

資産担保債券市場の現状

宮澤秀臣* ・ 田中秀明**

はじめに

日本銀行は、去る9月21日の政策委員会・金融政策決定会合において日本銀行の信用供与を行うに当たっての担保として資産担保債券を受け入れる方針を決定した（当面は、社債等を担保とする手形買入の担保に限定）。これを受けて10月27日開催の同決定会合において「資産担保債券の適格基準」等について決定し公表を行った。

本稿では、日本銀行のこうした措置の対象となった資産担保債券について、その特徴や市場の現状等を概観することとしたい。

1．資産担保債券の機能と特徴

資産担保債券（Asset Backed Securities、ABS）は、字義通り特定資産を裏付けにした証券化商品で、証券取引法上の有価証券である。発行から利払い・元本償還に至るスキームの概要は図表1の通りで、原保有者（通常オリジネーターと呼ばれる）の有する特定資産を特別目的会社（同SPC）へ譲渡する、SPCがそれを裏付けに有価証券＝資産担保債券を発行し、証券会社等を通じ一般投資家へ販売する、特定資産からの元利金をサービサー（特定資産の管理・元利金回収業者）が回収し、これをもとにSPCが利払い・元本償還を行う、という一連の取引により構成される。資産担保債券は本スキームによる資産流動化の中核に位置する証券である。

資産担保債券には金融機関の貸付債権を特定資産として債券を発行するものなどもあり、間接金融から直接金融への橋渡し役的な意義が認められる。また、その役

本稿の意見に亘る部分は、執筆者の個人的見解によるものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

* 日本銀行金融市場局（E-mail hideomi.miyazawa@boj.or.jp）

** 日本銀行金融市場局（現横浜支店、E-mail hideaki.tanaka@boj.or.jp）

割について97年6月の金融制度調査会答申では、「金融仲介機能が事前審査機能、信用供与機能、債権管理機能等に分解された上、それぞれの機能に優位性を持った者による機能分担が行われ、この結果全体としてより効率的な金融サービスの実現につながる」ものとされている。

資産担保債券による資産の流動化によって、原保有者および投資家は具体的に次のようなメリットを享受することが出来る。

(原保有者側のメリット)

ローン・パーティシペーション等他の流動化商品と同様、ファイナンス手段の拡充や資産のオフバランス化が可能となる。

「証券取引法上の有価証券」として流動化が図られることから市場性に優れるため、小口分散化し多くの投資家に販売し得る。

原保有者自体の信用力ではなく、債券の裏付けとなる特定資産の信用力による調達が可能となるため、直接資本市場からの資金調達が容易でない低格付企業等であっても同市場調達が可能となる。

(投資家側のメリット)

普通社債では発行企業の合併・買収や企業業績の変化等により信用力が急変するリスクを被るが、資産担保債券はこうしたリスクの影響を受けにくい。

原保有者が直接発行する普通社債と比較し、民間格付機関の格付基準に従い技術的に作り込まれることからリスクの所在がより明確であり、投資リスクに対するリターンをより適切に評価することが可能となる。

特定資産のリスクを組替え、リスクとリターンの異なる数種の債券を同一スキームの中で発行することも可能であり、投資家の多様なニーズに合致した投資対象が提供される。

資産担保債券には以上のように様々なメリットがあるが、反面、スキームが複雑なだけに、発行に当たって普通社債に比べ専門家の手をより多く借りる必要があり、時間・コストを要する。

なお、資産担保債券の信用力を高める手段として、一般的に発行額を上回る特定

資産をSPCに譲渡する（超過譲渡方式）、あるいは 利払い・元本償還の優先順位を付けた複数の債券（優先債、劣後債等）を発行するといった方法がとられるほか、 損保会社等の保証が付けられるといった方法もある。ただし、資産担保債券の発行によっても裏付けとなる特定資産全体の予想損失額を減少させることができる訳ではないことには注意が必要である。

2．資産担保債券の発展と現状

（1）資産担保債券の登場と発展の経緯

資産担保債券は85年に米国においてコンピューター・リース債権を特定資産とするものの発行から始まった。当時の米国ではモーゲージ担保証券等仕組み債が活発に取引されていたほか、コンピューター技術の普及が急速に進んだこともあって新金融技術が次々に出現し、それらを巧みに利用した金融商品の取引が厚みを増していたことが、新しい資産流動化商品の発行拡大を可能にした。また、M&A等企業の買収・合併が多発する中、こうしたイベントリスクの影響を受けにくい資産担保債券の特性が投資家に好感されたことも、その急増を後押ししたと指摘されている。

米国における資産担保債券は、その後様々な特定資産を裏付けとするものに商品種類の幅を拡げつつ発行規模拡大を続けており、98年12月末時点での発行残高は6,369億ドル（約73兆円）と普通社債の4割に達している（図表2）。

一方、わが国においては企業のファイナンスが銀行借入主体で行われてきたことに加え、資産流動化を可能とする法制面の整備の遅れもあって、90年代に入るまで資産流動化のニーズ自体盛上がりや欠いたまま推移し、資産担保債券市場は存在しなかった。この間、90年3月には銀行等金融機関の一般貸付債権の流動化が解禁され、93年6月から施行された「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」（以下「特債法」）が資産譲渡に際しての第三者対抗要件具備の一環として「公告制度」の導入を認めたことから、リース料債権・クレジット債権の流動化は急速に進み始めたが、資産担保債券の発行はなお認められなかった。

96年1月に社債の適債基準が撤廃され、これを受けて同年2月に証券取引法に関する政省令が改正されたことから、国内における資産担保債券の発行が可能となった。次いで96年3、4月に特債法に関する政令、省令がそれぞれ改正され、わが国においてもリース料債権・クレジット債権について資産担保債券の発行が可能と

なった(図表3)。その後、97年6月の金融制度調査会答申が「資産担保債券による債権等の流動化は新しい金融仲介手法として今後発展が期待される分野であり、そのための環境整備を図る必要がある」との提言を行ったことを受けて、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(以下SPC法)、「債権譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律」(同債権譲渡特例法)、「債権管理回収業に関する特別措置法」(同サービサー法)(図表3)が次々と制定された。96年に資産担保債券の発行が可能となって以降現在に至るまで3年半が経過したに過ぎないが、本年9月末の公募発行残高はすでに1兆円を上回るに至っている(図表4)。これは上述のように相次いで関連法制が整備されたことに加え、その間の金融経済環境の変化の下で資産担保債券の商品特性が注目され発行企業の裾野が広がっていることが大きい。因みに、97年から99年初にかけて比較的格付の低い企業は普通社債の発行が困難化したが、98年末以降、こうした企業が自らの信用力とは切離された資産担保債券を活用し資本市場から調達を行ったことなどはその例といえよう。

もっとも、発行残高急増をみているとはいえ普通社債の発行規模との比較ではなお3%未満に止まっている(米国での発行規模との比較でも未だ60分の1に過ぎない)が、特定資産となり得るリース・クレジット資産の規模(約30兆円)等からみて、今後もハイピッチで拡大し続ける可能性が高いものとみられている。

(2) 特定資産別にみた資産担保債券の動向

わが国で公募形式により発行されている資産担保債券を特定資産別にみると、最も多いのがリース料債権を裏付けとしたもので(99/9月末段階で発行額全体の43%にのぼっている)、次いでクレジット債権を特定資産としたものが多く(同36%)、両者を合わせると全体の約8割を占めている(図表5)。

一方、それ以外には、企業向け貸付債権を特定資産とするCLO(Collateralized Loan Obligations)、企業の発行した社債を特定資産とするCBO(Collateralized Bond Obligations)の各6%が目立っている程度で、入居保証金返還請求権等を裏付けとするその他の商品は合わせても全体の1割にも満たない状況にある(主要商品別の概要は図表6参照)。資産担保債券の先進国・米国ではクレジット債権やホームエクイティ・ローン(住宅の第2順位抵当権<残余担保価値>)を特定資産とする資産担保債券が市場拡大の牽引役を担ってきたのに対し、わが国の資産担保債券市

場ではリース料債権・クレジット債権を裏付けとする商品がリード役を果たしてきたことが大きな特徴として指摘できる。もっとも、私募形式での発行まで含めると、昨年12月に初めて発行されたCBOが本年10月までの11か月で約6千億円もの規模となっているほか、企業の売掛金や生保・銀行等の貸付金などを特定資産とするものも徐々に増えつつある。また住宅ローン債権や不動産賃貸債権については潜在的な証券化ニーズが強いとみられており、特定資産の多様化も着実に進展していくものとみられる。

(3) 資産担保債券のパフォーマンスと民間格付機関の役割

資産担保債券は、信用補完を十分に施すことにより民間格付機関より最高格付（AAA格）を取得することが可能である。また、普通社債では格下げ事例がしばしばみられるのに対し、公募発行された資産担保債券についてはこれまでに格下げ事例は無いなど、信用力は安定している。またデフォルトも皆無であるといった良好なパフォーマンスを示しており、安全性の高い商品であることが確認されている（図表7）。なお、民間格付機関は資産担保債券のスキーム組成においてその当初の段階から深く関与しており、上述の信用補完についても特定資産の個別情報を踏まえ目標格付の取得に必要なアドバイスを行うほか、法律面での助言も実施しているなど、重要な機能を果たしている。

3. 資産担保債券に特有のリスク

上記のように、資産担保債券は、信用リスクの面で安全性の高い商品として構成することが可能であるが、それは「利払い・元本償還が特定資産からのキャッシュフローを源泉として約定期限に確実に行われること（所謂「timely payment」）がスキーム全体として保証されている」ためである。こうした支払確実性は「原保有者 S P C」への特定資産の譲渡が有効であること、「債務者 サービスー S P C 投資家」に至るキャッシュフローが約定通り流れること、の2点に大きく依存している。この点、発行体の信用力に依存する普通社債とは全く異なる種類のリスクが介在している。

以下、順次資産担保債券に特有のリスクの内容と、そのリスクを回避するために一般に必要とされる手だてについて典型的なスキームのフローチャート（図表8）に沿ってみていくこととする。

（1）原保有者が倒産した場合のリスク

真正売買性に関する問題

- ・「原保有者 S P C」への特定資産の譲渡が法的に有効かつ確実（「真正」）に行われていないと、原保有者が倒産した場合、特定資産の S P C への売買は成立しておらず譲渡担保であるとみなされるリスクがある。その場合、原保有者に対し会社更生法が適用されると S P C は特定資産に対する権利を制限され資産担保債券の利払い・元本償還を約定通り行うことができなくなる可能性がある。こうしたリスクを回避し、原保有者から S P C への売買を「真正」なものとするため、売買契約書上に特定資産の譲渡に係る当事者の売買の意思を明記したり、適正な価格で売買されていると認められること等が必要とされる（フローチャート）。

第三者対抗要件が備わらない場合のリスク

- ・同じく特定資産の譲渡に関し第三者対抗要件を具備していないと、原保有者が破産した場合、破産管財人等第三者に対抗できなくなるリスクが残る。これを避けるには債務者に対し当該譲渡に関して確定日付のある通知を行うか、もしくは特

債法による公告制度を利用する等の対応が求められる（フローチャート ）。

破産管財人等による否認のリスク

- ・ 特定資産の譲渡時に既に原保有者が倒産の危機に瀕していた等の事情が存在する場合には、原保有者から S P C への特定資産の譲渡が原保有者に対する他の債権者の権利を侵害し、債権者間での平等を損なうため、原保有者の破産管財人等により当該譲渡が否認されるリスクがある。これを回避するため当該譲渡時に原保有者がそのような状態に陥っていなかったこと等を確認しなければならない。原保有者の財産状態に関する監査法人の確認書によってこの要件を満たすこと等が必要になる（フローチャート ）。

債務者による相殺のリスク

- ・ 特定資産の債務者が原保有者に対して預金等の反対債権を有する場合、原保有者の破綻時に債務者から相殺され、特定資産より生ずるキャッシュフローがその分だけ減少するリスクがある。これを避けるため反対債権が存在しないことを確認するか、反対債権がある場合には相殺リスクにより減少するキャッシュフローに対し損保会社等の保証等の手当てが行われる（フローチャート ）。

（ 2 ） 特定資産そのものの信用リスク

- ・ 債務者のデフォルト等の事由により特定資産からのキャッシュフロー（債務者からの元利金の回収）が途絶するといったリスクがある。これへの備えとしては、過去のデフォルト等に関するデータや債務者の信用力に基づき超過譲渡を行う等の信用補完措置が講じられる（フローチャート ）。

（ 3 ） S P C の運営および倒産に関連するリスク

- ・ S P C が原保有者から経営面で人的・資本的に影響を受けていると、原保有者破綻の影響が S P C に及び、資産担保債券のスキームが崩壊し利払い・元本償還が不可能となるなどのリスクが避けられない。この問題への備えは、一般

に「SPCのバンクラブシーリモート（倒産隔離性）の確保」と言われるが、SPCの取締役にな中立的な立場にある公認会計士を起用するとか、出資者の株主議決権行使を完全に制限できるケイマン法に基づくSPCを利用して回避する^{（注）}こと等が必要となる（フローチャート）。

- ・また原保有者等資産担保債券のスキーム関係者からSPCが破産等を申立てられると資産担保債券の利払い・元本償還が不可能となる。このリスクを避けるために通常スキーム関係者とSPCとの間でSPCに破産申立て等を行わない旨の破産不申立てに関する契約が締結されることが多い（フローチャート）。

（４）サービサーの倒産に伴うリスク

- ・特定資産の管理・元利金回収業者であるサービサーが倒産し、債務者からの回収業務が停止することでSPCへのキャッシュフローが途絶える可能性がある。通常これを回避するためバックアップサービサーを設置し、引継手順を予め定めておくほか、サービサー交替が完了するまでの間のキャッシュフロー途絶に備え、SPCに十分な現金準備等を積立てておく等の措置が手当てされる（フローチャート）。

４．日本銀行による資産担保債券の適格担保化について

わが国において資産担保債券が本格的に発行されるようになってからなお日が浅いものの、最近その発行が急増しているのは２。「資産担保債券の発展と現状」で述べた通りであり、今後一段と市場規模が拡大する可能性も高いものとみられる。また、適切なスキームに則って組成されたものは高い信用力を備えた安全な資産とみなすことができ、全体として流通性がさらに高まることとなれば、企業の資金調達・運用手段の拡充につながっていくことが期待される。冒頭に示したように、こ

（注）ケイマン法では信託会社がSPCの株式を出資者から購入し、自らを委託者兼受託者とする信託宣言（Declaration of Trust）を行ない、受益者に慈善団体（赤十字等）を指定するといったかたちで「慈善信託」（charitable trust）を設定することを認めている。この結果、SPCの株主議決権は全て慈善信託に帰属し、原保有者等が株主議決権を行使することは不可能となる。なお、わが国の信託法では委託者と受託者を信託銀行が兼ねることはできない（信託法第1条で、信託を「他人ヲシテ…財産ノ管理又ハ処分ヲ為サシムル…」と定義しているため、上述の信託宣言を行うことは不可能）。このため、現在発行されているわが国の公募資産担保債券の発行会社（＝SPC）は全てケイマンSPCの支店あるいはその日本現法である。

の程日本銀行が資産担保債券を適格担保として受入れることにしたのは、こうした状況を踏まえたものである。

具体的取引金融機関から日本銀行に担保として持ち込まれるに当たっては「資産担保債券の適格基準」に則り審査を行い、担保として十分な信用力や市場性を有するか否かを確認することとなっている。その基準は3。「資産担保債券に特有のリスク」で指摘したような資産担保債券の商品性に関する各種のリスクを踏まえた上でさらに多様な観点から審査するものとなっている。なお、市場で取引される資産担保債券の種類は多岐にわたるが、今回の適格担保化においては当面、発行実績が豊富で標準化が進みリスクの所在が明らかなリース料債権・クレジット債権を特定資産とする資産担保債券、CBOおよびCLOの4種を適格担保として受入れていく方針であるとされている。

最後に、資産担保債券がその市場規模を拡大し期待される経済的機能を十分発揮出来るようになるため制度面等で残された課題が着実に解決されていくことが望まれる。

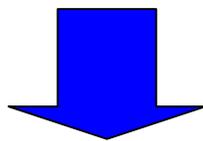
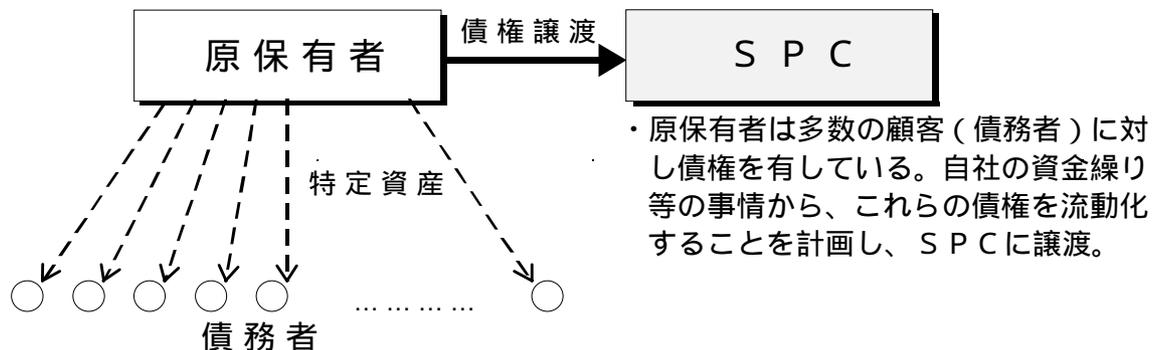
そうした課題の一つは、法的基盤についてである。資産担保債券を巡る法制面の整備が進展してきたのは既に述べた通りであるが、わが国のSPC法に基づくSPCは実務的な観点からみると、なお制約が多いとの声が少なくない。折しも金融審議会がSPC法を改正する方向で検討が進められているが、法的基盤のさらなる整備が着実に進展していくことが期待される。

今一つ指摘し得る課題は資産担保債券に関するオリジネーターや民間格付機関等からの情報開示を一層促進することである。資産担保債券は発行規模の急拡大をみていながら、その投資家の拡がりの点では今一つといった感がある。リスク許容度の異なる多様な投資家を資産担保債券市場に呼び込み厚みのある市場を形成していくためには投資家が十分な投資判断材料を入手可能であることは必須のことと言える。こうした観点からは資産担保債券の具体的商品化において重要な役割を果たしている民間格付機関が、格付に当たっての基本的考え方や発行後の資産担保債券の信用力フォローに必要な情報等の公表につき積極的に取り組んでいくことが望まれる。

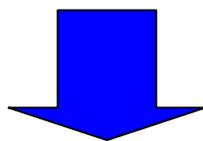
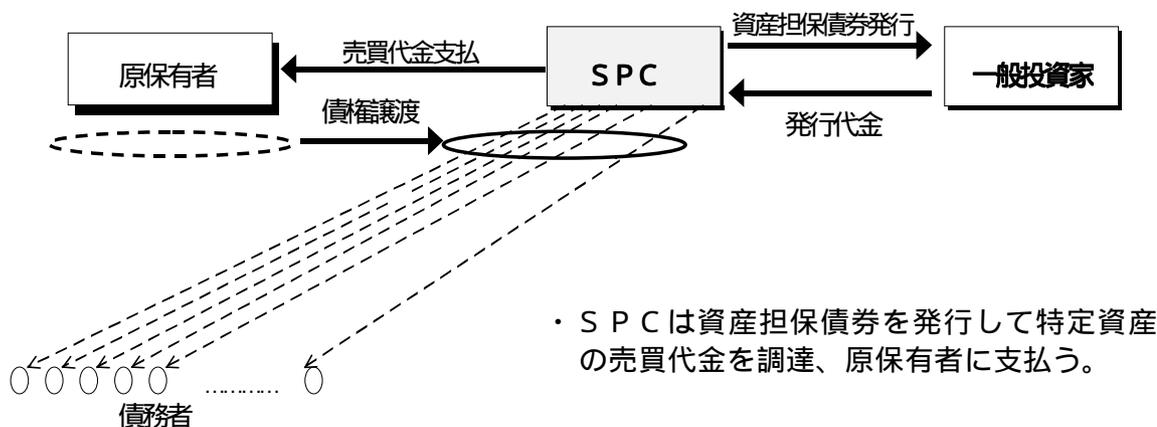
以上

(図表1) 資産担保債券の基本的スキーム

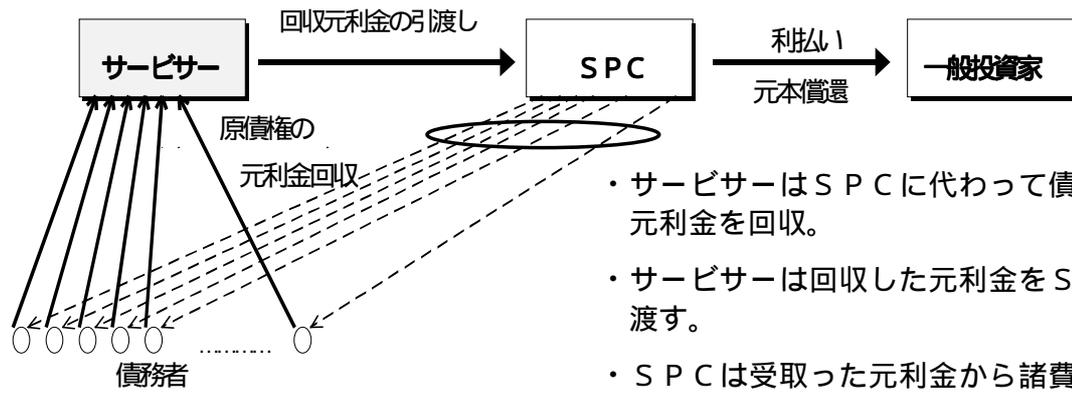
(ステップ1) 原保有者(オリジネーター。例えばリース、クレジット会社、銀行等)が保有する特定資産を特別目的会社(SPC)に譲渡。



(ステップ2) SPCは譲渡された特定資産を裏付けとして資産担保債券を発行。証券会社等を通じ一般投資家に販売。その発行代金はステップ1の売買代金として原保有者に支払われる。



(ステップ3) サービス (特定資産の管理・元利金回収業者。オリジネーターが兼ねることが多い) は債務者から元利金の回収を行い、SPCはこれを資産担保債券の利払い、元本償還に充当。



- ・ サービスはSPCに代わって債務者から元利金を回収。
- ・ サービスは回収した元利金をSPCに引渡す。
- ・ SPCは受取った元利金から諸費用(事務委託手数料、格付維持手数料等)を控除し、投資家に資産担保債券の利払い、元本償還を行う。

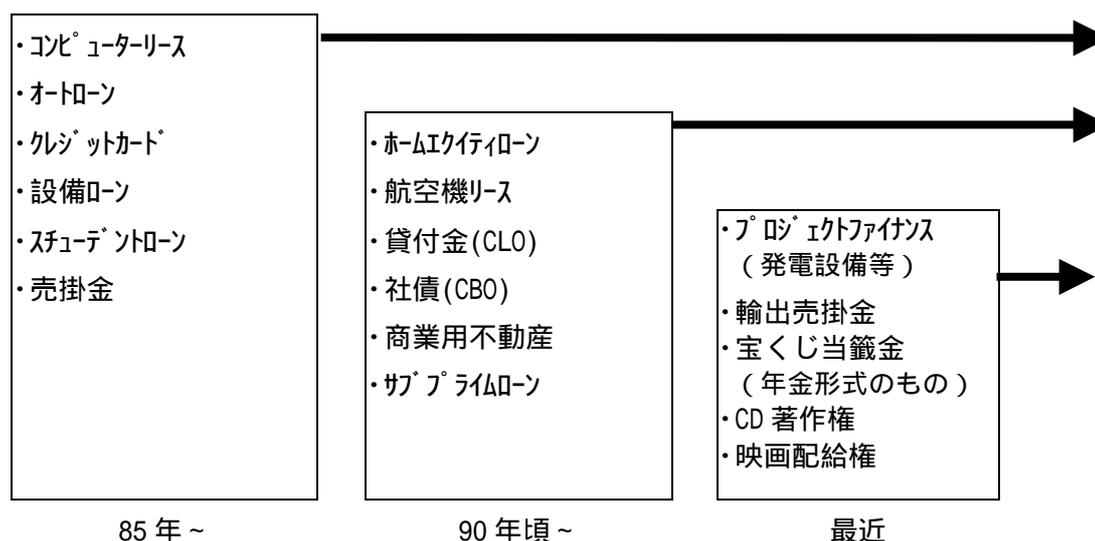
(図表 2) 米国における資産担保債券の状況等

(1) 米国における資産担保債券の発行額推移 (単位 : 億ドル)

年	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
発行額	12	100	102	166	246	423	505	514	620	754	1,064	1,511	1,730	1,863

(資料) Merrill Lynch

(2) 米国における資産担保債券の主要原資産の対象拡大



(3) 資産担保債券と事業債との規模比較

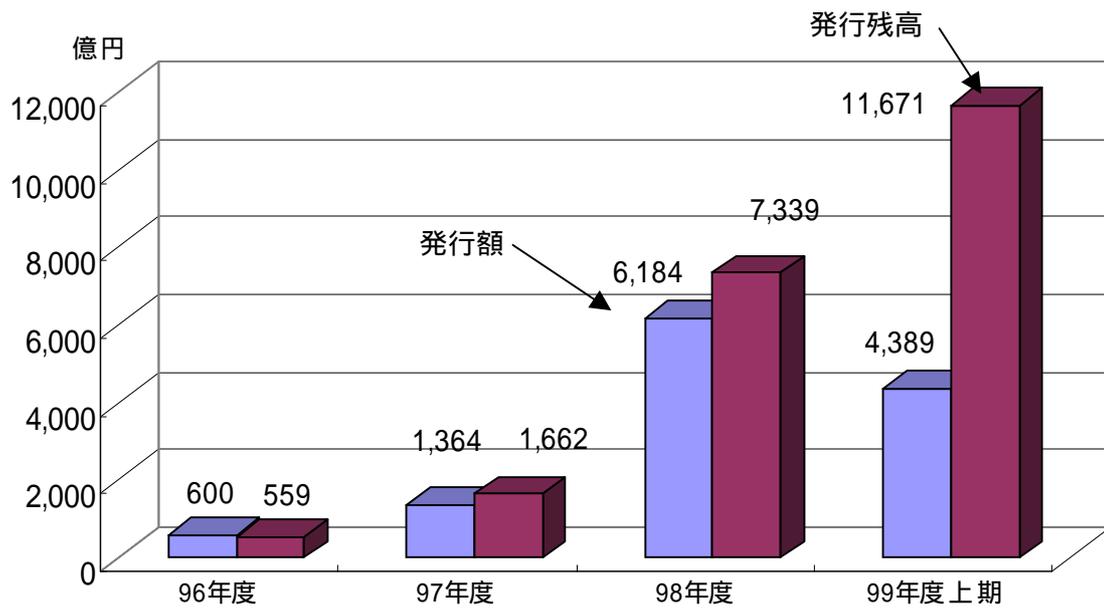
	米 国		日 本
	(98 年 12 月 末)	円換算額 (1 ドル = 115.20 円)	(99 年 9 月 末)
普通社債(事業債) (A)	16,218億ドル	186.8兆円	44.8兆円
資産担保債券 (B)	6,369億ドル	73.4兆円	1.2兆円
(B / A)	39.3%	39.3%	2.7%

(資料) The Bond Market Association、FRB、日本証券業協会

(図表 3) 最近の資産担保債券にかかる法制の整備状況

略称	特 債 法	S P C 法	債権譲渡特例法	サービサー法
正式名称	特定債権等に係る事業の規制に関する法律	特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律	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	債権管理回収業に関する特別措置法
施行	93年6月 (96年3、4月に資産担保債券の発行が可能となるよう関連政省令を改正)	98年9月	98年10月	99年2月
主 内 容	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特定債権（一定要件を満たすリース料債権・クレジット債権）譲渡につき、民法に定める「確定日付ある通知または承諾」に代え、債権譲渡にかかる第三者対抗要件および債務者対抗要件を新聞や官報への公告により具備することが可能となり（特債法第7条）、第三者対抗要件、債務者対抗要件具備にかかるコスト・作業負担が大幅に軽減。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特定資産（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）を資産対応証券（優先出資証券、特定社債券、特定約束手形）の発行により流動化するため、特定目的会社の制度を創設。 ・ 特定目的会社（発行会社）について主に以下の優遇措置がとられ、発行会社等にかかるコストが低下。 <ul style="list-style-type: none"> - 最低資本金 300万円（商法上の株式会社は1,000万円） - 取締役 1名以上（商法上の株式会社は3名以上） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 指名金銭債権譲渡について、民法に定める「確定日付ある通知または承諾」に代え、譲渡人と譲受人が法務局に設置されたファイルに債務者名・債権金額の登記を行うことで、債権譲渡にかかる第三者対抗要件を具備することが可能となり、第三者対抗要件具備にかかるコスト・作業負担が大幅に軽減。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 非弁護士の法律事務の取扱等を禁じる弁護士法（72、73条）の特例として、一定の条件の下で、金融機関等の貸付債権、特債法上の特定債権、金融機関等系列の貸金業者の不動産担保付き事業者向けローン等の債権管理回収を、債権回収会社（サービサー）に認めるため、制定。 ・ これにより、サービサーが報酬を得る目的で、督促等の回収に関する法律事務の取扱い、および訴訟・調停・和解その他の手段によって、他人から譲受けた債権の管理・回収を業として行うことが可能となった。
備 考	<ul style="list-style-type: none"> ・ 我が国最初の本格的な資産流動化関連法。 ・ 同法に基づき資産流動化を行う場合は、財団法人資産流動化研究所の調査を経る必要がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 原保有者が直接出資する場合は、資本的関係が切断されないが、ケイマン法に基づくS P Cの100%子会社として設立すれば、バンククラブシーリモートを確保することができる。 ・ また「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（S P C整備法）により以下のような優遇措置が認められている。 <ul style="list-style-type: none"> - 不動産取得税、登録免許税の50%軽減 - 配当の損金算入 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債権譲渡登記だけでは債務者対抗要件は備わらないため、これだけでは原保有者破綻時に債務者が原保有者に対して有する抗弁（預金等の債権と原債権との相殺等）を主張されるリスクが残る。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 米国におけるスペシャルサービサー（不良債権回収業者）を参考に制定。 ・ 本法により、不良債権回収が容易化。

(図表 4) 公募資産担保債券^(注)の発行額・発行残高推移



(注) 上記の金額は、日本証券業協会への届出分のみ。

(資料) 日本証券業協会

(図表5) 特定資産の種類別に見た資産担保債券発行残高(99年上期末)

(単位: 億円)

	国内債	サムライ債	合計	構成比
リース料債権	2,709	2,343	5,052	43%
クレジット債権	3,170	1,025	4,195	36%
C L O	660	0	660	6%
C B O	700	0	700	6%
入居保証金返還請求権等	480	584	1,064	9%
合計	7,719	3,952	(a) 11,671	100%
(参考)普通社債			(b) 447,707	(a/b 2.7%)

(資料) 日本証券業協会

(図表 6) 主要商品の概要

1 . リース料債権・クレジット債権を特定資産とする資産担保債券

- ・ 原保有者の有する工作機械や情報関連機器等のリース料債権やオートローン等のクレジット債権を特定資産として発行された資産担保債券。発行する資産担保債券の利払い・元本償還が確実になされるよう資産担保債券の発行金額よりも大きい額の特定資産が譲渡される方式(超過譲渡方式)により信用補充がなされる。リース料債権・クレジット債権を特定資産とする場合は債務者の異なる多数(数百～数万)の債権をプール化するため、債権プールの貸倒額等が統計的に推計可能となるので、超過譲渡額はこうした貸倒推計額等を基に決められる。
- ・ リース料債権・クレジット債権の流動化によって、資産の原保有者(リース会社、信販会社等)は、資金調達手段の多様化を図れる点に大きなメリットがある。またALMの観点からも、リース料債権・クレジット債権等の長期資産のファイナンスを、短期の銀行借入等に代えて資産担保債券の発行によって行うことで、短期調達および長期運用に伴う金利変動リスクを削減し得るとのメリットもある。

2 . C B O (Collateralized Bond Obligations)

- ・ 企業の発行した社債(通常はユーロ円債)をSPCが全額購入し、これを裏付けに発行された資産担保債券。CBOは優先債、劣後債等に分けられ、社債からのキャッシュフローは、支払の優先順位の高い順に支払われる。このため、裏付けとなっている社債の幾つかがデフォルトしても、デフォルト額合計が当該CBOより劣後する部分の発行額以下にとどまる場合には、そのCBOはデフォルトから免れることが出来る。
- ・ CBO全体の予想損失額は、特定資産を構成する個々の社債の予想損失額の総和に等しく、CBOの発行によっても当該社債を発行した企業の信用リスクを基とした予想損失額を削減することはできない。しかし、投資家サイドから見れば、CBOを介した投資により、分散投資と同等の経済効果を期待できるほか、それぞれのリスク許容度と期待リターンに応じた債券を購入することが可能となるなど、債券投資の選択の幅が広がる点にメリットがある。
- ・ 債務者である社債発行企業の立場からみると、自らの信用力では資本市場から資金を調達できない低格付企業の場合、CBOの発行によって資本市場へのアクセスが可能となる。一方、信用力が高い高格付企業にとっても、単独発行よりもCBOの枠組みに乗って大口で発行する方が流動性プレミアムの点で有利なケースがある。

3 . C L O (Collateralized Loan Obligations)

- ・ 銀行の貸付債権を特定資産とする資産担保債券。CLOは主に銀行によるBIS自己資本比率規制に対応する資産オフバランス化のツールとして発達してきた。
- ・ 銀行が保有貸付債権をSPCに譲渡し、SPCがこれを見合いに資産担保債券を発行する。取引先との関係もあり、銀行はこの譲渡について債務者(取引先)に通知しないこと(サイレント方式)が一般的である。このため、銀行破綻時に当該貸付債権が債務者により相殺されるリスク(取引先が預金債権を有する場合など)が残るため、資産担保債券の信用力は、銀行の信用力を上回ることが出来ないといった問題を有している。こうしたこともあって、これまでCLOは年度末の一時期の短期発行に適したABC(Asset Backed Commercial Paper)の形式で発行されるケースが多かった。
- ・ 本年2月にこうした相殺リスク回避を企図したスキームが登場した。SPCが資産担保債券の発行代わり金を信託銀行の信託勘定による企業貸付金(単独運用指定金銭信託)として運用するものであり、信託銀行と企業との間で相殺禁止特約を締結するといった工夫により相殺リスクを回避することを狙っている。このスキームによるCLOでは、資金調達を行う企業が社債(ユーロ円債)を発行する代わりに信託勘定による貸付を受けることで資金調達を行っているともみることができ、経済効果はCBOと同様である。

(図表 7) 資産担保債券、事業債のデフォルト率等比較 (日本)

	事業債の 10 年累積信用リスク比率 (注) (77 ~ 96 年度)		資産担保債券デフォルト率 (96 ~ 98 年度)
		うちデフォルト率	
A A A	0.15%	0.00%	0.00%
A A	1.37%	0.00%	0.00%
A	3.26%	0.00%	0.00%
B B B	7.30%	0.46%	0.00%
B B 以下	22.95%	1.42%	(公募発行なし)

(注) 10 年累積信用リスク比率は、ある格付の事業債の発行会社がおのち 10 年内に経営困難 (デフォルト、債務超過、3 期連続経常損益赤字または経常収支赤字 3 期連続赤字はウヱイト 0.5) となる比率。

(資料) 日本格付投資情報センター

(図表8) 資産担保債券スキームのフロー

