

米銀の不良資産処理について (下)

ニューヨーク事務所委託研究

(承前)

第二章 四つの新しい手法

第四節 証券化

一、証券化の概念と商業用不動産モーゲージの証券化への動き

ここで、証券化とは、資産または資産のプールを裏づけとして証券が発行されることをいい、通常、資産プールに対する持分権を表象する証券の販売または資産プールによって担保された証券の

販売として構成される。

(注) この証券化の対象となる代表的なものが、モーゲージである。モーゲージは、従来、住宅抵当貸付を指すのが一般的であつたようであるが、現在では、商業用不動産を含む不動産抵当貸付一般を含んでいる。

また、資産プールに対する持分権を表象する証券の代表的なものが、パス・スルー (pass-through) 証券、資産プールによって担保された証券の代表的なものが、ペイ・スルー (pay-through) 証券である。いずれも、資産プールから生ずる元利金のキャッシュフローと保有する証券の元利金の支払とが密接にリンクしているが、パス・スルー証券は、発行者が資産プールを売却として処理し、投資家がトラスト等を通じてそれを所有することになるが、ペイ・スルー証券は、資産プールによって担保された発行者の債務となる。

モーゲージを裏づけとして発行された証券が、モーゲージ証券 (mortgage-backed securities, MBS) である。モーゲージ証券は、通常三種類、すなわち、シングルファミリー居住用不動産モーゲージを裏づけとするもの、マルチファミリー居住用不動産モーゲージを裏づけとするもの、及びその他の商業用不動産モーゲージを裏づけとするものに分類される。

(注) 1、mortgage-backed securities をモーゲージ担保証券と訳している例が多いが、その場合には、ベイ・スルー証券等資産プールによって担保された証券に限定されると理解される虞れがあるので、わが国の抵当証券とまぎらわしいものの、「モーゲージ証券」と訳すこととした。

2、居住用不動産は、連邦準備制度統計上、一〜四の住戸を有するシングルファミリーと五以上の住戸を有するマルチファミリーとに分類されている。

シングルファミリー・モーゲージ証券及びマルチファミリー・モーゲージ証券は、F N M A (フ

ァニー・メイ、連邦抵当金庫)、G N M A (ジニー・メイ、政府抵当金庫)、F H L M C (フレディー・マック、連邦住宅金融抵当金庫) といった政府系機関によって発行されるものと、商業銀行、投資銀行、モーゲージ・バンカー (住宅抵当会社を指し、銀行ではない) 等がスポンサーとなるものがある。シングルファミリー・モーゲージ証券は、マルチファミリー・モーゲージ証券よりも早い時期に開発され、市場規模もはるかに大きい。

(原注) F N M A : Federal National Mortgage Association
G N M A : Government National Mortgage Association
P H L M C : Federal Home Loan Mortgage Corporation

商業用不動産モーゲージの証券化は、一九八〇年代の初め、シングルファミリー・モーゲージの証券化の成功に刺激されて始まったが、それが不動産金融市場において重要な意味を持つようになったのは、整理信託公社 R T C が、一九九一年に

始めたマルチファミリー・モーゲージの証券化、九二年の商業用不動産モーゲージの証券化に成功してからである。

マルチファミリー・モーゲージ証券及び商業用不動産モーゲージ証券の発行量は、九〇年五六億ドル、九一年八五億ドル、九二年一四四億ドル、九三年一七八億ドルとなっている。九三年は、R T C による発行が九二年の七〇億ドルから三一億ドルまで減少したにもかかわらず、民間部門で発行量、発行体数共に驚異的な伸びを示した特筆すべき年であった。九三年における主要な商業用（マルチファミリーを含む）不動産モーゲージ証券の発行体には、商業銀行、投資銀行、モーゲージ・バンカーに加え、新たに、R E I T、保険会社、ポートフォリオの購入者、導管会社（conduit）が加わった。

〔以下、マルチファミリーを含む商業用不動産

産モーゲージ（以下、「商業用モーゲージ」と略記する）について述べる。〕

二、証券化の参加者

商業用モーゲージの証券化の参加者としては、どのような仕組みが用いられるかで違ってくるが、典型的には次のようなものが含まれる。スポンサー

セラーまたはオリジネーターとも呼ばれ、証券の発行会社に対して売却する資産をもともと保有していた主体である。最初に貸付を行った金融機関の場合もあれば R T C の場合もあり、またバルク・セールを通じて貸付債権を購入した投資ファンド等の場合もある。

特別目的会社

モーゲージが売り手から発行会社に直接売却されず、一旦特別目的会社に売却してから発行会

社へ転売されることがある。特別目的会社は、スポンサーが倒産した場合でも、証券発行の裏づけとなる資産に影響が及ばないようにするために利用される。特別目的会社は「倒産の影響を受けない会社 (bankruptcy remote company)」である。なぜなら、スポンサーからモーゲージを購入しそれを発行会社へ転売する以外の業務は一切行わないからである。

発行会社

発行会社は、通常、パートナーシップ、信託または会社の形態を取り、特別目的会社または直接スポンサーから資産を購入し、証券を発行する。

トラスティー（受託者）

発行会社が信託の場合、資産は、証券を購入する投資家のためにトラスティーとなる銀行の信託勘定で保有される。

サービサー

証券化に際しては、必ず発行会社のために資産プールを管理するサービサーが選任される。その役割は、貸付債権に対する支払の回収と記録保持等である。

問題資産や不稼働資産が含まれている場合には、「サービサー」と「特別サービサー」の両方が指名される。「サービサー」は、日常的な債権のサービシングを行う。特別サービサーは、貸付債権のリストラクチャリングや抵当権の実行、抵当流れ資産の売却を担当する。経験を積んだ特別サービサーを指名することは、劣後証券及びエクイティの格付けと販売推進の上で重要である。

サービサーには、スポンサーまたはその関連会社になることがある。特別サービサーは、ベース部分の手数料に加えて、貸付債権回収に対する成功報酬を受け取ることがある。

格付機関

証券のそれぞれのクラスについて、一個または複数の格付機関が格付を行う。（格付機関の役割については、後に詳述する）

会計士

会計士は、格付機関その他の関係者から要求される計数を準備する。目論見書その他の販売資料に記載されたモーゲージに関する数字を検討しコンフォート・レターを出す。また、スポンサーに対して、当該証券化がGAPまたはRAPのもので売却とみなされ、バランスシートから切り離すことができるかどうかについても助言を与える。

（注）コンフォート・レター（comfort letter）は、会計士が資産に関する計数上の情報を検討した上で確認するレターである。

引受及び斡旋機関

スポンサーは、公募の場合は引受会社として、

また私募の場合は斡旋会社として、投資銀行を選任する。商業銀行やその証券子会社もまた斡旋会社、時には引受会社となることがある。

信用補完（者）

信用補完は、モーゲージの債務者の返済が滞ったために、証券の元本または金利の支払が不能となった場合のクッションとなる。信用補完は、信用供与であったり、第三者に手数料を支払って設定する保証であったり、あるいは準備金や現金担保勘定であったりする。準備金は、販売した証券の代金の一部または資産から生ずるキャッシュフローの一部を留保し、エクイティの払込として行われる。現金担保勘定は、しばしば金融機関からの借入によって賄われ、投資家に対する支払が完済した後の資産からのキャッシュフローで返済される。

商業用モーゲージの証券化においては、一般的

には、準備金のほかに証券の優先部分と劣後部分を発行して、劣後部分が優先部分を補完するという構成になっている（最近の事例では、四種類以上の劣後部分が設定され、それぞれがより上位の全てのクラスの信用補完として機能するといふものもある）。（信用補完については、後に再述する）

三、証券化の方法

商業用モーゲージ証券は、先に述べたように、資産プールに対する持分権を表象する証券または資産プールによって担保された証券として発行される。

この場合、証券化の重要なテクニックとして、資産プールからのキャッシュフローを複数のクラスの証券に配分することがある。あるクラスの証券の格付及び信用力は、それより下位のクラスの

証券によって信用補完される。また、証券の償還期間を、「シーケンシャル・ペイ (Sequential pay)」方式を用いることによって複数化する。すなわち、元利金の支払及び期限前返済は、まずあるクラスに対してのみ、かつそれが完全に償還されるまで充当され、それぞれのクラスは後のクラスより、より短い償還期間を持つことになる。さらに、資産プール中の変動金利貸付債権からの利子収入は、変動金利付き証券のクラスに割当てられ、固定金利貸付債権からの利子収入は、固定金利付き証券のクラスへ割り当てられる。

これらの方法によって複数のクラスの証券が作られ、それぞれが、ある金利水準とそれに伴う特定のリスクレベルと予想平均償還期間を望む投資家に魅力のあるものとなるように設定される。

商業用モーゲージ証券は、投資家が税法上の恩典を最大限に享受し、キャッシュフローに対する

二重課税を回避できるように構成されるが、税制上の構成が可能なものとして次のようなものがあげられる。

REMIC

グラントー・トラスト (grantor trust)

パートナーシップ

ただ、内国歳入法及び内国歳入庁IRSの規則の下では、上記の方法のいずれをとっても、証券化に利用するためにはかなりの制約をくぐり抜けなければならないことも事実である。

1、REMIC

証券化に最も適した構成は、REMICを利用することである。REMICの下では、多数の異なったクラスの証券を柔軟に設定し、投資家に販売することができる。これにより、投資家の利益を増加させることができ、また証券の販売を容易にすることができる。

一九八六年税制改正は、REMICとしての構成を認める際に発行体が満たさなければならないいくつかの要件を定めている。REMICは、税法上の概念で、パートナーシップ、信託、会社、さらにはモーゲージのプールという形態でさえとりうるが、要件を満たした場合には、発行者段階での課税は行われず、REMICの証券保有者がモーゲージ等の実質的所有者とみなされ、保有者段階での課税が行われる。

REMICとしての必要な要件は、次のとおりである。

- (1) REMICは、課税上、発行体の債務として扱われる、一または複数クラスの「正規権」と、エクイティとして扱われる一つの「残余権」とから構成されること、
- (2) REMICの資産は、「適格モーゲージ」(qualified mortgage)と限られた範囲の「許

「諾投資」(permitted investment) とから構成されること。

適格モーゲージとは、不動産に対する権利によって「主として担保された」債権で、REMICに対して、その設立から三カ月以内に移転されたものをいい、その例としては、①GNMA、FNMA、PHLMCの発行する証券、②商業用モーゲージ、③一定のマニファクチャード、ホーム(モービル・ホームともいい、自動車のシャーシの上に造られた移動可能な家)のモーゲージ等である。

不動産に対する権利によって「主として担保された」とされるためには、①不動産の市場価格が、モーゲージが設定された時またはREMICが設立された時に、債権価額の八〇%以上であること、または②債務のほとんどが不動産に対する権利を取得するかまたは改善するために使用された

こと、が必要である。モーゲージの価値の大部分が例えば機械や設備等の不動産以外の資産で構成されている場合があるため、モーゲージが不動産に対する権利によって「主として担保された」ものであるかどうか注意深く検討されなければならない。

許諾投資には三種類ある。すなわち①キャッシュフロー投資(モーゲージからの収益の次の支払日までの一時的な投資)②適格準備資産(REMICにかかる費用、モーゲージの債務不履行から発生する損失、キャッシュフロー投資からの収益が予想を下回った場合の損失をカバーするための準備金)③抵当流れ資産(適格モーゲージに係る抵当権実行によって取得された不動産)である。

2、グラント・トラスト
グラント・トラストは、内国歳入法に規定さ

れた一定の要件を満たす信託の一種で、トラステイヤーが信託財産を受動的に管理するだけで、信託財産を実質的に管理処分する権限がない場合には、信託のレベルでは非課税である。グラント・トラストの受益権者は、信託財産を所有しているものとみなされ、信託の収益及び費用は、信託をパス・スルーして受益権者の収益及び費用として扱われる。

この場合、モーゲージの証券化において、トラストが非課税の資格を維持し、グラント・トラストとして認められるためには、複数クラスの証券を発行することはできないとされている。これは、トラストで複数クラスの証券を発行する場合には、モーゲージからのキャッシュフローに積極的に関与することになることから、トラステイヤーに信託財産を実質的に管理処分する権限があるとみなされたためである。

しかし、ここでIRSは、不稼働モーゲージの証券化を可能とするために、このルールを一部変更した。即ち、償還期間を複数クラスに分けて発行したものをCMO (Collateralized Mortgage Obligations) というが、「深刻な損傷を受けた」モーゲージをトラストを利用して証券化し、CMOとして複数クラスの証券を発行しても、トラストを非課税とするものである。ここでいう「深刻な損傷を受けた」とは、一般的に、商業用モーゲージに関して、六〇日以上支払が延滞している状態をいうものとされ、CMOの資産の大部分が不稼働モーゲージ、問題モーゲージ等である場合には、IRSがプライベート・レターを発することによって非課税とされることになったわけである。

このように、IRSは、個別の事例に対して例外的な取扱を行うことによって、不稼働モーゲー

ジの証券化を可能にしてきた。REMICの適用を受けず、CMOとして非課税の扱いを受けたものに、後述のRTCモーゲージ・トラスト1993N-2があり、またトラストでなくパートナーシップを利用したものとして同じく後述のカニ・ストリート・リアルエステートの例がある。

(注)1、CMOは、通例、特別目的会社を利用して発行され、発行体に対する所有権を表象するエクイティと複数クラスの債券とからなっている。償還期間が複数あるので、投資家のニーズに応えるものとして評価されている。

これまで、CMOは、ベイ・スルーのみを利用しており、パス・スルーは利用されなかったが、それは課税上の理由による。すなわち、トラストを特別目的会社の地位におき、パス・スルー型とした場合、CMOがキャッシュフローにさまざまな工夫を加えていることから、トラスティーに信託財産を実質的に管理処分する権限があるとして、グランター・トラストとして認められず、トラスト自体が課税の対象となるとされたためである。

これを解決したが、一九八六年の税制改正で導入

された前述のREMICであるとともに、不稼働モーゲージについては、CMOについても非課税としたIRSのプライベート・レターである。これによって、複数クラスのパス・スルー証券の発行も可能となったわけである。

2、プライベート・レターは、IRSが個別事案を承認する際に発出する文書で、当該事案にのみ適用される。

3、パートナーシップ

パートナーシップも、グランター・トラストと同様、税法上のパス・スルーの存在として、パートナーシップのレベルでの課税は行われず、パートナーが課税される。

証券化によく利用されるのは、リミテッド・パートナーシップであるが、これには、無限責任を負うジェネラル・パートナーと有限責任しか負わないリミテッド・パートナーとがある。(不稼働モーゲージをパートナーシップによって証券化し、複数クラスの証券を発行する場合については、2、グランター・トラストの項の末尾参照)

四、証券化の事例

1、REMICの発行するマルチクラス・モー

ーゲージ・パス・スルー証券

米国の大手保険会社フェニックス・ホーム生命保険は、一九九三年一二月、モーゲージの証券化を行った。

資産プールは元本総額約四億一〇〇〇万ドルにのぼる一〇二の商業用モーゲージで構成されていた。モーゲージの一一％はリストラクチャリングされていた。また、九六％はバルーン・ローンであった。モーゲージの一六％が、格付機関からは債務不履行となる可能性が高いとみられていた。

フェニックスは、モーゲージを一〇〇％子会社のPMホールディングに売却し、さらにそれはその子会社のフェニックス・リアルエステート・セキュリティーズに売却された。その後モーゲージは信託に移された。信託は、REMICとして構

成され、一〇のクラスのパススルー証券を、フェニックス・リアルエステート・セキュリティーズを通じて発行した。クラスA-1、A-2、A-3は優先証券であり、クラスB、C、D、E、Fに優先した。クラスB証券は中二階にあたり、クラスA-1、A-2、A-3証券には劣後するが、クラスC、D、E、F証券には優先した。クラスC、D、E、F証券は劣後証券であり、それぞれのクラスがそれ以下のクラスに優先する。クラスXは金利のみが支払われる証券で、クラスRはREMICの「残余権」に対する権利であった。ムーディーズによる格付けは、優先証券の「Aa2」からクラスE証券の「B」の範囲であった。

フェニックスは、この取引を通じて二つの目的を達した。第一に、ある程度資産プールに対する権利を留保しつつ、最もリスクの高い資産を売却した。第二に、問題貸付債権の管理負担を免れた。

第一の目的は、フェニックスの子会社である

P Mホールディングに五クラス(A-1、A-2、A-3、B、X)の優先証券を保有させることで達成された。これらより劣後する証券、すなわちより損失を蒙る危険性の高いものは投資家に販売された。二クラス(C、R)は公募引受により、三クラス(D、E、F)は私募で機関投資家に販売された。フェニックスは資金調達に成功しただけではなく、保有する資産に対して保険会社が維持することを義務づけられているリスクベース・キャピタルを大幅に減少させることができた。

第二の目的は、特別サビサーを選任することで達成された。特別サビサーの任務は、指定された貸付債権のリストラクチャリング、抵当権実行、その他の措置を取ることである。特別サビサーには、基本手数料のほかに、回収債権額の1%が報奨金として支払われる。

この事例は、他の問題モーゲージの証券化事例のモデルとなっている。米国における保険会社その他の融資機関は、この構成を利用して証券化を行っていると言われている。

2、トラストを利用したRTCモーゲージ・

トラスト1993-N2

RTCは、一九九三年五月、三億八〇〇万ドルの不稼働モーゲージを証券化した。RTCの目的は、証券の販売時点でキャッシュを受け取り、かつ、将来追加的にキャッシュを産み出すであろう資産プールの所有権部分を留保しておくとともに、サビサーとしての負担から免れることにあった。

資産プールは、倒産した貯蓄金融機関から取得した一八〇のモーゲージから成っており、その元本総額は七億二五〇〇万ドル、時価総額は三億八〇〇〇万ドルであった。これらは、不稼働または

問題モーゲージで、マルチファミリー、オフィス・ビル、ショッピング・モールその他の商店、病院及び老人ホーム、工業団地、特殊建造物、小規模倉庫及びモービル・ホーム・パークであった。

R T Cは、モーゲージをR T Cモーゲージ・トラスト1993—N2に売却した。トラストは二つのクラスのエクイティを発行した。R T CはクラスB証券を取得し、トラストの五一％に相当するエクイティを保有した。エクイティの残りの四九％に相当するクラスA証券は競売にかけられ、1993—N2インベスターズ・リミテッド・パートナーシップが落札した。

トラストは、R E M I Cの適用を受けず、二つのクラスのエクイティと五つのクラスの債券を発行したため、トラストが非課税のモーゲージ・プールであることについてI R Sからプライベートルーターを取得した。

トラストは、1 A、1 B、2、3、4の五つのクラスの債券を公募した。ムーディーズによる格付けは、A a aからB 3の範囲にわたった。元本はクラス1 A、1 B、2、3、4の順で保有者に支払われ、各クラスの債券は、それぞれ下位のクラスの債券及び二つのクラスのエクイティに優先した。また、クラス1 A、1 B、2、3については準備金による追加的な信用補完もなされている。

五つの債券及びクラスB証券の売却代金の一部は、三二〇〇万ドルの準備金と一六〇〇万ドルの資産維持勘定の積立に利用された。資産維持勘定は、資産維持費用及びサービサーが適当と認めた場合の資産改良費用に充てられる。

トラストは、債権回収を目的としており、モーゲージ及び抵当流れ資産を最高の価格で売却することである。リストラクチャリング、抵当権実行、

モーゲージの売却その他の方法で処理案が作成され、一九九四年第一四半期には、これらの処分代金で債券を償還することができるようになったと報告されている。これは一九九三年に証券化が行われた当時に予想されたよりも早い時期であった。

3、パートナースhipを利用したカーニー・ストリート・リアルエステート

バンカメロカ及びその関連会社は、一九九三年六月、四億七五〇〇万ドルの問題モーゲージを証券化した。バンカメロカの目的は、資産プールの所有権を処分しかつサービサーとしての責任から逃れることである。ここでは、抵当流れ資産、延滞債権及び通常より回収不能リスクの高い貸付債権が証券化された。

資産プールは、簿価六三〇〇万ドルの八つの不動産と一一四のモーゲージで構成されていた。時

価総額は、合計で約四億七五〇〇万ドルであった。モーゲージは、店舗、オフィス・ビル、マルチファミリー、ホテルその他事業用資産及び更地であった。

バンカメロカは、カーニー・ストリート・リアルエステートに四億七五〇〇万ドルで上記資産を売却した。買付資金はカーニー・ストリートによる四億七七〇〇万ドルの債券発行と七〇〇〇万ドルのエクイティで賄われた。

カーニー・ストリートは、当該資産をバンカメロカから購入するために、モルガン・スタンレー・リアルエステート・ファンズによって組織されたりミテッド・パートナースhipである。カーニー・ストリートは、REMICの適用を受けず、四つのクラスの債券を発行したため、IRSよりカーニー・ストリートが非課税のモーゲージ・プールであるというプライベート・レターを取得し

た。

カーニー・ストリートが発行した債券は公募によるもので、クラスA、B、C、Dの担保付ペイ・スルー証券である。スタンダード&プアーズによる格付けは、AAからBBの範囲であった。元本はクラスA、B、C、Dの順に償還され、各クラスは、それぞれ次位以下のクラスに優先する。また、クラスA、B、Cは、準備金とエクイティにより、クラスDはエクイティによって信用補完された。

証券の売却代金及びエクイティの払込金の一部は、準備金等の積立に充当された。三四七〇万ドルの準備金が金利支払の資金が不足した際の支払に充てるために、また、四九五〇万ドルの資産維持勘定が、資産の維持及び改良費用に充てるために積立てられた。

また、バンカメリカは、サービサーとしての責

任を全てハンフォード・ヒリー・アセット・マネージメントに移管した。ハンフォードは、通常のサービシングに加え、テナントの募集、更地の開発なども行い、その報酬は、カーニー・ストリートの業績と連動するようになっていた。

五、商業用モーゲージ証券市場の成立のための条件

商業用モーゲージの証券化には、課税上の有利な取扱が重要な条件であるが、それに加え、さらにいくつかの条件が必要であった。例えば(1)投資家がモーゲージ証券を受け入れること、(2)信用補完が十分可能なこと、(3)格付基準の発達、等である。

1、モーゲージ証券に対する投資家の需要
RTCは、その証券化プログラムを構築する際に、格付機関と協力し、また、機関投資家を育成

するために多大な努力を払ってきた。その結果、投資家は、モーゲージ証券の仕組みにおける信用リスク及びリーガル・リスクにも慣れ、非政府部門の証券化商品にも投資機会を求めるようになった。

モーゲージから生ずるキャッシュフローは、様々な特徴を持つ異なったクラスの証券に配分され、投資家のニーズを満たす。投資家は、異なった償還期間と異なったリスクを持つ証券を求める。ある投資家は、固定金利よりも変動金利を好み、別の投資家は、ヘッジ目的で元本のみあるいは金利のみが支払われる証券を好む。高度な知識を持つ投資家は、高利回りの劣後証券及びエクイティを購入するリスク・テイカーとなっており、商業用モーゲージの証券化を可能にしている。

2、信用補完

信用補完の種類については、「二、証券化の参加

者」で述べた通りであるが、商業用モーゲージの証券化の際の信用補完として最も頻繁に利用されるのは、優先・劣後証券の構成と準備金である。

商業用モーゲージ証券の募集においては、エクイティ及び劣後部分を購入する投資家を見つけることが鍵となる。スポンサーが購入する場合もあるが、金融機関のように規制を受けるスポンサーの場合には、証券化がRAP上資産売却と認められるためには、エクイティ及び劣後部分を購入することができない。

モーゲージ証券の劣後部分は、同程度の格付けと期間を持つ社債よりは利回りが高く、エクイティはさらに高い利回りを実現する可能性がある。

このことは、高度な知識を持つ投資家の劣後証券及びエクイティに対する大きな需要を引き出した。「第二章第二節バルク・セール」で述べた購入者と同様のタイプの投資家が、証券化における劣

後証券の購入者となったといわれている。

スポンサーが証券化に際しどれだけ積極的に準備金を積み立てるか、そして一定期間中に準備金積立のために資産から十分なキャッシュフローが得られるかどうかは、しばしば証券化成功の必要条件となる。準備金は、資産が金利支払時に十分なキャッシュフローを産み出さない場合のリスクから投資家を保護する。積立金はまた、資産維持勘定として、資産に係る税金・保険の支払、抵当権実行・資産売却費用、特に不稼働資産の場合には資産改良費用を確保するために設定されることがある。これらの積立金は、投資家のために担保として信託に供されている。

3、格付基準の発達

米国の四つの格付機関（スタンダード&プアーズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチ・インベスター・サービス、ダフ・

アンド・フェルプス）は、商業用モーゲージ証券の格付のための基準と手法を開発した。格付機関は、こうした手法を、初めはRTCによる稼働モーゲージの証券化に対応して開発し、さらに不稼働モーゲージを含む証券化の格付けのために改良していった。

格付基準の開発は、この新しい市場に幅広い投資家を獲得するために必要不可欠であった。商業用モーゲージ証券市場の投資家は、通常の不動産融資に見られるような個々の商業用不動産の評価をすることができない。その代り、投資家は、格付機関が与えた格付けに大きく依存することになる。

格付機関は、貸付債権、担保となっている資産、法的及び税法上の構成、サービシングに関する要件等、個々の取引に係る多くの要素を分析する。

信用補完について、格付機関は、経済環境が逆

風の場合でも、十分なキャッシュフローを得るためにほどの程度の信用補完が必要かという分析を行う。その手法を開発するにあたり、格付機関は、商業用モーゲージ・ポートフォリオにおける過去の債務不履行及び損失を分析し、将来起りうべき統計的確率を計算する。また、営業純利益が営業費用及び債務支払を賄う能力を測る最も適切な尺度であると考えている。営業純利益で債務支払をカバーできない時はどこかの時点で債務不履行になりやすいからである。

さらに、格付機関は、個々の取引について、次のような多くのリスク・ファクターを勘案して信用補完レベルを修正する。

- (1) 地理的分散…資産が米国内の多様な地域に分散している場合、要求される信用補完レベルは低くなる。地理的分散によって、資産プールが一地方の経済状況の悪化や地震・ハリ

ーン等の自然災害に影響される度合いが減少するからである。

- (2) 資産の種類…多くの種類の資産からなるプールほど望ましい。ある種の資産、例えばマルチファミリーやショッピング・モールは、その他の資産、例えばホテルや病院より好ましいとされる。

- (3) 融資比率…貸付債権の資産価値に対する割合の高い資産はそれが低い資産よりも高いレベルの信用補完が必要である。

- (4) 借り手の集中度…貸付債権の本数を増やし、また貸付債権の平均サイズを縮小することとは、リスクを減少させる。例えば、フィッチは、資産プールには最低三〇のモーゲージが含まれ、最大の貸付債権が資産プール全体に占める割合は五%以内であることが望ましいとしている。

(5) 貸付債権の経過年数 (loan seasoning) :

格付機関は、設定後でもない貸付債権は損失を出すリスクが高いと考えている。

(6) その他資産の状態、地方経済のリスク、サブプライマーの経験の評価等がある。

また、不稼働モーゲージの場合には、金利、営業費用、当該不動産のメインテナンス費用や改良費用、モーゲージのリストラクチャリングや売却のための費用がかなりかかることから、格付機関は以下の要求をすることがある。

- (1) 証券化時にそれぞれの費用支払に充当するための準備金を積み立てること、あるいは、
- (2) サブプライマーまたはその他の者がその時々において費用支払の立替を行うこと（この場合、証券の格付けはこのような費用支払をす
る者の信用力に影響される）

環境リスクは、資産の価値及び所有者の責任に

重大な影響を及ぼすため、格付機関は環境リスクに関しては特別な要求を行う。資産に関する環境評価が行われ、改善措置（例えば地下の石油貯蔵庫の撤去等）が必要な場合は、証券化時に準備金が積み立てられる。

4、各州の不動産関連法

米国においては、不動産は多くの場合、所在地の州法で規制される。モーゲージを証券化するためには、モーゲージが有効かつ執行可能であること、州法の下で適切な順位の抵当権を取得していること、資産が建築規制を遵守していること等が明確でなければならない。各州はモーゲージの執行について一定の要求をしており、担保資産のプールの数州にまたがる場合は執行手続きが複雑になる。

5、監督機関の承認

証券化には、政府のどのような承認が必要なの

かが明確であることが前提条件となる。例外はあるが、一般的には米国の規制機関は、大がかりな承認を得ることなく融資機関が証券化を通じてポートフォリオを売却することを認めている。例えば、融資機関は、証券化の手段として迅速に特別目的会社を設立することができる。

殆んどの場合、必要な承認はルーティン的なされる。例えば、公募がなされる場合、SECは登録届出書を、効力が発生する前に審査する。SECが注目するのは、投資家に対して適切な開示がなされているかどうかであり、このことがモーゲージ証券の募集手続を妨げることはほとんどない。私募により証券が売却される場合は、SECの審査は全く必要ない。不稼働貸付債権のプールの場合には、IRSのプライベート・レターが必要であることもあるが、現在この規制を不要とする法案が提出されているところである。

六、証券化の利点・欠点

証券化の利点としては、次のような点が挙げられる。

- (1) 証券化は、資産処分的手段としては大変柔軟性のある方法である。例えば、サービシングの役割はスポンサーが提供することができる。その場合、スポンサーは、バランスシートから資産を外す一方で当該資産を管理して手数料を得ることができる。他方、スポンサーは資産のサービシングから完全に逃れることもできるし、通常のサービシング業務は取り込んで特別サービシングの役割は他者に移転することも可能である。

- (2) 証券化にはまた、資産売却後、スポンサーが当該資産に対する権利を残しておくという柔軟性もある。スポンサーは劣後証券だけを他の投資家に移転し、高い格付けの証券だけ

を取得してポートフォリオの質を向上させ、

自己資本比率を改善してもよいし（フェニックスの例）、高い収益をもたらす可能性のあるエクイティ（または劣後部分）を取得してもよいし（RTCの例）。但し、スポンサーが銀行である場合、そのような取引はRAP上売却とはみなされない可能性がある。）、資産プールに対する権利を完全に処分してしまってもよい（カーニー・ストリートの例）。

- (3) 商業用モーゲージ証券に対する需要が高まり、その利回りが低下すれば、証券化はスポンサーにとって、他の手段に比べて有利な資金調達手段となる。

- (4) 第四に、証券化においては、スポンサーの受取が最大になるような証券のパッケージを作るができるという柔軟性がある。複数クラスの証券を作ることで、スポンサーはネ

ットの受取金額を最大化できる。

他方、証券化の難点として、次のような点が挙げられる。

- (1) 商業用モーゲージの証券化には、参加する各機関の膨大な人的資源が必要となる。これは、商業用モーゲージの証券化の欠点とされるが、他方で証券化の手続きに要する時間は、同額の貸付債権を個々に売却、リストラクチャリングまたは抵当権実行をした場合に必要な合計時間よりは少ないかもしれない。

- (2) 格付機関は通常、新規のスポンサーが商業用モーゲージ証券を募集する場合、基礎的調査を行うために少なくとも二カ月を要する。

この期間は、格付機関が調査する貸付債権の数、格付機関の持つスポンサー及びサービサーに関する情報量、及び取引構造の複雑さと斬新さにより異なってくる。不稼働モーゲ

ジにはより長い時間が必要となろう。

(3) モーゲージ証券を公募するためには、

SECが登録届出書の発効を認める必要がある。新規のスポンサーによる登録届出書は、SECにより詳細な審査を受けると予想される。SECは、通常四週間から六週間で登録届出書に関するコメントを出す。初めて商業用モーゲージ証券を発行する発行体の場合、通常発効までに二カ月以上かかる。

(原注) 公募では、SECに登録費用を支払わなければならない(現在、証券二〇〇万ドルにつき三四ドル)。

以上、不動産関連の不良資産をバランス・シートから切り離すために、金融機関が採りうる方法について簡単に説明してきたが、新しい手法は今も開発されつつある。

要約にあたっては、次の文献を参考にさせて頂いた。

- ・ 神田秀樹、小宮山賢、菱田哲也著『セキュリティゼーション』(金融財政事情研究会、平成五年)
- ・ 日本債券信用銀行セキュリティゼーション研究会訳『証券化の戦略と実務』及び『続・証券化の戦略と実務』(東洋経済新報社、昭和六二年及び一九八九年)

・ 大和セキュリティーズ・トラスト・カンパニー訳『モーゲージ担保証券』(中央経済社、平成五年)