

東京大学公共政策大学院公開シンポジウム  
「金融の市場化と金融システム」

# 「日本における証券化の特徴、意義・必要性 －低迷の背景、活性化のための方策」

---

東京大学大学院法学政治学研究科特任客員教授

西村あさひ法律事務所

弁護士 小野 傑

2012年9月18日(火)

東京大学本郷キャンパス 工学部2号館212教室

# 目次

---

## 1, 問題意識

## 2, 日本の証券化市場の現状

## 3, 日本の証券化の特徴

- －2012, 8 地銀による住宅ローン証券化仕組み図
- －日米クレジットカードABSの異同
- －米国サブプライムRMBSを裏付けとするSF CDO
- －金融危機の損失の実態
- －基本型における単純・明快さ、社債との類似性
- －イタリアのRMBS
- －情報の非対称性に対する取り組み

## 4, 市場低迷の背景

- －我が国の証券化市場の現状と課題（市場活性化の観点から）
- －バーゼル2.5における「再証券化エクスポージャー」の導入における議論
- －ポリシーと規制とのギャップ
- －低格付けエクスポージャーのリスクウェイト1250%化
- －欧米金融機関のビジネスモデル

## 5, 日本における証券化の意義・必要性

- －日本の金融危機と証券化との関連
- －リレーションシップバンキングの機能強化に向けて
- －我が国金融業の中長期的な在り方について(現状と展望)

## 6, 日本における証券化活性化のための方策

(注)資料作成にあたっては、筆者が専務理事を担当する流動化・証券化協議会における運営委員会他、さまざまな場面での議論、とりわけ同協議会顧問の江川由紀雄氏(新生証券チーフストラテジスト)の意見、また同氏により提供を受けた資料を参考としている。ここに謝して記することとしたい。しかしながら本資料中で示された意見は、筆者個人の考えであり、筆者の属する法律事務所、また所属する団体の意見ではない。

# 問題意識

---

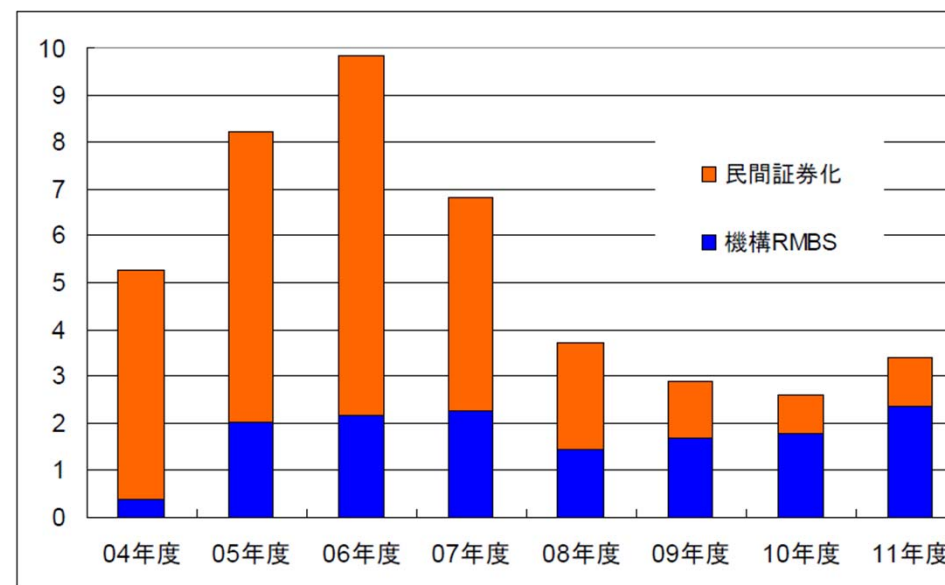
- サブプライム問題、リーマンショックにおいても無傷だった日本における証券化が、現実には、リーマンショック前と比べると大幅に減少している状況は、日本の産業・経済、金融資本市場の発展にとって果たして望ましいことか。
- 日本においては、サブプライム問題とは逆に証券化の未発達が過度の間接金融への依存を招き、金融機関の破綻等、未曾有の危機を招来し、今日でも失われた20年として産業・経済の停滞をもたらしている。今日の証券化の低迷、また証券化に対する過度の規制は再度同じ事態をもたらすことにならないか。日本においては市場型間接金融は推進されるべきであって、抑制されるべきではないのではないか。
- 現在さまざまに議論され導入されている金融資本市場関連の国際ルールは、果たして日本の金融慣行と符合し、日本の産業・経済、金融資本市場の発展に資するものか。国際協調の必要性が重視されるあまり、証券化にしろ、金融システムにしろ、日本の金融慣行について適切な情報発信がなされていないのではないか。また、証券化にしろ、金融システムにしろ、日本の金融慣行の特別性について、十分な検証・研究、情報発信がなされていないのではないか。

# 日本の証券化市場の現状

「証券化市場の動向調査」、2011年度の発行は前年度比31%増の3.4兆円

日本証券業協会・一般社団法人全国銀行協会が実施している「証券化市場の動向調査・2011年度の発行動向」が5月31日に公表された。これによると、2011年度の証券化商品の発行額は3兆4063億円となり、5年ぶりに前年度を上回る(前年比31%増)結果となった。増加の主因は、住宅金融支援機構MBS(以下、機構RMBS)(10年度約1.7兆円に対し、11年度の発行実績約2.4兆円)にあるものの、機構RMBSを除く(以下、便宜的に「民間証券化取引・商品」)ベースでも、前年度比プラスに転じた。ただ、前年度比増加したといっても、証券化市場の動向調査に報告されている民間ベースの証券化商品発行実績は、2010年度の8299億円から11年度の1兆0355億円へと、約2千億円の増加がみられたに過ぎない。民間ベースの証券化商品の組成が年間1兆円程度の規模とは、「証券化市場の動向調査」の開始を7年遡る、1997年頃の市場規模に対比できる。

図表1 年度別証券化商品発行額 (兆円)



出所：日本証券業協会・一般社団法人全国銀行協会「証券化市場の動向調査」

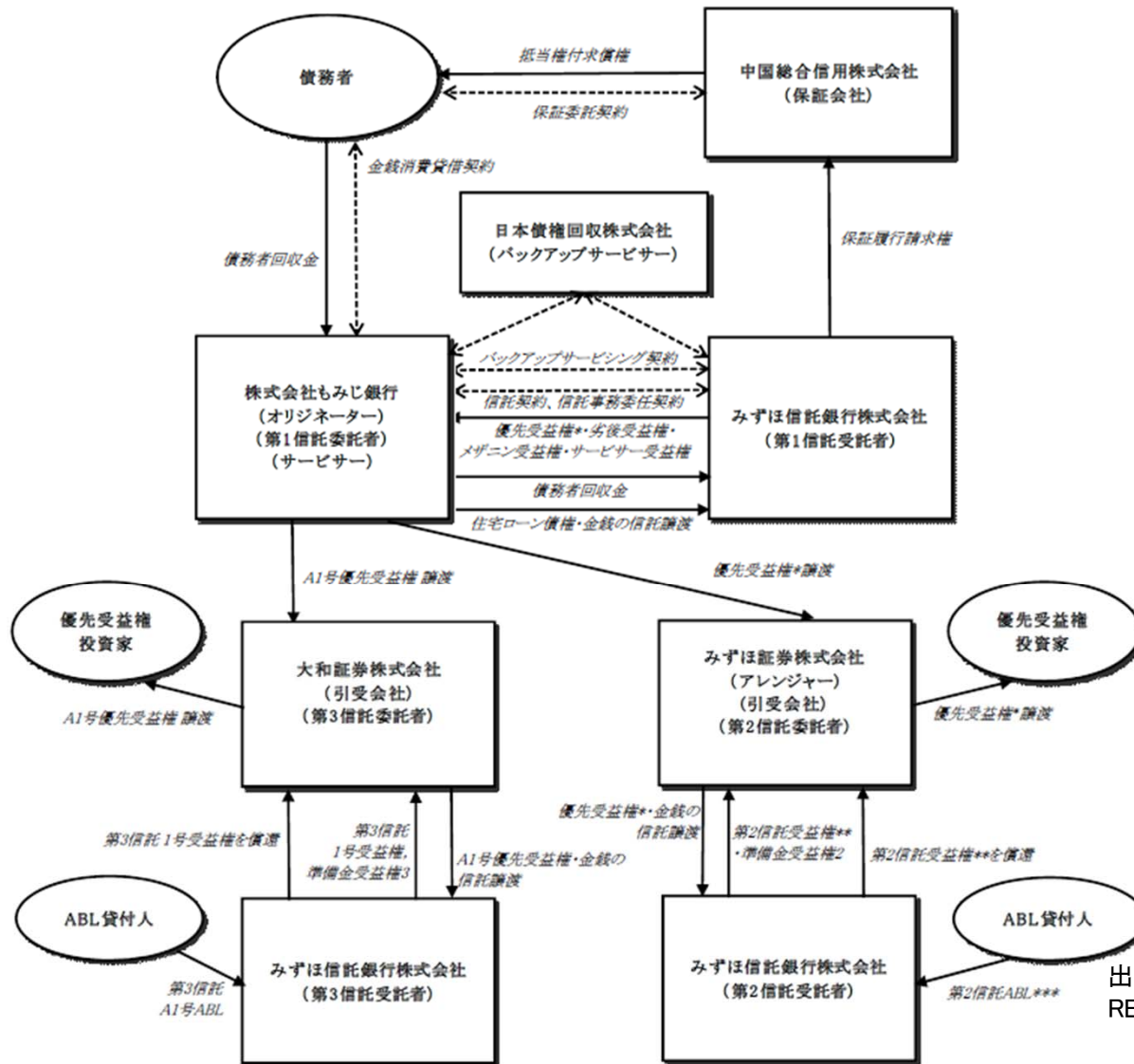
出典：新生ストラテジーノート 2012年6月5日第81号

**NISHIMURA  
& ASAHI**

# 日本の証券化の特徴－2012, 8 地銀による住宅ローン証券化仕組み図

MMJ モーゲージトラストII 優先受益権及びABL

－株式会社もみじ銀行の住宅ローン債権を裏付けとする証券化取引 RMBS/日本



出典: Moody's PRE-SALE REPORT August 28, 2012

\*優先受益権とは、A1号優先受益権、A2号優先受益権、A3号優先受益権を総称している。

\*\*第2信託受益権とは、第2信託にかかる1号受益権、2号受益権、3号受益権を総称している。

\*\*\*第2信託 ABLとは、第2信託にかかるA1号 ABL、A2号 ABL、A3号 ABLを総称している。

# 日本の証券化の特徴－日米クレジットカードABSの異同

## 日米ABS 比較 – クレジットカード債権 ABS のストラクチャーにおける比較

米国および日本のクレジットカード債権 ABS のストラクチャー比較

	米国	日本	
負債の特徴	シニア・トランチのデューレーション	一般的な案件で2年から5年	一般的な案件で2年から5年
	ウォーターフォール	元本と利息のウォーターフォールは別	元本と利息のウォーターフォールは別
	債券の償還方法	一般的な案件でソフト・プレット方式	コントロール・アモチゼーション方式またはパススルー方式
	配当率/利率	変動金利中心	固定配当/金利中心
	変動金利の場合の参照金利	1ヶ月 LIBOR	1ヶ月 LIBOR
	流動性補完	償還金積立期間の間、元本回収金は新規発生債権の再投資に回されるのではなく、積立勘定に留保される。通常、積立勘定における運用収益は、クレジットカード債権から生じる収益よりも小さいため、積立期間中の利息回収金は徐々に減っていく。一方で、債券の元本額は予定償還日まで減らず、債券に対する配当額は積立期間中も一定である。かかるネガティブキャリーに対応するため、債券元本額の0.5%が積立勘定に積み立てられている。	サービス破綻時のキャッシュフローの中断に備え、一般的な案件では、現金準備金として、配当、信託報酬やバックアップ・サービサー費用の3ヶ月から6ヶ月分、バックアップ・サービシングに関連する費用を賄う水準の金額が案件当初から準備されている。
裏付け債権の特徴	スワップの利用	金利スワップや通貨スワップ	金利スワップ/通貨スワップは用いられないが、金利キャップが案件によっては利用されている
	カードへの適用金利	大半が変動金利	固定金利。オリジネーターは適用金利の変更裁量を持つ。
	カードの適用金利が変動金利の場合の参照金利	プライム金利	NA
	ハウスカード	GE、Citibank、Nordstrom、Target、Cabela、World Financial Network がスポンサーとなっている案件	NA
	オリジネーターへの預金の有無	なし	なし
	裏付け債権プールの分散	地理的に分散している。Big 6 以外の小規模なオリジネーターの案件には事業基盤に地理的な集中が見られる。	地理的に分散している

\*米国 ABS では、2008 年以降のストレス時期に、劣後トランチの増額・追加発行、元本回収金を割り引いて利息化し、利息回収金を増やすことによるエクセス・スプレッドの確保、パフォーマンス劣化債権の買戻し、良質な債権の追加信託、といった対応が取られた。

出典: Moody's SPECIAL REPORT JULY 5, 2012



# 日本の証券化の特徴 – 金融危機の損失の実態

---

○米銀5行、英銀10行を対象に、2007年1月～2009年3月に投資銀行業務から生じた損失を調査。

○損失発生要因となった主なポジション

- ・モーゲージ・トレーディング、ABSトレーディング、クレジット・デリバティブ等の信用リスク関連商品（価格が大きく下落）
- ・貸出債権のオリジネーション・シンジゲーション（流動性の低下に伴う損失）

○会計上の分類ごとの損失割合

- ・合計3,650億ドルのうち、3,490億ドルが公正価値評価対象ポジション。うち約9割がトレーディング目的のポジション。

○勘定ごとの損失割合

- ・合計3,650億ドルのうち、2,650億ドルが損失計上時にトレーディング勘定（1,000億ドルが銀行勘定）に分類。ただし、英国ではトレーディング勘定から銀行勘定へのポジションの移し替えが行われており、英銀の損失1,860億ドルの3分の1に当たる620億ドルが移し替えが行われた後のポジションに係る損失。

出典：  
トレーディング勘定の抜本的見直し  
市中協議文書の概要  
2012年6月 金融庁／日本銀行



# 日本の証券化の特徴 — 基本型における単純・明快さ、社債との類似性

---

## ストラクチャード・ファイナンス格付けの特徴

ストラクチャード・ファイナンス商品の大半を占める資産証券化かかる証券化商品は、原則として、特定の資産が将来生み出すキャッシュフローのみを元利払いの原資とする金融商品であるため、当該資産が将来生むキャッシュフロー（住宅ローンのような貸付債権であれば、どの程度、繰上げ返済が起き、延滞や貸倒れが発生するか）の予想とそのストレス耐性の評価が格付け分析の中心となる。そうした評価の観点には実は事業会社の場合と共通である。経営の裁量がなく、一切営業活動は行わず、保有している資産を運用・処分（債権であれば回収）して得られるキャッシュフローをひたすら債務の弁済（証券化商品の元利払い）に充当するだけの会社の債務だと考えればよい。日本を含め、世界的に、証券化商品の裏付資産の種別としては住宅ローン債権が圧倒的に多い傾向が認められる。こうした多数の貸付債権から成る裏付資産（原資産）に予想の数倍の貸し倒れが発生するなど、裏付資産が大きく毀損しても、証券化商品の満額償還が可能となるような優先劣後構造によるバッファーが組み込まれており、裏付資産の質の評価とバッファーの量のバランスによってどの程度ストレス耐性があるかを評価する。

出典：新生ストラテジーノート 2011年1月28日 第11号

## 日本の証券化の特徴－イタリアのRMBSの特徴

---

### イタリアの住宅ローンおよび住宅ローンの証券化について、原債権レベルのデータも用いた実証研究

・米国のサブプライムローンの証券化に関連して指摘されている情報の非対称性のために住宅ローンの貸し手の貸出審査基準が緩むという問題は、イタリアの住宅ローンおよび住宅ローン証券化については、該当しない。

・証券化された住宅ローンのデフォルト率は証券化されていない住宅ローンのそれよりも低めであったことから、証券化対象となる住宅ローンについては、情報の非対称性の問題が少ないローンであり、情報の非対称性から生じるコストを緩和する観点で選択されている。

・オリジネーターたる(イタリアの)銀行は、証券化という重要な資金調達源への反復継続的なアクセスを可能とするために(良い)評判を築き上げ維持することに強くコミットしていることを立証する evidence もある。

江川由紀雄氏による抄訳抜粋

著者 Ugo Albertazzi, Ginette Eramo, Leonardo Gambacorta and Carmelo Salleo  
題名 Securitization is not that evil after all  
BIS Working Papers No. 341, March 2011(<http://www.bis.org/publ/work341.htm>)

# 日本の証券化の特徴 – 情報の非対称性に対する取り組み

## 証券化支援業務(買取型)の取り組みについて — 買取型スキームの特徴と既発行案件のパフォーマンス分析 —

### 1. 「買取型」の取り組み意義、政策公庫の役割

#### (1) 取り組み意義

中小企業向け貸付債権の証券化は中小企業者・金融機関・投資家それぞれにメリットがあるにもかかわらず、地域金融機関における取り組みは、地域・業種・規模等の制約もあって、限定的な規模にとどまっていた。本業務の取り組み意義は、これを全国横断的な政府系金融機関が支援することによって幅広く全国に普及させ、定期的・安定的な組成を継続的に行うことによって、CLO マーケットを整備することにある。

#### (2) 組成方針

「買取型」は、「地域分散」や「業種分散」の低さ、「組成規模」の制約等によって単独では証券化が困難な地域金融機関の参加を慫慂することで、全地域の中小企業者にも幅広く無担保資金を供給することを企図している。

中略…

なお、証券化商品の期中パフォーマンスは参加金融機関の取り組み目的や組成方針に大きな影響を受けると考えられるため、「買取型」の組成に際しては各金融機関が参加に至った背景や動機、取り組み方針、審査体制(決裁権限の所在や本部申請の有無など)、プロパー融資との相違点などを調査しており、それらの内容を格付会社にも提供することで、オリジネーターの取り組み姿勢の違いによるリスクについても格付に反映されるよう努めている。

平成20年10月 政策公庫中小企業事業証券化レポート

# 市場低迷の背景－わが国の証券化市場の現状と課題(市場活性化の観点から)

平成23年7月 日本証券業協会証券化商品に関するワーキンググループ報告書

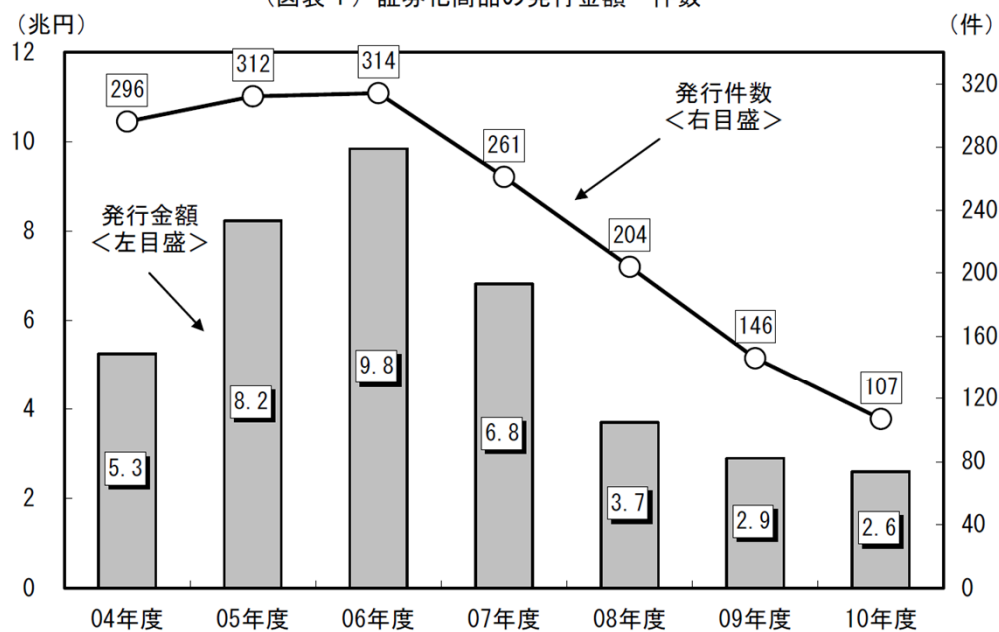
## 2. 証券化市場の現状

### (1) 証券化市場の特徴

証券化市場の発行動向をみると、全体としては、低迷している。日本証券業協会と一般社団法人全国銀行協会が実施している「証券化市場の動向調査」によると、証券化商品の発行は、2006年度にかけて増加したものの、同年度をピークに漸減傾向を辿り、2010年度には、金額(2.6兆円)、件数(107件)ともに、ピーク時の3割前後の水準にまで落ち込んでいる。普通社債の発行が2007年度に大きく増加し、その後も10兆円前後の水準で推移してきたのとは対照的な動きである(図表1参照)。

一方、米国等の証券化市場の動向をみると、わが国同様、先般の金融危機以降、発行が大きく減少したが、このところ、復活する兆しがみられている。こうした点では、わが国の証券化市場は、米国等の市場に比べて、出遅れ感があることは否めず、活性化を図ることが望ましい状況にある。

(図表1) 証券化商品の発行金額・件数



(参考) 普通社債の発行金額

(単位：兆円)

2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
5.9	6.9	6.8	9.4	9.6	10.3	9.9

(前頁続き)

---

## (2) 市場低迷の背景

わが国の証券化市場が低迷している背景としては、次のものが考えられる。

### ① 実体経済の低迷等を背景とする裏付資産の伸び悩み

### ② 資金調達のアベイラビリティの増加

### ③ 高リスク商品としてのイメージの広まり

第三に、証券化商品はリスクの高い商品であるとのイメージが広まってしまったことが挙げられる。

米国で組成されたサブプライムローン証券化商品が先般の金融危機の一因とされたことが、そうした商品の組成がみられなかったわが国においても、証券化商品のイメージを悪化させ、投資家の投資意欲を削いでいる面があることは、否定できない。

また、わが国においては、特に、CMBS市場において、資本市場を通じた不動産投資市場と金融市場の資金媒介という機能を十分に発揮するために有用である長期資金の導入が、十分に進んでいないという課題を抱えてきている。そうした中で、過去に販売されたCMBSについて、アレンジャーの撤退等により裏付資産情報の取得が困難化したこと、裏付資産であるノンリコースローンがデフォルトした場合の取り扱いの確定に時間を要したケースがあったこと、格付の引き下げがみられたこと等が、証券化商品について、リスクが高いという印象をもたらし、投資家の参入を妨げてきている面もあるのではないかとみられる。

さらに、流通市場が十分に発達していないため、保有証券の売却可能性が十分に担保されておらず、そのことがリスクとして認識されている可能性もある。

### ④ 投資コストの増大

このほか、金融機関が証券化商品の主要な投資家である現状では、自己資本規制も市場全体に影響を与えているものとみられる。

# 市場低迷の背景

## ーバーゼル2.5における「再証券化エクスポージャー」導入における議論

### 単一の証券化取引に係るエクスポージャーのものは原則除外に

金融庁が今般提示した案では、「再証券化取引」は、「証券化取引のうち、原資産の一部又は全部が証券化エクスポージャーである取引をいう」と定義され、但し書きによって、「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー(再証券化エクスポージャーを除く。)である証券化取引であって、当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」と「日本国政府、我が国の地方公共団体又は(中略)我が国の政府関係機関により、中小企業に対する金融の円滑化を主たる目的として行われる証券化取引」のうち一定の条件を満たすものが除外される。

### 規制の意図と効果の再確認

何れの文書からもABS-CDOをターゲットとし、それがシステムティック・リスクと高い相関を有していることを理由に(格付け対比)高いリスクウェイトを課すこととしたという趣旨が読み取れる。ところが、問題とされたABS-CDOの範囲を客観的に一意に定め得る文言による定義は容易ではないため、定義次第では、本来問題視されたABS-CDOとは明らかに異なるリスク特性を有する証券化エクスポージャーが再証券化扱いとなり、一律に不利な扱いを受けてしまう可能性があった。

出典： 新生ストラテジーノート 2011年2月14日 第13号

## 市場低迷の背景 –ポリシーと規制とのギャップ

---

### Risk magazine の報道より

“There’s a lot of schizophrenia right now. On the one hand, policy-makers are commenting on the benefits of securitisation, but on the other hand, they’re penalising it,” says one London-based securitisation head at a major European bank.

Author: Mark Pengelly

Source: Risk magazine | 01 Jun 2012

# 市場低迷の背景－低格付けエクスポージャーのリスクウェイト1250%化

## 自己資本控除がリスクウェイト1250%扱いに変更になることの影響は

標準的手法採用行が一般的な住宅ローン債権や中小企業向け貸付債権の証券化取引を行なうと、自己資本比率が低下してしまうという問題が更に深刻化することになる。たとえば、住宅ローン債権100億円を証券化しようとする場合、証券化しなければ（全て抵当権付住宅貸付債権であり、リスクウェイト35%が適用されるとして）リスク・アセットの額が35億円、所用自己資本が（仮に8%として）2.8億円となるところ、劣後比率20%で証券化し、優先部分を外部売却すれば、所用自己資本が20億円へと7倍以上に激増する。これをリスクウェイト1250%扱いにすると、100億円の住宅ローンを証券化した結果、リスク・アセットが250億円（20億円×1250%）計上されることとなる。

## 裏付資産の額を大きく上回るリスク・アセットの算出

証券化取引を行ってから時間が経過すると、より深刻なものになる。一般的な国内の住宅ローンの証券化取引では、優先部分を先に償還し、順次、優先順位の低いトランシェの償還を行なうという、シーケンシャル償還を採用しているケースが大半である。シーケンシャル償還を採用する証券化取引では、裏付資産に極めて高率の貸倒れが継続的に発生しない限り、時間の経過と共に、劣後比率が上昇する。たとえば、100億円の住宅ローンを証券化した銀行が、20億円（元本ベース）の劣後受益権を保有しているとして、数年の時間が経過し、裏付資産が50億円に減少しても、劣後受益権の元本残高はほぼ20億円のままで維持される。裏付資産から回収された元本は、まずは、外部売却した優先部分の元本償還に充当されるからだ。たかが50億円の住宅ローン債権を証券化しているために、リスク・アセットが250億円（20億円×1250%）計上され、それが自己資本比率の押し下げ要因になる。証券化していなければ（50億円の住宅ローン債権がバランスシート上に貸出金として資産計上されていれば）、リスク・アセットの額は17.5億円（50億円×35%）で済む。

出典：新生ストラテジーノート 2012年2月2日 第62号



# 市場低迷の背景—欧米金融機関のビジネスモデル

英大手銀行バークレイズが先週、アントニー・ジェンキンス氏の最高経営責任者（CEO）への昇格を発表し、話題になった。同氏がロンドンの金融街シティーで名を売った投資銀行家ではなく、やや地味なリテール（小口金融）ビジネス部門の出身者だったからだ。これが異例に見えるのは、英国の銀行業界に投資銀行文化がいかに浸透しているかという証しだ。他の大手5行のトップはマーケット部門や投資助言業務の経験者が大半を占める。銀行は金融商品があまりにも複雑で売買を巡る戦略が難解であるため、



## 英バークレイズ、CEO異例の人選

その錬金術に手を染めたことのある人物しか経営者は務まらないとしてきた。確かにトレーディング収益は彼らの生命線といえる。バークレイズの今年上半期の利益の半分以上を投資銀行部門が占めていた。

だが、この姿勢が銀行業界に安定した高収益をもたらしてきた証拠は少なく、少なくとも株主は恩恵を受けていない。1997年に英国の銀行株を購入した投資家が15年後に利回りを手にする見込みはほぼなさそうだ。

背景には、銀行がテールリスク（可能性は低い影響が甚大な事態）への十分な備えを怠り、収益性を実際以上に膨らませてきた事実がある。ま

## 堅実な銀行へ体質改善を

た、この巧妙なごまかしに高額給与やボーナスが支払われてきた。

投資銀行文化は商業銀行のような長期的な業務とは相いれない収益偏重路線を生んだ。なりふり構わない手法が問題になることは昔からあったが近年はスキャンダルが急ピッチで増えている。規制強化が導入されれば投資銀行部門の収益は抑えられるだろう。完全な分離とていかなるまでも、こうした活動を隔離すれば、少なくとも銀行は様々なリスクを認識させるを得なくなる。

しかし、ルールブックを押しつけられる以前に銀行は、もっと責任ある行動を取るべきだ。非現実的な利回りの追求は、無謀であることを良しとする文化を植えつけてしまった。ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の不正操作もこの文化が温床となった。スキャンダルを防ぐのは規制ではなく文化や倫理観の問題だ。その意味で、ジェンキンス新CEOが前任者の過激な利回り目標を引き下げることから始めたのは大いに心強い。

投資銀行部門は華やかではあるが、その投機的な手法は銀行に十分貢献しなかった。地味で実務的な経歴のジェンキンス氏がより堅実な文化を確立できれば、銀行業界への立派な貢献になるだろう。（3日付、社説）

英フィナンシャル・タイムズ特約

2012年9月4日  
日本経済新聞朝刊 6頁

NISHIMURA & ASAHI

# 日本における証券化の意義・必要性－日本の金融危機と証券化との関連



**80**年代後半の日本でも、証券化技術が普及していたと思考実験してみる。銀行が量産した不動産担保貸出を、証券化して、年金や保険などの投資家に売る。90年代以降、損失が顕在化して投資家は痛手を受けるが、吸収不能なほどではない。一方、銀行は、リスクの移転度合いに応じて深刻な経営悪化を回避できる。日本の金融システムが機能不全を来したのは、実体経済のリスクが銀行だけに集中していたからであり、リスクが広く薄く分散されていれば、全体としての金融システムはかえってリスクに強靱になる。

# 日本における証券化の意義・必要性

## ーリレーションシップバンキングの機能強化に向けて

平成15年3月27日 金融審議会 金融分科会 第二部会

### 2. わが国のリレーションシップバンキングの現状

地域の中小企業への金融の円滑を果たすための有効な手法としてリレーションシップバンキングを理解すると、その中心的な担い手として期待されるのは、いわゆる中小・地域金融機関、すなわち地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合であると考えられる。

#### (2) 中小企業から見た中小・地域金融機関

情報の非対称性が相対的に大きい中小企業に対してこのような資金供給の円滑が図られてきたのは、長期的なフェイス・トゥー・フェイスの関係に基づく経営者個人の資質等の経営内容、事業の成長性など定量化が困難な信用情報の活用によるリレーションシップバンキングが有効に機能してきたことによる面が大きいことは事実である。

以上、述べてきたように、わが国の中小・地域金融機関は、リレーションシップバンキングの担い手として中心的な役割を担うべき立場にあると考えられる。また、リレーションシップバンキングは、厳しい状況にある地域経済を活性化していく上で、重要な役割を果たすことが期待される。

### 4. リレーションシップバンキングの機能強化に向けた具体的な取組み

#### (4) リレーションシップバンキングを取り巻く環境整備

リレーションシップバンキングの機能強化にあたっては、その担い手である中小・地域金融機関の取組みが一義的に重要となるものの、その取組みを補完するための方策も一体として進める必要がある。

##### ① 中小企業金融の円滑のための新たな工夫

###### ・証券化

中小企業向け貸出債権を裏付け資産とした有価証券を投資家に販売するいわゆる証券化に向けた取組みが進められている。まだ利用度は少ないものの、証券化は、金融機関が投資家にリスクを転嫁したり、売買代金を新たな貸付原資にあてることを可能とし、信用仲介能力の低下を補うものとして積極的取組みが期待される。証券化が進むには、裏付けとなる貸出債権の信用リスクデータが整備されることや市場での流通性を高めるための取引規模の拡大等が必要になるが、現在のように中小企業の信用リスクの判断が必ずしも容易でない状況のもとでは、政策金融機関が積極的に証券化支援の役割を果たすことが期待される。また、こうした取組みの延長線上には、中小企業が有する売掛債権の証券化を進めることにより、中小企業の資金調達の円滑化に向けた新たな金融チャンネルを開拓するといったことも期待される。

# 日本における証券化の意義・必要性

## －我が国金融業の中長期的な在り方について(現状と展望)

- 連携・提携に関しては、通常の業務提携に加え、地域CLO(Collateralized Loan Obligation)などを活用しながら本拠地ではない地域との関わりを強化することが地域金融機関にとって有益である。また、協同組織金融機関については、中央機関を利用する形でのリスク分散も検討されるべきであろう。

出典：平成24年5月28日 金融審議会  
「我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ」報告書

- 将来に備えた制度整備

…中略

間接金融と資本市場(直接金融)をうまく共存させ、金融仲介取引の多様性をバランスよく保つような制度設計と運用の環境を構築しておくことが重要である。企業や地方公共団体などの全ての資金ニーズに銀行による貸出だけで対応することは容易ではないばかりか適切ではない。近い将来、日本経済が安定的なプラス成長のモメンタムを回復するか、人口の高齢化等に伴い銀行システムから預金が流出することが常態化する結果、間接金融偏重を是正せざるを得なくなったときに、証券化がその社会的役割をきちんと果たせるよう、今、準備しておく。

出典：新生ストラテジーノート  
2012年6月26日第84号

# 日本における証券化活性化のための方策

- 欧州における優良証券化商品等認証制度(Prime Collateralised Securities)導入に向けての議論
- 欧州におけるバーゼルⅢ導入に際して、RMBSを流動性比率規制上、適格流動性資産として認める余地を残したこと
- リスクリテンション規制に対する冷静な批判の登場

以上の結果が示すように、理論的にはリテンション規制が効果を持つ可能性はあるが、それは決して万能薬ではない。組成販売者がローンの質を向上させるインセンティブを高める場合もあるが、そうならない場合もある。経済厚生上の効果も条件に依存する。さらに、組成販売者に一律のリテンションを要求するといった単純な規制は、適切な規制にならない可能性がある。インセンティブの問題が発生する要因の在り方に依存して、望ましいリテンション規制は異なる姿を取り得る。したがって、実際の政策としてリテンション規制を導入する場合、その規制が期待する結果をもたらす条件を慎重に吟味してから実行する必要がある。

→地合変化の兆し

出典：金融危機、金融市場、金融仲介機能に関する  
研究の潮流－危機がもたらした視点・力点の変化の  
整理－ 大橋和彦・服部正純  
IMES Discussion Paper No. 2012-J-8