

一括買取方式での海外債権流動化に関わる一考察

増山 隆（三菱 UFJ 信託銀行）

I. はじめに

1. 問題意識

海外で銀行業務を営む邦銀は、今後どの分野でどのようにして新たな収益源を見出していくのであろうか。伝統的に邦銀海外支店の業務分野は、貸出、預金、外国為替などが挙げられるが、過去 20 年間の取扱い残高の減少は著しい。一例として、2010 年の邦銀海外支店による貸出額は、円貨換算で 1990 年の 1/3 水準の約 25 兆円に留まっている。一方、邦銀にとって顧客である日系海外現地法人の売上高は、過去から継続して伸びており、しかもリーマンショック（2008 年）による一時的な落ち込みを埋めて更に上昇を続けている²⁾。日系海外現地法人の売上高は過去 10 年間で 2.5 倍の伸び、日系企業や商社等が参加する海外プロジェクト件数も 2008 年までの過去 5 年の計数で約 2 倍に増加している³⁾。

2. 本稿の目的

本稿では、まず邦銀海外支店の現状について述べる。次に、海外業務を営む邦銀にとって新たな収益源の方向性を探り、海外貸出業務の切り札となり得る業務分野（戦略）や新たな方策（戦術）を検討する。

戦略としては、貸出の一形態であるプロジェクトファイナンス分野に着目し、邦銀として海外への貸出余力を確保するための戦術を考案する。即ち、融資実行済の複数の貸出債権を束ねて一括して流動化し、他の金融機関に売却するスキームにつき検証する。最後に、未だ世の中に存在していない新スキームの提示を私見として行う。

Aggarwal (2002)は、国際企業が実施すべき分析は、市場、戦略、戦術の3つであると述べている。

具体的には、2010年にNEXIが解禁した貿易保険付貸出債権流動化スキームを扱い、海外市場において流動化する戦略を分析する。自ら保有する貸出債権の譲渡を望む銀行には、それなりの理由がある。特定国に貸出可能な社内カントリー与信枠の上限に既に達していたり、銀行として保有するリスク資産全体を軽減したいなどの理由がある。戦術としては、1件ずつ売却するのではなく複数の貸出債権を束ねて一度に第三者に譲る方がスピーディーであり、カントリーリスクの削減効果も高いと思われる。先行文献としては、本邦財務省主催の研究会であった円の国際化推進研究会（2002）で検討された海外の「貿易債権に関する流動化スキーム」を振り返り、2002年の時点では何故、海外債権の流動化が実現しなかったのかという原因を特定する。

II. 邦銀による海外貸出の特徴

1. 邦銀海外支店の現状

邦銀海外支店における貸出、預金、外国為替（買入・取立）業務における過去20年間の残高の落ち込みは著しい（表1）。邦銀の本源的損益認識通貨は円であるため、円ベースで比較すると、貸出金につき1991年と2010年末では残高は約1/3となっている（図1）。USドルベースで比較しても、1991年12末の125.25/ドル（公表仲値）と、2010年12末の81.49/ドル換算により、20年間で約1/2に半減している⁴⁾。同様に、円ベースで比較した預金については約1/6、外国為替（買入+取立）については約1/3の規模へ縮小している（表1）。円高は、海外資産価値と資産から発生する収益を目減りさせているということであり、経常的な手数料収入などの付随するビジネスメリットがない限り、邦銀海外支店の業務運営が縮小していることを表している。対応として、3メガバンク⁵⁾では、様々な措置を講じている。例えば、海外貸出業務は出来る

だけ基幹店（東京、NY、ロンドンなど）に人とノウハウを集中させて業務効率化を図る。日本政府の「新成長戦略（2009）」⁶⁾に沿う形で、アジア等への大型プロジェクトファイナンス案件を日本から組成する。L/C発行など貿易に付随する与信関連の手数料業務も可能な限り東京や大阪など本邦拠点に集中させる等である。全国銀行協会統計によると、経営統合要因もあるが、邦銀の海外支店数は2001年の196から、2010年の94へ半減している。

表1 邦銀の海外支店 過去20年間の主要業務残高の計数（単位：百億円）

	貸出金	預金	有価証券 投資	買入 外国為替	取立 外国為替
1990	7,604	12,421	1,032	180	101
1991	7,404	10,895	856	146	87
1992	7,277	10,113	762	140	85
1993	6,501	9,234	694	115	70
1994	6,281	9,580	672	96	69
1995	7,495	7,961	679	98	76
1996	8,184	7,851	711	107	82
1997	8,109	6,965	710	108	80
1998	4,968	2,946	445	52	47
1999	3,250	2,408	357	37	25
2000	2,922	3,465	471	40	25
2001	2,797	2,793	625	43	20
2002	2,027	1,594	589	39	14
2003	1,395	1,421	509	36	8
2004	1,455	1,631	432	46	11
2005	1,944	2,110	585	47	12
2006	2,452	2,391	739	41	10
2007	3,251	2,946	769	40	11
2008	3,316	1,967	614	32	8
2009	2,727	2,244	696	24	9
2010	2,490	2,025	652	42	15

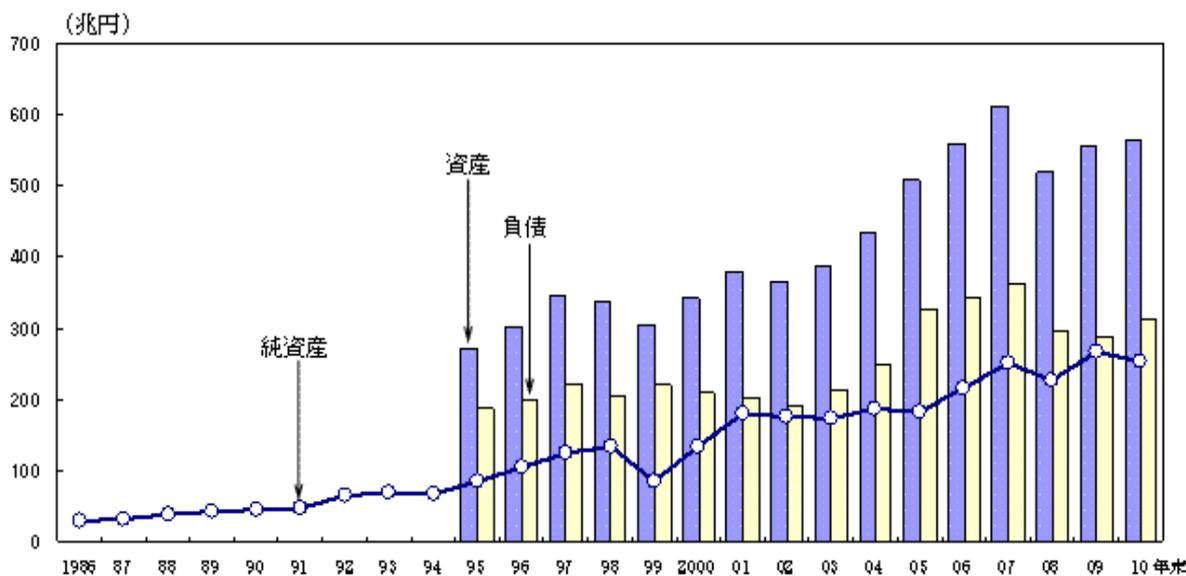
出所：日本銀行調査統計局(2011)より筆者編集

図1 邦銀の海外支店からの貸出金推移



出所：日本銀行調査統計局(2011) 毎月末の残高を連続的に折れ線グラフ化したもの

図 2 対外資産負債残高



出所：日本銀行調査統計局(2011) IMF 国際収支マニュアル第5版ベースの計数

2. 邦銀の対外金融への貢献

日銀の対外資産負債残高（図 2）の内訳では、2010 年度の対外直接投資残高は 68 兆円、対外証券投資残高は 273 兆円となっている。この対外直接投資残高のうち、邦銀がどの程度の量のファイナンスを付けて貢献しているのかを推計する第一の手段として、ディスクロージャー誌等より 2011 年 9 月末邦銀中間連結決算の海外貸出残高を抽出する。3 メガバンクの海外貸出残高合計で約 36 兆円（内訳は三菱東京 UFJ17、みずほ 10、三井住友 9）となっている。前年同期（2010 年 9 月末）比では、3 メガバンク合計で海外貸出残高が約 32 兆円から 4 兆円程増えている。この数字は、国内法人向け貸出が同 4.5 兆円減っているのと対照的である。図 1 の通り、邦銀海外支店からの融資残高が減っているため、結果として邦銀は国内拠点からの海外貸出を増やしていることが判明する。

また、邦銀による直接的な海外貸出額の趨勢を推計する別の手段として、貿易や海外事業を営む日系事業者やプロジェクト会社等に NEXI が付与する(1)貿易代金貸付保険と、(2)海外事業貸付保険引受責任残高（以下、責任残高）の累計額を活用する。図

表 4 の通り、リーマン倒産直後の 2009、2010 年においても 2008 年比で責任残高が伸びており、保険で保全すべき貸出が積極的に海外向けに日本からなされていることが判明する。この伸びには日本の政策が関連しており、次項 3. では、どのような貸出が邦銀にとってリスクも比較的小さく、大口で残高を増やせる貸出であるのか考察する。

表 2 (財)日本貿易保険の種別責任残高

年度末	2006	2007	2008	2009	2010
(1)貿易代金貸付保険	8,287	6,588	5,249	5,004	5,777
(2)海外事業資金貸付保険	11,396	8,210	12,476	20,307	21,557
合計	19,683	14,798	17,725	25,311	27,334

出所：(財)日本貿易保険 2011 年 12 月 31 日ホームページ

3. 中長期の海外プロジェクト関連に邦銀資金が集まる理由

(1) 政策的な背景

2009 年 4 月に G20 金融サミットで全世界的な金融危機対策として日本政府は、220 億ドル（うち 160 億ドルが NEXI の保険付等資金）の金融支援を約束した。また、2010 年 6 月に閣議決定された政府の新成長戦略等により、アジアや中東など海外へパッケージ型インフラや環境技術の輸出、付随する海外ファイナンスが柱に挙げられていた。これらの政策により、実際に実行された邦銀による大口貸出例としては、台湾での新幹線計画（資金 4,700 億円）、サウジアラビアでの石油精製・石化プロジェクト（同 2,000 億円）等⁷⁾が挙げられる。

(2) 商社の対外与信エクスポージャーの増加

日本から海外貸付や投資を直接行っている主要な事業主体に総合商社が存在する。日本政府による新成長戦略が打ち出された当時（2010 年 3 月期）、大手総合商社 3 社が取っていたカントリーエクスポージャー（国別与信額）を表 3 に掲げた。総合商社は、

自己資本比で特定国のリスクを多く取っており、投資や貸付を行う国別与信額に偏りがあることが判る。例えば、インドネシアについては、3 商社中 2 社の国別与信額が最大であり、残りの 1 社も 3 位の与信額順位となっている。新興国において事業を営むリスクとは、事業者として投資や貸付を行う相手企業の信用リスクと事業リスク（所謂、商業リスク）に加えて、所在国に起因する固有リスク（カントリーリスク）が存在する。渡辺（1980）は、カントリーリスクを表 4 の要因に分解している。伊藤（2000）は、「カントリーリスクの理論的考察」の中で「カントリーリスク分析には統一された調査方法が確立されておらず、各研究機関は思考錯誤の末、独自の評価方法を各々必要性に応じて作成してきた状態」としている。

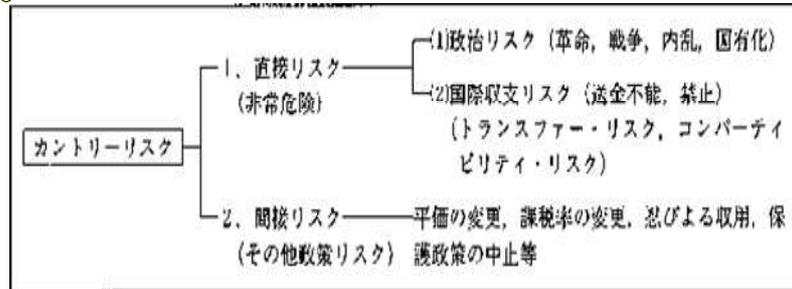
表3 総合商社のカントリー・リスク・エクスポージャー
(2010年度) 単位: 億円

M商事			M物産			S商事			億円
国	ネット金額	自己資本比率	国	ネット金額	自己資本比率	国	ネット金額	自己資本比率	残高順位
インドネシア	1,774	6.0 %	ブラジル	4,188	18.8 %	インドネシア	1,379	8.7 %	1位
ロシア	1,657	5.6 %	中国	2,883	12.9 %	中国	1,255	7.9 %	2位
中国	1,070	3.6 %	インドネシア	2,456	11.0 %	マダガスカル	644	4.1 %	3位
タイ	1,013	3.4 %	タイ	879	3.9 %	タイ	581	3.7 %	4位

出所: 各商社から公開情報の財務諸表付属資料(2010年度)

また、NEXI は独自のリスク定義を用いている。即ち、同社公開情報の、てん補範囲・付保率によると、日本企業等が海外事業に必要な長期資金の貸付や投資を行った場合、事業者への保険のカバー範囲は、非常危険（為替取引の制限、禁止、戦争・革命・内乱等）と、信用危険（貸付先の破綻、3 ヶ月以上の債務の履行遅滞）に分けてそれぞれ保険料を設定している。

表4 カントリーリスクの定義一例



出所: 渡辺 (1980)

表 3 で示した通り、日本の総合商社にとって各国のインフラ事業等に対する貸付として特定の国、それも開発途上国に偏って（一国あたり自己資本の 3%~10%以上の比率で）資金を拠出していた。例えば、インドネシア向けでは、総合商社 3 社ともに自己資本の 5%を超えて実行しており、ロシア向けも 2 社が 5%を超えている。タイ向けは 3 社共に 3%を超えている。一方邦銀は、特定の外国において金融業以外の事業リスク（例えば、電力事業や石油精製事業等のリスク）を直接引取って営業上の利得を得るビジネスモデルではないことから、リスク分散の観点で特定国の事業資金に偏る貸出は行われてこなかった。仮に総合商社向けに直接的な貸出を行うのであれば話は別であるが、開発途上国でのインフラやエネルギー事業向けへの直接貸出となると行内制限ある。インフラやエネルギー事業向け貸出は 10 年超の長期に亘って貸出資金が完済されない枠組みが多いことから、例えば、自己資本のごく僅少範囲内に一外国あたりの総貸付額を収めるという行内基準を設けているのが通例である。結果として、邦銀の一外国あたりの貸付枠は、商社の膨大な投資枠や貸付枠とのギャップが一層広がっていくものと筆者は考える。なかでも、最終的に日本の総合商社宛に返済請求ができないノンリコース形式の長期貸出、所謂、現地企業向けのプロジェクトファイナンスは、邦銀にとって最もリスクの高い貸出形態と言える。浦谷（1998）は、「アジア新興国の急速な経済成長がもたらすインフラ投資に対して、海外からの資金と技術を同時に導入できるプロジェクトファイナンス（途中省略）一般的に無担保のローンは、プロジェクトのリスクに対応して高率の金利が設定される」と記している。

Ⅲ. クローズド・バンキング (Closed Banking) からの脱却

1. プロジェクトファイナンス等の海外長期貸出債権を流動化する必要性

2010年に海外貸付業務の構造に大きな変化が訪れた。2010年12月に、NEXIは、海外事業資金貸付保険付海外債権等の流動化を初めて解禁し、海外貸付債権等に関する流動化スキームを組むことが可能となった。対象債権としては、表2により約2兆7千億円相当が存在する。被保険者地位の譲渡をNEXIが初めて承諾した意義は大きいと筆者は考える。理由は、国境を超えた貸付債権等流動化スキームの検討が可能となるからである。

山上(2008)は、「新しい国際金融市場において銀行融資市場と債券市場の融合が進む」と記している。本件で取り上げるプロジェクトファイナンス(銀行貸出の一形態)の流動化は、まさに新たな債券市場の創設につながると考える。

ある特定国向けのカントリーリスク・エクスポージャーが過大に積み上がると、現在(2011年12月投稿時点)の欧州ソブリン債務問題に見られるように、債権保有銀行は顕在化した膨大なカントリーリスクを一銀行レベルではヘッジすることが出来ない。貸出は債券などの有価証券と異なり市場での流通性も殆どなく、貸出期間中の途中売却が容易に出来ないからである。また、貸出債権を買う先も売る先も相手は銀行だけという「クローズド(closed)」、即ち、閉じた小世界の市場であることが一因であると筆者は考える。

Closed Bankingは筆者が作った造語である。筆者は解決策として、「譲渡先の銀行投資家をグローバルに探せるオープンな市場、また、銀行以外の機関投資家にも売却可能な戦略」が必要であると考ええる。

2. 日本貿易保険付の海外長期貸出債権流動化について

この戦略達成への戦術となるのが、まず(1)カントリーリスクと商業リスクをヘッ

ジする貿易保険の存在であり、次に(2)この貿易保険付の中長期貸付債権に関して第三者への売却を可能にすることである。(1)は1987年に公布された貿易保険法に基づき政府が保険を引き受ける経済対策保険の一環としてスタートし25年近い歴史を持つものの、(2)の仕組みは2010年まで解禁されなかった。流動化が長年解禁されなかった理由として、筆者は「クローズド・バンキングからの脱却」に時間を要したものと考えられる。即ち、リスク管理上は日本政府保証に匹敵する貿易保険が付与された邦銀が持つ2兆7千億円相当という膨大な貸出債権を、邦銀以外の外銀等に売却することの是非などに係る監督官庁や政府を含めた協議に相当な時間を要したものと考え⁸⁾。

IV. 国際的な貸付債権流動化に関する先行研究

国際的な貸付債権流動化の動きとしては、国連国際商取引法委員会(UNCITRAL)⁹⁾が1995年から草案を策定し、2001年に国連総会で採択された「国際取引における債権譲渡に関する国連条約(United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade)」が存在する。但し、採択後5年経過しても僅か3ヶ国しか批准しなかった。当時、日本も未批准であった。2002年には、日本における独自の貿易債権流動化構想として、前掲(I. 2.)の「貿易債権に関する流動化スキーム」でその基本的な構想¹⁰⁾が描かれた。しかしこれも、次項3点の主な理由により、一部の例外を除き、流動化は実現しなかったと筆者は考える。

1. 理由1：第三者対抗要件の準拠法が各国各様

国際的に国境を越えた債権取得の場合、債権取得者(譲受人)が第三者の債権者に対して正当に既得権利を主張できる要件のことを第三者対抗要件と言うが、この要件具備方法が世界で統一されていない点。そもそもの理由は、国境を超えると準拠すべき法制度が2つ以上に跨ることに起因する。日本国内では、民法467条が該当する。

北澤(2004)は、「債権譲渡の第三者に対する効力を如何なる準拠法に依らせるべきかについては、ローマ条約¹¹⁾加盟国の判例・学説上、様々な見解が主張されている」とした上で、先進国間の考え方の相違につき論じている。結論として、「債務者の住所地法によっても、譲渡される債権の準拠法によっても、複数の債務者がそれぞれ異なる国に所在している場合や、譲渡される債権の準拠法が複数並列する場合には、優先関係の準拠法が一律に決定しえなくなる」としている。

2. 理由2：債務者対抗要件の概念が一部未確立

本項では、法的な債務者対抗要件という概念自体が存在しない国（例えば、イスラム教の影響を強く受けている国）があるということについて触れる。日本の「債務者に対する対抗要件」は民法467条1項に在る。要は、債権を譲り受けた債権者が債務者に対して、自分が真の債権者であることを法的に示すこととされている。先進国では、誰に対して債務を弁済すべきかを新債権者が債務者に通知、または、債務者から承諾を得ることで要件が満たされるのが一般的とされている。しかしながら、実務上ではアジア・中東地域では未だ一般的な考え方ではない。例えばマレーシアでは、イスラム法において債権譲渡はhawala（取立委任行為）と呼ばれているが、資産を他人に譲るという行為自体を守る制度や慣習はないものと思われる。

3. 理由3：債権という概念が一部未確立

債権の担保（例えば、機械設備や商品等の動産や不動産）は目に見えるが、債権という概念自体を可視化して管理することはできない。権利を証する証券も単なる紙に過ぎない。IV. 1. と2. の補足ではあるが、法や登記制度があるから債権が安全に保全されているという考え方は、いかにも先進国的な発想であり、必ずしも世界で通用する概念ではないことを付け加える。むしろ「担保品の占有」が万国共通な保全措置であると筆者は考える。即ち、国境を越えて債権を受領する側（譲受者）にとって最

大のリスクは、債務者や旧債権者が債権の物的担保を保有したまま逃げてしまう（行方不明を含む）ことであり、債権登記の有無はあまり意味を成さないと考える。特に、開発途上国においては第三者による保全措置、即ち、先進国が設定する貿易保険のように接收リスクを含むカントリーリスクをカバーする強力な国策的な制度がない限り、債権者にとって債務者による占有リスクを完全にはカバーできないと考える。

不動産であれば土地建物は不動であるが故に、債権回収はその不動産の所在地を占拠すれば奪取できる。不法占拠者等からの奪取が中心となるが、法的執行力が弱い国ではなおさら不動産の占有は重要となる。一方、動産や金融債権の場合は、「持って逃げた者」を、特定して探し回収するコスト（手数料）は計り知れなく大きい。国際的な債権回収サービスの回収業務手数料率は成功報酬体系であり、一般的に、回収した債権価値の20～30%という高い成功報酬手数料率が相場となっている。

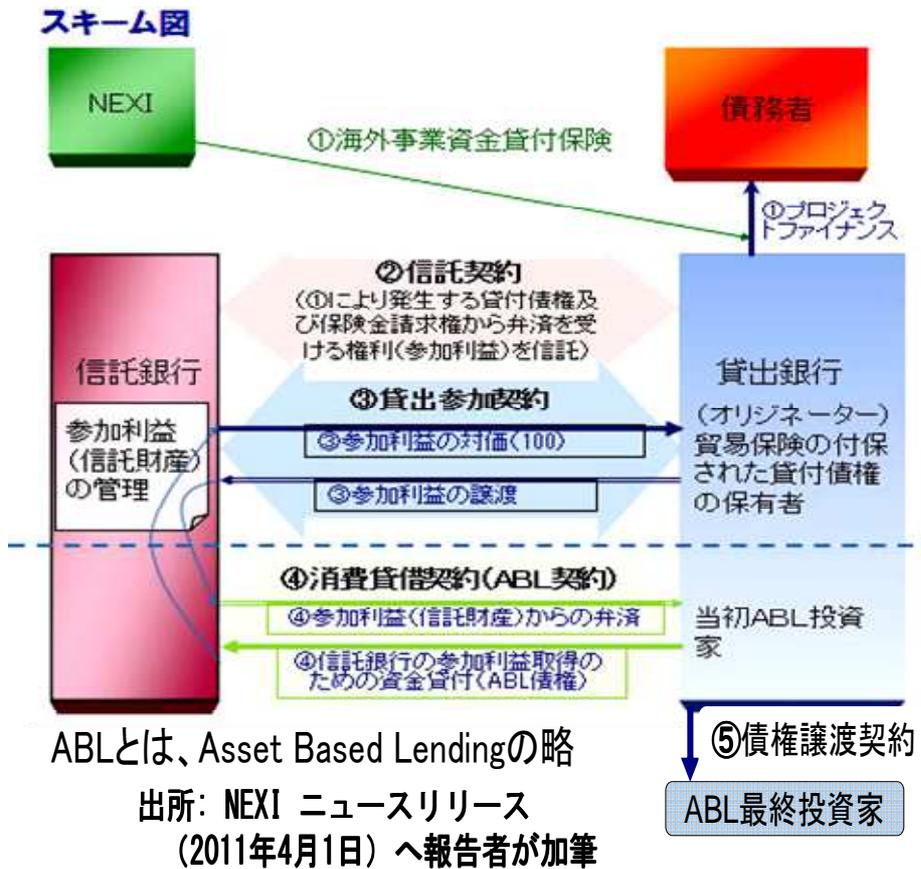
V. 2010年以降に登場した新たな貸付債権流動化スキームについて

1. NEXIにより保険債権譲渡禁止を解除したスキーム

まずこのスキームについて、図表の解説に加えて簡単な補足説明を行う。

- (1) 貸出銀行が海外の事業者（債務者）に対してプロジェクト資産等を担保としたファイナンス（以下、PF）を実行し、本邦の日本貿易保険は、海外事業資金貸付保険を貸出銀行に対して付与する。
- (2) PFの元利収入と保険金請求権から弁済を受ける権利（以下、参加利益）を信託財産とする信託契約をA銀行（委託者）はB信託銀行（受託者）と締結し、財産を移管する。
- (3) A銀行は、(2)の参加利益を担保とする貸出（ABL）を信託銀行内に個別に設定する信託勘定(Trust)対して実行する。ABL契約は、貸出契約の一種(消費貸貸契約)。

図3 貿易保険付海外プロジェクトファイナンスの流動化
(流動化する原債権が1件の場合)



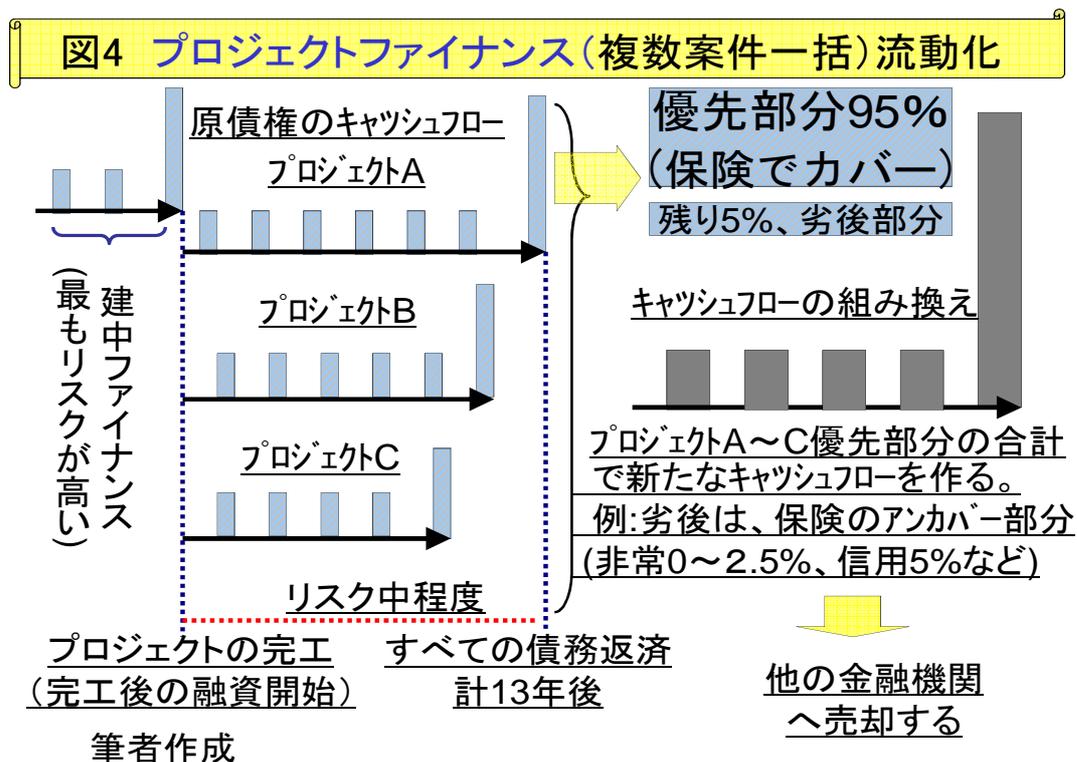
(4) A 銀行は、ABL の当初貸出人であるが、この債権者としての地位を、別の銀行 (ABL の投資家) へ債権譲渡する。結果として、A 銀行の貸出残高は無くなる。貸出余力が生じた A 銀行は、同じ国で実施される全く別のプロジェクトに資金拠出 (貸出) ができる。顧客の資金ニーズにも応えることができる。

2. スキームの画期性

このスキームが画期的である理由は、V. 1. (2)において、保険金請求権は本来譲渡禁止となっている条項を NEXI が解除している点にある。これにより、PF の元利収入と併せた債権を第三者に転売することが可能となっている。

2000 年以降、世界的規模で債権の証券化ビジネスを可能ならしめたのは、原債権に

付随する一切の権利に係る第三者への譲渡禁止特約を解除することであった。但し、本邦では金銭債権や貸付債権に関しては、債権譲渡禁止特約が付いていることが多かった。何故、商慣行として債権譲渡禁止特約が付されたかの理由については先行研究者が論じている。八尾（2002）は、二重譲渡発生防止や二重譲渡が発生した時の手間を論じている。町田（2008）は、「当初は弱い債務者のために作られた譲渡禁止特約が、（途中省略）強い債務者のために主に使われていた」と論じている。筆者の経験から若干補足説明する。官公庁、商社、大手メーカー等の強者が、中小企業（弱者）から購入した部品等代金の支払い義務者（債務者）となり、売掛債権を発生させていた。しかし強者は、自らが支払うべき債務につき、弱者の債権者により当該債権を市場に転売されることを避けたと考える。例えば、見知らぬ者や町金融業者の手に渡り強者の信用力が落ちたり、風評が流れたりすることを潜在的に嫌い、債権を流通させたくなかったものと筆者は記憶している。加えて、原債権自体を保管、保全するコストの発生を回避したい、第三者対抗要件や債務者対抗要件具備手続の煩雑さから解放されたい等の事由から、譲渡禁止特約が付されたと言える。



VI. 2011 年以降に期待される一括買取方式での新たな貸付債権流動化スキーム案

最後に、複数の PF を一括して買取方式の貸付債権流動化のスキームについて説明する。この流動化スキーム案に関しては、知見の一部を私見として示したものであり、構想段階のため未だ実在する案件ではないことを予め述べておく。

1. 前提条件

本件流動化スキームに関しては、以下 3 点を基本的な前提条件とする。(図表 8)

- (1) 非常危険と信用危険をカバーする NEXI の保険が 100%付保され、最優先で債権者に元利返済される部分（以下、優先）は、複数の貸出債権が混在しているにも拘わらず、信用リスク管理の観点では日本リスクに準ずるものと看做す。これは、NEXI が全額日本政府出資の財団法人であることを根拠としている。
- (2) NEXI の保険請求手続開始から実際の保険金受取までは、実務上、半年から 3 年程度の期間を要するが、債権者にとって、この部分の経済的な期間損失は勘案しない。その他、仲介者や弁護士への手数料、税金等の取引コストも勘案しない。
- (3) 返済順位が優先に比べて劣後する貸出部分（以下、劣後）は、商業リスクをカバーする信用危険保険が全く付保されていない。劣後部分に資金を拠出する投資家が必ず存在することを前提に、(1)の優先部分の貸出を組成する。

表5 プロジェクトA~Cを合算した貸出の金利収入計算例

ベトナム社会主義共和国(BB) 2007年時の条件 (カテゴリー:E)	海外事業資金貸付保険付 (非常危険100%、信用危険95%付保)
プロジェクトA 金利L+1.7%	US\$ 50百万 期間13年 資源開発
プロジェクトB 金利L+1.5%	US\$ 40百万 期間10年 港湾開発
プロジェクトC 金利L+1.3%	US\$ 30百万 期間 7年 発電設備

- 参考:ベトナム国債10年債 固定利率6.7% (=Libor+3%)
- 参考:日本国10年間の破綻リスク 1% (=Libor+1%と見做す)
- 当該プロジェクトファイナンス(A、B、C)の合成ABLの金利

加重平均 : Libor+1.5% (約10年)

優先US\$ 114百万 L+1.1% (非常100%、信用100%)
劣後US\$ 6百万 L+9.1% (非常100%、信用加バ-無)

筆者作成 計算の一例 (PJは、仮想)

2. スキームの説明 (表 5)

当スキームのモデルとして、2007年当時のベトナムでの実施を想定して3つの仮想PFを一括して流動化するスキームとする。貸出金利の総加重平均は、期間10年で変動金利 Libor+1.5%程度 (マーケット水準) である。ベトナム国の当時の外部信用格付 (長期) はBBであった。一般的に外部信用格付BBB未満の対象債権は、銀行にとって投資や貸出の対象外であったものを、NEXI 保険の付与により投資適格に引き上げられたスキームを取り扱う。

- (1) プロジェクトファイナンスにおいて、商業リスクが最も高いとされるプロジェクト施設建設期間中の貸出は、貸出債権流動化の対象から除外する。
- (2) 3つプロジェクトA~Cに係るプロジェクト施設完成後のPFのみを特定して一括買収の対象債権とし、PFの元利収入と保険金請求権から弁済を受ける権利 (以下、参加利益) を新規に設定する Trust へ移管する。
- (3) 貸出銀行は、②の参加利益を担保とする貸出 (Asset Based Lending、以下 ABL) をこの Trust に対して実行する。参加利益 (信託財産) は、この ABL の担保となる。

(4) 移管された貸出債権は、信託財産の中で保管されているが、これを当初の貸出契約書上の元利金返済順位に応じて、2分割する（「優先」と「劣後」）。

以上のスキーム構築により、貸出総額（US120 百万ドル）の 95%に相当する優先部分は、ベトナムのカントリーリスクから一旦解放され日本国のリスクに準ずる構造の貸出に姿を変えている。優先部分に資金を拠出する投資家にとっては複雑なプロジェクト・スキームに起因する商業リスクからも解放されている。即ち、プロジェクトファイナンスから Trust に対する単純な貸出形態となっている。商品設定時の優先部分の投資家利回りは、平均10年限の日本国債利回りよりも若干高い利回りとなっている。

3. 本スキームの課題

本スキームの課題としては、VI. 1. において前提条件として掲げた3点が、そもそも前提として成り立つのかどうかという点である。まず、VI. 1. (1)にて、NEXI の貿易保険付債権を日本リスクとほぼ同等と看做して束ねている点である。元来、個々のプロジェクトの商業リスクや貸出契約書が異なる複数の債権を一括して束ねているため、万が一、束ねたプール内にある原貸出契約がデフォルトした場合、実務上のウォーターフォール（優先的に弁済する資金の流れ）に支障が生じないかという点が課題となる。最悪の場合、投資家への元利払い資金が不足しかねないという問題である。これは、VI. 1. (2)とも関連する。原債権がデフォルトした場合、税金や弁護士費用は、弁済の優先順位が一般的に高い。NEXI の保険金請求行為は日本国による無条件保証行為と異なり、保険の査定から支払いまでに相当の時間を要する。厳密には「日本国リスク」とは異なると言える。この期間コストは、一旦は信託財産、または、この商品の設計や販売アレンジを行った銀行等（以下、アレンジ銀行等）が年単位で立替えることになってしまう。未然防止策は、過去にデフォルトした同規模のPFの実ケース、今後起こり得る最悪の経済シナリオのケース等を参考にして、用意周到な資金シ

ミュレーションに基づく商品設計を予め行うことが肝要となる。最後に、VI. 1. (3) である。一括買取りを可能にしている本スキームの要は、劣後部分に投資する投資家の存在である。劣後投資家を見つけなければ、アレンジ銀行等自らが劣後投資家とならざるを得なくなる。また、仮に高いリスクを取る投資家が現れて劣後部分を引き受けたとしても、この劣後投資家自身の格付が低く倒産するリスクが高いと、優先部分を含めたスキーム全体の脆弱性も高まると思料する。

Ⅶ. おわりに

今般筆者は、海外事業資金貸付金の新しい流動化手法について論じた。米国個人住宅ローン問題に端を発した 2008 年のリーマンショック以降は、貸付債権の流動化と証券化手法に対する投資家から見た信用失墜の度合は大きい。既に破綻した米国個人住宅ローン債権の流動化案件では、増山（2011）は、「投資家（譲受人）は、真正譲渡スキームに瑕疵があり債権譲渡契約自体が無効であると主張して、当初の貸出銀行（譲渡人）を訴えて債権の全額買戻し請求を要求している」と論じた。米国 Congressional Oversight Panel (2010) によると、譲渡人が disclose している貸倒引当金は、米国大手商業銀行 4 行¹²⁾だけでも、総額 US99 億ドルにも達している。

しかしながら、筆者が今回題材として取り扱った海外事業資金貸付は、米国住宅ローンと比して以下の 4 点において性質が異なり、投資家にとり安全性は高まっていると考える。(1)海外事業資金貸付の担保は、当該海外プロジェクト資産に加えて、プロジェクトが生み出す全ての収益が加算されている点。(2)貸付額のレバレッジ（担保比の貸付信用倍率）は 1 未満で保守的である点。(3)NEXI 保険の付保により、新興国などプロジェクト所在国のカントリーリスクを軽減させている点。(4)海外事業資金貸付金を裏付け資産として組成した優先部分の貸出は、債券（有価証券）ではなく ABL（消費貸付契約のローン）であるため、銀行や生保等の金融機関が主な購入先である。従っ

て、ヘッジファンド等による市場での空売りの対象になり得ない点が挙げられる。

この分野における今後の研究課題としては、一括買取方式での海外債権流動化を企図する際にアレンジ銀行が抱える商業リスクの分析や、アレンジ銀行と投資家との間に生じるモラル・ハザードの解明などが挙げられる。

海外事業に対する邦銀の貸出余力が一層増加する新たな時代が幕を開けることを期待しつつ、筆者の論文を終了する。

注

- 1) 本稿は筆者の個人的見解であり、勤務先業務とは無関係である。
- 2) 経済産業省統計の海外現地法人四半期調査（2011）によると、海外現地法人売上高合計は、リーマンショック（2008年9月）後に一時的に2008年の2200億ドルから2009年の1200億ドルに減少したが、2011年には、2400億ドルを超えて現在に至る。
- 3) 一例として、本邦の国際協力銀行パンフレット（2011）4ページに、同社が承認した年間の国際プロジェクト案件数推移があり、2003年は29件で、2008年は55件となっている。
- 4) $(76.04 \text{ 兆円}/125.25) / (24.90 \text{ 兆円}/81.49) = 3.056/6.068 = \text{約 } 1/2$ 。
- 5) 本稿では三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行とみずほコーポレート銀行、三井住友銀行を指す。
- 6) 2009年12月に日本政府が閣議決定した成長戦略の基本方針であり、アジア経済大国戦略など6つの戦略からなる。
- 7) 各計数は、2010年のNEXI公表資料「貿易保険への期待/戦略的活用」に記載あり。
- 8) 政策論議として、日本の貿易保険を使っているにも拘わらず、邦銀に比べて相対的に外銀に対してビジネスチャンスを多く与えてしまうことの是非、と筆者は論点を捉える。
- 9) UNCITRALは、United Nations Commission on International Trade Lawの略。
- 10) 財務省主催研究会の一つである「円の国際化推進研究会」（2002年9月12日より2003年1月23日迄、計7回開催）で協議されたスキーム。海外債権の流動化に係る着想は、元々、全国銀行協会が提言した内容。債務者（輸入者）が海外在で、債権者（輸出者）が日本在のケースにつき、国境を越えた流動化が想定されていたもの。
- 11) Convention on the Law Applicable to Contractual Obligations、EEC 契約債務準拠法条約（1980）の第12条のことで、通称「ローマ条約」という。
- 12) 4行とは、Bank of America, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Citigroupを指す。

参考文献（英語）

- Aggarwal, Vinod.K.and S. Urata, *Winning in Asia, Japanese Style: Markets and Nonmarket Strategies for Success*, NY, St. Martin's Press, 2002.
- Congressional Oversight Panel, "November Oversight Report", in *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, US Government. No.110-343, 2010.

参考文献（日本語）

- 伊藤祐子「カントリーリスクの理論的考察」（『武蔵大学論集』武蔵大学経済学会、第47巻2号、2000年）。
- 浦谷規『プロジェクト・ファイナンスの展開と債務保証モデル』オペレーションズリサーチ、1998年9月号、29ページ。
- 北澤安紀「債権流動化と国際私法」（『国際私法年報』国際私法学会、第6号、2004年）、14ページ。
- 増山隆「サブプライム商品投資におけるビジネスコミュニケーションの一考察」（『研究年報』

国際ビジネスコミュニケーション学会、第70号、2011年)、41-50ページ。
町田余理子「債権譲渡禁止特約の是非について」(『社会文化科学研究科紀要』岡山大学大学院
社会文化科学研究科、25巻1号、2002年)、61-76ページ。
八尾晃「UNICITRAL 国際債権譲渡条約について」(『年報』国際商取引学会、第4号、2002年)、
85-97ページ。
山上秀文「金融のグローバル化と国際通貨システム」(『国際経済』60号、日本国際経済学会
2009年)、86-89ページ。
渡辺長雄『カントリーリスク-投融資国をどう評価するか』日本経済新聞社、1980年、49ページ。

[受領日 2011年12月31日 受理日 2012年5月15日]