

アメリカ式ノン・リコース・ファイナンスの展開*

—— 証券化の現代的基礎手法 ——

掛 下 達 郎

対象と視角

1. 歴史

- (1) 法的なリコース・ファイナンスの展開
- (2) ノン・リコース・ファイナンスの源流

2. ローン・セールにおけるノン・リコース・ファイナンスの普及

3. 証券化とノン・リコース・ファイナンスの展開

- (1) RMBSs におけるノン・リコース・ファイナンス
- (2) CMBSs におけるノン・リコース・ファイナンスの普及
- (3) CARs におけるノン・リコース・ファイナンスの展開
- (4) HELSs におけるノン・リコース・ファイナンスの一般化
- (5) CARDs におけるノン・リコース・ファイナンスの新展開

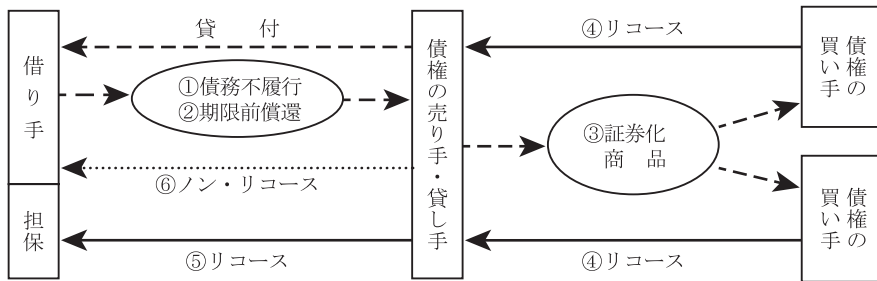
むすびにかえて

対象と視角

貸付債権の証券化を支えるものに、貸付債権への公的保険・保証、政府系機関の流通市場育成等がある。しかし、導入時に証券化を支えてきた公的保険・保証は相対的に減少し政府の役割は背景に退き、1980年代から民間の金融保証¹⁾とともにノン・リコース・ファイナンスが普及してきた。証券化商品である RMBSs (residential mortgage backed securities; 住宅モーゲージ担保証券) と各種 ABSs (asset backed securities; アセットバック証券) では、リコース (償還請求権付き) からノン・リコース (償還請求権なし) へというファイナンス手法の展開がみられたのである。CMBSs (commercial mortgage backed securities; 商業モーゲージ担保証券) でも、ノン・リコース形式が一般的である。ノン・リコース・ファイナンスは、政府の役割が相対的に小さくなる現代において、新たな証券化の基礎手法と考えられる。アメリカ合衆国の FASB (Financial Accounting Standards Board; 財務会計基準審議会)

* 本論文は、2012-2014年度 JSPS 科研費 24530513、2015年度松山大学特別研究の助成を受けたものである。

1) 金融保証とは、債務者による債務不履行が発生した場合に、約定通りの元利払いを保証する業務をいう。尾崎 (2004), 2-4頁。



(出典) 以下の文献を参考にして作成。秋葉 (2000), 206頁; Financial Accounting Standards Board (2000), p. 136.

図1 リコースまたはノン・リコース・ファイナンスの概念図

は、GAAP (Generally Accepted Accounting Principles ; 一般に認められた会計原則) を設定する機関である。その基準書140号によると、リコース (償還請求権) とは、図1における借手の債務不履行、期限前償還による影響、または譲渡された債権の瑕疵による修正について、債権の買い手が売り手から支払いをうける権利である²⁾。債務不履行、期限前償還、リコースについては、リコースまたはノン・リコース・ファイナンスの概念を示した図1に番号通り示している。譲渡された債権については、本論文で取り上げる証券化商品として図示している。法的には、リコースとは、第1次的に履行すべき者が履行しなかった場合に、第2次的に履行すべき者に対して履行を請求することである。

図1を用いた説明を続けよう。一方、ノン・リコースとは、一般的に、貸し手は当該資産にだけリコース (償還請求) でき、借手にはリコースできないと理解されている。たとえば、担保付き貸付の際に、債権額が担保の時価を上回っても、貸し手がそれ以上のリコースの権利をもたないことを指す。この場合には、貸付は特定の資産等と紐付きになっており、返済は担保価値に限定され、元本と利子全体に及ぶことはない。その意味で、リコースがまったくおこわれないわけではない。上記のように法的には、リコースとは、第1次的に履行すべき者が履行しなかった場合に、第2次的に履行すべき者に対して履行を請求することである。この観点からは、ノン・リコースは文字どおりリコースがないことになる。

アメリカでは証券化が普及しているが、日本では証券化はそれほど普及していない。一方、アメリカでは伝統的な個人保証人制度は一般的ではないが、担保制度が担保概念を拡張する方向で発達しノン・リコース・ファイナンスが普及している。日本ではノン・リコース形式は一般的ではないが、伝統的な個人保証制度と担保制度が存在している。2000年代半ばには、日本の中小企業向け融資の2~3割が個人保証である連帯保証人をつけているという。筆者は、アメリカの銀行貸付に関する保険・保証制度の展開と、証券化を含む貸付の流通市場の発達には、因果関係があると考えている。少し視野を広げると、銀行貸付に関する保険・保証制度、担保

2) Financial Accounting Standards Board (2000), p. 136. なお, Pavel (1989), pp. 167-168 (訳, 137頁) を参考にした。

表1 銀行貸付に関する保険・保証、担保制度、ノン・リコース・ファイナンスの展開

保険・保証制度の展開	担保制度の展開	ノン・リコース・ファイナンスの展開
個人保証人	物的担保	
公的保険・保証 (1930年代～)	収益力への担保概念の拡張 (1930年代～)	プロダクション・ペイメント (1930年代～)
	キャッシュフローへの担保概念 の拡張 (1950年代～)	プロジェクト・ファイナンス (1970年代～)
民間の金融保証 (1980年代～)		ローン・セール ABSs/MBSs (1980年代～)

(注) 本論文で扱った範囲をまとめたものである。

制度、ノン・リコース・ファイナンスの展開は、互いに密接な関係をもって発展してきたと思われる。

あらかじめその概要を示せば、表1のように、アメリカの銀行貸付に関する保険・保証制度は、伝統的な個人保証人から1930年代以降の公的保険・保証をへて、1980年代以降の民間の金融保証に発展してきた。保険・保証制度においては、第1次的に履行すべき者が履行しなかった場合に、第2次的に履行すべき保証人、保険・保証機関、保険会社に対して履行を請求する。これは、法的なリコース・ファイナンスの展開である。

一方、アメリカの銀行貸付に関する担保制度は、伝統的な物的担保から1930年代以降には担保が収益力へとその概念を拡張し、1950年代以降にはキャッシュフローへとさらにその概念を拡張してきた³⁾。担保制度の展開では、貸し手は当該資産、収益、キャッシュフローにだけリコースでき、借り手にはリコースできない。これは、本論文の主題であるノン・リコース・ファイナンスの展開を支えるものである。

先の保険・保証制度の展開において、1980年代に銀行貸付に関する民間の金融保証という新しいファイナンス手法が産み出された。担保制度の展開は、1930年代から長期にわたり、ノン・リコースという同じく新しいファイナンス手法の形成過程を支えてきた。民間の金融保証とノン・リコースという新しい手法は、証券化を含む貸付の流通市場の発達を支えたのである。

本論文では、アメリカの銀行貸付に関する民間の金融保証とノン・リコースという新しいファイナンス手法が、互いに密接な関係をもって発展してきたことを考察する。さらに、ノン・リコース・ファイナンスの源流を探り、それがいつ大手商業銀行の各種業務で用いられたかを明らかにしたい。それによって、ノン・リコース形式が現代的な証券化の基礎手法であるという意味を考えていく。ノン・リコース形式は、中小企業貸付や農業モーゲイジ・ローンとその

3) 担保、収益力、キャッシュフローへの概念の拡張については、川波 (1995)、第II篇を参照されたい。

証券化を除く、現代アメリカのほとんどの分野の貸付と証券化において一般的なファイナンス手法である（後の表2参照⁴⁾。

ノン・リコース・ファイナンスに関する先行研究には、以下のものがある。第1節で扱うリコース・ファイナンスの先行研究では、First National City Bank of New York 頭取の Moore (1959) が、詳細な事例研究をおこなっている。第2節のローン・セールの代表的な先行研究には、以下のものがある。まず、Gorton and Pennacchi (1990) が、誘因整合的ローン・セール・モデルにより暗黙の契約を計測してローン・セール市場の始まりを説明している。つぎに、同じく Gorton and Haubrich (1987, 1990) が法律、契約、会計、規制問題を扱っている。第3節のノン・リコース・ファイナンスの研究では、シカゴ連銀の Pavel (1986, 1989) が、証券化の際のリコース問題を取り上げている。これらの先行研究においては、本論文の対象であるノン・リコース・ファイナンスの源流は何か、ノン・リコース形式はいつどのように普及し主たるファイナンス手法として定着したかは必ずしも明らかではない。

アメリカの金融市場では、伝統的に資本市場が高度に発達しており、1980年代まで貸付は格下の金融商品とみなされてきた。しかし、市場関係者の中には、1995年頃から貸付が中心的になったという見解がある。貸付が中心的とは、貸付市場が量的に資本市場を凌駕したということではない。貸付が、あたかも資本市場の一部となったという意味である。これは、term loan issuance という用語にも表れている。貸付が貸借関係ではなく、投資家からみれば、1つのアセットクラスとして認識されたのである⁵⁾。貸付が1つのアセットクラスとして認識されると、流通市場で証券のように売買される。その際に、証券化市場を含む流通市場において、ノン・リコース形式が普及し、主たるファイナンス手法として定着したのである。

本論文では、ノン・リコース形式についての先行研究を整理しながら、ノン・リコース・ファイナンスの源流、普及、定着を歴史的に考察していく。筆者は、ノン・リコース・ファイナンスを証券化の基礎手法と捉えており、その源流、普及、定着を明らかにすることはアメリカ型の証券化を正確に理解するために必要だと考えている⁶⁾。本論文の構成は以下の通りである。

4) 日本では、1998年3月に J. P. Morgan がノン・リコース・ローンを導入した。翌1999年4月に、日本開発銀行と安田生命保険等が、国内金融機関として初めて、東京渋谷のオフィスビル建築にノン・リコース・ローンを実施した。これと前後して、アメリカに近いカナダ、メキシコ、ラテン・アメリカ諸国から、EU 諸国、ロシア、中国、韓国、南アフリカといった世界中の国々にまでノン・リコース・ファイナンスが導入された。

以上、鴻・北沢編 (1998)、789頁；Vinter (1998)、p. 112；谷川 (1998)、18頁；『日本経済新聞』1999年4月22日、朝刊、1頁；週刊東洋経済 (1999)、99頁；庄司 (2000)、39頁；秋葉 (2000)、206頁；内藤 (2001)、88頁；Feldstein (2001)、p. A21；『日本経済新聞』2006年3月20日、朝刊、1頁。

5) Coffey (2000)、p. 109；コフィー (2005)、62-63頁；2006年1月19日の河合祐子氏（日本銀行金融市場局）へのインタビュー。

6) ユーロ市場における証券化に対する、アメリカ型の証券化の特徴の1つは、貸付債権の証券化として説明されてきた。一方、ユーロ市場における証券化は、シンジケート・ローンから、貸付＝融資と

まず第1節で、リコース・ファイナンスの歴史を追跡して、ノン・リコース形式の源流を探る。引き続き第2節では、新しいローン・セール業務において、ノン・リコース形式が普及したことを考察する。つぎに第3節では、ノン・リコース形式がローンを証券化したMBSsと各種ABSsのファイナンスで基本的に定着したことを検証する。最後に本論文のまとめについて述べる。

1. 歴史

ここでは、ノン・リコース・ファイナンスの源流を探るために、これに関連するリコース・ファイナンスの歴史を考察する。リコースもしくはノン・リコース形式がおもに問題になるのは、銀行貸付が売買され債権者が変わる流通市場、証券化市場である。そこで、まず事業貸付の流通市場であるローン・セール業務におけるリコース・ファイナンスの歴史を考察する。

Gorton and Haubrich (1990)によると、ローン・セールそれ自身は、商業銀行にとって目新しい業務ではなく、1世紀以上も続く古い業務である。しかし、1983年以前には伝統的なコルレス・ネットワーク内での取引、とくにオーバーライン⁷⁾(貸付の総量規制)のためのローン・セールにほぼ限定されていた。

商業銀行は、ローン・セールをおこなうときに、長い間パーティシペーション(協調融資)を利用してきた。古い形のパーティシペーションは、幹事行(lead bank)が他の銀行のために交渉するシンジケート団組成であった。1955年10月5日には、加盟銀行による満期1年以上のターム・ローン額の31.5%がパーティシペーション形式であった。これは1946年とほぼ同じ割合だという。1977年のABA(American Bankers Association; アメリカ銀行協会)の調査によると、回答した銀行の51%が、オーバーラインの貸付は上流のコルレス銀行向けポートフォリオの81~100%に達していたという。同じく75%が、オーバーラインは流動性にもとづいたローン・セールよりも一般的だと報告している。1977年に売却された貸付額の65.5%が、上流のコルレス銀行に対するパーティシペーションであったと、ABAは見積っている。パーティシペーションとは、おもに中小銀行がオーバーラインのために大手行に売却するものであった。

各一般参加銀行は企業に個別の貸付をあたえるが、通常、このパーティシペーション契約は、幹事行が締結した協定にもとづいて貸借関係の譲渡の形をとっていた(後の表2参照)。コルレス関係の下で、一般参加行が幹事行に直接貸し出すこともあった⁸⁾。貸借関係を譲渡する場

証券のハイブリット商品の進展を1つの特徴とする。松井(1986), i ii, 1 3頁。

7) オーバーライン(貸付の総量規制)とは、単一の借り手に対する銀行の法的な貸付限度を超えた貸付を指す。

8) 以上 Art (1959), p. 364, table 10; Gorton and Haubrich (1990), pp. 88 89, 120 121.

合、一般参加銀行は、幹事行ではなく、最終的借り手である企業にリコースできる。このように古い形のパーティシペーションでは、リコース・ファイナンスが一般的であった。

すでにみたように、パーティシペーションは貸付の流通市場とみなされてきた。連邦準備等の公的機関は、1930年代のニューディール期から民間金融機関の協調融資に加わった。この時期、アメリカ経済は1929年の株式恐慌を皮切りに3度の銀行恐慌を経験して大不況に喘いでおり、民間金融機関は公的機関のサポートにより新たな貸付先を必要としていた。公的機関の協調融資への参加は、幹事行以外の民間金融機関が協調融資へ参加することを促した。

ここでは、まず第1項で、法的なリコース・ファイナンスが、公的機関のサポートによって、どのように展開されたかを考察する。つぎに第2項で、ノン・リコース・ファイナンスが1930年代にその源流をもつことを明らかにする。

(1) 法的なリコース・ファイナンスの展開

公的機関は、パーティシペーション（協調融資）の形ではなく、民間金融機関の貸付に対して直接、債務保険または保証することもある。この場合、公的機関は融資関係者ではないが、民間金融機関は、第1次的に履行すべき借り手企業が債務不履行に陥った場合、公的機関に保険金または保証金を請求する。民間金融機関は、実質的にリコースと同等の権利をもつ。すでに指摘した法的なリコース・ファイナンスの展開である。

その一例として、1934年6月27日の連邦住宅法によって設立されたFHA (Federal Housing Administration; 連邦住宅局) は、まず民間金融機関の住宅モーゲイジ・ローンに対して保険を提供した。このFHA保険の対象は、大きく2つに分けられた。第1は、住宅の建設・購入である。第2は、連邦住宅法第I章の住宅の修繕・近代化である。

第1の住宅の建設・購入に対するFHA保険は、1935-1953年には商業銀行がオリジネートした貸付に最も多く利用された。銀行がオリジネートした貸付はFHAに保険された貸付額の36.9%に達し、モーゲイジ・カンパニー(27.8%)と保険会社(16.5%)がそれに続いていた。この住宅モーゲイジ・ローンに対するFHA保険に、連邦住宅法第II章の相互モーゲイジ保険があった。第1順位モーゲイジ、額面16,000ドル以下等の条件の貸付に対して、FHAが融資額の80%まで保険するものが代表的である(第201条(a)、第203条(b)(2))。この第II章の適格条件に、FHAにとって満足できる完全割賦返済条項が含まれていた(第203条(b)(4))⁹⁾。

第2の住宅の修繕・近代化に対するFHA保険も、おもに商業銀行に利用された。1934年8月~1937年4月には、第I章で保険された金融機関の90.3%が銀行であった。同じく保険された貸付額の70.5%、件数の67.1%を銀行が保有し、ファイナンス・カンパニー(貸付額の22.1

9) 連邦が認可したS&L (savings and loan association; 貯蓄貸付組合) も同様の規制をうけ(連邦住宅法第IV章)、多くの州規制下にあるモーゲイジ貸付機関も同様の規制をうけた。

%, 件数の25.3%) がそれに続いていた¹⁰⁾。1934-1953年には、第I章で保険された貸付額の76%を銀行がオリジネートしていた。第I章による保険は、額面2,000ドル以下の1家族用貸付¹¹⁾に対して、FHAが融資額の20%¹²⁾まで保険した(第2条)。第II章に比べて、保険対象の額面と保険される割合が低くなっていた¹³⁾。

このように、FHAは住宅の建設・購入、さらに住宅の修繕・近代化に対する商業銀行の貸付を保険した。銀行は、借り手企業が債務不履行に陥った場合、FHAに保険金を請求する。銀行は、FHAに実質的にリコースと同等の権利をもつ。法的なりコース・ファイナンスの展開である。

(2) ノン・リコース・ファイナンスの源流

前項でみたように、民間金融機関の貸付に対する公的機関の支払保険・保証も、実質的に法的なりコース・ファイナンスであった。それでは、一方のノン・リコース・ファイナンスは、いつからどのように用いられたのだろうか？

少なくとも1930年代のニューディール期から、プロダクション・ペイメント(産出物による支払い)で、ノン・リコース形式が用いられた。この時期、アメリカ経済は大不況に喘いでおり、民間金融機関は新たなファイナンス手法を模索していた。一方、石油産業は、テキサス州における油田開発もあり、原油価格の暴落にみまわれた。とくに、中小の倒産が相次いでおり、彼らは新たな資金調達先を探し求めている。このとき、Dallas bankが、ノン・リコース形式のプロダクション・ペイメントを、石油・ガスを産出するためにおこなった。プロダクション・ペイメントは、1930年代の石油・ガス・鉱物資源等を開発するためにまず発達したのである(後の表2参照)。

プロダクション・ペイメントは、当初、すでに産出された石油・ガスを担保とした商品担保の比較的短期の在庫金融であった。これは伝統的な商品担保貸付であった。それが次第に、産出された石油・ガスだけでなく、地下に埋蔵されたものを担保とした長期貸付へと発展した。まず、Moore(1959)がオイル・プロダクション・ローンと呼んでいるものをみてみよう。石油・ガス会社は、石油・ガス鉱区担保で借入れ、毎月の収入の一部を返済に充てた。この

10) ただし、銀行のデータは信託会社を含む。

11) 1935年5月28日の連邦住宅法の改正によって、1家族用以外に対する2,000~5,000ドルの貸付も、FHAに保険された。1家族用以外の貸付とは、アパートまたは多世帯住宅、ホテル、オフィス、事業または商業ビル、病院、孤児院、大学、学校、製造業または工業の工場である。

さらに、1936年4月3日の改正によって、2,000ドル以下の貸付は住宅の修繕に限定された。

12) 1936年4月1日~1937年3月31日に貸し出されたものは、保険率が10%に引き下げられた。

13) 以上Coppock(1940), pp.23-26, 30, table 2 and 3; Saulnier, Halcrow and Jacoby(1958), pp.303, 305, table 50; Melton(1980), p.22. 原資料はFederal Housing Administration, *Annual Report* 各年号; Housing and Home Finance Agency, *Annual Report* 各年号。

貸付には、その鉱区の収支計画とともに、石油・ガス埋蔵量の技術的に適正な市場価値評価が必要とされた。担保となる石油・ガス埋蔵額は常に貸付残高を明らかに上回り、貸付の返済後も融資期間と同じ収益を上げることが要求された。言い換えると、貸付額の2倍の埋蔵額が必要とされた。

地下に埋蔵された石油・ガスは、実際に産出され販売されて、初めて企業収益となる。地下に埋蔵された状態では、石油・ガスは、借り手企業にとってバランスシート上の資産ではなく、貸し手銀行にとって物的な担保でもない。そのため、将来の収益を予測して、その収益の源泉である、地下に埋蔵された石油・ガスを担保としたのである。こうして、1930年代に物的な担保から収益力へと担保概念の拡張が始まった。担保制度の展開である。

これが、戦後の1950年代に石油・ガス産業で定着した。プロダクション・ペイメントは直訳すれば産出物による支払いであり、石油・ガス産業のプロダクション・ペイメントはオイル(ガス)ペイメントである。オイル(ガス)ペイメントとは、石油・ガスまたはそれに相当する代金の受領権である。産出物またはそのキャッシュフローだけが担保となることが、後述するプロジェクト・ファイナンスに引き継がれた。物的な担保から収益力だけでなく、キャッシュフローへとさらに担保概念の拡張が起こったのである。吉原・貝塚・蟬山・神田(2000)によると、企業のキャッシュフローは、税引前利益に減価償却費など内部留保額の増加分を加えた現金の増分である。収益力を背景にした利益だけでなく内部留保も含むため、キャッシュフローが担保になると、担保概念が収益力より希薄化される。さらなる担保制度の展開である。プロダクション・ペイメントでは、貸し手金融機関は、石油・ガスまたはそれに相当する代金の受領権にだけリコースでき、借り手企業にはリコースできない。ノン・リコース・ファイナンスの展開である。担保制度の展開が、ノン・リコース・ファイナンスの展開する方向を決定づけたのである(以上、表1も参照されたい)。

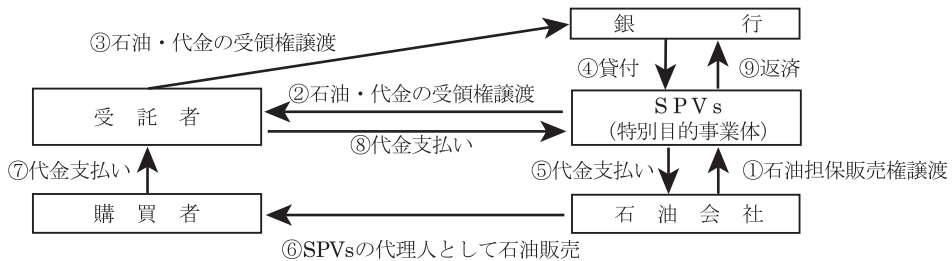
この石油・ガス産業のプロダクション・ペイメント、すなわちオイル(ガス)ペイメントをMoore(1959)の説明でみてみよう。オイル(ガス)ペイメントは、地下に埋蔵された石油・ガスまたはそれに相当する代金の受領権である。1950年代後半には、オイル(ガス)ペイメントは石油・ガス産業界で広く販売された。保険会社と同様に、多数の銀行もオイル(ガス)ペイメントの購入に対して融資をおこなった。石油・ガス産業界で一般に知られた、切売り形式のプロダクション・ペイメントをとると、生産者は銀行から借り入れなくても法人税を節税できる。切売り形式のプロダクション・ペイメントの販売は通常1年または2年で、その後、売り手はその鉱区の生産から生じる担保された収益によって買い戻す。物的な担保から収益力への担保概念の拡張であり、担保制度の展開である。買い手はしばしば銀行から融資をうけ、売り手と銀行の金利差から利鞘を得ていた。銀行はモーゲージを担保に取りプロダクション・ペイメントを譲渡された。

また、石油・ガス鉱区を売却するとき、売り手はしばしば留保部分のオイル(ガス)ペイメ

ントをまず保有し、それから残りの鉱区の権利を売却する。その後、留保部分のオイル（ガス）ペイメントは、上記の切売り形式のプロダクション・ペイメントとよく似た銀行融資をうけた第三者に売却された。これによって、その鉱区を分割せずに売却するより、通常、売り手は鉱区の買い手を多数集め、高い代金を入手できる。借り手の他の資産は彼らの借入額によってしばしば制限されるので、銀行は通常、石油・ガス生産だけを返済の当てにしなければならない。物的な担保から収益力への担保概念の拡張であり、担保制度の展開である。鉱区の収益が関連する石油埋蔵量の消耗によって相殺されると、課税所得は生じず、純収入によって貸出を返済することができる。

このプロダクション・ペイメントにおいて、初期のストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）方式が導入され、SPVs（Special Purpose Vehicles；特別目的事業体）¹⁴⁾ が設立された。図2を用いて、その仕組みを説明する。石油会社は、まず自ら設立するSPVsに石油担保販売権を譲渡する。SPVsは受託者に石油またはそれに相当する代金の受領権を譲渡し、受託者は銀行にその受領権を譲渡する。この受領権がプロダクション・ペイメントである。プロダクション・ペイメントを譲渡されて、銀行はSPVsに貸付をおこなう。石油会社は、この貸付をSPVsの運営その他に充当する。石油会社は、SPVsの代理人として石油を販売する。購買者は受託者に代金を支払う。受託者はSPVsにその代金を支払い、SPVsは銀行に元利金を返済する。このようなSPVsを用いたストラクチャード・ファイナンスは、プロダクション・ペイメントでは初期の単純なものであるが、後でみる証券化手法でも用いられた。

その後1969年の税法改正により、プロダクション・ペイメントは税務上のメリットを失い下火になった。しかし、プロダクション・ペイメントの特徴のいくつかは、1970年代からのプロジェクト・ファイナンスに引き継がれた。たとえば、ノン・リコース・ファイナンスは、1987-1994年のドーバー海峡を結ぶユーロ・トンネルのプロジェクト・ファイナンスで用いられた。



(西川・大内 (1997), 14頁, 図1を参考に作成)

図2 プロダクション・ペイメントの概念図

14) 現代的なSPVsについては、Gorton and Souleles (2006) を参照されたい。

ノン・リコース方式では、当該プロジェクトの資産に限定してリコースできるが、借り手企業にはリコースできない。この手法は、先の1950年代に石油・ガス産業で普及したプロダクション・ペイメントから引き継がれたのである。

ただし、プロジェクト・ファイナンスでは、リミテッド・リコース（限定償還請求権付き）方式が主流であった。リミテッド・リコースとは、借り手がプロジェクト契約に従わなかった場合に、貸し手が限定された範囲で借り手にリコースできることをいう。この場合も、当該プロジェクトのキャッシュフローに限定して償還請求できることが、プロダクション・ペイメントから引き継がれた。プロジェクトのキャッシュフローは、収益力を背景にした利益だけでなく、減価償却費などの内部留保も含む。そのため、プロジェクトのキャッシュフローにリコースでき、実質的にそのキャッシュフローが担保になると、担保概念が収益力より希薄化される。物的な担保から収益力だけではなく、さらにキャッシュフローへと担保概念が拡張したのである（表1参照）。

リミテッド・リコース方式は、巨額な資金が必要であった北海油田開発において1972年に開発された（後の表2参照）。北海のフォーティーズ油田を開発する British Petroleum 社は、アラスカ油田などの大規模開発もおこなっていた。そのため、BP社の財務体力を上回る融資をうけるために、ノン・リコースよりも償還請求の範囲の広い、リミテッド・リコースが導入されたのである。

このときにも、SPVsを用いたストラクチャード・ファイナンスが用いられ、これはプロジェクト・ファイナンスでは一般的な手法となった。このようなファイナンス手法は、後でみる証券化手法でも用いられた。ただし、プロダクション・ペイメントでもそうであったが、SPVsを用いたストラクチャード・ファイナンスを主導したのは石油会社であり、それはSPVsの設立主体にも表れていた。大手商業銀行グループが自ら積極的に業務展開をおこなっていくのは、後でみる貸付債権の証券化まで待つ必要があった。

ここでは、リコース・ファイナンスの歴史を考察し、プロダクション・ペイメントでノン・リコース形式が用いられ、それがプロジェクト・ファイナンスの一部に引き継がれたことをみた。文献調査によると、ノン・リコース・ファイナンスの源流が1930年代のプロダクション・ペイメントであることは妥当である。しかし、ノン・リコース形式は主たるファイナンス手法とは一般的に認められなかった¹⁵⁾。

15) 以上 Moore (1959), pp. 236, 238-240; 日本生産性本部 (1962), 234-237頁; 小原 (1997), 5, 52-53, 230-233頁; 西川・大内 (1997), 14-16頁, 図1; Vinter (1998), p. 112; 吉原・貝塚・蠟山・神田 (2000), 345-346頁; Finnerty (2007), p. 241. 原資料は Forrester, J. Paul (1995), "Terms & Structure of Debt Instruments Issued to Finance Infrastructure Projects," *Innovative Financing for Infrastructure Roundtable*, Washington, D.C.: Inter American Development Bank, October 23.

2. ローン・セールにおけるノン・リコース・ファイナンスの普及

前節で、ノン・リコース・ファイナンスの源流が、プロダクション・ペイメント（産出物による支払い）にあったことをみた。1970年代から、プロダクション・ペイメントは下火となり、プロジェクト・ファイナンスにその地位を譲った。しかし、プロジェクト・ファイナンスにおいて、ノン・リコース形式は主たるファイナンス手法とはならなかった。ノン・リコースが主たる手法になるのは、1980年代からの公的保険・保証が付かない新しいローン・セールからであった（表2）。

1984年に、商業銀行は約1,480億ドルの貸付をノン・リコース形式で売却した。この値は、翌1985年までに75%近く増加して2,580億ドルとなった。Gorton and Haubrich (1990) は、ローン・セール市場が発達する間、ローン・セール契約には、リコースがほとんど含まれていないと指摘している。1985年の *Lending Practices Survey* (以下 *LPS*) によると、ローン・セールにおけるフル・リコース（完全償還請求権付き）は1,100万ドルだけで、一方ノン・リコースは260億ドルに達した。

ノン・リコース形式は、1970年代からのプロジェクト・ファイナンスでも用いられた手法である。ノン・リコース形式では、当該プロジェクトの資産に限定して償還請求できるが、借り手企業にはリコースできない。この手法は、1930年代からのプロダクション・ペイメントから引き継がれた。ノン・リコースでおこなわれた代表的なプロジェクト・ファイナンスは、1987-1994年のドーバー海峡を結ぶユーロ・トンネルである。

ただし、プロジェクト・ファイナンスでは、リミテッド・リコースが主流であった。リミテッド・リコースとは、借り手がプロジェクト契約に従わなかった場合に、貸し手が限定された範囲で借り手にリコースできることをいう。この場合も、当該プロジェクトのキャッシュフローに限定して償還請求できることが、先述のプロダクション・ペイメントから引き継がれた。リミテッド・リコースは、巨額な資金が必要であった北海油田開発において、借り手の財務体力を上回る融資をうけるために、1972年に開発された¹⁶⁾。リミテッド・リコースは、リコースからノン・リコースへの中間的な性格をもつと考えられる（表2も参照されたい）。

ローン・セールにおけるリコース形式は、プット・オプションの形をとることもあった。プット・オプションとは、買い手が貸付を売り戻す選択権である。買い手である機関投資家は、借り手企業が債務不履行に陥った場合、その貸付を売り手銀行に売り戻すことができる。すなわち、実質的にリコースをする権利である。しかし、1985年の *LPS* によると、プット・オプ

16) プロジェクト・ファイナンスの原型となった、前節のプロダクション・ペイメントの記述も参照されたい。以上 Pavel and Phillis (1987a), p. 3; Pavel and Phillis (1987b), p. 11; 小原 (1997), 5, 52-53, 232-233頁; Vinter (1998), p. 112; Gorton and Haubrich (1990), pp. 112, 118.

表2 銀行貸付の流通市場、証券化のリコースまたはノン・リコース・ファイナンス

	時 期	リコースの種類等
流通市場 プロダクション・ペイメント 事業貸付 プロジェクト・ファイナンス 流通市場	19世紀～ 1930年代～ 1934年～ 1944年～ 1971年～ 1972年～ 1980年代～	貸借関係の譲渡 ノン・リコース 連邦準備とRFC ¹⁾ の協調融資 VA ²⁾ が元本の50%まで保証 SBA ³⁾ が元本の90%まで保証 リミテッド・リコース ⁴⁾ ノン・リコース
住宅モーゲージ・ローン 証券化	1934年～ 1944年～ 現 在 1970年～ 現 在	FHA ⁵⁾ が元本を保険 VAが元本の60%まで保証 ノン・リコース GNMA ⁶⁾ が元本と利子を保証 ノン・リコース
農業モーゲージ・ローン 証券化	1980年代～ 1990年～	農務省が元本の90%まで保証 FAMC ⁷⁾ が元本と利子を保証
商業モーゲージ・ローンの証券化	1980年代～	ノン・リコース
自動車ローンの証券化	1985年代～	リコースからノン・リコースへ
ホーム・エクイティ・ローンの証券化	1990年代後半～ 2000年代～	民間の金融保証 ノン・リコース
クレジットカード・ローンの証券化	1984年 ⁸⁾ ～ 1987年～	リコース ノン・リコース

注1) RFCとは(Reconstruction Finance Corporation;復興金融公社)の略である。

2) VAとは(Veterans Administration;退役軍人庁)の略である。

3) SBAとは(Small Business Administration;中小企業庁)の略である。

4) リミテッド・リコースはプロジェクト・ファイナンスで用いられた手法で、1970年代には基本的にその流通市場は存在しない。しかし、リミテッド・リコースはリコースからノン・リコースへの中間的な性格をもつので、参考までに表に含めている。

5) FHAとは(Federal Housing Administration;連邦住宅局)の略である。

6) GNMAとは(Government National Mortgage Association;政府抵当金庫)の略である。

7) FAMCとは(Federal Agricultural Mortgage Corporation;連邦農業抵当金庫)の略である。

8) 1984年には、証券化ではなく、クレジットカード勘定が売却されている。本論文第3節を参照されたい。

9) 本論文で扱った範囲をまとめたものである。なお、この表には各分類の主要なものしか載せていない。

ション付きのものはローン・セール⁹⁾の13%に過ぎない。翌1986年2月のLPSによると、同じく13%の銀行がプット・オプション付きでローン・セールをおこなった。

また、ローン・セールを貸借関係の譲渡の形にすれば、買い手は売り手銀行ではなく借り手企業にリコースできる。しかし、1987年7月24日のLPSによると、貸借関係の譲渡の形をとった大手商業銀行7行のローン・セールは、残高の10%弱に過ぎない。同じく1987年7月のLPSによると、回答した銀行の10%以下が、ローン・セールの際に貸借関係を譲渡しただけであった。翌1988年9月のLPSによると、ローン・セールの20%が貸借関係の譲渡で、残り

が貸付から生じるキャッシュフローだけを売却したパーティシペーション（協調融資）であった。前節で紹介した古い形ではなく、新しい形のパーティシペーションである。新しい形のパーティシペーションでは無担保融資が主流で、買い手銀行は最終的借り手である企業に対して何の権利ももたない。ノン・リコース形式である¹⁷⁾。

ノン・リコース形式でローン・セールをおこなうと、売り手である大手行にとって有利なことが生じる。銀行が資産をリコース付きで売却すれば、一般に資産がバランスシートに残って自己資本が必要とされ、さらに売却額は預金とみなされ準備金を積み増す必要がある（レギュレーション D）。ノン・リコース形式で売却すると、これらの自己資本規制と預金準備規制を回避できる。さらに、売却した貸付のデフォルト・リスクを買い手に転嫁できる。新しい形のパーティシペーションの場合、無担保融資が主流であり、一般参加行は、幹事行に対しても最終的な借り手に対しても、一般的にも法的にもリコースできないのである¹⁸⁾。

3. 証券化とノン・リコース・ファイナンスの展開

ここでは、1970年代からの証券化業務において、リコースまたはノン・リコース・ファイナンスがどのように導入され展開したかを確認する。とくに、1980年代の新しいローン・セールで普及したノン・リコース形式が、ローンを証券化した MBSs と各種 ABSs において、どのように用いられたかを考察する。

一般的に、貸付は担保融資であればその担保価値までリコースできるが、無担保融資であれば何らかの資産にリコースされない。アメリカでは、担保付きでも無担保貸付でも、一般的に貸し手は借り手にはリコースできないので、ノン・リコース・ファイナンスと理解される。証券化された貸付は、ほとんどいつもノン・リコース形式だという¹⁹⁾。貸付を証券化した MBSs / ABSs のファイナンスにおいても、1980年代から普及したノン・リコース形式が用いられた。こうした証券化のファイナンスを検討することで、ノン・リコース形式が貸付を証券化した MBSs / ABSs へ波及したことを歴史的に実証する。

(1) RMBSs におけるノン・リコース・ファイナンス

住宅モーゲージ・ローンの貸し手は、1950年代末から生命保険会社とその第2位のシェアを

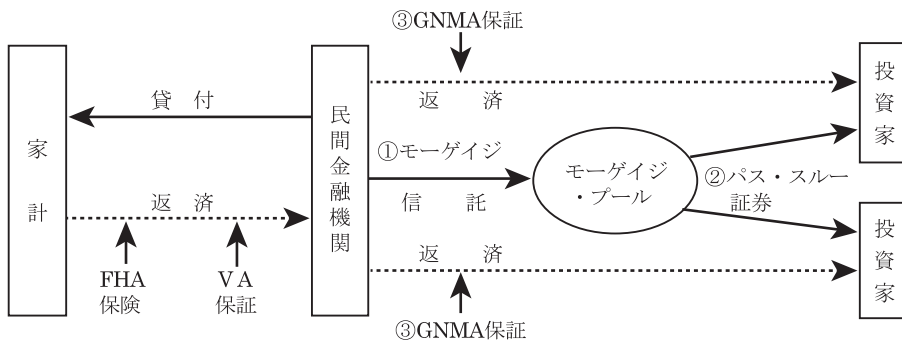
17) 掛下 (2002a), 96-99頁, 掛下 (2008a), 25-27頁, 掛下 (2008b), 167-169頁。

18) 以上 Pavel and Phillis (1987a), p. 12, note 5; James (1987), pp. 22, 35, note 3; Beckett and Morris (1987), p. 25; Haubrich (1989), p. 44; Gorton and Haubrich (1990), pp. 90, 113, 120-122, 133, note 7 and 15; Demsetz (1994), p. 75, note 2. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, 1985; February 1986; July 1987 and September 1988.

19) Wilder (2000), p. 26.

急速に失う中で、商業銀行は安定したシェアを保ち1965年に生命保険会社を抜き去りその地位を獲得した。1970年代末からトップの貯蓄金融機関²⁰⁾がシェアを急落させたが、銀行は安定したシェアを保ち1994年に貯蓄金融機関を抜き去り、金融機関の中でトップになった²¹⁾。

貸付債権の証券化では、住宅モーゲージ・ローンを証券化したRMBSs (residential mortgage backed securities; 住宅モーゲージ担保証券)が最初のものである。RMBSsは、高水準の超過担保によって安全性を高められたが、それは民間金融機関の収益性を低下させた。RMBSsは、1968年9月に設立されたGNMA (Government National Mortgage Association; 政府抵当金庫)に支えられていた。それは、RMBSsの1つである1970年のGNMA保証付きパス・スルー証券の仕組みに表れていた。図3のように、モーゲージ・ローンのオリジネーターである民間金融機関は、FHA保険・VA (Veterans Administration; 退役軍人庁)保証付き貸付を集めて、パス・スルー証券を発行した。オリジネートされたFHA保険・VA保証付き貸付は、100%保険・保証されたわけではない。GNMAは、オリジネーターかつ発行者である民間金融機関が投資家に対して毎月15日に元本と利子を小切手で支払う、すなわちパス・スルーすることを保証した。GNMAは、民間金融機関から保証料を受け取って、パス・スルー証券のデフォルト・リスクの一部を引き受けたのである。民間金融機関は、借り手企業が債務不履行に陥った場合、FHAとVAに保険金・保証金を請求する。民間金融機関は、FHAとVAに対して実質的にリコースと同等の権利をもつ。法的なりコース・ファイナンスの展開である。さらに、パス・スルー証券の投資家は、第1次的に履行すべき民間金融機関が元本と利子をパス・スルーしなかった場合に、第2次的に履行すべきGNMAに元本と利子部分の保証金を請求する。これは、投資家がGNMAに対して法的なりコースと同等の権利を得



注1) 返済 ……➡ が民間金融機関から投資家にパス・スルーされていることが分かる。

2) 本論文で扱った範囲をまとめたものである。

図3 住宅モーゲージ・ローンの証券化の仕組み

20) 貯蓄金融機関とは、S&Lと相互貯蓄銀行である。

21) ホーム・エクイティ・ローンを除いたデータである。Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), p. 87, L. 218.

たことを意味する。法的なリコース・ファイナンスのさらなる展開である（以上、表1参照）。

こうして、RMBSsが、1970年代後半から急速に発展した。これは、第1に、第2次世界大戦後のベビーブーマーが住宅を購入する世代に達し、巨大な住宅需要が発生したためであった。第2に、ベトナム戦争から帰還した兵士の住宅需要に加え、彼らへの住宅提供という国策によるものであった。

住宅モーゲージ・ローンの売却に占める公的な保険・保証の付かない在来型モーゲージは、1970年代半ばから過半を占めた。1977年9月には、Bank of Americaがオリジネートし発行した最初の在来型モーゲージ・パス・スルー証券を、大手投資銀行Salomon Brothersが引き受けた²²⁾。しかし、表3のように、総債務残高に占める証券化率は、FHAまたはVAに保険・保証されたものが圧倒的に大きい。在来型モーゲージは1980年にはわずか4%しか証券化されていないが、FHA・VAモーゲージは48%も証券化された。1994年第3四半期には、在来型モーゲージの証券化率は42%に急増したものの、FHA・VAモーゲージの88%の半分にも満たない。ただし、総債務残高では在来型がFHA・VAモーゲージの3.9~5.5倍に達したので、1994年第3四半期には証券化残高でも在来型がFHA・VAモーゲージの2.6倍と逆転した。証券化を支えてきた住宅モーゲージ・ローンへの公的保険・保証は相対的に減少し、政府の役割は背景に退いてきたのである。

在来型モーゲージを金融保証する民間金融機関に、Dryden Guarantee Trustがある。Drydenは1986年にPrudentialの子会社として設立され、大手商業銀行グループが在来型モーゲージをプールし証券化するのを促進した²³⁾。民間の金融保証制度の展開である（表1参照）。

表3 住宅モーゲージ・ローンの証券化（単位：10億ドル）

	1980年			1994年第3四半期		
	総債務残高	証券化残高	証券化率	総債務残高	証券化残高	証券化率
在来型	769	30	4%	2,773	1,154	42%
FHA・VA	196	95	48%	503	444	88%
計	965	125	13%	3,276	1,598	49%

(出典) Brendsel (1996), p. 28, table 2.2. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, Department of Veterans Affairs, FHLMC, FNMA, U.S. Department of Housing and Urban Development.

22) Ranieri (1996) によると、このとき、証券化 (securitization) という専門用語が、*Wall Street Journal* 誌のコラム “Heard on the Street” で最初に使われた。これ以前にも、在来型モーゲージ担保債券があったが、額面の2~3倍という超過担保の問題があった。そのため、ベビーブーム世代に十分な住宅資金を提供できなかったのである。

23) 以上 Guttentag and Golembe Associates, Inc. (1979), p. 41, table XXII; 松井 (1986), 32 33 頁; Pavel (1986), p. 24; Hirtle (1987), p. 22; Ranieri (1996), pp. 31 33. 原資料は U. S. Department of Housing and Urban Development Series.

RMBSsを育成するために、連邦準備も規制当局として協力した。Feldstein (2008)によると、ノン・リコース形式の住宅モーゲイジは、アメリカ独自のもので一般的だという。それにもかかわらず、連邦準備は、金融商品として安全性において優位にある、リコース付き住宅モーゲイジを優遇した。

FFIEC (1985)によると、連邦準備は、リコース付きで売却されたRMBSsの1つであるパス・スルー証券の売却額をも預金とみなさずに、預金準備規制(レギュレーションD)を免除したという。ただし、公的な保険・保証の付かない在来型住宅モーゲイジをプールして、売却銀行の保証義務がこのプール総額の10%を超えないことが条件であった。これは、導入時から証券化を支えてきた住宅モーゲイジへの公的保険・保証を相対的に減少させ、政府の役割を背景に退けることになった。銀行は、在来型住宅モーゲイジを担保にパス・スルー証券を発行し、売却時におけるモーゲイジ・プールの時価総額の10%まで買い手である投資家の損失を保証した。これも、民間の保証制度の展開の1つである。

パス・スルー証券の投資家は、借り手である家計が債務不履行に陥った場合、その10%部分に相当する保証金を売却銀行に請求した。投資家が、売却銀行に対してリコースしたのである。法的なりコース・ファイナンスの展開である。保険・保証制度の展開が、リコース・ファイナンスの展開する方向を決定づけたのである(以上、表1も参照されたい)。この場合には、このパス・スルー証券の売却額は、預金とみなされずに預金準備規制を免除された。この10%ルールは、モーゲイジ・パス・スルー証券にだけ適用された。

連邦準備は、一般にリコース付きで売却された資産に対して、自己資本を充当するよう銀行に要求した。しかし、この自己資本規制をも、リコース付きで売却された住宅モーゲイジのパス・スルー・プールは免除された²⁴⁾。U. S. Congress, House (1992)によると、リコース付きで売却された住宅モーゲイジ・ローンも、自己資本規制を免除された。規制対象金融機関に直接売却、証券化または購入された住宅モーゲイジのリスク・ウェイト²⁵⁾は50%に半減された。連邦政府系機関に売却または保証されたモーゲイジを担保にしたRMBSsのリスク・ウェイトは20%にまで軽減された。予想される損失よりもリコース義務の上限が小さい場合には、銀行はこのリコースの上限まで自己資本以外の準備金を保持した。1990年前後の傾向では、資本コストよりもリコース義務の方が小さくなっていたのである。

連邦準備は、住宅モーゲイジがリコース形式を取った場合に、預金準備規制や自己資本規制を軽減することによって、モーゲイジ流通市場の成長を促進したのである²⁶⁾。しかしながら、

24) 同様に自己資本規制を免除されたのは、FFと買戻し条件付き証券の売却である。

25) バーゼル委員会による自己資本規制において、各資産の信用リスクに応じて要求される自己資本は変動する。最も高い自己資本が8%だとすると、この0~10掛の自己資本を要求された。リスク・ウェイトとは、この掛目(0%, 10%, 20%, 50%, 100%の5種)を指す。

26) 以上Pavel (1986), pp. 26-28, note 2; Pavel (1989), pp. 175-176 (訳, 143頁); U. S. Congress,

ノン・リコース形式の住宅モーゲージが一般的だという状況を変えるには至っていない。RMBSsにおいて、最初に、民間の金融保証かつノン・リコース形式という、ファイナンス手法が採用されたのである。これは、アメリカの銀行貸付に関する典型的な保証制度とノン・リコース・ファイナンスの展開である（以上、表1も参照されたい）。

(2) CMBSsにおけるノン・リコース・ファイナンスの普及

商業モーゲージ・ローンは商業不動産担保融資であり、アメリカではノン・リコース形式が一般的である。商業モーゲージ・ローンの貸し手において、1972年に商業銀行が生命保険会社を追い抜いてから一貫してトップにあった²⁷⁾。

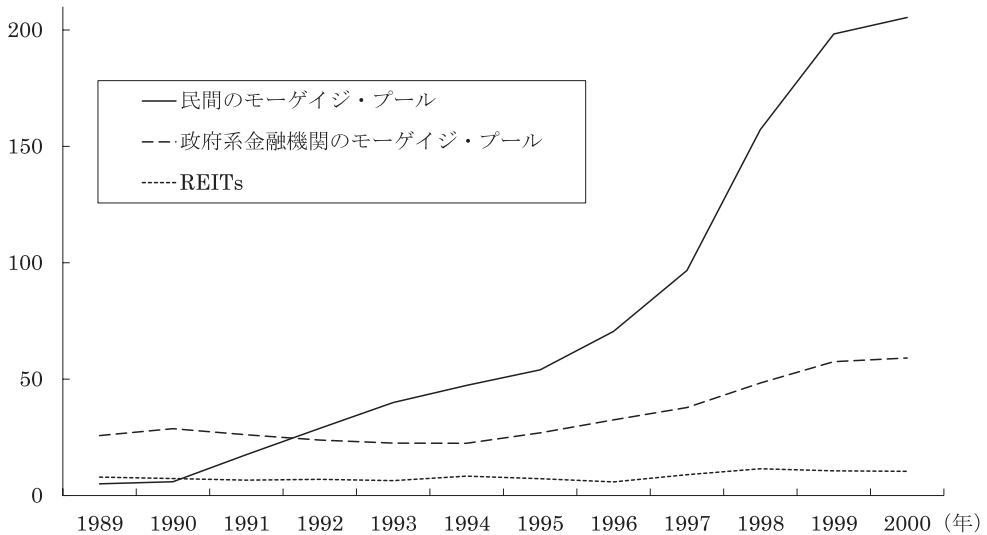
商業モーゲージ・ローンを証券化したCMBSs (commercial mortgage backed securities ; 商業モーゲージ担保証券) は、1985年にカナダのオフィス開発大手 Olympia and York の手掛けた American Express 本社ビルのものが始まりである。格付機関 Standard & Poor's が、同年からCMBSsの格付けをおこなった。初期のCMBSs市場を考察する場合、1980年代に破綻した貯蓄金融機関と、彼らの資産を整理するために1989年8月に設立されたRTC (Resolution Trust Corporation ; 整理信託公社) を無視することはできない。貯蓄金融機関の不動産担保貸付を担保にRTCの発行したパス・スルー証券が、CMBSs市場を牽引していたからである。図4をみると、RTCを中核とする政府系金融機関のモーゲージ・プールにおけるCMBSsが、1991年まで過半を占めていたことを確認できる。

1992年2月のRTCシリーズC 1証券は、初めて公開して発行されたかなりの額のCMBSsであった。このシリーズC 1証券は、貯蓄金融機関6行の保有する平均残高44万ドル、1,202件の貸付から構成されていた。担保は29の州とプエルトリコにあり、不動産の種類は小売り(33%)、オフィス(28%)、工場・倉庫(20%)、ホテル(9%)、養護施設(3%)、その他(7%)と多岐にわたった。1993年のRTCシリーズC 2証券は、237行のオリジネーターが保有する総額72,800万ドル、2,514件の貸付から構成された。RTCシリーズC 2証券のオリジネーター、金額、件数はC 1証券をすべて上回った。担保は同じく29の州にあり、不動産の種類は多世帯住宅(34%)、小売り(18%)、オフィス(17%)、残りはあらゆる不動産から構成されていた。

シリーズC 1証券はノン・リコース形式であり、これを引き受ける大手投資銀行 Lehman Brothers は取引額の30%を準備金として保持した。ただし、ノン・リコースとはいっても担保価値までリコースでき、たとえば30%の劣後債と15%の準備金という形で合計45%のリコー

House (1992), pp. 84, 89-90, 126, note 1. 原資料は Federal Financial Institutions Examination Council (1985), October 28, memo to The Chief Executive Officer of the bank addressed from Robert J. Lawrence.

27) Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), p. 88, L 220.



注) 2000年は、第1四半期を年率にしている。

(出典) Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission (1998), p. 26, exhibit 1; Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission (2000), p. 23, exhibit 6. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*; National Association of Real Estate Investment Trusts.

図4 商業不動産貸付の証券化残高 1989-2000年 (単位: 10億ドル)

スをあたえた。これを、元本と利子全体を借り手にリコースしないという意味で、ノン・リコースと呼んでいる。アメリカの商業モーゲージ・ローンとその証券化において、このようなノン・リコース形式が一般的である (表2参照)。

CMBSsを保証したのは、サブプライム危機の際に注目を浴びたモノライン保険会社のFSA (Financial Security Assurance, Inc.) である。モノライン保険会社は、債務者による債務不履行が発生した場合に、約定通りの元利払いを保証する。この業務を金融保証という。FSA保証の75%は、CMBSs等の資産担保取引であった。FSAは、1985年にFord Motor Creditや保険会社Equitable, John Hancock, Transamerica, New England Mutualによって、資本金1億8,800万ドルで設立された。民間の金融保証制度における展開の1つである (表1参照)。

先の住宅モーゲージ・ローンとその証券化の場合には、当初は公的な保険・保証が付いていたが、次第に公的な保険・保証の付かない在来型が主流となった。公的な保険・保証が付かない在来型住宅モーゲージもそうであったが、商業モーゲージ・ローンとその証券化においても、ノン・リコース・ファイナンスを利用することが一般的である。ただし、ノン・リコースといっても、担保価値までリコースされた。ここで、CMBSsパス・スルー証券にFSA保証を付け、商業モーゲージ・ローンの借り手企業が債務不履行に陥った場合を考えよう。パス・スルー証券の投資家は、第1次的に履行すべき民間金融機関が元本と利子を投資家にパス・スルー

しなかった場合に、第2次的に履行すべきFSAに保証金を請求した。投資家は、FSAに法的なりコースと同様の権利をもつことになる。民間の金融保証かつノン・リコース形式という、典型的な保証制度とノン・リコース・ファイナンスの展開である(以上、表1も参照されたい)。

1990年代に入ると、RTCだけでなく、銀行や保険会社もバランスシートを再構成するためにCMBSsを発行した。資産の整理または再構成のために証券化されたので、1991年にはCMBSsの98%が経過期間の長い貸付であった。U.S. Congress, House (1992)によると、当時、最も一般的なCMBSsのタイプは、パス・スルー証券であった。1993年には、RTCのものを含むCMBSs不動産の種類は、多世帯住宅(29%)、小売り(17%)、オフィス(8%)等であった²⁸⁾。

民間のモーゲージ・プールは、1991年から急増し、翌1992年から政府系のものを凌駕しその差を広げた(図4)。1990年代初めに、伝統的な貸し手がCMBSs市場から撤退し、当初から証券化を目的とした貸付が増加したからである。表4のように、当初から証券化を目的としたものの割合は、1994-1995年の55~63%から1997年の90%、2000年の100%まで急増した。

CMBSs市場の初期の段階では、商業不動産の所有者と開発業者が、発行者の多数を占めていた。この段階では、商業不動産の開発資金を調達するために、CMBSsを発行したと考えられる。しかし、CMBSs市場が発達すると、CMBSsを多数の借りが利用するようになった。

表4 CMBSsの発行 1994-2000年

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁾
発行総額(10億ドル)	20.2	18.9	26.4	36.8	74.3	56.6	40.2
発行方法(%)							
公開	54 ²⁾	53 ²⁾	50	66	72	70	55
私募	36 ²⁾	36 ²⁾	50	34	28	30	45
証券化目的の貸付(%)	63	55	69	90	98	95	100
売り手/買い手(%)							
証券化プログラム	16	31	44	72	94	75	80
銀行/貯蓄金融機関	16	0	4	4	1	3	0

注1) 6月までを年率にしている。

2) その他の10%(1994年)と11%(1995年)は、FNMAとFHLMCが発行した。

(出典) Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission (1998), p.29, exhibit 4; Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission (2000), p.25, exhibit 8. 原資料は *Commercial Mortgage Alert*.

28) 以上 Hirtle (1987), p. 22; U.S. Congress, House (1992), pp. 5, 8, 13, 19, 38, 51, 53, 56, 66, 101, 122, 123, 125, 134, note 10; Jungman (1996), pp. 71, 72, 77, 78, figure 6.4; 谷川 (1998), 18頁; 片山 (1998), 165頁; 週刊東洋経済 (1999), 99頁; 庄司 (2000), 39頁; 尾崎 (2004), 2, 4頁。原資料は Hoey, Peter E. and Burger, Theodore V. (1985), "Financial Guarantee Insurance," Insurance Information Institute, *Trusts and Estates*, New York; *Commercial Mortgage Alert*.

その結果、CMBSsの担保構成が変化し、複合不動産と単一の借り手ではなく、小額貸付と多数の借り手から貸付プールが構成されるようになった。商業不動産の開発ではなく、こうした単に発行体を利用したCMBS発行は、1995年までは全体の20%に過ぎなかったが、1996年に同じく32%、1997年第1四半期には80.4%まで急増した²⁹⁾。同時に、CMBSsは私募ではなく、ますます公開して発行されるようになった。公開発行の割合は、1994-1996年の50~54%から1998-1999年の70~72%に増加してきた。ただし、2000年上半期には、公開が55%（私募が45%）と減少した（表4）。

最後に、CMBSsの自己資本規制をみてみよう。すでにみたRMBSsのリスク・ウェイトは0%、20%または50%だが、CMBSsのものは100%であった。RMBSsでは自己資本規制が緩和されたが、CMBSsではまったく緩和されていない。リコース付きで売却されたCMBSsとその担保となる商業モーゲージ・ローンは、一般に自己資本規制を二重に課された。ノン・リコース形式で売却されたCMBSsは、一般に自己資本を要求されなかった。CMBSsの場合には、連邦準備は主流となったノン・リコース形式を促進するような自己資本規制を採用したといえる。

(3) CARsにおけるノン・リコース・ファイナンスの展開

自動車ローンは、自動車を担保にした融資である。商業銀行が自動車ローンをおこなう際に、借り手に直接融資、または自動車ディーラーを通じて間接的に融資する。Pavel (1989) によると、間接融資のときに、銀行はディーラーにリコースすることもあるが、ノン・リコース形式が傾向として増加してきたという³⁰⁾。ノン・リコース・ファイナンスの展開である（表1参照）。

自動車ローンを証券化したCARs (certificates of automobile receivables; 自動車ローン担保証券) 市場では、ファイナンス・カンパニーが主役であった。1999年の最初の3四半期には、CARsの61%が5大ファイナンス・カンパニー³¹⁾によって発行された。ABSs (MBSsを除く)の年間発行額をみると、1985年から商業銀行以外の発行者をも含んだ年間発行額では、CARsが1987年から急増したCARDs (certificates of amortizing revolving debts; クレジットカード・ローン担保証券)とトップ争いをした。しかし、1996年にはCARsはつぎに扱うHELSSs (home equity loan securities; ホーム・エクイティ担保証券)に抜かれて3番手

29) 以上 Bond Market Association (1997); Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission (1998), pp.8-9, 12; Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission (2000), pp.2-3.

30) Pavel (1989), p. 86. (訳, 72頁)

31) 5大ファイナンス・カンパニーとは、GMAC, Chrysler Credit Corp., Ford Motor Credit, American Honda Finance Corp., AmeriCredit である。このうち、4社が大手自動車メーカーの子会社であり、残る AmeriCredit Corp. は中古車向けローンを買収する消費者金融会社である。

になった。2009年からは、再び CARs が最大となった。ABSs (MBSs を除く) の残高では、1985-1988年には CARs がトップであったが、その後 CARDs がシェアを縮小させたものの1998年までトップを維持した。1999年からは、HELSs が CARDs を抜いて最大になった³²⁾。

自動車ローンを担保にした証券は、パーティシペーション形式の CARs として、1985年1月に Salomon Brothers が初めて私募発行した。CARs の発行額は1,000万ドルで、自動車ディーラーへの金融サービスに特化した Lloyd Andersen Co. の子会社 Marketing Assistance Corp. の貸付を証券化した。この CARs は、個々の自動車ローンの金融保証に加えて、自動車ローンのプールにも民間の金融保証を用いた。RMBs とよく似た方法であるが、CARs の場合には、公的保険・保証ではなく、民間の金融保証が二重に用いられたのである。民間の金融保証制度の展開である (表1参照)。CARs の安全性は高まり、その利回りは同じ満期の財務省証券のものよりも25~30ベース・ポイント高しだけであった。1985年翌2月半ばにも、Salomon Brothers が、HSBC (Hongkong and Shanghai Banking Corporation ; 香港上海銀行) 傘下にあるニューヨーク所在の Marine Midland Bank のために、2,300万ドルの CARs を機関投資家に私募発行した。

Salomon Brothers の私募発行は、CARs を他の銀行が購入することを意図していた。連邦準備筋によると、CARs を購入した銀行がそれをノンバンクの投資家に転売する場合、オリジネーターである Marine Midland Bank に預金準備を課すことができるという (レギュレーション D)。この預金準備規制を回避するために、私募発行によって、転売をしない銀行に CARs を販売したのである。

さらに1985年翌3月に、同じく Salomon Brothers が、Marine Midland Bank のオリジネートした自動車ローンを担保にして、6,000万ドルのパス・スルー証券³³⁾ を初めて公開して提供しようとした。同時に、Citibank も4億ドルの自動車ローンをパッケージにして、そのうち1億ドルを公開市場で売り出そうとした。しかし、連邦準備は、証券化後も自動車ローンはバランスシートに残り、自己資本が必要になると示唆した。そのため、Citibank は CARs の規模を縮小した。Pavel (1986) によると、すべての自動車ローン残高の0.5%未満しか証券化されていないという³⁴⁾。

この自己資本規制を回避するために、いくつかの方策がとられた。1985年5月15日に Salomon Brothers は6,000万ドルの CARs を発行したが、その際に Marine Midland Bank の

32) Johnson (2002), pp. 288-289; Securities Industry and Financial Markets Association. (www.sifma.org/research/statistics.aspx) 原資料は Bloomberg, Dealogic, Fitch Ratings, Moody's, prospectus filings, SIFMA, Standard and Poor's, Thomson Reuters.

33) 当初の CARs はパーティシペーション形式であったが、今回はパス・スルー証券になったことに注意されたい。

34) 以上 Selby (1985), p. 31; Shapiro (1985), p. 198; Zigas (1985), p. 3; Pavel (1986), pp. 19-21.

オリジネートした自動車ローンをその子会社 MM Car Finance Inc. に買い取らせ、これを担保に CARs を発行した。子会社 MM Car Finance Inc. は商業銀行ではないので、連邦準備による銀行規制をうけないのである。

同じく1985年5月15日に、First Boston も、自動車ローンを担保に1億ドルのパス・スルー証券を販売した。このとき、アリゾナ州にある銀行持株会社³⁵⁾ Valley National Corp. のオリジネートした自動車ローンを担保に証券化をおこなった。銀行持株会社 Valley National Corp. の証券化であれば、銀行規制をされないのである。

Marine Midland Bank の証券は、保険会社 National Union Fire Insurance Co. によって額面の10%が保証され、トリプル A 格付けであった。Valley National Corp. のものは、額面の7%しか発行者 Valley National 自身によって保証されておらず、ダブル A 1 格付けであった。両者とも額面に対する保証の割合が低く、おもに買い手にリスクを転嫁したことになる。CARs, CMBS, CARDs を金融保証するモノライン保険会社に、先述した FSA がある。民間の金融保証制度における展開の1つである (表1参照)。

連邦準備によると、RAP (Regulatory Accounting Principles ; 規制会計原則) に基づき、売却金融機関が資産ではなく損失の一定割合を保証するときのみ、自己資本を圧縮できる。たとえば、銀行が100万ドルの自動車ローンを売却して資産の10%まで損失を保証する場合を考えよう。この銀行は引き続き100万ドルの資産を報告し、最低自己資本比率が5.5%だと、この貸付に対して約55,000ドルの自己資本が必要である。しかし、銀行が、借り手である家計の債務不履行による損失の10%まで保証すれば、この銀行は10万ドルの資産を報告し、この貸付に対して5,500ドルの自己資本をもてばよい³⁶⁾。自動車ローンとその証券化には公的な保険・保証が付かないが、証券の格付けを引き上げて自己資本を圧縮するために、売却金融機関が直接または保険会社に依頼して損失の一定割合を保証したのである。

まず、売却金融機関が直接保証するとき、借り手である家計が債務不履行に陥った場合を考えよう。CARs の買い手は損失の10%まで売却金融機関にリコースできるが、売却金融機関、さらに家計には元本と利子をリコースできない。ノン・リコース・ファイナンスと同様である (表2参照)。つぎに、保険会社が保証するとき、借り手である家計が債務不履行に陥った場合を考えよう。第1次的に履行すべき売却金融機関が履行しなかった場合に、CARs の買い手は第2次的に履行すべき保険会社に対して損失の10%まで保証金を請求できる。法的なりコー

35) 銀行持株会社は、FASB の GAAP をうけて、彼らが所有する銀行に貸付が残った場合でさえ、リコース付きの貸付をオフバランスにしたこともある。

36) 以上 Monroe (1985), p. 40; 松井 (1986), 68-73頁, 第2-2図, 第2-3図; Hirtle (1987), p. 22; Gorton and Haubrich (1987), pp. 135-136; Pavel (1986), p. 28; Pavel (1989), pp. 171-174, note 11 (訳, 140-142, 148頁, 注11); Gorton and Haubrich (1990), p. 122. 原資料は Hoey, Peter E. and Burger, Theodore V. (1985), "Financial Guarantee Insurance," Insurance Information Institute, *Trusts and Estates*, New York.

スである。ここでも、民間の保証かつノン・リコース形式という、典型的な保証制度とノン・リコース・ファイナンスの展開がみられた（以上、表1も参照されたい）。しかし、売却金融機関、そして家計には元本と利子をリコースできない。売却金融機関が直接保証するときと同様である。

このように預金準備規制や自己資本規制を回避しながら、CARs市場は発達していった。商業銀行は借り手に直接融資、または自動車ディーラーを通じて間接的に自動車ローンを融資した。CARs市場の導入期には、銀行子会社や銀行持株会社が、証券化の際の銀行規制を回避する抜け道として重要な役割を果たしたのである。

(4) HELSsにおけるノン・リコース・ファイナンスの一般化

ホーム・エクイティ・ローン、いわゆる第2順位モーゲイジは、1970年代にカリフォルニアで初めて導入され、1980年代から急速に発達した³⁷⁾。ホーム・エクイティ・ローンは、HELC (home equity lines of credit) と呼ばれることもある。ホーム・エクイティ・ローンの貸し手は、データの公表された1990年から商業銀行が一貫してトップにあった³⁸⁾。

ホーム・エクイティ・ローンは、リボルビング・クレジット・ラインを利用したファイナンス手法である。つまり、借り手である家計の裁量で信用枠、すなわちクレジット・ラインの上限まで借入できるリボルビング勘定であり、返済計画が伝統的な貸付より柔軟になっている。このホーム・エクイティ・ローンはオープン・エンド・クレジットと呼ばれている。つまり、借り手があらかじめ決められた額までクレジットを増やす、またはいつでも返済できるオプションがある。これは、つぎに取り上げるクレジットカード・ローンとよく似ている。

ホーム・エクイティ・ローンを証券化した HELSs (home equity loan securities; ホーム・エクイティ担保証券) の年間発行額は、1995年まで CARs や CARDs より小さかった。しかし、1996年から HELSs は CARs を抜いて2番手に、1997年にはトップになった。サブプライム金融危機後の2008年には、HELSs は2桁急減し低迷した。残高でみても、当初 CARs や CARDs には遠く及ばなかったが、1997年から HELSs は CARs を抜いて2番手に、1999年には最大になった³⁹⁾。HELSs は、住宅モーゲイジと同様に、ノン・リコース・ファイナンスが一般的であった (表2参照)。

37) Fitch (1984) は、ホーム・エクイティ・ローンがとくに小口の顧客のための古いタイプの無担保貸付にとって変わらなければならないと述べている。これは、Chase Manhattan Bank の Lynch 氏の「500～1,000ドルの貸付は困難」というコメントをうけたものである (p. 25)。

38) Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), p. 87, L 218.

39) 以上 Wiedemer (1987), p. 87; U.S. Congress, House (1993), p. 79; Securities Industry and Financial Markets Association. (www.sifma.org/research/statistics.aspx) 原資料は Bloomberg, Dealogic, Fitch Ratings, Moody's, prospectus filings, SIFMA, Standard and Poor's, Thomson Reuters.

ホーム・エクイティ・ローンが証券化される時、サブプライム危機の際に注目を浴びた、モノライン保険会社が金融保証業務をおこなった。1997-1999年には、HELSsが保証される割合は、ピークの54%に上昇した。民間の金融保証制度の展開である(表1参照)。しかし、その後2002年第3四半期には、保証率が27%にまで低下した。HELSsの保証業務は、1998-2002年第2四半期にはAmbac, MBIA, FSA, FGICのモノライン保険会社4社が市場シェアの75%以上を占めた。

Ambac (American Municipal Bond Assurance Corp.) は、住宅ローン保険会社MGIC (Mortgage Guaranty Insurance Corp.) によって1971年に設立され、1985年に大手商業銀行Citibankの傘下に入った。主要株主は、大手銀行グループJPMorgan ChaseとCitigroup、投資会社Fidelity Investments等である。MBIA (Municipal Bond Insurance Association) は、保険会社や生命保険会社の共同出資によって1973年に設立された。主要株主は、年金基金や 뮤チュアル・ファンドを管理するWellington Management Co. 等である。FSAは、保険会社と機関投資家によって1985年に設立され、1989年に大手通信会社MediaOne Groupの傘下に入った。2000年から、欧州銀行グループDexiaが100%株主となった。FGIC (Financial Guaranty Insurance Company) は1983年に設立され、1989年にGE Capitalが買収した。2003年12月に、GE Capitalは、住宅ローン保険会社PMI (Private Mortgage Insurers) Groupを中心とした投資家に買収された⁴⁰⁾。

モノライン保険会社の中でとくに注目されるのは、大手商業銀行グループが主要株主となっているAmbacである。大手銀行はまず貸付をオリジネートし、その貸付をグループ傘下のSPVsが証券化する。この証券化の際に、大手銀行グループ傘下のモノライン保険会社が、金融保証業務をおこなうのである。

ホーム・エクイティ・ローンは第2順位モーゲイジ・ローンであり、担保資産が入手できるか確実でないために、1990年代末に至っても民間の金融保証をつけることが主流であったと考えられる。HELSsの買い手は、第1次的に履行すべき発行者が履行しなかった場合に、第2次的に履行すべき保険会社に対して保証金を請求する。買い手は保険会社に法的なリコースと同等の権利を得たことになる。ただし、保証率は低下している(表2参照)。ここでは、ノン・リコース方式は一般的であるが、民間の金融保証は小さくなったのである(表1も参照されたい)。

(5) CARDsにおけるノン・リコース・ファイナンスの新展開

クレジットカード・ローンは、リボルビング・クレジット・ラインを利用した無担保融資である。このクレジットカード・ローンは、1980年代に証券化されていく。1984年4月に、Con-

40) 以上Kapoor (2003), pp. 1-4, figure 1~4; 尾崎 (2004), 2-4, 15-16頁。

tinental Bank が、Chemical Bank に 8 億 2,400 万ドルのクレジットカード勘定を売却した。その後 1986 年 4 月に、Salomon Brothers は、オハイオ州にある Bank One のクレジットカード受取勘定をプールして担保にした 5,000 万ドルのパス・スルー証券を私募発行した。この CARs (certificates of amortizing revolving debts ; クレジットカード・ローン担保証券) は、格付けなしの 5 年満期であった。最初の 18 か月間は、利子支払いだけが投資家にパス・スルーされる。この期間の元本支払いはさらなる受取勘定の購入に充てられ、18 か月経過してから投資家は元本の支払いをうける。翌 1987 年 1 月には、Republic Bank Delaware が、2 億ドルの CARs を初めて公開してリコース付きでまとめた (表 2 参照)。

翌 1988 年に、その銀行持株会社 First Republic Bank Co. が破産し FDIC に引き継がれたときに、クレジットカード銀行子会社 Republic Bank Delaware は Citicorp に売却された。Republic Bank Delaware の CARs は、このとき全額繰上げ返済された。担保価値に留まらず全額返済されたので、実質的に借り手にリコースされたのである。CARs 導入時には、CARs やその他の ABSs のように、民間の金融保証またはリコース形式が必要と考えられていた。CARs や CARs を金融保証した有力なモノライン保険会社に、先の FSA があった。民間の金融保証制度の展開である (表 1 参照)。

1987 年 2 ~ 3 月に、銀行持株会社 Bank of America Corp. が CARs を公開して発行額 4 億ドル、満期約 2 年で提供した。これは、ノン・リコース形式の証券である。CARs には、事業貸付や HELs と同様に、リコースからノン・リコースへの展開がみられた (表 2 参照)。ここでも、民間の金融保証かつノン・リコース形式という、典型的な保証制度とノン・リコース・ファイナンスの展開がみられた (表 1 も参照されたい)。

ただし、CARs は第 3 者から金融保証されていないこともある。たとえば、Bank One は歴史的なデフォルト率の 2 倍の準備金を用意し、クレジットカード・プールの利子として 30%、すなわち平均金利の約 2 倍を保持した。こうした準備金の考え方は、民間の金融保証またはリコース形式が必要とされた MBSs や他の ABSs にも適用できる。民間の金融保証やリコース形式の代わりに、十分な準備金を保持すれば、ノン・リコース・ファイナンスが可能になるのである。1987 年第 1 四半期には、Bank of America Corp. の債券は BBB 格付け、Republic Bank Delaware のものは A 格付けにもかかわらず、両行の CARs は AAA 格付けであった。両行の CARs 利回りは、同じ満期の財務省ノートよりも 60 ~ 80 ベーシス・ポイント高いだけであった⁴¹⁾。

ノン・リコース・ファイナンスは、証券化をおこなう大手商業銀行グループにとって、リス

41) 以上 Pavel (1986), p. 21; Hirtle (1987), p. 22; Beckett (1987); Hull, Annand and Cooke (1987), pp. 3-4; Hull (1989a), p. 22; Hull (1989b), p. 24; Ausubel (1991), p. 66, table 9; U. S. Congress, House (1993), p. 79; Roussakis (1997), p. 311; Johnson (2002), p. 288. 原資料は Hoey, Peter E. and Burger, Theodore V. (1985), "Financial Guarantee Insurance," Insurance

クを買い手である投資家に移転する手法である。これは、証券化を推進した大手銀行グループにとって有益な手法であった。しかし、証券化商品を購入する投資家にとっては、リスクが発現することは好ましいことではない。投資家に証券化された CARs をより購入してもらるように、大手銀行グループは新たなリコース手法を考案した。1991年5月13日に、Citicorp が、期限前償還による投資家の不利益を避けるために、CARs の証券化プールに暗黙のリコースを初めてあたえたのである。同年9月11日と10月14日に大手百貨店 Sears がこれに続き、その後1995年11月～1997年3月に10行以上の融資銀行が暗黙のリコースを約束した。これは、リコースからノン・リコースへの展開に止まらない新たな動きである。

CARs の期限前償還は、投資家への元本と利子の支払いを、証券化プールが実行できないとみなされたときの投資家への救済策である。クレジットカード・ローンの貸倒償却が増加し、返済率が減少し、ポートフォリオの利回りが低下するとき、期限前償還がおこなわれる。期限前償還の目的は、元本の損失が起こる前に、投資家への返済を完了することである。しかし、期限前償還は、順調な返済と比較すると、投資家に不利益をもたらす。期限前償還による投資家の不利益を避けるため、暗黙のリコースもしくはモラル・リコースが利用される。国法銀行⁴²⁾の監督官庁 OCC (Office of the Comptroller of the Currency ; 通貨監督官庁) によると、暗黙のリコースとは、証券化トラストまたは SPVs に資産を額面からディスカウントして販売する、証券化トラストまたは SPVs から適正価格を超えて資産を購入する、証券化トラストまたは SPVs の不良資産を優良資産に交換する、契約上の要件を超えて信用補完をすることである。

現実に1987-2001年に、17件の暗黙のリコースが、サンプルされたクレジットカード銀行10行⁴³⁾によって実行された。このとき、証券化トラストまたは SPVs に新規優良勘定を追加する、新たなクレジットカード受取勘定を額面からディスカウントして販売する、信用補完をする、投資家に期限前償還を見送ってもらう、銀行が手数料を引き下げるといった典型的な暗黙のリコースがおこなわれた。

一方、同じく1987-2001年に、期限前償還に直面したにもかかわらず、暗黙のリコースをおこなわなかった事例は2件に過ぎない。そして、この融資銀行である上記の Republic Bank Delaware と Southeast Bank は、両行とも破綻した。ただし、元本は投資家に全額払い戻さ

Information Institute, *Trusts and Estates*, New York; *Wall Street Journal*, April 2, 1984.

42) 国法銀行は連邦法で定められており、2006年末で1,715行(全 FDIC 加入商業銀行数の23.2%)、資産6兆8,293億ドル(全 FDIC 加入商業銀行保有額の67.7%)である。現在の3大商業銀行は、すべて国法銀行である。FDIC, *Statistics on Banking*, December 31, 2006. (www2.fdic.gov/sdi/sob/)

43) クレジットカード銀行10行の親会社もしくは銀行・金融持株会社は、Sears Roebuck and Co., Citicorp, Household Finance, Mercantile Bank, FCC National Bank, AT&T, Banc One Corp., First Union, Prudential Bank and Trust, Tandy Corp.である。

れたので、実質的に売り手もしくは貸し手にリコースされた。

暗黙のリコースをあたえるクレジットカード銀行10行は、大手行または中堅銀行である。この10行の1996年の証券化では、Tandy National Bankの3億5,000万ドルが最小で、Citicorpの259億ドルが最大であった。証券化の平均金額は61億ドルで、クレジットカード・ローンの42%が証券化されたのである⁴⁴⁾。

CARDsの年間発行額は1987年には23億ドルであったが、翌1988年には69億ドルに増加した。当時、ABSs (MBSsを除く)では、CARDsの年間発行額が最も大きかった。その後、CARDsはCARsとトップ争いをおこなった。しかし、1997年からHELsに抜かれ、サブプライム危機後にHELsが急減し、2009年からCARsに次いで2番手が定着した。残高でも、1989-1999年にCARDsはCARsをはるかに上回り、最大のABSsであった⁴⁵⁾。しかし、1999年に、CARDsはHELsに抜かれ2番手が定着した。また、リテール⁴⁶⁾業務に積極的に進出したCitibankは、1988-1992年に33回の取引で292億5,000ドルを超えるCARDsを発行した。

クレジットカード・ローンと証券化されたCARDsは、大手行または中堅銀行に集中した。1991年末にはクレジットカード銀行大手31行はCARDsを含むカード残高の61%を、1996年末には同じく42行が77%を、1997年末には36行が77%を、1998年末には31行が70%を、2000年末には28行が72%を、2001年末には29行が74%を占めた⁴⁷⁾。クレジットカード銀行は1980年代初めに設立され、大半が1980年代半ばから運営された。

CARDs業務の中心を占めているのも、商業銀行グループであった。CARDsは、比較的少数のFDIC加入金融機関に集中した。FDICによると、1996年3月末に、商業銀行39行が1,360億ドルを超えるCARDsを報告した。格付機関Moody's Investors Serviceによると、同じく1996年3月末に、CARDs残高約1,250億ドルの約80%、1,010億ドルを、銀行グループが証券化した。

やや視点を変えると、3社の銀行持株会社と2社のノンバンクがCARDs市場の主役になる。3社の銀行持株会社とは、Bank One Corp., MBNA Corp., Citicorpである。2社のノンバンクとは、American ExpressとMorgan Stanley Dean Witter & Co.である。1999年の最初の3四半期には、CARDsの70%近くが、この5社によって発行された。商業銀行の保有するCARDs残高も、この5社に集中した。この5社の銀行子会社が、1999年6月末に商業

44) 以上 U.S. Office of the Comptroller of the Currency (2002), pp. 1, 3; Higgins and Mason (2003), pp. 4, 6, 8, 27, table 1; Calomiris and Mason (2003), p. 6.

45) 1992年には、クレジットカード受取勘定の約18% (約900億ドル) が事業目的であり、カードは中小企業のファイナンス・ツールの1つとなった。

46) リテールとは、小口で家計や中小企業向けという意味である。

47) ここでのクレジットカード銀行とは、総資産の過半を消費者ローンが占め、かつ消費者ローンの90%以上をカード関連のものが占める商業銀行である。大手行とは、2億ドル以上の資産をもつ銀行である。

銀行の保有する CARDS 残高の約57%を占めたのである⁴⁸⁾。

むすびにかえて

本論文では、アメリカの銀行貸付に関する民間の金融保証とノン・リコース形式という新しいファイナンス手法が、互いに密接な関係をもって発展してきたことを考察した。その際に、銀行貸付に関するノン・リコース・ファイナンスの源流は何か、ノン・リコース形式はいつ貸付の流通市場（証券化を含む）で普及し、どのように主たるファイナンス手法として定着したかを検証した。

まず、ノン・リコース・ファイナンスの源流は、少なくとも1930年代のプロダクション・ペイメント（産出物による支払い）まで遡ることができた。このとき、物的な担保から収益力へと担保概念の拡張が始まった。1950年代に定着したプロダクション・ペイメントでは、物的な担保から収益力だけではなく、さらに減価償却費などの内部留保をも含むキャッシュフローへと担保概念が拡張した。担保制度の展開が、ノン・リコース・ファイナンスの展開する方向を決定づけたのである（表1参照）。アメリカ経済が窮地に追い込まれた大不況期に新たなファイナンス手法が誕生したことは、銀行業務の歴史的な展開からみても興味深い。

その後1970年代に入ると、プロダクション・ペイメントは下火となり、プロジェクト・ファイナンスにその地位を譲った。ニューディール期にまで遡れるノン・リコース形式は、プロジェクト・ファイナンスでも用いられた。しかし、このときには主たる手法とはならなかった。プロダクション・ペイメントとプロジェクト・ファイナンスでは、SPVsを用いたストラクチャード・ファイナンスが、初期の単純なものであるが導入された。このファイナンス手法は、証券化手法で再び用いられ進化を遂げる。

ノン・リコース形式が普及し主たるファイナンス手法として定着したのは、1980年代以降の新しいローン・セール業務であった。ノン・リコース・ファイナンスの源流とその普及の間には半世紀もの時が流れたが、その間もプロジェクト・ファイナンスでノン・リコース形式が受け継がれてきた。公的保険・保証が付かない事業貸付の新しいローン・セール業務において、ノン・リコース形式が普及し主たる手法として定着したのである。しかし、ローン・セール業

48) 以上 Canner and Luckett (1992), p. 661, note 17; U. S. Congress, House (1993), pp. 20, 81, 136; U. S. Congress, Senate (1996), pp. 46, 78; Board of Governors of the Federal Reserve System (1997, 1998, 1999); Board of Governors of the Federal Reserve System (2001, 2002), p. 1; Johnson (2002), pp. 289, 304, note 2 and 3; FDIC, *Statistics on Banking*, June 1999; Securities Industry and Financial Markets Association (www.sifma.org/research/statistics.aspx). 原資料は Bank One Capital Markets, September 10, 1999; Bloomberg, Dealogic, Federal Reserve, Fitch Ratings, Moody's, prospectus filings, SIFMA, SMR Research, Standard and Poor's, Thomson Reuters.

務は、1980年代の M&A ブームが終わるとともに、下火となった。

最後に、基本的に公的保険・保証が付かない貸付を証券化した MBSs と各種 ABSs において、民間の金融保証とノン・リコース・ファイナンスが普及し定着した。ノン・リコース形式での証券化は、RMBSs, CMBSs, CARs, HELCs, CARDs でみられた。ローン・セール業務で普及したノン・リコース形式は、公的保険・保証が付かない証券化ファイナンスでも用いられた。公的保険・保証は、証券化された各 ABSs / MBSs において、導入時には重要な役割を果たすこともあった。しかし、証券化において次第に公的保険・保証が背景に退き、十分な準備金を保持すれば、民間の金融保証とともにノン・リコース・ファイナンスが可能となり普及し定着した。

アメリカ型の証券化の特徴の1つは、貸付債権の証券化である。貸付債権の1つである、ホールセール向けの事業貸付では、証券化は普及しなかった。ホールセールとは、大口で大企業、中堅企業、政府、機関投資家向けという意味である。しかし、事業貸付の流通市場は1980年代に新たなローン・セール市場となり、そこではノン・リコース形式が採用された。商業モーゲージ・ローンを証券化した CMBSs でも、民間の金融保証を利用し、ノン・リコース形式が主流となり1990年代に急成長した。

一方、リテール・ローンの流通市場も、1970年代から変化が始まった。リテールとは、小口で家計や中小企業向けという意味である。まず、ベビーブーマーとベトナム戦争からの帰還兵への住宅需要に応えるために、住宅モーゲージ・ローンを証券化した RMBSs が1970年代から発達し、現在では民間の金融保証を利用しノン・リコース形式が主流となった。証券化された CARs, HELSs, CARDs も、1980年代半ばから導入され、民間の金融保証とノン・リコース形式が採用された。

ノン・リコース形式は、ローン・セールや証券化をおこなう大手商業銀行にとって、リスクを買い手や投資家に移転するファイナンス手法である。これは証券化を推進した大手行にとって有益な手法であった。それゆえ、公的保険・保証が付かない貸付の証券化業務において、民間の金融保証とノン・リコース形式は現代的な基礎となる手法となった。ノン・リコース・ファイナンスでは、証券化商品を購入する投資家がリスクを引き受ける。そのリスクを民間金融機関が金融保証したのである。その際に、民間の金融保証かつノン・リコース形式という、典型的な保険・保証制度とノン・リコース・ファイナンスの展開がみられた(表1参照)。伝統的な個人保証人とリコース・ファイナンスは、どちらも貸し手銀行にとって債権を譲渡する際に手間のかかる手法である。一方、民間の金融保証とノン・リコース形式は、どちらも貸し手銀行にとって証券化業務に適している。それゆえ、民間の金融保証とノン・リコース形式は、証券化の発達に欠かせないファイナンス手法となったのである。

参考文献

(外国語文献)

- Arlt, Carl T., Jr. (1959), "Member Bank Term Lending to Business, 1955-57," *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 45, No. 4, April, pp. 353-368.
- Ausubel, Lawrence M. (1991), "The Failure of Competition in the Credit Card Market," *American Economic Review*, Vol. 81, No. 1, March, pp. 50-81.
- Beckett, Sean (1987), "Understanding Loan Sales," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Financial Letter*, Vol. 13, No. 4, April.
- Beckett, Sean and Morris, Charles S. (1987), "Loan Sales: Another Step in the Evolution of the Short term Credit Market," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Vol. 72, No. 4, November, pp. 22-31.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1997, 1998, 1999, 2001, 2002), "The Profitability of Credit Card Operations of Depository Institutions," *Report to the Congress*, June.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), *Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstanding 1945-1954, 1955-1964, 1965-1974, 1975-1984, 1985-1994, 1995-2004, 2005-2009*, Washington, D. C., June.
- Board of Governors of the Federal Reserve System and U. S. Securities and Exchange Commission (1998, 2000), *Report to the Congress on Markets for Small Business and Commercial Mortgage Related Securities*, September, Washington, D. C.
- Bond Market Association (1997), "Commercial Mortgage Backed Securities Market Flourishes as Supply Tops \$130 Billion," *Research*, June.
- Brendsel, Leland C. (1996), "Securitization's Role in Housing Finance: The Special Contributions of the Government Sponsored Enterprises," in Leon T. Kandall and Michael J. Fishman, *A Primer on Securitization*, Cambridge: MIT Press.
- Calomiris, Charles W. and Mason, Joseph R. (2003), "Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage," Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper No. 03-7, April.
- Canner, Glenn B. and Lueck, Charles A. (1992), "Developments in the Pricing of Credit Card Services," *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 78, No. 9, September, pp. 652-666.
- Coffey, Meredith M. (2000), "The US Leveled Loan Market: From Relationship to Return," in Tony Rhode, ed., *Syndicated Lending: Practice and Documentation*, 3rd ed., London: Euromoney.
- Coppock, Joseph D. (1940), *Government Agencies of Consumer Instalment Credit*. No. 5 of Studies in Consumer Instalment Financing, New York: National Bureau of Economic Research.
- Demsetz, Rebecca S. (1994), "Recent Trends in Commercial Bank Loan Sales," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Vol. 18, No. 4, Winter, pp. 75-78.
- Feldstein, Martin (2008), "How to Help People Whose Home Values are Underwater," *Wall Street Journal*, November 18, p. A21.
- Financial Accounting Standards Board (2000), *Statement of Financial Accounting Standards No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*, September.
- Finnerty, John D. (2007), *Project Financing: Asset Based Financial Engineering*, 2nd ed., New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Fitch, Thomas P. (1984), "Special Report: Consumer Credit in a Changing Economy," *United States Banker*, Vol. 85, No. 4, April, pp. 24 28, 51.
- Gorton, Gary B. and Haubrich, Joseph G. (1987), "The Paradox of Loan Sales," in Federal Reserve Bank of Chicago, *Merging Commercial and Investment Banking: Risks, Benefits, Challenges*, Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition, May, Chicago.
- Gorton, Gary B. and Haubrich, Joseph G. (1990), "The Loan Sales Market," in George Kaufman, ed., *Research in Financial Services: Private and Public Policy*, Vol. 2, Greenwich: JAI Press Inc.
- Gorton, Gary B. and Pennacchi, George G. (1990), "Banks and Loan Sales: Marketing Non-marketable Assets," National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3551, December.
- Gorton, Gary B. and Souleles, Nicholas S. (2006), "Special Purpose Vehicles and Securitization," in Mark Carey and Rene Stulz, eds., *The Risks of Financial Institutions*, National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago: University of Chicago Press.
- Guttentag, Jack M. and Golembe Associates, Inc. (1979), *Commercial Banks and Housing Finance*, Association of Reserve City Bankers.
- Haubrich, Joseph G. (1989), "An Overview of the Market for Loan Sales," *Commercial Lending Review*, Vol. 4, No. 2, Spring, pp. 39 47.
- Higgins, Eric J. and Mason, Joseph R. (2003), "What is the Value of Recourse to Asset Backed Securities? A Clinical Study of Credit Card Banks," Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper No. 03 6, April.
- Hirtle, Beverly (1987), "The Growth of the Financial Guarantee Market," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Vol. 11, No. 1, Spring, pp. 10 28.
- Hull, Everette D. (1989ab), "The Complete Story on Securitization on Bank Assets: Part 1 and 2," *Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 71, No. 11, November, pp. 20 30, Vol. 71, No. 12, December, pp. 16 26.
- Hull, Everette D.; Annand, Leslie C. and Cooke, George (1987), "Bankers Debate... Is Asset Securitization Worth the Cost at Your Bank?" *Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 69, No. 8, August, pp. 2 9.
- James, Christopher (1987), "Off Balance Sheet Banking," Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, No. 4, Fall, pp. 21 36.
- Johnson, Kathleen W. (2002), "Consumer Loan Securitization," in Thomas A. Durkin and Michael E. Staten, eds., *The Impact of Public Policy on Consumer Credit*, Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Jungman, Michael (1996), "The Contributions of the Resolution Trust Corporation to the Securitization Process," in Leon T. Kandall and Michael J. Fishman, *A Primer on Securitization*, Cambridge: MIT Press.
- Kapoor, Deven (2003), "Home Equity ABS and the Financial Guaranty Industry," Special Comment, Moody's Investors Service, Report Number: 77561, March.
- Melton, William C. (1980), "Graduated Payment Mortgages," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Vol. 5, No. 1, Spring, pp. 21 28.
- Monroe, Ann (1985), "Securities Backed by Auto Loans Offered by 2 Firms," *Wall Street Journal*, May 16, p. 40.

- Moore, George S. (1959), "Term Loans and Interim Financing," in Benjamin Haggott Beckhart, ed., *Business Loans of American Commercial Banks*, New York: Ronald Press Company.
- Pavel, Christine A. (1986), "Securitization," Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, Vol. 8, No. 4, July/August, pp. 16-31.
- Pavel, Christine A. (1989), *Securitization: The Analysis and Development of the Loan Based/Asset Backed Securities Markets*, Chicago: Probus Professional Pub. (アイ・ビー・ティ 訳 『ゼミナール セキュリティゼーション：金銭債権の証券化とアセットバック証券』東洋経済新報社, 1989年)
- Pavel, Christine A. and Phillis, David A. (1987a), "Why Commercial Banks Sell Loans: An Empirical Analysis," Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 3, May/June, pp. 3-14.
- Pavel, Christine A. and Phillis, David A. (1987b), "A Profile of Banks That Sell Loans," *Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 69, No. 8, August, pp. 10-18.
- Ranieri, Lewis S. (1996), "The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential," in Leon T. Kandall and Michael J. Fishman, *A Primer on Securitization*, Cambridge: MIT Press.
- Roussakis, Emmanuel N. (1997), *Commercial Banking in an Era of Deregulation*, 3rd ed., Westport: Praeger Publishers.
- Saulnier, Raymond J.; Halcrow, Harold G. and Jacoby, Neil H. (1958), *Federal Lending and Loan Insurance*, Princeton: Princeton Univ. Press.
- Selby, Beth (1985), "The Arrival of CARS," *Institutional Investor*, Vol. 19, No. 3, March, p. 31.
- Shapiro, Harvey D. (1985), "The Securitization of Practically Everything," *Institutional Investor*, Vol. 19, No. 5, May, pp. 196-202.
- U. S. Congress, House (1992), *Secondary Market for Commercial Real Estate Loans: Hearings before the Subcommittee on Policy Research and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs*, 102nd Congress, 2nd Sessions, Serial No. 102-118, Washington, D. C.: Government Printing Office, May.
- U. S. Congress, House (1993), *Secondary Market for Commercial Business Loans: Hearing Before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs*, 103rd Congress, 1st Session, Serial No. 103-32, Washington, D. C.: Government Printing Office, April.
- U. S. Congress, Senate (1996), *The Condition of Consumer Credit: Hearing before the Subcommittee on Financial Institutions and Regulatory Relief of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 104th Congress, 2nd Session, S. HRG. 104-691, Washington, D. C.: Government Printing Office, July.
- U. S. Office of the Comptroller of the Currency (2002), *Guidance 2002 20: Interagency Guidance on Implicit Recourse in Asset Securitizations*, May.
- Vinter, Graham (1998), *Project Finance: A Legal Guide*, 2nd ed., London: Sweet & Maxwell.
- Wiedemer, John P. (1987), *Real Estate Finance*, 5th ed., Englewood Cliffs: Prentice Hall. (日本債権信用銀行不動産ファイナンス研究会訳 『不動産ファイナンスの基礎と実践』東洋経済新報社, 1989年)

- Wilder, Jeff (2000), "Main Street Loans Can be a Bargain," *Hotel & Motel Management*, Vol. 215 Issue 8, May, p. 26.
- Zigas, David (1985), "First Public Offerings May be Near for Securities Backed by Auto Loans," *American Banker*, May 15, p. 3

(日本語文献)

- 秋葉賢一 (2000), 「資産と負債の相殺表示について」日本銀行金融研究所『金融研究』第19巻第2号, 6月, 185-212頁。
- 鴻常夫・北沢正啓編 (1998), 『英米商事法辞典』新版, 商事法務研究会。
- 尾崎充孝 (2004), 「金融保証 (モノライン) 保険業界の概要」N 86, 日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所報告, 国際・協力部, 10月。
- 小原克馬 (1997), 『プロジェクト・ファイナンス』財政金融事情研究会。
- 掛下達郎 (2002a), 『管理通貨制度の機構分析: アメリカ編』松山大学総合研究所所報第39号。
- 掛下達郎 (2002b), 「アセット・バック証券の歴史的展開: アメリカ商業銀行を中心に」『証券経済学会年報』第37号, 5月, 139-142頁。
- 掛下達郎 (2008a), 「アメリカのマナー・センター・バンクの業務展開: ローン・セールとディリバティブ」『証券経済学会年報』第43号, 7月, 17-40頁。
- 掛下達郎 (2008b), 「アメリカ式ノン・リコース・ファイナンスの源流: 銀行のローン・セール業務を中心に」高橋基泰・松井隆幸・山口由等編『グローバル社会における信用と信頼のネットワーク: 組織と地域』(国際比較研究叢書 第2巻) 明石書店, 158-187頁。
- 片山さつき (1998), 『SPC法とは何か: 資産の証券化と流動化に向けて』日経BP社。
- コフィー・メレディス W (2005), 「米国シンジケートローン市場の歴史と発展」『証券アナリストジャーナル』第43巻第3号, 3月, 62-74頁。(櫛谷哲生訳)
- 週刊東洋経済 (1999), 5月15日号, 99頁。
- 庄司俊之 (2000), 「ノンリコース・ファイナンス」不動産鑑定実務研究会『不動産鑑定』住宅新報社, 第37巻第4号, 4月, 39-41頁。
- 谷川治生 (1998), 「不動産ファイナンスのリスクを明確化して分担する」(特集・融資戦略構築の視点), 『週刊金融財政事情』5月18日, 18-20頁。
- 内藤伸浩 (2001), 「不動産ノンリコースファイナンスと企業信用リスク」日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』第39巻第1号, 1月, 86-107頁。
- 西川永幹・大内勝樹 (1997), 『プロジェクト・ファイナンス入門: 現場経験者が説き明かす金融手法』近代セールス社。
- 日本生産性本部 (1962), 『米国の銀行業務: 第2次銀行業専門視察団報告書』PRODUCTIVITY REPORT 145, 日本生産性本部, 12月。
- 松井和夫 (1986), 『セキュリティゼーション: 金融の証券化』東洋経済新報社。
- 吉原省三・貝塚啓明・蛸山昌一・神田秀樹編 (2000), 『金融実務辞典』金融財政事情研究会。