

注目されるCBO/CLIO発行

松尾 順介

はじめに

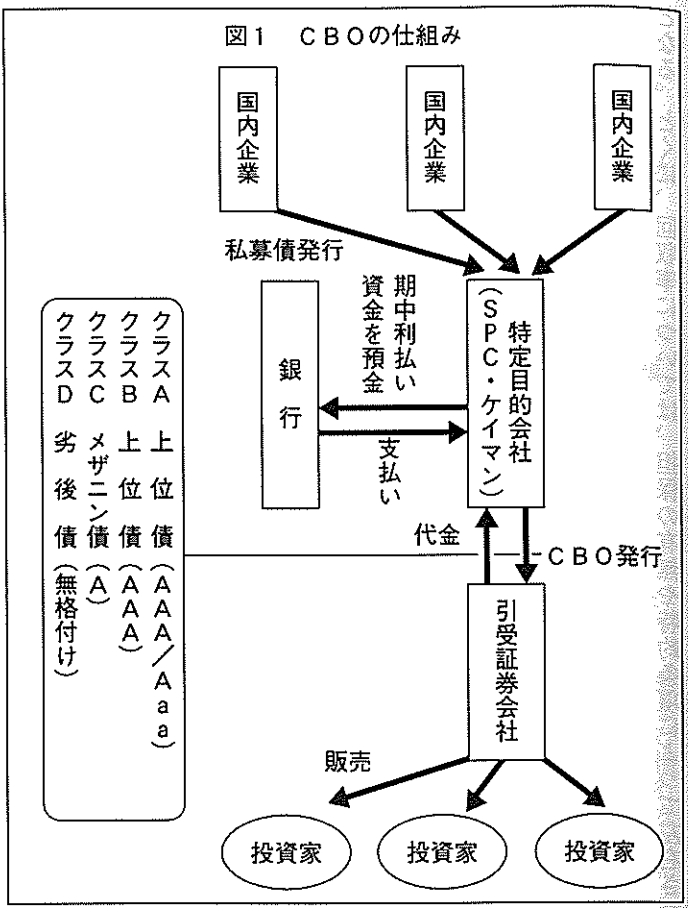
資産流動化に関する法整備が進展したことなどが契機となつて、リース・クレジット債権、売却債権、銀行貸付債権さらに不動産など、さまざまな資産流動化あるいは証券化商品が発行され、話題となっている。そのうち、金額や件数ではまだ大きくないが、社債担保証券(CBO: Collateralized Bond Obligation) およびローン担保証券(CLIO: Collateralized Loan Obligation) の発行も注目を集めている。

例えば、CBOは今回の石原・東京都知事の「新債券市場構想」にも掲げられており、中小企業の資金調達手段として一躍脚光を浴び、またCLIOも銀行の貸出債権流動化策として注目されている。そして、いずれも格付けの異なる複数の債券となるため、投資家サイドからも新たな運用手段として関心を集めている。

本稿では、このCBOおよびCLIOのスキームを説明したうえで、このような債券が発行される背景、意義、さらに課題を考察する。

1 CBO/CLIOとは

CBO/CLIOは、一九八七年に米国で最初のCBOが発行された後、一九九七年までに一〇〇億ドルを超える発行が行われ、さらに一九九八年度にはCLIOの新規発行だけでも五〇〇億ドルを超える規模に達したとい

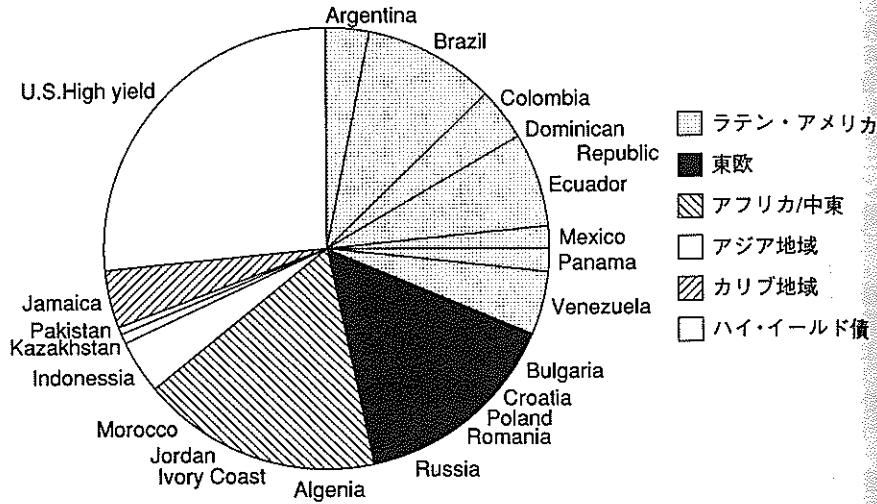


われているように、いまや種々多様な資産担保証券のなかでも、重要な位置を占めている。これらの証券の仕組みを説明する。

まずCBOは、社債担保証券といわれるように、新発ないし既発の社債を担保として組成された証券であり、通常格付けの低い多数の社債を担保として、特別目的会社(SPC: Special Purpose Company)を通じて発行される。そして、この債券は、優先順位において差のある、上位(Senior)、中位(Mezzanine)、

下位(Junior)など複数の債券として発行される。つまり、原債権となる社債から得られるキャッシュ・フローがこの優先順位に従って配分され、その上位債券は優先順位が高いために高格付けとなるが金利は低く設定され、逆に下位債券は優先順位が最も劣後するため低格付けないし無格付けとなり、高利回りが設定される。したがって、担保となる社債にデフォルトが発生した場合、この下位債券が真っ先に損失をこうむることになり、

図2 CBOのサンプル・ポートフォリオ



出所：モルガン・スタンレー

(出所) 債券市場研究会編『米国債券投資戦略のすべて』、金融財政事情研究会、1998年、116ページ。

および慣行などによっても左右される。また、回収のタイミングについては、米国ではデレストレスト証券市場があり、デフォルト社債も売買されているため、社債のほうが交渉期間を必要とするローンよりも早く回収できる可能性が高いといわれる。第四に、これ以外にも種々のリスクがあり、評価を必要とする。例えば、原債権と発行されたCBO/CLOとの間で、基準とする金利や基準日などにミスマッチが生じる場合などは、考慮すべきリスク要因であるとされている。

以上が、CBO/CLOの仕組みであるが、前述のように最近米国市場では、その発行が急増しているとともに、その内容も多岐にわたっている。例えば、急速に普及したのが、複数の国の債権を担保とするCBO/CLO発行であり、そのうちにはラテンアメリカや東欧などの国々の債権も含まれている(図2参照)。

いわばクッションの役割を果たすことになる(図1参照)。

他方、CLOの場合、ローン担保証券といわれるように、この担保となる原債権が社債ではなく、単独ないし複数の金融機関の貸出債権であり、仕組みはCBOと同様である。

一般に、米国のCBO/CLO発行では、上位債券が七〇%から九〇%、中位・下位債券が一〇%から三〇%といわれるが、この配分割合は一方では担保債権(社債またはローン)の格付けとその分散度に左右されるとともに、他方ではどの格付けの債券をどの割合で発行するのかというオリジネーターの判断によっても左右される。実際には、米国でも日本でも、CBO/CLOの上位債券は、A A格以上の格付けを取得する場合が多く、この部分の債券比率によって、その他の劣後部分の格付けや比率が決まることになる。

また、CBO/CLOは格付けを取得するが、格付けに際しては、以下のリスク分析が行われる。第一に、個々の原債権者の信用リスク評価であり、個々の原債権者がすでに格付けを取得している場合はそれが指標となり、逆に取得していない場合は新たに信用リスクを評価することになる。後者の場合、公開情報によって格付けを実施する、他の格付け機関の格付けを利用する(ただし、一ノッチ引き下げて利用する)、企業の財務指標などを定量モデルに取り入れスコアリングする、銀行の行内格付けやヒストリカル・データを利用する、などの手法が採用されている。第二に、債権プール全体の信用リスク評価であり、その際プールに組み込まれている債務者数と債権件数、各債権者の格付け、各債権の元本残高、各債権の満期日などを、あらかじめ設計されたモデルにインプットすることでプール全体のデフォルト率が算出される。第三に、デフォルト後の回収についても分析される。ここでは、デフォルト発生後の管理、発生のタイミングおよび返済順序が主たる考察対象となる。とくに、回収率については、担保の有無や特約条項によって左右されるとともに、その国の法律、制度

2 日本におけるCBO/CLO発行の現状と具体例

このCBO/CLOが、前述のように最近日本でも相次いで発行され注目を集めている。

まず、CBOについて見てみると、一九九八年二月に富士証券が七〇〇億円のCBOを組成・販売したのが国内初といわれ、その後九九年二月に野村證券(九一五億円)、三月に三和インター(四八五億円)、四月に東京三菱証券(二五〇億円)、六月には再度野村證券(二〇六〇億円)、さくら証券(三五〇億円)が相次いで組成・販売している。したがって、約半年の間に合計三七六〇億円が発行されたことになる。

このうち二月に公募発行された野村證券のCBOである「アンサンブル・リミテッド」は、ケイマン所在のSPCを通じて発行されたもので、シニア社債、メザニン社債、劣後社債の三本から成っており、発行条件は次のとおりである。

- ①シニア債：総額六四〇億円、額面一〇〇万円、満期三年、利率一・五〇%、発行価格一〇〇円、AAA格
 - ②メザニン債：総額七〇億円、額面一〇〇万円、満期三年、利率二・二〇%、発行価格一〇〇円、A格
 - ③劣後債：総額二〇五億円、額面一〇〇万円、満期三年、利率六・〇〇%、発行価格一〇〇円、無格付け
- 他方、私募発行された三和インターの「シンフォニー・リミテッド」は、シニア債二本、メザニン債一本、劣後債一本の四本で構成され、発行条件は以下のとおりである。
- ①A号(シニア債)：総額二八〇億円、額面一億円、満期三年六ヶ月、利率ゼロ・クーポン、発行価格九六・〇五円、AAA格
 - ②B号(シニア債)：総額四五億円、額面一億円、満期三年六ヶ月、利率一・三〇%、発行価格一〇〇円、A

A格

- ③C号(メザニン債)：総額五〇億円、額面二億円、満期三年六ヶ月、利率一・九五%、発行価格一〇〇円、A格
- ④D号(ジュニア債)：総額一一〇億円、額面一億円、満期三年六ヶ月、利率および発行価格非公開、無格付

け

また、前者は公募発行であるため、目論見書が発行され、そこには担保となる社債発行企業の情報(事業、営業、設備、経理など)が記載されているのに対し、後者は私募であるため、目論見書は発行されず、担保となる社債発行企業名も非公開であるが、格付けおよび業種別分布などは格付け機関の発行するニュース・レターで公表されている。⁽⁴⁾

次に、CLOについては、今年二月に住友キャピタルとメリルリンチが共同で組成した「ツイスター・ファンディング」が挙げられる。これは、すみぎん信託銀行が企業一八社に対してまず融資を行い、この貸付債権を担保にCLOを発行したもので、シニア債、メザニン債、劣後債の三本、総額八八〇億円が発行され、その発行条件は次のとおりである。

- ①シニア債：総額五九〇億円、額面一億円、満期三年、利率一・三三〇%、発行価格一〇〇円、AAA格
- ②メザニン債：総額七〇億円、額面一億円、満期三年、利率二・〇七五%、発行価格一〇〇円、A格
- ③劣後債：総額二二〇億円、満期三年、利率：非公開、無格付け

このように、日本でもCBO/CLO発行が増加し始めているが、いずれも新規の社債ないし融資を担保としており、欧米で見られるような既発の社債などを担保とするものではないところが特徴となっている。

3 日本におけるCBO／CLO発行の役割

このように日本のCBO／CLOが、既発社債や既存の融資債権ではなく、新規に発行された社債や新たに実行された貸出債権を担保としていることは、日本のCBO／CLOが企業の新規資金調達手段として利用されていることを意味しており、そこに第一の役割があると考えられる。とくに、現在社債市場での資金調達が低調な低格付け企業の資金調達手段としての役割が大きいものと思われる。

因みに、前出のCBO／CLOのうち富士証券、野村証券（二月発行）、住友キャピタル・メリルリンチ、三和インターの四本について、それぞれの社債あるいは債権プールに占める低格付け企業の比率をみてみよう。⁽⁵⁾まず、富士証券CBOでは、全一七銘柄七〇〇億円のうちBBB格以下および無格付け銘柄は、サッポロ（五〇億円）、THK（同）、沖電気（同）、丸紅（同）、岩谷屋（同）、東武（同）、ジョナサン（四〇億円）、昭和電工（三〇億円）、アキレス（同）、ブレーキ（同）、住江織物（二五億円）の一銘柄四五五億円であり、構成比六四・七%、金額比六五・〇%である。次に、野村証券CBOでは、全二一銘柄九一五億円のうち、アゼル（五〇億円）、昭和電工（同）、沖電気（同）、コロムビア（同）、昭和飛行機工業（同）、岡村製作所（同）、丸紅（同）、上新電機（同）、住友不動産（同）、光通信（同）、王将フード（同）、森永（四〇億円）、シンキ（四〇億円）の一三銘柄六三〇億円がこれに相当し、構成比六一・九%、金額比六八・九%である。さらに、住友キャピタル・メリルリンチCLOでは、全一八銘柄八八〇億円のうち、住友不動産（五〇億円）、住金物産（同）、ニチアス（同）、住友機械（同）、平和堂（二〇億円）、フジ（同）、鴻池運輸（同）、CKD（一〇億円）の八銘柄二七〇億円であり、構成比四四・四%、金額比三〇・七%である。最後に、三和インターCBOでは、全一八銘柄四八五億円のうち、岩谷屋（五〇億円）、南海辰村（四〇億円）、洋ゴム（三〇億円）、大王製紙（同）、マイカルファイナンス（同）、

福助（二〇億円）、タイワボウ（同）、ユニシ（五億円）の八銘柄三〇五億円であり、構成比四四・四%、金額比四二・二%である。したがって、これらの四案件合計では、七四銘柄二九八〇億円のうち、低格付けおよび無格付け銘柄は、四〇銘柄一五六〇億円であり、構成比五四・〇%、金額比五二・三%である。

現在、日本の普通社債市場では、BBB格以下の社債発行が低調であり、因みに過去最高に達した九八年度の社債発行額一〇兆八四四億円のうちでも、BBB格銘柄の発行は、光通信、コナミ、ホンカワミクロン、住友不動産、イエローハットの五銘柄二九五億円だけで金額比〇・二七%に過ぎない。⁽⁶⁾したがって、この四案件だけで、昨年度のBBB格発行額の五倍以上の資金調達が達成されたことになり、低格付け企業の新しい資金調達手段となつていくことがわかる。

第二の役割は、投資家に対して、高利回りの投資対象を提供するという役割がある。前述のように、CBO／CLOは発行総額のうち約二〇〜三〇%が劣後債であり、この部分は五〜六%の高利回りが設定されているからである。長引く低金利のもと、これは相当な高利回り商品であり、運用難にある機関投資家のみならず個人投資家にとつても魅力的な水準であることは言うまでもない。しかし、今まで日本では、低格付けの高利回り債の発行が低調であつた理由のひとつとして、機関投資家がBBB格以下の低格付け債に投資しなかつたことが挙げられる。つまり、社内規則などによって投資対象をA格以上に定めるとしていた機関投資家も多く、いかに高利回りであっても機関投資家はこれら低格付け債を買わなかつたのである。その理由としては、単一の低格付け銘柄に投資すると、デフォルト・リスクをストレートに負担することになるため、このような投資が敬遠されたことが指摘できる。もつとも、理屈の上では分散投資すればこれは回避されるが、現実には低格付け銘柄の市場が薄いために、有効な分散投資が困難であると考えられる。いわば、機関投資家は高利回り社債投資をしようと

しても、有効な分散投資戦略が実行できず、リスク管理が難しい状況にある。そのような状況下で、CBO/CLOは機関投資家に対して、低格付け債の分散投資スキームを提供するものと位置付けられる。しかし、現実には、後述するように機関投資家が必ずしも積極的に劣後部分を購入しているとはいいがたく、この部分の販売が安定的に行われるかどうかは今後の課題といえるだろう。

第三の役割は、引受証券会社にとって新規のビジネス機会となり、新たな収益源を提供することが考えられる。CBO/CLOの発行は、相対的に手数料が高く、かつ従来は引受対象とならなかった企業が対象となることもあり、その面でも期待できる。実際、近年国内普通社債発行が急拡大したことは、本来ならば引受証券会社の収益を高めるはずであったが、必ずしも引受証券会社の収益は期待されたほどには向上しなかったと思われる。その理由としては、銀行系の参入などによって引受競争が激化したために、手数料吐き出しといわれる案件が多発したことも挙げられるが、他方では低格付け債の起債が低調であるために、収益性の低い高格付け社債の引受を主体とせざるを得なかったことも指摘できる。つまり、米国の投資銀行は、競争激化によって伝統的な高格付け社債引受の収益性が低下するにつれ、高利回り社債やメガ・デール、CBO/CLO、インターネット関連のIPO、途上国関連の案件、さらにはレバレッジド・ローンあるいはハイ・レバレッジド・ローンへと移行していった。すなわち、米国の投資銀行はリスクをとりながら、あるいはノウハウを形成しながら、より収益性の高い業務を拡大させていったといえるが、日本の引受業務はこのように展開できず、逆に従来どおりの高格付け社債引受に留まらざるを得なかったのが実情である。その意味では、CBO/CLOだけでなく、ストラクチャーもの全般についていえるが、従来の引受業務の在り方から脱皮していく契機を提供する可能性が考えられる。

4 CBO/CLO発行の課題

最後に、CBO/CLO発行の現状をもとにその課題として、以下の点を指摘することができる。

まず、劣後部分の販売についての課題である。言うまでもなく、CBO/CLOの劣後債はハイリスク・ハイリターン商品であり、個人投資家に販売する際には、顧客適合性に照らして適切であるかどうか、商品のスキームやリスクに関して十分な説明が行われているかどうか、顧客の理解が充分であるかどうかといった点で、機関投資家に販売する以上の慎重さが求められる。現時点では、個人向け販売は好調であり、その販売方法や営業姿勢に問題があるという意見や疑念は、筆者の見聞きする限りでは報じられていない。しかし、大手証券会社が資産管理型営業への転換を果たしつつあるとき、かつてのワラントの個人販売で発生したような経験を繰り返したならば、その影響はより多大であると考えられる。その意味では、CBO/CLOに限らず、BBB格社債やノックイン型日経平均連動債など、ハイリスク商品の個人販売に関しては、より慎重な営業姿勢が求められるところであろう。

第二に、劣後部分の販売に関するもうひとつの課題としては機関投資家の購入が必ずしも積極的とは言えないという点が指摘できる。つまり、個人向け販売が順調であったといわれる反面、機関投資家向けの販売は必ずしも順調ではない場合が多かったことが報じられている⁽⁷⁾。それによると、無格付けの場合は、生保などがソルベンシー・マージンを計算する際、リスク・ウェイトが高くなるため、財務指標の悪化につながる点が指摘され、また格付けを取得している場合でも、参加している銘柄のなかに敬遠したい銘柄がひとつでも含まれていると購入しない機関投資家があり、前述のような分散投資スキームが機能しない。そこで、引受証券会社はCBO/CLOを組成する際、まず劣後部分の投資家を探すことになる。新聞報道によれば、住友キャピタル・メリルリン

チのCLOの場合、当初から住友グループの企業に引受けてもらうことで劣後部分を消化したとされる⁽⁸⁾。もしそうだとすると、劣後部分の消化は、個人・グループないし系列企業、さらに場合によっては、オリジネーター自体に依存せざるを得ず、限界があるものと思われる。

第三に、CBO/CLO参加企業の金利設定に関する課題がある。とくに、BBB格銘柄は、単独起債においてもそうであるが、銀行融資金利のほうがり利である場合が多い。つまり、BBB格は社債市場では投資適格の下限に位置付けられており、機関投資家から敬遠されているが、他方銀行側から見ると優良な借り手である場合が少なくない。したがって、銀行はより信用リスクの高い企業に対しては貸し渋りを続けているが、BBB格企業に対しては逆に貸出競争が高まり、金利も低く設定される傾向が強い。そのために、BBB格企業は社債発行ではなく、銀行融資を 선호するといわれている。BBB格社債の起債が低調であるのは、機関投資家が敬遠するだけでなく、BBB格企業自体に発行ニーズが乏しいことも大きな理由である。それと同様に、CBO/CLOスキームに参加したBBB格企業もこれに参加するより、銀行借入で資金調達したほうが低コストとなる場合が多々あるとされる。もしそうだとすると、今後CBO/CLOに参加するBBB格企業は増加せず、その発行の阻害要因となる可能性もある。ただし、銀行の対BBB格企業の融資レートが、その信用リスクに比べて割安に設定されているとすると、今後は引き上げられ、社債発行のメリットが大きくなる可能性はある。

第四に、発行されたCBO/CLOの利率設定に関する課題も指摘できる。私募で発行されたCBO/CLOの劣後部分については、利率を非公開として、個別に決定する方式がとられている場合がある。したがって、劣後債の投資家間で、利率にばらつきが生じる可能性もある。しかし、担保となる社債全体から支払われる金利総額など、CBO/CLOスキームのキャッシュ・フローは確定しているために、手数料部分で調整される可能性

がある。その際、利率設定に関して投資家に不透明感を残すのではないかとという疑問が残る。

最後に、機関投資家側の課題としては、このようなハイリスク商品に対して、リスクを負担して高利回りを追求するという運用体制が整えられるかどうかという点である。運用難の中でこのような高利回り商品は魅力的であるだろうが、リスク管理面では十分な体制が確立しているとは言いがたいのが実情である。その意味でも、機関投資家の動向が注目されるが、今年になって、農林中金が米国で高利回りのBBB格CLO購入を計画していることも伝えられるように、今後の機関投資家の投資行動が変化する可能性はあるだろう。

(注)

- (1) 山崎昌義「CBO/CLO市場」(債券市場研究会編「米国債券投資戦略のすべて」、金融財政事情研究会、一九九八年、所収)、一一〇ページ、参照。
- (2) 前掲、山崎、一一〇ページ、参照。
- (3) 張毓宗「CBO/CLOの格付け手法」、『資産流動化研究』、Vol. V、一九九九年三月、一九三―二〇四ページ、参照。ただし、ここでの手法は、スタンダード&プアーズ社のものである。
- (4) 日本格付投資情報センター「NEWS RELEASE」、No. 九九―C―一四〇、一九九九年三月一五日、参照。
- (5) このデータは、「日経金融新聞」、一九九九年三月三〇日、による。
- (6) なぜBBB格銘柄の発行が低調であるのかについては、拙著「日本の社債市場」、東洋経済新報社、一九九九年、序章、参照。

(7) 「日経金融新聞」、一九九九年三月三二日、参照。

(8) 「日経金融新聞」、一九九九年三月三二日、参照。