

## 不良債権処理と資産証券化

佐賀 卓雄

最近、資産の証券化に対して関心が高まっている。その理由は、金融機関の保有する不良資産の処理がなかなか思うように進まないため、それを流動化し、バランスシートを再建するための方法として注目されているのである。

しかし、言うまでもなく証券化は「魔法の杖」ではない。かれこれ二〇年近い歴史をもつアメリカの例をみれば、それがインフラの整備、市場参加者の成熟度やノウハウなどの市場環境の整備と並行して進んできたことが分かる。

わが国での資産証券化、特に不良債権の証券化

の可能性を考える場合、依然として取り組まなければならぬ課題が多いと考えられる。

### 一 証券化の背景

最初に、証券化が行われた背景を考えよう。アメリカにおいて初めて資産の証券化の対象になったのは、貯蓄貸付組合 (Saving and Loan Association, S&L) の保有する資産であった。S&Lは住宅金融専門機関で、預金者から集めた短期の預金を期間が二〇ないし二五年の住宅ローン

で運用していた。今では、銀行経営のイロハということになるが、「短期借り・長期貸し」から生じる期間のミスマッチは銀行経営に様々なリスクをもたらす。一つは、バランスシートの貸方(資産)が長期に固定されていることから、預金の満期時には借り換え(預け換え)の必要がある。仮にそれがうまくいかなければ、流動性危機に陥ることになる(流動性リスク)。もう一つは、金利変動リスクが生じることである。金利が自由化されていけば、預金の満期時に同じ金利で借り換えができるかどうかは不確実である。仮にその間に金利が大きく上昇していれば、もっと高い金利を提示しなければ預金者から預け換えに応じてもらえないであろう。しかし、資産の利回りの方は長期に固定されているから、極端な場合には逆ザヤになる可能性がある。

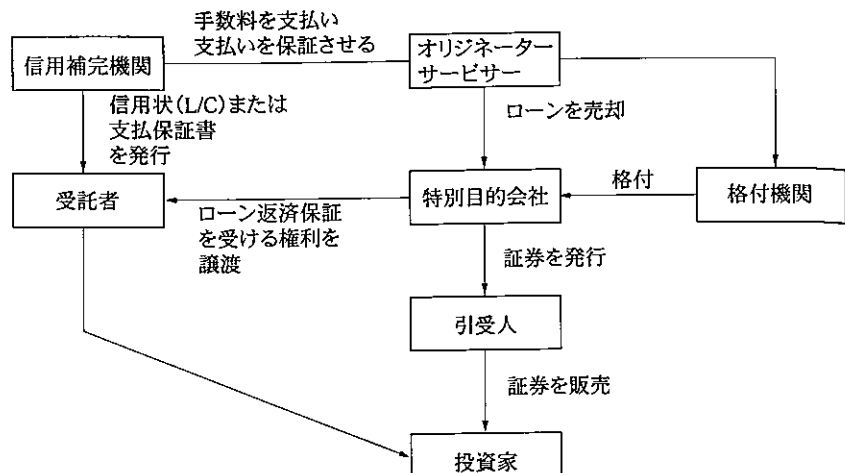
金利が規制されそれほど大きく変動しなければ

ば、期間のミスマッチから生じるこれらのリスクは顕在化しない。S&L業界はかつては「3-1-6 1-3ビジネス」といわれていた。これは、3%で預金を集めて6%で貸し、午後3時にはゴルフ場にいる、という意味である。きわめて牧歌的で安定した経営を誇っていたのである。

しかし、一九七〇年代になると、インフレが激しくなり、つれて金利変動も大きくなった。こうなると、安定的な収益を享受していたS&L業界はもろに金利変動リスクに曝されることになったのである。

これにはいくつかの対策が考えられる。例えば、あらかじめ資産サイドの金利を定期的に見直す契約にしておけば、逆ザヤになることは防げる。変動金利による貸付けである。また、実際に採られた措置であるが、業務規制を緩和し、短期借り・長期貸しの原因となった住宅金融の割合を

図1 資産担保型証券の構造



(出所) Pavel, C.A., *Securitization*, 1989; 『ゼミナール・セキュリタイゼーション』東洋経済新報社、1989年、34ページ。

低下させることである。しかし、既存の長期住宅ローンについては流動化の方策を考える必要があった。このような要請に応えたのが住宅モーゲッジの証券化であった。

## 二 証券化のスキームと効果

証券化は、S&Lが保有している住宅債権を特別目的機関（SPV、これには信託、パートナーシップ、会社などの形態がある。会社形態を採用する場合、これを特別目的会社（SPC）という）に委譲し、SPVがそこから生まれるキャッシュ・フローを元に新たな証券を発行して一般の投資家から資金を調達する。これによって、S&Lは既存の債権を流動化して新たに資金を調達することができた。バランスシートを再建することにより、自己資本比率の向上、収益性（ROE）

の向上を図ることができ。既存資産が流動化されることによって、新たに貸出し余力も生まれてくる。また、サービサーとして債権取立などの業務を行うことによって手数料収入をえることができる（証券化商品の構造については、第1図参照）。

このようなスキームを考えるのは投資銀行である。投資銀行は、証券化商品を組成し、そのマーケット・メイクを行うことによって利益をあげる。投資銀行にとっては、新たに有力な業務分野が生まれることになったのである。ただし、証券化は多様なキャッシュ・フローを組み合わせて証券を仕組むため、複雑な構造になる。そして、それを正確にプライシング（評価、価格づけ）する必要がある。このため、証券化ビジネスには、複雑な計算を瞬時に処理するプライシング・システムと、幅広くかつ高度な法律、税制、会計、金融知識などが要求されるため、この業務において有力な業者はごく一部の大手投資銀行に限られている。

S&Lの住宅債権にはジニメ、ファミメなどの政府系住宅金融機関の保証がついており、それ自体は良質な債権である。したがって、格付機関からも高い格付けをえて、特に機関投資家に受け入れられることになった。

その後、住宅モーゲッジの証券化の手法は、リース債権、クレジット・カード債権など、他の債権にも応用されるようになる。これらは一括して、資産担保証券（ABS）と呼ばれる。九〇年代には、破綻したS&Lの債権を買収した整理信託公社（RTC）がその回収に証券化の手法を採った。さらに、証券化の範囲は拡大され、最近では映画監督のスピルバーグの作品からあがる興行収入や、ロックン・ローラーのデビッド・ボー

イの初期のアルバムからの印税収入が証券化されている。こうなってくると、何でも証券化の対象になりそうに思えてくる。

### 三 証券化のポイント

しかし、証券化の対象になる資産は限られている。それにはいくつかのポイントがあるからである。まず第一に、証券化対象資産を原所有者から分離し、発行体であるSPVに譲渡する必要がある。これが銀行の不良資産を含む場合には、含み損が顕在化し、この損失負担に耐える体力が必要になる。

第二に、キャッシュ・フローの確実性である。初期の頃に証券化の対象となったのは良質の資産であり、それが原所有者から切り離されるため、証券化商品の格付けは原所有者よりも高く

なることができる。その後、次第に証券化の対象となる資産が拡大し、必ずしもキャッシュ・フローの確実性が高くないものまで対象となっているが、それは信用補完によって可能になっているのである。

そこで第三に、信用補完である。S&Lのモーゲッジ債権はもともと政府系住宅金融機関の保証がついていたから、最初から公的信用に支えられていた。モーゲッジ担保証券(MBS)が大きなマーケットを形成している理由は、極めて安全性が高いからである。その後、民間企業の保有する債権が証券化の対象となることができた最大のポイントは、この公的信用に代わる信用補完の仕組みを創り出したことであつた。もちろん、極端に言えば、キャッシュ・フローの確実性がきわめて高ければ、信用補完がなくても投資家に受け入れられることは可能である。しかし、格付機関から

高い格付けをえて発行金利を引き下げるには、やはり信用補完が必要になってくる。

信用補完にはいくつかの方法がある。一つは、第三者が保証することである。この保証業務は銀行や保険会社が手掛けることが多いが、一般企業が行う場合もある。先のデビッド・ボーイのアルバムからの収入を証券化した際には、レコード会社が信用補完を行っている。そして、その場合にも、元利を二〇〇%保証する必要はない。ケース・バイ・ケースであるが、保証水準は高い格付けを取得することによる発行金利の低下と保証に必要な手数料の兼合いで決定される。もう一つは、優先・劣後構造である。証券化商品を仕組む場合に、信用度の異なる何種類かの証券を組成するのである。ハイリスク・ハイリターン証券がリスクを引き受けることにより、格付けの最も高い証券の元利支払いの確実性は補強されるという訳で

ある。典型的には、エクイティをバッファー(緩衝体)として組み込む場合があげられる。株式は元本の返済が予定されていないから、支払いが最も劣後する証券であり、その所有者にリスクが集中する。このような構造が可能なのは、ハイリスクの投資を受け入れる投資家が存在するからである。

### 四 S&L危機と証券化

八〇年代後半にS&Lの経営状態が悪化して、破綻するところが相次ぐ。この原因は、八〇年代前半にS&Lに対する業務規制を緩和したものの、それにとまって監督体制を十分に強化しなかったことであつた。

アメリカ政府は、破綻したS&Lの整理を目的として整理信託公社(RTC)を創設する。RTC

は八九年から九六年までの時限的組織として創設され、九二年から「Nシリーズ」としてS&Lの不良債権処理にとりかかる。RTCは約七五〇のS&L、四、六〇〇億ドルの資産を買収する。そのうち、九四年初めで三、九九〇億ドルの資産を売却し、三、五八〇億ドルを回収する。回収率は約九〇％に達した。このための資金は公的資金が充たされた。

RTCはRTCモーゲッジ・トラストを設立して、そこに不良資産を売却する。トラストは資産プールから発生するキャッシュ・フロー、担保物件の売却資金を元に格付けの異なる数種類の債券を発行する。劣後する証券の利払いは、上位の証券に対する利払いが行われない限り実施されないという条件が付けられた。

証券化というのは、もともとは住宅用モーゲッジを対象に始まったものである。RTCが主とし

て証券化の対象にしたのは商業用不動産であり、これをきっかけに大手の機関投資家が投資対象として商業用不動産貸出に目を向け始める。その意味では、RTCは証券化の動きにいつそう弾みをつけることになったといえる。

八〇年代末から九〇年代初頭にかけては、アメリカの商業銀行も不良債権に悩まされていた。バンカメヤシティコープなどの大手商業銀行は、RTCの不良債権処理のスキームを応用して証券化によりその処理をおこなった。バンカメの場合、健全債権と不良債権をパッケージにして、それらを様々に組み合わせ格付けの異なる何種類かの証券を創り出した。基本的なスキームはRTCのものと同様でない(RTC、バンカメの不良債権処理のスキームについて詳しくは、翁 百合著『情報開示と日本の金融システム』東洋経済新報社、一九九八年、第二章、を参照されたい)。

ンドが引き受けている。

最後に、インフラも含めて、不良資産処理のスキームを工夫しやすい環境が整備されていたことである。最初の証券化以来、約二〇年が経過しており、その間に多様な資産の証券化を可能にするような様々な環境整備が行われてきた。例えば、具体的なスキームを考案する投資銀行の存在、またリスクを評価し、たとえハイリスクであってもそれに見合うリターンが期待できれば投資する多様な投資家の存在、そして税制、格付け、会計制度といったものが整備されているのである。

## 五 わが国における証券化の課題

アメリカにおける証券化の歴史から分かることは、最初に信用度の高い債権が対象になり、徐々に民間ベースでの信用補完の仕組みが整えられ、

証券化による不良債権の処理がスムーズに進んだ理由としては、次のような要因が指摘できる。

第一は、マクロ経済環境が好転していたことである。九二年頃から不動産価格もようやく底値感が強まり、ある程度のデイスカウントを覚悟すれば、その売却が可能な環境になっていたことである。第二に、金融機関のリストラが進展し、その収益が回復していたことである。帳簿上の償却とは異なり、証券化する場合には評価損が顕在化するから、その損失負担に耐える体力が必要である。第三に、既に紹介したように、RTCによる不良化した資産処理のスキームが応用できたことである。特に、公的信用に支えられているRTCとは異なり、民間企業が証券化のスキームを創り上げる場合、その信用補完が問題になる。バンカメの場合には、優先・劣後構造を取り入れ、エクイティ部分をモルガン・スタンレーの不動産ファ

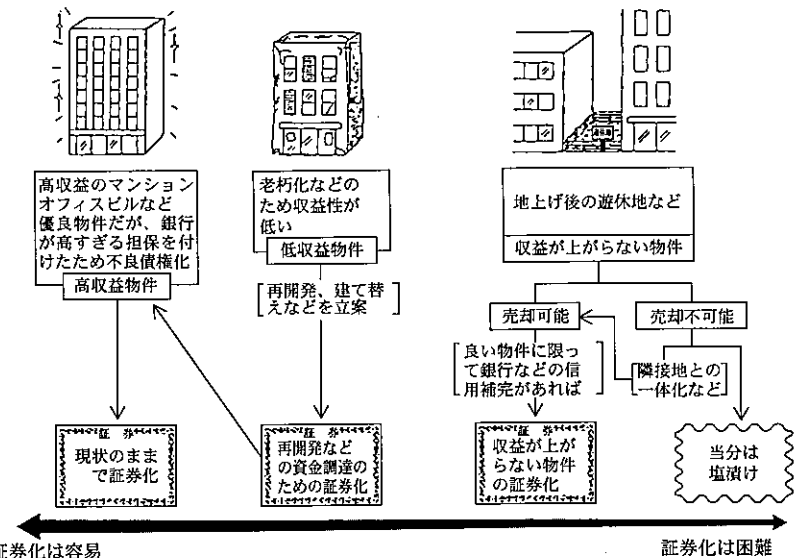
対象となる資産が拡大してきたということである。決して、最初から不良資産の処理の対策として発達してきたのではない。証券化がそこまで応用されるようになるのは九〇年代になってからである。現在でも、証券化の対象資産の九八％は優良資産であるといわれている。

したがって、いきなり不良資産の証券化から手掛けるのは無理がある。特に、わが国の不良資産は更地でキャッシュフローがないものが大部分といわれるから、そもそも証券化には馴染みにくいとみえる(第2図参照)。この場合には、元利支払いが全面的に資産の処分価格に依存せざるをえないから、土地取引の市況次第という不安定性を最初から抱え込むことになるからである。しかし、もっと長期的に直接金融の比重を高めるために証券市場の広がりや厚みをつけるという観点からは、証券化のための環境整備が進められるべき

だろう。

わが国では、証券化についての研究は相当以前から取り組まれてきたものの、なかなか本格的な市場を形成し、有力なビジネスとして成長することができないでいる。ここに至り、証券化に対する関心が高まり、関連法の整備の動きが活発になってきているのは、銀行が多額の不良資産を抱え、それが貸し渋りの原因になっているという認識があるからである。このため、会計上の償却から、現実に保有不良資産の処分を進め、バランスシート上の再建を促すことによって、銀行の貸し渋りを解消しようという狙いがある。SPC法の制定や、サービサー(回収代行業者)法を制定して回収代行業務を民間に開放したり、「金融再生トータルプラン」の一環として、債権放棄を無税償却の対象に加えたりという動きが伝えられている。わが国において証券化の対象となる資産が拡大

図2 不良債権は証券化できる？



証券化は容易  
(出所) 三國仁司著『不動産の証券化と方法』東洋経済新報社、1997年より。

していくための条件を考えてみよう。まず第一に、信用補充の仕組みが整備されていることが最も重要である。公的信用で支持されていけば問題はないが、銀行や保険会社は新たなビジネスとして民間ベースでの信用補充の仕組みを工夫すべきであろう。ちなみに、証券業では既に七〇年代初頭にメリル・リンチ社がSIPC(証券投資家保護会社)の保証とは別に顧客口座に民間の保険をかけていた。また、現在では、ディスクランチャーが積極的に民間の保険に加入している他、地方債やミューチュアル・ファンド(投信)にも保険がかかけられることが多い。このように、金融取引にかかわる保証業務は保険会社にとって一つのビジネスとなっている。

第二に、証券化のスキームを考え、市場を創り出す業者の存在である。仮に優良な証券を仕組むことができて、流通市場(セカンダリー・マー

ケット)が存在しなければ、満期まで保有せざるをえなくなるから機関投資家は投資しないであろう。アメリカでは、大手投資銀行がスキームを考えると同時に、マーケット・メイキング業務をおさえることによって、開発からしばらくの間はその証券化商品の市場を支配することが多い。このような業務に習熟した専門業者の育成が必要である。

第三に、リスク・キャピタルの育成である。アメリカでは、バルチャー・ファンド(ハゲタカ・ファンド)のように倒産寸前の企業の証券を買い入れてサヤを抜く投資家も存在する。また、不動産投資についてもREIT(不動産投資信託)のように小口資金が参加できるチャネルが存在する。わが国でも日本版REITの創設が議論されているが、そのためにはディスクロージャーの強化と不動産投資インデックスの開発が必要である。

う。現状では、投資判断のための情報があまりに貧弱である。

さらに、アメリカでは年金基金がベンチャー・キャピタルの最大の出資者になっているように、運用資産が巨額であればそのごく一部をハイリスク・ハイリターンで運用することが可能である。そのためには、運用の哲学とノウハウの蓄積が求められる。

要は、多様な投資家層が存在することによって、証券化のスキームの実現も容易になるということである。

(さが たかお・当研究所主任研究員)