

資 料

堂下 浩「金融ベンチャーによる米国

サブプライム市場への参入の意義」

(2001 年 消費者金融サービス研究学会年報No.2)

平成17年9月7日

東京情報大学

堂下 浩

金融ベンチャーによる 米国サブプライム市場への参入の意義

堂下 浩
東京情報大学

要旨

米国のサブプライム市場（信用リスクの比較的に高い消費者への融資市場）が真空領域であった90年代前半、新規参入したサブプライム・レンダーにとって残高を増やすことは決して難しくなかった。特別な戦略を練らなくとも競合他社と同じサービスを横並びで展開すれば成長の波に乗ることができた。しかし、参入が相次ぎ競合状況が激化した90年代後半には、生き残るための競争戦略がサブプライム・レンダーに必要となってきた。

当初、サブプライム層を相手にした自動車ローン業者は30%近傍でサービスを提供していたが、競争の激化とともに顧客に提示される金利は下降傾向を辿った。こうした傾向は自動車ローン市場だけでなく、サブプライム層を顧客とした他の市場も同様であった。同時に、競争の激化は加熱した顧客の争奪戦と、それに伴う期限前弁済率の増加を導いた。

特に、証券化を利用して資金調達していた一部のサブプライム・レンダーは競争の激化に伴い、過去に発行した証券化商品の債権内容に内包されていた会計上の問題を露呈させ始めていた。信用力の高いプライム層への貸出債権の場合、デフォルト率や期限前弁済率といった変数は証券化商品を取巻く外的要因の変化に対して比較的安定しているが、サブプライム層への貸出債権は極めて不安定な要因を孕んでいた。証券化の会計処理において最劣後部分の現在価値（適正価値）の計算が最も難しいと言われているが、本来サブプライム・レンダーはデフォルト率や期限前弁済率をプライム層向け融資よりも保守的に見積もるべきであった。しかし、新規参入した多くのサブプライム・レンダーは当時の経営環境が将来も継続するという前提に立脚していた。

98年の夏に起きたロシア危機を発端とする債券市場の混乱により、投資家はリスクの高い債券市場から引き上げ、サブプライム・レンダーの発行する証券化商品への投資は一斉に見送られた。その結果、証券化を用いて融資を行ってきたサブプライム・レンダーの収益性は急速に悪化しだした。

証券化のスキームは競争が激しくなる過程で十分なリスク管理能力を持たない業者の淘汰を促す引き金ともなったが、サブプライム・レンダーの新規参入を促す要因であった点は意義深い。確かにリスク管理を怠ったサブプライム・レンダーは市場から淘汰されたが、徹底した差別化や効率化の追求を実現した一部の企業は今日でも伝統的な金融機関と互角に戦っている点に注目すべきであろう。

I. 90年代前半における米国金融サービス産業の凋落と復活

1. サブプライム市場の発生

サブプライム市場とは信用力の比較的低い消費者層及び中小企業（サブプライム層）への融資市場であり、90年代に入り米国で急速に発展した市場である。こうしたサブプライムという比較的风险の高い顧客に融資する金融機関はサブプライム・レンダーと呼ばれ、伝統的な金融機関とは異なった融資戦略を90年代前半に採用

し急成長した。その多くは90年代に創業した金融ベンチャーであった。

銀行を中心に伝統的な金融機関が収益性を悪化させ、資産のリストラクチャリングを推し進めていた90年代の初頭、米国の金融機関は「平均世帯収入の下位50%に含まれる階層」をサブプライム消費者と定義していた。すなわち、学生及び移民の取扱いや返済履歴によりプライム層から除外される消費者の取扱い等には注意を要するが、米国における総世帯数である1億世帯のうち、この半分の5千万世帯がサブプライム層に分類されることになる。また、企業向け融資市

場において、急成長戦略を採用するベンチャー企業を除いた伝統的な中小企業はサブプライム層の企業として位置づけられていた。

それではなぜ90年代の初頭に巨大なサブプライム市場が誕生したのだろうか？これを解く鍵として米国における金融システムの信用収縮が挙げられる。90年代初頭、不良資産の重圧に苦しんでいた商業銀行や信用組合等の伝統的な金融機関が貸倒れリスクを極度に恐れて、リスクの高い消費者や企業向けの融資業務から撤退した経緯がある。比較的リスクの高い消費者や中小企業に融資を行ってきた地場の小規模な銀行も一部は淘汰の荒波により大手により吸収され消滅していった。その結果、90年代前半においてサブプライムというレッテルを貼られた消費者や中小企業は伝統的な金融機関から融資を受けられない状況に陥り、サブプライム市場と言う巨大な“真空領域”が米国の金融市場に発生した。

Ⅱ. 消費者向けサブプライム業者の成長

(1) サブプライム消費者向け市場の広がり

サブプライム層とレッテルを貼られた消費者は90年代の初頭には貸渋りの対象となった。しかし、93年頃から伝統的な金融機関が撤退し巨大化したサブプライム市場に新興金融機関が参入し、サブプライム消費者の貸渋りも改善していった。その多くはサブプライム層に特化した金融機関として成長していった。そして、成長の機会を上手く捉えることのできた一部の企業はNasdaq市場に新規公開(IPO)を果たした。90～97年において少なくとも30社のサブプライム業者がNASDAQ市場に株式公開した。特に、株式公開のピークとなるのが96年である。

IPOを果たしたサブプライム業者30社を業態に応じて分類すると表1のようになる。自動車ローン専業が最も多く19社となる。不動産ローン専業が7社、自動車ローン及び不動産ローン兼業が2社、クレジット・カード発行が1社、そして、特定少数民族への融資に特化した業者が1社となる。自動車ローンを扱う業者は兼業を含めると21社となるが、その対象となる商品は大半が中古車である。

90年代前半において、サブプライム層向けに自動車ローンを取り扱う業者が数多く生まれてきた背景として、その巨大な市場規模が挙げられる。自動車ローン市場は消費者信用市場の中

でカードローンに次ぐ規模である(95年末で3,500億ドル)。このうちサブプライム層向けの自動車ローンの残高は600億ドルと言われている。当時、車を購入しようとする人の約40%が商業銀行や信用組合から自動車ローンを受けられないと言われていた。この40%の消費者の大半がサブプライム層に分類される顧客である。伝統的な金融機関は従来、サブプライム層向け自動車ローン市場において継続的にサービスを提供することは希であった。例えば、自動車会社のファイナンス子会社は自動車ローンを単なるマーケティング・ツールとして位置づけ、自動車の販売目標を達成したら撤退するのが一般的であった。また、その他の金融機関の場合も参入対象が地域的に限られていた。こうした傾向は90年代に入り強まってきた。その結果、中古車ディーラーを積極的に開拓して成長するサブプライム層向け自動車ローン業者が数多く生まれた。

業態の内容	企業数
自動車ローン専業	19 社
不動産ローン専業	7 社
自動車と不動産ローンの兼業	2 社
クレジット・カードの発行	1 社
特定少数民族向けローン	1 社
合 計	30 社

資料：筆者調査

表1 IPOを果たした消費者向けサブプライム業者の業態の分類

(2) 消費者向けサブプライム融資業者による競争激化と淘汰

これほどまでも多くのサブプライム消費者層向けの新興金融機関が生まれた理由として、1)銀行や大手ファイナンス・カンパニーによる競争が少なくなった、2)顧客に提示する金利が高いためリスク管理を多少なりとも洗練化させれば高い収益率が期待できる(自動車やモーゲージローンの場合、担保設定することによりリスクが低いと安易に考えた融資業者が多かった)、3)経済が拡大基調に入り失業率も徐々に改善方向にあった(サブプライム層と区分された顧客のクレジット・リスクが低下する兆候が見られた)、4)債権の証券化が普及したことにより新規参入が容易になってきた、といった4点が挙げられる。特に4)の「債券の証券化」は多くのサブプライム業者がIPOする上でのテコとして利用され

社名	業務概要	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	備考
<対消費者サブプライム業者>								
94年公開 First Merchants Acceptance Corp.	サブプライム層向け中古自動車ローンを提供。	6.70	10.52	N/A	N/A	N/A	N/A	登録廃止
95年公開 General Acceptance Corp.	サブプライム層向け自動車ローンを提供。自動車保険やクレジットも提供。	2.68	-9.08	N/A	N/A	N/A	N/A	NASDAQ市場より廃止
95年公開 MS Financial, Inc.	サブプライム層向け自動車ローンの提供。	6.50	-22.01	N/A	N/A	N/A	N/A	97年8月、Search Finl. Svcs.社に買収されるが、Search社は98年6月にNASDAQ市場より廃止
95年公開 Western Fidelity Funding, Inc.	サブプライム層向け自動車ローンの提供。	0.63	-9.99	N/A	N/A	N/A	N/A	97年7月、倒産
96年公開 First Enterprise Financial Group Inc.	アラバマ、フロリダ、ジョージア州など米国内部地域のサブプライム層向けに中古車ローンを提供。	2.37	3.08	N/A	N/A	N/A	N/A	98年3月、倒産
96年公開 ACC Counselor Finance Corp.	サブプライム層を対象に自動車ローンを提供。ローンの60%以上がカリフォルニアやフロリダ、ペンシルバニアとテキサス州に集中。	3.47	5.10	N/A	N/A	N/A	N/A	97年10月に大手/パワに買収される
96年公開 Emergent Group Inc.	サブプライム層向けモーゲージローンや中古車ローンの提供。	0.66	10.10	N/A	N/A	N/A	N/A	登録廃止
94年公開 Eagle Finance Corp.	サブプライム層向け自動車ローンに特化。	0.33	-5.35	-12.70	N/A	N/A	N/A	98年5月、NASDAQ市場から登録廃止
95年公開 Cityscape Financial Corp.	サブプライム層向けにホームエクイティローンを提供。	11.57	50.68	-414.35	N/A	N/A	N/A	98年5月、NASDAQ市場から登録廃止
95年公開 Aegis Consumer Funding Group, Inc.	サブプライム層向け自動車ローンのオリジネーションに特化。	1.27	9.29	-44.50	N/A	N/A	N/A	登録廃止
96年公開 FirstPlus Financial Group, Inc.	サブプライム層向けホームエクイティローンなどを提供。97年12月に不正な会計処理が発覚した。	5.84	34.21	139.17	N/A	N/A	N/A	その後、上場廃止（決算期は9月）
96年公開 Southern Pacific Funding Corp.	サブプライム層向けに住宅ローンを提供。	7.37	27.63	53.78	N/A	N/A	N/A	NYSE市場より廃止され、買収先が名乗り
95年公開 Jayhawk Acceptance Corp.	サブプライム層向け自動車ローンの提供。	4.90	-49.74	-41.00	-3.96	N/A	N/A	98年11月、NASDAQ市場より廃止
97年公開 National Auto Finance Company Inc.	ノンプライム層向け自動車ローンを取り扱う。ディーラーの週末セールでノンプライム層向けディスクを開設、クレジットクリニックを提供。	2.22	2.80	-18.44	-33.58	N/A	N/A	99年3月、NASDAQ市場から登録廃止
96年公開 IMC Mortgage Co.	サブプライム層向けに住宅の先取特権を担保にしたホームエクイティローンを提供。	4.03	17.93	47.93	-100.47	N/A	N/A	99年4月、NASDAQ市場から登録廃止
96年公開 Autobond Acceptance Corp.	サブプライム層向け自動車ローンを提供。	0.87	3.59	1.61	-7.14	N/A	N/A	99年10月、AMEX市場から上場廃止
97年公開 Long Beach Financial Corp.	サブプライム層向け住宅ローンのオリジネーション、購入販売を取り扱う。	5.79	9.39	24.64	30.02	N/A	N/A	99年10月、吸収され登録廃止
96年公開 Contifinancial Corp.	サブプライム層向けホームエクイティローン及び自動車ローンの提供。他のローンオリジネーターに対して証券化のサービスも展開。	74.13 (96/3)	106.00 (97/3)	134.30 (98/3)	-426.11 (99/3)	N/A	N/A	2000年1月、NYSE市場より上場廃止 2000年5月、倒産
96年公開 Central Financial Acceptance Corp.	ロサンゼルス、サンフランシスコでの低所得のヒスパニックに対する消費者金融。	3.12	5.88	4.39	4.40	2.64	N/A	99年6月、NASDAQ市場から登録廃止
96年公開 Delta Financial Corp.	サブプライム層向けホームエクイティローンを提供。	4.59	27.19	30.41	11.33	4.68	N/A	2001年5月、NYSE市場より上場廃止
93年公開 TFC Enterprises	志願兵などのサブプライム層向け自動車ローンの提供。	-6.46	-7.60	0.71	4.03	6.49	4.09	登録廃止の懸念あり
95年公開 First Investors Financial Services	サブプライム層向け自動車ローンの提供。	2.46 (96/4)	2.14 (97/4)	1.22 (98/4)	2.00 (99/4)	2.96 (2000/4)	0.5 (2001/4)	登録廃止の懸念あり
95年公開 Union Acceptance Corp.	サブプライム層向け自動車ローンの提供。	21.14 (96/6)	5.88 (97/6)	-9.82 (98/6)	14.32 (99/6)	17.00 (2000/6)	4.20 (2001/6)	登録廃止の懸念あり
96年公開 Ugly Duckling Corp.	「醜いアヒルの子」という名の会社。サブプライム層向けに中古車ローンを提供。	-3.97	5.87	9.44	-5.70	9.26	9.06	登録廃止の懸念あり
96年公開 Onyx Acceptance Corp.	西部での自動車ローン。	-3.19	7.67	1.30	6.07	9.79	5.84	登録廃止の懸念あり
92年公開 Credit Acceptance	国内外の6,100以上のカーディーラーと提携しサブプライム層向け自動車ローン。リスク評価などのサービスも提供。	29.57	41.51	1.54	24.97	-10.69	23.65	〈勝ち組〉
95年公開 WFS Financial, Inc.	サブプライム層向け自動車ローンを提供。	30.17	38.64	31.31	-16.57	49.34	66.37	〈勝ち組〉
96年公開 Metris	大衆通販の顧客(主にサブプライム層)向けにクレジット・カードを発行。通販会社のFingerhutの傘下。	4.58	20.02	38.06	57.35	64.56	195.15	〈勝ち組〉
96年公開 Ocwen Financial Corp.	単身者であるサブプライム層への住宅ローンの提供など。	25.50	50.10	78.93	-1.20	19.83	2.19	〈勝ち組〉
97年公開 New Century Financial Corp.	サブプライム層向け(特に独身者向け)住宅ローンを提供。		1.34	17.74	31.11	39.51	-23.02	〈勝ち組〉

注1:直近において安定した株価(\$5近傍以上)を維持する会社を「勝ち組」として括る。

注2:「負け組」に区分された企業又は合併により消滅した企業の備考欄のセルに網掛けし、その理由を記載した。

注3:上記の企業はNasdaq市場にIPOした企業に限定される。ただし、途中からNYSE及びAMEX市場へ移籍した企業も含める。

注4:独立系のノンバンクに限定する(ただし、親会社が事業会社の場合これを含める)。

注5:損益の単位は100万ドルである。

注6:「業務概要」はIPOした時点の業務を記載した。直近の業務と若干異なる可能性がある。

表2 IPOを果たした消費者向け新興貸金業者の業務内容と損益状況(単位:100万ドル)

た一方で、一部業者の杜撰な会計報告により業界の衰退を早めた原因となった。

ところで、金利が20～30%前後というサブプライム向けの融資は顧客に提示する金利だけで判断すると収益性の高いビジネスとの印象を受ける。しかし、実際は決して開拓の容易な市場ではない。洗練された与信審査と回収がサブプライム業者の生命線であり、一見高そうな金利も競争を勝ち抜く上での合理的な根拠に基づいていなければならない。すなわち、プライム層に比べ高い金利は、銀行以上に充実した債権管理や回収といったインフラのためのコストを含んでいる。しかしながら、90年代初頭に“真空領域”となったサブプライム市場に特別なノウハウを持たない業者が一気に参入し、その多くが価格競争（金利低下競争）に巻き込まれてしまい収益性を悪化させた。さらに、90年代後半には収益性を改善させた商業銀行が一部のサブプライム市場に再参入し競争に拍車をかけた。銀行はクレジット・リスクの相対的に低いサブプライム層に対して、相対的に低い金利を提示することにより優良顧客のチェリー・ピッキングを行った。結果として、90年代の前半に生まれた新興サブプライム業者は一気に淘汰の時代へ突入することとなった。

表2は表1で示されたNASDAQに株式公開したサブプライム層向け金融機関の“その後”をまとめたものである。株式公開を果たした消費者向けサブプライム・レンダー30社のうち今日でもNASDAQやニューヨーク証券取引所（NYSE）といった株式市場で売買されている銘柄は10社である。このうち株価が低位にあり流動性が懸念される（登録廃止の懸念がある）銘柄は5社にのぼり、「勝ち組」として分類できる銘柄は残りの僅か5社である。また、株式市場から消滅した20社（＝30社－10社）は、競合他社による買収が3社、倒産が3社、登録（上場）廃止が14社という末路を辿っている。これは多産多死のNASDAQにおいても高い失敗率である。仮に倒産と登録廃止を「負け組」として定義すると、サブプライム消費者層向け金融機関が「負け組」に陥る確率は約57%となり、NASDAQにおける「負け組」の平均値と言われる30%を大きく上回る。特に自動車ローンの分野での失敗確率が高い点が注目される。

Ⅲ．事業者向けサブプライム業者の成長

融資市場への新規参入は事業者向けの市場で

も起こり、消費者向けサブプライム市場と同様にサービスの進展と金利の低下が事業者金融市場においても進んでいった。この時期に新規参入した事業者金融業者の特徴として、得意とする業界に融資先を特化している点が挙げられる。表3には92年～97年にかけてIPOを果たした事業者金融業者13社を特化した業界ごとに分類した。

業態の内容	企業数
ヘルスケア関連業界に特化	3社
ヘルスケア関連業界及び他の業界に特化	1社
運輸関連業界に特化	2社
その他ニッチ業界に特化	4社
特定の業界に特化していない	3社
合 計	13社

資料：筆者調査

表3 IPOを果たした事業者向けサブプライム業者の業態の分類

ただし、特化する業界もいわゆるニッチ市場であり、伝統的な金融機関が苦手とする分野に偏る傾向が見られる（詳細は表4を参照）。企業の格付けシステムが定着している米国において、格付けに応じて貸出し金利は変わってくる。しかしながら、リスクの高い業種や商慣習の複雑な業種では、伝統的な金融機関は格付けが高くとも高い金利レートを企業に要求することがある。このため、新規参入した金融機関は伝統的な金融機関との競合を極力避けたことにより、特定の業界に特化しながらノウハウを蓄積し、ブランド力を高めていった。

特に、伝統的な金融機関が苦手とする業界がヘルスケア関連の業界である。ヘルスケア業界は政府による影響力が強く高い政治リスクを有するだけでなく、一般に商慣習も複雑なため、金融機関はヘルスケア関連企業には高い金利を設定する傾向がある¹。つまり、伝統的な金融機関にとってヘルスケア関連企業は融資の対象として扱い難い顧客であった。こうした傾向は90年代前半の米国で起きた金融収縮の局面で一層顕著となった。すなわち、信用リスクに敏感になった伝統的な金融機関はヘルスケア関連の中小企業向けの融資を縮小させた。その一方で、サブプライム消費者向けの融資市場と同様に、ヘルスケア業界の特殊な商慣習を熟知した上で、敢えてヘルスケア関連企業向けの貸金業に参入する新興金融機関が90年代前半に多数現われた。

表3に示されるように92年～97年にかけて、少なくともヘルスケア関連企業向けの事業者金

融業者4社がNASDAQにIPOを果たした。この業界に新規参入が活発化したことにより、中小ヘルスケア関連企業は相対的に低い金利と速やかな審査期間で、新興金融機関から融資を受けられるようになった。特に、保険会社からの資金の回収と従業員の給与支払いに長い期間のズレを有する家庭介護サービス業では、売上拡大に対応するために常に慢性的な資金の逼迫に見舞われた。そこで、こうした資金需要に目をつけた新興金融機関がヘルスケア業界の特殊な商慣習を習得しながら、利便性の高いサービスと金利体系を開発し、事業会社に融資を行い始めた。

ところで、NASDAQにIPOを果たしたヘルスケア関連企業向けの事業者金融業者4社は、90年代後半に入り苦境に立たされた。すなわち、ヘルスケア市場の拡大に伴い伝統的な金融機関は中小ヘルスケア関連企業向け融資を積極化させ、IPOを果たした新興金融機関と競合する局面が増えてきた。現在、この4社のうち2社は大手により買収され、残る2社も苦戦を強いられている。

同様の傾向は他の業界に特化したケースでも見られる。表4は表3で記されたNASDAQに株

式公開した事業者向けサブプライム・レンダーの“その後”である。株式公開を果たした事業者向けサブプライム・レンダー13社のうち今日でもNASDAQやニューヨーク証券取引所（NYSE）といった株式市場で売買されている銘柄は5社である。このうち株価が低位にあり流動性が懸念される（登録廃止の懸念がある）銘柄は2社であり、「勝ち組」として分類できる銘柄は残りの3社である。また、株式市場から消滅した8社（＝13社－5社）は、競合他社による買収が4社、倒産が1社、登録（上場）廃止が3社となる。「負け組」に陥る確率は約31%となる。

消費者向けのサブプライム・レンダーに比べ、買収されるケースの割合が高い。これは銀行を中心とする伝統的な金融機関は体力を取り戻すと同時に、比較的风险の高い事業者への融資市場に先ず触手を伸ばし始めた所作かもしれない（事業者金融は消費者金融以上に審査ノウハウを必要とするため、買収は参入の上で有効な手段であった）。また、事業者向けサブプライム市場は消費者向けサブプライム市場と比較して過当競争に陥っていなかったため、債権の質を一定以上の水準に保つことができた。つまり、

社名	業務概要	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	備考
<事業者金融業者>								
97年公開 General Credit Corporation	小切手等のキャッシング。	0.29	0.47	N/A	N/A	N/A	N/A	98年9月、NASDAQ市場より廃止
96年公開 Capital Factors Holding Inc.	アパレル産業向けファクタリング。	8.69	11.12	11.66	N/A	N/A	N/A	98年12月、買収される
* 95年公開 Rockford Industries, Inc.	高価でない医療器具の購入資金の融資。	2.09	2.32	2.12	N/A	N/A	N/A	99年2月、AMEXに買収される
97年公開 Franchise Mortgage Acceptance	レストラン、ゴルフ練習場、ガソリンスタンドなど小規模業者向け融資。	-2.60	5.45	20.72	8.79	N/A	N/A	99年11月、買収される
* 96年公開 Healthcare Financial Partners Inc.	売掛債権の買い取りによるヘルスケアビジネス向けファイナンスの提供。	0.19	0.53	8.00	19.81	N/A	N/A	99年7月に大手に買収される
* 97年公開 T&W Financial Corporation	ファーストフード、雑貨店、病院など中小業者向け機器のファイナンス。	3.50	5.83	6.88	16.79	N/A	N/A	2000年10月、倒産
* 97年公開 Linc Capital Inc.	医療機関向けオフィスのリース、データプロセッシング、医療機器のリース。	0.93	2.24	2.06	4.59	-21.53	N/A	2000年8月、NASDAQ市場より廃止
94年公開 PDS Financial Corp	カジノ向け機器購入のための融資。	-4.60	0.31	0.94	0.36	-0.73	N/A	登録廃止
97年公開 International Aircraft Investors	中古ジェット機とエンジンの買取、販売、リース。	0.87	1.04	0.67	3.39	3.58	0.10	登録廃止の懸念あり
94年公開 KBK Capital Corp.	中小企業向け売掛債権の買取。	1.85	1.55	2.06	2.39	0.15	1.24	登録廃止の懸念あり
92年公開 Financial Federal	建設業者向けファイナンス。	7.21 (95/7)	9.61 (96/7)	12.91 (97/7)	17.03 (98/7)	22.60 (99/7)	26.72 (2000/7)	(勝ち組)
96年公開 Medallion Financial Corp.	ニューヨークでの個人タクシー業者向け融資。		3.72	12.53	15.68	20.73	7.54	(勝ち組)
97年公開 American Capital Strategies	中小企業向け融資。ただし、当社は投資会社としての色彩が強い。	0.16	0.21	5.88	16.92	97.20	-4.37	(勝ち組)

注1:直近において安定した株価(\$5近傍以上)を維持する会社を「勝ち組」として括る。

注2:「負け組」に区分された企業又は合併により消滅した企業の備考欄のセルに網掛けし、その理由を記載した。

注3:上記の企業はNasdaq市場にIPOした企業に限定される。ただし、途中からNYSE及びAMEX市場へ移籍した企業も含める。

注4:独立系のノンバンクに限定する（ただし、親会社が事業会社の場合これを含める）。

注5:損益の単位は100万ドルである。

注6:ヘルスケア関連企業向け貸金業者には表中「*」を付けた。

注7:「業務概要」はIPOした時点の業務を記載した。直近の業務と若干異なる可能性がある。

表3 IPOを果たした事業者向け新興貸金業者の業務内容と損益状況（単位：100万ドル）

事業者向けサブプライム・レンダーの保有する債権が消費者向けサブプライム・レンダーに比べ良質であったため、債権の流動性が高く、その売却先を容易に見つけることができた。何れにしても90年代の後半から伝統的な金融機関は先行する新興サブプライム・レンダーの債権を積極的に買収し始めた。

IV. サブプライム業者の淘汰と衰退

サブプライム・レンダーが市場から淘汰されるパターンには共通性が見られる。ここでは、「負け組」の典型的な事例である消費者向けサブプライム・レンダーであるIMC Mortgage社の戦略を考察し、収益性を悪化させた要因について検討する。

(1) 「負け組」の事例研究

IMC Mortgage Co.

創業：1993年／公開：1996年

	95/12	96/12	97/12	98/12
売上高	\$19.67	\$65.65	\$224.48	\$154.99
損益	\$4.03	\$17.93	\$47.93	\$100.47

* 99年4月、Nasdaq市場から上場廃止

表5 当社の売上高と損益の推移（単位:百万）

当社はサブプライム層向けに住宅の先取特権を担保にしたホーム・エクイティ・ローンを提供している。対象は独身者世帯向け商品から4人家族向け商品と多岐に渡っている。当社は積極的な拡大路線を採用し、ローン・ブローカーとのネットワーク拡張、商品ラインナップの充実（例えばトレーラー・ハウスへの融資）などを図った。

しかし、サブプライム層をターゲットとする同業他社の数が増え競争条件が厳しくなる中、当社は充分な差別化を図れず98年には、収益性を悪化させた（表5）。特に、ローン・ブローカーへ過度に依存したことは当社が提示する金利面での差別化を難しくした。つまり、ブローカーに還元する金利分を上乗せする必要があるため、低い金利への選好性の強まった消費者に魅力的な金利を提示することに限界を生じた。結局、当社は99年4月にNasdaq市場から上場廃止となった。

また、当社は証券化の枠組みを活用して融資を行ってきたが、証券化に際して少なくとも2つ

のミス犯了した。そして、これらのミスが当社の経営状況の悪化に拍車をかける結果となった。

(2) IMC Mortgage社が犯した証券化におけるミス

IMC Mortgage社は自社の持つ債券の証券化に際して少なくとも2つの点でリスク管理を怠った。

1) 欠落したリスク管理1：ゲイン・オン・セール・アカウンティング（Gain on Sale Accounting）を採用した

当社が証券化に際して犯した最大のミスがゲイン・オン・セール・アカウンティングという会計手法を用いた点にある。これは当社を含めてサブプライム・レンダーの多くが積極的に利用した会計手法である。証券化の会計処理のうち最も難しい作業として最劣後部分の現在価値（適正価値）を計算する手続きがある。ゲイン・オン・セール・アカウンティングとは劣後部分の権利保有者（通常はオリジネーター）が得られる配当を現在価値で割り引いて、証券化に際してその価格を売却益として事前に計上する手法である。しかしながら、市場における競争激化により劣後部分からの配当を予測通りの金額で受け取ることが難しくなり、逆に売却損を計上する必要に迫られ収益を悪化させた。（ゲイン・オン・セール・アカウンティングに関しては次章にて説明する）

2) 欠落したリスク管理2：証券化に相応しくない債権にも拘わらず証券化を実行した

証券化に相応しい債権として「ポートフォリオ全体のモニタリングコストがポートフォリオを構成する1個の債権に必要なモニタリングコストに近い」という点が挙げられる。モニタリングコストの大きさは内包されるリスク要因の数によって決定される。債券に類似性が全く見られない場合、モニタリングコストは構成銘柄数（ここではポートフォリオを構成する債券の数）と正比例の関係で増大する。一方、証券化される債権に均一性が完全に保たれるならば、1個の債権に要するモニタリングコストも、100個の債権を束ねたポートフォリオのコストも同一となる。当社の扱う債権は様々な特性（独身者世帯の住む不動産から4人家族向けの不動産、果てはトレーラー・ハウスも含まれた）をもっていたため、均一性は乏しくポートフォリオ構築によ

り得られるモニタリングコストの軽減効果は限定的であった（束ねられたことによりポートフォリオ全体のモニタリングコストは増大していた）²。

債券市場が堅調な局面において投資家は債権内容にあまり気を払わないが、軟調な局面では構成債権の内容にバラツキのある商品（すなわちモニタリングコストの高い商品）を敬遠する。98年夏のロシア危機を発端に債券市場が混乱した際（いわゆる「質への逃避」）、投資家はIMC Mortgage社のような発行体が発行する証券化商品に対して高い流動性プレミアムを乗せ（つまり価格は下落し）、こうした発行体は資金調達コストを増大させ収益性を一気に悪化させた。

(3) サブプライム市場における競争要因の変化

米国のサブプライム市場（信用リスクの比較的に高い消費者への融資市場）が真空領域であった90年代前半、新規参入したサブプライム・レンダーにとって残高を増やすことは決して難しくなかった。特別な戦略を練らなくとも競合他社と同じサービスを横並びで展開すれば成長の波に乗ることができた。しかし、IMC Mortgage社の事例が示すように、参入が相次ぎ競合状況が激化した90年代後半には、生き残るための競争戦略がサブプライム・レンダーに必要となってきた。米国金融市場が復活し伝統的な金融機関が力を盛り返すとともに、90年代前半に通用したビジネスモデルが通用しなくなった。特に、サブプライム・レンダーが積極的に採用した債権の証券化（資産のオフバランス戦略）は逆に収益性を圧迫させる結果となった。

V. 証券化は「魔法の杖」か？

(1) 一見すると魅力的な金利スプレッド

当初、サブプライム市場で顧客に提示される金利は非常に魅力的に見えた。サブプライム・レンダーが提示する金利水準を自動車への融資市場を例にとってみると、90年代前半において優良顧客は自動車メーカーから最低で1.9%、銀行から約8%で借りることができた。一方、サブプライム層を相手にした自動車ローン業者は約25～30%の金利を要求した。当時、カードによるリボの金利は15～20%であったことから、自動車を担保にとった上で25～30%という金利は極めて魅力的な金利スプレッドであった。与信枠も

せいぜい5,000ドル程度のため、リスクも一見すると低いように見えた。伝統的な金融機関が不在で競合の少なかったサブプライム層向けの市場に参入が相次いだ理由はここにある。

しかし、魅力的な金利スプレッドの時代は長続きしなかった。当初、サブプライム層を相手にした自動車ローン業者は30%近傍でサービスを提供していたが、競争の激化とともに顧客に提示される金利は下降傾向を辿った。こうした傾向は自動車ローン市場だけでなく、サブプライム層を顧客とした他の市場も同様であった。こうした中、証券化を利用して資金調達していた一部のサブプライム・レンダーは競争の激化に伴い、過去に発行した証券化商品の債権内容に内包されていた会計上の問題を露呈させ始めた。

(2) 証券化の難しさ

先述したようにローン債権の証券化・流動化の普及はサブプライム・レンダーによる資金調達を助け事業の早期立上げに貢献した。個々の貸出債権の金額が小口でサンプルの均一性が高いため、消費者への貸出債権は証券化に適した金融商品と言われてきた。しかしながら、サブプライム層に対する貸出債権は不安定な要素で構成されるため、現実には証券化の極めて難しい貸出債権であった。

証券化の会計処理において最劣後部分の現在価値（適正価値）の計算が最も難しいと言われている。最劣後部分の現在価値はI/Oストリップ（Interest Only Strip）と呼ばれる最劣後受益証券の配当受取の権利価格であり、これは最劣後部分を保有するオリジネーター（通常はサブプライム・レンダー）への配当を保有期間に渡って割り引いて計算される。証券化を行った後、事前に予測したデフォルト率と期限前弁済率で推移すれば、オリジネーターは予定通りの配当額（I/Oストリップ）を受け取ることができる。しかし、予測以上の損失が発生した場合、オリジネーターからの拠出資金で構成される最劣後部分はその損失を穴埋めするために使用され、I/Oストリップによる配当額は減少する。

例として、あるサブプライム・レンダーが担保金利年率24%のローン債権を証券化したとする。その際、投資家に支払われるクーポン・レートが12%、サービシング・フィーが3%、過去のデフォルト率や期限前弁済率から予測される償却率が6%と算定されたとする。I/Oストリップはこれらを支払った上で最後に残る金利に相当する

ことから、この場合のI/Oストリップは3%となる。

ところで、投資家が受け取るクーポン・レート、オリジネーターが受け取るサービシング・フィーやI/Oストリップなどは毎月特定の日に配当される。ここでは上記の例を単純化するために年利を単純に月数の12で割って月利とする。したがって、年率24%の担保金利は月換算で200bp³となる。そして、クーポン・レートは月換算で100bp、サービシング・フィーは月換算で25bp、事前に想定される償却率は月換算で50bpとなる。そして、I/Oストリップは月換算で25bpとなる。

担保金利	=	24%(200bp)
- クーポン・レート	=	12%(100bp)
- サービシング・フィー	=	3% (25bp)
- 事前に想定される償却率	=	6% (50bp)
I/Oストリップ (超過スプレッド)	=	3% (25bp)

* () 内は月換算レート

もし予想通りの償却率で推移するならば、オリジネーターは毎月一定のI/Oストリップを受け取ることができる（ここでは25bp相当の配当を毎月受け取れる）。しかしながら、経営環境の変化により償却率が上昇した場合、最終的に残るI/Oストリップは減少する。例えば、償却率が当初の見込みであった6%（月換算で50bp）から9%（月換算で75bp）に上昇した場合、I/Oストリップはゼロとなる。不幸にも90年代後半になると、このようにI/Oストリップが事前予想を下回る事態がサブプライム業界を襲った。

(3) 証券化商品の会計上の罣

96年以降、サブプライム市場における競合状況は急速に厳しさを増した。最大の理由が遅れて参入してきた伝統的金融機関による巻き返しであった。特に収益力をつけた商業銀行による参入の影響は大きかった。不良資産を一掃した商業銀行にとってサブプライム市場で提示される金利スプレッドは魅力的であった。その結果、優良な顧客の奪い合いが続く過程で、債務者は金利面で有利な金融機関へ残高を移動させ、期限前弁済の額はサブプライム・レンダーの予想を大きく上回った。期限前弁済の増加は劣後債権者（通常はオリジネーター）の損失負担を増大させ、オリジネーターは当初予測していた額よりも少ない配当額しか受け取ることができな

った。すなわち、上記の例を使って説明すれば、期限前弁済の増加に伴い償却率が上昇したことにより（当初予測していた50bpを上回ったことにより）、毎月得られるI/Oストリップは当初見込んでいた25bpを下回ることになる。

信用力の高いプライム層への貸出債権の場合、デフォルト率や期限前弁済率といった変数は証券化商品を取巻く外的要因の変化に対して比較的安定しているが、サブプライム層への貸出債権は極めて不安定な要因を孕んでいた。本来、サブプライム・レンダーはデフォルト率や期限前弁済率をプライム層向け融資よりも保守的に見積もるべきである。しかし、新規参入した多くのサブプライム・レンダーは当時の経営環境が将来も継続するという楽観的な前提に立脚していた。すなわち、資金調達力のある商業銀行を中心とする伝統的な金融機関がサブプライム市場に参入しないという都合の良い仮説に基づいていた。

(4) ゲイン・オン・セール・アカウントティングとその功罪

I/Oストリップの現在価値を証券化による売却益（損）として計上する方法にはCash-InとCash-Outという2つがある。通常、最劣後受益証券の配当がオリジネーターに支払われる時期と、証券化したポートフォリオ中に含まれる債権のデフォルトや期限前弁済の総額が確定する時期にはタイムラグが存在する。モーゲージ債の場合、実際に配当（I/Oストリップ）を支払った月のデフォルト額や期限前弁済の額が確定するのは12～20ヵ月後であると言われる。

ここで、I/Oストリップの計上方法として2通りの方法が存在することになる。すなわち、I/Oストリップの計上をデフォルト額や期限前弁済額が確定した段階で計上する方法（Cash-Out）と、想定された貸倒償却率に変化がないと仮定してI/Oストリップを事前に一括計上する方法（Cash-In）である。当然、前者の方法がより厳格な会計処理と言えるが、米国会計基準のFASB-125ではCash-Inも適格な会計処理であった。Cash-Inの方法を利用すれば、予想される償却率を楽観的に見積もることにより、将来受け取るI/Oストリップの現在価値を証券化による売却益として高めに一括計上することができる。デフォルト率や期限前弁済率がオリジネーター側の思惑通りに推移すれば、Cash-InとCash-Outの何れの方法も違いはない。しかし、予想以

上にデフォルト率や期限前弁済率が上昇した場合、劣後部分の債権はクッションとして働くためI/Oストリップが減額されることになる。つまり、デフォルト率や期限前弁済率が上昇傾向を見せ始めた段階でCash-Inの方法を使って債権の証券化を行えば、意図的に高い売上高（実際には確定した売上ではないI/Oストリップによる収入）を計上することが可能となる。このCash-Inという会計処理はゲイン・オン・セール・アカウンティング（Gain-on-Sale Accounting）とも呼ばれる。

97年12月、それまで成長への期待感から堅調に推移してきたサブプライム・レンダーの株価は一転して軟調な展開となった。その最大の原因が競争激化によってもたらされた期限前弁済増加への懸念である。期限前弁済の増加はI/Oストリップ受取の権利価格を低下させた。特に、投資家はCash-Inの方法を採用するサブプライム・レンダーのパフォーマンスを疑念の目で見えるようになった。

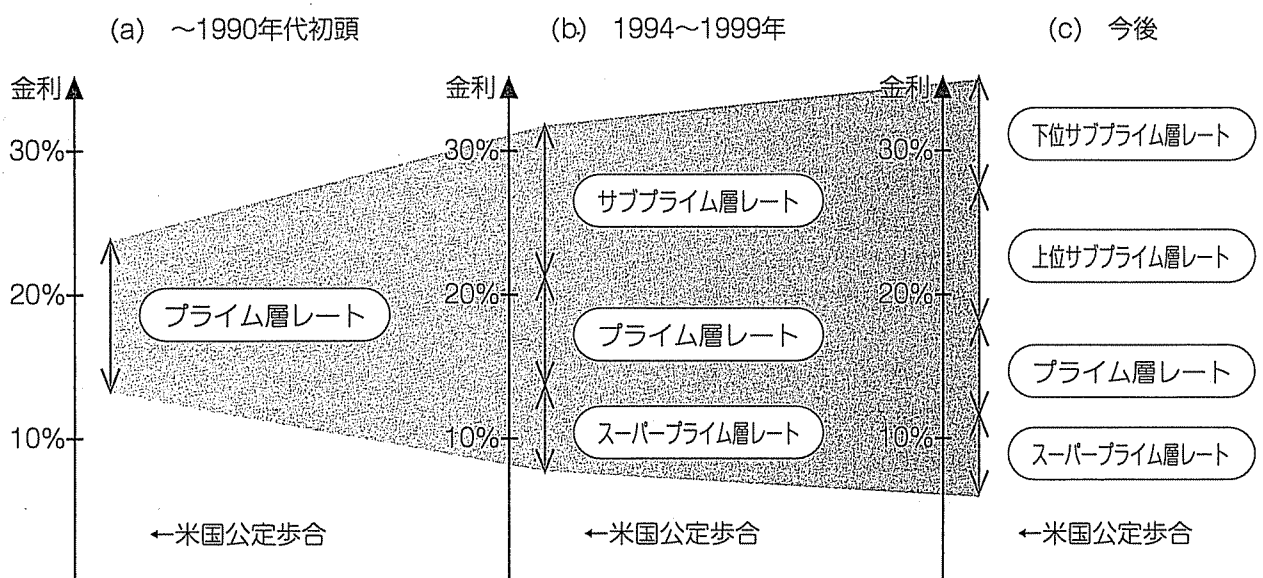
さらに98年の秋になると、ゲイン・オン・セール・アカウンティングを採用した多くのサブプライム・レンダーは証券化を利用したビジネスモデルに最後通告を突きつけられた。その年の夏に起きたロシア危機を発端とする債券市場の混乱（「質への逃避」と呼ばれる流動性危機）により、投資家はリスクの高い債券市場から引き上げ、サブプライム・レンダーの発行する証券化商品への投資は一斉に見送られた。その結果、証券化を用いて融資を行ってきたサブプライム・レンダ

一の調達コストは一気に上昇し、その収益性は急速に悪化しだした。証券化のスキームはサブプライム・レンダーの新規参入を促す要因であったが、競争が激しくなる過程で充分なリスク管理能力を持たない業者の淘汰を促す引き金ともなった。

VI. 新規参入の意義（金利体系の多様化）

(1) 米国におけるサブプライム市場の発展

先述の通り90年代初頭、銀行の貸渋り等の影響によりサブプライム層という市場が生まれた。このサブプライム市場はプライム層から派生したものであり、クレジット・リスクに敏感になった金融機関が一律同じ条件で融資を行っていた顧客（プライム層）をリスク水準に応じて細かく区分し、優良顧客（スーパープライム層）、標準的な顧客（プライム層）、リスクの高い顧客（サブプライム層）という3つの階層に選別したことに起因する（図1の(a)と(b)）。プライム層を細分化した目的は債権の不良資産化を極度に恐れていた伝統的な金融機関（特に商業銀行）が貸倒率の低いスーパープライム層とプライム層の顧客を囲い込むことにあった。一方で、サブプライム層の顧客は伝統的な金融機関から切り捨てられていった。しかしながら、伝統的な大手金融機関の多くが撤退したサブプライム層市場は、新たに参入した新興金融機関により満たされていった。



資料：各種資料より筆者作成

図1 米国におけるクレジット・リスク階層の発展の推移（概念図）

しかし、サブプライム市場は永遠に拡大を続ける魅力的な市場ではなかった。むしろ、米国経済が拡大する中で収入が安定したサブプライム層を狙って、一旦は撤退した伝統的な金融機関がサブプライム層の中でも比較的優良な顧客に触手を伸ばし始めた。一方で「市場は拡大を続ける」という幻想を抱いていたサブプライム業者は規模の拡大を目指して価格競争へと向かった。その結末は表2と表4に示されている通りである。

サンプル数が少なく一般化できないが、サブプライム業者の明暗を分けた要因としてサブプライム層でも相対的に優良な顧客を選別する技術の有無が挙げられる。表2で「勝ち組」として分類された1社にNew Century Financial社という独身者向けの住宅ローンに特化したサブプライム・レンダーがある。New Century Financial社はサブプライム層が相対的に優良な顧客（ここでは「上位サブプライム層」とする）と、相対的に貸倒れリスクの高い顧客（同様に「下位サブプライム」とする）に選別化される中で、独身者向けのモーゲージ・ローン市場に集中し上位サブプライム層を囲い込む技術を身に付けた（図1の(c)）。伝統的な金融機関とはブランド力で劣るものの、低い金利を提示することにより差別化できた。

(2) 新規参入の意義

プライム層を相手に融資を行うビジネスと、サブプライム層を相手にするビジネスには大きな差異が存在し、本来サブプライム層向けの融資には非常に高度なリスク管理が要求される分野であった。証券化の枠組みを利用して新規参入したサブプライム・レンダーの多くは、そのビジネスモデルの中にリスク管理の点で決定的な欠陥を有していた。それでは新規参入したサブプライム・レンダーの存在は無駄であったのだろうか？ つまり、90年代前半におけるサブプライム市場の真空化から始まり、独立系サブプライム・レンダーによる参入というプロセスは無意味であったのだろうか？ 結論を言えば、サブプライム・レンダーによる新規参入に意義がなかったとは言えない。

90年代前半において伝統的な金融機関が貸倒りの対象としていたサブプライム市場に新規参入が相次いだことにより、サブプライムのレッテルを貼られた消費者にも適正金利が与えられるようになった。また、サービスの質という点

でも大きく改善した。例えば、消費者はサブプライム層を相手にした自動車ローン業者間競争を通して品質の高いサービスを受けることができた。かつてサブプライム層に分類される顧客は自動車ローンの融資を申し込んでも、審査決定までに数日から10日という長い時間を待たされることもあった（融資が拒絶されるケースも少なくない）。ところが、新しく生まれたサブプライム層向けの金融機関の多くは融資審査のモデルを自動化させるなど顧客サービスの改善にも注力し、申請書受理後1～3時間以内に可否の返答を行える体制を整えている。

独立系サブプライム・レンダーは遅れて参入してきた伝統的な金融機関との競争で苦戦を強いられたが、独立系サブプライム・レンダーが先に参入していなかった場合、伝統的な金融機関によるサブプライム市場への参入は明らかに遅れていたであろう。そして、それまでの長い期間、サブプライム層の消費者は貸倒りの状態に放置されていた筈だ。確かにリスク管理を怠ったサブプライム・レンダーは市場から淘汰されたが、徹底した差別化や効率化の追求を実現した一部の企業は今日でも伝統的な金融機関と互角に戦っている。同時に、一部のサブプライム・レンダーが犯した会計処理を巡り、証券化に関する時価会計の難しさを資本市場に問題提起した。

(3) 日本への示唆

2000年6月に改正された出資法の影響により、ハイリスク金融市場への新規参入のハードルは一気に高められた。「金利は生き物」という観点で考えると、金利規制の強化は非常に問題が大きい。幸い今日の日本は歴史的な低金利の局面にあるため、既存の金融機関は上限金利の範囲内でサブプライム層に融資することが可能である。しかし、日本の短期金利・長期金利が上昇する局面は必ず訪れ、大手消費者金融会社といえども調達金利の上昇を免れないはずである。この場合、市中金利の上昇とともに、融資対象とする消費者の数は上限金利というキャップ規制により減少傾向を辿り、貸倒りの進行は中長期的に免れない。同時に新規参入の道が断たれたことにより、金融市場全体が硬直化し消費者全体への利便性が総合的に阻害される点が危惧される。

米国におけるサブプライムというハイリスク融資市場の進化のプロセスは示唆に富んでいる。わが国では銀行を中心とする護送船団方式が見

直されてから、金融システム全体は混沌とした状況に陥っているが、新規参入という視点からわが国の金融市場の発展を期待する考え方も必要であろう。今後、金融ベンチャーを生み出す思い切った規制緩和が我が国にも求められる。

【参考文献】

1. ジャフコ投資調査部「米国における金融ニューサービスの動向」,『投資調査レポート』1998年3月
2. 坂野友昭「米国の消費者金融サービス市場」,早稲田大学消費者金融サービス研究所ワーキング・ペーパー, IRCFS01-002
3. Meredith Whitney, and Ford Perry (1999, April). The Credit Card. First Union.
4. Mark C. Alpert, and Sean J. Aurigemma (1998, June). Credit Card Quarterly. Bankers Trust.
5. 堂下浩「米国でのリスク細分化によるサブプライム市場の発展(1)~(3)」『月刊クレジットエイジ』2000年5~7月号

【注】

- ¹ 2000年の年初にヘルスケア関連企業の株価が調整局面に入った際、ダブルAの格付けを有するヘルスケア関連企業に対して、同じダブルAの他業種企業よりも数十ベース・ポイントのプレミアムがつけられたこともあった。
- ² 表2で「勝ち組」として分類された1社にNew Century Financial社という独身者向けの住宅ローンに特化したサブプライムレンダーがある。当社が扱う独身者の住む不動産物件は、IMC Mortgage社が発行する証券化商品に比べ、特性が均一的でポートフォリオを組むことによるモニタリングコストの軽減効果が期待されることから証券化に相応しい商品かもしれない。
- ³ 1bp (ベース・ポイント) = 0.01%