

# 新たな段階に入った日本の資産証券化

福 光 寛

## 目 次

1. 様相を変化させる日本の資産証券化
2. 急増する特定債権法絡みの債権証券化
  - 2-1. 自動車ローン債権 ABS
  - 2-2. リース債権 ABS
  - 2-3. 消費者向け割賦債権 ABS
3. 金融機関関連債権の証券化
  - 3-1. 不良債権の処理
  - 3-2. 証券化される優良貸出債権—CLO
  - 3-3. 証券化の期待が高まる不動産融資債権
    - 3-3-1. 個人向け住宅融資—住宅抵当証券 (MBO)
    - 3-3-2. 商業用不動産融資—CMBO—
  - 3-4. 協調融資・協調融資枠—融資自体の証券化
4. 一般企業債権の証券化—関心は資金調達へ—
  - 4-1. 一般企業債権証券化の現実
  - 4-2. 不動産事業と証券化
    - 4-2-1. 不動産の流動化
    - 4-2-2. 不動産開発資金と証券化
  - 4-3. 資金調達と CBO・CLO

参考文献

付表

## 1. 様相を変化させる日本の資産証券化

日本企業による資産担保証券 (asset backed securities: ABS) の発行は1994年に海外発行が始まり、国内法の整備を得て、1996年から国内発行が始ま

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

った。

その後、1997年秋のアジアの信用危機 (credit crisis)、そして1998年秋の日本リースの破綻という2度に渡る衝撃テスト (stress test) も日本企業のABS市場は経験した。

ところで1998年末頃から1999年初めにかけて日本の資産証券化は新たな様相を見せるようになった。幾つかの重要な変化が見られる。順不同で述べると

- ① 特別目的会社 SPC 法 (98/9/1施行) や債権譲渡特例法 (98/10/1施行) の活用が始まった (新しい法制のもとで活性化が見込まれる)。
- ② 新顔銘柄が続々登場した (これまで資産担保証券市場を利用していない会社が資産担保証券の発行を始めた)。
- ③ 金融機関関連債権の証券化の様相は複雑である。不動産担保 ABS は不動産市場の低迷が続いているためか1998年に入ってから発行がほとんど見られない。不良債権については外資向けにバルクセール (一括売却) 方式での処理が続いている。貸出債権の証券化は優良な債権に限定して行われているが、かなり売却に苦勞している。そうしたなか住宅融資債権の証券化の実現に期待が集まっている。
- ④ 一般企業債権の証券化では、新規投資資金調達のためのスキームが続々と登場している。

この間、金融機関は自己資本比率規制の影響もあって、資産 (貸出) の圧縮を急いできた。このことが金融機関絡みの証券化を強く後押ししている。また事業会社の側には、借入以外の資金調達手段の確保を強く要請する結果になっている。金融機関からの借入が資金源としてあてにならないことの学習効果はしばらく続くので、事業会社は当面、金融機関の状況が変化しても手元資金を厚めに保ったり、借入以外の資金調達方法を確保するなどの行動を続けると考えられる。

99年度後期には資産担保証券の投資家層の厚みを増す二つの改革が実現

する。一つは、郵貯・簡易保険に対し、不動産や金銭債権の資産担保証券の購入を認めるというもの。また一つは、厚生年金の自家運用の対象に資産担保証券を認めるというもの。

なお郵貯・簡易保険の購入を認める場合の条件も決められた。不動産証券化商品については、上場企業による元本保証があるか、特定社債発行額が特別目的会社 (SPC) による不動産取得価格の50%以下であること。金銭債権証券化商品については、上場企業による元本保証があるか、特定社債発行額が金銭債権額の95%以下であること。これはお役所が作った、官製のリスク判断基準として、注目される。

こうして日本企業による資産担保証券の発行は、開始されてわずかに4年ほどだが、急速に様相を変化させようとしている。

基本的には活発化してきていると言ってよいが、債権ごとの動きはかなり複雑である。以下では、その各債権ごとの変化を検証してゆく。

## 2. 急増する特定債権法絡みの債権証券化

### 2-1. 自動車ローン債権 ABS

自動車ローン債権 (auto loans) は個人向けで小口である。長期債権であるから期限前償還リスクがあるが、そのリスクは大きくない。個人向け債権だから企業向け債権に比べ債務不履行率は低い。この分野から、海外での日本企業発行 ABS の第1号 (日本信販)、それに国内 ABS の第1号 (オリコ) が生まれたのは、この債権が他の債権に比べて証券化に適した性格を持っていることを示唆している。

日本企業が海外で発行した ABS の記念すべき第1号は、日本信販の J-CARS CORP (94/11/7) である (表1)。4年物で、ユーロ円債、券面は1億円であった。ゴールドマンサックスが主幹事を勤めた。それは外資主導と国内証券の大蔵省への遠慮、国内証券のノウハウ及び実績の不足を示すものだ。なおこれより前に日本企業の海外子会社 (たとえば日産などのアメ

新たな段階に入った日本の資産証券化

表1 自動車ローン担保 ABS

SPC 名	原債権者	発行日	原債権額	発行額	主幹事	種別
J-CARS CORP	日本信販	94/11/7		¥15bn	GS Intl	Euro
J-CARS CORP 2	日本信販	96/3/22	¥58.8bn	¥50bn	DaiwaE, GS	Euro
OAFJ series 1	Orico	96/9/10	¥35bn	¥30bn	大和証券	国内
OAFJ series 2	Orico	97/3/10	¥35bn	¥30bn	大和証券	国内
OAFJ series 3	Orico	97/9/10	¥35bn	¥30bn	一勧証券	国内
OAFJ series 4	Orico	97/12/10	¥23.4bn	¥20bn	一勧証券	国内
OSCAR FC	Orico	98/3/10	¥44.5bn	\$300m	DKB I. (¥39bn)	Euro
ARIES FC	日産クレジ	98/3/27	FF10bn		BanqueIBJ	Euro
OAFJ series 5	Orico	98/6/10	¥35bn	¥30bn	一勧証券	国内
Aplus ABC	アプラス	98/6/26	¥26.5bn	¥20bn	三和証券	サムライ
OSCAR FC II	Orico	98/8/10	¥47.4bn	\$290m	DKB I. (¥40bn)	Euro
Aplus ABS 2	アプラス	98/11/26	¥17.3bn	¥13.5bn	三和証券	サムライ
OSCAR FC III	Orico	98/12/10		\$250m	DKB Intl	Euro
Hexagon F	日総信	99/1/29	¥44.6bn	E, \$	(¥37bn)	Euro
ARIES FC II	日産クレジ	99/2/25		E150m	IBJ Intl	Euro
MCLALC	三菱 CL	99/2	¥30bn	\$224m	(¥25.53bn)	Euro
OAFJ series 6	Orico	99/3/11	¥41.5bn	¥35bn	一勧証券	国内
Bosporus FC	マツダクレ	99/3/17		¥27.9bn	SG	Euro
Freya FC	ライフ	99/3/19	¥34.3bn	\$216m	WarburgDR	Euro

リカの自動車販売金融会社) はアメリカで ABS を発行しているし、また日本企業もアメリカでいわゆる ABCP は発行している。

なお大蔵省はこの発行について日本信販を聴聞したが、この聴聞により当初の予定より発行が遅れたとされている。

93年6月施行の特定債権法のもとでは、まず信託方式などでの債権小口化が進んだ。そして、96年4月の大蔵省による解禁を受けて、オリコが国内最初の ABS 発行を実現した(96/9/10)。当初の2回、オリコ(一和大証券)は発行側の事情(SPCへの資金滞留を少なくし回収金を効率よく投資家に返還することで資金調達コストを下げる)を優先し、定時償還(ブランドアモチ)とパススルー pass-through 償還(不確定金額分割償還)と2種類の債券を組み合わせで発行した。しかし2回目(97/3/10)では売れ残りが出て、

国内投資家は満期一括償還を望んでいることを確認することになった。

このあとオリコの ABS では大和は主幹事を降り、第一勧業証券にその地位を譲ることになる。もともとオリコは第一勧業銀行系の企業であるから、第一勧業証券が勉強を兼ねてオリコの ABS で主幹事になることは自然であるとも言える。なおオリコ（97/9/10—勧証券）はトランシェを細かく分けて資金滞留を防ぐとともに、満期一括償還方式を導入、スキームを投資家寄りとしたことが高く評価された。

このあと市場が中断するのは、日本も無縁ではなかった1997年秋のアジアの信用危機の影響である。その後、市場再開の1号目をオリコはドル建てユーロ債の発行で実現した（98/3/10）。これは発行額全額をパススルー償還とした国内企業発行 ABS 最初の例となった。なおこの5カ月後の98年8月にもオリコはドル建てユーロ債の発行を行った（98/8/10）。

そして98年秋には日本リースの破綻により、日本物 ABS は再度発行困難に陥るが、自動車ローン ABS は1998年11月のアプラス（三和銀行系）によって、早々と発行を再開している。市場で問題視されたのはリース債権を始め日本企業絡みの債権だった。自動車ローン債権は個人対象の債権ということで早期に市場を再開できたのである。

また99年に入ると日本総合信用（住友銀行系）や三菱オートクレジットリース（MCL）など新顔銘柄が続々と登場し、市場は活性化した。

とはいえ日本リース破綻後、ABS を見る投資家の目は厳しくなっており、発行者の増加もあり、発行スキームをより投資家寄りに組み立てることが望まれている。

オリコは、1999年3月に自動車ローンを裏付けに350億円の ABS を発行した。この発行に際しオリコは自動車ローン ABS の譲渡債権の月次パフォーマンスを情報ベンダーを通し情報開示した。これはユーロ市場並みの開示として注目されたが、逆に言えば国内では、これまで投資家は十分な情報開示を受けていなかったことになる。しかし発行体のこれまでの

姿勢は、十分な情報開示を要求しなかった国内の投資家の責任でもあると言えよう。

またライフ (99/3/19) は新顔で海外発行ということもあり、東京海上火災に加えアメリカの債券保証専門会社 (bond insurer) であるフィナンシャルセキュリティアシュランスからも保証を取り付けるという2重保証で発行された。この保証が加えられた裏には、ライフが国有化されたばかりの長銀系という事情もあろう。

## 2—2. リース債権 ABS

リース債権 (equipment lease receivables) は企業向けであるから、個人向けの自動車ローンよりは金額が大きい。またリース契約の特性から期限前償還は生じにくいのでキャッシュフローが安定しており、債券化しやすい。自動車ローンとともに特定債権法により債権小口流動化の枠組みを作られたが、1998年の SPC 法や債権譲渡特例法施行を受けて、今後一層活発に発行されることが期待される分野である。

自動車ローン ABS に先陣は越されたものの、リース債権 ABS は発行量から見ると圧倒的である。またこの分野で注目されるのは、経営破綻を起こして問題になった日本リース (長銀系) の存在である。

日本リース (94/12/20) は日本企業による海外 ABS 発行の2号目 (表2)。SEC への登録 (すなわち米国公募) を行った初めての日本企業 ABS でもある。シティコープセキュリティーズが米国の機関投資家向けに販売した。これも日本信販の海外 ABS をゴールドマンサックスが手伝った場合と同じく、外資の先行を示す点で示唆的。

リース債権の場合も信託方式などによる債権小口化=流動化が進展したあとに、日本リース (96/9/27—長銀) が、オリコ (自動車ローン債権) に国内 ABS 第1号の名誉は譲ったものの、国内発行のリース債権 ABS としては第1号を発行した。以下注目ケースを拾ってゆく。

新たな段階に入った日本の資産証券化

表2 リース機器担保 ABS 一覧

SPC 名	調達企業	発行日	原債権	発行額	主幹事 or 代表管理	種別
JLCLRT 1994-I	日本リース	94/12/20		\$ 148m	シティコープ	米国公募
Laurel AFC	日本リース	96/9/27		¥10bn	長 銀	国内私募
SBL Asset FC	住銀リース	96/11/15		¥10bn	住友銀行	国内私募
Turquoise FC	日本リース	97/2/28	¥40bn	¥30bn	GS & LTCB Intl	Euro 私募
Laurel AFC	日本リース	97/3/26		¥11bn	長 銀	国内私募
Mercury Ca. C	NEC リース	97/4/4		¥6.9bn	興銀証券	サムライ公募
Spread FL	NEC リース	97/4/10	¥5.8bn	¥5bn		Euro 私募
CLAM K. K. se. 1	セントラルリース	97/4/23	¥34.9bn	¥20bn	大和証券	国内公募
Aquarius AFC	日本リース	97/7/29	¥14.5bn	¥10bn	東京三菱証券	サムライ公募
SL Asset FC	昭和リース	97/7/31		¥10bn	あさひ信銀	国内私募
Turquoise FC II	日本リース	97/9/29*	¥40bn	\$ 250m (¥30bn)		Euro 私募
Laurel AFC	日本リースオート	97/10/27	¥13.6bn	¥10bn	長 銀	サムライ私募
Jupiter FC	日本リース	97/11/20		\$ 250m	MSDW	Euro 私募
CLAM K. K. se. 2	セントラルリース	98/2/27	¥44.4bn	¥30bn	日興証券	国内公募
Gnome FC	日本リース	98/2/27	¥66.7bn	\$ 397m	SBC (¥50bn)	Global
Amethyst FC	興銀リース	98/2/27	¥31bn	\$ 200m	IBJ I, MSDW (¥25bn)	Global
Laurel GJ	日本リース	98/5/26	¥15.7bn	¥12bn	長銀証券	国内公募
Amethyst FC II	興銀リース	98/6/25	¥34.4bn	\$ 200m	IBJ I, MSDW (¥28bn)	Euro
Lumiere FC	昭和リース	98/6/30	¥66.9bn	\$ 361m	Warburg DR	Euro
Polestar AF	東京リース	98/9/10		¥50bn	DKB Securities	サムライ公募
MLF C	三井リース	98/12/10	¥18.1bn	¥14bn	さくら証券	サムライ公募
Polestar AF	東京リース	99/1/8	¥99.5bn	¥80bn	第一勧業証券	サムライ公募
Soleil FC	昭和リース	99/1/26	¥42bn	\$ 255m	IBJ Intl (¥30.6bn)	Euro
R-Funding	リコーリース	99/1/28	¥48.9bn	\$ 320m	MSDW (¥35.2bn)	Euro
Arowana AFJ	芙蓉総リース	99/2/26	¥67.4bn	¥50bn	富士証券	国内公募
AL Asset M	あさひ銀リース	99/3/10		¥15bn	大和証券	国内公募
Cygnus	住商リース	99/3/	¥51.5bn	\$ 350m		Euro
Amethyst JFC	興銀リース	99/3/3	¥26.6bn	¥21.5bn	IBJ Intl, Merrill	サムライ公募
Century AF	センチュリー LS	99/3/9		¥20bn	第一勧業証券	国内公募
Majesty AF	NTT リース	99/3/25	¥40.4bn	¥30bn	第一勧業証券	国内公募

住銀リース (96/11/15) はリース債権を担保にした ABCP が96年4月に国内発行解禁後、97年8月に3ヶ月物 CP を出している。CP に続き ABS 発行に乗り出してきたもの。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

セントラルリース（97/4/23）はバックアップラインの設定などで国内公募型では初めてトリプル A 格を取ったもの。日本リース（97/7/29）は国内公募案件だが東京三菱証券が主幹事を取った。銀行の証券子会社が国内公募 ABS で主幹事を取った最初のケース。

日本リース子会社の日本リースオート（97/10/27）は、リース債権の中でもキャッシュフロー分析管理が複雑な自動車リース債権初めての ABS。かつ日本リースが設立した SPC を活用するマルチセラー方式（一つの SPC が複数企業の ABS を発行するもので発行コストを下げることができるとされている）をこれも国内で初めて採用。

97年秋にはアジアの信用危機により発行が中断する。

再開 1 弾のセントラルリース（98/2/27）が、国内 ABS としては初めて、損保（東京海上火災）がフルラップ保証と呼ばれる、利払い・償還の包括的保証を付けたのは投資家の信頼回復という意味が強い。また通常、SPC への資金の滞留を嫌って複数のトランシェとするものを、1本の満期一括償還型にするなど全体として投資家寄りのスキームとした。これは国内 ABS で日興証券が主幹事を取った最初のケースであり、日興が慎重にスキームを構築したと考えられる。なおセントラルリースの最初（97/4/27）は主幹事は大和証券だったが、もともとセントラルの株式の主幹事は日興証券なので、セントラルとの関係では日興が国内 ABS での主幹事の役割を取り戻したとも言える。

日本リース（98/5/26）は、その4ヶ月後（98/9/27）の同社の会社更生法の申請により一時、日本物 ABS 発行が発行途絶に追い込まれる契機を作ったと評価されるもの。結果論であるが、破綻直前のこの発行は無謀だった。

昭和リース（98/6/30）は国内リース債権を担保に米市場でドル建て発行したユニークなケース。米市場の投資家の厚みを期待して発行された。

東京リース（98/9/10）は円建て外債＝サムライ外債であるが、この時点での国内発行 ABS の最高額500億円で話題を呼んだ。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

そして国内リース債権を裏付けとする ABS 発行は、98年9月の日本リースの経営破綻によって途絶を余儀なくされ、市場は3ヶ月間沈黙させられる。

しかしほどなく発行市場が再開されたのは、市場再開の強いニーズがあったからである。

発行市場の再開は国内が先行し、三井リース事業 (98/12/10)、東京リース (99/1/8) が国内で、また続いて昭和リース (99/1/26) とリコーリース (99/1/28) が国外で発行した。

なお東京リース (99/1/8) が発行額800億円で発行最高額を更新したり、三井リース事業やリコーリースなど新顔銘柄が出てきたり、単に市場が再開されただけでなく、市場が活気付いている気配がある。

たとえばリコーリース (99/1/26) は ABCP の発行実績はあるが ABS の発行は初めて。また98年10月施行の債権譲渡特例法を使ったリース債権 ABS の最初のケースでもある。

また当然高まっている投資家の不安に対処するような工夫が広がったことも、日本リース破綻後の特徴である。

たとえば投資家の不安に対応して、東京リースと昭和リースではバックアップサービサーを付けた。東京リースは裏付けとなるリース債権の延滞債権の比率、貸倒れ発生率、解約率について従来の6ヶ月ごとの情報開示を月次ベースで投資家に知らせることにした。三井リース事業 (98/12/10) は三井海上火災の、また芙蓉総合リース (99/2/26) は三菱系の東京海上火災のフルラップ保証を付けた。後者は信用力低下の噂が絶えない芙蓉グループに属するからであろうが、資本系列を越えたフルラップ保証という点が注目された。

### 2-3. 消費者向け割賦債権 ABS

消費者向け割賦債権 (shopping loans) は個人向けでここで問題にする債権

新たな段階に入った日本の資産証券化

の中で最も1件当たりの債権額が小さい。すでに述べた自動車ローンと性格が似ているが、もう一回り小口。これも特定債権法により小口流動化の道が開かれた債権である。

そのうち個品割賦購入斡旋債権といわれるものの流動化は1997年9月にセントラルファイナンスが呉服の個品債権を安田信託銀行と組んで信託方式で10億円流動化したのが最初とされる。同債権の証券化は日本信販による J-Shop (1998/3) が最初(5年物)である(表3)。

この J-Shop のあと、しばらく発行が途絶えたが、1998年末頃から銘柄数が急に増えこの市場の本格化を感じさせている。注目されるのはオートローンもそうだが、こうした個人向け債権が企業向け債権に比べ低リスクと見なされ、その証券化が市場で歓迎されていることである。

債権についての第三者対抗要件を具備する方式としては、1993年6月施行の特定債権法による官報・新聞での公告に比べて1998年10月施行の民法特例法(債権譲渡特例法)による登録の方がコストが安い。また国内 SPC の設立についても1998年9月施行の SPC 法に準拠すれば、これまでより設立や維持のコストを下げることができる。特定債権法の対象となる債権についても対象外の債権についても、98年施行の諸法律を使った ABS 化が見込まれる。

表3 消費者向け債権担保 ABS

SPC 名	発行企業	発行日	原債権額	発行額	主幹事	種別
J Shop C	日本信販	98/3/30		¥40bn	GS	Euro
J Shop C 2	日本信販	98/12	¥59bn	¥49.8bn		Euro
REBECCA FC	東 総 信	98/12/25		¥10bn	住友 cap	サムライ公募
Credia Capital	クレディア	99/1/26	¥3.48bn	¥2.7bn	INGBaing	Euro
Major AF	ナ イ ス	99/2/12	¥8.8bn	¥6bn		Euro
CLIO	富士銀行	99/2/17		E220m	Pb, Fuji	Euro
Orico Shop SPC	オリコ	99/3/11		¥50bn	大和証券	国内公募
Revolution FC	ダイエー OMC	99/3/30	¥29.6bn	¥23.5bn	三和証券	サムライ公募

注：東総信やオリコは債権譲渡特例法成立を受けた追加譲渡型 ABS。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

たとえば富士銀行は邦銀で始めて個人客のカードローン債権の証券化に踏み切ることになったが、これは1998年秋の債権譲渡特例法施行を受けて、小口債権の集約・証券化を始めたもの。13万件の債権で300億円の証券化商品に仕立てた。商品名は CLIO (Card Loan Investment Opportunities)。99年2月にユーロ市場でユーロ建て債(2年物)として売却した。仏英の銀行を中心に欧州の機関投資家が購入した。

またオリコは98年9月施行の SPC により設立した国内 SPC を通じて同社としては初めてショッピングクレジット債権を裏付けに500億円の ABS を99年3月に発行した(4年物を150億円, 5年物を350億円)。これは SPC 法による初の ABS 国内公募発行。オリコは証券化ではこれまでオートローン中心だったが、証券化対象債権を拡大した形となった。

なおダイエー OMC もクレジットカード債権の証券化を1999年3月末に行ったが、これはリボ払い債権の証券化でこれまで宿題になっていたもの。これをカード債権を顧客ごとに分別管理するシステムを開発し、元利払いについて東京海上火災の保証を付けることで証券化を実現した。もともとダイエー OMC はリボ払いクレジット債権の流動化に意欲的で1996年4月末にも同債権50億円を試験的に小口流動化したことがある。

なお今後の有望な市場と考えられているものに消費者金融債権の証券化がある。これは後述するように法律問題もありまだ証券化例はないが、すでに米バンカーストラストが武富士やリッチなどの消費者金融会社に対して SPC (特別目的会社) にこれら消費者金融会社が譲渡した消費者金融債権を担保に、SPC 経由で融資を行っている。これは資産担保型融資 (asset backed loan, ABL) と呼ばれ、資産担保証券と極めて類似したスキームとして注目されている。

バンカーストラストによる武富士への資産担保型融資は1995年度に開始され、次第に規模が拡大している。この武富士のスキームについては、2つの SPC を介在させることで2つ目の SPC では資産担保型証券の発行

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

が行われたとの報道もある。ただしこの発行については、このような証券発行は出資法による「不特定多数の者からの預り金禁止」に違反するとの指摘がある（参照 『月刊消費者信用』96/10『選択』96/11『Focus』97/8/6）。

### 3. 金融機関関連債権の証券化

#### 3-1. 不良債権の処理

不良債権の担保となっている担保不動産を流動化するために証券化の枠組みを使うことは早くから検討されていた。複数の担保不動産を組み合わせて流動化した上で、後で不動産市場が回復したところで売却して投資家に値上がり益を還元するという枠組みである。しかし市場の回復を期待するところにリスクの高さが感ぜられる。また国内の解禁を待たず95年から海外で発行が始まった。しかし1997年のアジアの信用危機のあと、発行を確認できたのは1本だけである。不動産市況の回復の遅れもあって、担保不動産証券化はリスクの高さから、発行が中断していると考えられる（表4）。

担保不動産 ABS は、海外 SPC を使いユーロ債を出すというスキームで東京三菱（95/6/30）が始めたのが最初である。なお東京三菱の JEMIC（95/6/30）は不動産の値上がり（地価の回復）を債券の利払い源資としてい

表4 担保不動産 ABS 一覧

SPC 名	調達会社	発行日	原債権	発行額	主幹事	種別など
JEMIC	旧三菱銀行	95/6/30	¥4bn	¥10bn	GS	Euro
JEMIC 2	東京三菱銀行	96/7/30		¥10bn	GS, TMI	Euro
JABFC No. 1	富士銀行	96/8/30		¥0.95bn	Fuji Intl	Euro
NJProperty M	日債銀	96/12/20		¥1.7bn	GS	国内私募
	あさひ銀行	97/3/27		¥5.7bn		Euro
JRE IC	横浜銀行	97/7/9		¥8bn	一勧証, CS	Euro
REIF Litimited	さくら銀行	97/9/17		¥10bn		Euro
Advanced RE	一勧銀行	97/11/25		¥10bn		国内公募
JRE IC 2	横浜銀行	98/3/12		¥11.6bn		Euro

る。これに対して後追いとなった富士銀行の JABFC (96/8/30) は賃料収入を利払いに充当する（現実にはそれが可能か、投資家のリスクが高いという批判がある）もので、米国型の証券化であると誇らしげに説明して話題を呼んだ。先行した東京三菱が、ゼロクーポンであるのに利付債とした（利付債では期中の利払いリスクが出てくる）。

日債銀 (96/12/20) は、先行の東京三菱や富士がユーロ債であったのに、初めて国内発行（私募）に進んだ。利付債で利払いは富士と同じく賃料収入。あさひ銀行のケース (97/3/27) は、競売手続き中の担保不動産の早期流動化を図ったもの。さくら銀行 (97/9/17) の場合は、担保不動産の管理・売却について信託銀行ではなく大手不動産会社（三井不動産）が担う点に特徴。担保不動産の処理で不動産会社との連携の動きとして注目された。ARE は一筋がクレディスイス信託と組んで行ったもので、国内公募だが、銀行絡みの ABS ものが国内公募発行になった（公募に耐える情報開示を進めた）のは初めてとして注目された。

担保不動産 ABS については担保不動産を譲渡する際の価格に不透明性が残っており、最終的な転売価格との落差が大きい限り投資家は大きなリスクを抱えることになる。担保不動産の価格算定方式を収益還元方式に改めるべきだという指摘がある由縁である（参照 岡内幸策『担保不動産流動化ビジネス』東洋経済、1998）。98年春の横浜銀行を最後に新たな発行は報道されていない。

国内不良債権についてはバルクセール（一括売却）という手法での処理が1998年3月期から行われるようになり、1999年3月期にも行われた。買手は表向きは外国系金融機関だが、裏にいるのはこうした金融機関系の投資ファンドあるいは投資会社である。このファンドや会社に投資しているのは機関投資家であり、不良債権は「証券化」の仕組みによって流動化されているとも言える（表5）。

新たな段階に入った日本の資産証券化

表5 外国投資家の不良債権一括購入例

単位：億円

買 い 手	売 り 手	簿価
98年3月期		
ゴールドマンサックス	東京三菱銀行	125
ゴールドマンサックス	明 治 生 命	130
ローンスターオブチュニティファンド	東京三菱銀行	200
ゴールドマンサックス	住 友 銀 行	400
不 明	住 友 銀 行	1,000
セキュアードキャピタル	三井信託銀行	1,300
セキュアードキャピタルなど	三 和 銀 行	1,500
バンカーストラスト/ドイッチェバンク	クラウンリーシング	2,800
メルリリンチ/ローンスターオブチュニティファンド	さくら銀行	4,000
99年3月期		
メルリリンチ/ローンスターオブチュニティファンド	三 和 銀 行	300
メルリリンチ/ローンスターオブチュニティファンド	富 士 銀 行	500
不 明	住 友 銀 行	600
JP モルガン/米国大和証券	東京三菱銀行	1,000
不 明	日本興業銀行	1,300
不 明	第一勧業銀行	2,000

資料：NFD99/3/23, N99/1/29ほか

名前の挙がるそのほかの投資家（NFD99/1/14ほか） カーギル/クレディスイスファーストボストン/サーベラスキャピタルマネジメント/モルガンスタンレー/ING ペアリング/GMAC/アジアリカバリーファンド

3—2. 貸出債権—CLO —証券化される優良債権—

CLO (collateralized loan obligation) は複数の貸出債権をまとめてこれを裏付けにして債券を発行するもの。単独では売れない貸出債権を多数集めて1本にしたあとで複数のトランシェに組み直すことで、リスクを下げ売却可能な商品にしたものである。同じような仕組みで信託方式の商品も出されている。信託方式に比べ債券方式は証券化1件あたりの流動化金額がかなり大きい。コストと投資家の厚みとの関係から、対象債権金額が小さい場合は信託方式が、また、金額が大きい場合は債券方式が適しているとされている。

CLO は金融機関の貸出債権流動化の方法の一つとして注目され、97年以降に発行され始めた。とくに1998年3月以降、多数の発行例が見られるが、報道を追跡するとかなり発行に苦勞する（投資家を探すのに苦勞する）様子が見える。あとでも述べるように特に国内債権を証券化するときは、優良大企業向けの貸出債権に限定して証券化しているが、それでも発行交渉はしばしば時間を要している。

日本の貸出債権の最大の問題は債権譲渡の完全性の問題で、第三者対抗要件具備のための手続きが未完成なもの（サイレント方式）、つまり真正譲渡でないものがほとんどだということである。当然、投資家にとってこれは投資リスクを高めることになる。

日本物 CLO の最初は東京三菱の Wizard (97/7/10) である（サイレント方式、私募）。その後、表6のように確認できるだけでもかなり多数の例がある。

その特徴は、まず基本的にはユーロ債の発行であって、国内では発行例がないこと。そしてそのことと関係があると思われるが、海外の投資家を安心させる意味もあって、国内の貸出債権については投資適格格付けを得ている大企業向けの優良債権を組んだものが売却されていることである。大企業向け債権は中小企業向けに比べ利鞘が薄いとされるが、しかし焦げ付きのないこうした優良債権を売却するところに、比率規制を最優先するという、日本の銀行が追い込まれている状況が反映している。

海外債権についても BIS 規制に伴う海外資産の処分や海外からの撤退に伴う海外資産の処分のために、売却されており、日本の銀行の CLO はいわゆる不良債権の売却とは異なり優良債権の売却と言い切ってよいものではないかと思われる。これは証券化が優良資産の切り売りになり、残った資産の内容が劣化につながるという、証券化についての批判が、部分的にせよ正当であることを示唆している。しかし逆に言えば、そうまでしなければ国内貸出債権の証券化はできないということなのである。しかも、

新たな段階に入った日本の資産証券化

表6 CLO 例

SPC 名	銀行名	発行日	債権種別	原債権	発行額	主幹事
Wizard Finance	東京三菱銀行	97/7/10	国内債権	¥105bn	¥95bn	BTM Intl
Japan Loan S	東京三菱銀行	97/9/18	国内債権		\$ 1.7bn	BTM Intl
Polon Ltd	三和銀行	97/9/25	国内債権		¥60bn	
Platinum CLMT	長銀	97/9/26	海外債権	NY 支店分	\$ 2.7bn	Goldman S
Prime Funding	興銀	98/1/29	海外債権	NY 支店分	\$ 1.2bn	IBJ Intl
Wings	住友銀行	98/3/12	海外債権	米向	\$ 2.4bn	Goldman S
Harvest FC	さくら銀行	98/3/17	国内債権		¥45bn	Sakura FI
Excelsior F	三和銀行	98/3/24	海外債権	NY 支店分	\$ 1.7bn	Lehman, Sa.
Aurora Funding	住友銀行	98/4/8	海外債権	London 支店分	£1.39bn	Lehman, GNW
Lily Fundung C.	興銀	98/4/14	国内債権	¥94.85bn	¥81bn	IBJ Intl
Marco Under.	三和銀行	98/4	海外債権	オーストラリア向	¥432bn	Sanwa Intl
Delphi Ltd	三和銀行	98/9	国内債権		¥70bn	
Twister F	すみぎん信託	99/2/26	国内債権		¥66bn	
Millennium	東京三菱銀行	99/3	国内債権		\$ 1bn	JPM, TMI

そうしてもなお、日本の銀行の CLO はしばしば発行が中断してきたのである。

長銀の Platinum と興銀の Prime の間が空くのは1997年秋のアジアの信用危機の影響でアジア物の ABS が国際市場で売れなくなったことを反映している。98年2月の Prime は国際市場での再開第1号商品。Prime で再開できたのは、これがアメリカ企業向け貸付債権であり、日本物であるためのリスクは低いと判断されたこと、また優良な CLO がそうであるように債権が SPC に真正譲渡 true sale されており、権利関係が明確であることなどが理由とされる。だとすれば国内企業向け貸付債権の証券化は、当然、困難が予想される。98年秋の日本リース破綻後も同様に長い沈黙がある。

また表には記載していないが、売却を企画して中止したケースがかなりある。最も有名なケースは98年3月に富士銀行がゴールドマンサックスを主幹事に行おうとした国内債権2500億円の証券化 (Trillion Funding) である。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

この中止はそもそも富士の計画そのものに無理があったかどうかとも問題になる点だが、97年に山一証券を救済できなかった富士に対する国際評価の低下を決定的にした事件で、ゴールドマンサックスと富士との関係をも悪化させた。この結果、富士は国内債権の証券化では国際市場からほぼ1年間の退場を余儀なくされた。富士が復帰するのは、すでに述べたように個人客のカードローン債権の証券化を Pariba を主幹事にユーロ建てで行った CLIO (99/2/17) によってである。

中止の例をもう1例挙げると98年8月には第一勧業銀行の米企業向け債権10億ドルの証券化 (Vintage) が約1ヶ月間の発行交渉の末、発行が中止されている。また99年3月に実現した東京三菱の証券化 (Millennium) は期間内に発行できたとも言えるが、話が市場で出たのは半年以上前の98年夏、そして当初伝えられたよりかなり規模を縮小して実現している。このように CLO の発行はかなり難航しているのが実態である。

ところで長銀は、1997年9月に私募形式で売却した Platinum (Platinum Commercial Loan Master Trust) を売却後1年半が経過した99年3月に買入繰上償還した。この繰上償還は長銀国有化など状況の変化によるものだが、長銀が名実ともに国際舞台から退場することを象徴する出来事であり、日本の金融機関が置かれている厳しい状況を改めて浮かび出させることになった。

最後にしかし最近の動向として注目されるのは、CLO で新規資金調達を行う動きであるが、これは1998年末あたりからである。これについては4—3で論ずる。

### 3—3．証券化の期待が高まる不動産融資債権

#### 3—3—1．個人向け住宅融資—住宅抵当証券 (mortgage backed securities)

個人向け住宅融資を証券化したものを住宅抵当証券あるいは MBS と呼んでいる。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

個人向け不動産融資（住宅抵当ローン）の証券化は以前から期待されながら十分な進展が見られない。この部分の証券化が期待されるのは、証券化先進国のアメリカでは、住宅抵当ローンの7割が証券化され、統計の作り方で数字に違いがあるがABS発行ベースで4-7割また残高ベースで7割をこの証券化が占めるからである。

住宅抵当ローンは個人向け長期融資だが、類型化されており、この点で個別性の強い企業向けローンよりも集合債権化しやすい。しかし反面、借入期間が20年前後と長いので金利低下局面での期限前返済リスク（債務が期限前に返済されてしまうリスク）がかなり高い。また経済環境の激変から、日本ではこれまで低かった債務不履行率が今後高くなるリスクも指摘されている。

ただ住宅金融のあり方の違いもあり日本では、民間金融機関サイドに住宅抵当ローン流動化の強い希望があるとはこれまでは考えにくかった。それはこの債権が債務不履行率が低い割りに、BIS規制上のリスクウェイトが一般債権の半分の50%と低く、利鞘は高かったからである。またとくに都市銀行の資産構成に占める割合は小さかったからである。しかし企業向け貸出が抑制されるなか、住宅金融公庫融資の借換ニーズへの対応を都市銀行が積極的に進めた結果、状況は大きく変化してきている。

最近になって以下で述べるように日本でこの証券化が本格的に始まったと見られる兆候が散見されるが、背景には、都市銀行における住宅融資残高の比重増加（付表4-1）や低金利期に積み上げた住宅ローン債権のような長期債権を金利上昇期に保有することは利鞘の縮小に直結するとの認識が進んできたこと、そして企業向け債権に比べ、個人向け債権の方が債務不履行率が低いので買い手がつきやすく流動化しやすいという事情などが考えられる。

以下順に詳細を述べる。

アパートローン（富裕個人層向け）についてであるが、97年11月14日に北

海道拓殖銀行がオーロラルジェネシス債 (Auroral Genesis) を発行した。これが日本企業発行の最初の MBS とされる。発行額320億円, 期間18年, ユーロ円債, 主幹事は大和証券。この債券は試みとしては本邦初の不動産担保融資の本格的証券化 (債権譲渡について債務者からの承諾を取るという手続きを得ている) だった。しかし残念ながら発行日 (払い込み日は金曜日) の翌週の月曜日には拓銀は自主再建断念を発表。発行後1ヶ月でこの債券は償還されてしまい「幻の MBS」となってしまった。拓銀はもともと住宅ローンの流動化に意欲的で1996年6月末に都市銀行としては始めて住宅ローン110億円を債権信託方式で試験的に流動化した経緯がある。

住友銀行では1998年の初めに同行の住宅ローン債権を担保に期間3-5年の債券にして機関投資家向けに約500億円販売したことがある。これは「すみぎん信託銀行」に住宅ローン債権を譲渡。住宅ローン債権信託の第2受益権を販売したものであった (実質的に住友銀行が100%信用補完)。さらに99年に入って住友銀行は住宅ローン債権信託を公募販売すると発表し話題になった。

住友銀行では99年2月24日から, 住宅を購入後, 住宅金融公庫から借入するまでの間の「つなぎローン債権」を信託受益権にして小口化 (1000万円単位) して販売することになった。信託受益権 (ただし有価証券指定は受けているので証券といっても間違いではない) 方式。期間3ヶ月で予定配当率は年0.65%。大口定期 (1000万円以上) の現行金利0.2%に比べかなり有利。流動化する金額は初回約22億円, またその後は毎月70億円程度。富裕層向け商品として育てる方針。なお住友銀行では99年中にも住宅ローン債権そのものの流動化も始める予定である。

信託受益権にして販売する話は他にもある。富士銀行は98年5月に99年3月までに500-1000億円規模の住宅ローン「証券化」の実施を表明したが, これは信託方式だと考えられる (住宅ローンの信託受益権は93年3月に有価証券扱いの指定を受けている)。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

いわゆる債券化については東京相和銀行が先行しかけたが、98年度内の実現には失敗している。

99年3月に東京相和銀行は保有する個人向け住宅ローン（約2000件）のうち約300億円を海外 SPC (Japan Residential Loan 1) を使い証券化、機関投資家向けに販売しようとした。98年の債権譲渡に関する特例法施行を受けたもの。主幹事はベアスターズ証券。ベアスターズは住宅ローンの期限前償還リスクの分析モデルを開発したと伝えられる。しかし拓銀に続き再度、最初の MBS として注目された東京相和のケースは3月末までに販売を完了できず、発行延期に追い込まれた。

MBS は都市銀行の追跡が見込まれるが、とくに三和銀行では99年春にも完全に債権を譲渡する本格的な住宅ローン証券化を行うことを99年年頭に公表している。住宅ローンを信託し、その信託受益権を裏付けに債券を発行するもの。流動化する債権額は約2000億円で内外の機関投資家に販売予定。99年中に数千億円規模の証券化を目指すとのこと。

### 3—3—2. 商業用不動産融資—CMBO

商業用不動産融資（商業用不動産担保ローン）を証券化した商品を、CMBO (commercial mortgaged-backed obligation) と呼んでいる。

ところで個人向け住宅融資に比べ商業用不動産融資はハイリスクだと考えられる。この融資のポイントは不動産の流動化・開発に絡んで行われている点である。商業用不動産融資の利払いや回収には不動産価格の変動や、賃貸収入の変動など特有のリスクがあり、証券化の対象となる債権の中でもリスクの推定がむつかしい。従って長く証券化は課題にとどまっていたが、99年2月に最初の CMBO が登場し注目された。

日本で最初の CMBO として注目されたのは、モルガン銀行が1998年3月にモルガンスタンレーの不動産子会社 (DPP) に対し、売れ残りマンション50棟 (1184戸) の大京からの購入99億3025万円について実行したノン

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

リコースローン（非週及型融資）95億8500万円の残高を流動化するもの（首都圏外の築年数の古いワンルームマンションが多いため、購入物件の再売却にモルガンが苦勞しているとされる）。このローンをモルガン銀行との間に入って実行した LMFunding がこの融資を担保に債券を発行、さらにその債券の譲渡を受けた LMCapital が、この債券を裏付けに証券発行時点での融資残高にあたる66億円の CMBO を発行した。主幹事は JP モルガン証券で米国で私募扱いで内外の機関投資家向けに1999年2月に販売された。

ノンリコースローン nonrecourse loan は担保付き貸付の場合であれば、返済できなくなった場合、債権者は担保を取れば、それ以上に債務者に返済の責任が週及しない。逆に抵当権の2重化は認めない。欧米ではノンリコースローンが一般的だが、日本では、リコース付きが一般的だと指摘される。リコース付きだと債務額が返済されるまで債務者に返済責任が付いて回る（債権者の側では未回収部分の償却は容易でない）。抵当権もしばしば2重3重に設定されることになる。そのために担保不動産があってもその売却による処分には様々な障害が発生しやすいとされる（参照 黒崎浩他『SPC法』金融財政事情研究会、1999）。

しかしノンリコースローンの場合は、担保になる不動産に2重3重に抵当権が設定されていることはなく権利関係は単純化され（参照 グループ21『不良債権の正体』講談社、1998）、担保不動産の処分による資金回収を進めやすい（未回収となった部分についても損失としてすぐに償却できる）。したがって証券化を考えるのであれば、融資をする段階でノンリコースローンを最初から行うべきだという主張が最近行われるようになった。

ではなぜ日本ではローンがリコース付きだったのか。

これは欧米の貸付は、ある特定の事業 project に対する貸付であるのに、日本の貸付が企業 corporate の信用力に対する貸付となっているからである（貸付の理由となった事業の成否に係わらず企業に対して返済責任を問うことになる）と指摘されている。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

なおノンリコースにすると、貸し手としては、担保価値（この場合はマンションの価値）を厳格に収益性から判断する必要がある。貸し手は事業リスクにより深く巻き込まれるので、それに見合ったリスクプレミアムを請求できる。またノンリコースローンの方が、事業が失敗した場合に、事業者は担保を引き渡すことで返済義務から免れることができ、立ち直りやすい。融資する側からみればそれだけ資金が回収できないリスクは高いので、日本の金融機関の姿勢がすぐには変わることが期待しにくい。しかし証券化を最初から予定しているところでは、ノンリコースローンが普及する可能性は高い。

事実、すでに証券化を予定してノンリコースローンを積み上げている会社もある。それはオリックスである。

99年3月にオリックスは中堅不動産会社ニチモが保有するマンション19棟（約650戸）の流動化について、ノンリコース融資を実施した。融資の相手方は間に入る特別目的会社。ニチモの調達資金は約50億円。間に入った信託銀行は安田信託。また同時期にオリックスは、リクルート川崎テクノビルの米不動産ファンドのコロニーキャピタルと米不動産仲介会社のケネディウィルソンによる購入（購入額約110億円）について、購入資金の6-7割をノンリコースで融資したとされる。これも融資の相手方はコロニーとケネディウィルソンが設立した特別目的会社。

なおオリックスは99年4月から不動産事業本部から不動産関連融資事業を分離し不動産ファイナンス部門を新設した。

### 3-4. 協調融資と協調融資枠—融資自体の証券化

融資を協調融資で行ったり協調融資枠を設定することが最近目立ってきた。企業側にとっても金融機関サイドにとっても、協調融資、あるいは協調融資枠は、金融機関が1行である場合に比べて、融資の継続や実行・返済についてリスク分散になる。これもリスクを低めて、資金貸付の流れを

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

回復する仕掛けと言える（表7）。そこではリスクの負担は契約によって明確化される。

またこれらの契約は競争入札（せり）の形で行われるので、企業側にとっては、有利な条件を出した金融機関を選択できる。金融機関としても幹事行になるにしても融資団に加わるにしても、従来の取引関係に係わらず、新規取引を開拓しやすい。

このような国内では新たなタイプの融資契約の成約が増えていることは、金融仲介の回復を示すものと言える。注目されるのはその内容である。市場というフィルターを通した競争が行われる点や、小口化されてリスクが分散される点などで、証券発行による直接金融とかなり近いものだと言え

表7 協調融資と協調融資枠

---

### 協調融資（シンジケートローン syndicated loan）

金利などで最も良い条件を提示した銀行を企業が幹事行 *lead manager* に指名  
幹事行は融資団 *syndicate* を公募 融資団には従来取引の無かった銀行も参加  
できる。

### プロジェクトファイナンス *project finance or financing*

協調融資の一つの形。投資事業収益を返済源資（開発事業の収益性を担保）とする。リスク負担については契約で明確化。企業の信用力を基礎に融資するコーポレートファイナンスと対比される。融資はノンリコースあるいはリミテッドリコース。利鞘は通常の企業融資より厚い。キャッシュフローは貸手側が管理、追加の抵当権設定も制限。公共事業で民間のノウハウや資金を活用する *PFI=private finance initiative* での使用も有力視されている。

### 融資枠（コミットメントライン）*commitment*

0.1%前後の手数料（1998年末）は必要だが枠内は契約期間中は自由に借り入れ可能で企業の信用力を補完する。契約時に借入時の上乗せ金利も確定する。契約後は不要な借入は返済も可能。メインバンクからの暗黙の借入可能性に比べ透明性高い。融資枠契約のうち幹事行を中心に複数行と一括契約するものを協調融資枠と呼ぶ。融資枠契約には銀行にとって大企業向け融資を回収する側面もある。契約期間1年未満なら *BIS* 規制上はリスクゼロ、1年超でも半分とリスク評価が低い点を銀行側は評価。

---

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

表8 国内でのプロジェクトファイナンスの事例

- 
- ① 中山製鋼所とトーメンによる卸電力事業（大阪市大正区での都市ガス発電所建設）事業主体：中山共同発電（関西電力とは99年度から15年間の供給契約済）融資団：日本開発銀行と三和銀行を主幹事とする民間銀行（三和、東海、三菱信託、住友信託、東洋信託）融資総額：118億円 融資期間：15年 融資合意：1998年8月 融資実行：98年9月下旬 なお融資はノンリコースローン。
- ② 中山製鋼所とトーメンによる卸電力事業 事業主体：中山名古屋共同発電（中部電力に電力供給）融資団：日本開発銀行と三和銀行を主幹事とする民間銀行 融資総額：総事業費約230億円の約8割 融資合意：1998年10月 融資時期：99年1月以降
- ③ 千葉県木更津市のゴミ処理プロジェクト 事業主体：かずさクリーンシステム（第3セクター）稼働開始予定：2001年 融資団：日本開発銀行と東京三菱銀行をFAとする民間銀行 融資総額：298億円 融資期間：20年 FA契約：1998年9月  
なお融資は弁済請求限度のあるリミテッドリコースローン
- ④ 事業内容：東京八重洲旧国鉄国会館跡地の開発事業 事業主体：パシフィックセンチュリーグループと東日本旅客鉄道（JR 東日本）完成予定：2001年秋 融資団：日本開発銀行、日本興業銀行と香港上海銀行が幹旋人 住友銀行 三和銀行も参加 融資総額：165億円 融資期間：5年 融資合意：1998年9月。97年3月にPCGFが868億円で落札 総事業費：1300億円（半分は出資金 残りはプロジェクトファイナンス方式で調達）
- ⑤ 事業内容：大阪市此花区でのテーマパーク「ユニバーサルスタジオジャパン」建設事業 開業予定：2001年春 事業主体：大阪市の第3セクター「USJ」 融資団：日本開発銀行、三和、大和、住友ほか。総事業費：1700億円 融資総額：1200億円超。融資契約：1999年5月。（なおこの事業用地は住友金属工業の産業廃棄物処分場跡地のため有害な産業廃棄物の処理を完全に行う必要がある）
- 

る点である。融資そのものが証券化しているのである。またノンリコースローン（プロジェクトファイナンス 表7および表8）が、そこに加わり始めている点である。それは3—3—2で議論したように今後の証券化を容易にするわけだが、証券化を予定した融資が行われ始めているとも言えるのである。

なお融資枠契約の契約手数料について、これを金利とみなすと実際に融資が行われるときの金利が利息制限法や出資法の上限金利を上回る恐れが

新たな段階に入った日本の資産証券化

表9 入居保証金担保 ABS

SPC 名		発行日	発行額	主幹事	種別	保証
Pleiades	マイカル	96/10/3	¥11.6bn		Euro	安田火災
Almighty AFC	マイカル	97/1/29	¥4.78bn		Euro	
Eureka FC	マイカル	97/2/21	¥7.5bn		Euro	住友海上
Multiple AFC	マイカル	97/10/30	¥3.32bn	富士証券	サムライ公募	
Rainbow AFC	ダイエー	98/2/27	¥6.17bn	富士証券	サムライ公募	日動火災
Printemps FC	ダイエー	98/3/24	¥9.6bn		Euro	三井海上
MJT FC	ダイエー	98/9/25	¥7.9bn	三和証券	サムライ公募	安田火災

あるとの指摘に対応して、99年3月23日に、資本金で5億円以上か負債が200億円以上の株式会社に限定して、利息制限法及び出資法の「みなし金利」規定の適用除外とする（実質的にこれらの大会社に限定して法律上の問題が出ることを防ぐ意味がある）特定融資枠契約法（参議院提出）が衆議院で可決され成立した。

#### 4. 一般企業債権の証券化—関心は新規資金調達へ—

##### 4-1. 一般企業債権証券化の現実

その他一般企業債権の証券化は、広範な可能性がある。しかし債券化されるかどうかを決める一つの条件は、もとの債権が長期債権かどうかである。加えて長期債権のすべてが証券化されるわけではない。それはなぜだろうか。

短期債権である売掛債権は信託受益権化や CP 化は行われているが、債券化と言える事例はない。最近では企業の側の売掛債権に続いて銀行が受け取っている手形（銀行が割り引いた手形）を CP 証券化する動きがあった。1999年2月に富士銀行が行ったもので手形15万枚6700社分、4000億円を CP 流動化したというものである。

98年3月に新たに導入されたのは公共工事未回収金の証券化。これも短期債権である未回収債権を信託銀行に譲渡して信託受益権化したもの。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

医療機関の診療報酬債権も同様に短期債権であり CP 化されている。1998年7月から住友海上火災が CP による流動化を始め（販売は野村、日興）、医療機関の資金調達が多様化につながるとして歓迎されている。

このように各種の短期債権は信託受益権化あるいは CP 化され、債券化される可能性があるのは長期債権である。では長期債権のすべてが証券化されるのか。明らかに証券化に適した債権の性格がある。たとえば将来のキャッシュフローの流れがかなり確実で、多くの企業にまたがって存在するような債権である。たとえば入居保証金返還請求権である。

それではその証券化（表9）の目的はどこにあるのか。もともとは資金の早期回収である。たとえば入居保証金返還請求権では、自分が払った保証金を契約期間が終わる前に証券化して取り戻すわけだから、この債券化の狙いは明らかに資金の早期回収である。

この債券化は1996年のマイカルのケースが最初であり、その後、ダイエーも行っているが、現在のところこの2社に発行実績はとどまっている（信託受益権化では他社の事例もある）。しかし潜在的なニーズは高いのではないかと考えられる。ただしこの保証金に付いている利息は低いので、この保証金を担保とする証券化は通常の金利水準であれば困難だが、最近の低金利のもとで証券化—流動化が可能になったと指摘されており、この証券化は一時的な現象かもしれない（参照 『週刊ダイヤモンド』97/9/6）。

なお賃貸施設の場合に入居保証金以外を含めて証券化して資金を回収する動きがある。

ゲームソフト大手のナムコは、直営のアミューズメント施設の敷金、建設協力金、保証金を金額が30-40億円にまとまった段階で証券化して投資資金を早期に回収する方針を98年8月に明らかにしている。すでにナムコでは98年度からは新規出店に際し、保証金などの請求権を第3者に譲渡することがあるとの条項を契約に盛り込んでいる。

#### 4-2. 不動産事業と証券化

##### 4-2-1. 不動産の流動化

不動産についてはリースバック (leaseback) という伝統的な流動化方法がある。該当不動産を縁故先企業などに一旦売却後、改めて賃貸契約を結ぶもので、該当不動産の利用は続けながら、不動産を流動化して投下資金を早期に回収し、バランスシートの圧縮を可能にするものである。不動産担保貸付というのも考え方によっては、不動産を流動化する一つの方法である。証券化はこの伝統的手法の延長上にある。ただ不動産が生み出すキャッシュフローをもとに、証券化（資金調達額）の規模が決まってくる点は新しい。

98年9月に施行された SPC 法はこうした動きに弾みをつけるものと期待されている。

たとえばコスモ石油は、全国のガソリンスタンド約1500カ所を売却して証券化、リースバック方式とすることを99年2月に表明したがこれはまさに今述べた意味である。コスモでは石油製品在庫の証券化も検討しているという。リースバックを使うと、利用は継続しながら（賃貸料を新たに払うことになるが）売却収入が得られる。

金融機関でもこうした動きが活発である。売却資金を証券化の手法で入手する動きも広がっている。本社や支店を売却するのはまさにこれで、本社や支店の業務を廃止するわけではないから（もちろん店舗の統廃合はあるが）、利用の継続は前提になっている。

98年3月に大和生命が本社の土地建物を20年間信託、その受益権を投資組合に売却する方式で証券化した。この仲介はゴールドマンサックス。大和生命は約600億円の資金調達をしたとされる。

GE キャピタルに営業権を譲渡した東邦生命では、99年3月に本社ビルの土地と建物の流動化を信託受益権方式で実施した。これもゴールドマンサックスに信託受益権を譲渡したとされる（裏にいる買い手は米不動産ファ

ンドのホワイトホールファンドだとされている)。売却額は300億円程、譲渡益は200億円程と見られる。

生命保険会社の動きも活発である。業界2位の第一生命では、98年10月の興銀との全面提携発表（先に野村との提携を興銀は98年5月に発表したか、その後、野村は米国での商業用不動産証券ビジネスで多額の損失を抱え業況の悪化が伝えられ、興銀は第一生命に主たる提携先を乗り換えたとも評される）を受けて興銀と共同して、98年末に都内の自社保有賃貸ビル4棟（時価150億円）を裏付けに海外で資産担保証券を興銀証券を通じて発行した。今後3年間で4000億円の不動産を証券化する予定。

他方99年2月の報道によれば、業界3位の住友生命では99年4月に専門部署を設けて、ここで99年度中に1000-2000億円の保有不動産を証券化する。証券化によって調達した資金は優良な商業用不動産に再投資する。他方、他の金融機関などの資産証券化商品も4000-5000億円購入する。また系列の投信で不動産の証券化商品を投資対象に組み入れた個人向け投信を開発販売するとしている。

各企業の狙いは保有不動産を流動化することで投下資金を早期に回収し、バランスシートを圧縮する点にある。またこれまでであればバランスシートに自社保有としてとどめた不動産を売却することで、バランスシートを小さくする狙いも見える。

98年に成立したSPC法関連法を活用した初めての本格的な自社資産流動化としては、東急不動産が1998年冬に明らかにした計画がある。同社は都心の大型ビルに不動産信託を設定、その信託受益権を証券化して売却する方針で、99年3月期と2000年3月期に各300億円、計600億円を証券化、金融機関に売却して財務体質を強化するとした。

東急不動産が実際にSPC法を使った証券化を行ったのは99年3月下旬。千葉県佐倉市に所有する大型ショッピングセンター（イトーヨーカ堂白井店、98年10月にオープン）を三井信託銀行（東急不動産のメインバンク）と共

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

同して SPC 法により証券化した。債券発行額は50億円（5年満期，5トランシェで上位2トランシェに格付け取得）。

このスキームはヨカ堂が払う賃貸料などを信託債権にして証券化したもので，ヨカ堂から見て間接的だが事業資金を入手する意味もある。イトーヨカ堂は証券化による資金調達に意欲的である。

住友不動産では，1999年3月期に1000億円規模の不動産流動化を実施した（証券化が150億円，小口化が65億円，未収金の債権流動化が370億円，不動産や株式の売却が450億円で計1035億円）ほか，2000年3月期には2000億円規模の流動化を実施する方針（証券化が1000億円，小口化が500億円など）である。証券化は保有する賃貸ビルを対象に住友グループの金融機関（住友銀行，住友信託銀行，大和証券 SB キャピタルマーケット）と連携して進めるとのこと。

ところで住友グループのうち，住友海上，住友生命，住友信託の3社は不動産の証券化での業務提携の方針を99年3月までに明確にした。提携によりパートナー探しのための時間のロスを減らし，物件に対するリスク判断機能を強化できるとしている。証券化で固定した組み合わせにメリットがあることを主張しているものとして注目したい。

SPC 法を使った大規模な流動化には，デベロッパー最大手の三井不動産（-AIG グループ）によるジャパンエナジー本社ビル購入（1999年3月）がある。購入金額約700億円。設立された SPC が株式・社債を発行して資金を調達した（米保険大手アリコの関連会社 AIG が大半を購入したと推定されている）。これは98年春の大和生命ビル（投資事業組合方式で間に入った信託銀行はクレディスイスでアレンジャーはゴールドマンサックス）の約600億円を上回る過去最大の不動産証券化事業として注目された。

なお東急不動産では不動産証券化の専担部署として98年末に資産活用部を設置，また三井不動産でも99年頭に不動産証券化推進室を設置した。

資産証券化を資金繰りに使おうとする自治体も現れている。

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

98年12月の報道によれば、神奈川県は99年度にも県有地をリース会社を介して SPC に一度売却、その後、30年程度の分割払い(県の返済利率は5%前後)で所有権を再取得する方針である。

ヒントになっているのは、英国で96年11月に国防省が軍人住宅5万7400戸を一度、ミッドランド銀行などが参加したコンソーシアム、Annington Homes に一度売却後、借りている事例。売却価格16億6200万ポンド。この場合、必要になった資金は順次、権利にあたるものを証券化して市場から調達されている。最初に政府が行った貸借保証を証券化し£903m 調達した(払込96/11/3)。残額は銀行融資と劣後債務で調達、その後、2回目の証券化でこの残額部分も低利の債券に切り換えたとされる(参照『週刊ダイヤモンド』98/8/1)。この英国の例は証券化の主幹事を現地の HSBC-Markets とともに日系の Nomura Intl. が勤めた点も注目された。このスキームは、資金や管理運営を民間が行う点からは、公共事業に民間のノウハウや資金を活用する PFI=private finance initiative の一種とされている。

### 4-2-2. 不動産開発資金と証券化

しかし保有不動産の流動化ではなく不動産事業で新たな開発資金を獲得するために(あるいは新規に不動産を取得するために)証券化を行うというケースが出てきて、注目されている。これはプロジェクトファイナンスに近いもので新しい動きである。

不動産について開発資金を集める、小口分割投資の手法としては、「不動産特定共同投資」がすでにある。これは不動産についての所有権を共有持分に変更した上で分割して販売するもの。1987年に初めて登場し、1998年5月末までの販売実績は約6000億円。そのうち95年4月からの不動産特定共同事業法施行後の数値は、バブル崩壊後の景気後退に重なったため約300億円と低調である(参照『建設白書』)。97年に規制緩和。99年1月には再度の規制緩和で最低販売額は500万円に引き下げられた。また投資物件

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

の入替えを99年4月から認めることになった。なお業界では一般の不動産取引と同様の課税になっていることを問題にしており、課税の軽減措置を要望している。

この枠組みに加えて98年9月施行の SPC 法を使えるかどうか<sup>6</sup>が話題になっているのである。そして新規の開発資金をこの仕組みで調達できないかが問題とされている。

三菱地所は98年9月に99年秋に着工予定のマンション開発（港区汐留の旧国鉄跡地）に絡んで、マンション（戸数1070戸）の建設資金46億円を不動産証券化で調達することを公表、注目された。従来、不動産の証券化と言えば、賃貸料がすでにある既存の不動産についての証券化であったが新規開発の資金調達手段として使われた点に特徴。特別目的会社が発行する株式、社債（5年物ゼロクーポン債）は東京海上火災が全額購入した。なおこのアレンジは興銀証券が行った。

98年9月の三菱地所のケースは、98年9月から施行された SPC 法により国内 SPC として登録することを選択しなかった点も注目された。ニチメンが98年9月に不動産流動化事業に乗り出した際も従来型の SPC で新法を使わなかった。新法の使い勝手がそれほど悪いのか注目を浴びたのである。

新法により国内 SPC は、不動産譲渡に関する優遇税制の適用があるが、なお譲渡関連税負担は重いと不動産業界などでは主張している。三菱地所では不動産特定共同事業と海外 SPC を活用することで不動産の移転を回避して、譲渡課税を逃れる選択をした。SPC 法について、不動産業界では税金の問題のほか様々な苦情を申し立てている。

たとえば事前に金融監督庁に大量の書類の提出が必要で、かつ不動産業界が開示したくない不動産ごとの賃料などの開示が省令で義務付けられたこと（投資家サイドからは情報開示は支持されているが）、一度提出した資産流動化計画の変更が容易でないこと（途中で担保資産を増やしたり売却しにく

い)は不便であることなど。不動産業界が問題としているもう一つの点は、不動産会社にSPCが発行する不動産関連証券の販売を認められない点。大蔵省は99年2月半ばまでに不動産会社には認めないという方針を決定した。大蔵省では販売を希望する不動産会社には証券会社としての登録を促すことにしたが、業界では不動産に詳しいのは不動産会社という立場から販売の解禁を求めている。

SPC法による最初の登録となったのは芙蓉グループ系の東京建物が98年11月末に設立したSPC。東京建物は三菱地所とは逆に税制の優遇措置などから新法による国内SPC設立の判断を出した。たまたま売却に出されていた港区高輪の外人向け賃貸マンション(年間賃料6億円強)を購入後、証券化するもので99年3月に総額65億円の債券(デット型とエクイティ型を半々発行予定。デット型の期間は5年)を発行した。なおこのマンションは5年目以降に売却される予定となっている。

1999年2月に明らかになったイトーヨーカ堂(IY)の話では、IYがシティバンクと日本開発銀行とが組んで、新規出店の資金を証券化により調達することになった。問題の出店は2000年9月に千葉県浦安市に開業を予定しているもので、必要資金額は100億円超とされる。

これは仕組みとしては海外SPCであるCypress浦安の日本支店が土地を取得後(土地取得資金はシティバンクが短期融資)、店舗を建設してIYにリースするもの。このSPCにシティバンクを主幹事とするシンジケーション団が建設開始までの短期資金を、また日本開発銀行が長期資金をそれぞれ融資する(当初の融資実行は1999年3月末)。このうち日本開発銀行の分はノンリコースローンとされる。

#### 4-3. 資金調達とCBO・CLO

最後に新しい動きを紹介して小稿を閉じたい。

複数企業の社債を裏付けに発行される債券がCBO(collateralized bond

obligation) である。単独では社債を発行できないような企業でも、この仕組みを使うと社債を発行することができるとして注目されている。しかしそれはアメリカで登場した CBO とはかなり異なったものであった。社債流通市場が冷え込んでいたことから、社債取引を活発化させるためにも、その登場に期待が集まった。

CBO では、異業種の社債のプーリングによって連鎖倒産リスクは低下し、さらに劣後債の設定によって優先債（シニア債）の高い信用力が実現される。先に論じた CLO と同じである。しかしこの仕組みが、日本では信用力の低下した企業にも資本市場からの資金調達を可能にする工夫として注目されることになった。なお各社の資金調達の目的には社債償還資金の調達なども含まれており、すべてが前向きの資金調達ではない。

ところで複数の社債を1本の社債にまとめたものをリパッケージ債と呼んでいる。CBO は広い意味ではリパッケージ債だが、違いとしては元利払いの優先順位の異なる債券が発行される点がある。

現在の日本の企業には設備投資需要は沈滞していても長期借入金の返済やかつて発行した社債の償還資金の手当てなど資金ニーズはある。しかし貸し渋りや社債市場の環境の悪さから資金調達はむづかしくなっている。そこでこのような CBO の拡大が今後予想されている。98年12月末に富士証券が実施。99年2月には野村も行った（表10）。ただしシニア債の消化は順調だったが無格付けの劣後債部分の消化に問題があったと言われている。またその点で富士と野村の販売力の差も際立った。劣後債部分を、富士が販売に6カ月かけても売り切れず、社債発行会社に一部を買い取らせたと言われるのに、野村は個人富裕層を中心に一気に完売した。販売ルートを十分形成できていない銀行系証券の弱点が際立った結果となった。劣後債消化の問題は、リスクを誰が取るかという問題であり、リスクを組み直したに過ぎないこうした仕掛けそのものの限界も見え隠れしている。

富士のケースでは、信用度の異なる17社が参加、1社当たり30-50億円

新たな段階に入った日本の資産証券化

表10 資金調達のための CBO/CLO 一覧

CBO の例	
SPC 名	CBO の裏付け資産、発行日、主幹事、発行内容など
One For All J	17社のユーロ円債¥70bn, 98/12/28, 富士証券 国内公募 17社内訳 (A+:2, A:2, A-:4, BBB+:2, BBB:4, BB+:1, NR:2) シニア:¥50bn メザニン¥8.5bn 劣後:¥11.5bn
Ensemble Ltd.	21社のユーロ円債¥91.5bn, 99/2/18, 野村証券 21社内訳 (A-:3, BBB+:3, BBB:6, BBB-:2, BB+:1, NR:6) シニア:¥64bn メザニン:¥7bn 劣後:¥20.5bn
Symphony Ltd.	18社の国内私募債¥48.5bn, 99/3/25, Sanwa Intl 18社には NR の6社を含む。 A:¥28bn B:¥4.5bn C:¥5bn D:¥11bn
CLO の例	
SPC 名	CLO の裏付け資産、発行日、主幹事など
KRIS One	マレーシア政府向け貸付債権, 98/12/21, Nomura Intl 住友銀行 発行額¥74bn うち90%に通産省の貿易保険 保険付きの部分を投資家に販売 保険無しの部分はマレーシア中央銀行が取得 マレーシア政府は低利長期 (年1.5%, 5年)の融資を得た。
Twister Funding	18社向け貸付け債権, 99/2/26, Merrill LJ, 住友 Cap. 国内公募 18社内訳 (A:1, A-:8, A1:1, A2:1, BBB+:1, BBB:4, BBB-:1 NR:1) シニア:¥59bn メザニン:¥7bn 劣後:¥22bn

の社債を発行。これを特別目的会社がい取りった上で、信用度の異なる3種類の証券700億円を国内公募普通社債の扱いで発行した。国内で発行したのは日本企業物のリスクに過敏になっているユーロ市場を避けたため。ただ投資家の側からは参加会社が芙蓉グループ系企業に偏った点は分散投資の点から問題があると指摘された。

野村のケースでは、信用度の異なる21社が参加し1社あたり20-60億円の社債を発行。総額915億円。これを特別目的会社がい取りった上で、信用度の異なる3種類の証券915億円を発行した。

これに対し、アメリカのCBOはこうしたものではないという批判がある。アメリカのCBOは高利回りの低格付け債(junk bonds)を多数組み込み、階層化された債券に変形することで高利回りの投資適格債を作り出す

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

仕掛けになっている。そこではコラテラルマネージャーと呼ばれる管理者が、格付け機関が定めたガイドラインに沿って、債券の入れ替え売買をして、収益や元利払いを確保する高度な運用も行われている。日本の CBO は日本の現在の貸し渋りが生んだ変形で本来の CBO はまだ登場していないという批判である。

なお CLO についても同様に新規の貸付を行うために、CLO が発行されるケースが出てきている。CLO も仕組みは CBO と同様に理解できるので、これが資金調達に使われるようになった事情はよく理解できる。

CLO で注目される事例は二つある。

最初はかなり特殊であるがマレーシア政府向け融資を証券化したもの。アジアの経済危機と絡んで、注目されたものでもあるが、投資家に販売する部分については通産省の貿易保険という形で日本政府の保証を付けることでリスクの軽減を図ったもの。この日本政府の保証は、98年10月3日に宮沢蔵相がワシントンで開かれた、日本、韓国、ASEAN 5カ国の蔵相・中央銀行総裁会議で正式に表明した、シンガポールを除く5カ国に対する総額300億ドルの資金援助＝「新宮沢構想」の具体化の一つとされている。

CLO で企業の資金調達を支援したのは住友キャピタル証券とメルルリンチ証券。トリプル B 格企業 6社、シングル A 格企業 9社ほか18社に、すみぎん信託銀行が10-100億円を新規に貸付ける。この貸付け債権を裏付けに、合計で880億円のローン担保証券を99年2月26日に発行したものである。

### 参考文献 (REFERENCES)

1. 小稿の典拠は本文に直接引用したもののほか以下のとおりである。  
『金融』『月刊消費者信用』『公社債月報』『公社債発行要項一覧』『公社債便覧』『私募債便覧』  
『日刊工業新聞』『日刊不動産経済通信』『ニッキン』『日本経済新聞 N』  
『日本の銀行情報』『日経金融新聞 NFD』『日経公社債情報』『CRES』  
『Euroweek』

## 新たな段階に入った日本の資産証券化

『International Financial Review』『JCR 格付』『R&I レーティング情報』

『Moody's Bank and Finance Manual』『ムーディーズ格付け月報』

『S&P Credit Week』『S&P Japan Focus』『S&P Structured Finance』

インターネット上の開示資料

なお日本における資産証券化の現状把握については以下を推薦したい。

本田隆一「証券化の現状とその発展の条件」『日興リサーチセンター投資月報』1998/9

高橋正彦「我が国における資産流動化の展開と法制整備」『フィナンシャルレビュー』51, 1999/6.

Anon., "Japanese Securitization Market Registers Record Growth" in *S&P Structured Finance-Asia*, 1998.

Parsons, Nick, "Japan finally fullfills its promise" in *Structured Finance International*, No. 1, April 1999.

また不動産の証券化についてはリスク構造など以下が詳しく秀逸である。

松村徹「わが国における不動産証券化進展の可能性」『ニッセイ基礎研所報』6, 1998 Summer.

### 2. 著者の関連論文には以下がある。

福光寛「日本における資産証券化の展開（上）」『成城大学経済研究』142, 1998/10.

同 上「日本における資産証券化の展開（下）」『成城大学経済研究』143, 1998/12.

同 上「資産担保証券の財務的意義について」『成城大学経済研究所研究報告』21, 1999/3.

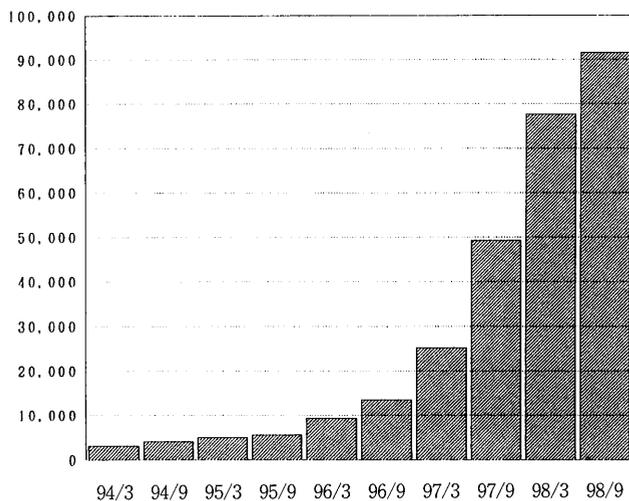
同 上「資産証券化の意義」『金融構造研究』21, 1999/5.

著者連絡先 tel: 03-3816-3425 fax: 03-3816-3426 e-mail: fukumitu@seijo.ac.jp

新たな段階に入った日本の資産証券化

付表 1—1 金銭債権信託残高の推移

単位：億円



付表 1—2 金銭債権信託残高の推移

単位：億円

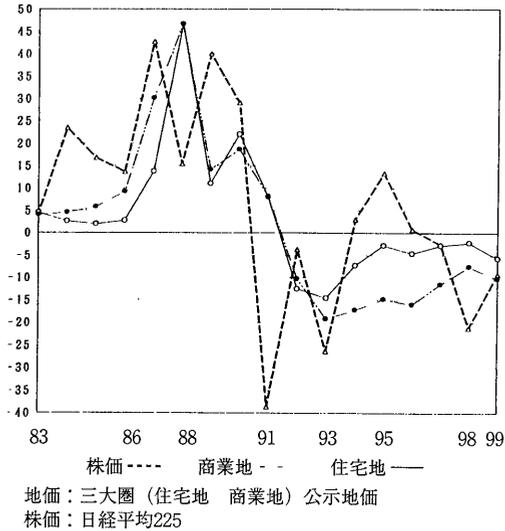
年月末	行 数	残 高
1994/3	22	3,112
94/9	42	4,065
95/3	42	4,926
95/9	45	5,657
96/3	50	9,335
96/9	52	13,497
97/3	52	25,280
97/9	52	49,270
98/3	52	77,591
98/9	53	91,577

資料：信託協会

新たな段階に入った日本の資産証券化

付表 2—1 対前年変動率の推移

(株価は前年年末 地価は各年年頭) 単位：%



付表 2—2 対前年変動率の推移

単位：%

年頭	株価	住宅地	商業地	年頭	株価	住宅地	商業地
1983	4.4	4.5	4.0	1992	-3.8	-12.5	-10.3
84	23.4	2.6	4.5	93	-26.4	-14.5	-19.2
85	16.7	2.0	5.8	94	2.9	-7.3	-17.2
86	13.6	2.7	9.2	95	13.2	-2.8	-14.8
87	42.6	13.7	30.1	96	0.7	-4.6	-16.0
88	15.3	46.6	46.6	97	-2.6	-2.8	-11.5
89	39.9	11.0	14.1	98	-21.9	-2.2	-7.5
90	29.0	22.0	18.6	99	-9.3	-5.7	-10.2
91	-38.7	8.0	8.1				

資料：日本銀行，国土庁

株価：日経平均225前年末の数値

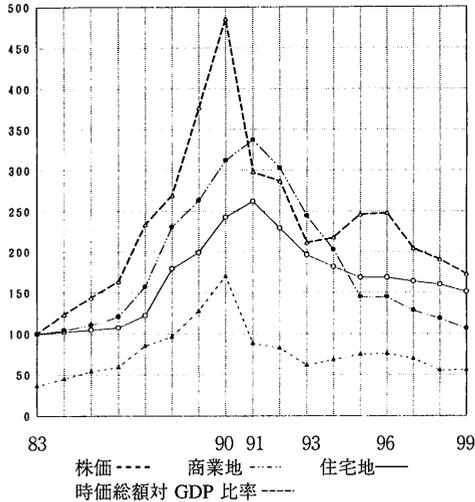
住宅地：地価公示，三大圏平均（1.1現在）

商業地：地価公示，三大圏平均（1.1現在）

新たな段階に入った日本の資産証券化

付表 3—1 指数（株価・地価）と株式時価  
総額対 GDP 比率の推移

株価は前年末 地価は各年年頭 1983=100



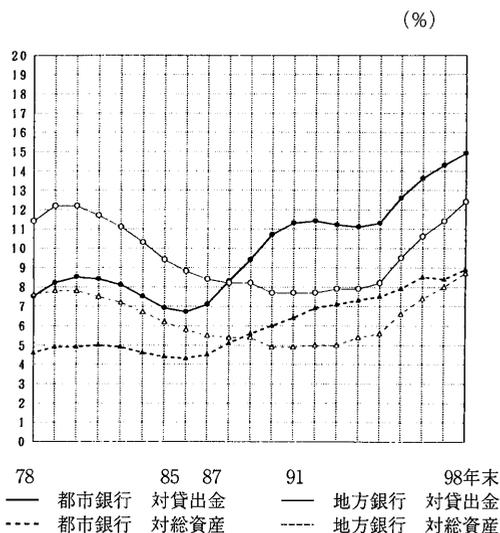
付表 3—2 株価地価の指数表示と株式時価総額の対 GDP 比率

年頭	株価	住宅地	商業地	対 GDP 比	年頭	株価	住宅地	商業地	対 GDP 比
1983	100.0	100.0	100.0	36.2%	1992	286.7	229.3	302.2	82.5%
84	123.4	102.6	104.5	45.0	93	211.1	196.0	244.2	61.5
85	144.0	104.7	110.6	53.8	94	217.3	181.7	202.2	68.2
86	163.6	107.5	120.7	59.3	95	246.0	176.6	172.3	74.8
87	233.3	122.2	157.1	85.1	96	247.8	168.5	144.7	75.7
88	269.0	179.1	230.3	96.3	97	204.1	163.8	128.1	69.5
89	376.2	198.9	262.8	127.5	98	190.3	160.2	118.5	55.3
90	485.4	242.6	311.7	169.8	99	172.7	151.1	106.4	55.6
91	297.5	262.0	336.9	88.2					

資料：表 2—2， 経済企画庁 1983=100とする指数  
 株価は前年末 地価は各年年頭の数値  
 対 GDP 比率は前年末の時価総額対前年の GDP  
 時価総額は東証 1 部と 2 部の合計

新たな段階に入った日本の資産証券化

付表 4—1 住宅信用残高の対貸出金  
対総資産比率の推移



付表 4—2 住宅信用残高の対貸出金・対総資産比率 (%)

年末	対貸出金		対総資産		年末	対貸出金		対総資産	
	都市銀行	地方銀行	都市銀行	地方銀行		都市銀行	地方銀行	都市銀行	地方銀行
1978	7.5	11.4	4.6	7.6	1989	10.7	7.7	6.0	5.0
1979	8.2	12.2	4.9	7.8	1990	11.3	7.7	6.4	4.9
1980	8.5	12.2	4.9	7.8	1991	11.4	7.7	6.9	5.0
1981	8.4	11.7	5.0	7.5	1992	11.2	7.9	7.1	5.0
1982	8.1	11.1	4.9	7.2	1993	11.1	7.9	7.3	5.4
1983	7.5	10.3	4.6	6.7	1994	11.3	8.2	7.5	5.6
1984	6.9	9.4	4.4	6.2	1995	12.6	9.5	7.9	6.6
1985	6.7	8.8	4.3	5.8	1996	13.6	10.6	8.5	7.4
1986	7.1	8.4	4.5	5.5	1997	14.3	11.4	8.4	8.0
1987	8.3	8.5	5.1	5.5	1998	14.9	12.4	8.9	8.7
1988	9.4	8.2	5.6	5.4					

資料:日本銀行