

米国商業銀行の不良資産への対応

——資産流動化に焦点を当てて——

はじめに

最近「米国の銀行の再生」という論調がしばしばみられる。議論の内容は多様であるが、「数年前まで資産内容の悪化や収益の低迷等の問題に直面していた米国の銀行では、人員削減や一部業務部門の切り捨てのような思い切ったリストラ措置を講じながら、不良資産の処理を積極的に行うとともに、自己資本の調達を進めた。同時に、金融派生商品等新規分野への経営資源の投入を積極的に行った。この結果、収益が好転したほか、格付や株価

の上昇にみられるように市場の見方が改善し、さらに競争力も格段に向上した」といった点が強調されているようである。

米国の銀行の競争力が本当に格段に高まったのか、即断することは難しい。しかしながら、図表1にみられるように、収益、株価、格付等の面で米国の銀行のパフォーマンスが改善している点は事実である。例えば、米国商業銀行（以下米銀）の収益（後掲図表2）についてみると、91年末頃までは低迷が続いていた。これは、貸出の中で最大のウエイト

（図表1） 最近の米国商業銀行の状況

	1989年	90年	91年	92年	93年
税引後利益（億ドル、年間）	156	161	179	320	434
株 価（指数、年末）	165	109	171	220	235
格 付（ランク、年間）	+ 3	△ 5	△ 2	+ 2	+ 4
資 本（億ドル、年末）	2,047	2,187	2,317	2,634	2,968
資本対資産比率（％、年末）	6.21	6.46	6.75	7.51	8.01
貸 出 前 年 比（％、年末）	6.3	2.5	△2.8	△1.0	6.1
不良資産比率（％、年末）	2.30	2.94	3.02	2.54	1.61

- （注）1. 株価はSP銀行株平均指数（27行の平均）。格付はバンカメ（BankAmerica）、バンカーズトラスト、チェース、ケミカル、シティ、ファーストシカゴ、JPモルガン（マネーセンターバンク7行＜持株会社＞）のムーディーズ社による格付が前年に比べ何ランク変化したかを示す。他の指標は米国商業銀行全体。資本対資産比率は資本勘定（equity capital）の総資産に対する比率。不良資産比率は後掲図表4の定義による不良資産の総資産に対する比率。
2. ちなみに、資本の増加が「税引後利益－配当」と株式の増加（増資、転換社債の株式への転換等）により説明できると極めて大胆に推定すると、株式の増加は以下のとおりとなる。

	91年	92年	93年（億ドル）
資 本 増 加	130	317	334*
税引後利益－配当	36	179	214
株 式 の 増 加	94	138	120*

*下記資料の1993年第4四半期分では、資本増加のうち約30億ドルは一部の有価証券の時価評価に関する会計基準の変更に伴う増加とされており、株式の増加もこの分を差し引いてみる必要がある。

（資料）Federal Deposit Insurance Corporation（FDIC）「The FDIC Quarterly Banking Profile」等

(図表2)

米 銀 の 収 益 動 向

(単位 億ドル、%)

	1988年	90年	91年	92年	1～6月	7～12月	93年	1～6月	7～12月
税 引 後 利 益	248	161	179	320	153	162	434	208	226
金 利 収 益	1,073	1,155	1,219	1,334	655	691	1,394	695	712
非 金 利 損 失	564	606	651	653	319	343	646	334	321
貸 倒 引 当 繰 入	172	321	343	260	136	132	166	89	77
資 本 対 資 産 比 率	6.28	6.46	6.75	7.51	7.22	7.51	8.01	7.89	8.01
銀 行 数	13,123	12,343	11,921	11,462	11,686	11,462	10,957	11,199	10,957
総 資 産 前 年 比	4.4	2.7	1.2	2.2	1.8	2.2	5.7	3.8	5.7
貸 出 償 却	186	297	329	256	124	138	175	89	88

(注) 1. 税引後利益 (net income) = 金利収益額 - 貸倒引当繰入額 - 非金利損失額 + 有価証券関連損益 - 法人所得税 + 特別損益

2. 資本対資産比率、銀行数、総資産前年比は各年(月)末の計数。

3. 当該計数は頻繁に改定される点留意の要(半期ごとの公表計数の合計と年間の計数の間には若干の誤差がある)。

(資料) FDIC「The FDIC Quarterly Banking Profile」

を占める不動産関連の資産内容が、米国景気後退や新規物件の供給過剰に伴う不動産市況低迷から悪化し、延滞に伴う逸失利益や引当繰り入れ負担が生じたこと等が背景であるが、こうした不良資産の累増と収益の悪化は、90年代初頭における米国金融経済の構造問題のひとつと認識されていた。しかしながら、92年初頃から米銀収益は好転し、昨年後半には既往ピークのレベルを記録している。

こうした収益好転の背景として、金利水準の低下や長短金利スプレッド拡大に伴う資金利鞘の改善や米国景気的全般的な回復、といった循環的な要因を忘れることはできない。さらに、冒頭に述べた議論にみられる米銀自身の努力の面で、人員削減等のリストラ効果に加えて、①不良資産の引当・償却を積極的に行うと同時に、②不良債権の流動化、担保不動産の処分等を進めたこと等により資産内容が改善したことも、収益好転の見逃せない要因となっている(図表3)。本稿は、こうした米銀の収益等の好転をもたらした諸要因の

うち、資産内容改善に焦点を当て、米銀が不良資産処理のため講じた施策面を中心に概観したものである。具体的には、まず米銀の不良資産処理の内容や狙いを概説した後、このところ増加している不動産関連不良資産売却に焦点を絞り、売却の背景、購入サイドの取引動機、取引態様をやや詳しく説明する。なお、補論では米国の整理信託公社(Resolution Trust Corporation<RTC>)による資産売却について触れる。

(図表3) 米銀の収益回復の要因

(単位 億ドル、%)

	1991年①	93年②	②-①	寄与率
税 引 前 利 益	262	633	371	100
金 利 収 益	1,219	1,394	175	+ 47
非 金 利 損 失	651	646	△ 5	+ 0
貸 倒 引 当 繰 入	343	166	△177	+ 48

(注) 1. 非金利損失(経費等)、貸倒引当繰入は利益減少要因。

2. 税引前利益 = 税引後利益 (net income) + 法人所得税

(資料) FDIC「The FDIC Quarterly Banking Profile」

1. 米銀の不良資産規模

米銀の不良資産（図表4）の総資産に対する比率は、90年代に入り80年代中の1%台ないし2%台前半のレベルから大幅に上昇し、91年6月末にピーク（3.19%）をつけた後も高水準で推移したが、この1年ほどの間に大幅な低下をみており、93年末では1.61%とピーク時の半分程度のレベルとなっている（図表5）。

もっとも、ごく最近でも不動産関連貸出の中の90日以上延滞・未収利息資産非計上の比率は2.65%に上るが（後掲図表6）、91年6月には不動産関連のこうした比率が4.89%に達していたことを勘案すると、不良資産の過半を占める不動産関連貸出の処理も進捗しているとの評価が可能である。

（図表4） 米国における不良資産の定義

米銀の不良資産は、米銀が監督当局に提出するコールレポート上の以下の3つの計数の合計として通常認識されている。

- ①90日以上延滞債権（loans & leases 90 days or more past due）
借り手が約定で定められた元本ないし利息の支払いを90日以上延滞している債権のうち、②以外のもの。
- ②未収利息資産非計上債権（loans & leases in nonaccrual status）
債務者が元利金を完済できないとみられる債権、または90日以上元利払いが延滞している債権（ただし「完全に保全が図られているものでかつすでに回収の手続きに着手しているもの」を除いたもの）。
- ③抵当流れ不動産（other real estate owned）
担保権実行により取得した不動産。

なお、以上の計数に加え、30日以上延滞債権、条件変更債権（restructured loans & leases、債務者の財務的困難さを理由に、約定条件について利息減免等の譲歩が行われた債権）も公表されている。

参考までに、米銀の不良資産の対総資産比率の推移は以下のとおりとなる。

	1983年末	84年末	85年末	86年末	87年末	88年末	89年末	90年末	91年末	92年末	93年末
不良資産対総資産比率	1.96%	1.97	1.87	1.94	2.46	2.14	2.30	2.94	3.02	2.54	1.61

（図表5） 米 銀 不 良 資 産 推 移

（単位 億ドル、%）

	1988年 12月末	90年 12月末	91年 6月末	91年 12月末	92年 6月末	92年 12月末	93年 6月末	93年 12月末
不良資産対総資産比率	2.14	2.94	3.19	3.02	2.90	2.54	2.15	1.61
不良資産残高 ④	839	981	1,078	1,026	997	880	768	590
貸倒引当残高 ⑤	467	555	543	551	553	545	541	526
⑤／④（%）	55.6	56.6	50.3	53.8	55.5	61.9	70.5	89.2

（資料）FDIC 「The FDIC Quarterly Banking Profile」

(図表6) 1993年末の米銀の種類別貸出内訳

(単位 億ドル、%)

	残 高	延滞比率 (30~89日)	90日以上延滞・未収 利息資産非計上比率
不 動 産	9,226	1.56	2.65
建設・土地開発	664	2.35	8.18
商業用不動産	2,677	1.79	3.96
アパート・マンション	297	1.90	3.31
個人住宅	4,430	1.43	1.19
その他	1,158	—	—
商 業 ・ 産 業	5,390		
個人	4,190		
農 業	371		
その他・リース	2,388		
控 除 項 目	△ 67		
貸 出 ・ リ ー ス 合 計	21,498	1.33	1.99
貸 倒 引 当 残 高	526	—	—
ネット貸出・リース残高	20,972	—	—

(注) 90日以上延滞・未収利息資産非計上のなかで不動産関連が占める比率は約57%。

(資料) FDIC「The FDIC Quarterly Banking Profile」

2. 米銀の不良資産への対応

(1) 不良資産処理の概要

米銀の不良資産が減少している背景として、景気回復に伴い債務者の財務内容が改善し延滞が解消した面も指摘し得るが、重要な要因として、米銀が不良資産の引当・償却や売却を積極的に進めてきたことを指摘できよう(注1)。

引当・償却のうち、引当は会計上資産サイドの貸出をそのままとしたうえで、回収不能見込み額を負債サイドに計上(米国では、資産サイドの控除項目として計上することが一般的であるが、いずれの方法も経済的には同じ意味をもつ)する処理で、償却は回収不能額

を直接資産サイドから引き落とす処理である。このため、不良資産は償却により減少する一方、引当だけではバランスシート上不良資産は減少しない。しかしながら、①引当は貸し倒れの可能性およびこれに対する備えを示すもので、引当部分については実質上不良資産処理の^{めど}目処が立ったとみなせること、②引当は償却の原資として機能すること(引当の取り崩しにより発生する利益により償却に伴う損失をカバー)、③引当をいったん行えば、さらなる資産内容の悪化がない限り引当繰り入れを追加的に実施する必要がないこと、から引当も不良資産処理の重要な手段と位置づけることができよう。なお、米国の

(注1) 米銀の不良資産減少の要因については、正確なデータが存在しないため把握することは難しいが、例えば92年末から93年末にかけ前掲図表4の定義による不良資産の合計が290億ドル減少した一方、同期間の償却額は175億ドルに達しており、償却の寄与度が大きいことがうかがわれる(残差の115億ドルは、不良資産の売却や不良資産の稼働化等の要因による減少とみられる)。

引当・償却制度は基本的には引当（注2） 伴う損失は税務上損金処理されない。なお税
 (provision for loan losses、有税処理<引当に 務上の扱いについては図表7>（注3））と、償

（図表7） 損金算入・不算入の違い

例えば、引当に伴う財務上の損失が損金に算入される（されない）とは、法人税の計算上当該損失が利益から差し引かれる（引かれぬ）ことを指す。具体的には、引当と関連のない課税対象利益（利益②）2、税率50%、引当1実施のケースで比較すると、以下のようになる。

《損金算入》				《損金不算入》			
利 益	②	2		利 益	②	2	
引 当	△1			引 当	0	(税務上損失として認識されない)	
課税対象損益		1		課税対象損益		2	
税 金		0.5		税 金		1	

なお、米国では財務上と税務上の処理に一時的な差が生じる場合（例えば、引当は財務上は当期に認識される一方、税務上は償却を実施した時点で損金算入される）に関し、財務上税金を調整して計上することが認められており、こうした会計方法は税効果会計と呼ばれる。これを前提とすると、引当を実施する場合でも財務報告上の税引後利益が平準化される効果がある。

（注2）米国の引当は財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board<FASB>）の基準書（FAS）第5号（Accounting for Contingencies）に基づき経理されており、この基準書上、①決算日現在資産の価値の減損が「確からしい（probable）」こと、②損失の金額が合理的に見積もれること、の2つが引当計上の要件となっている。①、②の基準はいわば「損失の可能性」を求めるものともいえるが、その算出については、確率論的な考え方がとられている。この考え方によると、たとえ現時点で信用上何ら問題のない貸出であっても、過去の経験上将来的に何らかの損失発生の可能性は否定できないため、その部分について引当を計上することになり、いわば潜在的損失をもカバーしているといえよう。

なお、金融業態間で異なっていたFAS第5号の運用基準の統一を図るため、昨年5月にFAS第114号（Accounting by Creditors for Impairment of a Loan）が公表され、94年12月15日以降に始まる会計年度に適用される予定となっている。本基準によると、同質で多数の少額貸出（クレジットカード債権や住宅ローン等）等を除いた債権について利払い・元本返済が約定どおりに行われぬことが「確からしい」場合や、貸出に条件変更が行われた場合において、適正な引当は原則として①当該貸出の予想キャッシュフローと、当初約定金利等から判断される実効金利（effective interest rate）から算出される貸出の割引現在価値、場合によって②貸出が市場で取引される場合の価格、ないし③貸出の返済が担保処分のみにより行われるであろう場合の担保価値、と貸出の簿価との差に基づき算出されることになる。

（注3）従前は、米国でも無税による引当が認められており、その限度額は総貸出額の一定比率（2.4%以内）とされていた。しかしながら、69年の税制改正以降無税引当の限度額が段階的に引き下げられ、かつ過去6年間の実際の償却額に基づく算出方法を選択することも可能となった。その後86年の税制改革で、資産5億ドル超の銀行については無税引当が原則として認められなくなったため、引当水準と税制との関係は断ち切れ、各行はそれぞれの判断で有税引当を実施するようになった。なお、後掲図表10で触れているように、米銀では不良資産売却（バルク・セール）に備え売却予定の資産を特定したうえで、これに対し特別引当を計上する例があるが、これについては累積債務国向け債権の処理と同様、例外的な措置として無税処理が認められる場合がある模様である。ちなみに、資産5億ドル以下の商業銀行および貯蓄金融機関の無税引当限度については、①過去6年間の実際の償却額の総貸出に対する比率×当該年度の総貸出残高、②貯蓄金融機関については不動産貸付が全資産の60%以上の場合、課税所得の8%（ただし預金の12%を上限、①に従うことも可能）、との基準によって決定される。

却（注4）（charge-offs to loans、無税扱い）の二本建てとなっている。一方、不良資産売却は不良資産そのものを処分し資産サイドから切り離す処理であり、最近米銀が不良資産処理の方法として引当・償却とともに活用して

いる手法である。

以上のように、引当、償却、売却はそれぞれ不良資産処理の中で重要な役割を果たしているが、その経済的効果には図表8のような違いがある。

（注4）金融機関の債権償却（無税）に関しては、債権の毀損証明分（債務者の破産等）のほか、みなし無税償却（別段の証明が不要な償却）が認められている。具体的には、①監督当局の命令に基づく償却、ないしは監督当局が償却後初めての考査の際「償却日に考査が行われていたならば、償却命令が出されたであろう」ことを書面により証明した場合、②監督当局が当該金融機関の資産分類（loan classification）が監督当局の分類基準にかなったものであると認定し、金融機関もこれに従って償却を行うことを選択した場合で、金融機関が資産分類基準に従って自ら回収不能＝ロス（loss）として分類した場合にも、税務当局により原則無税処理が認められる（②はconformity electionと呼ばれる）。

なお、米国では回収不能かどうかの判断が、借入先の倒産手続の進行状況等を勘案しつつ実態に照らして行われることもあり、無税償却も資産内容悪化の度合いに合わせ総じて早期に実施されている模様であるが、引当と償却の間隔が短いほど、引当に伴う税金のかたちでの外部流出に係る逸失利益は少額にとどまることとなる（下記の仮説例を参照）。

	《引当の翌期に償却》			《引当の翌々期に償却》		
	I	II	III期	I	II	III期
引当と関連のない課税対象利益	50	50	50	50	50	50
引当（有税）	△50			△50		
引当取崩し（無税）		50				50
償却（無税）		△50				△50
税金	25	0	25	25	25	0

——両ケースとも3期間における税金支払総額は同じであるが、翌期償却は税金の還付を早く受けたのと同じ効果をもつ。なお、このケースでは、税率を50%と仮定。

(図表8)

引当、償却、資産売却の比較(仮設例)

【前 提】

《前期末の貸借対照表》

稼働貸出	97	預金	80
不良貸出	3	借入	10
		資本	10
(a) 10.00%	(b) 4.85%		
(c) 2.80%	(d) 2.05%		

(a) 自己資本比率
(b) 資産利回り
(c) 負債、資本の平均利回り
(d) (b) - (c)

《仮定》

- 貸出のリスクウェイト100%
- 引当はリスクアセットの1.25%まで自己資本に算入可能
- 貸出利回り5%、預金利回り3%、借入利回り4%、配当ゼロ
- 引当は負債に計上と想定

【当期に引当等を実施する場合、しない場合の比較】

《引当等実施せず》

《引 当》

《償 却》

《売 却》

損 益
計算書

その他利益	2
税引前利益	2
税引後利益	1

その他利益	2
引 当	△ 1
税引前利益	1
税引後利益	0

その他利益	2
償 却	△ 1
税引前利益	1
税引後利益	0.5

その他利益	2
売 却 損	△ 1
税引前利益	1
税引後利益	0.5

貸 借
対照表

稼働	97	預金	80
不良	3	借入	10
現金	1	資本	11

稼働	97	預金	80
不良	3	借入	10
現金	1	引当	1
		資本	10

稼働	97	預金	80
不良	2	借入	10
現金	1.5	資本	10.5

稼働	97	預金	80
不良	1	借入	10
現金	2.5	資本	10.5

(a) 10.89%	(b) 4.85%
(c) 2.77%	(d) 2.08%

(a) 10.89%	(b) 4.85%
(c) 2.77%	(d) 2.08%

(a) 10.45%	(b) 4.90%
(c) 2.79%	(d) 2.11%

(a) 10.45%	(b) 4.95%
(c) 2.79%	(d) 2.16%

《引当》本想定では、引当等を実施しないケースと自己資本比率や資産等の利回りの面では同じ結果となる。すなわち、引当と資本の振り替わりが生じているに過ぎず、引当が自己資本比率算定上自己資本に算入される限りにおいて、自己資本比率が維持される。もっとも、一般論として、配当可能利益が引当等を実施しない場合に比べ圧縮され、配当のかたちでの外部流出が抑制される可能性がある。

《償却》償却に伴い自己資本比率は低下するが、不良資産が減少することに加え、税金のかたちでの外部流出が引当等を実施しない場合に比べ圧縮された部分が、現金部分の増加（稼働資産に運用可能）につながるため、資産利回りが上昇する。

《売却》引当・償却の条件をみたさない資産も売却の対象となり得る（本ケースでは2の不良資産を価格1で売却）。売却に伴いキャッシュフローが改善し新たな資産運用の余地が広がる結果、資産利回りを向上させることが可能となる。なお、売却損は税務上通常損金に算入される。

(注) 1. 実効税率50%と仮定。税効果会計は考慮していない。現金部分は稼働貸出に運用。

2. 本表では、引当、償却、売却を新規・単独に実施する場合を比較しているが、現実には引当が償却、売却に先行する等の違いがあり得る点留意の要。

(2) 不良資産処理の狙い

以上のように、不良資産処理には引当、償却、売却の3つの態様があり、その効果には差異もあるが、米銀がこうした手法を通じて不良資産処理を進める主な狙いについては、以下の4点が指摘できる。

イ. 経営実態の開示

米銀では、経営内容の適切な開示（ディスクロージャー）を証券取引法制や会計制度上、および監督当局から求められているほか、銀行経営者自身もこれを株主、預金者等に対する責務と認識しており、不良資産についても延滞債権額等の開示と合わせ、不良化に伴う資産価値の減少を引当等のかたちで示すことにより、バランスシート上資産の内容が正確に示される仕組みとなっている。また、こうした開示は経営陣が経営の実態を見直す重要な機会としても位置づけられている。

なお、米国でも従前よりディスクロージャーが前向きに行われていたわけではない。そもそも米国の銀行の多くは以前は証券取引所に株式を上場していなかったため、証券取引法規に基づくディスクロージャーの対象外となってきた。1964年の法改正に伴い、非上場企業について一定の条件の下ディスクロージャー義務が課された際にも、銀行監督により銀行の健全性が守られていることを理由に、ディスクロージャーの内容は一般企業より緩やかなものになった。銀行にも他企業と同様のディスクロージャー義務が課されるようになったきっかけは、73年のUSナショナル銀行、74年のフランクリンナショナル銀行の倒産であ

る。これを契機に、銀行も他の企業同様のディスクロージャーを求められるようになり、それ以降ディスクロージャーの範囲が拡大されていった（注5）。

ロ. フレッシュスタートの契機

米国では、不良資産についての情報開示を行ったうえでその処理を進めれば、当該金融機関に関する不透明性が除去されると同時に、将来の経営展開の出発点となり得る点を投資家等が評価する結果、資金調達コスト低下や資本調達の順便化につながるケースが少なくない。また、償却や売却を行えば不良資産の処理に投入せざるを得なかった経営資源を新規分野へ配分することも容易となる。このように資金調達面、経営資源面からフレッシュスタートを切りやすい態勢を整えることが、不良資産処理の主要な目的のひとつと位置づけられる。

ハ. 社外流出抑制

本来引当・償却等の処理が必要な場合にこれを行わなければ、利益が過大に計上される結果、過大配当や税金（損金に算入される償却や売却を行わない場合）のかたちで社外流出が発生する可能性がある。実態に見合った不良資産の処理は、こうした過大な外部流出が回避されるという意味で経営の健全性につながる。

ニ. 資産再稼働化

不稼働資産を売却すれば、これが売却代わり金に置き換わる結果、再運用による資金利

（注5）詳しくは、『証券研究』Vol.103に掲載の櫻田照雄著「アメリカ銀行会計制度改革の現状」を参照。

鞘の改善や新たな収益機会獲得の可能性が拡大することが期待できる。

以上のような不良資産処理の内容や狙いを踏まえたうえで、以下では米銀が不良資産処理を進めることができた背景等を、不良資産売却に焦点を当てて説明する。

(3) 不良資産売却の背景・狙い

一部米銀では、引当・償却処理に加え不良資産の売却を図る動きがみられ、とくに、数億ドル規模の不動産関連不良資産を一括して売却するバルク・セール (bulk sale) が注目を集めている (バルク・セールの具体例については図表9、後掲図表10)。このバルク・セールに厳密な定義はないが、複数の債権や

抵当流れ不動産 (数百本、数億ドル規模) をプールし、これを相対ないし少数の投資家間の入札方式で売却する方法を指すことが一般的なようである。プールの中には、延滞債権や現時点では延滞していないが近い将来延滞が予想される債権だけではなく、投資家を引き付けるため稼働資産が組み込まれている場合もみられる。バルク・セール以外にも不動産関連以外の不良資産売却や、不動産関連不良資産を徐々に売却していくアプローチも行われているが、本稿ではここ1、2年の特徴的な動きであるバルク・セールに焦点を絞る。

ここで、米国でバルク・セールが行われるに至った背景を整理するために、米国における資産流動化 (注6) の動きを若干振り返る。米国においてはファニーメイ (Federal National

(図表9)

最近のバルク・セールの例

(単位 億ドル)

金融機関名		規模 (原簿価)	売却価格	ディスカウント率 (%)
1992年	ネーションズ (地銀)	9	5	45
	フリート (地銀)	5	2.8	45
93年	バンクオブアメリカ	14	5	65
	ファーストシカゴ	10	5	47
	チェースマンハッタン	6.3	3.5	44
	ファーストインターステート (地銀)	6.3	n.a.	45*
	ミッドランティック (地銀)	2.5	n.a.	n.a.
	トラベラーズ (保険)	8.0	6.3	21

(注) *売却計画のうちすでに売却済みの一部分についてのディスカウント率。

(資料) 各金融機関公表資料、一部投資銀行等による推定を含む

(注6) 流動化と証券化が混同されることも少なくないが、証券化は流動化の一手段と位置づけられる (もうひとつの手段は証券化を伴わない売却)。例えば、稼働住宅ローン等について証券化は早くから進展しているが、民間銀行の不動産関連不良資産売却において証券化が用いられる例はこれまでのところあまりない (RTCによる証券化については補論参照)。これは、不良資産の場合、住宅ローン、自動車ローン等均質的でリスクの予想が容易な資産の証券化と異なりリスクの審査に手間取るため、格付機関への支払手数料等証券化コストがかさむことによる。

(図表10) バンクオブアメリカとファーストシカゴ銀行のバルク・セールの場合

(1) バンクオブアメリカ (BOA) →モルガンスタンレーリアルエステートファンド (MSREF)

- ①MSREFはBOAからの資産購入を目的とする株式会社 (以下A社) を設立する。
- ②BOAは、不動産ローンおよび抵当流れ不動産をA社に売却する (93年6月に実施)。本資産はBOAがセキュリティパシフィック銀行を買収 (92年) した際取得したもので、引当の結果、実質的な簿価が引き下げられていた (本資産は分離対象資産 < pending disposition asset > として計上されていた)。
- ③BOAは、当該資産をBOAのバランスシートから完全に切り離すため、A社の経営に参加しないほか貸付も一切行わない。
- ④A社は購入資産の証券化を行う。発行された債券は一般投資家向けの優先払い債券 (senior debt) と機関投資家向けの劣後払い債券 (subordinated debt) に大きく二分される。なお、当該債券の格付を実施したフィッチ社によると、本売却では原簿価約14億ドルの資産に対し5億ドル程度の債券が発行されており、ディスカウント率は65%とみられる (フィッチ社の当該証券化に関する93年8月2日付レポート『Kearny Street Real Estate Co., LP』< 英語版 > を参照)。

(2) ファーストシカゴ銀行→G.E.キャピタル社

- ①ファーストシカゴ銀行はバルク・セールに備え、92年9月までに簿価総額約24億ドルの不良資産に対し通常の引当と625百万ドルの特別引当を行い、原簿価対比で51%の評価引き下げを行ったうえ、当該資産を早期流動化資産 (accelerated disposition portfolio) に移管した。この過程で、同行は92年第3四半期決算において3.7億ドルの赤字を計上した。
- ②93年2月に同行はG.E.キャピタル社に対し資産プールのなかから原簿価10億ドルの不動産ローンおよび抵当流れ不動産を5億ドル強で売却する旨合意した。なお、当該売却価格が引当計上により引き下げられた価格をわずかながらも上回ったこともあり、本件発表当日同行の株価は約4%上昇した。

(資料) 各行公表資料等

Mortgage Association) 等の政府系機関が住宅ローンの保証や買い取りに積極的に関与したことを契機に住宅ローンの流動化が早くから行われ、その後も自動車ローンやクレジットカード債権の流動化が進むなど、80年代初頭から証券化を伴いつつ資産の流動化が本格的に進展してきた。こうしたなか、80年代後半には途上国向け不良債権、90年前後にはLBO (Leveraged Buyout、少額の資本と多額の借入を元手とした企業の買収) 関連債権の流通市場が登場するなど、投資家がハイリスク資産に習熟する土壌が育った。さらに、補論で述べるように、91年頃よりRTCが接收貯蓄金融

機関の資産売却を積極化し、この過程で住宅、アパート関連のみならず商業用不動産関連不良債権への投資家層の厚みも増していった。この間、元来は主として証券の発行体の信用力に主眼を置いてきた格付機関が、こうした資産を担保とした証券の信用力の判定にも関与したことが、証券化の進展に寄与した面がある。このような債権売却に関する様々な蓄積が、民間銀行がバルク・セールに踏み切る下地を作ったと評価することができよう。

さらに、以下のような環境が整っていたことが、売却に対する障害を取り除く方向に作用したとの評価が多い。

イ. 引当・償却の進捗

米国では資産内容悪化に合わせ引当・償却が進む過程で、不良資産の評価が実質的に切り下がるとともに、引当等に伴う損失が期間収益ですでに吸収されている。こうした前提の下、バルク・セール実施によって追加的な損失が発生する可能性はあるが、これがある程度限定的なものにとどまるため、資産売却に踏み切ることが比較的容易となった。

なお、米銀が引当実施に積極的であった理由のひとつとして、米国では、銀行に対し十分な引当の実施や資産内容に関する的確なディスクロージャーを促すメカニズムが金融・資本市場に内在している点が指摘されている。

具体的には、銀行は不良資産の現状や見通し、およびこれに対する備えが十分である旨情報を開示しなければ、投資家の信頼を高め、ひいては金融・資本市場から安定的な資金調達を行うことができないとの判断から、一般に引当の適切な実施

を経営上の課題として位置づけている。主要米銀では、図表11にみられるようにここ数年、引当実施等に伴う赤字決算を経験しており、こうした場合株価が低下する場合もみられた。しかしながら、上記の銀行自身の判断に加え、次に述べるような格付機関、監査人等の姿勢もあって、米銀は経営実態等の開示を続けた。この結果、例えばケミカル銀行のように他行の吸収合併による経営効率化等、当該行の経営改善についての明確なビジョンを示すことができれば、赤字決算後株価がむしろ上昇する事例もみられている。

また格付機関は、格付上のひとつの重要なポイントとして引当の水準が当該行の貸倒リスクへの備えとして十分か否かを注視している（注7）。監査制度上も、外部監査人（external auditor）が対象銀行の引当水準が不十分と判断した場合、その積み増しを強く求める（注8）。

さらに、監督面においても従来より引当の適切な計上が求められてきたが、93年12月に

（図表11） 米銀主要行の赤字決算の例（1987年以降）

銀 行 名	赤字決算年	
シ テ イ	1987, 91	例えば、ケミカルでは91年第4四半期に赤字を計上したが、その後株価はむしろ上昇した（同行株価91年12月末21ドル→92年1月末28ドル→2月末33ドル→3月末32ドル→4月末35ドル）。なお、同行は91年12月にマニファクチャラーズハノーバー銀行を吸収合併した。
バンクオブアメリカ	1987	
ケ ミ カ ル	1987, 89	
バンカーズトラスト	1987, 89	

（注）赤字決算年は年間ベースで赤字となった年を指す。

（注7）例えば、ムーディーズ社の格付では、ケミカル銀行やチェースマンハッタン銀行において引当が進み実質的な不良資産が減少したことが、格付引き上げ（93年7月）の要因のひとつとされている。

（注8）米国では、取締役会のなかに設置される監査委員会自体がほとんど社外の人間で構成されているうえ、会計監査人による外部監査が実施されている（日本でも93年6月の商法等改正により資本金5億円以上または負債の合計金額が200億円以上の株式会社について社外監査制度が導入され、米国と同様な仕組みとなった）。こうした監査人に対しては、監査責任を巡る訴訟が頻発しており、会計監査人が監査手法・機能を高めていくうえでの刺激となっている。また、銀行に関しては、外部監査人が金融機関経由で監督当局の報告書を入手したり、金融機関と銀行監督当局の会議の一部に参加することが認められているほか、連邦預金保険公社改善法（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act）において、連邦預金保険公社加盟金融機関に対し、外部監査人任免の事実・理由等の報告が義務づけられるなど、外部監査の役割強化に向けた施策が採られている。

連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation< F D I C >)、連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System< F R B >)、連邦通貨監督局 (Office of the Comptroller of the Currency< O C C >)、貯蓄金融機関監督局 (Office of Thrift Supervision< O T S >) は、注2で触れた会計基準書に基づく引当金算出が運用上各金融機関で整合的に行われることを目的に、貸倒引当金設定に係る統一指針等を公表した (注9)。

ロ. 税務上の損失認定

売却サイドと資本関係等をもたない第三者に不良資産が売却される場合、通常売却損を無税扱い (損金算入) できることも、不良資産売却を促進したひとつの要因とみられる。この点に関し、米国においては監査人制度が十分機能しているほか、厚みのある投資家層が存在することが、売却価格の公正さを裏付ける理由として指摘されている。

こうしたなかで、米銀がバルク・セールを行う主な狙いとして、2.(2)で触れた要因に加え以下の点も指摘できる。

ハ. 管理コスト等の削減

すでに述べたように、引当・償却を実施すれば、不良資産処理の目処が立つのに応じて経営者が不良資産管理以外の分野に目を向けやすくなる環境が整う。しかしながら、引当・償却は借入人に対する債権放棄に直結するわけではなく、貸し手としては元本等の回収努力を続けるほか (注10)、債務者が破産すれば破産手続きにも参加する。これに対し、不良資産を売却すれば、不良資産の管理コスト (債権取り立て、必要に応じた担保権実行、書類整理、弁護士・会計士費用等) を圧縮できると同時に (注11)、管理部門のリストラを図る契機となり得ることが、不良資産売却のメリットとして強く認識されている。

二. 地価に対する見方

売却を実施した米銀の中では、都市部のオフィスビル需給に関し供給過剰の状況がしばらく続くともみている先が少なくなく、資金調達コストを負担しつつ不動産関連貸出を保有し続けることは得策ではなく、売却により長期的にみて損失を最小限に抑えることができるとの判断が、こうした先の売却の理由として挙げられる (注12)。

(注9) 本統一指針では、①検査におけるS (substandard)、D (doubtful) 査定債権に関しては当該債権の実質残存期間に対応する貸倒損失見込みの全額を引き当てるべきである一方、非査定の債権については今後12か月の損失見込み額を引き当てること、②実際の引当が「 $(D \times 50\%) + (S \times 15\%) + (\text{非査定債権} \times \text{非査定債権を貸出の種類等で分類したうえで過去のロス実績値等を勘案して各分類ごとに算定された損失可能性})$ 」を下回る場合、この点について金融機関が妥当な根拠を有していること、等が求められている。

(注10) 例えば90年において、米銀の償却済み貸出の回収は、当年の償却額の13%となっている。

(注11) 一部米銀の試算によると、10億ドル規模の貸出売却を行い50人の不良債権管理チームを解散 (解雇) した場合、人件費だけで年間5億円近くのコスト削減につながる。

(注12) 93年初めに他行に先駆けてバルク・セールに踏み切ったファーストシカゴ銀行では、対外公表文においてこの間の事情を以下のように説明している。

We have looked closely at the U.S.commercial real estate market and see no recovery in the near term, ... Therefore,we believe it is in the best interests of the Corporation and its stockholders to aggressively reduce our exposure to real estate.

(4) 不良資産売却に対するこれまでの評価

以上みてきたように、米銀では不良資産処理に関し適正と判断される引当・償却を行うことは、ほぼ定着した対応となっているが、さらに売却に踏み込むかについては個々の銀行の経営判断に左右されている(注13)。一般に、不動産関連資産売却が長期的にみて当該銀行にとって得策であるか否かは、先行きの不動産市況に左右される部分が大きく(不動産価格が急速に持ち直せば、売却は時期尚早であったことになる)、企業価値の評価である株価等への影響を事前に判断することは難しいため、資産売却に踏み切るかどうかは極めて高度な経営判断となる。以上のような点を念頭に置きつつこれまでの資産売却の事例をみると、株価面でのマイナスの影響は総じてみられていない(注14)。また、格付面でも、資産内容改善に向けての努力は一般に評価されている模様である(注15)。不良資産売却は、

固定化した貸出の一部を稼働化させ新たな資産運用の道を広げる可能性をもつほか、このような格付機関や投資家の反応を前提とすれば、資金調達コスト低下や資本調達の順便化のルートを通じ銀行の自己資本拡充につながる側面があるといえよう。

なお米国では、最近ではあまり用いられていないが、不良資産処理に関しbad bank設立方式が採られることもある。bad bank設立方式とは、不良資産を有する銀行が、①不良資産の処分・回収を専門に行う銀行子会社(bad bank)を設立し、②このbad bank株式を銀行の持株会社(親会社)の株主に交付する一方外部資金の導入も図ったうえで、③不良資産を移管する手法であり(不良資産を切り捨てた銀行はgood bankとも呼ばれる)、これによりbad bankは銀行や親会社の連結対象から外れると同時に、不良資産のリスクがgood bankから切り離される効果がもたらさ

(注13) ちなみに、英国の銀行では米銀と同様引当の計上を前向きに行いつつも、これまでのところ不良資産売却にはあまり積極的ではない。これは、①米国のように公的機関による不良資産売却の先行例がないこと、②自己資本が厚く不良資産保有・管理コストにもある程度耐え得ることに加え、③貸出先の破綻に際し金融機関に秩序立った対応を求めた英国中央銀行のいわゆるロンドンアプローチ(London Approach)の影響もあり、貸出先の経営が悪化した際、銀行は直ちに貸出を売却するのではなく、当該先の経営建て直しに努力するべきとの考え方が強いとみられる。もっとも、英国でもこの1年ほどの間に不良債権売却の例が増加しつつある模様で、今後の動向が注目される。

(注14) バンクオブアメリカ(93年1月26日にバルク・セール発表)、ファーストシカゴ銀行(同2月25日発表)とも、株価は発表後しばらくの間、発表前を数ドル上回る水準で推移した(バンクオブアメリカ92年12月末46.5ドル→93年1月末52.7ドル、ファーストシカゴ銀行93年1月末41.5ドル→2月末44.2ドル)。

(注15) 例えば最近のムーディーズ社の格付では、バルク・セールを実施したファーストシカゴ銀行(持株会社)の格付が引き上げられた(93年12月Baa1→A3)。

れる（bad bankは預金は受け継がず、資本のほか社債により資金を調達する）（注16）。

3. 不良資産売却市場について

前節では、米国の不良資産処理の概要を、主として銀行側の視点から説明したが、本節では不動産関連不良資産売却市場に焦点を当て、市場規模や市場参加者の機能、さらには投資家の態様や購入動機等を中心に概説する。

（1）規模

不動産関連不良資産売却市場に関し正確な統計はないが、92年にかけてR T Cによる売却から急速に拡大した後、93年にはR T Cの売却は減少したものの、民間銀行による売却がこれを補うかたちで増加した結果、全体としては引き続き拡大を続けた模様である。米銀のバルク・セールは、93年中100億ドル前後と91年以降のR T Cによるバルク・セールの規模（累計100～150億ドル程度）に迫っているとの見方もある。

（2）不良資産購入者、仲介者等

イ. 購入者

バルク・セールの購入者として、大手ノン

バンクや投機的ファンドが挙げられる。まず、大手投資銀行等では、大口優良顧客から資金を集めたファンドの設定を通じて不良資産を購入している。次に、トリプルAの格付を得たコマーシャルペーパーによる低利調達資金や、親会社の余資の一部を資金源とする大手ノンバンクの中には、R T Cの不良資産売却における最大の買い手となったり、民間銀行のバルク・セールの購入に積極的に応じている例もある。

一方、投機的ファンド（ハゲタカファンド＜vulture fund＞とも呼ばれる）の代表例として、個人富裕層や海外資産家等から大口の資金を集め、これをハイリターン資産に投資するいわゆる個人ファンド（private fund）がある。これらの多くの先は1口当たりの応募額を例えば100万ドル超に設定するなどして投資家の数を百人未満に限定し、1940年投資会社法の諸規制（証券取引委員会＜Securities and Exchange Commission＞への登録義務等）の対象から外れている。

こうした投資家層は、R T Cの不良資産証券化商品を中心に扱うグループ（個人ファンド等）と、貸出債権自体の購入も行うグループ（投資銀行系やノンバンク中心）とに分か

（注16） bad bankの業務実態をみると、通常極めて少人数（10人以下）で業務が行われ、実際の回収・処理業務は資産管理会社に委託される。連邦通貨監督局（OCC）は、bad bankを認める条件として一定期間後解散することを要求しており、bad bankは長期的な取引関係に意を配る必要なく、回収を淡々と進めることができる。これまでの例では、資産規模は1～10億ドル程度である。bad bankはこれまで数社設立されたが、good bankから資本面で切り離されたbad bankへの投資家を確保することは容易ではなく、最近では設立の例はみられない（なお、不良資産を抱えた銀行の吸収合併の場合、被吸収銀行の株主にbad bankの株式等を引き受けさせることは相対的には難しくなく、bad bankの利用は可能といわれている）。

（bad bank設立の主な事例）

- 87年 ナショナルローン銀行（ケミカル銀行がテキサスコマース銀行吸収時に設立）
- 88年 ナショナルアセット銀行（ファーストインターステート銀行がアライドバンクシェアーズ銀行吸収時に設立）
- 88年 コレクティング銀行（ファーストシティ銀行のリストラの一環で設立）
- 88年 グラントストリートナショナル銀行（メロン銀行の自己資本調達計画の一環で設立）

れるが、後者の特徴として、①資金量が豊富で、資産購入後自己資金を投入し資産価値を引き上げる余力があること、②不動産管理（賃料取り立て、担保権実行等の法的手続き、不動産開発等）について専門知識をもった数十人から数百人規模の陣容を抱えている場合が多いこと、等の点が指摘できる。

ロ．仲介者

バルク・セールのひとつの契機となったRTCの資産売却において、大手投資銀行等は、証券化スキームの構築、投資家との仲介、自らの関連ファンドを用いた資産購入等様々な面で活躍したが、これらの先は民間銀行のバルク・セールにおいても、投資家との仲介や証券化を行う場合のスキーム設計といった面で機能を果たしており、こうした仲介者の存在が不良資産売却市場成長のひとつの背景として評価できる。

ハ．不良資産管理業者

不良資産の流動化においては、不良債権の管理を誰が行うかが重要なポイントとなる。こうしたノウハウに自信のある銀行では、不良債権を保有し続けるインセンティブが高い一方、ノウハウの乏しい投資家は、債権購入後不良債権管理業務を第三者に委託したり、証券化されたものを購入する傾向が強い。不

良債権管理業者は、銀行の関係会社や元デベロッパー等が多い。なお、こうした不良債権管理業務では、資金運用や回収のパフォーマンスを高めるため、回収成績が上がるほど報酬が引き上げられるインセンティブ方式が多くの場合導入されている。

（３）バルク・セールにおける投資家の行動

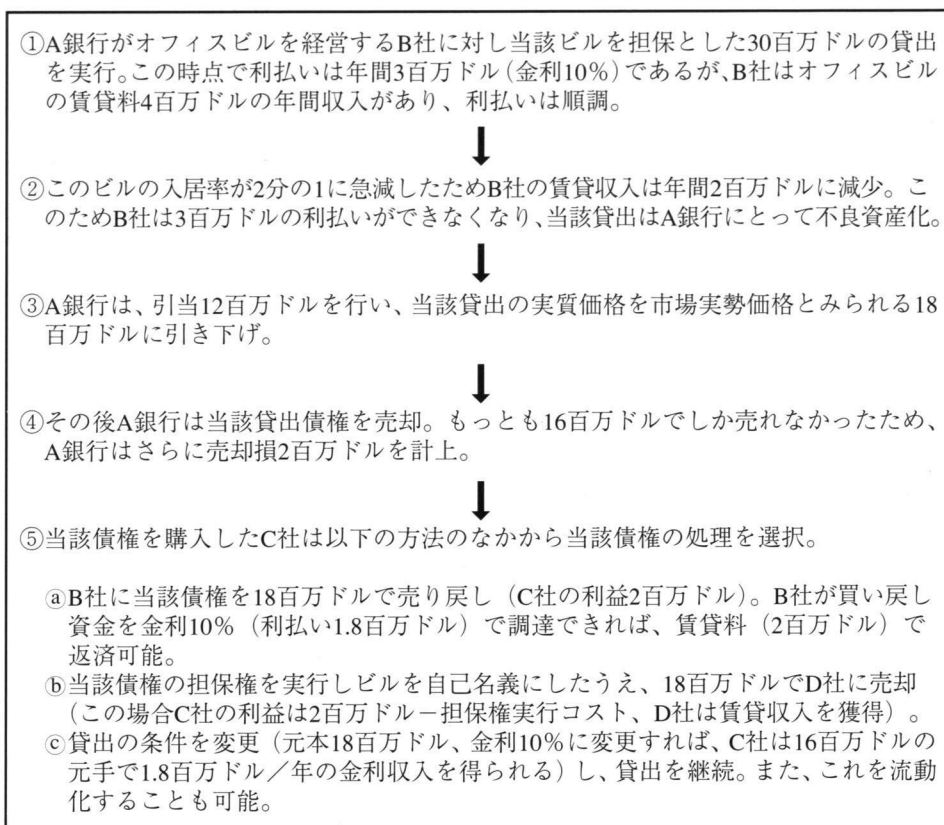
購入者は、①購入価格より高く、かつローンの原簿価より低い価格で債務者にローンの買い戻しを要求、②貸出条件を変更、あるいは自己資金投入等によりローンの付加価値を高めたうえで（例えばビルに修繕等を施しテナントを確保）流動化、③担保権実行（foreclosure）を行なったうえ^{（注17）}物件を売却、等の方法で比較的短期間で当該購入に関する利益を確定し、投入資金と利鞘の対比（例えば借入金と自己資金を元手に債権を購入後売却するケースでは、最終的な売却代金から借入金元利返済や諸コストを除いた利鞘と自己資金を割引現在価値ベースで対比）で年3割前後の高利回りを追求するケースが多い。

投資家の現実の対応をみると、①による処理が最も多い模様であるが、債務者が買い戻し資金を調達できなければ流動化や担保権実行が検討され、さらにこうした手段では短期処分が困難な場合や資金力に余裕がある場合には、投資家は中長期的に債権を保有し利息

（注17）米国の担保権実行については、州ごとに手続きが異なるが、州によってはかなり厳格な法的手続きが定められていることもあり、担保権実行手続きが完了するまで1年程度を要する例も少なくない。投資家によってはこうした点を嫌って担保権実行を選択しないケースもある。

収入を得る方法を探ることになる（注18）。以上を前提にバルク・セールの基本的スキームを仮想事例に則して示すと図表12のようになる（注19）。

（図表12） バルク・セールの基本スキーム



（4）価格形成

米国では、不動産関連貸出の価格を、担保不動産から将来的に生み出されるキャッシュフローの割引現在価値を基準に判断する（割引現在価値の考え方については図表13）。こ

のため、リスクが予測しやすい均質で多数の債権（住宅ローン）や、キャッシュフローが相対的に安定している小売業向け不動産貸出の流動化は比較的容易なのに対し、オフィスビル関連貸出（物件の供給過剰が深刻な大都

（注18）購入したプールの中に抵当流れ不動産が含まれる場合、買い手は取りあえず駐車場経営等で運営しつつ、再開発を企図するケースが少なくない模様である。

（注19）なお、債権売却に対する原債務者の対応については、バルク・セール後当該貸出債権が条件変更され元利払い負担が軽減されることを期待する場合がむしろ多い模様である。仮に、債務者が債権者の交替を嫌う場合は、原債権者と交渉し、ある程度の元本減免を行ったうえで負債を返済する道もある。

(図表13)

割引現在価値について

例えば現時点で100のキャッシュフローを受け取ることと5年後に140のキャッシュフローを受け取ることと比較する場合、①現在受け取るキャッシュフローを5年後まで運用することにより金利収入を得られる可能性、②5年後に確実に140のキャッシュフローが入ってくるか否かについてのリスク、を勘案する必要がある。具体的には、金利情勢や②のリスクを念頭に置いた割引率に基づき、5年後のキャッシュフロー140が現時点でどの程度の価値をもつとみてよいか、以下のように判断する。

5年後のキャッシュフロー 140

想定される割引率 7% (金利情勢やリスクにより変化)

割引現在価値 $140 \div (1.07)^5 = 100$

市では、テナント収入が低水準)、ホテル・リゾート関連(収入のベースとなる利用客の予測が極めて困難)の流動化は一般的に困難とされている。さらに、土地開発・ビル建築ローンについては、開発や建築が終了するまでキャッシュフローとなる収入が存在せず、しかも開発等が途中でつまづくリスクもあるため、最も流動化しづらい(貸出の市場価格が簿価の1～2割程度というケースも少なくない)。そこで、売却サイドでは売却資産プールの中に比較的キャッシュフローが豊富な債権とこうした土地開発・ビル建築ローンを織り混ぜたり(注20)、将来見込まれる不動産売却収入や元本返済をキャッシュフローに織り込んだ、RTCのスキーム(補論参照)に類似した証券化スキームを考案するなど、流動化を促進する努力を行っている。

バルク・セールの価格は、①バルク・セール

が始まった当初は投資家のすそ野に広がりがなく、大型ファンド間で限定的な競争が行われたこと、②短期間に大量の不良資産を売りさばけるとの売り手サイドにとってのメリットもあり、売却価格を大幅に切り下げる例が少なくなかったことから、簿価対比のディスカウント幅が5割以上に達するケースも多くみられた(注21)。しかしながら、最近では①景気回復に伴い不動産市況が持ち直し傾向にあるため、不動産関連貸出の市場価格自体が上昇していること、②投資家層の厚みが増してきたこと、③こうしたなかで、売却サイドでは資産プールを地域・種類面で同質の比較的小規模なサブプールに分割したうえ、購入サイドがプール全体にも、サブプールひとつにも応札できる条件を整え、小規模投資家の参入を容易にしたり、対象債権の情報開示を進め投資家がリスクを判断しやすい環境を作る

(注20) 例えば、RTCによる資産売却の1例をみると、売却資産のうち不良債権156百万ドル(225件)、不良化が懸念される債権132百万ドル(104件)、稼働債権58百万ドル(103件)となっている(フィッチ社スペシャル・レポート『債務不履行・焦げ付き商業用不動産への融資』1993年4月12日を参照)。

(注21) このため、バルク・セールが始まった当初は、「バルク・セールは収益や自己資本に余裕がある金融機関にしか採り得ない手法」との評価も多く聞かれた。

などの工夫を施すことにより（注22）、価格を引き上げる努力を行っていること、からディスカウント幅はこのところ縮小傾向にある模様である。

おわりに

本稿では、米銀の不良資産処理について不良資産売却に焦点を当て概観してきた。ここで、米銀が不良資産処理を進めることができた背景を改めて整理すると、①市場価格の尊重や経営実態開示の風土が根付いていること、②金融・資本市場等でのパーセプションを改善するため、自らの経営効率を高めたり自己資本を増強したりすると同時に、不良資産問題への対応力や将来の成長力をアピールする必要に迫られていること、③折からの収益改善に支えられたこと、といった点のほか、以下の2点を挙げることができよう。

イ. 投資家層の厚み

米国では不良資産に対する厚みのある投資家層が存在しているが、こうした背景としては、①売却サイドが市場価格に基づく資産評価を受け入れていることもあり、売却価格が投資家の採算ラインまで切り下がっているこ

と、②貸出債権売買や、不動産（購入債権の担保権実行により取得したもの、あるいは貸出債権のまま原債務者と共同で担保物件の価値を高めるケース）の再開発・転売等のスキームが投資家のニーズに合うよう工夫されていること、③資産管理の専門家が養成されていること、等を指摘できる。こうした条件が確保された米国では海外（欧州、アジア）からも投資資金が流入しているほか、同様な条件が存在する英国では米国投資家等による不良債権購入が増加している模様である。

ロ. 投資銀行等による流動化技術

民間のバルク・セールに先鞭をつけたRTCの資産流動化では、多様な発想に基づき開発された証券化の技術を駆使することにより様々な層の投資家を引き付けることに成功しており、これが不良資産に対する投資需要を喚起する触媒として重要な役割を果たした。

以上のように、米国では不良資産の処理が進捗しているが、課題も残されている。例えば、米銀の中でも、自己資本の厚みが少なく不良資産処理に伴う損失を吸収できないケースもみられるほか（注23）、シンジケートロー

（注22）例えば、RTCによる資産売却においては、売却の仲介に入る業者が物件の内容（テナント入居状況、環境問題の可能性等）を1、2か月ほどかけて審査し、調査内容や売却資産の推定市場価値（Derived Investment Value<DIV>）を購入希望者に提示している。なお、DIV算出にあたっては、債権を種類（オフィスビル、ホテル等）や稼働状況に基づいて分類し、それぞれに見合った割引率を想定したうえで、割引現在価値のかたちで市場価値を推定している。DIVについては、『日経公社債情報』臨時増刊号No.919「米国における不良資産証券化」を参照。

（注23）このように、不良資産の売り手が資産売却に伴う損失を簡単には吸収できない場合、具体的には買い手が簿価10の資産について3が適正価格と判断、売り手もこれ自体には納得したが5までしか損失に耐えられない場合、5で売却したうえで、売り手が①買い手に対し価格下落の可能性（ $5 - 3 = 2$ ）を保証、②証券化に際して設立される特別目的会社等に対し2の出資を実施、といった信用補完措置（credit enhancement）が売却を容易にする手段として考えられるが、これらを会計上どう評価するかが米国では議論となっている。

ンのように多数の債権者が重複するケースでは、債権者間の合意取り付けに手間取り処理がなかなか進捗していない点も指摘されている。その意味で、今後個々の米銀がこれらの課題をいかに克服していくかは注目されるところではあるが、米銀全体としてみれば不良債権問題から脱却しつつあると評価することができる。

もとより、米銀の成果を評価するに際しては、米国における資産流動化市場の歴史的な発展経緯等に十分留意する必要がある、金融システムの面で様々な違いがあるわが国にそ

のまま適用できるわけではない。しかしながら、わが国における現下の銀行の不良資産問題への取り組みを検討していくうえで、米銀が市場原理に基づき不良資産を前向きに処理し、これを市場が評価した結果、自己資本増強という新たな成長軌道へのきっかけをつかんだという経験や、こうしたプロセスが進展した背景に底流すると思われる「いかに金融・資本市場に備わった活力を積極的に活用するか」という理念から学び取れる側面は少なくないように考えられる。

[補論] RTCによる不良資産売却

米国の整理信託公社（RTC）は破綻した貯蓄金融機関（savings and loan associations＜S & L＞）を処理するため89年金融機関改革救済執行法（Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act＜FIRREA＞）によって時限的に設立された機関で、連邦貯蓄貸付保険公社（Federal Savings and Loan Insurance Corporation＜FSLIC＞）の保険対象となっていたS & Lのうち、89年初から93年9月末の間にRTCが財産管理人（conservator）ないし破産管財人（receiver）として任命された先を処理対象とする。

RTCでは、破綻S & Lの閉鎖処理および資産処分を行うが、実務の多くは預金保険公社（FDIC）職員が代行する。96年末までに解散し、残余資産・負債はFSLIC Resolution Fundが承継する予定である。RTCの資産処分は、S & Lの閉鎖処理後これに要した費用を回収するために行われ、売却によっても回収し得なかった部分については、おおむね連邦政府一般財源の負担となる。

こうした状況下、RTCでは図表14、15からも分かるように、これまで処分が容易な現金・証券類を手始めに資産処分を行い、貸出債権についても稼働部分から処分に着手したが（注24）、不稼働状態の貸出や不動産（hard to

sell assets＜処分が困難な資産＞と呼ばれる）についても証券化等の手法を用いながら処理を行っている。

以下では、RTCの資産売却スキームの代表例を紹介する（図表16）。

(図表14) RTC管理下の資産の処分状況

(単位 億ドル、%)		
	総資産	処分率
現金・証券	1,400	90
住宅ローン	1,050	88
その他の不動産担保貸出	770	60
上記以外の貸出	320	80
不動産	280	59
その他	370	57
	4,190	78 (平均)

(注) 92年末までにRTCの管理下に置かれた総資産額とその処分状況を示す。

(資料) 米下院銀行委員会におけるRTCのL.C. Kelly氏（Senior Vice President）証言（93年3月9日）

(図表15) RTC売却資産の回収率

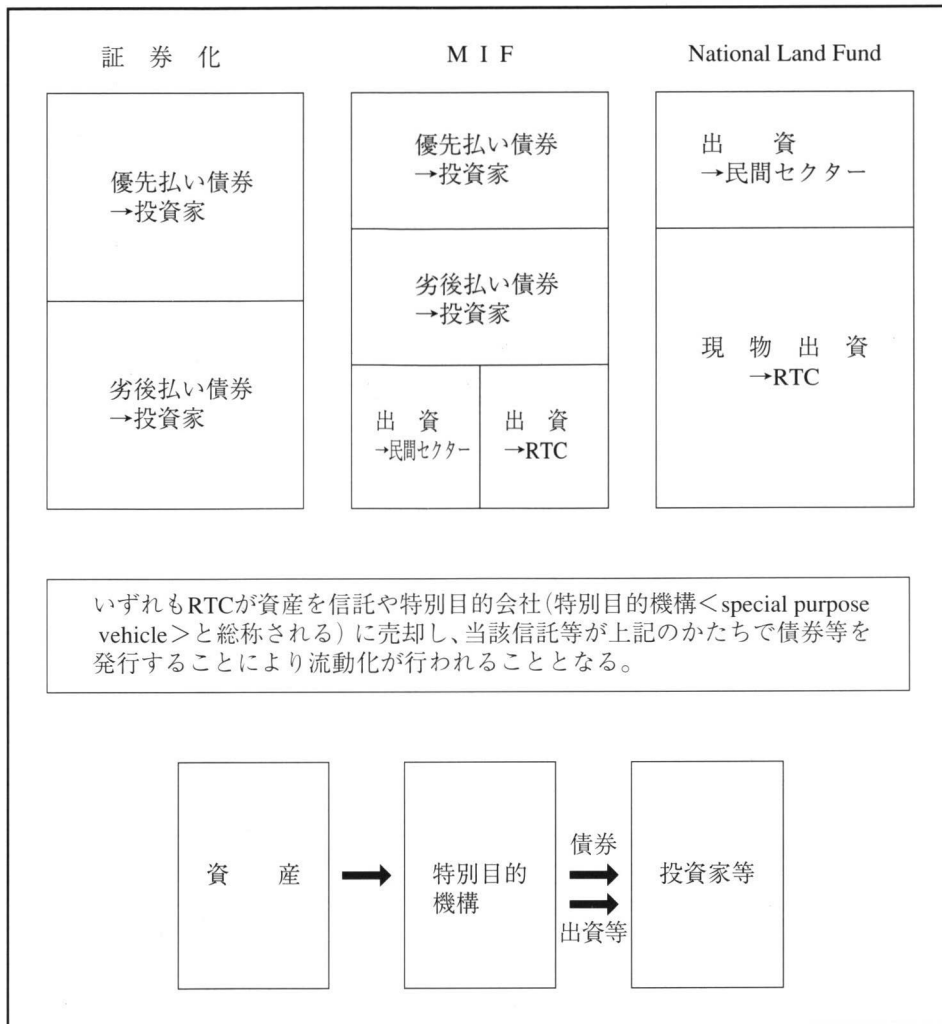
(単位 億ドル、%)		
	売却額（簿価ベース）	回収率
1989年	260	97
90	1,150	97
91	1,210	94
92	920	85
93計画	700	79

(注) 回収率は、売却額に対する売却代わり金の比率。なお、資料からは明らかではないが、RTCが破綻金融機関から資産を引き継いだ後処分までの間に資産の評価替え（通常簿価下げ）が行われる模様で、本表の簿価は処理時点の簿価を指すとみられる。

(資料) 前出L.C. Kelly氏証言

(注24) 図表15のように、売却資産に占める処分が困難な資産の割合の増加を反映して、資産売却における回収率は逐年低下している。

(図表16) 資産の流動化の構造



(資料) 前出L.C. Kelly氏証言等

(1) 証券化 (securitization)

稼働中の住宅ローンや抵当権付き商業ローン等の流動化を念頭に置いたスキームで、プールされた資産から得られるキャッシュフローが、優先的に弁済がなされるが金利が相対的に低い優先払い債券 (senior debt) と、優先払い債券に弁済は劣後するが金利が相対的に高い劣後払い債券 (subordinated debt) の元利払いに充当される。この場合、上記キャッシュフローが減少しても優先払い債券の弁済に集中的に充当される結果、優先払い債券のデフォ

ルトリスクがある程度ヘッジされるかたちとなる一方、劣後払い債券保有者はリスクは伴いつつもキャッシュフローの動向いかんで高いリターンを得る可能性がある。RTCでは92年末までにこうしたスキームを通じ340億ドルの債券を発行している。

(2) Multiple Investor Fund Program (M I F)

M I Fは、不稼働の商業用不動産ローン等証券化の対象となる資産よりも回収が困難な貸出債権の流動化を念頭に開発されたスキーマ

ムで、本スキームではR T Cが信託等に資産を売却、当信託等が資産の7割程度の部分について債券を発行、残りの3割を民間セクターおよびR T Cがほぼ半分ずつ出資する形態をとる。当スキームの特徴は、①民間セクターに資産の管理・運営を完全に任せ、運用成果を出資の配当のかたちで民間セクターに帰属させることによりインセンティブを与えると同時に、②R T C自身も運用成果によって回収率が上昇する点にある。本スキームは売却資産をあらかじめ固定せず、購入者と相談しながらプールに組み入れる債権を決定するpublicM I Fと、プールの内容が固定されているNシリーズに分かれ、これまで後者により24億ドル（簿価）の資産がほぼ6割程度のディスカウントで売却された実績がある（前者についても20億ドル程度の取引が成立したとの見方もある）。

（3）National Land Fund

本スキームはキャッシュフローが発生していない土地開発ローンや、抵当流れ不動産等、M I Fの場合以上に流動化が困難とみられる資産の売却を目指したものである。本スキームでは、担保権実行、不動産管理・開発のノウハウを有した民間投資家の共同体が開発プロジェクトの3割程度の資金を投入、残りの7割程度をR T Cが現物出資し、民間投資家共同体が土地の開発等を行う。開発完了後発生するキャッシュフローは当初は出資比率で配分、出資分が完済された後は民間とR T Cで半々に配分（すなわち民間分が増加）されるため、民間投資家が開発等を早めるインセ

ンティブが与えられる。これまで18億ドル（簿価）の取引が成立している。

以上のスキームのうち不稼働資産を対象にしたM I F、National Land Fundに共通の特徴としては、①資産の付加価値増加を図るため、民間ないしR T Cが資本を注入していること、②債権の取り立てや土地の開発等資産の運営はすべて民間にゆだねられるとともに、その果実が民間に帰属する仕組みであるなど、インセンティブが付与されていること、③民間セクターは単なる投資家ではなく債権管理や土地開発等のノウハウを十分備えた主体であること（時には連合体を組成）、④R T C自体が配当のかたちで資産から生じる利益を享受することができるため、単なる公的資金の贈与とは異なること、等の点を指摘することができる。

なお、不良資産を裏付けとした証券化に際しては、①住宅ローンやクレジットカード債権のような均質で多数の債権とは異なるため、リスクの予測が困難であること、②不良資産を裏付けにしているだけに一般投資家が敬遠しがちであること、から高格付を得るために種々の工夫が施されている。例えば、不良資産の証券化にあたっては、①不良資産価格を市場価格まで引き下げる、②プールに組み込む資産を業種、地域面で分散しリスクを軽減する、③資本注入を組み合わせ発行される債券の利払い負担を軽減する、④債券を優先（senior）、劣後（subordinated）に分け、各投資家にとっての魅力を高める、等の措置がとられている。

（信用機構局）