

成城大学経済研究所  
研究報告 No. 21

# 資産担保証券の財務的意義について

福 光 寛

1999年3月

The Institute for Economic Studies  
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya  
Tokyo 157-8511, Japan



# 資産担保証券の財務的意義について

福 光 寛

## 目 次

はじめに—資産担保証券の画期性—

1. 日本リースの破綻をめぐって

—サービサーが経営破綻した日本で最初の事例—

2. オリエントコーポレーションについて

—格付けが低い会社にとっての ABS の意義—

3. 資産担保証券の意義の所在

3—1 資金調達企業の格付けがコピーされる場合

3—2 資金調達企業自身が上位の格付けを保有する場合

むすび—資産担保証券の財務的意義—

## はじめに—資産担保証券の画期性—

この報告は「日本における資産証券化の展開」という題で『成城大学経済研究』に連載した論文での作業を前提に、資産証券化 (asset securitization) について事例研究を通して、企業財務上の意義の明確化を試みたものである。

この論点整理で心掛けたのは資料としてできるだけ具体的なものを使い、個々のスキームや背後の事情に立ち入って議論することである。そうした作業によって資産証券化のもつより具体的な意味を解明できると考えた。また日本における資産証券化は、そろそろそうした検討手法を許す程度には事例を蓄積しているとも考えている。

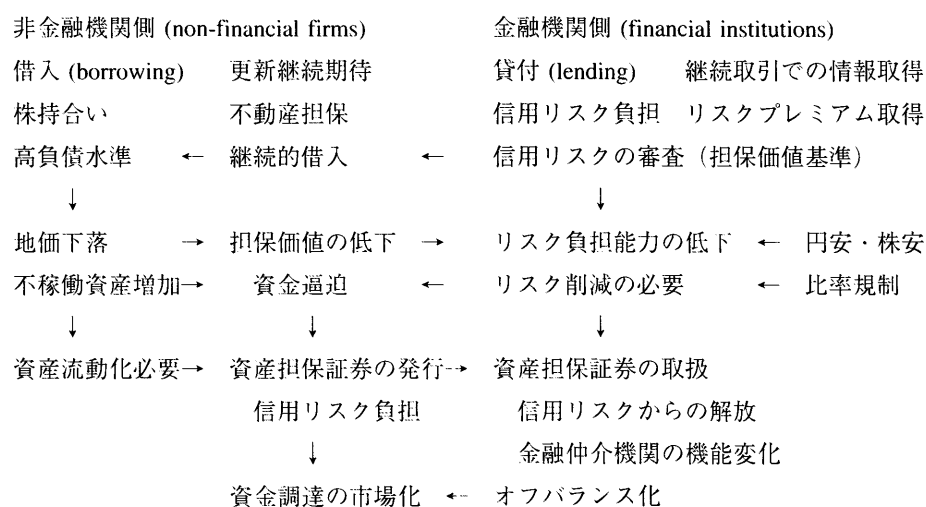
その場合、資産担保証券市場の有力なプレイヤーであった日本リース (Japan Leasing Corporation) の破綻は作業の良い出発点であった。というのも資産担保証券市場の意義を日本リースのような不良企業、つまりレモン (useless or defective thing) に資本市場へのアクセスを認めた点に置くことも理屈としてはあり得るからである。

そもそも資産担保証券をどう考えるかだが、最初に貸付けとの違いを整理し、その金融技術 (technology) としての画期性を示しておくことは有益かもしれない (図1)。

貸付をする場合にはクレジットリスク (credit risk or default risk) を貸付ける側が負担するという問題があったが、資産担保証券 (asset backed securities: ABS) ではこのリスクをできる限り下げた仕掛けが仕組まれ (純粋に資産と収益との関係が抜き出されて)、格付けでトリプル A といった高格付け商品に仕上げられる。リスクはどこに行ったかという、劣後債の部分に集中され、実質的には日本の場合は資金調達側が保有している (リスクを負担し同時にリスクプレミアムを取得している)。つまりこの仕掛けでは、資金の出し手と取り手との間のリスクの負担 (プレミアムの取得関係) が再編され、逆転しているのである。そしてそうした仕掛けを作ることで、資産の流動化がこれまでになく規模と内容で展開することが可能になったのである (図1)。これは金融証券化の議論の核心の一つだが本稿は、その企業財務における機能の明確化を意図したものである。

日本リースの概要 (設立1963/8)		日本リースオートの概要 (設立1969/12)	
資本金	203億円 (98/3)	資本金	3億円 (98/3)
従業員	1,227名 (98/3)	従業員	583名 (98/3)
売上高	5,245億円 (98/3)	売上高	659億円 (98/3)
株主	リコー 長銀など	株主	日本リース1社のみ

図1 貸付と資産担保証券の違い=信用リスク負担の再編



## 1. 日本リースの破綻をめぐって (The First Bankrupt of Servicer in Japan) —サービサーが経営破綻した日本で最初の事例—

最初に日本リースの会社更生法適用申請に関連した問題を述べたい。日本リースは、内外で資産証券化に最も熱心に取り組んできた企業の一つである。

SPC 譲渡方式商品の国内販売 (1991/12), 信託方式商品の国内販売 (1993/4), 特債法による公告制度利用第1号商品販売 (1993/10) など資産証券化の面で日本リースは先頭に立ってきたと言える。

さらに1996年に資産担保証券の国内発行が解禁されて以来、日本リースは内外で資産担保証券の活発な発行を行ってきた。国内発行額 (表1-1) の累計だけでも4本430億円に達する (日本リースオート分を入れると530億円。このほかにユーロ分がIFRで確認できたものが4本。ほかに1994年末にシティバンク絡みで米国公募発行が1本、計10本。あわせて内外の発行残高は約1800億円を越える)。その日本リースが会社更生法適用を申請し (98/9/27), またその大口債権者であり大株主である日本長期信用銀行が破綻に瀕し遂に国有化された (98/10/23)。日本リースの破綻は、日本国内で現に流通している資産担保証券について、サービサーが破綻した事実上最初の事例として詳細な検討に値する。

なお海外発行のユーロ円債では1997年11月17日 (月) 朝に北海道拓殖銀行が自主再建断念を表明し事実上破綻したときが最初の事例であろう。直前の11月14日 (金) 払い込みで北海道拓殖銀行のアパートローン債権を流動化するユーロ円債320億円の発行が行われている。このときは発行されたユーロ円債をすぐに償還 (買入償却) する措置が取られた。しかし今回の日本リースの破綻では、すでに発行後時間が経っていることもあって償還措置は取られていない。そこで日本の企業であるサービサーが破綻した状況で資産担保証券がなお流通している例としても今回のケースが最初の例と言える。

サービサーは債務者から元利の回収を行う機能を持ち、オリジネーターと呼ばれる原債権の創出者がこれまでの債務者との関係を継続する形で行っていることが多い (海外でも同じとの指摘は多い。しかしアメリカでは専門のサービサーが発達しており、それを理想視して、日本でもそうしたサービサーを育成する必要があるとの指摘もある)。

格付機関による資産担保証券のスキームの検討ではサービサーが経営破綻を起こすリスクは重視されている。バックアップサービサーと呼ばれる予備のサービサーへの交代が円滑に行われるかどうかも問題にされている。交代までに元のサービサーが債務者から回収した資金が、サービサー自身の勘定と混蔵されているため回収が困難になったり遅延する＝混蔵リスク *comingling risk* が発生しないかなどが具体的なリスクの内容である。

今回の事実経過を辿ると1998年9月27日（日）夜に日本リースから会社更生法の適用申請が裁判所に提出された。また翌9月28日（月）には日本リース子会社の日本リースオート（Japan Leasing Auto Corporation）も会社更生法の適用申請を行った。

ここでの問題は市場に存在したこれら2社が関係する資産担保証券である。ここでは国内発行分について検討する（海外発行についても流れは同じである）。

これら債券は日本リースあるいは日本リースオートがリース債権を当初持っていたオリジネーターであり、債務者からの回収・支払いを特別目的会社に仲立ちするサービサーであった。会社更生法適用申請後ただちにこの2社はサービサーを解任され、今後、債務者からの支払いは直接 SPC 名義の口座に振り込まれるよう SPC から債務者宛に通知が行われることになった（この通知を代行するのは長銀インターナショナルリースで長銀インターナショナルリースが実質的にはサービサーの役割を引き継ぐことになった）。

ある格付け機関（日本格付け投資情報センター）は、自身が格付けした4本についてつぎのように対応した。9月28日（月）にローレルアセットファンディングリミテッドの国内資産担保証券（無担保社債）2回分（LAF1, LAF2）とローレルグローバルジャパン（LGJ）の同1回分について、監視銘柄（モニター）入りを伝えた。格付けはトリプル A（AAA）のままである。さらに9月29日（火）にはローレルの第3回債（LAF3）のモニター入りを発表した。格付けはやはりトリプル A のままである。

なおサービサーの交代を前提にすると、ここで問題になるのはサービサーがすでに回収したが SPC にまだ支払っていないリース料が、今後 SPC がいつどれだけ回収できるか（混蔵リスク）についての不安である。また資金の流れが円滑に変更できるかどうかである。サービサーが倒産することで資産担保証券にこうした問題が発生することが始めて日本の市場で体験されたわけである。

#### 資産担保証券の財務的意義について

ただ今回のケースについては、日本リースおよび日本リースオートのサービスの機能がただちに停止され、事前に決めてあったバックアップサービスに機能が引き継がれたこと、また当面の利払いについては SPC に十分な現金準備が置かれていることなどから、リスクを過大視する必要はないと判断されたわけである。

しかし実際には\*リース債権の債務者に対し、SPC やバックアップサービスが日本リースから SPC へ元利金の振込先の変更依頼通知を発出したあと、日本リースの保全管理人が日本リースに引き続き振り込むよう依頼文書を発出し、債務者に混乱と反発を引き起こすといったトラブルが発生した。その後の関係者間での話し合いの結果、日本リースに引き続き振り込むとの合意が10月23日までに成立したとされる。このようなトラブルによる資金の流れの中断こそ、ここで問題になっているリスクそのものだと言える。リスクを過大視する必要はないが、今後もプロセスを注視する必要があるだろう。

とはいえ、よく考えると日本リースは不良債権と経営困難で有名なノンバンクである。資産担保証券がこのようなノンバンクに資本市場へのアクセスを許した点は、問題があるという指摘も可能であろう。同じ問題は、先に紹介した北海道拓殖銀行発行の資産担保証券型のユーロ円債についてもある。

しかし日本リースは不良債権の山を作った反面ではリース業界の草分けとして、優良大企業を相手に多額のリース取引を有しており、リース債権そのものは優良なものがほとんどだとされている。その優良なリース債権だけ分離して手厚い信用補完措置 (credit enhancement) を加えた証券がトリプル A だという判断には問題はないと考えられる。

別の言い方をすれば日本リースや北海道拓殖銀行が仮に倒産しても、発行・流通は続くようにこれらの資産担保証券は仕掛けられており、またそうでなければ、これらの証券を購入する投資家は現れなかったといえよう。投資雑誌は次のように述べて、投資家は日本リースの破綻を想定して投資していたはずだと言っている。

“Given the company (Japan Leasing)’s credit history, you have to assume that all of these deals were structured on the assumption that JLC was going to go bust.”

---

\* 証券経済学会での高橋正彦（日本資産流動化研究所）報告（98/11/7）のほか『金融財政事情』98/12/7 などによる。

(IFR 1253 Oct. 1998)

日本リースがサービサーで資金調達者となった資産担保証券の第1号、ローレル1回債(96/9)の場合の信用補完措置を少し詳細に検討してみよう。なお同名のスキームはほぼ同じなので初回のスキームを検討した判断は、同名のその後の証券にも概ね適用できる。

格付け資料によりローレル1回債がトリプルAとされた主な理由(私見では信用リスクの負担関係の再編)は調べてみると、以下のように記載されている。

まず過去に事故歴の無い債権が選択されている。債務者数は529, 平均債権残高は2476万円(全債権額の0.19%に過ぎない)。債権の譲渡に特定債権法による第三者対抗要件を具備していること、取得される債権額に比べ債券発行額は低く抑えられ(この場合、131億円に対し100億円, なお調達企業の手取りは100億円から発行費用と現金準備など3.9億円を差し引いた96.1億円), SPCは債権代金の一部31億円分について支払いを保留するが(いわゆる超過担保 over-collateralization, また別の表現では事実上の劣後債権), この金額は、推定される債権の不履行率の確率を10倍した場合にも債券への償還が可能な十分な金額が確保されている。つまり十分な超過担保が置かれていること。

つぎに原債権の内部収益率13.99%に対し、発行される証券の加重平均金利は1.47%, これにサービシングフィーが0.5%, さらに諸経費を加えたとしても発行される証券のコストの方が圧倒的に低い。この差額を蓄えたものがスプレッドアカウント spread account と呼ばれ、一時的な流動性リスクは債券発行額から抜き取られた現金準備とこのスプレッドアカウントで対処することになる。この合計額はサービサー破綻時の回収金の一時的途絶にも十分耐える規模になっている。またサービサー破綻時にはサービサーをただちに解任できることが契約上織り込まれている。以上。

このような仕組みによってローレルについては、サービサーかつ調達企業である日本リースとは別個の格付け付与が行われ、日本リースの破綻にもかかわらずローレルの債券は格付けを下げられることなく市場に残されることが可能になったわけである(繰り返すが、私はトリプルAという点を信用リスクの負担関係の調整・変更という観点で見ている)。なおローレル債を購入したのは短期物は信金、農協連合会、長期物は生保とされる。しかしこの債券が投資家から今後どのような扱いを受けるのか、サービサーの破綻という未経験の事態の展開に

注目する必要がある。

日本リース破綻後に現実に経験されたトラブルは、サービサーとしては、信用格付けの高い第三者的な組織がより望ましいことを示したと言える\*。また格付け機関についてはモニター入りを早くすべきだったとの評価も可能だろう。

なおローレル債は信用補完のスキームとしてはいわゆる内部補完を手厚くした典型といえるが、信用補完のもう一つのタイプに外部補完がある\*\*。

第三者の高い信用格付けを利用した典型的な例としてダイエー (The Daiei, Inc.) による Printemps の例を見よう (表1-11)。98年2月から3月にかけて、ダイエーは入居保証金返還請求権の流動化を2回、資産担保証券市場で行った。ダイエーそのものの信用格付け (表1-12) は該当時期には BBB- にまで低下している。入居保証金流動化についてはマイカル北海道が1997年10月30日に発行した Multiple のケースでは、その格付けは親会社マイカルと同じ A+ にとどまった。同じ前提では Printemps を BBB- とされる可能性もあったが、元利払いを保証した損害保険会社の格付けが得られる格付けの上限となり、AA あるいは AAA の高い格付けとなった。

手厚い信用補完措置によって、スキームの調達企業からの独立性を高め、格付けが低いか低下した調達企業に、資本市場へのアクセス (より有利な資金調達機会) を確保する点に資産担保証券の意義の一つがある。あとで議論するように資産担保証券の意義をそこに限定することは正しくないが、そうしたアクセ

---

\* しかしながら資金調達企業はサービサーを兼業することで収入を得ている。あるいは信用補完の構造で劣後部分を実質的に保有することで、高い利回りを得ているし、債権回収に励むことにもなっている。このようにサービサーを兼業するからこそ、資金調達企業の資産流動化のメリットは大きい、逆にサービサー専業は収益的にきつとする指摘は実務家の文献にしばしば登場する。

格付けの低い企業は信用補完のコストの高さを、高利回りの劣後部分の手厚い保有やサービサーの兼業などによって補っている。それは丁度、不良債権の売却において金融機関が投資家に購入資金を融資することで利子収入を得て、売却収入の少なさを補うのとよく似ている。つまりこのスキームを資金調達企業が犠牲者で投資家は利益を貪るものと見るのは必ずしも正しくない。資金調達企業も受益者なのである。

\*\* 外部補完では保証料にあたるものが外部機関に支払われるから、調達企業は本音のところでは外部補完に積極的とは考えにくい。つまり内部補完で本音は済ませたいが、それでは投資家が満足しない場合に、外部補完に進むと見るべきであろう。

またこの保証料はいわゆる信用リスクを負担することによるものと考えられるから外部補完ではこの外部機関が信用リスクを負担し、その代償のリスクプレミアムを保証料という形で受け取るものと言える。



ス確保機能があることも事実である。

資産担保証券の資本市場へのアクセス拡大機能を示す事例の典型と考えられるのはオリエントコーポレーション（Orient Corporation 通称オリコ、旧社名オリエントファイナンス）の場合である。資本市場へのアクセス確保という機能把握の問題点はあとで述べることにして、次項ではオリコのケースの詳細を検討してみよう。

表1-1 日本リースの資産担保証券で国内市場販売分

名 称	発行日	発行額	サービサー	引受主幹事
Laurel Asset Funding	96/9/27	100億円	日本リース	長銀証券
Laurel Asset Funding II	97/3/26	110	日本リース	長銀証券
Aquarius Asset Funding	97/7/29	100	日本リース	東京三菱証券
Laurel Asset Funding III	97/10/27	100	日本リースオート	長銀証券
Laurel Global Japan	98/5/26	120	日本リース	長銀証券

注) 利払いは6ヶ月ごと、いずれも満期一括償還。格付けはトリプル A、小稿で取り上げた格付けは日本格付け投資情報センターによる。

表1-2 日本リースの資産担保証券でユーロ市場販売分

名 称	発行年月	発行額	種 別
Turquoise Funding	Feb. 97	¥ 30bn	5 year FRN
Turquoise Funding II	July 97	\$ 250m	5 year floater
Jupiter Funding	Nov. 97	\$ 250m	4 year FRN
Gnome Funding	Feb. 98	\$ 397m	5 year floater

資料：IFR。いずれも外国系格付け機関がトリプル A に格付け

表1-3 日本リースの大株主の推移

単位：%

年月末	98/3	97/3	96/3	..	93/3	92/3	..	89/3
リ コ ー	5.4	5.4	5.2	..	5.2	4.9	..	4.9
長 銀	4.9	4.9	4.9	..	4.9	4.9	..	4.9
東京三菱銀行	3.8	3.8	2.1	..	2.1	2.1	..	2.1
東海銀行	2.1	2.1	2.1	..	2.1	2.1	..	2.1
住友信託銀行	2.1	2.1	2.1	..	2.1	2.1	..	2.1

注) 東京三菱銀行の欄は96/3以前は三菱銀行の分のみ

表1-4 日本リースの収入部門構成の推移

単位：%

決算期	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3	91/3	90/3	89/3
リース収入	64	62	65	63	62	55	49	46	49	50
割賦収入	24	25	19	19	16	22	18	18	22	24
その他*	12	13	16	18	22	23	32	36	29	26

注) \*その他のほぼ半分は営業貸付金利息収入。

資産担保証券の財務的意義について

表1-5 日本リースの主要財務指標の推移

単位：億円，%

期 末	98/3	97/3	96/3	95/4	94/3	93/3	92/3
総 資 産	22,430	24,250	24,919	26,980	28,575	31,136	32,798
純 資 産	237	222	203	786	789	783	777
長 短 借 入 金	19,216	20,988	21,944	23,052	24,596	26,685	27,436
経 常 利 益	15	19	8	5	21	2	22
当 期 利 益	na	19	-582	1	11	13	45
自 己 資 本 比 率	1.1	0.9	0.8	2.9	2.8	2.5	2.4
売上高経常利益率	na	0.4	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4

表1-6 日本リースの大口融資先 (98/3)

単位：億円

日本リースレック	872
銀座2丁目ビル	626
大和エンタープライズ	324
新都市エンタープライズ	281
都 地 所	256
レ イ ク	238
エ ー エ ル エ ー	206
葛 西 不 動 産	182
アザリアコーポレーション	179
ジェーシーアール	153
計	3,317

資料：A'98.8.31

表1-7 日本リースの借入先の構成 (98/8)

信 託 銀 行	3,669億円(20.3%)
農 林 系	3,415 (18.9)
生 保	3,224 (17.8)
都 市 銀 行	2,804 (15.5)
長期信用銀行	2,621 (14.5)
地銀, 第2地銀	1,107 (6.1)
そ の 他	1,276 (7.0)
計	1兆8,116億円

資料：N98.10/20

表1-8 日本リースの大口債権者 (98/3)

単位：億円

日本長期信用銀行	2,550
住友信託銀行	1,500
三菱信託銀行	1,500
農 林 中 金	1,210
東京三菱銀行	860
第 一 生 命	620
東 海 銀 行	590
住 友 銀 行	460
日 本 生 命	460
三 和 銀 行	320
県信連・共済連	2,320

資料：A98.9/29 概数

表1-9 日本長期信用銀行の大口融資先 (98/3)

単位：億円

日 本 リ ー ス	2,555
東 京 電 力	1,966
石 油 公 団	1,903
イアイイーインターナショナル	1,837
日 本 信 販	1,680
オリエントコーポレーション	1,569
共同債権買取機構	1,398
ラ イ フ	1,252
ファーストクレジット	1,083
プ ロ ミ ス	1,047
ア コ ム	1,027
熊 谷 組	1,018

資料：A98.9/30

経済研究所研究報告 (1999)

表1-10 日本長期信用銀行の格付けの推移 (日本格付け投資情報センター 以下同じ)

3月末	91	92	93	94	95	96	97	98	98/6/19	98/10/2
格付け	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A	BBB+BBB+→BB+	BB+→BB-	

ダイエーの概要 (設立1957/4)

株主資本	2,494億円 (98/2)	資本金	520億円 (98/2)
従業員	16,929名 (98/2)	営業利益	▲169億円 (98/2)
売上高	24,028億円 (98/2)		

ダイエーの大株主 (98/2)

ダイエーホールディングコーポ	4,666万株 (6.5%)
神戸セントラル開発	4,250 (6.0)
マルナカ興産	3,188 (4.5)
中内インターナショナル	3,000 (4.2)
マルエツ	2,127 (3.0)

表1-11 ダイエー関連の資産担保証券の格付け

単位：億円

略称	格付け日	格付け	発行日	償還日	発行額	元利払い保証
Rainbow	98/2/27	AA	98/2/27	2000/11/27	61.77	日動火災海上
Printemps	98/3/24	AAA	98/3/24	2000/9/24	96	三井海上火災

表1-12 ダイエー自身の格付けの推移

3月末	93	94	95	96	97	98	97/7/9	98/2/26	98/6/14
格付け	A	A	A+	A+	A+	BBB+	A+→A-	A→BBB+	BBB+→BB

表1-13 スーパー5社の財務比率比較

単位：%

決算期	自己資本比率			売上高営業利益率			総資本利益率		
	98/2	97/2	96/2	98/2	97/2	96/2	98/2	97/2	96/2
ダイエー	19.15	20.56	21.79	-0.59	0.10	1.62	0.09	0.10	1.11
イトーヨーカ堂	73.67	72.84	72.84	3.54	3.70	4.26	4.93	5.37	5.94
ジャスコ	38.44	36.87	33.14	1.37	2.37	2.40	1.53	2.07	1.83
西友	12.42	18.81	18.58	1.02	1.47	1.74	-4.32	0.76	0.71
マイカル	36.73	32.08	28.04	1.48	1.49	1.41	1.22	1.12	0.70

表1-14 ダイエーの外人持ち株比率の推移 単位：%

2月末	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
比率	4.5	5.5	2.6	2.4	2.4	8.1	4.7	6.1	4.6	4.1

## 2. オリентコーポレーションについての検討 (Meaning of ABS for the Lowgraded) —格付けが低い会社にとってのABSの意義—

資産担保証券をこれまで最も活用してきた企業にオリентコーポレーション(オリコ Orient Corporation)がある。1996年9月から98年6月までの1年9ヶ月間に国内だけで資産担保証券で実に1400億円を調達している(このほかに98年2月にはユーロ債も発行している)。流動化の対象は一貫して自動車ローンである。自動車ローンは1件ずつは小口であるが債務不履行率は経験的には低い。数万本の債権を1本にまとめて流動化することになるが、こういった債権は集合させることで始めて証券化が可能になる商品でもある。格付けを見るとオリコそのものはBBB-からBB+であるのに(表2-4)、その資産担保証券は一貫してトリプルA(AAA)の格付けを得てきたこともわかる(表2-5)。

ローレルに続きここでも1回債について具体的なスキームを見よう。

この格付けを得た主な理由付けは、過去に事故歴の無い債権が選択されていること。プールされた債権件数は20,258件、平均債権額は約173万円。債権譲渡において特定債権法上の第三者対抗要件を具備していることに加え、債権の

オリентコーポレーションの概要(設立1951/3)

株主資本	2,735億円(98/3)	資本金	532億円(98/3)	
従業員	5,108人(98/3)	営業利益	133億円(98/3)	
98/9現在	肩書	名前	就任	前勤務先での主たる役職
主要役員	社長	新井 裕	1993/10	第一勧業銀行副頭取
	副社長	竹脇 政治	1991/6	太陽神戸銀行常務取締役
	副社長	金井 久兮	1994/6	第一勧業銀行常務取締役
	副社長	飯島 巖	1998/6	第一勧業銀行常務取締役

表2-1 オリコの大株主の推移

単位：%

年月末	98/3	..	91/3	90/3	89/3
第一勧業銀行	5.0	..	5.0	4.2	4.6
さくら銀行*	5.0	..	5.0	3.5	3.8
ソニースポーツエンターテインメント**	5.0	..	5.0	5.0	5.5
朝日生命保険	4.7	..	4.7	4.7	5.2
日本生命保険	2.9	..	2.9	2.9	3.2

\* 91/3以前は太陽神戸銀行の分

\*\* 90/3まではソニー商事、また93/3まではソニーファイナンスインターナショナル

表2-2 オリコの大口借入先・借入額の推移

単位：億円

期 末	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3	91/3	90/3
第一勧業銀行	3,178	3,178	3,176	3,105	2,934	2,926	2,889	2,793	1,858
さくら銀行	2,317	2,317	2,317	2,316	2,339	2,340	2,290	2,290	1,165
日本興業銀行	1,985	1,986	1,986	2,047	2,078	2,093	2,144	1,894	1,647
長 銀	1,569	1,569	1,569	1,618	1,673	1,673	1,762	1,685	1,511
三菱信託銀行	1,476	1,476	1,419	1,431	1,447	1,449	1,421	1,177	1,167

表2-3 オリコの部門別取扱構成の推移

単位：%

決算期	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3	91/3	90/3	89/3
総合斡旋	5.1	4.2	3.8	3.4	3.6	3.2	2.8	2.4	2.0	1.6
個品斡旋	25.8	25.2	22.1	19.6	18.8	18.1	19.0	20.0	22.1	23.2
信用保証	27.4	27.5	28.8	27.8	26.8	27.0	24.0	21.4	22.9	20.7
融 資	13.1	12.2	11.9	11.2	12.0	17.8	24.5	25.3	19.5	12.4
事業金融	28.6	30.9	33.4	38.0	38.8	33.9	29.7	30.9	33.5	42.1

表2-4 オリコ自身の格付けの推移

3月末	93	94	95	96	97	98	98/10/7
長期格付け	BBB+	BBB-	BBB-	BB+	BBB-	BBB-	BBB-→BB

表2-5 オリコ関連の資産担保証券の格付け金額

単位：億円

略 称	格付け日	格付け	発行日	最終償還日	発行額
OAFJ1	96/9/4	AAA	96/9/10	2001/9/10	300
OAFJ2	97/3/10	AAA	97/3/10	2002/3/8	300
OAFJ3	97/9/10	AAA	97/9/10	2002/9/10	300
OAFJ4	97/12/3	AAA	97/12/10	2002/12/10	200
OAFJ5	98/6/10	AAA	98/6/10	2003/6/10	300

表2-6 ノンバンク上場5社の財務比率

単位：%

決 算 期	自己資本比率			売上高営業利益率			総資本利益率		
	98/3	97/3	96/3	98/3	97/3	96/3	98/3	97/3	96/3
オリックス	3.55	3.87	3.83	4.97	3.34	3.00	0.16	0.16	0.16
日立クレジット	21.27	21.00	21.35	5.68	5.71	5.82	1.23	1.15	1.15
オリコ	4.28	4.18	4.03	3.77	3.23	2.83	0.10	0.10	0.11
東京リース	2.29	2.24	3.40	1.76	1.53	0.99	0.01	-1.59	-0.78
ダイヤリース	3.77	3.16	3.06	-3.47	2.11	1.61	-1.54	0.15	0.14

#### 資産担保証券の財務的意義について

倒産確率が3倍増加したとしても償還に十分な十分な超過担保（発行額300億円に対し債権額は350億円）が置かれていること。なおオリコが取得するのは発行額から、当初発行費用1.8億円と現金準備2億円とを差し引いた296.2億円。

また原債権の加重平均実質金利が10.8%に対し、発行証券の加重平均金利は1.64%でサービシングフィーは1.5%。原債権の金利が発行証券のコストを大きく上回っており、この差額を蓄えるスプレッドアカウントが現金準備とともに一時的な流動性不足に対処する十分な大きさになっていること。こうした点がトリプル A の理由となっている。

最近の市場ではシングル A 格以上ないと市場での資金調達は無理とされている。したがってオリコはそもそもこの仕掛けでないと、市場資金調達ができなかった（オリコの直近の社債発行は1991年で国内で無担保普通社債を計200億円、海外でユーロ円債を60億円発行している。しかしこのあとは発行の記録がない）。しかも AAA であるから相対的低金利で調達したことになる。

ここには資金調達企業の格付けが低下した場合の資産担保証券の役割の問題が典型的に出ている。資産担保証券によって、オリコは本体の格付けの低下にもかかわらず、資本市場から資金調達する直接金融が可能になった。これは無視できない役割である。

しかしここでは有価証券報告書を利用して、企業財務の流れの中で資産担保証券がどう機能しているかをさらに調べてみよう。

オリコの資金収支表（表2-7）では債権流動化（オフバランスシート化）の意義がよく出ている。流動化の段階で資金調達とはなるが、社債のように将来、社債の償還負担が現れるものではない。だからこそ債権流動化で資金調達すると、必要資金量はオリコ全体では小さくなり借入金の圧縮が可能になる（バランスシートが改善される）。96年度から97年度にかけて債権流動化のおかげで資金活動収支はマイナスをまぬがれた。また事業活動収支のマイナスが補われた。

資金収支表（表2-7）と貸借対照表（表2-8）で明らかのように、オリコは94/3以降、借入金額の減額を進めてきたが、内容的には、長期借入金を借入を上回る規模で返済することで、とくに長期借入金残高の圧縮を進めてきた。

94/3と95/3を見ると短期貸付金、事業貸付金、割賦売掛金の減額で必要資金量の圧縮の大部分を説明できる（表2-8）。96/3以降は、割賦売掛金残高は増加しており必要資金量の押し上げ要因に変化し、事業貸付金の減額が必要資金量

の圧縮に貢献している。事業貸付金の減額が年ごとに小さくなっているのは、減額しにくい貸付金が残されていることを示している。この状況で借入金の減額を進めるためには、割賦売掛金をさらに流動化して資産規模を下げ必要資金量を減らすことが必要だったことが理解できる。

そして95年から97年にかけてはすでにかなり大規模な流動化を行っているにもかかわらず割賦売掛金が絶対額で増加し必要資金量の押し上げ要因になっていることに、借入金の削減を進めているオリコの経営陣は相当に危機感を持ったのではないだろうか。

オリコがこの間、流動化してきたのは自動車ローンである。オリコの資産規模はこの間低下してきたが、この低下は主として事業貸付の減少による。営業資産残高で見ると(表2-9)自動車ローンは最大項目で92-93年は22-23%台になっていた。これに対して97-98年にはこれは19%台に小さくなっている。この低下は自動車ローン流動化の影響を反映している。従って流動化は営業資産

表2-7 オリコの資金収支表

単位：億円

決算期	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3
収 入							
短期借入金	23,034	27,935	34,009	42,459	35,470	36,236	43,564
長期借入金	3,298	3,966	3,973	4,486	3,213	6,700	5,831
借入有価証券	-	-	-	-	-	217	183
社債	-	-	-	-	-	-	160
増資	-	-	-	-	-	-	-
債権流動化*	1,451	1,358	428	*	*	*	*
その他**	588	18	4	220	147	79	464
収 入 計	28,371	33,277	38,414	47,165	38,829	43,233	50,203
支 出							
短期借入金返済	23,182	27,245	34,311	41,323	36,577	36,891	44,535
長期借入金返済	3,910	5,527	6,988	7,820	5,280	5,636	4,191
借入有価証券返済	27	54	386	58	78	208	334
社債償還	169	60	-	420	-	-	123
その他	100	38	224	-	-	-	57
支 出 計	27,388	32,924	41,909	49,621	41,935	42,738	49,240
資金活動収支	983	353	-3,495	-2,456	-3,106	495	963
事業活動収支	-741	-556	3,308	1,886	2,594	-682	-3,604
資金総合収支	242	-202	-187	-570	-511	-187	-2,641

\* 債権流動化収入の開示は96/3以降。それ以前はその他に含む。

\*\* 主な内容は95/3までは投資有価証券の一時所有有価証券への振替。97/3以降は現預金中の特定金銭信託のその他区分への振替。

資産担保証券の財務的意義について

表2-8 オリココーポレーションの貸借対照表(抜粋)

単位：億円

決算期	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3
短期借入金	16,406	16,554	15,864	16,166	15,030	16,138	16,792
1年内長期借入	3,658	3,879	5,513	6,851	7,062	4,964	5,425
長期借入金	7,755	8,126	8,072	9,750	12,872	17,038	15,517
借入金合計(1)	27,819	28,579	29,449	32,767	34,964	38,140	37,734
総資本(2)	63,931	64,569	65,973	70,057	72,922	76,321	73,209
(1)/(2) %	43.5	44.3	44.6	46.8	47.9	50.1	51.5
現預金	1,190	944	1,148	1,263	1,733	1,681	1,954
割賦売掛金	20,088	19,517	19,320	19,247	20,124	21,020	22,052
信用保証*	25,934	25,918	26,116	26,285	26,015	26,015	23,689
事業貸付金	8,983	9,921	11,281	14,531	15,726	15,926	16,012
短期貸付金	280	300	250	1,000	1,515	3,681	2,447
対同前期比							
現預金(3)	246	-204	-115	-470	52	-273	-2,651
割賦売掛金(4)	517	197	73	-877	-896	-1,032	705
信用保証*(5)	16	-198	-169	270	0	2,326	4,161
事業貸付金(6)	-938	-1,360	-3,250	-1,195	-200	-86	-187
短期貸付金(7)	-20	50	-750	-515	-2,166	1,234	2,447
総資本	-628	-1,404	-4,084	-2,865	-3,399	3,112	4,412
借入金合計(8)	-760	-870	-3,318	-2,197	-3,146	406	669
(8)と同調	6,7	6,3,5	6,7,5	6,4,7	7,4,6	5,7	5,7,4

\* 信用保証割賦売掛金

表2-9 オリコの営業資産残高における自動車ローン

(単位：億円、%)

期末	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3	91/3
営業資産(1)	56,111	56,838	58,325	61,984	64,130	65,167	63,212	58,855
オートローン(2)	10,763	11,028	12,228	13,415	14,136	14,836	14,423	13,707
(2)/(1)	19.2	19.4	21.0	21.6	22.0	22.8	22.8	23.3
流動化残高	2,672	1,834	up	up	up	up	up	up

注：upは未開示情報。流動化残高を入れると98/3は22.9%、97/3は21.9%。

表2-10 オリコの外人持ち株比率の推移

単位：%

3月末	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
外人比率	1.9	1.6	1.6	2.4	3.5	5.8	5.4	8.9	9.5	8.4

注) オリコは旧オリコファイナンスが89/10に社名変更したもの。

に占める自動車ローンへの偏りを是正する効果も挙げている。

オリコにおける割賦売掛金流動化には、以上述べたように借入金の減額をすでに進めている企業ゆえの理由付けがあると言えよう。

以下ではさらに別のケースの検討を進めてゆく。



### 3. 資産担保証券の意義の所在 (Working of ABS in practice)

#### 3-1 資金調達企業の格付けがコピーされる場合

しばしば調達企業の格付けとは別個のより上位の格付けを得られ有利な資金調達が可能になるから、資産担保証券を発行するのだと解説されるが、そうした説明では、説明がつかないケースがある。

実際の事例には調達企業の格付けと資産担保証券の格付けが一致しているケース（必ずしも有利発行でない）がある。こうした場合の資産担保証券の発行は、債権流動化一般の意義と同様に、保有資産の流動化によるバランスシートの改善効果を期待してのことだと言える。それは債権流動化に常に付随する意義だが通常目立たない。

しかしこの状況では、調達企業は単に資金調達であれば調達コスト上、あまり差がない資本市場からの資金調達を自らの信用力で行うことが可能であり、あえて資産担保証券で資金調達をしたのは資産流動化による資金回収早期化のメリットを大きいとみたか（キャッシュバランスの回復）、自ら資金調達した場合にはバランスシートが拡大してしまう（また債務比率は悪化してしまう）が、そうしたオンバランス型の資金調達を避けたいと判断したか、あるいはその両者だということが浮かび上がる。

表3-1 資産担保証券の格付けが関係企業と同格となった事例

略称	格付日	格付け	発行日	償還日	発行時の関係企業の格付け
Multiple ARES	97/10/20	A+	97/10/30	2002/10/30	マイカル A+ 第一勧業銀行 (DKB) AA その後、DKB の格付け変更 AA- に合わせ AA- に変更98/3/6
	97/11/12	AA	97/11/25	2002/11/25	

表3-2 マイカル自身の格付けの推移

3月末	92	93	94	95	96	97
格付け	AA-	AA-	A+	A+	A	A+

表3-3 マイカルの外人持ち株比率の推移

単位：%

2月末	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
外人比率	10.6	9.5	5.3	5.6	6.2	6.4	5.3	4.9	5.9	7.3

注) マイカルは旧ニチイが96.7に社名変更したもの。

表3-1に同格になっている例を挙げた。

Multiple（資金調達企業はマイカルの51%出資の子会社、マイカル北海道だがマイカルと一体とここでは考えている）の場合は、マイカル（旧ニチイ）からマイカル北海道への元利払いが直接、SPC (Multiple) から投資家への元利払いにつながる構造になっている点から、マイカルの格付けと同格となっている。つぎにARES（第一勧業銀行保有の担保不動産の流動化）の場合は、①対象債権が第一勧業銀行 (DKB) が貸付債権の抵当権を設定したものに限定されること、②利払い資金がDKBの払出目的限定の定期預金で用意されること、③償還資金不足時にはDKBとの劣後特約付き金銭貸付契約によりDKBに貸付を求めることが保証されていること、これらの点からDKBとARESの格付けは同格とされている。

理論的に考えるとこうした場合、調達企業は他の方法を利用せずに資産担保証券の市場をあえて選択したことになる。

だからこの二つのケースでは資産の流動化ということが、資産担保証券発行の直接のあるいは重点的な目的になっていると考えられる。

すなわち資産担保証券発行による債務比率上昇の回避が、資産担保証券発行の重要な理由となっていたと考えられる。もちろん孤立した証券化案件が財務比率に与える影響は一般化できない。Multipleの発行額33億円強、ARESの発行額100億円に対し、97年8月末でマイカル北海道の総資産は633億円、マイカルは7966億円、97年9月末で第一勧業銀行の総資産は実に52兆5900億円。一つの案件の影響は様々である。

ところで財務比率と言えば、いわゆる格付けが高い企業ほど格付けの判断材料の一つとなる財務比率の維持改善に熱心である。

こうした企業は他の資本市場のアクセスの機会が豊富にあるから資産担保証券市場に一見無縁に見える。しかしこうした企業が資産担保証券に注目するようになっている。それはなぜだろうか。そこに資産担保証券のより一般的な意義付けのより鮮明な説明が存在するのではないだろうか。

次項ではこのことを実例を通して検討しよう。

### 3-2 資金調達企業自身が上位格付けを保有する場合

さらに調達企業自身が上位格付けを保有する場合にも資産担保証券が発行さ

れることがある。このような場合、資本市場で低金利資金の調達が可能であるのだから、資金コストにだけ注目していると、資産担保証券を仕組むコストを考えると、なぜわざわざ資産担保証券を発行するのは全く説明がつかない。

逆にこうした場合には資産担保証券が発行されることが、財務上の数値の改善に資産の流動化が役立つからだということが最も鮮明になる。またこうした高格付け企業は直接金融からの資金調達の可能性を今後ももっているからこそ、格付け機関からの高い評価を今後も得るためにも、財務比率の維持改善に気を使うのである。

実例として、日立クレジット (Hitachi Credit Corporation) による資産担保 CP の発行を取り上げる。

日立クレジットは日立製作所の子会社であり (日立製作所の株式持分は52%前後)、日立グループ内の資金管理「銀行」的役割を担っている\*。オリコの場合とは違ってこの間、自社の資産規模は増加を続けている。したがってリストラ過程にあるオリコとは資産担保証券を発行することの意味や意義の重点が異なってくることも想定できる。

日立クレジットの場合、同じ93年3月期を底に総資産規模はオリコとは逆に拡大している (表3-6)。しかしその中身が問題である。売掛金の肥大が生じていたのである。もし自己資本の増強や売掛金の流動化がなければ借入金の増加から財務体質は悪化する。それは連結ベースでは親会社の財務体質の悪化とも

日立クレジットの概要 (設立1960.8)		日立製作所の概要 (設立1920.2)	
資本金	76億円 (98/3)	資本金	2,817億円 (98/3)
従業員	2,278名 (98/3)	従業員	71,160名 (98/3)
売上高	4,064億円 (98/3)	売上高	40,780億円 (98/3)
営業利益	231億円 (98/3)	営業利益	468億円 (98/3)
主要株主 (98/3)	日立製作所 52.3% 住友信託 3.7 安田信託 3.7	主要株主 (98/3)	日本生命 3.8% ナツクムコ 3.2 持株会 3.0

\* 企業グループ内で資金の集中管理をする動き (cash management system の導入) が広がっているが、これには日立クレジットやリコーリースなどの場合のように金融子会社で集中管理する場合と、たとえばソニーやセイコーのように親会社とその役割を果たす場合と二つのパターンが存在するがかなり一般的な動向といえる。いずれの場合も資金の集中管理をする会社の信用力が高いことが前提になる。こうしたグループ内での資金効率の向上という観点には、財務諸表が連結ベースで作成されるようになった (連結財務諸表 consolidated financial statement への移行) ことも関係している。

資産担保証券の財務的意義について

表3-4 日立製作所の格付けの推移

3月末	92	93	94	95	97	98	98/8
長期債	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA → AA+
短期債	A・1+	A・1+	A・1+	A・1+	A・1+	A・1+	

表3-5 日立クレジットの格付けの推移

3月末	93	94	95	96	97	98
長期債	AA	AA	AA	AA	AA	AA
短期債	A・1+	A・1+	A・1+	A・1+	A・1+	A・1+

表3-6 ノンバンク4社の総資産の推移

(単位：億円)

月末	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3
日本リース	22,430	24,250	24,919	26,980	28,575	31,136	32,798
オリコ	63,931	64,569	65,973	70,057	72,922	76,321	73,209
日立クレジット	6,777	6,560	6,201	5,531	5,482	5,449	5,466
リコーリース	5,971	5,710	5,405	4,957	4,623	4,390	na

表3-7 日立クレジットの部門別取扱構成の推移

単位：%

決算期	98/3	97/3	96/3	95/3	94/4	93/3	92/3	91/3	90/3	89/3
提携ローン販売	23.8	22.9	17.7	18.5	16.7	17.0	20.7	24.8	22.0	25.2
リース	26.1	30.2	30.5	34.9	35.1	37.8	39.3	41.9	42.2	41.6
割賦債権買取	25.4	20.1	20.5	22.2	22.1	23.3	20.1	12.9	14.7	12.3
信用保証	5.9	7.7	14.3	11.4	14.4	8.5	7.6	8.8	8.6	8.5
クレジットカード	3.8	4.7	5.0	5.8	5.7	6.0	6.1	5.6	5.6	6.1
割賦販売その他	15.0	14.4	12.0	7.2	6.0	7.4	6.2	6.0	6.9	6.3

表3-8 日立クレジットの売掛金残高の推移 (半期ごと 95/3～98/3 期末) 単位：億円

期末	98/3	97/9	97/3	96/9	96/3	95/9	95/3
期末売掛金残高(1)	2,152	2,665	2,346	2,263	2,188	1,941	1,542
(1)/総資産 %	31.8	37.4	35.8	35.4	35.3	32.6	27.8

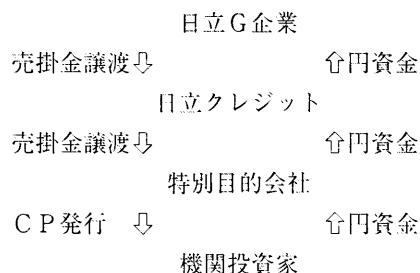
表3-9 日立クレジットの債権買取額の推移 (半期ごと 95/9～98/3 期間) 単位：億円

期間	98/3	97/9	97/3	96/9	96/3	95/9
債権買取額(1)	1,500	1,334	978	988	650	934
(1)/総取扱高 %	25.9	24.5	19.8	20.3	14.2	21.3

表3-10 日立クレジットの短期資金調達（半期ごと 95.9～98.3 期末） 単位：億円

期 末	98.3	97.9	97.3	96.9	96.3	95.9
短期借入金	739	824	791	861	773	1,184
C P	410	1,000	470	400	440	360
小 計	1,149	1,824	1,261	1,261	1,213	1,544

図2 日立クレジットの売掛債権担保CP発行



資料：N98.3.5

なる。財務諸表上は96年3月期頃から売掛金の水準は35%台に高止まりし、97年9月期には総資産の37%を越えている（表3-8）。

さらに割賦販売債権の買取の増加には97年後半からの銀行の貸し渋りも影響している。後述するように日立はこれに伴う資金需要を自社発行CPの増発で一旦賄った。それは日立の負債比率の増加になる。これが98年に入ってから日立としての売掛債権のSPCへの譲渡、SPCでのCPでの流動化への転嫁を不可避にしたのである。

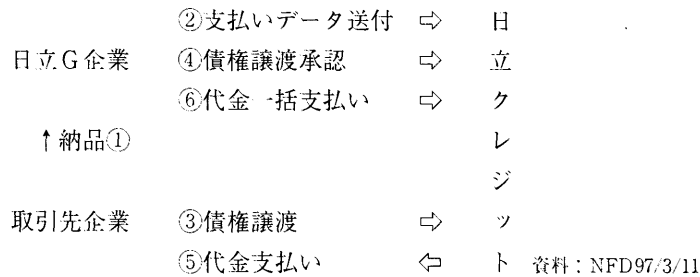
日立クレジットは98年3月に売掛債権担保CPの発行に乗り出した（図2）。このときの発行規模は3月末までに発行枠一杯の1200億円程度とされた。報道はこれを日立グループ企業の資金調達として報道し、事業会社が発行する資産担保CPとして過去最大規模と伝えた（N98/3/5）。

日立クレジットは、この場合、上位の格付けを生かして通常の直接金融を行ってもよかったが、しかし自らのバランスシートをきれいに保つ（財務比率を維持改善する）ためには、売掛金の流動化という資金調達方法への移行が、望ましいと判断したと考えられる。短期資金調達の経過をみると（表3-10）、97年9月期に日立のCP発行残高の急増が見られる。しかし98年3月の資産担保CP発行によってこれはきれいに置き換えられて、98年3月期には日立のCP残高は例年の大きさに縮小している。

そこにあるのは、日立グループ企業の資金需要増加＝日立クレジット段階で

資産担保証券の財務的意義について

図3 日立クレジットの支払い代行サービス



の売掛金（売掛債権）の増加のもとで、日立クの負債比率の増加を避けたいという判断が考えられる。

日立クレジットは96年3月期から図3のような支払い代行サービスを開始している。グループ内の資金決済を代行するサービスであるが、手数料をとって期日前支払いにも応ずることで銀行による当座貸越に代替することになる。その広がりには97年3月期末でグループ7社とその取引先述べ3500社強となっていた（NFD97/3/11）。このようなサービスの展開も日立クレジット側での売掛債権買取額や資金必要額を押し上げたのではないかと考えられる。日立クレジットの資産担保証券の発行はこうした流れの中で生み出されたものである。

日立クレジットの行動の背景をみよう。

日立クレジットは東洋信託銀行とともに1987年のリースプロパティ信託の開発でわが国での証券化の先鞭を付けたとの自負を持ち（ただしこの点の認識は社会的には一般的でない）、リース債権の流動化も94年から取扱を開始するなど、資産証券化の動きの先頭に立つ企業の一つである。

また日立クレジットは、格段に高い自己資本比率を持つことでも直接金融の活発な利用者としても知られている。日立クレジットはノンバンクとしては不良債権をほとんど抱えていない優良企業で、89年にはノンバンク業界で始めてAA格を取得、社債での資金調達を行ってきたほか、93年からはノンバンク業界で始めてコマーシャルペーパーを発行するなど、高格付けを利用して直接金融を活発に行ってきた。

日立クレジットの直接金融による資金調達シェアの高さはつとに有名である。

有利子負債に占める直接金融ルートの比重は95年3月期にはほぼ50%に達し、96年3月期には60%を、さらに98年3月期には70%を越えるという驚異的な高さにある（表3-11）。

日立クレジットの高格付けを日立グループ全体の資金調達に利用するという関係がそこには成立している。ただし長期債では AAA の日立製作所と比べて、AA の日立クレジットが上位の格付けとは言いにくい。しかし AA も満足すべき高格付けではある。短期債では、日立製作所とともに最上位格付けを得ている（表3-4、表3-5）。

日立クレジットはその後、98年10月22日に資本金10億円で日立クレジット証券準備会社を設立、12月1日の金融システム改革法施行日にただちに証券業登録を申請し、証券業務を行うことになった。公社債、投資信託等の販売とともに売掛債権等の資産担保証券の販売に特化するとしており、自社グループだけでかなりの規模が見込める（日立クレジットだけでもリース債権と売掛債権の合計残高は5000億円近い。日立製作所の売掛債権残高は1兆円程度とされる）からあろうが、資産担保証券の販売を事業会社が自社グループ内で行う積極姿勢が注目される。

表3-11 日立クレジットの期末有利子負債構成比率の推移 単位：%

年 月 末	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3
短期借入	22.1	24.6	25.8	26.8	28.9	38.6	45.8
C P (1)	12.2	14.6	14.7	15.0	8.3	-	-
長期借入	5.1	7.1	11.7	23.9	36.7	42.1	42.7
社債・CB (2)	60.6	53.7	47.8	34.3	26.1	19.3	11.5
合計 (3)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
{ (1) + (2) } / (3)	72.8	69.1	62.5	49.3	34.4	19.3	11.5
参考							
自己資本比率	21.27	21.00	21.35	23.08	22.46	21.65	20.87
自己資本利益率	5.80	5.45	5.21	5.18	5.08	5.05	6.11
インタレストカバレッジ	3.26	2.99	2.52	2.20	1.94	1.79	1.61

総資産利益率=利益/総資産  
 自己資本比率=自己資本/総資本  
 自己資本利益率=(利益/総資産)×(総資産/自己資本)  
 インタレストカバレッジ=利払い前利益/(支払い利息+割引料)

表3-12 日立クレジットの外人持ち株比率の推移 単位：%

3月末	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
比率	1.6	4.4	7.7	11.2	12.2	15.3	17.0	18.3	16.5	12.5

表3-13 日立製作所の外人持ち株比率 単位：%

3月末	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
外人比率	8.7	10.0	12.7	15.1	16.0	18.9	19.5	23.6	25.6	27.1

## —むすび—資産担保証券の財務的意義—

小稿が事例に即して批判した見解は、資産証券化を、信用力が低下したり信用力が劣っている企業（負債増加が困難であると同時に負債増加を避けねばならない財務リストラ中の企業）に直接金融（借入に代わる資本市場からの資金調達方法）の道を開く手段とする考え方である。この考え方は一つの側面を捉えてはいるが、証券化を資本市場へのアクセスの問題として狭くとらえている。この見解では資産証券化の特定の局面しか説明できない。また資産担保証券のより広範な可能性を無視する点で問題がある。

とくに格付けの高い会社による資産担保証券発行がこの考え方から説明できないことは大きな問題である。資本市場に容易にアクセスできる高格付け会社がなぜ資産担保証券を発行するかが、この考え方では説明できない。

私見では、企業財務に密着することで、企業格付けがどうであれ共通する資産担保証券の発行理由を以下のように整理できる。

無意識のあるいは意識的にある資産項目（たとえば売掛債権）の増加が、資産担保証券発行の引きがねになる。なお資産担保証券の格付けの比較から明らかのように、資金調達コストはその企業が保有する他の資金調達方法のコストに比べ、そもそも決定的に低いわけではない。つまりコストの差が主因でこの証券発行が選択されるのではないということがポイントである。

それが発行される主因は、資産の売却流動化は増加した資産項目を圧縮すると同時に、資金の調達（キャッシュの回復）になるが負債を増加させない（償還の必要がない）という特性をもった資金調達になる点にある。この特性に発行理由があるというのが今一つのポイントである。

発行する会社の違いにより、資産担保証券が発行される2つのパターンも識別できる。

格付けの高い会社は、企業グループ内での「銀行的」役割を分担していることから今後の資本市場での資金調達の可能性に備えて財務比率の維持改善（目標比率 target ratios の設定管理）を行っていることが多い。このような会社はある資産項目の増加が借入や社債発行の増加＝負債の増加につながることを警戒する。格付け機関など外部の目を気にして、借入や社債発行が可能であっても、



それは負債の増加につながるから避け、増加した当該資産項目の売却流動化（資産担保証券の発行）を選択するのである。

格付けの低い企業は、いわゆる財務リストラ（再構築）の過程にあり、高くなり過ぎた債務比率を引き下げる過程にある。そのために別の資産項目（たとえば貸付金）を意識的に削減し、総資産の圧縮に努めている。その効果として借入金の減少が実現するはずが、ある資産項目の増加が生ずると、意図していたような借入金の減少につながらなくなる。こうした場合に、ある資産項目の増加が借入金の増加（借入金減少額の縮小）につながることを避けるために、ある資産項目の売却流動化（資産担保証券の発行）を選択するのである。

（ふくみつ・ひろし 成城大学経済学部教授，経済研究所所員）

#### 使用資料名一覧

『朝日新聞 A』、『会社四季報』、『会社四季報（非上場会社版）』、『金融ビジネス』、『日経会社情報』、『日経会社総鑑（非上場会社版）』、『日経金融新聞 NFD』、『日経経営指標』、『日経公社債情報』、『日本経済新聞 N』、『有価証券報告書』、『International Financial Review』、『JCR 格付け』、『NIS レイティング』、『R&I Rating News』、『R&I Rating News Monthly』、『S&P Japan Focus』ほかインターネット上の開示資料。

関連論文：福光 寛「日本における資産証券化の展開」『成城大学経済研究』

（上）第142号，1998/10，（下）第143号，1998/12.

著者連絡先 tel. 03-3816-3425 fax. 03-3816-3426 e-mail: fukumitu@seijo.ac.jp

資産担保証券の財務的意義について (研究報告 No. 21)

---

平成11年3月20日 印刷

平成11年3月25日 発行

非売品

著者 福 光 寛

発行所 成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電話 03 (3482) 1181 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社

---