

アジアにおける証券化取引の現状と期待される役割

調査部

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 米国で発生したサブプライムローン危機とそれに端を発した世界金融危機の後遺症によって証券化取引は世界的に低迷しており、アジアもその例外ではない。しかし、証券化そのものは金融システムに多様なメリットをもたらす有用な取引であり、アジアでも再び活性化することが期待される。ただし、メリットの享受にはリスクが伴う。証券化を促進するにあたっては、リスク管理手法が確立され、それが適切に実施されることが前提となる。
2. アジアにおいて証券化取引が拡大したきっかけは1997年に発生した通貨危機であり、危機の影響を受けた各国で、不良債権処理を主な目的として証券化の枠組みが導入された。一方、住宅ローンの増加を政策的に推進する専門機関が設立されたことなどから、住宅ローンや消費者ローンの証券化も拡大している。その進捗度合いは国ごとに多様であり、日本・韓国・香港などでは本格的な発展がみられる一方、ASEAN諸国の中で証券化商品の発行が頻繁に行われているのはマレーシアとシンガポールのみである。これらの国でも発行額は2008年以降激減し、現在もほとんど回復していない。
3. アジア諸国において証券化取引が拡大するための課題は、市場ニーズの喚起やスキル・ノウハウ等の蓄積、ならびに制度インフラ等の整備である。前者に関しては、銀行部門中心の金融システムの中で銀行の流動性が豊富であるために証券化を積極的に推進するニーズが少ないこと、資本市場が成熟しておらず機関投資家の発展が不十分であること、世界金融危機の後遺症により投資家の姿勢が極端に保守的になっていることなどが障害となっており、これらに対処することが不可欠である。後者に関しては、法規制の枠組み・会計基準・税制・金融インフラなどを整備することが求められる。
4. 一般的に、証券化商品の発行コストは高い。原資産の市場が確立し透明性を維持していること、金融資本市場が成熟していることなども前提条件となるため、民間部門の力のみでは取引が容易には増加しない。一方で、証券化の拡大は、国内金融システムの発展に多様な形で貢献すると考えられる。金融当局はこの点を十分認識し、強いコミットメントを持って証券化を促進すべきである。こうした努力によって一定水準の取引額を維持することが重要であり、それが民間部門のスキルやノウハウの蓄積につながる。現在のように取引額が少なければ、これらは次第に消失しかねない。加えて、銀行の資金調達需要は、今後、先進国の金融緩和政策の変化、国内の多様なローンの増加、バーゼルⅢの導入による流動性規制の厳格化などによって増加する可能性があり、それに備えることも証券化促進の目的となる。
5. 証券化取引のニーズが少ない現状を踏まえると、これを促進する方策として、市場参加者に対する情報提供や教育の充実、パイロット取引の実施などが考えられる。住宅ローンや消費者ローンなどの単純な証券化から促進することが、取引拡大には有効と考えられる。証券化促進の取り組みは、資金調達手段の多様化を図る現地の日系企業やアジアへの多様な投資を検討する日本の投資家にも、大きなメリットをもたらすであろう。

目次

はじめに

1. 証券化のメリットとリスク

2. アジアの証券化取引の現状

- (1) アジア通貨危機を契機とする証券化の拡大
- (2) 単純な証券化取引を中心とした発展
- (3) 国ごとに異なる発展度合
- (4) 最近の状況
- (5) 国別の事例

3. 証券化取引を拡大するための課題

- (1) 市場のニーズおよびノウハウに関する課題
- (2) 制度インフラに関する課題

4. アジアにおける証券化促進の必要性と方策

- (1) 証券化の必要性
- (2) 証券化促進の方策
- (3) 潜在的な有望分野
- (4) 日本にとっての意義

はじめに

アジアでは金融システムの発展度合が国ごとに異なるため、証券化取引の拡大の状況も多様である。総じていえば、1997年の通貨危機後、危機の影響を受けた各国において、不良債権処理を主な目的として証券化の枠組みが導入されたことをきっかけに、多様な証券化取引が拡大した。2005～2007年頃には、世界的に金融取引が膨張する中、アジアの証券化取引額もピークを迎えた。しかし、アメリカで発生したサブプライムローン危機とそれに端を発した世界金融危機の影響を受け、証券化市場は崩壊した。アジアでは、国内の証券化市場において問題が発生することはなかったものの、証券化（securitization）という用語そのものに否定的なイメージが伴うようになり、より幅広い取引を含むstructured finance products（仕組み商品）という用語が用いられるなど、心理的な影響が多大であった。投資家が証券化商品に対して要求するリスク・プレミアムが急速に拡大した結果、証券化による資金調達コストは銀行借入れや社債発行などの他の資金調達手段に比較して大幅に高くなり、取引は激減した。この状況は、基本的に現在まで続いている。

しかし、証券化は優れた金融技術であり、多様なリスクが確実に管理されることを前提に再び活性化することが望ましいと考えられる。本稿では、このような観点から、アジア

における証券化の現状と課題を考察する。構成は以下の通りである。1. では、証券化の一般的なメリットとリスクにつき、簡単に説明する。2. では、アジアの証券化取引の特徴と現状を述べる。3. では、アジアにおいて証券化取引を拡大するための課題をまとめる。4. では、アジアにおいて証券化を促進する意義について確認した上で、促進の方策を指摘する。最後に、日本にとっての意義に触れる。

証券化は、1. で述べる通り多様なメリットを有しており、アジア諸国にとって必要なものであると考えられる。特に、金融システムの発展に寄与する点が重要である。証券化により資金の供与者が銀行やノンバンクから機関投資家等に移行するため、リスク配分の適正化や、銀行部門と資本市場のバランスのとれた金融システムの形成に資すると考えられる。このように、証券化は、通常の社債発行とは異なった効果を有するといえよう。

アジアの証券化が伸び悩んでいる原因として、世界金融危機の影響に加え、銀行部門の流動性が豊富であることがあげられる。しかし、今後、国際金融情勢の変化等により、状況は変化する可能性がある。また、流動性が経済全体において豊富であっても、それは資金調達需要が存在しないことを意味するわけではない。したがって、証券化のニーズが乏しい現状においても、金融当局には、市場参加者の認識を改善する努力が求められよう。

これに関連して、日本からのアジア向け証券投資は、政策的な促進努力にもかかわらず伸び悩んでいる。証券化商品に対するクロスボーダー投資が行われれば、アジア向け投資が拡大する一つのきっかけとなる可能性がある。日本からの投資の増加は、アジアの域内金融統合にも資することになる。

1. 証券化のメリットとリスク

証券化とは、キャッシュフローを生み出す資産を裏付けに証券を発行することである。裏付けとなる資産を原資産（underlying assets）、原資産の保有者をオリジネータと呼ぶ。証券化のビークルとして設立されたSPV（Special Purpose Vehicle）に対し、オリジネータが保有資産を譲渡し、SPVが証券の発行体となるのが、証券化取引の一般的な方法である。原資産としては、住宅ローン、消費者ローン、企業向けローン、インフラ整備関連やプロジェクト・ファイナンス関連のローン、不動産など、多様なものがある。

証券化取引には、多くのメリットがある（図表1）。まずオリジネータのメリットとしては、資産の譲渡により資金調達や信用リスクの移転が可能となること、資産のオフバランス化により経営指標を改善出来ること、などがあげられる。新たに発行される証券の格付けは原資産の信用リスクのみに依存する（注1）ため、オリジネータの（企業としての）

図表1 証券化のメリット

オリジネータのメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・資産をオフバランス化出来る →自己資本比率の改善、負債の削減、財務の安定化 ・新たな資金調達手段（資金調達手段の多様化） ・借入れコストの削減
投資家のメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・新たな投資手段の獲得 ・資産の性質と安全性の組み合わせを選べる ・同じ安全性でも高い利回りを得られる（ことがある）
組成業者のメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・高い報酬 ・（アレンジだけであれば）ROEの向上 ・先進的な金融機関としてのイメージ

（資料）田淵 [2012] をもとに作成

格付けを上回る場合もあり、その場合は証券化により通常の社債発行よりも低いコストで資金調達が可能になることになる。

次に、投資家のメリットとしては、原資産から互いに異なるリスク＝リターンの組み合わせを有する複数の債券を組成する方法（トランシング）を利用することなどにより、自らのニーズに合った商品に投資出来ることがあげられる。また、通常の社債に投資する場合には、企業経営の不安定性や恣意性などの要因も含む信用リスクに直面せざるを得ないが、証券化商品においては、原資産の信用リスクを負担すればよいことになる。また、通常では投資出来ない流動性の乏しい資産、例えば消費者ローンなどにも投資することが可能となる。

原資産市場の拡大も、証券化のメリットとして考えられる。自動車ローン会社が証券化によりバランスシート上のローン残高を減らし、調達した資金により再び新たなローンを実行するケースでは、ローン残高の増加が加

速する可能性がある。また、中小企業が新規発行する債券を原資産として証券化を行う場合には、本来、単独では債券を発行出来ない企業による発行が可能となる。

加えて、金融システムの発展に及ぼすメリットも大きい。信用の供与者が銀行やノンバンク（NBFIs：Nonbank Financial Institutions）から機関投資家等に移行するため、債券市場の拡大や機関投資家の成長に貢献することになる。そのほか、原資産である住宅ローンや中小企業向けローン等の信用リスクの透明性の向上が促されること、長期資産である住宅ローンが銀行の手から離れることにより銀行の期間ミスマッチのリスクが軽減されることなど、多くの効果が期待される。

ただし、メリットの享受には、リスクが伴う。証券化は複雑なスキームとなることが多く、それにより透明性が失われ、投資リスクが増大する可能性がある。この点が、アメリカでサブプライムローン危機が発生する大きな原因の一つとなった。したがって、証券化

取引を促進するにあたっては、リスク管理が
 確実に行われることが前提となる。

(注1) 厳密には、スキームのリスクが伴う。

2. アジアの証券化取引の現状

(1) アジア通貨危機を契機とする証券化の 拡大

アジアの証券化が拡大したきっかけは、
 1997年の通貨危機であった。危機に伴って多
 額の不良債権が発生し、当局はその処理の一

つの方法として証券化取引の導入を図った。
 これらの国では、証券化の法律や規制の枠組
 みが整備されていなかったため、韓国・マレー
 シア・フィリピン・タイなどにおいて新たな
 枠組みが導入された(図表2)(注2)。また、
 中国では、2005年後半に、資産管理会社によ
 る不良債権の買い取りを可能とする枠組みが
 設けられた。

このように、アジアにおける証券化の拡大
 は、欧米諸国と異なる形をとることになった。
 欧米諸国では、住宅ローンや消費者ローンの
 証券化を中心に市場が拡大したが、アジアで

図表2 法規制の整備状況(導入年次など)

中国	・2006～2007年に限定的な施行取引が認可。リーマン・ショックにより停止。 ・2012年より施行取引の枠組み整備を再開。
香港	・破産法の一部に対立点がある以外は、証券化を許容する法的枠組み。
インドネシア	・1997年以前の証券化規則(decrees)を採用。 ・1997年にKIK-EBAの枠組みを採用。2002～2003年にガイドラインとして発表。 ・2009年にKIK-EBAを修正。SMFのアレンジによるBTNのMBS発行開始。
日本	・対抗要件法(1998年) ・資産流動化法(1998～2000年) ・信託業法(改正、2004年)
韓国	・ABS法(1998年) ・MBS法(1999年) ・KHFC法(2003年)
マレーシア	・コモン・ローの枠組みは一般的に証券化に対し許容的。 ・イスラム証券化の法的枠組みも確立。
フィリピン	・SPV法(2003年) ・証券化法(2004年) ・実施規則(2005年)
シンガポール	・破産法の一部に対立点がある以外は、証券化を許容する法的枠組み。 ・REIT関連規則(2001～2005年) ・信託法(2004年)
タイ	・証券化規則(decree、1997年) ・ABS法(2003年) ・SPV法(2004年)
ベトナム	なし

(資料) Lejot et al. [2008]

は不良債権の証券化が本格的な取引拡大の重要なきっかけとなった。その後、CDO (Collateralized Debt Obligations、企業向け債権を証券化したもの)、CMBS (Commercial Mortgage -Backed Securities、商業用不動産を証券化したもの)、リース債権を証券化した債券などが発行され、原資産の種類は次第に多様化した(図表3)。

(2) 単純な証券化取引を中心とした発展

原資産としての性質をみた場合、住宅ローンや消費者ローンは案件ごとの信用リスクの均一性が高く、将来もたらされるキャッシュフローの予測可能性が高い。したがって、案件を多数集めて証券化の原資産とすることが相対的に容易であり、それにより分散効果が生じる(原資産1件当たりの全体への影響度が低下する)とともに、信用リスクの統計的な処理も可能となる。このような原資産の場合には、内部信用補完手段の一つである超過担保(over collateralization)などを採用する

ことも比較的容易といえる(注3)。

これに対し、企業向けローンやインフラ・プロジェクトなどでは、企業ごと、案件ごとに個別性が強く、多くの件数を集めることも相対的に難しいため、上記のような効果が得にくい。したがって、原資産のうち1件でもデフォルトすれば、その影響は多大とならざるを得ない。

アジアにおける住宅ローンや消費者ローン(自動車ローン、クレジットカードローン、個人ローンなど)の証券化の発展度合は、国により多様である。日本・韓国・マレーシア・香港などにおいてはMBS (Mortgage -Backed Securities、住宅ローンの証券化により発行される債券)が重要な役割を果たしているが、その大きな要因は、これらの国で住宅ローンの振興を図るために新法の制定や政府系の専門機関の設立などが行われてきたことにある。

日本では、1950年に100%政府出資の住宅金融公庫が設立された。その目的は、住宅ロー

図表3 ABS(資産担保証券)のタイプ

広義のABS	Mortgage-Backed Securities (MBS)	Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)
		Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)
	Collateralized Debt Obligations (CDO)	Collateralized Loan Obligations (CLO)
		Collateralized Bond Obligations (CBO)
	狭義のABS	Credit-Card Receivables
		Leasing Receivables
		Trade Receivables
Consumer Loans		

(資料) Ghosh ed. [2006]

ンを安定的に供給し、住宅の質を改善することにあった。2007年4月、住宅金融公庫は住宅金融支援機構に改組された。これは、民間金融機関の住宅ローンを証券化することに特化した機関であり、家計に対して直接に融資を行うことはない。もう一つの役割は、旧住宅金融公庫が保有していたローンを管理（回収・証券化を含む）することである。

韓国では、2004年にKorea Housing Finance Corporation (KHFC) が設立された。韓国銀行（中央銀行）が82%、政府が18%出資している。その目的は、長期の住宅ローンに対する家計のアクセスを確保することにある。KHFCは30年固定の住宅ローンを供与するとともに、資金調達のためにKHFCの保証付きのMBSを発行している。

マレーシアでは、1986年にCagamas Berhad が設立され、住宅ローン流通市場（secondary mortgage market）の発展を促進することにより、住宅ローンの実行を促進することを目指している（マレーシアに関しては後述）。

香港では、1997年に100%政府出資のHong Kong Mortgage Corporation (HKMC) がHong Kong Monetary Authorityによって設立され、住宅ローンの増加と債券市場の整備により住宅の保有を拡大することを目指している。

アジアにおける住宅ローンや消費者ローンの証券化をみると、トランピングにより優先劣後構造を形成し、信用リスクの変換を図ったものは少ない。むしろ、資産をバランスシ-

トから分離して流動性の増加を図ることを目的としたものが大半であった。

アメリカにおいてサブプライムローンの証券化が危機につながった原因の一つは、証券化商品の構造が次第に複雑化し、外部からみて透明性が失われたことである。アジアにおいて単純な構造の証券化商品が主流を占めていることは、商品の透明性を高めることに寄与しているといえよう。このことは、サブプライムローン危機が発生した際、国内証券化市場への直接的な影響を抑制する効果を持ったと考えられる。

(3) 国ごとに異なる発展度合

2000年以降、香港・日本・韓国・マレーシアでは、住宅ローンの証券化などをけん引役として証券化取引が急増した。シンガポールでは、商業用不動産の証券化が中心となった。これに対し、中国・インドネシア・フィリピン・タイなどでは、証券化取引の実施額は限られている。

近年のASEAN諸国の状況をみると、証券化取引が相対的に活発に行われているのはマレーシアとシンガポールである。ブルネイ・インドネシア・フィリピン・タイでは、証券化取引は存在するが、件数は極めて少ない。カンボジア・ラオス・ミャンマー・ベトナムでは、法規制枠組みが存在せず、証券化取引は行われていない。

(4) 最近の状況

日本を含めた先進諸国では、2000年代に入ると金融取引が活発化し、その中で証券化取引も拡大した。背景には、オリジネータである金融機関や取引を組成するアレンジャーなどの間に、証券化を利用して収益の拡大を図る動きが広がったことがある。

しかし、アメリカにおいてサブプライムローンの証券化商品に問題が発生し、その波及により世界金融危機が起こると、状況は一変した。市場参加者は証券化取引を行う意欲を失い、例えば取引が活発化していた東京市場でも、アレンジャーの中核を担っていた外資系投資銀行が証券化業務から次々に撤退した。

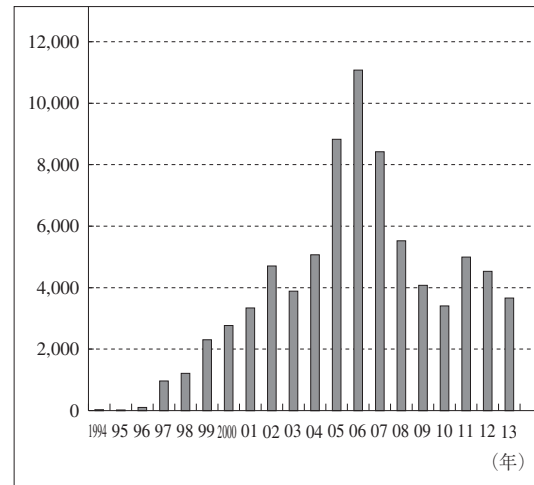
アジアにおいても、機関投資家がリスクをとる意欲を失って極端に保守的となった結果、証券化商品に対し、同格付け・同期間の社債に比較して大幅に高い利回りを要求するようになった。これは、証券化取引が実際にはほぼ不可能となったことを意味する。証券化商品の発行額は2008年以降激減し、現在もほとんど回復していない。

(5) 国別の事例

①日本（注4）

日本の証券化は、1990年代に金融機関の不良債権問題が深刻化したことを背景に発展した（図表4）。1993年には特定債権法が施行

図表4 日本の証券化商品の発行額推移
(10億円)



(資料) ドイツ証券 (Deutsche Bank Group, Markets Research, 2014年1月8日)

され、特定債権の債権譲渡対抗要件の具備方法が簡素化された。これにより、証券化の制度インフラの整備が開始されたといえる。1996年には、社債の適債基準が撤廃され、国内でSPVによる社債発行が可能となった。その後、自動車ローン債権によるABS、銀行の貸出債権によるCLO、ショッピングセンター等の不動産によるCMBSなど、多様な原資産による証券化が行われるようになった。

2004年には、日本銀行が市場関係者を集めて証券化市場フォーラムを開催し、関連する規制や市場インフラの整備を促した。また、日本銀行は証券化市場関連データの収集を開始し、これにより継続的なデータの入手が可能となった。2006年、証券化商品の新規発行額は12兆円弱とピークに達した。

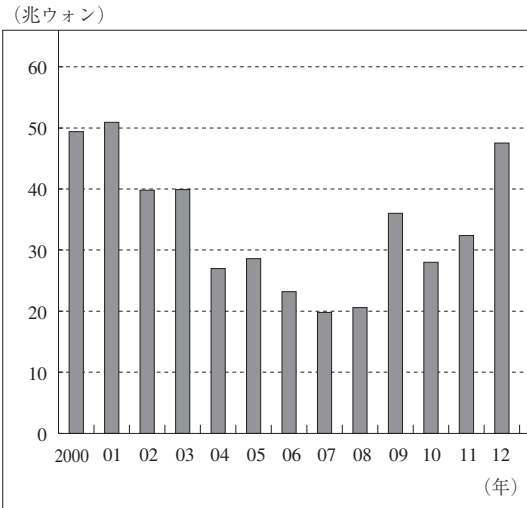
しかし、その後は伸び悩み、2008年には新規発行額が半減した。背景には、消費者金融会社の経営不安、新興不動産会社の連続破綻、外資系投資銀行東京支店の証券化業務の縮小や同業務からの撤退などがある。2009年にも、オリジネータの破産事例が生じた。

アジアの現状を念頭に置いて日本の証券化の歴史をみると、以下の特徴が指摘出来よう。第1に、不良債権処理の必要性、銀行の自己資本比率向上の必要性、不動産業等の資金調達需要の増加など、証券化を促進する多くの要因が存在した。第2に、当局が、関連する金融インフラの整備を促すなど政策的な後押しを着実にを行った。第3に、証券化商品の多様化の進展や、証券化取引を含む企業倒産事例の発生による法規制枠組みの問題点の顕在化と改善などにみられるように、日本経済・金融の発展度の高さが証券化の拡大を促した。第4に、世界的に証券化が発展した時代であり、外資系投資銀行がアレンジャーの中核として東京市場の発展を主導した。

②韓国

韓国では、1998年に資産担保証券（ABS）法が制定され、証券化取引が開始された（図表5）。不良債権処理のため、韓国資産管理会社（KAMCO）が証券化を活発に行った。その後、証券化は不良債権処理に関連したCLOやCBO、クレジットカード債権によるABSなどに拡大した。カード債権による証券

図表5 韓国の証券化商品の発行額推移



(資料) Korea Financial Investment Association, 2013 Capital Markets in Korea

化は2001年以降に増加したが、2003年にはカード会社破綻の影響を受け、急速に落ち込んだ。

2004年3月にはKHFCが設立され、RMBSの発行が開始された。また、不動産プロジェクト関連の証券化や学資ローンによるABSなど、多様化が引き続き進展した。ただし、不良債権の減少もあり、証券化商品全体の発行額は伸び悩んだ。

金融委員会（FSC:Financial Services Commission）を中心とする韓国の金融当局は、証券化がリスクを伴うものの金融システムに不可欠の存在であるという考え方のもと、継続的かつ適時適切な政策努力を実施してきた。ABS法も、制限的ではなく促進的な法律となっている。一方、規制監督は厳格であり、オリジネータ

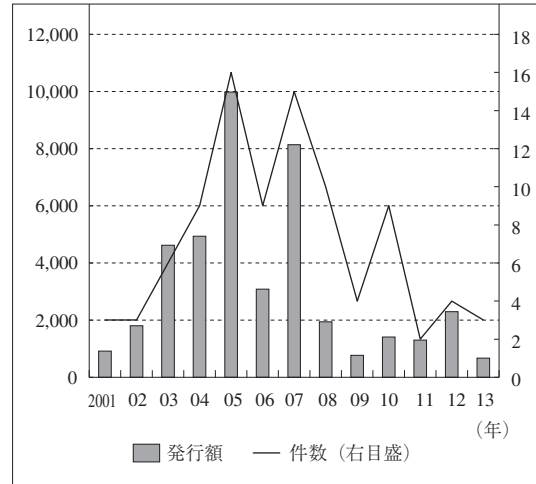
になれる金融機関・企業は限定されている。また、証券化の計画はFSCに登録する必要がある。この登録は電子的な情報公開に直結しており、投資家に信頼度の高い最新の情報を提供している。これが証券化の拡大を促す一因になっていると考えられ、この点は他の国にも参考となろう。

証券化商品の発行額は世界金融危機に際して落ち込んだが、影響度は小さく、その後は回復し、日本市場に迫る勢いとなっている。背景にあるのは、主にKHFCによる長期固定住宅ローンの拡大と、その証券化によるMBS発行の増加である。

③マレーシア

マレーシアでは、証券化が相対的に発展している。2001年にABSガイドラインが制定され、証券化取引が本格的に開始された。2013年10月までに93件の取引が証券委員会（the Securities Commission）により承認され、多様な原資産が証券化されている（図表6、図表7）。1986年に住宅ローンの拡大等を目的にチャガマス社（The Cagamas Group）が設立され、金融機関から住宅ローンの買い取りを実施してきたことが証券化の素地を築いた。チャガマスは中央銀行が20%、民間金融機関が80%を出資する公共企業である。チャガマスは2004年から2007年にかけて国家公務員向け住宅ローンを原資産とするRMBSおよびイスラムRMBS（イスラム金融の仕組みを

図表6 マレーシアの証券化商品の発行額推移
(100万リンギ) (件)



(注) 2013年は10月まで。
(資料) RAM Ratings

図表7 マレーシアの資産種類別の証券化の状況
(2001年～2013年10月)

(件、100万リンギ)

	件数	金額	件数比率	金額比率
CDO	13	7,213	14.0%	17.2%
RMBS	6	10,524	6.5%	25.2%
ABS	40	14,568	43.0%	34.8%
CMBS	34	9,535	36.6%	22.8%
合計	93	41,840	-	-

(資料) RAM Ratings

利用した証券化商品)を発行しており、その残高は証券化商品発行残高全体の大きな部分を占めている。ただし、2008年以降は発行コストが大幅に上昇したため、通常の社債のみを発行している。

証券化に関する法規制の枠組みについてみると、証券委員会がABSガイドライン、PDS (Private Debt Securities) ガイドライン、IS (Islamic Securities) ガイドラインなどを制定

しており、証券化商品の発行は、これらに従って個別案件ごとに認可されている。これらのガイドラインによる枠組みに、特に大きな問題は生じていない。

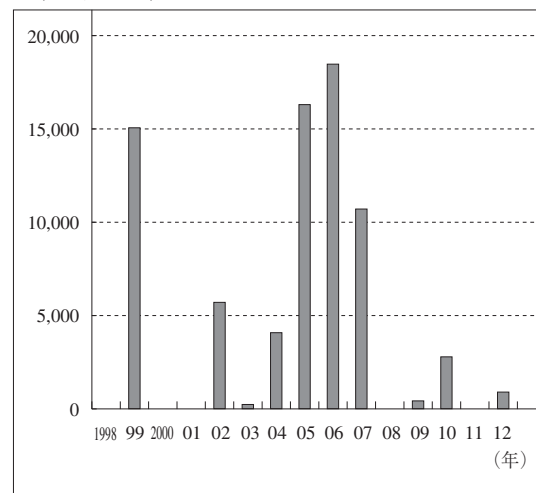
④タイ

タイでは、1997年に証券化法（The Special Purpose Vehicle Act）が制定され、その後、数回の改正が行われた。現在も、SPVに関する信託制度の適用など、いくつかの点が改正の途上にある。また、1997年には住宅ローン流通市場の整備を目的にSMC（Secondary Mortgage Corporation）が設立され、現在まで数回にわたり住宅ローンの証券化を実施している。

このように法規制は整備されているものの、取引は活発ではない（図表8、図表9）。1997年以降、証券化を実施したオリジネータ

は7社にとどまっている。このうち、政府系のプロジェクトであるDhanarak Asset Developmentを除外すると、最大のオリジネータは日系のイオン・タナシンサップ社（AEON

図表8 タイの証券化商品の発行額推移
(100万バーツ)



(資料) Securities and Exchange Commission

図表9 SPV Act の下での証券化取引 (2013年6月末現在)

(100万バーツ)

オリジネータ	合計額		
特別法による金融機関	Secondary Mortgage Corporation	5,587	Residential Mortgage / Hire Purchase
ノンバンク	AEON Thana Sinsap (Thailand)	13,735	Credit Card Receivable / Electronic Appliance and Other Consumer Goods Leases
	Siam Industrial Credit (SICCO)	10,000	Auto Receivables Loan
	Siam Panich Leasing	5,000	Auto Receivables Leases
	Scandinavain Leasing	800	Auto Receivables Leases
その他	National Housing Authority	1,778	Residential Hire Purchase
	Dhanarak Asset Development	24,000	Government Office Rental Fee
合計額		60,900	

(資料) Securities and Exchange Commission

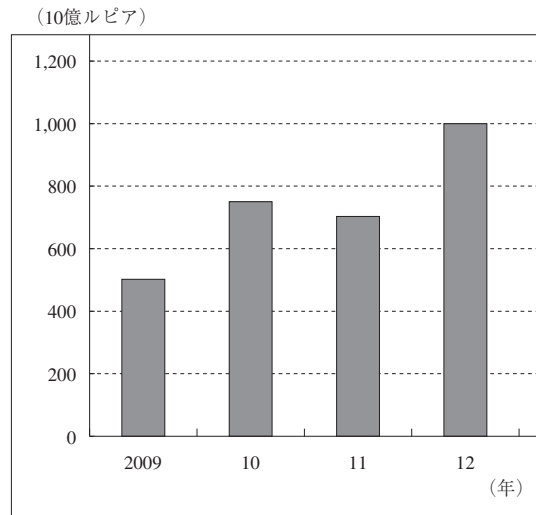
Thana Sinsap (Thailand)) である。世界金融危機以降、タイ全体でみた証券化取引の実額は一段と低迷している。

⑤インドネシア

インドネシアでは、1997年に資本市場管理庁 (Bapepam) が証券化取引を実施するための枠組みとしてKIK-EBA (Kontrak Investasi Kolektip-Efek Beragun Aset) を導入した。KIKはcollective investment contractを、EBAはasset backed securitiesを意味するインドネシア語である。これは、法的に独立した法人であるSPVの代わりにReksa Dana (資本市場法上のmutual fund) を用いる枠組みであり、原資産の購入等はInvestment Manager (IM) が、ファンドの管理等はCustodian Bank (CB) が行うことになっている。

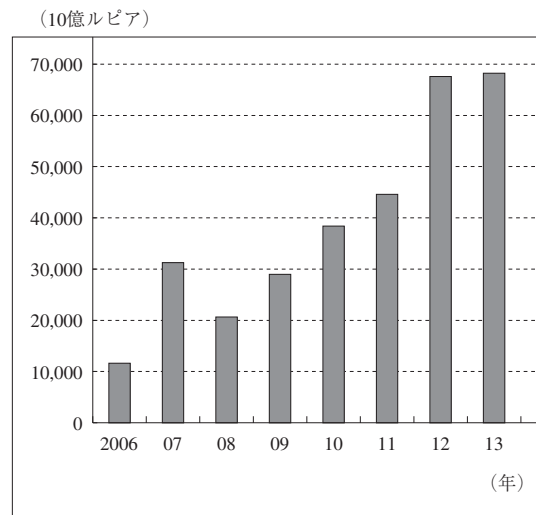
この枠組みにはいくつかの問題点があり、導入された後も国内市場での証券化取引は行われなかった。一方、2005年には、住宅ローン流通市場の整備を目的にSMF (PT Sarana Multigriya Finansial (Persero)) が財務省傘下に設立され、住宅ローンの買い取り業務を開始した。2009年にはKIK-EBAに関する修正が実施されるとともに、SMFにより、政府系銀行であるPT Bank Tabungan Negara (BTN) が保有する住宅ローンの買い取りならびに証券化が開始された。ただし、その金額は2009～2012年に約3兆ルピアにとどまっております、近年の社債発行額が年間約70兆ルピアに達す

図表10 PT Bank Tabungan Negara (BTN) による証券化の金額



(資料) PT Sarana Multigriya Finansial (Persero) [2013]

図表11 インドネシアの社債発行額



(注) 2013年は9月まで。
(資料) Asian Bonds Online

ることを考慮すれば非常に小さい (図表10、図表11)。また、KIK-EBAは国際的にみれば

一般的な枠組みとはいえ、法律面等で不透明な点が多々ある。したがって、長期的には、より普遍的なSPVを通じた証券化の枠組みの導入を検討すべきであろう。

(注2) 実際に資産管理会社による不良債権の証券化が実施されたのは、韓国とマレーシアである。韓国では、韓国資産管理会社（KAMCO）が証券化を通じて不良債権を処理する上で中心的な役割を果たした。また、マレーシアでは、不良債権処理のために設立された公企業であるダナハルタが、2001年末にマレーシア初のABS3.1億リングを発行した。

(注3) 証券化により発行される債券の信用リスクを補完する方法には、商品の構造等により補完する内部補完と、外部機関の保証などを利用する外部補完がある。超過担保は前者の手法の一つであり、発行される債券の元本よりも大きな額の前資産をプールしておき、デフォルトなどの事態に備えることをいう。

(注4) 日本に関する記述は、川北編著 [2012] による。

3. 証券化取引を拡大するための課題

(1) 市場のニーズおよびノウハウに関する課題

① 銀行中心の金融システム

以上の現状を踏まえ、本節では、アジアで証券化が伸び悩んでいる原因について検討するとともに、取引を拡大するための課題を整理する。

証券化は1997年の通貨危機からの回復の道筋の一部として採用された面があるが、危機の影響を受けたすべての国において順調に拡大したわけではない。韓国では、経済回復と市場改革のために最大限に利用されたが、こ

れはむしろ例外的である。2000年以降、アジア各国の金融当局は資本市場改革に注力したが、その過程で証券化はそれほど拡大したとはいえない。

その大きな原因の一つに、アジアの金融システムが銀行中心であることがあげられよう。このシステムを前提として金融政策や為替レート政策が運営され、また、消費者の貯蓄が主に銀行預金を通じて吸収されてきたことは間違いない。こうした中で効率的に機能する資本市場を構築することは、金融システムの成熟につながる一方で従来の金融政策や信用政策のやり方を阻害するのではないかと懸念されたという見方がある（注5）。

ただし、このような考え方が支配的であったとは考えにくい。証券化は、銀行などの金融機関が保有する債権を原資産として証券化商品を発行し、これに機関投資家が投資することになるため、信用の供与者が変化するとともに、機関投資家の成長や債券市場の拡大につながる効果を有する。通貨危機を経てアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が開始されるなど、銀行部門と債券市場のバランスのとれた金融システムの形成が目指されるようになっており、証券化はその重要な手段であると考えることが出来る。このことが、政策的に証券化の推進が目指された一つの要因であるといえよう。

より大きな問題は、銀行に証券化を積極的に推進するニーズが少ないことである。アジ

アでは銀行が信用の最大の供与者であり、証券化市場整備の先導役となることは自然である。銀行が保有する潜在的な原資産としては、消費者ローン、企業向けローン、住宅ローン、インフラ整備関連やプロジェクト・ファイナンス関連のローン、などがあげられる。原資産の合計額がある程度大きくなければ規模の経済が得られず、後述するように多様なコストがかかる証券化取引には適さないため、その意味でも銀行が証券化を行うことが最適といえる。

しかし、危機後数年が経過すると経済成長が回復し、予防的な制度改革の一環として証券化取引を推進するインセンティブは薄れた。特に、金融・為替政策の一環として外貨準備の蓄積が進められ、民間部門の流動性が高まると、証券化の意義も低下した。2000年以降にはこのような状況が顕著となり、多くの国で証券化に必要な法律が整備されたものの、それを補完する規制の導入は進まず、取引もあまり拡大しない結果となった。証券化の対象となりうる資産を最も多く保有する銀行が流動性を十分に有し、証券化のニーズが少ない状況では、証券化市場を拡大させることは容易ではない。

②金融資本市場の未成熟

多くのアジア諸国で資本市場が十分に成熟しておらず、投資家の成長が不十分であることも、証券化推進の障害となっている。証券

化商品は全般的に規模が小さく、海外投資家の投資対象とはなりにくい。したがって、投資家に関しては、基本的に国内の機関投資家（年金基金、保険会社、資産運用会社等）に依存することになる。アジアにおける機関投資家の発展状況は多様であり、その育成は証券化取引促進の観点からも重要であるといえよう（図表12）（注6）。

一方、証券化商品に関しては、投資家のニーズに応じたオーダーメイドの商品を組成することがある程度可能であり、そのことが投資家の拡大を促進する側面を有している。すなわち、この問題は「鶏が先か、卵が先か」という性質を含んでいる。

なお、いうまでもなく、投資家ベースが拡大しても、証券化商品に対する投資が行われなければ証券化の促進にはならない。現在のアジアにおいては、この問題も大きいと考えられる。

次に、一般的に、証券化取引を実施するためのコストは高い。証券化商品を組成するには手間がかかり、また、多くの付随的な関係者（弁護士、会計士、サービサー等）に手数料を支払う必要がある。通常の社債に比較して、当局の認可に要する期間が長い場合もある。さらに、取引実施後、オリジネータは原資産の管理を精緻に行う必要があり、そのためにITシステムを新たに構築しなければならない場合も多い。これらのコストを補って余りあるメリットがなければ、証券化取引は実

図表12 アジアの機関投資家の規模

	(資産または保険料)		(10億米ドル)			
	年金資産		保険料		投資信託資産	
	2004年	2011年	2004年	2011年	2004年	2011年
中国	20.7	134.4	52.2	221.9	40.0	410.2
香港	15.4	50.4	15.3	28.9	551.2	1,013.9
インドネシア	5.4	14.4	3.4	14.9	11.1	18.7
韓国	116.4	313.5	68.6	125.9	177.4	226.7
マレーシア	63.9	153.3	6.5	13.8	23.0	81.5
フィリピン	7.9	24.2	1.3	2.9	1.0	2.4
シンガポール	66.2	167.1	9.7	20.8	338.8	1,064.4
タイ	6.1	17.2	5.7	15.4	12.6	65.7
合計	302.0	874.5	206.8	524.7	1,155.1	2,883.5
日本	1,201.2	1,472.5	492.4	643.7	399.5	745.4

	(対GDP比)		(%)			
	年金資産		保険料		投資信託資産	
	2004年	2011年	2004年	2011年	2004年	2011年
中国	1.1	1.8	2.7	3.0	2.1	5.6
香港	9.3	20.6	9.3	11.6	331.8	415.1
インドネシア	2.2	1.7	1.3	1.8	4.5	2.3
韓国	15.5	29.2	9.6	10.8	23.6	21.1
マレーシア	54.0	57.1	5.4	5.2	19.4	30.4
フィリピン	9.2	10.8	1.5	1.3	1.1	1.1
シンガポール	59.5	66.5	7.5	8.0	304.9	423.6
タイ	3.7	5.2	3.5	4.5	7.6	19.8
日本	25.8	25.1	10.6	11.0	8.7	12.7

(注) シンガポールの投資信託は、資産運用業全体の数字。
 (資料) 年金資産：各国資料、保険料：Swiss Re、投資信託：Investment Company Institute、杉田 [2013]

現しないといえる。

これらのコストを下げることも証券化の裾野を広げるためには、オリジネータ、投資家、アレンジャー、その他すべての市場関係者が知識・ノウハウ・スキルなどを高めることが求められる。

次に、もう一つのコストとして、発行利回りに関する問題がある。証券化のメリットは多様であることを述べたが、一般企業の証券化取引において資金調達が主な目的となる場合には、証券化商品の利回りは銀行貸出金利や社債発行金利よりも低くしなければならな

い。そのためには、少なくとも銀行貸出金利や社債発行金利が市場ベースになっている必要がある。これは、証券化が行われるための前提として、金融資本市場のある程度の成熟が求められることを意味する。社債発行金利は基本的に市場ベースになっていると思われるが、銀行取引の金利に関しては、金融システムの発展度が相対的に低い国において、預金金利と貸出金利のスプレッドが広がっている場合が多い。このような場合、証券化のコストの引き下げを図ると同時に、貸出金利の決定を合理的なものとするために銀行間

図表13 3カ国のローン残高とその伸び率、対GDP比率

(マレーシア)	<ローン残高>				<5年間の伸び率>			<対GDP比率>
	(100万ドル)				(倍)			(%)
	2002年	2007年	2012年	2017年(予)	07年まで	12年まで	17年まで	2012年
消費者信用	20,582	43,745	75,131	108,134	2.13	1.72	1.44	24.5
カードローン	2,222	6,102	10,102	14,195	2.75	1.66	1.41	3.3
自動車ローン	14,475	29,751	45,363	57,714	2.06	1.52	1.27	14.8
耐久財ローン	107	50	24	20	-	-	-	0.0
教育ローン	1,040	1,985	3,136	5,449	-	1.58	1.74	1.0
ホームローン	1,133	2,347	3,878	4,973	2.07	1.65	1.28	1.3
その他のパーソナルローン	1,604	3,510	12,628	25,782	2.19	3.60	2.04	4.1
住宅ローン	26,347	50,380	96,303	129,208	1.91	1.91	1.34	31.4

(タイ)	<ローン残高>				<5年間の伸び率>			<対GDP比率>
	(100万ドル)				(倍)			(%)
	2002年	2007年	2012年	2017年(予)	07年まで	12年まで	17年まで	2012年
消費者信用	10,718	25,859	53,004	93,462	2.41	2.05	1.76	14.5
カードローン	2,031	4,789	7,742	15,432	2.36	1.62	1.99	2.1
自動車ローン	2,006	8,931	26,605	48,261	4.45	2.98	1.81	7.3
耐久財ローン	853	2,005	3,272	5,584	-	-	-	0.9
教育ローン	596	302	897	1,439	-	2.97	1.60	0.2
ホームローン	1,425	3,326	5,147	7,743	2.33	1.55	1.50	1.4
その他のパーソナルローン	3,807	6,507	9,341	15,004	1.71	1.44	1.61	2.6
住宅ローン	19,930	44,700	72,412	117,428	2.24	1.62	1.62	19.8

(インドネシア)	<ローン残高>				<5年間の伸び率>			<対GDP比率>
	(100万ドル)				(倍)			(%)
	2002年	2007年	2012年	2017年(予)	07年まで	12年まで	17年まで	2012年
消費者信用	10,734	30,348	89,509	169,318	2.83	2.95	1.89	10.2
カードローン	1,268	2,500	4,598	7,533	1.97	1.84	1.64	0.5
自動車ローン	1,979	5,980	16,381	28,779	3.02	2.74	1.76	1.9
耐久財ローン	0	0	0	0	-	-	-	0.0
教育ローン	0	33	387	695	-	11.78	1.80	0.0
ホームローン	216	832	1,859	3,524	3.84	2.24	1.90	0.2
その他のパーソナルローン	7,271	21,004	66,284	128,786	2.89	3.16	1.94	7.5
住宅ローン	1,245	9,162	21,455	34,801	7.36	2.34	1.62	2.4

(注) 年率10%で伸びれば、5年間では約1.46倍。2017年(予)は、Euromonitorの予測。
 (資料) Euromonitor

の適正な競争を促すことが求められよう。

③原資産に関する問題点

証券化の原資産の市場は、一定の規模を持つことが求められる。アジアでは、多くの種類のローンが年率2桁の伸びを示しており、潜在的な原資産としての可能性が大きい(図表13)。また、原資産の透明性を高めるこ

とも重要であり、信用リスクに関するデータの整備や精緻化などが必要となる。例えば、消費者ローンや企業向けローンでは、個人や企業の信用リスクデータベースの構築が求められ、信用情報機関の整備はその代表的な方法といえる。さらに、ローン返済の確実性の把握が容易になるための前提として、住宅ローンであれば住宅、自動車ローンであれば

自動車の取引市場（新品の市場および中古品の市場）において合理的な価格形成が行われることが不可欠である。

(2) 制度インフラに関する課題

① 法規制の枠組み

証券化取引においては、資産譲渡における真正売買（true sale）（注7）、オリジネータ等の取引関係者からの倒産隔離（bankruptcy remoteness）（注8）などが確実に成立することが求められる（図表14）。証券化に関する法規制の枠組みは、これらの点を保証するものでなければならない。

この点で、国内法体系が英米法（common law）、大陸法（civil law）のいずれに基づくかにより、対応に違いが生じる。一般的に、前者では、商業契約の主な目的は関係者に明確な権利を与えることにありとされる一方、後者では、契約とは相互の義務の集積であるとされる。証券化との関連では、後者におい

て、通常、SPVの設立は認められておらず、また、証券化に活用されることの多い信託の制度も存在しない。

前者に属する国（香港・マレーシア・シンガポールなど）では、既存の法規制の修正によって証券化取引の枠組みを整備することが可能であるため、これらの国では先行して証券化が発展してきた。一方、後者に属する国（中国・韓国・タイ・インドネシアなど）では、証券化に適した法規制枠組みを作り上げるために、包括的な資産証券化法の制定が必要となる（注9）。すでにみたように、前者に属するマレーシアはABSガイドラインなどの規制を設定するだけで対応可能となっているが、後者に属する韓国では1998年、タイでは1997年に、証券化を実施するための特別な法律を制定している。もちろん、後者の場合でも、韓国のように適切な法律を作れば問題なく証券化を実施出来るが、枠組み作りに対して時間がかかることになる。タイやインド

図表14 証券化市場の整備状況に対する評価（5段階評価、数字が大きいほど優れている）

	SPVに対する資産の売却または移転			SPVの設立・運営		その他	
	所有権の創出・移転・対抗の法的枠組み	移転可能な金融資産の種類・条件に関する制限	SPVの課税およびキャピタルゲインの認識に関すること	各資産ベースのデフォルト、抵当権実行、回収	規制上の障害（倒産隔離等）	課税あるいはライセンスの必要性	トランシングに対する制限
香港	5	5	4	5	5	5	5
インドネシア	2	2	2	2	1	2	2
韓国	5	4	3～4	4	5	5	5
マレーシア	5	4	4	3～4	4	4	5
フィリピン	2～3	2～3	1～2	2～3	2～3	1～2	2～3
シンガポール	5	5	5	4	5	5	5
タイ	3～4	3	3～4	3～4	2～3	4～5	2～3

（資料）Lejot et al. [2008]

ネシアの例をみれば、現在でも枠組みが完成したとはいえないと考えられる。

②会計基準

証券化取引の実施により原資産をオフバランス化出来るか否かが、会計基準に関するポイントとなる。サブプライムローン危機以降、証券化取引に対する規制が世界的に強化される中、原資産のオフバランス化は認められにくくなる傾向にある。この点は、国際会計基準（IFRS）においても議論の余地が残されている問題であり、最終的な判断が会計士の裁量に左右されるケースも見受けられる。今後、証券化案件を積み重ねる中で、出来る限り共通の判断基準が明確にされることが望ましいといえよう。

③税制

証券化を促進する観点からは、税制優遇が与えられることが望ましい。それが難しい場合でも、最低限、取引に関する課税（資産譲渡やローンの回収等に関する課税、証券や書類にかかる印紙税など）の中立性（neutrality）が維持される必要がある。

④金融インフラ

関連する金融インフラの整備も、重要な課題となる。具体的には、格付け機関、信用情報データベース、外部の信用補完機関、証券化商品の流通市場、通貨スワップ等のデリバ

ティブ市場、などがあげられる。

⑤リスク管理

証券化取引を実施するに際しては、サブプライムローン危機により明らかにされた多様なリスクを管理出来ることが前提となる。特に、証券化商品の構造やリスクに関する透明性を高めることが不可欠である。そのためには、前項と一部重複するが、格付け機関を含めた信用リスク評価機能の向上、証券化商品の価格付けに関する透明性の確保、商品の情報開示の強化、商品の標準化や単純化、流通市場の整備、リスク管理関連規制の整備、などが求められる。

(注5) Lejot et al. [2008] による。1997年の通貨危機後には「銀行と資本市場のバランスの取れた金融システム」が目指されたと思われるが、彼らによると「銀行中心のシステムが明確に問題視されたのは、通貨危機の間だけであった」という。

(注6) アジアの機関投資家の状況については、清水 [2013a] に詳しい。

(注7) 資産譲渡が、証券化取引の原資産を担保とした貸借取引とみなされないことがないこと。

(注8) 取引関係者が倒産してもSPVに影響が及ばないこと。

(注9) これらの国では、こうした手間を省くために、SPVを海外に設定するオフショア証券化取引が一般的に行われてきた。これでは、証券化取引の本格的な発展にはつながりにくいと考えられる。

4. アジアにおける証券化促進の必要性と方策

(1) 証券化の必要性

① 金融システム整備への貢献

このように、証券化取引は多様な制度インフラや金融インフラの整備を必要とするとともに、一般的に取引にかかるコストが高い。原資産の市場が確立し透明性を維持していること、金融資本市場が成熟していることなども前提条件となる。これらの点を考慮すると、民間部門の力だけで容易に発展する取引ではないと考えられる。

一方、1. でみた通り、証券化の拡大は国内金融システムの発展に多様な形で貢献する。したがって、金融当局としては、金融システムを構築・発展させるために証券化が重要な要素であることを認識し、強いコミットメントをもって促進すべきである。こうした努力により、一定水準の取引額を維持することが重要である。それによって、民間部門のスキルやノウハウの蓄積が進むからである。現在のように取引額が少なければ、これらが次第に消失することが懸念される。

清水 [2013b] でみたように、アジア諸国の企業の資金調達においては、株式発行を含めた外部金融全般が低調であるという指摘がある。国内民間銀行信用残高の対GDP比率をみると、1997年から2011年にかけてインドネ

シア・マレーシア・フィリピン・タイで低下している（ただし2007年から2011年にかけては上昇している）（図表15）。こうした状況の中でも、債務性の資金調達において社債・金融債の比重が高まった国は一部にとどまっている。さらに、図表12にみられる通り、機関投資家の発展状況は国により多様であり、発展余地が大きいと思われる国も多い。こうした状況をみると、外部金融全般を促進することに加え、銀行部門と資本市場のバランスを改善することが依然として大きな課題となっている。これに対し、証券化の活用は有効な手段となり得よう。

しかし、金融当局の姿勢は多様である（注10）。マレーシアやタイの証券当局においては、証券化取引のための法規制枠組みの整備など、促進に必要な政策の実施は2000年代前半までに概ね完了しており、残されているのはごく小さな修正に過ぎないと認識されている。当時は証券化の促進に対する当局の意欲も強かったが、リーマン・ショックを経験して意欲が大きく減退したとみられる。例えば、マレーシアの証券委員会が2011年に発表した第2次資本市場マスタープランの中に、証券化に関する記述は全くない。

彼らの認識では、リーマン・ショック以降、証券化取引は激減しているが、政策的に出来ることはほとんどない。取引が少ない原因は、市場参加者にニーズがないことに尽きる。したがって、取引ニーズが回復するのを待つし

図表15 民間銀行信用および債券発行残高の対GDP比率 (%)

中国

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	103.0	5.0	4.3	0.0	0.0
2002年	132.4	14.8	8.2	0.5	0.4
2007年	117.2	31.2	12.3	2.9	2.4
2011年	136.9	20.2	15.7	8.8	6.4

マレーシア

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	158.4	26.7	31.6	17.0	10.8
2002年	121.8	33.7	15.7	20.5	16.8
2007年	105.3	47.0	26.8	37.3	35.4
2011年	115.9	56.2	24.7	35.4	30.5

香港

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	172.8	7.6	14.1	2.1	1.2
2002年	148.0	10.0	14.1	4.3	2.9
2007年	139.6	8.9	11.6	4.3	3.1
2011年	206.2	36.2	10.9	5.5	2.6

フィリピン

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	56.5	27.3	0.0	0.2	0.4
2002年	34.9	34.5	0.0	0.4	1.3
2007年	28.9	31.6	0.0	0.9	3.3
2011年	31.8	29.4	0.0	0.9	2.7

インドネシア

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	60.8	0.7	1.1	1.4	2.3
2002年	21.3	27.3	0.5	0.7	3.5
2007年	25.5	18.2	1.0	1.2	4.6
2011年	28.4	10.8	0.7	0.8	2.7

シンガポール

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	102.2	15.6	9.5	3.3	3.2
2002年	104.2	35.8	17.6	4.4	4.2
2007年	87.0	36.7	13.7	2.0	2.3
2011年	112.6	42.4	7.7	0.6	0.6

韓国

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	68.2	12.1	19.7	25.5	37.4
2002年	88.3	26.6	19.6	41.7	47.3
2007年	99.5	44.7	36.4	22.2	22.3
2011年	100.5	46.4	22.6	38.0	37.8

タイ

	銀行信用	国債	金融債	社債	社債／ 銀行信用
1997年	121.1	1.0	0.0	9.0	7.4
2002年	102.5	23.7	0.1	12.1	11.8
2007年	91.8	38.4	0.9	10.8	11.8
2011年	108.6	49.9	0.9	12.0	11.1

(資料) IMF-IFS, BIS

かないことになる。

一方、インドネシアの当局はやや異なり、証券化取引の促進に積極的な姿勢をみせている。インドネシアではリーマン・ショック以前に証券化取引がほとんどなく、むしろリーマン・ショックがスタートになっているともいえる。今後、証券化を促進するにあたり、サブプライムローン危機の経験を教訓にすることも出来よう。

マレーシアやタイの考え方に対しては、次のように反論することが考えられる。確かに、市場参加者は証券化商品に対する取引意欲を減退させており、それを反映して発行コストが上昇し、銀行借入れや社債発行の場合よりも高くなっている状況である。しかし、これは世界金融危機の際の反応が現在まで残存しているものであり、過剰な反応であるとも考えられる。市場参加者が証券化のメリット

を無視し、リスクのみを重視しているため、市場が正常に機能しない状態になっているともいえよう。この状況には多分に心理的な側面もあり、これを正していくことが当局には求められる。

また、機関投資家が個別に課せられた投資ルール (investment mandate) において証券化商品への投資を禁じられているケースもあり、この場合にはルールの変更を図ることが必要となる。

②銀行の資金調達需要が高まる可能性について

前述の通り、アジアでは銀行の流動性が豊富であることにより、証券化を推進する強いインセンティブが生じなかった。しかし、この状況は変化する可能性がある。その理由として、以下の点が考えられる。

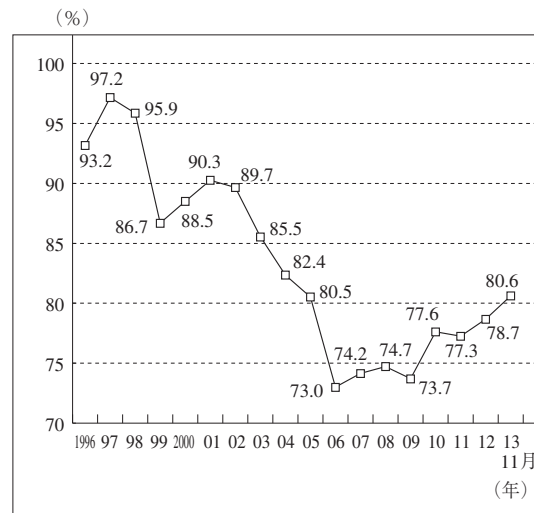
第1に、国際金融情勢の変化である。リーマン・ショック以降、アジアに対する資本流入は基本的に拡大傾向を維持してきたが、2013年5月にアメリカが量的金融緩和政策の変更を示唆したことをきっかけに流出に転じ、為替レート・株価・債券価格が大幅に下落した。このような資本流出は、流動性の低下をもたらすことになる。通貨危機が再来する可能性は低いとしても、流動性が常に豊富であるとは限らないといえよう。

第2に、経済成長に伴う消費者ローン残高の増加である。現在の高い伸びがいつまで続

くかは不透明であるが、それが銀行の資金調達需要の拡大につながる可能性がある。商業銀行の近年の預金貸出比率 (loan-to-deposit ratio) をみると各国で緩やかに上昇しており、資金調達需要拡大の可能性の一端を示すものと考えられる (図表16)。

第3に、銀行規制の変更である。今後、バーゼル3の導入などにより銀行の流動性に関する規制が厳格化することが予想され、証券化の活用余地が生じることも考えられる。また、銀行の流動性が豊富であっても、それは流動性不足となる企業が存在しないことを意味するわけではない。銀行の各企業に対する融資態度には、規制を含む様々な要因が影響する。例えば、多くの国では、一つの企業や企業グ

図表16 マレーシア銀行部門の預金貸出比率 (loan-to-deposit ratio)



(注) 2013年は11月まで。

(資料) Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin* Nov.2013

ループへの与信額を銀行の自己資本の一定比率以下に制限する「一社規制」が実施されている。この規制の下では、規模の大きな企業ほど、十分な資金が得られないリスクが高まる。このような企業では、証券化を含む債券市場の活用が有効な資金調達手段となる場合がある。

(2) 証券化促進の方策

①証券化促進政策の明確化

証券化を促進するためには、成熟した金融システムが存在が重要な前提条件となる。銀行部門が効率的で健全であること、債券市場や機関投資家がある程度発展していることなどが求められる。一方、証券化の発展により、銀行部門と資本市場のバランスのとれた金融システムの形成が促進され、長期金融が拡充されることが期待される。このことは、アジアの一層の経済発展に資するであろう。

このような相乗効果を考えると、証券化を促進する政策は、当局の金融部門発展戦略の中で適切に位置付けられる必要がある。これにより、当局のコミットメントも明確に示されることになる。

②市場参加者に対する情報提供や教育の充実

近年、アジアの証券化取引は縮小しているが、主な背景にはサブプライムローン危機の後遺症により投資家が極端に保守的になっていることがある。こうした状況では、オリジ

ネータや投資家を中心とした市場参加者に対する情報提供が重要な役割を果たすと考えられる。当局としては、証券化取引の促進に引き続きコミットしていることを何らかの方法で広く示した上で、証券化のメリットとリスク、世界金融危機以降の国際金融規制改革における証券化関連規制の状況などに関する情報を提供し、市場参加者の認識を改善していくことが求められる。

また、具体的な取引におけるスキルやノウハウに関する知識を供与し、オリジネータや投資家に対する教育を実施していくことも重要と考えられる。こうした活動は、各国の当局や本稿で触れた住宅ローンの証券化を実施する公的機関などにおいてすでに実施されている場合が多い。したがって、これらの活動を強化し、証券化取引の拡大につなげていくことが期待される。

加えて、情報提供の観点からは、官民の協力により証券化市場に関する詳細なデータを誰もが利用出来る形に整備することが、多様な目的のために有効と考えられる。

③パイロット取引の実施等

現状では、豊富な流動性を有するオリジネータとリスクに対して警戒的になっている投資家の双方に証券化のニーズが乏しく、取引実施にかかるコストが他の資金調達手段を上回る状況となっている。これに対し、当局としては、パイロット取引を組成して触媒と

しての役割を持たせることが一つの手段として考えられる。一定額の取引を持続させることにより、市場参加者のスキルやノウハウの蓄積が初めて可能となる。前述の通り、今後、流動性の状況の変化などによって証券化取引を実施するニーズが高まることも考えられ、その際に円滑に対応出来るようにするためには、こうした蓄積を図ることが不可欠であろう。

パイロット取引においては、例えばCGIF (Credit Guarantee and Investment Facility) などの公的金融機関による保証を付与することが有効であろう (注11)。また、投資家ベースを拡大するためにクロスボーダー投資を促進することも考えられる。証券化商品は相対的に規模が小さく、流動性も低いため、海外投資家の投資対象として必ずしも適切ではないが、トランシングの利用によりリスク＝リターンの組み合わせを変えるなど、投資家のニーズに合わせた商品を組成することがある程度可能であることから、規模が小さくても投資を引き付けうる余地があろう。また、証券化商品は特定の原資産への投資となるため、特定の企業や業種 (例えばアジアの自動車ローン業界やクレジットカード業界) に関心を持つ投資家を確保出来れば、そのニーズに合致した商品を提供することは可能であろう。

もちろん、クロスボーダー投資においては、市場流動性が低いこと、市場規模が小さいこ

図表17 海外投資家の主な懸念要因

中国	<ul style="list-style-type: none"> ・適格海外機関投資家の割り当てと権利 ・外国為替取引の制限と事務手続き ・オムニバス勘定の利用が不可能であること
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・外国為替取引の制限と事務手続き ・源泉徴収課税 ・複雑・曖昧な規制枠組み、突然の規制変更の可能性
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ・源泉徴収課税 ・オムニバス勘定の利用が不可能であること
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> ・特になし
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> ・外国為替取引の事務手続き ・源泉徴収課税 ・突然の規制変更の可能性 (特定の証券に関する源泉徴収課税に関するもの)
シンガポール	<ul style="list-style-type: none"> ・特になし
タイ	<ul style="list-style-type: none"> ・外国為替取引の事務手続き ・源泉徴収課税 ・複雑・曖昧な規制枠組み、突然の規制変更の可能性

(資料) Asian Development Bank [2013]

と、源泉徴収課税が存在すること、通貨スワップ市場が未整備あるいは不安定であることなどが障害となる (図表17)。したがって、源泉徴収課税の撤廃や通貨スワップ市場の整備・安定化などに取り組むことが重要な課題となろう。通貨スワップ市場の整備に関しては、ABMIのTF (Task Force) 2において、新たに取り組みが開始される模様である。

④制度インフラ等の整備

前節で述べた通り、証券化を促進するためには、多様な制度インフラや金融インフラを整備することが必要である。金融システムが

発展の初期段階にある国においても、債券市場整備の早い段階から証券化取引を視野に入れることが期待される。また、いずれの段階においても、証券化に伴うリスクの回避・管理を確実なものとするのが不可欠である。その際、国際金融規制改革の動向を尊重すべきことはいうまでもない。

なお、証券化取引を実施する企業には、域内各国で活動する外資系企業が含まれる。このような企業の場合、複数の国において証券化取引を行う可能性があり、その際、国ごとに制度インフラが異なることは大きな障害となる。域内諸国における証券化取引の発展の状況は多様であり、取引が行われていない国も多い中では長期的な課題といわざるを得ないが、証券化商品の発行に関する様々な制度インフラについて、標準化・調和や相互承認の可能性を検討することも考えられよう。

(3) 潜在的な有望分野

①住宅ローン、消費者ローン

前述したリスク管理の観点、あるいは市場拡大の観点から、住宅ローンや消費者ローンの証券化に注目することが重要と考えられる。第1に、これらのローンは信用リスクの性質が比較的均一であるとともに、そのヒストリー（実績）も長期間に及ぶ。したがって、統計的な処理やリスク管理がしやすく、証券化に適した資産といえる。「単純な構造の商品から促進する」という意味では、最適と考

えられる。

第2に、住宅ローンは長期契約であり、固定金利で実施される場合、短期の預金を主要な原資とする銀行にとって期間ミスマッチのリスクを管理することは容易ではない。したがって、これを証券化しリスクの移転を図ることは、金融システム全体におけるリスク配分の適正化につながる可能性がある。また、結果的に住宅ローンが拡充されれば、住宅の取得増加につながり、社会的な目的にも資することになる。

第3に、経済成長の持続や中間層の増加に伴い、アジアの内需は拡大し続けることが予想される。こうした中、住宅ローンや消費者ローンは長期的に増加し続けるであろう。したがって、これを証券化することは、内需の促進とともに金融システムの拡大・発展につながると考えられる。

第4に、各国において住宅ローンの流通市場を振興するための公的機関（Cagamasほか）が設立されており、これらは証券化の促進に中心的な役割を果たすことが期待される。その機能を最大限に活用するためには、住宅ローンの証券化を重視すべきであることはいうまでもない。

②中小企業向けローン、インフラ・プロジェクト

アジアの経済成長を重視する観点からは、中小企業（SME）向けローンやインフラ・プ

プロジェクト関連の証券化も重要と考えられる。SMEローンに関しては、情報開示の未整備等から信用リスクの把握が困難であり、証券化の原資産とすることは相対的に難しく、アジアにおける証券化の実績は少ない。したがって、これは長期的課題というべきものであるが、信用情報機関の整備などにより原資産の透明性を高めることに積極的に取り組むべきであろう。中小企業の振興は社会的な政策目的に合致し、また、内需の促進にも有効である。以上の観点から、SMEローンの証券化は有意義なものと考えられる。

次に、インフラ・プロジェクトについても、個性が強く、また、多様なリスクが含まれるため、将来キャッシュフローの確実性はプロジェクトごとに多様である。しかし、銀行の期間ミスマッチのリスクを軽減させる、経済・社会政策として有意義である、といった点は、住宅ローンなどの場合と同様である。アジア地域においてインフラ整備資金が大幅に不足していることから、取り組むべき項目であるといえよう。

(4) 日本にとっての意義

① アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) における証券化促進の取り組み

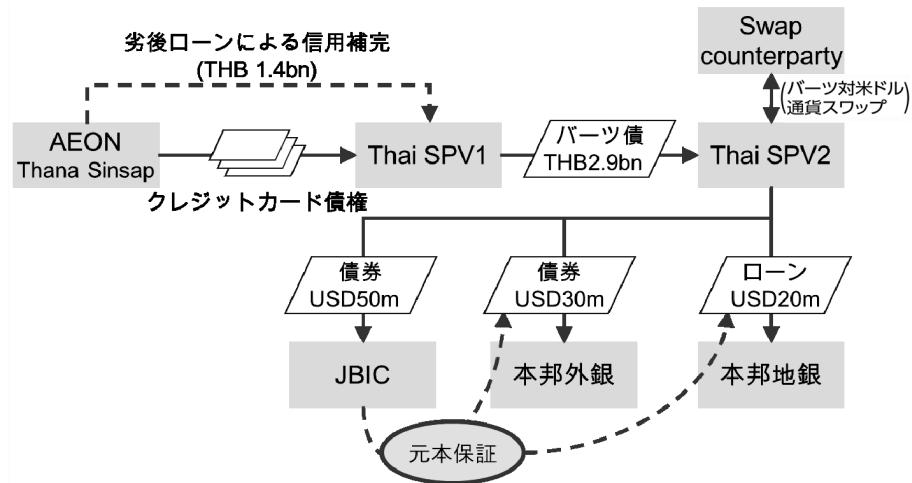
ABMIにおいては、発足当初より証券化取引の拡大を目指す取り組みが行われてきた。代表的な成果として、2004年12月に発行された、韓国の中小企業が発行する新発社債（円

建て）を証券化した円建てクロスボーダーCBOがあげられる。その発行にあたっては、韓国中小企業銀行（IBK）ならびに国際協力銀行（JBIC）が信用補完を供与している。

現在、ABMIでは、新ロードマップ・プラスの下、以下の9つの優先項目への取り組みが行われている。(1) 具体的な成果を生み出すために取り組みを強化すべき既存の重要課題 (Follow-up issue) : ① CGIF (Credit Guarantee and Investment Facility) の業務開始、②インフラ金融の枠組み整備、③機関投資家のための投資環境整備と情報提供、④ABMF (ASEAN + 3 Bond Markets Forum) の活動強化、⑤域内決済機関 (RSI) の設立に向けた取り組み。(2) ABMIの議論に弾みをつけるために付け加えるべき重要課題 (Added issue) : ⑥国債市場の一層の整備、⑦消費者や中小企業の金融アクセスの強化、⑧域内の格付けシステムの基礎強化。(3) 国際金融情勢の変化に鑑み取り組むべき関連課題 (Relevant issue) : ⑨金融知識の向上。

このうち、「⑦消費者や中小企業の金融アクセスの強化」に関連した取り組みとして、国際協力銀行による「タイ王国におけるクレジットカード債権の証券化支援」(2013年5月21日付報道発表)があげられる(図表18)。これは、日本企業のタイ法人(AEON Thana Sinsap (Thailand) 社)がオリジネーターとなり、クレジットカード債権を原資産として発行された8,000万ドルの資産担保証券(ABS)

図表18 AEON Thana Sinsap 社の証券化取引



(資料) 国際協力銀行の資料をもとに作成

(注12)のうち、国際協力銀行が5,000万ドルを取得するとともに、残りの部分(3,000万ドル)に対する保証、ならびにオリジネータが借り入れる2,000万ドルの資産担保融資(ABL)の元本部分に対する保証を提供したものである。

この取引では、3,000万ドルのABSに対しては本邦外銀が、また2,000万ドルのABLに対しては本邦地銀が、投資または融資を実施した。通貨は米ドルにスワップされており、国際協力銀行による元本保証も付与されているものの、クロスボーダー取引が実現した形となっている。

この取引では、オリジネータにはクロスボーダー投資の獲得による資金調達が多様化や債券市場におけるプレゼンスの向上、投資

家にはタイにおいてカードローンを実施する場合と同様のエクスポージャーが得られるメリットがあると考えることが出来る。さらに、この取引の実施により、クレジットカード事業や販売金融事業を展開するオリジネータの事業の安定化、現地で耐久消費財等の販売を行う日系メーカーの事業環境の整備、タイ消費者の金融アクセス環境の改善、などの貢献が期待される。

②CGIFによる保証の取り組み

新ロードマップ・プラスの9つの優先項目の中に「①CGIFの業務開始」があるが、2010年11月にアジア開発銀行の信託基金として設立されたCGIFの役割は、域内の投資適格企業(現地の格付け機関の格付けにより判

断)の現地通貨建て債券発行を、100%の元利支払保証により支援することにある(図表19)。CGIFは、スタンダード・アンド・プアーズ社からAA+の格付けを得ている。

主な保証対象としては、①クロスボーダー発行となる債券、②投資適格ではあるが単独では債券発行が困難な比較的格付けが低い企業が発行する債券、③保証により発行期間が伸長出来る債券、などが想定されている。主にASEAN 5カ国(インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ)の発行体を想定しているが、将来的には、その他のASEAN諸国(BCLMV)の発行体が日中韓や自国の市場で発行するケースなども視野に入れている。なお、CGIFの資本金は7億ドルと小さいため、今後、増資が課題となる可能性が高い。

第1号案件として、2013年4月に香港の商社ノーブル・グループ(Noble Group Limited)が発行するタイバーツ債(期間3年、約1億ドル相当)に対する保証が実施された。ノー

ブル・グループにとって初のタイ市場での発行であり、発行体およびタイの債券市場にとって意義深いものといえる。投資家は、タイ国内の機関投資家が約8割、海外の機関投資家が約2割となっている。

第2号案件として、同年12月にインドネシアのBCAファイナンス(主に自動車ローン業務を展開するノンバンクであり、大手商業銀行Bank Central Asiaの子会社)が発行する3,000億ルピアの私募債(期間3年)に対する元利保証が実施された。投資家は、日本の生命保険会社である。BCAファイナンスは、資金調達が多様化と資本市場におけるプレゼンス向上のために海外からの投資の受け入れを目指していた。この投資は、日本の投資家がインドネシアの自動車ローン業界に関心を抱いていることを示すものである。また、CGIFは、この投資はインドネシアの経済と通貨に対する確固たる信認を示すものであると評価している(注13)。

インドネシアでは、経済成長に伴って自動

図表19 CGIFによる保証の概要

(保証適用基準)	(想定される取引)
・ ASEAN+3の企業であること (親会社、主要株主の国籍も考慮)	・ クロスボーダー取引 (ヘッジあり)
・ 信用プロフィールが許容出来ること	・ 国内債券市場において初めて発行すること (格付けの障害を克服)
・ 禁止された活動を行っていないこと (武器生産、アルコール・たばこ・ギャンブル等)	・ 期間の伸長が可能となること
・ CGIFの環境・社会保全基準を満たすこと (ADBの場合と同様)	・ 一社規制上限を回避出来ること
	・ オフショアの投資家をターゲットとする債券発行 (投資家は通貨エクスポージャーを持つことを希望)

(資料) Credit Guarantee and Investment Facility [2013a]

車ローンなどの消費者ローンが急増しているが、それに伴ってローンの供与者であるノンバンクやその親銀行の資金調達需要が高まっており、今回の取引はそうした需要を満たす一つの手法として注目される。また、これらのローンを証券化することも考えられるが、本稿で述べた通り、インドネシアでは証券化取引の実績が少なく、今後、制度インフラの整備等が不可欠である。

③まとめ

アジアにおいて証券化が発展することは、各国の金融システムが成熟に向かうとともに、原資産の保有者であるオリジネータと証券化商品に投資する機関投資家の双方に新たなメリットが生じることを意味する。国内金融システムが成熟し、銀行部門や債券市場ならびに機関投資家が発展することは、そこで活動する日本の金融機関や企業にとっても、利便性を増す効果をもたらすであろう。

また、前述の通り、オリジネータや投資家が日系企業・金融機関である場合も考えられる。日系企業は、主な資金調達先である日系金融機関のアジア各国内での活動に制約が伴う場合が多いことにより、十分な資金の調達に苦勞しているケースが多い。特に、規模が比較的大きな現地法人の場合、前述の「一社規制」などの影響を受けやすい。こうした企業からは、「資金不足による黒字倒産だけは避けたい」という声も聞かれる。

こうした状況を改善する手段として、証券化取引を活用することは十分に考えられる。特に、自動車ローン業務に携わるノンバンクなどはこのようなケースの典型例であり、証券化を活用する最有力候補といえよう。

一方、日本の機関投資家に関しては、アジアの国債は投資対象として考えられても、為替リスクと信用リスクの双方を含む社債に投資することは難しいというのが、依然、多数派であろう。社債と証券化商品を比較した場合、当然、前者が優れている面は多々あるが、証券化商品にも多様なメリットがある。例えば、信用リスクの透明性に関しては社債を上回ることが可能と考えられ、こうしたメリットを実現するために制度インフラの整備等に注力することが望まれる。アジアの債券や証券化商品に対して日本からの投資が本格的に行われるようになれば、アジアの域内金融統合を促進することにもつながろう。

(注10) 以下の内容は、2013年12月に各国に対して実施した現地ヒアリングに基づいている。

(注11) この主張はあくまでも触媒的な役割を期待してのものであり、継続的な保証を主張しているものではない。

(注12) 一次的に発行されたABSは1億ドル相当のパーツ建て債であり、これを米ドルにスワップして、5,000万ドルと3,000万ドルのABS、ならびに2,000万ドルのABLにリパッケージしたものである。

(注13) 西村潔CEOのコメントによる。

主要参考文献

1. 川北英隆編著 [2012] 『証券化 新たな使命とリスクの検証』(金融財政事情研究会)
2. 清水聡 [2009] 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』(東洋経済新報社)
3. 清水聡 [2013a] 「アジアの機関投資家—現状と育成の必要性—」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.49)

-
4. 清水聡 [2013b] 「進展するアジア金融統合と日本の戦略」 (日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』 Vol.13 No.51)
 5. 杉田浩治 [2013] 「アジア・オセアニアの投資信託市場」 (証券経済研究所『証券レビュー』第53巻第1号、1月)
 6. 田淵直也 [2012] 『入門実践金融 証券化のすべて』 (日本実業出版社)
 7. Asian Development Bank [2013] "Broadening the Investor Base for Local Currency Bonds in ASEAN+2 Countries."
 8. Credit Guarantee and Investment Facility [2013a] "Introducing CGIF," ABMF, 26 July, Tokyo, Japan.
 9. Credit Guarantee and Investment Facility [2013b] "CGIF issues its first Guarantee in Indonesia," Dec. 2nd.
 10. Credit Guarantee and Investment Facility [2013c] "Speech by Kiyoshi Nishimura, Chief Executive Officer of Credit Guarantee and Investment Facility at PT BCA Finance's MTN Signing Ceremony," Dec. 2nd.
 11. Davies, Michael, Jacob Gyntelberg and Eric Chan [2007] "Housing finance agencies in Asia," BIS Working Papers No.241, Dec.
 12. Ghosh, Swati R. ed. [2006] *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
 13. Gyntelberg, Jacob and Eli M. Remolona [2006] "Securitization in Asia and the Pacific : implications for liquidity and credit risks," BIS Quarterly Review, Jun.
 14. Korea Financial Investment Association (KOFIA) [2012] *2012 Capital Market in Korea*, Jul.
 15. Lejot, Paul, Douglas Arner and Lotte Schou -Zibell [2008] "Securitization in East Asia," ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration No.12, Jan.
 16. Leong, Chung Chee [2013] "Role of Cagamas in the Development of Secondary Mortgage Market in Malaysia," presentation at Secondary Mortgage Markets : Asia Forum 2013, Bangkok, Jul. 31.
 17. PT Sarana Multigriya Finansial (Persero) [2013] *Annual Report 2012*
 18. RAM Ratings [2010] "ABS Round-up : Structured Finance Ratings," Apr.
 19. RAM Ratings [2013] "Default Study : 2012 Structured Finance Ratings Migration Study," Mar.
 20. Santoso, Kunarti, Ridha Sjartina and Aloza Salviandra [2012] "Structured lending and securitization in Indonesia : overview," Practical Law. (<http://uk.practicallaw.com/0-521-7438?source=relatedcontent#a324206>)
 21. Secondary Mortgage Corporation [2013] "Secondary Mortgage Market: Thailand," presentation at Secondary Mortgage Markets: Asia Forum 2013, Bangkok, Jul. 31.
 22. The Japan Research Institute, Limited [2014] "The Policy Recommendations for the Expansion of the Securitization Market in the ASEAN+3 Countries," ASEAN+3 Research Group final report, forthcoming
 23. Vinod Kothari Consultants website (<http://vinodkothari.com/sechome/>)