

Web Appendix 10.1 証券化と金融機関

【10.2.1節, p.218, p.221】【10.2.2節, p.222】

図 A10-1 (a) (b) 証券化と金融機関 をこのあたりに挿入

証券化は、複数の証券から得られる収益を返済の原資とした新たな証券を発行し、投資家に購入してもらうもので、理論的には分散化と流動化を組み合わせたような仕組みでした（7.1.4節参照）。証券化は、多くの登場人物（プレーヤー）が関わることで成り立っており、こうしたプレーヤーの多くは金融機関です。以下では主なプレーヤーを描いた図 A10-1 をみながらこうしたプレーヤーについて説明します。なお、以下の説明は一部 7.1.4 節（図 7.3）の復習にもなるので参照してください。

図 A10-1 の右にあるとおり、証券化は最初に貸し借りが行われるオリジネーションと呼ばれる段階から始まります。この当初の貸手が、証券化の第 1 のプレーヤーであるオリジネーターです。多くの証券化では金融仲介機関がオリジネーターの役割を果たし、たとえば、住宅ローンの証券化商品である RMBS では、住宅ローン（フラット 35 など）を貸し付ける銀行などがオリジネーターです。ただし、オリジネーターは金融機関とは限らず、たとえば企業の売掛債権（受け取ることになっている代金）の証券化では、販売先にモノを売って支払いを待っている企業がオリジネーターにあたります。

オリジネーションで発行された当初の証券は、流動化されて個々の証券化商品ごとに作られる器、SPV（特別目的事業体：→ 7.1.4）が保有します。この SPV が証券化の第 2 のプレーヤーといえます。SPV にはさまざまな形態があり、特別目的会社（SPC: special purpose company）という会社、匿名組合という組合、あるいは財産を管理する信託の仕組み、が代表的な SPV です。¹ SPV は証券化商品という証券を発行しておカネを借り、そのお金で流動化された証券を買う（貸す）ので、やっていることは金融仲介機関と似ています。しかし、会社や組合形態の SPV は、保有する証券から収益を受け取り、証券化商品の保有者に分配するだけのペーパーカンパニーですし、信託形態の SPV の場合にはペーパーカンパニーすら存在せず、信託銀行の個別の信託勘定（財布）で保有資産を管理してもらいます。このように自分では何もしない単なる器ですから、SPV は金融機関とは呼べません。なお、こうしてわざわざ SPV を作るのは、資産（証券）を分別管理し、オリジネーター等の倒産により証券化商品に損失が及ばないようにする倒産隔離のためです。²

証券化に関わる第 3 のプレーヤーは、さまざまなプレーヤーの間に立ち、証券化全体を

¹ 不動産投資信託の場合には SPC の 1 つである投資法人が SPV になります。住宅金融支援機構による住宅ローン債権（フラット 35）の証券化の場合、SPV としては信託が用いられ、機構が買い取ったフラット 35 の債権を信託銀行が管理します。

² 投資信託における倒産隔離（10.2.1節）も参照。

調整する**アレンジャー**です。アレンジャーの仕事には、どのような証券を **SPV** という器に入れ、その器を使ってどのような証券化商品を発行するか設計 (**組成**とも呼ばれます) したり、投資家を募集したり、またオリジネートする証券の設計まで行うことがあります。アレンジャーには金融だけでなく法律や税務等さまざまな知識が必要ですが、アレンジャーになるためには特別な資格は必要なく、証券会社や銀行等の金融機関、会計士や弁護士など、さまざまな関係者がアレンジャーになります。

第 4 のプレーヤーは、**アセットマネージャー**です。**アセットマネージャー**は文字通り資産を管理する者で、証券化時の運営方針の決定や投資対象の選定、証券化後は追加投資や売却を行ってポートフォリオの管理を行います。投資家に代わって資金を運用する場合、アセットマネージャーは運用会社になりますが、実際に運用せずアドバイスだけを行う場合は投資助言業者がアセットマネージャーにあたります。

第 5 のプレーヤーとして、情報提供を行う金融機関が関わる場合があります。投資家の立場から見ると、複雑な優先・劣後関係が設定される証券化商品は信用リスクがわかりにくい金融商品であり、他の証券化商品を元にして新たな証券化商品を作る場合はなおさらわかりにくくなります。そこで、**RMBS** などの代表的な証券化商品においては、第三者による客観的な信用リスク情報として格付機関による格付が付与されることがあります。また、格付を高めるために、投資家にとってのリスクをさらに小さくする保険・保証等が付与されることがありますが、この場合第 6 のプレーヤーとして保険会社等が関わることとなります。そして、投資家への販売の際には、7 番目のプレーヤーとして証券会社などの第二種金融商品取引業者が販売会社として仲介を行います。

最後に、証券化商品が発行された後 (**図 A10-1(b)**) に登場するプレーヤーも存在します。証券化商品を買った投資家への支払いは、証券化の対象となった複数の証券 (たとえば住宅ローン) からの返済金を使って行われますが、そうした証券を保有しているのは器に過ぎない **SPV** です。このため **SPV** が元の借手に対して返済を求めたり、返済金を管理することはできません。そこで、借手から資金を回収してその資金を管理し、**SPV** に引き渡すプレーヤーが必要となります。これが**債権回収会社 (サービサー)** です。元となる証券の返済が滞る場合には、サービサーは返済を促して取立を行い、債務不履行が発生した際には担保の処分や借手の持つ資産の売却等も行います。サービサーは、元の住宅ローンを貸した銀行など、オリジネーターが兼ねることもありますが、専門の金融機関が行うこともありますし、弁護士が行う場合もあります。

なお以上の説明からも分かるように、ここで説明した証券化に関わるプレーヤーの分類はあくまで証券化を行う上での役割に基づく分類ですから、特定のプレーヤーが特定の金融機関と必ず対応しているわけではありません。また、金融機関以外の会社、弁護士、会計士等もプレーヤーとして証券化に関わりますし、1つのプレーヤーが別のプレーヤーを兼ねることも多くあります。さらに、各プレーヤーの役割とその法律上の位置づけは、証券化の

タイプによっても異なりますので注意してください。³

³ 詳細については証券化の実際について解説した実務書がたくさん出版されていますから参照してください。