

【第 4 章】

証券化の基礎的技術

■ 本章の Point ! ■

- ① 証券化の基本的な信用補完である優先／劣後構造と、その役割を学びます。
- ② 優先／劣後構造と企業の財務構造との類似性を検討し、より先進的な証券化の利用法を学習する準備をします。
- ③ 商法上の匿名組合について学習し、資本・負債に関する概念を拡張します。
- ④ 証券化商品にバラエティを付けるトランシェ分けの基本的考え方と、それが利用される理由を検討します。
- ⑤ 保険会社や銀行などから提供される外部信用補完について学びます。
- ⑥ 担保を提供しての資金調達と証券化との相違点を検討し、証券化業務と企業金融との接点を探ります。
- ⑦ 会社制度と証券化とを比較する中で、会社としての SPC についての理解を深め、企業金融分野での証券化の応用への橋渡しとします。

1. 優先／劣後構造

デルタ社による 100 億円の住宅ローンの証券化には、さまざまな投資家に関心を示した。証券化の対象となった住宅ローンの金利は 2.5%程度であるが、大手生命保険会社は、金利が 0.8%程度でよいのでリスクが低くなるような証券化商品を希望していた。他方、ある投資ファンドは要求利回りが高く、3%程度の金利が得られる証券化商品でないと、検討の対象にもならないとのことであった。

証券化に限ったことではありませんが、どのような取引にも危険はつきもので、必ずしも期待通りの結果が得られるわけではありません。社債を保有している投資家は、発行体が債務不履行となって損失を被るかもしれませんし、住宅を持っていると、売却に際して買値の半値になっている可能性もあるでしょう。証券化取引では、投資家が被り得る損失の危険を緩和するために様々な方策がこらされますが、その代表的なものの 1 つに、優先／劣後構造とよばれるものがあります。

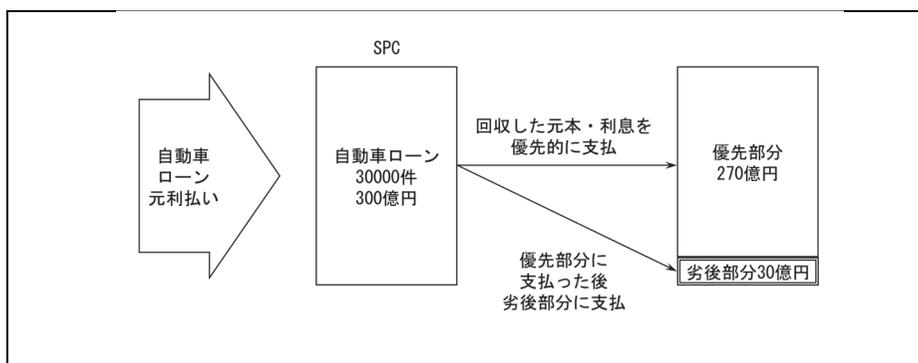
1 件あたりの金額が 100 万円の契約を 30,000 件集めた 300 億円の自動車ローン証券化取引を考えてみましょう。この場合、SPC が 30,000 件の自動車ローンを保有し、その自動車ローンを裏付として、投資家に ABS を発行、資金を調達します。この時、証券化対象資産である自動車ローン 30,000 件、300 億円のうち、1%にあたる 300 件、3 億円が回収不能になると、そのような損失の可能性に対して何らの方策もとられていない場合には、投資家はその損失をすべて負担することになります。つまり、この ABS を 10 億円分保有していると、1,000 万円の損失となるわけです。

ここで、この 30,000 件、300 億円の自動車ローンに対して、「最初の 10%までの損失は負担しましょう」という人がいると想定します。最初の 10%までの損失とは、金額で 30 億円までの損失です。先程の例で言えば、1% (=3 億円) の損失は、この 10% (=30 億円) の範囲内ですから、投資家には損失が及ばないわ

けです。

このように、証券化の対象となった資産全体を、“リスクの相対的に高い部分”と“リスクの相対的に低い部分”とに人為的に分ける手法あるいは構造を、優先／劣後構造と呼びます。優先部分を保有している投資家は、劣後部分と比較して、優先的に元本や金利の返済を受けると同時に、一定金額までは、対象資産に生じた損失の影響を受けることはありません。劣後部分の保有者は、優先部分の元本や利息が支払われない限り元本や金利が支払われませんし、対象資産に損失が発生した場合には、元本や金利の支払が停止されることとなります（図表 1-37）。

図表 1-37 優先／劣後構造

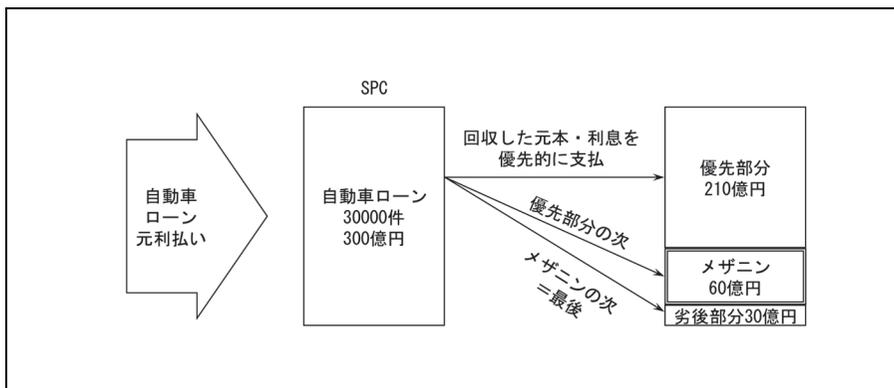


劣後部分を設けることによって創り出される優先部分は、元本と利息を優先的に受け取ることが出来ます。したがって、元本や利息の確実性が増しているという意味で、劣後部分がない場合と比較して信用力が高く、投資家にとっては安全な商品となります。

優先／劣後構造は、図表 1-37 のような二層構造に限定されているわけでもありません。証券化取引によっては、優先／劣後構造をより複雑にして、最上位（取引のなかでもっとも安全）の優先部分と、最下位の劣後部分との間に、**メザニン**と呼ばれる層を設けることがあります。メザニンとは英語の *Mezzanine* で、1階の天井の高い建物などに設けられている中二階のことです。デパートなどでも1

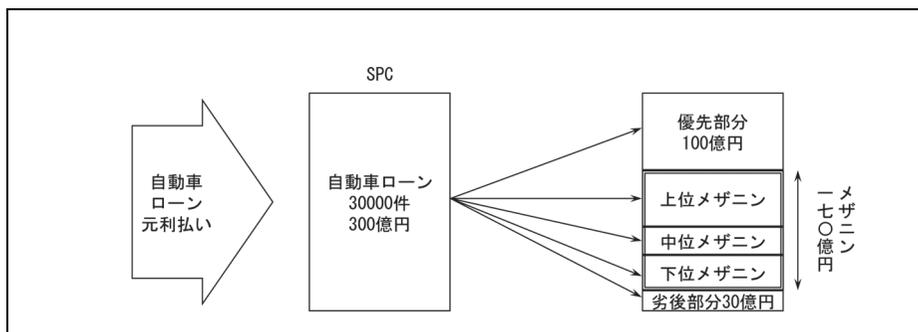
階と2階の間にM2などとエレベーターで表示される階がありますが、あれがメザニンのMです。では、優先/劣後の他に1つのメザニンがある場合を示して、優先部分の投資家から見れば、メザニン部分と劣後部分の双方がクッションとして機能していますから、証券化対象資産である自動車ローンに貸倒れが発生しても、その金額が60億円+30億円=90億円に達するまでは自分の保有するABSの元本に損失が及ぶことはありません。メザニン部分の投資家からみると、自分の下に30億円分の劣後部分がありますから、30億円分の貸倒れが発生するまでは、やはり自分の保有するABSの元本に損失が及ぶことはありません。劣後部分の投資家には自分より下のクッションがありませんから、対象資産の毀損から発生する損失は30億円まではすべて負担することになりますし、対象資産の損失が30億円を超えた場合には、元本の全てを失うことにもなります。

図表 1-38 優先/劣後構造とメザニン



メザニンは1つに限られているわけではなく、それぞれ元本や金利の返済順位の異なるさまざまなメザニン部分を作ることも可能です(図表 1-39)。

図表 1-39 優先／劣後構造と複数のメザニン



なお、一般的には、優先部分の投資家には、ABS の元本や利息の支払が滞った場合に SPC の破産や清算を求め、裏付となっている資産の売却を求める権利がありますが、メザニンや劣後部分の投資家はその権利を放棄していることになっています。

通常の債券であれば、元本や利息の支払が滞った場合には債務不履行となりますから、債権者（債券の保有者は債権者）は強制執行などの手続を経たり、あるいは担保処分などを通じての支払を求めることができますから、優先部分の投資家にそれを認めるのはもっともでしょう。ところが、メザニンや劣後部分の投資家にそれを認めてしまうと、SPC が保有する資産で優先部分の元利払いが十分に賄える場合であっても、対象資産の不測の売却といった事態が起きる可能性があり、その結果、本来であれば影響を受けなかったかもしれない優先部分の投資家に対する支払が滞るおそれがあるからです。そもそも優先／劣後構造を採用する意味は、優先部分の投資家に安全な商品を提供することですから、メザニン部分、あるいは劣後部分の投資家に対しては、SPC の破産申立てや、SPC の保有する資産売却を求める権利を認めないようにするのが通常です。

なお、証券化取引の中で最も劣後する部分は、オリジネーターが保有することが一般的です。これは、相対的に安全な商品を提供することによって有利な資金を調達することが、最終的にはオリジネーターにとっても有利になることと、リ

スクの高い部分とは言え、そのリスクに対する理解をもっともしているのはオリジネーターであるからというのが、大きな理由です。また、証券化したことによって、オリジネーターが証券化対象資産の棄損・劣化による損失を受けないということになると、逆選好、つまり、（証券化の基準を充たす）対象となる資産の中から最も質の低いものを選ぶ動機になるという懸念も、オリジネーターが最劣後部分を保有することで、ある程度緩和することができます。この観点は「リスク・リテンション規制」として金融庁が間接的にルール化しており、オリジネーターが、証券化商品のリスクの5%以上を保有していないとき、そのような証券化商品のリスク・ウェイトが3倍になるという形で表れています。

優先／劣後構造に関してよくなされる誤解の一つに、「優先部分は対象資産の優良な部分を表象し、劣後部分は対象資産の脆弱な部分を表象している」というものがあります。この考え方は事後的には確かに正しく、対象資産の中で質が劣化したものを劣後部分の投資家が負担することにはなるのですが、取引が開始された段階で、対象資産の中に優劣がない場合には、意味のない議論であることは分かるでしょう。つまり、実際に劣化するまでは、その資産が脆弱なものであるかどうかは、前もっては分かってはいないのです。なお、この議論は、企業向け債権の証券化を学習する第3分冊の第2章であらためて検証することにしませう。

2. 企業の資本構造と優先／劣後

ソフトバンク株式会社の 2023 年 9 月 25 日付プレスリリースから抜粋
(下線による強調はテキスト作成者による)

9. 優先配当金

(1) 優先配当金

当社は、3 月 31 日を基準日として剰余金の配当を行うときは、当該配当の基準日の最終の株主名簿に記載または記録された…第 1 回社債型種類株主等…に対し、…普通株主等…に先立ち、第 1 回社債型種類株式 1 株につき、第 1 回社債型種類株式 1 株当たりの発行価格相当額に、…配当年率…を乗じて算出した額の金銭…を支払う。

前節で学習したとおり、優先／劣後構造とは、SPC の保有する資産の総体を対象に、リスクの相対的に高い部分と、リスクの相対的に低い部分とに人為的に分離する技術のことでした。また、優先／劣後構造とは必ずしも二層構造ではなく、メザニンと呼ばれる中間層が存在することもあり、そのメザニン自体も多層構造になりうることも併せて学習しました。

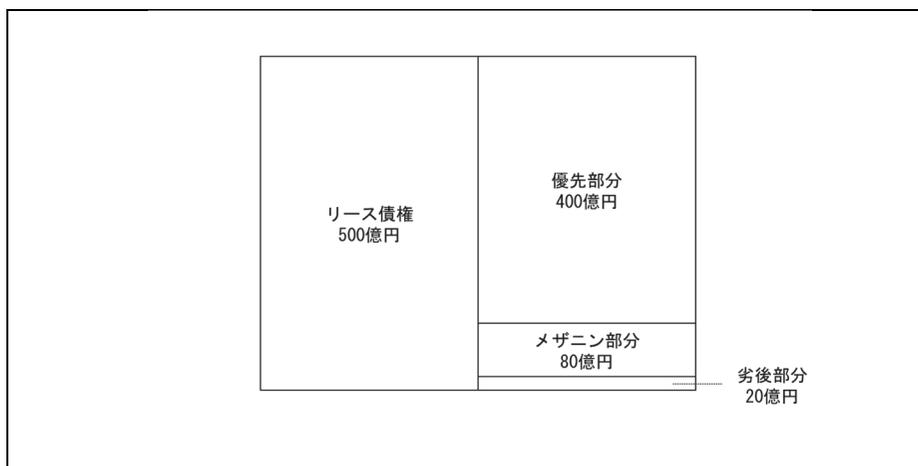
ここで、「優先」「ひとつのメザニン」「劣後」の三層構造からなる証券化を考え、この SPC の貸借対照表を作成してみましょう。対象資産はリース債権 500 億円、優先部分を 400 億円、メザニンを 80 億円、劣後部分は 20 億円とします。図表 1-40 が SPC の貸借対照表となります。前節で学習したとおり、SPC が保有する対象資産に劣化が起こってくると、その影響はまず劣後部分が、劣後部分でもその劣化部分を吸収できない場合にはメザニン部分が、それぞれその損失を負担します。さらに対象資産の劣化が進み、劣後部分とメザニン部分の双方でもその影響を食い止められない場合に初めて、優先部分が影響をうけることとなります。つまり、図表 1-40 で描いた貸借対照表上左側（借方）の資産の劣化は、この

貸借対照表上右側（貸方）の、下から上に向かっていくことになります。

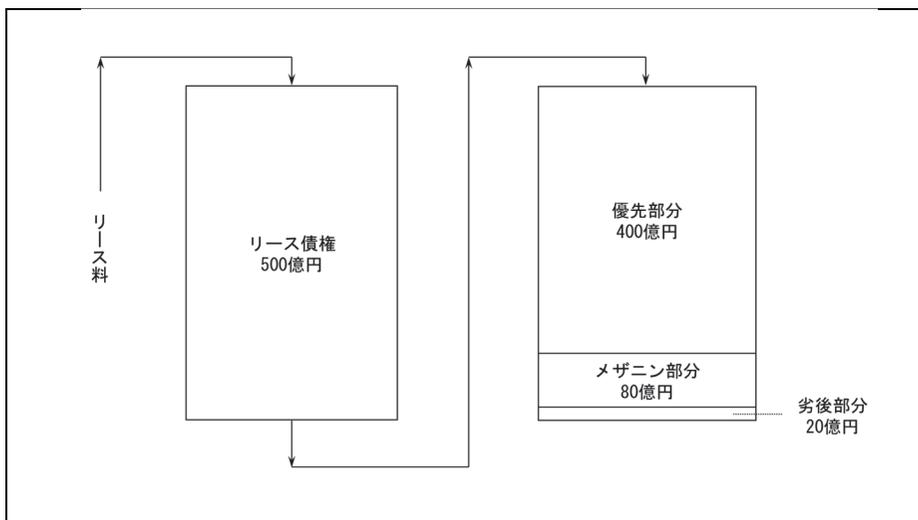
SPC の貸借対照表の右側をこのような順番で描く理由はいくつかありますが、一つの理由は、この順番でお金が「落ちていく」ことです。SPC が（貸借対照表の左側を用いて）集めたお金を、どのように落としていくかを「ウォーター・フォール」と言いますが、今までの議論から、まず優先部分に支払うべきお金を落としてからでないと、メザニンや劣後の部分にまでお金が回りません。

図表 1-41 が、SPC のバランス・シートとウォーター・フォールとのイメージ図になります。

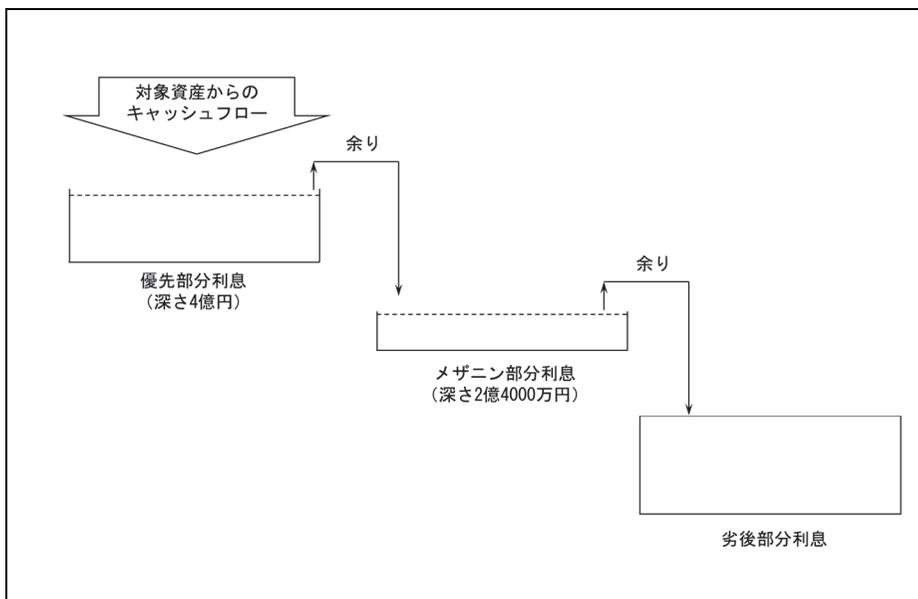
図表 1-40 SPC のバランス・シート



図表 1-41 SPC のバランス・シートとウォーター・フォール



図表 1-42 投資家への利払いとウォーター・フォール



図表 1-41 からウォーター・フォールの部分のみを描き出したのが図表 1-42 になります。ここでは、投資家に約束する優先部分の利率を 1%、メザニン部分の利率を 3%、劣後部分はリスクが高いため、残ったお金全部と考えています。

つまり、優先部分の年間の利払い額は、

$$400 \text{ 億円} \times 1\% = 4 \text{ 億円}$$

メザニン部分の年間の利払い額は、

$$80 \text{ 億円} \times 3\% = 2 \text{ 億 } 4000 \text{ 万円}$$

となります。この図の左上から落ちてくるお金が年 10 億円あれば、優先部分はすべて、メザニン部分にもすべて必要額を充たしますから、劣後部分にまでお金が落ちていき、劣後部分の投資家は、

$$10 \text{ 億円} - 4 \text{ 億円} - 2 \text{ 億 } 4000 \text{ 万円} = 3 \text{ 億 } 6000 \text{ 万円}$$

の利息を 1 年間で受け取ることになりますが、これは利率になおすと 18%に相当します。一方、左上から落ちてくる対象資産からのキャッシュ・フローが 6 億円しかない時には、優先部分は満タンになりますが、メザニン部分は 4000 万円不足が発生します。もちろん、この場合には、劣後部分の投資家は 1 円も利息を受け取れないこととなります。

SPC の貸借対照表の右側を図表 1-40 のように描くもうひとつの理由は、企業の貸借対照表との整合性を取るためです。図表 1-43 は SPC ではない、通常の企業の貸借対照表を描いたものです。日本では、金融機関以外の手企業が優先株式を発行していることはほとんどありません^{*11}が、ここでは優先株式の役割を検討することだけが目的ですから、その点は無視することにします。

^{*11} ベンチャー・キャピタルの投資先となる、いわゆるスタートアップによる資金調達では、優先株を含めた種類株式が広く使われる傾向がありますが、そちらも本論とは関係が薄いので、ここでは特段取り上げません。

図表 1-43 企業の貸借対照表

資産 5000億円	負債 3000億円
	優先株式 1000億円
	普通株式 1000億円

企業が、貸借対照表の左側をファイナンスするためにどのような形態で資金を調達しているのかを表わしているのが貸借対照表の右側です。図表 1-43 では、5000 億円の資産が、3000 億円の負債、1000 億円の優先株式、1000 億円の普通株式によってファイナンスされているわけです。

企業は資産を用いて得た収益から、負債の利息を払います。そこで得た利益は株主に分配されますが、優先株主は優先的に配当を受ける権利があり、優先株の配当を支払った後でも配当原資がある場合に限り、初めて普通株主にも配当金が払われることとなります。この議論は、優先・メザニン・劣後という三層構造を持った証券化取引によって資金を調達している SPC と似ていることは即座にわかるでしょう。また、負債に関しては利率が決められており、また、優先株式も一般的に優先配当金の率（または金額）が設定されている一方、普通株式の配当金については、原則としてあればあるだけ（なければなし）になっていることも、証券化での優先・メザニン・劣後の場合と似ています。

前節で、利息や元本の支払いが滞った場合には、優先部分の投資家は SPC の破産申立てや資産売却を要求できる一方、メザニン部分や劣後部分の投資家はそ

のような権利を放棄するものとされていることを学習しましたが、同じことが図表 1-43 の企業でも成り立ちます。つまり、債権者（企業から見て負債を提供している人）は、約束の期日通りに利息や元本が支払われなかった場合には、債務者である企業が債務不履行を起こしたとして、この企業の倒産を申し立てたり、あるいは、この企業の資産を売却するように求めることができますが、優先株主は、仮に配当金の額や率が事前に提示されていたとしても、予定されている配当金が支払われなかったからというだけの理由ではそのような要求をすることはできません。

【練習問題 13】

次の文章を読んで、正しいものには○、誤ったものには×を付けよ。

- 1) 優先／劣後構造とは、対象となった資産全体を、“リスクの相対的に高い部分”と“リスクの相対的に低い部分”とに人為的に分ける手法である。
- 2) 優先部分の投資家には、ABS の元本や利息の支払が滞った場合に SPC の破産や清算を求め、裏付となっている資産の売却を求める権利があり、この権利は、メザニンや劣後部分の投資家にも当然認められている。
- 3) 証券化取引の中で最も劣後する部分は、オリジネーターが保有することが一般的である。
- 4) 対象資産から集めた資金を、どの部分にいくら充当していくかの図および概念を一般的にウォーター・フォールと呼ぶ。

3. 匿名組合

カッパさんは脱サラして、アイルランド風パブ（居酒屋）を始めることを計画しています。とりあえずは会社組織にしないでやってみようと思っているのですが、銀行からお金を借りられるわけではなく、どうしたものか悩んでいたところ、知人が開業資金の一部を出してくれるとのこと。条件は、利益が出たら、その20%を配分してくれというものでした。

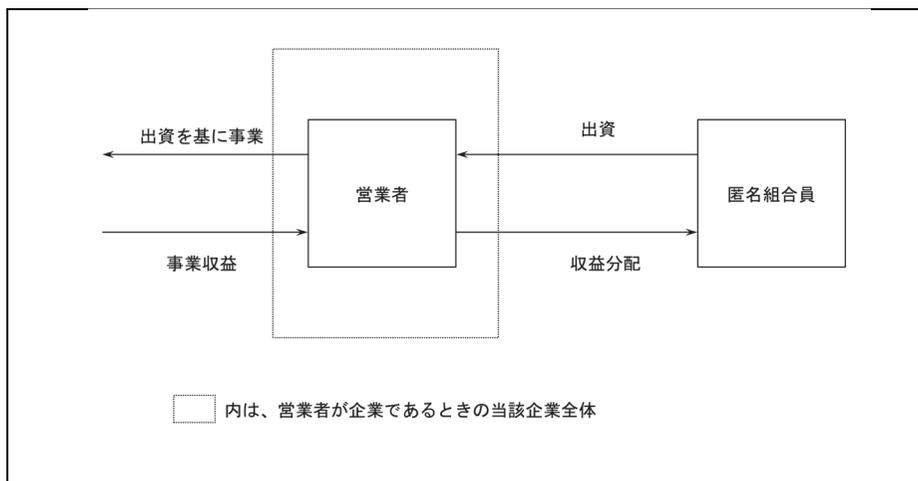
（商法 535 条）匿名組合契約は、当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを約することによって、その効力を生ずる。

（民法 667 条 1 項）組合契約は、各当事者が出資をして共同の事業を営むことを約することによって、その効力を生ずる。

証券化の現場に携わると、なんらかの形で匿名組合の利用が仕組みの中で検討されることがあります。特に、不動産が関連する証券化案件では、この傾向は顕著です。この節では、匿名組合とは何かということとその性質を、証券化に役立つ程度の範囲で学習します。

匿名組合とは、組合という言葉のイメージとは異なり、一対一の取引であり、その当事者は、**営業者と匿名組合員**です。**営業者**というのは実際に事業を行う人であり、**匿名組合員は営業者の事業のために出資をする人**です。勿論、何の見返りもなく出資をする人はいませんから、営業者が事業を行うことによって得られる収益を分配されることを目的として、匿名組合契約は締結されます（図表 1-44）。

図表 1-44 匿名組合



この時、営業者が他の事業をおこなっているかどうかは関係なく、匿名組合契約に基づいて営業者がおこなう事業を定め、営業者はその事業からの収益を匿名組合員に分配します。このように、匿名組合契約は、営業者の立場からすると資金調達という位置付けになります。

匿名組合と、株式会社の会社と株主の関係とでは、出資という点では同じですが、以下のような決定的な違いがあります。

- ① 株式会社では株主は会社の持ち主ですが、匿名組合員は営業者の持ち主ではありません。営業者が個人でありうることを考えれば、その点は明らかでしょう。
- ② 株式会社では、出資の受け入れによって得られた資金 (= 資本) を用いて事業を行います。そこから得られた収益であっても、その全てを株主に分配する必要はありませんし、会社法では、一定の基準を満たすまでは、逆にすべての金額を配当することは禁じられています。一方、匿名組合では、匿名組合契約で特定された事業から生じた利益のうち匿名組合員に帰属する分のほとんどは、原則として、分配されるのが一般的です。

- ③ 株式会社では会社に損失が発生した場合には、株主に「マイナスの配当」を払うことはありませんが、匿名組合では「損益ともに」匿名組合員に帰属するのが原則です。これは特に税務面で重要で、株式会社が損失を出した場合でも、株主はその損失を損金にする（損失にしたり、利益を減らしたりする）ことはできませんが、匿名組合員は、当該事業による損失を負担することとなっていますから、その損失を損金にすることができます^{※12}。
- ④ 株式会社では、その事業によって得られた利益に対して法人税が課せられ、税引き後利益から配当することになりますが、匿名組合では、匿名組合にかかる事業については営業者の段階では課税されず、分配された収益が匿名組合員の段階で課税されます。なお、2008年から分配金に20%（復興特別所得税と合わせ、20.42%）の源泉課税が導入されており、匿名組合員の納税義務と相殺されることとなります。

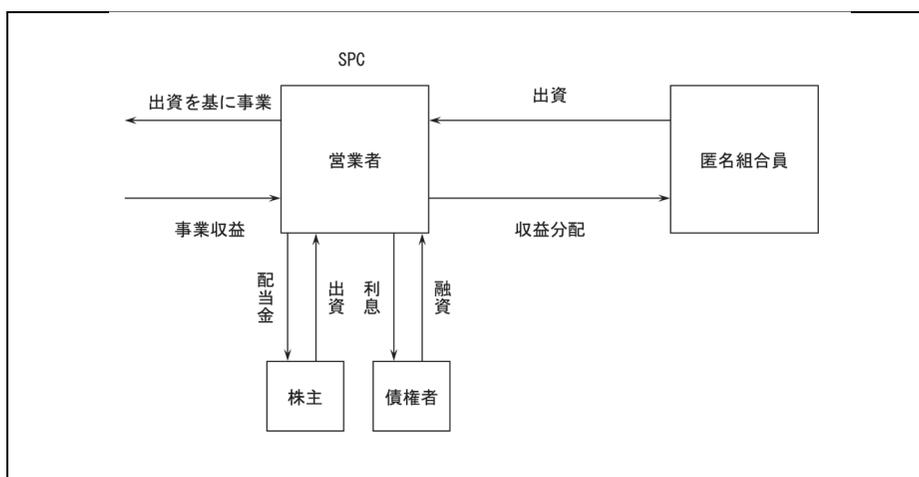
このように見ると、匿名組合契約とは、融資（債権・債務関係）とも出資（株式）とも異なった独自の制度であることがわかるでしょう。

匿名組合契約を結ぶ上での制限はほとんどありませんから、例えば、自動車メーカーと一個人が匿名契約を結び、自動車メーカーを営業者とする貸金業に出資をおこなうというようなこともあり得ます。ただし、そのような場合に、他の株主や債権者との権利関係が煩雑になりますし、営業者が匿名組合契約に定められた業務を遂行しているかどうかを出資者（＝匿名組合員）が見極めるのが煩雑にもなりますので、ストラクチャード・ファイナンスの実務上は、特定の業務のみを行う会社、つまり SPC を設立して、その SPC を営業者とする匿名組合契約とするのがほとんどです。

^{※12} 連結納税をしていれば、親会社は子会社の損失を損金にすることができます。また、匿名組合員が、出資の範囲を超えて損失を負担することがない場合（つまり、ほとんどの場合）には、損金とできる金額は、出資の額に限定されます。

図表 1-45 は、匿名組合契約を用いたストラクチャード・ファイナンス取引の概略図を描いています。なお、匿名組合契約を中心に据えているため、図表 1-45 を見る限り匿名組合契約が一番重要な契約のように見えますが、資金の流れ（＝ウォーター・フォール）上は、債権者のほうが先に来ることになります。ABS を発行している場合は、ABS がこの債権者に該当することになります。

図表 1-45 ストラクチャード・ファイナンスと匿名組合



4. トランシェ分けと投資家ニーズ

ラムダ社は、大型プロジェクトの資金が必要となり、300 億円を借り入れることにした。プロジェクトからの資金回収を基に、返済は、75 億円を 2 年後、さらに 125 億円を 5 年後、最後の 100 億円は 10 年後にしたい。

返済の加重平均は 5.92 年であり、6 年程度の運用を検討している損害保険会社からの借入れが最適なようである。

トランシェとはフランス語からきた言葉で、簡便な英語の辞書には掲載されていないこともあります。もともとの言葉は薄片（英語の slice）を意味する tranche ですが、金融の世界では、ある取引を幾つかの部分に分割した場合、そのひとつをトランシェと言います。例えば、株式を全世界向けに発行するグローバル・オフリングに際して、欧州向け販売、米国向け販売、日本国内向け販売と金額を分けておこなうとすると、それぞれユーロ（＝ヨーロッパ向け）トランシェ、US トランシェ、ドメスティック（＝国内向け）トランシェなどといった具合に用います。

証券化の取引ですぐ思い浮かぶトランシェ分けは、この章でこれまで見てきた、優先・メザニン・劣後でしょう。

劣後の部分は通常オリジネーターが保有するため、証券という形で市場に出回らないことも多いですが、それでも優先トランシェ、メザニン・トランシェという 2 つのトランシェが出来上がります。メザニンの部分を更に細かく分けていくことも多く、図表 1-39 で見た通り、メザニン部分を 3 つもしくはそれ以上に分ける取引も頻繁に見られます。格付機関の付与する格付で、優先部分はトリプル A (Aaa または AAA) 格を取得し、その下にメザニン部分として、ダブル A (Aa2 または AA など) 格、シングル A (A2 または A など) 格、トリプル B (Baa2 または BBB) 格のトランシェを設け、さらに劣後部分があるという構成などが考えられます。

トランシェ分けをする一番大きな理由は、異なったリスク許容度を持つ投資家に、それぞれのリスク許容度に適応した証券を提供し、効率的に資金調達をすることです。また、一般的には、リスクの高い証券は、その分表面の利回り^{※13}も高くなりますから、利回り目標の異なる投資家に対して、様々な表面の利回りの証券を購入する機会を提供するという側面もあります。つまり、相対的に安全な証券のみを対象としている投資家に対して、相対的にリスクの高い証券（一般的には投機的格付とされるダブル B 格など）を販売しようとするのは得策ではありませんし、逆に、目標利回りが非常に高い投資家に対して、リスクは低いものの表面的に利回りが低い証券を奨めてもしかたがありません。

リスクの高低ではなく、元本返済の速さでトランシェ分けを行い、元本償還の早い証券と遅い証券を創り出すことも可能です。元本返済の速さと、トランシェ分けの技術については第 3 分冊の第 1 章で詳しく学習しますが、詳細はさておき、1 年程度の投資期間を目指している投資家（MMF など）は 15 年経過しないと元本返済が始まらない証券を買うことはないでしょうし、逆に、負債サイドの年限が長く、資産サイドも相応の長さの運用が求められる投資家は、2 年後に元本が一括償還されるものよりも、20 年後から少しずつ元本償還がなされる証券のほうを好むものと思われれます。

あるいは、金利の払い方によってもトランシェ分けをすることができます。短期金融市場で調達した資金を基に取引をおこなう層（銀行や一部のヘッジファンド）などは、同じ長さの証券であっても変動金利を好むでしょうし、保険会社など負債サイドが固定金利の投資家は、固定金利の商品のほうが望ましいはずですが。

このように、効果的なトランシェ分けを通じて、様々な投資家層への販売が可能となり、その結果としてより効率的な資金調達が実現できます。トリプル A 格の証券しか発行しない場合と比較すれば、オリジネーターにとっては調達金額の

^{※13} 理論的には、表面の利回りの高さは、確率的に、元本棄損によって帳消しになるはずなので、「利回りが高い」とは言えないはずです。

極大化につながりますし、また、投資家のニーズに適合する商品を提供することができれば、平均で見た調達金利を効率的に引き下げることも可能になります。

【練習問題 14】

次の（ ）内に適切な言葉を入れて文章を完成させよ。

- 1) 株式会社では株主にすべての利益を配当することは一般的ではないが、匿名組合では、利益の（ ）だけでなく（ ）も匿名組合員に分配される。
- 2) 匿名組合契約を用いたストラクチャード・ファイナンス取引の（ ）上は、債権者のほうが匿名組合員より先に来ることになる。
- 3) トランシェ分けをすることによって、異なった（ ）を持つ投資家に、それぞれに適した証券を提供し、効率的に資金調達をすることができる。