

# 金融資産証券化のストラクチャーと担保

大庭清司

目次

はじめに

I. 金融資産証券化のストラクチャー

II. 資産担保証券と担保

1. 自動車ローン債権担保証券の例

2. MBS の例

3. クレジットカード債権担保証券の例

III. 金融資産の証券化と他の金融技法

1. 設備信託証書

2. レバレッジド・リース

3. プロジェクト・ファイナンス

おわりに

## はじめに

1970年代にアメリカで盛んになった MBS (モーゲージ担保証券), ABS (資産担保証券) といった金融資産証券化 (広義の資産担保証券発行) の技法は, 日本でもしだいに利用されつつあるが, このような金融技法の革新を担保制度発展の歴史の中にどのように位置づければよいのか, というのが本稿の問題意識である。

証券化は, 例えば商業用不動産の開発プロジェクト遂行に際して見られるような, 出資証券 (エクイティ) の形で証券が発行されるタイプと, 貸出債権の証券化など, いわば確定利付きかつ期限付き債権を担保にした債券 (デット) 発行のタイプに, 大別できる。後者の典型例が, MBS や ABS である。

1960年後半以降アメリカで急拡大した REIT (不動産投資信託) も不動産証券化の一形態である。これは投資形態により不動産を直接所有するエクイティ型 REIT, 不動産担保ローンを

行うモーゲージ REIT, あるいはその混合型に分類できるが, 現在ではエクイティ型が中心となっている。REIT では証券が発行された後, 投資収益が, 会社型の場合には株式持分, 信託型の場合には受益権持分に依りて投資家に配分される仕組みとなっている。

証券化の経済的意味合いを研究する場合には, このような複数タイプの証券化についてすべてを検討対象とすべきであるが, 今回は, 担保制度の歴史的発展と証券化との関係を考察することを目的としたので, 「金融資産の証券化」, 中でも「債券発行」タイプの証券化に研究対象を絞りたい。また, 研究の主たる素材は, 金融資産証券化の先進国であるアメリカに求めることにする。

## I. 金融資産証券化のストラクチャー

金融資産証券化の目的は多様であるが, 主な目的を挙げるとつぎのようになる。①同じビ

ビジネスを始めから終わりまで遂行することの効率の悪さを、機能別に分けて（アンバンドリング）効率を改善する（例としては、銀行が貸出業務を資金供与から回収まで完結しないで、機能別に業務を分解した上で自らはサービサーとして手数料収入業務に特化するケースがある）。

②オフバランスシート化のニーズを達成する（銀行、消費者金融機関に自己資本比率規制、財務制限条項抵触を回避する必要性が存在する時）。

③銀行、企業等が資産・負債の金利ミスマッチを調整する。

④資産売却とそれに続く証券化の活用で資本コストを引下げる（社債発行に比べて資本コスト計算上有利な条件が存在する時）。

①の機能のアンバンドリングについて、説明を追加しよう。銀行の住宅ローン債権に例を採ると、機能はつぎのように分解される。

- ① オリジネーター：貸出資産を創る銀行。後に当該資産を売却する。
- ② サービサー：住宅ローンの回収・管理。銀行が分担。
- ③ リスク移転：金利変動リスクは、ローンの出し手から投資家に転嫁される。信用リスクは、保証、保険等信用補完措置が講じられれば、信用補完者に分散され、それがなければ投資家に直接転嫁される。
- ④ 資金調達：銀行では、資産売却により預金調達などの資金調達は不要になる（債券発行専門体 SPV が銀行から住宅ローン債権を買取る資金を得るために、当該住宅ローン担保証券が、仲介者経由で投資家に販売され、ファイナンスされる）。
- ⑤ 格付機関：住宅ローン債権プールと信用補完による債券元利金支払いの確度を評価。

この場合、アンバンドリングの会計上のコストは、以下の合計になる。

- ① オリジネーター：金利や信用度の変化にともない発生する債権売却損益（そのまま保持していれば評価損益であった資産・負債金利ミスマッチによる金利リスク、信用度変化によるリスクの顕在化）。
- ② サービサー：ローンの回収・管理手数料。
- ③ 信用補完：銀行の保証料、保険会社の保険料。
- ④ 資金調達：原債権プールの証券化に伴う、証券会社の引受手数料、資産プールの信託手数料、債券管理費用、リファイナンス金利（債券の金利）。
- ⑤ 債券格付け：債券格付費用。

レオン・T. ケンドールによれば、証券化が成功してきた第一の理由は、証券化により、投資家から借手への資金移動のコストが下がったからとされている。銀行が預金を集めてローンを実行・回収するまでの機能を銀行が内在化させている非効率性を省く効果があるという<sup>(1)</sup>。

ちなみにアメリカにおける証券化の初期の事例であるモーゲージ・ローンの証券化（MBS）を促進した主要因の一つは、S & L 等住宅ローン・オリジネーターが公的機関にその債権を売却することによって、流動性リスクと自由金利下での短期借り・固定金利長期貸しに伴う金利リスクを軽減させると同時に、債権購入機関がそれを高格付債券にして投資家に販売する仕組みを、政府主導で構築したことであった。

証券化が、指摘されるように市場の歪みや金融システムの非効率性を是正するプロセスであることは論理的には疑いはないが、実際に個々のオリジネーターが自己の資産を手放し証券化に取り組む動機は、機能をアンバンドルし証券化の方が、資産保有より個別取引採算計算上有利であるという条件が整わなければならない。

また、このような「金融システム」全体といった巨視的な観点からではなく、ミクロ的に見れ

ば、売却資産のオリジネーター側には、自己資本比率規制をクリアするとか、財務制限条項抵触を回避するとか、あるいは債券格付けを維持向上させることが可能であるとか、といったメリットが存在する。

自己資本比率規制や財務制限条項あるいは債券格付けを、金融システムの歪みや非効率性を表現したものであり、これを回避するために証券化が発生する、という主張もあろうが、これはやや非現実的な主張であろう。

白石洋一氏によれば、アメリカにおけるメーカー系金融子会社の代表である GE キャピタルや GMAC は、債券格付けからみて普通社債による資金調達の方が、自己の金融資産の証券化より低コストとなるが、自己資本比率規制を意識し、バランスシートのスリム化を優先するという戦略を採用しているそうである。これから見ても、会計上あるいは表面上、目に見えるコストのみでアンバンドリングの効果を計測する

ことの危険性が存在することが分かる<sup>(2)</sup>。

それでも、いくつかの前提をおいた上で、証券化のどの過程にコストの削減効果があるかを確認することは大切であろう。

なお、銀行等仲介金融機関の非効率性を排除して金融システム全体としてコストを低減したケースではなく、自己資本比率維持の観点から、社債発行（コーポレート・ファイナンスの範疇）と証券化のコストを比較し、証券化を選択したケースが、ジェームズ・A. ローゼンタール、ホアン・オカンボ著『新しい証券化技術』に掲載されているので、この要点にふれておこう。2人は、いくつかの例を挙げて個別ケース毎に証券化コスト削減効果額を試算しているが、ここではその中の1つである GMAC 自動車ローン債権担保「1986年 ABSC 第1回担保債券」における概要とコスト比較の試算例を挙げておこう（図表1～3）<sup>(3)</sup>。

図表1. ABSC 第1回資産担保債券発行要項

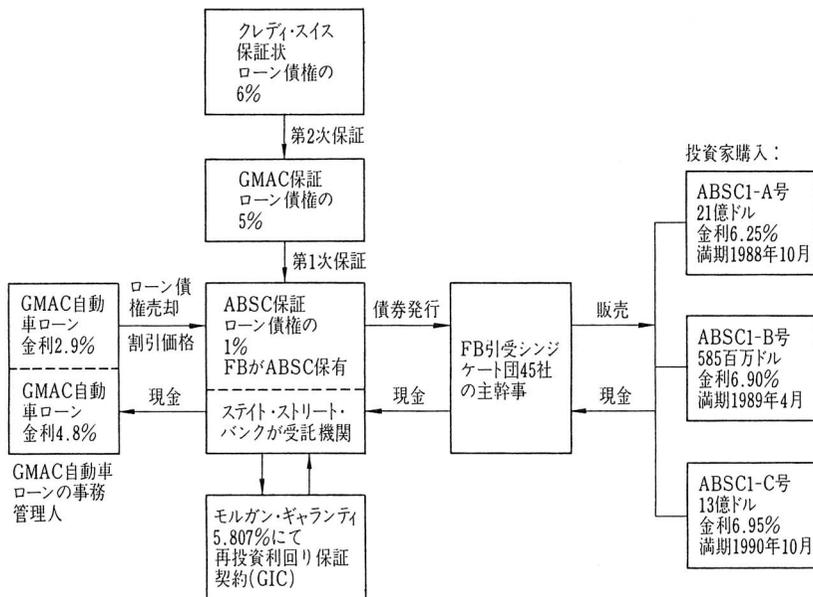
発行証券	第1回資産担保債券 6.25%利付 1-A 号 6.90%利付 1-B 号 6.95%利付 1-C 号
発行者	アセットバックト・セキュリティーズ・コーポレーション
発行日	1986年10月14日
格付け（S & P, ムーディーズ）	AAA/Aaa
発行金額	2,095,000,000 ドル（1-A） 585,000,000 ドル（1-B） 1,320,000,000 ドル（1-C）
担保	GM 新車
平均期間（年）	1.05（1-A） 2.20（1-B） 3.07（1-C）

利回り（社債換算）	6.30%（1-A） 6.96%（1-B） 7.27%（1-C）
元利払方法	四半期毎
発行時対米国債利回り格差	0.69%（1-A） 0.75%（1-B） 0.80%（1-C）
償還請求（限度額 / 請求先）	5%限度保証 GMAC, 1% ABSC
信用補完	6%保証状 / クレディ・スイス
引受主幹事	ファースト・ボストン

（原典）SEC 登録明細書，マッキンゼー社分析。

（出所）ジェイムズ・A・ローゼンタール，ホアン・M・オカンボ著，藤原英郎訳『新しい証券化技術』東洋経済新報社，1989年，76ページ。

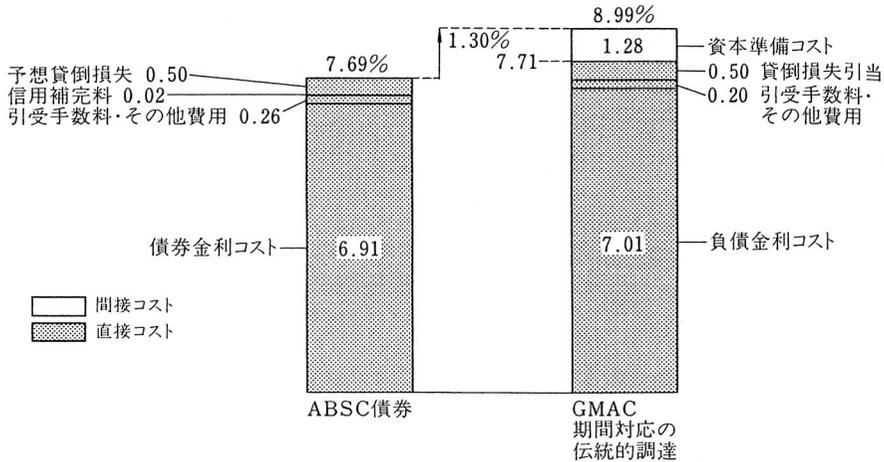
図表2. ABSC 第1回資産担保債券



（原典）SEC 登録明細書，マッキンゼー社分析。

（出所）図表1に同じ，78ページ。

図表3. ABSC 第1回資産担保債券：税引前資金調達コスト比較 (年率)  
(1986年10月14日)



(原典) マッキンゼー社分析, GMAC 営業年報。  
(出所) 図表1に同じ, 86 ページ。

以下, 図表1~3で説明しきれていない点を補足しておく。

- ・GMACは, 自己の株式投資家(株主)にGMACとSPCとが財務諸表上連結して判断されることを回避したいという意向を持っていた。したがって, この証券化のための証券発行専門会社(Special Purpose Company: SPC)は, GMACの子会社ではなく証券引受担当のファースト・ボストンの100%子会社(ABSC)となっている。

- ・GMACが倒産した場合に, この証券の担保である自動車ローン債権プールから投資家へ渡されるキャッシュフローの流れが, 影響を受けないようになっている(倒産隔離)。

- ・GMACがSPCへ売却する自動車ローン債権の金利は, 原債権23億ドルについては2.9% 19億ドルについては4.8%となっているが, これらは自動車販売促進のため, 市場金利より自動車の購入者に低利で貸付けられたもので, 親会社ジェネラル・モーターズ(GM)がその金利の差額をGMACに補填している。

- ・発行証券はCMO(Collateralized Mortgage Obligations)タイプであり, 3つの異なる投資家群(マネーマーケット・ファンド, 銀行, 保険会社)のニーズに合わせて, 3トランシェが設けられている。

- ・自動車ローン元本繰上げ返済のパターンは, モーゲージ・ローンなどと比べて読みやすく, 投資家にとってリスクが相対的に少ないが, 万一繰上げ償還が想定パターンと異なった時の投資家のリスクを考えると, モルガン・ギャランティー・トラストとの間に自動車ローン金利より高い年5.807%の投資利回り保証契約が締結されている。

- ・対象自動車ローン債権プールの貸倒れ想定は過去の実績から1%以下となっているが, それでも信用補完の方策として, 自動車ローン総額の5%を限度とする貸倒れ保証をGMACから, またこれを超える貸倒れに対してローン総額の1%保証をABSCから得ている。さらに, この両者に対して, クレディ・スイスから裏保証がなされている。

・結果としてこの CMO 証券は格付機関から最上級の Aaa/AAA の格付を得ている。これに対して、当時の GMAC の社債格付けは 1 ノッチ低位の、Aa1/AA + であった。

GMAC は、この証券発行によって、通常の社債発行に比べて、年率 1.3% のコスト削減になったという。図表 3 に示すとおり、この発行証券の 3 トランシェの加重平均コストは年 6.91%、これに対して GMAC が本体で発行した場合の社債金利は 7.01% であり、その差は 0.1% であった。信用保証料、引受料その他発行費用、予想貸倒損失を年利率換算してこれに加えると、証券化の総コストは 7.69%、これに対して GMAC 自体の社債発行総コストは 8.99% であった。主たる両者の差は、0.1% の金利差と 1.28% の資本準備コストである。

金利差は、債券格付けの差から生じているが、その背景には、良質な自動車ローン案件をプールすることで得られる貸倒れリスク低下の効果、信用保証、CMO のもつ期限前元本償還リスク（運用リスク）回避のための仕組みがある。

大きなコスト差は、資本準備コストによって生じているが、これは、SPC など名目的な自己資本を持つ企業とことなり、GMAC が企業活動するために一定の自己資本比率を保有する必要があるため、新規に社債発行する時に株式資本をも併せて調達すると考えて、コスト計算したものである。具体的には、加重平均資本調達コストから負債コストを差引いたものを資本準備コストとしている。

## II. 資産担保証券と担保

### 1. 自動車ローン債権担保証券の例

つぎに資産担保証券に対する担保の構成を見に行くことにしたい。上で述べた GMAC の自動車ローン担保証券の例で確認してみよう。

まず GMAC は、自動車ローン債権をファースト・ボストンの子会社である ABSC に「真正に」売却するが、ABSC はその債権をオリジネートした GMAC に対して、その買取債権が債務不履行となっても支払いを請求出来ない。つまり、GMAC に対しては、Without-Recourse になっている。したがって、債権保全面で当該債権担保証券の投資家は、最終的には GMAC の信用力に依拠できないことになる。逆に、GMAC の倒産に伴いその売却債権が GMAC の債権者から差押えられないことのように、倒産隔離の法的措置がとられている。

このケースではその代わりに、GMAC が売却した債権プールの 5% を限度として貸倒損失を保証する契約になっている。さらに 5% を超える貸倒損失の 1% については、ABSC が保証する。その上で、債券格付けで最上級を得ているクレディ・スイス銀行が、6% を裏保証している。過去 5 年の自動車ローンの貸倒損失は年 0.36% 以下といわれていたので、極めて厚い保証であった。なお、この売却債権の物的担保は、自動車ローンで販売された新車のみである。当然、この担保権は、買い手の ABSC に譲渡されている。

GMAC の自動車ローン債権売却総額から ABSC が受取る利息収入額は、投資家への支払い利息額を若干上回るように設計されており、その差額を取扱う現金準備勘定は、投資家に対して担保的役割を果たしている。

投資家は、パススルー証券、ペイスルー債券の場合、繰上げ償還、再投資リスクをそのまま被る。しかしこの GMAC の自動車ローン担保証券は CMO 方式で構築されている。一般に CMO 債券の場合、債権プールからのキャッシュフローはまず最優先で各トランシェの債券の利払いに充当され、残りのキャッシュフローは 1-A が終われば 1-B、それが終われば 1-C へといった優先順位で元本返済に充てられ、償

還期限の最も短い 1-A トランシェが一定の繰上げ償還のキャッシュフローを受取る仕組みになっているので、それより後順位の 1-B トランシェ、1-C トランシェは繰上げ償還リスクを受け難くなっている。

しかし、この GMAC の資産担保証券は繰上げ償還を認めない確定満期証券となっており、万一この繰上げ償還リスクが発生した場合でも、モルガン・ギャランティー銀行が、繰上げ償還分を自動車ローン金利より高い金利で運用する投資利回り保証を行っているため、投資家に充当される利息収入はむしろ増加する仕組みとなっている。

以上見たように、投資家の保有する債券には、若干の信用補完措置がとられているものの、基本的には自動車ローン債権プールからのキャッシュフローより元利金の支払いを受ける仕組みになっており、当該証券の投資家にとっては、収益担保証券と認識される性格のものであろう。

CMO 方式の債券の場合、GMAC1-C のような劣位受益権トランシェでは、通常、投資家が受取るキャッシュフローの安定性は優先受益権トランシェに比べて相対的に低い。したがって、このトランシェ債券は、オリジネーターによって購入されることが多い。

この点について、日本長期信用銀行著『日本の金融資産証券化の手法』にリース料債権担保証券に例を採って、的確な説明がなされている。同著では 100 件の資産プールを対象に、倒産率や期限前償還をさまざまに変化させた場合のキャッシュフロー・シミュレーション分析の例が掲げられているが、これによれば、優先部分の金利は年 7% に確定しているのに対し、劣後部分の収益率は、倒産、期限前償還がない場合には 11.505% であるが倒産 16 件、期限前償還 16 件の最悪のケースではマイナス 37.270% に

振れている<sup>(4)</sup>。

つぎに資産担保証券の先鞭をつけたモーゲージ貸付債権の証券化 (MBS) と担保構成の検討に移ることにしよう。

## 2. MBS の例

アメリカにおける金融資産の証券化の本格的な歴史は、1970 年に Government National Mortgage Association (政府抵当金庫: GNMA) がパススルー型の MBS (Mortgage-Backed Securities) を発行したことに始まるが、この証券の債権保全面における仕組みは、つぎのようになっていた。

まず GNMA が、貯蓄貸付組合、商業銀行、モーゲージバンカーなど、30 年もの長い期間のモーゲージ・ローン債権 (日本でいう住宅ローン債権) を保有する金融機関 (原債権者、オリジネーター) から、連邦住宅局 FHA 保険あるいは退役軍人局 VA 保証付きモーゲージ・ローンの集合より構成されるモーゲージ・プールの登録を受ける。

この登録をベースにオリジネーターが証券を発行するが、GNMA パススルー証券の場合には、GNMA が当該証券の個々の支払期限における元利金支払いについて保証を行う。パススルー証券は所有者の共同持分権を表わすものであり、証券売却と同時にその購入者に持分権が移転する。パススルー証券は通常、内国歳入法上の、ユニット型投資信託の一種とされるグラントー・トラストという導管体 (conduit) にオリジネーターが債権プールを委託し、その信託からの受領した受益権証書を、投資銀行等を経由して投資家に販売する形をとる。

債権保全関係を見ると、この証券は、まず原債権であるモーゲージ・ローンの返済不能リスクについて、不動産抵当権設定、FHA 保険や VA 保証でほぼカバーされている。また GNMA が証券の完済まで、元利金返済不能、支

払遅延に対して期日どおりの支払を保証している。この点では、GNMA パススルー証券は、不動産という物的担保と公的機関の保険と保証によって、完全な債権保全体制が敷かれているとあってよい。ただし、パススルー証券という性格上、とくに金利が低下した時に発生する期限前償還による再投資リスクはそのまま証券保有者にパススルーされるため、投資家はこのリスクを被ることになる。

GNMA パススルー証券に対して、FHLMC・PCは、ややキャッシュフロー担保の色合いが強くなっている。連邦住宅金融抵当金庫FHLMCは、コンベンショナル・モーゲージ市場を確立するために1970年に設立されたが、その目的を遂行するためにパススルー型の参加証券(Participation Certificate; PC)を発行している。

この証券の担保となるモーゲージ・ローンの大半は、FHA保証の付いていないコンベンショナル・モーゲージである。ローンの満期は30年であるが、期限前償還が多いという特徴をもっている。GNMAのケースと異なり、PCでは、FHLMCがモーゲージ・プールの形成と証券の発行を行う。また、PCの場合、FHLMCが利子の期日どおりの支払、元本の最終的な返済を保証するが、元本の期日どおりの支払保証は行っていない。グラントー・トラストの利用によりトラストの法理で債権の信託は「売却」とみなされるので、倒産隔離の仕組みが成立している。またモーゲージ・プールに多数の法則が働き証券投資家のリスクが全体として減じられていることも、GNMAパススルー証券と同じである。

グラントー・トラストを利用したパススルー証券の難点は、期限前返済のキャッシュフローがそのまま投資家へパススルーされることと、プールされた原債権からのキャッシュフローを償還期限の異なる複数の証券に分割できないこ

とである。

債券形態のペイスルーの仕組みにすれば、この問題を解決できる。上述のCMOはその典型例である。仕組みは、オリジネーターのもつモーゲージ・ローンを買取る名目的な発行専門体(Special Purpose Vehicle; SPV)を設け、これに当該ローン・プールを購入させ、それを担保に債券を発行させる。通常、SPVには会社あるいはオーナー・トラストが利用される。債券はこの発行専門体が発行するものであるし、原債権は発行専門体所有のものであるから、担保であるモーゲージ・プールのキャッシュフローを複数のトランシュへ組替えることは自由である。実際の例は、GMACの自動車ローン債権担保証券の項で示したとおりである。

さて、それではMBSは、キャッシュフロー(収益)担保証券とみなせるのか、あるいは、物的担保に裏付けられた証券(物的担保付証券)と呼ぶべきなのであろうか。MBSの仕組みは、発行体に対してオリジネーターが原債権であるモーゲージをWithout-Recourseで「真正」に売却し、購入者である発行体はその金融資産＝債権のプールを担保にして、その金銭債権から生出されるネット・キャッシュフロー(借入人の元利金の支払から経費を差引いた額)で発行体の債券の元利金を支払うので、原理的には収益担保証券と見ることができよう。問題は、債券発行体が購入した金融資産であるモーゲージ・ローンに、物的担保＝不動産抵当権が設定されていることであるが、MBSの債権プールの倒産比率は極めて低いため、返済は殆ど問題のない借手からの元利金支払いでカバーできる。すなわち、物的担保への依存度は低い。

したがって、MBSの場合には、一義的には既存のモーゲージ・ローン・プールを原債権とし、そのキャッシュフローを重層的に、発行する証券の担保とする点では収益担保証券の範疇に入

るといえよう。ただし、MBS に対する過大ともいえる GNMA や FHLMC 等公的機関の保証や、FHA 保険や VA 保証などの人的担保が証券の信用力を高めていることは否定すべくもない<sup>(5)</sup>。

### 3. クレジットカード債権担保証券の例

つぎに、アメリカ銀行のクレジットカード・トラストの例で、当該証券の債権保全の仕組みを検討してみよう。

1986年にアメリカ銀行は、自己資本比率改善を目的として、4億ドルのクレジットカード債権を証券化した（オフバランスシート効果がある）<sup>(6)</sup>。

アメリカ銀行は、クレジットカード口座約84万口を、受託者であるマニファクチャラーズ・ハノーバー銀行に設定したカリフォルニア・クレジットカード・トラストへ譲渡した。譲渡したローン（リボルビング・クレジット）残高は、合計で約6.6億ドル。これを担保に、投資家販売用の4億ドルの受益権証券と、残り2.6億ドルの債権の持分権を表象したアメリカ銀行向けの信託受益権証券が発行された。後者は、リボルビング・クレジットの残高が常に変動するために、そのバッファーとなって4億ドルの元本を維持する役割を持っている。4億ドル証券の予想平均期間は1.9年であった。

この種のローンには、元本返済速度が速く、しかもその予測が付きにくいという、証券化にとっての難点がある。したがって、証券発行者にとって満期以内に完済される恐れがある。難点を克服するために、この証券には18ヵ月の据置期間が設けられた（18ヵ月未満であると手取金がアメリカ銀行の預金とみなされ、連銀準備金の積立義務が発生する恐れがある）。この18ヵ月の間は、投資家に利息のみが支払われる。推定ではその後6ヵ月位で元本が完済される。元利とも月払いである。

アメリカ銀行には、投資家からこの信託証券の買戻しを請求されない仕組みとすること（Without Recourse）を条件にして会計上のオフバランスシートが認められた。信用の補完は、利鞘積み立て勘定（ローンの実質利回り年18.5%から事務管理費4.3%、信用状保証料年0.09%と証券投資家への支払金利年6.9%を差引いた金額）の設置と、最高級の債券格付けを取得しているUBSの証券元本の15%までの（銀行）保証によって行われた。銀行保証は信用状方式によっており、原債権のデフォルトや支払遅延に際し投資家への支払原資が不足した時には、毎月保証が履行される契約になっていた。保証履行額はその後のキャッシュフローによって返済され、その効力は復元される。

事務経費支払い、投資家への金利支払い、UBS保証実行額返済後の最終的なネット・キャッシュフロー額は利鞘積み立て勘定に上限額になるまで入金され、上限額1600万ドルを超過した場合に、超過額はアメリカ銀行へ支払われる。なお、アメリカ銀行のカードローンの貸倒損失実績は、年率2.5%前後であった。このような信用補完措置が採られた結果、この証券に対して、アメリカ銀行の負債格付けBBBを大幅に上回るAAA/Aaaの格付けが与えられた。

このカードローン担保証券の担保関係を見ると、まずは原債権プール84万口座から来る返済キャッシュフローによって証券の元利金支払資金が確保され、加えてUBSのクリーン信用状並びに利鞘積み立て勘定によって信用補完されている。劣後部分であるアメリカ銀行の信託持分もこれに加えることができる。総じて見れば、一般投資家に対して、異常な貸倒れ等がなければ必要のないカードローン額が信託に預託されており、この超過担保が設定されていることが当該証券の信用度を支えているということができよう。

信用補完はなされているが、このケースでも基本的にカードローン債権プールが債券の元利金支払の柱であり、カードローン担保証券も収益担保証券の性格を持っていることが確認できる。

### Ⅲ. 金融資産の証券化と他の金融技法

金融資産の証券化は必ずしも突然に現れた技法ではない。ここでは、証券化と同様に仕組み金融として知られるアメリカの設備信託証券やレバレッジド・リース、あるいはプロジェクト・ファイナンスにおける収益担保の技法を検討することにより、証券化のよって来る発想の原点を見ることにしたい。

#### 1. 設備信託証券

証券化は、オリジネーターにとって資産売却による資金調達となるし、債券発行は債券発行専門体（SPV）が資産買取り資金をファイナンスしていることになる。いわばオリジネーターのファイナンス＝コーポレート・ファイナンスを助けるために、SPVがオリジネーターから買取った「金融資産」の生出す「将来キャッシュフローを担保として」証券発行し、資金を調達している形になっている。

この点を考えた時、過去にアメリカには設備信託証券によるリースやレバレッジド・リースのような、コーポレート・ファイナンス力には難点がある企業が活用した、資産担保で、しかもその「資産」の生出す「将来キャッシュフローを担保にした」ファイナンスの仕組みがあったことに気が付く。なお、リースはアメリカの企業にとって、古典的なオフバランスシート・テクニクであった。

まず設備信託証券について、証券化との異同を見よう。アメリカの設備信託証券（Equip-

ment Trust Obligation）の歴史は、1845年にSchuylkill Navigation社が採用したことに始まるといわれているが、その後資本力のない鉄道会社が利用し、最終的には大鉄道会社もこれによるファイナンスを実施するに至った。

設備信託証券活用の裏には、鉄道会社の発生史以来繰広げられた新設、倒産、合併の繰返しの中で、その発行した優先株や社債などが投資家の信頼を失い、もはや通常のコーポレート・ファイナンス形態では資金調達が困難となったという事情があった。しかし、会社の公共性を勘案すれば資金調達は必須の事項であったので、車両に関する設備信託証券のスキームに対し、連邦裁判所が破産時における債権者の担保差押さえ、優先的処分を認可することによって、支持を与えることになった。すなわち物品の売主がその売却代金回収を確実にするためにその物件について取得した担保権、あるいはその購入資金を提供した者が当該物件上にもつ担保権のことを購入財産担保権（Purchase Money Mortgage）というが、この担保権に、同じ担保物件上の他の競合担保権に最優先する権利が与えられたのである。その後、設備信託証券は鉄道会社の主たる資金調達手段に成長した。

この仕組みのファイナンス形態は区々であるが、中でも有名なのはフィラデルフィア・リース・プランと呼ばれるものである。その仕組みは、つぎのとおり。

- (1) まず、鉄道会社が車両メーカーに対し、指定した受託者（通常は商業銀行か投資銀行）に一定の車両を売ることを依頼する。
- (2) 鉄道会社は、全代金の15～20%に当たる保証金を受託者に渡す。
- (3) 受託者は、車両を購入して所有権を入手するとともに、投資銀行経由証券を発行し残金を調達（したがって担保掛目80%程度となる）、これをメーカーに支払う。
- (4) 受託者は車両を鉄道会社にリース（5～15

年間）し、そのリース料で証券の元利金を支払う。

このプランの特殊な仕組みのおかげで、1930年代中頃以降においても、会社更正法適用の鉄道会社や破産寸前の会社に関連した設備信託証券を、プライムレートで投資家に販売することができたといわれている。その仕組みの要点は、購入財産担保権がもつ最優先処分の権利の存在であり、また購入財産に対して既発社債の爾後取得財産担保条項を排除できることであり、加えて担保資産である車両の売却が極めて容易で（市場性があり）、かつ割高であったことである<sup>(7)</sup>。

この設備信託証券と金融資産証券化の仕組みの類似点は①資産を担保として証券が発行されていること、しかもその資産の生出す将来キャッシュフロー（前者はリース料債権、後者は金融債権全般）を元金支払の原資として証券を発行し、投資家を募っていること、また②コーポレート・ファイナンス上難点がある場合に活用されていること、の2点である。

逆に相違点としては、①前者では個々の流動性の高い設備資産が収益担保と同時に重要な担保となっているが、後者では個々の物的担保付債権を集めた債権プールという大数の法則が活用できる債権集合体が担保になっており、二重構造になっている分だけ、前者に比べ物的担保の重要性が希薄化されている。

## 2. レバレッジド・リース

レバレッジド・リースは、1960年代にはその萌芽見られたが、80年代にアメリカで航空機リースの手段として注目を浴びた（1980年のリース物件総額の31%を占めた）。この仕組みは、つぎのようである。

まず航空機リースを計画するのは、巨額の利益を持ち、節税する機会を探している銀行や企業である。彼らは信託（オーナー・トラスト）

を設定し、航空機購入代金の20~40%をエクイティ部分として拠出し、形式的に所有者となる。残りは金融機関からの、当該航空機と将来稼得されるリース料を担保とした借入で充足する。

エクイティ部分の拠出者（エクイティ投資家）は、一定の条件（True Leaseであること、物件の耐用年数がリース期間より数年長いこと、期間満了時の残余簿価が取得価格の15%以上であること、エクイティ部分の20%以上の拠出があることなど）を充たした場合、内国歳入庁から、オーナー・トラスティー（Owner Trustee）として、本取引に係わる全ての収入、経費、投資税額控除などを拠出者本体のそれと合算して税務申告ができる仕組みになっている。オーナー・トラストは、課税上パートナーシップとして構成される。

オーナー・トラスティーになった、利益に余裕を持つ銀行等の企業は、必要資金の20%を拠出しただけで100%の減価償却や投資税額控除の権利を得ることになり、所得税の繰延べができたことになる。通常、この節税効果分の一部がリース料に還元されるので、航空機を賃借する航空会社としても相当に安いリース料を享受できるわけである。

このリースがレバレッジド・リースと呼ばれるのは、例えばエクイティ部分が20%であるのに対して、残り80%を借入で賄っており、いわゆるフィナンシャル・レバレッジが活用されているからである。当然にオーナー・トラスティーには、このローンはNon-Recourse（遡及効なし）になっている。

レバレッジド・リースと証券化の類似点は、前者はリース料債権、後者は金融債権全般から生ずるキャッシュフローによって、前者の場合にはローン、後者の場合には証券（債券）の元金支払がなされることであり、言わば収益担保ローンあるいは債券が創出されているとこ

ろである。また、信託（オーナー・トラスト）を使ったファイナンスという点も同じ手法である。違いは、前者では航空機のような巨大設備がローンの担保として重要視されているが、後者では、車両信託の項でも述べたように、債権プール担保が重視され、物的担保のウエイトが小さいことである。

### 3. プロジェクト・ファイナンス

今日見られる高度化されたプロジェクト・ファイナンスは、1950年代から60年代のアメリカで盛んに行われた石油開発プロジェクトにおけるプロダクション・ペイメントに始まるといわれている。現在では、発展途上国プロジェクトのファイナンスにまでプロジェクト・ファイナンス手法が活用されるようになってきている。

プロジェクト・ファイナンスと資産の証券化とは、ストラクチャード・ファイナンスという点では極めてよく似ている。ここでいう、ストラクチャード・ファイナンスとは、企業金融の枠から切離して、資産あるいはプロジェクトそのものに付随するキャッシュフローに依存し、かつキャッシュフローを操作して（仕組んで）、投融资可能な状態にしたファイナンス方法を指している。

プロジェクト・ファイナンスの場合も金融資産証券化の場合も、通常、ファイナンス遂行のためのペーパーカンパニーあるいはそれと類似するSPC（特別目的会社）が設立される点が似ている。これが、いわば、コーポレート・ファイナンスと両者を切離す中核的存在になる。

異なる点は、プロジェクト・ファイナンスの場合には、プロジェクト全体のキャッシュフローに依拠したファイナンスであるのに対し、金融資産証券化の場合には、例えば貸付債権やリース料債権、クレジットカード債権担保証券のように、既債務者の確定された支払いキャッ

シュフローのプールに依拠したファイナンスであることで、前者では、プロジェクト自体の本来持っているリスク（石油鉱区の埋蔵量など）はファイナンスの組み立てによっては替えられないが、後者の場合には、債権プールの組み方によって生み出されるキャッシュフローのもつリスクを変化させることができる。また、証券化の場合には、倒産隔離など、投資家にとって不都合にならないような工夫が重要テーマになってくるが、プロジェクト・ファイナンスの場合には、親会社と子会社のファイナンスが切離されているので、証券投資家あるいは銀行の債権は、親会社が破綻しても、影響を受けることはない。金融資産証券化に際しては、債権プールに所属する個々の債権の元金支払い可能性が異なるので、さまざまな支払い確度の債権プールを構成できるわけである。このような詳細な技法上の差異はあるが、プロジェクトや金融債権が生出す将来キャッシュフローが、両ファイナンスの元金支払いの原資となっている点、つまり、収益担保の形態を採っていることは共通している。

また以上に加えて、プロジェクト・ファイナンスを遂行する企業や債権を売却し証券化する企業の目的には、似通った点がある。それは、つぎの点である。

①銀行の場合にはBIS規制や国内の自己資本比率規制をクリアーするために、また企業の場合にも社債格付けの維持・向上や財務制限条項に抵触することを回避したいということで、プロジェクト・ファイナンスの場合にはこれから手がけるプロジェクトを、証券化の場合には既存資産の切離しという形で、オフバランスシート化することを目的とすることが多い。②さらに、プロジェクトや資産プールのもつキャッシュフローが、銀行あるいは企業から切り出されることによって情報が明確になるとい

う効果があり、企業金融に対処するのに比べ、投融資サイドは判断が容易になる。③これに加えて、プロジェクトを推進しようという企業や債権を持つ企業に対しては、リスクが大きすぎて銀行や投資家は資金の提供を躊躇するが、切離されたプロジェクトや資産から生ずるキャッシュフローの安定性から資金を提供できるケースがある。これなども、本来企業それ自体では調達できない資金が調達でき、新規プロジェクト開発や、資産売却による調達資金の再投資が可能になるという点で、国民経済的には効果が大きい<sup>(8)</sup>。

### おわりに

以上、金融資産証券化の仕組みと担保の構成を中心に、論を進めてきた。この検討の過程で明らかになったことは、オリジネーターが創り出した金融資産が切離され、大量にプールされた上で、その生出す将来収益を担保にした証券を発行する仕組みが考案されているということであった。

また、車両信託や、レバレッジド・リース、プロジェクト・ファイナンスの歴史の中にも、金融資産の証券化の歴史より早く、収益担保の発想が芽生えていたことが確認できた。

歴史的に見て、担保制度は環境の変化に適應するために、大きな変革を遂げてきた。ひとつのトレンドは、実物資産担保から金融資産担保、無担保（収益力担保）の動きである。もうひとつは、物的担保の中での担保の分化、すなわち債権者の占有・所有を前提とした担保から質権、抵当権の分化、さらに集合物担保、財団抵当、企業担保への発展、そして無担保へとつながって行く流れである。もちろんこの二つの流れは別々のものではなく、錯綜しながら変化してきた。

二つの流れを総括し貫くものは、実物資産担

保がその「一物一権主義」と「実物性」を希薄化させ、企業の集合資産あるいは全資産を担保する方向へと進み、最終的には企業収益力を担保とした無担保に達する方向性である。このことは、工場財団や軌道財団担保の場合、企業の返済能力が劣化したり、返済不能に陥った時に、構成された個々の担保物件が無価値に等しくなることを想定すれば理解ができるであろう。既にかかる財団担保では企業の収益力による返済能力が重要になっているのである。

また、株式や社債など金融資産担保においても、物品の取引にもとづく売掛債権担保などを除けば、証券の表象する株主権は株式発行企業の将来収益力によって担保され、社債権は上記二つの流れの中のいずれかの発展過程にある形態によって担保されている。そして歴史的には金融資産担保も収益力担保に近いものになってきているのである。

70年代以降に盛んになったMBSやABSも収益力担保の流れに沿ったものであることは今まで確認できたとおりである。ここでは、原債権購入者が債権を大量にプールし多数の法則を活用して倒産のリスク、繰上げ償還のリスクを軽減させた上で、資産プールから生み出される将来キャッシュフローを元金支払の担保として証券を発行するという多層的な仕組みが構築された。CMOの場合には、将来キャッシュフローを債券の投資家にそのままパススルーするのではなく、債券のトランシェ毎に組替えることまで行われている。

MBSやABSの場合には、個別の原債権には抵当権や留置権などの担保が一応設定されているが、それがプール化され証券化される過程においては、重要性が薄められ、むしろ原債権プールの持つ将来キャッシュフローが、すなわち債権集合体の将来収益が担保として重要になってくるのである。

担保制度の歴史は、上述のように、信用制度

の発展を支える形で個別企業のファイナンスにおける収益担保の流れを創り出してきたが、金融資産（債権）の証券化においては、債権プールのキャッシュフロー組替え技法を基盤とした収益担保の仕組みを登場させたのである。これは担保制度の新たな革新であろう。同じ路線上にキャッシュフローの組換え技術を駆使した、デリバティブの分野がある。これによって信用制度は、高次の発展段階に入る<sup>(9)</sup>。

最期に、金融資産担保証券と擬制資本との関係について、若干コメントしておきたい。「擬制資本」は、規則的に反復され、かつ譲渡可能な収益が資本還元されて成立する架空資本と定義されている。確定利付証券である国債や社債、あるいは利潤配当証券である株式は市場で売買されるがゆえに定期的貨幣収入が市場利子率で還元され、擬制された価格を持つようになる。

MBS や ABS は、貸付債権や割賦販売債権、リース料債権等を原債権（原資産）とするが、これらは、個人の消費や耐久消費財投資あるいは企業の生産活動投資にかかわる金融取引が一度完了した結果生じている債権である。これらの債権がプール化され、それを担保に再び金融取引のための証券が発行されるという点では、両者は金融派生商品としての性格を保有している。また擬制資本は金融（証券）市場で売買されることと、定期的貨幣収入が投資家に手渡されることが条件となって成立するが、MBS や ABS の場合にも、原債権プールから生出される将来の一定キャッシュフローが擬制資本化されている。しかし、パススルー型の MBS、ABS においては、繰上げ償還のリスクがそのままパススルーされ、投資家にとって貨幣収入の変動が想定されるため、このリスクを回避するために考案された CMO に比べてエクイティ的な色彩も併せ持っており、債券形態としての擬制資本化の完成度は低いといえよう<sup>(10)</sup>。

最近の証券化市場では、とくに不動産証券化分野を中心にエクイティ証券の発行が増大している。また知的所有権収入を担保にした証券発行も実験段階の域を脱しつつある。擬制資本化商品市場はますます多様化の様相を見せつつある。

## 注

- (1) L. T. ケンドール, M. J. フィッシュマン編, 日本興業銀行調査部訳『証券化の基礎と応用』東洋経済新報社, 2000年, 16ページ。
- (2) 白石洋一『貸出債権証券化の方法』東洋経済新報社, 2000年, 30ページ。
- (3) ジェイムズ・A. ローゼンタール, ホアン・オカンボ著, 藤原英郎訳『新しい証券化技術』東洋経済新報社, 75-90ページ。
- (4) 日本長期信用銀行『日本の金融資産証券化の手法』日本経済新聞社, 1993年, 239-249ページ。
- (5) F. J. ファボツイ編著, 日本債券信用銀行訳『証券化の戦略と実務』東洋経済新報社, 1987年, 430-431ページによれば、モーゲージ・プールは、①米国内に存在する単一家族用一戸建て住宅向けに登録された第一順位モーゲージ・ローン、②完全分割返済モーゲージ・ローン、③所有者が居住用として使用している住宅、④当初期限が30年を超えないモーゲージ・ローン、という「最上質のモーゲージを保てる」基本的な4つの特徴を持っている。それがゆえにデフォルトや延滞の確率が極めて低い。したがって、MBSの格付けにおいてはこれが考慮されて、高格付けとなることが指摘されている。
- (6) 注(3)に同じ。同書130-141。
- (7) J. F. ウェストン, E. F. プリッグラム著, 諸井勝之助訳『経営財務Ⅱ』東京大学出版会, 1970年, 68-70ページ参照。
- (8) 詳しくは、大庭清司「プロジェクト・ファイナンスと収益担保」『名城論叢』名城大学, 第5巻第3号, 2005年2月, 参照。
- (9) 詳しくは、大庭清司「信用制度の発展と担保」『名城論叢』名城大学, 第2巻第4号, 2002年3月, 参照。
- (10) 1986年税制改正で、REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit) 概念が導入され、RE-

MIC の条件を充たせば、証券発行専門体の形態が株式会社、信託、パートナーシップ等いかなるものでも、税法上発行者レベルでの課税は行われず、発行専門体は単にパススルーの道具とみなされることになった。これ以前には、CMO は多様なトランシェを構築するために、発行体の債務となるベイスルー証券として発行されざるをえず、しかも税法上、発

行体は一定のエクイティを備えなければならないという制約があったが、税制改正以降このエクイティ問題は解決され、発行体段階での課税問題も考慮する必要がなくなった。以上の税制は不動産証券化に関連したものであるが、ABS についても FASIT という同種の制度が導入されている。