

5

第6テーマ

日本の証券市場の活性化

10

15

神奈川大学 戸田ゼミナール

目次

	序章.....	P.3
	第1章 日本の証券市場.....	P.4
5	第1節 証券とは.....	P.4
	第2節 証券市場.....	P.4
	第3節 個人投資家.....	P.7
	第4節 税制.....	P.8
	第5節 NISA の導入.....	P.10
10		
	第2章 資金調達.....	P.14
	第1節 イギリスの資金調達.....	P.14
	第2節 日本の資金調達.....	P.15
	第3節 パッシブ・マネージャーによる責任強化.....	P.16
15		
	第3章 金融サービス提供における課題.....	P.19
	第1節 証券化商品の仕組み.....	P.19
	第2節 証券化市場の低迷.....	P.21
20	第4章 SIRP.....	P.22
	第1節 SIRP の意義.....	P.22
	第2節 SIRP の構成.....	P.23
	第3節 SIRP の証券情報.....	P.26
	第4節 CMBS.....	P.30
25		
	終章.....	P.31
	参考文献.....	P.32

・序章

証券化とは、資金調達やリスクの移転の手段として有用な金融技術であり、資金仲介チャネルの複雑化の観点から重要な役割を果たしている。日本の証券市場の発行動向を見ると全体的に低迷し、証券化商品の発行は 2006 年度にかけて増加したものの、同年度をピークに減少傾向をたどり、2010 年には金額 (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、そのあとも 10 兆円前後の水準で推移してきたのとは対照的な結果となっている。

また、日本の家計の資産構成に占める株式・投資信託・債権の割合は 2013 年 12 月時点で 15.1%である一方で、現金・預金は 53.5%を占めており、株式市場が資金運用の場として十分に活用されていないと言える。このように日本の証券市場は欧米各国と比較すると未熟であり、資金の需要者と供給者それぞれのニーズを調整するという役割を十分に果たせていない。

このことから我々は第 1 章で日本の証券市場の現状・NISA の導入について論じ、第 2 章で日本とイギリスの資金調達の比較を行い、第 3 章で証券化商品の仕組みや問題点を挙げ、第 4 章で SIRP について意義や仕組みを論じ、終章にて金融商品・サービスの利用者の保護、資金調達の運用について重点を置き活性化策を論じていく。

20

25

30

第1章：日本の証券市場

第1節 証券とは

証券は大きな括りで、「有価証券」と「証拠証券」に分けられる。有価証券とは財産的価値のある権利を表彰する証券であり、その権利の移転行使が証券をもってなされることを要するもののことである。また、有価証券は広義で以下の三つに分かれる。

- ・資本証券：株式、債券など
- 10 ・商品証券：倉荷証券、船荷証券など
- ・貨幣証券：手形、小切手など

それ以外に、土地の権利証やゴルフの会員証のような上記に当てはまらないその他と呼ばれる証券が存在する。この中で証券市場で取り扱う証券は資本証券である。

- ① 国債および地方債
- ② 社債
- ③ 転換社債
- 20 ④ 新株引受権付社債
- ⑤ 優先出資証券
- ⑥ 株券
- ⑦ 投資証券 などがある。

25 証拠証券とは証拠方法としての証券のことである。借用証や受取証がある。

第2節 証券市場

資金余剰部門（貸手）から資金部足部門（借手）へと資金が融通される場である金融市場は、間接金融と直接金融からできている。間接金融は、金融機関が貸手に対して間接証券（預金証書、保険証書など）を発行することによって

調達した資金を基に、借手が発行した本源的証券（借用証書、手形など）を取得するという形で資金仲介を行うことである。それに対して直接金融は、借手が貸手に対して直接に本源的証券（株式、債券など）を発行することによって、資金仲介がなされることである。この直接金融が行われる場が証券市場である。

5 有価証券および流通のための市場である。

10 図表 1

	直接金融	間接金融
資金の調達	企業等の資金不足部門が、株式、債券等の証券を発行する資金余剰部門である	金融機関が資金余剰部門である家計から資金を集めて、資金不足部門である企業等に貸し付ける
リスク	資金の出し手である投資家が負担	金融機関が負担
仲介機能	市場仲介者としての証券会社	金融仲介者としての金融機関

出典：証券市場の基礎知識より

証券市場は広義では発行市場、流通市場に分けられ、取引される証券の種類によって株式市場や債券市場に分けられる。株式市場の方が債券市場より活発に取引が行われているため証券市場は株式市場と捉えることが多い。

発行市場は株式会社の資金調達の目的で新規に発行される証券が、発行者から直接、もしくは証券会社、銀行などを介して投資家に一次取得される市場、主に投資者間の具体的な市場のない抽象的な市場を指す。

流通市場はすでに発行された証券が、投資家から投資家に転々と流通・売買される市場。一般的に取引される場として証券取引所がある。

証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する

市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っている。日本の証券取引所は、東京証券取引所、名古屋証券取引所、大阪証券取引所、福岡証券取引所の4つが存在する。

- 5 投資家から証券取引所に上場されている株式の売買注文を受けた証券会社は、その注文を証券取引所に伝える。銘柄ごとに競争売買の原則に基づいて執行される。成立した証券の値段は取引所に掲示され、全国の証券会社や報道機関に伝えられる。

10 ー日本の金融ビッグバンー

内閣が提唱した金融システム改革である。「フリー・フェア・グローバル」をスローガンとして掲げている。

また、機能の著しく低下した日本の金融システムを一気に変革・強化し、ニューヨークやロンドン並みの国際金融センターに発展させることを目的として

- 15 おり、日本の証券市場の大改革となったものである。

<証券>・持ち株会社制度の導入

- ・投資信託の銀行、窓口販売の解禁
- 20
- ・株式売買手数料の自由化
 - ・有価証券取引税の廃止

<金融>・金融持ち株制度の導入

- ・都市銀行、長期信託銀九、信託銀行の業務分類の見直し
- 25
- ・保険会社の銀行業務への業務別子会社による参入
 - ・連結決算制度の本格導入

これらのほとんどは金融システム改革で実施されている。

30

図表 2

表 金融システム改革（日本版ビッグバン）の主な内容

分野	内 容	実施年月
フリー	証券総合口座の導入（証券口座への給与振り込みなどが可能に）	97年10月
	銀行窓口での投資信託・保険商品の販売	97年12月から段階的に実施
	銀行、証券、保険業を営む会社を子会社とする持ち株会社の解禁	98年 3月
	損害保険料率の自由化	98年 7月
	証券会社の免許制から原則登録制への移行	98年12月
	取引所集中義務の撤廃	98年12月
	証券子会社、信託銀行子会社に係る業務制限を撤廃	99年10月
フェア	株式委託手数料の完全自由化	99年10月
	早期是正措置の導入	98年 4月
グローバル	インサイダー取引規制など公正な取引ルールの拡充と検査・監視・処分体制の充実	98年12月
	内外資本取引の自由化（外国為替管理制度的見直し）	98年 4月
	証券デリバティブの全面解禁	98年12月
	国際会計基準の導入	99年 4月

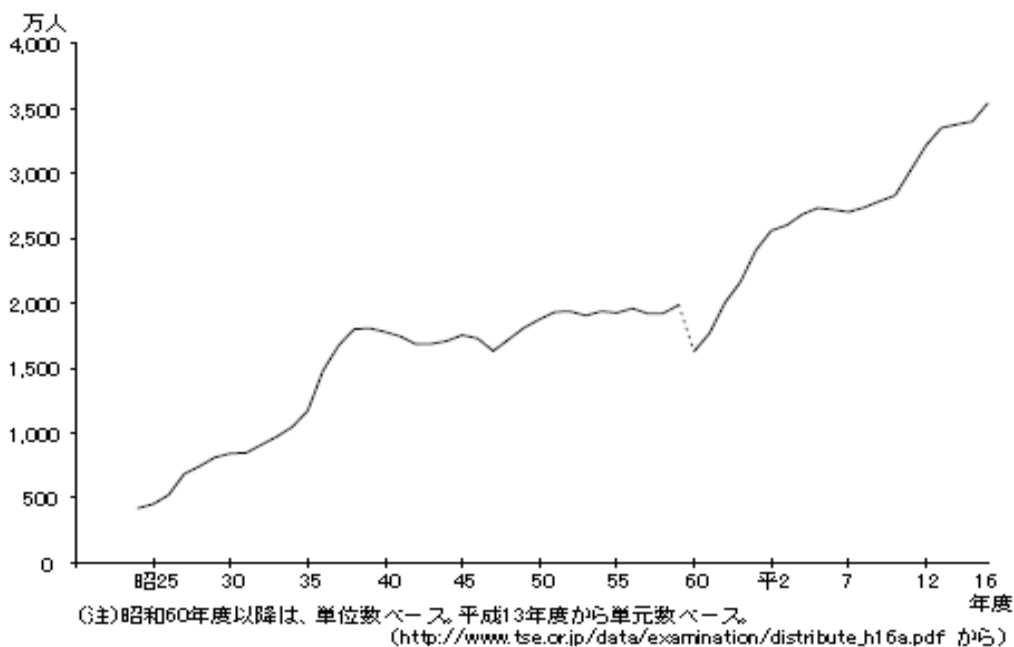
⇒財務省資料等により作成。

- 5 1997年、証券取引審議会が報告書である『証券市場の総合的改革－豊かで多様な21世紀の実現のために－』を出版している。これは証券市場を我が国の金融システムを中心とするための様々な改革を打ち出し間接金融体制から直接金融体制にし、株式市場中心にすることであった。そのため証券市場に大量に株式が放出し受け皿となる資金が必要となる。
- 10 そこで注目されているのは個人金融資産の動向である。つまり、短期的な株式の受け皿として個人投資家の動向のことである。

第3節 個人投資家

- 15 図表3を見て分かるように個人株主数は増加している。近年は、ネット証券が中心となっている。インターネットでネット証券を調べれば、誰でも簡単に株取引を行えるようなサイトがいくつもある。また、スマートフォンに対応した株取引のアプリなどが登場してきているためより容易となり増加しているといえる。

図表 3：個人株主数（延べ人数）の推移



5

出典：東京証券取引所

個人投資家は増加しているが、短期売買が中心のため全体的に見れば増加していないという考えもでてきていたが、金融広報中央委員会が発表した「家計の金融資産に関する世論調査」によると、近年の預貯金は2011年55.2%、2012年56.9%、2013年55.0%と大きな変化はない。それに対して株式は6.6%、5.6%、2013年には8.3%と上昇している。証券市場はいかに預金を引き出せるかが重要になってくる。

15 第4節 税制

税制といっても多種多様であるので、現在の上場株式などや譲渡益、配当に関する課税について述べる。

上場株式とは、金融商品取引所に上場されている株式のことである。東京証券などの市場に登録されていて、取引ができる株のことで、上場することにより、一般投資家はその株を購入できるようになる。株を自社や親会社が保有し

ている場合取引は不可能である。取引を可能にすることを株式を上場するという。また、株式を上場するには上場審査に合格する必要がある。

上場株式等として取り扱われる金融商品

- 5 (1) 上場株式（株式・新株予約権の割当てを受ける権利・新株予約権を含む）
- (2) 上場新株予約権付社債、店頭転換社債型新株予約権付社債（旧上場転換社債、ワラント債、店頭売買転換社債を含む）
- (3) 日本銀行出資証券
- (4) 信金中金等の上場優先出資証券
- 10 (5) 公募株式投資信託
- (6) 上場株式投資信託の受益証券（ETF）
- (7) 上場不動産投資証券
- (8) 外国上場株式等
- (9) 上場未公開株式等投資証券（ベンチャーファンド）

15

現在のの上場株式の上場株式等の配当・譲渡所得等に係る税率は、平成 25 年 12 月 31 日まで 10%（所得税 7%、住民税 3%）の軽減税率が適用されている。しかし、平成 26 年 1 月 1 日から軽減税率が廃止され 20%（所得税 15%、住民税 5%）の税率となる。

20

図表 4

期間	平成 25 年まで	平成 26 年以降
源泉徴収税率	10%【軽減税率】 （所得税 7%、住民税 3%）	20% （所得税 15%、住民税 5%）

出典：日本証券業協会

平成 26 年の 1 月 1 日より軽減税率が廃止されることと引き換えに、NISA と呼ばれる少額投資非課税制度が始まる。NISA はすでに少額投資非課税制度を導入しているイギリスの ISA を日本版で行うと言うものである。この NISA

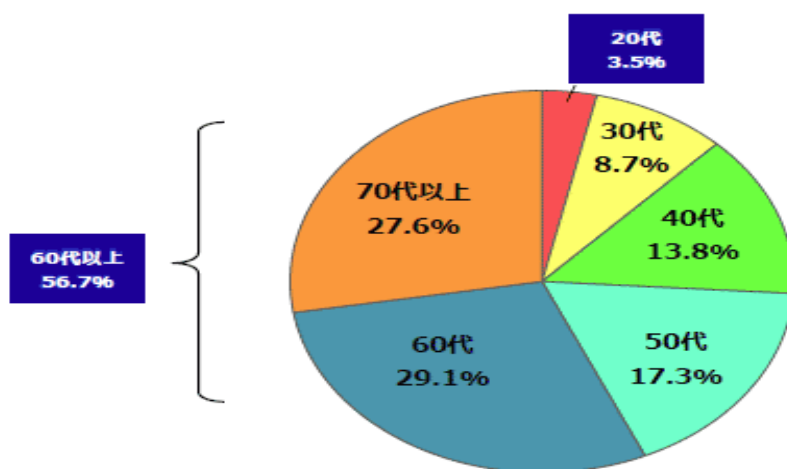
制度の実施により、多くの個人が興味を持つことを期待できる。

第5節 NISAの導入

5 昨今「貯蓄から投資へ」という動きが徐々に日本の金融制度や投資家や預金者までも巻き込みながら進展している。さらにその動きは従来の「間接金融から直接金融」などという枠組みを古臭いものとし、様々な金融機能を提供する金融サービス業として定義せざるをえなくなっているのである。この動きを促進すべく2013年10月1日にNISAの口座開設申請が正式にはじまった。

10 NISAとは「少額投資非課税制度」のことで、これは上場株式や株式投資信託を対象とした非課税制度のことである。これまでわが国では、マル優制度や財形非課税貯蓄制度など、公社債や預貯金をターゲットとした非課税制度はあったが、株式や株式投資信託をメインのターゲットとした非課税制度は存在しなかった。その意味は、NISAはこれまでわが国に類似例のない画期的な制度
15 は非課税になるという仕組みで、今まで投資を行っていた際に使っていた口座からの移し変えは行えない。つまり、新しい資金が株式市場へ入ってくることが予想できる。このことから金融庁が国民に対して「貯蓄から投資へ」の意図が読める。

20 図表5

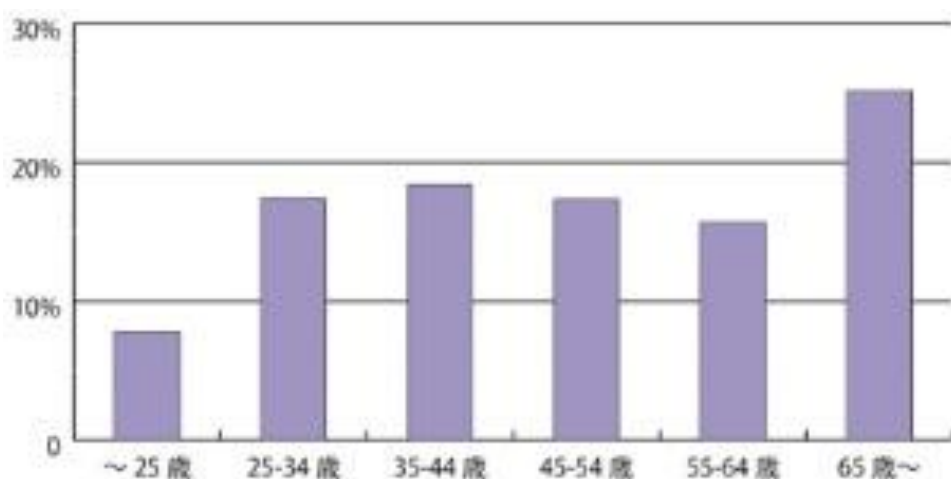


(資料) 週刊金融財政事情1月27日号「特集NISA中間報告」より

図表 5 は NISA の口座開設者の年代別の割合であり、結果から言うと若者の割合が圧倒的に低いことが問題である。20 代にいたっては 3.5%、対して 60 代以上の割合は半数を超えている。このような事態は始める前から考えられるが、ここまで差がでるとは予想できたのだろうか。

5

図表 6



出典：三菱 UFJ 投資

10 図表 6 はイギリスの ISA の年代別利用割合。やはり 65 歳以上の割合が高いが、どの世代も全体的に同じくらいだという印象を受ける。なぜイギリスの ISA を比較にしたかというとな日本の NISA は ISA を参考にして作られ、言わば日本版 ISA といっても過言ではないからなのだ。

15

20

図表 7

(%)		(%)	
20代	0.38	16~24	23
30代	0.75	25~34	33
40代	1.10	35~44	33
50代	1.61	45~54	39
60代	2.27	55~59	47
70代以上	1.72	60~64	52
合計	1.37	65~74	50
		75~84	47
		85歳以上	36
		合計	40

(資料) 金融財政事情1月27日号より筆者作成

(資料) イギリス労働年金省
『Family Resources Survey 2010-11』

図表 7 の左の図は日本の NISA の利用率、右の図はイギリスの ISA の利用率である。ISA は利用開始から 15 年が経過して利用率は 40 パーセントと高い数字である。日本も今後増える見込みがあるが、20 代の人々は生まれてから不況続きで企業の成長など他の世代より想像しづらく、投資に積極的ではないと言える。また投資をする余裕がないというのがほとんどの理由ではないかと考え、いずれにしても景気の好調が無ければ NISA の利用率も伸びないのではないかと考える。

- 5 「貯蓄から投資へ」は、個人金融資産を預貯金からリスク性資産へシフトさせ、日本の持続的な経済成長のために有効活用しようとする試みである。「貯蓄から投資へ」が実現するための経路の一つに「企業の成長期待」、「リスク資産の期待収益率向上」があるが、過去、日本企業の利益率は投資家を満足させるものとは言えず、日本の金融機関には大きな課題が残されている。それは収益性の低さであり、外貨預金のサービスが人気であることから分かるように、日本の銀行、金融業会全体の金利は非常に低い。他の国の銀行にお金を入れた場合には利息だけが増えるが、日本の銀行の場合だと大金を預金していてもなかなか利息が増えない。むしろ手数料などで少しだけ増えた利息も消えてしまい、逆に金融機関を利用するだけ損になるという状況になっている。

第2章 資金調達

第1節 イギリスの資金調達

この章ではイギリスと日本の資金調達を比較し、どのような関係性を持っているのか比較しながら問題点、解決策について述べていく。

・イギリスの資金調達

現在のイギリスにおける資金調達方法の中心は社債によるものだが、以前はそうではなかった、イギリスの銀行は主に二つのバンクから成り立っていて、一つ目は「クリアリング・バンク」である。これは手形交換所加盟銀行であり、手形割引という短期の信用供与しか行っておらず、長期貸付は国内企業に対して行っていない。

次に「マーチャント・バンク」である。これはイギリス特有の金融機関であり、海外政府や政府機関、大手企業などといった大口顧客を対象にしており、証券や手形の引き受け・発行、投資管理、リース、企業の合併・買収の仲介業務を行っている。

マーチャント・バンクは海外の証券や国債の発行業務に力を注いできたため、こちら国内における企業には関与してこなかった。さらに、ロンドン証券市場は世界的な国際資本市場として形成されたことから、イギリスの国内企業は間接金融を利用した資金調達を行うケースは少なかったのである。そのため、規制緩和が起こる1980年代まではイギリスの国内企業の主な資金調達方法は自己資金によるものが多かった。

しかし、1986年にサッチャー政権が起こした証券市場の規制緩和である「金融ビッグバン」が起こった。これによりイギリスの国内企業の主要な資金調達方法はユーロ債が大多数を占める社債が中心となっていったのである。これはユーロ債を中心に社債市場の整備が進められたことが原因である。

2012年度におけるイギリスの居住者企業による証券発行額は合わせて3,786億ポンドであるが、社債の占める金額は2,064億ポンドであり、次にCPが1,642億ポンドと続いている。CPとはコマーシャル・ペーパーの略であり、企業や金融機関などが短期資産の調達を目的として出す無担保の約束手形のことである。

そして株式発行は 80 億ポンドのみだった。イギリスにおける株式発行は古くから現在も含めて資金調達的主要手段ではないことが分かる。

- イギリスの上場企業の証券発行について、ビッグバン後に社債(主にユーロ債)の発行が大幅に増え、株式発行を大きく上回っている。これは株式発行よりも
- 5 社債発行が盛んなアメリカ型証券市場の資金調達へとイギリスが近づいていると言える。そしてこれは日本についても全く同じことが言える。

第 2 節 日本の資金調達

- 本来、資金調達には三つの方法がある。一つ目は、主に銀行等の金融機関から調達する間接金融方式の借り入れである。二つ目は株式発行により株主を募
- 10 り、資金を調達する株式発行であり、企業側は返済や利子の支払いの義務を持たないため、安定した資金調達方法といえる。借手が貸手に対して直接に証券を発行することにより資金仲介が行われる直接金融である。

- 15 株式会社が発行する株式は、出資者の地位や権利を意味する資本証券であり、株主は資金を出資することで株式を保管することにより、

・持ち株の数に応じた議決権を行使する経営参加権

・剰余金配当請求権

- 20 ・残余財産分配請求権

・代表訴訟提起権

を有することが出来る。

- 株式発行は会社の設立時に行われる。一般的に設立後も資金調達、支配権の
- 25 移動、株式の流動性向上のために新株発行が行われ、新株発行は有償増資と株式分割(無償)に分けられる。投資者からの払い込みを伴う新株発行の方法として、公募、第三者割当、株主割当の三つの方法がある。

- そして三つ目に、社債発行がある。これは普通社債・新株予約権付社債・仕組み債の三つに分けられる。資本市場からの調達であり、直接金融方式という
- 30 点では株式市場と共通しているが、株式発行と違い、償還期限が定められてお

り、利子の支払い義務がある。

借り入れは 1980 年代から低下傾向にあり、株式や社債による発行が多くな
5 ってきている。このことに関しては日本が 1993 年の社債管理者制度を導入し、
社債の発行にかかっていた手数料が削減されたことと、1996 年の適債基準によ
り社債を発行する際に必要であった条件がなくなったため、社債を発行出来る
企業の数が増加していったことが原因であると考ええる。

2008 年に起こった金融危機の際には、資本市場が混乱に陥ったために一時期
借り入れによる資金調達方法が増加したが、日本は 1996 年に行われた金融ビ
10 ッグバンによる金融市場の規制緩和や制度の撤廃の影響で、現在においては資
金調達の主要な方法として、間接金融である金融機関からの借り入れから、直
接金融である株式や社債発行が中心となっていった。

こうした社債発行の増加の原因には、制度改革前は高い信用度を持つ高格付
け企業のみ社債発行を行っていたにも関わらず、社債市場への規制緩和が起こ
ったことにより、経営の上手く行っていない企業や高格付けなど関係なく、多
15 くの会社が社債発行出来るようになったことが原因であると考ええる。

第 3 節 パッシブ・マネージャーによる責任強化

パッシブ・マネージャーとは、主にパッシブ運用を行う投資家のポートフォ
リオの運用を任せられており、有価証券に投資するアセット・マネージャーとい
20 う意味である。

パッシブ運用の目的は「ベンチマークに連動した運用成果を目指す」ことで
あり、その一方で「ベンチマークやインデックスを上回る運用成果を目指す」
アクティブ運用がある。

アクティブ運用は特定の株式、インデックスや債券インデックスを上回るリ
25 ターン特定の投資目標を達成することにより、市場平均を超えるリターンを得
ることのできる可能性を持っており、価値が下がってしまいそうな特定の銘柄
セクターを避けて損失の可能性を最小に抑えることが出来るというメリットを
持つ。

デメリットとして、調査や、頻繁に行われる売買手数料や税金などの運営コ
30 ストが多い。そして銘柄選択に成功した場合はベンチマークを上回るリターン

を得ることが出来るが、その保証がある訳ではないので大きなリスクが伴う。

- 一方で、パッシブ運用は対象となるベンチマークの構成銘柄や代表的なサンプルを保有することによりリスクを幅広く分散することができる。有望銘柄を選別するのではなく対象とするインデックスに連動する上に、恒常的に銘柄を
- 5 売買する必要がないために運用コストや経費を低くすませることが出来るというメリットを持っている。

デメリットとして、一つ目に市場全体に連動した投資方法であるために市場全体が下がってしまう場合はインデックスファンドの価格も下落してしまう。

- 二つ目に柔軟性の欠如の問題がある。下落する株価の動きを予想出来たとし
- 10 ても、その株式のみを売却してしまう措置を行うことが出来ないのである。

現在、日本とイギリスの両国において、資金調達方法としての役割が株式市場において低下傾向にある。

- 資金調達の方法、株式市場における問題点について日本とイギリスには類似
- 15 した点が多い。

- (1)株式市場からの資金調達額より自社株買いや配当による支払いが多い。
- (2)日本においても資金調達の方法として株式市場の役割が減少している。
- (3)上場企業数が低下傾向にあり、新しく起業される上場企業も減少している。
- 20 (4)上場企業による投資のリターンが少ない。

投資家の割合を見てみると短期投資家が半数以上を占めている。そしてこの状況において、短期投資家たちは企業経営者に対して経営が改善するような提言などは行われていないのが現状である。

- 25 現在、特にイギリスにおいて「スチュワードシップ・コード」という企業価値の向上のために株主である機関投資家たちの役割や責任を果たし、株式市場の活性化を目指す考えが広まっている。

- 内容は、リーマン・ショックによる金融危機の深刻化は金融機関のコーポレント・ガバナンスへの取り組みが不十分であったことが直接の原因であること
- 30 は間違いないが、投資家たちも企業側に対して経営内容を監視するべきであっ

たとして企業価値の向上のための活性化としての改善策である。

投資家は主に二種類に区分されており、企業側の経営に積極的に参加する者たちと、投資先の企業に対して経営に関する意見を言うインセンティブを持たない短期投資家やパッシブ・マネジャーが存在する。

- 5 前者は、長期にわたって株式を保有するため、企業側の経営動向について強い関心を持っており、企業価値が長期的に投資先を確保出来るように企業を監視する投資家責任を果たしている。

- 10 しかし、後者の投資家たちは投資家責任に対する意識が全体的に低く投資先企業に対し経営改善策などに関する意見や経営参加を行わないが、投資家の中で大きな割合を持っている。

パッシブ・マネジャーたちが多くの株式を保有している存在であったため、投資先企業への監視が行われず企業経営側にプレッシャーが与えられなかったと考える。

- 15 ここで提言したい内容は、企業側がコーポレント・ガバナンスの強化に取り組むことは当然であるが、短期投資家やパッシブ・マネジャーたち自身も経営側から適切な資金配分が行われているか、などの投資先の企業行動を把握しておくべきであるということである。

- 20 企業側がコーポレント・ガバナンスの強化に取り組めば、長期の企業価値向上につながる。そのことが投資家自身のリターンを大きくさせるため、互いにとって長期的な株主価値の最大化を目指せるのである。そのため、我々は安定した株式発行を資金調達として活用し、機関投資家たちの責任強化に成功することが出来れば証券市場の活性化につながると考える。

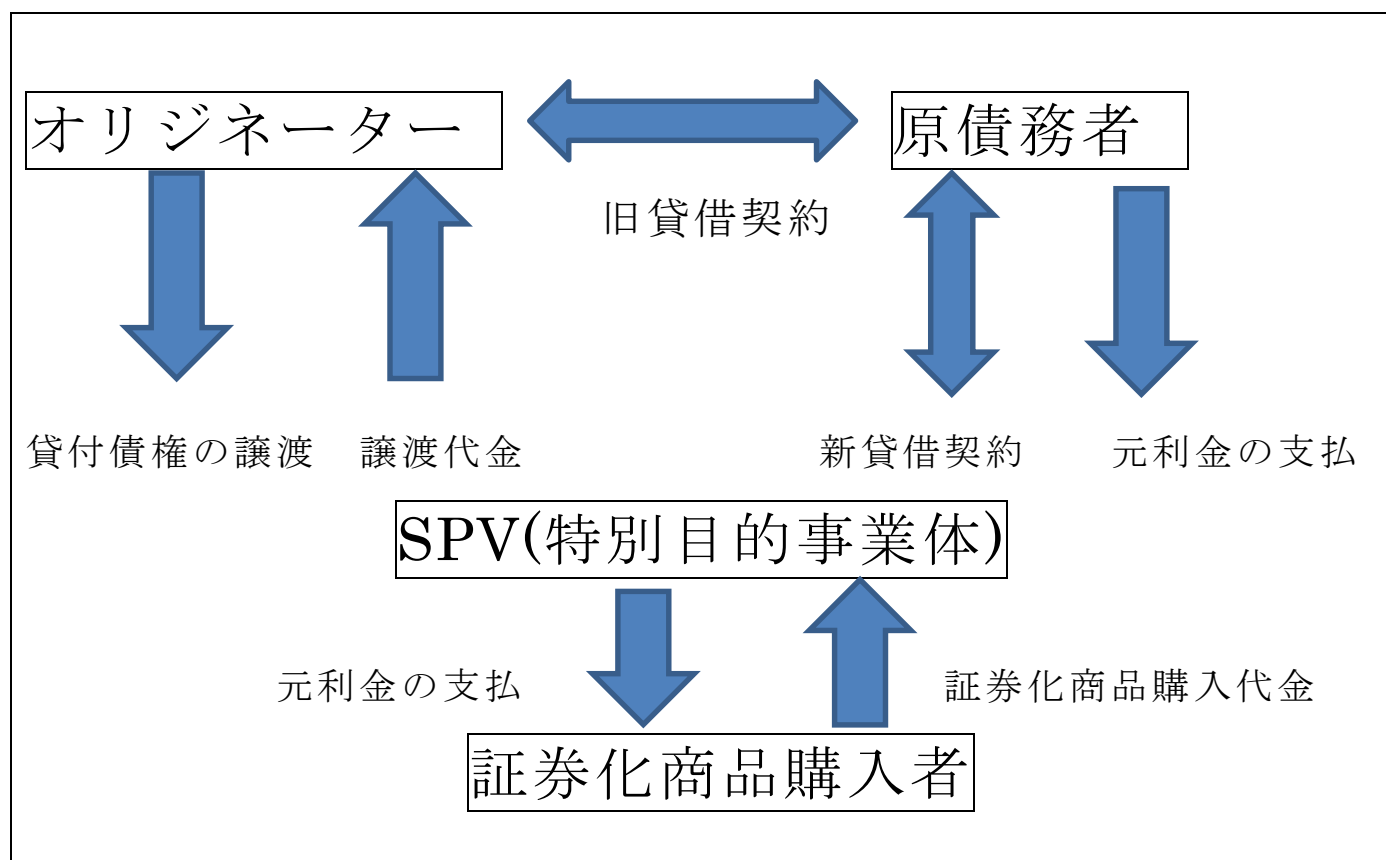
- 25 イギリスにおける機関投資家の責任強化への取り組みは、上場企業の企業価値向上において投資家の役割を意識的に行動させるよう促し、投資家と企業が一体となって取り組むことの重要性を明確化している。

第3章 金融サービス提供における課題

第1節 証券化商品の仕組み

- 5 証券化商品の発行は企業に対して多くのメリットをもたらしている。その理由として企業の貸借対照表の健全化を図る機能を持つという点である。具体的には自己資本比率の向上や保有する資産から発生するキャッシュ・フローを獲得できなくなるリスクの回避などを意味し、また資金調達手段の一つとして利用可能であるということも挙げられる。
- 10 つまり、証券化の発行によって、新たな資金を得られるということである。

図表 8



出典：日本証券業協会資料より著者作成。

図表 8 これは貸付債権の保有企業(オリジネーター)が証券化を行う事例を大幅に単純化したもので、まず SPV(特別目的事業体)が設立され、保有企業が貸付債権を SPV に譲渡する。SPV は譲渡代金を企業に払わなければならない。その資金をねん出するために、SPV は証券化商品を発行して投資家に販売することになり、SPV の貸借対照表は資産型に貸付債権、負債型に証券化商品となる。元利金の支払い経路も貸付債権の譲渡によって変化。これまで、原債務者が保有企業に支払っていたのが、SPV を通じて証券化商品の購入者へと流れていく。

SPV への貸付債権の譲渡によって保有企業の貸借対照表から貸付債権が消えるだけではなく、貸していた資金の回収もでき、回収した資金である購入代金は新たな事業へと投入することができる。またそれを利用して銀行借入などの借金を返して財務体質の強化につなげるという選択肢も生まれ、証券化商品は貸借対照表や資金操りを管理するうえでの新たなツールとされ投資家に対してもこれまでのものとは異なった性格を持つ金融商品を購入できる機会をもたらした。2013 年度における証券化商品の発行金額を「裏付資産」別にみると、「CDO」が 6 年ぶりに増加した。さらに、「売掛金・商業手形」が 4 年連続、「ショッピング・クレジットカード」が 2 年連続で増加した。一方、「RMBS」、「CMBS」、「リース」、「消費者ローン」及び「その他」は減少した。(図表)

図表 9 証券化商品の「裏付資産」別発行金額

	RMBS	CMBS	CDO	リース	消費者 ローン	ショッピン グクレジッ ト	売掛金・ 商業手 形	その他	合計
発行金額(億 円)	19,955	276	35	386	180	4,371	931	948	27,081
前年度比(億 円)	▲934	▲17	35	▲313	▲470	1,185	34	▲ 1,079	▲ 1,559
前年度比(%)	▲4	▲6	- (※)	▲45	▲72	+37	+4	▲53	▲5
構成比(%)	74	1	0	1	1	16	3	4	100

(参考)発行件数	40	3	3	2	2	34	37	6	127
----------	----	---	---	---	---	----	----	---	-----

出典：日本証券業協会資料により著者作成。

※「CDO」の前年度比(%)については、前年度の発行がないため、「－」としている。

出典：日本証券協会より

- 5 備考：「RMBS」：住宅ローン債権、アパートローン債権
「CMBS」：商業用不動産担保ローン債権、商業用不動産
「CDO」：企業向け貸付債権、社債、CDS等
「リース」：リース料債権
「消費者ローン」：消費者ローン債権、カードローン債権
- 10 「ショッピング・クレジット」：ショッピング・クレジット債権、オートローン債権
「売掛金・商業手形」：売掛債権、手形債権
「その他」：基金債権、事業キャッシュフロー、診療報酬債権等

- 15 減少はしているものの住宅金融支援機構債権を中心とする、RMBSが発行市場の7割を占めていることがわかり、RMBSが証券化市場を下支えしている。

第3節 証券化市場の低迷

証券化市場の発行動向は低迷しており、その理由として

- 20 1、実体経済の低迷等を背景とする裏付資産の伸び悩み。例えば、オートローン債権やリース料債権を担保としたABSや民間RMBSなどは、投資家の需要は旺盛と見られるが、裏付資産の積み上がりが緩やかであることが一因となつて、証券化商品の供給が需要に追いついていないように窺われる
- 25 2、資金調達のアベイラビリティ(可用性)の増加。銀行融資や普通社債といった他の手段による資金調達が十分可能な状況のもとで、資金調達者が、あえて証券化という仕組みを利用するインセンティブを持ちにくくなっているとみられる。
- 3、高リスク商品としてのイメージの広がり。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見られなかった我が国においても、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ことは否定できない。

- 4、投資コストの増大。投資コストとしては、信用リスク管理等のための情報の取得や分析にかかるコストがあげられる。先般の金融危機の教訓である過度な貸付依存の回避の観点からも、必要な情報の取得や分析の重要性は増している。こうした情報の取得や分析をサポートするために、日本証券業界では標準情報レポーティング・パッケージ(SIRP)を定め、証券化商品の販売にあたっての情報提供の場面で活用できるようにしている。

10

上記の1～4のなかで改善の余地がある課題として3, 4があげられる。すなわち、投資家に証券化商品のリスクを適切に評価してもらうための環境の改善と、投資コストの引き下げは、今後投資家層やオリジネーター層の拡大を期待するうえで必要な取り組みが活性化につながると考える。

15

第4章 SIRP

第1節 SIRPの意義

標準情報レポーティング・パッケージ(SIRP)

- 20 SIRPは証券化商品とその裏付資産に関する情報のうち、証券化商品のリスクとリターンを理解するために有益と考えられる項目を整理したもので、典型的な4つの商品タイプについて作成されている。

- 証券化商品の販売会社は、投資家に証券化商品の特徴を把握してもらうためにどのような情報を伝達することが適切であるかについて、自ら考え判断しなければならぬ。その際、必要に応じてSIRPに記載されている情報項目を参照することができる。

- SIRPの利用は、情報の授受を容易にする効果をもたらすとともに、その利用が広範化することによって、授受される情報の標準化が促進される効果も期待できる。証券化商品の発行時の情報提供は、販売会社である証券会社が主体となり、投資期間中の情報提供は、サービスや信託銀行が主体となるケース

30

が多くみられる。また、SIRP は銀行や格付会社といった証券化商品にとって重要な関係者に対する規制(バーゼル規制や格付会社規制)において、採りあげられている。

5 第2節 SIRP の構成

(1) SIRP の対象商品

SIRP は、次の4つのタイプの証券化商品について作成されている。それぞれの証券化商品について、証券化商品とその裏付資産に関する情報のうち、証券化商品のリスクとリターンを理解するために有益と考えられる項目が整理されている。

10

- ・ RMBS 我が国住宅ローン債権を裏付とする証券化商品
- ・ 狭義 ABS 我が国リース債権、クレジット債権等を裏付とする証券化商品
- ・ CLO 我が国企業向け貸付債権等を裏付けとする証券化商品
- ・ CMBS 我が国商業用不動産ローン債権等を裏付けとする証券化商品

15

(2) 情報の種類

情報項目については、一般に次のような種類に分けることができる。

まずは、情報を取得する時期別に、次の2つに区別することができる。情報によっては両方の区分に該当するものもある。

20

- ・ 発行時に取得する情報(発行時開示項目)
- ・ 発行後に取得する情報(期中報告項目)

関係する対象別には、次の3つに区別することができる。

25

- ・ 証券化商品そのものに関する情報
- ・ 証券化商品の裏付資産に関する情報
- ・ 関係者に関する情報

30

(3)SIRP における情報の区分

SIRP は基本的には以上の情報の種類の組み合わせに応じて、情報項目を区分し、次の表のとおり名称を付しています。

図表 10

取得時期	対象	情報区分の名称			
		RMBS	狭義 ABS	CLO	CMBS
発行時	商品	証券情報			
	裏付資産	管理資産情報			
	関係者	発行者及び関係法人情報			
期中	商品	発行後のサーベイランス			10 の区分 で整理
	裏付資産	裏付資産の回収時期			

5 出典：日本証券業協会資料により著者作成。

① 発行時の開示項目の区分

発行時開示項目は、証券化商品への投資を検討するに当たって取得することが有益と考えられる情報項目で3つの区分を設けている。

10 ・証券情報 ・管理資産情報 ・発行者及び関係法人情報

「証券情報」は、証券化商品そのものに関する情報である。「管理資産情報」は、証券化商品の裏付資産に関する情報で、「発行者及び関係法人情報」は、発行体、オリジネーター、サービサー等の関係者に関する情報となっている。

15

ただし、CMBS については「管理資産情報」の情報項目は、後記のとおり期中報告項目と併せて記載されている。

② 期中報告項目の区分

20 期中報告項目は、投資した証券化商品のパフォーマンスの変化をフォローするためには有益と考えられる項目である。RMBS、狭義 ABS と CLO の SIRP と、CMBS の SIRP とでは異なる区分を設けている。

RMBS、狭義 ABS と CLO の SIRP については次の 2 つに区分を設けられている。

- 5
- ・発行後のサーベイランス
- ・裏付資産の回収状況

「発行後のサーベイランス」は、証券化商品そのものの発行後の状況に関する情報であり、発行時開示項目の「証券情報」に対応している。

- 10
- 「裏付資産の回収状況」は、証券化商品発行後の裏付資産の状況に関する情報であり、発行時開示項目の「管理資産情報」に対応している。

CMBS については、より細かく 10 の区分を設けていて CMBS の SIRP の内容と併せて説明されている。

③ 情報項目のレベル等

- 15
- 以上の区分を踏まえて整理された項目について、SIRP は表の左から次の欄を設けている。

- ・項目番号、項目名、レベル、説明、補記、注

- 20
- このうち「レベル」については、標準的な取引ケースを想定した場合における相対的な優先度の目安を示したもので、次の 3 つのレベルに区分している。

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">・レベル 1 多くの場合にほぼ必須と考えられる情報項目・レベル 2 有益な情報であり、多くの場合に提供され検討の対象となることが望ましい情報項目。・レベル 3 有益な情報であるが、「レベル 2」よりは優先度が低いと考えられる情報項目。 |
|---|

このほか、SIRP の表の末尾に、表中の記載事項を補足するものとして、「脚注」を付している。

4 つの SIRP のうち RMBS、狭義 ABS と CLO の 3 つの SIRP は、ほぼ共通

の構成となっていて、いずれも典型的な商品としては、小口分散型の資産を裏付けとする証券化商品を想定している。

以下 RMBS を例にとった説明。

5 第3節 SIRP の証券情報

I 証券情報

発行開示項目のうち証券情報としては、次の項目があげられている。

これらの項目を把握することによって、証券化商品の基本的な内容を理解することができる。

10

商品名、基本スキーム、主たる準拠法、商品の形態、信用補完及び流動性補完

仕組み上の主たるリスクの所在、格付、発行総額・トランシェ毎発行額、発行価格、利率・予定配当率、支払日、法定最終償還日、償還方法、予定償還日又

15 は予定償還スケジュール等、予想償還スケジュール等、発行日、アレンジャー・引受・販売会社、トリガーの仕組み

このうち、「信用補完及び流動性補完」は、証券化商品のリスクとリターンを把握するうえで鍵となる情報の一つである。証券化商品の裏付資産である債権
20 が殷損した場合や、キャッシュフローが当初予想と異なるものとなった場合に備えて、信用補完及び流動性補完の仕組みが設けられている。

信用補完としては、優先劣後構造、超過収益(エクセス・スプレッド)等がある。裏付資産の一部が殷損した場合でも、その影響が劣後トランシェの償還が
できない程度にとどまるのであれば、優先トランシェの償還に支障は生じない。

25 また、裏付資産から得られるキャッシュフローの一部を準備金勘定に留保しておくことにより、その後の裏付資産のキャッシュフローの減少リスクに備えることもできる。

流動性補完の例としては、準備金勘定が代表的で、例えば裏付資産である債権の回収を担うサービサーが倒産した場合には、バックアップサービサー等に
30 によるサービシングの再開までの間に、一時的に回収が行われなくなるリスクが

ある。

「仕組み上の主たるリスク」としては、例えば裏付資産毀損リスク、回収が期日どおりに行われないリスク、サービサー・リスク、法的リスク(倒産隔離性、真正譲渡性等に関するリスク)、税務リスク、裏付資産にかかる集中リスク等がある。

5

「トリガーの仕組み」も、優先トランシェの利払い・償還の確実性を高めるもので、トリガー指標には裏付資産の劣化やサービサーの倒産等のリスクに備えるものとして、様々なものがある。裏付資産であるローンの貸し倒れが一定以上増加した場合や、サービサーが倒産した場合に、劣後トランシェの償還を中止し、優先トランシェの償還スピードを早めたりするといった加速度償還事油が一例である。

10

II 管理資産情報

証券化商品のリスクとリターンは、主に裏付資産の状況に依存します。このため、リスクとリターンを分析するためには、裏付資産に関する情報が必要となる。

15

裏付資産の概要、加重平均金利、適格要件、バックアップサービシング、裏付資産のキャッシュフロー(予定)、ウォーターフォール、裏付資産にかかる債権又は債務者の属性分布、延滞率、デフォルト率、繰り上げ返済、回収率又は損失率、比較参考プールの属性

20

このうち、「裏付資産のキャッシュフロー(予定)」は、裏付資産である債権の回収予定に関する情報で、CPR(期限前償還率)とCDR(デフォルト率)を回収ゼロとした場合の回収のスケジュールが基本となる。CPRとCDRに一定の数値をおいた場合のWAL(加重平均残存期間)も示すことが一般的とされている。

25

「ウォーターフォール」は、裏付資産から回収された資金の流れを示すもので例えば、裏付資産から回収された資金が、元本勘定と配当勘定に分かれ、元本勘定から優先度に応じて元本が償還されていき、配当勘定から、公租公課、信託報酬、手数料、優先配当、劣後配当の支払いが行われていく仕組みが示さ

30

れる。

- 「裏付資産にかかる債権又は債務者の属性分布」に関する情報は、裏付資産に関するリスクの評価や得られるキャッシュフローの予測のための有益であり、裏付資産である債権の元本残高や債権数については、例えば商品種類別、貸出金利条件別、融資期間別、地域別、債務者属性別に示されている。

III 発行者及び関係法人情報

- 発行時開示項目の最後に、「発行者及び関係法人情報」として、次の項目があげられている。証券化商品は裏付資産である債権の回収、元本金支払といった各種の業務について、様々な関係者が分担されている。このため、各関係者が担う役割と業務の継続性の観点からのリスクを把握しておくことが重要である。

発行体、オリジネーター、サービサー、その他主要な関係者

- なお、「その他の主要な関係者」としては、受託者、バックアップサービサー（設置されている場合）、社債管理者会社、デリバティブ取引の相手方が例示されている。どの程度の情報が必要かについては、関係者の担う役割とリスクに与える影響を勘案して合理的に判断することとされている。

IV 発行後のサーベイランス

証券化商品に投資した後も、そのパフォーマンスを継続して把握していく必要があり、このために必要な情報に関して、SIRP では「IV発行後のサーベイランス」と「V裏付資産の回収状況」に区分して整理している。

- 期中報告項目の「IV発行後のサーベイランス」としては、次の項目が挙げられている。

発行残高、利率、格付、信用補完・流動性補完の現況、トリガー指標、イベント発生の有無、回収金の分配状況、劣後部分の残存額

- このうち、「発行残高」は、投資した優先トランシェのみならず、劣後トラン

シェ等の未償還残高の情報も含む。劣後比率の確認等のために必要である。

「信用補完、流動性補完の現況」は、優先劣後構造における劣後比率や準備金勘定の残高情報です。証券化商品の償還が進むと、劣後比率が変化していく。優先トランシェへの投資家は、裏付資産が殷損するリスクに対して、劣後トランシェによりカバーすることができているかどうかについて、継続的に確認しておくことが重要で、流動性リスクについても同様である。

- 5
- 「トリガー指標」や「イベント発生の有無」は、証券の償還方法の変更可能性を把握するために必要な情報で、加速度償還事由等に用いられるトリガー指標の水準、トリガー抵触の有無、加速度償還事由、サービサー解任事由等のイベントの発生の有無が該当する。
- 10

V 裏付資産の回収状況

期中報告の「V 裏付資産の回収状況」としては次の項目が挙げられる。

- 15 裏付資産にかかる債権残高、加重平均金利、その他のプール属性、裏付資産にかかる債権又は債務者の属性分布、延滞額・率、デフォルト発生額・率、累積デフォルト又は損失発生額・率、繰り上げ返済額、回収率又は損失額、買戻し率
- 20 裏付資産であるが債権が、期待通りのキャッシュフローを生んでいるのかどうかは、証券化商品のリスクとリターンを検討するうえで、必要な情報です。特に裏付資産としての債権の「延滞額・率」、「デフォルト発生額・率」、「累積デフォルト又は損失発生額・率は」、裏付資産としての債権にかかる信用リスクを表すものである。
- 25 また、「繰り上げ返済率」は、裏付資産としての債権の期限前償還の状況を示している。

第 4 節 CMBS

CMBS については、商業用不動産を裏付けとしてノンリコースローンが実行され、そのノンリコースローンを裏付けとして証券化商品が発行されるという 2 段階の構成をとる商品が多くみられる。また、裏付けとなるローンや不動産の数が、大数の法則が働くほどには多くならない商品が一般的である。

こうしたことから、GMBS の SIRP は、RMBS 等の SIRP とは若干異なった内容や構成になっている。

特に、裏付資産に関する情報として、ノンリコースローンや不動産に関する個別の情報に関する項目を多く用意されている。情報項目が多いことを踏まえて、裏付資産に関する発行時開示項目は、期中報告項目とまとめて記載されている。

なお、不動産の証券化商品でも、裏付資産がノンリコースローンではなく、不動産や不動産信託受益権であるものについては、SIRP が作成されている商品タイプとは異なるため、情報項目の整理も異なることになる点には、注意が必要である。

20

25

30

終章

我々はイギリスの株式市場と日本の株式市場を比較した結果、日本においてもパッシブ・マネージャーを含む、投資家の責任強化を図ることが活性化に繋がると定義した。イギリスの株式市場を分析した結果、第4章で述べたように

5 日本との類似性が見られ、イギリスの活性化案が参考になると考え、日本でもイギリスと同じく大量の株式を保有するだけの投資家が多く、経営参加に積極的ではないため、投資先の企業側のコーポレント・ガバナンスが脆弱になり、企業価値向上が取り組まれてこなかったため、パッシブ・マネージャーの責任強化を行うことで企業側のコーポレント・ガバナンスが促進され、企業価値向上に繋がり、企業と投資家の長期的利益を持たらすことで株式市場の魅力度を高め、投資家に対してリターンを上昇させることで資産運用額の増加につながることを期待して、パッシブ・マネージャーにも利点が大きいと考えた。

10

標準情報レポートパッケージ(SIRP)は情報の取得や分析にかかる負担の軽減が必要と考え、投資家層の拡大・投資家への保護の重要性を補うために日本証券業協会ガイドブックが作成された。このガイドブックを推奨することで情報提供の場面での有効活用と投資家層を増やすことを述べ金融商品、サービスの保護としている。

15

証券市場の活性化について論文を作成していく中で我々は、他にも金融教育や日本の持続的な経済成長の必要性について考えた。まず、金融教育については義務教育段階で取り組むことはせず、アルバイトをし、お金を稼げるようになる高校生の年代から大学生に向けて教育を行うことが最善と考えた。

20

持続的な経済成長は、アベノミクスでも取り組んでいる「貯蓄から投資」に向けて NISA の導入、SIRP の推奨が必要になると考えた。これらの解決策は理想論であり、実現するには多くの障害が存在するが、現実に存在する問題について真摯に受け止め考えることは無駄ではなく、証券市場の活性化について多くの意見が生まれ、活性化につながることを大いに期待したいと考える。

25

・参考文献

『図説 日本の証券市場 2014年版』公益団法人 日本証券経済研究所

『証券経済論』岩波テキストブック 安達智彦

5 『NISA ではじめる資産運用』目黒陽子

『図説 イギリスの証券市場 2014年版』公益団法人 日本証券経済研究所

『証券市場論』二上季代司・代田純

「国税庁」：<http://www.nta.go.jp/>

10 「金融庁」：<http://www.fsa.go.jp>

「大和証券」：<http://www.daiwa.jp/money/tax/stock/domestic01.html>

「財務省」：http://www.mof.go.jp/tax_policy/publication/brochure/zeisei/

「金融広報中央委員会」：<http://www.shiruporuto.jp/>

「日本証券業協会」 www.jsda.or.jp

15 「金融システム」 <http://www.cap.or.jp/>

「東京証券取引所」 <http://www.tse.or.jp/>

「三菱 UFJ 投信」 <http://www.am.mufg.jp/>

「野村総合研究所」 <https://www.nri.com/jp/>

「日本銀行」 <http://www.boj.or.jp/>

20 「SMBC 日興証券」 <http://www.smbcnikko.co.jp/index.html>