

EUにおける証券化再生の試みとその問題点

星 野 郁

はじめに

1. EUにおける証券化
 - (1) 危機以前の証券化の進展
 - (2) EUにおける証券化の特徴
 2. 金融危機と証券化市場
 - (1) 金融危機の証券化への影響
 - (2) 金融上の分断と中小企業金融の苦境
 - (3) ユーロ圏におけるデフレ懸念の深刻化と ECB に対する量的緩和実施圧力の増大
 - (4) 証券化市場再生計画の浮上
 3. 証券化再生計画の課題
 - (1) 証券化再生の狙い
 - (2) EU 証券化市場の現状
 - (3) 証券化再生の問題点
- 結 論

はじめに

証券化（securitization）は、グローバルな金融危機を引き起こした主要な要因の1つであった。証券化は、銀行にとっては貸出債権の早期回収やリスク移転を、組成ないし仲介を行う投資銀行には格付会社同様巨額の手数料を、投資家にも相対的に低リスクにもかかわらず高いリターンを提供する、画期的な金融革新としてもてはやされた。証券化は、専らアメリカで行われたが、ヨーロッパの銀行や機関投資家も、アメリカで証券化商品を大規模に購入したり、SPV（Special Purpose Vehicle：特殊目的子会社）を通じて証券化の過程にも深く関わったりする一方で、ヨーロッパでも、イギリスを中心に危機発生以前証券化に積極的に関与した。ヨーロッパの場合、証券化はRMBS（Residential Mortgage Backed Securities：住宅不動産担保連証券）が中心で、イギリスを別として証券化されたローン債権を銀行がすべて売却（true sale）するのではなく、規制上もしくは会計上の理由から一部をバランスシート上に保有する機会が多いことから、銀行のモニタ

リングも働き、相対的に安全と見られていた。にもかかわらず、ヨーロッパでも、証券化は結果的に不動産バブルを引き起こす一因となった。グローバルな金融危機の発生により、ヨーロッパでも証券化市場は崩壊し、安全といわれたカバード債でさえ影響を免れなかった。ヨーロッパの場合、アメリカとは異なり、住宅ローンの返済不能そのものは少なかったといわれるが、アメリカのサブプライムローンのダークなイメージも手伝って、証券化の評判は一旦は地に落ちた。

ところが、グローバルな金融危機の発生から6年が経ち、回復の兆しが見えるアメリカとは対照的に、未だヨーロッパは危機の後遺症に苦しみ、困難に喘いでいるにもかかわらず、再び証券化に脚光が集まっている。ヨーロッパにおける新たな証券化の主たる推進者は、金融業界ではなく、他ならぬ ECB (European Central Bank) をはじめとする EU (European Union) の当局である。グローバルな金融危機を引き起こす主要な原因となり、未だその強烈な負のイメージが払拭されたとは言い難いにもかかわらず、ECB をはじめとする EU 当局自らが EU 証券化市場の再生に乗り出そうとする背景には、ユーロ圏の深刻な経済状況がある。銀行危機やソブリン危機が漸く沈静化しつつある一方で、危機によって生じたユーロ圏の金融上の分断 (financial fragmentation) は依然解消されておらず、南欧の特に中小企業向け銀行貸出金利が高止まりし、実体経済の低迷を長引かせているだけでなく、2014年春以降インフレ率が1%を大幅に割り込むなど、デフレ懸念も深刻化している。財政政策には縛りが掛けられ、デフレ対策に使えない中で、ECBの金融政策は著しい緩和圧力にさらされている。アメリカやイギリスでは量的緩和が成功し、日本でも日銀が異次元の量的緩和を追求する中で、ECBにも同様の政策の実行が迫られている。けれども、ECBの場合、EU条約によって財政ファイナンスが禁じられ、内外に慎重意見が強いことから、国債の大規模な購入は困難と見られ、代わりにABS (Asset Backed Securities: 資産担保証券) が有力な候補として浮上することになった。ECBによるABSの購入は、ABSを大量に保有している銀行の負担軽減と貸出意欲の喚起、中小企業の資金アクセス条件の改善等により、ユーロ圏の金融上の分断の修復やトランスミッション・メカニズムの回復にもつながると期待され、そのような戦略の一環として、ECBをはじめとするEU当局による証券化の再生が試みられようとしている。

しかし、EUにおける証券化再生の試みが成功を収め、ECBが期待するように金融政策上でも成果を上げるためには、いくつもの課題が存在する。ECBをはじめEU当局は、自らが進めようとしている証券化は、金融危機を引き起こした、複雑で不透明、劣悪なそれではなくて、単純で透明、高品質の「良い証券化」であるとしているが、信用・不動産バブルの再燃や金融システムに予期せぬ混乱を引き起こすおそれは払拭されておらず、ECBやその他EU機関、政府によって支えられた「官製金融」が競争を歪めるおそれもある。はたして、EU当局による証券化再生の試みは、当局の狙い通り首尾よく成功を収めることができるのか、それとも失敗もしくは新たな混乱を招く契機となるのか。小稿では、ヨーロッパにおける証券化の進展と金融危機による破綻、

証券化市場の現状を踏まえて、ECBを中心とするEU当局による証券化再生の試みの問題点や課題を明らかにする。

1. EUにおける証券化

（1）危機以前の証券化の進展

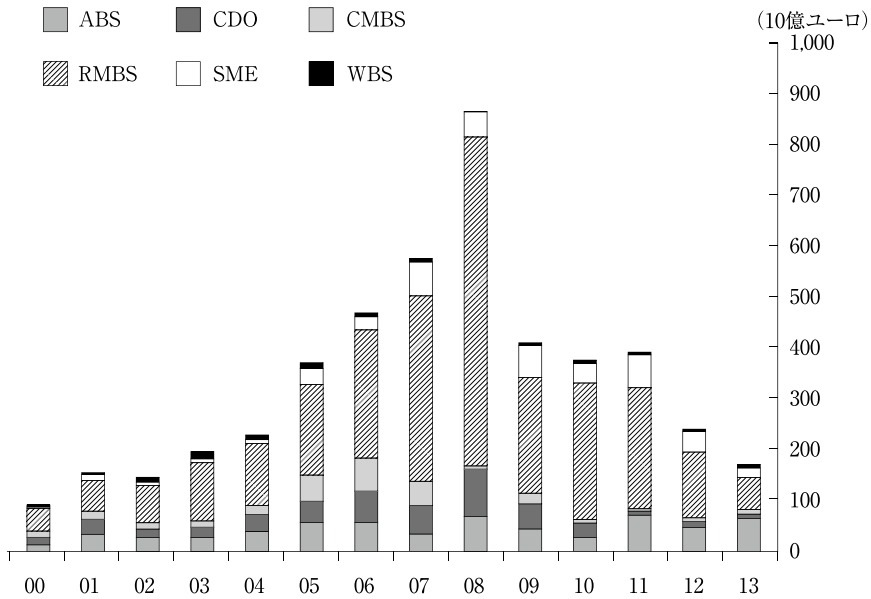
グローバルな金融危機が発生する以前、ヨーロッパの銀行は、内外における証券化の進展に深く関わった。周知のように、ヨーロッパの大手銀行や保険など機関投資家は、不動産ブームに沸くアメリカに大挙して進出し、非居住者としてアメリカの証券化商品の最大の購入者となっただけでなく、ノンバンクの子会社を設立し、ホールセール市場から調達した資金で自ら積極的なトレーディングも行うなど、証券化の進展に積極的に関与した。他方、ヨーロッパの銀行は、ヨーロッパでも証券化に深く関与することになったが、その背景にはヨーロッパの不動産ブームがあった。イギリスやスペイン、アイルランドを筆頭に、ユーロ圏の内外で住宅および商業不動産バブルが発生し、ヨーロッパの銀行は、旺盛な資金需要を満たすのに、リテール預金だけでは賄えなくなり、ユーロ導入と共に新たに誕生した、ユーロ建てインターバンク市場を中心とするホールセール市場からの借り入れと並んで、債券の発行も増大させた。

その際、銀行による債券を通じた資金調達で主要な手段となったのが、銀行債やカバード債（Covered Bonds）と、RMBS、CDO（collateralised debt obligations：債務担保証券）、CMBS（Commercial Mortgage Backed Securities：商業不動産担保証券）といった証券化商品（securitised products）であった。住宅ローンをはじめとする各種個別ローン債権を束ねて証券に組成し、投資家に転売する証券化は、ヨーロッパでは極めて新しい資金調達手段であったにもかかわらず、2003年から2007年末までに129%と急増し、残高は4970億ユーロに達していた（図1参照）。RMBSは52%と証券化商品残高の半分以上を占め、2位がCDOで27%、さらにCMBSがこれに続いた¹⁾。ヨーロッパでは、イギリスが最大の証券化市場となり、ユーロ圏ではスペインがトップで、これにポルトガル、オランダ、イタリア、アイルランドらが続いた（図2参照）。不動産バブルの激しかったこれらの国々では、不動産融資を通じて銀行に住宅ローン債権が相当額積み上がっており、過熱する不動産ブームを背景とした旺盛な住宅融資需要に応えるために、住宅ローン債権を原資産とした証券化が盛んに用いられるようになった²⁾。

1) European Central Bank (2009c), p. 10.

2) European Central Bank (2009a), p. 46.

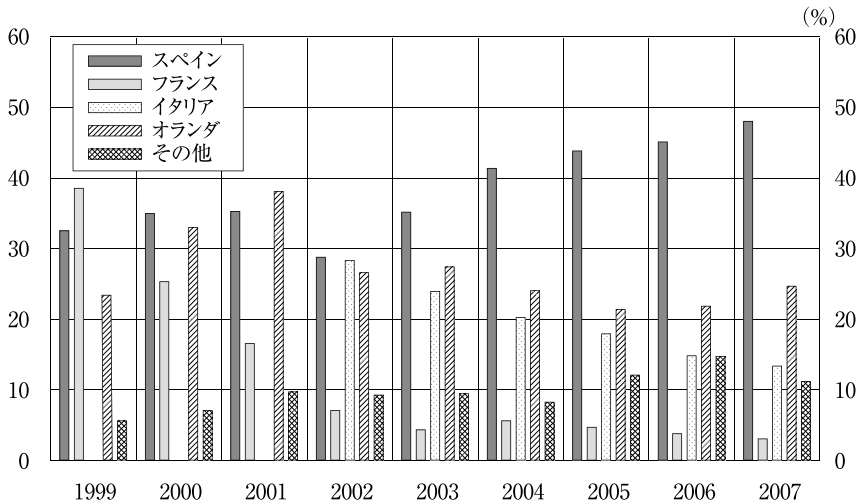
図1 ユーロッパにおける証券化発行



注) ABS:自動車ローンやクレジット・カード、消費者ローンや奨学ローン等を含む資産担保証券、CDO:担保のある国に関係なくヨーロッパ通貨建ての債務担保証券、CMBS:商業用不動産担保証券、RMBS:住宅不動産担保証券、SME:小中規模企業 (small-and medium-sized enterprises) 向けローン担保証券、WBS (whole Business Securitization:事業証券化):特定のビジネスが将来生み出すキャッシュ・フローを裏付けとして発行される証券。なお、発行された後、銀行のバランスシート上に保有される証券も含む。

出所) European Central Bank and Bank of England (2014b), p. 12.

図2 ユーロ圏における証券化残高国別シェアの推移



注) データは、国際会計基準39条の適用に従い、銀行のバランスシート上に留まる証券化債権の推移を含む。

出所) ECB (2009a), p. 52.

（２）EUにおける証券化の特徴

一口に証券化といっても、アメリカとヨーロッパ、また同じヨーロッパでも、そのあり様は異なる。アメリカにおける証券化は、‘originate to distribute’モデルといわれるように、投資銀行や大手商業銀行が、住宅金融会社から買い取った住宅ローン債権を束ねて大口の債権に組成し、それを傘下のSIV（Structured Investment Vehicle：仕組み投資事業体）やSPVに移してオフバランス化した後、SIVやSPVが当該債権を担保に証券を発行し、投資家に当該ローン債権ごと転売する。真正売買証券化（true-sale securitization）と呼ばれるこの証券化では、組成者（originator）の債権のプールがSIVないしSPVに売却されることから、組成者のリスクはバランスシートから除かれ、それゆえ自己資本の軽減にもつながる。他方、ヨーロッパの場合、イギリスにおける証券化は、アメリカのそれに近い一方、ユーロ圏における証券化は、米英のそれとは異なる。ユーロ圏の場合には、国によって違いはあるものの、規制もしくは会計上の理由³⁾から、一定の厳格な基準を満たさない限り、組成者である銀行が証券化されたローンをバランスシートから完全に除去することは認めていない⁴⁾。従って、組成者である銀行からSIVやSPVへのリスクの完全な移転は行われず、オフバランス化による資本の節約もない。スペインやオランダ、ポルトガル、イタリアなどでは、住宅融資のリファイナンスのために証券化が盛んに使われたが、リスクの完全な移転が可能となる真正売買証券化は、最高のスペインでも3割以下であった⁵⁾。その意味で、証券化とはいっても、ユーロ圏のそれは、少なくともユーロ圏における証券化の中心であった不動産や公社債担保証券に関する限り、‘originate and hold’というヨーロッパの伝統的な金融モデルに近いものであった。実際、アメリカではノンバンクが証券化の中枢を担ったのに対して、ヨーロッパでは専ら銀行が証券化の中枢を担い、証券化商品への投資家も、もちろん生命保険やヘッジファンドもいたが、銀行が多数派を占めていた。ヨーロッパの銀行の場合、ユニバーサルバンキング制度の下で証券業務も行っていたが、ドイツ銀行のような一部の例外を除き、本格的な投資銀行業務への参入は依然敷居が高い中で、証券化は重要な収益源となった。

さらに、ヨーロッパにおける証券化とアメリカにおけるそれとの違いには、不動産市場の制度的な相違も関係しているといわれる⁶⁾。アメリカでは、政府が証券化の推進を含め政府が住宅金融に積極的に関与し、フレディ・マックやファニー・メイ、ジニー・メイのようなエージェンシーと呼ばれる政府機関が、MBSあるいはMBSから派生したCMO（Collateralized Mortgage

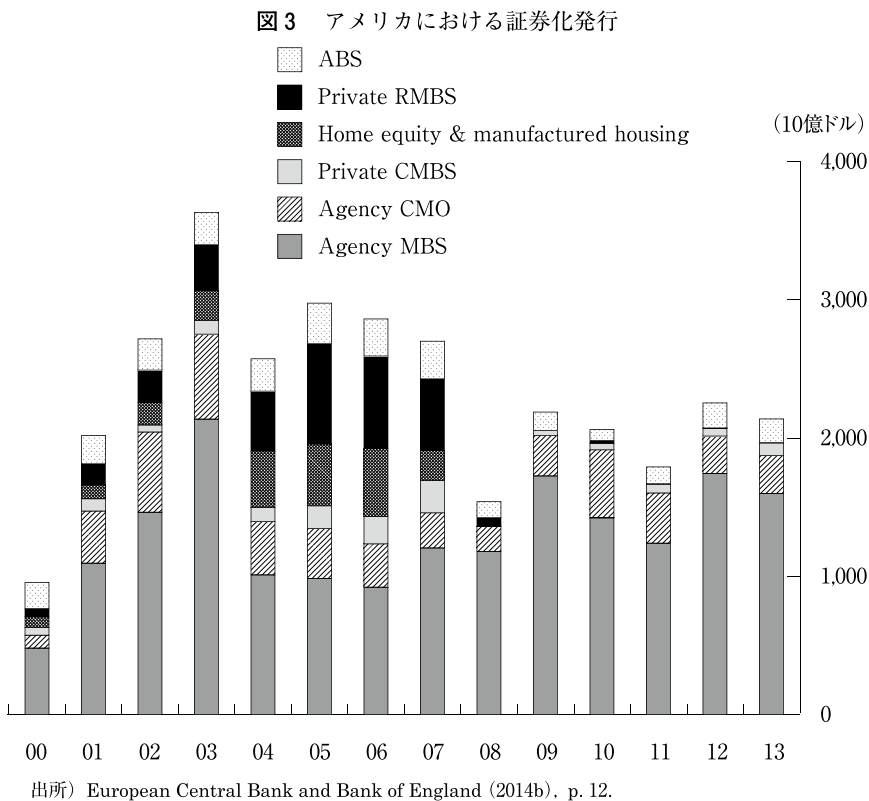
3) 会計に関しては、EUの諸国の場合ISA（International Accounting Standard）39が適用される（European Central Bank（2009a），p. 44.）。

4) アメリカの会計基準（GAAP: Generally Accepted Accounting Principles）では、証券化商品の子会社への移転によるオフバランス化がより容易に認められているといわれる（European Central Bank and Bank of England（2014b），p. 11.）。

5) *Ibid.*, p. 46.

6) European Central Bank（2009e），p. 20.

Obligation：不動産抵当証券担保債券)の主要な発行体 (Agency MBS および Agency CMO) であった (図3参照)。他方、ヨーロッパでは、政府が証券化を通じて住宅金融に関与していないため、Agency MBS 市場は存在していない。また、アメリカでは、固定金利での住宅ローンが標準であるのに対して、ヨーロッパの場合、国によって相違はあるものの変動金利の割合が高い。加えて、破産と担保権実行手続 (foreclosure) に関しても、慣習法の下にあるアメリカでは、住宅ローンはあたかも遡及権のない負債のように扱われ、担保によって保証されているものの、自己破産によっても借り手は個人的に債務を負わない。他方、実定法の下にあるヨーロッパでは、資産価値とローンの間に差額がある場合には、借り手は債務返済の義務を免れることができない。そのせいもあって、ヨーロッパでは、破産処理の法手続きが長くなる傾向にある一方、アメリカでは和解により比較的迅速な処理が行われる傾向にある。こうした両者の間の不動産市場における制度上の相違が、住宅ローンの条件や家計の負債に与える影響を通じて、結果的にアメリカとヨーロッパで異なる証券化の展開につながっている可能性のあることが指摘されている⁷⁾。実際、危機後も、後述のように、米欧の証券化市場は対照的な展開を見せることになった。



7) European Central Bank (2009e), p. 20.

それはともかく、ユーロ圏の場合、証券化にもかかわらず、住宅ローン債権の主要部分が、依然として組成者である銀行のバランスシート上に留まっており、かつアメリカのように政府がバックに控えていないとすれば、銀行は住宅ローンの借り手の信用リスクに対してより敏感になり、融資に際して厳格な審査基準の適用やモニタリングに努めるべきであった。ところが、ユーロ圏の銀行は、そのような正当かつ伝統的なリスク管理の方法ではなく、むしろ結果的にリスクを増幅するような手段をとった。すなわち、ユーロ圏の銀行は、証券化の一種で、CDS（Credit Default Swap）のような信用デリバティブを含むSynthetic CDOを典型とする合成証券化（synthetic securitization）や、オフバランスシート化した金融子会社を利用することで、バランスシート上にある原資産のプールに関する信用リスクを取り除いたり、ローン債権に課せられる自己資本負担の軽減を図ったりした⁸⁾。合成証券化の場合、証券化といっても原資産は組成者の銀行のバランスシート上に残ったままで、SPVが原資産に関連したCDSのプールを保有する形を採った⁹⁾。

最後に、ユーロ圏における証券化の特徴として、上記のような不動産市場や住宅ローンの条件、銀行の不動産融資に関する規制や会計基準上の取り扱いの相違など、各国に固有の要因や法律上の枠組みの違いを反映して、証券化のあり方も各国で著しく異なっていた。言い換えれば、ユーロ圏全体として証券化市場はおよそ統合されているとは言い難い状況にあった¹⁰⁾。

かくして、EUにおける証券化は、専らユーロ圏の銀行の資金調達源として誕生した、相対的に新しい現象であったが、2003年から2007年の危機以前の時期に急速に進展した。

2. 金融危機と証券化市場

（1）金融危機の証券化への影響

グローバルな金融危機は、2007年8月初めのいわゆる「パリバ・ショック」を以て事実上始まったといってよい。ヨーロッパの証券化に関しては、危機は既発証券の著しい評価損の発生¹¹⁾と流動性の枯渇となって現れ、証券化のいくつかのセグメントは、市場での発行が著しく困難となった。証券化商品のうち、危機の発生により最初にかつ最も大きな打撃を受けたのが、不動産関連のCDOやCMBSなど、高度に複雑で不透明なセグメントで、投資家のリスク回避や単純さへの回

8) European Central Bank (2009d), pp. 54-8.

9) European Central Bank (2009a), p. 50.

10) European Central Bank (2009b), pp. 10-11.

11) 証券の評価損を、エクスポージャーに対する評価損の割合（損失率）で見ると平均7.0%で、仕組み証券に限れば15.1%であった。なかでも、ABSsやRMBSsを裏付けとしたCDOs, CMBSs, RMBSsの損失率の高さは、それぞれ57.7%, 25.6%, 12.5%と際立っており、投資リスクの高さを物語っていた（ECB (2009f), p. 91.）。