

資金調達手段としての 証券化

谷山邦彦

デロイトトーマツFAS株式会社
バリュエーション ディレクター



1 最近の証券化の動向

今回は、CFOの視点から、資金調達手段としての流動化、証券化について整理する。

まず、最近の証券化の動向についてみてみよう。

証券化については、サブプライム問題の影響から、不動産ローンを担保にした証券や複雑な仕組み債の発行額が急減している。一方、比較的安全な証券化商品の需要が回復傾向にあり、市場は正常化に向かいつつある。

サブプライム問題は、証券化の手法

を用いて低所得層向け住宅ローンで証券化し、一般の社債や企業向け貸付金、消費者ローン債権、自動車ローン債権などを合成した証券化商品をつくり、それを機関投資家やヘッジファンドなど世界中の投資家に販売したため、全世界にリスクが分散した。その後、不動産価格の下落を起因として、債務不履行が発生し、世界の金融機関において信用収縮の連鎖が起こった。

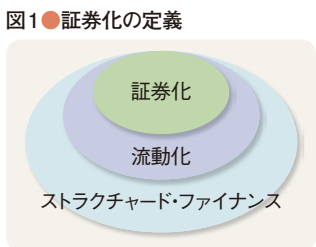
このサブプライム問題は、ローンの証券化の問題点を浮き彫りにさせた。すなわち、証券化によってリスクの所

在が複雑になり、証券が作られる過程で元のローン債権が分割されたり、他のローン債権とまとめられたりしたことにより、証券にどの程度のリスクがあるのかわかりにくくなった点が問題視された。

これを契機に、情報開示や客観的な評価の厳格化を含めて、発行者側、投資家側のみならず、販売側あるいは格付機関にも冷静かつ節度のある姿勢が求められる傾向にある。

2 証券化の仕組み

資産の証券化は資産流動化の一形態として整理することができる。さらに、上位概念としてストラクチャード・ファイナンスがある。

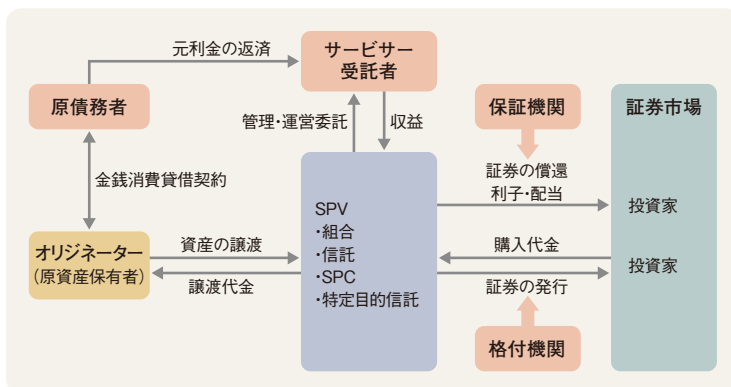


資産流動化は資産の所有者がその資産をオフバランスさせ、その資産のキャッシュ・フローを

担保に資金調達を行う。証券化はその際に投資家に対して証券を発行する形態をいう。具体的には、オリジネーター（原資産保有者）から仕組み

上の媒体であるSPC（特別目的会社）、信託、組合等のSPV（特別目的媒体）ないしビークルに指名金銭債権や不動産等の資産を移転し、それらの資産から生じるキャッシュ・フローを裏付けとして、ABS（資産担保証券）、MBS（モーゲージ担保証券）等の証券化商品を発行する仕組みである。なお、事業会社では、売掛債権等の金銭債権等を担保財産としてSPC（特別目的会社）により発行されるコマースペーパー、資産担保CP（ABC）が利用されている。

図2 証券化の典型的な例



3 証券化のメリット、デメリット

CFOとしては、オリジネーターの観点から、証券化のメリット、デメリットについて検討する機会が多いと思われるので、ここで整理してみよう。

図3 ●オリジネーター（原資産保有者）にとっての証券化のメリット・デメリット

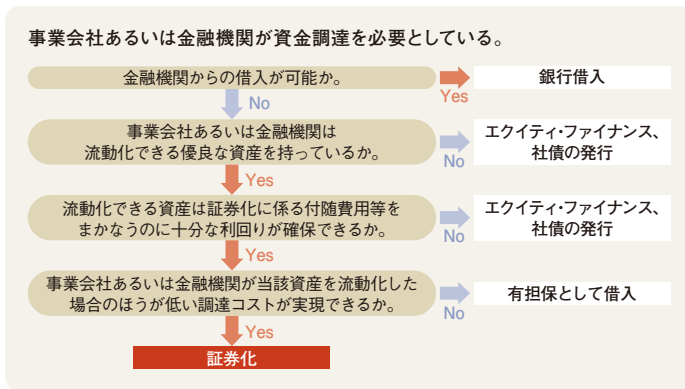
	メリット	デメリット
リスク	資産を持ち続けること自体のリスク	リスクの所在が不明確になる場合がある。
オフバランス	資産を貸借対照表から外すことができるので、オフバランス化によるバランスシートの圧縮が可能となる。 ROAあるいはROE、自己資本比率が改善される。	
資金調達	資金調達手段の多様化が可能になる。	
調達コスト	オリジネーターの信用力が低くても、証券化対象資産の信用力が高ければ、オリジネーターの信用力より高い信用力のある証券が発行可能となり、低コストでの資金調達が可能になる。	通常の借入に比べて、アドバイス料等による資金調達のコストが高くなる可能性がある。

4 主な証券化対象資産

対象となる証券化の裏付け資産はつぎのものが挙げられる。

リース債権、クレジット債権、割賦

図4 ●証券化に関する意思決定のフローチャート



事業会社あるいは金融機関のCFOが資金調達を検討する際には、次を示す証券化に関する意思決定のフローチャートが参考になるかと思われるので参考にさせていただきたい。

5 証券化の意思決定プロセス

債権、カードローン債権、住宅ローン債権、一般貸付債権、売掛債権、入居保証金返還請求権、不動産（テナント債権）、診療報酬権、知的所有権、保証債権

6 証券化商品の価値評価

各種資産担保ローンを裏付けとした証券化商品の価値評価は、そのキャッシュフローが変化するところに特徴がある。静的モデルに基づく、複数の裏付け資産を前提とした場合のABSあるいはMBSに関する価値算定式を左のように表すことができる。

$$P_{MBS} = \sum_{i=1}^{WAM} \frac{CF_i}{(1+r/12)^{t_i}} = \frac{CF_1}{1+r/12} + \frac{CF_2}{(1+r/12)^2} + \dots + \frac{CF_{WAM}}{(1+r/12)^{WAM}}$$

CF_i : t期におけるローン債権からの月度ベースのキャッシュ・フロー

r : 割引率（年率ベース）

WAM : 加重平均満期ローン債権の最終満期

なお、金利変動によって繰上返済することが想定される場合には、金利バ

7 金融資産の消滅の認識

財務構成要素 アプローチ

最後に、証券化商品の会計上の取り扱いをみてみよう。金融資産に流動化、証券化が進展してきたことに伴い、金融資産をオリジネーターが譲渡した後も、引き続き回収義務を引き受けたり、貸倒れリスクを引き受けたりといったように、財務構成要素（将来のキャッシュの流入、回収サービス権、信用リスク、期限前償還リスク）を分解して取引を行うことができることになった。金融商品会計基準では、証券化商品の会計上の取り扱いについて、このような財務構成要素アプローチを採用している。したがって、オリジネーターとしては、個々の財務構成要素ごとに、支配が他に移動しているか否かを判定し、消滅の認識（オフバランス化）と存続の認識（資産計上を継続）をすることになる。