

事業の証券化（WBS）

- 証券化市場の注目商品 -

金融研究部門 室町 幸雄
muromati@nli-research.co.jp

1. ソフトバンクモバイルの資金調達

2006年11月、ソフトバンクモバイル（旧ボーダフォン日本法人、SBMと略）は、同社の携帯電話事業により発生する将来キャッシュフローを裏付けとして、総額1兆4500億円におよぶローンとノートを発行した。ソフトバンクの全額出資子会社であるBBモバイルは2006年4月に旧ボーダフォンの買収資金として金融機関から1兆2800億円を短期借入していたが、SBMの調達資金を借入れて短期債務を返済したため、グループ全体としては、短期借入を最長13年の長期借入に切り替えたことになる。

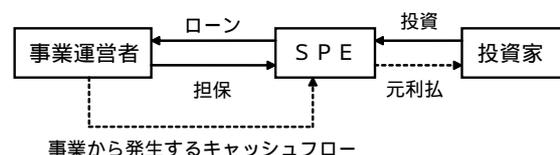
このSBMの例のように、ある特定の事業が生み出す将来のキャッシュフローを裏付けとして証券を発行することを事業証券化（Whole Business Securitization、WBSと略）という。日本では2002年の熱海ビーチラインによる初のWBS以降も少しずつ証券化は行われてきたが、総発行額11兆円強^(注1)という昨年度の証券化市場の中で、1件で1兆円を超えるSBMの案件は群を抜いており、WBSに対する市場の注目度が一気に高まった。そこで、WBSの概要を紹介する。

2. 事業の証券化

リース債権や自動車ローン、不動産ローンなどの金銭債権を多数集めて、そこから発生するキャッシュフローを裏付けとして発行された証券をABS（Asset Backed Securities、資産担保証券）といい、特に住宅ローン債権を裏付けとするものをRMBS（Residential Mortgage Backed Securities）、商業用不動産ローン債権を裏付けとするものをCMBS（Commercial Mortgage Backed Securities）という。これらは証券化市場の中で既にかかなりの比率を占める商品群であるが、WBSが目立ったのは2006年度が初めてである。

WBSは個別性が強くスキームも多彩である。図表-1は、代表的なスキームの一つを単純化したものである。この担保スキームでは、投資家は特別目的事業体（Special Purpose Entity、SPEと略）が発行する社債・ローンに投資を行い、SPEは調達資金を事業運営者

図表-1 WBSの担保スキーム



に担保付ローンとして貸し付ける。そして社債・ローンの元利返済には、事業運営者が行う特定の事業から得られるキャッシュフローが充てられる。

既存のABSでは、裏付けとなる資産（裏付資産）自体が将来キャッシュフローを生むが、WBSでは事業運営者が土地や設備などの事業資産を使用し、事業を行って初めてキャッシュフローが発生する。したがって、WBSには事業リスクと事業運営者の信用リスクが内在し、将来キャッシュフローの変動性は既存のABSよりも高くなる。そこで、事業リスクに対しては、証券の満期まで事業の継続を担保するための仕組みが、そして事業運営者の信用リスクに対しては、たとえ事業運営者がデフォルトしても社債・ローンの返済を滞らせないための仕組みが、スキームの中に設けられる。格付機関がそれらを有効と判断すれば、WBSに事業運営者よりも高い格付けが与えられて、資金調達コストを低減できる。冒頭の事例では、当時BB-格（S&P）のソフトバンクに対し、WBSにはA格（一部はBBB格）が与えられた^{（注2）}。

このようにWBSは、仕組みをみるとストラクチャード・ファイナンスであるが、特定の事業リスクに強く影響されることからコーポレート・ファイナンスとしての性質も併せ持つ、ハイブリッド商品である。

もしも適切なスキームにより事業運営者の信用リスクをなくせた場合、残るは事業リスクであるが、一般に、事業リスクの評価はABSの

裏付資産の評価よりも難しい。そのため、長期的に安定したキャッシュフローが得られる事業、例えば公共性の高い事業や参入障壁の高い事業、過去の実績が十分にあり将来予測の容易な事業がWBSには適している。図表-2は国内におけるWBS案件の例で、通信・パチンコ・ゴルフ場・有料道路の証券化であるが、他にレジャーホテル・農業・高度動物病院・高齢者施設事業などもある。ちなみに、WBS先進国のイギリスで主に扱われているセクターは、輸送・パブ・水道事業などである。

調達金額の上限は、既存のABSでは裏付資産の価値であるが、WBSでは担保となる事業資産の清算価値と事業による将来キャッシュフローの割引現在価値の和なので、資産価値対比でみた調達額はWBSの方が大きくなる。また、海外では「調達額/資産価値」をさらに高くするスキームも開発されている。

3. おわりに

国内の2007年度WBS発行額は超大型案件が出現しない限り前年度を下回ると思われる。しかし、2006年12月公布の新信託法が施行されると、事業の信託（事業を丸ごと信託）や自己信託（財産を自分自身に信託）が可能になるので、WBSの実施が容易になると考えられている。今後のWBS市場の発展を注目したい。

図表-2 国内のWBS案件の例

発行日	案件	金額（億円）
2002年5月	熱海ビーチライン事業証券化	85
2003年10月	日東興業ゴルフ場事業証券化	170
2005年12月	ガイアパチンコホール事業証券化	700
2006年6月	光BB事業証券化	200
2006年10月	太陽パチンコホール及び駐車場事業証券化	300
2006年11月	ソフトバンクモバイル携帯電話事業証券化	14,500
2006年12月	ユーコーパチンコホール事業証券化	120

（注1）2007年1月15日付け「Securitization Market Perspective」（三菱UFJ証券）による。

（注2）このローンの発行時の加重平均金利約3.9%は、格付けをA格と考えれば、投資家にとって魅力的な利回りであった。