業務企画部長	北 康利
みずほ信託銀行	信託プロダクト企画部 参事役	森井 裕一
三井住友銀行	ストラクチャードファイナンス営業部 開発グループ長	藤瀬 裕司
三菱信託銀行	資産金融部受託営業グループ 推進役	吉村 孝爾
三菱証券	金融開発部 金融資産証券化第一課長	伊藤 大浩
中央大学専門職大学院	国際会計研究科 教授	川北 英隆
筑波大学大学院	ビジネス科学研究科 教授	弥永 真生
西村ときわ法律事務所	弁護士	小野 傑
森・濱田松本法律事務所	弁護士	佐藤 正謙
公認会計士		秋葉 賢一
(オブザーバー)		
金融庁	総務企画局企画課 第三係長	松田 卓也
経済産業省	商務情報政策局取引信用課 課長補佐	郷治 友孝
全国銀行協会	業務部 次長	服部 茂樹
日本証券業協会	市場本部市場部 課長	倉林 滋人

6 . 分科会 (第 5 回) < 2004 年 2 月 10 日開催 >

厚生年金基金連合会	年金運用部 次長	的 山 紀 道
スタンダード・アンド・プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 主席アナリスト・チームリーダー	近 藤 健 志
住友信託銀行	資産金融部 調査役	田 端 靖 雄
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャード・ファイナンス部 次長	浅 見 祐 之
東海労働金庫	総合企画部 部長代行	鈴 木 久 司
東京三菱銀行	総合企画室会長行室 主任調査役	杉 浦 純 一
ドイツ証券	証券化商品調査部 ヴァイスプレジデント	高 津 邦 人
日本住宅ローン	代表執行役社長	大 垣 尚 司
日本生命保険	資金証券部 課長	川 森 幸 三
農林中央金庫	開発投資部クレジット投資企画班 部長代理	金 丸 哲 也
野村證券	金融市場部クレジット・プロダクト課 課長	松 本 喜 一 朗
みずほコーポレート銀行	資金証券部 参事役	深 堀 理 一 郎
みずほ証券	市場営業グループ投資戦略部 シニアクレジットアナリスト	東 覚 健 二
モルガン・スタンレー証券	証券化商品部 エグゼクティブ・ディレクター	栗 田 雅 裕
UFJ銀行	リテール業務部 調査役	武 士 田 理 司
UFJつばさ証券	ストラクチャードファイナンス部 次長	堺 沢 純 二
横浜銀行	ビジネス企画部 調査役	武 藤 節
りそな銀行	コーポレート事業部 部長代理	大 西 義 朗
リーマン・ブラザーズ証券	債券本部グローバルストラクチャード ファイナンス部 ヴァイスプレジデント	溝 田 裕 美
中央大学専門職大学院	国際会計研究科 教授	川 北 英 隆
筑波大学大学院	ビジネス科学研究科 教授	弥 永 真 生
公認会計士		秋 葉 賢 一

(オ ブ ザ ー バ ー)

金 融 庁	総務企画局企画課 課長補佐	堤 雅 彦
国 土 交 通 省	住宅局住宅資金管理官付 証券化支援対策官	内 田 浩 平
住 宅 金 融 公 庫	証券業務部 証券化支援企画課長	加 藤 隆
全 国 銀 行 協 会	業務部 次長	服 部 茂 樹
日 本 証 券 業 協 会	市場本部市場部 課長	倉 林 滋 人

7. 情報開示の充実に向けた検討WG <2004年1~2月開催>

あおぞら銀行	金融市場本部金融商品開発部ストラクチャードファイナンス課	次長	梶谷 博之
オリエントコーポレーション	財務部 課長代理		馬場 一晃
格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 グループリーダー・チーフアナリスト		北原 一功
格付投資情報センター	ストラクチャードファイナンス部 シニアアナリスト		石渡 明
J.P.モルガン証券	インベストメンツ・グループ ヴァイスプレジデント		戸谷 和彦
J.P.モルガン証券	ストラクチャードファイナンス部 アナリスト		中村 雅也
住宅金融公庫	証券業務部市場資金室債券一課 副参事役		杉山 友規
住宅金融公庫	証券業務部市場資金室債券一課		金谷 敏嗣
スタンダード・アンド・プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 上席アナリスト		尼寺 啓人
スタンダード・アンド・プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 主席アナリスト・チームリーダー		近藤 健志
スタンダード・アンド・プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 主席アナリスト・チームリーダー		斉藤 広美
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャードファイナンス部 次長		伊賀 要一
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャードファイナンス部 次長		浅見 祐之
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャードファイナンス部 次長		藤井 輝久
大和投資信託委託	公社債運用部 シニアファンドマネージャー兼第一課長		宮川 宏
ドイツ証券	証券化商品調査部長		江川 由紀雄
ドイツ証券	証券化商品調査部 アソシエイト		長谷川 泉
東京海上火災保険	金融開発部ストラクチャードファイナンスグループ グループリーダー		森島 和正
東京三菱銀行	金融商品開発部 主任調査役		高野 隆市
日本生命保険	資金証券部 課長		川森 幸三
農林中央金庫	開発投資部クレジット投資班 部長代理		松本 憲一
野村アセットマネジメント	債券運用部 シニアファンドマネージャー		栗川 生也
野村アセットマネジメント	運用審査部 マネージャー		大竹 一郎
野村証券	アセット・ファイナンス部資産金融課 課長		鈴木 清久
日立キャピタル	本社第五営業本部 営業部長		西田 政夫
広島銀行	資金証券部 市場営業課長		三戸 一貴
みずほコーポレート銀行	ストラクチャードファイナンス営業部 参事役		水野 敦人
みずほコーポレート銀行	トレーディング部 調査役		安西 文博
みずほ証券	市場営業グループ 営業開発部長		中居 陽一郎
みずほ証券	市場営業グループ投資戦略部 シニアクレジットアナリスト		東覚 健二
三井住友銀行	投資銀行営業部 次長		石原 久稔
三井住友銀行	投資銀行営業部 部長代理		澤村 泰介
三菱証券	債券本部金融市場営業第二部 部長代理		迫 良二
三菱証券	リサーチ本部金融市場戦略部 シニアABSアナリスト		鈴木 美和
ムディーズ・ジャパン	ストラクチャードファイナンス シニアヴァイスプレジデント		倉崎 啓子
ムディーズ・ジャパン	ヴァイスプレジデント シニアアナリスト		増岡 三輝
ムディーズ・ジャパン	ヴァイスプレジデント シニアクレジットオフィサー		関 雄介
メリルリンチ日本証券	資本市場本部金融機関ソリューショングループ ディレクター		安藤 直広
メリルリンチ日本証券	調査部シニアストラクチャードプロダクト アナリストディレクター		羽仁 千夏
横浜銀行	ビジネス企画部 調査役		武藤 節
UFJ銀行	コーポレートファイナンス部 バイスプレジデント		稲葉 勝
UFJ銀行	総合資金部 調査役		前田 博文
UFJ信託銀行	資産金融部 次長		肝付 正路
UFJセントラルリース	財務部 参事役		木塚 達也
UFJつばさ証券	ストラクチャードファイナンス部 部長代理		天部 雅和
UFJつばさ証券	ストラクチャードファイナンス部 部長代理		戸塚 英男
UFJつばさ証券	投資戦略部 シニアクレジットアナリスト		貴志 能成
りそな銀行	コーポレート事業部 部長代理		大西 義朗
リーマン・ブラザーズ証券	債券本部 ヴァイスプレジデント		細 淵 勇雄

8. 全体会合（第2回）＜2004年4月15日開催＞

あ お ぞ ら 銀 行	金融商品開発部 ストラクチャードファイナンス1課 次長	梶谷 博之
上 田 八 木 短 資	市場金融部	奥 浜 透
オリエントコーポレーション	財務部市場金融チーム 課長	松尾 幸司
オ リ ッ ク ス	投資銀行本部 マネージングディレクター	上 島 健一
格 付 投 資 情 報 セ ン タ ー	ストラクチャードファイナンス本部 部長	北 原 一 功
厚 生 年 金 基 金 連 合 会	年金運用部 次長	的 山 紀 道
ゴールドマン・サックス証券	法務部 リーガル・カウンセラー（弁護士） ヴァイス・プレジデント	山 原 英 治
埼 玉 り そ な 銀 行	資金証券部 プランニングマネージャー	田 原 英 樹
C R D 運 営 協 議 会	調査役	石 丸 好 太
J . P . モ ル ガ ン 証 券	インベスターソリューションズグループ ヴァイス・プレジデント	戸 谷 和 彦
J . P . モ ル ガ ン 証 券	ストラクチャードファイナンス部 ヴァイス・プレジデント	楠 田 喜 彦
滋 賀 銀 行	営業統轄部 調査役	林 猛
信 金 中 央 金 庫	市場運用部 調査役	松 井 憲 司
新 光 証 券	商品開発部オルタナティブ商品課 課長代理	時 里 茂
新 生 銀 行	キャピタルマーケッツ部 次長	中 山 田 明
スタンダード・アンド・プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 主席アナリスト・チームリーダー	近 藤 健 志
住 友 信 託 銀 行	資産金融部 副部長	堀 弘 明
セ ン ト ラ ル 短 資	マーケッツ営業部 課長	荒 井 伸 夫
損保ジャパン・フィナンシャル ギ ャ ラ ン テ ィ ー	商品開発部長	中 村 光 男
第 一 生 命 保 険	ストラクチャー投資部 課長	青 柳 明 男
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャード・ファイナンス部長	桜 井 俊 典
大和証券エスエムピーシー	ストラクチャード・ファイナンス部 次長	浅 見 祐 之
大 和 投 資 信 託 委 託	公社債運用部 シニアファンドマネージャー 兼第一課長	宮 川 宏
帝 国 デ ー タ バ ン ク	東京支社営業部第1課 課長	加 藤 勉
ド イ ツ 証 券	証券化商品調査部長	江 川 由 紀 雄
東 海 東 京 証 券	企業金融本部 金融商品開発部長	牧 野 吉 克
東 京 海 上 火 災 保 険	金融開発部ストラクチャードファイナンスグループ グループリーダー	森 島 和 正
東 京 海 上 火 災 保 険	財務企画部 副参事	原 田 英 治
東 京 短 資	営業本部 営業統括部 次長	高 橋 豊
東 京 三 菱 銀 行	総合企画室会長行室 主任調査役	杉 浦 純 一
東 京 三 菱 銀 行	金融商品開発部証券化グループ 主任調査役	高 野 隆 市
日興シティグループ証券	証券化ソリューション ストラクチャード・クレジット・デリバティブファイナンス統括 マネージング・ディレクター	安 藤 明 彦

日本格付研究所	ストラクチャード・ファイナンス部長	中川 之夫
日本住宅ローン	プログラムオフィス ヴァイスプレジデント	井上 隆一
日本生命保険	資金証券部 課長	川森 幸三
日本リスク・データ・バンク	取締役副社長	上野 大
農林中央金庫	開発投資部 副部長	岩井 寿男
農林中央金庫	開発投資部クレジット投資企画班 部長代理	金丸 哲也
野村アセットマネジメント	債券運用部 シニアファンドマネージャー	栗川 生也
野村証券	金融市場部クレジット・プロダクト課 課長	松本 喜一郎
野村証券	アセット・ファイナンス部資産金融課 課長	鈴木 清久
BNPパリバ証券	証券化商品部 部長	大塚 康成
日立キャピタル	本社第五営業本部 営業部長 事業金融グループ長	西田 政夫
広島銀行	資金証券部 市場営業課長	三戸 一貴
フィッティング・ス	ストラクチャード・ファイナンス ディレクター	大谷 浩一
みずほ銀行	A・L・Cソリューション部 調査役	森 一晃
みずほコーポレート銀行	トレーディング部 参事役	高木 信一
みずほコーポレート銀行	ストラクチャリング部 参事役	田吉 禎彦
みずほコーポレート銀行	ストラクチャードファイナンス営業部 参事役	水野 敦人
みずほ証券	市場営業グループ 営業開発部長	中居 陽一郎
みずほ証券	市場営業グループ投資戦略部 シニアクレジットアナリスト	東覚 健二
みずほ信託銀行	信託プロダクト企画部 参事役	森井 裕一
三井住友銀行	ストラクチャードファイナンス営業部 開発グループ長	藤瀬 裕司
三井住友銀行	投資銀行営業部 部長代理	澤村 泰介
三菱証券	金融開発部 不動産ファイナンス第一課長	伊藤 大浩
三菱信託銀行	資産金融部受託営業グループ 推進役	吉村 孝爾
ムーディーズ・ジャパン	代表取締役	山内 直樹
メリルリンチ日本証券	マネージング ディレクター 資本市場本部 金融機関ソリューショングループ 部長	新村 健
モルガン・スタンレー証券	証券化商品部 マネージングディレクター	赤井 厚雄
UFJ銀行	総合資金部 調査役	前田 博文
UFJ銀行	コーポレートファイナンス部 バイスプレジデント	大河内 秀一
UFJ信託銀行	資産金融部 次長	肝付 正路
UFJ信託銀行	資産金融部 主任調査役	池見 浩平
UFJセントラルリース	財務部 参事役	木塚 達也
UFJつばさ証券	ストラクチャード ファイナンス部長	奥崎 智之
UFJつばさ証券	投資戦略部 シニアクレジットアナリスト	貴志 能成

横 浜 銀 行	リテール企画部 調査役	山 田 博 明
り そ な 銀 行	コーポレート事業部 部長代理	大 西 義 朗
リーマン・ブラザーズ証券	債券本部 ヴァイスプレジデント	細 淵 勇 雄
筑 波 大 学 大 学 院	ビジネス科学研究科 教授	弥 永 真 生
同 志 社 大 学	政策学部 教授	川 北 英 隆
西村ときわ法律事務所	弁護士	小 野 傑
森・濱田松本法律事務所	弁護士	佐 藤 正 謙
公 認 会 計 士		秋 葉 賢 一
(オ ブ ザ ー バ ー)		
金 融 庁	総務企画局企画課 課長補佐	堤 雅 彦
経 済 産 業 省	商務情報政策局取引信用課 課長補佐	樋 口 勝 也
国 土 交 通 省	住宅局住宅資金管理官付 証券化支援対策官	内 田 浩 平
住 宅 金 融 公 庫	証券業務部証券化支援企画課長	加 藤 隆
全 国 銀 行 協 会	業務部 調査役	諸 江 博 明
全 国 信 用 保 証 協 会 連 合 会	業務企画部業務企画グループ マネージャー	大 西 修
第 二 地 方 銀 行 協 会	業務部 副部長	古 畑 宏
中 小 企 業 金 融 公 庫	証券化業務準備室 室長	綿 貫 功
中 小 企 業 庁	事業環境部金融課 課長補佐	信 谷 和 重
東 京 証 券 取 引 所	経営企画部 審議役	安 達 精 司
東 京 都	産業労働局金融部金融課 債券市場担当係長	菊 地 豊
東 京 都	産業労働局金融部金融課 債券市場担当	新 田 孝 明
内 閣 府	内閣府事務官	佐 藤 正 弘
日 本 証 券 業 協 会	市場本部 市場部長	飯 島 一 夫
日 本 郵 政 公 社	郵便貯金事業本部資金運用部 マネージャー	山 口 裕
日 本 ロ ー ン 債 権 市 場 協 会	協会事務局 事務局長	木 原 正 裕
法 務 省	民事局付 検事	坂 田 大 吾

【Box 1】証券化市場を巡る制度整備の進展と公的セクターの取り組み

(1) 制度整備の進展

1993年 6月	特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）の施行 ： リース料・クレジット債権につき、一定の規制を課しつつ、公告により譲渡を 対抗し得ることとし、流動化を促進
1996年 1月	適債基準の撤廃
4月	A B S、A B C Pの国内発行を可能とする法令整備
1998年 9月	S P C法（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 ： 不動産・指名金銭債権およびこれらを信託した信託受益権について、一定の手 続の下で、株式会社対比低コストの証券化スキームを実現
10月	債権譲渡特例法（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）の 施行 ： 法人が行う金銭債権の譲渡につき、登記による第三者対抗要件の取得を制度化
1999年 2月	サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法）の施行 ： 債権回収会社による特定金銭債権の管理・回収にかかる法律事務を許容
2000年11月	資産流動化法（資産の流動化に関する法律）の施行（S P C法の改正） ： 対象資産を原則としてすべての財産権に拡大、最低資本金の減額（300万円 10万円）資産流動化計画を特定目的会社の定款記載事項から除外、新たなビー クル（特定目的信託、特定持分信託）の導入 等
2001年 9月	サービサー法の改正 ： 特定目的会社等が流動化資産として保有する金銭債権を特定金銭債権に追加
2002年12月	資産流動化法施行規則の改正 ： 資産流動化計画の記載事項の弾力化
2003年 1月	社債等登録法施行令、同施行規則の改正 ： 月次で元利払いが行われる債券の登録停止期間を、原則として3週間から2週 間に短縮
1月	社債等振替法の施行 ： 社債ペーパーレス化の法整備（一般債振替システムの稼働は2006年初の予定）
2004年 3月	信託業法改正法案の国会上程 ： 流動化ビークルとしての信託の担い手が拡大

(2) 公的セクター（政府系金融機関、地方公共団体）の取り組み

住宅ローン証券化

住宅金融公庫による 証券化支援事業	買取型...民間住宅ローン債権を公庫が買い取り、これを（公庫の貸付債権 と混合して）担保に財投機関債を発行（2003年10月開始）
	保証型...一定の民間住宅ローンに公庫が債務保証特定保険を付し、その ローン（これを信託した信託受益権を含む）を担保として発行され た債券等にかかる債務の支払いについて、公庫が期日どおりの 元利払いを保証（2004年度下期開始予定）

C L O / C B O（2003年度までに実施済みのもの）

東京都	第1回～第5回	福岡県	新金融システム
千葉県	第1回	大阪市	第1回～第2回
大阪府	A<CLO>方式（第1回～第3回） B<CBO>方式（第1回） S B E 私募債（第1回～第2回）	商工組合 中央金庫	第1回

なお、2004年4月に、中小企業金融公庫法が改正され、民間金融機関等の中小企業向け貸出債権
にかかるC L O（保証型、買取型）の実施等が公庫の業務として追加された（2004年7月より業務
開始予定）。

【Box 2】発行形態別の情報開示の現状

	公募債	私募債	信託受益権
開示の内容			
発行の事実	開示される	開示されないケースも少なくない	
発行時	(相手により差異なし) ● 開示項目が法定されており、内容も充実 ただし、「法定の開示項目は、新たな商品である証券化商品については投資家にとって過不足がある」、「却って、投資家のニーズに応じたきめ細かい対応を取りづらい」との指摘もある	(対アレンジ・募集の相手方) ● 公募に準じた内容を「商品説明書」等で開示する案件が多い ただし、案件毎に開示の充実度にバラツキが存在	(対アレンジ・販売の相手方) ● 債券と比べ、開示内容が少ない ただし、案件毎に開示の充実度にバラツキが存在
		(対一般) ● 上記の先以外には原則として開示されない	(対一般) ● 上記の先以外には原則として開示されない
発行後	(相手により差異なし) ● 多くの発行体は、法定項目を中心に、(法定の継続開示に加え)月次で、ベンダー等を通じて一般に公開 内容面で、更なる充実を求める声がある	(対アレンジ・既存の投資家) ● 多くの発行体は、公募債における法定項目を中心に、月次で、相対で公開 内容面で、更なる充実を求める声がある	(対アレンジ・販売の相手方) ● 債券と比べ、開示内容が少ない
		(対一般) ● ベンダー等を通じて一般向けに開示するケースは少ない	(対一般) ● ベンダー等を通じて一般向けに開示するケースは少ない
開示の形式	● 「情報が膨大で理解しづらい」、「分析・加工に適したフォーマット・(電子)媒体でデータが提供されていない」といった指摘が多い		

私募債、信託受益権については、アレンジャーや募集・販売の相手方等に対して、守秘義務契約を締結したうえで、個別に、詳細な開示が行われることがある

【Box 3】金銭債権の譲渡に際して問題となる事項

(1) 銀行貸出債権

譲渡時の債務者対抗要件具備

イ) 銀行側は、債務者との良好な取引関係維持のため、債権譲渡の事実を債務者に知らせたくないこと、ロ) 債務者も、預金債権等を借入債務と相殺する期待を有しており、(異議なき) 承諾を行うことに慎重であること、ハ) 民法上の手続にせよ、債権譲渡特例法の手続にせよ、多数の債務者に対し対抗要件具備の手続を行うことは非常に煩雑であること、などから、債務者対抗要件を具備しないことが少なくない¹。

相殺の抗弁

銀行貸出債権については、債務者がオリジネーターに対し預金債権等を有していることが多く、オリジネーターの破綻時に、貸出債権とこれらの反対債権が相殺され、債権プールが毀損するリスクがある。通常の債務者対抗要件を具備すれば、それ以降に生じた反対債権による相殺のリスクは遮断できるほか、債務者から「異議なき承諾」を得れば、反対債権の発生時期に関わらず相殺のリスクを遮断できる。しかし、で指摘した事情から、相殺の抗弁が付着したまま譲渡されることが少なくない。

(2) リース料債権

譲渡禁止特約の存在

通常のリース契約においては譲渡禁止特約を付されているものが少なくない。

譲渡時の債務者対抗要件具備

特定債権法の手続により対抗要件が具備されるものを除き、債務者との良好な取引関係維持や煩雑な手続の回避のため、債務者対抗要件は具備されないことが多い。

その他(メンテナンス契約付きリースに固有の問題)

メンテナンス特約付きリース等でメンテナンス義務が不履行となった場合、原債務者が、リース契約そのものの解除や、リース料の支払いについての同時履行の抗弁を主張するリスクがある。

(3) 売掛債権

債権の存否確認の問題

中堅・中小企業間の売掛債権では、売掛金の管理が不十分であったり、売買契約書等が存在しないために、フロード(原債権者の詐欺行為等)の有無も含め、債権の存在・内容の確認が困難であることが少なくない。

譲渡禁止特約の存在

売掛債権においては譲渡禁止特約を付されているものが少なくない。

譲渡時の債務者対抗要件具備

債権者側には、債務者との良好な取引関係維持や煩雑な手続回避といった事情があるほか、債務者側も、債権者に対する抗弁を保持したいとの事情があるため、債務者対抗要件は具備されないことが多い。

抗弁事由の存在

売掛債権については、継続的な商取引関係の中で、買掛債務者が、売主に対し反対債権を有している場合があるほか、売主に対する瑕疵担保責任の追及や売買契約の解除・代金減額といった抗弁を有する場合がある。しかし、で指摘した事情から、これらの抗弁が付着したまま譲渡されることが多い。

¹ 募集型CLOのように、貸出が証券化されることを債務者が事前に認識している場合、SPVへの債権譲渡に際して異議なき承諾を定型的に具備する扱いがなされている。

(4) 民間住宅ローン債権

譲渡時の債務者対抗要件具備

(1) 銀行貸出債権と同様の事情から、住宅ローン債権の譲渡に当って、債務者対抗要件は具備されないことが多い。

相殺の抗弁

民間住宅ローン債権について、債務者がオリジネーターに対し預金債権や保険金支払債権を有している場合には、オリジネーターの破綻時に、住宅ローン債権とこれらの反対債権が相殺され、債権プールが毀損するリスクがある。しかし、で指摘した事情から、相殺の抗弁が付着したまま譲渡されることが多い。

その他(民間住宅ローンに固有の問題点)

- (a) 抵当権が、保証会社の持つ求償権に対して設定されることが多い。この場合、住宅ローン債権がSPVに譲渡されても、抵当権は随伴しないため、証券化の裏付資産となる住宅ローン債権に抵当権が付かないこととなる。
- (b) 債務者が固定金利と変動金利を随時切り替えるオプションを保有する場合、原資産の金利と証券の利払いの間のミスマッチをコントロールすることが難しい。
- (c) オリジネーターが団体信用生命保険の保険料を支払い、証券化後も引き続きこれを支払うことが多い。この場合、オリジネーター破綻時に保険金受取人の地位がSPVに承継されるか否か、不明確である。

(5) クレジット債権

譲渡時の債務者対抗要件具備

特定債権法の手続により対抗要件が具備される場合を除き、債務者への個別の通知・承諾を多数の債務者に対し行うことは、実務上大きな困難を伴うため、債務者対抗要件の具備は、通常、行われぬ。

原因関係の瑕疵にかかる抗弁

購入した商品・サービスに瑕疵があったこと等を理由に、債務者が原契約を解除した場合など、原契約上生じている事由をクレジット会社に対しても対抗し得る(割賦販売法30条の4参照)。クレジット債権の譲渡に際しては、通常、債務者による「異議なき承諾」は行われぬため、これらの抗弁事由については、債権の譲受人に対しても対抗できることとなる。

(6) 消費者ローン債権

譲渡時の債務者対抗要件具備

債務者への個別の通知・承諾を多数のローン債務者に対し行うことは、実務上、大きな困難を伴うため、債務者対抗要件の具備は、通常、行われぬ。

その他(貸金業法の適用を受ける消費者ローンに固有の問題点)

- (a) 貸付債権を第三者に譲渡する場合、債権譲渡日、譲渡金額等を記載した書面を譲受人から債務者に交付すること等が求められている(24条2項)。この書面交付を、多数の債務者に対し行うこととする場合、多大なコストが発生し得る²。
- (b) 貸金業法43条1項は、貸金業者が契約締結時の書面および弁済の受取証書を債務者に交付し、債務者が利息として任意に利息制限法の制限を超過する利息を支払った場合には、有効な利息の弁済とみなす旨規定している。もっとも、証券化のために譲渡されるローン債権について、この条項が適用されるための条件(書面の交付および「利息として」支払った事実の立証)を満たすものは少ないとみられ、債務者から事後的に過払い金の返還請求を受ける可能性が残る。

² オリジネーターが破綻し、バックアップ・サービサーにサービシング業務を移管する場合には、当該書面交付が必要となる。なお、オリジネーターがサービサーとして債権の管理・回収を続けている場合は、債務者保護(想定外の者から取立てを受けぬこと)に欠けるところはないため、同条項は適用されない、とする見解もある。

【Box 4】債権譲渡登記制度の使い勝手の向上

	債権譲渡登記の申請	先登記検索	債務者対抗要件の具備
手続の概要	<ul style="list-style-type: none"> 東京法務局に対して、債権譲渡登記の申請書を提出する 登記申請についてはオンライン化が実現している 	<ul style="list-style-type: none"> 東京法務局にて、登記事項概要証明書、登記事項証明書の交付を受け、その内容を確認する 概要証明書については、磁気媒体ベースの証明申請（最大2千先分）が可能となった（2004年3月） 	<ul style="list-style-type: none"> 東京法務局にて、登記事項証明書の交付を受け、債務者に対してこれを交付し、通知する
証券化する際の課題として指摘される事項	<ul style="list-style-type: none"> 申請する債権数や送信データサイズに上限があり、多数の債権譲渡を行う場合、この上限を超えることがある インターネットを通してデータ送信するため、安全性への懸念がある 	<ul style="list-style-type: none"> 上記の確認にかかる事務負担が大きい 年末に官公庁が休業となることなどから、タイムリーな交付が受けられない場合がある 	<ul style="list-style-type: none"> 登記事項証明書の交付申請が多数集中する場合、迅速な対抗要件具備が困難となるおそれがある 証明書を取得した後、債務者に交付・通知する必要があるため、民法上の対抗要件具備手続よりも煩瑣である

（1）先登記検索の利便性向上

先登記検索の利便性が高まれば、多数の債権譲渡を行う際にも、第三者に対抗されるリスクを、より低コストで低減させ得るというメリットがある。一つの解決策としては、登記事項概要証明書、登記事項証明書の取得をオンライン化することが考えうる。

この点、登記事項概要証明書、登記事項証明書の交付申請・取得が、近々、オンライン化される見通しである。

（2）債務者対抗要件の具備の迅速化

債権譲渡登記制度のもとで、債務者対抗要件を迅速に具備するための手当てとして、まずは、登記事項証明書の申請をオンライン化することが考えられる。さらに理想的なかたちとしては、登記事項証明書の原債務者への送付・通知までもオンライン化することが考えられるが、こうした手当てを行うには、原債務者もシステムの参加者に取り込む必要があり、実現可能性の面で課題がある。

（3）登記記載事項の統一

債権譲渡登記簿の債務者欄に、商業登記簿と異なる商号・所在地（例えば、工場所在地）が記入された場合に、商業登記簿上の商号・所在地によって先登記検索を行うと、譲渡登記を看過するおそれがあるため、登記記載事項の統一化を求める声が聞かれた。

【Box 5】証券化ビークルの利用形態と特徴

証券化ビークルの主たる利用の形態

ビークル	主たる利用の形態
T M K	・大口ロット・長期の案件や、幅広い投資家を想定する案件
海外（ケイマン等）S P C	・組成の機動性を求められる案件や、中規模・短期の案件
有限会社	・不動産を裏付けとしたA B L (Asset Backed Loan) 案件
有限責任中間法人 （中間法人）	・相対的に小ロット・短期のA B L 案件 国内S P Cの持分保有主体としての利用も増加
一般の信託	・小規模の案件や、少数の投資家を想定する案件 ・マスター・トラストを利用した継続的な資金調達案件
S P T	・利用実績が少ない

T M Kは資産流動化法上の特定目的会社、S P Tは同法上の特定目的信託を指す。

主要な証券化ビークルの特徴

ビークル	設立・運営コスト （事務・課税負担を含む）	証券化に用いる 場合の使い勝手	倒産隔離
T M K	・最低資本金：10万円 ・流動化計画が必要 ・社債管理費用 ・課税導管性あり ¹	・単一スキームにより複数回発行するためには、担信法に基づく手続が必要 ・発行証券に証取法・私法上の有価証券性あり	・海外S P C、中間法人等を持ち分保有主体として利用 - 現状、特定持分信託の利用例は僅少
有限会社	・最低資本金：300万円 ・課税導管性なし（スキームの工夫で課税所得を低減）	債券発行不可	・海外S P C、中間法人等を持ち分保有主体として利用
海外（ケイマン等）S P C	・資本金：10万円程度 ・英文での契約、会計、税務作業が必要 ・社債管理費用 ・課税導管性なし（スキームの工夫で課税所得を低減）	・単一スキームによる複数回発行の可否は、責任財産限定特約の有効性に依存	・慈善信託を利用
中間法人	・最低基金：300万円 ・課税導管性なし（スキームの工夫で課税所得を低減）	債券発行不可 ²	・中立主体を社員・理事に任命
一般の信託	・信託報酬 ・課税導管性あり（原則、受益者が信託財産を有するものとみなして課税）	・勘定を分別し、単一スキームによる複数回発行が可能 ・仕組みの柔軟性が高い ・受益権の移転は指名債権譲渡の手続による	・信託勘定で分別管理
S P T	・流動化計画が必要 ・信託報酬 ・課税導管性あり ¹	・勘定を分別し、単一スキームによる複数回発行が可能 ・仕組みの柔軟性が高い ・受益権に証取法・私法上の有価証券性あり ・金融機関等が受け取る配当に対して源徴	・信託勘定で分別管理

1 ただし、配当可能所得の90%以上の配当が必要。

2 発行の可否について、中間法人法自体には定めはなく、その意味で発行能力は否定されていないとの解釈もある。しかし、中間法人による債券発行手続は定められておらず、現状、少なくとも実務的にみて債券発行は不可能である。

【Box 6】国内完結の倒産隔離スキームの利用の活発化

証券化においては、原資産を保有するSPCが、不測の事態で事業を継続できなくなる（倒産や清算の開始される）ことがないよう、手当てをする必要がある（倒産隔離¹）。第一義的には、原資産保有SPCがオリジネーターの出資により設立される場合、オリジネーターの破綻に巻き込まれて倒産・清算開始されるリスクが遮断されている必要がある。

これを実現するため、従来は、原資産保有SPCの出資持分（株式等）を保有するケイマンSPCを設立²し、その株式等を慈善信託（チャリタブル・トラスト）に保有させるなどの仕組みが利用されてきた。この場合、ケイマン法の下で、慈善信託の受益者（慈善団体等）はケイマンSPCの議決権行使を受託者に指図する権限を持たないため、上記の意味での倒産隔離が実現されることになる。

これに対して、最近では、原資産保有SPCの議決権保有主体として、「中間法人法」に基づく有限責任中間法人、「資産流動化法」に基づく特定持分信託といった国内法上の制度を用いたスキームもみられ始めている。こうした新たなスキームは、海外SPCを証券化スキームに組み込む際の諸コスト（時差、英文での契約・会計・税務、デュー・デリジェンス等の作業）を回避したい場合の選択肢が広がるものとして、市場関係者に評価されている。

有限責任中間法人を用いるスキーム

有限責任中間法人とは、「中間法人法」に基づき設立される法人で、「社員に共通する利益を図ることを目的とし、かつ、剰余金を社員に分配することを目的としない社団」である。中間法人では、その議決権と、基金拠出者の地位が、直接結びついていない。このため、証券化スキームにおいて、オリジネーターが基金を拠出する中間法人に原資産保有SPCの株式等を保有させつつ、中間法人の議決権を中立的な第三者（弁護士、公認会計士等）に保有させることで、原資産保有SPCの業務・経営にオリジネーターが関与できない仕組みとすることが可能となる。

なお、有限責任中間法人については、上記のような議決権保有主体としての利用に止まらず、中間法人が、直接原資産を保有し、証券を発行するスキームの組成も進め得るよう、中間法人法における債券発行・管理手続の明定や、債券の流通（振替社債化）・情報開示にかかる法制の整備を図るべき、との提案もなされている。

特定持分信託を用いるスキーム

特定持分信託とは、資産流動化法に基づいて設立された特定目的会社（TMK）の持分（特定持分）を信託することである。オリジネーターがTMKに出資して得た持分を信託し、その受益権を中立的な第三者が保有することにより、オリジネーターがTMKの事業に關与する可能性を排除することを狙いとしており、このため、特定持分信託の設定に際しては、1）信託財産の管理について委託者は受託者に指図できないこと、2）信託期間中に信託の解除や信託財産の管理方法の変更を行わないこと等の条件を付す必要がある。

特定持分信託は、2000年11月（資産流動化法施行）の制度導入後、現在に至るまで、さほど利用されていない。その背景の一つとして、信託法58条の規定に基づき、信託契約が解除されるリスクが指摘されている³。しかし、この点については、証券化における倒産隔離の実現という特殊な目的を持った信託契約を、裁判所が敢えて解除する可能性は現実的には低いとの見方もある。こうした見方に従えば、より実務的な問題（信託報酬の水準等が指摘されている）の解決や、信託業法の改正に伴う信託の担い手拡大により、今後、特定持分信託が活用されていく可能性がある。

¹ なお、「倒産隔離」の用語には、「真正譲渡」、即ち、オリジネーターの破綻時に、SPVへの原資産の譲渡取引が担保付金融取引とみなされない、という意味を含む場合もある。

² 設立の原資は、通常、オリジネーターが無議決権優先株式を保有することにより確保される。

³ 信託法上、受益者が単独になり、かつ、当該受益者が破綻した場合等に、受益者・管財人の請求により裁判所が信託契約の解除を命令できる旨の規定がある。

【Box 7】サービシング業務の移管に当って実務上障害となり得る事項

(1) 原債務者への影響

回収金の収納先・方法が変更されることに伴う混乱

回収業務がバックアップ・サービサーに移管された場合、返済先、返済方法が変更される可能性が高い。例えば、消費者ローンの場合、債務者は、居住地・勤務地に最寄りのオリジネーターのATMでの支払いに代えて、バックアップ・サービサーへの銀行振込等を行う必要が生じる。この結果、債務者側に、銀行等に出向いて払込みを行う手間・費用（振込手数料等）が発生する場合もあるため、回収率の悪化や一時的な延滞の増加によるキャッシュフローの不安定化が懸念される。

回収金の収納先が分断されることに伴う混乱

下表に示す例のように、同一の債務者に対する複数の債権のうち、一部の期間・契約分のみを証券化したスキームで、バックアップ・サービサーへの移管が行われた場合、回収金の収納先は、当初サービサー（およびその承継人）とバックアップ・サービサーに分断される。

契約の種類	証券化の対象 (バックアップ・サービサーが回収)	証券化の対象外 (当初サービサー・その承継人が回収)
リース	リース料債権	リース料にかかる消費税 〔バックアップ・サービサーに代理〕 〔受領を委託しているケースは僅少〕
	期限が短いリース料債権	期限が長いリース料債権 〔債務者の信用力低下の可能性が〕 〔高まる点に配慮〕
クレジット	リボルビング・分割払い債権	一括払い債権 〔コミングリング・リスク増嵩の〕 〔可能性が高まる点に配慮〕

また、同一の債務者に対する複数の債権の一部のみを証券化している場合、オリジネーターの破綻に際し、証券化に際して手当てされたバックアップ・サービサーと、管財人等に選任されたサービサーなど、複数の主体に回収業務が分断して移管されるケースも生じ得る。

こうした中で、実際にサービサーを交替すると、債務者は、これまでオリジネーターのみに払っていたものを、オリジネーターや（各）バックアップ・サービサー別に支払う不便が生じる。この結果、原債権回収の可能性・安定性が低下する懸念がある。

(2) バックアップ・サービサーへの業務移管にかかる事務コスト

リース料・クレジット債権などのように債務者数が極めて多数に上る場合、バックアップ・サービサーには、個別の債務者に対する返済金収納先の変更にかかる通知等の作成・発送事務が発生し、これを短期間で処理するといった、重い負担が生じる。

(3) バックアップ・サービサーの事務処理体制

消費者ローンのように、入金日に応じて厳密な利息の日割り計算を行う原債権については、高度なシステム対応等が必要とされる。こうしたオリジネーターの事務処理体制がバックアップ・サービサーに円滑に引き継がれない場合、十分な債権管理が図れなくなるおそれが生じる。

【Box 8】証券化に際して障害となり易い民間住宅ローンの商品性

【課題についての指摘】

保証会社の持つ求償権に
抵当権が設定されることが多い

「固定金利期間選択型」の
場合、借り手が(一定期間
中)、何度も固定金利と
変動金利を切替えるオプ
ションを保有

貸し手が団体信用生命保
険(団信)の保険料を支払
い、証券化後も引続きこれ
を支払うことが多い

(証券化を念頭においた)
住宅ローンにかかるデー
タの整備

【証券化に当たっての具体的障害】

住宅ローン債権がSPV等に
譲渡されても、抵当権は随伴し
ないため、証券化の裏付資産と
なる住宅ローン債権に抵当権が
付かない

証券化に際し、原資産の金利と
証券の利払いの間のミスマッチ
をコントロールすることが困難

貸し手が倒産した場合、保険金
受取人の地位がSPVに承継さ
れるかが不明確

- なお、SPVが独自に団信を
設定すると、保険料負担が相対
的に高くなる可能性

特に、既存の住宅ローンについ
ては、データ作成やシステム
手当てが進んでおらず、証券化
のボトルネックとなっている

【解決に向けた工夫の例】

貸し手自身が抵当権を
設定する(SPVへの
債権譲渡に、抵当権も随
伴)

証券化の対象となる
住宅ローンとは別途の
取引として、スワップ
ション(住宅ローンの借
り手が貸し手と金利ス
ワップを行う権利を有
する仕組み)を取り組む

ローンの借り手が、団信
保険料を負担する

住宅ローンにかかる
標準的なデータフォー
ムを整備する(蓄積す
べきデータのガイドラ
インとしても機能し得る)

証券化にかかるコス
トや時間を大幅に削減
する鍵となるか

【補論1】 新BIS規制案がわが国証券化市場に与え得る影響を巡る議論

バーゼル銀行監督委員会では、銀行の保有する資産全体について、リスクに応じた所要自己資本を求める枠組みを整備することを目的として、市中コメントを踏まえつつ、自己資本比率に関する新しいBIS規制案（2006年末に導入予定）の検討を進めている。証券化に関しては、現行規制の一律の資本賦課とエコノミック・キャピタルとの乖離をついた裁定取引がみられたことなどを背景に、証券化商品の抱える信用リスクをより正確に反映する枠組みの検討が続けられている¹。こうした新BIS規制の導入によって、リスクとリターンを的確に評価する必要性は益々高まっているものと考えられ、銀行のリスク管理体制の一段の健全化が見込まれている。

以下では、新しいBIS規制案の導入がわが国の証券化市場に直接・間接に及ぼし得る影響を巡って行われた、フォーラムでの議論を紹介する。

（1）銀行が投資家として証券化商品を保有する場合の取扱い

新BIS規制案で導入が予定されている証券化商品に関するリスク・ウェイトは、格付に関わらず原則（一律）100%の現行規制と比較すると、BBB格相当以上では現行比同等ないし低めとなっている一方、BB格相当以下については現行比高めに設定されているなど、よりリスク感応的な枠組みとなっている。

即ち、銀行は、証券化商品の各トランチに内在するリスクに応じ、適切な自己資本を積むことが求められることになり、この結果、他の条件を一定とすれば、証券化商品に対する銀行の投資スタンスは、より高い格付のトランチを選好する一方、BB格相当以下のトランチへの投資に消極的になるとみられる。

（2）銀行がオリジネーターとして証券化商品を保有する場合の取扱い

新BIS規制案の下で、内部格付手法を採用する銀行がオリジネーターとして自ら組成したCLOの無格付部分（エクイティ部分であることが多い）を保有する場合、基本的には、「当局が設定する関数式」によりリスク・アセットを算出することとなる²。これによれば、保有する無格付部分の信用補完水準が「原資産のエクスポージャーに対して内部格付手法を適用して得られる所要自己資本」（以下、「 K_{IRB} 」³という。）未満となる場合は、リスク・ウェイトは1250%相当となる。また、保有するトランチに対する所要自己資本が K_{IRB} を超える場合には、 K_{IRB} を所要自己資本としてよいこととされている（ K_{IRB} キャップ）。

¹ 新BIS規制案における証券化の取扱いにかかる論点は多岐にわたるため、その全体像、内容の詳細については、「自己資本に関する新しいバーゼル合意」の概論」（2003年4月30日。以下「概論」という。）、「証券化の枠組の修正（要旨）」（2004年2月16日）などを参照されたい（これらの資料は、日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp>>から入手できる）。

² 新BIS規制案では、信用リスク計測の方法として標準的手法と内部格付手法が存在する。内部格付手法を選択する銀行の場合を前提とすると、当該銀行の保有部分に格付があれば、格付に応じ、7%から1250%相当までのリスク・ウェイトが適用される。詳細は、「概論」中の「第1部 新合意の主要要素」を参照。

³ 新BIS規制案では、 K_{IRB} は原資産の所要自己資本額が証券化エクスポージャー全体に占める比率を指すが、ここでは便宜的に原資産の所要自己資本額を K_{IRB} と記述している。

したがって、オリジネーター銀行にとって、エクイティ部分を自ら保有することに伴う自己資本比率規制上の取扱いは、新B I S規制案の下でも、現行規制と変わらない。

もっとも、新B I S規制の下で、銀行行動がよりリスク感応的なものに変化するとみられる中、オリジネーター銀行として、自らが保有するエクイティ部分をできるだけ圧縮するための方策として、モノライン保険会社から保証を受けること等によるリスクの分散や、メザニン以下のトランチに対する投資家層の拡大といった対応が挙げられた。

(3) 銀行が売掛債権のA B C Pプログラムのスポンサー銀行となる場合の取扱い

銀行がA B C Pプログラムに対して供与するバックアップ・ラインの取扱いについても、新B I S規制案では、当該バックアップ・ラインに内在するリスクを適切に反映し、契約内容等に応じた所要自己資本が賦課されることとなる。

現状、わが国で多く行われている、いわゆるフル・サポート型のA B C Pプログラムのバックアップ・ラインについても、裏付資産のリスクとその信用補完の仕組みに応じたリスク・ウェイトが適用されることとなる。こうしたこともあって、今後、特定の裏付資産を切り出し、そのリスク移転を図る証券化本来の機能を活かすかたちで、裏付資産の毀損リスクを銀行だけでなく、投資家も負担するタイプのプログラム⁴にシフトしていく可能性がある。

フォーラムにおける議論では、上記(1) ~ (3) のいずれの面からも、リスクテイク能力のある投資家を市場に呼び込むことが今まで以上に重要になるとの認識が共有された。今後、こうした投資家層を開拓・拡大するための取り組みが進められていくものとみられるが、中でも、現状必ずしも十分でない、情報の蓄積・開示を進めるなど、市場の健全な発展に向けて、投資家が証券化商品のリスクとリターンをよりの確に判断し得るための環境整備を進めていくことが一段と重要になるう。

⁴ 銀行が裏付資産の毀損リスクの一部しか負わないタイプのもの(パーシャル・サポート型) や、裏付資産の毀損リスクは負わず、流動性補完に止まるタイプのもの(ノン・サポート型) がある。

【補論 2】 譲渡禁止特約の対外的効力

(1) 問題の所在

わが国の契約実務では、売掛債権やリース料債権などの金銭債権について、その譲渡を禁止する特約を定めることが少なくない。こうした特約は、わが国の民法上、原則として有効とされており、これに反した債権譲渡は、債務者との関係においてのみでなく、(譲受人が悪意・重過失の場合)譲渡当事者間でも無効とされる(民法466条2項)。このため、こうした特約が付されている債権は、証券化をはじめ、債権譲渡を伴う資金調達(債権流動化、債権担保融資等)に用いることができない¹。

譲渡禁止特約が付された債権を証券化等で活用するには、その特約を個別に解除していくことが考えられる。また、あらかじめ、証券化等に利用することを想定し、当初から譲渡禁止特約を付さない契約を増やしていけば、より根本的な解決となる。

しかし、譲渡禁止特約を個別に解除していく手間・コストは、債権者側にとって負担感が大きい。また、そもそも同特約は相対の取引関係を重視するわが国の商慣習に根差しており、現状では、当初から同特約を付さない契約を導入することは、困難な場合が多いようである。こうしたことを背景に、フォーラムの場では、債権譲渡を証券化等で活用していくには、わが国の法制が、譲渡禁止特約を原則として有効としている点を見直していくべきではないか、との指摘がなされた。

(2) 具体的な議論に向けての視点

譲渡禁止特約にかかる法制の見直しを考える場合にも、「譲渡禁止特約を一律に無効とすべき」との意見は聞かれず、むしろ、そうした見直しを進める場合には、債務者側のニーズを十二分に汲み取り、証券化等の取引に過不足のない範囲とすべき、との意見が大勢であった。

即ち、債務者が譲渡禁止特約を付する具体的なニーズとしては、見知らぬ者が債権者となって思いもよらない紛争に巻き込まれることを避けたい、相殺や解除等の抗弁権を確保したい、弁済先変更に伴う、事務負担や過誤払いリスクを避けたい、といった点がある(図表)。仮に譲渡禁止特約の効力を法的に制限していくとしても、そうした債務者のニーズを踏まえた、バランスのとれたアプローチが必要である、との認識が共有された。

この点、まず、については、証券化等の目的で債権譲渡される場合に限り、譲受人との関係では譲渡禁止特約を無効とする²ことにより、債権者のニーズを満たしつつ、債務者の懸念をミニマイズし得るのではないかと、この意見が聞かれた。具体的には、例えば「SPV(資産流動化法上の特定目的会社・特定目的信託、海外SPC等)信託会社、金融機

¹ 売掛債権やリース料債権など譲渡禁止特約が付されることが多い金銭債権について、証券化等を行う際には、譲渡禁止特約が付されていないことを確認しなければ、譲受人において、重過失を認定されてしまうリスクがある。こうした確認を個別に行うことに伴う手間・コストも無視できない。

² この場合も、原債権者と原債務者の間では、譲渡禁止特約は有効であり、原債権者は債務不履行の責任を負うことになる。

関を含む適格機関投資家、サービサー、ファクタリング会社」等に譲渡先を制限する³ことにより、債務者が思いもよらない紛争に巻き込まれる懸念を抑えつつ、債権譲渡を証券化等に活用するとのニーズを満たせるのではないかと、とのアイデアが示された。また、についても、債務者が「異議なき承諾」をしない限り、少なくとも債権譲渡の通知等を受けるまでに発生した抗弁権は留保し得る⁴。については、法的には対抗要件制度等を利用しつつ、実務的には債権者との取り決めや事務の管理方法を工夫することで過誤払い等のリスクを限定し得ると思われる。もっとも、そもそもそうした対応をとること自体、債務者にとって負担であることは否めない。この点、債権譲渡により第一義的なメリットを受ける債権者側の工夫・協力が不可欠であることはもちろん、債権の譲渡性向上のメリットが債務者にも何らかのかたちで及んでいくことが重要と思われる。

(図表) 債務者が譲渡禁止特約を利用する理由

(譲渡禁止特約を利用している債務者企業に対し) 貴社の債務について、譲渡禁止特約を利用しているのはどのような理由からですか? (複数回答可)

選択肢	回答率
支払先を確認したり、変更したりする事務的な手間を増やしたくない。	56.7%
二重払いの危険を避けたい。	46.0%
商品やサービスに問題があったとき、解除や代金減額をスムーズに行いたい。	48.8%
自社も仕入先(売主)に対して債権を有しており、相殺できるようにしておきたい。	42.5%
信頼できないものに債権が渡ることにより、嫌がらせなどのトラブルに巻き込まれたくない。	68.7%

(出所) 経済産業省「企業の資金調達手法の多様化のための環境整備に関するアンケート調査」(2003年10月)

銀行貸出債権の譲渡に借入人が消極的な理由

貸付金と預金、デリバティブ取引等との相殺ができなくなる
借入企業が望まない相手への譲渡を回避したい
誰に返済すれば免責されるのか不明になる
借入残表(取引銀行別貸金残高表)が変更される
銀行の自動引落機能が使えなく不便になる

(出所) 貸出債権市場協議会・報告書(2003年3月)

³ 所管官公庁等の規制・監督が及び得る主体(資産流動化法上の特定目的会社や信託会社)に加え、そうした規制・監督下でないその他のSPVについては、「証券化等の目的で譲渡される場合」であることを確保するための要件(例えば、「証券取引法施行令第17条の2第2項第3号及び第3項に規定する有価証券を定める内閣府令」に規定された有価証券を発行する法人へ債権譲渡される場合に限るなど)を設けることも一案であろう。

⁴ 債権者・債務者間で継続・反復した多数の債権・債務が発生している場合には、譲渡取引以降に発生する抗弁権についても留保したいとの期待もあり得るため、その点への配慮も必要となろう。

【補論3】 単一SPCによる複数回の証券発行

(1) 現状と課題

単一のSPCが、その保有する複数の資産プールのそれぞれに対応し、一般的により高い流動性を確保し得る債券を累次発行すること（以下「複数回発行」という）ができれば、1回当りの証券発行コストの引き下げや、発行の機動性確保といったメリットをもたらし得る。しかし、わが国の証券化実務上、最近は、こうした複数回発行は行われていない。これは、複数回発行の際に求められる「責任財産の区分」、即ち、「各回の証券保有者はそれぞれに対応する裏付資産のみを引当てとし、別の回の証券保有者が当該裏付資産から回収できないこと」を、簡易な手続で確保することができないためとみられる。具体的には、複数回発行を行うに当たって考え得る手続に関して、次のような問題点が指摘されている。

イ) 責任財産限定特約を付して無担保社債を発行する場合

責任財産の区分を確保する方法として、「責任財産限定特約」を活用することが考えられる。責任財産限定特約とは、「各回の証券保有者はそれぞれに対応する裏付資産のみを引当てとし、当該裏付資産以外の資産から強制執行を行うことができない」旨の取り決めを、SPCと証券保有者との間で結ぶものである。証券化の実務においては、複数回発行を行う際に、SPCがすべての回の証券発行者との間で責任財産限定特約を結ぶことで、結果的に、それぞれの回に対応する責任財産について、別の回の証券保有者が権利を主張できない状態を確保することとなる¹。

責任財産限定特約を各回の証券に付した、複数回の無担保社債の発行は、わが国の実際の証券化案件においても利用された事例がある。近時、こうした事例がみられなくなっているのは、SPCが倒産した場合のリスクを重視する見方が増えてきたためとみられる。こうした見方に従う場合、責任財産限定特約は、あくまで当事者間の契約であって、担保権の設定とは異なるため、仮にSPCが倒産すれば、その手続の中で特約を理由に権利を主張する方法がなく、当該債券のタイムリーな元利払いが図られない可能性が高いと考えられている。

ロ) 担保付き社債として発行する場合

責任財産の区分を確保する別の方法として、当該責任財産を各社債に担保として設定することが考えられる。これにより、SPCが倒産した場合にも、基本的には、別除権として手続外で担保権を実行することが可能となる²ため、倒産手続の下でもタイムリーな元利払いを確保し得ると考えられる。

¹ 先行する証券の保有者は、将来発行される証券の保有者との間で責任財産の区分を確保するため、自らが保有する証券の発行時に、SPCに対し、「将来社債を発行する場合には、その証券保有者との間で責任財産限定特約を結ぶこと」を約束させるのが通例である。

² 厳密には、株式会社であるSPCについて、会社更生手続が開始されれば、担保権が設定されている場合でも元利払いが相当程度遅延するリスクがある。しかし、証券化商品の発行・償還を業務とするSPCについて、再建型の倒産手続が用いられる可能性は低いと思われる。

ただし、国内法の下で担保付き社債を発行するには、担保附社債信託法（担信法）に基づく必要がある³が、担信法の規定は、証券化商品への担保権の設定に必ずしも適していない、と指摘されている。具体的には、担保権を付すことができる資産として限定列挙されている金銭債権の中で、証券化に活用可能と考えられるものは、基本的に、証書のある債権に限られる⁴ため、CBO（Collateralized Bond Obligation）のように社債を裏付資産としたり、CMOなどで証券化商品をリパッケージして発行する場合への利用可能性について、不明確な部分が残る。また、発行される証券の裏付資産・商品性によっては、担信法の規定が、円滑・柔軟なストラクチャリングやデフォルト時の担保権実行の障害となり得る⁵ことも指摘されている。

八）資産流動化法上の特定目的会社を用いる場合

資産流動化法の下では、各回の証券に対応する責任財産の区分が、担信法に基づく担保権を設定するかたちで明確化されている場合には、資産流動化計画の未確定部分を残して複数回発行を行えることとされているが、担信法については、前述のような課題が残る。

また、証券発行の都度、資産流動化計画を変更して複数回発行を行うことも、資産流動化法の下で可能であるが、計画の変更には、特定社債権者集会の決議などが必要とされ迅速な対応が困難である。

（２）解決の方向性

フォーラムの場では、責任財産限定特約や倒産手続不申立ての合意⁶を活用しつつ、無担保社債として、複数回発行を行う途が模索されてもよいのではないかと、との提言が聞かれた。即ち、そもそもSPCは、オリジネーターからの倒産隔離（Box6参照）の措置によって倒産や清算の手続が開始しないように手当てされているものであり、倒産時の責任財産区分の確保を、完全なかたちで法的に担保していく実際上のメリットは限定的なものに止まるのではないかと、という問題意識である。

一方、こうした見方に対しては、SPCが倒産や清算の手続に移行する可能性を完全には排除しきれない以上、そのリスクを前提に、責任財産の区分を図るための手当てを講じ

³ 担信法の規定に従わずに社債に担保権を設定した場合、そもそも社債としての効力がないと解されている（岡光民雄『逐条 新担保附社債信託法』（商事法務研究会、1994年）89 - 90頁を参照）。

⁴ 資産流動化法上の特定目的会社（TMK）の場合は、債権譲渡特例法の規定により質権設定または譲渡担保にかかる登記が行われる指名金銭債権についても、担保の目的とすることができる。なお、社債にかかる担保の種類の制限については、これを撤廃する方向で検討することが、「規制改革・民間開放推進3か年計画」（2004年3月19日閣議決定）において謳われている。

⁵ 例えば、担信法では、「担保の変更」を行うには、社債権者集会の決議が必要とされているが、満期が到来した裏付資産の差し替え等も「担保の変更」に当たるとするのが通説的見解であり、これに従えば、ストラクチャリングの柔軟性が制限される場合がある。

また、担保付き社債の担保権実行の方法として、1)民事執行手続によらない原資産の処分が可能か否か、2)その場合、社債権者集会の決議が必要かについて明確な規定がないため、CMBNなどで、証券のデフォルトに際して不動産処分等による機動的な回収が行いにくいとの指摘も聞かれている。

⁶ SPCの債権者（証券保有者）が、SPCの倒産手続開始の申立てを裁判所に行う権限を放棄する旨の合意。責任財産の区分が図られない可能性が生じ得る、倒産という局面自体を回避することに狙いがある。

ていかざるを得ない、との意見も聞かれた。こうした立場からは、責任財産限定特約等を付したうえで、無担保社債として複数回発行を行うことが市場で受け容れられるためには、証券化市場の「外」にいる人 具体的には、倒産手続を主導する立場の実務家を巻き込みつつ、責任財産限定特約を尊重する実務慣行が形成されるか、あるいは、倒産法制の枠組みの中で、責任財産限定特約の担保的効力が認められる必要がある⁷、との見方が示された。

さらに、これらが早期に実現しないのであれば、責任財産限定特約や倒産手続不申立て合意に加え、各回の発行証券毎の担保権の設定、責任財産の分別管理といった実体面の手当てを複合的に措置したスキームが、責任財産の区分という見地からは必要と考えられる。そのためには、(1)口)で述べた諸点(担保権を付すことのできる資産種類の拡大や、担保権実行に際しての機動性確保など)について、担信法の見直しが望まれる、との指摘もなされた。

⁷ 2002年2月に事業再生研究機構・証券化問題委員会が法制審議会倒産法部会に対して行った立法提案においても、倒産手続における責任財産限定特約の取扱いの明確化について、言及されている。

【補論4】特定目的信託（SPT）の活用

（1）現状と課題

SPTは、倒産隔離の確保、仕組みの柔軟性、資産管理の専門性といった信託の利便性を備えた新たな証券化ビークルとして、資産流動化法により導入された（2000年11月）。SPTが発行する受益権には、私法上の有価証券性が付与される（資産流動化法173条）とともに、社債等振替法上、ペーパーレス化の適用対象として位置付けられている（社債等振替法2条1項10号）。また、会社形態のビークルと比較して低コストで、柔軟かつ機動的な組成が可能である（Box5参照）。このような特性を持つSPTは、一般的に利便性が高い証券化ビークルとみなされ、特に、CMOを組成するビークルとしての期待が大きい（補論6参照）。しかしながら、SPTは、これまでのところ、利用実績が殆どないといわれ、その背景として、以下のような税制・法制・実務面の諸制約の存在が指摘されている。

イ）税制面の制約

指定金融機関等（銀行、生・損保、証券会社等）が受け取る公社債（SPCが発行する特定社債を含む）の利子については、源泉徴収（源徴）不適用の扱いが認められている（租税特別措置法8条）のに対し、SPTの受益権の配当については、源徴不適用の扱いが認められていない。受け取る配当に対して源徴がかかることになれば、後に源徴された金額を法人税額から控除できる（法人税法68条）としても、源徴された時点からキャッシュフローの発生が繰り延べられ、孫利子負担も発生する。このため、証券化商品の主要な投資家である指定金融機関等が、SPTの受益権購入のインセンティブを失い、事実上、証券化商品として成り立たなくなってしまう。この点が、他の証券化ビークルと比較した場合に、SPTのデメリットとして指摘されることが多い。

また、SPTは、同族特定信託（3人以下の投資家による受益権の持分が50%を超える場合）に該当すると、留保金課税がなされる（法人税法82条の5）ほか、利益分配額の損金算入が認められない（租税特別措置法68条の3の3第1項）といった税務上の不利益が発生する。こうした扱いは、少数受益者による課税回避を防ぐ、集団投資スキームである以上、幅広い投資家の参加を前提とするのが好ましいとの観点から設けられたものとされている。しかしながら、CMOのように長期から短期まで異なる償還スケジュールを持った証券を発行する証券化スキームを考えた場合、当初は多数の投資家が参加していても、時間の経過とともに投資家が減少していき、結果的に同族特定信託に該当してしまうケースが生じ得る。

ロ）法制面の制約

SPTが発行する受益権について、「社債的受益権（あらかじめ定められた金額の分配を受ける受益権）」と構成する場合、損失補填や利益補足を禁じた信託業法9条との関係から、6ヶ月毎または1年毎に配当を行い、元本は満期一括償還する必要がある（資産流動化法

施行令 30 条)¹。このため、例えば、パススルー型の社債的受益権を組成できないといった問題が指摘されている(補論 6 参照)。

八) 実務面の制約

SPTの収益分配について損金算入が認められるためには、信託の決算後、特定信託確定申告書を提出しなければならない(租税特別措置法 68 条の 3 の 3)。その際、都道府県・市町村単位で法人税額・所得金額を基準に、個々の信託の決算時点における受託者の営業所の在籍人数等で按分して、法人住民税、法人事業税を申告する必要がある。SPTを証券化ビークルとして活用していくうえで、これらの事務手続が負担になっている、との指摘がある。

(2) 検討の方向性

フォーラムでは、少なくともSPTの社債的受益権については、収益の分配を、社債の利子と同等のものとして位置付けたうえで、指定金融機関等が稼得する場合には源徴不適用とする、同族特定信託の該当要件を緩和するといった対応を求めていくことも一案ではないか、との指摘がなされた。あわせて、この場合に、資産流動化法施行令 30 条の要件を緩和し、配当や元本償還に関する制約を取り除く対応がとられると、信託スキームの利便性を活かした、より柔軟な商品設計が可能となるとの指摘もあった。

さらに、円滑な決済が行われることがSPTの受益権の流動性を高め、SPTの利用の活発化につながることを踏まえれば、SPTの受益権を一般債振替システム(2006年初に稼働開始予定)に組み込むことも重要な課題との意見が聞かれた。

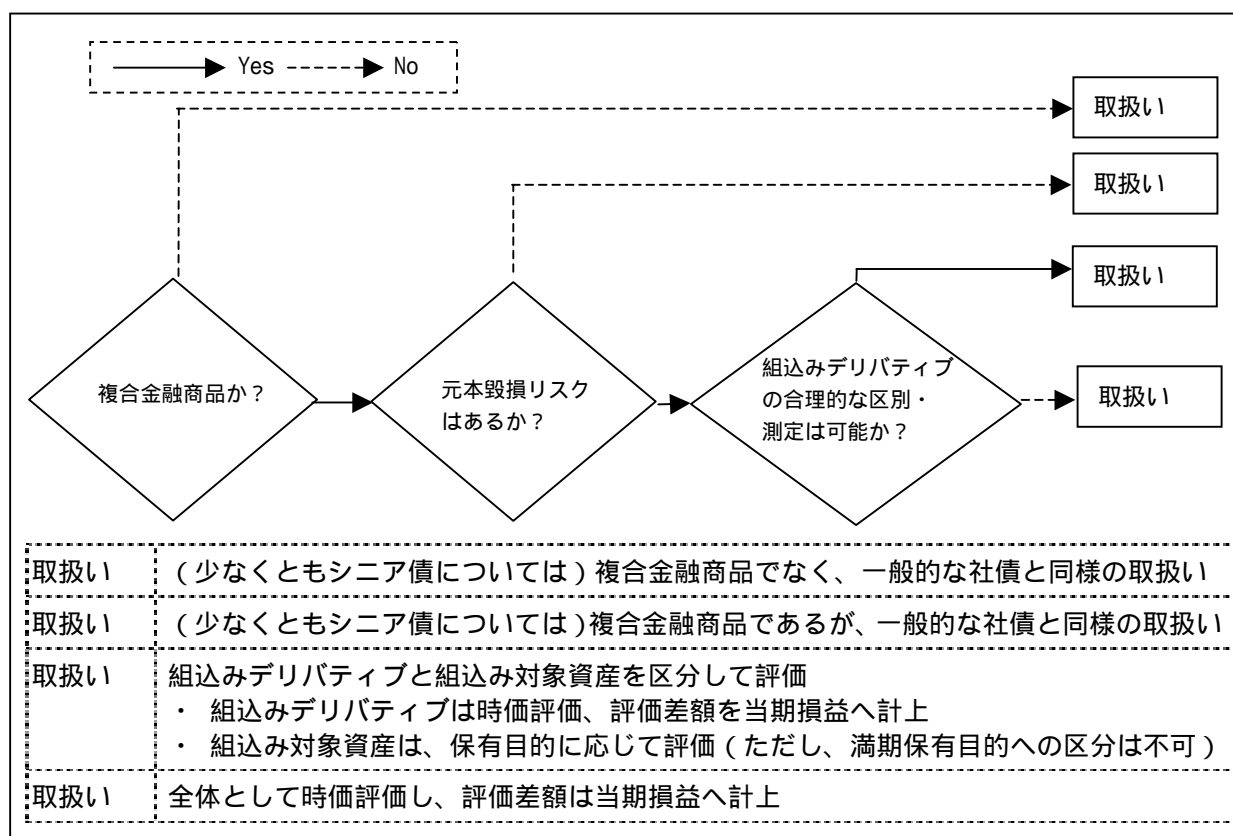
¹ 金融庁『「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」の施行に伴う政令案に対するパブリック・コメントの結果について』(2000年11月13日)を参照。

【補論5】シンセティックCDOの会計処理を巡る論点

(1) 問題の所在

CDOを組成する際、オリジネーターからSPVへの信用リスク移転を、原資産の譲渡ではなく、クレジット・デリバティブにより行う場合がある¹。このような方式により発行されるCDOをシンセティックCDOという。シンセティックCDOは、投資家として保有する場合の会計処理方法が、次に示すように複数あり得るため、その不明確さが投資を躊躇う要因となっているとの指摘が聞かれている。

【図表1】シンセティックCDOの会計上の考え方と取り扱い



このように、複数の取扱いが考えられる背景は、次の三点で不明確さが残るためとみられる。

イ) 「複合金融商品」に該当するか否か

シンセティックCDOは、クレジット・デリバティブと、払込み金の運用資産(通常、国債等の安全資産)という「複数種類の金融商品」が生み出すキャッシュフローを元利金の原資としており、「複合金融商品」に該当するように思われる。一方で、シンセ

¹ 概念上は、シンセティック形式の証券化商品はCDO(貸出債権、社債、デリバティブ取引に基づく債権等を裏付けとしたもの)に限られる訳ではないが、オリジネーターがデリバティブ取引の当事者となる点で、実際上は、CDOに限定されているようである。

ティックCDOでは、優先・劣後構造等により、裏付資産のキャッシュフローを組み替えてトランチ毎の元利払いに当てているため、組み込まれたクレジット・デリバティブと証券の元利払いの対応関係は、必ずしも明確ではない。この点で、典型的な「複合金融商品」である、クレジット・リンク債やエクイティ・リンク債のように、組み込まれたデリバティブのリターンと、証券のリターンがほぼ1対1で対応する商品とは異なる。このため、特にシニア債については、「複合金融商品に該当しない」という考え方も一部に存在するようである。

ロ) 元本毀損リスクはあるか否か

複合金融商品に該当するとしても、組み込まれたデリバティブのリスクが現物の証券に及ぶ可能性がないものについては、一般の社債と同様の取扱いを行うこととなる。シンセティックCDOのうち、シニア部分については、組み込まれたデリバティブのリスクが証券に及ぶ可能性がないものとして、こうした取扱いをする余地があるとの見方がある。

ハ) 組込みデリバティブの合理的な区別・測定が可能か否か

組込みデリバティブを合理的に区別・測定できる場合は、デリバティブ部分と組込み対象資産を区分して評価し、前者は時価評価(評価差額は当期損益へ計上)後者は保有目的に応じて評価(ただし、満期保有目的への区分は不可)することとなる。もっとも、CDOでは優先・劣後構造等により、裏付資産のキャッシュフローが組み替えられているため、現状では、それぞれのトランチに及ぶクレジット・デリバティブの(部分的な)経済効果を時価評価することは必ずしも容易ではないとの意見が強い。組込みデリバティブを合理的に区別・測定できない場合は、証券全体を時価評価し、評価差額を当期損益へ計上することとなる。

(2) 解決の方向性

上記の各論点の判断は、個別の案件毎に分かれ得るものもあり、すべてのシンセティックCDOに画一的に適用し得る会計処理方法を定めることには無理がある。市場関係者(特に投資家、販売・仲介業者)の悩ましさは、「複数の会計処理方法があり得る中で、自ら保有・販売する証券について、具体的にどれを当てはめるべきかが不明確」という点にあり、この「当てはめ」についての実務上の指針を明確にすることが望まれる。

具体的には、例えば、イ)「複合金融商品」に該当することを明確化(図表1の「取扱い」は採らないことを明確化)しつつ、ロ)裏付けとなっている個別のデリバティブ契約と各トランチのリスク・リターンが直接結び付けられない場合は、「組込みデリバティブの合理的な区別・測定が困難なケース」として扱う(図表1の「取扱い」と「取扱い」の間の線引きを明確化)ことが、当面目指し得る明確化のあり方の一つとの意見も聞かれた。

そのうえで、将来的には、組込みデリバティブ部分の(部分的な)経済効果の時価評価を容易にする(図表1の「取扱い」の適用を容易にする)環境整備に向けて、分析ツールの洗練や個別のデリバティブにかかる価格情報のアベイラビリティの向上が望まれよう。

【補論6】CMOの機動的な組成・発行

(1) CMO組成の意義

住宅ローンの証券化は、単に住宅ローン自体の流動性を高めるだけでなく、住宅ローンというデュレーションが長く、かつ、期限前償還リスクを抱えた債権である点で、ALM上、預金取扱金融機関では大量に保有することが困難な資産を、ニーズ（リスク特性）に応じて、多様な投資家に分散保有させることに意義がある。こうした観点から、住宅ローンやRMBSからのキャッシュフローを、短・中・長期に組み替えて、リスク特性の異なる多様な投資家に配分することを可能とするCMO（Collateralized Mortgage Obligation）の活用が望まれる。足許では、RMBSへの需要超過、流動性の伸び悩みもあって、具体的な取り組みはみられないが、将来の発行量増大や金利環境の変化を展望し、RMBSやその裏付資産である住宅ローンを市場で円滑に消化する仕組みを検討しておく必要がある。

もっとも、現状、法制・税制等の制約から、柔軟なストラクチャーを持つCMO（IO・PO¹を含む）を国内発行することは困難、と指摘されている。一般の信託を利用してCMOを発行する場合、法制や税制等の制約は概ね解消されるが、決済手続きが煩瑣で、流動性が大幅に低下するデメリットがある。当面の組成は一般の信託から行い得るとしても、中長期的には、転々流通し易い有価証券としてCMOを組成するニーズがあると考えられることから、以下では、フォーラムにおける議論を踏まえて、資産流動化法上の特定目的会社（TMK）、特定目的信託（SPT）、海外SPCを利用したCMOの国内発行に関する現状の課題と改善に向けた方向性を整理する。

(2) 法制・税制上の問題

イ) TMKの利用

単一のTMKを複数回利用してCMOを発行する場合には、資産流動化計画のうちトランチ構成、各特定社債等の額面額・利払方法等にかかる部分の変更が必要となる（資産流動化法5条、同法施行規則12～14条）など、機動的な組成が困難であるほか、既発社債権者の一部が変更に対処した場合には、TMKより弁済を受けることができる仕組みとなっている（資産流動化法118条の5）など、ストラクチャーの安定性に欠ける。他方、こうしたデメリットを避けるため、資産流動化計画に未確定事項を残す場合、有価証券発行の裏付資産として、担保附社債信託法（担信法）に基づく担保設定が必要となるが、同法の

¹ IO（Interest Only）とは、MBSの利子部分のキャッシュフローを源泉とするトランチ。PO（Principal Only）とは、MBSの元本部分のキャッシュフローを源泉とするトランチ。通常、仲介業者等がMBSをリパッケージしてCMOを組成する場合には、例えば、クーポンの高い超長期のMBS（例えば、2%）から、デュレーションが短く、クーポンが低い（例えば、0.8%）トランチを含む複数のトランチが発行されるため、その差分（上記の例では、1.2%部分）が副次的な産物として必然的にIOとなる（これを回避するためには、額面より大幅に高値で発行される高クーポントランチを組成する必要がある）。

適用対象には（登録・振替）社債が含まれていない（資産流動化法施行規則 16 条 7 号八、担信法 4 条）。このため、いずれの方法によっても、単一の T M K を複数回利用して C M O を発行することが困難である一方、C M O を発行するごとに T M K を設立すると、証券化ビークルの設立・管理にかかる手間・コストがかさみ、組成の効率性を阻害する。

また、C M O を組成する際に、投資家の指向に合わせて、多くのトランチを額面近辺の価格で発行すると、裏付資産の利子部分の残滓を I O として組成することが不可避となる。しかしながら、I O を特定社債として発行しようとしても、社債の利息は法定果実とされている（民法 88 条 2 項）ため、M B S の利子部分だけをキャッシュフローの源泉とする I O は、元物なき利息に該当することとなり、社債として位置付けることができない、との解釈がある²。また、I O エット³として組成することも考えられるが、高利の設定が出資法や利息制限法に抵触するとの見解もある。したがって、現行法制上、I O や I O エットを特定社債形式で発行することが可能か否かが必ずしも明確でないという問題がある。

ロ）S P T の利用（補論 4 参照）

S P T を利用して C M O を発行する場合、時間の経過とともに投資家が減少して、同族特定信託に該当するおそれがあるほか、配当に対して、指定金融機関等であっても源泉徴収課税が行われる。また、P O を社債的受益権と構成すれば、配当を 6 ヶ月毎または 1 年毎に行わなければならないという商品性上の制約が生じる。さらに、受益権に対して社債等登録法の適用もないため、J B ネット（債券決済ネットワーク）の利用ができず、また、社債等振替法の対象ではあるものの、現時点では一般債振替システムへの取り込みが予定されていないなど、決済面での利便性が低い。

ハ）海外 S P C の利用

海外 S P C を利用して C M O を国内発行する場合⁴、単一 S P C からの複数回発行について、責任財産限定特約の有効性や担信法の適用に関する問題がある（補論 3 参照）ほか、英文での契約・会計・税務作業が生じるなど、実務面での問題もある。

二）証券発行の機動性

T M K が発行する特定社債券、S P T が発行する受益証券、海外 S P C が発行する社債券は、いずれも証券取引法上の有価証券に該当する（証取法 2 条 1 項 3 の 2 号、7 の 4 号、9 号）ため、国内公募形式で C M O を発行する場合、有価証券届出書の提出が必要となる（証取法 4 条）。この場合、同届出書の効力発生までに 15 日を要するため、裁定機会を捉えて機動的に C M O を発行することが困難となる。

² I O は、ストリップス国債における「分離利息国債」のイメージに類似するが、分離利息国債は低額の利札 1 枚 1 枚が、それぞれ独立した割引国債として流通するのに対し、I O は（期限前償還を含む）分割償還によって金額が変動する想定元本から計算される利子部分の一連のキャッシュフローが一つの証券となっている（利子の金額も変動する）点が異なる。

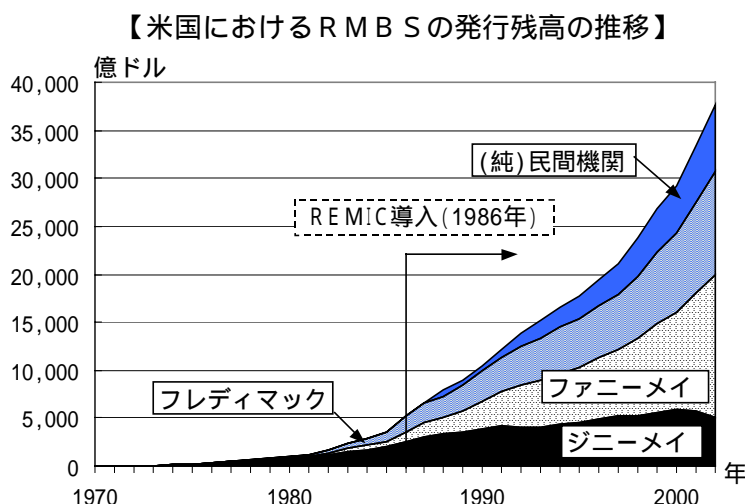
³ I O エットとは、少額の元本を便宜的に設定して、これに極めて高い利息を付すことで、実質的に I O と同様のキャッシュフローをもたらすもの。

⁴ I O をユーロ発行する場合には、国内法の適用を回避できるため、C M O 組成の柔軟性は比較的高いとされる。

また、TMK・SPTのいずれも流動化計画を届け出て、主務官庁による審査を経る必要がある。形式審査であるものの、一定の日数を要することから、CMO発行の機動性が低下することは否めない、との指摘がある。

(3) 改善に向けた方向性

米国では、1980年代にREMIC(Real Estate Mortgage Investment Conduit)が導入され、柔軟なストラクチャーを持ったCMOの発行が可能となり、RMBSの発行が飛躍的に拡大した(下図参照)。



わが国でも、将来的に住宅ローンの証券化が一段と活発化し、市場での円滑な消化への配慮がより求められるようになることに備え、今のうちに、CMOの機動的かつ柔軟な組成が可能となる環境整備への取り組みを開始することが有益と思われる。

具体的には、信託特有の組成の柔軟性を備えるとともに受益権の流通性も確保された、SPTの活用を視野に入れ、その活用を法制・税制面からサポートしていくことが期待されている。あるいは、既に証券化ビークルとして確立されているTMKの利用を視野に入れると、CMOの柔軟な商品性を確保するためにも、IO、IOエットについて法的有効性が確保されることが望まれる、との指摘があった。また、低コストでの組成を実現するため、単一TMKからの複数回発行をより容易にする法整備を期待する声強い(補論3参照)。

さらに、CMOの機動的な発行を可能とするために、証券取引法に定められた届出の効力発生期間の短縮や発行登録制度の利用を認めることも検討の対象たり得る、との意見も聞かれた。

わが国住宅金融の一層の円滑化を図るためにも、以上のような包括的な制度整備が期待される。

【補論7】パイプライン・リスクと市場の整備

(1) パイプライン・リスクとは

証券化を前提とした住宅ローンの貸出を行う場合、貸出と証券の発行との間に一定のタイムラグが生じ、この期間（パイプライン）中の金利上昇が一種の金利リスクとして認識される。これがパイプライン・リスクと呼ばれるもので、証券化スキーム全体のあり方に応じて、具体的な態様は異なり得るが、住宅ローンの貸出金利が、事後的に定まる証券のクーポン（もしくは利回り）の予測に基づいて決定されることに起因するリスクと言える。

例えば、住宅金融公庫の買取型スキームでは、住宅ローンの貸し手は、1~2ヶ月後に発行される公庫MBSのクーポン（暫定値）に、公庫の事業運営費用（固定値）等と貸し手自身の「想定サービシング・フィー」を加えて、貸出金利を決定する。想定サービシング・フィーは、他の貸し手や他の住宅ローン商品に対する競争力を勘案しつつ、パイプライン・リスクの期待値を踏まえて、自らが稼得したいと考えるサービシングの対価として、任意に設定される。

ここで、仮に、貸し手がサービシング・フィーとして40bpsを得たいと考える一方、事後的に確定する公庫MBSのクーポンが暫定値よりも10bps上昇すると予測していれば、想定サービシング・フィーは50bpsとなる。ところが、その後、金利が上昇し、公庫MBSのクーポンが暫定値よりも10bps以上切り上がった場合、何らかの手立てを講じないと、その分、貸し手が稼得するサービシングの対価が当初見込んでいたよりも減少、あるいは逆鞘になってしまう¹。特に、逆鞘となる場合、貸し手は、借り手から受け取る住宅ローンの利息以上の金額を公庫に支払うこととなり、経理など実務面でも支障があるとされる。

もっとも、実際の公庫の買取型スキームでは、公庫が、貸し手から一定の対価を受け取りつつ、パイプライン・リスクを負担する工夫が施されている。

(2) パイプライン・リスクを市場で消化するアイデア

フォーラムにおける議論では、米国市場で活発に行われている、TBA(To-Be-Announced)取引²と呼ばれる取引手法が、RMB Sの流動性を高めるだけでなく、住宅ローンの貸し手が負担するパイプライン・リスクを効率的に吸収する機能を担っていることを踏まえて、わが国でも、将来的な課題として、そうした取引手法の導入も中長期的に検討していく余地があるのではないかと指摘がなされた。

具体的には、新発債を対象とした先渡し取引を活用するアイデアが一案として示された。即ち、住宅ローンの貸し手が、貸出実行後、必要に応じて、将来発行される見込みのRMB Sを先渡し取引で空売りしておけば、パイプライン・リスクをヘッジできるという考え方で

¹ 仮にパイプライン期間中に金利が低下すれば、その分のメリットは、貸し手が享受する仕組みとなっている。

² 取引の約定時点において、受け渡す銘柄（プールと呼ばれる）を特定せず、RMB Sの発行体・当初満期・クーポン等の受渡適格銘柄の条件や、取引額面・価格・決済日のみを合意し、決済日までに、具体的な受渡銘柄が特定するという取引手法。

ある³。こうした先渡し市場が、流通市場におけるレポ（現先）市場と一体となって整備されることで、RMB Sの発行量拡大、流動性の向上にも大きく寄与するものと期待される。

もっとも、こうした先渡し取引を現実に行うためには、いくつかの課題があることも、あわせて指摘された。

まず、貸し手が安心して空売りできる手立てが必要となる。この点、例えば、公庫の買取型スキームに即してみれば、貸し手が空売りのカバーのための証券を確実に入手できるよう、公庫への住宅ローン債権の譲渡の経済的対価としてRMB Sの現物を受け取る方式（実質的なスワップ型発行）を導入するアイデアが示された。

また、先渡し取引におけるプライシングを行う上で、取引対象である、将来発行される見込みのRMB Sについて、いかなる情報（例えば、クーポン、WAL・WAC等）が必要となるか、その情報を入手または予測可能とするために、どのような工夫が求められるのか、取引実務面から検討する必要がある。この点、少なくともクーポンをあらかじめ定めておく必要があるとすれば、通常、RMB Sの発行価格は額面（パー）から結果的に乖離し得ることとなる。投資家においては、RMB Sを償却原価法⁴で評価するケースが多いとみられるが、パーから乖離した価格水準で買い入れた場合に、これを実際に適用するための環境整備として、WAL等の基本的指標に関する定義の明確化・統一化や、キャッシュフロー予測にかかるマーケットコンセンサスの醸成等が求められる。

³ 長期間に亘る投資ホライズンを持つRMB Sの投資家や、金利のアービトラージャー等にとって、こうした先渡し取引における買い手となり、パイプラインリスクを負担することは十分可能であると考えられる。

⁴ 「金融商品会計に関するQ & A」24 - 2 を参照。

（「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」レポート）

証券化商品に関する情報開示のあり方

1. はじめに

（ワーキング・グループの位置付け）

証券化市場フォーラムの分科会（第1回）において、証券化市場における投資家の裾野を広げ、厚みのある流通市場（転売可能性の確保）を形成していくためには、より充実した情報開示が重要な課題になるとの意見が共有された。

投資家を始めとする情報のユーザーの立場からは、証券化商品のリスクとリターンを判断するために各種の情報を求める声がある一方で、オリジネーターやアレンジャーなど、情報を生産・加工・提供する立場からすれば、開示に制約が生じることも多い。例えば、開示にかかるコストやシステム整備の問題に加え、証券化商品（裏付資産プール）に関する情報がオリジネーター本体を評価する材料として使われる可能性や、オリジネーター自身の企業としての情報開示との兼ね合いなどが、制約になり得る。また、関係者の個別データに該当する場合には、当該関係者に対する守秘義務の観点からも配慮が必要となる。

これらの点を踏まえると、まずは、情報のユーザー側と出し手側とが、それぞれのニーズと事情とを率直に議論し合うことが、証券化市場の一層の発展を支える観点から、重要な意義をもつと考えられる。こうした考え方から、証券化市場フォーラムのもとに、「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」（以下、「WG」という。）を設けて、証券化商品に関する情報開示のあり方について、議論を深めることとした。

本WGは、日本銀行金融市場局が事務局を務め、アレンジャー・スポンサー、オリジネーター、受託者、投資家、トレーダー、アナリスト、格付機関から、第一線の実務家が参加した。中でも、検討の中核を担ったのが、オリジネーターと投資家を繋ぐ立場に位置するアレンジャー・スポンサーである。WG会合は、①リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権（狭義のABS）、②住宅ローン債権（RMBS）、③銀行貸出債権（CLO）、④売掛債権（ABCP）の4種類の主要な裏付資産毎に、合計4回、メンバーを入れ替えて、開催した。

（本レポートの趣旨）

WGにおける議論の成果を取りまとめた本レポートでは、今後の証券化実務の参考に供するため、各証券化商品毎の情報開示のテンプレート（①標準的な開示項目、②推奨フォーマット）を提示している。

この種の試みは本邦初であることから、市場の発展に向けた関係者の今後の取り組みの起点となることを目指した。すなわち、関連法令の改正や規則作りといった結論に結び付けたり、最も望ましい開示テンプレートを一足飛びに求めるのではなく、市場が発展していく過程で、関係者の参考資料として幅広く参照され、少しでも前向きな実務・改善が積

み重ねられることを通じて、徐々に市場慣行として定着していくことを第一義的な目標とした。

本テンプレートの作成に当たっては、①投資家など情報のユーザーにニーズのある項目を幅広く拾い上げた上で、②情報の出し手側の負担・コストに見合うメリットが得られるのか、③推奨する開示レベルがいたずらに高すぎて発行のインセンティブを損なう惧れはないか、という点を十二分に勘案しつつ、個別項目毎に開示が求められる度合いの目安を示すこととした。もとより、個別案件によって、開示されるべき情報の細目は異なって然るべきであり、実際の利用に際しては、個別具体的な事情を踏まえて判断される必要があることは言うまでもない。

なお、本WGにおける議論では、投資家のニーズに合致する開示の努力を不断に続けるオリジネーター等の手掛けた商品が、より多くの投資家（層）を集め、資金調達のコストも低くなるといった「目に見える効果」があがる必要があるとの指摘が多く聞かれた。現在の金融環境下においては、証券化商品の供給が需要に比べて圧倒的に少ない状況にあり、多くの手間暇をかけて、充実した情報開示を行うインセンティブは働きにくい面がある。しかし、情報開示の充実を促していく観点からすれば、投資家側でも、開示の充実した商品とそうでない商品との差別化を行うなどの対応が必要となってくるものと考えられる。

* * *

（本レポートの前提）

本レポートにおいて、標準的な開示項目を検討・提示する上で前提とした条件は次のとおりである。

- (1) 本WGでは、公募・私募あるいは債券・信託受益権の別を問わず、議論を進めた。ただし、クレジット・デリバティブなどのオフバランス取引特有の開示項目は検討していない。なお、実際に開示を行う場合には、公募債であれば、法定の開示項目や手法、タイミングとの関係を考慮する必要があるが、本WGでは、これらについての踏み込んだ検討を加えていない。
- (2) 開示の主体、手法としては、オリジネーター、アレンジャー、格付機関などがそれぞれの立場で行うことが考え得るが、項目毎にこれを特定・限定していない。具体的な開示に際しては、誰がどのようなかたちで情報を出すか、情報の作成者が誰であるのかを特定する必要があるが、案件によって状況が異なるため、本WGでは、この点についての検討は割愛した。
ただし、「推奨フォーマット」については、オリジネーター（もしくはその代理者）による開示の際に利用されることを想定している。
- (3) 開示項目は、発行時（一回のみ開示）、発行後（継続開示）の二段階で検討した。
- (4) 開示のレベルは、レベル1から3までの三段階に分けた。各レベル付けの意味合いは以下のとおりである。

レベル1：証券化商品のリスク分析、投資判断、プライシングに当たり必要不可欠な情報であり、一定の流動性を求める商品については、基本的に開示が求められるもの。なお、これらの情報は、現状、案件の存在が公開されている場合には、実際に市場参加者が大きな制約、コストなく入手できる例が多い^(注)。

(注) 具体的には、市場参加者であれば誰でもアクセス可能な情報ソース（情報ベンダーの情報、格付レポート等）、投資家に対して一般的に交付する目論見書（投資商品説明書、情報開示書、Offering Circular、Prospectus その他名称を問わない）および簡易版販売資料（タームシート、条件概要書等）等を通じて開示されている。

レベル2：証券化商品のリスク分析、投資判断、プライシングに当たり必要な情報であり、一定の流動性を求める商品については、開示することが望ましいもの。なお、これらの情報は、現状、情報開示者の守秘義務、経営戦略、システムや人員上の制約などから、開示先や手法を限定する（守秘義務契約を締結した上での相対ベースの開示を含む）、代替の手当てをする（開示されない代わりにスキーム上のリザーブを積む、評価に当たって保守的な見積りを許容する等）といった対応がしばしば見られる。

レベル3：上記レベル1、レベル2以外の項目で、現状では、開示に困難があるか、もしくは参考程度の情報としての扱い、または分析のために必要とされる案件が一部の商品に限られている情報。

- (5) 開示項目については、評価・分析の基準を揃える観点から、定義が統一されている方が利用し易いとの意見があり、実際、それが実現すれば望ましいことは事実である。しかし、例えば、オリジネーターの経営指標、既存システムとの整合性など、個別の事情を勘案すれば定義の統一を提唱することは現実的でないとの見方がワーキング・グループの各会合で大勢を占めた。そこで、本レポートにおいては、各開示項目において、「その意味内容が一義的に定まらない場合には、少なくとも定義を明記すること」を推奨する扱いとした。もっとも、案件によって定義に違いがあり得ることについては、ユーザーが利用するに当たって十分な注意が必要であるだけでなく、定義の異なる数字を単純に横並び比較することのないよう、留意すべきである。
- (6) 本レポート中の標準開示項目は、証券化商品に特有のリスク分析や投資判断に特に必要な項目を選択しており、投資家に知らせるべき項目を網羅したものではない。例えば、発行される有価証券に関する情報（無記名式・記名式の別、募集の形態＜少数私募、公募の別など＞、券面額、上場・非上場の別、変動利率インデックスや償還金・ファクターの決定日、元利金支払場所、課税上の取扱い＜元利払金への源徴課税賦課による早期償還、商品課税上の取扱いなど＞、販売制限）、責任財産、準拠法、などの記載も必要となる。

対象となる裏付資産：リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権

2. 標準的な開示項目

(1) 対象となる裏付資産：リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権（狭義のABS）

—— 推奨フォーマット：別添1

(イ) 発行時の情報開示

▽ 発行の概要

(発行時開示)

項目	バル	定義、記述すべき内容等
発行条件		
発行額	1	・ 発行総額およびトランチ毎の発行額
発行日	1	・ 発行の日付 ・ 信託受益権の場合、利率の計算が開始される日（例：受益権譲渡日）
発行価格	1	・ 発行の価格（または投資家の払い込み額） —— 額面に対するパーセンテージで表示
利息（配当）		
利率（配当率）	2	・ トランチ毎の利率（変動金利の場合のスプレッドを含む）もしくは配当率（条件決定前は、予想スプレッドと条件決定の際に基準となる金利もしくは利率の範囲を開示）、利息の計算方法 —— 投資対象のトランチのみではなく、トランチングが上位の債券（信託受益権、CDSを含む。以下同じ）についても、クーポン（スプレッド）の開示が必要（トランチング下位の債券については必ずしも開示が必要ではないが、信用補完の堅牢性を確認するために必要な場合には、現状、投資家に相対で開示されている） —— 条件決定前は、必ずしも書面による開示である必要はない —— 投資判断に当たり必要な重要情報であり、投資家は基本的に開示を求める項目
利払日	1	・ 利払いの日（応答日が営業日でない場合の取扱いを含む）
償還条件		
償還価格	1	—— 額面に対するパーセンテージで表示
償還方法	1	・ 平常時の償還方法の説明（償還のパターン、元本支払いの頻度など） ・ 償還方法変更事由の内容と事由発生後の償還方法の説明
法定最終償還日	1	・ 法定最終償還日の日付
予定償還日 または 予定償還スケジュール	1	・ 予定償還日または（分割で償還される場合については）各償還日の予定償還スケジュール —— 予定が設定されている場合に開示
平均償還年限	2	・ 予定償還スケジュールまたはシミュレーションに基づく平均償還年限 —— 前提条件、算出方法に関する説明の開示が必要 —— 予定償還スケジュールが設定されていない場合には、予想償還日（または予想償還年限）とともに開示する
予想償還日 または 予想償還年限	2	・ シミュレーションに基づく予想償還日または予想償還年限 —— 前提条件、算出方法に関する説明の開示が必要 —— 予定償還スケジュールが設定されていない場合には、平均償還年限とともに開示する
格付	1	・ 各トランチにつき、格付および格付機関名

▽ ストラクチャー、関係者概要

(発行時開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
組成の基本スキーム	1	<ul style="list-style-type: none"> スキーム図、各主体間の取引内容に関する説明 <ul style="list-style-type: none"> 概要であることを明示した上で、基本スキームをわかり易く図示 保証スキーム、保証会社における保証債務の処理方法、デフォルト・トラップの有無、オリジネーターの債権買戻し権の有無等
主な関係者の情報		
オリジネーター・サービサー	1	<ul style="list-style-type: none"> 名称、信用状況のほか、組織、資本構成、事業内容、業況 <ul style="list-style-type: none"> 非上場会社である場合、会社情報を公に開示すること自体が困難な場合もある(レベル2)
発行体	1	<ul style="list-style-type: none"> 名称、住所、設立日、資本金、取締役、主要株主、決算日、法人形態^(注)、事業内容、監査法人、税理士等 <ul style="list-style-type: none"> (注) 外国籍法人(ケイマン法人等)か、国内法人(資産流動化法上の特定目的会社、商法上の株式会社等)か <ul style="list-style-type: none"> 倒産隔離をどのように図っているかについて説明されることが望ましい 可能な範囲で、他の資産保有の有無、分別管理の状況
その他	1	<ul style="list-style-type: none"> 必要に応じ、信託受託者、バックアップ・サービサー、SPC 管理会社、社債管理会社(財務代理人、証券トラスティー)、元利金支払代理人、登録機関、主幹事会社、引受販売会社(引受シンジケーション団)、デリバティブ取引相手等の関係者に関する情報 <ul style="list-style-type: none"> 担当者の連絡先を併せて開示することが好ましい(レベル2)
仕組み上のリスクの所在	1	<ul style="list-style-type: none"> リスクを例示 <ul style="list-style-type: none"> 例：管理資産減少リスク、回収が期日通りに行われないリスク、サービサーリスク、法的リスク、税務リスク等(特殊なリスクが開示されることが重要) 必要に応じて、法的リスクにつき、法律意見書の有無・内容
リスクに対する手当て		
信用補完・流動性補完	1	<ul style="list-style-type: none"> 信用補完、流動性補完の内容(優先劣後構造、超過担保、超過収益、現金準備金等)、仕組み <ul style="list-style-type: none"> 可能な範囲で、オリジネーターの管理システム・体制など、格付機関がデューデリジェンスを通じて把握した情報も併せて開示されることが好ましい(レベル2) 信用補完水準の算出根拠は、格付機関作成のレポートによる開示となることが想定される
バックアップ・サービシング	1	<ul style="list-style-type: none"> スタンバイ時/発動時/発動後の手続等を含むバックアップ・サービシング業務の概要 <ul style="list-style-type: none"> 交代のプロセス、必要な期間を含む サービサーの交代事由の列挙 <ul style="list-style-type: none"> 解任条件については、オートマチックか非オートマチックかも併せて開示
トリガーの仕組み	1	<ul style="list-style-type: none"> トリガー指標および発動条件 <ul style="list-style-type: none"> 個別指標の定義に加え、償還方法変更事由(加速度償還事由や早期償還事由の内容等)とその際のウォーターフォールの変化、クリーンアップ・コールの要件等を明示

項目	バール	定義、記述すべき内容等
ウォーターフォール	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務者からの回収金のウォーターフォール（滞留場所・滞留期間、金額等を含む） <ul style="list-style-type: none"> —— 金額の大きなものについては開示。より詳細な情報については、個別に相対で開示することが考えられる —— 証券化の枠組み外で、あるいは証券化商品より後順位で支払われ、証券化商品のキャッシュフローに影響を与えない支出については、開示の必要はない —— 具体的な個別金額の開示が難しい場合、最大額、最大比率といった枠や総額を開示する方法も考え得る —— 可能な範囲で、回収金の滞留場所・滞留期間・金額についても開示されることが好ましい —— 図示されることが好ましい
関係者間の契約	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主要な契約の存在、契約当事者、要旨 <ul style="list-style-type: none"> —— 少なくとも、関係契約書のタイトル（所在）は開示されることが望ましい —— 特に組成において工夫を行っている、分量が膨大であるなど、詳細の開示が望ましくない場合や全体の開示が不要である場合には、リスク判断に必要な部分のみの要旨を別途記載

▽ 裏付資産

（発行時開示）

項目	バール	定義、記述すべき内容等
裏付資産の概要	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 対象資産の基本的性格、適用法令の概要 <ul style="list-style-type: none"> —— 例：与信手続（審査／契約／実行）、回収方法、債権管理など、オリジネーター、サービサーにおける原資産の取扱いに関する説明
債権の適格要件	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 抽出要件の主な内容 <ul style="list-style-type: none"> —— 例：デフォルト債権や延滞債権の除外、債権の分散（地理的、業種別分散等）、債務者の信用度（資本金、売上高等）・特定債務者への集中度（最大債務者債務残高および上位債務者債務残高合計の資産残高に対する割合等）
裏付資産の属性 —— 可能な範囲で、抽出母体または同種の債権にかかる時系列データを開示		
債権残高	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 総額および元本、利息の内訳
債権件数	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債権の総数
債務者数	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務者の総数 <ul style="list-style-type: none"> —— （債務者数が比較的少数の場合が多い）リース債権については、債権件数と併せて開示が必要 —— その他の債権については、債権件数と債務者数が著しく異なるプールでは開示が必要
キャッシュフロー	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 元本、利息の回収予定をそれぞれ開示 <ul style="list-style-type: none"> —— パススルーに限らず、開示されることが必要
加重平均金利（WAC）	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個別債権の金額加重平均適用金利 <ul style="list-style-type: none"> —— 例：（個別債権の適用金利×当該債権元本残高）の合計額／全債権元本残高（%。いずれも基準日時点） —— 変動金利の場合には、基準日時点での適用金利により算出
加重平均残存期間（WAM）	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 予定最終償還年限までの期間の金額加重平均 <ul style="list-style-type: none"> —— （個別債権の予定最終償還年限までの残存期間×当該債権元本残高）の合計額／全債権元本残高 —— 返済期限が確定していない債権（一部の消費者ローン債権等）については、開示対象外

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
債権件数および残高の属性分布 —— 債務者属性の場合は、債務者数および残高を開示		
残高別	2	プールの集中リスクが懸念される場合には開示される必要がある（レベル1）
契約金利別	2	（リースを除く）
残支払回数別	2	
当初支払回数別	2	
月次支払額別	2	
商品別	2	・ 物件機種別（リース）、商品別（クレジット）、新車・中古車別（オート）
地域別	1	・ 例：債務者居住地（都道府県）別 —— 債権件数ベースまたは債務者ベースのいずれによる把握でも良い
債務者の属性別	2	・ （クレジット・オート）年齢・性別構成、個人・法人別 ・ （リース）資本金別、業種別
加盟店別上限額	2	（クレジットの場合）加盟店毎に設定されている、債権の上限額
債権の性質 —— 母集団プール（または抽出プール）につき、可能な範囲で時系列データを開示（いずれのプールを対象しているかについて明示） —— 裏付資産のパフォーマンスの見通しを判断するために重要な項目であるため、現状、（必要に応じて守秘義務契約を締結した上で）相対で開示されるケースがある		
延滞率	2	・ 当期に発生した延滞額／期初元本残高（％、年率換算）（フローベース） ・ 期末延滞債権残高／期末元本残高（％）（ストックベース） —— 延滞率の計算方法がオリジネーター毎に異なり得るため、開示の際には定義を明示する。なお、案件同士の比較を容易にするため、延滞率は、1ヶ月毎の区切りにすることが好ましい。例：1ヶ月延滞率、2ヶ月延滞率、3ヶ月延滞率 —— 「延滞」の認識方法 ^{（注）} についても開示が必要 （注） 期日に未収の場合を一律に（1ヶ月）延滞とみなす、期日以後になっても入金があれば延滞とはみなさない、等
デフォルト率	2	・ 当期に発生したデフォルト額／期初元本残高（％、年率換算） —— デフォルト率の定義は、オリジネーター毎に異なり得るため、開示の際には明示する必要がある。特に、消費者ローンを原資産とする証券化案件の場合に定義のばらつきが大きいいため、投資家に注意を喚起することが望ましい。例：債務者の破綻、長期延滞（3ヶ月）等 —— 投資判断に当たり必要な重要情報であり、投資家は基本的に開示を求める項目
回収率（損失率）	2	・ デフォルト債権からの回収額／デフォルト時債権元本（％） （損失率であれば、[100％－回収率]） —— 回収の定義は、案件毎に明示
中途解約率 （リース）	2	・ 当期に発生した金額／期初元本残高（％、年率換算） —— パススルー、コントロールド・アモチなど償還金額が変動する償還方法の場合には、キャッシュフローの変動状況を把握するため、開示されることが望ましい
期限前返済率 （クレジット・オート）		
一括返済率 （カード・ローン）		
キャンセル率 （リース・クレジット）		
標準的なシナリオ	2	・ 前提となる延滞率、デフォルト率、回収率、中途解約率（リース）、期限前返済率（クレジット・オート）、一括返済率（カード・ローン）、ダイナミック／スタティック・データの別なども併せて開示

(ロ) 発行後の継続情報開示

—— 各項目の定義については、「1. 発行時の情報開示」を参照。以下では、継続開示のみに適用される定義などを追加記載している。

▽ 発行の概要

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
発行証券の残高	1	・ 総残高およびトランチ毎の残高 —— 必要に応じて、残高率を併せて開示
利率（配当率）	2	・ （変動利付の場合）現在および過去の利率（基準金利およびスプレッド） —— 投資判断に当たり必要な重要情報であり、投資家は基本的に開示を求める項目
償還		
予定償還日 または 予定償還スケジュール	1	—— 予定が設定されており、かつ予定に変更があった場合に開示
平均償還年限	2	・ 予定償還スケジュールまたはシミュレーションに基づく平均償還年限 —— 予定償還スケジュールが設定されていない場合には、予想償還日（または予想償還年限）とともに開示する
予想償還日 または 予想償還年限	2	・ シミュレーションに基づく予想償還日または予想償還年限 —— 予定償還スケジュールが設定されていない場合には、平均償還年限とともに開示する
格付	1	・ 格付の変更および変更理由、変更の日付 —— 格付にはウォッチリストを含む

▽ ストラクチャー、関係者概要

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
主な関係者の情報		
オリジネーター・ サービス	1	・ 格付、財務状況等の信用状況 ・ トラック・レコード —— オリジネーター／サービスが非上場で、格付情報が存在しない場合には、特に発行後の継続的な開示が望まれる（必要に応じて守秘義務契約を締結した上で相対で開示されるケースもある〈レベル2〉）
リスクに対する手当て		
信用・流動性補完	1	・ 信用補完、流動性補完の状況（例：超過担保や現金準備の水準等） —— サービス・レポートに基づく受託会社のレポートの記載事項等 —— 現金準備額については、必要に応じ種類・目的別に、必要額および現存額を開示
トリガー指標	1	・ 加速度償還などのイベントのトリガーとなっている指標の観測時点における水準 —— トリガーとなる個別の指標の開示レベルに合わせて開示（例：開示レベルが「2」の項目〈延滞率等〉がトリガー指標に含まれる場合、当該部分はレベル「2」）
イベント発生の有無	1	・ 加速度償還事由、サービス解任事由、タックスイベントほかイベントの発生の有無

対象となる裏付資産：リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
ウォーターフォール	2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 回収金の分配 <ul style="list-style-type: none"> — 債権回収の状況、および現金準備の利用状況 — 関係者への支払手数料の具体的な個別金額の開示が難しい場合には、カテゴリ毎の集計値等で代替することができる — 可能であれば、回収金の受渡日についても記載することが好ましい
劣後部分額	2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 劣後部分の現存額、毀損額 <ul style="list-style-type: none"> — 優先証券の信用力に関わる内容の場合に開示 — デフォルト債権等との相殺による償還と単なる償還との金額が区別できるように記載することが望ましい — 投資判断に当たり必要な重要情報であり、投資家は基本的に開示を求める項目

▽ 裏付資産

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
債権プールの属性		
債権残高	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 現在残高／クローズ時残高 (%)。プールファクター — 追加譲渡がないなど、プールの構成の時間的変化がさほどみられない場合には、必ずしも開示する必要はない
元本残高率	1	
債権件数	2	
債務者数	2	
加重平均金利 (WAC)	2	
加重平均残存期間 (WAM)	2	
債権件数および残高の属性分布		
残高別	2 3	<ul style="list-style-type: none"> ・ リボルビングやマスタートラストといった追加譲渡がある場合には、発行時に開示した属性別分布データを定期的にアップデートして開示することが望ましい (レベル2) ・ 一方、追加譲渡がないなど、発行時から属性の変化が少ないことが想定されるプールについては、開示の費用対効果を踏まえ、属性別分布データの開示を省略することが考えられる (レベル3)。ただし、プール構成が大きく変化する場合には、必要に応じて開示する
契約金利別		
残支払回数別		
当初支払回数別		
月次支払額別		
商品別		
地域別		
債務者の属性別		
加盟店占有率別		
債務者数および残高の属性分布		
地域別	2 3	(同上)
債務者資本金別		
債務者業種別		

対象となる裏付資産：リース料債権、クレジット債権、カード・ローン債権、オート・ローン債権

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
債権の性質		
—— 裏付資産のパフォーマンスを評価するために重要な項目であるため、現状、(必要に応じて守秘義務契約を締結した上で) 相対で開示されるケースがある		
延滞率	2	
デフォルト率	2	—— 投資判断に当たり必要な重要情報であり、投資家は基本的に開示を求める項目
累積デフォルト率	2	・ 累積デフォルト額 / 当初元本残高 (%)
回収率 (または損失率)	2	
累積損失率	2	・ (累積デフォルト額 — デフォルト債権からの回収額の合計) / 当初元本残高 (%)
累積精算額ベース 累積デフォルト率	2	・ 累積デフォルト額 / (当初元本残高 — 期末元本残高) (%)
返済率	2	・ 当期元利回収額 / 期初元本残高 (%)
元本返済率	2	・ 当期元本回収額 / 期初元本残高 (%)
利息返済率 (または 利回り)	2	・ 当期利息回収額 / 期初元本残高 (%)
買戻率	2	・ 当期買戻額 / 期初元本残高 (%) —— 分母の定義例：当初元本残高、期初元本残高 —— 買戻し理由の開示もあることが望ましい
中途解約率 (リース)	2	当期に発生した金額 / 期初元本残高 (%。年率換算)
期限前返済率 (クレジット・オート)		
一括返済率 (カード・ローン)		
キャンセル率 (リース・クレジット)		
元本回収率	2	・ (クレジット) 元本回収金額 / 当期請求金額 (%)
新規利用率	2	・ (クレジット) 増加借入額 (元本) / 与信枠 (%)
シナリオ	3	・ ベース・シナリオとストレス・シナリオ —— 当初に設定した標準シナリオと実現値が大幅に乖離した場合には開示が望ましい (特に、加速度償還事由が生じた場合やオリジネーター / サービスラーが破綻した場合など)

(2) 対象となる裏付資産：銀行貸出債権（CLO）

- 対象商品の性質：キャッシュ型・バランスシート型・スタティック型・大数プール型
- 推奨フォーマット：別添2

(イ) 発行時の情報開示

▽ 発行の概要

(発行時開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
発行条件		
発行額	1	<ul style="list-style-type: none"> ・発行総額およびトランチ毎の発行額 —— トランチ毎の劣後比率も併せて開示
発行日	1	<ul style="list-style-type: none"> ・発行の日付 ・信託受益権の場合、利率の計算が開始される日（例：受益権譲渡日）
発行価格	1	<ul style="list-style-type: none"> ・発行の価格（または投資家の払い込み額） —— 額面に対するパーセンテージで表示 —— 劣後部分の発行価格は、必要に応じて、投資家に対して相対で開示されるケースがある（レベル2）
利息（配当）		
利率（配当率）	1	<ul style="list-style-type: none"> ・トランチ毎の利率（変動金利の場合のスプレッドを含む）もしくは配当率（条件決定前は、予想スプレッドと条件決定の際に基準となる金利もしくは利率の範囲を開示）、利息の計算方法 —— 投資対象のトランチのみではなく、トランチングが上位の債券（信託受益権、CDSを含む。以下同じ）についても、クーポン（スプレッド）の開示が必要（トランチング下位の債券については必ずしも開示が必要ではないが、信用補完の堅牢性を確認するために必要な場合には、現状、投資家に相対で開示されている<レベル2>） —— 条件決定前は、必ずしも書面による開示である必要はない —— エクイティなど、あらかじめ利率の定まらないトランチについては、計算・配当方法
利払日	1	<ul style="list-style-type: none"> ・利払いの日（応答日が営業日でない場合の取扱いを含む）
償還条件		
償還価格	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 額面に対するパーセンテージで表示
償還方法	1	<ul style="list-style-type: none"> ・平常時の償還方法（償還のパターン、元本支払いの頻度など） ・償還方法変更事由の内容と事由発生後の償還方法の説明
法定最終償還日	1	<ul style="list-style-type: none"> ・法定最終償還日の日付
予定償還日 または 予定償還スケジュール	1	<ul style="list-style-type: none"> ・予定償還日、または（分割で償還される場合については）各償還日の予定償還スケジュール —— 予定が設定されている場合に開示 ・分割償還、かつ予定償還日・スケジュールが開示されていない場合には、シミュレーションに基づく予想償還日または予想償還年限を開示（レベル2） —— 前提条件（シナリオ）^(注)、算出方法に関する説明と併せ、トランチ毎に開示 （注）シナリオは、通常アレンジャーが作成し、投資家に手交 —— 元本キャッシュフローの加重平均年限も開示されることが好ましい —— 可能であれば、標準シナリオが変化した場合の償還の変化を開示
格付	1	<ul style="list-style-type: none"> ・各トランチにつき、格付および格付機関名

▽ ストラクチャー、関係者概要

(発行時開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
組成の基本スキーム	1	<ul style="list-style-type: none"> ・スキーム図、各主体間の取引内容に関する説明 —— 概要であることを明示した上で、基本スキームをわかり易く図示
主な関係者の情報		
オリジネーター・サービス	1	<ul style="list-style-type: none"> ・名称、信用状況のほか、組織、資本構成、事業内容、業況 —— 可能な範囲で、与信基準、回収基準、過去の同種資産のパフォーマンス情報 —— バランスシート型については、融資担当部署（RM）と証券化担当部署間の情報遮断の有無についても開示 —— 非上場会社である場合、会社情報を公に開示すること自体が困難な場合もある（レベル2）
発行体	1	<ul style="list-style-type: none"> ・名称、住所、設立日、資本金、取締役、主要株主、決算日、法人形態^(注)、事業内容、監査法人、税理士等 （注）外国籍法人（ケイマン法人等）か、国内法人（資産流動化法上の特定目的会社、商法上の株式会社等）か —— 倒産隔離をどのように図っているかについて説明されることが望ましい —— 可能な範囲で、他の資産保有の有無、分別管理の状況
その他	1	<ul style="list-style-type: none"> ・必要に応じ、信託受託者、バックアップ・サービス、SPC 管理会社、社債管理会社（財務代理人、証券トラスティー）、元利金支払代理人、登録機関、主幹事会社、引受販売会社（引受シンジケーション団）、デリバティブ取引相手等の関係者に関する情報 —— 担当者の連絡先を併せて開示することが好ましい（レベル2） —— 可能な範囲で、パフォーマンスが悪化した場合の役割（権限・義務）に加え、継続開示上の役割（情報開示の内容等）を併せて開示
仕組み上のリスクの所在	1	<ul style="list-style-type: none"> ・リスクを例示 —— 例：裏付資産の毀損リスク、サービスリスク、法的リスク、相殺リスク、税務リスク等（特殊なリスクが開示されることが重要） —— 必要に応じて、法的リスクにつき、法律意見書の有無・内容
リスクに対する手当て		
信用補完・流動性補完	1	<ul style="list-style-type: none"> ・信用補完、流動性補完の内容（優先劣後構造、超過担保、超過収益、現金準備金<ダイナミック・リザーブを含む>、デフォルト・トラップ等）、仕組み —— （適用がある場合）現金準備の具体的内容と積み立て方 —— （適用がある場合）原債権に対する保証提供者の名称、格付、保証内容など（レベル2） —— 可能な範囲で、オリジネーターの管理システム・体制等、格付機関がデューデリジェンスを通じて把握した情報も併せて開示されることが好ましい（レベル2） —— 劣後（超過担保）比率、信用補完水準や必要現金準備勘定額の算出根拠については、可能な範囲で、格付機関作成のレポートによる開示となることが想定される
バックアップ・サービシング	1	<ul style="list-style-type: none"> ・スタンバイ時／発動時／発動後の手続等を含むバックアップ・サービシング業務の概要 —— 交代のプロセス、必要な期間を含む ・サービスの交代事由の列挙 —— 解任条件については、オートマチックか非オートマチックかも併せて開示

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
トリガーの仕組み	1	<ul style="list-style-type: none"> トリガー指標および発動条件 <ul style="list-style-type: none"> 個別指標の定義に加え、償還方法変更事由（加速度償還事由や早期償還事由の内容等）とその際のウォーターフォールの変化、クリーンナップ・コールの要件等を明示
その他	1	<ul style="list-style-type: none"> 相殺リスクに対する手当等
ウォーターフォール	1	<ul style="list-style-type: none"> 債務者からの回収金のウォーターフォール <ul style="list-style-type: none"> 金額の大きなものについては開示。より詳細な情報については、個別に相対で開示することが考えられる 証券化の枠組み外で、あるいは証券化商品より後順位で支払われ、証券化商品のキャッシュフローに影響を与えない支出については、開示の必要はない 具体的な個別金額の開示が難しい場合、最大額、最大比率といった枠や総額を開示する方法も考え得る 可能な範囲で、回収金の滞留場所・滞留期間・金額についても開示されることが好ましい 図示されることが好ましい
関係者間の契約	1	<ul style="list-style-type: none"> 主要な契約の存在、契約当事者、要旨 <ul style="list-style-type: none"> 少なくとも、関係契約書のタイトル（所在）は開示されることが望ましい 特に組成において工夫を行っている、分量が膨大であるなど、詳細の開示が望ましくない場合や全体の開示が不要である場合には、リスク判断に必要な部分のみの要旨を別途記載

▽ 裏付資産

（発行時開示）

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
裏付資産の概要	1	<ul style="list-style-type: none"> 対象資産の基本的性格、適用法令の概要 <ul style="list-style-type: none"> 例：与信手続（審査／契約／実行）、回収方法、債権管理など、オリジネーター、サービサーにおける原資産の取扱いに関する説明
債権の適格要件	1	<ul style="list-style-type: none"> 抽出要件の主な内容 <ul style="list-style-type: none"> 例：デフォルト債権や延滞債権の除外、債権の分散（地理的、業種別分散等）、債務者の信用度（資本金、売上高等）・特定債務者への集中度（最大債務者債務残高および上位債務者債務残高合計の資産残高に対する割合等）
裏付資産の属性 —— 可能な範囲で、抽出母体または同種の債権にかかる時系列データを開示		
債権残高	1	<ul style="list-style-type: none"> 総額および元本、利息の内訳
債務者数	1	<ul style="list-style-type: none"> 債務者の総数
分散度合い	1	<ul style="list-style-type: none"> カテゴリー（例：業種別、債権金額別、会社規模別）で分散状況を開示
キャッシュフロー	1	<ul style="list-style-type: none"> 元本、利息の回収予定をそれぞれ開示
一業種／一債務者当り平均貸出額	1	
加重平均金利（WAC）	1	<ul style="list-style-type: none"> 個別債権の金額加重平均適用金利 <ul style="list-style-type: none"> 例：（個別債権の適用金利×当該債権元本残高）の合計額／全債権元本残高（％、いずれも基準日時点） 変動金利の場合には、基準日時点での適用金利により算出
加重平均残存期間（WAM）	1	<ul style="list-style-type: none"> 予定最終償還年限までの期間の金額加重平均 <ul style="list-style-type: none"> （個別債権の予定最終償還年限までの残存期間×当該債権元本残高）の合計額／全債権元本残高

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
債務者の信用度に関する指標	1	<p>—— 例：(内部) 格付の加重平均、(内部) 格付の分布等の開示^(注)</p> <p>(注) 内部格付からのマッピングが行われる場合には、内部格付に関する情報も開示されることが好ましい(以下同じ)</p>
債権件数および残高の属性分布		
残高・借入額別	1	・債権残高別および個別債務者の借入額(名寄せベース)別
金利水準別	1	
金利種別	1	・固定、変動(インデックス)別
残存期間別	1	
地域別	1	・例：債務者所在地(都道府県)別
債務者業種別	1	
信用度別	1	<p>—— 例：(内部) 格付別、帝国データバンクの評点別、スコアリングモデルの結果別等</p> <p>—— モデルの結果が開示される場合、信用リスクの算出方法も併せて開示されることが好ましい</p>
債務者預金残高別	2	<p>—— 相応のリザーブを積んでいる等の理由で本項目の記載を割愛する場合は、リザーブ要求額の算出根拠を説明</p> <p>—— 逆相殺が禁止されているローンや債務者対抗要件が具備されており法的に相殺のリスクがない案件の場合には、その理由により開示しない旨を記載</p> <p>—— 可能であれば、最近数年間の預金残高の推移を開示</p>
債権の性質		
<p>—— 母集団プール(または抽出プール)につき、可能な範囲で時系列データを開示(いずれのプールを対象にしているかについて明示)</p> <p>—— 裏付資産のパフォーマンスの見通しを判断するために重要な項目であるため、現状、(必要に応じて守秘義務契約を締結した上で)相対で開示されるケースがある</p> <p>—— 信用データが不足する融資債務者クラス(中小企業等)については、特に重要な開示項目</p>		
延滞率	2	<p>・当期に発生した延滞額/期初元本残高(％。年率換算)(フローベース)</p> <p>・期末延滞債権残高/期末元本残高(％)(ストックベース)</p> <p>—— 開示の際には延滞率の定義を明示する。なお、案件同士の比較を容易にするため、延滞率は、1ヶ月毎の区切りにすることが好ましい。例：1ヶ月延滞率、2ヶ月延滞率、3ヶ月延滞率</p> <p>—— 「延滞」の認識方法についても開示が必要</p>
デフォルト率	1	<p>・当期に発生したデフォルト額/期初元本残高(％。年率換算)</p> <p>—— デフォルトの定義は、オリジネーター毎に異なり得るため、開示の際には明示する必要がある。スキームでのデフォルトの定義に合わせることを望ましい。「デフォルト」定義例：3ヶ月延滞等</p> <p>—— (内部) 格付別件数および遷移についても開示されることが好ましい</p>
回収率(損失率)	2	<p>・デフォルト債権からの回収額/デフォルト時債権元本(％)</p> <p>(損失率であれば、[100%-回収率])</p> <p>—— 回収の定義は案件毎に明示</p>
標準的なシナリオ	2	<p>・前提となる延滞率、デフォルト率、回収率、キャッシュフローなども併せて開示</p> <p>—— 格付機関が作成するレポートを参照、または投資家のニーズに応じて、アレンジャーがシナリオを投資家に手交する(それを用いて投資家自身がシミュレーションを実施)</p> <p>—— アレンジャーが(アレンジャー・投資家が想定するシナリオに基づく)シミュレーション結果を開示するケースもある(特に、エクイティ部分の投資家向け)</p>

(ロ) 発行後の継続情報開示

—— 各項目の定義については、「1. 発行時の情報開示」を参照。以下では、継続開示のみに適用される定義などを追加記載している。

▽ 発行の概要

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
発行証券の残高	1	・総残高およびトランチ毎の残高 —— 必要に応じて、残高率を併せて開示
利率（配当率）	1	・（変動利付の場合）現在および過去の利率（基準金利およびスプレッド）
償還		
予定償還日 または 予定償還スケジュール	1	—— 予定が設定されており、かつ（期限前償還、延滞、デフォルトの発生等により）予定に変更があった場合に開示 —— 予想償還日または予想償還年限については、発行時に開示されており、かつ発行後に償還スケジュール、シナリオの見直しが行われる場合には、開示されることが好ましい
格付	1	・格付の変更内容および変更理由、変更の日付 —— 格付にはウォッチリストを含む

▽ ストラクチャー、関係者概要

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
主な関係者の情報		
オリジネーター・ サービス	1	・格付、財務状況等の信用状況 ・トラック・レコード —— バランスシート型では、オリジネーターの経営状況の指標となる可能性もあり、守秘義務契約を締結した上で、相対開示とするケースもある（レベル2）
リスクに対する手当て		
信用・流動性補完	1	・信用補完、流動性補完の状況（例：超過担保や現金準備の水準等） —— サービス・レポートに基づく受託会社のレポートの記載事項等 —— 現金準備額については、必要に応じ種類・目的別に、必要額および現存額を開示
トリガー指標	1	・加速度償還などのイベントのトリガーとなっている指標の観測時点における水準 —— トリガーとなる個別の指標の開示レベルに合わせて開示（例：開示レベルが「2」の項目がトリガー指標に含まれる場合、当該部分はレベル「2」）
イベント発生の有無	1	・加速度償還事由、サービス解任事由、タックスイベントほかイベントの発生の有無
ウォーターフォール	1	・回収金の分配 —— 債権回収の状況、および現金準備の利用状況 —— 関係者への支払手数料の具体的な個別金額の開示が難しい場合には、カテゴリ毎の集計値等で代替することができる —— 可能であれば、回収金の受渡日についても記載することが好ましい（レベル2）
劣後部分額	1	・劣後部分の現存額、毀損額 —— 優先証券の信用力に関わる内容の場合に開示 —— デフォルト債権等との相殺による償還と単なる償還との金額が区別できるように記載することが望ましい

▽ 裏付資産

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
債権プールの属性		
債権残高	1	
元本残高率	1	・ 現在残高／クローズ時残高 (%)。プールファクター
債務者数	2	— バランスシート型、スタティック型については通常平均値はさほど変動しないが、プールの構成が大きく変化する場合には、必要に応じて開示する
分散度合い		
一業種/一債務者当り平均貸出額		
加重平均金利 (WAC)		
加重平均残存期間 (WAM)		
債務者の信用度に関する指標	1	— バランスシート型、スタティック型であっても、クレジットの良好な債務者から返済が進み、結果として残った債務者の平均的な質が悪化する可能性もあるため、継続的に開示されることが望ましい
債権件数および残高の属性分布		
残高・借入額別	2	— バランスシート型、スタティック型等の CLO については、通常分布状況はさほど変動しないが、プールの構成が大きく変化する場合には、必要に応じて開示する
金利水準別		
金利種別		
残存期間別		
地域別		
債務者業種別		
信用度別		
債務者預金残高別	2	— オリジネーターの事務・システム負担が最も大きい開示項目であるため、オリジネーターに信用力があり、相応のリザーブを積んでいる場合等には、開示要件を緩和する (時期、頻度等) ことが考えられる
債権の性質		
延滞率 (額)	1	
デフォルト率 (額)	1	
累積デフォルト率 (額)	1	・ 累積デフォルト額／当初元本残高 (%)
回収率 (または損失率)	1	
累積損失率 (額)	1	・ (累積デフォルト額 — デフォルト債権からの回収額の合計)／当初元本残高 (%)
元本返済率 (額)	2	投資家の必要に応じて開示することが考えられる
利息返済率 (額)	2	
シナリオ	3	・ ベース・シナリオとストレス・シナリオ — 当初に設定した標準シナリオと実現値が大幅に乖離した場合には開示が望ましい (特に、加速度償還事由が生じた場合やオリジネーター／サービサーが破綻した場合など)

(他の形式の CLO の場合の追加開示項目の例)

○ シンセティック型 CLO についての追加開示項目例

- ・ CDS の契約条件（信用事由の定義、セトルメントの方法およびタイミング、プレミアムの支払方法等）
- ・ CDS のカウンターパーティー（名称、カウンターパーティー破綻時の権利・義務関係等）
- ・ 担保（参照）資産の種類・管理（証券発行を伴う場合）
- ・ 参照クレジット・ポートフォリオの特定
- ・ SPC の運用資産の種類（国債、オリジネーターへの預金等）
- ・ SPC を使わず MTN によりクレジット・リンク債を発行する場合、発行体に関する情報開示

○ アービトラージ型 CLO についての追加開示項目例

- ・ アセット・マネージャー（組織・人員・運用方針・過去の運用実績、アセット・マネージャーの変更に関する事項等）
- ・ ポートフォリオ組成のガイドライン（加重平均格付、分散指数、業種別集中度の上限等）
- ・ 超過担保比率テスト結果（トリガー値との比較）
- ・ インタレスト・カバレッジ・テスト結果（トリガー値との比較）

(3) 対象となる裏付資産：住宅ローン債権（RMBS）

—— 推奨フォーマット：別添3

(イ) 発行時の情報開示

▽ 発行の概要

(発行時開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
発行条件		
発行額	1	・発行総額およびトランチ毎の発行額
発行日	1	・発行の日付 ・信託受益権の場合、利率の計算が開始される日（例：受益権譲渡日）
発行価格	1	・発行の価格（または投資家の払い込み額） —— 額面に対するパーセンテージで表示
利息（配当）		
利率（配当率）	1	・トランチ毎の利率もしくは配当率（条件決定前は、予想スプレッドと条件決定の際に基準となる金利もしくは利率の範囲を開示）、利息の計算方法 —— 投資対象のトランチのみではなく、トランチングが上位の債券（信託受益権、CDSを含む。以下同じ）についても、クーポン（スプレッド）の開示が必要（トランチング下位の債券については必ずしも開示が必要ではないが、信用補完の堅牢性を確認するために必要な場合には、現状、投資家に相対で開示されている<レベル2>） —— 条件決定前は、必ずしも書面による開示である必要はない
利払日	1	・利払いの日（応答日が営業日でない場合の取扱いを含む）
償還条件		
償還価格	1	—— 額面に対するパーセンテージで表示
償還方法	1	・平常時の償還方法の説明（償還のパターン、元本支払いの頻度など） ・償還方法変更事由の内容と事由発生後の償還方法の説明
法定最終償還日	1	・法定最終償還日の日付
予想平均償還年限	2	・予想償還スケジュールにおける発行日から償還日 <i>i</i> までの年数： T_i 、その時の償還額： P_i とし、トランシェの発行額を P とすると、 $\text{予想平均償還年限} = \sum (P_i \times T_i) / P$ となる —— 算出の前提条件（CPR、デフォルト率等）、予想償還スケジュールを併せて記載 —— 劣後部分が再証券化される場合、メザニン部分が厚めに切り出される場合等など、比較的风险が高いトランチの投資家に対する情報開示はレベル1
格付	1	・各トランチにつき、格付および格付機関名

▽ ストラクチャー、関係者概要

(発行時開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
組成の基本スキーム	1	<ul style="list-style-type: none"> スキーム図、各主体間の取引内容に関する説明 —— 例：抵当権の扱い(抵当権を有する主体、デフォルト発生時の扱い等)、保証スキーム、保証会社における保証債務の処理方法、デフォルト・トラップの有無、オリジネーターの債権買戻し権の有無等
主な関係者の情報		
オリジネーター・サービサー	1	<ul style="list-style-type: none"> 名称、信用状況のほか、組織、資本構成、事業内容、業況 —— 非上場会社である場合、会社情報を公に開示すること自体が困難な場合もある(レベル2)
発行体	1	<ul style="list-style-type: none"> 名称、住所、設立日、資本金、取締役、主要株主、決算日、法人形態^(注)、事業内容、監査法人、税理士等 (注) 外国籍法人(ケイマン法人等)か、国内法人(資産流動化法上の特定目的会社、商法上の株式会社等)か —— 倒産隔離をどのように図っているかについて説明されることが望ましい —— 可能な範囲で、他の資産保有の有無、分別管理の状況
その他	1	<ul style="list-style-type: none"> 必要に応じ、信託受託者、バックアップ・サービサー、SPC 管理会社、社債管理会社(財務代理人、証券トラスティー)、元利金支払代理人、登録機関、主幹事会社、引受販売会社(引受シンジケーション団)、デリバティブ取引相手等の関係者に関する情報 —— 担当者の連絡先を併せて開示することが好ましい(レベル2) —— 可能な範囲で、パフォーマンスが悪化した場合の役割(権限・義務)に加え、継続開示上の役割(情報開示の内容等)を併せて開示
仕組み上のリスクの所在	1	<ul style="list-style-type: none"> リスクを例示 —— 例：管理資産減少リスク、回収が期日通りに行われないリスク、サービサーリスク、法的リスク、税務リスク等(特殊なリスクが開示されることが重要) —— 必要に応じて、法的リスクにつき、法律意見書の有無・内容
リスクに対する手当		
信用補完・流動性補完	1	<ul style="list-style-type: none"> 信用補完、流動性補完の内容(優先劣後構造、超過担保、超過収益、現金準備金等)、仕組み —— 可能な範囲で、オリジネーターの管理システム・体制等、格付機関がデューデリジェンスを通じて把握した情報も併せて開示されることが好ましい(レベル2) —— 信用補完水準の算出根拠は、格付機関作成のレポートによる開示となることが想定される
バックアップ・サービシング	1	<ul style="list-style-type: none"> スタンバイ時/発動時/発動後の手続等を含むサービシングの概要 —— 交代のプロセス、必要な期間を含む ・サービサーの交代事由の列挙 —— 解任条件については、オートマチックか非オートマチックかも併せて開示
トリガーの仕組み	1	<ul style="list-style-type: none"> トリガー指標および発動条件 —— 個別指標の定義に加え、償還方法変更事由(加速度償還事由や早期償還事由の内容等)とその際のウォーターフォールの変化、クリーンナップ・コールの要件等を明示
その他	1	<ul style="list-style-type: none"> 相殺リスクに対する手当等

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
ウォーターフォール	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務者からの回収金のウォーターフォール —— 金額の大きなものについては開示。より詳細な情報については、個別に相対で開示することが考えられる —— 証券化の枠組み外で、あるいは証券化商品より後順位で支払われ、証券化商品のキャッシュフローに影響を与えない支出については、開示の必要はない —— 具体的な個別金額の開示が難しい場合、最大額、最大比率といった枠や総額を開示する方法も考え得る —— 可能な範囲で、回収金の滞留場所・滞留期間・金額についても開示されることが好ましい —— 図示されることが好ましい
関係者間の契約	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主要な契約の存在、契約当事者、要旨 —— 少なくとも、関係契約書のタイトル（所在）は開示されることが望ましい —— 特に組成において工夫を行っている、分量が膨大であるなど、詳細の開示が望ましくない場合や全体の開示が不要である場合には、リスク判断に必要な部分のみの要旨を別途記載

▽ 裏付資産

(発行時開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
裏付資産の概要	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 対象資産の基本的性格、適用法令の概要 —— 例：与信手続（審査／契約／実行）、回収方法、債権管理など、オリジネーター、サービサーにおける原資産の取扱いに関する説明
債権の適格要件	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 抽出要件の主な内容 —— 例：デフォルト債権や延滞債権の除外、保証の有無、団体信用生命保険の有無、返済方法（元利均等返済もしくは元金均等返済）等
裏付資産の属性		
—— 可能な範囲で、抽出母体または同種の債権にかかる時系列データを開示		
債権の種類	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 住宅ローンの商品内容（オリジネーターによる商品区分を含む）を併せて開示 —— 例：借り換え目的か新築・購入か、抵当権の順位、自己居住用か投資用か、等
債権残高	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 住宅ローン債権の当初残高、カットオフ時残高
債務者数	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務者の総数
キャッシュフロー	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 元本、利息の回収予定をそれぞれ開示 —— 予定キャッシュフロー（延滞、デフォルト、プリペイメントを勘案しないベース）または修正キャッシュフロー（平均のデフォルト率／プリペイメント率を勘案するベース）がある
加重平均金利（WAC）	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個別債権の金額加重平均適用金利 —— 例：（個別債権の適用金利×当該債権元本残高）の合計額／全債権元本残高（％。いずれも基準日時点） —— 必要に応じて、最大金利と最小金利について開示することが好ましい —— 変動金利の場合には、基準日時点での適用金利により算出

項目	バール	定義、記述すべき内容等
加重平均残存期間 (WAM)	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 予定最終償還年限までの期間の金額加重平均 —— (個別債権の予定最終年限までの残存期間×当該債権元本残高)の合計額/全債権元本残高 —— 平均値に加え、最大値・最小値についても開示 —— 想定するキャッシュフローの前提について注記が必要(例：デフォルト、プリペイメントの考慮の有無)
加重平均経過期間 (WALA)	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金銭消費貸借契約締結日から、証券化までの各ローンの経過期間の金額加重平均(月単位) —— (経過期間×元本残高)の合計額/合計元本残高
加重平均融資比率 (LTV)	1	—— 加重平均または単純平均値
加重平均返済比率 (DTI)	1	—— 加重平均または単純平均値
債権件数および残高の属性分布		
融資比率 (LTV) 別	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 融資比率 = 住宅ローン借入れ金額 / 物件取得価格または当初物件評価額 —— 例：比率 5%刻み。最小・最高・平均値 —— 原則、他社借入れを含む先順位債権を含むベース
返済比率 (DTI) 別	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 返済比率 = 住宅ローン年間返済予定金額 (元本+金利) / 年収 —— 例：比率 5%刻み。最小・最高・平均値 —— 原則、年収は前年度年収
債務者職業別	1	—— 例：会社員、公務員、自営業、その他 別
債務者年収別	1	—— 例：年収 100 万円刻み。最小・最高・平均値
債務者性別	1	
借入時債務者年齢別	1	} —— 例：年齢 5 歳刻み。適格基準で定める年齢制限があれば併せて開示
現在債務者年齢別	1	
完済時債務者年齢別	1	
カットオフ時債権残高別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：残高 500 万円刻み。最小・最高・平均値 —— 適格基準に規定があれば、貸付金額の上限・下限 —— 貸付時債権残高も併せて開示
金利水準別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：金利種別 (固定、変動<インデックス>、固定選択<固定期間 n 年>、ステップアップ別) に当初および現行適用金利別に 0.1%刻み 最小・最高・加重平均値 —— 段階金利適用の場合は最終金利別でも同様に掲載 —— 現存固定期間 (およびステップアップまでの残存期間) 別を併せて開示
返済方法別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：元利均等返済・元金均等返済別。(賞与月別に) 賞与併用別に金額ベース・件数ベースの内訳 —— ボーナス返済率 (= ボーナス返済額 / 当初貸付金額) 別 (10%刻み) についても開示することが望ましい
返済日別	2	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：月次返済日別 —— 毎営業日送金、サービサーによる立替払い業務など、コミングリング・リスクに対して措置が取られている場合は注記
融資実行 (契約締結) 年月別	1	—— 例：融資実行月又は契約締結月別
当初融資期間別	1	—— 例：期間 1 年刻み

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
融資実行日以降経過期間別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：期間 1 年刻み —— 適格基準で定める最低支払回数があれば開示 —— 「融資実行日」に代えて「契約締結日」でも可
残存期間別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：期間 1 年刻み —— 適格基準で定める返済期間の上限・下限もしくは返済終了予定年の最終年があれば開示することが望ましい
現存固定期間（およびステップアップまでの残存期間）別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：適用タイプ（固定、固定選択、ステップアップ）別
債務者預金残高別	2	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：預金残高 200 万円刻み。最小・最高・平均値 —— 相応のリザーブを積んでいる等の理由で本項目の記載を割愛する場合は、リザーブ要求額の算出根拠を説明 —— 逆相殺が禁止されているローンや債務者対抗要件が具備されており、法的に相殺のリスクがない案件の場合には、その理由により開示しない旨を記載
相殺可能債権額	2	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：(A) オリジネーターが預金受入金融機関の場合、 <ul style="list-style-type: none"> (1) 債務者のオリジネーターに対する預金残高と借入残高の何れか小さい額、 (2) (1) のうち、預金保険制度による保護の対象とならない金額、 (B) オリジネーターが預金受入金融機関ではない場合、相殺の対象となり得る反対債権の種類、性質、その金額（合理的な見積りによるものがあれば、その旨） —— オリジネーターが銀行・保険会社など債務者が反対債権を有する場合に開示
建物種別	2	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：戸建、共同住宅（マンション、アパート）等別
資金使途別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：新築戸建、中古戸建、新築マンション、中古マンション、増改築、借り換え等の別に金額ベース・件数ベースの内訳。自己居住用かそれ以外（賃貸・投資用、セカンドホーム・別荘用）かの別。 —— 資金使途の区分は各案件における定義に従うことで差し支えないが、新規・借り換えの別について明記することが好ましい。
担保物件所在地別	1	<ul style="list-style-type: none"> —— 例：都道府県別（金額ベースで上位のみを開示する場合、「その他」は 30% 未満程度に抑えることが好ましい） —— 債務者所在地のデータで代替することも可能
抵当権順位別	2	<ul style="list-style-type: none"> —— 適格要件基準に盛り込まれている（第一抵当のみを選定する等）場合には、必ずしも開示を要さない —— 抵当権の確認方法（登記書を入手等）についても開示することが好ましい

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
債権の性質 —— 母集団プール（または抽出プール）につき、可能な範囲で時系列データを開示（いずれのプールを対象にしているかについて明示） —— 裏付資産のパフォーマンスの見通しを判断するために重要な項目であるため、現状、（必要に応じて守秘義務契約を締結した上で）相対で開示されるケースがある		
延滞率	2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 当期に発生した延滞額／期初元本残高（％。年率換算）（フローベース） ・ 期末延滞債権残高／期末元本残高（％）（ストックベース） —— 開示の際には延滞率の定義を明示する。なお、案件同士の比較を容易にするため、延滞率は、1ヶ月毎の区切りにすることが好ましい。例：1ヶ月延滞率、2ヶ月延滞率、3ヶ月延滞率 —— 「延滞」の認識方法 ^{（注）} についても開示が必要 （注）例：期日に未収の場合を一律に（1ヶ月）延滞とみなす、期日以後になっても入金があれば延滞とはみなさない等
デフォルト率	2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 当期に発生したデフォルト額／期初元本残高（％。年率換算） —— 「デフォルト」定義例：法的倒産＋長期（6ヶ月超）延滞発生（可能であれば、事由別に開示） —— 「デフォルト率」＝「代位弁済率」と定義する場合もある —— 投資判断に当たり必要な重要情報であり、投資家は基本的に開示を求める項目
回収率（損失率）	2	<ul style="list-style-type: none"> ・ （デフォルト債権からの回収額＋物件処分価格）／デフォルト時債権元本（％）（損失率であれば、[100％－回収率]） —— 回収の定義は案件毎に明示
期限前（一括・部分） 返済率	1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 当期に発生した期限前（一括、部分）返済額／期初元本残高（年率換算。％） —— 可能であれば、一括、部分返済率を区分 —— 期限前弁済の定義に、債務者死亡に基づく団信による回収を含める場合には、その旨を明示
標準的なシナリオ	2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 前提となる延滞率、デフォルト率、回収率、任意繰上返済率なども併せて開示

(ロ) 発行後の継続情報開示

—— 各項目の定義については、「1. 発行時の情報開示」を参照。以下では、継続開示のみに適用される定義等を追加的に記載している。

▽ 発行の概要

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
発行証券の残高	1	・ 総残高およびトランチ毎の残高 —— 必要に応じて、残高率を併せて開示
利率（配当率）	1	・ （変動利付の場合）現在および過去の利率（基準金利およびスプレッド）
予想平均償還年限	2	
格付	1	・ 格付の変更および変更理由、変更の日付 —— 格付にはウォッチリストを含む

▽ ストラクチャー、関係者概要

(発行後継続開示)

項目	レベル	定義、記述すべき内容等
主な関係者の情報		
オリジネーター・サービス	1	・ 格付、財務状況等の信用状況 ・ トラック・レコード —— オリジネーター／サービスが非上場で、格付情報が存在しない場合には、特に発行後の継続的な開示が望まれる（必要に応じて守秘義務契約を締結した上で、相対で開示されるケースもある<レベル2>）
保証会社の信用状況、トラック・レコード	2	・ 格付、財務状況等の信用状況 —— 信用情報の開示が困難、かつ格付を取得していない場合には、保証会社の主要株主を開示することで代替するケースもある
リスクに対する手当て		
信用・流動性補完	1	・ 信用補完、流動性補完の状況（例：超過担保や現金準備の水準等） —— サービス・レポートに基づく受託会社のレポートの記載事項等 —— 現金準備額については、必要に応じ種類・目的別に、必要額および現存額を開示
トリガー指標	1	・ 加速度償還などのイベントのトリガーとなっている指標の観測時点における水準 —— トリガーとなる個別の指標の開示レベルに合わせて開示（例：開示レベルが「2」の項目<延滞率等>がトリガー指標に含まれる場合、当該部分はレベル「2」）
イベント発生の有無	1	・ 加速度償還事由、サービス解任事由、タックスイベントほかイベントの発生の有無
ウォーターフォール	2	・ 回収金の分配 —— 債権回収の状況および現金準備の利用状況 —— 関係者への支払手数料の具体的な個別金額の開示が難しい場合には、カテゴリー毎の集計値等で代替することができる —— 可能であれば、回収金の受渡日についても記載することが好ましい
劣後部分額	1	・ 劣後部分の現存額、毀損額 —— 優先証券の信用力に関わる内容の場合に開示 —— デフォルト債権等との相殺による償還と単なる償還との金額が区別できるように記載することが望ましい

▽ 裏付資産

(発行後継続開示)

項目	バール	定義、記述すべき内容等
債権プールの属性		
債権残高	1	
元本残高率	1	・ 現在残高／クローズ時残高（％）。プールファクター
加重平均金利（WAC）	1	
加重平均残存期間（WAM）	1	
加重平均経過期間（WALA）	1	
加重平均 LTV	2	—— 加重平均または単純平均値 —— LTV の最新情報への洗い替えは不要（当初のもので可）
加重平均 DTI	2	—— 加重平均または単純平均値 —— DTI の最新情報への洗い替えは不要（当初のもので可）
債権件数および残高の属性分布 —— 内容に大きな変化が発生した場合には開示する必要がある。		
残高別	2	—— 例：500 万円刻み。最小・最高・平均値
金利水準別	2	
残存期間別	2	
債務者年齢別	2	
債務者預金残高別	2	—— オリジネーターの事務・システム負担が最も大きい開示項目であるため、オリジネーターに信用力があり、相応のリザーブを積んでいる場合等には、開示要件を緩和する（時期、頻度等）ことが考えられる
債権の性質		
延滞率	2	
デフォルト率	1	
累積デフォルト率	1	・ 累積デフォルト額／当初元本残高（％）
回収率（または損失率）	1	
累積損失率	2	・ （累積デフォルト額 — デフォルト債権からの回収額の合計）／当初元本残高（％）
キャッシュフロー	3	・ CPR=0 の予定元本回収スケジュール
返済率	3	CPR=0 の予定元本回収スケジュールが開示されていれば、本項の開示は不要
元本返済率	3	
買戻率	1	・ 当期買戻額／期初元本残高（％） —— 可能であれば、買戻し理由の開示もあることが好ましい
任意繰上弁済率	1	—— 「1. 発行時の情報開示」の、「期限前（一括・部分）返済率」の定義に準ずる
シナリオ	3	・ ベース・シナリオとストレス・シナリオ —— 当初に設定した標準シナリオと実現値が大幅に乖離した場合には開示が望ましい（特に、加速度償還事由が生じた場合やオリジネーター／サービサーが破綻した場合など）

(4) 対象となる裏付資産：売掛債権

—— 発行形態：CP

売掛債権を裏付資産とする証券化商品については、信託受益権のほか、CP の形態をとるケースが多い。以下では、ABCP（資産担保CP）を前提に議論を進める。

ABCP は、投資家に裏付資産のリスク・プロファイルの詳細やオリジネーター名等のすべてを開示することなく、CP の円滑な流通を確保するため、スポンサー（多くの場合、銀行）がキャッシュフローを全面的にバックアップする形式（フル・サポート型 ABCP）をとることが多い。また、裏付資産である売掛債権、発行証券（CP）とも、満期が短く、券別の運用益実額も小さいといった特徴も有している。このため、現状、フル・サポート型 ABCP では、他の（長期の）資産担保証券ほどには個別の情報開示が行われておらず、プログラム単位でのリスク・プロファイルの開示のみが行われている。こうした中、よりリスク感応的な所要自己資本算出の枠組みを提供する新しい BIS 規制の導入なども踏まえ、銀行において、リスクの管理を精緻化する動きがみられ始めている。売掛債権についても、証券化の本来的な機能をより発揮し得る、スポンサー銀行の 100% の信用補完に依存しない手法（パーシャル／ノン・サポート型）の実現が模索されている。このため、以下では、①フル・サポート型の情報開示の現状に加え、②投資家からみた、パーシャル／ノン・サポート型を想定した場合における情報開示のあり方について取りまとめる。

—— 具体的には、フル・サポート型 ABCP について、関係者、裏付資産について多くの情報開示を必要としない商品性を踏まえ、表中で、情報開示の現状を取りまとめた。また、パーシャル／ノン・サポート型 ABCP については、現在のところ国内での発行がごく一部の例にとどまっていること、新しい BIS 規制上における取扱い（バックアップ・ラインのリスク評価方法の詳細等）が現状未確定であることから、現時点で他の資産担保証券と同様にテンプレートやフォーマットを作成することは必ずしも適当でないと考えられた。このため、表外に、投資家が「今後このような形態で商品が発行されるようになれば必要になる」と考えている開示情報を参考として記述した。

(イ) 発行時の情報開示

▽ CP の概要

項目	記述内容等
発行枠	・設定額 (CP 発行限度額)
期間	・最長期間 (例: 270 日以内) —— ロールオーバーを前提としている場合には、その旨を開示 (例: 3 ヶ月毎にロールオーバーの予定)
利率	・レート決定日に関する説明 (例: 決定日、相対で決定等)
格付	・格付および格付機関名

☞ パーシャル/ノン・サポート型について投資家が追加的に必要と考える開示項目

- ・ 上記項目に加え、CP 発行残高が開示されることが好ましい。

▽ ストラクチャー、関係者概要

項目	記述内容等
組成の基本スキーム	・スキーム図、各主体間の取引内容に関する説明
主な関係者の情報	
発行体	・名称、住所、設立日、資本金、主要株主、法人形態 ^(注) 、事業内容、事務代行者等 (注) ケイマン法人などの外国籍法人か、国内法人か (資産流動化法上の特定目的会社、商法上の株式会社など)
スポンサー	・スポンサー名称
バックアップ・ライン 供与会社	・バックアップ・ライン供与会社名称
CP ディーラー	・ディーラー名称
仕組み上の留意点	・金利リスク、バックアップ・ライン供与会社の信用リスク、SPC の倒産リスク (倒産隔離性) 等の概要
バックアップ・ラインの 仕組み	・金額・CP 発行額に対する比率、提供者名、貸出拒絶条件等

☞ パーシャル/ノン・サポート型について投資家が追加的に必要と考える開示項目

- ・ 投資判断に当たり、コミングリング・リスクを把握する観点から、スキームの関係者 (オリジネーター<セラー>、サービサー、SPC<運営代理人を含む>) に関する情報が開示されていることが望ましい。具体的な開示項目としては、名称 (オリジネーター<セラー>の名称を業種名で代替することも考えられる)、業種名、信用状況 (格付や財務内容) のほか、組織、資本構成、事業内容が考えられる。また、回収金の管理に関する情報 (例えば、回収金の滞留場所・滞留期間・金額)、セラーにおける売掛債権に対する引当方針・引当率等が入手可能であれば、有用な情報となり得る。
- ・ マルチセラー型の場合には、発行される CP と原債権を紐付けして評価すること (match funding) が困難な場合には、セラーの適格要件を併せて開示することも考え得る。
- ・ また、スキームに内包されるリスクの所在、リスクに対する手当てを把握するため、関係者間の

主要な契約（バックアップ・ラインの提供等）について、その存在、当事者、権利・義務関係の要旨等が開示されていることが望ましい（格付機関の分析で代替可能な場合もある）。パーシャル／ノン・サポート型の場合には、可能であれば、何らかのイベントが生じた際に、必要に応じて投資家が契約書の内容を確認可能とすることも考え得る。

- ・ なお、オリジネーターリスクの切断が確保されるプログラムについては、セラーに関する開示項目が部分的もしくは全面的に不要なケースも想定される。

▽ 裏付資産

項目	記述内容等
対象資産の概要	・ 対象資産の種類、要件

☞ パーシャル／ノン・サポート型について投資家が追加的に必要と考える開示項目

- ・ 投資家が原資産に関連するリスクを部分的もしくは全面的に負う、パーシャル／ノン・サポート型商品の場合、投資判断に当たり、裏付資産に関する情報が開示されていることが望ましい。
- ・ 裏付資産に関する必要開示項目として、まず、債権の適格要件（抽出要件）が考えられる。一般的に、適格要件には、延滞やデフォルト状態にないことや、債権の分散・信用度に関する基準等が含まれている。これらは、抽出された債権の属性・性質の目安になるだけに、重要な項目である。
- ・ 裏付資産の属性に関する項目としては、資産の残高といった基本的な項目に加えて、分散・分布状況を確認するための項目（例えば、債権・債務者数、一債務者当たりの平均債権額、地域・債務者業種別・債権発生原因別残高、支払月別残高等）が開示されることが望ましい。可能であれば、信用度を判断可能な指標についても開示されることが好ましい。
- ・ また、投資判断を行う際には、裏付資産のパフォーマンスに関する情報（延滞、デフォルト、回収等に関するデータ）は重要である。
- ・ ただし、同一のプログラムから CP が複数回に亘り発行される場合、上記情報は必ずしも発行毎に更新される必要はなく、一定期間毎に更新された内容が開示されれば十分であるケースも考え得る。

(ロ) 発行後の継続情報開示

- ・ フル・サポート型では、現状、商品概要（発行体）説明書等をアップデートし、投資家の求めに応じて開示が行われている。
- ・ パーシャル／ノン・サポート型の継続情報開示については、裏付資産、発行証券（CP）の満期が短いため、投資リスクの分析において、必ずしも他の長期の証券化商品ほどには詳細な情報が必要とされないケースもあり得る。ただし、投資家は、少なくとも発行時の開示項目をアップデートすることが必要と考えている。また、バックアップ・ライン等の信用補完ツールの利用状況・実績についても開示されることが望ましいと考えている。

以上

ABSの情報開示に関する推奨フォーマット

1. 発行時の情報開示

(1) 発行の概要

項目	トランチA号	トランチB号	...	トランチn号
発行条件				
発行額				(円)
発行日(受益権譲渡日)				(年月日)
発行価格				(%)
利息(配当)				
利払日				
償還条件				
償還価格				(%)
償還方法				
法定最終償還日				(年月日)
予定償還日または 予定償還スケジュール				
格付および格付機関名				
利率(配当率)				(%)
平均償還年限				
予想償還日または予想償還年限				

(2) ストラクチャー、関係者概要

項目	開示内容
組成の基本スキーム	(図表等を使用し、適宜の様式にて説明)
主な関係者の情報	
オリジネーター	(名称)
サービサー	(組織) (資本構成) (事業内容) (業況) (その他)
発行体	(名称) (住所) (設立日) (資本金) (取締役) (主要株主) (決算日) (法人形態) (事業内容) (監査法人、税理士) (その他)
その他関係者	
仕組み上のリスクの所在	
リスクに対する手当て	
信用補完・流動性補完	
バックアップ・サービシング	(スタンバイ時/発動時/発動後の手続き等) (サービサーの交代事由)
トリガーの仕組み	(指標、発動条件)
ウォーターフォール	(図表等を使用し、適宜の様式にて説明)
関係者間の契約	(名称・要旨等)

(3) 裏付資産

裏付資産の概要等

項目	開示内容
裏付資産の概要	
債権の適格要件(抽出要件)	

裏付資産^(注1)の属性、性質

項目	前期	当期
債権残高				
債権件数				
債務者数				
加重平均金利(WAC)				(%)
加重平均残存期間(WAM)	-	-	-	(月)
延滞率				(%)
デフォルト率				(%)
回収率(損失率)				(%)
中途解約率(リース)				(%)
期限前返済率(クレジット・オート)				(%)
一括返済率(カード・ローン)				(%)
キャンセル率(リース・クレジット)				(%)

(注1) プール資産・抽出母体。

債権件数および残高の属性分布^(注2)

項目名 ^(注3)	金額	金額構成比	件数・債務者数	件数・債務者数構成比
(項目毎の内訳)	(円)	(%)	(件)	(%)
合計		100.0%		100.0%

(注2) 必要に応じて、抽出母体、プール債権のいずれか、または両方を記入。

(注3) 本フォームを用いて開示を行い得る債権プールの構成項目

・うち件数・債務者のいずれかのベースで記入する項目(レベル1) 地域別

・うち件数ベースで記入する項目(レベル2)

残高別
契約金利別(リースを除く)
残支払回数別
当初支払回数別
月次支払額別
物件機種別(リース)
商品別(クレジット)
新車・中古車別(オート)
加盟店別上限額(クレジット)

・うち債務者ベースで記入する項目(レベル2)

債務者年齢別(クレジット・オート)
債務者性別(クレジット・オート)
債務者個人・法人別(クレジット・オート)
債務者資本金別(リース)
債務者業種別(リース)

キャッシュフロー(元利回収予定額)

年月	予定回収金額	予定回収元金	予定回収利息
	(円)	(円)	(円)
合計			

凡 例

レベル1：ミニマム開示項目

—— 投資判断に必要、かつ広く開示されることが多い項目

レベル2：ベター開示項目<努力目標>

—— 投資判断に必要なながら、広く開示されていない項目

レベル3：ベスト開示項目

—— 投資判断に必須ではないが、可能であれば開示されることが好ましい項目

2. 発行後の情報開示

(1) 発行の概要

	項目	トランチA号	トランチB号	...	トランチn号
レベル1	発行証券総残高				(円)
	トランチ別残高				(円)
	格付(維持、変更等)情報				
	予定償還日または 予定償還スケジュール				
レベル2	利率(配当率)				(%)
	平均償還年限				
	予想償還日または予想償還年限				

(2) ストラクチャー、関係者概要

	項目	開示内容
レベル1	主な関係者の情報	
	オリジネーター	
	サービサー	
	リスクに対する手当て	
	信用・流動性補完	(超過担保や現金準備の水準等)
	トリガー指標の水準	
	イベント発生の有無	
レベル2	主な関係者の情報	
	オリジネーター	(格付情報が存在せず、また、オリジネーター/サービサーが非上場の場合)
	サービサー	
	ウォーターフォール	(元利回収額) (円)
		(費用総額<公租公課、サービシング・バックアップサービシング手数料、信託報酬等>) (円)
		(発行証券への元利払い) (円)
	(その他)	
	劣後部分現存額	(円)
	劣後部分毀損額	(合計) (円)
		(うち通常償還要因) (円)
		(うちデフォルト要因) (円)

(3) 裏付資産

債権プールの属性、性質

	項目	当初	...	前期	当期
レベル1	裏付資産の属性に関連する指標				
	債権残高				(円)
	元本残高率				(%)
レベル2	裏付資産の属性に関連する指標				
	債権件数				
	債務者数				
	加重平均金利(WAC)				(%)
	加重平均残存期間(WAM)				(月)
	債権の性質に関連する指標				
	延滞率				(%)
	デフォルト率				(%)
	累積デフォルト額				(円)
	回収率(損失率)				(%)
	累積損失率				(%)
	累積清算額ベース累積デフォルト率				(%)
	返済率				(%)
	元本返済率				(%)
	利息返済率または利回り				(%)
	買戻率				(%)
	中途解約率(リース)				(%)
	期限前返済率(クレジット・オート)				(%)
一括返済率(カード・ローン)				(%)	
キャンセル率(リース・クレジット)				(%)	
元本回収・増加率(クレジット)				(%)	
新規利用率(クレジット)				(%)	

債権件数および残高の属性分布

項目名 ^(注)	件数・債務者数				金額			
	前期末(構成比)		当期末(構成比)		前期末(構成比)		当期末(構成比)	
(項目毎の内訳)	(件)	(%)	(件)	(%)	(円)	(%)	(円)	(%)
合計			100.0%	100.0%			100.0%	100.0%

(注)本フォームを用いて開示を行い得る債権プールの構成項目(レベル2または3)

- | | |
|----------------------|------------------|
| 残高別 | 契約金利別(リースを除く) |
| 残支払回数別 | 当初支払回数別 |
| 月次支払額別 | 物件機種別(リース) |
| 商品別(クレジット) | 新車・中古車別(オート) |
| 地域別 | 加盟店占有率別(クレジット) |
| 債務者年齢別(クレジット・オート) | 債務者性別(クレジット・オート) |
| 債務者個人・法人別(クレジット・オート) | 債務者資本金別(リース) |
| 債務者業種別(リース) | |

リボルビングやマスタートラストといった、追加譲渡が行われプールの属性が変化する場合には、継続的に情報開示が行われることが望ましい(レベル2)

発行時から属性の変化が少ないと想定されるプールについては、開示を省略することも考えられる(レベル3)

凡 例

- レベル1：ミニマム開示項目
—— 投資判断に必要、かつ広く開示されることが多い項目
- レベル2：ベター開示項目<努力目標>
—— 投資判断に必要なながら、広く開示されていない項目
- レベル3：ベスト開示項目
—— 投資判断に必須ではないが、可能であれば開示されることが好ましい項目

ＣＬＯの情報開示に関する推奨フォーマット

1. 発行時の情報開示

(1) 発行の概要

項目	トランチA号	トランチB号	...	トランチn号
発行条件				
発行額				(円)
発行日				(年月日)
発行価格				(%)
利息(配当)				
利率(配当率)				(%)
利払日				
償還条件				
償還価格				(%)
償還方法				
法定最終償還日				(年月日)
予定償還日または予定償還スケジュール				
格付および格付機関名				

(2) ストラクチャー、関係者概要

項目	開示内容
組成の基本スキーム	(図表等を使用し、適宜の様式にて説明)
主な関係者の情報	
オリジネーター	(名称)
サービス	(組織)
	(資本構成)
	(事業内容)
	(業況)
	(その他)
発行体	(名称)
	(住所)
	(設立日)
	(資本金)
	(取締役)
	(主要株主)
	(決算日)
	(法人形態)
	(事業内容)
	(監査法人、税理士)
	(その他)
その他関係者	(名称、格付等)
仕組み上のリスクの所在	
リスクに対する手当て	
信用補完・流動性補完	
バックアップ・サービシング	(スタンバイ時/発動時/発動後の手続き等)
	(サービスの交代事由)
トリガーの仕組み	(指標、発動条件)
その他	
ウォーターフォール	(図表等を使用し、適宜の様式にて説明)
関係者間の契約	(名称・要旨等)

(3) 裏付資産
裏付資産の概要等

項目	開示内容
裏付資産の概要	
債権の適格要件(抽出要件)	

裏付資産^(注1)の属性、性質

項目	前期	当期
債権残高				(円)
債務者数				(先)
分散度合い				
一業種当たり平均貸出額				(円)
一債務者当たり平均貸出額				(円)
加重平均金利(WAC)				(%)
加重平均残存期間(WAM)				(月)
債務者の信用度に関する指標				
デフォルト率				(%)
延滞率				(%)
回収率(損失率)				(%)

(注1) プール資産・抽出母体。

債権件数および残高の属性分布^(注2)

項目名 ^(注3)	金額	金額構成比	件数	件数構成比
(項目毎の内訳)	(円)	(%)	(件)	(%)
合計		100.0%		100.0%

(注2) 必要に応じて、抽出母体、プール債権のいずれか、または両方を記入。

(注3) 本フォームを用いて開示を行い得る債権プールの構成項目

<レベル1の項目>

- 残高・借入額別
- 金利水準別
- 金利種別
- 残存期間別
- 地域別
- 債務者業種別
- 信用度別

<レベル2の項目>

- 債務者預金残高別

キャッシュフロー(元利回収予定額)

年月	予定回収金額	予定回収元金	予定回収利息
	(円)	(円)	(円)
合計			

凡 例

レベル1：ミニマム開示項目

—— 投資判断に必要、かつ広く開示されることが多い項目

レベル2：ベター開示項目<努力目標>

—— 投資判断に必要なながら、広く開示されていない項目

レベル3：ベスト開示項目

—— 投資判断に必須ではないが、可能であれば開示されることが好ましい項目

2. 発行後の継続情報開示

(1) 発行の概要

	項目	トランチA号	トランチB号	...	トランチn号	
レベル1	発行証券総残高					(円)
	トランチ別				(円)	
	利率(配当率)				(%)	
	予定償還日または予定償還スケジュール					
	格付(維持、変更等)情報					

(2) ストラクチャー、関係者概要

	項目	開示内容
レベル1	主な関係者の情報	
	オリジネーター	
	サービサー	
	リスクに対する手当て	
	信用・流動性補完	(超過担保や現金準備の水準等)
	トリガー指標の水準	
	イベント発生の有無	
	ウォーターフォール	(元利回収額) (円) (費用総額<公租公課、サービシング・バックアップサービシング手数料、信託報酬等>) (円) (発行証券への元利払い) (円) (その他)
	劣後部分現存額	(円)
	劣後部分毀損額	(合計) (円) (うち通常償還要因) (円) (うちデフォルト要因) (円)

(3) 裏付資産

債権プールの属性、性質

	項目	当初	...	前期	当期
レベル1	債権残高				(円)
	元本残高率				(%)
	債務者の信用度に関する指標				
	延滞率				(%)
	デフォルト率				(%)
	累積デフォルト率				(%)
	回収率(損失率)				(%)
レベル2	累積損失率				(%)
	債務者数				
	分散度合い				
	一業種当たり平均貸出額				(円)
	一債務者当たり平均貸出額				(円)
	加重平均金利(WAC)				(%)
	加重平均残存期間(WAM)				(月)
	元本返済率				(%)
利息返済率				(%)	

債権件数および残高の属性分布

項目名 ^(注)	件数				金額			
	前期末(構成比)		当期末(構成比)		前期末(構成比)		当期末(構成比)	
	(件)	(%)	(件)	(%)	(円)	(%)	(円)	(%)
(項目毎の内訳)								
合計		100.0%		100.0%		100.0%		100.0%

(注)本フォームを用いて開示を行い得る債権プールの構成項目(いずれもレベル2)

残高・借入額別
金利水準別
金利種別
残存期間別
地域別
債務者業種別
信用度別
債務者預金残高別

凡 例

レベル1：ミニマム開示項目

—— 投資判断に必要な、かつ広く開示されることが多い項目

レベル2：ベター開示項目<努力目標>

—— 投資判断に必要なが、広く開示されていない項目

レベル3：ベスト開示項目

—— 投資判断に必須ではないが、可能であれば開示されることが好ましい項目

RMB Sの情報開示に関する推奨フォーマット

(別添3)

1. 発行時の情報開示

(1) 発行の概要

項目	トランチA号	トランチB号	...	トランチn号
発行条件				
発行額				(円)
発行日(受益権譲渡日)				(年月日)
発行価格				(%)
利息(配当)				
利率(配当率)				(%)
利払日				
償還条件				
償還価格				(%)
償還方法				
法定最終償還日				(年月日)
格付および格付機関名				
レベル2 予想平均償還年限				

(2) ストラクチャー、関係者概要

項目	開示内容
組成の基本スキーム	(図表等を使用し、適宜の様式にて説明)
主な関係者の情報	
オリジネーター	(名称)
サービサー	(組織) (資本構成) (事業内容) (業況) (その他)
発行体	(名称) (住所) (設立日) (資本金) (取締役) (主要株主) (決算日) (法人形態) (事業内容) (監査法人、税理士) (その他)
その他関係者	
仕組み上のリスクの所在	
リスクに対する手当て	
信用補完・流動性補完	
バックアップ・サービシング	(スタンバイ時/発動時/発動後の手続き等)
トリガーの仕組み	(サービサーの交代事由) (指標、発動条件)
その他	
ウォーターフォール	(図表等を使用し、適宜の様式にて説明)
関係者間の契約	

(3) 裏付資産 裏付資産の概要等

項目	開示内容
裏付資産の概要	
債権の適格要件	
債権の種類	

裏付資産(注1)の属性、性質

項目	前期	当期
債権残高				
債務者数				
加重平均金利(WAC)				(%)
加重平均残存期間(WAM)	-	-	-	(月)
加重平均経過期間(WALA)	-	-	-	(月)
加重平均融資比率(LTV)				
加重平均返済比率(DTI)				
期限前(一括・部分)返済率				
延滞率				(%)
デフォルト率				(%)
回収率(損失率)				
相殺可能債権額				(円)

(注1)必要に応じて、抽出母体、プール債権のいずれか、または両方を記入。

裏付資産(注2)の属性、性質

項目名(注3)	金額	金額構成比	件数	件数構成比
(項目毎の内訳)	(円)	(%)	(件)	(%)
合計		100.0%		100.0%

(注2)必要に応じて、抽出母体、プール債権のいずれか、または両方を記入。

(注3)本フォームを用いて開示を行い得る債権プールの構成項目

- <レベル1の項目>
 融資比率(LTV)別
 返済比率(DTI)別
 債務者職業別
 債務者年収別
 債務者性別
 借入時債務者年齢別
 現在債務者年齢別
 完済時債務者年齢別
 カットオフ時債権残高別
 金利水準別
 返済方法別
 融資実行(契約締結)年月別
 当初融資期間別
 融資実行日以降経過期間別
 残存期間別
 現存固定期間(およびステップアップまでの残存期間)別
 資金使途別
 担保物件所在地別
- <レベル2の項目>
 返済日別
 債務者預金残高別
 建物種別
 抵当権順位別

キャッシュフロー(元利回収予定額)

年月	予定回収金額	予定回収元金	予定回収利息
	(円)	(円)	(円)
合計			

凡例

- レベル1：ミニマム開示項目
 —— 投資判断に必要、かつ広く開示されることが多い項目
- レベル2：ベター開示項目<努力目標>
 —— 投資判断に必要ながら、広く開示されていない項目
- レベル3：ベスト開示項目
 —— 投資判断に必須ではないが、可能であれば開示されることが好ましい項目

2. 発行後の継続情報開示

(1) 発行の概要

	項目	トランチA号	トランチB号	...	トランチn号	
レベル1	発行証券総残高					(円)
	トランチ別残高					(円)
	利率(配当率)					(%)
	格付(維持、変更等)情報					
レベル2	予想平均償還年限					

(2) ストラクチャー、関係者概要

	項目	開示内容
レベル1	主な関係者の情報	
	オリジネーター	
	サービサー	
	リスクに対する手当て	
	信用・流動性補完	(超過担保や現金準備の水準等)
	トリガー指標の水準	
	イベント発生の有無	
	劣後部分現存額	(円)
	劣後部分毀損額	(合計) (円)
		(うち通常償還要因) (円)
	(うちデフォルト要因) (円)	
レベル2	主な関係者の情報	
	オリジネーター	(オリジネーター/サービサーが非上場で、格付情報が存在しない場合)
	サービサー	
	保証会社の信用状況、トラックレコード	
	ウォーターフォール	(元利回収額) (円)
	(費用総額<公租公課、サービング・ハックアップサービング手数料、信託報酬等>) (円)	
	(発行証券への元利払い) (円)	
	(その他)	

(3) 裏付資産

債権プールの属性、性質

	項目	当初	...	前期	当期
レベル1	債権残高				(円)
	元本残高率				(%)
	加重平均金利(WAC)				(%)
	加重平均残存期間(WAM)				(月)
	加重平均経過期間(WALA)				(月)
	デフォルト率				(%)
	累積デフォルト額				(円)
	回収率(または損失率)				(%)
	買戻率				(%)
	任意繰上弁済率				(%)
レベル2	加重平均LTV				(%)
	加重平均DTI				(%)
	延滞率				(%)
	累積損失率				(%)
レベル3	返済率				(%)
	元本返済率				(%)

債権件数および残高の属性分布

項目名 ^(注)	件数				金額			
	前期末(構成比)	当期末(構成比)	前期末(構成比)	当期末(構成比)	前期末(構成比)	当期末(構成比)	前期末(構成比)	当期末(構成比)
(項目毎の内訳)	(件)	(%)	(件)	(%)	(円)	(%)	(円)	(%)
合計		100.0%		100.0%		100.0%		100.0%

(注) 本フォームを用いて開示を行い得る債権プールの構成項目(いずれもレベル2)

残高別

金利水準別

残存期間別

債務者年齢別

債務者預金残高別(オリジネーターに信用力があり、相応のリザーブを積んでいる場合等には、開示要件を緩和する<時期、頻度等>ことが考えられる)

キャッシュフロー(元利回収予定額:レベル3)

年月	予定回収金額	予定回収元金	予定回収利息
	(円)	(円)	(円)
合計			

凡 例

レベル1: ミニマム開示項目

—— 投資判断に必要、かつ広く開示されることが多い項目

レベル2: ベター開示項目<努力目標>

—— 投資判断に必要なが、広く開示されていない項目

レベル3: ベスト開示項目

—— 投資判断に必須ではないが、可能であれば開示されることが好ましい項目

情報開示と分析ツール(募集型中小企業CLOを例に)

1. はじめに

証券化商品に関する情報開示や、裏付資産プールのリスクを定量的に評価することのできる分析ツールを充実化することによって、証券化市場の流動性向上および価格発見機能向上が期待できる。この補論では、募集型中小企業CLOを例にとり、中小企業信用リスクデータベース(以下「CRD」という)¹のデータを用いた事務局による分析を通じて、このような議論の意義を確認する。

2. 募集型中小企業CLOの仕組み

募集型CLOとは、「借入債務の証券化を了承する企業に対して、貸出のオリジネーターが一定期間に亘って借入の希望を募り、応募した借入希望先のうちで一定の入口審査を通過した先へ貸出を実行して、その貸出債権を裏付資産とする証券を組成する仕組み」を指す²。わが国では、東京都をはじめとする地方公共団体や政府系金融機関が、中小企業向け貸出を対象とした募集型CLO(募集型中小企業CLO)の組成に取り組んでいる(図表1)³。

このうち地方公共団体による組成を例にとると、基本的な仕組みは図表2のとおりである。この図から明らかなように、実際の入口審査は、一種の参加基準(以下「入口要件」)による選別と、金融機関や信用保証協会による審査の二段階から成り立っている。入口要件は外形的で比較的わかりやすい内容であるため、借入希望先に対する説明などにおける実務上の有用性も有しているようである。募集型中小企業CLOの仕組みの上では、入口要件を満たさなければ、審査の対象にもならないので、入口要件のあり方が非常に重要な意味を持っている訳である。

3. 入口要件の検証

入口要件の目的は、CLO全体でみたデフォルト率をできるだけ低くすることにある。デフォルト率とは(デフォルト先数)/(デフォルト先数+生存先数)であるから、この目的は、CLOの償還までにデフォルトしてしまいそうな中小企業を裏付資産にできるだけ取り込まないようにすること、生存しそうな中小企業をできるだけ多く取り込むように

¹ 中小企業信用リスク情報データベース(CRD)とは、中小企業金融の円滑化を図る目的で2001年3月に構築された中小企業金融インフラであり、CRD運営協議会によって運営されている。2004年3月末時点で、CRD運営協議会には109機関(全国52の信用保証協会の他、政府系・民間金融機関)が参加している。会員は、CRDに対して匿名化された取引先中小企業の財務データ・デフォルトデータを定期的に提供する義務を負う一方、CRDに集積された大量の中小企業データを用いて構築されたクレジット・スコアリング・モデル(後述)などを利用することができる。なお、日本銀行はCRDの特定機関会員となっている。

² 裏付資産プールが小規模な場合は、他の裏付資産プールとプールを合成して、規模を十分に確保した上で、CLOが発行されることもある。

³ このほか、金融機関やファイナンス会社など民間主体による募集型中小企業CLOの組成も増えているとみられる。

すること、の両者によって実現できる。即ち、望ましい入口要件に求められるのは、
の両者をバランスよく実現する機能である。

本節では、まず、実際に使用されている入口要件について検証する。地方公共団体の募集型中小企業CLOにおいて使われている入口要件には図表3のようなものがあり、経常利益や自己資本比率などが多く使用されていることがわかる。また、各入口要件は、原則として全業種に共通して使用されている。いずれも企業の財務分析において一般的に使用されているものであると言えよう。これらの入口要件のパフォーマンスは、実際のデータを用いた分析によって定量的に評価できる。ここでは、CRDデータを利用し、建設業・製造業・卸売業を取り上げ、代表的な四つの入口要件(自己資本比率、経常利益、営業利益支払利息率、有利子負債対年商)について、デフォルト判別能力の検証を試みた。図表4は、業種ごとに各々の入口要件を変化させていった場合の累積デフォルト率をグラフ化したものである。ここで、累積デフォルト率とは、1999年に決算した(=デフォルトしていなかった)企業について、その後2003年4月までにデフォルトした割合を指す。

これらは、あくまでも当該サンプル期間における事後的な結果に過ぎないため、確定的な結論を導くことはできないが、やや細かく観察すると少なくとも以下のような推論ができる。第一に、従来使用されてきた入口要件の中には、多くの生存先を排除してしまいかねないものも含まれている。第二に、同じ条件であっても、業種によって累積デフォルト率にかなりの差異をもたらす可能性がある。この点は、入口要件を業種別に設定する必要性を示唆する。第三に、入口要件によっては、ある水準を境に累積デフォルト率が急に変化する可能性がある。このことは、入口要件の微妙な設定の違いでデフォルト判別力が大幅に異なりうることを意味する。もちろん、これらの推論を確認するためには、実際のデータを蓄積しつつ、それらを用いて繰返し検証していくことが求められる。

4．入口要件の複数化

デフォルト先数を極力抑えながら、同時に、できるだけ多くの生存先企業を取り込むという二つの機能を追求するための手法として、入口要件を複数同時に課すことが考えられる。実際に地方公共団体が組成している募集型中小企業CLOにおいても、こうした対応が採られている。

そこで、入口要件をどのように組み合わせるべきかを考える場合にも、実際のデータを用いた分析を行えば、事後的にみた定量的判断を下すことが可能となる。図表5は、再びCRDデータを使用し、複数の入口要件のセット(各ケース)について、生存先とデフォルト先がどのように識別されるかについて比較したものである。ケース1は東京都第1回CLOで使用された実際の入口要件のセットであり、ケース2はより厳しい設定、ケース3はより緩やかな設定、ケース4は比較のために全く入口要件を課さないものである⁴。

⁴各ケースの具体的要件は以下のとおり。

この結果は、入口要件を厳しくすると、デフォルト先を取り込んでしまう可能性が低くなる一方で、生存先を過度に排除してしまう可能性を示唆している。この関係を図示すると図表6のようになる。この例では、入口要件として三つの要件を同時に満たすことが求められているため、複数入口要件を通過する企業群はAの部分に該当する。CLOの償還時点では、Aのうち生存先とデフォルト先が判明し、それぞれBとCになる⁵。望ましい入口要件に求められる機能に照らし合わせれば、Cをなるべく小さく抑えながら、Bをできるだけ大きくし、結果的に $C/(B+C)$ (=(累積)デフォルト率)を低く抑えることが求められる。しかし、図表5の結果はとの間には一種のトレードオフのような関係が存在することを示唆しており、適切に複数の入口要件の組み合わせ方を選択していくことは容易ではないと考えられる。

5. スコアリング

こうしたトレードオフを解決する方法の一つとして、クレジット・スコアリングが考えられる。クレジット・スコアリングとは、直観的に言えば、デフォルト判別に有効な情報に統計学的なアプローチに基づいてウエイト付けをして、デフォルトしそうな程度を総合的に計算する仕組みである⁶。スコアリング・モデルの作成にあたっては、以下の三つのステップを踏む。

ステップ1：高いデフォルト説明力のある変数を探索(様々な財務・定性指標を候補とし、統計的な説明力が高い候補を見極める)。

ステップ2：デフォルト説明力の高い変数を複数組み合わせ、様々な微調整等を施してスコアリング・モデルを試作。

ケース1	経常利益が黒字で、自己資本比率が2%以上であり、ストック条件(自己資本比率が10%以上、または、直前2期連続経常利益計上)・フロー条件(平均月商5,000万円以上または直前2期連続売上増)を満たす。
ケース2	経常利益が黒字、純資産倍率1.5倍以上、自己資本比率5%以上、有利子負債対月商10倍以下、売上高経常利益率1%以上。
ケース3	純資産倍率1.5倍以上、自己資本比率5%以上。
ケース4	無し。

⁵ なお、 $A=B+C$ が常に成立する。

⁶ クレジット・スコアリングとは、もともとクレジットカードの認証判定(Consumer Credit Scoring)に利用された手法から発展した、信用リスクを数量的に評価する手法である。近年では、審査の迅速化や(1件あたりの)審査コスト削減といった視点も含めて、中小企業向けとしての自動審査システムとしての導入が徐々に始まっている。その場合、中小企業データベースなどを利用しながら、貸出先企業の定量的・定性的データを統計的手法によって処理することで、デフォルト事象に結びつきうる貸出先毎に固有の特徴(各借手の将来の返済能力)を一つのスコア(評点、デフォルト確率など)で表現し、これによって与信判断を行うこととなる。なお、中小企業金融とスコアリングの関係については、例えば、Frame, Scott W.; Srinivasan Aruna, and Woosley, Lynn, "The Effect of Credit Scoring on Small-Business Lending," (Journal of Money, Credit, and Banking, August 2001, 33(3), 813-825)を、また、日本への適用例については、日本銀行金融市場局金融市場課市場企画グループ「中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書」(日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2002-J-6、2002年7月)を参照。

ステップ3：過去のデータ等を用いて、モデルのデフォルト判別力の確認(シミュレーション)をしながら、更に微調整等を施した上でモデル完成。

ここでは、モデリングにおいて最も重要なステップ1について、CRDデータを用いて、実際に推定を行った。CRDデータから100種類の財務指標およびそれらの前年比、ならびに30種類の定性データ等(総計230種類)の候補変数を作成し、建設業・卸売業について、各々のデフォルト判別力を検定した。なお、分析に用いたデータの欠損値やゼロ値については、いくつかの調整を行った⁷。

検定のプロセスは以下のとおりである。まず、モデルの推定にはプロビット・モデル⁸を利用した。本モデルの推定に用いたデータセットは、生存先についてはランダム・サンプリングを行い、デフォルト企業数と同数の企業を50回抽出して作成された50個のデータセットである⁹。この50個のデータセットについて、被説明変数をダミー変数(デフォルト先は1、生存先は0)とし、230種類の候補変数1つ1つをプロビット・モデルの説明変数とした回帰分析(定数項付き)を行った。その上で、各候補変数について得られる50個の回帰分析結果からt値の平均値を求め、10%水準で有意となる候補変数を抽出した。次に、抽出された候補変数を疑似決定係数順に順序づけした上で、各候補変数間の相関係数行列を計算し、1つでも相関の高い変数(0.4以上)があった場合、疑似決定係数が低い方の候補変数を外した¹⁰。

図表7はその結果を示している。ここからは、業種に隔てなく、資金繰り状況を示す変数、資本(自己資本・総資本)関連の変数、収益関連の変数に高いデフォルト説明力があること、各業種固有にデフォルト説明力の高い変数が見られること、前年からの変化を示す指標も有効な場合があること、が示されている¹¹。

さらに、高い説明力が得られた指標について、前節と同様の方法で、要件内容を変化させていった場合の累積デフォルト率の変化例を見たものが図表8である。前節の図表4と比較するとわかるように、これらの指標の場合には累積デフォルト率との間で比較的明瞭な関係が示されており、データのハンドリングにおいて相応の注意を払えば、実際のデー

⁷ 具体的には以下のような調整を行った。分数の形態を取る指標の場合で、分母がゼロになるときには、分子がゼロのときには当該指標もゼロとして計算し、それ以外ときには欠損値として処理した。業種毎に各指標の標準偏差を計算し、平均値から上下に標準偏差の3倍以内に入らない指標を有する企業データをデータセットから外した。欠損値が30%以上ある指標は候補から外した。前年比を取る場合、前年の数字が負の場合には、前年比の符号を逆転させることとした(例えば指標が-1から-1.5となった場合は-50%と計算)。

⁸ 2値選択モデルのひとつ。例えば、木島正明・小守林克哉『信用リスク評価の数理モデル』(朝倉書店、1999年10月)を参照。

⁹ データ数の制約から、デフォルト先は全データセットに関して共通とした。

¹⁰ プロビット・モデルでは通常の決定係数を用いることができないため、マクファーデンの疑似決定係数を用いた。また、スコアリング・モデルを実際に作成する場合には、多重共線性の問題を極力避ける必要があるため、相関の高い変数を外す扱いとした。

¹¹ この結果は、市場で実際に利用されているスコアリング・モデルで採用される変数の特徴と共通する。たとえば、ムーディーズの提供するスコアリング・モデルでは、収益性指標(経常利益/総資産)、債務カバレッジ指標(当期末処分利益/流動負債)、レバレッジ指標(総負債/総資産=1-資本/総資産)等が用いられている。また、CRDの提供するスコアリング・モデル2では、2期分のデータが必要となる。

タを使用した統計的手法が十分有用であることが示されている¹²。もちろん、これらは、あくまでも当該サンプル期間におけるCRDデータに関する事後的な結果に過ぎず、実務での定着を図る上では、様々なサンプル期間の実際のデータによって繰り返し検証を行う必要があることは言うまでもない。

ステップ2と3を経て、実用的なレベルのクレジット・スコアリング・モデルを構築するためには、具体的な変数の選択や、モデルの微調整などの面で高度な知識やノウハウが要求される。ここではCRDの会員向けに公開されているCRDのクレジット・スコアリング・モデル(モデル2)を利用し、デフォルト判別を試みることにした。具体的には、募集型中小企業CLOにおける現実的な利用法として、入口要件を通過した先に対する審査の段階においてスコアリングが使用されることを想定し、図表5の各ケースに対してスコアリングを実施した。

その結果である図表9の各ケースを直接対照可能な図表5の各ケースと比較すると、クレジット・スコアリングを使用することでいずれのケースでも累積デフォルト率が低下していることがわかる。また、図表9の各ケース同士を比較すると、入口要件を厳しめに複数課した上でクレジット・スコアリングを試みたケースでは生存先の多くを結果的に排除してしまう一方、入口要件を緩めに複数課した上でクレジット・スコアリングを試みたケースでは累積デフォルト率はやや高めとなるものの、多くの生存先を取り込むことができていることもわかる。さらにこれらの各ケースの結果を、クレジット・スコアリングの結果と企業の分布密度との関係を示すグラフにしたものが図表10である。ここでも、結果の数値それ自体を議論することには慎重である必要がある。だが、少なくとも、実際のデータによる検証を繰り返すことができれば、「デフォルト先企業を裏付資産に取り込まないようにしつつ、できるだけ多くの生存先企業を取り込み、その結果として累積デフォルト率を低く抑える」ためには、事前のクレジット・スコアリング結果のどの水準で線引きをすべきかについて、ある程度定量的な判断が可能となることが示唆されている。

6. おわりに

本稿の分析結果からは、実際に使用されている入口要件のなかに、必ずしも本来の機能を十分に果たしていないものが混在している可能性が示唆された。また、入口要件を利用しつつも、クレジット・スコアリングを審査などで付加的に使用するだけでも、「デフォルト先企業を裏付資産に取り込まないようにしつつ、できるだけ多くの生存先企業を取り込み、その結果として累積デフォルト率を低く抑える」という目的をよりよく達成しうる可能性も示唆された。これらの結果を実際のCLOスキームの設計に活用していくためには、今後、実際のデータによって繰り返し検証を行っていくことが不可欠である。

より重要なことは、こうした分析を通じて、募集型中小企業CLOのスキームの入口要件の設定について、適切なデータと分析ツールを用いることで、どの入口要件を選択する

¹² 図表8からわかるとおり、スコアリング・モデル作成過程の副産物として、ステップ1を通じて有効な入口要件の候補が見出され得る。

か、それらをどう組み合わせるか、といった点について、より定量的な評価や判断を下すことができることを確認した点にある。また、クレジット・スコアリングを審査段階などにおいて利用することも、こうした方向性に資することが確認できた点も重要である。

このように、分析結果から具体的で安定的な結論を得るとともに、分析ツールの洗練を図って行くためには、実際に組成されたCLOの裏付資産のパフォーマンスについて開示が蓄積され、それによって分析を繰返し検証していくことが必要である(Box 参照)。こうして、モデルの特性や解釈の方法に対する「手触り感」のようなものが形成されていけば、情報開示のあり方に対するフィードバックとなると同時に、CLO市場における価格評価が円滑化していくことが期待される。

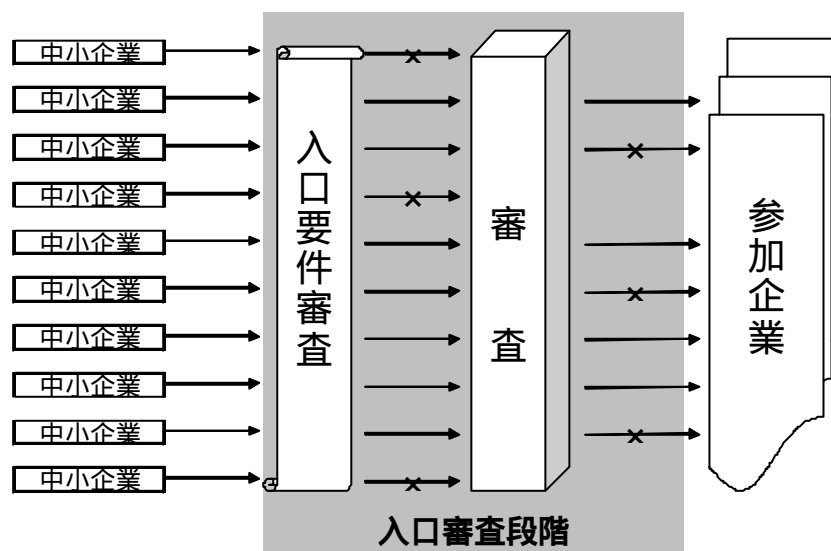
以 上

図表1 地方公共団体・政府・政府系金融機関によるおもな募集型中小企業C L O

地方公共団体・政府・政府系金融機関	名称・号数、実施時期等
東京都	第1回(00年3月)、第2回(01年3月)、第3回 - A,B方式(02年3月)、第4回 - A,B,C方式(03年3月)、第5回 - A,B,C方式(04年3月)
福岡県	新金融システム(02年7月)
大阪府	A方式第1回(02年11月)、B方式第1回(03年1月)、A方式第2回(03年5月)、A方式第3回(03年9月)、A方式第4回(04年度中予定)
大阪市	第1回(03年7月)、第2回(03年12月)
千葉県	千葉県C L O(04年3月)
宮城県・和歌山県・鳥取県・佐賀県	複数県連携型C L O(04年7月実施予定)
横浜市・大阪市・神戸市	政令指定都市連携C L O(04年度中実施予定)
川崎市・横浜市・東京都・神奈川県	広域C L O(東京都第6回、04年度9月実施予定)
埼玉県	- (今後実施予定)
中部経済産業局	中部C L O - A,B方式(A方式は04年7月実施予定)
商工組合中央金庫	第1回商工中金C L O(03年9月)
中小企業金融公庫	- (04年度中実施予定)

注：CBOを含む。実施時期は、原則としてABS、ABCP、信託受益権等が発行された時点とした。

図表2 募集型中小企業C L Oの仕組み

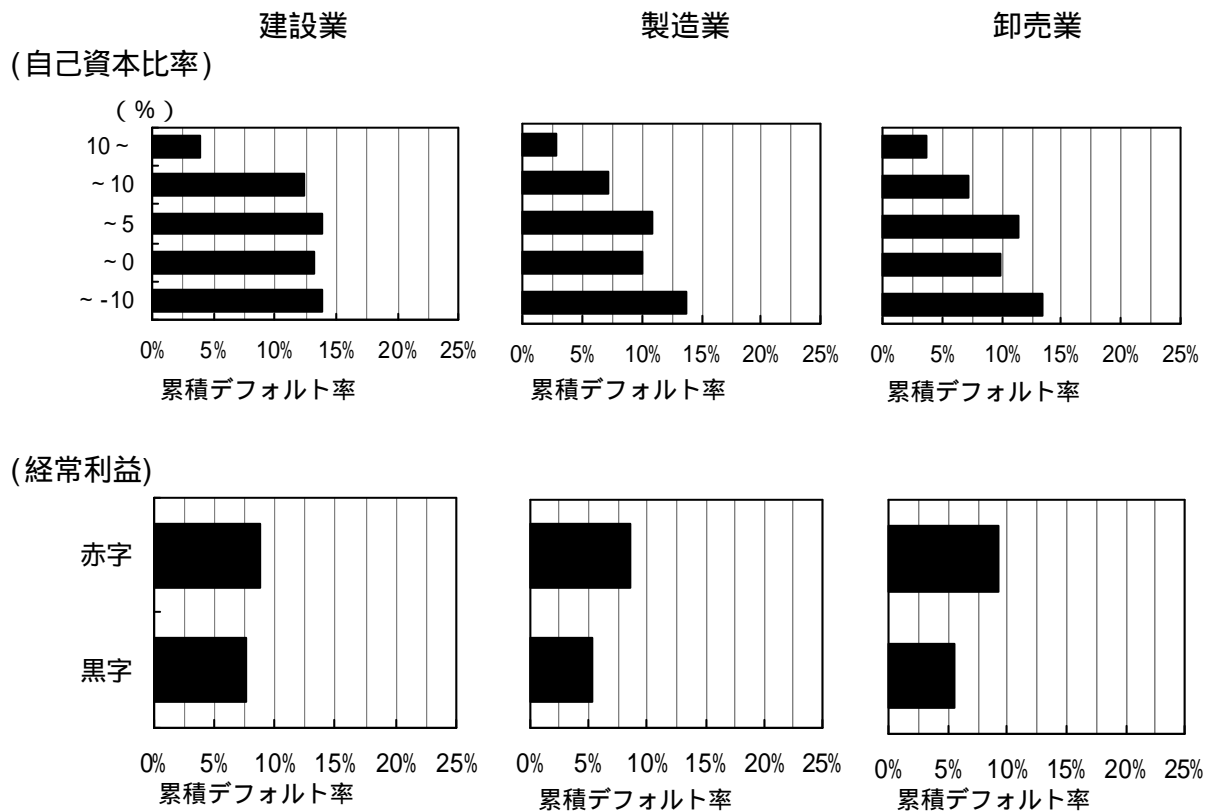


図表3 地方公共団体・政府・政府系金融機関の募集型中小企業CLOの入口要件例

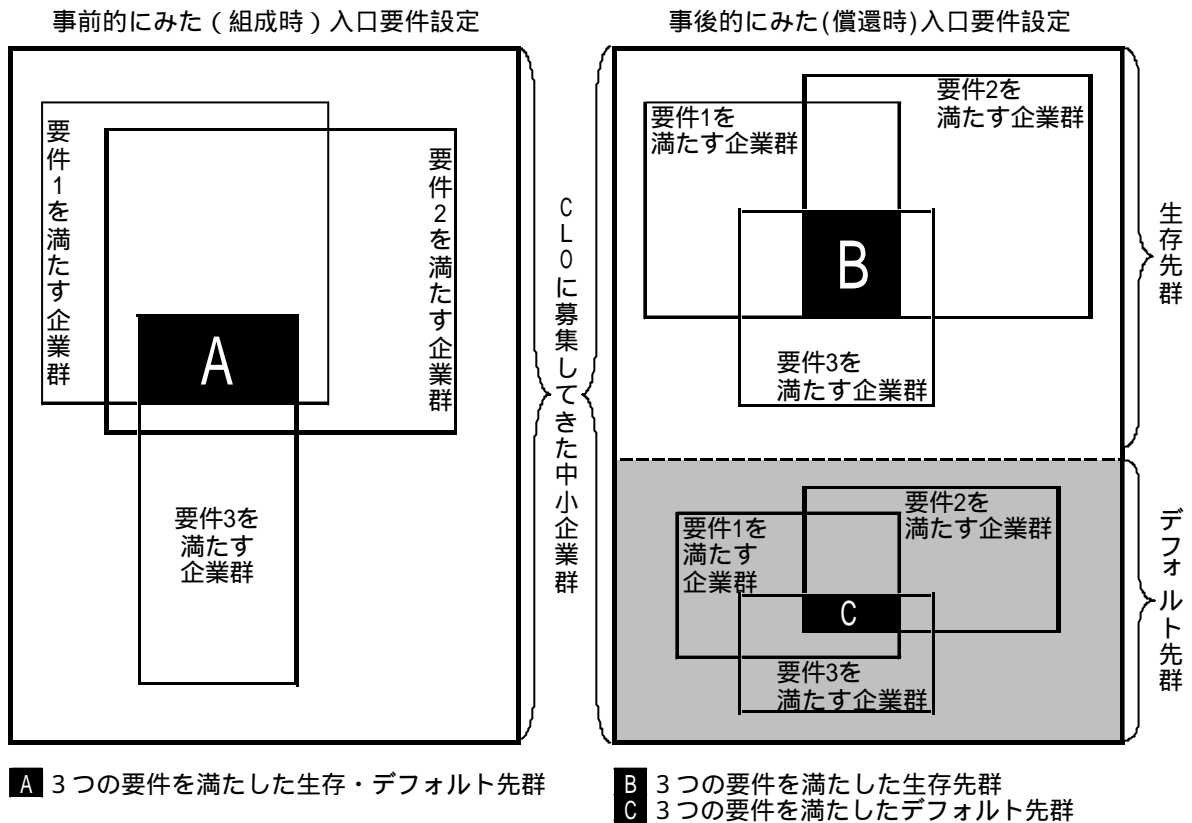
指標名称	主な設定条件	例
自己資本比率	# %以上	東京都、大阪市、千葉県、複数県連携型、中部経済産業局
売上高	# 億円以上・以下	東京都、大阪府、中部経済産業局、商工組合中央金庫
経常利益	黒字	東京都、福岡県、大阪府、大阪市、千葉県、複数県連携型、中部経済産業局、商工組合中央金庫
売上高経常利益率	# %以上	東京都、大阪市
純資産倍率	# 倍以上	東京都、大阪府、大阪市
有利子負債倍率	# 倍以下	大阪府、大阪市、複数県連携型、中部経済産業局、商工組合中央金庫
業歴	# 年以上	福岡県、大阪市、千葉県、複数県連携型、中部経済産業局

注：例に示した名称は、2000年以降に当該地方公共団体・政府・政府系金融機関等が取り組んでいるCLOを指す(図表1参照)。なお、売上高は、貸出額が一定水準を超える場合に設定される場合が多く、デフォルト先を見極めるための入口要件としては必ずしも設定されていない、と考えることもできる。

図表4 入口要件例と累積デフォルト率



図表6 入口要件(複数の場合)の概念図



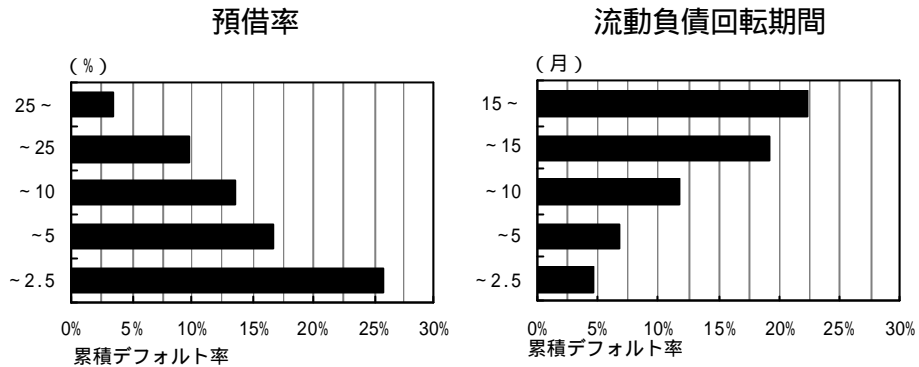
図表7 検定によって選ばれた変数例

	建設業	卸売業
1	売上高経常利益率	売上高経常利益率
2	自己資本比率	自己資本比率
3	純資産倍率	純資産倍率
4	有利子負債対年商	有利子負債対年商
5	預借率	一人あたり経常利益
6	資本回転期間	従業員数対数
7	流動負債回転期間	売上債権対買入債務比率増減ダミー
8	売上総利益支払利息・割引率比率	減価償却率
9	総資本売上高率	売上総利益支払利息・割引率比率
10	売上債権回転日数	預借率増減ダミー
11	預借率増減ダミー	有利子負債利率
12	売上高営業費用率	総資本経常利益率

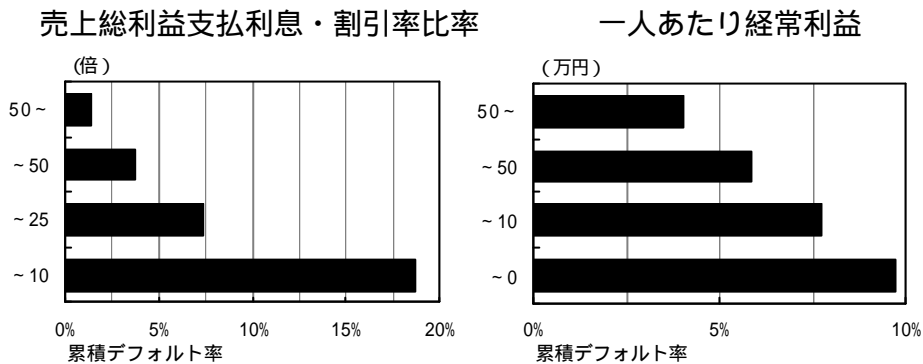
注：1～4の指標は市販のスコアリング・モデルで用いられることが多く、図表4でもデフォルト判別の有効性が確認された指標(ただし、全指標とも上位25位以内に入った)。5以降の指標は検定のプロセスを経てデフォルト説明力の高い順に並べた。分析にはCRDデータを利用し、プロビット・モデルを推定した。なお、表中にある 増減ダミーとは、前年からの の増減をダミー変数化した指標。

図表8 検定によって選ばれた変数例と累積デフォルト率

(建設業)

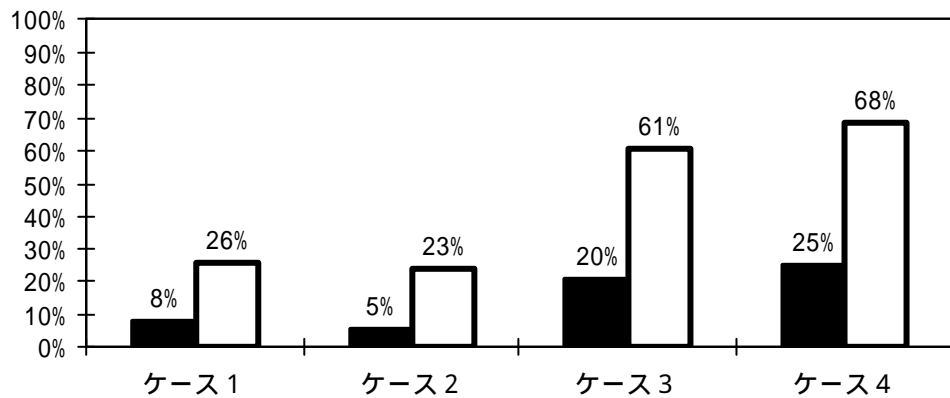


(卸売業)



注: 図表4の注参照。

図表9 複数入口要件・スコアリングと通過比率



累積デフォルト率	2.7%	2.0%	2.9%	3.3%
	(5.2%)	(3.0%)	(6.2%)	(8.4%)

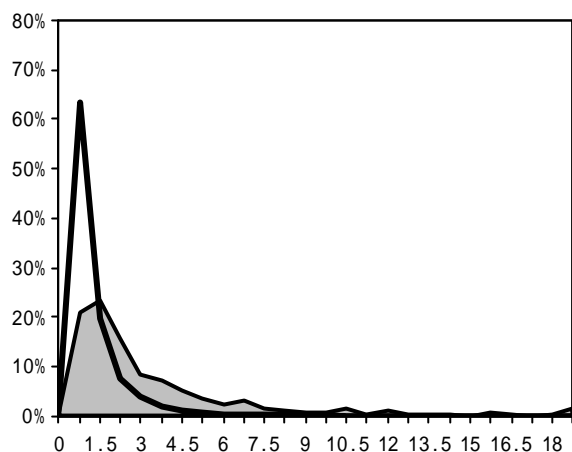
: 全デフォルト先のうちデフォルト確率が1.5%以下の比率。

: 全生存先のうちデフォルト確率が1.5%以下の比率。

注: スコアリングにはCRDのスコアリング・モデル2を利用。各ケースを適用する前のCRDデータ全体の累積デフォルト率は8.4%。なお、括弧内は、複数の入口要件のみを課した場合の累積デフォルト率と比較対照するため、図表5の結果を再掲したもの。

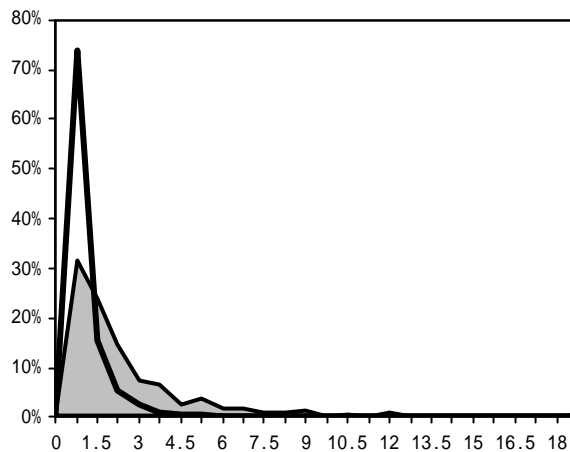
図表10 生存先・デフォルト先に見たデフォルト確率の分布

(ケース 1)



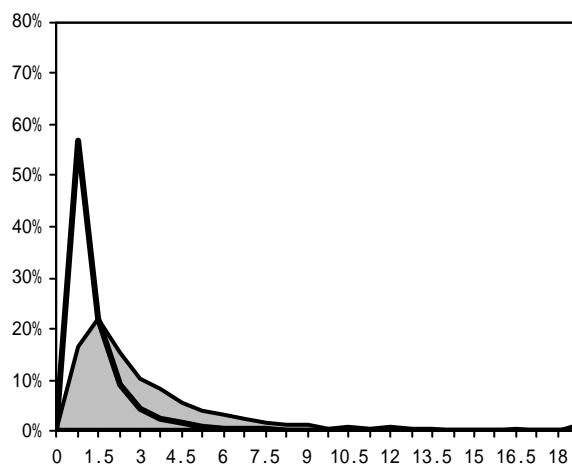
：生存先の分布 ：デフォルト先の分布
平均：0.96%(生存先) 3.20%(デフォルト先)

(ケース 2)



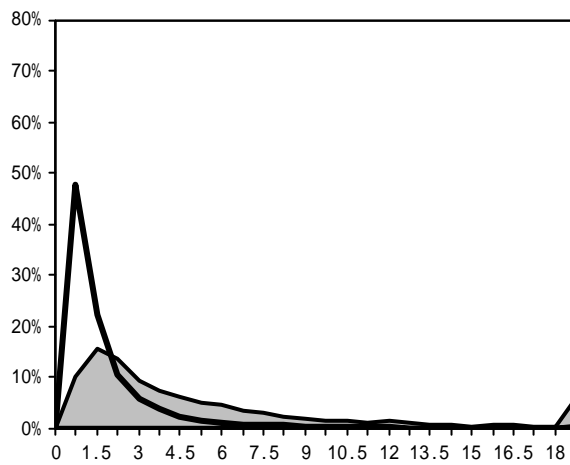
：生存先の分布 ：デフォルト先の分布
平均：0.70%(生存先) 2.22%(デフォルト先)

(ケース 3)



：生存先の分布 ：デフォルト先の分布
平均：1.12%(生存先) 3.28%(デフォルト先)

(ケース 4)



：生存先の分布 ：デフォルト先の分布
平均：1.60%(生存先) 5.42%(デフォルト先)

注：横軸はデフォルト確率、縦軸は各デフォルト確率に関する企業数の分布密度。生存先/デフォルト先それぞれの総面積が100%になる様に設定。

Box 東京都第1回CLOについて¹

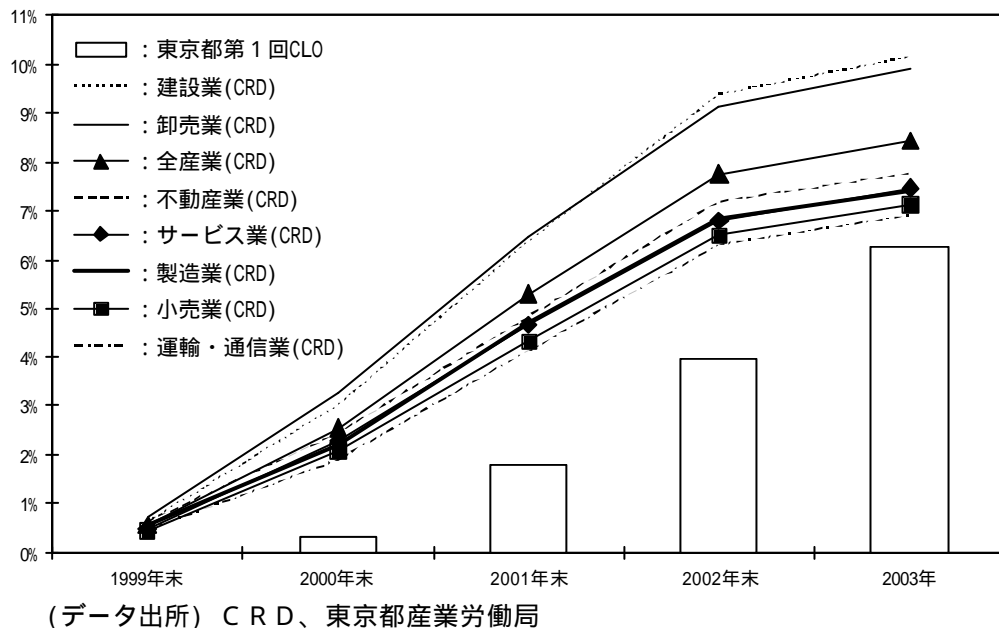
このBoxでは、わが国における募集型CLOの主要な一角を占める「地方公共団体によるCLO」の中で先駆的な役割を果たしてきている東京都CLOのうち、2000年3月に組成され、2003年4月に償還を迎えた第1回CLOに係るデータ(裏付資産を構成する企業の財務データ等)を用いて簡単な分析を試みる。本CLOの裏付資産の累積デフォルト率は、東京都産業労働局によると6%台(6.32%<金額ベース>、6.90%<件数ベース>)であった(Box 図表1)。これをCRDデータによる当該時期の累積デフォルト率と比較してみたのが、Box 図表2である。CRDデータの対象企業を中小企業全体の近似的な「母集団」と考えれば、データの制約による様々な留意点に注意する必要があるものの、東京都第1回CLO参加企業の累積デフォルト率は「平均的水準」よりも低かったと言ってよいであろう²。

Box 図表1 東京都第1回CLOの概要

業種	東京都CLO	うち入手先
建設業	155先	90先 (10先)
製造業	333先	109先 (4先)
卸売業	537先	152先 (19先)
小売業	109先	10先 (1先)
サービス業	330先	66先 (4先)
運送倉庫業	43先	7先 (0先)
不動産業	71先	31先 (1先)
全産業	1578先	465先 (39先)

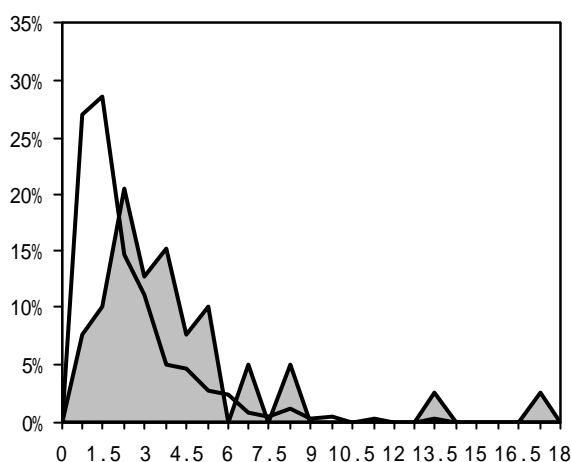
注:「東京都CLO」の項目は、東京都第1回CLO全参加先の90%以上をカバーしたアンケート調査(東京都産業労働局『「CLO企業アンケート」の結果について』、2000年6月)より引用した業種別企業数。「うち入手先」の項目は、東京都第1回CLOに参加した企業のうち本Boxで分析に用いた465社(括弧内はデフォルト先数)の業種別内訳。

Box 図表2 累積デフォルト率



Box 図表3は、図表10と同様にクレジット・スコアリングの結果と東京都第1回CLOに参加した企業(465社)の分布密度との関係を示している。結果をみると、生存先の分布の山はデフォルト先の分布の山よりも左側にある(両分布の平均デフォルト確率は、前者が約1.9%、後者が約3.6%)という意味で、クレジット・スコアリングを入口審査に用いたとすれば、一定の効果を発揮した可能性があることが示唆される。もっとも、CRDデータを使用した図表10に比べ、東京都第1回CLO参加先に関する各分布はかなりの凸凹があるほか、両者の山が近接しているため、例えばデフォルト確率1.5%で線引きをしても、全デフォルト先のうち18%を取り込んでしまうなど、実用的には難しい面が残っており、より多くのデータ数を用いた分析の蓄積が求められよう。

Box 図表3 デフォルト確率の分布



：生存先(426先)の分布 ：デフォルト先(39先)の分布
注：横軸はデフォルト確率、縦軸は各デフォルト確率に関する企業数の分布密度。各分布の総面積が100%になる様に設定。

¹ 本データは、東京都産業労働局より特に提供を受け、また、分析結果の公表についての了解を得たものである。記して感謝したい。なお、本CLOの結果概要については、東京都産業労働局、「第1回債券発行<CLO>の結果報告」(2003年7月)を参照されたい。

² 累積デフォルト率の計測基準が異なるため、厳密に言えば、CRDベースの累積デフォルト率と第1回東京都CLOの結果を単純に比較できない。しかし、計測基準の差異としての以下の2点を考慮しても、結果は然程大きく影響を受けないと判断できる。

CRDは決算書数ベースでの計数である点

- ・無作為抽出によるデータであれば、企業数ベースでの累積デフォルト率を算出可能。それによると、全産業での累積デフォルト率は7.2%(企業数ベース、2000年3月～2003年4月)。

計測期間が異なる点

- ・東京都第1回CLOでは99年の決算書を企業が提出していると考えられ、かつ参加企業は少なくとも2000年3月のCLO組成始時点までは生存している。このため、99年時点でデータが存在し、かつ2000年時点で存在している企業に関する累積デフォルト率をCRDデータから算出した。
- ・なお、計測期間を東京都CLOベースに近づけると、CRD決算書数ベースの累積デフォルト率(=2003年末時点で取得可能であった時期<9月頃>までの累積デフォルト率<8.4%>-1999年末までの累積デフォルト率<0.6%>)は7.9%。同様の定義で、東京都第1回CLOの業種別シェアで加重平均した累積デフォルト率は7.8%。

用語解説

以下は、本文で用いた証券化に関する用語についての簡単な解説です。異なる定義付け・用例はあり得ますが、あくまでも本報告書の中での意味合いを説明したものです。

1．証券化スキームに関わる主体に関するもの

オリジネーター	証券化の対象となる資産（原資産）を保有している主体のこと。証券化に際して、その対象資産をSPVに譲渡することから、「セラー」とも呼ばれる。
アレンジャー	証券化の仕組みを主導的な立場で作り上げる主体のこと。証券会社、銀行、ファイナンス会社などがアレンジャーとなる場合が多い。なお、ABC等の仕組みを、銀行が信用補完を提供しつつアレンジする場合、当該銀行はスポンサー銀行とも呼ばれる。
原債権者・原債務者	証券化の対象となる資産が債権である場合に、それを「原債権」、その債権者、債務者を「原債権者」、「原債務者」とそれぞれ呼ぶ。
SPV (Special Purpose Vehicle)	証券化を始めとする資産の流動化スキームにおいて、資産の譲り受け、証券の発行などを行う主体となるものを指す（SPE＜Special Purpose Entity＞とも呼ばれる）。組織形態として、会社その他の法人、組合、信託などがある。本報告書では、SPVのうち、会社形態のものをSPC（Special Purpose Company）と呼び、会社形態以外のものを含める場合をSPVと呼んでいる。
サービサー	証券化において、SPVに譲渡された債権について、SPVに代わって、SPVのために管理・回収を行う者のこと。金銭債権の証券化においては、オリジネーターがサービサーとなることが多い（当初サービサー）。また、当初サービサーが業務を継続できなくなる場合に、当初サービサーに代わってサービサーとなる主体をバックアップ・サービサーと呼ぶ。

2．証券化の基本的な仕組みに関するもの

トランチ (トランシェ)	証券化商品において、元利金の支払順位により区別された各階層のこと。元利金支払いが優先される順からシニア、メザニン、エクイティと呼ばれる。なお、複数のトランチを設けることにより、投資家間で元利払いの順位に差が生じることを、優先・劣後構造という。
信用補完	原債務者のデフォルトなどに起因する原資産の劣化のために、裏付資産から生じるキャッシュフローが滞る場合にも、証券化商品の元利払いが滞らないよう施す措置を指す。信用補完措置のうち、優先・劣後構造や、証券化商品の額面を上回る資産をSPVに譲渡する（超過譲渡）など、「原資産を譲渡し、そこから生じるキャッシュフローを裏付けに元利払いを得る」という証券化の基本的仕組みの中での工夫によるものを「内部信用補完」、第三者が保証を付すなど証券化の基本的仕組みの外から信用補完を得るものを「外部信用補完」と呼ぶ。

真正譲渡性	オリジネーターからSPVへの原資産譲渡が、法的に譲渡取引とみなされること。真正譲渡性が確保されず、オリジネーターからSPVへの原資産譲渡が原資産を担保とした金融取引とみなされると、オリジネーターの破綻時等に、原資産からSPV（ひいては証券化商品の保有者）へのキャッシュフローが滞るリスクがある（典型的には、オリジネーターが会社更生手続に入った場合に、SPVが更生担保権者となると、SPVの原資産からの元利金回収は大きな制約を受ける）。こうしたリスクを遮断するために、真正譲渡性の確保が重要となる。
倒産隔離性	SPCが、不測の事態（例えば、SPCの出資者たるオリジネーターの破綻や、取締役の想定外の行動）により倒産し、業務の継続ができなくなることがないように、仕組まれていること。具体的には、SPCの出資と議決権の切り離しや、中立的な第三者（弁護士、会計士等）の取締役就任などの措置が採られる。

3. 証券の種類に関するもの

シンセティック型債券	<p>オリジネーターが保有する貸付債権等を自らのバランスシートに残したまま、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を利用して信用リスクのみを移転し、そのCDSから生じるキャッシュフローを裏付資産（の一部）として発行される債券を指す。</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 10px; margin: 10px 0;"> <p style="text-align: center;">【シンセティック型債券の基本的な仕組み】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ CDSは、債券や貸付債権などの現物資産の譲渡を伴わずに、一方の当事者（プロテクションの買い手）が他方の当事者（プロテクションの売り手）に企業等のクレジットリスクを移転する契約形態である。 ・ プロテクションの売り手は、一定のプレミアムを受け取るかわりに、参照企業等について倒産等のイベント（信用事由）が発生した場合に、プロテクションの買い手に対して現物資産の市場価値の減価等に伴う損失を補填する。 ・ シンセティック型債券では、オリジネーターがプロテクションの買い手、SPVがプロテクションの売り手となり、オリジネーターが支払うプレミアムが証券化商品の利払い・配当の原資となる（発行払込み金は国債等の安全資産で運用される）。 ・ 参照企業等に信用事由が発生し、SPVがオリジネーターに対し損失を補填すると、（それが信用補完の枠に収まらない場合、）証券化商品の元利払が目減りすることとなる。 </div> <div style="text-align: center; margin-top: 10px;"> <pre> graph LR O[オリジネーター] <--> CDS契約 SPV[SPV] O -- "プレミアム支払い" --> SPV SPV -- "証券発行" --> I[投資家] I -- "払込み金" --> SPV SPV -- "元利払い" --> I SPV -- "払込み金運用" --> G[国債等] </pre> </div>
------------	---

パススルー型債券	裏付資産から回収された元本を、全額、毎月（又は毎計算期間・元本償還サイクル毎）元本償還に充当する方式を採用する証券化商品等を指す。
バランス・シート型 C L O (Collateralized Loan Obligation)	オリジネーターが、自らのローン・ポートフォリオの圧縮やリスク特性の組み換えを目的として、保有するローンを裏付けとして発行する C L O を指す。なお、このように、オリジネーターの財務戦略に基づくものでなく、ローンの流通市場等から裏付資産となるローンを集めて組成する C L O を、アービトラージ型と呼ぶ。
募集型 C L O	オリジネーターが、一定期間に亘って、証券化することを前提としたローンの借入希望を募り、応募した借入希望先のうち、一定の審査要件を通過した先に対して実行したローンを裏付けとして発行する C L O を指す。
住宅金融公庫の買取型 R M B S (Residential Mortgage-Backed Securities)	一定の民間住宅ローン債権を住宅金融公庫が買取り、これを（公庫の貸付債権と混合して）担保に発行する財投機関債。2003 年 10 月より同債券を発行するための業務が開始された。なお、住宅金融公庫の証券化支援事業として、このほかに、一定の民間住宅ローンに公庫が債務保証特定保険を付し、そのローン（これを信託した信託受益権を含む）を担保として、民間 S P V により発行された債券等にかかる債務の支払いについて公庫が期日どおりの元利払いを保証する、「保証型 R M B S 」にかかるスキームが、2004 年度下期から開始される予定である。
C M O (Collateralized Mortgage Obligation)	住宅ローンや R M B S からのキャッシュフローを、投資家の多様なリスク選好に合わせて、様々な償還期限のキャッシュフローに組み替えるなどした商品を指す。

4 . 証券化商品のリスク分析等に関するもの

フロード・リスク	金銭債権の証券化において、原債権（の一部）からの回収金が、原債権者の不正行為（存在しない債権が存在するように見せかけるなど）により減少するリスク。
ダイリューション（希薄化）・リスク	金銭債権の証券化において、原債権（の一部）からの回収金が、原債務者からの相殺等により減少するリスク。
コミングリング・リスク	サービサー破綻時に、回収金がサービサー自身の資金と混同（コミングリング）し、破産財団等に組み入れられることにより、証券化商品の元利払いが遅延・減少するリスク。
期限前償還リスク	R M B S の原資産となる住宅ローンが、借り換えや転居等により、契約上の償還期限より前に返済される結果、R M B S のリスク・リターン特性が変化するリスク。こうしたリスクを織込んで R M B S の価格評価を行うために、期限前償還の進捗率の予測を試みる統計的モデルを、期限前償還モデルという。
パイプライン・リスク	証券化を前提とした住宅ローンの貸出を行う場合、貸出と証券の発行との間に一定のタイムラグが生じ、この期間（パイプライン）中の金利上昇が一種の金利リスクとして認識される。これをパイプライン・リスクと呼ぶ。