

抵当債券とMBS¹⁾ —競合か、補完か—²⁾

PAUL, STEPHAN / FEHR, PETER³⁾ 著

飯野由美子 訳

I

最近数ヶ月の、「ジャンボ抵当債券」あるいは「グローバル抵当債券がすっかり投資家の関心を集めた⁴⁾。これをよくみると、1995年中に発行された34の「ジャンボ抵当債券」のうちモーゲージ抵当債券は3件しかない。その理由として、以下のような点が挙げられる。

一般的に、抵当銀行(Hypothekenbanken)は不動産融資機関としての意味を失いつつあり、対自治体貸付業務が比重を高めつつある。自治体債券とモーゲージ抵当債券の比率をみると、1995年末ではすでに7,240億DM対215億DM⁵⁾となっており、この傾向はさらに続いている。

第1順位の抵当信用を補償資産(Deckungsmasse)としてスポットあるいは継続的な大口の発行が出来る金融機関は実に少数になってしまった。小規模な金融機関が行った小規模の発行は、流動性が不足するために、それを補うべく利回りをよくしなければならなくなる。その結果、資金調達コストが高くなってしまふのである⁶⁾。

債券市場が崩れ、1金融機関の抵当債券にたいし一遍に数億DMの抵当債券が還流した場合、その金融機関は、流動性不足を回避するためバランスシートの資産側でもそれに対応した額を流動化しなければならない。

しかも、不動産融資のリファイナンス手段として抵当債券が使われることは傾向的にますます少なくなっており、その代わりとして抵当銀行が補

償資産による裏付けのない債券を発行するケースが多くなってきている。

この理由としては、第1に、技術的な補償資産設定の問題、第2に補償資産を必要とせぬ貸付の比率が高くなっていることが挙げられる。

こうしてみると、モーゲージ抵当債券が「ジャンボ債」の形で発行されること、あるいはさらに計画中の抵当債券先物、抵当債券のレポ市場創設による抵当債券市場へのインパルスが必要になってくるのである。しかし同時に「ジャンボ債」「グローバル抵当債券」以外の重要な資金調達手段に余り注目が集まらないことには奇異の感がある。その新しい重要な資金調達手段とは、Rheinische Hypothekenbankが1995年4月に発行したMBS (Mortgage Backed Securities — モーゲージ担保証券) である。

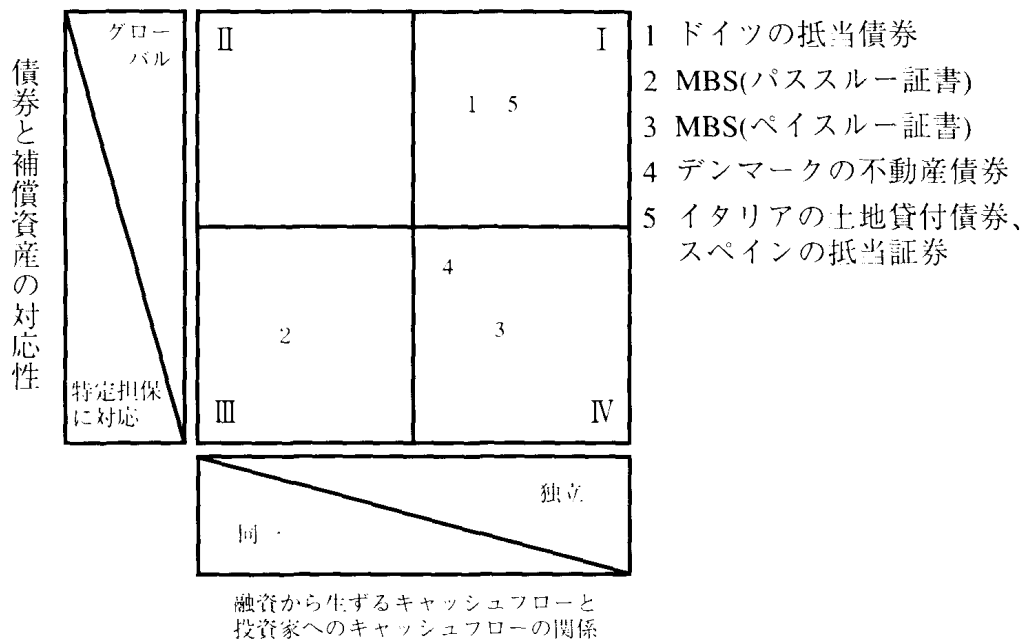
アメリカではすでに1.7兆ドルの流通残高、年間新規発行額4,000億ドルという最大の資本市場セグメントとなっているこのMBSのドイツ登場は、ドイツでも抵当債券競合商品出現を意味するのか。これに対する答を得るために、まず、モーゲージ関連債券の相互比較をしてみよう。

モーゲージ債券の各タイプ

「モーゲージ債券」(Hypothekenswertpapieren)とは土地抵当権によって担保された貸付のプールが投資家のキャッシュフローのベースに、また投資家の権利補償のベースになっている債券、と定義できる⁷⁾。それぞれのタイプを区別するには、【図表1】モーゲージ債券タイプ分類のチャートを参照されたい。このチャートは、モーゲージ債券には純粋な基本形がないことを前提としてつくっている。

さらに、個々の下位分類は、投資家にとって重要と思われるメルクマール「補償資産の特定担保対応性」、「貸付と投資家へのキャッシュフローとの比率」を基準にして行った。これらの基準が、【図表1】では縦軸、横軸にとられている。モーゲージ債券の形態は、まずかなり思い切った分類をし、中間的で分類の難しい形態は全体分類中の位置で表現した。

【図表1】 モーゲージ債券タイプ分類のチャート



縦軸は、特定担保対応性（特定の抵当で担保される債権がどの程度密接に発行債券の補償資産として個々結びつけられているか）を表している。「特定担保」の極端なケースでは、ある特定の有価証券識別番号を持つ証券が直接特定の貸付に結びつけられている、ということになる。逆に、「グローバル」の極端なケースとしては、1金融機関が発行するすべての証券が、条件によっては価値変動する債権残高も含む担保を補償資産としているような場合である。

横軸は、キャッシュフローをどの程度厳密にマネージしているかを表している。抵当貸付から[その時々]発生する利子、返済というキャッシュフローが即座に投資家のキャッシュフローとして、(一部手数料を除き)全額が投資家に移転する場合、双方のキャッシュフローはほとんどイコールとなる。この場合、発行金融機関のキャッシュフローと投資家のキャッシュフローが「同一」となる要素が大きくなる。逆に「独立」の要素が大きくなるのは、抵当貸付から発生するキャッシュフローと発行金融機関に

流入するほかのキャッシュフローとを混ぜてしまった上で投資家に資本収益を還元するようなケースである。

抵当債券のシステムは、3つの基本原則の上に成り立っている。これは、抵当銀行法と自治体貸付抵当債券法で定められた原則である。これらの3原則の性格は、つまるところ投資家の利益確保が全てに優先するという唯一の法則性で表現できる⁹⁾。

この縦軸の「特定担保対応性」と横軸の「キャッシュフロー同一性」の位置を決める要素として、債権者保護の観点による補償資産原則が重要である。法規定では、流通モーゲージ抵当債券から発生する投資家の元本・金利請求権と自治体貸付抵当債券から発生する投資家の元本・金利請求権に対しては、補償資産を2つに分け、それぞれ満額用意しなければならないことになっている。

補償資産となっている担保の優良度に関してはかなり高い要求が課されている。モーゲージ抵当債券は、上物付き・上物なしどちらのケースについても、土地抵当権（Grundpfandrechte）で担保されねばならない。その際、融資限度額は不動産貸付担保価値（Beleihungswert¹⁰⁾）の60%を超えてはならないという規定があるように、特に慎重な数字が出されており、またこれを持続して満たさねばならない。

補償資産の実物確認については、各登記ごとに行われており、その管理状況をトラスティ（Treuhandler）が監視する。仮に金融機関が崩壊した場合は、抵当債券の債権者は優先的に償還を受けることが出来る。

抵当銀行は、借り手と抵当債券投資家の間に立って様々な仲介機能を果たす。特に、貸付のオリジネーティングとそれにともなうアフタケア、抵当債券発行・売買業務が重要である。さらに抵当銀行が、担保となっていない自らの資産を以て自己資本の額だけ責任を負う限りにおいて、抵当債券の担保は抵当銀行に帰属する。

【図表1】のチャートの中では、抵当債券は第I象限に属す。縦軸で言う

と、抵当債券はグローバルな補償資産を見合いにした債券であり、モーゲージ抵当債券の補償資産登記簿に記された貸付の総体が、個々の証券に適用される。また、横軸で言うと、利子・元本償還の形で流入するキャッシュフローは、直接投資家に移転されるわけでも、個々別々に移転されるわけでもない。

モーゲージ担保証券（MBS）

MBSは、特殊な方法で抵当貸付に関連づけられた証券である。債権はもともとの債権者から特別目的子会社（Zweckgesellschaft）に移転される。この特別目的子会社の唯一の課題は、証券を発行することである。

MBSの場合、投資家のキャッシュフローと証券の補償資産（Collateral）つまり抵当貸付との間には、伝統的債券の場合と比較し、より密接な関係がある。売却される債権物件へのキャッシュフローがもっぱら（価値の変動しない物件の場合には部分的に）証券の投資家に移転されるからである。

MBSの成功は、前述の数字だけでなく、アメリカでは50%以上の持ち家・アパート建築抵当貸付が証券化されているという事実にも現れている。

70年代はじめにMBSによるファイナンスが行われるようになった理由は、もっぱら、アメリカ銀行システムの特殊性によって説明することができる。アメリカでは、第1に、金融機関の業務が本社が所在する州に限定されているから不動産融資に対する資金需要の多い州と資金余剰州とのマッチングが個々の金融機関内部では行い得ないということである。

第2に、伝統的に固定金利抵当貸付（30年以上）が短期預金によってリファイナンスされており、非常に大きい金利リスクが発生したということである。

このような背景のもとに、銀行は抵当貸付債権及びそれに結びつけられた金利変動リスク・貸し倒れリスクを、法的に独立した会社に移譲することによって移転しようとし、また、合衆国全土で同一規格の証券を全国で売却で

きるという意味において州際業務の禁止を回避しようとしたのである。

効率的流通市場形成については、流動性の無い抵当貸付流動化のために、特に、政府機関（GNMA — Government National Mortgage Association, 通称「ジニ・メイ」）が貢献した。証券化された債権が一定の条件を満たせば、発行される証券に対する元利払いを GNMA が保証した（【図表 2】MBS 資金調達モデル参照）。

この、債権の証券化メリットは、もともと売買困難な債権が「代替性」(fungibility) を持つようになった（「資産の解凍」）ということだけではない。むしろそれ以上に、発行した証券を取得した投資家に支払われるべきキャッシュフローが、証券発行機関の一般的キャッシュフローにではなく、それに代わって補償資産（あるいは借り手の信用度）の収益性・価値保存性に依存するようになったということにある。

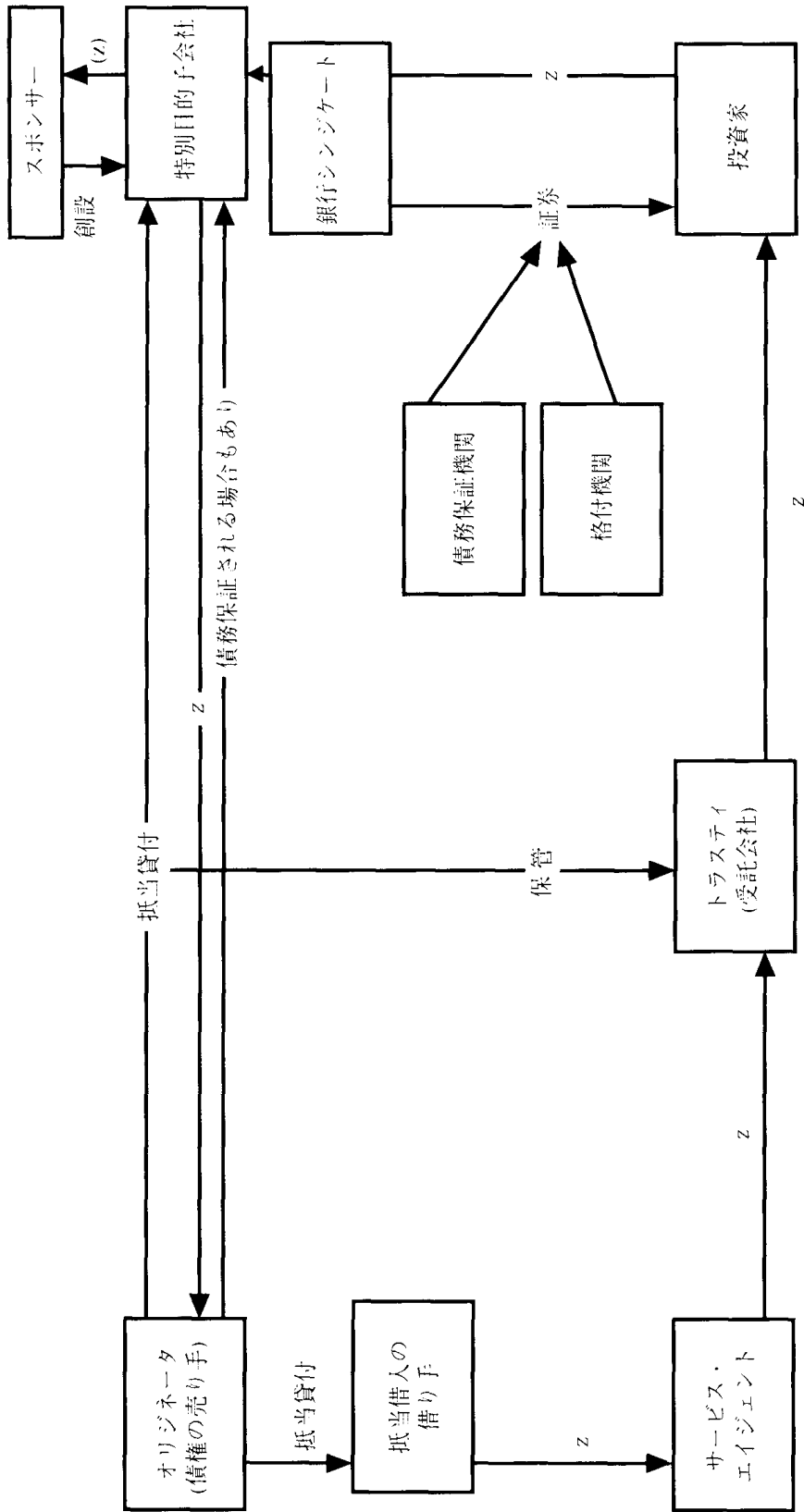
一定の前提のもとでは、MBS のような証券形態には、証券発行が貸付の売り手（オリジネータ）の名前で行われる場合よりもよいレーティングが与えられ、また良い条件で発行することができるのである。さらに、バランスシートへの負担が軽くなり、伝統的な債券発行にくらべ自己資本を節約することができる。

特別目的子会社（Special Purpose Vehicle）は、アメリカでは、第 1 に、免税適用の特別資産（Trust — 以下トラストと表記）として登場した。MBS の投資家は証券化された債権の共同所有権を取得するのであるから、この特別目的子会社は、抵当貸付から出発する一連の資金の流れの中で単に経過機関としてのみ機能する。キャッシュフローは価値を変えずに投資家に移転する（パススルー方式）。

税制上の規定

この特別目的子会社レベルで課税されないことのメリットは、トラストのもつ機能限定的性格によって相殺されてしまう。トラストでは、債権の

【図表2】 MBS資金調達のモデル



z: 金利・元本償還の資金フロー
 (z): 金利・元本償還の資金フローがある場合もあり

出所: PAUL, a.a.o., S.14

リヴォルヴィング方式の売却も、1回の発行をいくつかの形態のトランシュに分けて行うこともできない。

そこでこの非柔軟性を回避するために、特別目的子会社は定款によって業務を限定した特別目的金融会社として（**Limited Purpose Finance Corporation**）創設されるようになる。この場合、投資家に債権の共同所有権はなく、特別目的子会社が発行する債券の所有権を持つこととなる。特別目的子会社は購入した債券から生ずる金利収入に対し、税金を支払わねばならない。しかしMBSの金利支払いを租税対象利益から控除することができる。

この構造が、直接の資金移転の単なる経過機能を超えて資金フローのマネジメントを可能にした。このいわゆるペイスルー方式が、投資家をアメリカでは特に顕著な期前償還リスクから投資家を守った。この場合、借り手は、金利低下期に、期前償還賠償金を支払うことなく抵当借入の借り換えを行うことができるようになり、最終的にはより早い時期に完済することが可能になった。ひいては資金の有効活用も意味することとなる。

資金フローがより直接的になったことにより、金利低下期（あるいは金利上昇期）には証券の満期が短く（長く）なり、[金利低下期の場合は期前償還により…訳者]融資の残高が減少（増大）するため金利収入は減少（増大）する。

1983年には、**CMO**（担保プール化債権）債券創設によりこの問題に解決が見ついた。相異なった満期のトランシュが発行され、これが次々と償還されていくというものである。後の方の時期に償還されるようにスケジュールされたトランシュでは、とりあえずはただ金利支払いだけが行われる。特別目的子会社は債権から発生する全てのキャッシュフローを集め、次々と個々のトランシュに送り込んでいくため、特別目的子会社は投資家に対し確定支払いプランを示すことができる。

チャート上の分類

どんな性格のMBSをとるかによって、チャート【図表1】上の分類が異なってくる。パススルーMBSの場合は、特別目的子会社におけるモーゲージのプール（他と区分された）に流入するキャッシュフローと流出するキャッシュフローとはほとんど同額である。したがって第Ⅲ象限に分類される^{1,2)}ペイスルーに分類できるMBSないしCMO債券は、第Ⅳ象限に分類される。なぜなら、そのようなMBSやCMO債券はたしかに通常は特定の対応した保証資産を持つが、同時にキャッシュフローとの連結は行われていないからである。

投資家の債権保証（Sicherheit）は、いつにかかって抵当貸付の証券化されたプールの優良性によって決定される。優良性の基準は、担保物件の種類（たとえば商用不動産では利用目的の可能性が多様であるという条件があれば、場合によっては[訳注 担保不動産の利用方法が変わるため]評価替えのチャンスがあるということになる）、Loan-to-value-Ratio（融資額と物件価値の比率）ないしは債権の古さ、古い場合、融資履歴があるかないかなどである。

さらに、プールの多様性が充分であるかどうか重要である。債務者が一定の地域、業種、所得階層に集中してはならない。支払不能或いは遅滞に対する投資家保護の措置として、様々な種類の債券信用力の強化（Credit Enhancements）が有効である。

不良債権が発生した場合には、債権の売り手自身が債務保証を行い、支払不能に陥った債権の一部を買い戻すとの態度表明をする（Recourse）[これはもともとMBSの機構に含まれるわけではなく、魅力的な条件を投資家に提示するというマーケティング戦略としてこのような一種の債務保証を付けるのである]。

過剰担保（Overcollateraliation）の場合には、特別目的子会社に移転された債権の額より証券の発行価額が大きくなり、移転された債権の利子よ

り発行された証券のクーポンのほうが低くなる。¹³¹

過剰キャッシュフローは一定の決済期日にスプレッド・アカウントという勘定に集められ、キャッシュフロー不足が生じた場合の補填に用いられる。

しかし、償還補償として第3者の債務保証を組み込むこともよく行われる。銀行ないし保険会社の債務保証契約証書（Surety bonds）ないしは信用状などによる一種の債務保証である。これは担保を構成している主体の1つが破産したさいの投資家保護のために行われる。

サービス・エイジェントとトラスティ

MBSのシステムには、「サービス・エイジェント」（以下、サービサーと表記）と「トラスティ」という機関も組み込まれている。サービサーはキャッシュフローのマネジメント、すなわち債務記帳、督促、トラスティへの資金移転を行う。理論的には特別目的子会社自身がこの任務を行うこともできるのだが、資産の分離という理由から、特別目的子会社職員によっては行われていない。これによって、破産の場合投資家の権利が後回しになる可能性が排除される。しばしば債権の売り手自身がサービサーをかねることもある。なぜなら、債権の売り手はそれをもって顧客とのコンタクトを確保しておきたいからである。

トラスティは、特別目的子会社破産の場合に、あるいは支払不能が一定の規模に達した場合に、資産の管理と証券化された貸付の評価を担当する。

投資家は、貸し倒れリスクに対する担保が大きく、同時に魅力的な金利が提示されている場合に、MBS証券を取得する。これはとくにパススルー証書の場合に言える。つまり、パススルー証書の場合、投資家には期前償還から生ずる金利変動リスク分だけ条件の上乗せがあるからである。公募発行のMBSの場合、さらに、投資家は、非常に流動性の高い市場が整備されているというメリットを享受することが出来る。

ここでMBSのシステムと前述のドイツ抵当債券のシステムとを比較してみると、法律によって定められているドイツのシステムと、市場参加者自身ないしはレーティング機関の行動によって決定される部分があるかにより多くのアメリカのシステムとの差が浮かび上がってくる。

それに対応して、抵当債券発行者の業務はドイツ抵当銀行法によって制約されており銀行監督法によってコントロールされている。発行証券の量は抵当銀行の責任自己資本に対する比率により制約される。

これに対し、アメリカの特別目的子会社の業務監視、また特別目的子会社のコントロールは、破産時の投資家保護等の目的を負ったレーティング機関の課題となっている。MBS発行額と特別目的子会社の最低資本金は、現実に何の関連づけも行われていない。

米独の資金調達方法の本質的違いは、ドイツの抵当債券所有者が抵当銀行資産一般に対する権利を行使する可能性ももっているのに対し、MBSの投資家には、保証資産価値保全と追加的債務保証があるという点にある。ここで意味を持つのは、補償資産となる融資が保守的に算出された担保価値の60%という上限をもっているのに対し、MBSによる資金調達では融資額と物件価値の比率（Loan-to-value-Ratio）がしばしば明瞭に90%をこえることもあるという点である。

その他抵当証券の分類

その他、ヨーロッパで発行されている抵当証券を例として挙げチャートを用い分類してみよう。デンマークの「不動産債券」(Realkredit-Obligationen)はドイツの抵当債券と比較してかなり特殊性をもっている。「不動産債券」がいくつかのシリーズで発行される場合、それらは各々特定の貸付のシリーズに厳密に対応しているからである。シリーズとシリーズの対応ではあるが、その限りで非常に厳密な対応関係があるといえよう。¹⁴⁾

キャッシュフロー・マネジメントの厳密性はドイツの抵当債券より低

い。というのは、融資の期前償還が行われると債券の期前償還も行われるので、期前償還リスクが発生するからである。公開されている償還プランの範囲内でどの時点で個々の債券が償還されるかは抽選償還によって決められるため、キャッシュフローの対応性は大きくない。¹⁵⁾

イタリアの土地貸付債券は、スペインの抵当証券 (Cédulas hipotecarias) と同様、第 I 象限に分類される。というのは、これの補償資産がグローバルになっており、与信から切り離された発行手法をとっているからである。もっともこのイタリアやスペインの場合、抵当債券の条件を満たしていない。というのは、イタリアでは破産優先権が存在せず、スペインには特定対応性原則がないからである。¹⁶⁾

オランダの「抵当債券」は、その名前にもかかわらず、チャートに分類することがそもそもできない証券の例である。というのは、融資と証券の間になんらの結びつきもないので、抵当証券の定義からはずれるからである。というよりはオランダの抵当債券は一般の金融債だと言うべきであろう。

チャートの表現能力には限界があるが、それでもある程度種々の抵当証券の概観を得ることが出来たと思う。同時に、この整理は、この先投資家がどのていどのリターン／リスクポジションを持つのかに関する厳密な算定 (特に法的側面において)、さらにその分類をする場合の出発点となるであろう。

さらに、銀行監督という視点から諸国の抵当証券分類をする場合の基礎ともなろう。その点では、フランス、イギリスの制度を考察すればおもしろいだろう。

結局、ドイツの抵当債券は、ここでおこなったチャート分析では、MBS に比較して「より良い」とも「より悪い」とも言い得ないが、投資家の要求の満たし方が異なると言えよう。

II

ドイツの銀行による MBS 取引の実現のためには、2, 3 の障害が存在する。¹⁷¹ 特別目的子会社という法形態のトラストは不可能である。というのは、このような組織形態は、ドイツ法では存在しないからである。しかし、アメリカの **Limited Purpose Finance Corporation** (特別目的金融会社) と同様のものをドイツでは有限会社の形態で創設することもできよう。その場合、次に出てくる問題は、「特別目的有限会社」を金融機関でない組織として創設し、したがって銀行法、銀行監督法の適用をはずせるかどうかである。

税制上の問題

しかし、債権の売却と無記名債の発行 (MBS としてこれを行うことは考える) は、銀行法に規定された銀行業務には当たらない。であるから、特別目的子会社は銀行としての法形態を取らないことになるだろう。そうすると、法形態は有限会社ということになるだろうが、ドイツに所在する有限会社が発行する債券には営業資本税が課される。その理由は、この債券が「継続的発行」による債券ではないからである。

それに対し金融機関の発行債券に対しては営業資本税が課されない。このような格差の発生は、特別目的子会社が創設される場合に避けねばならない点であろう。というのは、営業資本税が課された場合、MBS 取引によるコスト上のメリットがあってもそれが税金で相殺されてしまう可能性があるからである。そうすると、特別目的子会社の所在地はドイツ以外におくことになる¹⁸¹。

そこで特別目的子会社の形態をどうすればよいのかという点であるが、そもそもドイツの銀行による証券化は、なかんづく連邦銀行監督局の意に添わなかった。1990年に開始した消費者金融の証券化 (当時の KKB 銀行、

現 Citibank Privatkunden AG¹⁹⁾ に当たり、銀行監督局はこの銀行への書簡を送り、この新証券の取引に対し次のような2つの理由からネガティブな評価を書き送った。

第1点は、銀行バランスシートの空洞化 (Aushöhlung) である。債権の中の良い部分だけつまみ取ってしまうこと (“cherry-picking”), それによりシステムティックに融資のポートフォリオが悪化する恐れがあること、第2に、消費者保護の観点から、新しい債権保有者がケイマン島などの遠隔地に所在する特別目的子会社となった場合、交渉が難しくなるため債務者の権利追求がしにくくなること、を挙げている

銀行監督局のこの拒否的な反応により、ドイツ金融機関による債権ストックの証券化はそれ以降、後で述べる新しい証券化に至るまで行われることがなかった。²⁰⁾

しかし仮にこの問題が解決したとしても、MBSのシステムはコスト面で有利なのだろうかという問題が残る。純粋な金利コストだけとってみると、MBSのほうが担保の対応性が良いから、自己名義の債券より高いレーティングを取得することが出来よう。もっとも担保関係の処理にも無論コストはかかる。

MBSによる資金調達にはその他のコストも追加される。特に特別目的子会社設立、さまざまな法的処理やトラスティ、債権残高の管理等々に要するコンスタントなコストがかかってくる。このような金利コスト以外のコスト要素は固定費の性格をもっているから、特別目的子会社は、1債券だけではなく多数の発行債券に、場合によっては多数の債権売り手に、あるいはいろいろな国の売り手が共同利用することになるであろう。それでも資金調達にかかるコストはおそらく (発行額にもよろうが) 70~100ベシポイント程度と見られる。

MBS資金調達の推進論者によれば、総コストはオン・バランス資金調達に比べ自己資本コスト節約分だけ小さくなると述べている、しかしこう言

えるのは、第1に、債権の売り手の側で自己資本比率のギリギリの線が問題になっておりこれ以上の借入をすると自己資本を積み増さねばならないときだけであり、第2に、銀行監督上の規定からくる節約効果は確かに計算上可能であるが、パーセンテージで言えば非銀行におけるものより明瞭に小さな効果しかない。なぜなら、自己資本比率がより小さいからである。

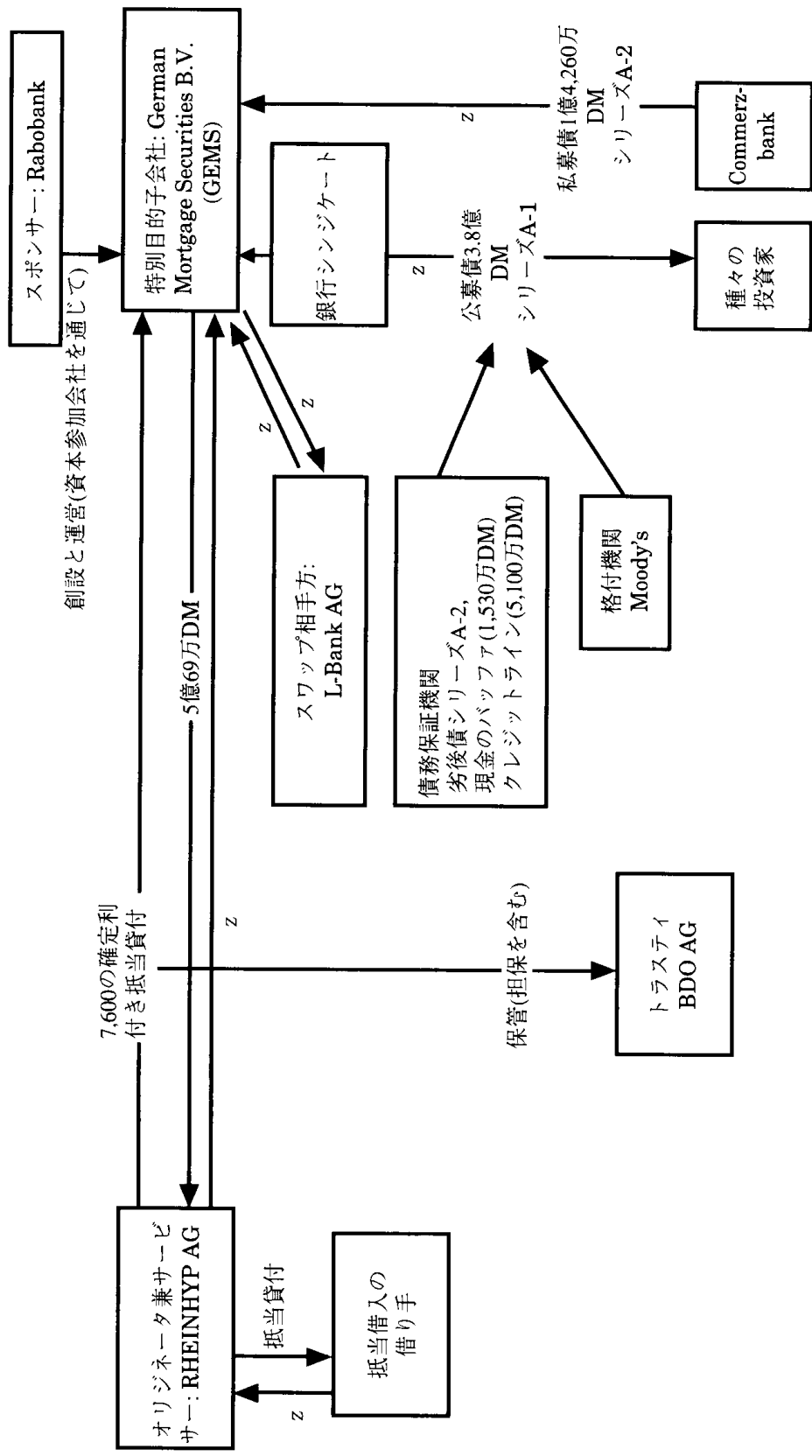
第3に、より広い視点にたつて、発行代わり金がどんなふうに使われるか考えてみよう。ある金融機関が、自行の債権ストックの中から最も貸し倒れリスクの小さい融資を証券化したとしよう。そうすると、その金融機関の残存ポートフォリオの優良性は歴然と悪化することになる。預金者あるいは短期金融市場参加者がこの情報を得れば、この金融機関の資金調達コストは将来上昇することになる。

しかし、資金が債務償還に用いられ、この金融機関が資本構成リスクを減らすということも考えられる。また、この金融機関は貸し倒れリスクの小さい債権に再投資し、以前と同様のポートフォリオの優良性を保とうとするかも知れないし、更に高めるかも知れない。その限りにおいて、MBSが債券売却者の資金調達コストを節約するか高めるかは、そのつど個々の事例によって異なってくるのである。²¹

ドイツの抵当貸付のMBSシステム適用

1995年4月中旬に行われたGerman Mortgage Securities B.V.（以下GEMSと略記）による初のMBS発行は、特別目的子会社を介する方式だった（【図表3】GEMS債券の発行機構²²）。Commerzbankの抵当銀行子会社であるRheinische Hypthekenbank AG（以下RHEINHYPと略記）が約7,600件の土地債務証書などで担保された確定利付抵当貸付をGEMSに売却し、GEMSは額面で約5.22億DMの債券を発行した。証券化された貸付総額は、抵当銀行法第11条による「担保価値の60%」条項をオーバーしていた。

【図表3】 GEMS債券の発行機構



z: 金利・元本償還の資金フロー

この取引のモティベーションは、次の点にある。すなわち、劣後ローンをポートフォリオにもっていた**RHEINHYP**が、抵当銀行法第5条の「劣後ローンは総貸出ストックの15%（現在は20%）以内」の条項に抵触したという点である。この債券売却によって**RHEINHYP**は（この銀行自身の発表数値によると）40億DM規模の新規業務が可能になったとのことである。

譲渡されたポートフォリオは、広範に分散した住宅で担保された住宅建築融資、商用担保物件で担保された融資で構成されている。これらを合わせた融資残高でとると、融資額と物件価値の比率（**Loan-to-value-Ratio**）は73.8%となる。融資実行後1年未満しかたっていない債権を除けば、全ての融資は、十分な融資履歴を有し、債券の満期以内に償還完了するものである。

1995年1月1日現在で、29日以上元利払い遅滞がない債務者ばかりであり、決済日に未回収督促の行われた回数が1回以内のものばかりである。また、1993年10月1日以降、決済日まで、45日以上遅滞があった回数が1回以内の債務者ばかりである。**RHEINHYP**の発表によれば、これは**RHEINHYP**による劣後ローン（**Außerdeckungsbereich**）の平均的な姿だということである。

債権を売却したということは、債務者には知らされていない（このことを**Stille Zession**と呼ぶ）。なぜなら**RHEINHYP**は手数料を徴収し引き続き債権のサービシングを行うからである。また同じ理由により、この債権は**RHEINHYP**のバランスシートに「信託業務」として計上されている。もっともこの債権に対する償還請求権は有していないし、不良債権が発生した場合、債券の売手による不良債権の買い戻し（**moral recourse**）は行わない規定になっている。また、融資データの移転は、個々の債務者にわたっては行われず、匿名で行われる。

このケースでは**BDO**（**Deutsche Warentreuhand AG**）ドイツ商品信

託(株))がトラスティを引き受けている。BDOは1971年以来RHEINHYPの年次決算の検査,コンピュータのチェックをおこなっている機関である。債権の売り手にたいする特別目的子会社の総債権は,このBDOに移転された。この融資に付けられていた担保については,特殊な措置として,格付け機関のムーディーズによるRHEINHYPの長期無担保債(長期無担保債が発行されていない場合には最大パートナー会社の長期無担保債)格付けがA3に落ちた場合に初めて帳簿土地債務(Buchgrundschulden)が移転される,という条件がつけられている。

German Mortgage Securities B.V.は,1994年末にユトレヒトで創立された。業務目的としては,定款によれば,RHEINHYPのもつ債権の取得と管理,債券発行代わり金受入である。German Mortgage Securities BV.は資本金20万グルデンを計上し,そのうち40の持ち分が1,000グルデンで発行されている。

German Mortgage Securities BV.は,Rabobank Trust Company N.V.の100%子会社であるTowerbridge B.V.に属す。そしてRabobank Trust Company N.V.は,オランダRabobankが最大多数を所有している。この持ち分に付随する議決権は,Towerbridgeから用益権譲渡としてオランダの財団法人(“Stichting GEMS”)に委譲されている。これはRabobankが特別目的子会社解散の場合に備えてとった措置である。Rabobank Management B.V.の職員がGEMSの運営を行っている。

条件

発行された債券は,第1にフランクフルト取引所に上場されたトランシュ(“シリーズA-1”)3.8億DMである。これは発行価格101.685%,6.625%の表面金利,5年満期の債券である。Commerzbankに対し私募で発行された“シリーズA-2”は,発行総額1億4,260万DM,発行価格100.5%,表面金利7.42%であった。

償還は、2000年以降、5回に分け、2,850万DMずつ行われる。私募発行の分はシリーズA-1のトランシュより後順位とされ、第1順位抵当は公募債投資家に対して付けられる。

5億2,970万DMの発行代わり金は、もろもろの手数料を控除した後、まずは5億697万DM、1995年1月1日時点で5億2,224万DMを計上している。1.53億DMの差額はバッファ勘定に流入し、そこから貸し倒れないし返済遅滞に充当することとした。このキャッシュの準備金のほか、**Morgan Guaranty Trust**が5,090億DMのクレジットラインを供与した。このクレジットラインに対しては²³A-1シリーズ償還の後A-2シリーズの各償還日に一定額が差し引かれる。

このクレジットラインは、投資家の権利充足に必要な資金が満額用意できなくなった場合に出動する。抵当貸付の債務者が月々あるいは四半期ごとに金利および元本の償還を行うのに対して、**GEMS**の債券では利払いは年1回行われ、元本償還は前述のような方法で行われる。

このようにキャッシュフローの対応性がないため、特別目的子会社は、**L-Bank Landeskreditbank Baden-Württemberg**とスワップ協定を結んだ。これによると、**GEMS**は融資の債務者から徴収する金利を年々**L-Bank**に対し支払い、そのかわりに支払期日ごとに**MBS**の運営上必要な資金の支払を受ける。

ドイツ国内・国外の機関投資家は格付け機関ムーディーズがトップの信用力と判定したこの債券を取得した。この**MBS**は、安全性のほかにも類似条件の連邦債より43ベイシスポイント高い利回りを提示した。この**MBS**の流動性（トランシュA-1の場合）も上場によって確保されている。クリアリングは、ドイツ証券振替決済機構（**Kassenverein**）および**Euroclear**、**Cedel**を通じて行われる。

この**MBS**発行の事例を見ると、抵当債券と**MBS**の関係は、競合的であるというよりは補完的であることが分かる。

ドイツにおける MBS の将来

MBSというシステムは、金融機関が流動性不足あるいは自己資本ボトルネックをかかえたとき、劣後ローンの証券化を行うという場合に利用することができる。さらに、複数の銀行・抵当銀行が1つのプールをつくって証券発行を行うことも可能である。そうすれば、コスト削減効果が生じ、資金調達条件改善が実現する。伝統的な抵当債券と比べ、MBSは時間的にもコスト面でもセッティングが大変であるが(GEMSのケースでは準備期間として18カ月を要した)、メリットはこれを補って余りある。

仮にMBSがコスト面で銀行の資金調達に貢献しないとしても、リスクマネジメントの面では利用価値がある。もしある金融機関が、顧客グループ、地域、期間などで区分されるあるセグメントにおいて比較優位をもっているためにポートフォリオに偏倚が生じていたとすると、MBSを利用した証券化で、ポートフォリオにより多様性を持たせることが可能になる。²⁴⁾

抵当債券市場の構造的諸問題はなお残っているから、抵当貸付の証券化のほかにもこの抵当債券市場の構造的問題についても検討せねばならないだろう。第1に、発行ロットを大きくし、流動性の不足を除去しなければいけない。そして同時に比較的小さい金融機関が「相乗り」によって「ジャンボ債」を発行できるようにする必要がある。

これに加え、債務保証・担保の構成を見直し、トリプルAをとれない抵当債券が評価アップされるようにもできよう。この必要性は今大変高くなっている。なぜなら、格付け機関のムーディーズが1994年に初めて抵当銀行の理論的貸し倒れリスクを詳細に理論化したからであり、その結果モーゲージ抵当債券を「たったの」Aa1としか格付けしなかったからである。²⁵⁾

しかし、重要なのは、ドイツではMBS資金調達の根本的に必要な障害物がなくなったということである。どんな条件のもとで連邦銀行監督局が従来の証券化反対のスタンスを撤回したのか説明しよう。

本質的には、第1に、ABS²⁶⁾(したがってMBSも含まれる)取引が「本当

の売却]として行われねばならない, そうすれば債権の売り手の側で移転資産価値から生ずるリスクが残存しない, ということである。資産を売却する銀行は, 債権の優良性に対する責任, 貸し倒れに対する責任を何ら負ってはならず, 債権の交換や買い戻しを行ってはならないという条件である。

それに加え, オリジネータには債務保証ライン (たとえば流動性保証, 貸し倒れ保証) を提供することを禁止するという条件である。さらに譲渡される債権についてのリスク構造は, 銀行の残存する債権のリスク構造と同じ構造を持つこと (チェリー・ピッキングが起きないようにする), そうすれば残存ポートフォリオが悪化する心配がない, という条件である。

債務者権利保護に関する様々な規定と並んで, 不良債権が発生した場合, 債券の売手による不良債権の買い戻しを行わないという重要な規定がある。これにかんしては, オリジネータが特別目的子会社ではなくほかの取引参加者と (例えばコンツェルン関係を通じて, あるいは資金的に, 人的に) 結びつきがあってはならず, ABS, MBS の販売目論見書に, オリジネータの買い入れ義務 (Einstandspflicht) が発生した場合に組成される委員会の概略をしるさねばならない, オリジネータ自身が証券の販売を行ってはならない, という条件がある。

本来詳細に述べる必要があろうが, 概略, これらの規定は, 債務者, 預金者保護規定であり, ドイツに安定的な MBS 市場を実現させるためのものである。であるとすれば, オリジネータのポートフォリオを 100% ミニチュアにしたような構成の債権を売却するというのは考えがたい。またスプレッド・アカウントによる債務保証形態が解禁されるべきであろう。しかし, これらの点にもかかわらず, MBS (仮に特殊ドイツ的なものに化けても) がドイツ資本市場の厚みを早晚増すであろうことは, ますます現実的になってきているのである。

[本論文は, 1995 年度, 財団法人全国銀行学術研究振興財団の学術研究助成

を受けて行った飯野由美子（本論文訳者）と Peter Fehr（本論文共著者）による共同研究成果の一部である。]

- 注 1) [訳注] MBSは“Mortgage Backed Securities（モーゲージ担保証券）の略、以下、MBSと表記。
- 2) [訳注] ドイツの代表的金融誌、*Die Bank* 6/96 (S.351-356) および 7/96 (S.404-407) に2回にわたり掲載された論文“Hypothekenpfandbrief versus MBS (I), (II)”をまとめて訳出したものである。
- 3) 著者2人は、ドイツ・ボッフム大学（Ruhr-Universität-Bochum）経済学部応用経営学銀行論講座ズュヒティング教授（Prof. Dr. Süchting）の助手。
- 4) DEUTSCHE, J./PETIT, H.: “Perspektiven des Pfandbriefmarktes”, in *Die Bank* 1/96, S.20-29 および KNIPP, TH.: “Ein Pfandbrief mit globaler Ambition”, in: *Handelsblatt*, Nr.22, 1996年1月31日付参照。
- 5) FEHR, P.: “Der Pfandbrief in der Krise? - Ursachen und mögliche Auswege”, in : SÜCHTING, J./PAUL, ST. (Hrsg.) Institut für Kredit und Finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum, *Semesterbericht* Nr. 42, Bochum 1995, S.12-23 参照。
- 6) 抵当債券市場フラグメンテーションの可能性については、Bayerische Vereinsbank AG取締役のDr. Paul Siebertzが「ドイツ・ユニバーサルバンクの競争環境の方向性について」と題する講演（1996年2月13日、Ruhr-Universität-Bochumにおけるコンタクトセミナーにて）で述べている。これについては、SÜCHTING, J. / PAUL, ST. (Hrsg.): Institut für Kredit- und Finanzwirtschaft Bochum, *Semesterbericht* Nr.43, Bochum, 1996, S.59-63, 当問題については特にS.63参照のこと。
- 7) この定義は、FABOZZI, F.J. (Ed): *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 3rd. ed., Homewood/III. 1992による。
- 8) 18世紀プロイセンのラントシャフトでは、現実に抵当債券が厳密に1件の貸付を補償資産としていた。SCHÖNMANN, H. G.: “Geschichte des deutschen Hypothekarkredits”, in: RÜCHARDT, K. (Hrsg.): *Handbuch des Hypothekarkredits*, 3. Aufl., Frankfurt a.M. 1993, S.819-981, このテーマに関してはS.827参照。
- 9) SCHMIDT, H. W.: “Die Hypothekenbanken”, in Rüchardt, *a.a.O.*, S.1021-1059参照。
- 10) [訳注] 不動産貸付担保価値は、現実の担保になる不動産の実物価値（Realwert）とその不動産が将来どれだけの収益をもたらすかの収益価値（Ertragswert）の平均として算出されることが多い。ただし持ち家の場合は実物価値に近くなり、抵当銀行による多世帯住宅建築融資の場合は収益価値

- を上限とするなどの差異がある（出所：GRILL, WOLFGANG / PERCZYNSKI, HANS, *Wirtschaftslehre des Kreditwesens*, 30., Aufl. Bad Homburg vor der Höhe, 1996, S.314）。
- 11) MBSの概観については、FABOZZI, *a.a.O.* および PAUL, ST.: *Bankenintermediation und Verbriefung - Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?*, Wiesbaden 1994, S.118-130 参照。
 - 12) パススルー証券が1目的会社の全モーゲージ・プール（レアケースではあるが場合によってはリヴォルヴィングがあるため内容が流動的に変わる）を見合いに発行されるなら、第II象限に分類。
 - 13) [訳注] 担保が充分にあれば証券の発行条件が良くなる。仮に100%を超える担保であれば理論的には融資条件より証券発行条件が上回るようになる。
 - 14) STEINER, C.: *Immobilienfinanzierung in den Ländern der europäischen Gemeinschaft*, Frankfurt a.M. 1990, S.57.
 - 15) KÖLLER, K.: “Die verschiedenen Hypothekarkreditsysteme in den europäischen Ländern”, in: Rüchardt, *a.a.O.*, S.757 - 816 参照。この点に関しては特にS.769参照。
 - 16) V. KÖLLER, *a.a.O.* S.800 および S.813 参照。
 - 17) PAUL ST.: *Bankenintermediation und Verbriefung - Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?*, Wiesbaden 1994, S.237-263 に詳細に叙述。
 - 18) 法的規定については特に、BAUMS, TH.: “Asset-Backed Finanzierung im deutschen Wirtschaftsrecht”, in : *Wertpapier-Mitteilungen*, 47. Jg. (1993), Nr.1, S.1-12 参照。
 - 19) この債券発行については、Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.の「資金調達研究会」: “Asset Backed Securities - ein neue Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen”: in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 44. Jg. (1992), Nr.6, S.495-530 参照。
 - 20) この理由付けに対する批判的考察は、PAUL, *a.a.O.*, S.298-320 参照。外国銀行協会は、この問題に関する銀行監督局の見解はドイツが金融センターとして機能しない理由を表す端的な例であると述べている。
 - 21) 最近行われたアンケートでは、伝統的資金調達手段と比較した債権証券化のコスト優位は全く満足できる水準ではないとの結果が得られた(PETERS, M. / BERNAU, O.: “Asset-Backed Securities - eine Umfrage unter Banken”, in: *Die Bank* 122 / 1995, S.714-717, この点に関してはS.715.) この点は抵当貸付の証券化についても該当すると考えられる。

- 22) この詳細については、発行目論見書のほか、特に EBEL, F.J.: “Mit verbrieften Forderungen den Spielraum erweitern”, in: *Handelsblatt*, Nr.72 (1995年4月11日付) S.38 および ADLUNG, K.: “GEMS German Mortgage Securities B.V.: Neue Möglichkeiten durch Verkauf nachrangiger Forderungen”, in: *Der Langfristige Kredit*, 46. Jg. (1995), Nr.16/17, S.546-549 参照。
- 23) [訳注] クレジットライン供与に対する手数料。
- 24) PAUL, *a.a.O.*, S.273-280 参照。
- 25) O.V.: “Moody’s bewertet erstmals Pfandbriefe”, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr.15 (1996年1月18日付) S.19 参照。
- 26) [訳注] ABS は Asset Backed Securities 一資産担保証券。