

# 証券化における資産担保とマネジメント裁量性

北 原 徹

## はじめに

企業によって発行される一般的な社債と比べた資産担保証券の特質は、特定化された担保資産からの収益のみによって裏付けられていることによるリスク・プロファイルの明確性と、担保資産からのキャッシュフローの確保だけに限定されているマネジメントの裁量性のなさ、そのことによる経営・事業展開に左右されることがないという意味での安定性にあると考えられる。こうした典型的な資産担保証券に対して、証券化の中には、証券化の担保資産のマネジメントにかなりの裁量性を認めるようなものも存在する。そうした類の証券化においては、マネジメントの裁量性が、担保資産からの明瞭なキャッシュフローによって裏付けられているという資産担保証券の特質・強みを損ない、投資家の信頼獲得を困難にする恐れがある。こうした問題点に対処し、担保資産裏付けという資産担保証券の特質を維持するためには、マネジメントの裁量性が大きい証券化においては、証券化のストラクチャー上で何らかの措置が必要になると考えられる。本稿では、そうした証券化における資産担保とマネジメント裁量性という問題を考察する。こうした問題が、典型的に現れているアービトラージ型 CDO (Collateralized Debt Obligation 債務担保証券) を中心に論議を行う。また、証券化が最も発展しているアメリカでの事例を主として念頭において、議論を進めることにする。

## 1. 証券化の特徴：社債との比較

企業によって発行される一般的な社債と証券化における資産担保証券との、投資家の立場から見た違いという視点から、証券化の特徴についてまず見ておこう。社債では投資の元利回収は発行企業の信用リスクに依存するのに対して、資産担保証券の場合、裏付けとなっている担保資産の信用リスクに依存する。発行される証券の裏付けとなる信用力が、企業体の信用力な

---

この研究に対して、財団法人石井記念証券研究振興財団から研究助成金（平成14年度）の給付を受けました。ここに感謝申し上げます。

のかそれとも担保資産の信用力なのかが、両者の根本的な違いである。この違いについて、もう少し詳しく考えてみよう。

企業体の信用リスクには、実に様々な要素が複雑に関与してくる。企業体としての市場競争力、成長可能性、人的・組織的経営力、事業展開の方向性、吸収・合併・分割等の企業戦略、親会社・グループ会社からの影響といった様々な要素が、企業体としての信用リスクを左右する。企業が保有している資産の質や量も、信用リスクに影響するが、客観的評価が難しい資産や質が大きく変化する可能性のある資産も多く含まれ、事業展開のあり方によって保有資産の規模や内容構成も短期間で大きく変化しうる。全体のキャッシュフローは非常に複雑で不確実な多くの要素に左右されることになり、リスクの性質・程度について外部から判断することは容易ではない。最終的には、総合的に判断してゴーイング・コンサーンとして評価するしかない。

これに対して証券化の場合、担保資産はオリジネーターから切り離されており、信用リスクは対象資産そのもののリスクである。証券化対象資産は特定化され、固定化されているため、企業保有の資産のように資産の種類・内容・構成が営業展開・事業展開に伴って変化・変容していくといった不安定性はない。固定化されている対象資産の過去のキャッシュフローやデフォルト状況等の情報を使った当該資産に対する信用分析を通じて、リスクの性質・程度をより明確にでき、より確定的な信用リスク評価が行える。

こうしたことを考えると、投資対象としての債券の信用リスク評価という観点から、社債と比べた資産担保証券の特徴・独自性として、次の2点を指摘できる。第1に、企業の将来的収益は、保有資産以外の様々の人的・組織的・経営的要素に依存しており、収益生成構造が複雑で、企業体としての信用リスク評価は結局のところ総合判断に依拠せざるをえない。これに対して、証券化では特定化・固定化した対象資産からのみ収益が得られ、収益生成構造が単純で透明性が極めて高いことである。企業が発行する社債と比べた場合、証券化の資産担保証券は、特定化された担保資産からの収益のみによって裏付けられていることから、キャッシュフローやリスクのプロファイルがより明確である。

信用リスク評価上の証券化の第2の特徴は、ゴーイング・コンサーンとしての企業のリスク評価では経営力・事業展開力が重要な要素であるのに対して、証券化の担保資産はこうした経営力・事業展開力に依存せず、それから切り離されており、切り離されることにより企業体としての経営・事業展開に左右されることがないという安定性をもっていることである。信用力が低下するリスクは小さく、より安定したものになる。ゴーイング・コンサーンとしての企業においては、事業成否の要である経営・事業展開というマネジメントに最大限の自由度・裁量性が保証されているのに対して、証券化のスキームにおいては事業領域は担保資産からのキャッシュフローの確保だけに限定されており、マネジメントの裁量性の余地はほとんどない<sup>1)</sup>。

1) こうした点については、北原 [2002a] を参照。

## 2. アービトラージ型 CDO (債務担保証券)

### 2.1. 標準的証券化とアービトラージ型 CDO

CDO (Collateralized Debt Obligation) は、初期においては様々なジャンク・ボンドに投資し、そこからのキャッシュフローを担保裏付けとして発行される証券のことであったが、その後、ジャンク・ボンド以外の銀行ローン、エマ - ジング・マーケット債、RMBS (Residential Mortgage Backed Security 住宅ローン担保証券)、CMBS (Commercial Mortgage Backed Security 商業不動産ローン担保証券)、ABS (Asset Backed Security 資産担保証券)、REIT (Real Estate Investment Trust 不動産投資信託) 債といったものを担保とするものや、さらには他の CDO を担保とする CDO も発行されるようになってきた。そうした債務を担保として発行される証券であることから、証券化商品の一種である<sup>2)</sup>。

CDO には、バランスシート型とアービトラージ型との2類型が存在する。バランスシート型とは、銀行等のオリジネーターがバランスシート上に保有するローンをバランスシートから外し、証券化の仕組みを通じて資金を調達する、という目的で組成された CDO のことである。

これに対してアービトラージ型 CDO とは、オリジネーターの事情とは関係なく、既存の資産を流通市場等から買い集めて束ね、それらを組み替えて投資家にとって魅力的な新たな証券を提供する、という目的で組成された CDO のことである。典型的なアービトラージ型 CDO では、格付けが低く利回りの高い債券やローン (格付けが、BBB から B といった債券やローン) をリスク分散が効く形で買い集めて束ね、それを裏付けに優先劣後構造を使って高格付け債と格付けの取れない劣後債といった複数の債券を作り上げ、それぞれの債券を好む投資家に提供している。最初のアービトラージ型 CDO は1988年に発行されたが、発行が活発化したのは1990年代後半からである。

アービトラージ型という表現が使われるのは、証券化ストラクチャーのアレンジや担保資産の運用を通じて、証券化の裏付けとなる資産からの収入が、それらを組み替えて作り上げた証券化商品への金利支払いを上回るようにして、アービトラージ (裁定) 利益を得ることを狙いとしているからである<sup>3)</sup>。アービトラージ型には、担保資産を積極的に管理・運用する担保マネージャー (collateral manager) が存在する。アービトラージ型 CDO を発行する SPC (Special Purpose Company 特別目的会社) は、債券運用に強みを持つ資産運用会社 (独立系、銀行系、保険会社系等) や銀行などによって設立され、通常そうした設立母体が担保マネージャーを務める。

---

2) 証券化の諸類型やそれらが果たす機能については、北原 [2002b] を参照。

3) こうしたアービトラージ型 CDO の発行増大は、CDO の担保資産となっているジャンク・ボンドや証券化のメザン債の発行や取引を容易にし、それらの債券市場の発展を促進している。

アービトラージ型 CDO には、さらにキャッシュフロー型とマーケット・バリュー型との2種類が存在する。キャッシュフロー型では、担保資産からの金利収入が CDO への金利支払いを絶えず上回るよう、担保資産を担保マネージャーが管理・運用する。マーケット・バリュー型では、担保資産の金利や売却収入で CDO への金利支払いを賄いつつ、担保資産の市場価値を維持するよう、担保マネージャーが担保資産を管理・運用する。

標準的証券化スキームと比較したアービトラージ型 CDO の特徴は、マネジメントの裁量性の広さ、担保マネージャーによる担保資産入替え等の幅広い裁量的運用である。標準的証券化スキームにおいては基本的に担保資産は固定されており、担保資産のマネジメントを担当するサービスの役割は、ルーチンのサービシングに限定されており、裁量の余地はほとんど存在しない。

標準的証券化においては、担保資産のマネジメントを行うサービスの役割はオリジネーターが務めるのが普通である。住宅ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローンといった典型的な証券化においては、サービスの業務はかなりの程度ルーチン化されており、機械的なものであり、こうした基本的にクレジットの質が安定している資産の証券化におけるサービスの役割は、限定されたものである。サービスの業務展開に左右されることなく、担保資産からのプロファイルの明瞭なキャッシュフローにのみ依存するよう仕組まれているのが、第1節でも説明したように証券化の基本的特徴である。サービスが裁量的に幅広く業務を展開し、その結果如何によって担保資産からのキャッシュフローが大きく変化し、証券化商品の投資家が強く影響されるというものではない。例えば、住宅ローンや自動車ローンの証券化において担保となっているローンにデフォルトが生じれば、担保となっている住宅や自動車をやや機械的に売却処分して資金を回収するという方法が採られる。また証券化の担保となっているクレジットカード・ローンでデフォルトが発生すれば、物的担保を欠いていることから回収は余り期待できず、不良化したクレジットカード・ローンの買取り・回収を専門とする業者に売却処分するという方法が採られる<sup>4)</sup>。いずれも、サービスの裁量的業務展開の如何が担保資産からのキャッシュフローを大きく左右するというものではない。この点で、担保マネージャーの裁量的資産運用・業務展開に大きく依存するアービトラージ型 CDO のスキームや、第4節で取り上げる、スペシャル・サービス (special servicer) の業務展開にキャッシュフローが大きく依存する不良債権証券化のスキームとは、根本的に異なっている。

このように固定された担保資産に裏付けられ、裁量の余地がないマネジメントによって運営されていることによるキャッシュフローの明確性が、標準的証券化の特徴であり、そうした投資対象の透明性が証券化の強みであり、投資家にアピールするポイントである。

アービトラージ型 CDO では、担保マネージャーによる担保資産入替え等の幅広い裁量的運

---

4) こうした点については、Davidson, Sanders, Wolff and Ching [2003] 第16, 19, 20章を参照。

用が行われるが、これは証券化という観点から、CDO という債券への投資という観点から見ると、担保資産価値の劣化をもたらすかも知れない、そうしたリスクを持ち込むという点で不安要因である。なぜ、このような不安要因がわざわざ証券化スキームに持ち込まれるのであるのか。それは、裁量的担保資産運用を通じてアービトラージ利益を得るためである。アービトラージ利益を得るのは、最終的には、CDO ストラクチャーのエクイティ保有者である<sup>5)</sup>。そこで、エクイティ保有者にアービトラージ利益を得させることを狙った仕組みが、CDO のスキーム<sup>6)</sup> であると考えることができよう。CDO という証券化の側面、資産担保の債券の発行という側面に焦点を当てるのが普通であるが、スキームの基本的性格はエクイティ投資家のためのファンドと捉えることができよう。実際、CDO のディールが成り立つか否かは、そのCDO ストラクチャーでエクイティ部分に対する投資家がいるかどうかで決まる。CDO の債券部分に対する投資家は、発行条件をその時のマーケットの状況に見合ったものにすれば、比較的容易に見つけることができる。するとCDO 債券とは、エクイティ投資家がファンドを通じる投資にレバレッジを効かせるための手段ということになる。そう考えると、アービトラージ型CDO とは、標準的証券化とは異なり、エクイティ投資家のための証券化であると捉えることができる。

標準的証券化では、オリジネーターの資産のバランスシートからの切り離しと資産を活用したデット資金の調達を狙いであり、エクイティ部分・最劣後部分は、予想される担保資産のデフォルトを吸収するための受動的バッファーであり、積極的にハイリターンを狙った投資商品ではない。このように同じエクイティでも、CDO スキームの場合とは、根本的に性格を異にしている。

標準的証券化における最劣後部分・エクイティ部分は、残余持分 (residual interest) と呼ばれたりするが、通常、オリジネーター (or 発行者) によって保持されている。オリジネーターによって保持されることから、留保持分 (retained interest) と呼ばれることもある。証券化の担保資産からの金利収入の中で、SPV (Special Purpose Vehicle 特別目的体) が発行する証券化商品への利払いと種々の経費支払いを上回る部分は、超過利鞘 (excess spread) とか、オリジネーター＝サービサーが受け取る権利を持つことから超過サービシング (excess servicing) と呼ばれる。また最も基本的信用補完措置として、利鞘勘定 (spread account) とか、準備勘定 (reserve account) が設けられており、それは担保資産に発生したロス第

---

5) CDO を発行するSPCの法律上のエクイティは、金額的にほんの僅かなもので、SPC 設立上要求される名目的なものであり、経済的実体を持つものではない。従って、本稿でのエクイティとは、法律上のエクイティだけではなく、CDO ストラクチャーにおける最劣後の収益請求権を指すものとする。そうした権利は、アメリカでは税務上はパートナーシップ持ち分として扱われる。Fitch Rating [2001] p. 1 を参照。

6) 本稿では、「スキーム」という表現は、証券化の部分だけでなく、エクイティの部分も含む証券化の全体の枠組みを表すために使うことにする。

1 次的にカバーするためのものであり、担保資産の過去のロス率を十分にカバーできるだけの目標水準が設定されている。ディールの当初は、オリジネーターからの拠出金や借入れによって設定されるが、その後は通常、利鞘勘定の残高が、担保資産の過去のロス率に対応して設定されている目標水準に達するまでは、超過利鞘がそこに積み立てられ、残余持分の保有者であるオリジネーターに支払われることはない。利鞘勘定がその水準にまで達した後は、超過利鞘はオリジネーターに支払われることになる。しかし、担保資産のデフォルトで利鞘勘定が取り崩され、所定の水準を下回ることになると、再び、超過利鞘は利鞘勘定の積み増しに充当されることになる。すべての債券が償還された後に、利鞘勘定に残額があれば、それは残余持分の保有者であるオリジネーターが受け取ることになる<sup>7)</sup>。これが、標準的証券化におけるエクイティ部分・最劣後部分の典型的姿である。

これは、予想される担保資産のデフォルトを吸収するための受動的バッファーであり、発行される債券の信用を補完するためにオリジネーターが講じる措置という性格が強く、積極的にハイリターンを狙った投資商品というものではない。

## 2.2. アービトラージ型 CDO におけるマネジメント裁量性とその制限

アービトラージ型 CDO において担保マネージャーに資産運用上の幅広い裁量性を与えることは、プロファイルの明確なキャッシュフローを生み出す担保資産によって裏付けられているという証券化の特性・強みと矛盾する面を持つことになる。自由で裁量的な資産運用は、上手く行けば豊かなキャッシュフローを生むかもしれないが、下手をすると極めて乏しいキャッシュフローしか生み出さないかも知れないからである。裁量的行動には、必ずこうしたキャッシュフローや収益のぶれを大きくするという危険が伴っている。この種の裁量的行動の余地をなくし、キャッシュフローのぶれを小さくし、収益のプロファイルがより明確化された投資商品を提供することにこそ、証券化の強みがあると考えられる。

従って、担保マネージャーの資産運用上の裁量性と、明瞭なキャッシュフローを生む担保資産によって裏付けられているという証券化の特性との間の矛盾を、何らかの形で調整する必要がある。実際のアービトラージ CDO においては、どのように調整が行われているのであろうか。基本的には、担保マネージャーの裁量性を制限するためのルールや仕組みが設けられている<sup>8)</sup>。

エクイティ保有者と CDO 債券保有者との利害の対立という観点から考えれば、担保マネージャーの幅広い裁量的行動の下での、ハイ・リターンを狙ったハイ・リスクの投資は、ハイ・リターンを享受する立場にあるエクイティ保有者にとっては有利であるが、契約された金利と

7) こうした点については、Fabozzi [1998a] 第13章を参照。

8) 以下説明する CDO の仕組みについては、Fabozzi and Goodman [2001] 第1, 2章, Goodman and Fabozzi [2002] 第1, 2, 7章を参照。

いう一定額のリターンしか得られず、投資の結果としての損失は被る立場にある債券保有者にとっては不利となる。担保マネージャーの裁量性を制限するルールや仕組みは、こうした利害対立の発生を事前に抑制する効果がある。

担保マネージャーによる裁量的資産運用の結果として、担保資産の質が損なわれることのないよう、CDO 債券に対する担保資産による裏付けを確実にするため、裁量的資産運用に対して一定の制限が設けられており、その中心となるものが品質テスト (quality test) と呼ばれているものである。キャッシュフロー型 CDO における品質テストとしては、最低分散スコア (minimum diversity score)、特定分野への投資比率上限、最低平均格付け (minimum weighted average rating)、満期制限等が代表的なものである。最低分散スコアとは、格付け機関によって計算された担保資産ポートフォリオの分散度を示すスコアが、設定された水準を上回らなければならないというルールである。特定分野への投資比率上限とは、例えば、中南米のエマージング債への投資上限はポートフォリオ全体の5%までといったルールである。最低平均格付けとは、担保資産全体の平均格付け水準が、設定された所与の水準を上回らなければならないというルールである。その際、格付け毎の予想デフォルト率に対応した係数 (例えば、AAA なら1ポイント、A なら23ポイント、BB なら165ポイント) を使って、平均格付け水準を計算する。満期制限とは、CDO 債券の償還スケジュールに合わせて、担保資産の満期を制限するルールである。このように担保マネージャーの資産運用上の裁量性はかなりの制約を受けており、裁量性への制約を通じて担保資産の質の維持、CDO 債券に対する担保資産による確実な裏付けが、仕組み的に図られている。

マーケット・バリュ型 CDO における品質テストは、これに比べると緩やかであり、担保マネージャーに対してより幅広い資産運用上の裁量性が与えられている。マーケット・バリュ型の品質テストは、特定の企業・産業・分野への投資集中を防ぐために、投資比率上限を設けるというものである。例えば、単一の企業への投資は (CDO 債券残高に対して) 5%まで、投資上位3企業への投資は12%までといったルールである。

キャッシュフロー型 CDO の品質テストでは、品質テストのルールに抵触する投資は認められず、何らかの理由でルールに抵触する事態が生じれば (例えば、担保資産として保有していた債券の格付けが低下し、最低平均格付け水準を満たせなくなる)、担保マネージャーに対して許されるトレーディングは、それを回復する取引だけであり、それ以外の裁量的取引はできなくなる。

それに対して、マーケット・バリュ型では、品質テストとしての投資比率上限を超えるようなトレーディングも完全に禁止されている訳ではない。投資比率上限を超える部分に関しては、後述の超過担保テスト (overcollateralization test) の際、担保資産価値の計算から除外されるというペナルティ措置が採られる。その投資に対する確信があれば、担保マネージャーの裁量で、投資比率上限を超える投資も可能である。しかし、その超過部分が担保資産価値の

計算から除外されることは、超過担保テストをクリアできない場合、大きな不利益を被る立場にある担保マネージャーにとって、資産運用上の裁量性に対する実質上大きな制約である。

また、CDO のスキーム上で債券保有者を保護する別の仕組みとしては、カバー・テスト (coverage test) と呼ばれるものがある。その具体的内容は、キャッシュフロー型 CDO とマーケット・バリュー型 CDO とで、異なっている。キャッシュフロー型におけるカバー・テストには、超過担保テスト (overcollateralization test)<sup>9)</sup> と金利カバー・テスト (interest coverage test) がある。超過担保テストとは、格付けの付与された各々の CDO 債券の残存額面に対して、それを超える一定割合の担保資産が (額面で評価して) 保有されていなければならないというルールであり、金利カバー・テストとは、格付けの付与された CDO 債券への金利支払い額に対して、それを超える一定割合の担保資産からの金利収入が確保されていなければならないというルールであり、いずれの場合も、それが定期的にテストされる。テストの際に、当初に設定された最低限の超過割合 (trigger) が達成されていなければ、担保資産からの金利・元本収入はすべて優先順に債券の早期償還に当てられ、劣後する投資家は何の収入も受け取ることができなくなる。この早期償還は、当初設定された最低限の超過割合が回復されるまで続くことになる。このようにして担保マネージャーの裁量的運用から生じてくる可能性のあるリスクに対して、CDO 債券保有者を保護する仕組みが設けられており、投資家はこの種のリスクを抑制することができる。またマネジメントの裁量性という観点からは、再投資期間であっても元本回収金の再投資ができなくなるという意味で、裁量性が大きく制限されることになる。これは、カバー・テストがクリアできないという状況悪化に応じて、事後的にマネジメント裁量性を制限するという仕組みである。

マーケット・バリュー型 CDO においても、同様の仕組みが組み込まれている。マーケット・バリュー型におけるカバー・テストには、超過担保テストと最小純資産テスト (minimum net worth test) がある。超過担保テストは、基本的にはキャッシュフロー型の場合と同じであるが、担保資産価値は額面ではなく、マーケット・バリューを基に、さらに担保資産の種類毎に異なった担保掛目 (advance rate) を掛けて、それを合計したもの (調整担保資産市場価値 adjusted market value) として計算される。調整担保資産市場価値が、CDO 債券の残存額面を上回っていないなければならない。担保掛目は、その担保資産の質 (ボラティリティ、流動性) と担保資産ポートフォリオ全体の分散度によって異なる。さらに比べられる CDO 債券の格付け水準によっても担保掛目は異なり、高い格付けの CDO 債券に対してはより低い担保掛目が要求されることになる。最小純資産テストは、市場価値で評価した担保資産価値によって計算した CDO スキームのエクイティ価値が、ディール当初のエクイティ価値の一定割合以上でなければならないというルールである。いずれのテストでも、それをクリアできない場合、

9) キャッシュフロー型における超過担保テストは、額面価値テスト (par value test) と呼ばれることもある。



一定の治癒期間が設けられており、その間に担保マネージャーは回復の努力をする。超過担保テストの場合では、担保掛目の低い資産を売却し、高い資産に入れ替えるとか、優先債を部分償還して CDO 債券の残存額を減らすといったことが行われる。最小純資産テストの場合には、対処はかなり困難である。治癒期間内にテストがクリアできなければ、デフォルトとなり、CDO 債券は早期償還される。マーケット・バリュー型では、元々担保資産の市場での取引が想定されており、担保資産の市場売却を通じて CDO 債券は短期間で償還されることになる。債務超過になる前に、ある一定額のエクイティが存在する段階で、早期償還が行われ、CDO 債券の保有者が保護されるという仕組みになっている<sup>10)</sup>。担保マネージャーの裁量的運用が生み出す可能性のあるリスクに対して、こうしたリスクの CDO 債券保有者への波及を防止する仕組みが設けられており、投資家はこうした仕組みに対する信頼の上に CDO 債券に投資することになる。またマネジメントの裁量性という観点からは、カバー・テストがクリアできないという状況悪化に応じて、事後的にマネジメント裁量性を停止してしまうという仕組みである。

一般論としては、上述のような債権者保護のための事業の早期清算・債権の早期償還という仕組みは、負債を負っているどのような事業、どのような事業組織・企業に対しても適用可能だと考えられる。しかし現実には、簡単には現金化できない資産や経営資源を内部に抱え、ゴーイング・コンサーンとして存在している企業という存在については、通常、その清算価値は継続価値に比べて小さなものであり、そのような早期清算という仕組みを導入した場合の弊害は、メリットに比べて非常に大きいものになるだろう。しかし CDO のスキームのようなスポット的ファンドで、市場で売買可能な金融資産を資産として保有している場合には、その清算価値は継続価値に比べて大して小さいものではなく、そうした早期清算の仕組みの導入による弊害は相対的に小さい。CDO 債券の保護を強化することによる資金調達上のメリットが大きいことから、こうした事業の早期清算・債権の早期償還という仕組みが、CDO のストラクチャーに組み込まれていると考えられる。

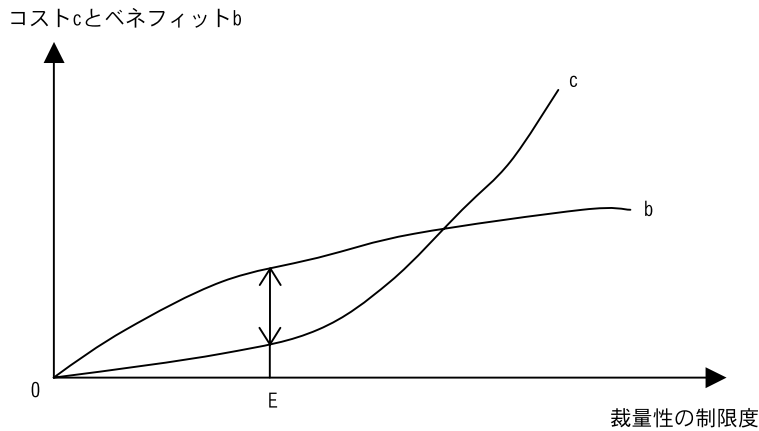
マーケット・バリュー型はキャッシュフロー型に比べて、品質テストが緩やかであり、それを補うようにカバー・テストが厳しくなっている。これは、マーケット・バリュー型では担保マネージャーのより幅広い裁量的運用による収益の追求が目指されており、それを妨げないような品質テストはやや緩やかとなり、それを補うにはカバー・テストが厳しくならざるをえない、という事情に由来するものと考えられる。

これまで論じてきたマネジメントの裁量性とその制限という問題は、次のような図式で捉えることができよう。マネジメントの裁量性制限によるキャッシュフローの安定化、投資家にとっての透明性向上という事前的ベネフィットは、制限が強くなる程大きくなるが、追加的ベネフ

---

10) CDO スキームにおける債券保有者保護のための早期償還・早期清算の仕組みは、預金者保護のための銀行監督上の早期是正措置、自己資本比率を基準とする早期是正措置と似ている面がある。

図1. 裁量性の制限によるコストとベネフィット



ィットは小さくなると考えられる。それに対して、裁量性の制限はその時々状況変化に応じた弾力的運用を難しくし、こうした事後的な弾力性低下によるコストは、制限が強くなるに従って急速に増大すると考えられる。こうした状況を図示したのが、上記の図1である。

図1において、マネジメントの裁量性の制限によるキャッシュフロー安定化・透明性向上、資金調達コストの低下というベネフィットはb曲線で示され、裁量性制限による運用の弾力性低下をもたらすコストはc曲線で示されている。ベネフィットからコストを差し引いた、純ベネフィットを最大にする裁量性の制限度は、E点で示されており、その点が最適な制限度である。裁量性の制限によるコストとベネフィットの大きさは、裁量性を制限しないケースを基準とし、そのケースと比較した大きさを示すものとする。

企業が発行する一般の社債においても、実は、コベナントという形でマネジメントの裁量性を制限する規定が設けられているのが普通である<sup>11)</sup>。その場合における裁量性制限の最適な大きさの決定についても、この図を使って考えることができる。

### 2.3. アービトラージ型 CDO とヘッジファンド

ところで、マーケット・バリュー型 CDO においては、担保マネージャーの裁量的資産運用の余地を拡大するために、銀行の回転信用枠 (revolving credit line) が設定されている。これは、その時々状況に応じて担保マネージャーの判断で、機動的・弾力的にレバレッジを効かせたり、縮小したりするためのものである。例えば、担保資産の質が全体として高い (従って、担保掛目が高い) とか、担保資産の市場価値が全体的に高まっている状況では、超過担保

11) 社債のコベナントの内容は、アービトラージ型 CDO における裁量性制限とは異なり、企業が保有している資産内容に関するものは稀であり、追加的負債に対する制限といったバランスシートの負債側に関するものが中心である。Smith and Warner [1979] p. 123を参照。

テストクリアーに余裕があり、回転信用枠を活用して、弾力的にレバレッジを効かせた投資の拡大が可能になる。逆の状況では、担保資産を売却して、回転信用を返済し、弾力的にレバレッジを縮小するという措置が採られる。

マーケット・バリュー型 CDO スキームにおけるエクイティ投資家のための、レバレッジ手段としての負債資金調達という観点からは、CDO 債券発行による負債資金調達と銀行の回転信用枠による負債資金調達とが併用されているということである。標準的な証券化スキームにおいては、債券発行によって資金が調達されるが、銀行の回転信用枠が利用されることはない。それは、マネージャーやサービサーによる裁量的資産運用、裁量的行動を予定していないからである。むしろ、裁量的行動を排除することによって証券化商品の透明性を確保することが、標準的な証券化スキームの特徴であり、その強みである。この点で、マーケット・バリュー型 CDO のスキームは、標準的な証券化スキームとは全く異なった組み立てとなっている。くり返しになるが、マーケット・バリュー型 CDO のスキームでは、担保資産によって裏付けられた証券を発行するという一面はあるが、仕組みの上でのより中心的狙いは、マネージャーによる裁量的行動を通じてエクイティ収益の最大化を図ることだからである。そうした狙いを、より機動的・弾力的に実現する有効な手段として、銀行の回転信用枠が設定されているのである。固定的なレバレッジ手段としては、CDO 債券発行が利用され、機動的・弾力的レバレッジ手段としては、銀行の回転信用枠が利用され、それぞれの特徴を生かす形で、2つの手段が併用されている訳である。

ところで、弾力的資金運用のためのレバレッジ手段として銀行の回転信用枠を利用するという点では、マーケット・バリュー型 CDO のスキームはヘッジファンドと同じである。ヘッジファンドとは、マネージャーによる最大限の裁量的な資産運用行動を通じて、出資者・エクイティ保有者の収益を最大化するための仕組みである。裁量的な資産運用行動を可能にするためのレバレッジ手段が、銀行の回転信用枠（やレポ取引）であり、ヘッジファンドは提携銀行の信用枠を活用して、マネージャーの判断で極めて機動的・弾力的に資産を運用する。ヘッジファンドでは、CDO のような証券化商品が発行されることはない。それは、その時々マーケットの状況に応じて投資対象・ポートフォリオが刻々と変化し、そうした内容的に変動して止まない資産を裏付けとして、証券化商品を発行することは困難だからと考えられる。マーケット・バリュー型 CDO のスキームをヘッジファンドと比較してみると、CDO といった証券化商品が発行できるように投資対象資産の内容、担保となる資産の内容が、品質テストに見られるように制限されているという特徴がある。CDO を発行するために、マネージャーの資産運用上の裁量性にかなりの制約が設けられている。ヘッジファンドでは、マネージャーの資産運用上の裁量性を最大限活用するように仕組みが作られているのに対して、マーケット・バリュー型 CDO では、証券化を通じてコスト的に有利でより長期安定的な資金が調達できるよう仕組みが作られており、その結果として、マネージャーの資産運用上の裁量性が一定程度制約を

受けることになる。

また担保マネージャーの報酬という点でも、CDO はヘッジファンドと似ている。マネージャーへの報酬としては、CDO 債券への金利・元本支払いに先立って管理・運用経費として一定額支払われる部分もあるが、さらにマーケット・バリュー型 CDO においては、マネージャーへの報酬上のインセンティブとして、例えば、エクイティへのリターンにあるハードル・レートを設定、実際のリターンがそれを超えた場合には、その超過部分の一定割合はマネージャーの報酬となるといった仕組みになっているのが普通である。こうしたマネージャーへの報酬制度は、ヘッジファンドと全く同じである。キャッシュフロー型においても、マネージャーへの報酬のかなりの部分は、CDO 債券への金利・元本が予定通り順調に支払われている場合のみ支払われるという仕組みになっている<sup>12)</sup>。さらにマネージャーによるエクイティ保有という点でも、CDO はヘッジファンドと似ている。CDO スキームのエクイティのある一定部分は、マネージャーとそのチームや CDO スキームのスポンサー企業によって保有されるのが普通である<sup>13)</sup>。

このような形で、担保マネージャーの資金運用行動は、CDO スキーム（表現を変えれば、CDO ファンド）のリターンを最大化するよう動機づけられている。つまり、エクイティのリターンを最大化するよう動機づけられている。こうした面から考えても、CDO のスキームは、エクイティ投資家のためのスキーム、エクイティ投資家のための証券化であると捉えることができる。

#### 2.4. CDO 債券とエクイティとの利害対立

本節 2 項でも述べたように、エクイティ保有者の利害と CDO 債券保有者との利害は必ずしも一致しない。時によっては、両者の利害が対立することがある。例えば、CDO のストラクチャー上は、CDO 債券に対する金利・元本が予定通り支払われており、カバー・テストをクリアしていれば、エクイティへ収益を分配することができる<sup>14)</sup>。こうしたエクイティへの収益分配は、エクイティ保有者にとっては利益となるが、その後担保資産価値が損なわれ、CDO 債券の償還に支障をきたすような事態が生じれば、それは CDO 債券保有者の利益を侵害したということになる。担保資産に恒常的に一定程度のデフォルトが予想されるような CDO スキームにおいては、エクイティの受け取る収益は、デフォルトによって担保資産が減少する前の、スキームの初期の段階で受け取る収益に依存する割合が大きくなり<sup>15)</sup>、上記のエクイティへの

---

12) マネージャーの報酬制度については、Fabozzi and Goodman [2001] 第 1, 2 章を参照。

13) Goodman and Fabozzi [2002] p. 289を参照。

14) マーケット・バリュー型の場合、さらに純資産価値が当初の額面を維持していれば、エクイティへ収益を分配できる。この点については、Fabozzi and Goodman [2001] p. 50を参照。

15) Goodman and Fabozzi [2002] p. 290を参照。

収益分配を巡るエクイティ保有者と CDO 債券保有者との利害対立は、より重大なものとなる。キャッシュフロー型であれば、デフォルトはしていないが、質が劣化した担保資産を処分することなく保有して、エクイティへの収益分配を続けることは、エクイティ保有者にとっては利益となるが、CDO 債券保有者の利益には反することになる<sup>16)</sup>。さらには、質が劣化した資産に積極的に投資して、カバー・テストをクリアしつつ、当面の収益をエクイティ保有者に分配するといったことは、その後に担保資産のデフォルトを多発させ、CDO 債券保有者の利益を侵害する恐れがある<sup>17)</sup>。こうしたエクイティ保有者と CDO 債券保有者との利害対立は、担保マネージャーの裁量的行動に一定の制約が設けられている状況でも、生じうる。

カバー・テストをクリアできなかった場合に生じる、CDO 債券の早期償還という仕組みは、こうした利害対立が発生・深刻化する状況を生じにくくするための措置という面も持っている。エクイティの獲得する収益は、レバレッジを効かせた投資からの収益であり、レバレッジの程度に大きく依存する。従って、CDO 債券の部分的な早期償還は、レバレッジを縮小させ、エクイティの収益を大きく削減することになる。さらに、その後事態が好転しても、レバレッジは縮小したままであり、回復することはない、エクイティ収益の低迷も続くことになる<sup>18)</sup>。そこで早期償還の仕組みは、エクイティ収益の最大化を動機づけられている担保マネージャーに対して、それを何とか避けようとする強い誘因を与えることになる。CDO 債券保有者の立場から見れば、マネージャーの裁量的資産運用に歯止めを掛け、債券保有者の利益を守るという役割を果たすことになる<sup>19)</sup>。

また前述したように、担保マネージャーの幅広い裁量的行動の下での、ハイ・リターンを狙ったハイ・リスクの投資は、ハイ・リターンを享受する立場にあるエクイティ保有者にとっては有利であるが、契約された金利という一定額のリターンしか得られず、投資の結果としての損失は被る立場にある債券保有者にとっては不利となる。エクイティが負債に比べて小さけれ

---

16) Goodman and Fabozzi [2002] p. 305を参照。

17) Moody's Investors Service [2001] p. 10を参照。

18) Goodman and Fabozzi [2002] p. 289を参照。

19) マーケット・バリュー型において所与の治癒期間内にカバー・テストをクリアできなかった場合、機械的に早期償還するのではなく、担保資産の管理権限が CDO 債券保有者に移転し、早期償還するか、それとも治癒期間を延長して担保マネージャーに回復努力を続けさせるかを決定する、というやり方もしばしば採用されている（この点については、Fabozzi and Goodman [2001] p. 23, 46を参照）。所定の条件の下では機械的に早期償還するというルールは、担保マネージャーの裁量的資産運用に事前的に歯止めを掛けるという点では効果を期待できる。しかし他面では、カバー・テストはクリアできなかったが、その時の状況次第では運用を継続した方が望ましいというケースが、事後的・結果的には発生しうる。逆に、そうしたケースに対処するため、どんな状況でも早期償還を行わず、担保マネージャーに運用を続けさせるのであれば、担保マネージャーの裁量的資産運用に歯止めを掛けることはできない。これは、事前と事後とのジレンマである。このジレンマに対処するのが、上述の CDO 債券保有者に決定権が移るというやり方だと考えることができる。

ば小さいほど、こうした効果は大きくなり、ハイ・リスクの投資を行う誘因が強くなる。カバー・テストをクリアできないという状況はエクイティが傷んでいる時であるから、そうした際の CDO 債券の早期償還という仕組みは、そうした状況で深刻化する利益相反と債券保有者を犠牲にしたハイ・リスク投資の可能性を事前に防止するための措置と考えることができる。

### 3. ヘッジファンド CFO

エクイティ投資家のためのレバレッジ手段としての証券化という性格が、より鮮明な証券化商品としては、ヘッジファンド CFO が存在する。CFO とは、Collateralized Fund Obligations (ファンド担保証券) の略語であり、ヘッジファンド CFO とは、数多くのヘッジファンドへの出資持分を担保資産として発行される証券化商品である。実体的には、多くのヘッジファンドへ投資しているファンド (ファンド・オブ・ファンズ) によって負債資金調達のために、投資にレバレッジを効かせるために発行される証券化商品といったものである<sup>20)</sup>。

ヘッジファンド CFO のスキームは、基本的には、アービトラージ・タイプのマーケット・バリュー型 CDO と同じである。マーケット・バリュー型 CDO の場合と同様に、担保資産に関する品質テストやカバー・テストが設定されている。ファンド・マネージャーによる裁量的資産運用の結果として、担保資産の質が損なわれることのないよう、CFO 債券に対する担保資産による裏付けを確実にするため、裁量的資産運用に対して品質テストという形で一定の制限が設けられている。例えば、個々のヘッジファンドへの投資比率上限、同じタイプの投資戦略 (例えば、市場中立相対価値追求、イベント・ドリブン、グローバル・マクロ等) をとるヘッジファンド全体への投資上限比率、投資先ヘッジファンド数の下限、地理的集中の制限といったものである。

カバー・テストには、マーケット・バリュー型 CDO の場合と同様に、超過担保テストと最小純資産テストがある。カバー・テストを CFO のスキームに組み込むには、担保資産であるヘッジファンド持分の市場価値の客観的測定が難しいという問題点がある。この点に関しては、ヘッジファンドからのファンド持分価値についての定期的な報告に頼るという形になっている。超過担保テストにおける担保掛目は、マーケット・バリュー型 CDO の場合と同様に、担保資産であるヘッジファンドやその投資戦略のボラティリティや流動性に対応して設定されている。ヘッジファンド CFO における担保資産であるヘッジファンドは、その市場価値の測定が難しく、資産の流動性が低いということから、通常マーケット・バリュー型 CDO の場合と比べて、カバー・テストの頻度は低く (マーケット・バリュー型 CDO で週一回か隔週程度、ヘッジファンド CFO では月一回程度)、カバー・テストをクリアできない場合の治癒期間は長

20) ヘッジファンド CFO の仕組みについては、Moody's Investors Service [2003]、Fitch Ratings [2003] を参照。

く設定されざるをえず（マーケット・バリュー型 CDO で 2 週間程度，ヘッジファンド CFO では 3 ~ 6 ヶ月程度），その面では通常のマーケット・バリュー型 CDO に比べてヘッジファンド CFO 債券の投資家への保護は弱くなっている<sup>21)</sup>。担保となっているヘッジファンドのポートフォリオ資産内容が不透明であり，資産内容が短期間に大きく変化する可能性があるということから，担保掛目を二段構えにして，ボラティリティが高まった時期には，より低い担保掛目を適用してより厳しい超過担保テストが行われる，といった仕組みを採用しているヘッジファンド CFO も存在する。

しかし結局のところ，通常のマーケット・バリュー型 CDO に比べて，担保となっているヘッジファンドのポートフォリオ資産内容が不透明であり，資産内容が短期間に大きく変化する可能性があるということから，それを担保として発行可能な証券化商品の割合はマーケット・バリュー型 CDO に比べて小さく，逆に，エクイティ部分の割合は大きくならざるをえない。マーケット・バリュー型 CDO では，エクイティ部分の比率は 4 ~ 10% 程度であるのに，ヘッジファンド CFO では 25% を超える水準である<sup>22)</sup>。

#### 4. 不良債権の証券化

不良債権の証券化は，通常，不良債権を担保資産として債券，つまり負債性の証券を発行するという側面から議論されている。しかし，アメリカの RTC (Resolution Trust Corporation 整理信託公社) の例に見られるような本格的な不良債権証券化案件を取り上げて，エクイティ部分を含めた不良債権証券化スキームの全体を見ると，不良債権を対象とする投資ファンドであり，エクイティ部分への出資者に対するリターンを最大化を目的として運用されるファンドと考えることができる。この点で，CDO スキームと同じである。さらに，不良債権証券化における担保資産を裏付けに発行される証券化商品は，エクイティ投資家が投資にレバレッジを効かせるための手段であると捉えることができ，この点でも CDO スキームと同じである。こうした観点から不良債権の証券化について，以下，もっと詳しく検討しよう。

不良債権証券化の代表的事例として，RTC のケースを取り上げて考察しよう。RTC は，破綻した S & L (貯蓄貸付組合) の資産処分の 1 つの方法として証券化を行った。商業不動産担保の正常債権に関しては，そこからの金利収入を裏付けとする通常の CMBS (商業不動産口

---

21) また，担保資産であるヘッジファンドの流動性が低いことから，ファンドの経費や CFO 債券への金利支払い資金を確保するために，ヘッジファンド CFO には現金準備勘定が設定されるか，外部の流動性ファシリティが確保されているのが普通である。

22) Sakai [2003] を参照。さらに最近では，多くのプライベート・エクイティ・ファンドへの出資持分を担保資産として発行されるプライベート・エクイティ CFO も開発されている。プライベート・エクイティ CFO については，Fitch Ratings [2002] を参照。

ーン担保証券)タイプの不動産証券化が行われた。これはCシリーズと呼ばれており、不良債権の証券化ではない。ただし、当時CMBSは広く普及していた訳ではなく、RTCはCMBSタイプの不動産証券化の開拓者としての役割を果たした。

それに対して、商業不動産担保であるが不良化しており、回収が困難な貸出債権に関しては、民間の不良債権回収・不動産管理ビジネスの専門家の出資を仰ぐ形で証券化が試みられた。これは、Non-performing Loanの頭文字を取ってNシリーズと呼ばれている。民間の出資は通常、不良債権回収・不動産管理の専門家と投機的利益を狙うハゲタカ・ファンド等とのジョイント・ベンチャー的なものであった。それに加えてRTCも受動的な形で出資を行った。出資金によって不良債権のワークアウト(債務者との交渉、債務の私的整理、担保物件の差押え、倒産処理、企業再建といった不良債権処理回収問題の解決のための業務のこと)のための費用や不動産物件の維持・管理・改修の費用等が賄われた。こうした出資や不良債権・不動産管理ビジネスの専門家の事業活動を土台に、証券化によるCMBSが発行された。出資金はまた、投資家向けに発行されるCMBSの金利支払い保証にも当てられた。1993年3月に発行されたN1シリーズの例では、出資によるエクイティ部分の割合はファンド全体の38%をも占めるものであった<sup>23)</sup>。

不良債権のワークアウトにおいては、債務者・関係者との粘り強い交渉、ローンの条件変更・担保差押え等の判断、私的整理・法的倒産処理、担保物件やローンの適切な価格・タイミングでの売却等が必要であり、極めて高い専門性が要求され、専門業者(スペシャル・サービサーと呼ばれる)による業務展開の巧拙により成果が大きく左右される事業である。またRTCから譲り受けた資産は不良化している訳だから、担保となっている不動産も十分には稼動しておらず、入居率が低いオフィス・ビルとか、売上不振のショッピング・センターといったものであった。物件の改修・改善・適切なメンテナンス、イメージチェンジ、テナントの積極的誘致等の事業活動を通じて、こうした状況を立て直すのが不動産管理の専門家に期待されている役割である。こうした業務展開には、標準的証券化におけるサービサー業務と比べて、はるかに多くの時間と経費を要する。証券化の担保となっている不良債権・不動産のマネジメントを担当するスペシャル・サービサーや不動産管理業者は、ほとんど制約を受けずに、幅広い範囲で自由に裁量的に行動することができ、第2節1項で説明したような、ほとんど裁量の余地のない業務を機械的に行う標準的証券化におけるサービサーとは、全く様相を異にしている。同じ証券化といっても、マネジメントの裁量性という点で、不良債権の証券化は標準的証券化とは全く異なっている。担保資産のマネジメント業務という点では同じであっても、標準的証券化と不良債権の証券化とでは、対象となっている担保資産の特質の違いから、マネジメントの裁量性には自ずから大きな違いが生じてくるのである。

---

23) 翁 [1998] p. 57を参照。



マネジメントの裁量的行動の余地が大きいという点では、アービトラージ型 CDO における担保マネージャーの立場と似ている。しかし、違いも存在する。アービトラージ型 CDO における担保マネージャーの場合の裁量性は資産運用上のものであるのに対して、不良債権証券化におけるスペシャル・サービサーや不動産管理業者の場合の裁量性は、資産運用というよりむしろ事業活動上のもの、多くの労力・経費を要する事業活動上のものであるという点である<sup>24)</sup>。事業運営・展開の巧拙が、プロジェクトからの収益や担保資産の価値を大きく左右するという状況の下では、幅広い裁量性の下での自由なファンド運営者の事業活動が不可欠のものとなる。そこで、不良債権証券化によって発行される債券への投資家は、投資判断に当たってプロジェクトを担当する事業者の能力・格付けを重視することになる。そして成功の暁には、不良債権・不動産管理ビジネスの専門家はエクイティ出資に見合った大きな利益を獲得することができる。この点でも、アービトラージ型 CDO における担保マネージャーと同じ状況にある。

また、幅広い裁量性の下での事業運営ということから、エクイティ保有者と債券保有者との利害対立が先鋭化し、債券保有者の利益が侵害されるという恐れがある。そこで、債券投資家の利益を保護し、投資家への証券化商品の円滑な販売を進めるために、担保資産からのキャッシュフローの投資家への支払い順序に関して、優先的な債券の元本償還が完了するまでは、エクイティに対する配当を一切行わないというファスト・ペイまたはターボ構造というストラクチャーが採られていたが、これはその後の不良債権の証券化でも標準的な仕組みとなっている。こうした収益分配ストラクチャーの下では、エクイティ保有者の利益を拡大するために、債券保有者の利益を侵害するという可能性はより小さくなる。アービトラージ型 CDO においては、第 2 節で述べたように、一定の条件が満たされていれば、優先債券の償還前でもエクイティへ収益を分配することができるし、金利・元本収入がすべて優先債券の償還に向けられるのは、カバー・テストがクリアできないという緊急事態においてのみである。収益分配のルールという観点から、不良債権証券化とアービトラージ型 CDO とを比べてみると、不良債権証券化の方がエクイティ保有者にとって厳しく、債券保有者にとって有利であり、エクイティと債券との利益相反が生じにくい構造となっている。これは、不良債権証券化においては、担保資産の特質からスペシャル・サービサーの裁量的業務展開への依存度が高くならざるをえず、かつ、担保資産となっている不良債権やスペシャル・サービサーの業務展開の透明性が低いため、債

---

24) 事業活動上の裁量性が大きい、事業性が強いという点では、不良債権証券化のファンドは一般の企業と似ている。幅広い事業運営上の裁量性という点では、不良債権証券化のファンドと一般の企業とは共通しているが、一般の企業では対象となる事業の内容や分野は弾力的に変化するのに対して、不良債権証券化のファンドでは、対象となる事業と資産が特定化されており、それ以外は禁止されているという意味ではマネジメントの裁量性は制限を受けている。また、企業という存在はスポット的なものではなく、ゴーイング・コンサーンであるのに対して、不良債権証券化のファンドは、対象となる事業と資産が特定化されていることに規定されて、その存続がスポット的なものである、という点でも異なっている。

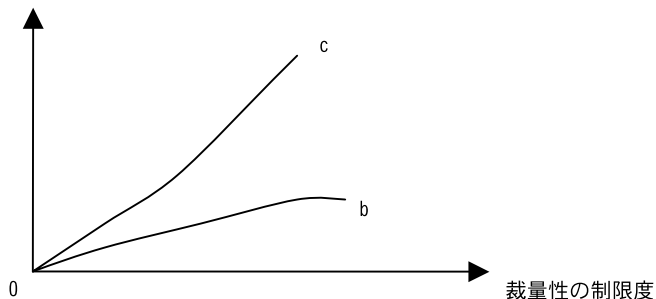
券投資家の信頼を得るには、こうした債券投資家の利益を強く保護する仕組みが必要であるためと考えられる。またアービトラージ型 CDO のストラクチャーと比べてみると、ここで行われているようなマネジメントの裁量性を証券化のストラクチャー上で制限しつつ、収益を追求するといったやり方は、不良債権の証券化の場合は、スペシャル・サービサーの業務内容上むしろ弊害が大きく、債券投資家の信頼を得るには、どうしても収益分配ルールだけに頼らざるをえないという側面もあると考えられる。

不良債権証券化において、マネジメント裁量性の制限が難しいという状況は、アービトラージ型 CDO の説明の際使用した「裁量性の制限によるコストとベネフィット」の図式を使って表示すると、以下の図2のようになる。最適な裁量性の制限度は、ゼロである<sup>25)</sup>。

このように、リスクを負担し自らのイニシアチブで事業を展開する出資者が存在して初めて、本格的な不良債権証券化のスキームが成り立つのである。担保資産からのプロフィールの明確なキャッシュフローによって裏付けられ、それによって証券化のスキームの全体が成り立っている標準的証券化とは、同じ証券化という言葉で表現されても、その性格が異なっている。こうした性格を持つ不良債権証券化のスキームは、スペシャルサービサー・不動産管理業者の事業力に決定的に依存しており、何らかの要因で事業主体が倒産すれば、証券化商品への投資家は大きな影響を被ることになる。運用者の事業力を売り物にして投資家から資金を集める Venture Capital ファンドや Private Equity ファンドと性格が似ており、債券部分とエクイティ部分の双方を考慮した不良債権証券化の全体としてのスキームは、投資ファンドと理解すべきであろう。不良債権証券化における債券の発行は、自ら主体的に事業を展開するエクイティ出資者にとっての資産調達手段の1つであり、レバレッジを効かせて事業を展開するための手段の1つであると捉えることができる。アービトラージ型 CDO における、エクイティ出資

図2. 不良債権証券化における裁量性の制限によるコストとベネフィット

コストcとベネフィットb



25) ただし、注24において企業体との比較で述べたように、不良債権の証券化では、対象となる事業と資産が特定化されており、それ以外の業務は禁止されているという広い意味ではマネジメントの裁量性は制限を受けている。

者のためのレバレッジ手段としての CDO 債と同じである。

RTC の証券化ではないが、1993年に行われたアメリカの大手商業銀行であるバンカメリカの不良債権証券化のケースを見ると、モルガンスタンレー・リアル・エステート・ファンドという不良債権やリスクの高い不動産を専門に扱うファンドによって買い取られて、証券化されているが、そこで発行されている債券は、不良債権を買い取るファンドにとって、レバレッジの手段である。実体的には、ファンドが不良債権を買い集める資金を調達するために、買取対象を担保資産とする証券化商品を発行している訳だから、それは LBO（買収対象先を担保にした買収資金調達）の性格を持っている。日本における本格的な不良債権証券化は、やっと1999年から始まったが、モルガンスタンレー、ゴールドマン・サックス、新生銀行、オリックス等がアレンジャーとなっている不良債権証券化も、基本的に同様の性格を持つものである。このように見てくると、本格的な不良債権の証券化がどれだけ実行されるかは、金融技術としての証券化の発展・定着に依存するというより、上述のような不良債権ビジネスに関する事業力を持った事業主体が、そうした経営資源が経済の中にどれだけ存在するかに依存すると考えられる。

さらに、RTC が保有する貸出債権の中には、N シリーズの対象よりも不良化が著しく、担保不動産もほとんどキャッシュフローを生んでいないものも存在した。そうした案件に関しては、担保不動産売却のためにも大掛かりな不動産開発が必要であるため、RTC・不動産ディベロッパー・エクイティ投資家によるファンド（National Land Fund）が組成されて、開発に当たった。この種の案件に関しては、資産からのキャッシュフローが存在しないため、それを裏付けにした CMBS のような証券化商品を発行することはできなかった。また、不動産開発は大きなリスクを伴い、開発事業を裏付けに CMBS を発行することはできない。こうした事情により、事業資金の調達方法として、事業主体の事業力に賭けてリスクを積極的に負担する National Land Fund 方式が採用された、と考えられる。担保資産からのある程度確かなキャッシュフローが見込めなければ、証券化を利用することは難しい。

## 5. CMBS（商業不動産ローン担保証券）

次に、マネジメントの裁量性という観点から、CMBS について考えてみよう。ここでは、借り手が複数である商業不動産ローンを担保資産とする CMBS を念頭において、議論を進めることにする。CMBS においては、証券化の裏付けとなっている 1 件当たりのローンの規模は住宅ローン等の他の証券化の場合と比べて極めて大きく、かつ担保資産中のローンの件数が限られている。従って、個別ローンのデフォルトが担保資産全体からのキャッシュフローに及ぼす影響は非常に大きく、個々のローンの不良化・デフォルトにどう対応していくかは、CMBS スキーム全体の収益を大きく左右する極めて重要な問題である。

ローンの不良化・デフォルトといった事態に対応する専門家として、CMBS のスキームには、スペシャル・サービサーが存在する。スペシャル・サービサーの役割は、ローンの不良化・デフォルトという状況で、事態の分析・借手との交渉を通じて、CMBS にとって最適な解決法を見出し、それを実行することである。そうした状況での対応手段としては、元本の一括返済期限の延長・分割返済スケジュールの変更、一括返済ローンの分割返済ローンへの変更、利払いの繰り延べ、担保の追加、金利減免、債権放棄、借手の私的・法的整理、抵当権行使による不動産物件の取得とその処分等、様々なものがある。対象物件の今後のパフォーマンス向上の可能性を見極め、その中でどれが最適な手段かを判断し、適切なタイミングで効率よく実行しなければならない。それには、非常に高度で専門的な業務展開能力が要求される。業務展開の巧拙は、CMBS の投資家、特に劣後部分・エクイティ部分の投資家にとってのリターン水準を大きく左右する。CMBS におけるこうしたスペシャル・サービサー業務の枢要性から、担当業者の業務展開能力や財務力は、証券化において必要とされる信用補完の程度にも影響するし、業者の業務遂行能力が低い場合には、CMBS の格付けは不可能になったりもする<sup>26)</sup>。このような CMBS におけるスペシャル・サービサーのマネジメント裁量性は、第2節で説明したような、ほとんど裁量の余地のない業務を機械的に行う標準的証券化におけるサービサーとは、様相を異にしている。

スペシャル・サービサーの業務展開の如何が、担保資産からのキャッシュフローを大きく左右し、CMBS 投資、特に劣後部分・エクイティ部分のリターン水準に大きな影響を及ぼすことから、自らの業務展開によってもたらされる利益を幅広く取り込もうとして、スペシャル・サービサー自らがかなりの CMBS のエクイティを保有するのが普通である<sup>27)</sup>。こうした傾向は、当初から証券化を前提してローンをオリジネートしている、コンデュイット conduit やその提携金融機関による商業不動産担保ローンを裏付けとするコンデュイット案件においては、より顕著である。エクイティ部分が、スペシャル・サービサーを含めて外部の投資家に売却されるという点で、投資家の投資対象となっている点で、標準的証券化とは異なっている。また、スペシャル・サービサーによるエクイティ保有は、スペシャル・サービサーに業務展開上のインセンティブを与えるという点で、他の投資家の利益に適う面を持っている。さらに CMBS のスキームにおいては、劣後債やエクイティへの投資家をどう確保するかがディール成立上クリティカルな問題であるため、信頼できるスペシャル・サービサーの存在によって CMBS のスキームの全体が成り立っているという面がある。

しかし、状況によっては、エクイティ投資家の利益 = スペシャル・サービサーの利益と優先度の高い CMBS 債券の保有者の利益が相反することもありうる。一般論としては、ハイ・リ

26) CMBS におけるスペシャル・サービサーの業務と役割については、ファボッツィ / ジェイコブ [2000] 第12章を参照。

27) Fabozzi [1998c] p. 32, 114, 179を参照。

ターンを狙ったリスクの高い行動は、ハイ・リターンを享受する立場にあるエクイティ保有者にとっては利益となるが、契約された金利という一定額のリターンしか得られず、その行動の結果としての損失は被ってしまう立場にある債券保有者にとっては不利となる、といったことがありうる。例えば、不良化した不動産ローンに関して、エクイティ保有者の立場からは、今後のパフォーマンス改善を期待して、何らかの救済策を採ることが望ましいが、他方、CMBSの優先的債券の保有者の立場からは、損失のこれ以上の拡大を防止するため、成るべく早く損切りするのが望ましいといったことがありうる<sup>28)</sup>。

そこで、CMBS 債券保有者の利害が侵害されることのないよう、スペシャル・サービサーに与えられている裁量性を制限するようなルールが、契約に盛り込まれているのが普通である。例えば、スペシャル・サービサーがローンの返済期限延長を認める場合、その延長期間を制限したり、延長の回数を制限したりすることが行われている<sup>29)</sup>。また、不良化したローンに関しては、なるべく早い時期に損失を会計的に認識し、その損失に見合ったエクイティ価値の減額を行い、エクイティ部分に対して支払われるキャッシュフローを制限するようなことも行われている<sup>30)</sup>。

マネジメントの裁量性が広く、その投資リターンへの影響が大きいという状況の下で、エクイティが投資対象となっているという点で、CMBS のスキーム、特にコンデュイット案件は、第2節で論じたアービトラージ型 CDO と似ている。しかし、CMBS のスキームで発行される債券は、アービトラージ型 CDO における CDO 債券のようなエクイティ投資家のためのレバレッジ手段という面は弱い。CMBS の債券は、他の標準的な証券化商品同様に、流動性の低いローンという資産を投資家が保有しやすい流動性の高い債券に組み替えて、それを通じてオリジネーターがより有利な条件で資金を調達するための手段という性格が強いと考えられる。こうした両面から考えると、CMBS のスキームは、標準的証券化のスキームとアービトラージ型 CDO のスキームとの中間的なものと捉えることができよう。

また、不動産からのキャッシュフローを最終的な裏付けとするという点では、CMBS の債券は REIT (不動産投資信託) 発行債券と同じである。しかしながら、両者の間には決定的な違いがある。REIT の発行する債券は、仕組み的には一般の企業が発行する社債・事業債と同じである。そこで発行される債券の実質的な裏付けとなっている、不動産という REIT 保有資産の内容・構成は、REIT の事業展開に伴い相当に変化する可能性のあるのに対して、CMBS の債券では裏付けとなる担保資産は固定されている、という大きな違いがある。また、

---

28) Riddiough [2000] を参照。

29) ただし、CMBS におけるスペシャル・サービサーの裁量性の制限については、そのコストを上回るベネフィットがあるかどうかに関して論議のあるところである。Riddiough [2000]、Fabozzi [2001] p. 157を参照。

30) ファボッツィ/ジェイコブ [2000] p. 13を参照。

REIT では財務比率が事業展開に伴い変化しうるが、CMBS のスキームでは当初の水準のままに固定されている、という違いもある。これは、事業展開上のマネジメントの裁量性が、REIT においては非常に幅広いのに対して、CMBS のスキームでは、それに比べれば裁量性の幅が狭く限定されているということである。この点こそが、これまで強調してきたように、証券化の特徴であり、投資家にその透明性をアピールする強みである。実際、債券発行の時点で実質的に同様の財務比率である、REIT 債券と CMBS 債券の格付けを比べてみると、CMBS 債券の方が高い格付けであり、また格付けが同じである債券を比べてみると、流通市場では CMBS 債券の方が低い金利で取引されている、というのが実情である<sup>31)</sup>。

投資家側から見た REIT 債券と CMBS 債券の比較という観点ではなく、REIT 側から見た負債資金の調達方法の選択という観点からは、以前においては、CMBS 化を予定している不動産物件担保の借入れを行っていたが、近年では、主として一般的な無担保事業債を発行している。これは REIT が、CMBS 化を予定している担保借入れに伴う事業運営上の制約を嫌い、より柔軟で弾力的な事業運営が可能な無担保事業債発行を 선호していることによるものである<sup>32)</sup>。CMBS 化を予定した不動産担保借入れによる低コスト資金の調達というベネフィットが、企業体として一定の格付けを取得できるようになった REIT にとっては、相対的に小さいものとなり、それに比べて、無担保事業債発行による事業運営上のより柔軟な裁量性のもたらすベネフィットがより大きい、という状況だと理解できよう。

## むすび

本稿では、担保資産のマネジメントにおける裁量性という観点から、証券化について考察してきた。そうした観点から、アービトラージ型 CDO、ヘッジファンド CFO、不良債権の証券化、CMBS といったマネジメントの裁量性の幅が広いタイプの証券化について、分析してきた。そうした類の証券化においては、マネジメントの裁量性が、担保資産からの明瞭なキャッシュフローによって裏付けられているという資産担保証券の特質・強みを損なう恐れがある。こうした問題点に対処し、担保資産裏付けという資産担保証券の特質を維持するために、証券化のストラクチャー上でいくつかの手立てが採られている。

基本的には、マネジメントの裁量性に一定の制限を加え、それを通じて担保資産の質的劣化の危険を防止し、証券化商品に対する担保資産による裏付けを確実なものとするのが、仕組み的に図られている。こうしたマネジメント裁量性の制限は、アービトラージ型 CDO やヘッジファンド CFO における品質テストや CMBS において見られる。さらにこうした手立てを

31) Goodman and Fabozzi [2002] p. 101, 104を参照。

32) ファボッツィ/ジェイコブ [2000] p. 13, Fabozzi and Dunlevy [2001] p. 141, Chan, Errickson and Wang [2003] p. 186を参照。

補い、資産担保証券に対する投資家の信頼を獲得するために、担保資産が劣化した場合には債券を早期償還するという措置が、アービトラージ型 CDO やヘッジファンド CFO に見られるように採られることもある。早期償還措置を通じて、事後的にマネジメントの裁量性を制限し、債券とエクイティとの利益相反の激化を防止することが図られている。こうした手立てが難しいケース、不良債権の証券化のようなケースにおいては、担保資産からのキャッシュフローの投資家への支払い順序に関して、優先的な債券の元本償還が完了するまでは、エクイティに対する配当を一切行わないというファスト・ペイという措置が採られている。こうした手立てを通じて、担保資産による裏付けの強化が図られている。

また本稿では、マネジメントの裁量性が大きいという特徴を持つ、アービトラージ型 CDO や不良債権の証券化のスキームは、エクイティ投資家のための投資ファンドという性格が強いということを論じてきた。この点は、ヘッジファンド CFO のスキームではより鮮明である。エクイティ収益の最大化を図るには、ある程度のマネジメント裁量性が認められている状況の下での、担保マネージャーやスペシャル・サービサーによる弾力的な運営が必要である。担保資産を裏付けとする証券化商品の発行、つまり証券化は、こうした投資ファンドが低利で安定的な負債資金を調達し、投資にレバレッジを効かせるための効果的なレバレッジ手段である。投資ファンドが、より有利に負債資金を調達するために、住宅ローンや自動車ローンといった部面で開発された証券化の手法を取り入れていると考えることができる<sup>33)</sup>。証券化を投資のためのレバレッジ手段として利用できるファンドの立場からは、マネジメントの裁量性のある程度犠牲にしても証券化による安定的で低利の資金調達を選ぶか、裁量性に制限のない他の資金調達方法を選ぶかは、重要な選択の問題となってきた。また、証券化の技術という観点からは、標準的証券化の仕組みをベースに上記のようなストラクチャー上の工夫をこらすことを通じて、より幅広い様々な部面において、それらの部面の特性に対応した証券化商品が開発されてきているという状況である。

#### 参考文献

- 翁百合 [1998] 『情報開示と日本の金融システム』東洋経済新報社  
北原徹 [2002a] 「証券化と資産変換」『証券経済学会年報』第37号  
北原徹 [2002b] 「ストラクチャード・ファイナンスと証券化の展開」『立教経済学研究』第56巻1号、6月29日  
フランク J. ファボッツィ/デイビッド P. ジェイコブ編 酒井吉廣監訳 [2000] 『商業用モーゲージ証券 CMBS』金融財政事情研究会

---

33) こうした表現は、ヘッジファンド CFO の場合には適切であるが、アービトラージ型 CDO の場合には、むしろ、証券化の手法を取り入れることによってアービトラージ型 CDO というファンドの出現が可能になった、と言うべきかも知れない。

- Bhattacharya, A. K. and F. J. Fabozzi ed [1996] *Asset-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
- Chan, S., J. Errickson and K. Wang [2003] *Real Estate Investment Trusts*, Oxford University Press
- Davidson, A., A. Sanders, L. Wolff, and A. Ching [2003] *Securitization : Structuring and Investment Analysis*, John Wiley & Sons
- Fabozzi, F. J. ed [1998a] *Handbook of Structured Financial Products*, John Wiley & Sons
- Fabozzi, F. J. ed [1998b] *Issuer Perspectives on Securitization*, Frank J. Fabozzi Associates
- Fabozzi, F. J. ed [1998c] *Trends in Commercial Mortgage-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
- Fabozzi, F. J. ed [2001] *Investing in Commercial Mortgage-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
- Fabozzi, F. J. and J. N. Dunlevy [2001] *Real Estate-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
- Fabozzi, F. J. and L. S. Goodman eds [2001] *Investing in Collateralized Debt Obligations*, Frank J. Fabozzi Associates
- Fitch Ratings [2001] Fitch's Criteria for Rating CDO Equity and Combination Notes, July 26
- Fitch Ratings [2002] Going Public with Private Equity CFOs, November 13
- Fitch Ratings [2003] Development in Hedge Fund Securitization, August 4
- Goodman, L. S. and F. J. Fabozzi [2002] *Collateralized Debt Obligations : Structure & Analysis*, John Wiley & Sons
- Moody's Investors Service [2001] Commonly Asked CDO Questions : Moody's Responds, February 23
- Moody's Investors Service [2003] Moody's Approach to Rating Collateralized Funds of Hedge Fund Obligation, July 10
- Riddiough, T. J. [2000] Forces Changing Real Estate for at Least a Little While : Market Structure and Growth Prospects of the Conduit-CMBS Market, *Journal of Real Estate Finance* Vol. 17, Issue 1, Spring
- Sakai, K. [2003] Structuring Considerations for Hedge Fund CFOs, [www.globalsecuritization.com](http://www.globalsecuritization.com)
- Smith, C. W. and J. B. Warner [1979] On Financial Contracting : An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics* Vol.7