

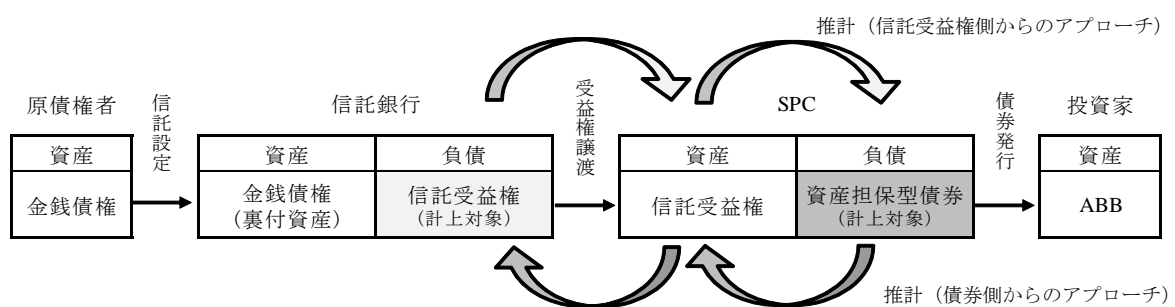
二段階で発行される証券化商品の残高に関するテクニカルノート

証券化商品には、二段階で発行されるケースがある。市場関係者に対するヒアリングや発行統計によると<sup>1</sup>、二段階の発行が行われる場合、原資産を裏付に組成された信託受益権を裏付資産として、特別目的会社（SPC）や信託銀行が別の証券を発行する<sup>2, 3</sup>。当該証券には、資産担保型債券、ABCP、信託受益権の3つのケースが存在する。こうした二段階で発行される商品は、いずれも「証券化商品残高」統計の計上対象であり、同統計を利用する際には、二段階で発行される商品の残高を把握しておくことが有用である<sup>4</sup>。日本銀行では予めその規模を推計したので、以下ではその方法を具体的に示す。

1. 信託受益権を裏付資産とする資産担保型債券

信託受益権を裏付資産として発行される資産担保型債券は、信託設定された原債権を裏付とする信託受益権がSPCに譲渡され、当該受益権を裏付資産としてSPCが債券を発行するかたちをとる（図表1）。こうした二段階のプロセスを経て最終的に投資家に発行される債券の金額について、2種類の方法により推計を行った。いずれの推計方法においても、ほぼ同じ結果が得られた。

（図表1）信託受益権を裏付とする資産担保型債券のイメージ



<sup>1</sup> 発行統計には、日本証券業協会および全国銀行協会が公表する「証券化市場の動向調査」がある。同調査では、発行される証券化商品の裏付資産に関する情報が提供されている。

<sup>2</sup> 二段階目において、SPCは証券を発行する場合のほか、アセット・バック・ローン（ABL）により借入を行うケースがある。本稿では証券形式をとる前者のみを対象にしている。

<sup>3</sup> 本稿の二段階発行以外で、既発の証券化商品を裏付資産とするケースとして、ABSやCDOを裏付に発行される再証券化商品が挙げられるが、わが国では少額である。「証券化市場の動向調査」によれば、信託受益権以外の証券化商品を裏付資産とする商品の発行額は1%に満たない。

<sup>4</sup> 二段階の証券化は、立場により二通りの見方が可能である。①市場で組成される証券化商品自体に着目すると、二段階のいずれもが残高として捕捉されるべきである一方、②投資家による投資額を把握する立場からは、1つの案件の残高が二重に計上されるのは好ましくない。

## （１）債券側からのアプローチ

投資家向けに発行される資産担保型債券のうち、信託受益権を裏付にするものの残高を把握できれば、「二段階で発行される資産担保型債券」の残高となる。基礎データとしては、日本証券業協会および全国銀行協会が公表する「証券化市場の動向調査」を使用した。同調査は、2004年度以降に発行された証券化商品について、発行日、発行額、裏付資産、償還方法、平均・予定年限、法定最終償還日等の詳細な情報を銘柄別に提供している。ただし、同調査が提供する情報は、証券の発行時のものであるため、2011年6月末時点での残高について、償還方法に関する情報から推計を行った。

具体的には、一括償還が予定されている銘柄は、発行日から予定年限の経過時までの期間を通じて、発行額の全額が残存しているものとした<sup>5, 6</sup>。一方、分割償還が予定されている銘柄は、定額償還されるものと仮定し、平均年限の2倍の期間の経過時に残高がゼロになるように償還スケジュールを置いた<sup>7, 8</sup>。毎回の償還額（基本的には毎月）を一定として、銘柄別に残高の推移を推計し、全銘柄を集計した金額を、信託受益権を裏付資産とする資産担保型債券の残高とした<sup>9, 10</sup>。

## （２）信託受益権側からのアプローチ

他方、「二段階で発行される資産担保型債券」の残高は、証券化商品として組成された信託受益権のうち、別の資産担保型債券の裏付資産となるものの残高でもあり、信託受益権側からのアプローチにより、把握することも可能である。

信託を用いて行われる証券化の場合、受益権が公募の形をとらず案件の存在が知られないケースが多いため、日本銀行では、資金循環統計を作成するため独自に調査を行い、残高を捕捉している。そこで今般、信託受益権側からのアプローチとして、証券化により組成された信託受益権のうちSPCに譲渡されたものの比率について、追加調査を行った。その結果、同比率は2011年6月末時点で3%程度であった。

さらに、SPCは当該信託受益権を裏付として、資産担保型債券またはアセット・

---

<sup>5</sup> 一括償還が予定されている銘柄は、償還方法がハードブレッドあるいはソフトブレッドとされている銘柄とした。

<sup>6</sup> 予定年限が不明の銘柄については、代わりに法定最終償還日までの期間を利用した。

<sup>7</sup> 分割償還が予定されている銘柄は、償還方法がアモチゼーション、パススルー、元本約定弁済型等とされている銘柄とした。

<sup>8</sup> 平均年限は残存額すべてが償還されるまでの期間の平均年数を表す。定額償還の場合、平均年限の経過時点が償還期間のちょうど中間時点となる。平均年限が不明の場合には、法定最終償還日に残高がゼロになるように償還スケジュールを置いた。

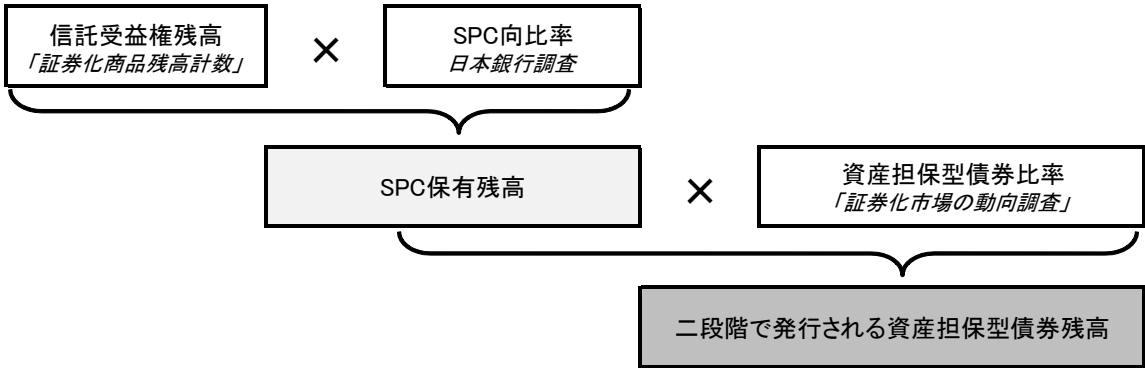
<sup>9</sup> 毎回の償還額のうち、償還のタイミングが明らかな銘柄の場合は、そのタイミングに従って定額償還が行われるものと仮定。また、償還開始時点が明らかな銘柄については、償還開始時点までは全額が残存し、償還開始後に定額償還が行われるものとした。

<sup>10</sup> 「証券化市場の動向調査」が開始された2004年度よりも前に発行され、かつ満期が到来していない商品の残高については、推計に組み入れられていない。

バック・ローン（ABL）の形で、二段階目の証券化を行うことになる。そこで、本統計の対象となる前者の比率を、日証協・全銀協の「証券化市場の動向調査」から把握した。

SPC 向けに譲渡された信託受益権の比率、および信託受益権を裏付とする証券化商品のうち資産担保型債券の比率を、信託受益権の残高に乗じることにより、二段階で発行される資産担保型債券の残高を推計した（図表 2）。

（図表 2）信託受益権側からのアプローチのイメージ



（3）推計結果

推計結果は、2011 年 6 月末時点で、債券側からのアプローチでは 2,160 億円、信託受益権側からのアプローチでは 2,089 億円となった。いずれのアプローチを用いても、推計結果はほぼ同じであった。

2. 信託受益権を裏付資産とする ABCP

市場関係者に対するヒアリングによると、ABCP 市場では、証券化の対象となる原債権の回収期間が長期の場合には、キャッシュフロー管理を行うため信託の枠組みを利用するケースが多く、その場合には信託受益権を裏付として SPC が ABCP を発行する、すなわち二段階の証券化が行われている。他方、原債権が短期の場合には、信託を経由することなく、SPC が原債権を裏付に ABCP を発行するケースが多い。こうした市場の実勢を踏まえ、原債権の回収期間が長期の場合に二段階の証券化が行われるものとみなして、推計を行った。

ABCP の原債権の回収期間別の残高は、「ABCP/ABL 統計調査」（流動化・証券化協議会）によれば、長期のものが概ね 30%、短期のものが 70%であり、その比率は安定的に推移している<sup>11</sup>。そこで、ABCP の原債権のうち回収期間が長期のもの比率を 30%とおき、同比率を「証券化商品残高」の ABCP 残高に乗じた結果を、

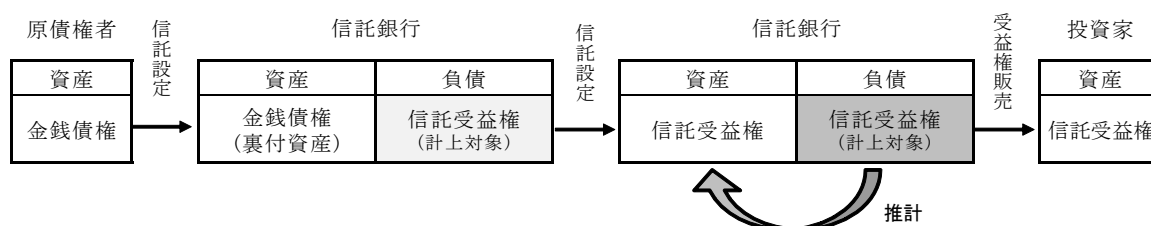
<sup>11</sup> ABCP/ABL 統計調査は、ABCP と ABL の合計値ベースで、長短別の残高データを公表している。このため、推計を行うに当たり、ABCP の長短別残高の割合は ABL と同様との仮定をおいている。

推計値とした。この結果、信託受益権を裏付資産とする ABCP の残高は、2011 年 6 月末時点で 6,767 億円と推計された。

### 3. 信託受益権を裏付資産とする信託受益権

1. (1) と同様に、「証券化市場の動向調査」より、償還方法に関する情報に基づき推計を行った。この結果、信託受益権を裏付資産として組成される信託受益権の残高は、2011 年 6 月末で 2,832 億円と推計された（図表 3）。

（図表 3）信託受益権を裏付資産とする信託受益権のイメージ



### 4. むすび

上記の推計の結果を合計すると、「証券化商品残高」に計上している資産担保型債券、ABCP、信託受益権のうち、二段階で証券化が行われているものの残高は、2011 年 6 月末時点で約 1.2 兆円に上り、証券化商品残高の約 3% を占めると考えられる（図表 4）。同時点以外のタイミングでの残高に関する情報は十分ではなく、幅をもって見る必要はあるが、二段階で発行される証券化商品が証券化商品全体に占める比率は小さいものと考えられる。

（図表 4）二段階発行証券化商品の残高（投資家向け販売商品形態別、2011 年 6 月末）

(兆円)

二段階発行 証券化商品残高計	資産担保型債券	ABCP	信託受益権	(参考) 証券化商品残高
1.2	0.2	0.7	0.3	38.3

以 上

<参考>二段階で発行される証券化商品の残高の推移

単位 億円

	2007	2008				2009				2010				2011	
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
二段階発行 証券化商品残高計	25,266	26,717	23,954	23,110	21,274	21,368	17,601	16,338	16,127	15,775	13,540	13,722	13,322	13,018	11,759
資産担保型債券 債券側からのアプローチ	7,314	7,014	6,299	5,986	5,678	5,398	4,523	4,257	4,007	3,654	2,938	2,793	2,686	2,695	2,160
ABCP	13,291	15,031	13,035	12,462	11,037	11,585	8,805	7,898	8,084	8,177	6,895	7,457	7,402	7,300	6,767
信託受益権	4,661	4,673	4,620	4,662	4,559	4,386	4,274	4,182	4,037	3,945	3,708	3,472	3,234	3,023	2,832
(参考) 証券化商品残高	466,386	469,090	457,904	459,833	466,743	455,675	430,518	423,285	426,519	418,781	407,168	398,857	401,326	391,531	382,763

—— 本文中で採用した推計方法を使って、二段階で発行される証券化商品の残高を過去に遡って推計すると、上のおり、残高は1.2兆円～2.7兆円、証券化商品全体に占める比率は3～5%となる<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 本文脚注10のおり、「証券化市場の動向調査」が開始された2004年度よりも前に発行され、かつ満期が到来していない商品の残高については、推計に組み入れられていないため、推計値は幅をもってみる必要がある。