

『証券経済学会年報』第50号別冊  
第84回秋季全国大会  
学会報告論文

「欧州発：High-quality securitization とは何であったのか  
～STSの誕生～」

# 「High-quality securitization とは何であったのか」

## ～STSの誕生～

森谷智子

嘉悦大学

### 1. はじめに

2008年のグローバルな金融危機以降、証券化商品市場の機能が衰退するなか、ここ最近、欧州において新しい兆しが見られるようになってきている。その兆しとは、ECB (European Central Bank、欧州中央銀行) を中心とする証券化商品市場のリバイバルへの取り組みが契機となっている。現在、ECBばかりではなく、金融危機後の金融システムを強化していくうえで、G20、グローバル・スタンダード・セッターそして規制当局が High-quality securitization の概念に関する展開に関心を寄せている<sup>1</sup>。2014年以降、ECBは、high-quality な証券化商品市場の創設に力を入れてきた。しかしながら、ECBは「High-quality とは何か」に関する明確な定義を発表することはなかった(2014年10月時点)。そのため当初、High-quality という言葉だけが先行しているかのように思われた。

従来、証券化は、新たな資金調達手段としての機能を有していたが、いつしか米国金融機関の利益を拡大するための手段にすり替えられることになったのは周知の通りである。そのため、リスクが高い裏付け資産で証券化を組成したことからサブプライム問題、さらにはグローバルな金融危機を引き起こすことになった。一方、欧州金融機関によって組成された証券化商品の裏付け資産は健全なものであったことがデフォルト率の低さからも明らかになっている<sup>2</sup>。このことが、ECBに、欧州における証券化商品はもともと高品質であり、High-quality securitization の単独市場を確立させる要因の一つにつながっていたと推測される。

さらに2015年2月、EUROPEAN COMMISSION (欧州委員会) は High-quality securitization のフレームワークに関するペーパーを提出した。その際、欧州委員会は、証券化商品市場の重要性、特に機関投資家のメリットについて以下のように論じている。証券化商品は、機関投資家にとって適切なリターン、投資資産の多様化、投資期間の長期化など有益な事項をも

たらすものであると主張している。また、欧州委員会では、持続的な証券化商品市場を如何に創設していくのかについて提案しようとしている。また、EBA (European Banking Authority、欧州銀行監督局) は qualifying (適格な) 組成手法を確立していくために、特に①裏付け資産のカテゴリー、②構造の特徴、③透明性について明らかにしようとしてきた<sup>3</sup>。

High-quality securitization という言葉が先行していたが、その後 qualifying securitization という言葉が活用されるようになった。また EBA は、SST (Simple, standardised and transparent) securitization という言葉を使用し始めたが、現在では STS (Simple, transparent and standardized) securitization という表現を活用するに至っている。また、BCBS (Basel Committee on Banking Supervision、バーゼル委員会) および IOSCO (International Organization of Securities Commissions、証券監督者国際機構) では、STC (Simple, transparent and comparable) Securitization という用語を使っている。

なぜ、このように表現が変化することになったのであろうか。先に述べたように、当初、欧州において high-quality securitization が注目されつつあったが、high-quality についての定義や基準は明らかにされることはなかった<sup>4</sup>。このような背景には、high-quality を定義付けること自体が困難であったという指摘もある。そのため、証券化商品を「良いもの」と「悪いもの」とに区別するために台頭した qualifying (適格な) securitization という用語により、証券化商品の裏付けとなる資産の質について論じられるようになった時期もあった。

本稿では、欧州における証券化商品市場の現状について概観するとともに、その支援を促すであろう証券化の新しい形について考察している。そのうえで、なぜ、欧州は証券化商品市場の回復に積極的な姿勢を維持しているのかについて検証する。最後に、欧州にお

いて証券化商品市場は回復するののかについて論じる。

## 2. 欧州における証券化商品市場の現状

欧州における証券化商品市場の発行額は、サブプライム問題、そしてグローバルな金融危機以降、低迷の一途を辿っている。勿論、米国と同様に、自動車ローンに裏付けとした証券化商品の発行額は拡大しているものの、金融危機以前のような積極的な組成活動が見られないのが現状である。しかしながら、各国における証券化商品の発行額の推移を見ると、オランダ、スペイン、イギリスでは小規模であるが継続的に発行されている（表1参照）。また、2014年度の発行額を見ると、フランスでの証券化商品の組成が急激に拡大している。2014年11月25日に東京で開催されたEUROPLACEでのセッション“The French Real Estate Market and long-term funding”によると、新たな銀行規制によりフランスにおける証券化商品市場の回帰が見られるようになってきていると紹介されている<sup>5</sup>。

さらに裏付け資産別による発行および残高について見ると、RMBS（Residential Mortgage-Backed Securities、住宅ローン担保証券）の発行が大きな割合を占めている。発行額だけを見るのであれば、欧州の証券化商品市場を支えているのはRMBSであると言っても過言ではない。証券化商品の発行残高も、今回の金融危機以降、減少しているものの、RMBSに関しては一定の規模を維持している（表2参照）。特に、オランダ、イギリス、イタリアにおけるRMBSの組成は少なからず継続されている。

また最近のスペインやイタリアではSME（Small and Medium Enterprise、中小企業）の貸付債権を裏付けとした証券化商品の組成が他国よりも顕著な動きを示している。繊維産業の中小企業が多数存在している諸国における金融機関は、中小企業のための証券化商品の組成が積極的であるものと推測される。このように限定的な諸国であり少額であるものの、証券化商品の組成の取り組みが見られる。

以上から、各国の状況により証券化に対する取り組みが見られるもののECBなどが中心となり欧州における証券化商品市場をリバイバルする動きが見られる。そこで次に、その取り組みについて概観する。

表1 欧州における証券化商品の発行額の推移

単位：10億ユーロ

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015Q1	2015Q2
Belgium	34.9	27.4	14.1	19.0	15.4	2.0	4.1	0.0	
Denmark			1.5		0.0	0.8	0.0		
France	14.1	6.9	9.0	16.4	14.9	9.9	50.6	1.3	3.3
Germany	110.6	18.4	13.4	12.9	10.0	22.6	18.3	3.2	4.4
Greece	13.5	22.5	1.0	6.4	2.0	0.0	0.2		
Ireland	36.0	25.1	6.6		1.2	1.0	2.1	0.2	0.2
Italy	94.8	69.2	16.0	48.1	58.4	27.4	19.2	1.3	8.9
Netherlands	75.7	44.2	137.6	65.6	48.7	38.7	25.2	9.9	3.6
Portugal	14.5	10.5	16.9	9.9	1.4	3.3	2.9	1.6	0.8
Spain	103.4	64.9	54.9	61.7	18.6	27.5	27.2	3.0	10.6
UK	256.4	88.7	101.5	99.5	76.5	33.5	49.1	10.9	7.8
PanEurope	12.4	20.3	2.6	3.0	0.4	9.1	15.4	3.2	5.2
Other Europe	12.9	1.8	1.6	3.4	3.0	4.7	1.9	34.9	0.7
Multinational	39.4	23.7	0.7	6.0	0.5	0.4	0.2		1.2
European Total	818.6	423.6	377.4	372.0	251.0	180.8	216.5	34.9	46.6
US Total	933.6	1,358.9	1,276.7	1,013.7	1,550.2	1,511.8	1,129.70	364.9	414.2

（出所）AFME ホームページ  
（<http://www.afme.eu/Documents/Statistics-and-Reports.aspx>, 2014年8月8日および2015年10月1日アクセス）により作成。

表2 欧州における裏付け資産別の残高の推移

単位：10億ユーロ

	2009	2010	2011	2012	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2013
ABS	225.1	191.0	194.7	197.7	195.6	201.2	190.8	201.3	788.9
COO/CLO	264.0	226.5	180.0	161.9	150.9	144.8	137.8	132.6	566.2
CMBS	161.4	154.5	134.5	117.3	115.3	113.2	102.0	100.7	431.2
RMBS	1,373.2	1,303.0	1,199.5	979.1	941.6	915.7	904.5	862.8	3,624.7
SME	166.7	175.2	179.6	156.9	148.4	131.7	125.8	116.1	522.1
WBS/PI	67.2	70.8	67.6	70.0	71.1	72.3	71.3	72.8	287.5
	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2014	2015Q1	2015Q2		
ABS	191.8	186.7	192.5	197.8	768.8	193.6	195.4		
COO/CLO	123.2	114.0	114.1	111.3	462.6	101.3	100.4		
CMBS	95.7	87.3	85.5	86.0	354.5	82.9	82.9		
RMBS	845.6	866.1	863.3	852.7	3,427.7	809.9	789.4		
SME	104.2	104.2	104.3	106.9	419.6	100.1	97.0		
WBS/PI	73.2	74.0	73.7	73.9	294.8	72.5	72.4		

（出所）表1と同じ。

## 3. High-quality securitization とは 何であったのか

### （1）High-quality とは何であったのか

BoE（Bank of England、イングランド銀行）およびECBなどが中心となり、証券化商品を積極的に組

成するための施策が検討されてきた。その中でも、欧州では、証券化商品の裏付け資産に対する質の向上について、この数年間活発な議論が繰り返されてきた。しかしながら当初、‘High-quality securitisation’という言葉が出回ることになったものの、最終的にはその表現に関する明確かつ共通の定義は発表されることはなかった<sup>6</sup>。そのような状況のなか、BoEおよびECBでは、明確な定義ではないものの、この high-quality securitisation を予測可能なパフォーマンスを有する裏付け資産で組成された証券化商品として位置付けている<sup>7</sup>。つまり、時系列での分析を可能とする長期データを有する裏付け資産によって証券化商品を組成されることを強調しているものと推測される。また、Afme (2014)によると、high-quality securitisation とは、パフォーマンスが良く、裏付け資産のデフォルト率が低いもので組成されていると述べている<sup>8</sup>。すなわち、安全性が高い高品質な裏付け資産で証券化商品が組成されていることを意味している。

このように語句だけが先行し、定義が明確になることがなく、さらに抽象的な説明が続く状況のなか、規制当局もまた、証券化商品市場を復活させるために、high-quality についての関心を寄せ始めていた。これを受け、EBAは、欧州委員会に、この概念に関する研究および助言を求めている。他方、2012年、Afme (Association for Financial Markets) は、European Financial Services Round Table とともに PCS (Prime Collateralised Securities, 優良証券化商品) 構想を立ち上げていた時期もあった<sup>9</sup>。この PCSこそが high-quality securitisation の前身になっていたであろう<sup>10</sup>。

High-quality の定義が発表されないまま、BoEおよびEuropean Central Bank Staff (2014) が発表した共同ディスカッションペーパーの中では、高品質について“high-quality securitisation”から“qualifying securitisation”という語句により説明されるようになったのは記憶に新しい<sup>11</sup>。この“Qualifying securitisation”という用語には、できる限り中立的なものを連想させるべき要素が含まれていると論じられている。この中立的な点を踏まえると、中央銀行が活用している“qualifying securitisation”の方が、“high-quality securitisation”よりも好ましい語句として認識されていたようである<sup>12</sup>。

続いて、この共同ディスカッションペーパーでは“qualifying securitisation”を他の証券化商品と識別

するために、その性質について賛同できるハイレベルと呼べる原則 (Box 3 Principales of a ‘qualifying securitisation’) について紹介している。この原則により、適格な (qualifying) 証券化商品の組成を実現することができる。また、Afme および European Financial Services Round Table によって2009年から2012年に手掛けたPCSを発展させるための共同作業の目的や成果は、この原則に沿ったものであると考えられている<sup>13</sup>。代表的な原則に関しては、森谷 (2015) を参照していただきたい。

発表されたディスカッションペーパーでは、サブプライムローンを裏付けとして組成された証券化商品が二度と販売されないようにするためにも、問題として指摘された点を改善するような原則が提供されている。この原則からも、注目されている High-quality securitization や qualifying securitization は、投資するうえで魅力的であり、ヨーロッパにおける private securitization 市場の発展を促進させるものになるであろうと期待されていたのは事実である。その後、High-quality securitization や qualifying securitization は STS securitization という表現に変化することになった。そこで、High-quality に代わる STS securitization とは何かについて概観する。

## (2) STS securitization の誕生

2015年9月30日、欧州委員会は証券化商品の新しい姿を提案した。その証券化商品とは simple, transparent and standardized (STS) securitization と呼ばれるものである。欧州委員会側は、良いマーケットを創設することを目的に再スタートする試みを抱いている。その際、STS securitization と基準を満たしていない他の証券化商品を区別する体制作りをも目標の一つとして掲げている。

欧州理事会では、証券化は金融機関から非金融機関にリスクを移転する効果的に手段であると指摘している<sup>14</sup>。このことにより金融機関の貸出能力を高めるだけでなく、非金融機関は会社の運転資本の調達に際しチャンネルを広げることもできるというメリットを挙げている。そこで、欧州理事会では欧州委員会に、優先順位の問題として、2015年末までには、欧州のレベルそして国際的なレベルでの現在進行している新たな取り組みを土台に STS securitization のフレームワークを提案するよう要求してきていた。さらに欧州議会では、STS securitization の発展は、継続持続可能

かつ透明性の高い証券化商品市場を立ち上げるために、その発展を上手に活用し、イニシアチブを歓迎すべきであることを主張していた。その際、リスクをモニタリング、評価（測定）、そして管理するための効果的手法とともに、**high-quality securitization** の一律の定義を有する明確な規制当局によるフレームワークを進展させることが重要であると指摘していた。

この **STS securitization** のフレームワークの目的とは何か。欧州委員会は、主要な目的として以下の4つをあげている<sup>15</sup>。第1に、**STS securitization** が効果的な資金調達手段として機能できるような継続維持可能な基準のもとでマーケットを回復させることである。第2に、広範囲に渡る機関投資家に、事実上のリスク移転を可能にすることである。第3に、銀行と同様に、生命保険会社のようなノンバンクにも効果的な資金調達のメカニズムとして証券化を活用させることである。第4に、投資家を保護するため、そしてシステミックリスクを管理することが挙げられている。基本的には、**high-quality** のフレームワークとは変わらないものになっている<sup>16</sup>。これらを実現するためにも、欧州委員会は **STS** そのものを特定する明確な基準を検討することになった。

そこで、**STS securitization** とは何かについて説明する。欧州委員会では、**simple** と **transparent and standardized** に分類し、その意味について以下のように説明している。まず、**simple** では以下の4つが掲げられている。第1に、証券化商品の裏付け資産は同種のローンでなければならない。つまり裏付け資産を統一することにより、中身を単純化させる狙いがあると推測される。第2に、再証券化商品を組成することは許されない。このことは2008～2009年の金融危機の発端になった問題、つまり複雑化した且つ不透明な証券化商品の組成を禁止することを求めている。第3に、ローンに関するデフォルトリスクを見積もることができる長期の信用履歴を保管しなければならない。このことは、長期間に渡るデータを用いることにより正確なデフォルト率を算出することを可能にするための要求であることが理解できる。第4に、ローンの所有権は証券化の発行体に移転しなければならないと記されている。これは、**OTD (Originate-to-Distribute)** モデルそのものを排除する狙いがあると推測される。以上の事項から、サブプライム問題の発端となった部分を根本的に見直し、本来あるべき証券化の姿へと軌道修正を謳っていることが理解できるであろう。また、

第2のサブプライム問題を引き起こさないためにも、中身が不透明かつ複雑であった証券化商品から、プールの中身がよく見える均等のとれた証券化商品を提案していると考えられる。それがまさしく **simple** と呼ばれる所以である。

続いて、**transparent and standardized** については5つの事項が挙げられている。第1に、証券化の裏付け資産は、同等の貸出基準を用いて融資された債権を対象としなければならない。つまり、このことはリスクが均等である裏付け資産を用いることを強調している。さらに、“**cherry-picking**”の債権の使用は認めないことをも付け加えている。すなわち、質の悪い債権を排除することを目的としている。第2に、ローンポートフォリオの少なくとも5%はオリジネータが保有しなければならない。第3に、ドキュメント（公文書）は、組成するうえでのストラクチャーに関して詳細な説明をしなければならない。第4に、裏付けとなる債権に関するデータは継続的に報告しなければならない。第5に、証券化商品の組成に関わる全ての重要な関係者の契約上の義務、責務そして責任について明確にしなければならないことを提案している。これらのことから、融資基準が一致された裏付け資産によって標準化された証券化商品の組成、またそれに関わる機関の責任の所在を追求していると考えられる。さらには、データの継続的な公開により、デフォルトリスクが明確になる透明性かつ標準化が伴った証券化商品市場の回復への狙いが込められている。

しかしながら、提案された **STS securitization** を適切な基準とどのように照合させていくのかという課題が生じているのは事実である。欧州委員会は、オリジネータ、スポンサー、そして発行体からの詳細な情報開示を求めている<sup>17</sup>。投資家自身が適切な査定や証券化に関するリスクの暫定を行うために、証券化商品を組成する関係者の責任として全ての情報を提供することを要求している。それらは、投資家がウェブ上で入手できることを求める法律においても提示されている。

以上から、欧州では証券化商品市場の回復を念頭に取り組みが次々と展開されている様子が理解できる。その取り組みは、2009年初め、IOSCOが証券化商品市場に対する規制当局の監視を如何に改善していくのかについてのレポートを報告したことから始まった。2012年6月、AfmeなどがPCSを発表するに至った。欧州における市場の信頼を取り戻すという狙いとともに、投資家やオリジネータのために持続可能な投資や

資金調達手段として ABS (Asset Backed Security, 資産担保証券) 市場を強化するための PCS として紹介された。さらに、PCS 構想の中心は、証券化商品を発行するうえで厳格な基準に見合っているかを決定するレベルについてであった。その後 PCS から High-quality という表現が活用されるようになった。しかしながら、High-quality の定義や特徴も明らかになることなく、BoE や ECB は qualifying securitization を発表した際、simple, standard and transparent とその特徴を記した。他方、2014 年 10 月、EBA のディスカッションペーパーの中で、simple, standard and transparent (SST) securitization が紹介された。これまでは、優良な証券化商品、高品質な証券化商品と抽象的なものであったが、提案されている証券化商品の特性そのものが理解できる表現へと変化していったものと考えられる。そして今日、欧州委員会では STS securitization とは何か、その基準を明らかにするとともに、健全な証券化商品市場の回復に取り組んでいる。では、なぜ欧州は証券化商品市場の復活を強く望んでいるのであろうか。次に、その背景と理由について考察する。

#### 4. なぜ、証券化商品市場を回復させたいのか

##### (1) 中小企業のための資金調達手段としての証券化

欧州では、悪の金融商品として位置付けられるようになった証券化商品の汚名を晴らすため、原点に戻り、組成するうえでの基準を長年かけて進めてきた。しかしながら、資本市場での資金調達は証券化だけではないものの、なぜ、欧州では証券化商品市場の復活に積極的に取り組んでいるのであろうか。その理由について、ディスカッションペーパーやジャーナルなどでも明らかにされているように、中小企業の資金調達手段として証券化という金融技術を活用させるということが挙げられている。前に述べたように、欧州における証券化商品の残高を見ると、RMBS が大きな割合を占めており、SME securitization は全体の 10% も満たない程度である。

しかしながら、なぜ、中小企業のための証券化商品市場の育成に積極的な姿勢を持ち続けているのか。その背景について見ると、欧州経済と金融危機が関係している<sup>18</sup>。周知の通り、欧州企業の大半は中小企業で構成されている。中小企業が多く存在するイタリア、スペイン、ポルトガルでは高い生産高および雇用を創出していると評価されている。このような諸国の中小企

業の資金調達を支援することによって経済回復の契機につながると考えられている。その一方、現在、中小企業は金融危機の煽りを受け、銀行による貸し渋りにも直面しているという問題を抱えている。たとえ融資を受けたとしても、中小企業の場合、通常よりも非常に高い金利が設定されていることは言うまでもない。そのため欧州では、このような中小企業の資金調達手段として証券化の促進を目標として掲げている。

また、欧州企業は借入れによる資金調達が多く、銀行に依存している中小企業が大多数である。そのため、資金調達手段の多様化を図ることにより、中小企業も資本市場に直接アクセスすることが可能になるという期待もある。さらに、欧州の経済を支えているのは中小企業であり、経済を活性化させていくためには、銀行の貸出姿勢に左右されない円滑な手段として証券化を位置付けようとしている。2008 年～2009 年の金融危機に陥った際、欧州における SME securitization のデフォルト率は 0.1% であったことも、中小企業のための証券化組成を促す要因にもなっているものと推測される<sup>19</sup>。

では、中小企業の証券化商品市場を促進するための環境は整備されているのであろうか。現在の EU 構想では、銀行が中小企業に融資し、その債権を裏付けに証券化商品を組成することを容易にしようとしているが、これだけではマーケットを復活するには不十分とされている。そこには、SME securitization のデフォルトリスクが低いといえども、中小企業の信用力というものが大きな問題として課題となっている。そこで、EU 構想では中小企業が融資を受けやすいプログラムやファンドを既に構築している(表 3 参照)。たとえば、2014 年 3 月に EIB (European Investment Bank) や EIF (European Investment Fund) によって創設そして管理されている EREM (EIF Credit Enhancement/EIB Group Risk Mandate) のプログラムがある。SME securitization への保証を提供している。また、発行された SME securitization の低格付けの債券に関しても保証を付与している。このことにより、投資家の保護、そして中小企業の資金繰りを支えとともに市場型間接金融をも実現している。さらに、EREM が保証した中小企業の貸付債権に関して、銀行にとってゼロリスク資産として見なされるため、自己資本比率に影響を受けないことから、中小企業のための証券化が組成しやすい環境へと変化することができるかと期待されている。

加えて、COSME (Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises) は、欧州委員会によって創設され、EIF の管理下に置かれる中小企業の資金調達を支援するためのプログラムを提供している<sup>20</sup>。COSME は、設立、設備投資による拡大などの様々な段階で、中小企業が資金を調達するアクセス手段を拡大するためのプログラムが用意されている。そのプログラムの一つとして LGF (Loan Guarantee Facility) が提供されている。この LGF は保証会社、銀行、リース会社などの金融仲介機関に保証そして再保証を提供することにより、中小企業への融資を促すことを可能にしていると考えられている。COSME というプログラムでは、22 万～33 万社に保証を提供することができ、その融資額は 140 億～210 億ポンドになるであろうと期待されている。

また、フランスでは発行体である銀行の組成スキームを支援するための施策を提供している。それは、BNP パリバなどの金融機関によって設立された ESNI (Euro Secured Note Issuers) である。ESNI では SPV (Special Purpose Vehicle) の設立を通じて、証券化商品を組成する欧州の全ての銀行を支援している。その第1号として2014年4月にESNIによってESN (Euro Secured Note) が発行されている。このESNは、適格な基準に見合った中小企業への貸付債権に基づいて組成された新しい証券化商品として紹介されている。また、この金融商品は、資本市場の参加者間の担保として、投資家にとっては新しい投資資産として活用されるようになると期待されている。また、パリ証券取引所では、高品質、透明性に関する高い標準化、シンプルを可能にしているという特徴からESNを高く評価している。このように、EU全体で中小企業のための証券化組成への環境作りが繰り返されている。しかしながら、中小企業のための証券化商品を組成するうえで大きな問題が指摘されている。そこで次に、その問題点について考察する。

表3 中小企業の資金調達を支援する EU 構想

支援機関および支援プログラム	中小企業への支援内容	補足
EIF Credit Enhancement / EIB Group Risk Mandate (EREM)	SME証券化への保証を提供している。その保証は、シニア債やメゾン債への保証である。さらに、BB / Bb2のような低格付けのものにも保証を提供している。	2014年3月、EIBおよびEIFにより設立される。主に、保証の支援をしている。また、EREMが保証した貸付債権に対して、銀行はゼロリスク資産と見なすことができる。
EU SME Initiative (Securitization Option)	金融機関がオリジネートする中小企業のローンポートフォリオのリスクを部分的に保証している。欧州委員会およびEIBが、2015年～2016年の間、中小企業のローンと証券化商品に保証する権利を与えている。現在、スペインとマルタで業務が展開されているが、最終的にはEU加盟国全体で活用できるようになるであろう。	EUとEIBグループによって創設された。ジュニア・トラancheに関しては、ESGが61%まで購入する。メゾン・トラancheに関してはESIFやEUファンド、EIFによる保証が付与される。シニア・トラancheに関しては、投資家がいない場合EIFが購入する予定である。
COSME Loan Guarantee Facility (LGF) (Securitization Option)	SMEのメゾン債の保証を実施している。2014年8月以降、2つの金融商品を通じ、中小企業の資金調達手段の改善を行っている。保証会社や銀行などの金融仲介機関のために保証を提供している。	最大33万の中小企業がCOSMEによる保証を受けることができると期待されている。2020年9月30日まで、LGFのプログラムが継続されることになっている。
European Fund for Strategic Investment (EFSI)	SME証券のジュニア債の購入やhigh-quality securitizationの保証を実施している。リスクが高い中小企業への資金繰りの支援もしている。特に、中小企業のインフラ基盤や改革における投資に関して融資することを目的としている。	EFSIは、3つのEUファンド、EIBそしてEIFの出資によって設立された新しいファンドである。EUにおける現代の投資のギャップを克服する目的で創設された。

(資料) European Investment Fund ホームページ ([http://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/sme\\_initiative/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/sme_initiative/index.htm), 2015年10月29日アクセス) および [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/single\\_eu\\_debt\\_instrument/cosme-loan-facility-growth/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/single_eu_debt_instrument/cosme-loan-facility-growth/index.htm), 2015年10月29日アクセス)、European Commission ホームページ ([http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/efsi/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/efsi/index_en.htm), 2015年10月29日アクセス) により作成。

## (2) 中小企業の資金調達手段として 定着させるための問題点

中小企業の資金調達を円滑なものにしていくために、証券化商品市場を復活させるための STS 基準が発表された。また、証券化の組成を積極化させていくための融資上のプログラムも提供されている。しかしながら、SME securitization に投資する投資家が抱える問題点もある。SME securitization は、複雑な市場であると指摘されている<sup>21</sup>。中小企業の財務内容に関するデータが蓄積されるケースが多くなったものの、投資家は、証券化商品のプールされた資産や発行された債券の質に関する評価をするために、高い分析能力や多くの専門知識が必要とされるが、それは投資するうえでは当然ことである。また、ニッチな市場として位置づけられているため、分析能力や専門知識を有する投資家が限定されていることから、投資のうえでも偏りがあるものと考えられる。そのことが要因となり、新



規もしくは小規模なバイヤー（購入者）の参入障壁になると主張されている。

さらに、長期に渡って保有する機関投資家は、SME securitization に投資することができる規模そして資金を有している。年金基金や保険会社には、有能なアセットマネージャーも存在するが、発行された債券に関して情報が公開されていない場合、十分な分析ができないことから SME securitization が懸念されている。さらに、長期的な投資家が抱える重要な課題として、証券化商品の投資に対する規制当局による規制上の要件が高まっていることが挙げられている<sup>22</sup>。このことが、証券化商品そのものへの投資を消極的にさせているのではないかと考えらえる。

また、証券化商品の発行はヘッジファンドなどがリスクの代わりに高い報酬を獲得することができる魅力的なものであるものの、金融商品を売買するセカンダリーマーケットが限定されているため、主流な投資商品とはならないと指摘されている。また、社債と比較すると市場での流動性が欠如していると同時に、売買価格が不透明であることも、投資するうえでの問題点となっている。以上から、中小企業のための証券化商品を組成する道は開けたものの、それに投資する投資家側の問題が山積みとなっているのは事実である。では、欧州における証券化という金融技術は定着するのだろうか。次に、その際の課題について検討する。

## 5. 欧州において証券化は定着するのか

欧州全体で、証券化商品市場を復活させるために、STS securitization が誕生した。STS securitization に関する基準についても明らかにされたが、これについて疑問を投げかけている機関が存在している。フランスの機関の一つである AMF の Managing director である Eliet 氏は、FINANCIAL TIMES のインタビューで以下のような主張を唱えている<sup>23</sup>。欧州の Financial Services Chief の Lord Hill 氏が 2015 年 9 月に発表した構想は、決定的要素の欠如そしてマーケットの動きを阻止することになると警戒する声をあげている。その理由として、STS securitization を組成する際に、simple, transparent and standardised の基準が充足されているのかを決定する責務を負うのは発行体および投資家であるという意見を受け、Eliet 氏は、このような責任を両者に負わせるのであれば証券化商品市場の回復の兆しは見られないと主張している。勿論、Lord Hill 氏の発言を実現するためには、欧州議

会や中央政府による承認が必要とされる。しかしながら、この発言から STS securitization のフレームワークが構築され、それについて提案されたものの、その要件を満たしているのかどうかについて判断する機関が不在しているという問題を抱えていることが明らかになっている。

発行体である銀行は、証券化商品を組成するうえで、裏付け資産の質さらには手法については判断し、ある程度の責任を負うことができるものの、この一個人の提案が議会の承認を得ることになれば、限られた情報だけを有する投資家の信頼を再度損ねることになるであろうと考えられている。そこで、Eliet 氏は投資家ために、STS を満たしているのかを見分けるのは、利害関係のない規制された第三者に委ねるべきであることを主張している。その際、裏付け資産に関する質を判定する要素として、格付けは参照してはならないとしている。格付機関の意見を参照しないということは、サブプライム問題の発端の一つとなった金融機関との利益相反を回避するためのものと推測される。また、投資家の中でも、大規模な投資家がマーケットでの経験と情報を有しているのが一般的であるが、Eliet 氏は、証券化商品市場を回復させたいのであれば、中規模な投資家を呼び込むことを求めている。このことから、STS securitization が誕生したものの、組成していくなかで問題や課題が残されていることが理解できる。これらを解決していくことによって、回復の兆しが見えてくるものと思われる。

また、欧州ではカバードボンドが銀行によって発行されている。カバードボンドは、銀行の信用力および担保の付与によって発行されている債券であるため安全性が高いということから証券化商品よりも需要が高いとされている。そのため、証券化商品市場の回復は困難ではないかとの意見もあるが、中小企業に関していうのであれば望みは残されている。その理由として、カバードボンド市場を有する数か国の法律では、中小企業の貸付債権を活用したカバードボンドの発行を禁止しているのである<sup>24</sup>。そのため、中小企業のためのカバードボンドは比較的新しいものであるということから小規模市場とも紹介されている。このことから、SME securitization の活発な組成が期待できるものと考えられる。

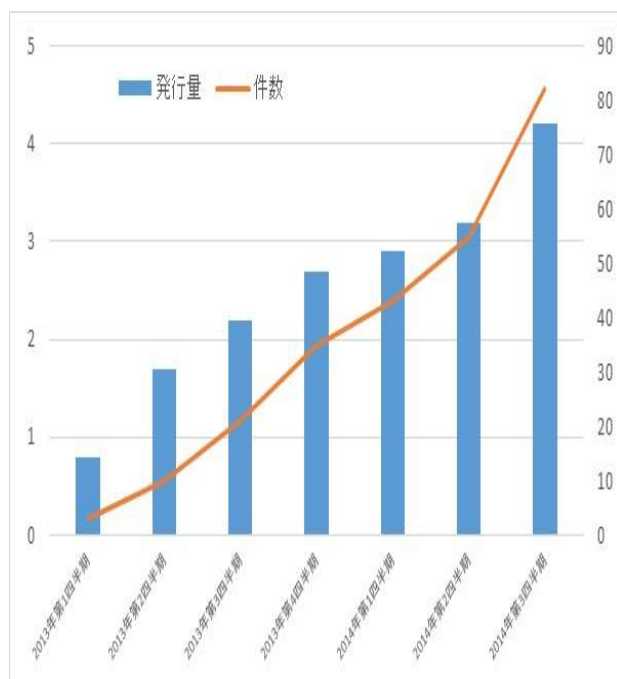
さらに、イタリア証券取引所では中小企業のためのミニボンド市場を手掛けている<sup>25</sup>。2013 年第 1 四半期には僅か 3 社の社債の発行であったが、2014 年第 3



四半期には82社にまで増加している(図1参照)。このミニボンドを裏付け資産として証券化商品を組成するケースも台頭している。このことから、欧州全体で中小企業のための証券化を推し進める要因が理解できるとともに、中小企業の資金調達手段の多様化の一つとして証券化が定着する可能性も生じるであろう。

この数年、欧州では証券化の在るべき姿を模索するに際し、その中身を明らかにしようということにより、PST、High-qualityなどの表現が生み出されたものと思われる。最終的にはSTS securitizationに落ち着くことになった。しかしながら、その要件の判定に関しては不透明なままである。今後の課題として、新しい金融商品が創出されている証券市場の中で、証券化はどのような意義を有しているのか、さらには誰のための証券化なのかを改めて検討する必要がある。このことを検討していかなければ、新しい証券化商品の姿が台頭したとしても、それを軌道に乗せることは困難であると考えられる。

図1 イタリアにおけるミニボンド市場の状況



(出所) Nassr,Iota Kaousar and Wehinger,Gert (2015), p.170

(注) 左軸：発行量(単位：10億円ユーロ)、右軸：件数

## 参考・引用文献

- 江川由紀雄(2014)、「欧州連合(EU)の証券化活性策をECBとイングランド銀行が提案」、『新生ストラテジーノート』、第155号、6月2日。
- 寺村知芳、江川由紀雄、大塚康成、宮澤秀臣(2014)、「第3部：パネルディスカッション『バーゼルⅢ移行後の証券化商品の扱い—課題と望まれる対応—』、『SFJ Journal』、Vol. 9、流動化・証券化協議会、August.
- 森谷智子(2015)、「欧州における証券化商品市場への期待~high-qualityを考える~」『嘉悦大学研究論集』第58号第2号、3月。
- Afme(2012)，“Press Release Finance Industry Launches ‘PCS’ Securitisation Label to Revitalise Market”，(AFME ホームページ, [http://www.afme.eu/Press\\_Releases/](http://www.afme.eu/Press_Releases/), 2014年9月1日アクセス)。
- Afme(2014a)，“High-quality securitization for Europe~The market at a crossroads~”，June, (<http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset/10823>, 2014年7月30日アクセス)。
- Afme(2014b)，“Re : Response to the Discussion Paper : The case for a better functioning securitization market in the European Union”，July, (<http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset/10999>, 2014年8月30日アクセス)。
- Aiyar,Shekhar etc (2015)，“Revitalizing Securitization for Small and Medium-Sized Enterprises in Europe”，IMF STAFF DISCUSSION NOTEW, May
- Bank of England and European Central Bank (2014)，“The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks and How to Deal with Them”，([http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe\\_impaired\\_eu\\_securitisation\\_market\\_en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market_en.pdf), 2014年4月20日アクセス)。
- Bank of England and European Central Bank staff (2014)，“The case for a better functioning securitization market in the European Union”，A Discussion Paper, May.
- Blommestein,Hans J., Keskiner,Ahmet and Lucas,Carrick (2011)，“Outlook for the

- Securitisation Market”, OECD Journal:Financial Market Trend, Issue1.
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2015), “EBA technical advice on Qualifying Securitisations Public Hearing Event-London 26 June”, (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1116637>, 2015年7月1日アクセス).
- European Commission (2015a), “A EUROPEAN FRAMEWORK FOR SIMPLE AND TRANSPARENT SECURITIZATION”, 18 February, ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document_en.pdf), 2015年10月1日アクセス).
- European Commission (2015b), “Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL”, 9 September, ([http://ec.europa.eu/dgs/home-affairs/what-we-do/policies/european-agenda-migration/proposal-implementation-package/docs/proposal\\_for\\_regulation\\_of\\_the\\_ep\\_and\\_council\\_establishing\\_an\\_eu\\_common\\_list\\_of\\_safe\\_countries\\_of\\_origin\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/dgs/home-affairs/what-we-do/policies/european-agenda-migration/proposal-implementation-package/docs/proposal_for_regulation_of_the_ep_and_council_establishing_an_eu_common_list_of_safe_countries_of_origin_en.pdf), 2015年9月25日アクセス).
- IMF (2015), “Proposed Attributes of High-Quality Securitization in Europe”, 7 May (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1507annexII.pdf>, 2015年8月20日アクセス).
- Jason H.P. Kravitt, Sairah Burki, Calvin Wong, and Deborah Toennies (2015), “Implementation of Securitization Regulatory Reform”, *THE JOURNAL OF STRUCTURED FINANCE*, spring.
- Nassar, Iota Kaousar and Wehinger, Gert (2015), “Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation private placements and bonds”, OECD Journal Financial Market Trends, (<http://www.oecd.org/finance/Unlocking-SME-finance-through-market-based-debt.pdf>, 2015年10月1日アクセス).
- Perraudin, William (2014), “High Quality Securitisation: An Empirical Analysis of the PCS Definition”, ([http://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi\\_downloads/ABS\\_Aktuelles/Verbriefungsmarkt/High\\_Quality\\_Securitisations\\_PUBLIC.pdf](http://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_downloads/ABS_Aktuelles/Verbriefungsmarkt/High_Quality_Securitisations_PUBLIC.pdf), 2014年6月16日アクセス).
- Watson, Rick (2006), “The way forward-future trends for securitization and structured products”, Rick Watson and Jeremy Carter, *Asset Securitisation and synthetic Structures: Innovations in the European Credit Markets*, Euromoney Books.
- 1 Jason H.P. Kravitt, Sairah Burki, Calvin Wong, and Deborah Toennies (2015), p.83.
- 2 森谷智子 (2015) を参照されたい。
- 3 EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2015), p.2.
- 4 日本で開催されている実務セミナーでも、欧州における高品質化について話題になっている。その中の議論でも、高品質化に関する定義については難しいと論じている (寺村、江川、大塚、宮澤 (2014), pp.42~44 参照)。
- 5 勿論、カバードボンドの話の踏まえたうえで、フランスにおける証券化商品市場について発表していた。これに関しては、新たな場で論じたい。
- 6 2014年10月13日の報道でも、いまだ high-quality について定義されていないと発表されている。しかしながら2015年には、これについても最終案が発表されるであろうと期待されていた。
- 7 Bank of England and European Central Bank (2014), p.1.
- 8 Afme (2014a), p.8.
- 9 Afme (2014a), p.8.
- 10 現在では、PCSはABS全体に渡って、品質、透明性、簡素化、標準化に関する明確な基準を設けていること、さらには、欧州における証券化商品市場の回復を受け、独立した金融商品として確立しているが評価されている。
- 11 Bank of England and European Central Bank staff (2014a), p.19.
- 12 Afme (2014b), p.3.
- 13 Afme (2014b), p.2.
- 14 European Commission (2015b), pp.3~4.
- 15 European Commission (2015a), p.4.
- 16 この high-quality securitization のフレームワーク

---

は、以下の4点を発表していた。第1に、STS securitization を効果的な資金調達手段として活用できるようにマーケットを再スタートさせる。第2に、銀行と同様に幅広い機関投資家に効率的かつ効果的にリスク移転を許容される。第3に、銀行と同様に非金融機関のために効果的な資金調達手段としての機能を証券化に許容する。第4に、欠陥となった OTD モデルの再活用を回避することにより投資家を保護すると同時にシステミックリスクを管理することを挙げている。

<sup>17</sup> European Commission (2015a), p.5.

<sup>18</sup> Aiyar, Shekhar etc (2015), pp.5~10.

<sup>19</sup> European Central Bank (2014), “Capital Market Union - the “Why” and the “How”,” October 22,

([https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141022\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141022_1.en.html), 2015年10月25日アクセス)。

<sup>20</sup> European Commission ホームページ、“COSME EUROPE’S PROGRAMME FOR SMEs”,

([http://ec.europa.eu/growth/smes/cosme/index\\_en](http://ec.europa.eu/growth/smes/cosme/index_en).

htm, 2015年10月29日アクセス)。

<sup>21</sup> Nassr, Iota Kaousar and Wehinger, Gert (2015), p.98.

<sup>22</sup> Nassr, Iota Kaousar and Wehinger, Gert (2015), p.99.

<sup>23</sup> FINANCIAL TIMES (2015), “France warns that EU securitization push lacks ambition”, 26 October.

<sup>24</sup> Nassr, Iota Kaousar and Wehinger, Gert (2015), p.159.

<sup>25</sup> Nassr, Iota Kaousar and Wehinger, Gert (2015), p.170.

**\*本研究は基盤研究(c) 15K03629の助成を受けたものである。**