

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 原 田 喜美枝

今月の特集は「証券化市場の復権に向けて」というタイトルである。超低金利下の日本で証券化に携わる人は限られるだろうから、復権って何だろう？とタイトルに疑問を抱く人は多いかもしれない。興味を引くようなタイトルにすることで、本特集は、証券化によくない印象を持っている人、証券化そのものになじみがない人などに読んでいただきたいという意図が背景にある。

例えば、20代の若手社会人は世界金融危機を実体験していない人も多いだろうし、証券化と聞いてもよく分からないだろう。世界金融危機の頃に社会人生活を送っていた人にとって、サブプライムローン問題や証券化といった言葉はメディアで流れ一時期お茶の間用語となったことから、危機の原因として悪い印象が残っているかもしれない。証券化のことをよく知っている業界人からすれば、日本には証券化に対する誤解が残っていると感じる部分もある。

本特集号がいろいろな役割を担えれば、と思う。証券化に対する誤解があればそれを解きたい、より多くの人に知ってもらいたい、そして、証券化の灯が絶えることのないように多くの人に理解していただきたい、といった考えがある。以下では、企画趣旨と日本の証券化市場について簡単に概略を述べ、その後に特集号の各論文を紹介する。

日本の証券化市場は2006年が規模面でのピークで、いわゆるリーマンショックを受けて、“羹に懲りて膾を吹く”状況が続いているのだが、証券化そのものが誤っていることはなく、金融手法としては有益なものであり、適切に利用すれば資金調達者にとっても投資家にとっても有用なものになる。世界金融危機の震源地であった米国において証券化市場は回復をみせている中で、金融面での世界金融危機の影響が比較的軽微であった日本において、なぜか市場は縮小したまま推移している。歴史を振り返り、現状を改めて考察し、今後の市場再生に向けて必要な取組みを探る、というのが特集の企画趣旨となる。証券化市場の復権に向けて、という課題を背負い執筆されている各論文を紹介しよう。

高橋論文「証券化の意義と日本における証券化の歴史・現状」は総括論文として位置付けられる。証券化の意義と仕組みについて、先端的な金融技術としての証券化について、発展の歴史と世界金融危機との関係、その後の規制強化の動きについてまとめている。

70年代に米国で発祥した証券化の金融技術は、日本では90年代から本格的に使われるようになった。関連法整備により順調に拡大した日本の市

場であったが、米国発のサブプライムローン問題が深刻化した07年以降低迷が続いている。今後の復権に向けては、専門人材や実務的ノウハウの維持・継承が肝要であると記されている。また、オリジネーター、アレンジャー、投資家、格付会社等で証券化に関する経験と専門性を有する人材が現状のまま推移すれば、人材は減少し、これまで蓄積されてきた様々なノウハウの継承に支障が生じるという危機意識が示されている。この危機意識は本特集号の各論文を貫く共通認識でもある。

続く江川論文「日本の証券化市場における参加者の課題—近い将来における再活性化に向けて—」では、商品ごとに分けて日本における証券化の発展の歴史について概観し、銀行の自己資本比率規制との関係について、規制の影響を論じている。規制は個々のプレイヤーに関係するものであり、マクロでみると規制の影響というのは無視できない大きさになる。例えば、銀行がオリジネーターの立場で保有する資産を証券化する場合、リスク資産が減少し、自己資本比率が向上することから、証券化するインセンティブが高まる。証券化することで自己資本比率が改善するということに対して90年代に出された大蔵省告示の影響、一連のバーゼル委員会の対応について説明されている。

それに加えて、江川論文では、証券化実務に携わっている人と世間一般の認識の間に存在する乖離についても論じられている。90年代後半から数年は魔法のつえのようなツールとしてもはやされ、07年のサブプライムローン問題以降は、逆に批判を浴びるようになったが、このような認識は正しくないことが述べられ、最後に再活性化に向けての論考がある。

北原論文「格付会社から見た日本の証券化市場」は、長年にわたり格付会社に籍を置き証券化分野に携わる著者による論考である。金融緩和政策が続く現状は証券化の役割が発揮できない環境であるが、今後どのような環境下で証券化市場が活性化される可能性があるのかを探っている。クリーンエネルギーなどの新規分野の案件についても紹介されている。

アンケート調査結果に基づくと日本はまだ銀行による間接金融が中心であること、日本の証券化市場の実力はあまり大きくないと語られるなど、冷静な判断が示されている。しかし、企業側にメリットがない時期に証券化を行うわけではなく、証券化を行うかどうかの判断には環境の影響も大きいとされる。北原論文では、高齢化によって銀行預金が減少する時期になれば、証券化による資金調達ニーズが高まることなどが論じられている。

高橋論文や江川論文とは論調が異なるが、北原論文においても、証券化市場の再活性化について考察されている。従来の証券化手法を生かした新規分野の事例として、メガソーラーと風力発電事業のプロジェクトファイナンス、航空機ファイナンスについても説明されている。

宮坂論文「米国における証券化市場の復権」では、米国で証券化市場はいかに復権したかが論じられている。米国では証券化商品（サブプライムローンの証券化商品は除く）の発行額ピークは07年であり、その後急激に縮小したが、14年にはピーク時の水準に近いところ（ピーク時の約83%の水準）まで回復してきている。危機の震源地であった米国において、金融危機後にどのように証券化が復権したのかが詳説されている。

公募発行の自動車ローンABSとクレジット・カードABS、私募での発行が多いCLOについて、発

特集

行規模の推移や動向を踏まえて具体的に論じている。結論として述べられていることは、米国の証券化市場は復権し、証券化は機能しているが、浮き沈みがあるということである。沈んだままの状態に近い日本の証券化市場からすれば、浮く時があるのは悪くないことであり、米国の証券化市場の復権から見習えるところがあればいいのだが、なかなかそうもいかないのがマーケットであろう。

少子高齢化が進行する日本では、世界最悪のペースで財政赤字の累積も進んでいる。中長期的にみれば、現状のように資金余剰状態が続いて超低

金利のまま経済が推移することは想定できない。経済情勢が変化すれば、優れた金融技術である証券化を活用することにより、金融仲介や資金循環の効率性が高まることが想定できる。そのためにも、高橋論文・江川論文で強調されているように、専門人材や実務的ノウハウの維持・継承は重要である。継承するためには実務を継続する必要があることは言うまでもないが、本特集号のように証券化の重要性を書き記すことによってより多くの人に認識してもらうことも間接的に重要であろう。少々難解な箇所もあるかもしれないが、より大勢の読者の目に留まり、印象に残ることを期待したい。