

連邦住宅公社は米国の
において、住宅ローンの
貸付を行った金融機関
から住宅ローン債権を
買い取り、複数の債権
を束ねて証券化を行う
機関。「フアンミーメ」
(連邦住宅抵当公社・
一九三八年設立、一九
六八年民営化)と「フ
レディマック」(連邦
住宅貸付抵当公社・一
九七〇年設立、一九九
〇年民営化)の二社が
ある。両社とも、サブ
プライム・ローン問題
の影響から経営難に陥
り、二〇〇八年九月に
公的資金が注入されて
政府の管理下に置かれ
た。

サブプライム・ローン
は米国における低所得
で信用力の低い層に対
する住宅ローンのこと
このサブプライム・ロ
ーンを原資産として組
み込んだ証券化商品が
世界中に販売されてい
たが、サブプライム・
ローンの返済の延滞率
が上昇したことをきつ

があるが、一九七〇年代に、政府関連機関(連邦住宅公社に後に民営化)の後押しもあって、住宅モ
ーゲージ担保証券の発行が盛行した。これは連邦住宅公社が、商業銀行、抵当貸付銀行、貯蓄貸付組
合などから、住宅ローン債権を大量に購入し、それをプールして証券化を行い、その証券を機関投資
家などに販売したものであった。その後、さまざまなバリエーションが加えられて、広く欧米各国や
日本でも取り扱われるようになった。最近の金融危機の原因となった「サブプライム・ローン」問題
は、証券化の対象となった住宅ローンの劣化(延滞率の上昇)により、「住宅ローン担保証券」の価
格が暴落したことによるものであった。

(2) わが国における発達 わが国にあっても、昭和六三年に、金融機関による「抵当証券」(不
動産担保貸付債権の流動化を図ることを目的)の発行が解禁され、さらに近年では、不良債権処理
ともからんで関連法令が整備された(二〇〇〇年の「資産流動化に関する法律」など)ことから、住
宅ローン、自動車ローン、一般貸付債権、商業用不動産などの各種証券化が盛んに行われるようにな
った。

二 証券化の手法と効用

証券化のプロセスをみると以下のとおりである。

(1) 原資産の選定 第一のステップは、証券化商品の対象となる資産(原資産)の選定である。
原資産は、「キャッシュ・フロー」(資金の受入れによる収入)が得られるものであれば何でもよいが、
安定的な収入が得られる住宅ローン、自動車ローン、貸付債権、商業用不動産などが選ばれる。

(2) 債権譲渡 第二のステップは、原資産の保有者(「オリジネーター」と呼ばれる)による対
象資産の別法人への売却(債権譲渡)である。この別法人は、一般に「特別目的会社」(SPC・
Special Purpose Company)と呼ばれる。特別目的会社への債権譲渡によって、原資産の保有者から

リスクが分離される。特別目的会社は、証券化の目的のために特別法によって設置された会社であり、
設立手続きが簡略化されている。

(3) 証券化商品の設計・発行 第三のステップは、特別目的会社による証券化商品の設計と発行
である。証券会社(投資銀行)がさまざまな証券化のノウハウを有しており、このプロセスに深くか
かわっている。

(4) 証券化商品の販売 第四のステップは、証券会社(投資銀行)による証券化商品の引受・販
売である。販売にあたっては、格付会社による格付けがなされ、保険を付けることが検討される。購
入先は、機関投資家や金融機関、投資ファンドなどさまざまなものである。証券化商品の購入代金は、特別
目的会社を通じて、原資産の保有者に引き渡される。

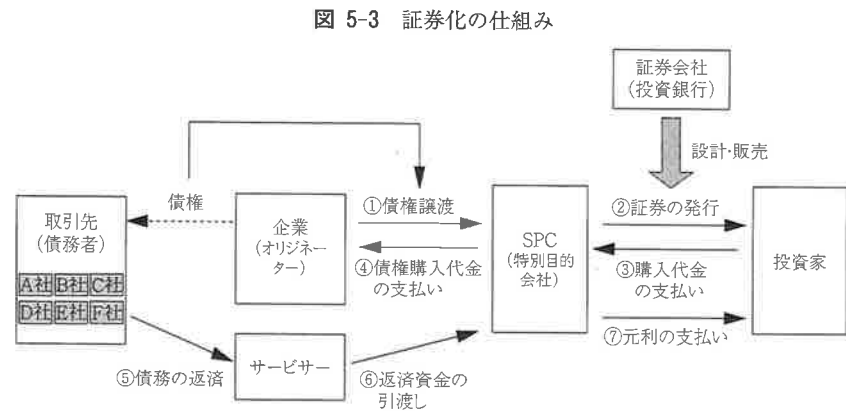
(5) 元利払い 第五のステップは、証券化商品を購入した投資家への元利の支払いである。債務
者や原資産からのキャッシュ・フローは、「サービサー」と呼ばれる債権回収の専門機関を通じて、
特別目的会社経由で投資家に支払われる。

以上のような証券化の手法により、原資産のもつリスクが原資産の保有者から隔離され、多数の投
資家に分散される。投資家側からみると、投資対象の選択肢の多様化が図られる。ただし、原資産の
もつリスクの所在が、証券化のプロセスを経て曖昧になるおそれがある。

なお、証券化の仕組みを、企業による取引先への売掛債権の場合について図示したものが、図5-
3である。証券化の対象が住宅ローンである場合には、同図のオリジネーターが住宅ローンの貸付を
行った金融機関、債務者が住宅ローンの借り手となる。

かけとして、当該証券
化商品の価格が暴落し、
二〇〇七年夏ごろから
世界的な金融危機が発
生した。

投資銀行は証券の引受、
転売、企業の買収、合
併やプロジェクトファ
イナンスの仲介等を行
う大手事業法人、機関
投資家相手の証券会社
は、ゴールドマン・サ
ックス、モルガン・ス
タンレー、リーマン・
ブラザーズ、メリルリ
ンチなど一大勢力であ
ったが、二〇〇七年以
後のサブプライム危機
発生に深くかわり、
転機を迎えた。



三 証券化商品の種類

証券化により発行される証券は、一般に「資産担保証券」(ABS: Asset Backed Securities)と総称される。ABSは、裏付けとなっている資産の種類によって、以下のよう分類される。

(1) **住宅ローン担保証券** 住宅ローン債権を裏付けにした証券のことを「住宅ローン担保証券」という。住宅ローン担保証券は、一般に「MBS」(Mortgage Backed Securities) または「RMBs」(Residential Mortgage Backed Securities)と英文名の略称で呼ばれる。

(2) **商業不動産担保証券** ホテル、オフィス・ビル、ショッピング・センターなどの商業用不動産向けの融資を担保にした証券を「商業不動産担保証券」(CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities)と呼ぶ。

(3) **資産担保CP** 優良企業が発行する短期社債であるCP(コマーシャル・ペーパー)は、通常、無担保で発行される。これに対して、資産を担保にして発行されるCPのことを「資産担保CP」(ABCP: Asset Backed Commercial Paper)と呼ぶ。無担保CPを発行できない企業でも、優良な担保を裏付けとすることにより、AB

CPで資金を調達することができる。

(4) **ローン担保証券** 多数の貸付債権を集めたプールを作成し、それを担保に証券化したものを「ローン担保証券」(CLO: Collateralized Loan Obligation)と呼ぶ。

(5) **債券担保証券** 社債などの債券を多数集めて、それを裏付け資産として発行される資産担保証券は、「債券担保証券」(CBO: Collateralized Bond Obligation)と呼ばれる。

(6) **債務担保証券** 多数のローン債権と社債やMBSを組み合わせた資産を対象に発行される資産担保証券のことを「債務担保証券」(CDO: Collateralized Debt Obligation)と呼ぶ。原資産がローン債権の場合にはCLO、債券の場合にはCBOであるのに対し、裏付け資産にローン債権と社債などの債券の両方が含まれる場合には、CDOとなる。CDOは、サブプライム・ローンを担保とするMBS(第一次証券化)を集めてさらに証券化する場合(第二次証券化)に幅広く利用され、世界的な金融危機を拡大する結果となった。