

『証券経済学会年報』第50号別冊  
第84回秋季全国大会  
学会報告論文

「アメリカ式ノン・リソース・ファイナンスの展開」

# 「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

松山大学

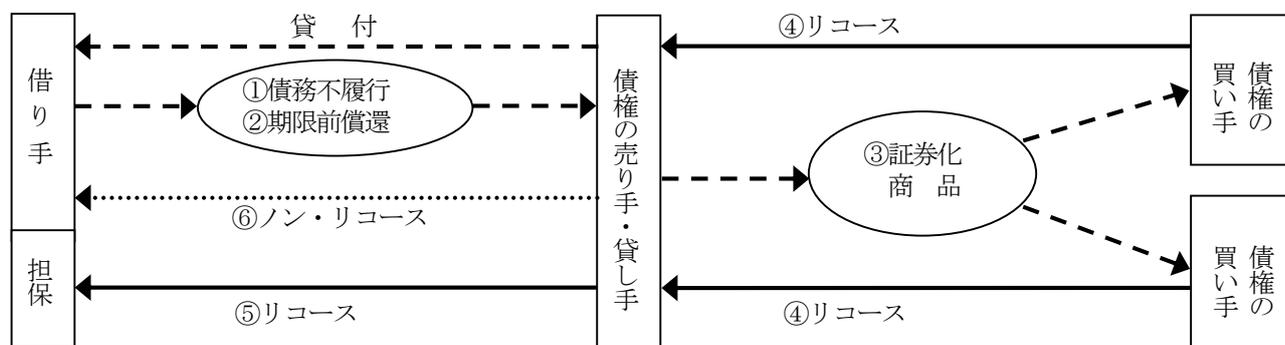
### 1. 対象と視角

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<sup>1)</sup>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(住宅モーゲイジ担保証券)と各種ABSs(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(商業モーゲイジ担保証券)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(財務会計基準審議会)は、GAAP(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①借り手の債務不履行、②期限前償還による影響、または③譲渡された債権の瑕疵による修正について、④債権の買い手が売り手から支払いをうける権利である<sup>2)</sup>。①債務不履行、②期限前償還、④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。③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 リコースまたはノン・リコース・ファイナンスの概念図



(出所) 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、⑤貸し手は当該資産にだけリコース(償還請求)でき、⑥借り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

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～)
↓	↓	↓
民間の金融保証 (1980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～)
		↓
		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。

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。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(表1)<sup>3)</sup>。

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。

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。本論文の構成は以下の通りである。まず第1節で、リコース・ファイナンスの歴史を辿り、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。

\*本論文は2012-14年度JSPS科研費24530513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。
- 2) Financial Accounting Standards Board [2000], p. 136. なお, Pavel [1989], pp. 167-168 (訳, 137 頁) を参考にした。
- 3) 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。

## 2. 歴史

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<sup>4)</sup> (貸付の総量規制) のためのローン・セールにはほぼ限定されていた。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 (表1)。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<sup>5)</sup>。貸借関係を譲渡する場合、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。

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。

それでは、一方のノン・リコース形式は、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、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 (表2)。

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。

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のが、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はなく、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・蠟山・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(図2)。

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	19世紀～ 1930年代～ 1934年～ 1944年～ 1971年～	貸借関係の譲渡 ノン・リコース 連邦準備と RFC <sup>1)</sup> の協調融資 VA <sup>2)</sup> が元本の50%まで保証 SBA <sup>3)</sup> が元本の90%まで保証
事業貸付 プロジェクト・ファイナンス 流通市場	1972年～ 1980年代～	リミテッド・リコース <sup>4)</sup> ノン・リコース
住宅モーゲイジ・ローン 証券化	1934年～ 1944年～ 現 在 1970年～ 現 在	FHA <sup>5)</sup> が元本を保険 VA が元本の60%まで保証 ノン・リコース GNMA <sup>6)</sup> が元本と利子を保証 ノン・リコース
農業モーゲイジ・ローン 証券化	1980年代～ 1990年～	農務省が元本の90%まで保証 FAMC <sup>7)</sup> が元本と利子を保証
商業モーゲイジ・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～	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 <sup>8)</sup> ～ 1987年～	リコース ノン・リコース

(注1) RFCとは、復興金融公社のことである。(注2) VAとは、退役軍人庁のことである。

(注3) SBAとは、中小企業庁のことである。

(注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。

(注5) FHAとは、連邦住宅局のことである。(注6) GNMAとは、政府抵当金庫のことである。

(注7) FAMCとは、連邦農業抵当金庫のことである。

(注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4節第5項を参照せよ。

(注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。

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(特別目的事業体)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①自ら設立するSPVsに石油担保販売権を譲渡する。②SPVs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、③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、④銀行はSPVsに貸付をおこなう。⑤石油会社は、この貸付をSPVsの運営等に充当す

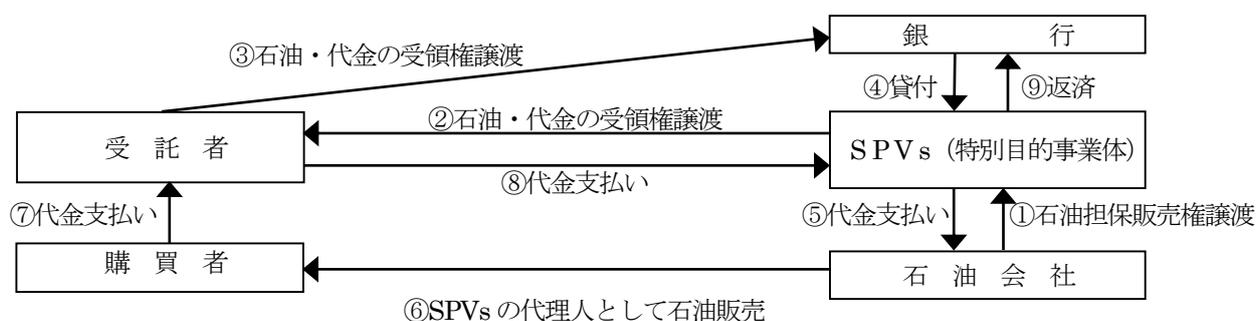
る。⑥石油会社は、SPVsの代理人として石油を販売する。⑦購買者は受託者に代金を支払う。⑧受託者はSPVsにその代金を支払い、⑨SPVsは銀行に元利金を返済する。このようなSPVsを用いたストラクチャード・ファイナンスは、プロダクション・ペイメントでは初期の単純なものであるが、後でみる証券化手法でも用いられた。

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、1987-94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。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。

図2 プロダクション・ペイメントの概念図



(出所) 西川・大内(1997), 14頁, 図1を参考に作成

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。(表1)。

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(表2)。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。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。

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<sup>6)</sup>。

4) 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。

5) 以上Gorton and Haubrich [1990], pp. 88-89, 120-121.

6) 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・嶺山・神田 [2000], 345-346頁, Finnerty [2007], p. 241.

### 3. 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

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・オプション付きのものはローン・セールの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。

ノン・リコースでローン・セールをおこなうと、売り手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<sup>7)</sup>。

7) 以上 Pavel and Phillis [1987], 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, 掛下 [2002a], 96-99 頁, 掛下 [2008a], 25-27 頁, 掛下 [2008b], 167-169 頁。

#### 4. 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<sup>8)</sup>。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

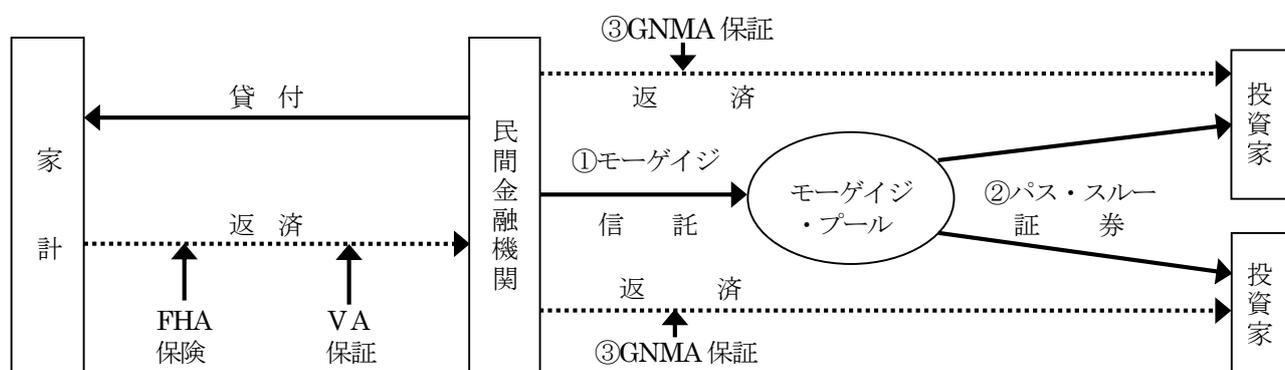
貸付債権の証券化では、住宅モーゲージ・ローンを証券化したRMBSs(住宅モーゲージ担保証券)が最初のものである。RMBSsは、1968年9月に設立されたGNMA(政府抵当金庫)に支えられていた。それは、RMBSsの1つである1970年のGNMA保証付きパス・スルー証券の仕組みに表れていた。図3のように、モーゲージ・ローンのオリジネーターである民間金融機関は、①FHA保険・VA保証付き貸付を集めて、②パス・スルー証券を発行した。オリジネートされたFHA保険・VA保証付き貸付は、100%保険・保証されたわけではない。③GNMAは、オリジネーターかつ発行者である民間金融機関が投資家に対して毎月15日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。法的なリコース・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に対して法的なリコースと同等の権利を得たことを意味する。法的なリコース・ファイナンスのさらなる展開である(表2)。

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。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

ゲイジの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モーゲイジの3.9～5.5倍に達したため、1994年第3四半期には証券化残高でも在来型が

FHA・VAモーゲイジの2.6倍と逆転した。証券化を支えてきた住宅モーゲイジ・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。

図3 住宅モーゲイジ・ローンの証券化の仕組み



(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。

(注2) 本論文で扱った範囲をまとめたものである。

表3 住宅モーゲイジ・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%

(出所) Brendsel [1996], p. 28, table 2.2.

在来型モーゲイ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イジをプールし証券化するのを促進した<sup>9)</sup>。民間の金融保証制度の展開である(表1)。

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。法的なリコース・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(表1)。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、銀行に自己資本を要求した。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・ローンとそのパス・スルー・プールは免除された。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・ウェイトは50%に半減された。連邦政府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ったのである。

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<sup>10)</sup>。しかしながら、ノン・リコース形式の住宅モーゲイ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(表1)。

## (2) CMBSsにおけるノン・リコース・ファイナンスの普及

商業モーゲイジ・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。商業モーゲイジ・ローンを証券化した初期のCMBSs(商業モーゲイジ担保証券)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(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。

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イジ・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)。

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<sup>11)</sup>(表1)。

先の住宅モーゲイジ・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イジもそうであったが、商業モーゲイジ・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、商業モーゲイジ・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に法的なリ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(表1)。

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イジ・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

商業銀行が自動車を担保にした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<sup>12)</sup>。ノン・リコース・ファイナンスの展開である(表1)。

自動車ローンを担保にした証券は、パーティシイペイション形式のCARs(自動車ローン担保証券)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

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。RMBSs 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)。

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<sup>13)</sup>。

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<sup>14)</sup> 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、National Union Fire 保険会社によって額面の 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)。

連邦準備によると、RAP (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<sup>15)</sup>。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に、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)。つぎに、保険会社が保証するときに、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。法的なリコースである。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(表 1)。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 順位モーゲイジを証券化した HELSs (ホーム・エクイティ担保証券)

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）。

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。1997-99年には、HELSSs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）。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。HELSSs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、年金基金やミューチュアル・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<sup>16)</sup>。

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が証券化し、グループ傘下の証券子会社が証券化商品を引き受けディストリビュートする。大手銀行グループのOTD (組成分配型) モデルである。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。HELSSs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。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）。

### (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。1987年1月には、Republic Bank Delawareが、2億ドルのCARDs (クレジットカード・ローン担保証券) を初めて公開してリコース付きでまとめた（表2）。

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CARDs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。CARDs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。CARDs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）。

1987年2～3月に、銀行持株会社Bank of America Corp. がCARDs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。CARDsには、事業貸付やHELSSs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）。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）。

ただし、CARDs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<sup>17)</sup>。

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にとって、リス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行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 CARDS をより購入してもらえるように、大手行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、CARDS 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。

CARDS 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。国法銀行の監督官庁 OCC (通貨監督官庁) によると、暗黙のリコースとは、①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、②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、③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、④契約上の要件を超えて信用補充をすることである。

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行によって実行された。このとき、①証券化トラストまたは SPVs に新規優良勘定を追加する、②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、③信用補充をする、④投資家に期限前償還を見送ってもらう、⑤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、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<sup>18)</sup>。

- 8) Wilder [2000], p. 26.
- 9) 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.
- 10) 以上 Pavel [1986], pp. 26-28, note 2, Pavel [1989], pp. 175-176 (訳, 143 頁), U.S. Congress, House [1992], pp. 84, 89-90, 126, note 1.
- 11) 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.
- 12) Pavel [1989], p. 86. (訳, 72 頁)
- 13) 以上 Selby [1985], p. 31, Shapiro [1985], p. 198, Zigas [1985], p. 3, Pavel [1986], pp. 19-21.
- 14) 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。
- 15) 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.
- 16) 以上 Kapoor [2003], pp. 1-4, figure 1~4., 尾崎 [2004], 2-4, 15-16 頁.
- 17) 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, Johnson [2002], p. 288.
- 18) 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.

## 5. 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、①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、②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、③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）。

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。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が、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・セール業務は、1980年代のM&A（合併・買収）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。

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）。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>

- 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。
- 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。
- 西川泳幹・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・蟬山昌一・神田秀樹編〔2000〕、『金融実務辞典』金融財政事情研究会。

- 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.
- 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*, MIT Press.
- 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., John Wiley & Sons, Inc.
- 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.
- 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, JAI Press Inc.
- 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*, 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*, MIT Press.
- Kapoor, Deven [2003], "Home Equity ABS and the Financial Guaranty Industry," Special Comment, Moody's Investors Service, Report Number: 77561, March.
- 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*, 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*, Probus Professional Pub. (アイ・ビー・ティ訳『ゼミナール セキュリティライゼーション: 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. [1987], "Why Commercial Banks Sell Loans: An Empirical Analysis," Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 3, May/June, pp. 3-14.
- 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. 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.
- 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

(2015.11.7 第84回全国大会)