

証券化と企業金融そして農業金融

「貴社は良質な資産を保有しているのですから、その資産を使って資金調達を多様化しましょう。貴社の信用力で調達するよりも低コストで調達でき、バランスシートをスリム化することで貴社の格付けも上がります」。日本で証券化がスタートした十数年前のセールストークである。90年代、リース・クレジット債権から始まった証券化のビジネスは、法制度・会計制度の整備などを経て着実に拡大し、様々な資産が証券化され投資家層も順調に拡大してきた。ところが、07年夏以降の今回の未曾有の金融危機の中で、「証券化商品やレバレッジは悪」という風潮が高まり、「証券化商品には二度と投資するな。企業金融を強化しよう!」という声さえ聞こえるようになった。

しかしながら、証券化(アセットファイナンス)や企業金融にも様々な種類があり単純ではない。一方、両者は明確に区別されるべきものであるが、類似点が多くなっているのも事実である。

証券化は資金調達のために分離された資産から産み出されるキャッシュフローをもとに、リスク・リターンに応じてシニアデット、メザンデット、エクイティといった階層に分けて資金調達が行われる。そのリスクは資産が産み出すキャッシュフローの振れで、レバレッジが高ければエクイティの収益率の振れも高まる。例えば、6%の収益を産み出す資産を証券化し借入金利を3%とすると、エクイティの収益率は借入金の割合に応じて変化し、50%の場合は9%、70%の場合は13%となり、原資産の収益(6%)が振れればその影響は先ずエクイティの収益に及ぶ。住宅ローンのように分散された個人向け債権をプールした資産はデフォルト率も安定していてキャッシュフローの振れも小さいため、レバレッジ(上記の例でいう借入金の割合)が高くなるのは当然と受け止められる。レバレッジの高低は、投資家ニーズに対応した商品設計の問題でもある。企業は、事業のため等に保有する資産に対して、買掛金等の企業間金融に加え、社債・長短借入金(=企業金融)や株主資本等で調達される。キャッシュフローの多寡は資産の質というよりも企業の収益力の結果であり、レバレッジの高低は事業の性格や経営者の意思で決まる。

企業向け債権の回収は一義的に企業のキャッシュフローに依存するが、対象企業の存続を前提に「借換え」が日常的に行われる。他方、証券化で調達される資金に対しては、隔離された資産が産み出すキャッシュフロー(資産の売却代金を含む)のみが回収に充てられるのが一般的である。証券化された資産といえども、経済環境変化の影響等で当初期待したリターンは得られず、極端な場合はシニアデットの損失に繋がることもある。ただし、シニア部分については、その損失を抑制するための商品設計上の工夫がなされ、証券化により資金調達した企業が経営不振に陥った場合でも安定した収益が確保されてきた。

企業金融の一形態である買収ファイナンスは、(スポンサーがファンドの場合)伝統的な企業金融とは明確に異なる。将来予想される被買収企業のキャッシュフローから企業価値を計算し、証券化と類似の資金調達形態が採用される。リターンの大きさは毎年のキャッシュフローと数年後の出口(株式公開や他のスポンサーへの売却等)の価格で決まり、「借換え」が行われるのは「出口」か「イベント発生時」である。環境変化等によるキャッシュフローの振れは大きく、審査・モニタリングの視点も企業金融との類似点が多い。2,3年前に「コベナンツライト」と言われる安易なファイナンスが横行したことは記憶に新しいが、企業をひとつの資産に見立てて様々な工夫を施すことで、リスク許容度の異なる投資層を呼び込めることに特徴がある。

信託法の改正で「事業の証券化」も可能になりその活用が期待されるが、そこでの資金調達は買収ファイナンスの形態に近い。内需振興や雇用確保のための農業分野への期待と規制緩和の動きを背景に、農業を対象とした事業の証券化や農地信託の提案を目にする機会もある。農地信託は1961年の農地法改正で農地集約の一手法として導入されているがほとんど活用されてない。今回の農地法改正後でも信託銀行は農地を受託できない(受託者は農協に限られる)が、農地も含めて農業経営そのものを証券化することも「アイディア」としては考えられる。農業の担い手が多様化し産業として発展するためには、多様な投資家層(資金提供者)を呼び込むことも不可欠で、証券化の手法は極めて有効である。ただし、この手法を活用するには、一定のキャッシュフローを継続的に産み出すための知恵と努力が、まず関係者に求められることになる。

(農中信託銀行株式会社 取締役社長 安田義則・やすだよしのり)