

# 自動車産業の金融業化と証券化

内 田 修

## 序

世界経済のリーダー的役割を果たしてきた米国の自動車産業は、2009年6月のゼネラル・モーターズ（GM）の連邦破産法申請によって、崩壊の危機に瀕した。これは、アメリカ合衆国連邦破産法（Title 11 of the U. S. Code—Bankruptcy）の第11章（Chapter 11: Reorganization）[1]に基づく再建型倒産手続であり、日本の民事再生法に類似する。この手続は、事業を継続しながら債務者の再建を目指すもので、裁判所が禁止しない限り、管財人（通常は占有債務者）が事業を継続して行う。

2007年頃からの米国のサブプライムローン問題に端を発した金融危機は、自動車業界を直撃した。それまで好調だった自動車の需要は一気に減少し、GMを始めとする主要な自動車メーカーは深刻な経営危機に陥った。それは、米国での販売に依存し、利益を上げてきた日本の自動車メーカーにも深刻な打撃を与えた。その背景には、既に死に体となった米国自動車メーカーを延命させるために作り出された「架空の消費」の問題がある。住宅のサブプライムローンと同じく、販売台数を伸ばすために、自動車ローンの審査は極限まで緩和され、リースでも、その残存価格が市場価格より大幅に高く設定された。そして、証券化ビジネスと融合した米国型新車販売のシステムは、今回の金融危機で証券化市場が機能を停止したことによって、脆くも崩壊してしまったのである。

## 1. 証券化の意義

本来は流動性の低い金融資産を証券形態に加工して流動化する、「証券化（securitization）」という言葉は、1977年にLewis Ranieri氏が初めて使ったとされる、比較的新しい造語である<sup>1)</sup>。その意味は、現在では幅広く用いられている。当初は、銀行や貯蓄貸付組合（S&L）が、州境を越える支店等の設置を認められていなかった州際業務規制や、税制の制限が多かったことなどの理由で、証券化技術は、金融機関においても、それほど積極的に用いられることはなかった。

銀行借入に代表される間接金融から、証券や債券の発行により市場から直接調達する直接金融へと、企業の資金調達方法がシフトしてきた背景には、証券化商品市場の発達がある。米国を中心に発展した金融資産の証券化による資金調達においては、間接金融における伝統的な貸し手である商業銀行と、借り手である事業会社との長期的な関係は、あまり重視されていない。金融資産の証券化は、原債権の信用リスクを分散させ、事業会社等の資金調達主体と機関

---

1) 元ソロモン・ブラザーズの役員でMBSの普及の功労者として知られるLewis Ranieri氏1977年、Wall Street Journalのインタビューの際に、初めて使用したといわれている。Lewis S. Ranieri, "The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential", in Kendall & Fishman (1996): p. 31.

投資家等の資金運用主体とを結び付けて、リスクとリターンの効率的な配分を可能とする。商業銀行と事業会社の長期的な関係を基本として、金融仲介を担うことにより、貸し手が借り手の状況をモニタリングして債権管理を行うという、伝統的な商業銀行ビジネスモデルは徐々に変化し、ディスインターメディアーション (disintermediation) ないし「事業会社の銀行離れ」が進行していった。

伝統的な融資においては、金融機関は、企業・個人など借入側から不動産等の担保を取って貸出を行っており、借入側の弁済能力の審査を厳格に行ってきた。また融資後も、借入側が借入目的に従った資金の使い方をしているか、収入や債務支払は順調であるか、常に監視 (モニタリング) していた。なぜならば、当時は貸付債権の売却が困難で、借入企業等の信用 (クレジット) リスクや、債務不履行 (デフォルト) リスクを、そのまま金融機関側が引き受けなくてはならなかったからである。

しかし、証券化の普及により、貸出債権の流動化が可能になると、金融機関は、融資審査や融資後のモニタリングを誠実に行うより、できるだけ多くの貸出を行って収益を拡大することを優先し、その後は貸出債権の流動化に励むようになった。こうした貸出行動は、信用度の低い借り手に対するサブプライムローンのように、貸出の質の悪化を招いたという、マイナスの面もある。

一方で、証券化技術を活用した金融ビジネスモデルの普及・拡大は、資金調達主体への流動性供給に大きく寄与した。借り手の信用リスクが、直接の貸し手である金融機関に集中するのではなく、証券化商品に投資する機関投資家等に広く薄く分散されるようになったことにより、金融機関のリスク分散が進んだという、プラスの面もある。

こうした証券化技術の発展は、金融機関の貸出債権や企業の売掛債権等の金銭債権、在庫品等の動産、建物等の不動産など、キャッシュフ

ローを生む多様な資産を、金融商品へと変貌させてきた。世界の証券化市場は、米国のサブプライムローン問題が表面化するまで、順調に拡大を続けてきた。

サブプライムローンとは、米国で貸し付けられた住宅ローンのうち、プライム層に及ばないサブプライム層と呼ばれる、信用度の低い個人向けのもので、住宅バブルの象徴とされていた。中央銀行であるFRB (連邦準備制度理事会) の金融引締めもあり、2006年夏頃から米国の住宅価格が下落し、サブプライムローンの延滞率が上昇し始め、住宅バブルが崩壊した。

サブプライムローンを含む住宅ローン債権の多くは証券化され、世界中の投資家に販売されていたが、2007年夏頃から、格付機関による格下げをきっかけとして、市場では、そうした証券化商品の投売りが相次いだ。このサブプライムローン問題は、2008年秋の「リーマン・ショック」などを経て、「100年に1度」ともいわれる世界金融危機に発展し、信用収縮が実体経済にも影響を及ぼして、世界同時不況を引き起こすという、未曾有の「負の連鎖」が進行してきてきた。

ここで、あらためて証券化の仕組みをみると、パッケージの方法や、用いられる証券の種類により、エクイティ型とデット型に大別される。小口の投資家に、専門家による運用と分散投資によるリスク低減のメリットを提供してきた、投資信託やミューチュアルファンドなどのパッケージ化されたエクイティ型の金融商品は、以前から存在しており、新しい金融技術とはいえない。一方、金融機関貸出のように、元本と金利から成る金銭債権を証券化して、社債などを発行するデット型の証券化は、新しい金融技術と呼ぶに相応しいものであった。

従来、債券には担保が付されることがあったが、デット型証券化商品は、特定の資産を元々の保有者 (オリジネーター) から分離し、そのキャッシュフローだけに元利金の償還を依存す

る、ノンリコース（非遡及）の仕組みにしたものである。担保付債券の元利金の償還可能性は、担保資産を持つ発行体の経営・返済能力に依存しているのに対して、デット型証券化商品は、裏付資産自体のキャッシュフローに依存している。

例えば、Mortgage Backed Securities (MBS) と呼ばれるモーゲージ担保証券は、住宅ローンなどの不動産担保貸付（モーゲージ）を裏付けとした、典型的な証券化商品である。有価証券の形態で、小口化して投資家に販売することにより、本来流動性の低い資産の流動化が可能となる、金融イノベーションであった。

証券化の対象資産としては、住宅ローン等のモーゲージと、それ以外のものに大別される。住宅ローンの証券化商品には、MBSとCollateralized Mortgage Obligation (CMO) と呼ばれるものがある。MBSでは、原資産のキャッシュフローは、証券化商品のそれと一致しており、パススルー証券とも呼ばれる。それに対して、CMOは、原資産のキャッシュフローが多くのトランシェ（階層）に分割され、トランシェに応じて、原資産からの弁済に優先劣後順位が付けられており、原資産と証券化商品のキャッシュフローは必ずしも一致しない。

その他の証券化商品は、Asset Backed Securities (ABS) と呼ばれており、その中でも、Collateralized Debt Obligation (CDO) が大きな比重を占めている。CDOのうち、企業向け貸出債権を裏付資産としたものをCollateralized Loan Obligation (CLO) と呼び、社債を裏付資産としたものをCollateralized Bond Obligation (CBO) と呼んでいる。CLOには、バランスシート型とアービトラージ型がある。

バランスシート型は、金融機関が保有していた多数の貸出債権を証券化するものである。証券化に際して、投資家に対しては、プール全体の加重平均格付や産業間分散度指数 (Industry Diversity Score) といった、統計的属性データ

が開示されるのみで、プールを構成する個別銘柄（原債務者）については知らされない、ブラックボックス証券化と呼ばれる。公募発行の際の米国SEC（証券取引委員会）の開示に関する慣行においても、原債務者のプールに占める割合が全体の10%程度であれば、開示の必要はないとされていた。

しかし、SECは、2010年4月に、金融危機を増幅したと言われる証券化商品について、新たな規制強化案を示した。住宅ローンや消費者ローンなどを裏付けとする資産担保証券 (ABS) で、リスクの高い資産を組み込んで巨額な損失を生む事態や不正な販売を防ぐために、発行の際、主導的な役割を果たす企業による証券の全額転売を認めず、最低5%の保有を義務付けること (risk retention) が規制強化案の柱とされている。発行体の側にも、投資家と共通の利益やリスクを持たせ、健全性を高めると同時に、担保となるローンの融資基準を厳格化する狙いもある。しかし、実際に適用された場合、信用リスクの分散など、証券化を行う意義が損なわれてしまうことが危惧される。

アービトラージ型は、ハイ・イールド資産を担保として、高格付証券を発行し、その間の利鞘を得ることを目的とするものである。これらの資産は、アセットマネージャーが、発行（プライマリー）市場や流通（セカンダリー）市場から社債や貸出債権を購入して、プールを作るものであり、自身がオリジネートした資産は対象としていない。

オリジネーターにとっての証券化のメリットは、貸出等の資産を売却したことを顧客（債務者）に伝えず、顧客との関係を維持しつつ、以下の目的を達成できる点にある。

(1) 金融機関は、低金利で中長期の資金を調達する。

(2) 多くの投資家から資金調達を行うことによって、資金調達手段の多様化を進め、調達の安定を図る。

(3) 資産のオフバランス（オリジネーターの

バランスシートからの分離)を行うことにより、信用リスクを投資家に再配分する。金融監督当局は、当初、銀行の信用リスクを低減できるとして、好意的な見方をしていたといわれる。

(4) 資産をオフバランスできることから、バランスシートのスリム化が達成される。これにより、財務体質が改善されたとして、投資家に評価されることによって、調達余力が高まる。GE キャピタルや GMAC などのノンバンクは、社債を発行する方が低コストであったにもかかわらず、バランスシートのスリム化メリットを享受するために証券化を活用し、高い格付を維持していた。

(5) オフバランス化によって、銀行にとっては、BIS (国際決済銀行) の自己資本比率規制上のリスクアセットを削減し、必要とされる自己資本を減少させる効果がある。例えば、1997年発行の長銀ニューヨーク支店での貸出債権の証券化では、貸出債権 2,700 百万ドルに対し、64% の所要自己資本削減効果をもたらしたといわれる<sup>2)</sup>。しかし、BIS 自己資本比率を満たすため、意図的に資産を減らしているような見方をされることもあり、金融監督当局は警戒していた。

(6) ROA や ROE の改善によって、格付の向上や低コストでの調達を可能とする。

次に、投資家にとっての証券化のメリットとして、以下のような点が挙げられる。

(1) 証券化商品は、個別企業等の信用リスクを分散済みで、SPV (特別目的媒体) により発行される ABS 等は、普通社債よりも格付が安定的であるとみられていた。

(2) 証券化商品は AAA/Aaa の最上位格付のものが多く、投資不適格の投資が制限されている投資家にとって、証券化は、低格付企業への投資を可能にするものであった。

しかし、今回の世界金融危機では、サブプラ

イムローン関連に限らず、証券化市場の麻痺が金融システム全体の機能不全を招いた。当初は、サブプライムローン MBS や、これらを再加工した CDO (合成債務担保証券) など、一部の問題と考えられていたが、CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) や社債市場のほか、安全で流動性が高かった地方債や GSE (政府支援機関) 債などにまで、価格下落が波及した。これらの資産を担保とするレポ (現金担保付債券貸借) 市場の機能低下は、それまでレバレッジをかけて、バランスシートを拡大させてきた金融機関の短期資金調達を困難なものにした。

金融機関は、資金を融資するだけにとどまらず、その貸出債権の証券化を行い、貸倒れリスクを投資家へ転嫁してきた。さらにオフバランス化を進め、新たに別の融資を実行してきた。一方、MBS や CDO を購入する機関投資家は、その購入のために、銀行借入のほか、これらの債券を担保とするレポ取引等により、主に短期市場から資金調達を行ってきた。つまり、ある個人が住宅ローンを借りるという行為によって、住宅ローン債権だけでなく、同時に、CDO や ABCP (CP <コマーシャル・ペーパー> 形態の短期の証券化商品)、あるいは、投資家への銀行貸出、ローン・コミットメント (融資枠) や証拠金を生み出していった。

信用創造を行っていたのは銀行の貸出であるが、証券化商品の発行によって、市場参加者間に複雑な債権債務関係が形成された。証券化技術によって、過剰な流動性も作り出されていった。しかし、元になっている貸出債権に債務不履行が発生すれば、それを裏付けとする証券も、少なくとも一部はデフォルトとなりかねない。投資家が証券の中身を十分に把握しておらず、格付だけが頼りにされているような状況下では、一部がデフォルトするかも知れないという不信感が高まると、誰もその証券を購入しようとしなくなる。

今回の世界金融危機の際にも、サブプライムローン問題による金融機関の巨額損失のような

2) 白石洋一『貸出債権証券化の方法』(東洋経済新報社、2000年)。

悪いニュースを市場参加者が耳にすると、群集心理が働き、手持ちの金融商品を、先を競って売り抜けようとする。その結果、投売り状態となり、市場から資金の出し手である買い手が急激にいなくなってしまう、資金流動性が消失し、証券化商品市場は、レモン市場化してしまった。

ここでいうレモンとは、米国の俗語で、質の悪い中古車を意味している。中古車のように、実際に購入してみなければ、真の品質を知ることができない財が取引されている市場を、レモン市場と呼ぶ。ここから転じて、欠陥品を指すようになったといわれている。レモン市場について最初に取り上げたのは、米国の理論経済学者ジョージ・アカロフ氏である<sup>3)</sup>。レモン市場では、売り手は取引する財の品質をよく知っているが、買い手は財を購入するまで、その財の品質を知ることができないという、「情報の経済学」が想定する「情報の非対称性」(asymmetry of information)が存在する。売り手は買い手の無知につけ込んで、悪質な財(レモン)を良質な財と称して販売する危険性が発生する。そのため、買い手は良質な財(として出回っている物)を購入しなくなり、結果的に市場に出回る財はレモンばかりになってしまうという、「逆選択」(adverse selection)の問題が発生する。

今回の金融危機では、まず証券化市場が麻痺し、続いてCP・社債市場がその機能を失い、信用収縮が発生した。市場参加者が極度にリスクに慎重となり、市場に参加しなくなった結果、市場が市場として機能しなくなる状態は、「流動性危機」と呼ばれている。流動性危機は、金融機関にとって最も深刻な危機であり、多くの金融機関は、流動性管理規程やマニュアルなどを定めている。このような事態は、非常時とし

て、取締役会など経営陣が招集されるような、金融機関の経営を左右する重大な危機である。

流動性危機は、株式・債券・為替市場などに限らず、どの市場においても、発生する可能性があるものである。今回の金融危機では、証券化市場を皮切りに、資金市場にまで拡大し、深刻な流動性危機が現実のものとなってしまった。

資金市場では、金融機関の間で日中、運転資金等に使う資金取引が行われている。これらの資金取引の多くは格付に大きく依存しており、金融機関は格付を強く意識している。高い格付であれば、信頼度と安全度は高いということで、資金市場でより多くの貸し手から、低いコストで資金を借りることができる。

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻前後には、USD LIBOR ベースで見ても、資金市場で1か月の資金を調達しようとする、2.5%前後の金利で借りられたものが、リーマン破綻後は、7%でも9%でも借りることができなくなった。こうした流動性の危機的状況が続くと、金融機関は、以前に借り入れた資金の返済期限が到来したとき、借換え用の資金手当てができず、最悪の場合、資金繰り破綻に陥ることになる。

銀行等の金融機関は、商業銀行の預金だけでなく、資金市場で資金調達を行い、それを事業会社等に貸し出している。資金市場から資金が調達できなければ、資金供給ができなくなり、事業会社等への新規融資対応もできなくなる。また、事業会社に対して、既存の貸出についても期日での返済を迫り、企業も借換えができなくなる。これは、企業の資金繰りに重大な影響を与え、やはり最悪の場合、企業を破綻に追い込んでしまうことになる。

## 2. 米国における証券化の発展

従来、米国の住宅ローンは、中小金融機関によって貸出が行われていた。1970年にGNMA(政府住宅抵当金庫)が住宅ローン債権を証券

3) 1970年季刊経済学誌「クォーターリー・ジャーナル・オブ・エコノミクス」で「The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism」で発表した。

化したMBSを発行し、年金基金などの機関投資家に販売したのが、証券化の始まりといわれている。その後、MBSや、モーゲージ以外の様々な金銭債権を証券化するABS(資産担保証券)を中心に、証券化市場は発展してきた。米国の証券化市場は、最近では債券市場全体の約2割を占めるまでになり、機関投資家にとって、重要な運用対象となっていた。

米国で証券化が発展した背景として、金融機関の州際業務規制と住宅政策が挙げられる。金融機関の州際業務規制によって、銀行や貯蓄貸付組合(S&L)は、州境を越える支店等の設置が認められていなかった。州と連邦のバランス問題と、金融機関を大きくすべきではないという考え方が残っていたことにより、1927年、マクファーデン法によって、商業銀行の州際業務規制が定められた。1980年代に入ると、州法レベルでは、相互乗入れのかたちで、この規制は緩和されていったが、連邦法レベルで規制が撤廃されたのは、1997年のことであった。

個人の持ち家促進のため、住宅ローンの資金供給元であるS&Lは、預金金利規制下であっても、商業銀行よりも有利な預金金利を提供できるなど、多くの優遇措置がとられてきた。1934年、ニューディール政策の一環として、National Housing Actが成立し、連邦住宅保険局(Federal Housing Administration; FHA)という公的機関により、モーゲージ保険が供給されることで、5年満期のリボルビング方式しかなかったものが、長期化された。また、商業銀行のための預金保険機構(Federal Deposit Insurance Corporation; FDIC)を参考に、S&Lの安定化を図るため、連邦貯蓄貸付保険公社(Federal Savings and Loan Insurance Corporation; FSLIC)が設立された。

1938年には、米国内の住宅供給の安定化を目的とした政府支援機関(GSE)として、ファニーメイ(Fannie Mae)と呼ばれる、連邦住宅抵当公庫(Federal National Mortgage Association; FNMA)が設立された。これは、

大恐慌後の経済対策として、銀行のバランスシート上の不動産ローンを買取ることにより、銀行の不動産融資を進め、国民の自家保有を伸長させることを目的としたものである。当初は政府系金融機関であったが、1968年に民営化され、ニューヨーク市場等に上場した。ファニーメイは、伝統的な州際業務規制の精神を維持しながらも、資金の偏在による流動性不足の解消を目的として、設立されたものであり、この公的機関によって、住宅ローン債権(モーゲージ)の流通市場が整備された。また、ファニーメイの買取適格モーゲージによって、住宅ローン契約の標準化が促進され、その後の証券化の足がかりとなった。

1968年にファニーメイが民営化される際に、ジニーメイ(Ginnie Mae)と呼ばれる連邦抵当公庫(Government National Mortgage Association; GNMA)と、フレディーマック(Freddie Mac)と呼ばれる連邦住宅金融抵当公庫(Federal Home Loan Mortgage Corporation; FHLMA)が分離した。ジニーメイは市場からの住宅ローン債権の購入は行わず、連邦住宅局保険や退役軍人協会の保証が付いた証券について、支払保証を行うことが主要な業務である。政府の保証が付いた証券に対する支払保証のため、フレディーマックやファニーメイよりも高い健全性を持つといわれている。ジニーメイは、モーゲージのプールを担保とした債券に財務省証券と同じレベルの信用力を与えることによって、MBSを作り出し、同市場の信用力を高める役割を果たした。

フレディーマックは、住宅ローン市場に安定的に資金を供給する目的で、ファニーメイがモーゲージ市場で十分カバーしていなかった部分に資金を供給するため、1970年に設立された政府系金融機関である。ファニーメイとは競合関係にあるが、役割は基本的に同じであるとされている。政府出資は受けておらず、株式がニューヨーク証券取引所とパシフィック証券取

引所に上場されている民間会社である。

1975年になって、バンク・オブ・アメリカと共同で、私募形態の民間MBSが初めて発行された。最初のMBS発行後も、州証券法の問題等により、販売先が制限されていた。また、機関投資家側についても、格付や商品性などに関する投資ガイドラインの制約があった。そのほかにも、通常の債券の金利支払が年2回であるのに対し、MBSは毎月支払われるが、バックオフィスがそうした支払に対応できないなど、当初は様々な問題が発生した。

1979年に、投資銀行のソロモン・ブラザーズは、MBS調査部門を立ち上げ、投資家やトレーディング部門に対して、情報提供できる体制を整えた。同時に、当時、金利の上昇により逆鞘に悩まされていたS&Lには、モーゲージの流動化を進めることによって、資産と負債のミスマッチを解消するALM（資産・負債の総合管理）のツールとして、アピールしていった。ソロモン・ブラザーズは、フレディーマックと共同で市場開拓を行い、フレディーマックのステータスを使うことで、州証券法の適用を回避した。1983年には、地方債の連続償還債をヒントに、パススルー証券等を担保として、元の証券やローンと異なる、数種類のキャッシュフローを持つ別々の債券として発行されるモーゲージ証券（CMO）を開発し、投資家層の拡大を図っていった。これは、投資家にとって、期限前償還のリスクを緩和する意味を持つものであった。

その後、MBSの基本構造を応用し、1985年には、コンピューター・リースやオート（自動車）ローンのABSが発行された。ABSの対象債権の種類拡大とともに、発行残高は、1985年の約12億ドルから、2006年には約7,500億ドルにまで積み上がった。

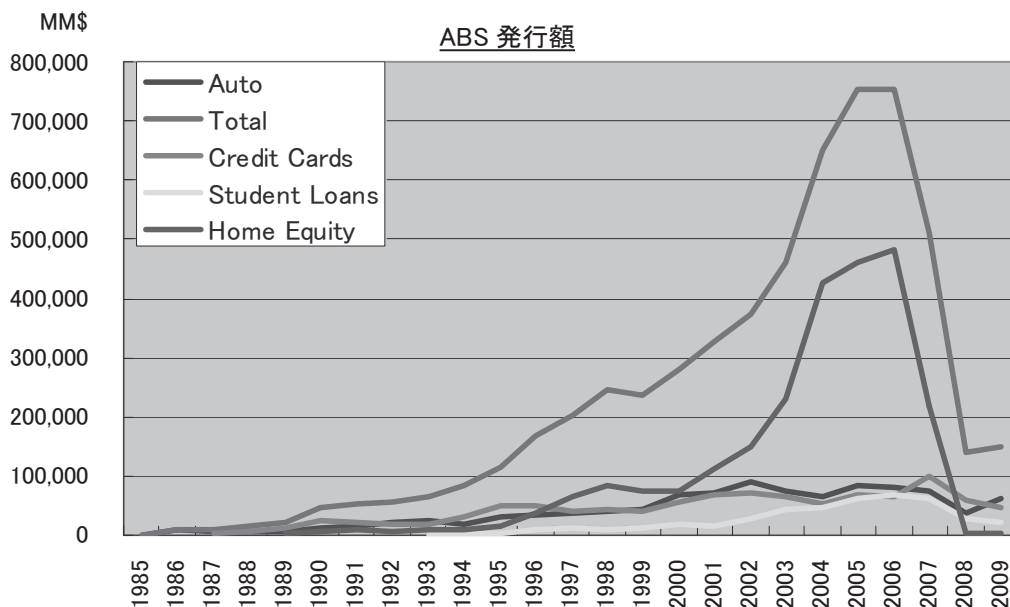
1970年代後半からMBSの定着が進んだのは、預金金利規制によって、上限金利が設定されていたために、資金がMMF（マネー・マネージメント・ファンド）等に流出したため

である。S&Lは、短期資金である預金を原資に、30年固定金利型モーゲージを供給していたために、金利高騰により、深刻な資金不足に直面した。これは、S&L危機と呼ばれる金融危機の原因の一つとなった。そして、こうした資産・負債サイドの金利感応度の違いを調整する新しい資金調達手段として、モーゲージの証券化が注目されるようになった。また、BIS規制等の自己資本比率規制の強化などによって、金融機関では、資産のオフバランス化が促進された。

1980年代になって、M&A（企業の合併・買収）やLBO（買収先の資産等の資金化によるM&Aの方式）が頻繁に行われるようになった。投資家の持つ債券価格が乱高下するようになり、伝統的に債券を満期まで保有していた機関投資家は、大きな損害を被った。社債は、実質的にLBOなどの取引を排除することが不可能であり、こうしたイベントリスクの生じない債券として、資産のキャッシュフローのみに依存するABSの人气が高まった。また、コンピューター技術の発展や、証券化商品の流通市場の整備によって、流動性も高まった。

米国におけるMBS残高は、1983年の約2,300億ドルから、1986年には約4,500億ドル、1990年には1兆ドル超、2007年末には約6兆6,000億ドルと、急増した。証券化によって、住宅ローンのリスクの移転と再配分を行い、流動性を高め、幅広い投資家を対象とすることによって、より多くの資金を集めることが可能となった。その結果、住宅ローンの資金調達コストを引き下げ、住宅購入者の資金負担を軽減させた点で、ファニーメイ、ジニーメイ、フレディーマックが果たした役割は非常に大きかった。

MBSの仕組みは、企業の資産を保有主体から切り離すことによって資金調達を行う、資産担保証券（Asst Backed Securities; ABS）へと発展した。リース債権、オートローン債権、クレジットカード債権など、多様な債権を裏付



出所：SIFMA 資料より作成

図 1

けに ABS が発行された。図 1 は、裏付けとなる資産別の発行額をヒストリカルに示したものであるが、1980 年代に証券化が始まって以降、2007 年夏にサブプライムローン問題が表面化するまで、証券化商品市場は活況を呈していた。

多様化する投資家ニーズに応えるために、1983 年には、ファーストボストンで、モーゲージ担保債権債務証券 (Collateralized Mortgage Obligation; CMO) と呼ばれる商品が、フレディーマックのために開発された。これは、ペイスルー型証券という類型で、住宅ローン債権のプールから発生するキャッシュフローを、償還期限、金利、期限前償還リスク等によって、複数のグループに分けて発行し、受け取った元利金のうち、元本分と期限前償還分を債券保有者に償還していくものである。

こうした新たな証券化商品は、証券化市場の拡大に大きく貢献したが、後に、サブプライムローン問題の原因の一つとしても、挙げられる

ことになる。この市場には、投資銀行が多く参入し、商品を生計・販売する一方で、ノンバンクであるモーゲージ・バンクが、住宅ローンの貸出を増やしていった。CMO 市場は、1994 年、FRB の金利引上げによるモーゲージ市場の混乱の影響を受けたが、このとき開発された、弁済順位の優先劣後構造を用いる仕組みは、後の証券化商品組成に大きな影響を及ぼした。

1990 年代に入ると、米国での証券化は、その対象資産の範囲を広げていっただけでなく、不良債権の証券化など、その用途も拡大していった。S&L 危機を收拾する目的で設立された整理回収公社 (Resolution Trust Corporation; RTC) は、債務超過になった S&L から資産・負債を回収し、その資産を証券化することによって売却し、投入した公的資金を回収した。RTC が証券化を利用したことにより、商業用不動産モーゲージの CMBS を含め、証券化市場が一気に拡大したのである。



1990年代半ばになると、債務担保証券（Collateralized Debt Obligation; CDO）市場が大きく発展し、2000年代に入って急拡大していった。CDOは、銀行等の保有する貸出債権などをプールし、証券化を行うものである。貸出債権に限らず、MBSやABSの特定トランシェもプールされ、再証券化された。サブプライムローンが証券化されるようになってからは、多くのサブプライムローンMBSがCDOの裏付資産として用いられ、今般の世界金融危機の大きな原因の一つとなったといわれている。

今回、サブプライムローン問題から金融危機へ、金融危機から実体経済の後退へ、さらに世界同時不況へと危機が波及していった過程で、いわば、証券化が触媒のような役割を果たした面もある<sup>4)</sup>。

### 3. 米国自動車産業と証券化の接点

#### (1) 自動車産業と販売金融

1908年にT型フォードが登場したが、当時の米国の年間個人所得が平均600ドル前後であったのに対して、700ドルの自動車を購入することは難しく、1日平均2台程度の販売だったといわれている。このT型フォードの開発に伴い、ベルトシステムと呼ばれる流れ作業技術が発達したが、自動車は高値の花であったため、ユーザー獲得のための販売金融会社の登場が待たれるようになった。

自動車の販売を行うディーラーも、販売台数の増加に伴い、在庫資金が必要となり、その面からも、販売金融会社の登場が望まれるようになった。当時の最も安定した資金供給源は、商業銀行からの借入であったが、こうしたディーラーや一般消費者への融資に対し、商業銀行は

あまり積極的ではなかった。

1910年代になって、頭金を支払った後、残金を分割払にする、割賦販売による自動車販売が開始された。このような割賦販売は、当初、家具の販売に利用されていたが、次第にピアノやミシン等に拡大していった。後に、割賦販売方式は、米国での自動車販売における一般的な販売方法となり、自動車の販売台数も、販売金融会社の出現により、爆発的な伸びを示すことになった。

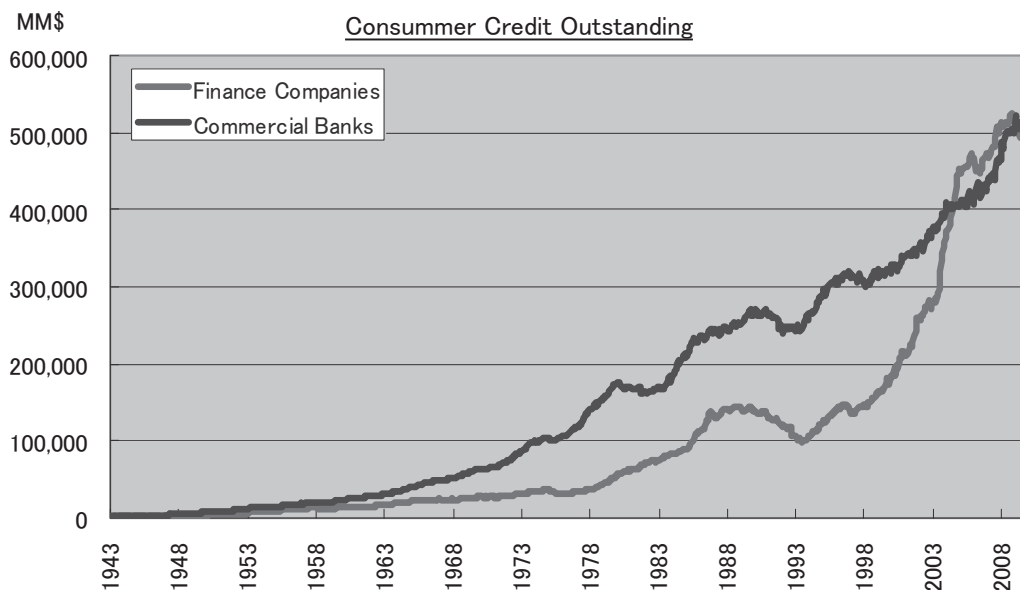
GMACやGEキャピタルに代表される、メーカー系の販売金融会社は、本体の売上増加を図る販売戦略の一環として、製品の信販業務を行ってきた。その後の事業の拡大に伴い、消費者向け販売金融にとどまらず、住宅ローンや保険といった、本業から離れた金融・サービス分野にも業務を拡大するなど、相当に独立して運営されている。

最初の販売金融会社は、ピアノ製造会社であるFoster Armstrong Companyによって、1904年に設立されたFidelity Contract Companyだといわれている。同社は、親会社の割賦証書を買取るだけでなく、他の会社の割賦証書も買い取り、1915年には自動車の卸売販売業務を行うようになり、後にBankers Commercial Corpの一部となった。

このように、販売金融会社は、当初、事業金融、ピアノや家具のような耐久消費財の割賦販売、債権の買取を目的として設立されたが、1915年頃に、自動車販売金融業務に積極的に関与し、米国における3大販売金融会社と呼ばれるC. I. TとCommercial Credit Co. (C. C. C.)は、1912年までに設立された。これらの販売金融会社は、割賦販売等の資金ソースを製造業者と消費者の両方に提供することによって、消費の拡大と事業用資金の提供に大きく貢献していった。

ゼネラル・モーターズ（GM）の販売金融会社であるGMACは1919年に設立され、現金取引が主体であった1920年代の米国の自動車

4) 米国での証券化発展の歴史については、遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第51号（1999年6月）を参照。



出所：FRB資料より作成

図2

販売において、当時は銀行も無関心であった自動車購買者のための自動車販売融資を開始した。これにより、需要の前倒しが起こっただけでなく、購買力自体も高まり、一般消費者への自動車の普及に大きく貢献した。

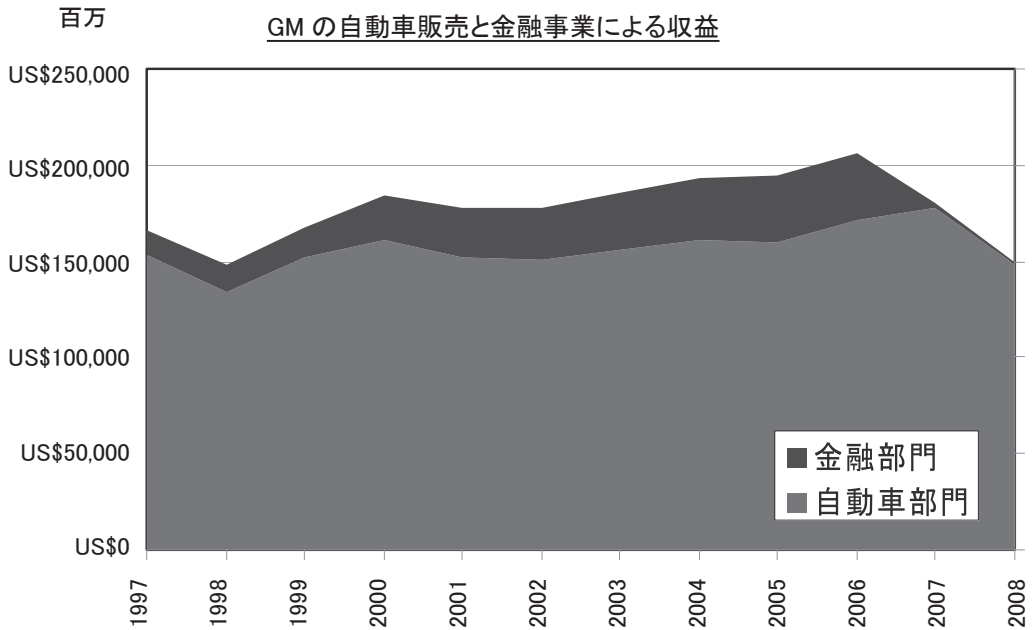
1990年代初めに、GMは巨額の赤字を計上し、その後も販売台数が伸び悩んでおり、2000年に会長に就任したリチャード・ワゴナー氏は、金融子会社のGMACを中心とした販売金融事業に活路を求めた。同氏は、新型車の発表会で、車名ではなくプロダクトと呼び、販売金融事業重視の経営姿勢を鮮明に打ち出していた<sup>5)</sup>。

1990年代から、GMはGMACを使って、自動車販売金融事業と、その債権の証券化による資金回収に積極的に取り組んだ。その結果、

GMのビジネスモデルは、新車販売より、販売金融事業によって収益を上げる方向に変化していった。さらに、購入者の負担が少ないリース事業を強化し、その債権も証券化することで、ますます販売金融事業に傾倒していった。

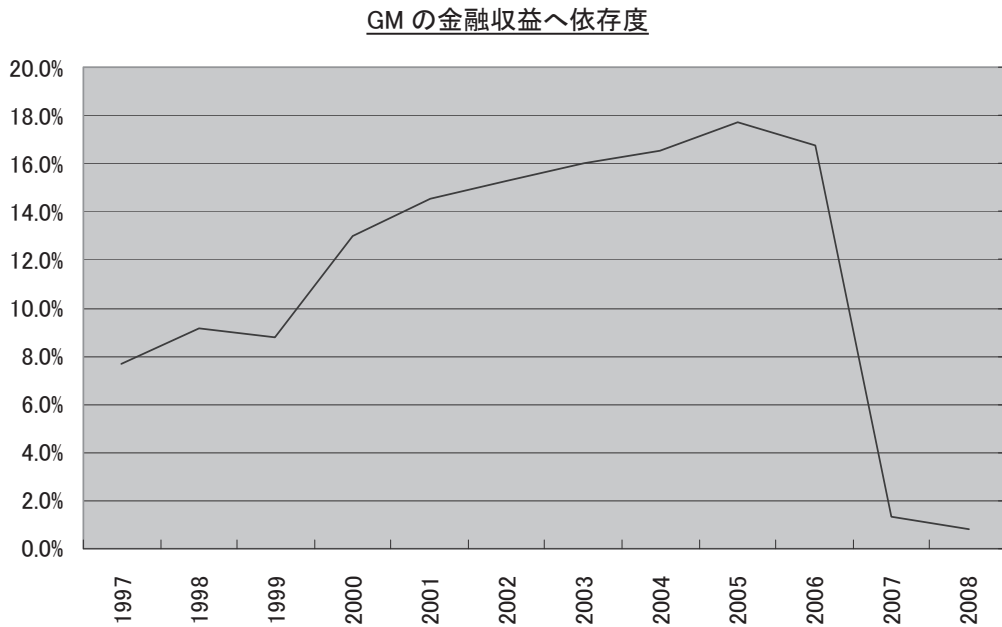
図3、4は、GMグループにおける金融収益の推移と依存度を示すものである。オートローン・オートリース債権の証券化が始まった1980年代後半以降、その増加は目覚しく、2006年には、そのグループの収益の20%近くを占めるほど、重要な収益源となっていた。しかし、2007年のサブプライムローン問題表面化と証券化市場の機能停止によって、その収益はほとんど消滅してしまった。図3、4の示すとおり、GMグループの収益は、金融部門の収益を考慮しなかった場合、ほとんど横ばいであったことから、金融危機以前のGMACを中心とする金融部門のグループへの収益の貢献

5) 日本経済新聞社編『大収縮 検証・グローバル危機』（日本経済新聞出版社、2009年）。



出所：GM アニュアルレポートより作成

図 3



出所：GM アニュアルレポートより作成

図 4

表 1

	単位:百万ドル				
	2007	2006	2005	2004	2003
Commercial paper	\$1,439	\$1,523	\$524	\$8,395	\$13,157
Institutional term debt	63,207	70,266	82,538	105,894	99,555
Retail debt programs	26,175	29,308	34,482	38,706	36,197
Secured financings	90,809	123,485	121,138	91,957	69,023
Bank loans, and other	10,947	12,512	15,704	22,734	18,819
<b>Total debt (a)</b>	<b>192,577</b>	237,094	254,386	267,686	236,751
Off-balance sheet securitizations	167,249	146,073	101,462	91,864	29,515
Retail finance receivables	14,328	7,928	3,165	5,057	
Wholesale loans	16,813	19,227	20,724	20,978	
Mortgage loans	136,108	118,918	77,573	65,829	
<b>Total funding</b>	<b>373,534</b>	393,655	362,703	365,305	266,266
<b>証券化による資金調達割合</b>	<b>44.8%</b>	37.1%	28.0%	25.1%	11.1%

出所：GMAC Form 10-K より作成

の大きさが分かる。

販売を支える重要なツールである販売金融事業用資金を調達するために、GMACは、オートローンやオートリース債権を証券化した。表1は、GMACの2003年から2007年末までの資金調達ソースを示したものである。近年の販売金融事業用資金需要を、販売金融債権の証券化に依存していたことが分かる。一方、コマースペーパー（CP）の発行額が極端に減少している。

CPは、信用力のある優良企業が割引方式で発行する無担保の約束手形で、一般企業や金融機関が短期資金を調達するために、オープン市場で発行するものである。CP発行企業は、企業の信用力を反映した金利で資金調達を行うことができた。そして、GMACは銀行を使わず、自力でオートローンを供与していた。米国の金融システム内でのCP市場は、かつて銀行が担っていた役割を果たしており、GMのようにCP市場で資金を調達していた企業は、資金繰りに問題が生じる。2005年以降、GMはCP発

行を行っておらず、その背景には、自社の信用悪化によるCP発行コストの上昇があると考えられる。

販売金融債権の証券化による資金調達がCP発行による資金調達と大きく異なる点は、証券化による資金調達は、発行体の信用力に依存することなく、証券化の対象となっている資産のキャッシュフローに依存していることである。GMは証券化による資金調達のメリットを活用することによって、この経営危機を乗り切ろうとした。

しかし、今般の金融危機によって、景気は急速に悪化し、ユーザー向けのオートローンやオートリース債権、ディーラー向けのフロアプラン債権の焦付きが増加した。証券化の対象となっていた資産の信用力が悪化したことに加え、証券化市場自体が麻痺したことによって、債権の証券化による資金調達ができなくなってしまった。GMグループの業績悪化による格下げにより、CPを購入する投資家もいなくなっていた。結果として、GMACは長・短期とも

に資金調達ができなくなり、資金流動性が枯渇してしまっただけでなく、読み取れる。

GMACは、製造業の金融子会社でありながら、独立した金融機関として、2008年12月、商業銀行化し、公的支援を受け入れることになった。商業銀行化によって、FRBからの資金援助を受けることができるようになった反面、これまでのようなゼロ金利ローンなど、ユーザーへのインセンティブとなる販売金融により、GM車販売を支えることはできなくなってしまった。

GM本体は、GMACによるローン供与枠の縮小と、借り手による返済遅延の影響によって、販売成績が悪化し、株価は暴落し、社債の評価も急落した。金融危機の拡大によって、GM本体の流動性も枯渇し、製造・販売を続けていくことは、公的支援を受けなければ、困難となったのである。メインバンクであったシティバンクも、金融危機によって、同社の支援を行える状況にはなかった。2009年6月1日、GMは連邦破産法の適用申請を行い、製造業として世界最大の倒産に至った。

## (2) 自動車販売金融の発達

1920年代にGMやクライスラーによりオートローンが導入されると、低所得の家庭でも中級・高級車を購入することが可能となった。当時、世界最大の自動車会社だったフォード・モーターの創業者であるヘンリー・フォードは、ユーザーに借金を抱えさせ疲弊させるオートローンによる販売に消極的であったといわれている<sup>6)</sup>。しかし、オートローン導入により躍進するGMがフォードからシェア首位の座を奪うと、フォードも、販売を維持していくためにオートローンを導入せざるを得なくなった。1930年代以降も、オートローンによって、G

Mの成長は支えられてきた。自動車は、購入の際に100万円単位の資金が必要ということが普及の障壁になっていたが、GMは他社に先駆けてローンを整備することで、この障壁を取り払った。

自動車会社が販売を伸ばすためには、大きく分けて二つの選択肢がある。最初の選択肢は、値引である。しかし、カスタマー・インセンティブとして新車値引をした場合は、当初の仕入価額や販売価額より安く仕入や売上を行ったことと同じであるため、仕入・売上勘定を減額することになる。特に指示がない場合には、掛取引が前提となっているので、買掛金・売掛金勘定を減額する処理を行う。値引を行って販売台数を伸ばしても、収益は伸びない。

第二の選択肢である販売金融のうち、ローン（信用販売）とともに、月々の支払がより少ないリースも、これまで自動車需要を下支えしてきた。リースの発祥は、1830年代に地中海貿易に従事していた商人達が備船を借りたことだといわれている。ビジネスとしては、1860年代の米国で生まれ、製靴機械や電話機のリースが盛んになり、1950年代に大いに発展を遂げた。

オートリースについても、1930年代からシステムが開発された。戦後に急速に発展し、1946年には世界初のオートリース専門会社が設立された。米国のビッグ3と呼ばれるGM、フォード、クライスラーも、オートローンとオートリースによる拡張競争にのめり込んでいった。図5は、米国の新車購入金額に対するローンの割合を示したものであるが、直近10年をみても、新車購入金額の約9割はローンで賄われており、その依存度の高さが窺われる。

米国自動車メーカーと比較して、日本の自動車メーカーが自社系列の金融子会社を持つのは遅れていた。自動車販売金融では、従来、クレジット会社が主な担い手であったが、その主役はメーカー系金融会社に移りつつある。例え

6) ヘンリー・フォード著、豊土栄訳『20世紀の巨人産業家ヘンリー・フォードの軌跡』（創英社/三省堂書店、2003年）。

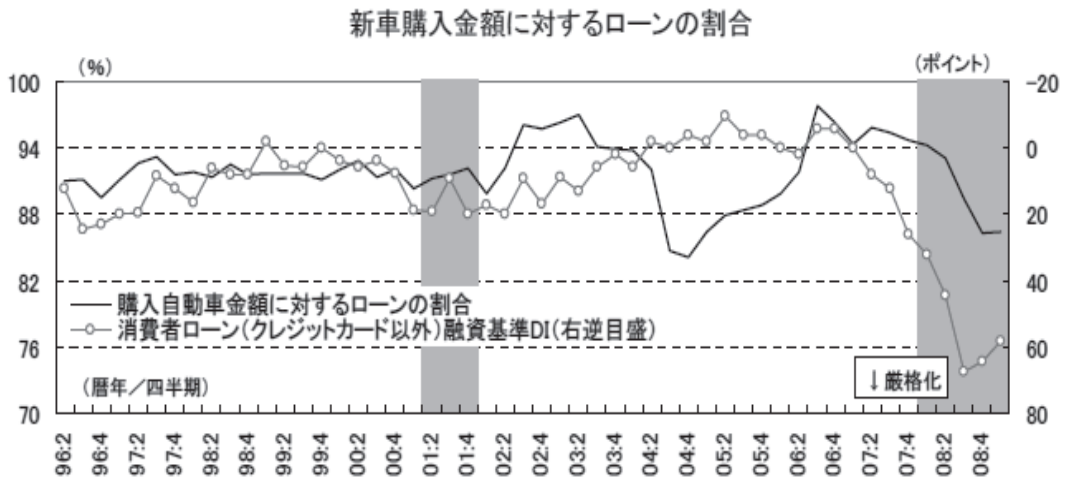


図5

ば、トヨタファイナンスの売上高は、2001年には約440億円だったが、2008年には約1,600億円にまで拡大している。さらに、最近、自動車販売台数の伸びが大きく、自動車業界にとって、最後のフロンティアともいえる中国市場でも、1920年代の米国市場のように、自動車メーカー直系の子会社を中心に、販売金融の強化が急ピッチで進められている。

自動車をリース物件とするオートリースが、オートローンと異なる点は、GMACのような販売金融会社が、GMのようなメーカーから自動車を買取り、ユーザーに賃貸するところにある。ユーザーは、リース契約期間が過ぎると、自動車を返却するか、買い取るオプションを行使できる。リース契約時に、販売金融会社が中古車標準価格に独自のインセンティブを付けて、返却の際の残価を設定する。ユーザーは、残価設定分を差し引いた金額をリース料金として分割払いし、契約期間終了後、同様に別のリース契約を結んで、新車のリースを受けることが多い。

リースの場合、ユーザーはリース車の所有権を得ることはできないが、購入した場合と同様

に使用することができる。オートリースの契約期間は、36か月以上が一般的である。所有者はリース会社で、使用者はユーザー名義となっており、利用料金は月額均等払いが多い。返却時の残価は、中古車標準価格や販売政策とのバランスで設定される。しかし、この残価が当初想定より下がるリスクが高まれば、リース車両の残価価値下落分を評価損として、損益計算書上に認識する必要がある。

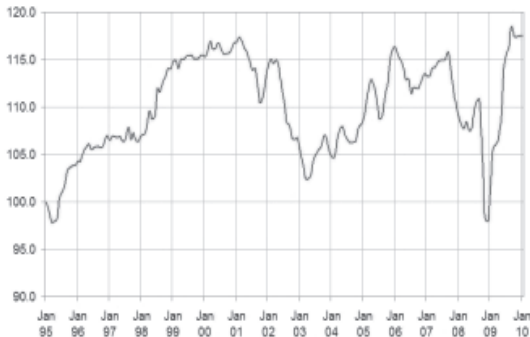
米国市場では、2006年頃から、自動車各社のリース用車両の評価損が増加傾向にあった。サブプライムローン問題によって、新車市場が急激に冷え込み、大型ピックアップトラックやSUVを中心に、米国での中古車価格が急落し、トヨタ、ホンダ、日産自動車の3社も、2009年3月期に計上した評価損は、計700億円以上に達した。リースの評価損は、ビッグ3の経営が悪化した一因となっており、日本車メーカーにとっても業績圧迫要因となっていた。

大型車の販売比率が高かったGMとフォードは、2008年4~6月期で、20億ドル以上の評価損をそれぞれ計上した。日産も、大型ピックアップトラックなどのリース終了後の再販価値

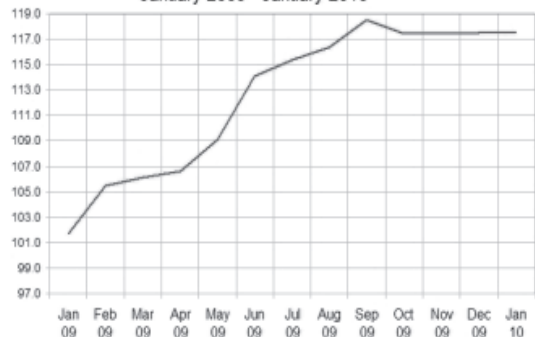
表 2  
**Manheim Used Vehicle Value Index**  
 January 1995 = 100

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Jan	100.0	104.3	106.5	107.1	114.8	115.3	116.9	114.6	105.5	104.7	108.8	116.3	113.3	109.1	101.7	117.6
Feb	98.9	104.3	106.9	107.1	114.8	115.8	117.4	115.1	104.1	104.8	110.3	115.5	113.3	108.1	105.5	
Mar	97.8	105.3	106.8	107.8	114.1	116.9	116.9	114.6	102.5	106.6	112.2	114.9	114.1	107.7	106.1	
Apr	97.9	105.7	106.8	109.5	115.0	116.1	116.1	115.0	102.4	107.6	112.9	114.2	114.2	108.4	106.6	
May	98.2	106.1	106.8	108.7	115.0	116.2	115.8	114.2	102.8	107.9	112.1	112.9	114.7	107.5	109.1	
Jun	100.4	105.5	106.3	109.1	115.3	116.8	114.7	112.0	104.3	107.1	110.7	112.9	114.9	107.8	114.1	
Jul	101.1	105.7	106.7	111.9	115.3	116.3	113.8	110.4	105.1	106.5	108.8	111.4	114.9	109.9	115.4	
Aug	101.9	105.8	107.9	111.6	115.4	115.6	114.0	108.4	105.5	106.2	109.1	112.1	115.1	110.7	116.4	
Sep	103.3	105.8	106.6	112.6	115.1	115.6	112.1	108.0	105.9	106.3	110.9	111.9	115.8	110.8	118.5	
Oct	103.6	105.7	107.2	113.1	115.0	115.7	110.4	106.7	107.0	106.4	112.5	112.0	113.9	104.2	117.4	
Nov	103.9	106.4	106.4	114.0	115.3	116.1	111.2	106.6	106.8	107.7	114.9	112.9	111.9	98.3	117.4	
Dec	104.0	107.0	106.4	114.0	115.5	116.7	112.9	106.7	105.3	108.2	116.1	113.5	110.2	98.0	117.5	

**Manheim Used Vehicle Value Index**



**Manheim Used Vehicle Value Index**  
 January 2009 - January 2010



出所：マンハイムインデックス

が大きく下落するリスクを認識し、4～6月期に約420億円のリース評価損を前倒して一括計上した。ホンダも、同様に同時期に210億円以上の評価損を計上し、通期では250億円に拡大させた。トヨタは、日産やホンダと異なり、今期に発生するリスク分のみ計上したが、同時期の評価損は90億円以上となった。さらにトヨタは、米国での中古車価格の値下がりに伴い、リース車両の評価損を2008年9月中間決算で追加計上した。追加計上は150～200億円程度で、2008年4～6月期分と合わせると、200億円を超えた。米国では、新車販売に占めるリース比率は約20%と、日本での比率を大きく上

回っているため、リース車評価損による収益への影響も大きく、過去にも、日産や三菱自動車の経営不振の主な原因になった。2008年以降、中古車市場の相場が暴落し、代表的な中古車価格指標であるマンハイムインデックスも、3年前の水準にまで下落した。

クライスラーは、オートリース事業の中止を表明し、ローンやインセンティブに力を入れていくと明らかにした。GMやフォードも、リース事業を縮小する傾向にあった。自動車産業にとってリースビジネスは、中古車価格の安定が前提条件であるが、米国経済の変化がその根本を揺るがしている。金融危機前のビッグ3の

リースによる販売比率は、20%近くを占めていた。オートリースの縮小によって、販売金融子会社の抱える残価リスクは減少するが、リースによる販売台数と売上額が減少し、工場の稼働率低下とリストラは、一層の経営悪化をもたらした。それがさらにオートリース事業の縮小を招く悪循環に陥ってしまう。

一方で、日本の自動車メーカー各社が発表した2009年7~9月期の連結業績では、営業利益の多くを金融事業が占め、通期予想上方修正の大きな要因となった。その理由は、米国における中古車価格の値上がりによって、資産として計上されているリース車両の評価損が減少したことであった。

オートリース事業による金融事業収益は、中古車相場次第であり、予測は大変難しい。米国では、中古車価格が2009年初め頃から上昇し始めた。トヨタの場合、7~9月期の金融事業の営業利益は、前年同期比で467億円増の748億円にまで拡大し、国内販売の不振を十分にカバーできる数字で、営業損益全体も、580億円の黒字を確保した。トヨタの2010年3月期見通しにおいて、上方修正分約4,000億円のうち、金融事業が3割近くの約1,100億円を占めている。これは、リース車両の評価損が減ったことに加えて、個人向けローンの貸倒れ懸念が低下した結果、その引当金が減ったことが大きい。

ホンダは、2009年7~9月期の営業利益655億円のうち、471億円が販売金融事業によるもので、通期予想上方修正分1,200億円のうち、360億円を金融事業が占めていた。また、日産も、2009年7~9月期の営業利益832億円のうち、193億円が販売金融事業によるもので、両社とも、リース車両の評価損減少の影響が大きかった。

車種ごとのリース残価設定は、多くの自動車メーカーが参照するオートモーティブ・リーシング・ガイド (ALG) と呼ばれるガイドラインを基準に行われることが多い。これから大きく乖離した残存価格を、メーカーが引当なしに

設定することは、会計的に認められていない。現在リースされている大型SUVやピックアップトラックの残価を設定した約3年前は、大型車もまだ人気があるとみられており、ALGのガイドラインも相応のレベルにあった。2008年の残価損失や引当は、市場環境の想定外の激変による中古車価格の下落が引き起こしたという側面もあった。

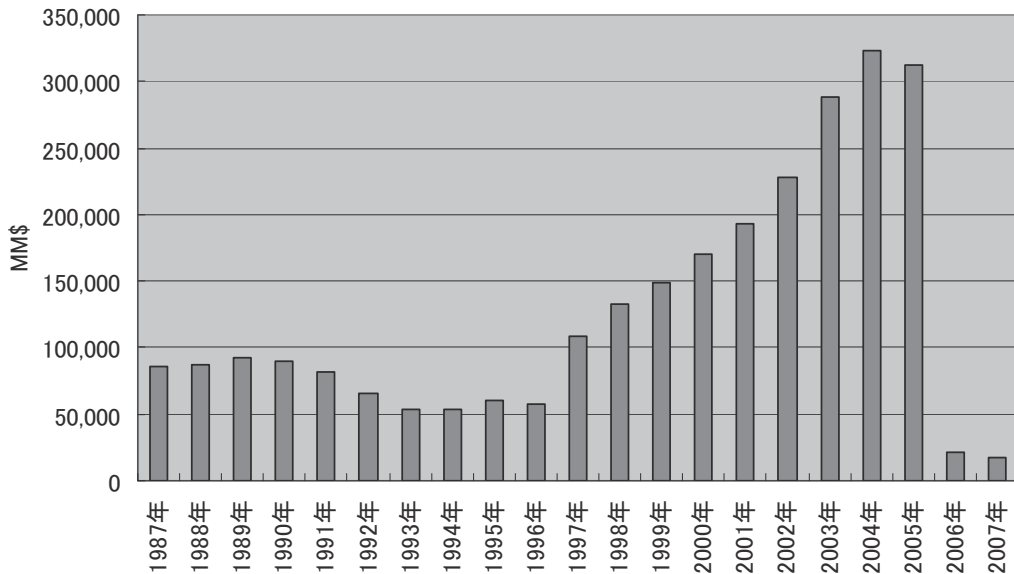
自動車会社は、グローバルに激しい競争に晒されており、本業である自動車製造では、十分な収益を得ることができない。自動車産業の収益構造は、最近20年で大きく変化しており、「モノからサービスへ」という言葉に象徴されるように、本業である自動車製造から、販売金融事業や自動車保険のような収益性の高い周辺事業へとシフトしてきた。特に、条件次第では、容易に販売台数を伸ばすことができ、当該事業年度の損益計算書には、リース車両の評価損のような悪影響を及ぼさないリース事業は、自動車メーカーの経営者にとって、魅力的に見える事業分野である。

米国自動車市場では、オートローンやオートリースによる販売方法のほかに、大口販売手法として、「フリート」販売と呼ばれるものがある。フリート販売とは、BudgetレンタカーやHertzレンタカーのような大手レンタカー会社などに、一定期間後の買戻し条件付で、新車を一度に10台以上販売するものである。大きく分けて、レンタカー会社向けと、政府・企業向けの二つがある。レンタカー会社向けの場合、半年から1年以内のものが多く、米国の自動車メーカーは、大手レンタカー会社に一般よりも大幅に値引きして販売し、6~9か月後に、その値段以下で買い戻している。

フリート販売は、販売台数を大きく伸ばすことはできるが、一般ユーザー向け販売と比べて、利幅が極端に少ない。ほとんど利益にならない販売を行うのは、こうした大口顧客との関係維持と、在庫整理や生産維持の目的がある。このような販売をやめることができれば、中古車価



## 金融事業収益



出所：GM アニュアルレポートより作成

図 6

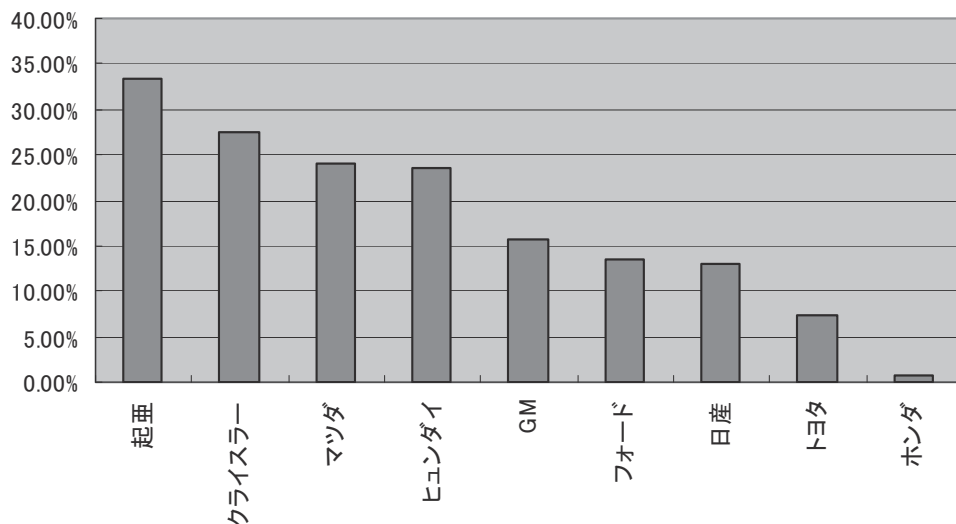
格は上昇し、ユーザーが新車を購入するときの下取り価格も引き上げることができる。しかし、一度に大きな販売台数が稼げるので、米国自動車メーカーに限らず、米国市場で販売を行う日本車メーカーも、よく利用する販売手法の一つである。自動車メーカーは、工場の稼働率が低くなると、フリート販売で何とか厳しい市場環境を凌ごうとする。その瞬間は、販売台数増により売上高が増加するが、フリート契約には買戻し条件が付いているので、6~9か月後、あるいは数年後に、相場よりかない高い価格で買い戻さなくてはならず、結果的に経営悪化の原因になりやすい。図7は、2008年6月時点での主要な自動車メーカーの売上高におけるフリート販売比率であるが、クライスラー 27.5%、GM 15.6%、フォード 13.6%と極めて依存度が高いことが見て取れる。

### (3) 自動車販売金融債権の証券化

自動車販売金融会社は、ユーザー向けに積み上がったローンやリース債権を対象に、1985年1月に、ソロモン・ブラザーズにより最初の証券化を行った。そのときの商品名がCARSであったことから、その後、オートローンのABSは一般的にCARSと呼ばれている。自動車販売金融会社が手持ちのオートローン債権やオートリース債権を証券化して、市場で投資家に売却する。

販売金融会社にとって、証券化により、販売金融債権を早期に現金化でき、資金調達コストの削減や調達ソースの分散も可能となる。オフバランス効果に加え、販売金融サービス業務収入により、収益を上げることできる。さらに、顧客情報や買替え時期に関する情報も得られるため、マーケティングに資するだけでなく、保険や延長ワランティ（保証）という周辺ビジネスも行えるというメリットもある。

米国販売におけるフリート販売比率



出所：www.fleetcentral.com より作成

図7

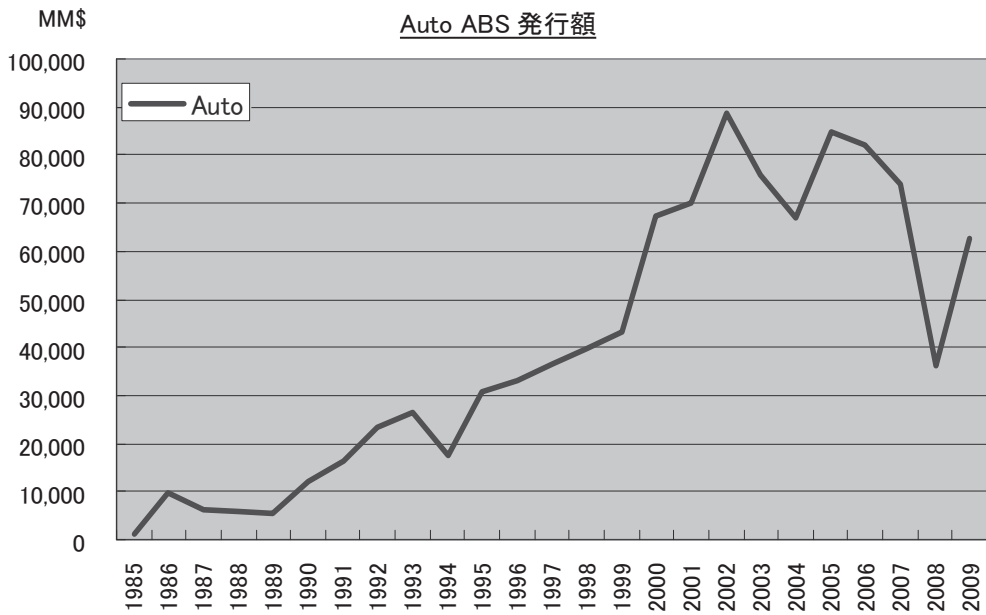
一方、投資家の側から見れば、自動車の所有権留保などによって、ローンの対象となっている自動車を担保としていることなどから、低リスクで高リターンを得られるというメリットがあったため、CARSはMBSなどと並んで、投資家の好評を得ていた。図8は、自動車販売金融債権を裏付けとしたABSの発行残高の推移であるが、1985年から2002年の期間中、約900億ドルまで急激に増加していった。

図9は、米国における販売金融会社のオートローンやオートリース債権の証券化比率を示したものである。1985年に初めてオートローン債権の証券化が行われて以降、増加の一途を辿り、ピークの2002年には、自動車販売金融債権のほとんどが証券化されていた。

GMやフォードと同様に、自社グループで金融会社を持つ、日本車メーカーのトヨタ、日産、ホンダの金融事業の資産残高は、年率15%ペースで増加し、営業利益に占める販売金融事業の割合も10%近くまで上昇し、販売金融事業へ

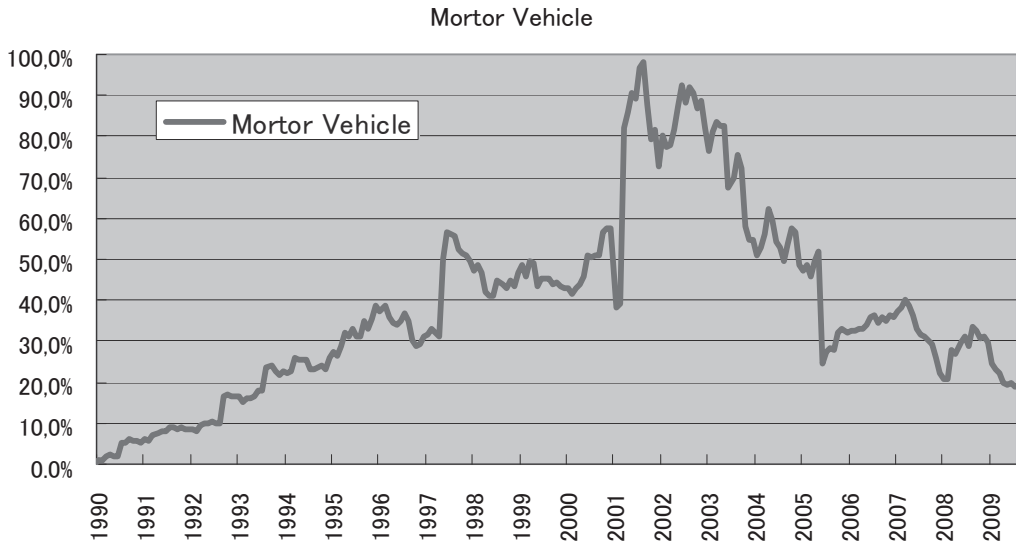
の依存度はかなり高くなっていった。特に北米では、自動車購入者が販売金融を利用する比率は極めて高く、自動車自体やアフターサービスに加え、他社より有利な金融サービスをユーザーに提供しなくては、生き残れなくなった。一方、販売金融事業は、自動車メーカーにとっても大きな収益源の一つとなっており、販売戦略のなかでも、重要な役割を果たしている。低金利オートローンや低料金リースは、ユーザーにとっても、キャッシュ・インセンティブ（新車値引）と同様に、購入の際の大きな判断材料となるからである。

サブプライムローン問題以降も、オートローンは、長期化のニーズが拡大し、61か月以上の長期ローンの構成比は、30%から40%へ拡大していった。ローン長期化とユーザーの新車購買力減衰には、相関性がある。米国経済が悪化していく局面で、オートローンの貸倒れ率も上昇した。



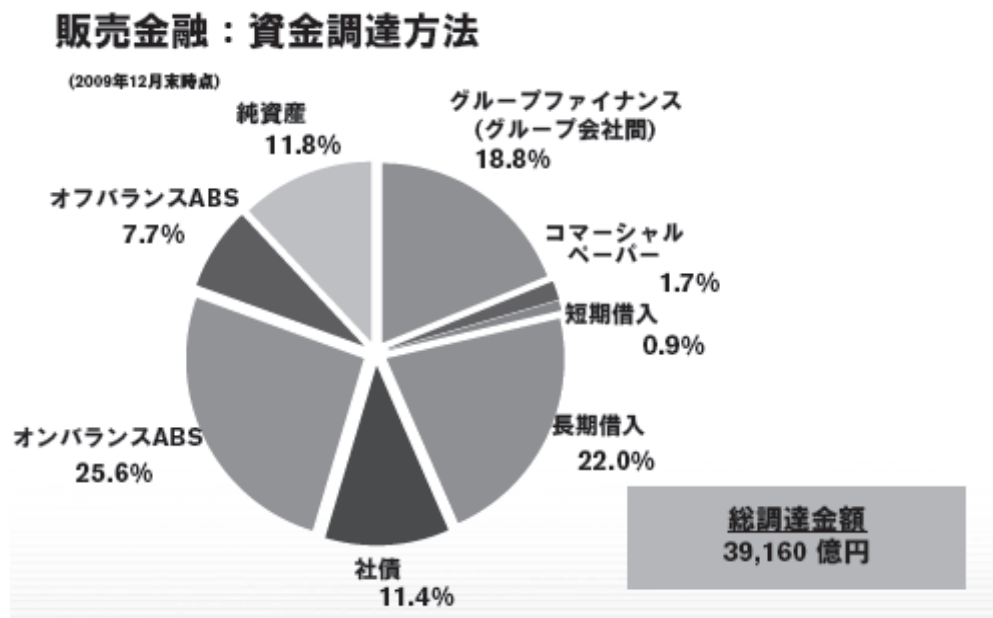
出所：SIFMA 資料より作成

図 8



出所：FRB Data Download program より作成

図 9



出所：日産自動車 2009 年 12 月期決算説明資料

図 10

#### (4) 自動車販売金融会社における流動性管理の重要性

自動車販売金融会社は、オートローン債権やオートリース債権の証券化による資金調達に依存してきたため、証券化市場の混乱が資金調達と与信態度に与える影響は大きい。サブプライムローン問題の発生以来、米国の ABS 市場の機能低下が続いており、そうした状況が長期化した場合、ABS 依存度が高い自動車メーカーは、新たな調達手段を模索していかなければならない。

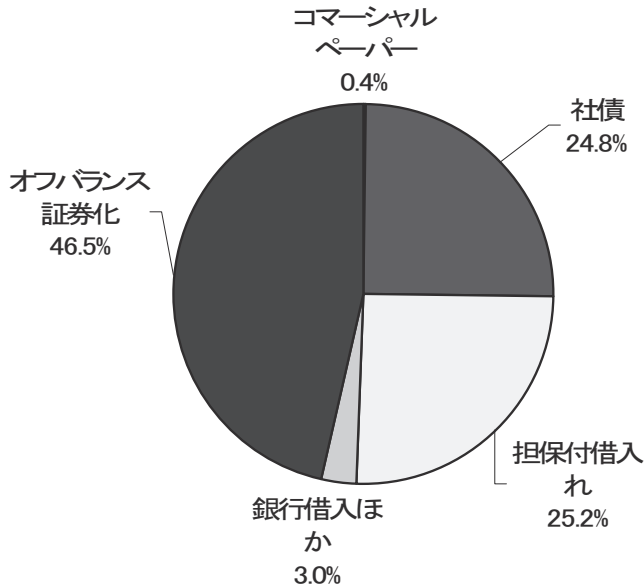
しかし、自動車販売金融会社は、商業銀行のように預金業務を行っていないため、資金調達の面では、一般事業会社との大きな違いはない。長期資金は株式や社債を発行するか、銀行等の外部から長期借入を行い、短期資金は CP や銀行等からの短期借入に依存せざるを得ない。今回のような金融危機が発生すると、親会社から

の借入以外に資金調達ができなくなるため、その資金調達基盤は脆弱である。

2009 年 12 月期の日産自動車の決算発表の中で示されているように、証券化商品市場の回復が不十分な環境下であっても、販売金融関連の資金調達の約 3 分の 1 は、ABS に依存しており、販売金融事業用資金調達の証券化への依存度の高さが窺われる。

同様に、GMAC の最近の資金調達ソースをみると、証券化への依存度が 46.5% と高いのに対して、CP がほとんど発行されておらず、銀行借入もほとんど行われていない。この時点で、格下げにより投資不適格となっていたことから、GMAC も含めて、GM グループの自社クレジットによる債券発行は事実上不可能で、資金繰りが非常に厳しかったことが推察される。

今回の GM の破綻については、企業年金などのレガシー・コストの問題をはじめとして、



出所：GMAC 2007年12月アニュアルレポートより作成

図 11

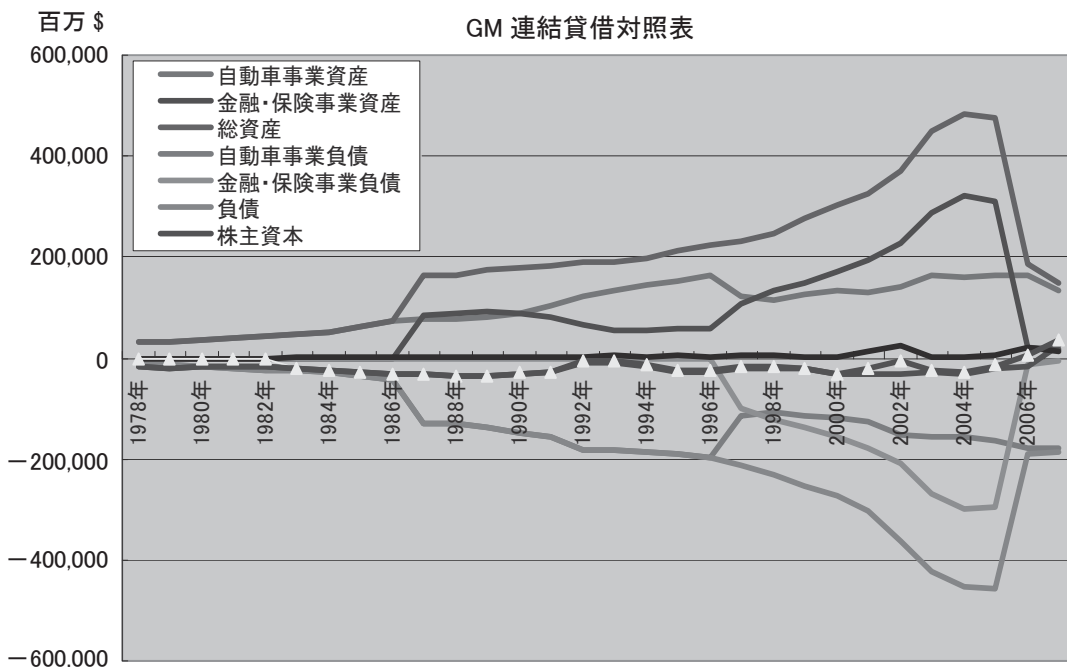
様々な理由が挙げられている。ただ、これまでのGMの販売や経営戦略を、販売金融戦略と資金繰りの視点から見た場合、販売面と資金面で、GMACの販売金融債権の証券化に過度に依存したことによる資金流動性の枯渇が、直接の原因であるといえる。

従来も、様々な金融危機や経済危機があったが、景気が後退し販売が低迷しても、大手自動車メーカーは、リストラや原価低減などの自助努力によって何とか会社を維持し、破綻することはなかった。しかし、今回の金融危機は、これまでとは比較にならないほど進行が早く、政府以外に誰も救済できないような、深刻なグローバル流動性危機である。

これまで、流動性危機は金融機関の問題であり、GMのようなメーカーには無縁のものと考えられてきた。しかし、近年のデイスインターミディエーション（企業の銀行離れ）と事業会

社の直接調達進展の流れのなかで、自動車業界は、本来製造業でありながら、急速に「金融業化」(financialization)の道を進んできた。特に、GMACのようなグループ内の販売金融会社の証券化を通じて、金融市場の変調から、その資金繰りに大きな影響を受けるような構造に変化してきた。サブプライムローン問題の深刻化から、GMの破綻に至る経緯は、そうした変化の帰結を如実に物語っている。流動性危機が大企業の経営破綻の直接の引き金を引いたという点で、投資銀行であるベアー・スターンズやリーマン・ブラザーズと、自動車メーカーであるクライスラーやGMとの間に、大きな相違はない。

こうした状況下では、製造業においても、流動性管理の重要性が高まっていると再認識すべきである。自動車メーカーは、これまで、リコールのような製品の問題に対する備えは行ってき



出所：GM アニュアルレポートより作成

図 12

たが、自社の資金流動性に対する危機意識を十分に持っていたかどうか、定かではない。証券化などの金融技術の発達の反面で、流動性プールの維持や、コンティンジェンシー・ファンディング・プラン（危機時の資金調達計画）などの流動性管理技術については、十分に配慮されていなかったのではないと思われる。

また、証券化技術を活用した販売金融事業の拡充は、自動車等の販売を支えていくうえで、非常に有効な手段であることは疑いないが、販売金融自体は、あくまで手段であって、自己目的化すべきではない。GEのイメルト会長も述べているように、製造業企業としては、過度な金融業化に走ることなく、手元流動性を確実に維持し、テクノロジーと商品で勝負するという原点に回帰し、地に足を付けた経営を行っていくべきであろう。

米国自動車メーカーの急激な財務状況悪化の

原因として、自動車ビジネスモデルを延命させるために作り出された「架空の消費」問題がある。売上を伸ばすため、オートローンやオートリースの審査基準は極限まで緩和され、もう一つのサブプライムローン問題ともいえる販売金融事業と、債権の証券化が連動した新車販売システムが、自動車業界に広がっていた。そして、この証券化技術を使った販売金融ビジネスモデルが、今般の金融危機によって、一気に崩壊したのである。

従来、自動車メーカーの業績は、その製品販売動向のみに左右されていた。しかし、証券化技術の発達を利用した販売金融事業の成長は、自動車メーカーと金融市場との関係を、より密接なものに変えてきた。自動車メーカーの財務諸表には、金融機関と同様、CPや社債、証券化商品のような金融商品が含まれるようになった。図12は、GMの連結貸借対照表の構成の

変化を表したものであるが、構成資産の半分以上は金融・保険事業資産である。これは、米国自動車メーカーの金融業化を示すものであり、金融市場により近い存在となり、時価評価の影響を強く受ける財務構造に変化してしまったことを意味している。

現在、BIS バーゼル銀行監督委員会や各国の規制・監督当局が、世界の主要な金融機関の流動性管理に関して、自己資本比率規制やレバレッジ規制などの強化を進めつつある。それだけでなく、「実体経済と金融の負の相乗作用」の結節点にある販売金融会社についても、モニタリングの強化などを検討する必要がある

また、製造業である自動車メーカーも、販売金融事業を行うことによって、経済システムへの直接的な流動性提供機能を持つようになり、証券化市場に深く関わっている以上、これまでと異なり、自ら今回のような流動性危機に備えていかなければならない。すなわち、危機的状況にあっても、資金流動性を確保していくためには、即時換金可能な資産をある程度維持していく必要がある。複数のシナリオを準備し、その会社特有の流動性危機なのか、市場全体の流動性危機なのかにより、とるべき方策を事前に定めておくべきである。金融機関では、金融危機に際して、市場で新たな資金が調達不可能な場合でも、最低1年は事業を継続できるような、コンティンジェンシー・プランを定めている。これらを参考に、今後は、自動車メーカーも、本格的な資金流動性管理を行っていく必要がある。これは、米国に限らず、金融業化しつつある自動車産業にとって、避けることのできない重要な課題といえよう。

## 参考文献

- 高橋正彦『増補新版 証券化の法と経済学』NTT出版、2009年
- 遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第51号(1999年6月)
- 小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』住宅新報社、2008年
- 白石洋一『貸出債権証券化の方法』東洋経済新報社、2000年
- 白築忠明「日米で異なる自動車販売不振の背景」日本経済研究センター、2009年4月14日
- 佐藤英夫・由佐美加子『ITSテレマティクス：自動車ビジネスはモノからサービスへ』山海堂、1999年12月
- ヘンリー・フォード著、豊土栄訳『20世紀の巨人産業家ヘンリー・フォードの軌跡』創英社/三省堂書店、2003年
- 野口悠紀雄『金融危機の本質は何か ファイナンス理論からのアプローチ』東洋経済新報社、2009年
- 本山美彦・萱野稔人『金融危機の資本論』青土社、2009年
- 日本経済新聞社編『大収縮 検証・グローバル危機』日本経済新聞出版社、2009年
- 荘司秀行「オートリース料債権の証券化」JCR 格付レポート、2008年10月
- BIS “Liquidity and Financial Cycles” Working Papers No. 256 July 2008
- BIS “Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision” June 2008
- Stuart M. Litwin “The Future of Auto Lease Financing” Monograph, February 1997
- Stuart M. Litwin “Unlocking the Mysteries of Auto Lease Securitization” The Financier, May 1996
- Stuart M. Litwin “Security Measures: Auto Lease Securitization” Asset Finance & Leasing Digest, March 1996
- Richard Tanner Pascale “Managing on the Edge” A Touchstone book 1990

[うちだ おさむ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究所博士課程後期]

