

2003年6月11日
日 本 銀 行

「資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキーム」
(4月8日付け提案)に対するご意見と日本銀行としての考え方

1. はじめに

2. 寄せられたご意見と日本銀行の考え方

(1) 中堅・中小企業関連資産の証券化に対する組成・投資ニーズ

(2) 買入対象証券

(3) 対象証券の買入価格・買入基準

(4) 政府・政府系金融機関との連携

(5) 資産担保証券市場の整備

(6) スキームに関するその他のご意見

3. 資産担保証券市場が発展するための課題

4. 今後の進め方

1. はじめに

日本銀行は、4月8日の金融政策決定会合での決定を受けて、「資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキームに関する提案」を公表し、幅広く市場関係者の皆様からのご意見を求めました（質問事項は別紙1参照）。日本銀行の提案に対しては、締切り日の5月9日までに、銀行、証券会社、一般事業法人、関係官庁等40先から書面でコメントをお送り頂きました（受領先は別紙2参照）。このほかにも、日本銀行金融市場局および各支店での面談等を通じ、中堅・中小企業を含む幅広い関係者の皆様から、貴重なご意見を頂きました。コメントをお寄せ頂いた先をはじめ、関係者のご協力に厚く感謝申し上げます。

本日の金融政策決定会合では、寄せられたご意見を踏まえ、日本銀行による資産担保証券の買入スキームについて議論し、その骨格を決定しました（決定内容の詳細については公表資料「資産担保証券買入スキームの骨子」を参照）。以下では、頂いたご意見の概要と、それらについての日本銀行としての考え方をご説明します。

2. 寄せられたご意見と日本銀行の考え方

(1) 中堅・中小企業関連資産の証券化に対する組成・投資ニーズ

イ. 中堅・中小企業向け貸付債権の証券化ニーズ

以下、線で囲んだ部分は寄せられたご意見の概要です。数字を付した用語については本資料末の用語解説をご参照下さい。

オリジネーター¹やアレンジャー²からは、貸付債権の証券化ニーズは強いとのコメントが寄せられました。ただし、オリジネーターがエクイティ部分³を保有する場合には、銀行にとって自己資本が十分に解放されないことなどを理由に、証券化ニーズはその分小さくなるとのコメントも一部にありました。

地域金融機関からは、優良貸付債権については証券化ニーズが強くなく、要注意先向け貸付債権まで含めないと効果はないのではないかと、証券化ノウハウが十分でない、との指摘がありました。ただし、他の金融機関と連携し、共通の証券化プログラムを組成・提供するといったアイデアも出されるなど、関心を示す先もありました。

銀行等が自らの貸付債権を証券化する場合、自己資本負担の軽減を図る観点からは、エクイティ部分の保有比率を極力抑制することが必要となります。一方で、投資家からみた場合、オリジネーターは資産担保証券の裏付けとなる債権の原債務者について十分な情報を有していることから、オリジネーターが組成証券のリスクを一定程度分担していることは、モラルハザードの抑制効果を期待することができるなど、証券のリスクを判断する上で一つのシグナルの役割を果たすと考えられます。

日本銀行としては、今回の買入対象証券の適格性を判定するに当たっては、債権回収の確実性を高め、将来の損失を抑制する工夫が十分になされているかを検証していくことが必要と考えています。そうした観点から、オリジネーターがエクイティ部分を保有しているか否かといった点も考慮したいと考えています。

地域金融機関による取組みについては、「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」（金融審議会金融分科会第2部会リレーションシップバンキングのあり方に関するWG報告書、2003年3月）でも触れられているように、日本銀行としては、地域を超えたリスク分散プールを組成する取組みが進むことを期待しています。

ロ．売掛債権の証券化ニーズ

売掛債権の証券化については、企業、金融機関の両方から、ニーズは高いとのコメントが寄せられました。その一方で、譲渡禁止特約⁴の存在およびこれを解除することに伴う風評リスクに対する心理的抵抗が強いこと等を理由に、証券化のハードルは高いとの指摘も少なくありませんでした。

日本銀行としては、中堅・中小企業の資金調達のための裏付資産として、売掛債権の潜在的な有用性が十分発揮されるよう、法制度や市場慣行面等の整備について、引続き関係者と連携して努力していきたいと考えています（詳細は後述）。

ハ．投資家の投資スタンス

現在の低金利環境下において、資産担保証券に対する潜在的な投資意欲は強く、A格以上の資産担保証券については国内投資家層は拡大しつつあるとの見方が多く示されました。

一方、BB格以下のメザニン部分⁵・エクイティ部分については、投資パフォー

マンスを評価するデータの不足や中堅・中小企業関連資産プールのリスク分析手法が確立されていないこと等から、現状では、ほとんど投資家が存在していないとの見方が多く示されました。また、海外投資家は、日本の信用リスクを取ることに引続き慎重との見方も示されました。

なお、B B B格については、A格以上と同様、投資家層が十分に拡大しているという見方と、B B格以下と同様、現状では投資家は十分に存在しないとの相異なる2つの見方が示されました。

日本銀行としては、投資家の潜在的なニーズが確認されたことも踏まえ、投資家層の拡大に繋がるよう、関係者とも連携して資産担保証券市場の発展を支援していきたいと考えています。具体的な買入スキームの決定に当たっては、「市場整備」という観点を重視したいと考えています。例えば、格付の低い資産担保証券への投資家が存在しないことの一因が、投資家の投資判断やリスク分析に資するようなデータの不足によると考えられることから、買入れた証券のデータの開示についても前向きに検討していく方針です（詳細後述）。

（2）買入対象証券

買入対象証券に関しては、それぞれの立場から多様なコメントが出されました。

イ．買入対象証券の信用度

現在、投資家層の薄い下位メザニン部分やスーパーシニア部分⁶等を日本銀行に買入れて欲しいとの意見を多く頂きました。

また、日本銀行によるシニア部分⁷、上位メザニン部分等の買入れについては消極的な意見があった一方、できるだけ幅広い階層について買入れて欲しいという意見もありました。

日本銀行としては、B B B格ないしB B格のメザニン債について、信用リスクは相対的に高いものの、市場において投資家が必ずしも十分に存在しないことから、市場整備の観点から、買入対象に含めることが適当と判断しました。なお、シニア部分・上位メザニン部分のA B S⁸およびA B C P⁹についても買入対象に含めることとしましたが、これらについては市場において十分に投資家

が存在することから、日本銀行に対し売却希望が多く寄せられるとは考えていません。実際の買入に当たっては、買入総額を設定するとともに、とくにABSについては、1トランシェ¹⁰ 当たりの上限を設定することにより、円滑な価格形成を極力歪めないよう配慮する方針です。

ロ．シンセティック型債券

シンセティック型債券¹¹ も買入対象にして欲しいとの意見が出されました。とくに銀行の与信余力の拡大に寄与することや現に投資家層が薄いことに配慮し、スーパーシニア部分に日本銀行が関与して欲しいとの意見が示されました。これに対して、スーパーシニア部分への投資家層は保険会社を中心に十分存在し、日本銀行の関与が有効とは考えられない、との意見も聞かれました。

わが国においてシンセティック型債券の発行ニーズが強い背景には、債権を現実に譲渡する方法を取ると、債務者承諾の取得や登記手続に多大な手間を要することが挙げられます。このような点も考慮すると、使い勝手の良いインフラが十分に整備されていない状況の下では、当面、デリバティブ取引を利用したシンセティック型債券が多く発行される可能性が高いとみられます。

日本銀行としては、こうした市場の現状を踏まえ、シンセティック型債券も買入対象に含めることとしました。ただし、中堅・中小企業金融の円滑化を図るという政策の目的に沿う形で、参照資産の設定がなされている必要があると考えています。また、日本銀行法上買入可能な資産は手形・債券に限定されるため、直接の買入対象はSPC¹²の発行するクレジットリンク債¹³となります。

ハ．信託受益権¹⁴

資産流動化商品として、現状最も普及度が高いことを踏まえ、信託受益権も買入対象として欲しいとの意見が出されました。

現状、信託機能を活用した資産流動化は法律・手続面での使い勝手が良く、資産担保証券市場の拡大を図る上で、信託受益権の意義は大きいと考えられます。ただし、信託受益権は、日本銀行法上定められた買入可能資産（手形・債券）には含まれていません。また、中央銀行が民間の信用リスクを負担することは異例の措置であるだけに、買入を行う場合には、透明性の高い買入方式であることが求められます。この点、中堅・中小企業関連資産を裏付けとした

信託受益権の市場価格や市場での取引状況に関する情報は、現状では、公募方式のABSと比べ、十分なものとは言えません。このため、今回の買入れにおいては、信託受益権は対象外とせざるを得ませんでした。信託受益権が、資産担保証券市場の重要な一翼を担っていることは、日本銀行としても十分認識しており、今後関係者の取組みにより、その特性を活かす形で市場がさらに発展することを期待しています。

二．買入対象証券の裏付資産

ノンバンクをオリジネーターとする貸付債権やリース債権等、中堅・中小企業関連資産全般を、買入対象証券の裏付資産に含めることを検討して欲しいとの要望が寄せられました。

こうした要望を踏まえ、今回の買入対象証券の裏付資産は、当初提案した貸付債権および売掛債権に限定することなく、リース債権等、中堅・中小企業金融の円滑化に資する債権を広く対象に含めることとしました。なお、貸付債権は、オリジネーターが銀行であるものに限らず、ノンバンクによるものも買入対象に含まれます。

ホ．買入対象証券の満期

ABCPの満期については、2~3ヶ月から1年程度までを望むコメントが多く寄せられました。また、1ヶ月未満のものを対象に含めて欲しいとの声も聞かれました。ABSの満期については、3~5年程度までを望むコメントが多く寄せられました。

日本銀行としては、今回の買入措置の対象となるABCPの満期は、1年以内とする方針です。ABSの満期は、3年以内とする方針です。これは、市場で現在発行されている中堅・中小企業関連資産を裏付けとする資産担保証券の満期が3年程度のものが多いこと、日本銀行にとっての信用リスク管理上の観点からも3年程度が適当と考えられることを踏まえたものです。

(3) 対象証券の買入価格・買入基準

イ．買入価格

買入れに当たっては市場の価格形成を歪めることのないよう、市場価格を

ベースとすべきとのコメントが多数寄せられました。また、一つのランシェを全額日本銀行が購入することは適当でなく、買入比率にも上限が必要との指摘が多く寄せられました。公募債¹⁵・私募債¹⁶ともに、流通市場はほとんどないため、実勢市場価格を把握すること、とくに私募債については価格に関する公示性のあるデータを入手することは難しいとの意見が寄せられました。従って、実勢市場価格に依拠した買入価格を設定することは困難との見方も多く示されました。どのような買入価格の決定方法を採用にせよ、日本銀行は明瞭な買入基準を公表することが必要との指摘もありました。

これらの意見を踏まえ、日本銀行としては、市場での価格形成に及ぼす影響を最小化するための工夫として、A B C Pは入札を通じて買入価格を決定し、またA B Sは公募債のみの買入れを行うこととしました。また、1銘柄毎の買入比率にも上限を設定することとしました。

ロ．私募債の買入価格

私募債の買入価格を決定する方法として、以下のようなアイデアが示されました。

社債の年限・格付別のスプレッド¹⁷を参考に上乗せ幅を決定する。

社債、クレジットデフォルトスワップ¹⁸の実勢価格を参考に、A B Sとのスプレッド差を計算し、適正価格を推計する。

外部格付に対応する期待損失率をスプレッドとする。

投資家への一部販売を前提として、投資家販売価格の平均値とする。

各金融機関から実勢市場価格を聴取し、その平均や最頻値を買入価格とする。

市場価格が明確に存在しない場合の買入価格に関し、日本銀行に対しアドバイザーの役割を果たす準備がある。

一方で、買入価格表¹⁹に基づいて実際の買入れを実施することは、銘柄の相違や複数の格付機関の存在等を考えると困難との指摘も少なくありませんでした。

日本銀行としては、私募債については、現時点では、公正かつ透明な買入基準価格を決定する方法を定めることが困難なため、買入対象には含めないことが適当と判断しました。一方、A B C Pは公募形式で発行されている訳ではありませんが、流通市場においてある程度取引も行われているため、入札により買入れを行うことは可能と判断しました。

(4) 政府・政府系金融機関との連携

イ．民間参加者からの政府系金融機関への要望

流動性補完や信用補完、メザニン・エクイティ部分の購入、売掛債権流動化における希薄化リスク²⁰等への政府保証、政府系金融機関をオリジネーターとする証券化の拡大、などに関する希望が寄せられました。その一方、政府系金融機関の関与の強まりが、市場における合理的な価格形成を歪めることを強く警戒する声もありました。

日本銀行としては、日本銀行を含め公的機関の関与が市場の健全な発展を妨げることのないよう十分に留意することが重要と考えています。

ロ．政府・政府系金融機関からの提案および今後の連携

経済産業省が進めている中小企業金融の多様化・円滑化に関する検討に日本銀行が参画すること、および公的金融機関との適正なリスク分担を前提とした証券化への具体的取組みを期待したいとのコメントが寄せられました。また、資産担保証券市場の発展を支援し、中小企業の資金調達の多様化を図る観点から、政策効果やコストを比較しながら政府系金融機関が関与できる適切な手法に関する検討を行う方針であることが示されました。また、東京・大阪・福岡信用保証協会が関与したCLO²¹の援用が可能との意見も示されました。

今回の日本銀行の措置と相互補完関係にあると考えられる政府系金融機関の取組みとしては、既に売掛債権証券化スキームやCLOスキームへの参加実績がある商工組合中央金庫から、今後さらなる積極的な取組みの意向が示されているほか、中小企業金融公庫からも中小企業向け資金調達の多様化にかかる検討を行っていく方針が示されています。また、自治体によるCLOプログラムなどの取組みも継続されるとのことです。さらに、資産担保証券の買入れやシンセティック型CLOにおけるクレジットデフォルトスワップ取引について実績のある日本政策投資銀行でも、今回の措置で日本銀行の買入対象となる資産担保証券等について、連携して買入れおよび信用補完を検討するとのことでした。

日本銀行としても、こうした政府および政府系金融機関の取組み・検討状況に留意し、今後とも十分な連携を図っていくことが必要と考えています。

八．政府・政府系金融機関からの要望等

オリジネーターによるデータ開示基準や、裏付資産プールの質的基準、例えば、倒産確率推定モデル等で算出した債務者の適格性に関する数値基準毎に買入価格を明示することが有効とのコメントがありました。また、公的機関の買入れによる市場への影響を最小化するために、1案件・トランシェにかかる公的機関全体の買入額合計に上限を定める必要があるとの指摘もありました。

資産担保証券市場拡大のための環境整備に向けた協力、具体的には、電子市場の活用、データベースの充実やモデルの高度化等、中小企業の信用リスクを評価するためのインフラ整備や、信託関連法制をはじめとする制度整備についても連携して取り組むことを期待するとの意見が出されました。

日本銀行としては、オリジネーター等による投資家に対する裏付資産プールの情報開示のあり方や、質的基準、買入価格基準に関する標準型を検討していく上での出発点を提供したいと考えており、そのために日本銀行が買入れた証券のトラックレコードに関するデータ等の開示を前向きに検討していく方針です。

資産担保証券市場拡大のための環境整備に向けた協力については、(5)で述べる通り、今後とも関係者と連携して、実現に向け努力していく方針です。

(5) 資産担保証券市場の整備

イ．中堅・中小企業情報のデータ整備

中堅・中小企業情報のデータ整備に関する要望が示されました。

日本銀行としても、中堅・中小企業に関する信用情報について、企業の財務・経営データの精緻化・充実も含め、既存のデータベースの一段の整備・拡充を関係者に働きかけていく方針です。また、これらのデータベースを活用し、格付機関や金融機関等で用いられている中堅・中小企業関連債権プールのリスク評価モデルの高度化など、関係者による取組みを支援していきたいと考えています。

ロ．債権譲渡の円滑化

売掛債権にかかる譲渡禁止特約の是正について一層の取組みを求める声が強く聞かれました。また、債権譲渡の登記手続の簡素化および電子化を一段進め

ることに関する要望も寄せられました。

日本銀行としても、資産担保証券の裏付資産となる債権（貸付債権、売掛債権等）について、組成段階から譲渡することも想定した取扱いがなされることが重要と考えています。既に一部では、売掛債権の譲渡禁止特約の見直しや、債務者による異議なき承諾を当初から取得したローン契約の組成等の工夫が進んでおり、今後、こうした取組みが広がることを期待しています。

ハ．サムライ電子ＣＰの源泉徴収免除

電子化されたサムライＣＰ（ＡＢＣＰを含む）の償還差益等にかかる源泉徴収に関する懸念も示されました。

サムライＣＰ²²は、ＡＢＣＰを中心に、ＣＰ市場において大きなシェアを占めています。この点を踏まえると、国内電子ＣＰと同様、サムライ電子ＣＰの源泉徴収免除が確保されることは、ＣＰ市場が電子ＣＰ市場に円滑に移行していくために、極めて重要です。政府は、先般、サムライ電子ＣＰ（含むＡＢＣＰ）について、発行要件やディスクロージャー等の点で、国内電子ＣＰと同様の発行環境を整えるための法令上の手当てを行ったところです。日本銀行としては、今後、税制面でも平仄のとれた措置が講じられることを強く期待しています。

ニ．標準的なローン契約書の組成

証券化を前提とする標準的なローン契約書を組成することが重要との指摘がありました。

譲渡を前提とするローンに関する標準契約書については、現在ＪＳＬＡ（日本ローン債権市場協会）が、シンジケート・ローン²³（コミットメントラインおよびタームローン形式）のプライマリー契約書とセカンダリー（売買）契約書の雛型を作成・公表し、市場での定着を促している段階にあります。日本銀行も、ＪＳＬＡの活動に名誉会員として参画しており、証券化市場の拡大にも資するような形で、ローン債権譲渡の一段の円滑化に向けた市場参加者の取組みを引続きサポートしていく方針です。

ホ．新ＢＩＳ規制²⁴（自己資本に関する新しいバーゼル合意）

新ＢＩＳ規制におけるＢＢ格以下の資産担保証券のリスクウェイトの見直し

を求める声が聞かれました。

新BIS規制は、銀行が保有するリスクを肌理細かく認識し、適切な自己資本を準備することを促すものであり、現在、バーゼル銀行監督委員会による第3次市中協議案に対するパブリックコメントが求められている段階にあります。

日本銀行による資産担保証券の買入れは、資産担保証券市場の活性化を通じた企業金融の円滑化を目的とするものです。同市場の活性化を図るに当たっては、わが国金融システムにおいて、クレジットリスクの主たる担い手である銀行部門から、市場経由で円滑にリスクを移転することが可能となるようにする必要があります。この過程を促進するためには、信用リスク資産の評価がリスクを正確に反映する形で行われることが求められます。従って、新BIS規制の導入による銀行のリスク認識の高度化は、資産担保証券市場の発展の基礎となるものと考えられます。

(6) スキームに関するその他のご意見

資産担保証券の買入れと並行して、同証券の売却も検討してはどうかとの意見が出されました。

時限措置の終了は、新BIS規制導入の影響を十分に念頭に置いて決定して欲しいとの指摘がありました。

日本銀行を事務局とする市場整備のためのフォーラムを組成して欲しいとの声も聞かれました。

買入れた資産担保証券の売却については、将来、市場が十分に発展した場合には、検討することとしたいと考えています。

日本銀行による買入れは、3年程度の時限措置とすることが適当と判断しました。これは、現在、わが国の金融機関の信用仲介機能は必ずしも万全ではない中で、資産担保証券市場の発展の揺籃期において、市場整備に貢献するような形で公的当局が関与することには一定の意義があると考えられる一方、市場は本来、市場参加者の自発的なイニシアティブによって発展するものであり、公的当局が長期にわたって関与することは適当ではないと考えられる、という両面を勘案したものです。

3. 資産担保証券市場が発展するための課題

資産担保証券はプール効果を通じてリスクを削減するとともに、階層構造を構築することにより、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となるという商品特性を有しています。そうした商品特性を活用することは、現在のわが国のように、金融機関の信用仲介機能が必ずしも万全ではない状況の下では、大きな意義があります。しかしながら、現状では、資産担保証券市場に対する潜在的なニーズの強さと比較すると、同市場はまだ十分には拡大していないように思われます。

資産担保証券市場を含め、金融市場の発展は本来、市場参加者の自発的なイニシアティブによって実現するものです。今回頂いたご意見を総合すると、資産担保証券市場が現状、必ずしも十分には拡大していない背景としては、以下の3点が挙げられます。

第1は、原資産である貸出の金利が必ずしも信用リスクに見合ったものとなっていないため、証券化を行っても、創出される資産担保証券が魅力ある金融資産となりにくいことです。そのような状況の下で証券化を行うと、オリジネーターである銀行に追加的なコストが発生する可能性があります。これは銀行の自己資本や貸出金利のプライシングの問題に帰着します。

第2は、証券化に必要な各種のインフラが十分には整備されていないことが挙げられます。例えば、債権譲渡に関するインフラは現状では十分とは言えません。債権譲渡については必ずしも制度面の要因だけでなく、債権譲渡への心理的抵抗をはじめ、慣行上の問題もあります。

第3に、投資家が投資判断を行う上で必要なデータや分析ツール、情報開示のベンチマークが確立されていないことなどが挙げられます。このような状況の下では、オリジネーターと投資家が合理的な価格設定を行うことが難しくなります。

問題はどのようにして上記のような課題を克服し、市場の自律的發展を実現するかということです。いったん市場が拡大すれば、市場流動性が高まり、価格発見も円滑に行われるようになる結果、市場がさらに発展するという好循環が期待されます。また、同市場の発展がリスクを反映した貸出金利の形成を促す方向に作用すれば、円滑な資金供給にも貢献することになります。また、銀行と投資家の間での資本の効率的な移転にも寄与します。

現在、わが国の金融機関の信用仲介機能は必ずしも万全ではない中で、上述したような資産担保証券市場拡大の外部経済効果を考慮すると、発展の揺籃期において、公的当局が関与し市場整備を支援することには一定の意義があると考えられます。今回、日本銀行が買入れを決定したのはそうした判断によるものです。ただし、その場合も、市場の価格形成を極力歪めないような形で支援することが求められることは言うまでもありません。また、支援の方法は直接的な買入れに限られる訳ではなく、市場の発展に向けた様々な環境整備の努力もあります。日本銀行としては、市場整備についても、引続き関係者と連携して努力していきたいと考えています。

4．今後の進め方

日本銀行では、本日の金融政策決定会合で決定された「資産担保証券買入スキームの骨子」を受け、早急に事務取扱いの詳細についての検討を行い、7月末までの買入開始に向けて具体的な準備を進めていく方針です。

買入対象証券の適格要件については、市場において案件組成が円滑に進められるよう、今後、詳細なガイドラインを定めて対外公表していく予定です。ガイドラインの策定に当たり、ご意見等があれば、以下の先に対し、前広にご連絡・ご提案頂くようお願いいたします。

なお、資産担保証券市場の整備に向けた取組みを支援するため、日本銀行が事務局となって、本年秋頃を目途に、市場関係者を招いてフォーラムを開催する方針です。フォーラムでは、今回のコメントでも示された制度整備や市場機能の向上に向けた課題を市場横断的に議論し、課題克服のための手掛かりを探っていききたいと考えています。

問い合わせ先：日本銀行金融市場局金融市場課

- ・ ガイドライン関連：加藤 毅 03-3277-1286 takeshi.katou@boj.or.jp
坂本哲也 03-3277-1302 tetsuya.sakamoto@boj.or.jp
蔵本雅史 03-3277-1287 masashi.kuramoto@boj.or.jp
- ・ 本ペーパー関連：清水季子 03-3277-3543 tokiko.shimizu@boj.or.jp

4月8日付け提案で意見を求めた事項

(一般的論点)

- (1) オリジネーター等(銀行等)からみて、中堅・中小企業向け貸付債権もしくは売掛債権等を裏付資産とする資産担保証券の潜在的な組成ニーズはどの程度大きいでしょうか。上記スキームを自ら組成することに関心をお持ちですか。さらに、地域金融機関等でも、他金融機関と連携することによりこうしたスキームを組成するニーズはありますか。
- (2) ABSやABCPに対する潜在的な投資ニーズはどの程度の強さですか。現在の金融経済情勢の下で、中堅・中小企業関連資産担保証券市場において、リスクの高いメザニン部分を積極的に買入れる動きはなく、発行市場は十分に機能していないようにみえますが、投資家の立場からみて、何が主な原因であると考えますか。

(日本銀行による資産担保証券の一部買入れ)

- (3) 日本銀行がスキーム案で示した資産担保証券のうち一定の信用度を有するものを買入れるスキームを導入した場合、中堅・中小企業の企業金融や資産担保証券市場の活性化に寄与すると考えられますか。逆に、日本銀行、あるいは他の公的部門による買入れが資産担保証券の価格形成を歪める惧れはありますか。
- (4) 政府系金融機関の中で、こうしたスキームに関心を有する先はありますか。あるいは、政府系金融機関が有する各種支援措置でこうしたスキームに援用可能と思われるものがありますか。
- (5) 上記スキームの下で、買入れ対象証券の満期はどの程度の期間となることが望ましいでしょうか。
- (6) 現状市場では、メザニン債について公示性のある価格は存在しないほか、個別案件の発行価格も一般にはほとんど開示されていません。買入れに際して、公正価値に近いと考えられ、かつ恣意性のない買入価格設定方式として、どのような方法が考えられるでしょうか。

(その他)

- (7) 中堅・中小企業関連の資産担保証券市場の活性化を促すためには、円滑な権利の移転やデータベース整備、債権回収実務等、様々な面で改善が必要と思われます。こうした観点から、制度上(法律、会計制度、税制等)あるいは、運用・慣行上、改善余地があると思われる点があれば教えてください。

コメント受領先	
<p>【業界団体】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・全国銀行協会 ・社団法人 信託協会 ・社団法人 第二地方銀行協会 <p>【銀行・信用金庫・系統金融機関】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・株式会社 東京三菱銀行 ・株式会社 みずほ銀行 ・株式会社 みずほコーポレート銀行 ・みずほ信託銀行株式会社 ・株式会社 三井住友銀行 ・株式会社 UFJ 銀行 ・株式会社 りそな銀行 ・株式会社 滋賀銀行 ・株式会社 親和銀行 ・株式会社 北海道銀行 ・近江八幡信用金庫 ・京都信用金庫 ・さわやか信用金庫 ・農林中央金庫 <p>【保険会社】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・東京海上火災保険株式会社 <p>【証券会社・投資信託委託会社】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・J・P エルガン証券会社（東京支店） ・ドイ証券会社（東京支店） ・野村證券株式会社 ・ピー・エー・ピー・エル証券会社（東京支店） ・みずほ証券株式会社 	<ul style="list-style-type: none"> ・三菱証券株式会社 ・リソナ日本証券株式会社 ・エルガン・スタンレー証券会社（東京支店） ・UFJ つばさ証券株式会社 ・リーマン・ブラザーズ証券会社（東京支店） ・大和証券投資信託委託株式会社 <p>【短資会社】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・東京短資株式会社 <p>【ノンバンク・事業法人】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・オリックス株式会社 ・日立キャピタル株式会社 ・三菱商事株式会社 <p>【データ提供機関】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・CRD 運営協議会 <p>【政府・政府系金融機関】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済産業省 ・中小企業金融公庫 ・社団法人 全国信用保証協会連合会 <p>【個人】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・3件

用語解説

以下は、本文中注を付した用語についての簡単な解説です。一般的な定義は様々にあります。以下はあくまでも、本稿の中でどういう意味として使われているかを説明したものです。

- 1) オリジネーター 証券化の対象となる資産を保有している主体（原債権者）のこと。証券化の際には、その資産を SPC（注 12）等へ譲渡（売却）するので「セラー」とも呼ばれる。
- 2) アレンジャー 証券化の仕組みを作り上げる主体のこと。銀行、証券会社、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。
- 3) エクイティ部分 資産担保証券の仕組みにおいて、元利金の支払順位が最下位に位置する部分のこと。裏付資産のデフォルト発生時に最初に損失を被ることで、シニア部分（注 7）メザニン部分（注 5）の信用力を高める役割を果たす。
- 4) 譲渡禁止特約 売買等により発生する債権・債務関係において、当該債権・債務を第三者に譲渡することを原則禁止する契約。売買契約書等に、こうした契約が予め盛り込まれているケースがある。
- 5) メザニン部分 資産担保証券において、元利金の支払順位がシニア部分に劣後し、同部分の信用補完の役割を果たすが、エクイティ部分よりは支払順位が優先する部分のこと。
- 6) スーパーシニア部分 シンセティック型 CLO（注 11・21）等において、ABS（注 8）を発行せずに、投資家が直接クレジットデフォルトスワップ（注 18）を締結する場合があります。これをスーパーシニア部分と呼ぶ。その信用力は、通常、同時に発行されるシニア部分より高い。
- 7) シニア部分 資産担保証券において、元利金の支払順位がメザニン部分・エクイティ部分に優先する部分のこと。
- 8) ABS（資産担保債券） 特定の資産から生ずる金銭等を裏付けとして元利金の支払いが行われる債券のこと。通常、SPC が ABS を発行し、証券会社等を通じて投資家等へ販売、SPC がオリジネーターから特定資産を購入、特定資産からの元利金をサービサー（注 25）が回収し、これをもとに SPC が ABS の利払い・元本償還を行う仕組みとなっている。
- 9) ABCP（資産担保
コマーシャル・
ペーパー） 特定の資産から生ずる金銭等を裏付けとして支払いが行われるコマーシャル・ペーパーのこと。SPC が振り出す約束手形の形態をとる。通常、ABS と類似の仕組みを持つが、裏付資産は売掛債権や手形債権など相対的に短期の債権が多い。
- 10) トランシェ 資産担保証券において、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。
- 11) シンセティック
型債券 オリジネーターが保有する貸付債権等を自己のバランスシートに残したまま（オリジネーターから SPC への債権譲渡は行われず）、クレジット・デリバティブ契約を利用して信用リスクのみを移転する仕組みを裏付けに発行される債券のこと。クレジット・デリバティブの原資産となる貸付債権等を参照資産と呼ぶ。
- 12) SPC (Special
Purpose 資産流動化のためにのみ設立される特別目的会社のこと。その業務は、資産買取り（シンセティック型 CLO ではオリジネーターとクレジット・デリバ

Company)	タイプ契約を締結)とそのための資金調達(債券発行又は約束手形振出等)およびこれらに付随する関連業務に限定される。オリジネーターの倒産から隔離される仕組みを備えており、オリジネーターより高い信用力を得ることができる。
13) クレジットリンク債	国債等およびクレジットデフォルトスワップ取引により生じるプレミアムを裏付資産とする ABS。オリジネーターから特定資産は譲渡されないが、クレジットデフォルトスワップ契約を締結することにより、特定資産の信用リスクが SPC に移転する仕組みとなっている。
14) 信託受益権	信託とは、財産権を移転して、一定の目的に従って、他人に財産の管理または処分をさせることであり、移転した財産に関する権利を信託受益権と呼ぶ。資産担保証券では、裏付資産を信託して信託受益権のかたちに変えた上で SPC に譲渡して ABS 等を発行する場合がある。
15) 公募債	不特定かつ多数の者(50名以上)に対し均一の条件で発行される債券のこと。有価証券届出書の届出義務があり、募集・取引時期等に制限があるが、転売に関する制限は存在しない。
16) 私募債	特定または少数の者(適格機関投資家または49名以下)に対して行われる勧誘により発行される債券のこと。開示・取引に係る法律上の規制はない(一般に個別投資家毎に内容を開示する)ものの、少人数私募(49名以下への販売)プロ私募(適格機関投資家のみ販売)とも転売制限が存在。投資家毎に異なる価格での発行が可能となっている。
17) スプレッド	債券の利率において、基準となる金利指標(LIBOR等)に対して上乗せされる部分のこと。一般に、格付が低くなるほど拡大する。
18) クレジットデフォルトスワップ(CDS)	信用リスクの売り手が、買い手に対して一定のプレミアムを支払う代わりに、取引の対象となる債務者(参照法人)に破産等のクレジット・イベントが発生した際に顕現化する損失について補償を受ける取引のこと。
19) 買入価格表	格付・年限に応じて資産担保証券の買入基準価格(スプレッド表示)を示した行列表のこと。
20) 希薄化リスク	売掛債権等に関して、債務者による相殺等により債権の回収金が減少するリスク。証券化ではこうしたリスクを回避するため、債権譲渡の際に対抗要件を具備する。
21) CLO (Collateralized Loan Obligation)	貸付債権を裏付資産とする資産担保証券のこと。
22) サムライ CP	非居住者が国内市場で発行する円建コマーシャル・ペーパーのこと。
23) シンジケート・ローン	幹事金融機関が複数の金融機関を集めてシンジケート団を組成し、単一の契約書で同一の約定条件に基づき信用供与を行う融資のこと。
24) 新 BIS 規制	バーゼル銀行監督委員会が、2006年末からの適用開始に向けて検討を行っている新しい自己資本比率規制のこと。証券化商品を含め、新規制では保有する資産の格付に応じて異なるリスクウェイトを適用することとなる。
25) サービサー	SPC に代って、債権回収業務を行う主体のこと。通常、オリジネーターがサービサーになるケースが多い。また、オリジネーターの信用力が低下した場合、別のサービサーがオリジネーターに代って資金回収することがある。