

金融保証（モノライン）保険業界の概要

2004年10月

日本政策投資銀行
ニューヨーク駐在員事務所

金融保証（モノライン）保険業界の概要 目次

はじめに	2
第 1 章 金融保証（モノライン）保険業界の概要	
1. モノライン保険業界の歴史と業務拡大の背景	3
2. モノライン保険業務の特徴	6
（1）保険契約内容	6
（2）ゼロ・ロス・スタンダード	6
（3）保証対象分野とその推移	6
（4）保証案件のサイズと平均年限	8
（5）モノライン保険のメリット	9
（6）プライマリー市場とセカンダリー市場	12
（7）保証料と安定した収入構造	12
（8）高い参入障壁	14
第 2 章 米国モノライン保険業界事情	
（1）業界プレイヤー	15
（2）モノライン保険会社の大株主	15
（3）大手 4 社を中心とした近時の業界動向	16
第 3 章 モノライン保険会社のリスク管理	
1. モノライン保険会社によるリスク管理	22
（1）厳格・保守的な保証引受基準と保証ポートフォリオのクレジット・クオリティー	22
（2）保証ポートフォリオの分散化	23
（3）保証ポートフォリオに対するモニタリング	25
（4）社内体制	25
（5）十分な流動性の維持	28
（6）再保険の活用	30
（7）適正なプライシング	31
（8）関連事業への展開	33
2. 格付会社によるモニタリング	34
（1）S&P による評価項目	34
（2）Moody's による評価項目	36
3. 監督当局による規制	38
第 4 章 モノライン保険の具体事例	39
第 5 章 考察	43
1. 今後のモノライン保険業界の見通し	43
2. 日本におけるモノライン保険業務の今後の展開	44
Appendix 1. 米国地方債市場の概要	48
2. 保証料率算定の考え方	50
3. 米国モノライン保険会社大手 4 社の概要	51
4. モノライン保険会社の Credit Default Swap (CDS) への取組	63
5. ラスベガス・モノレール・プロジェクトの概要	67
6. 損害保険ジャパン・フィナンシャルギャランティの概要	74

はじめに

「モノライン」とは、英語の直訳で単一の（=mono）事業（=line）を意味するが、米国では、金融保証保険業務を専門に行う保険会社を一般にモノライン保険会社（"monoline insurer"）と言う（または"financial guarantor"とも称す）。金融保証保険またはモノライン保険とは、債務者による債務不履行が発生した場合でも、モノライン保険会社が約定スケジュール通りの元利支払を行うことを保証するという保険契約であり、銀行による信用状と同様の効果を持つ第三者による信用補完措置の一形態である。モノライン保険会社は、地方債や資産担保証券（Asset-Backed Securities, "ABS"）等の金融債務のみを保証対象としており、自動車保険、火災保険、傷害保険、生命保険等、複数の保険業務を手掛ける生損保会社（モノラインとの対比でマルチライン保険会社"multiline insurer"と呼ばれる）とは区別される。

モノライン保険会社は、1970年代初めに米国で誕生しており、米国の州政府や地方政府（郡や市）それらの関係機関が発行する債券（=地方債）の保証業務からスタートした。以降、モノライン保険業界は米国地方債市場の拡大とともに成長してきたが、近時はその保証対象を、資産担保証券等の証券化分野や米国外のマーケットにまで拡げ、業容を拡大してきている。モノライン保険の普及状況は2003年の数字で、米国地方債市場の約50%、資産担保証券市場の約20%にまで達し、業界全体の保証残高は2003年末で1兆7千億ドルにのぼっており、その業界規模の大きさから、金融保証保険が米国の地方債・資産担保証券市場の成長に重要な役割を果たしてきたことが窺える。

モノライン保険会社にとって、金融保証業務を継続して行っていく上での生命線として位置付けられるのが、トリプルA格付を安定的に維持することである。何故なら、トリプルAという最高の信用力を有するモノライン保険会社が保証を付与することによって、債券の発行体は資金調達コストを低めること等が、また、投資家は投資の安全性をより高めること等が可能となるからである。モノライン保険会社の最高格付のベースとなっているのは、保証引受時の厳格なクレジット審査、その結果として構成される良質な保証ポートフォリオと、保証ポートフォリオに対するリスク管理能力、十分な保険金支払能力等であり、従って、これらにかかる専門ノウハウ・マネジメントが、モノライン保険会社の競争力の源泉となっている。すなわち、モノライン保険会社のビジネスにおいては、銀行が得意とするクレジット審査と、保険会社が得意とするポートフォリオのリスク管理といった両方の要素が必要とされると言えよう。

モノライン保険業界の成長は、モノライン保険会社はその専門ノウハウを活用することで、債券の発行体、投資家にとって付加価値のあるプロダクトを提供し続けてきたことで実現したと言えようが、加えて、モノライン保険会社へのモニタリング・格付付与を通じて当業界に対するチェック機能を果たしてきたとみられる格付会社や、発行体・投資家双方のニーズを満たすために必要な場合にモノライン保険会社と協働して金融保証保険の活用を促してきた債券引受銀行（投資銀行）の役割も大きいであろう。

本レポートは、米国の資本市場の発展とともに成長を遂げてきたモノライン保険業界について、その概要のまとめを試みたものである。先ず第 章で、モノライン保険業界の歴史、モノライン保険業務の特徴を概説し、第 章では、モノライン保険の業界事情について触れる。そして、第 章では、モノライン保険会社によるリスク管理に加えて、モノライン保険会社に格付を付与する格付会社による評価方法について説明する。次に第 章で、具体的なプロジェクト事例をいくつか紹介し、最後に第 章では、今後の業界見通しや、日本国内でのモノライン保険業務の今後の展開について、考察することとしたい。モノライン保険業界が米国の資本市場においてどのような位置付けにあり、どのような役割を果たしてきたか、また、モノライン保険会社の経営上どのようなポイントが重要であるか等を理解する上での一助となれば幸甚である。

第 章．金融保証（モノライン）保険業界の概要

1．モノライン保険業界の歴史と業務拡大の背景

モノライン保険業界の歴史は、1971年、Ambac（現在のモノライン保険大手4社の1社）の前身である American Municipal Bond Assurance Corporation が設立されたことに始まる。同社は、ウィスコンシン州ミルウォーキーに本社を置く民間の住宅ローン保険会社、MGIC Investment Corp.（ニューヨーク証券取引所上市）¹によって、業務分野の多角化を目的に、その子会社として設立された。同社は同年8月、アラスカ州 Greater Juneau Borough が医療施設の建設等に充てた額面650千ドルの一般財源債に対して金融保証を付与し、これがモノライン保険の第1号案件となった。

その後、米国地方債市場（米国地方債市場の概要については、Appendix1を参照のこと）の拡大を背景に、1973年にMBIAの前身である Municipal Bond Insurance Association が、1983年に Financial Guaranty Insurance Company（FGIC）が、1985年に Financial Security Assurance（FSA）がそれぞれ設立され、現在のモノライン保険大手4社が出揃った。第 章にて触れるが、これら4社の設立に際しては、業務分野の多角化を企図した民間の保険会社等が中心的な役割を果たしている。

米国地方債市場においてモノライン保険業務が拡大してきた背景の一つに、同市場における個人投資家の存在の大きさが挙げられる（Appendix1参照）。個人投資家の多くは、発行体である地方政府の財務内容や個別プロジェクトの将来キャッシュフロー等を自ら審査するノウハウを有していないことに加えて、一般に数十bpsの利回り差より投資の安全性を重視することから、トリプルA格付のモノライン保険会社による保証付き債券を愛好する傾向が強い。こうした傾向は、1975年のニューヨーク市による債務支払の一時停止（モトリアム）、1983年の The Washington Public Power Supply System（WPPSS、ワシントン州地域電力供給システム）のデフォルト²、1994年のカリフォルニア州オレンジ・カウンティのデフォルト等、地方自治体のデフォルト・リスクが実際に顕在化した時に、保証付き債券の保有者が損害を免れ、モノライン保険の価値が明示的に示されたことを受け、一層強まってきたものと考えられる。

また、より洗練された投資スタイルの機関投資家にとっては、保証付き債券は、投資の安全性だけでなく、価格の安定性や流動性の向上が期待できることに加えて、投資対象の個々の地方債発行体に対するクレジット審査プロセスを実質的にモノライン保険会社にアウトソースすることで審査コストを軽減できるといった付加価値を有していた（第 章2項）ことから、機関投資家による保証付き債券への投資も進んできたと考えられる。

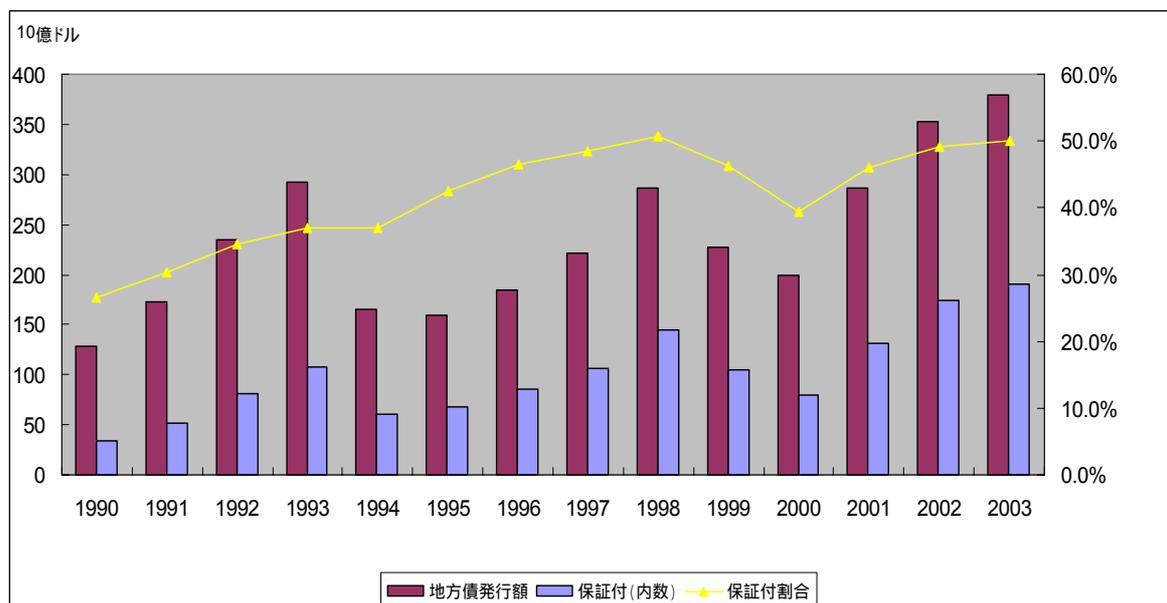
さらに、債券の引受・販売を担当する債券引受銀行（投資銀行）が、投資家の投資選好・リスク許容度を満たし、且つ、発行体にとって有利な資金調達を実現するためのツールとしてのモノライン保険の価値を認知しており、モノライン保険会社と協働しながら、モノライン保険のマーケットでの普及に貢献してきた側面もあると言えよう。

地方債発行額に占める金融保証付き債券の比率はこれまで一貫して高まってきている。1983年の地方債新規発行額のうち、保証付き債券の占める割合は全体の10%程度であったが、1985年には20%、92年には30%、95年には40%、直近の2003年では50%超を占めるに至っており（図表1参照）米国地方債市場においてモノライン保険会社の役割が高まってきたことが窺える。

¹ MGICは、1957年に設立された民間の住宅ローン保険会社最大手。住宅ローン保険会社は、銀行の個人に対する住宅ローンについて、借入人がデフォルトした場合に、その一定割合（通常、元本の25～30%）の支払を銀行に対して保証するというビジネスを行っており、銀行は保証の対価として、住宅ローン保険会社に対して保険料を支払う。

² WPPSSが原発建設のために発行した元本25億ドルの債券がデフォルトした際、保証付き債券の保有者は償還スケジュール通り元金を受け取ることができたのに対して、保証無し債券の保有者は、元金受取の遅延や受取額カット（額面の50%のみ回収）といった損害を被った。

図表 1 . 米国地方債発行額と保証付き地方債の割合の推移

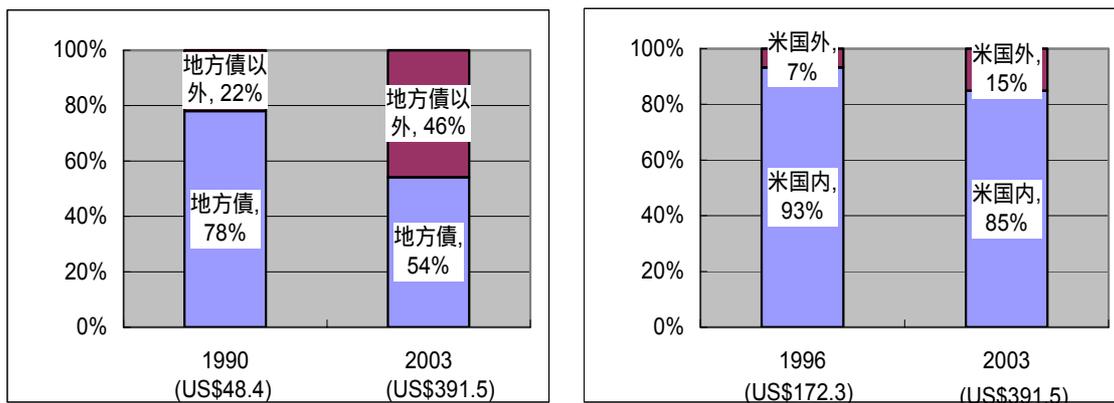


出所: Fitch Ratings "Bond Insurers See Strong Growth Ahead" (May 16, 2002), BondMarket.com, Ambac Quarterly Report

1980年代中盤以降になると、モノライン保険会社はその保証対象を、米国地方債に加えて、米国内の資産担保証証券等ストラクチャード・ファイナンス案件、米国外の案件にまで拡大し始め、その傾向は現在まで続いている。図表2及び図表3は、モノライン保険会社の業界団体である Association of Financial Guaranty Insurers (以下「AFGI」)のメンバー各社³合計の年間保証引受額(フロー)及び正味保証残高(ストック)について、地方債と地方債以外(=ストラクチャード・ファイナンス分野)及び米国内と米国外とに分けて、全体の市場規模とその構成比の推移を示したものである。全体の市場規模が急成長していることに加えて、ストラクチャード・ファイナンス分野や米国外案件のウェイトが高まってきていることがわかる。

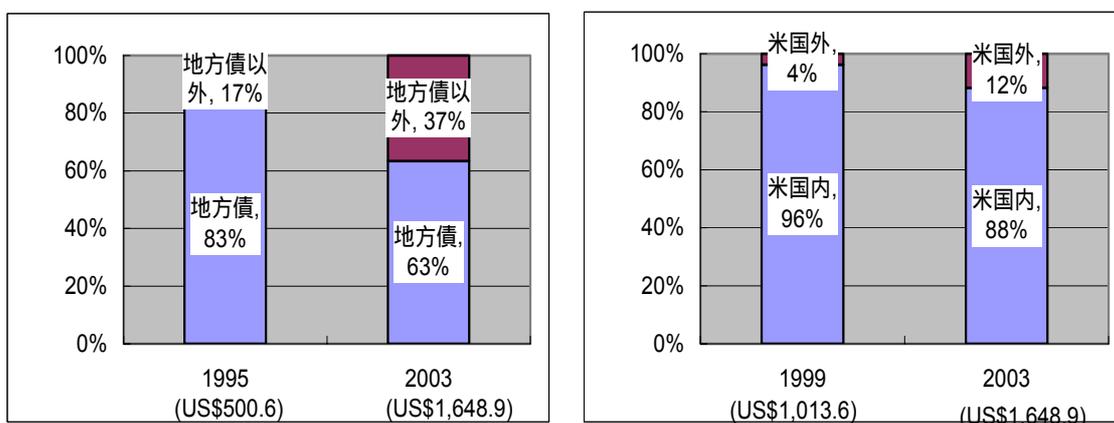
³ メンバー各社: ACA Financial Guaranty Corporation, Ambac Assurance Corporation, Assured Guaranty Corp., CDC IXIS Financial Guaranty North America, Inc., Financial Guaranty Insurance Co., Financial Security Assurance, MBIA Insurance Corporation, Radian Asset Assurance Inc., RAM Reinsurance Company, XL Capital Assurance Inc.

図表 2 . 年間保証引受額（元本、フロー）の分野別構成比



（金額単位：10 億ドル）

図表 3 . 正味保証残高⁴（元本、ストック）の分野別構成比



（金額単位は 10 億ドル）

出所：AFGI 資料から作成。データのアベイラビリティにより、図によって対象年次が異なっていることに留意。

90 年代の業界の主要プレイヤーによるいくつかの買収・合併⁵もあり、現在のモノライン保険業界は、大手 4 社（MBIA、Ambac、FSA、FGIC）が市場全体の 9 割弱のシェアを占める寡占市場として特徴付けられているが、近時は新規参入企業による積極的な業務展開も注目されている（第 3 章）。

⁴ 正味保証残高は、再保険を控除した金額。

⁵ モノライン保険業界における主な M & A 事例としては、MBIA と Bond Investors Guaranty Insurance Co. の合併（1989）、FSA による Capital Guaranty Insurance Company の買収（1995）、Ambac による Connie Lee の買収（1997）、MBIA と CapMAC の合併（1998）、Radian Insurance による Enhance の買収（2000）等が挙げられる。

2. モノライン保険業務の特徴

モノライン保険業務は、以下に挙げるいくつかの特徴的な要素を有しており、これらはモノライン保険会社や業界の特性を理解する上で重要である。

(1) 保険契約内容

モノライン保険の契約内容は通常、保証対象債券の元金支払いを約定スケジュール通りに全額行うことを「無条件 (unconditional) 且つ取消不能 (irrevocable)」な条件で債券所有者 (= 投資家) に対して保証するものである。つまり、モノライン保険会社は、債券発行体がデフォルトした場合、そのデフォルトの事由如何に関わらず、元金を約定スケジュール通りに全額支払うことを保証している。また、モノライン保険会社は、自らが保険契約を取り消したり解約することができず、契約は保証対象債券の償還完了まで有効となる。こうした契約内容により、投資家にとっての投資の安全性は大きく高まる。モノライン保険会社が無条件に約定スケジュール通り元金の全額支払いを保証するという点は、一般に保険契約義務を履行する前に損害発生事由の検証や損害額についての交渉・訴訟等を行う損害保険会社のビジネス慣行とは、性格を異にしている。

発行体がデフォルトした場合でも、一般的に、保証対象債券の期限の利益が失われることはなく、モノライン保険会社が繰上一括返済を行う必要は生じない。この点は、モノライン保険会社の財務の安全性 (流動性リスク) の観点から、重要と言える。

モノライン保険会社は、金融保証の対価として、債券の元本金額をベースに計算された保証料を受け取る。保証料は、保証対象債券の属性や市場環境に応じて決められることから、その水準は様々であり、一般に元本に対して凡そ 10 ~ 100bps の範囲で設定されているようである。

(2) ゼロ・ロス・スタンダード

モノライン保険会社の保証引受スタンスを特徴付けるものとして、「ゼロ・ロス・スタンダード」という基準がある。これは、原則として、金融債務の格付が保証前の段階でデフォルトの危険がまず無いと思われる投資適格 (トリプル B) 以上の案件のみを保証対象とするという、厳格・保守的な保証引受基準である。ゼロ・ロス・スタンダードの基本的な考え方については、「まずクレジットのクオリティが高く、それ自体のデフォルト確率が低く、クレジットが悪化し始めた場合に、大胆な是正措置を取ることができるよう、条件面の交渉を行い、エクスポージャーに対して可能な限り多くの担保を取得し、デフォルトが発生しても、債務の完全なカバー、もしくは一部のカバーを可能にする流動性の高い資産や資源を確保し、正常な状態や強いストレスがかかる状態を想定したさまざまなシナリオに基づいて、案件をさまざまな角度からモデル化し、どんなケースでも完全な回収が可能であるとの結果が得られた案件にだけ保証を提供するという」とも説明されている⁶。この点でも、モノライン保険会社のビジネスは、損害保険会社とは異なっていると言える。損保会社は、保険対象に対して一定の損害発生確率を見込んだ上、確率の水準と損害見込み額の大きさ等に基づいて保険料を設定し保険を引き受けているが、モノライン保険会社は、保証引受時に損害発生確率をゼロと見込んだ案件に対してのみ保証を付与している。

(3) 保証対象分野

モノライン保険会社は米国地方債の保証引受からスタートしており、現在も米国地方債は保証残高の過半を占める主力分野であるが、近年は、保証対象分野を資産担保証券等のストラクチャード・ファイナンス分野へ、また、業務地域を欧州を中心とした米国外へ拡大してきている。

こうしたモノライン保険会社の保証対象分野拡大には、外部環境として、米国内外での資本市場の拡大、銀行借入から直接調達へのシフト、公的サービスの民営化の動きといった大きな趨勢が背景にあった。また、モノライン保険会社にとっては、地方債保証業務のコモディティ化が進展し保証引受競

⁶ Barclays Capital “MBIA Insurance Corporation” December 2, 2002

争が激化、利幅が縮小する中、今後の市場成長が見込め、利幅も地方債市場より厚い(第 章)ストラクチャード・ファイナンス分野での保証業務を拡大し、収益の拡大や保証ポートフォリオの分散を図ろうという事業戦略があった。さらに、投資家から見れば、ストラクチャード・ファイナンス案件は個別案件毎に内包されるリスクの種類が異なる等、クレジットを見極めるために相当のスキル・ノウハウ・時間が要されることから、モノライン保険会社の保証付き債券を購入することで、投資の安全性を高めるだけでなく、自らのクレジット審査過程をアウトソースしコストを軽減するインセンティブが働いたとも言えよう。

尚、モノライン保険会社は、公共性の高いプロジェクトの事業主体によるケース等を除き、個別企業が発行する社債(或いは、銀行の個別企業に対するローン)については、原則として保証対象としていない。これは、モノライン保険会社の保証ポートフォリオのリスク管理上、格付の引き下げや規制当局の定めたルール(第 章)に抵触し得るような大きなシングル・リスク(単独の債務者に対するエクスポージャー)を取れないことに加えて、モノライン保険会社が、個別企業の社債保証にかかる損失発生リスクを地方債保証と比較して大きいと捉えている(同じ格付の社債と地方債のデフォルト確率が同一と想定した場合でも、地方債の場合、デフォルト=損失ではなく、地方自治体が消滅しない限り事後の回収が図れるのに対して、社債の場合、デフォルト=損失となるとの見方)ことも背景にある。尚、複数の企業の社債やローンをプール化したCDO(Collateralized Debt Obligation)については、シングル・リスクの問題は解消されることから保証対象としており、近時は主として返済優先順位の高いトランシェを対象に保証を拡大してきている(Appendix 4)。

地方債等公的ファイナンス・セクターと、ストラクチャード・ファイナンス・セクターの保証残高の推移を分野別に示したのが図表4、5である。

図表4 . 公的ファイナンス・セクターの分野別保証残高

(単位:10億ドル)

	1995年末		1996末	1997末	1998末	1999末	2000末	2001末	2002末	2003末	
		構成比									構成比
一般財源	136	33%	163	187	221	242	258	206	322	366	35%
税収入財源	52	12%	71	81	100	116	97	179	116	135	13%
公益事業	87	21%	97	108	123	131	133	142	158	174	17%
ヘルスケア	55	13%	57	67	78	78	72	76	76	79	8%
運輸	32	8%	39	47	57	61	63	72	84	93	9%
高等教育	17	4%	20	22	28	31	34	37	43	48	5%
住宅	14	3%	17	19	22	24	26	29	31	34	3%
学生ローン	5	1%	5	5	5	6	7	16	18	21	2%
米国外	2	0%	4	6	6	10	13	16	20	40	4%
その他	17	4%	13	19	22	21	50	49	52	56	5%
合計	416	100%	486	559	661	721	754	822	918	1,046	100%

出所: AFGI 資料から作成。

図表5 . ストラクチャード・ファイナンス・セクターの分野別保証残高

(単位:10億ドル)

	1995年末		1996末	1997末	1998末	1999末	2000末	2001末	2002末	2003末	
		構成比									構成比
米国内											
モーゲージバック証券	39	47%	69	87	112	128	128	132	124	119	20%
その他資産担保証券	30	35%	33	61	69	89	120	180	201	222	37%
その他						15	17	17	38	28	5%
小計	69	82%	102	148	182	232	265	330	363	369	61%
米国外											
モーゲージバック証券			11	18	24	2	6	9	15	31	5%
その他資産担保証券						30	50	68	88	104	17%
その他						6	23	31	49	58	10%
小計			11	18	24	38	78	109	152	193	32%
その他	16	18%	23	27	31	22	34	38	41	41	7%
合計	85	100%	136	193	236	292	378	477	556	603	100%

出所: AFGI 資料から作成。

公的ファイナンス・セクターの保証残高（元本）は、1995年以降一貫して増加してきており、近時の歴史的な低金利環境を背景とした新規発行・借換需要も手伝って、2003年末には1兆ドルを超えるに至っている。分野別には、一般財源債、税収入財源債、公益事業債の主要3分野で全体の65%を占めている。分野別構成比の推移は、1995～2003年の間で目立って大きな動きは見られないが、米国外案件のシェアが徐々に拡大していること（1995年末：0% 2003年末：4%）が、特徴として挙げられる。

ストラクチャード・ファイナンス・セクターの保証残高（元本）も、1995年以降一貫して拡大しており、その増加ペースは公的ファイナンス・セクターを上回っている。分野別に見たときの特徴としては、米国外での保証残高の拡大が顕著であること（1996年末：8% 2003年末：32%）に加えて、米国内モーゲージバック証券の構成比が大きく減少する（1995年末：47% 2003年末：20%）一方、「その他資産担保証券」が米国内外で増加していることが挙げられる。クレジット・デリバティブ市場の拡大を背景に、モノライン保険会社がCDOに対する保証を増やしてきたことは、その一例であろう（Appendix 4）。

尚、業界最大手のMBIAによれば、同社がストラクチャード・ファイナンス・セクターで金融保証の対象とした原資産の例として以下を挙げており、保証対象案件の広範さが窺える。

ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）コンデュイット、農業ローン/作付けローン、航空機、航空機エンジン
設備信託証書、航空機リース、自動車ローン/リース、ポートローン、CDO/CBO/CLO、クレジットカード、テナント料債権、商品取引資金、コンテナリース、企業の債権プール、ディーラー用在庫ローン、破綻消費者資産、機器リース、第1順位モーゲージ、フランチャイズ・ローン、ホーム・エクイティ・ローン、知的所有権、保険料ローン、宝くじ債権、仮設住宅ローン、医療費債権、フリート・レンタカー、引越ローン、学資ローン、SBA（中小企業庁）ローン、仕組み保証投資契約、仕組み債決済、租税債権、売掛債権、企業の事業キャッシュフロー証券化

ストラクチャード・ファイナンス・セクターにおける保証引受の拡大により、モノライン保険会社は、保証対象分野の多角化や、保証料収入の増加と収益の拡大を実現する一方、これまでの地方債保証業務には内包されていなかった種類の潜在的リスクを引き受けているという側面もあろう。同セクターにおいては、ストラクチャーが複雑であったり、証券化商品のコンセプトが新しいために、投資家が十分なクレジット審査を行えないような案件が保証対象となるケースもある。こうした場合、モノライン保険会社の有するクレジット審査能力の発揮余地が広まる一方、彼らがこれまで手掛けてこなかった様な原資産、発行体、ストラクチャーが関わってくるケースもあるであろうから、想定外の事象によって彼らの予想を超える損失が発生するといった潜在的リスクはゼロではなからう。

（4）保証案件のサイズと平均年限

保証案件のサイズ（元本金額）別の件数と保証残高を示したのが、図表6である。業界最大手2社のMBIA、Ambacとも、件数ベースでは元本25百万ドル以下の案件数が多い（MBIA：82.4%、Ambac：75.0%）が、保証残高ベースでは50百万ドル超の大型案件が大半を占めている（MBIA：70.5%、Ambac：74.6%）。一般に、件数ベースでは、米国地方債は25百万ドル以下の小型案件が多く、ストラクチャード・ファイナンスや米国外の案件に大型案件が多いとのことである。

MBIA、Ambacの保証案件の平均年限（加重平均、2003年12月末）は、それぞれ10.5年、11年である。ストラクチャード・ファイナンス・セクターでは、期間5～7年程度の案件が一般的である一方、地方債には30年を超えるような超長期の案件も含まれている。

図表6 . MBIA と Ambac の保証案件サイズ別の件数・金額

MBIA (2003年12月末現在)

元本金額	案件数	案件数比率(%)	正味保証残高 (10億ドル)	残高比率(%)
10百万ドル未満	21,822	70.4%	49.9	9.2%
10-25百万ドル	3,734	12.0%	48.7	9.0%
25-50百万ドル	2,287	7.4%	61.1	11.3%
50-100百万ドル	1,496	4.8%	73.9	13.7%
100百万ドル超	1,663	5.4%	307.4	56.8%
合計	31,002	100.0%	541.0	100.0%

Ambac (2003年12月末現在)

元本金額	案件数	案件数比率(%)	正味保証残高 (10億ドル)	残高比率(%)
10百万ドル未満	8,234	55.2%	28.8	6.8%
10-25百万ドル	2,957	19.8%	37.3	8.8%
25-50百万ドル	1,491	10.0%	42.2	9.9%
50百万ドル超	2,245	15.0%	317.6	74.6%
合計	14,927	100.0%	425.9	100.0%

出所：両社 From 10-K

(5) モノライン保険のメリット

モノライン保険の発行体と投資家にとってのメリットは、以下に説明する通りである。

➤ 発行体にとってのメリット

ある債券に対して、モノライン保険会社による金融保証という信用補完措置が取られることによって、その発行体は、その債券の格付が自社の格付より高いモノライン保険会社の格付 (= トリプル A) を受けることになることから、債券の調達コスト (表面金利) を低めることができることに加えて、債券の市場性を高めることができる。

下に示す例は、XYZ 市 (仮称) が発行した一般財源保証債 (元本：50 百万ドル、期間：30 年) について、MBIA の金融保証に伴う金利コスト削減効果を具体的に示したものである (MBIA のプレゼンテーション資料から引用)。

~XYZ 市の一般財源保証債~

	保証前	MBIA 保証付
格付	シングル A	トリプル A
クーポン	5.55%	5.4%
利払いコスト(a)	\$53,208,000	\$52,071,000
保証料(b)	0	\$306,200 (元本に対して 61.2bps)
(a)+(b)	\$53,208,000	\$52,377,200
調達コスト削減効果		\$830,800
同上現在価値		\$356,346

出所：MBIA プレゼンテーション資料

因みに、業界団体 AFIGI は、1971 年の地方債保証第 1 号案件以来 2003 年迄の 33 年間で、モノライン保険によって地方債発行体の実現できた金利負担削減効果の総額を約 350 億ドルと推計している。

➤ 投資家にとってのメリット

投資家は、トリプル A 格付のモノライン保険会社による金融保証により、発行体のクレジットにかか

るリスクが小さくなり投資の安全性が高まることに加えて、債券の流動性・債券価格の安定性が向上するといったメリットを享受できる。

投資の安全性に関して、金融保証付き債券の投資家は、2段階のクレジット・プロテクションを受ける。すなわち、投資家にとっては、債券の発行体（第1債務者）がデフォルトし、さらにその上でモノライン保険会社（第2債務者）も支払いができないといった状況下で初めて、損失が発生することになる。この2段階のプロテクションにより、投資家にとっての損失発生リスクは大きく減少する。以下の例は、保証無しのトリプルA債券と、モノライン保険会社保証付きのシングルA債券の支払不能リスクの大きさを比較したものであり、金融保証に伴う2段階のプロテクションによって、投資の安全性が大幅に改善することを示している。

～二重の信用補完による安全性の向上の事例～

トリプルAの企業が支払不能になる確率：0.79%

シングルAの格付を持つABSと地方債が支払不能となる確率*：0.95%

シングルAの格付を持つ債券とトリプルAの企業（モノライン保険会社）が同時に支払不能になる確率： $0.79\% \times 0.95\% = 0.0075\%$

つまり、この事例では、モノライン保険会社の保証付き債券が支払不能になる可能性は、保証無しトリプルA債券のデフォルト確率の1%以下（ $= 0.0075\% / 0.79\%$ ）と試算される。

*：ABSを1/3、地方債を2/3の割合と想定した時の平均値

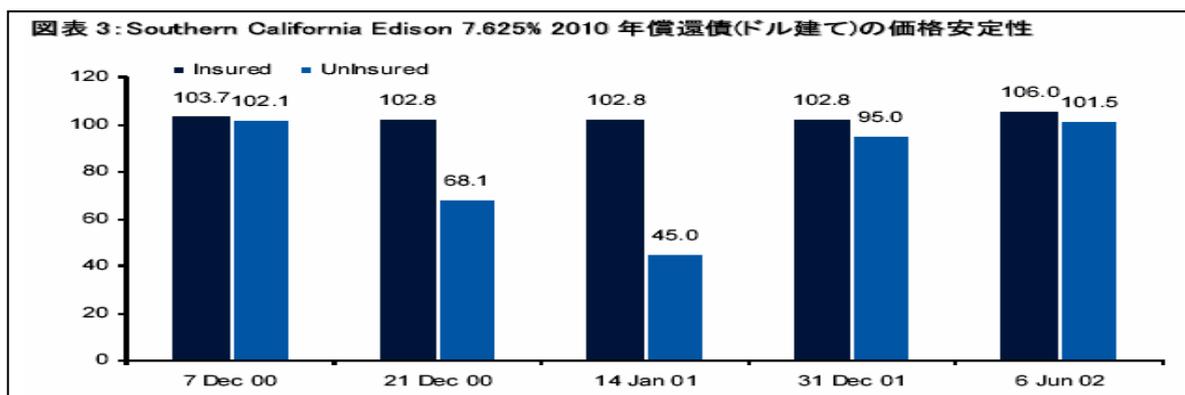
（MBIAのプレゼンテーション資料から引用）

また、投資家はモノライン保険会社の保証付き債券に投資することで、債券発行体のクレジットやプロジェクトのキャッシュフロー等についての審査、保証期間中のモニタリング、必要に応じたクレジット改善のためのアクションといったプロセスを、実質的にアウトソースしているとも言える。つまり、モノライン保険会社の専門性を活用することで、投資家自らが審査・モニタリング等に充てる工数・コストを節減することが可能となる。

さらに、投資債券の流通市場での価格安定性も、投資家にとってのメリットである。図表7は、電力会社 South California Edison 社が発行した債券の流通価格について、保証付き債券と保証無し債券とに分けて、その推移を示したものである。2000年夏以降に起きたカリフォルニア電力危機を背景に、South California Edison 社の経営は厳しい状況に追い込まれ、2001年1月には倒産寸前とまで言われた。この間、保証無し債券の流通価格は大幅に下落したが、保証付き債券の価格は安定して推移しており、経済的ストレス状況における金融保証のメリットを明示した事例と言える。流通価格の安定性は、機関投資家のファンド・マネージャーの様に、投資資産を定期的に mark to market で時価評価する必要がある場合、特に重要なポイントである。

投資の安全性と価格の安定性とにより、保証付き債券の投資家層は広がることから、投資債券の流動性も向上する。

図表 7 . 保証付き債券の安定性



出所 : Barclays Capital レポート

上述した点を含めて、発行体と投資家それぞれにとっての金融保証のメリットを整理したのが、図表 8 である。

図表 8 . 金融保証のメリット

発行体にとってのメリット	投資家にとってのメリット
<p>調達コストが削減できる（支払金利水準の低下に伴うプライシング面でのプラス効果が、保証料支払いコストを上回る）。調達期間の長期化が可能となる。</p> <p>モノライン保険会社の厳格な保証引受基準をクリアしたことを通じて、発行体の信用力は向上する。</p> <p>資本市場へのアクセスが可能となり、投資家層の拡大が期待できる。また、セカンダリー市場での流動性を高めることができる。</p> <p>発行体が投資家に対する内部情報の開示を回避したい場合、投資家は発行体よりもモノライン保険会社のクレジットにフォーカスすることから、発行体は内部情報の機密性を保持できる。</p> <p>発行体は、ストラクチャリング等に関するモノライン保険会社の専門性・ノウハウや実績を有効活用できる。</p> <p>大型案件、複雑案件、新規案件といった案件の特殊性や、不安定な市場環境により、マーケットで許容される金利水準が見通し難い場合においても、マーケットでは既に保証付き債券に対する相場観が形成されており、発行体にとっての、金利コストの不確実性が減少する。</p>	<p>発行体による元利金の支払いが滞った場合、投資家は、モノライン保険会社に対して、期日通りの元利金の支払いをするよう遡及することができ、投資の安全性が向上する。</p> <p>二重デフォルト・リスクを考慮した場合の金利水準は、必ずしも低くない。</p> <p>投資資産の流動性が高まると同時に、その価格が安定する。</p> <p>投資家はモノライン保険会社に対して、審査・モニタリング（クレジット悪化時の損失回避措置を含む）をアウトソースすることができる（審査、モニタリング・コストの低減）。また、モノライン保険会社が様々な観点からリスクを分析した上で保証を引き受けていることにより、投資家は安心感を得られ、投資決定の内部決定を行い易い。</p> <p>投資ポートフォリオの分散度が向上する（保証付きトリプルAと保証無しトリプルAとは位置付けが異なる）。</p> <p>保証無し債券の投資家も、モノライン保険会社が案件全体に対する評価やモニタリングを実施することで、メリットを受けられる。</p>

出所 : Barclay's Capital レポート“Unwrapping the Wrappers”、MBIA プレゼンテーション資料等から作成

➤ 債券引受金融機関（投資銀行）にとってのメリット

債券引受金融機関（投資銀行）にとっての一番の関心事項は、発行体・投資家双方にとって適正な条件での債券発行をサポートし、マーケットでの債券販売を成功裡に行うことであろう。投資銀行が、発行体との間で金利水準を含めた条件を調整する際には、債券の投資主体となり得る機関投資家とのネットワーク等を通じて、債券の属性（発行体のクレジット、金額、期間、ストラクチャー等）に応じてマーケットで許容される金利水準等の情報を収集する。そして、投資銀行は、発行体・投資家双方のニーズ（発行体：低い金利での資金調達等、投資家：クレジット・リスクに応じたリターン水準等）を満たすためのツールとして、必要に応じて、マーケットで認知されたモノライン保険会社の金融保証を活用する判断をしていると言える。

投資銀行にとってのモノライン保険活用の主なメリットとしては、

大型案件や複雑な案件の場合でも、発行時の引受リスク（売れ残りリスク）を削減できる（モノライン保険会社保証付き債券のイールドは概ね $L + 30 \sim 40\text{bps}$ と、マーケットでの相場観が形成されている）

複雑な案件のリスクを単純なモノライン保険会社のリスクに転換できる

モノライン保険会社が有する多様な金融技術を共有できる

格付会社のモノライン保険会社に対する認知により、発行手続きを迅速化できる

といったことが挙げられる。

業界大手へのヒアリングによれば、同社への保証案件の持ち込みは投資銀行経由でなされるケースが殆どであり、債券発行体から直接保証依頼があることや、自らが案件獲得のための営業活動を行うことは少ないとのことである。債券の引受・販売を担う投資銀行が、モノライン保険というプロダクトの付加価値を有効に活用することで、モノライン保険業界の成長プロセスに大きく貢献してきたと言えることも出来よう。

（６）プライマリー市場とセカンダリー市場

金融保証は、債券発行時に発行体に対して付与される（プライマリー市場）ことが多いが、債券の流通市場（セカンダリー市場）において、発行済みの保証無し債券を保有する投資家に対して付与されるケースもある。セカンダリー市場での金融保証は、投資家が投資ポートフォリオを組み替えて投資の安全性を高めるため、或いは、将来の売却を目的に債券の流動性を高めるために行われることが多い⁷。

（７）保証料と安定した収入構造

モノライン保険会社が金融保証の対価として受ける保証料は、プライマリー市場では発行体から、セカンダリー市場では債券を保有する投資家から、それぞれ支払われる。保証料は、アップフロント方式或いは分割方式にて支払われるが、一般に、地方債ではアップフロント方式、ストラクチャード・ファイナンス案件では分割方式で支払われることが多い。会計上、アップフロントで受け取った保証料は、保証残高に応じて保証期間に亘り繰延計上され、分割方式の保証料は、受け取ったその期に計上される。

モノライン保険会社は、受け取った保証料や蓄積された余剰資金を、高いクレジット・クオリティー（ダブルA・トリプルAが主）の債券投資に充てており⁸（図表9は、最大手MBIAの投資資産の内訳）こうした債券投資から得られる運用益収入は、MBIAの場合、保証料を含めた全収入の4割程度を占めている。

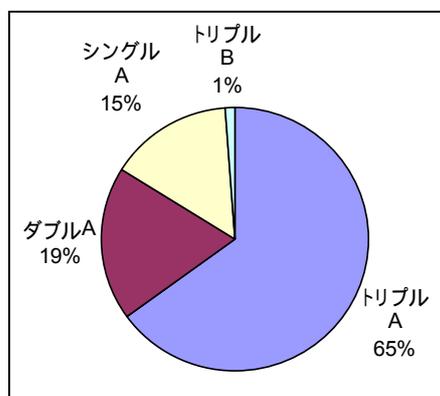
保証期間に亘って計上される保証料や安定した運用益収入を背景に、モノライン保険会社の収入構造

⁷ セカンダリー市場での金融保証の付与の仕方には二通りある。一つは、ある債券の保有者に対して、その保有者限りで保証するものであり、もう一つは、その債券が保証付きの状態でも流通できるようにするものである。

⁸ 低格付けの債券や株式への投資は、格付会社による格付にネガティブに影響することもあり、殆ど行っていない。

は長期的に安定した形となっており（図表10）、契約済み案件の保証料や予想運用益収入等により、期首時点でその期の総収入の80-85%が確定するとも言われている⁹。収入構造の安定性により、モノライン保険会社にとって新規の保証案件を無理に獲得する必要は必ずしも小さくなく、厳格・保守的な保証引受基準を維持するベースとなっている。

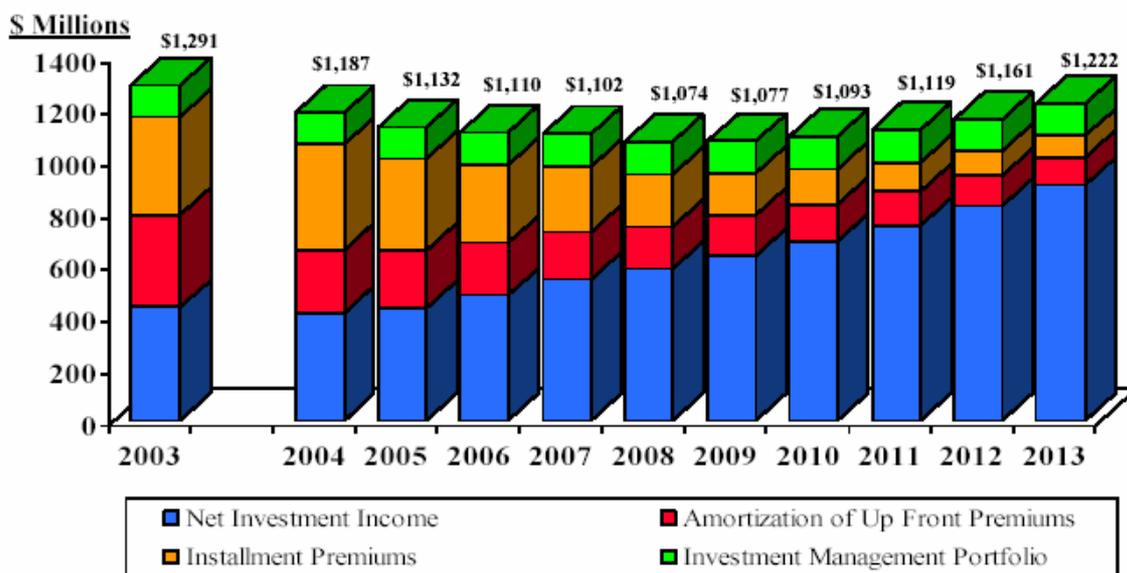
図表9 . MBIA の投資資産の内訳（2004年6月末）



- ・投資ポートフォリオ：98億ドル
- ・投資対象は、投資適格以上の固定利付債券
- ・産業セクター、発行体、償還期間によって分散。不動産関連の投資は無い。
- ・デュレーション：5.24年、平均期間：8.41年

出所：MBIA プレゼンテーション資料

図表10 . MBIA の将来の収入構造
（新規保証案件が無く、現保有資産のみから発生する経常収入を予想）



Net Investment Income：運用益、Installment Premiums：保証料（分割）

Amortization of Up Front Premiums：保証料（一括）のアモチ計上、

Investment Management Portfolio：資産運用手数料収入

出所：MBIA プレゼンテーション資料

⁹ Merrill Lynch "Assured Guaranty Ltd." June 2, 2004

保証料は、前述した通り、保証債務の元本をベースに計算される。保証料率の算定方法にはいくつかの理論的手法があるが（Appendix2）、実際には、個別案件のリスクを勘案した上で、発行体が保証無しで発行した場合とモノライン保険会社の保証付きで発行した場合とを想定した調達コスト差の範囲内に設定される。調達コスト差以上の保証料は、発行体の全体の調達コストが保証無しの場合を上回ることにつながり、発行体にとっての金融保証の最大のメリットが失われてしまうからである。

（８）高い参入障壁

モノライン保険業界への新規参入は以下に述べる理由から難しく、こうした高い参入障壁が大手４社による寡占状態をつくり出していると言える。

事業の性格上、高水準の初期資本投下と長期に亘るリスク・テイクについて、コミットする必要があること

ポートフォリオのリスク分散等の観点から必要なクリティカル・マスの保証ポートフォリオを築くためには相当の期間を要し、この間は投下資本に対する収益が低水準に推移することを余儀なくされること（＝初期のROEが相対的に低いこと）

保証引受、ストラクチャリング、モニタリング、損失発生回避のための高い専門性を身につけたスタッフを十分に揃える必要があること

格付会社のモノライン保険会社に対する評価項目は広範に亘っており（第 章）、新規参入企業にとって、これら全てをクリアして、モノライン保険業務の付加価値の源泉であるトリプルA格付を取得するのは容易ではないこと

監督当局による規制をクリアして事業免許を取得する必要があること（第 章）

第 章．米国モノライン保険業界事情

(1) 業界プレイヤー

格付会社 Standard & Poor's は、金融保証保険・再保険を専門に行うモノライン保険会社・再保険会社として、図表 1 1 の 13 社を挙げている。尚、再保険とは、モノライン保険会社が保証を引き受けた案件について損失が生じた場合に、モノライン保険会社と再保険会社との間で予め定められた一定割合について、再保険会社がモノライン保険会社に代わって保険金を支払うことをコミットするものである。13 社中 9 社がトリプル A 格付を取得しており、モノライン保険業務を行う上でのトリプル A 格付の重要性がわかる。MBIA、Ambac、FSA、FGIC の大手 4 社で正味保証残高全体の 86% を占める寡占市場であり、残り 9 社のシェアは僅少である。

図表 1 1 . モノライン保険・再保険会社リスト (単位 : 10 億ドル、2003 年 12 月末)

	格付	正味保証残高	シェア
MBIA	トリプルA	541.0	32%
Ambac	トリプルA	425.9	25%
FSA	トリプルA	294.4	17%
FGIC	トリプルA	206.7	12%
Assured Guaranty	トリプルA	78.4	5%
Radian Re*	ダブルA	41.1	2%
XL Financial Assurance*	トリプルA	38.6	2%
Radian Asset Assurance	ダブルA	20.7	1%
RAM Re*	トリプルA	19.8	1%
CDC IXIS	トリプルA	12.3	1%
Sompo Japan Financial Guaranty	ダブルA	8.9	1%
ACA Financial Guaranty	シングルA	8.4	0%
XL Capital Assurance	トリプルA	4.3	0%
	合計	1,700.5	100%

* : 再保険会社。

出所 : Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004 から作成

(2) モノライン保険会社の大株主

大手 4 社の設立母体とその後の株主の変遷をみると、

- ・ Ambac : 住宅ローン保険会社の MGIC が 1971 年に設立した。1985 年に Citibank の傘下に入り、1991 年に株式公開、現在は JP Morgan Chase、Citigroup、Fidelity Investments 等が主要株主に入っている。
- ・ MBIA : 複数の保険会社 (健康保険の Aetna 社、CIGNA 社、損害保険の Fireman's Fund (現在 Allianz 社傘下)、生命保険の Continental (現在 CNA 社傘下)) の共同出資によって 1973 年に設立。1986 年に株式公開、現在は年金基金やミューチュアル・ファンドのマネジメント会社である Wellington Management Company 等が主要株主に入っている。
- ・ FGIC : 1983 年に設立され、1986 年に株式公開、その後 1989 年に GE Capital が買収した。2003 年 12 月、住宅ローン保険会社の The PMI Group (本社カリフォルニア州、ニューヨーク証券取引所上場) 率いる投資グループが GE Capital から買収し、現在 The PMI Group は同社の約 40% を所有している。
- ・ FSA : 複数の保険会社と機関投資家グループによって 1985 年に設立された。1989 年に大手通信会社 MediaOne Group の傘下に入り、その後、保険会社 White Mountains Insurance Group、XL Capital、

東京海上が資本参加したが、2000年、欧州銀行グループのDexia¹⁰が100%買収。といった具合である。
また、図表12は、モノライン保険業界13社について、現在の大株主による分類を行った表である。

図表12. モノライン保険会社・再保険会社の大株主による分類

独立系	MBIA(上場) Ambac(上場)
保険会社系	Assured Guaranty(ACE Limited) 損害保険ジャパン・フィナンシャルギャランティー(損害保険ジャパン) XL Capital Assurance(XL Capital) XL Financial Assurance(XL Capital, FSA) 再保険
モーゲージ・ローン保険系	FGIC(The PMI Group) Radian Asset Assurance(Radian Group) Radian Re(Radian Group) 再保険 RAM Re(The PMI Group) 再保険
商業銀行系	FSA(Dexia)
投資銀行系	ACA Financial Guaranty(Bear Stearns Merchant Banking) CDC IXIS Financial Guaranty(CDC IXIS)

カッコ内は大株主を示すが、100%株主であるとは限らない

出所：各社ウェブサイト等より作成

大手4社の設立経緯や13社の現在の大株主の顔ぶれを見ると、モノライン保険・再保険会社は、大手保険会社や住宅ローン保険会社が事業分野多角化の一環として、或いは、クレジット審査やリスク管理等を得意とする大手金融機関が新規分野に参入する形で、設立され展開してきたと言える。こうした大株主の要件としては、審査・リスク管理能力に加えて、モノライン保険・再保険会社のトリプルA格付を安定的に維持するべく、豊富な資金力と、自らも安定した高格付を有していることが極めて重要であろう。こうした要件を満たすのは、事業基盤のしっかりした保険会社や銀行等に実質的に限定されると考えられる。

(3) 大手4社を中心とした近時の業界動向

図表13は、大手4社の横並び比較表である。

FGICを除く大手3社が、米国外での金融保証業務の拡大を狙い、海外に拠点を設けており、日本に関しては大手損保会社と業務提携関係にもある。尚、FGICは、GE Capital傘下時代は米国内の公共ファイナンス・セクターにフォーカスするという事業戦略を取っていたことから、海外拠点を有していないが、新しい大株主The PMI Group傘下のFGICは、米国外案件への参入も目指しており、海外拠点設置も予想される。

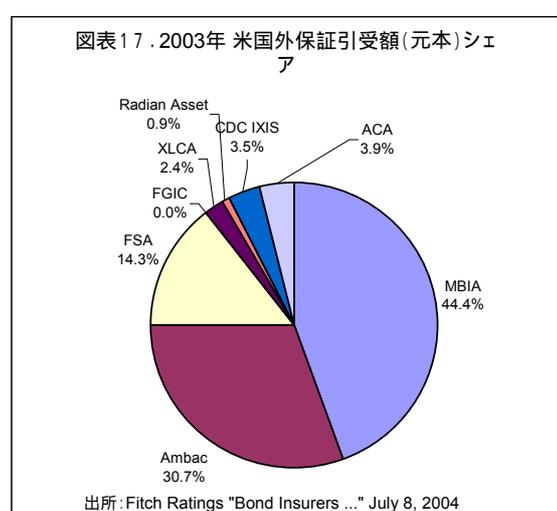
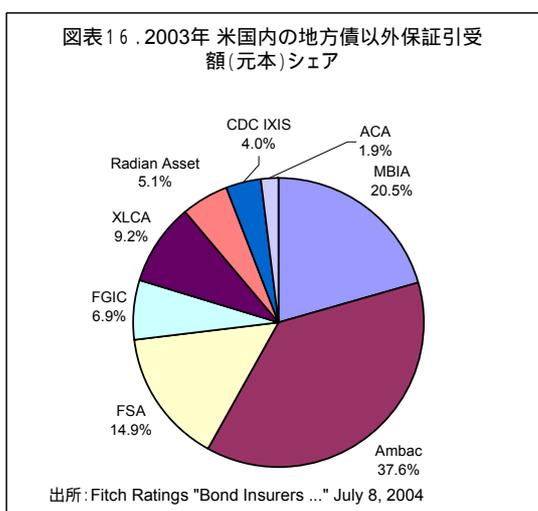
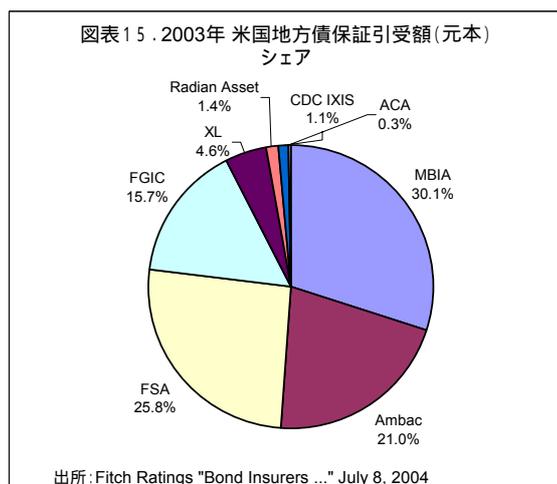
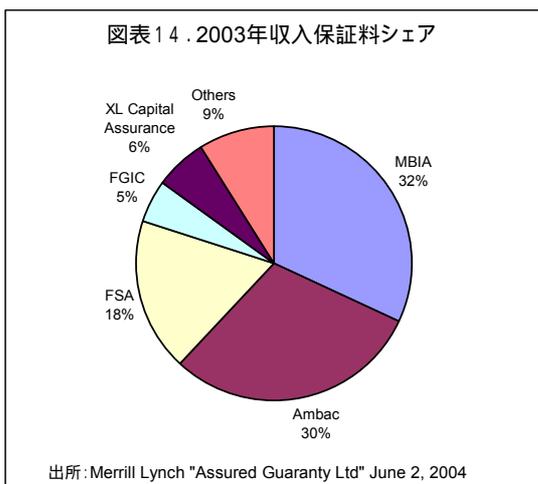
図表13中の業界シェアに示す通り、収入保証料(図表14も参照)及び正味保証残高については、MBIA Ambac FSA FGICの順位であり、上位2社(MBIA、Ambac)と3・4位(FSA、FGIC)との間には格差が見られる。但し、直近の分野別保証引受額シェア(図表15、16、17)が示す通り、米国地方債セクターではFSAが2位(Ambacが3位)、米国内の地方債以外(ストラクチャード・ファイナンス分野)ではAmbacが1位(MBIAが2位)となっている等、各社の事業戦略やフォーカス分野が均一ではないことが窺える。

¹⁰ Dexia Groupは、1996年、公共ファイナンス分野を得意とする欧州の二つの金融機関、Crédit Local de France(フランス)とCrédit Communal de Belgique(ベルギー)との合併によって創設された。ユーロ圏の金融機関としては規模でトップ15に、ベルギーでは規模でトップ3に位置付けられている(総資産規模約4,400億ドル)。Dexia Groupは、「サステナブル・デベロップメントのための銀行」を標榜している。

図表13. モライイン保険会社大手4社の横並び比較表

社名	MBIA MBIA Insurance Corp	Ambac Ambac Assurance Corp	FSA Financial Security Assurance Inc.	FGIC Financial Guaranty Insurance Co.
株主	MBIAの持株会社であるMBIA Inc.は、公開企業。 MBIA Inc.の主要株主としては、Wellington Management Company等。	Ambacの持株会社であるAmbac Financial Group, Inc.は、公開企業。 Ambac Financial Groupの主要株主としては、JP Morgan Chase, FMR, Citigroup等。	FSAの持株会社であるFinancial Security Assurance Holdings Ltdは、The Dexia Group (欧州を拠点とする銀行で、サステイナブル・デベロップメントのために、地域における公的ファイナンス等を得意とする。)の子会社。	住宅ローン保険会社のPMI Groupを中心とした投資グループ。 (2003年12月迄、GE Capitalの子会社)
設立	1973年	1971年	1985年	1983年
従業員数	701名	407名	326名	NA
本社	ニューヨーク州Armonk	ニューヨーク州ニューヨーク	ニューヨーク州ニューヨーク	ニューヨーク州ニューヨーク
海外拠点	ロンドン、パリ、マドリッド、ミラノ、シドニー、シンガポール、東京	ロンドン、シドニー、東京	ロンドン、パリ、マドリッド、シドニー、シンガポール、東京、ハノーヴァー	---
日系親会社との提携状況	住友三井海上	損保ジャパン	東京海上	---
格付	トリプルA	トリプルA	トリプルA	トリプルA
業界シェア				
1.保証引受額(元本)シェア(2003年)				
米国内	30.1%	21.0%	25.8%	15.7%
米国外	20.5%	37.6%	14.9%	6.9%
2.取入保証料シェア(2003年)	44.4%	30.7%	14.3%	0.0%
3.正味保証残高(元本)(2003年末)	32%	30%	18%	5%
3.正味保証残高(元本)(2003年末)	31.8%	25.0%	17.3%	12.2%
保証ポートフォリオの分野別内訳(カッコ内は構成比)				
米国公的ファイナンス	337,113 (62%)	238,699 (56%)	165,199 (56%)	189,329 (92%)
米国外公的ファイナンス	112,924 (21%)	100,739 (24%)	85,498 (29%)	17,247 (8%)
米国外私的ファイナンス	22,812 (4%)	11,579 (3%)	6,145 (2%)	169 (0%)
米国外ストラクチャード・ファイナンス	68,177 (13%)	74,837 (17%)	37,548 (13%)	---
合計	541,026 (100%)	425,854 (100%)	294,390 (100%)	206,745 (100%)
保証ポートフォリオのクレジット・クオリティ(2003年末)				
トリプルA	19%	10%	25%	0.1%
ダブルA	23%	22%	28%	21.7%
シングルA	36%	47%	34%	66.0%
トリプルB	20%	20%	12%	12.0%
トリプルB未満	2%	1%	1%	0.3%
財務の健全性				
保険金支払原資	12,403	9,509	4,593	3,126
セーフティマージン	1.5-1.6	1.3-1.4	1.6-1.7	1.3-1.4
デプレッション・テスト後における残存資本	4,300-4,350	2,700-2,750	1,950-2,000	1,100-1,150

Fitch Ratingsレポート "Bond Insurers -- Industry Update and Statistical Supplement" July 8, 2004
Merrill Lynchレポート "Assured Guaranty Ltd." June 2, 2004
S&Pレポート "Bond Insurance Book 2004"
各社アニュアル・レポート、から作成



各社の保証ポートフォリオの分野別内訳を見ると、米国内のポートフォリオ、中でも公的ファイナンス・セクターが、これまでの事業展開経緯から大きな構成を占めている。前述の通り、近年は、戦略的に米国内外のストラクチャード・ファイナンス分野及び米国外の公的ファイナンス分野の構成を増加させる基調にある。

保証ポートフォリオのクレジット・クオリティーは、保証案件の保証付与前の格付（シャドー・レーティング）を示している（元本金額ベース）が、投資適格未満の占める割合は、その数字が一番大きい MBIA で僅か 2%であり、各社ともゼロ・ロス・スタンダードを実践し、安全性の高い保証ポートフォリオを構築していることが窺える。

財務の健全性については、第 3 章にて詳細を説明することとしたいが、格付会社 Standard & Poor's によるセーフティー・マージン（ポートフォリオのクレジット・クオリティーや自己資本の厚さ等を折り込んだ指標）は、各社ともトリプル A の要件である 1.25 倍を上回っている。

以下の図表18・19・20は、大手4社及びその他各社（合計）の近年の業績の推移を示したものである。

図表18. 正味保証残高(元本)の推移

(単位:10億ドル)

	1998年 構成比	1999 構成比	伸び率	2000 構成比	伸び率	2001 構成比	伸び率	2002 構成比	伸び率	2003 構成比	伸び率	平均伸び率
MBIA	359 40.4%	384 38.3%	7.0%	418 37.1%	8.8%	452 34.3%	8.1%	497 32.6%	9.9%	541 31.8%	8.8%	8.5%
Ambac	198 22.3%	240 24.0%	21.2%	276 24.5%	15.0%	318 24.1%	15.1%	379 24.9%	19.2%	426 25.0%	12.3%	16.5%
FSA	105 11.8%	130 13.0%	24.1%	154 13.7%	18.5%	217 16.5%	41.0%	266 17.4%	22.4%	294 17.3%	10.8%	23.0%
FGIC	131 14.8%	137 13.7%	4.7%	151 13.4%	9.7%	173 13.1%	14.5%	188 12.3%	9.0%	207 12.2%	10.0%	9.5%
その他	96 10.7%	111 11.1%	16.0%	127 11.3%	14.8%	158 12.0%	24.4%	196 12.8%	23.5%	233 13.7%	18.9%	19.5%
合計	889 100.0%	1,003 100.0%	12.8%	1,127 100.0%	12.3%	1,318 100.0%	17.0%	1,526 100.0%	15.7%	1,701 100.0%	11.5%	13.8%

出所: Standard & Poor's "Bond Insurance Book 2004"より作成

図表19. 保証引受額(元本)の推移

(単位:10億ドル)

	1998年 構成比	1999 構成比	伸び率	2000 構成比	伸び率	2001 構成比	伸び率	2002 構成比	伸び率	2003 構成比	伸び率	平均伸び率
MBIA	121 39.1%	92 32.3%	-24.0%	99 34.8%	7.2%	124 29.0%	25.4%	140 28.0%	12.8%	122 26.0%	-12.5%	0.2%
Ambac	61 19.8%	73 25.8%	19.2%	71 25.1%	-2.8%	90 21.1%	26.4%	116 23.3%	29.1%	115 24.5%	-0.9%	13.4%
FSA	59 18.9%	60 21.0%	1.9%	63 22.1%	4.8%	114 26.7%	82.4%	110 22.0%	-3.9%	84 17.9%	-23.1%	7.5%
FGIC	38 12.2%	31 10.8%	-18.5%	28 9.8%	-9.6%	40 9.5%	44.8%	48 9.6%	18.7%	42 9.0%	-11.7%	2.3%
その他	31 10.0%	29 10.1%	-7.2%	23 8.2%	-19.4%	59 13.7%	153.6%	85 17.1%	45.7%	106 22.5%	24.0%	27.9%
合計	310 100.0%	285 100.0%	-8.2%	284 100.0%	-0.4%	427 100.0%	50.6%	499 100.0%	16.9%	470 100.0%	-5.8%	8.7%

出所: Standard & Poor's "Bond Insurance Book 2004"より作成

図表20. 正味収入保証料の推移

(単位:百万ドル)

	1998年 構成比	1999 構成比	伸び率	2000 構成比	伸び率	2001 構成比	伸び率	2002 構成比	伸び率	2003 構成比	伸び率	平均伸び率
MBIA	517 36.4%	454 32.1%	-12.3%	498 34.2%	9.8%	630 31.1%	26.5%	753 24.7%	19.6%	1,033 25.4%	37.1%	14.8%
Ambac	329 23.1%	383 27.1%	16.5%	402 27.6%	5.0%	588 29.1%	46.2%	790 25.9%	34.4%	1,006 24.8%	27.3%	25.1%
FSA	220 15.5%	230 16.3%	4.8%	218 15.0%	-5.3%	320 15.8%	46.5%	589 19.3%	84.3%	625 15.4%	6.0%	23.2%
FGIC	93 6.5%	97 6.9%	4.3%	84 5.8%	-13.3%	136 6.7%	61.7%	206 6.7%	51.5%	266 6.5%	29.1%	23.4%
その他	261 18.4%	248 17.6%	-5.0%	254 17.4%	2.5%	349 17.3%	37.2%	715 23.4%	105.0%	1,133 27.9%	58.4%	34.1%
合計	1,420 100.0%	1,412 100.0%	-0.6%	1,457 100.0%	3.2%	2,022 100.0%	38.8%	3,053 100.0%	51.0%	4,062 100.0%	33.0%	23.4%

出所: Standard & Poor's "Bond Insurance Book 2004"より作成

第 章にて述べた通り、米国地方債市場の拡大や、ストラクチャード・ファイナンス分野、米国外マーケットでの金融保証業務の成長を背景に、モノライン保険業界全体の正味保証残高(ストック)保証引受額(フロー)収入保証料は何れも、近年大きく増加している。正味保証残高は1998年末の8,890億ドルから2003年末の1兆7,010億ドルへ1.9倍に、年間の保証引受額は1998年の3,100億ドルから2003年の4,700億ドルへ1.5倍に、正味収入保証料は1998年の14.2億ドルから2003年の40.6億ドルへ2.9倍にと、大きく規模を伸ばしている。ここ1、2年は、正味収入保証料の伸び率が、正味保証残高や保証引受額の伸び率を大きく上回っており、一因としてモノライン保険会社にとってのプライシング環境が改善してきたことが窺える¹¹。

近年の大手4社とその他各社の構成比の推移を見ると、その他各社のシェアが徐々に高まっている。モノライン保険業務においては、リスク分散化の観点等から保証ポートフォリオのクリティカル・マスを築くことが重要であることから、XL Capital Assurance、CDC IXIS Financial Guaranty、Assured Guaranty Corp.といった新規参入企業が積極的に保証引受していることが窺える(図表19の保証引受額シェアのアップ)。こうした企業は、これまで大手4社が手掛けてこなかった分野での保証引受にも積極的な様である。格付がトリプルAを下回るモノライン保険会社は、この傾向が顕著であり、例えば、ダブルA格付のRadian Assetは、ボラティリティが高くクレジット・クオリティーが相対的に低い分野(ヘルスケア等)や、資産担保証券/モーゲージ・バック証券やCDOのメザニン・トランシェ等、リスクが相対的に高い部分をポートフォリオに組み入れている。さらに、シングルA格

¹¹ 収入保証料は、当該年度に新規に引き受けた保証引受額に対する保証料と、過年度引受額に対して保証期間に亘って分割で支払われる収入保証料との合計である。従って、例えば、各年度の保証料率を試算する時、正味収入保証料/保証引受額といった計算を行うことは適当ではない。

付のACA Financial Guarantyは、CDOのエクイティ・トランシェにも保証を付与しており¹²、保証ポートフォリオの投資適格未満の割合は20%を超えている（第 章図表24）。こうした相対的にリスクが高い分野では、保証料水準も相対的に高いと見込まれ、その他各社の収入保証料が大きく伸びている一因と考えられる。

図表21は、大手4社及びその他各社の期末自己資本の推移を示しており、各社とも保証残高の拡大に合わせて、自己資本基盤の強化を進めてきている。図表22は、レバレッジ（正味保証残高/自己資本）の水準を示した表であり、業界平均のレバレッジは150倍程度の範囲内で推移している¹³。

図表21. 期末自己資本の推移

(単位: 百万ドル)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均伸率					
	構成比	構成比	伸び率	構成比	伸び率	構成比	伸び率					
MBIA	3,740 38.3%	4,152 37.5%	11.0%	4,505 37.9%	8.5%	4,940 36.0%	9.6%	5,435 34.6%	10.0%	6,083 33.7%	11.9%	10.2%
Ambac	1,936 19.8%	2,420 21.9%	25.0%	2,736 23.0%	13.0%	3,262 23.8%	19.2%	3,736 23.8%	14.5%	4,526 25.1%	21.1%	18.5%
FSA	1,038 10.6%	1,320 11.9%	27.2%	1,437 12.1%	8.8%	1,594 11.6%	10.9%	1,876 11.9%	17.7%	2,104 11.7%	12.2%	15.2%
FGIC	1,885 19.3%	1,993 18.0%	5.7%	1,913 16.1%	-4.0%	1,940 14.2%	1.4%	2,050 13.0%	5.7%	1,835 10.2%	-10.5%	-0.5%
その他	1,156 11.8%	1,178 10.6%	1.9%	1,295 10.9%	10.0%	1,969 14.4%	52.1%	2,631 16.7%	33.6%	3,480 19.3%	32.3%	24.7%
合計	9,756 100.0%	11,064 100.0%	13.4%	11,886 100.0%	7.4%	13,704 100.0%	15.3%	15,728 100.0%	14.8%	18,028 100.0%	14.6%	13.1%

出所: Standard & Poor's "Bond Insurance Book 2004"より作成

図表22. 正味保証残高/自己資本の推移

(単位: 何倍)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
MBIA	159	153	151	146	144	137
Ambac	164	155	153	146	149	138
FSA	154	148	157	189	195	195
FGIC	122	119	136	153	155	187
業界加重平均	150	147	151	150	148	143

出所: Standard & Poor's "Bond Insurance Book 2004"より作成

大手4社の業績の詳細や近時の事業戦略等については、Appendix3を参照されたい。

参考までに、図表23は、AFGIに加盟するモノライン保険会社・再保険会社の財務諸表（各社合計値）である¹⁴。保証業務の拡大に伴い、収益水準を順調に伸ばしてきており、自己資本の基盤強化が進んできている。

貸借対照表に見られる通り、資産の殆どは「現金・投資等」勘定であり（保証ポートフォリオはバランスシートには計上されない）前述の通り、これは高格付の債券投資等で運用されている。「未經過保証料積立金」は、アップフロントで受け取った保証料のうち将来繰延計上される部分である（地方債の場合、例えば保証期間30年に亘る保証料をアップフロントで受け取るケースがあるため、大きな金額が計上されている）。「異常危険準備金」は、異常事態に備えて投資家保護のために積立が義務付けられている準備金である。外部借入金は僅少とみられる。

¹² Fitch Ratings "Bond Insurers - Industry Update and Statistical Supplement" July 8, 2004

¹³ モノライン保険会社のレバレッジの絶対値は、銀行におけるリスク・アセット/自己資本（自己資本比率10%の場合、10倍）といった指標を大きく上回るが、モノライン保険会社の保証ポートフォリオは、ゼロ・ロス・スタンダードに基づいた投資適格以上の案件のみから構成されていることから、単純な比較は適当ではない。

¹⁴ AFGIとS&Pとでは対象企業の範囲が違ふことから、同じ項目でも数値は若干異なる。

図表2.3. モライオン保険会社の財務諸表(AFGI加盟各社の合計)

損益計算書

	1990年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
収入保証料	655	769	1,028	1,277	872	825	1,024	1,334	1,569	1,520	1,572	2,161	3,037	3,995
保証引受収益	266	382	461	674	595	509	658	797	933	1,013	1,042	1,274	1,648	2,124
資産運用益	403	479	563	631	564	677	805	846	962	942	1,025	1,189	1,282	1,301
その他収入	5	5	6	7	6	14	15	29	163	(9)	(8)	2	8	3
損失・損失関連経費	(44)	(43)	(64)	(5)	(67)	(27)	(32)	(66)	(213)	(43)	(42)	(76)	(191)	(189)
その他保証引受経費等	(227)	(242)	(255)	(389)	(310)	(270)	(324)	(374)	(356)	(367)	(441)	(447)	(548)	(671)
税引前当期利益	403	581	711	918	788	903	1,122	1,232	1,489	1,536	1,576	1,942	2,199	2,568
税金	(86)	(132)	(154)	(207)	(160)	(167)	(247)	(251)	(311)	(327)	(315)	(500)	(572)	(722)
税引後当期利益	317	449	557	711	628	736	875	981	1,178	1,209	1,261	1,442	1,627	1,846

(単位:百万ドル)

貸借対照表

	1990末	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
現金・投資等	5,495	6,405	7,618	9,179	10,065	10,923	12,291	14,295	15,922	17,735	19,118	21,550	23,722	27,223
その他資産	209	296	319	238	277	398	493	642	735	788	275	158	556	635
総資産	5,704	6,701	7,937	9,417	10,342	11,321	12,784	14,937	16,657	18,523	19,393	21,708	24,278	27,858
損失準備金その他	50	80	129	71	128	123	120	155	315	328	353	315	445	435
未経過保証料積立金	2,382	2,704	3,219	3,778	4,038	4,325	4,779	5,265	5,717	6,070	6,395	6,835	7,650	9,236
その他負債	149	246	197	373	369	378	535	666	791	986	800	1,407	1,410	1,215
異常危険積立金	698	881	1,127	1,439	1,720	2,047	2,452	3,007	3,534	4,218	5,085	5,660	6,200	6,557
剰余金	2,425	2,790	3,265	3,756	4,087	4,448	4,898	5,844	6,299	6,921	6,760	7,491	8,573	10,415
負債・資本合計	5,704	6,701	7,937	9,417	10,342	11,321	12,784	14,937	16,656	18,523	19,393	21,708	24,278	27,858
適格法定自己資本	3,123	3,671	4,392	5,195	5,807	6,495	7,350	8,851	9,833	11,139	11,845	13,151	14,773	16,972

(単位:百万ドル)

主要財務比率

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
自己資本比率*	134.1	136.1	134.1	136.1	135.1	138.1	147.1	143.1	144.1	145.1	138.1	147.1	152.1	147.1
当期利益 / 剰余金	13.4%	17.2%	18.4%	20.2%	16.0%	17.3%	18.7%	18.2%	19.4%	18.3%	18.4%	20.2%	20.3%	19.4%
損失比率	16.6%	11.2%	13.8%	0.7%	11.3%	5.3%	4.9%	8.3%	22.8%	4.2%	4.0%	5.9%	11.6%	8.9%
経費比率	34.6%	31.5%	24.8%	23.8%	36.3%	32.7%	31.6%	28.1%	22.7%	24.1%	28.0%	20.6%	18.0%	16.8%
損失 + 経費比率	51.2%	42.7%	38.6%	24.5%	47.6%	38.0%	36.5%	36.4%	45.5%	28.3%	32.0%	26.5%	29.6%	25.7%

*:自己資本比率は、正味保証残高/法定自己資本

出所:AFGI資料より作成

第 章 . モノライン保険会社のリスク管理

1 . モノライン保険会社によるリスク管理

モノライン保険会社の金融保証業務のバックボーンは、保守的なクレジット審査に基づく厳格な保証引受方針と保証ポートフォリオの適切なリスク管理、そして、健全なバランスシートと十分な保険金支払余力といった要素に裏付けされた、トリプル A 格付である。

以下では、モノライン保険会社がトリプル A 格付を維持するために、どのようなリスク管理を行っているか等について述べていくこととしたい。

(1) 厳格・保守的な保証引受基準と保証ポートフォリオのクレジット・クオリティー

ゼロ・ロス・スタンダードに表される厳格・保守的な保証引受基準の考え方については前述したが、その結果を具体的に示したのが図表 2 4 である。図表 2 4 は、モノライン保険会社 8 社の保証ポートフォリオ (2003 年 12 月末) を格付別に示しているが、8 社単純平均 (Average) 欄に記載される通り、シングル A 以上が全体の 70.3%、トリプル B 以上 (= 投資適格) が全体の 96.0% と、極めてクレジット・クオリティーの高い保証ポートフォリオであることがわかる¹⁵。

図表 2 4 . モノライン保険各社 保証ポートフォリオのクレジット・クオリティー

	MBIA	Ambac	FGIC	FSA	XLCA	CDC IXIS	Radian Asset	ACA	Average
トリプル A	17.9	10.0	0.1	24.7	23.6	60.0	24.1	16.0	22.1
ダブル A	20.1	22.0	21.7	28.0	10.6	11.0	14.8	3.0	16.4
シングル A	36.4	47.0	66.0	34.5	34.7	16.0	17.6	2.0	31.8
トリプル B	23.6	20.0	12.0	11.8	31.1	13.0	36.8	58.0	25.8
投資適格未満 / 無格付	2.0	1.0	0.3	1.0			6.7	21.0	4.0

出所 : Fitch Ratings “Bond Insurers – Industry Update and Statistical Supplement” July 8, 2004

また、図表 2 5 は、標準的なモノライン保険会社が有する保証ポートフォリオのクレジット・クオリティーを、1997 年と 2003 年とで比較して示したものである。この間、トリプル A、ダブル A の構成比が増加する一方 (それぞれ 1% 15%、13 24%)、トリプル B の構成比が減少した (33% 17%) ことにより、シングル A 以上の構成比は 1997 年の 65% から 2003 年の 82% へと増加しており、保証ポートフォリオのクレジット・クオリティーの一層の強化が窺える。背景には、保証引受基準の一層の厳格化や、近時伸びているストラクチャード・ファイナンスの分野ではクレジット・クオリティーの高いポジションにフォーカスして保証を引き受けている (図表 2 6) こと等が、要因として挙げられよう。

モノライン保険会社による保証引受可否の判断に際しては、以下の様な項目¹⁶を分析すること等を通じて、発行体のクレジット、個別プロジェクトの事業性・キャッシュフローが主として審査されることになる。

- ✓ 過去の財務パフォーマンス

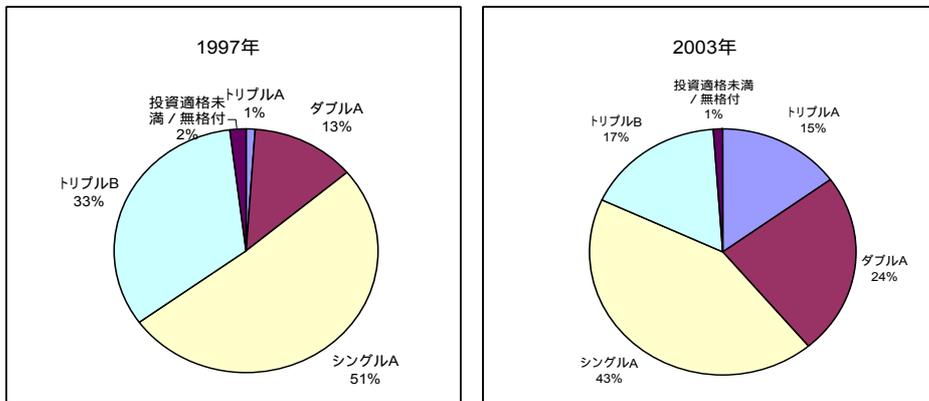
¹⁵ 第 章にて述べた通り、図表 2 4 中のモノライン保険会社 8 社のうち、ACA はシングル A 格付、Radian Asset はダブル A 格付 (何れも Standard & Poor's による) である。両社はその格付故に、トリプル A 格付の他 6 社がリスクを取らない分野での保証引受も積極的に行っているとみられることから、特に ACA については、他社と比較して、保証ポートフォリオのクレジット・クオリティーが低くなっている。Standard & Poor's のガイドラインは、こうしたダブル A・シングル A 格付のモノライン保険会社が、一定の範囲内であれば投資適格未満の債券等を保証することは問題ないとしているが、ダブル B を下回る (= シングル B 以下の) 債券等に対して金融保証を付与することは好ましくないとしている。

¹⁶ Banc of America Securities “Financial Guaranty Insurance” November 15, 1999 を参照

- ✓ 同業他社比較
- ✓ いくつかのレベルのマネジメントとのディスカッション
- ✓ プロジェクトの下請け業者等、特定分野の専門家を伴っての現地デューデリジェンス
- ✓ 粉飾決算、不正行為がないことのチェック
- ✓ 経営陣の略歴
- ✓ キャッシュフローのシナリオ分析
- ✓ 債権回収会社に対する評価

公的ファイナンスの分野に関しては、クレジット、キャッシュフロー分析に加えて、保証対象事業の essentiality（不可欠性）も重要な審査基準項目に含まれる。対象プロジェクトがある地域の経済にとって必要不可欠なものであれば、政治環境の変化等によりそのプロジェクトが途中で消滅しモノライン保険会社にとって損失が発生するというリスクが小さいからであろうが、地方自治体からみれば、モノライン保険会社は、地域経済にとって政策的な意義の大きいプロジェクトに対して、金融保証というツールを使って資本市場からの資金調達をサポートする役割を有していると捉えることもできる。

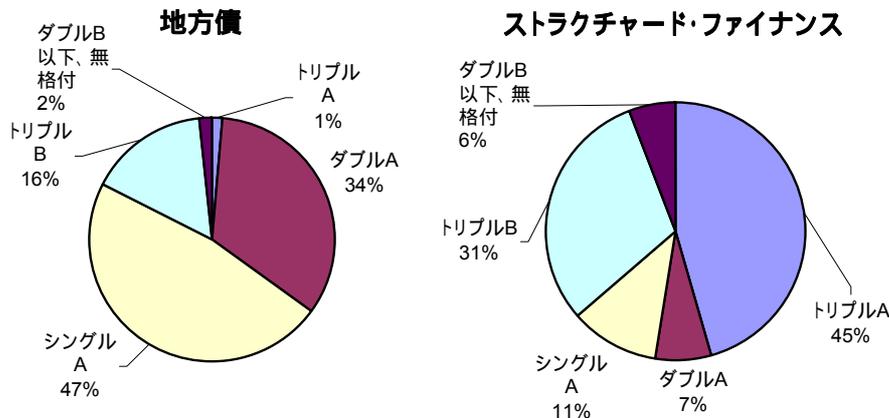
図表25．保証ポートフォリオのクレジット・クオリティーの推移



出所：Merrill Lynch “Assured Guaranty” June 2, 2004

図表26．MBIA 保証ポートフォリオ（2004年3月末）

地方債 / ストラクチャード・ファイナンス 別のクレジット・クオリティー



出所：MBIA プレゼンテーション資料

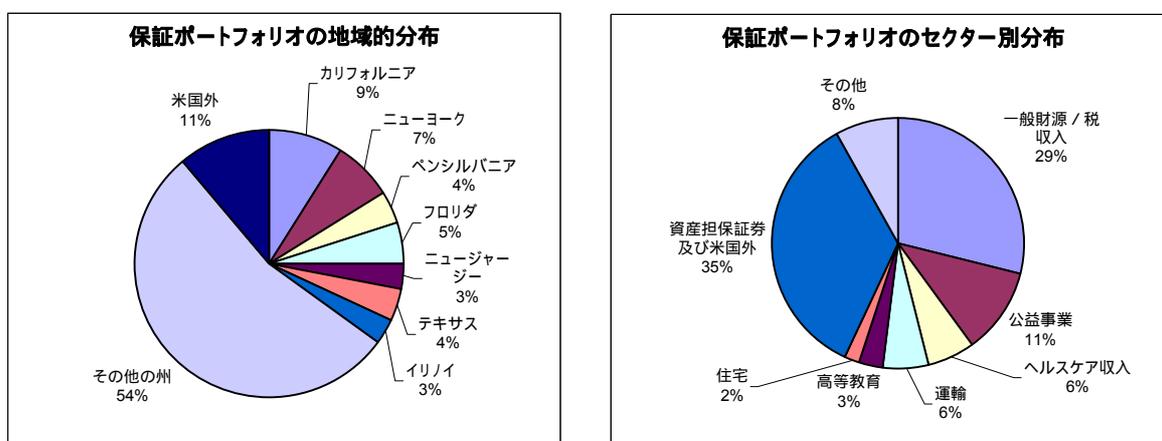
（2）保証ポートフォリオの分散化

モノライン保険会社は、厳格・保守的な保証引受基準により保証ポートフォリオのクレジット・クオ

リティーを良好に維持しているだけでなく、業種・地域・発行体といった観点から、ポートフォリオの分散化も図っている。これは、ある特定の地域や業種における経済の低迷が、保証ポートフォリオ全体にもたらし得るマイナスの影響を最小化するためである。図表27は、標準的なモノライン保険会社のポートフォリオ構成を、地域及びセクター別に示したものである。

また、モノライン保険会社はシングル・リスクに対する管理を行っている。因みに、MBIAの保証ポートフォリオ（2003年12月末、5,410億ドル）のうち、地方債分野で上位10社（合計）の占めるシェアは4.4%（236億ドル）、ストラクチャード・ファイナンス分野で上位10社（合計）の占めるシェアは4.0%（215億ドル）である。また、図表28は、MBIAの国別保証ポートフォリオを示しており、上位10カ国（合計）の占めるシェアは7.2%である。同社では、各国特有の事情（法務面、政治経済状況、資本市場の発達水準、為替リスク等）を折り込んだ上で、保証ポートフォリオのリスク分析・管理を行っているとのことである。

図表27．保証ポートフォリオの地域／セクター別分布



出所：Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004

図表28．MBIA 米国外保証ポートフォリオ（2003年12月末）の上位10国

格付	正味保証残高 (百万ドル)	正味保証残高シェア(%)	
		米国外	トータル
イギリス	トリプルA	12,950	14.2 2.4
ドイツ	トリプルA	10,320	11.3 1.9
オーストラリア	トリプルA	4,297	4.7 0.8
イタリア	ダブルA	2,567	2.8 0.5
日本	ダブルA-	1,928	2.1 0.4
フランス	トリプルA	1,772	1.9 0.3
ポルトガル	ダブルA	1,445	1.6 0.3
メキシコ	トリプルB-	1,217	1.3 0.2
チリ	シングルA-	1,032	1.1 0.2
ブラジル	シングルB+	1,014	1.1 0.2
合計		38,542	42.1 7.2

出所：MBIA プレゼンテーション資料

さらに、モノライン保険会社は、自社の保証ポートフォリオに関して、地域・業種間の相関性等も折り込んだ上、極端な経済的ストレス状況も含めて様々なシナリオを想定したシミュレーション分析を

定期的に実施しており、保証ポートフォリオの分散化をプロアクティブに行っていると言える¹⁷。

(3) 保証ポートフォリオに対するモニタリング

モノライン保険会社は、保証引受を審査する部門とは別に、保証引受後の保証ポートフォリオの監視・モニタリングを専門に行う部門を有しており、保証ポートフォリオのリスク管理を実践している。モニタリング部門のスタッフは、その分野での経験を有する専門スタッフから構成されている。モニタリング部門は、個別案件に対する保証引受審査プロセスにおいて、同一或いは同様の発行体の過去のクレジット・パフォーマンスについてフィードバックを行ったり、デューディリジェンス時の現地実査に同行したりすることもあるという点で、実際には保証引受前のステージから機能している。そして、保証引受後は、保証ポートフォリオのパフォーマンスをモニタリングし、担保¹⁸等による信用補充の水準やコバナンツのトリガー条項等についてチェックしている。そして、同部門の評価に基づいて、個別案件に対する内部格付が定期的にアップデートされる。同部門の重要な役割は、個別案件のクレジット悪化の兆候を早期にキャッチすることであり、これにより、モノライン保険会社は早い段階でクレジット改善のための対処案を検討し実行することが可能となる。

(4) 社内体制

これまで述べてきたポイントは、社内に高度なノウハウ・豊富な経験を有した人材が蓄積され、経営陣が適切なマネジメントを行い、しっかりした社内組織体制が整っているといった条件が揃って初めて実現できるものと言えよう。

以下の説明は、業界最大手 MBIA の Form 10-K 等を参照したものであり、モノライン保険会社における保証引受の審査体制、保証ポートフォリオのリスク管理体制等を理解する上で参考となる。

✓ 保証引受プロセス

MBIA のグローバルな保証引受業務は、グローバル公的ファイナンス・チーム (Global Public Finance Division)、グローバル・ストラクチャード・ファイナンス・チーム (Global Structured Finance Division)、リスク管理チーム (Risk Management Division)、保証ポートフォリオ管理チーム (Insured Portfolio Management Division) によって実行される。米国外の保証案件については、それぞれのチームが国際チーム (International Division) と協調しながら進められる。グローバル公的ファイナンス・チームは、特定の対象事業カテゴリーに関して、リスク・ランキング・システムに基づき社内で規定される一定金額以下の案件に対しては、保証引受を決裁する権限を有している。社内で定められる保証引受ガイドラインが遵守されているかを確認するために、リスク管理チームは、グローバル公的ファイナンス・チームが決裁した保証案件について、モニタリング・定期的なレビューを行うとともに、対象案件のリスク・ランキングに応じて、保証引受決定プロセスに直接参加する。規模が大きかったり、複雑であったり、ユニークな案件に関しては、保証引受の決裁は、部門案件審査会によって行われる。同審査会のメンバーは、グローバル公的ファイナンス・チーム、リスク管理チーム、保証ポートフォリオ管理チーム、財務チーム、法務チームの上級スタッフによって構成される。さらに引受判断が難しい案件については、3段階の審査会の中で最も上位にある最高案件審査会 (Executive Risk Committee) にて審議される。最高案件審査会は、CEO、COO、CRO (Chief Risk Officer)、CFO に加えて、公的ファイナンス/ストラクチャード・ファイナンス/国際/保証ポートフォ

¹⁷ Barclays Capital は、その MBIA に関するレポートの中で、「MBIA はクレジット・ポートフォリオをアクティブ運用して、クレジット・リスクを「バイ・アンド・ホールド」する長期投資家である」とコメントしている。

¹⁸ ストラクチャード・ファイナンス案件の場合、原資産を担保に取ることが一般的。また、地方債案件の場合は、ヘルスケア分野等の例外を除いて、担保を取っていないケースが殆どである。但し、一般財源保証債の場合、モノライン保険会社は究極的には、徴税権を地方自治体に対して発動することが可能な様である。

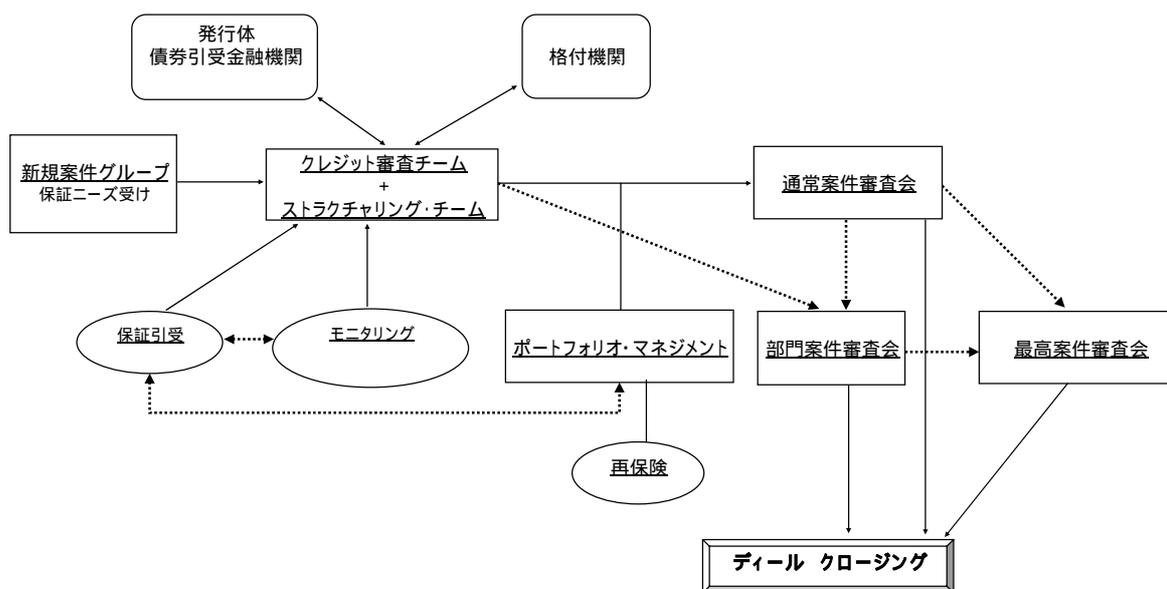
リオ管理チームのそれぞれのヘッド、及び、公的ファイナンス/ストラクチャード・ファイナンスのヘッド・クレジット・オフィサー（head credit officer）から構成される。

グローバル・ストラクチャード・ファイナンス・チームの案件は全て、2段階の承認プロセスを経る。最初の段階では、案件の内容に応じたビジネス・ユニットが、リスク管理チームの担当者とともに、スクリーニング、クレジット・レビュー、ストラクチャリングを行う。そして、次の段階では、ビジネス・ユニットのヘッド、リスク管理チームの担当者、及び、リスク管理チーム若しくは保証ポートフォリオ管理チームから選出される担当者の3人で構成される案件審査会によって、最終レビューとクレジット/ストラクチャーが審査され承認される。公的ファイナンス案件と同様、個別案件の規模、複雑性等に応じて、決裁レベルが、部門案件審査会、最高案件審査会と上がっていくことになる。

収入保証料水準については、各ビジネス・ユニットとビジネス分析グループ（Business Analysis Group）から構成される、プライシング委員会によって設定される。

図表29は、MBIAにおける保証引受決定フローをイメージ化したものである。保証引受プロセスは、上述した社内プロセスに加えて、発行体、債券引受金融機関（投資銀行）、格付機関との間で緊密に連携しながら進められる。

図表29 . MBIAにおける保証引受決定フロー図



出所：MBIA プレゼンテーション資料より作成

✓ リスク管理

MBIAのリスク管理に関する方針は、最高案件審査会によって決定される。最高案件審査会は、少なくとも年1回、クレジット・リスク、マーケット・リスク、流動性リスクの計測・管理のための社内システムをレビューし、承認する。最高案件審査会の議長はMBIAのリスク管理チームのヘッドでもあり、このリスク管理チームが、保証引受ガイドライン、保証ポートフォリオの分散化に関する方針の作成を担当している。保証引受ガイドラインに含まれる項目としては、公的ファイナンス分野では、経済・社会トレンド、財政管理、キャッシュフロー水準、リーガル・ストラクチャー、担保条項、損失力バレッジの水準、対象プロジェクトのフィージビリティ等である。また、ストラクチャード・ファイナンス分野では、原資産の売り手/サービサーのクレジットとオペレーション・クオリティー、対象資産プールの過去のパフォーマンス及び今後の見込み、ストラクチャーの安定度、キャッシュフロー分析（シナリオ分析やモン

テカルロ分析による感度分析)、ファースト・ロス・プロテクション(複数の信用リスクからなるプールから生じる最初の何パーセントかの損失に関するプロテクション)のサイズと源泉、財務コベナント等である。さらに、米国外の案件においては、カントリー・リスクが評価対象となる。リスク管理グループの中には、他にいくつかのユニットがある。クレジット審査グループは、原資産の売り手/サービサー、債務者、信用状/スワップ/その他流動性ファシリティのカウンターパーティー等の形で取引関係にある、事業会社や金融機関に対するエクスポージャーを分析・モニタリングし、こうした事業会社・金融機関との条件設定やエクスポージャーの上限等に関してアドバイスを行う。ポートフォリオ管理グループは、MBIA の保証ポートフォリオについて、様々な計量ツールを用いて、分散度合、クレジット・クオリティー、流動性、その他ポートフォリオの特性等を分析し、リスク集中度や自己資本の必要水準に関するガイドラインを作成する。ポートフォリオ管理グループはまた、債務者、国、原資産の売り手/サービサー等、取引先毎のエクスポージャーをモニタリングし、シングル・リスクのインパクトを最小化するように努める。計量分析グループは、個別保証案件に関して経済的ストレス状況が与える影響をテスト・計測し、マーケット・リスク・グループは、金融保証業務に内包されるマーケット・リスクのエクスポージャーや、資産運用業務に関わるマーケット・リスクを計測・評価する。

✓ 保証ポートフォリオ管理

MBIA の保証ポートフォリオ管理チームは、同社保証ポートフォリオのモニタリングを行っている。同チームの第1の機能は、個別案件のクレジット・クオリティーの悪化や、保証ポートフォリオにネガティブに影響し得る経済・政治環境の変化等を検出することである。こうした事象が検出された場合、同チームは、発行体、債券受託会社、弁護士、サービサー、引受金融機関等の関係者ととも、デフォルト発生の可能性を最小化すべく、問題の改善・解決を試みる。同チームは、リスク管理チームと保証対象分野別のビジネス・ユニットと協同して、個別案件のパフォーマンスやクレジット・リスク変数を分析する。

MBIA は通常、発行体や債券受託会社に対して、財務情報や原資産に関する情報を、同社保証ポートフォリオ管理チームに提出するよう求める。これらの情報をレビューすることで何らかの問題(業績低迷、コベナント違反、訴訟の発生等)が発見された場合、即座に詳細な調査が行われ、考え得る対応策が検討される。同チームはまた、経済情勢一般、国・地方の財政事情等もモニタリングしており、それらが発行体に与え得る影響について評価している。

保証引受審査プロセスにおいて、各保証案件に対して内部格付が付与されるが、各案件は、リスクの種類、内部格付、事業のパフォーマンス等に応じて定められた頻度により、保証ポートフォリオ管理チームによってモニタリングされる。財務状況の悪化、経済環境の低迷、訴訟の発生、コベナント違反等に至った案件については、レビュー・リストに載せられ、問題の内容に応じて定められた頻度で、定期的に詳細な調査が実施される。詳細な調査は、財務諸表分析に加えて、ストラクチャード・ファイナンス案件については、原資産及びサービサーのパフォーマンス、キャッシュフロー分析にフォーカスが置かれることとなり、必要に応じて現地実査やマネジメント・ミーティング等も行われる。

これまで述べてきた、厳格・保守的な保証引受基準、保証ポートフォリオの分散化とモニタリング体制により、モノライン保険会社のトラック・レコードは概ね良好であると評価されている。Merrill Lynch によれば、モノライン保険業界の過去 32 年の歴史の中で大きな損失が生じた案件は、僅か 6 件のみとのことである¹⁹。また、MBIA については、1974 年の設立から 2002 年 9 月末までの 30 年弱

¹⁹ Merrill Lynch “Assured Guaranty Ltd” June 2, 2004

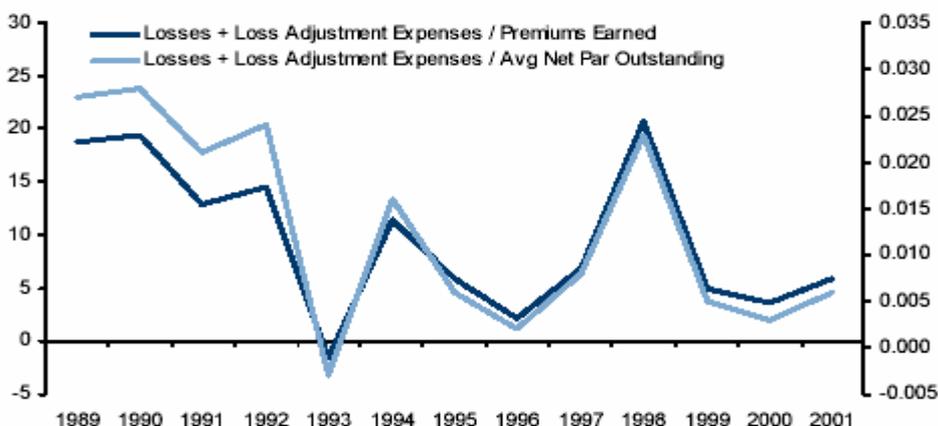
大きな損失が生じた案件 6 件は、以下の通り。

Washington Public Power Supply System : 第 4 章に記載。

の間に、80,462 件の案件に対して保証を付与し、保証した元利金合計金額は 1 兆 4,700 億ドルに上るが、この間に計上した損失の合計金額は 3.86 億ドルで、全体のわずか 0.03%に過ぎないとのことである²⁰。

図表 3 0 は、大手 4 社の損失比率の推移を示したものである。近年は、1998 年に MBIA が大きな損失（脚注 19）を計上したことにより損失比率が一時的に悪化（上昇）している以外は、安定して推移しており、1995-2001 年の平均値は対収入保証料比で 7%、対正味保証残高比で 0.007%である。因みに、国内損保最大手の東京海上（現東京海上日動）の正味損害率（＝（正味支払保険金＋損害調査費）／正味収入保険料）は、2002 年度 52.3%、2003 年度 53.0%であり、単純な比較は適当でないものの、モノライン保険会社の損失比率の水準の低さが窺える。

図表 3 0 . モノライン保険会社大手 4 社の損失比率推移（％）



注：青線は、（損失・損失関連経費）／収入保証料 で左軸に対応、水色線は、（損失・損失関連経費）／正味保証残高 で右軸に対応している。尚、2001 年の数字は上半期のみ。

出所：Barclays Capital “Unwrapping the Wrappers”

（ 5 ）十分な流動性の維持

モノライン保険会社のリスク管理において、十分な流動性を維持することは重要である。極端な経済的ストレス状況により短期間に複数のデフォルトが連続して発生した場合でも、投資家に対する保険金支払に迅速に対応できるよう、モノライン保険会社は保証ポートフォリオのリスクに見合った流動性を確保しておく必要があるからである。

流動性維持のためにモノライン保険会社が取るアプローチは、流動性エクスポージャーの大きい案件

Industrial revenue bonds for hotel and office properties：1980 年代後半、Ambac は、南東部の 4 つのホテルとオフィスビルに関わる industrial revenue bond の保証に関連して、107 百万ドルの損失を計上した。

商業モーゲージ：FSA は、1991、1992 年、1993 年前半で、商業モーゲージの証券化商品 3 件に対する保証に関連して、合計 100 百万ドルを超える損失を計上した。

Allegheny Health, Education and Research Foundation：MBIA は、それまで粉飾決算をしていたフィラデルフィアの病院グループが 1998 年に破産したことを受け、170 百万ドルの損失を計上した。

Commercial Financial Services：未回収で損失処理された（charged-off）クレジット・カード債権の買い取りを行う Commercial Financial Services が、これらを証券化して 200 百万ドルの債券を発行した。この債券は Commercial Guaranty Assurance によって保証され、その 75%を Capital Re が再保証したが、かかる金融保証取引に伴い Capital Re は大きな損失を計上した。

Conseco manufactured housing：Radian Asset Assurance は、Conseco がオリジネートしたプレハブ住宅の証券化に関連して、111 百万ドルの損失を計上した。

²⁰ Barclays Capital “MBIA Insurance Corporation” December 2, 2002

を回避し、且つ、耐久性のある流動性原資を確保するというものである。具体的には：

- ・デフォルト発生時に繰上償還義務を負うような内容の契約は締結しない
 - ・余剰資金は主として、高格付けで流動性のある固定利付債に投資する
 - ・全ての流動性原資は、今後複数年間に亘ってアクセス可能なものとし、カウンターパーティーの格下げ等によってアクセス不可になるようなものは避ける
 - ・外部借入は長期性資金とし、コマーシャル・ペーパーによる調達を行わない
 - ・ソフト・キャピタルを活用する
 - ・償還スケジュールが期限一括償還の債券は極力回避する
- 等が挙げられる。

✓ ソフト・キャピタルの活用

モノライン保険会社は、経済的ストレス下での損失発生に対するプロテクションとして、ソフト・キャピタルと呼ばれる第三者との契約上の様々な取り決めを行っている。ソフト・キャピタルは、モノライン保険会社にとっての保険金支払原資の一つであり、自己資本を補完するものとして位置付けられるが、実際には、「銀行に預けられた現金」が準備されている訳ではなく、第三者が将来に亘って契約上の義務を履行する意志と能力があるかどうか依存することになる。ソフト・キャピタルは、会計上の自己資本であるハード・キャピタルと対比される概念である。

ソフト・キャピタルの一般的な形態としては、銀行団によって提供されるノンリコースのクレジット・ラインや信用状が挙げられる。こうしたファシリティは、特定の保証ポートフォリオについて、損失額が一定の水準を超えた場合に発動されるものであり、通常はノンリコースであるので、銀行に対する返済資金は、特定の保証ポートフォリオから発生するキャッシュのみとなる。期間は複数年に亘って設定されることが一般的で、期限到来とともに更新されることもある。この種のソフト・キャピタルの利点は、ノンリコースであり、複数年に亘ってアクセス可能であることだが、問題点として挙げられるのは、銀行の戦略変更によって契約更新を拒否されたり、銀行の格付けが下がることによって保険金支払原資への計上基準が引き下げられるリスクがあることである。加えて、極度の経済的ストレス状況下には、銀行がモノライン保険会社に対して資金を供給できないといった事態も想定される。親会社による増資へのコミットメントも、ソフト・キャピタルの一形態である。この種のソフト・キャピタルの利点は、モノライン保険会社が親会社から資金を引き出せるタイミングに関する制限がないことや、子会社（＝モノライン保険会社）の経営状態を良好に維持しようという親会社のインタレストが強いこと等であるが、問題点としては、将来における親会社の資金供給余力が担保されていないことである。

これらソフト・キャピタルの問題点を補完するものとして、モノライン保険会社が近年交わしている新しい種類の取り決めが、資本市場からの偶発資本（Contingent Capital）の調達である。具体例として、Ambac が Merrill Lynch のアレンジによって発行した、資産担保資本コミットメント証券（Asset-Backed Capital Commitment Securities）が挙げられる。この証券発行による調達資金 400 百万ドルは、Ambac が将来任意に発行できる優先株の購入資金プールとなり、それ迄は高格付けのコマーシャル・ペーパーに投資され運用される。この証券の特徴として、期限が無期限であること（通常のソフト・キャピタルは一定期間後に更改するスタイル）Ambac が資金を引き出せる時期について制限が課されていないこと（通常のソフト・キャピタルは「損失額がある一定水準を超えた場合」といった条件が付される）Ambac の全保証ポートフォリオを原資産にしていること、資金プールという形態なので第三者による契約義務履行意志・能力に左右されず資金を引き出せること、が挙げられる²¹。

図表 3 1 は、モノライン保険会社・再保険会社計 13 社の保険金支払原資の内訳を示したものである。偶発資本は、2001 年に最初に導入されて以降、2003 年末には 16 億ドルにのぼっており、既存のソ

²¹ Standard & Poor's "Bond Insurers Finalize Innovative Agreements to Raise Contingent Capital" March 25, 2002

フト・キャピタルを代替するものとしての位置付けが高まってきている。

図表 3 1 . 保険金支払原資の内訳

(単位:百万ドル)

	2002年末		2003年末	
法定自己資本	15,814.9	49.6%	17,969.9	48.7%
未経過収入保証料	8,136.8	25.5%	9,758.9	26.5%
年間収入保証料の現在価値	4,300.7	13.5%	5,557.2	15.1%
ソフト・キャピタル				
偶発資本	1,000.0	3.1%	1,600.0	4.3%
ストップロス再保険*	705.9	2.2%	141.3	0.4%
親会社による増資コミットメント	580.0	1.8%	367.2	1.0%
信用状/クレジット・ライン	1,360.0	4.3%	1,485.0	4.0%
合計	31,898.3	100.0%	36,879.5	100.0%

*: ストップロス再保険: 契約時に定めたある一定額以上の損害のみを対象とした再保険で、年間の累積損害額がある一定額以上になった時に、再保険金が支払われる。

出所: Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004

(6) 再保険の活用

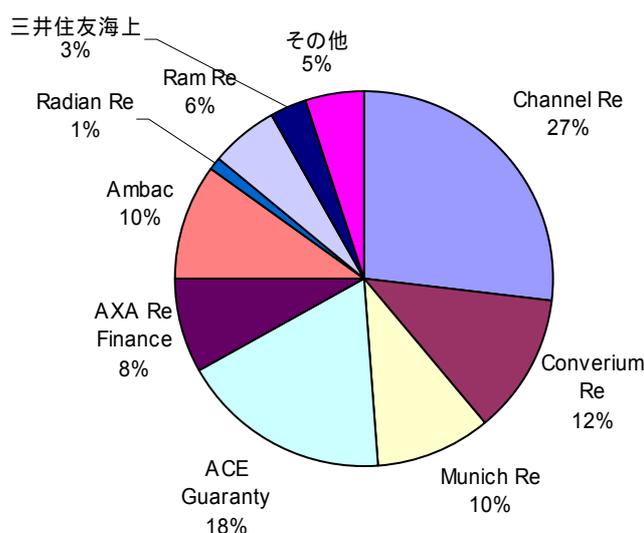
モノライン保険会社は、自社の保証ポートフォリオのリスク管理手段の一つとして、再保険を活用している。再保険契約を通じて保証ポートフォリオのリスクを再保険会社に移転することにより、モノライン保険会社は、保証ポートフォリオのシングル・リスクやリスク総量を軽減し、保証余力を増加させたり、格付会社や規制当局による自己資本規制をクリアすることが可能となる。金融保証の再保険は、モノライン再保険会社 (Radian Re、XL Financial Assurance、RAM Re、Channel Re が大手) に加えて、マルチライン保険会社 (Converium Re、Munich Re、AXA Re Finance、国内大手損保会社等) や、モノライン保険会社も一部手掛けている。AFGI によれば、モノライン保険会社の保証ポートフォリオ全体の約 18% が再保険に出再されており、その半分はモノライン再保険会社が、残りの半分はマルチライン保険会社が引き受けているとのことである。

モノライン再保険会社は、1980 年代中・後半にかけてモノライン保険会社の業務が拡大し保証残高が増加する中で、モノライン保険会社に対して再保険会社の自己資本を利用してもらう (incremental capital provider) という量的補完機能を果たすことから始まった。近時は、モノライン保険会社の自己資本の蓄積が進んだこともあり、彼らの保証ポートフォリオのリスク分散・移転という質的補完機能が主な役割となってきた。再保険会社の役割が、モノライン保険会社の自己資本の量的補完から質的補完へ変化する中、再保険会社が引き受けるポートフォリオはクレジット・クオリティーが低い (= リスクが高い) ものとなる傾向にある。また、再保険会社自らがプロアクティブにポートフォリオの分散化を進めることが難しく、さらに、モノライン保険業界の様に参入障壁が高くないので同業社間の競争が激しく利益率も低くなるといった状況が生じることとなった。こうした中、Standard & Poor's は 2002 年、モノライン再保険業界に対する見通しをネガティブに修正し、再保険会社大手 Radian Reinsurance の格付をトリプル A からダブル A に格下げした。

格付会社がモノライン保険会社の適性自己資本水準を計算・評価する際には、モノライン保険会社の保証ポートフォリオのリスクの一部を引き受けている再保険会社のクレジットも係数の一つとして折り込まれることから、上述の状況変化を受けて、モノライン保険会社による再保険の活用のあり方は見直されつつある様である。大手 4 社の 2002 年、2003 年の総保証引受元本のうち再保険会社に出再した金額の割合を試算すると、Ambac の (8.8% 11.1%) を除き、MBIA (19.4% 11.0%)、FSA (23.0% 19.3%)、FGIC (8.3% 2.0%) と減少している (Appendix3 の各社の経営・財務指標の表 A)。一方で、モノライン保険会社の保証ポートフォリオのリスク管理にとって、再保険が果たす機能は引き続き重要とも位置付けられており、例えば MBIA は、再保険会社に対する直接的な関与を強めている。同社は 2003 年、モノライン再保険会社 RAM Reinsurance に対して増資を行い、RAM Reinsurance

の資本増強をサポートしていることに加えて、他のマルチライン再保険会社等と共同でトリプルA格付を有するモノライン再保険会社 Channel Reinsurance を設立し、既存の再保険会社から Channel Reinsurance に対して再保険ポートフォリオを移転する²²ことで、同社の適性自己資本水準の改善を実現している。因みに、MBIA は、2004 年 3 月末時点で 1,044 億ドル相当の保証ポートフォリオを再保険会社に出再しており（同時点での正味保証残高は 5,392 億ドル）図表 3 2 はその再保険会社別シェアを示したものであるが、同社が再保険会社へのエクスポージャーを分散させていることが窺える。

図表 3 2 . MBIA 再保険残高の再保険会社別シェア（2004 年 3 月末）



出所：MBIA プレゼンテーション資料

（7）適正なプライシング

保険金支払原資となる自己資本を健全なレベルに維持していく上では、十分な利益を生み出す水準に保証料を設定するという、適正なプライシングが重要となる。保証料のプライシングは、案件のタイプ、評価されたリスクの大きさに基づいて決められる。具体的には、保証期間、ストラクチャー、クレジット・ファクター（担保やその他の信用補完措置を含む）、マーケット・ファクター等が勘案される。さらに、モノライン保険会社にとってのコストと予想収益、類似案件における保証付き債券と保証無し債券のスプレッド差が検討された後、マーケットの金利環境を反映した水準に最終的に確定される。一般に、低金利環境下では異なるクレジット間のスプレッド幅が縮小するため、保証料水準は相対的に低くなる傾向にある。

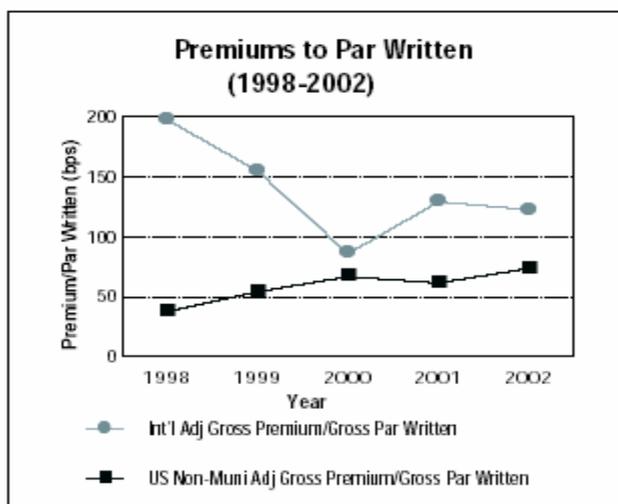
プライシングに関するリスクは、業界内での保証引受競争が激化し、アグレッシブなプライシングを行う新規参入企業が出現したり、各社が利益よりマーケットシェアの維持を優先したりする場合に、顕在化することになる。

図表 3 3 は、1998-2002 年のモノライン保険業界全体の収入保証料水準（収入保証料 / 保証引受元本）について、米国内の地方債以外のセクターと米国外マーケットとに分けて、その推移を示したものである。保証料水準は、米国内では安定的に推移しており、モノライン保険会社がプライシングに関する規律を保持していることが窺える。また、米国外案件の収入保証料率は米国内を大きく上回ってお

²² モノライン保険会社と再保険会社の契約には通常、格付に関するトリガー条項が含まれており、モノライン保険会社は、再保険会社の格下げがあった場合、再保険契約を解除する、若しくは、契約条件を見直すことのできるオプションを有している。

り、モノライン保険会社の収益に貢献しているものと思料され、彼らが米国外での保証引受の強化を図る理由の主因として考えられる。

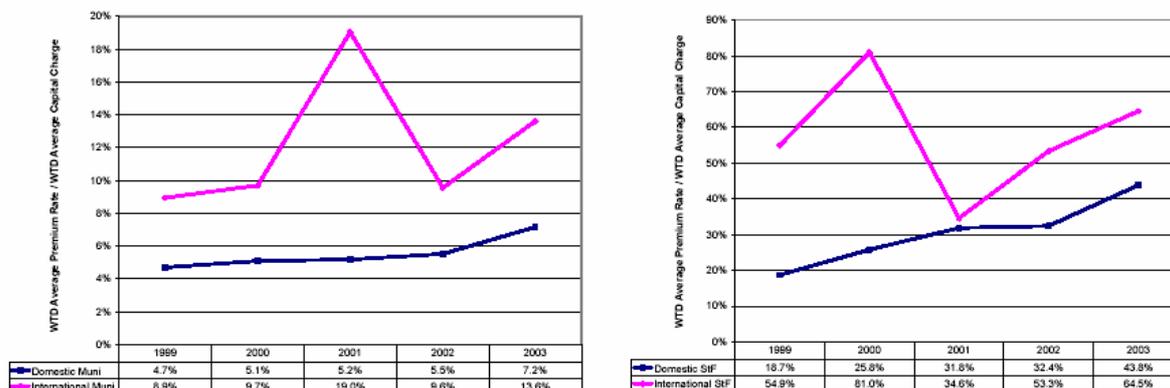
図表 3 3 . モノライン保険会社の収入保証料水準



出所：Moody's "Financial Guaranty Industry Outlook" May 2003

図表 3 4 は、MBIA の収益性比率 (Profitability Ratio = 加重平均保証料率 / 加重平均キャピタル・チャージ²³) の推移を、公的ファイナンス、ストラクチャード・ファイナンス別に示したものである。ストラクチャード・ファイナンスの収益性は公的ファイナンスを大きく上回っていることに加えて、図表 3 3 と同様、米国外案件の収益性は米国内を上回って推移している。

図表 3 4 . MBIA の収益性比率の推移



注：左図は公的ファイナンス・セクターで、赤線が米国外、青線が米国内案件、
右図はストラクチャード・ファイナンス・セクターで、同じく赤線が米国外、青線が米国内案件の収益性比率を示す。

出所：MBIA プレゼンテーション資料 (Standard & Poor's が作成)

²³ キャピタル・チャージは、デフォルトの発生頻度(厳しい景気後退局面におけるデフォルトの相対的発生頻度を含む) と、想定される損失の大きさ (相対的な期間と規模) を考慮した期待損失に基づいて、ポートフォリオのリスクを測定した指標。

(8) 関連事業への展開

モノライン保険会社は、金融保証業務で培った専門的ノウハウを活用し、子会社やグループ会社を通じて、資産運用業務や金融サービス提供業務といった関連分野への事業展開を行っており、収益源の多角化を図っている。例えば、MBIA は、機関投資家や地方自治体向けに資産運用サービス、キャッシュマネジメント等を提供する MBIA Asset Management、地方自治体向けに情報開示、監査、回収、情報サービス等を提供する MBIA MuniServices Company をグループ会社として有している。

2. 格付会社によるモニタリング

Moody's、Standard & Poor's、Fitch といった格付会社は、モノライン保険業界において非常に重要な役割を果たしている。モノライン保険会社にとって、格付会社から取得するトリプル A 格付が、金融保証保険業務を継続していく上で必要不可欠な要素であるからであり、また、投資家から見れば、モノライン保険会社の格付が、投資の安全性を計る基準となるからである。格付会社は、モノライン保険各社の健全性等を計る指標を作成・評価して彼らに格付を付与するだけでなく、モノライン保険業界全体の健全性・信頼性を監視・チェックしており、実質的な規制機関の役割を果たしているとも言えよう。そして、モノライン保険会社は、自社の最高格付が損なわれることのないよう、格付会社との間で緊密な連携を図っている²⁴。

格付会社は、モノライン保険会社に対する格付評価や、保証対象債券に対するシャドー・レーティングの付与、保証付き債券に対する格付評価に加えて、モノライン保険業界全体の動向・トピックに関するリサーチも行っている。

以下では、主要格付会社のうち、Standard & Poor's (以下、S&P) 及び Moody's によるモノライン保険会社の主な評価項目を中心に、紹介・説明していくこととしたい。

(1) S&P による評価項目

➤ セーフティー・マージン

S&P は、モノライン保険会社への格付付与に際して、様々な定性的・定量的な評価項目を分析しているが、それらの中で最も重要な指標は、セーフティー・マージンであろう。セーフティー・マージンとは、保証ポートフォリオのリスクに見合った資本の充実度 (capital adequacy) を示すものであり、理論的に想定される経済的ワースト・ケース・シナリオが発生した時の損失額に対する保険金支払原資の割合である。セーフティー・マージンは倍数で表示され、例えばセーフティー・マージン 1.25 倍は、保険金支払原資見込み額が理論上の損失額を 25% 上回っていることを意味する。

S&P は、トリプル A 格付の要件として、セーフティー・マージンを 1.25 倍以上と設定している。因みに、ダブル A は 1.00 倍以上、シングル A は 0.80 倍以上となっている。図表 3 5 は、モノライン保険会社・再保険会社 12 社の 2003 年末のセーフティー・マージンを示したものである。尚、大手 4 社のセーフティー・マージンの近年の推移は、Appendix 3 の図表 D を参照されたい。

図表 3 5 . モノライン保険会社・再保険会社のセーフティー・マージン

Ambac	FGIC	FSA	MBIA	AGC	Radian Re	RAM Re	Radian Asse	ACA	XLCA	XLFA	CDC IXIS	業界平均
1.3-1.4	1.3-1.4	1.6-1.7	1.5-1.6	1.3-1.4	1.3-1.4	1.3-1.4	1.1-1.2	0.8-0.9	1.8-1.9	1.2-1.3	1.8-1.9	1.4-1.5

出所：Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004

理論上の損失額を計算する際に用いられるのが、キャピタル・チャージという概念である。キャピタル・チャージは、デフォルトの発生頻度と想定される損失の大きさを考慮した期待損失に基づいて、ポートフォリオのリスクを測定したもので、保証対象セクター、原資産の種類、シャドー格付に応じて数値化される。分野毎のキャピタル・チャージを基に、ポートフォリオ全体の加重平均キャピタル・チャージが計算され、これを金額ベースで示したのが理論上の損失額である。図表 3 6 は、モノライン保険大手 4 社及び業界平均のキャピタル・チャージの推移を、公的ファイナンス・セクター、資産担保証券セクター別に示したものである。全体としてキャピタル・チャージは低下傾向にあることから、保証ポートフォリオのリスクが低減してきていることが窺える。

²⁴ 『金融の情報通信革命』によれば、格付会社はモノライン保険会社に常駐し、モノライン保険会社がトリプル A 格付を常に維持できるよう様々な助言を行っている、とのことである。

図表36．モノライン保険大手4社及び業界平均のキャピタル・チャージの推移
 公的ファイナンス・セクターのキャピタル・チャージ(年間平均返済額に占める割合、%)

	業界平均	Ambac	FGIC	FSA	MBIA
2003	11.62	13.50	7.30	8.41	12.87
2002	11.58	13.33	7.20	8.89	12.81
2001	11.80	13.12	7.50	9.30	12.81
2000	12.02	13.10	8.65	10.10	13.24
1999	11.65	12.52	8.80	10.07	12.52
1998	12.07	12.20	11.90	9.90	12.70
1997	12.34	12.00	11.80	11.40	13.10
1996	13.00	13.30	12.50	11.50	12.70
1995	13.80	13.40	12.80	12.40	14.40
1994	14.00	13.70	13.10	12.70	14.80
1993	14.45	14.10	13.70	12.70	15.40
1992	14.50	14.50	13.90	12.40	15.30

資産担保証券セクターのキャピタル・チャージ(元本に占める割合、%)

	業界平均	Ambac	FGIC	FSA	MBIA
2003	1.90	1.69	2.50	0.96	2.24
2002	1.90	1.91	2.90	0.83	2.23
2001	2.06	2.20	2.63	0.90	2.11
2000	2.35	2.40	2.37	1.20	2.36
1999	2.67	2.72	3.70	1.45	2.84
1998	3.02	2.66	3.80	1.90	3.30
1997	3.03	2.70	3.10	2.30	3.40
1996	2.69	2.30	2.80	2.40	3.40
1995	2.20	1.90	2.30	2.00	3.10
1994	2.20	2.30	1.80	1.90	3.00
1993	2.00	N.A.	2.00	1.70	2.50
1992	2.00	N.A.	1.90	2.20	2.60

出所：Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004

セーフティー・マージンに加えて、S&P が評価する主な項目は、以下の通りである。

➤ 株主と自己資本

S&P によれば、モノライン保険会社のうち、新規参入企業或いはまだ事業基盤が確立していない企業については、その株主は高い格付を有しており、モノライン保険事業に対して長期にコミットすることを表明している、規模の大きい会社であることが望ましいとしている。資本構成については、負債ゼロ・資本金 100%であることが理想だが、負債がある場合でも、債権者が株主でもあり、債権者・株主が共通の利害を有していることが望ましいとしている。尚、個人や複数の株主がいる場合でも、持株比率が低い水準に限定されている限りは、ネガティブな要素にはならないとのことである。

一方、事業基盤が既に確立しているモノライン保険会社については、長期のしっかりした資本政策がある限り、株主の属性についての要件はなく、公開企業で複数の株主がいることも問題ないとしている。また、外部借入については、親会社の資本構成の 15～20%程度の範囲に収まれば、問題ないとしている。

S&P は、新規参入のモノライン保険会社がトリプル A 格付を取得するための最低自己資本要件を、300 百万ドル以上としている。300 百万ドルの内訳に、偶発資本 (Contingent capital) が含まれても問題ないが、その構成は全体の 1 / 3 以下でなければならない。株主による増資のコミットメントは、シングル A 以上の格付を有する株主からの部分のみが評価対象とされ、その格付に応じて自己資本への算入比率が異なる (株主の格付がトリプル A : 100%、ダブル A : 70%、シングル A : 50%、トリプル B 以下 : 0%)。

このトリプル A 取得のための最低自己資本要件をクリアできるだけの資本力を有する企業は非常に限定されることから、モノライン保険業界の実質的な参入障壁となっている。

➤ 経営陣

S&P は、モノライン保険業界、クレジット審査業務、資本市場において経営陣が有する経験を評価対象としている。保証引受のオペレーションや保証ポートフォリオのモニタリングに関する経営陣の能力は、重要な要素となる。

➤ 保証ポートフォリオ

S&P は、定期的に保証ポートフォリオのモニタリングを行っており、ある特定の業種・地域・発行体に集中していないかどうかをチェックしたり、保証ポートフォリオのクレジットの悪化が見られる場合に追加資本手当があったかどうかを確認したりしている。

モノライン保険会社の保証ポートフォリオのうち、投資適格（トリプル B）未満の構成比について、ダブル A のモノライン保険会社の場合には 15%以下、シングル A の場合は地方債で 30%以下、それ以外で 25%以下の水準であることが要件となっている。

➤ ソフト・キャピタル

S&P は、保険金支払原資に占めるソフト・キャピタルの比率は 33%を超えないことが望ましいとしており、また、第三者（再保険会社、銀行、増資をコミットしている親会社等）の財務基盤や、特定の第三者に対する依存度合等も、評価の対象となる。

➤ 財務パフォーマンス

S&P は、収入保証料と資産運用益の質・水準・今後の見通しを、評価上の重要な項目としている。収入保証料が、必要資本コストとの比較で十分なリターンを生み出す水準に設定されているかどうか、モノライン保険会社のプライシング戦略がチェックされる。

保険金支払いの必要が生じた時のための流動性原資の水準と中身も評価対象とされる。

（ 2 ） Moody's による評価項目

Moody's もまた、定性的・定量的項目の分析を通じて、モノライン保険会社の評価を行っている。Moody's がフォーカスする項目としては、業界分析、フランチャイズ価値、マネジメント/ガバナンス、組織形態、保証引受方針、モノライン保険業務以外の事業内容、自己資本の充実度、収益性、流動性、保証ポートフォリオのクレジット・クオリティ、資産運用に関するリスク、親会社の財務状態等が挙げられる。

Moody's は、モノライン保険会社の保証ポートフォリオのリスクについて、保証ポートフォリオのクレジット・クオリティと格付毎のデフォルト確率・損失発生見込額、償還期間構造、分散度合とリスク集中度、モノライン保険会社の資本構造や資金調達余力、収益性等を分析し、様々な経済的ストレス・シナリオを想定して、評価を行っている。具体的には、Moody's は図表 37 に示す 5 つの指標を使っている。

図表37. Moody'sによる保証ポートフォリオのリスク指標

クレジット・クオリティ比率 (Credit Quality Ratio)	式：損失見込額 / 正味保証残高 概念：保証ポートフォリオに内包される平均損失見込額（現在価値）と正味保証残高の比率。この比率は、保証ポートフォリオの平均的なクレジット・クオリティを示すもので、保証対象セクター、格付分布等に影響される。
テイル・リスク比率 (Tail Risk Ratio)	式：信頼区間 99.9%損失見込額 / 正味保証残高 概念：信頼区間 99.9%の最大損失見込額（現在価値）と正味保証残高の比率。この比率は、ストレス・シナリオ（ワースト・ケース）時の損失見込額を示すもので、保証ポートフォリオのクレジット・クオリティ平均値、リスク集中度、相関リスク等に影響される。
分散比率 (Dispersion Ratio)	式：信頼区間 99.9%損失見込額 / 損失見込額 概念：信頼区間 99.9%の最大損失見込額と損失見込額の比率で、保証ポートフォリオにおけるシングル・リスクやリスク集中度のインパクトを計る。
ハード・キャピタル*比率 (Hard Capital Ratio)	式：ハード・キャピタル / 信頼区間 99.9%損失見込額 概念：ハード・キャピタルと信頼区間 99.9%の最大損失見込額との比率。モノライン保険会社が、ストレス・シナリオ時の損失に対して、ハード・キャピタルでどの程度カバーできるかを計るもの。
総資本**比率 (Total Capital Ratio)	式：総資本 / 信頼区間 99.99%損失見込額 概念：総資本と信頼区間 99.99%の最大損失見込額との比率。モノライン保険会社が、より高い信頼区間（99.99 - 99.9%）のストレス・シナリオ時の損失に対して、総資本でどの程度カバーできるかを計るもの。

*ハード・キャピタル：法定自己資本 + 未経過保証料積立金 + 損失準備金 + 分割払い保証料の割引現在価値の 85%

**総資本：ハード・キャピタル + ソフト・キャピタルの割引現在価値

出所：Moody's "Moody's Rating Methodology for Financial Guaranty Insurance Companies" December 2003

図表38は、これら5つの指標について、モノライン保険会社大手4社と業界平均の数字を示したものである。

図表38. 大手4社及び業界平均の保証ポートフォリオのリスク指標

	クレジット・クオリティ比率	テイル・リスク比率 (小さい方がベター)	分散比率 (小さい方がベター)	ハード・キャピタル比率 (大きい方がベター)	総資本比率 (大きい方がベター)
Ambac	38bps	124bps	3.24x	1.40x	1.38x
FGIC	16bps	67bps	4.10x	2.07x	1.93x
FSA	22bps	80bps	3.62x	1.54x	1.37x
MBIA	41bps	126bps	3.10x	1.42x	1.36x
業界平均*	33bps	110bps	3.34x	1.53x	1.45x

*：業界平均は、大手4社に、XLCA/XLFA、CDC IXIS、損保ジャパンを併せた数字。モノライン再保険会社は対象外。

出所：Moody's "Moody's Rating Methodology for Financial Guaranty Insurance Companies" December 2003

3. 監督当局による規制

米国では、保険業界を管轄する監督当局も、モノライン保険会社に対する規制を定めている。1980年代に金融保証保険業務が急成長した時、監督当局の関心は、モノライン保険会社の財務の健全性(保険金支払原資の水準等)や、マルチライン保険会社については、金融保証保険業務における損失が他の保険事業を含めた全社ベースの保険金支払余力に影響を与える可能性等に関してであった。こうした中、1989年にニューヨーク州保険庁により施行された保険法第69条(下ボックス参照)は、米国におけるモノライン保険業界に対する規制の基本形として位置付けられるものとなった。『金融の情報通信革命』は、保険法第69条の規制内容の中でも、モノライン規制と最低自己資本規制が重要であるとしている。モノライン規制は、金融保証保険事業のリスクが他事業へ伝搬することを遮断し、また、モノライン保険会社の業務・財務内容の透明性が増大することに貢献したものであり、最低自己資本規制は、それまで金融保証保険を提供していた相対的に財務基盤の弱いマルチライン保険会社を市場から退出することをもたらしたからである。

保険法第69条における主な規制内容

金融保証保険を提供する企業は、その業務範囲を金融保証保険とそれに関連する保険事業に限定する(いわゆる「モノライン規制」)。モノライン規制は、金融保証保険を行う事業体を分離して設立することを求めるものであり、金融保証保険業務に伴う巨大リスクから他の事業を隔離すること、金融保証保険の事業内容の透明性が増すことで当局による監督が行いやすくなること、また、投資家等が金融保証保険会社の信頼性を評価することがより容易になること等の効果をもたらすものである²⁵。因みに、金融保証再保険については、モノライン規制は適用されない。

金融保証保険を提供する企業は、事業免許を取得するために、最低株式資本250万ドル、最低剰余金7,250万ドルが必要となる。また、事業免許取得後は、契約者剰余金を6,500万ドル以上に維持しなければならない。

金融保証保険を提供する企業は、経済環境の悪化等から多額の損失が発生したような場合においても投資家を保護するという観点から、「異常危険準備金(contingency reserve)」という特別法定準備金を積み立てなければならない。異常危険準備金の水準は、収入保証料の50%か、正味保証残高(元本)に一定比率(保証対象のタイプに応じて0.55%~2.50%)をかけた金額、のどちらか大きい方である。その他、金融保証保険の提供企業は、ケース・バイ・ケースで損失・損失調整費用準備金や、未経過保証料準備金を積み立てることが義務付けられている。

金融保証保険を提供する企業には、シングル・リスク規制が課される。具体的には、資産担保証券の場合、ある一つの保証対象債券の(i)年間債務支払額の平均、若しくは、(ii)保証残高(元本)÷9、のどちらか小さい方が、剰余金勘定+異常危険準備金の10%を超えてはならない。また、地方債の場合、年間債務支払額(再保険額及び担保価額を差し引く)の平均は剰余金勘定+異常危険準備金の10%を超えてはならず、且つ、保証残高(再保険額及び担保価額を差し引く)は剰余金勘定+異常危険準備金の75%を超えてはならない。

また、金融保証保険会社には、リスク総量規制が課される。これによれば、保証債券の元利金残高(再保険額及び担保価額を差し引く)に一定比率(保証対象のタイプに応じて0.33%~4.0%)をかけた金額の総計が、剰余金勘定+異常危険準備金を超えてはならない。

²⁵ 堀内昭義編著『金融の情報通信革命』第三章 金融保証保険業務の発展、東洋経済新報社、1996年

第 4 章 . モノライン保険会社の具体事例

モノライン保険会社が参画しているプロジェクトは広範に亘っている。特に近年は、それまで主力だった地方債保証のウェイトが減り、ストラクチャード・ファイナンス案件や米国外案件への関与が増えてきており、例えば PFI (Private Finance Initiative) / PPP (Public Private Partnership) 案件は今後の戦略分野として位置付けられている。

本章では、Ambac 及び MBIA が参画した案件の事例をいくつか短く紹介し²⁶、各案件におけるモノライン保険会社の参画による主な効果に触れることで、モノライン保険会社の機能・役割を明示的に示すこととしたい。

1 . イギリス内務省 (Home Office) の PFI プロジェクト

Ambac は、イギリス内務省の新本部ビル建設・運営にかかる PFI プロジェクト (それまで環境省が使用していた建物の取り壊し、3,500 人のスタッフが働く内務省の新本部ビル建設、内務省新本部ビルのマネジメントとサービス (26 年間)) のために、特定目的会社 Annes Gate Property (HSBC Infrastructure Limited と Bouygues Construction 子会社によって設立) が発行した 274 百万ポンドの債券に対して、金融保証を提供した。債券は二つのトランシェから成り、一つが額面 174 百万ポンド、期間 28 年 (均等返済) のインデックスリンク債、もう一つが額面 100 百万ポンド、期間 29 年 (満期一括、額面 100 百万ポンドはコンセッション終了後²⁷の残存価額を反映) の固定利付債である。これらの二つのトランシェのスプレッドは、それぞれイギリス国債プラス 65bps、70bps で価格付けされた。この PFI 債券は、その規模の大きさと低い発行スプレッド等から、高い評価を受けている。(2003 年 2 月)

主な効果： 長期・低利の資金調達、投資家層の拡大、ストラクチャリングへの関与、英国 PFI 債券市場育成への寄与、等

2 . 韓国の生命保険会社 Samsung Life による住宅モーゲージ・ローンの証券化

韓国最大の生命保険会社である Samsung Life は、生命保険業務に加えて、住宅モーゲージ・ローンの貸付も行っている。自社の国外での知名度を上げるために、Samsung Life は、海外投資家向けに、住宅モーゲージ証券 (アセットは韓国国内) を発行することを決定した。クロスボーダーの住宅モーゲージ証券発行は初めてであったこともあり、同社はモノライン保険会社による金融保証の活用を選択した。

Ambac は、オリジネーターである Samsung Life の財務の健全性、住宅モーゲージのポートフォリオの内容について、入念な分析を行った。また、ディールの性格上、ストラクチャーとリーガル面での検討も重要であった。さらに、同社による欧米・アジアの機関投資家に対するロードショーもサポートを行った。

Samsung Life は、米ドル建ての額面 299.6 百万ドル、期間 20 年の金融保証付き住宅モーゲージ証券を発行した。ストラクチャーには、Samsung Life にとっての為替リスクをヘッジするため、米ドル / 韓国ウォンの 20 年の為替スワップも組み込まれている。(2002 年 12 月)

主な効果： 韓国初のクロスボーダーの住宅モーゲージ証券化への貢献 (モーゲージ証券化に関する Ambac の専門性を活用したストラクチャリング、ドキュメンテーションへの関与等) と韓国証券化市場育成への寄与、グローバルな投資家層への販売に貢献、等

3 . ロンドン地下鉄の PPP プロジェクト

ロンドン地下鉄は毎年 10 億人以上の乗客を運んでおり、ロンドンの交通インフラの中核となっている。ロンドン地下鉄は、かつては公的セクターにより所有・運営されていたが、継続的に発

²⁶ Ambac はウェブサイト、MBIA はプレゼンテーション資料を参照した。

²⁷ 事業主体が国から資産を借り受け、契約期間終了後に資産を国に返還する方式を、コンセッション方式という。

生ずる設備更新需要にかかる資金調達ニーズに対応し、これを効率的に進めていく上では、一部民間セクターの参画が必要であると政府は判断した。こうして、地下鉄オペレーションのマネジメントは公的セクターが、インフラや車両の維持更新は民間セクターがそれぞれ担当するという形の PPP が実施され、中央政府から予算を受ける政府機関 Transport of London が全体を取り仕切る形となった。インフラを担当する企業が路線に応じて 3 つ設立され、各企業は Transport of London との間で 30 年間のコンセッション契約を締結し、公的セクターから支払われる毎年のインフラ・サービス料金を活用して、乗客輸送能力の改善を目指すこととなった。

Jubilee、Northern、Piccadilly の 3 路線は、Bechtel Enterprise (エンジニアリング・建設大手のグループ会社) と英国の鉄道メンテナンス企業大手 2 社 (Jarvis と Amey) とによって設立された Tube Lines が担当することとなった。Tube Lines は当初、乗客輸送能力改善プランを実行するために、複数の銀行による 9 億ポンドのコミットメントと EIB (European Investment Bank) による 3 億ポンドのローン・コミットメント (合計 12 億ドル) を受けたが、その後、改善プランの実現のためには借入規模を増額する必要があると判断し、モノライン保険会社の金融保証を活用したコスト効果的な融資パッケージを再検討することとなった。Tube Lines は結果的に、20 行以上の銀行が参加する 18 億ポンドの融資パッケージを組成した。このうち、Ambac は商業銀行団による 6 億ポンドのローン (期間 18 年と 25 年) に対して金融保証を実施した。因みに、6.3 億ポンドは保証無しローン、3 億ポンドは EIB によるローン、残りの 2.7 億ポンドはスタンドバイ・ファンディングという構成である。Ambac によれば、このディールは、バーゼル 導入後の銀行ローンに対するモノライン保険会社の金融保証の可能性を考察する上でのモデルケースになるだろうとしている。本件ディールは、Project Finance Magazine 誌の 2002 年ヨーロッパ鉄道 PPP Deal of the Year に選ばれている。(2002 年 12 月)

Ambac はまた、Metronet コンソーシアム (WS Atkins、Balfour Beatty、SEEBBOARD、Thames Water、Bombardier 等から構成) がロンドン地下鉄 8 路線のインフラ取得・維持更新にかかる資金調達のために発行した 26.4 億ポンドの債券のうち、515 百万ポンドの担保付優先債券 (期間 30 年、350 百万ポンドは固定利付き債、165 百万ポンドはインデックスリンク債) に対して金融保証を行っている。このディールは、Project Finance 誌の 2003 年 European Project Bond Deal of the Year、及び、Corporate Finance Magazine 誌の 2003 年 Project Finance Deal of the Year に選ばれている。(2003 年 4 月)

主な効果： 大規模且つ長期の銀行借入の組成に貢献、参加銀行団の拡大、これらを通じた交通インフラの改善に寄与、等

4. イギリス民間病院の収入を原資産とした証券化プロジェクト

イギリスの大手民間病院オペレーターである General Health Group は、同社全体のキャッシュフローをベースとした事業の証券化 (whole business securitization) により、975 百万ポンドを調達した。調達資金は、2000 年 9 月の Morgan Stanley のブリッジ・ローンのリファイナンスに充てられた。債券は 6 つのトランシェから成り、Ambac は、350 百万ポンドの変動利付き債 (期間 8 年) と 150 百万ポンドの固定利付き債 (期間 17 年) に対して金融保証を行った。この資産担保証券の原資産は、患者からの診察料収入と、General Health Group が国内に有する 44 の病院等から成る価値 11 億ポンドの不動産である。(2001 年 8 月)

主な効果： 病院のキャッシュフローをベースとした資本市場からの長期の資金調達をサポート、ストラクチャリングへの関与、事業証券化市場育成への寄与、等

5. ラスベガス・モノレール・プロジェクト

ラスベガスのストリップ地区の交通混雑を解消するために、地元政府、地場観光業者らが中心となって、モノレール・システムの建設計画が策定され、プロジェクト主体であるラスベガス・モノレール会社は、レベニュー債の発行により、建設資金として 650 百万ドルを調達した。債券は 3 つのトランシェ (第 1 優先債：451 百万ドル、期間 28~39 年、第 2 優先債：149 百万ドル、

期間 22～39 年、劣後債：49 百万ドル) から成る。地元政府は、投資家層を拡大するために、本件プロジェクトの財務アドバイザー Salomon Smith Barney (現 Citigroup) の助言もあり、第 1 優先債を金融保証付き債券とすることとした。Ambac は、交通インフラ・プロジェクトに関する専門性を活用し、早期に金融保証を実行した。本件ディールは、Institutional Investor 誌の 2000 年 Public Finance Deal of the Year に選ばれている。(2000 年 9 月、プロジェクト概要は Appendix 5 を参照)

主な効果： 長期・低利の資金調達、投資家層の拡大、交通プロジェクトに関する専門性を活用したストラクチャリングへの関与、本件プロジェクトに対する地元における信頼度の向上、等

6. スペインの再ガス化 (regasification) 工場拡張プロジェクト

スペインでは、エネルギー源としての石油への依存を低め LNG の使用を高めるべく、LNG の再ガス化ターミナル施設の増設を進めている。この計画を円滑化するものとして、再ガス事業者 Bahia de Bizkaia Gas (BBG) が EIB (European Investment Bank) から融資を受けた 200 百万ユーロのローンに対して、MBIA は金融保証を提供した。再ガス化プラントのユーザー (兼補完的事業スポンサーであるバスク地方エネルギー局・近接する電力会社・BP 等) は、BBG との間で「再ガス化サービス契約」を締結し、彼らは BBG の設備費用とオペレーション費用をカバーする水準に設定されるガス・システム料金を支払うことになる。

保証引受を検討するに際して、MBIA は、建設計画の詳細、LNG の長期需要予測と将来のキャッシュフロー予測、日々のオペレーション、エネルギー関連の規制動向等について、詳細な調査を行った。EIB による融資を受けるために、MBIA は事業スポンサーとともに、プロジェクトが EIB の定める融資諸要件を満たすよう努めた。事業キャッシュフローの評価に際しては、当プロジェクトが一定以上の格付を受けられるよう、MBIA は事業スポンサー及び格付会社と緊密に連携した。債務償還スケジュールは、事業キャッシュフローとできるだけマッチするよう工夫された。MBIA の金融保証により、BBG は EIB から長期の効果的な資金調達を行うことができ、プロジェクト期中におけるリファイナンス・リスクを回避するとともに、プロジェクトの初期段階における収支改善 (投資家にとっては ROI (Return on Investment) の改善) を図ることができた。EIB にとっては、債権回収の安全性を高められることに加えて、MBIA が実施する継続的なモニタリングによるメリットを享受できることにつながる。(2003 年 3 月)

主な効果： 長期の資金調達と事業キャッシュフローに応じた償還スケジュールの実現、銀行 (EIB) の本件プロジェクトに対する信頼度の向上、ストラクチャリングへの関与、事業主体・銀行・格付会社間での利害調整のサポート、等

7. イギリス National Air Traffic Services (NATS、航空輸送サービス局) のリストラクチャリング

NATS は、イギリス国内の航空輸送管理サービスの独占的供給者であり、運輸省による事業認可を受けている。2001 年 7 月、PPP を通じた民間経営資源の活用を目的に、NATS の株式 49% がイギリス政府からエアライン企業・グループ (Airline Group、AG) に売却されており、AG は買収資金を、コベナンツ付きプロジェクト・ファイナンスにより銀行団から調達した。その後、米同時テロの発生により、NATS の収支が大幅に悪化したことを受け、NATS のオペレーションに対する銀行団のコントロールが強まり、設備投資資金の借入も出来ないような状況に陥った。こうした状況から脱却すべく、NATS の利害関係者 (銀行団、AG、政府、NATS のサービス利用者等) による協議がなされた結果、政府の追加出資に加えて、モノライン保証付き債券の発行により既存の銀行団によるローンを返済し、財務リストラクチャリングを行うこととなった。UBS が財務アドバイザーを、Barclays Capital が債券引受を、そして MBIA が金融保証を担当し、600 百万ポンド、期間 23 年の保証付き債券が発行された。これにより、NATS の財務上のフレキシビリティは高まり (事業キャッシュフローに応じた長期の償還スケジュールへ修正、金利コスト

の節減、銀行団が設定していたコベナンツ内容の緩和) NATS の事業運営は改善することとなった。MBIA は保証引受の審査に際して、航空輸送サービス事業にかかる規制内容の調査、事業計画やキャッシュフローの精査、経営陣とのミーティング、オペレーショナル・リスクに関する調査、財務リストラクチャリングの効果等をフォーカスしたとしている。(2003年11月)

尚、MBIA は、債券発行と既存借入金返済による財務リストラクチャリングの同様の事例として、イギリス水道事業会社の Anglian Water Services が発行した 10 億ポンドの債券に対する金融保証(2002年11月)や、ユーロトンネルが発行した 232 百万ポンド及び 365 百万ユーロの債券に対する金融保証等も手掛けている。

主な効果： 長期・低利の資金調達と事業キャッシュフローに応じた償還スケジュールの実現、既存銀行団との利害調整をサポート、PPP プロジェクトに関する専門性を活用したストラクチャリングへの関与、これらを通じた交通インフラ・サービスの改善に寄与、等

8 . FIFA (国際サッカー連盟) の営業権 (marketing rights) 債権を原資産とした証券化

FIFA は、ワールドカップ・サッカーを主催する組織である。FIFA は、2006 年ドイツで開催予定のワールドカップに関連して、15 のオフィシャル・スポンサーに対して、事前イベント(2003-2006年)やワールドカップにおける広告、共同開催に関する営業権 (marketing rights) を与えている。FIFA は、かかる営業権付与から得られる売上債権を原資産とした資産担保証券 265 百万ドル(償還期限 2006 年)を発行した。Credit Suisse First Boston がストラクチャーと債券引受を、MBIA が金融保証を担当した。MBIA は、FIFA のパフォーマンス・リスク、スポンサーのクレジット・リスク、ワールドカップのキャンセル・リスクに着目して、保証引受の審査を行った。(2004年6月)

主な効果： 有利な資金調達、新しいアイデアの証券化商品のストラクチャリングへの関与、投資家層の拡大、等

以上見てきた通り、モノライン保険会社は、個別案件の保証引受プロセスにおいて、プロジェクト審査やストラクチャリングに関する専門性を活用することに加えて、発行体、投資銀行、格付会社、政府や銀行といったプロジェクト関係者間のコミュニケーション、利害調整を促進するといった役割を担うこともあり、結果として、プロジェクト全体の信頼性を高め、事業主体の資金調達が長期・低利な条件で行われることをサポートし、投資家層を拡げることにも貢献していると言える。

第 章 . 考察

1 . 今後のモノライン保険業界の見通し

モノライン保険業界の過去 30 数年の歴史の中でも、ここ数年は大きな変化のあった期間として位置付けることができよう。保証対象分野の拡大と事業規模の急成長、新規参入企業による積極的な業務展開、再保険会社の役割の相対的低下等が、ここ数年の変化として挙げられよう。

それでは、今後のモノライン保険業界は、どのような見通しがなされているだろうか。ここでは、モノライン保険業界の今後の成長に影響を与え得るプラス要因とマイナス要因とを挙げてみる。

プラス要因として先ず挙げられるのが、資本市場のグローバルな発達であろう。資本市場のグローバルな発達とそこに参加する投資家層の拡大により、これまで米国で見られたように、金融保証に対するニーズは増大していくと考えられる。間接金融から直接金融へのシフトの中で証券化市場は引き続きグローバルに発展していくことが予想されており、そこでは投資選好・リスク許容度の多様な幅広い投資家が参加することになるであろうから、モノライン保険会社の金融保証が有する付加価値が活用されるフィールドは拡大していくであろう。公的ファイナンスの分野では、欧州・米国・日本において PFI/PPP 案件が増えてきており、モノライン保険会社がこれまで米国の公的ファイナンス案件で培ってきた専門性を活用できる分野は広がっていくであろう。図表 3 9 の MBIA の市場予測に示される通り、今後は、金融保証の市場浸透率が未だ小さい米国外、特に欧州・アジアにおける一層の市場の成長が期待されている。

図表 3 9 . MBIA による今後の市場成長率予測

	金融保証市場浸透率	3-5 年平均成長率
米国公的ファイナンス	45-55%	8-10%
米国ストラクチャード・ファイナンス	25-35%	10%代中盤
米国外公的ファイナンス	非常に小さい	20%以上
米国外資産担保証券	非常に小さい	20%以上

出所：MBIA プレゼンテーション資料

もう一つのプラス要因として、Basle の導入を挙げることができよう。新 BIS 規制である Basle は、金融機関のリスク感応度を高めた自己資本ルールの設定を目的としたものであり、現行規制との大きな変更点として、自己資本比率算定時における信用リスク・アセットの把握の精緻化が挙げられる。現行規制では、ある債権のリスク・ウェイトは、トリプル A 格付のモノライン保険会社による保証付きの場合でも 100%であったが、Basle では保証提供者のクレジットに応じたリスク・ウェイトに置き換えられることになり、20%が適用される予定である。従って、銀行にとっては、トリプル A 格付の金融保証を自己資本対策に活用するインセンティブが生じることも想定されよう²⁸。

一方、いくつかのマイナス要因も挙げられる。

先ずは、低金利環境におけるクレジット・スプレッドのタイト化である。低金利局面下においてクレジット・スプレッドが縮小すると、発行体にとっては、金融保証の利用に伴う調達金利の低下メリットよりも保証料の方が大きくなってしまふといった事態が生じ得ることから、また、投資家にとっては、投資の安全性より少しでも利回りの高い投資対象をを求めることを優先する傾向にあることから、金融保証のニーズが減退することにつながる。こうして保証料収入が減少し収益力が弱まった時、モノライン保険会社は、厳格・保守的な保証引受基準を緩和し、これまで手掛けてこなかったリスクの高い分野へ事業展開していくといった可能性も想定されよう。

競争環境の一層の激化も、マイナス要因として挙げられる。引受シェアを伸ばそうとする新規参入企業等は、アグレッシブなプライシングを戦略として採ってくる可能性があり、業界全体の収益性にネ

²⁸ “The Protection Business” *Structured Finance International* November/December 2003

ガティブなインパクトを与えることも想定されよう。

モノライン保険会社が相対的にリスクの高い分野での保証引受を拡大したり、或いは、保証引受の収益性が悪化することで、その財務の健全性がネガティブな影響を受ける様な事態になると、モノライン保険会社にとっての生命線である「トリプル A 格付の安定的な維持」が損なわれるリスクが生じることとなる。モノライン保険会社のトリプル A 格付の一旦格下げされると、レピュテーションの悪化がもたらすマイナスの影響は大きく、投資家にとっては投資の安全性に関する信頼感が失われることになり、また、発行体にとっては調達コストの削減や投資家層の拡大といった効果が縮小されることになること等から、格下げ後のモノライン保険会社にとっての事業環境は一層厳しい状況となるであろう。こうした場合、保証ポートフォリオの質の悪化 / 収益性の悪化 格下げリスクの顕在化 レピュテーション悪化に伴う保証ニーズの減少 保証ポートフォリオの質の悪化 / 収益性の悪化・・・という様な悪循環が加速する事態も想定され得るだろう。

これまでのモノライン保険業界の発展の歴史を振り返ると、モノライン保険各社は、地方債市場の拡大や米国内外での証券化市場の発展といった外部環境の変化に対応し、既存分野の強化と新分野への展開を成功裡に進めてきたと言える。この過程は、モノライン保険各社が、厳格・保守的な保証引受基準の維持によりトリプル A を維持しつつ、クレジット審査やストラクチャリングに関する専門性を活用し、金融保証保険を発行体・投資家・債券引受銀行にとって付加価値のあるプロダクトとして提供し続けてきたことにより実現されたものであろう。上述の様なリスク要因はありながらも、モノライン保険各社がこれまでの基本戦略とリスク管理方針を保持しつつ、今後の成長要因を積極的に捉えていくことが期待される。

2 . 日本におけるモノライン保険業務の今後の展開

最後に、モノライン保険が未だそれ程認知されていない日本国内において、今後どのような展開が考えられるかについて考察してみたい。

(1) 日本国内における金融保証保険業務のこれまでの展開

日本国内での金融保証保険業務は、これまで大手損保会社を中心に組み込まれてきた。米国で 1970 年代に地方債保証から始まった金融保証保険業務は、日本国内では 1990 年代、スワップを中心としたデリバティブ取引における信用補完業務から育っていった。その背景には、不良債権問題をきっかけに、スワップ取引に参加していた邦銀や国内事業会社の格付が低下したことを受け、スワップのカウンターパーティーであった外銀等が、当時トリプル A 格付を有していた大手損保会社に対して、信用補完の観点から金融保証を求めたことがあった。損害保険会社にとっても、それまで主力としてきた自動車・火災保険業務は今後の成長があまり見込まれないという事情もあって、金融保証業務に進出するインセンティブが働いたと言える。尚、以下ボックスに示す通り、国内大手損保会社は、デリバティブ取引の保証業務をスタートする前の段階から、米国モノライン保険会社大手と業務提携する等して、金融保証保険業務の蓄積をしてきたことが窺える。

大手損保会社に加えて、米国モノライン保険会社大手も、日本国内に参入し金融保証保険業務を展開している。MBIA は、1998 年に東京事務所を設立しており、これまで、消費者金融ローン、中小企業向けローン、リース債権、売上債権等の原資産をベースとした資産担保証券に対して金融保証を提供しているとのことである。但し、これまでの日本国内での保証実績は、欧米市場との比較では僅少とのことである。

金融保証保険業務に関する、日本国内のこれまでの主な動き

1990年12月	東京海上がFSAと提携。FSAの持株会社FSAHに出資、FSAにトレーニーを派遣
1993年1月	住友海上がFGICと提携。FGICの持株会社に出資、FGICにトレーニーを派遣
1994年2月	大蔵省が損保会社の金融保証業務を認可
1994年1-2月	東京海上、三井海上、住友海上、安田火災がデリバティブ保証業務をスタート
1995年6月	三井海上がCapMACと提携
1997年1月	大蔵省が、損保会社のデリバティブ保証について、事前届け出制から事後報告制に切替
1997年4月	損保会社による証券化商品の元本・利払いの保証業務を解禁
1998年9月	三井海上、安田火災がMBIA、Ambacと業務提携
2000年11月	国内初のモノライン保険会社として、安田火災フィナンシャルギャランティー損害保険（現在、損害保険ジャパン・フィナンシャルギャランティー。同社概要については、Appendix 6を参照）が設立
2001年2月	S&Pが安田火災フィナンシャルギャランティー損害保険に対してトリプルA格付を付与（但し、現在はダブルA-に格下げ）

（2）日本国内におけるモノライン保険業務の今後の展開

今後の日本国内でのモノライン保険業務の展開を考察するに際して、ここでは、地方債市場とPFI/PPP市場とに関して、その可能性を考えてみたい。

そして最後に、日本国内でモノライン保険会社による金融保証が拡大していく上での条件について触れる。

➤ 地方債市場

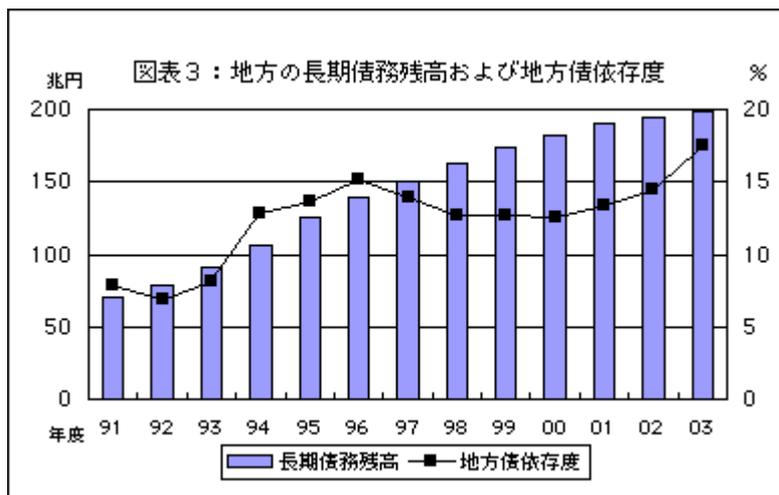
政府により三位一体改革が提唱される中、国から地方への財源の移譲に伴い、地方自治体の財源の地方債への依存度は、今後益々高まることが予想されている（図表40）。また、その地方債の引受先については、従来は公的資金（財投や公営企業金融公庫からの資金）の割合が6割と高かったが、今後は市場からの民間資金の割合が増加していくことが予想されている（図表41）。すなわち、今後は地方自治体が自らのクレジットをベースとした資金調達を資本市場で行っていくことが進展し、国内の地方債市場にも徐々に市場原理が浸透していくことになるであろう。こうした流れと相俟って、日本格付投資情報センター（R&I）は1999年に、日本格付研究所（JCR）は2000年に、地方債格付を発表しており、以降も定期的に見直しを行っている。また、2001年度には「ミニ公募債」がスタートしており、これによって個人投資家の地方債市場への関心度も高まってきている。

こうした市場原理の浸透と個人投資家を含めた投資家層の拡大は、国内の地方債市場が、（多くの制度面の違いはあるにせよ）米国の地方債市場に近づきつつあることを意味する。そして、このプロセスが進展すれば、発行体にとっては有利な条件での資金調達や債券の市場性を高めるといった観点から、投資家にとっては投資の安全性を確保するという観点から、金融保証に対するニーズが広がっていくことが予想される。

業界大手へのヒアリングによれば、ある国内地方債を保有する外資系機関投資家が、この地方自治体の将来のクレジットに懸念を持ったことから、同社に対して金融保証を要請し、同社がこれを引き受

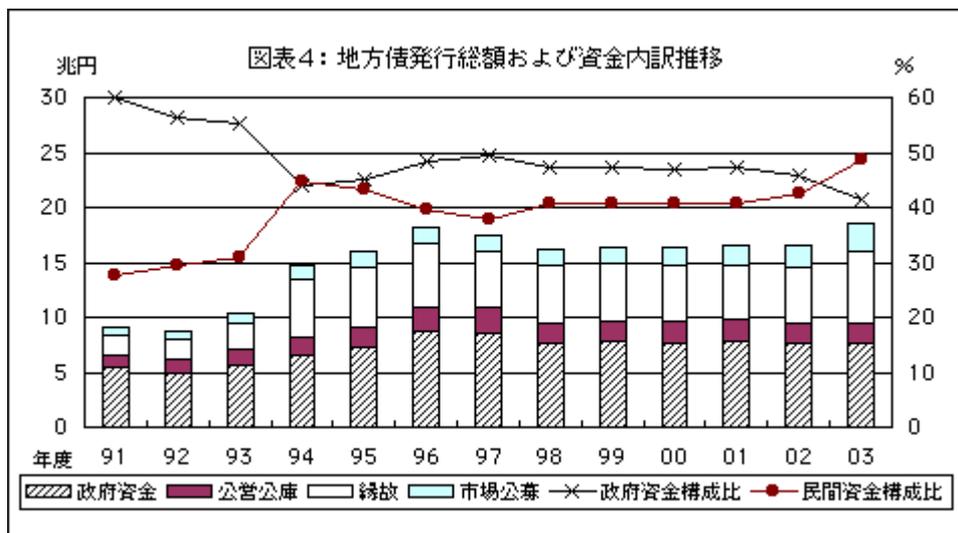
けるといったケースが実際に出てきているとのことである。また、大手損保各社は、主要な地方自治体に対して、金融保証保険の仕組みや効果についての説明をし始めているとのことである。今後、地方債市場が拡大し、個人投資家を含めて投資家層が広がっていくとともに、地方債格付の浸透やデフォルト・リスクの顕在化等により、投資家の地方自治体の信用リスクに対する関心が高まっていけば、日本国内でもモノライン保険会社による地方債保証業務は成長していくことになる。

図表40. 地方自治体の財源における地方債依存度



(注)当初計画ベース
(出所)日本格付研究所

図表41. 地方債の引受先内訳



(注)地方債発行総額は普通会計および公営企業会計等の発行額合計。当初計画ベース。
(出所)日本格付研究所

➤ PFI / PPP 市場

近年、モノライン保険会社の事業分野が欧州を中心とした PFI / PPP 案件の分野にも広がってきてい

ることは前述したが、日本国内でも具体事例が広がり始めた PFI / PPP 案件について、今後モノライン保険会社が金融保証を付与していく可能性はどうか。欧米における PFI / PPP 案件の資金調達には、証券を発行して資本市場から資金を集めてくるケースが多いのに対して、これまでの国内の PFI / PPP 案件の資金調達は、事業スポンサーによるエクイティと金融機関からのローンという形態で行われてきている。保証付き債券の発行は、銀行のローンと比較して、より長期の資金調達が可能になる（モノライン保険会社は 30 年超の長期の保証を付与することが可能である一方、銀行がそれだけ長期のローンを行うことは難しい）金融保証が付くことにより、銀行以外の投資家からの資金が集めやすくなり、資金調達の多様化につながる、モノライン保険会社は債券保有者の権利である「コントロール権」を実行できることから、プロジェクトの事業継続に必要な様々な意志決定がスムーズに行われる、といったメリットがあるとされている²⁹。実際、第 4 章の具体事例で示した通り、海外の案件では、金融保証により、長期の資金調達や、投資家層の多様化等の効果が実現されている。また、ロンドン地下鉄の PPP プロジェクトの事例では、モノライン保険会社が銀行団によるローンに対して保証を付与しており、銀行ローンの借入期間の長期化に加えて、参加銀行（投資家）の拡がりや調達金額の増額が実現されている。

PFI / PPP 案件の保証引受判断に際してのモノライン保険会社のクライテリアとしては、事業計画やキャッシュフロー見込みに加えて、対象事業の essentiality（必要不可欠性）が重要項目として位置付けられている。また、モノライン保険会社は一般に、ストラクチャード・ファイナンスや米国外の案件については、規模が大きく保証料水準の高い案件にフォーカスしている様である。今後、日本国内で、これらのクライテリアを満たすような案件が増えてきた時、欧州と同様、モノライン保険会社の業務拡大の機会が広がっていくであろう。

➤ 国内のクレジット・リスク・プレミアム環境の変化と、洗練された投資家層の増大

現在、日本では低金利環境も重なって、欧米と比べて格付間のクレジット・プレミアムのスプレッド幅が小さい状況にある（参考までに、図表 4 2 は日米欧の事業会社の格付とそのクレジット・リスク・プレミアムを示した表である）。前述した通り、クレジット・スプレッドがタイトな状況下では、金融保証に対するニーズが減退することになることから、これまで日本国内で金融保証が成長してきていない一因として考えられる。

クレジット・リスク・プレミアムが欧米と同様の水準へ移行していく上では、金利環境の正常化（超低金利状態の解消）に加えて、リスクとリターンに対して優れた分析力を持つ洗練された投資家層が増大していくことも重要となろう。証券化市場の発展等により、国内の投資家にとっての投資対象の選択肢が増え、ポートフォリオの構築による分散投資等に関する考え方がより洗練されていった時、投資家は、デフォルト・リスクの僅かな差へも関心を高め、価格の安定性や流動性に一層敏感になっていくであろう。そして、マーケットにおけるモノライン保険会社の金融保証の有する付加価値に対する認知度が高まり、彼らの業務拡大の可能性は増えていくであろう。

図表 4 2 . クレジット・リスク・プレミアムの水準の比較

	格付	2004/10/6付
ソニー	シングルA+	19/22
日立	シングルA	11/14
三菱商事	トリプルB+	16/18
みずほ	トリプルB	23/27
富士通	トリプルB	42/45
日本航空	ダブルB	79/89

	格付	2004/10/6付
JP Morgan	シングルA+	22/32
Rolls-Royce	シングルA-	37/40
Daimler Chrysler	トリプルB+	65/68
HCA	トリプルB-	118/126
Lverty Media	トリプルB-	125/135
Ericsson	ダブルB	100/110

出所：TFJ 世界潮流アップデート第 63 号

以上

²⁹ 『PFI 金融・法務プラットフォーム協議会 中間報告書』 2003 年 9 月

Appendix 1. 米国地方債市場の概要

1. 米国地方債の分類

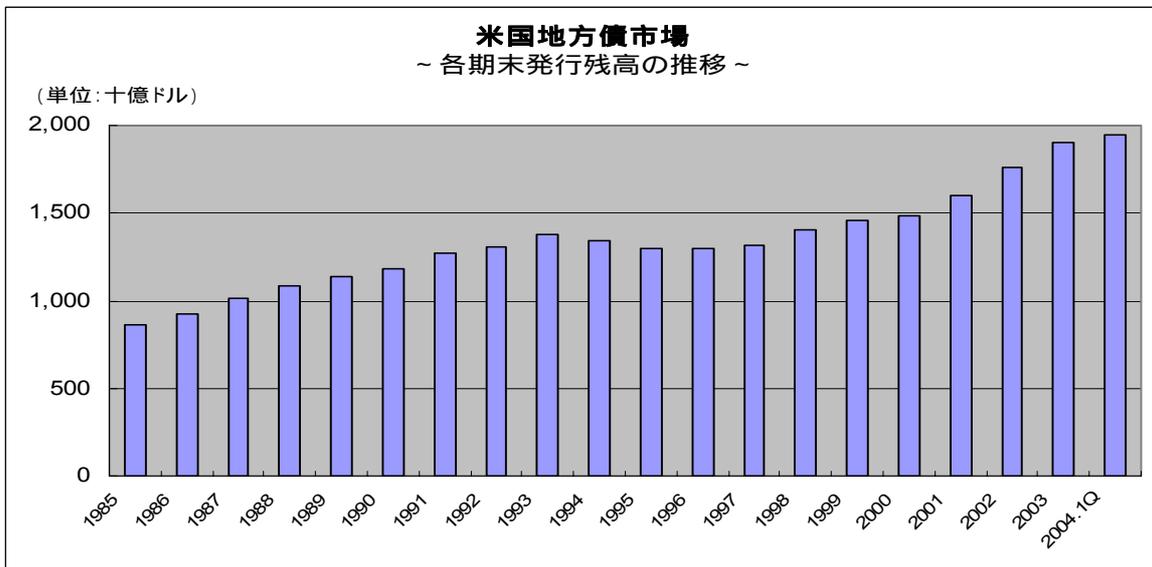
米国地方債は、その発行形態に応じて以下の通り分類される。

- ✓ 償還までの期間：短期債と長期債
- ✓ 利子所得に対する課税の有無：免税債と課税債
- ✓ 返済原資：一般財源保証債（税金等、地方自治体の歳入一般）とレベニュー債（個別プロジェクトのキャッシュフロー）

2. 米国地方債市場の推移

図表 4 3 に示す通り、米国の地方債市場は順調に拡大してきており、2004 年第 1 四半期末の発行残高は、約 2 兆ドルにのぼる。

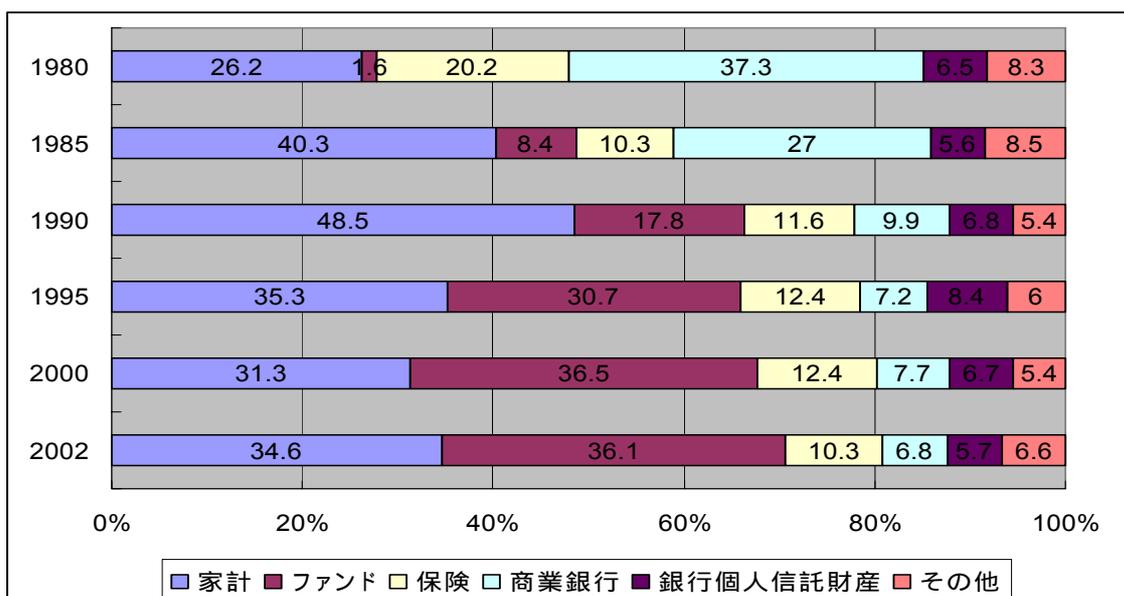
図表 4 3 . 米国地方債市場規模の推移



出所：BondMarkets.com

図表 4 4 は、米国地方債の投資家別内訳を示したものである。特徴として、個人投資家（家計 + 銀行個人信託財産）の割合が高いことが挙げられる。

図表 4 4 . 米国地方債の投資家別内訳

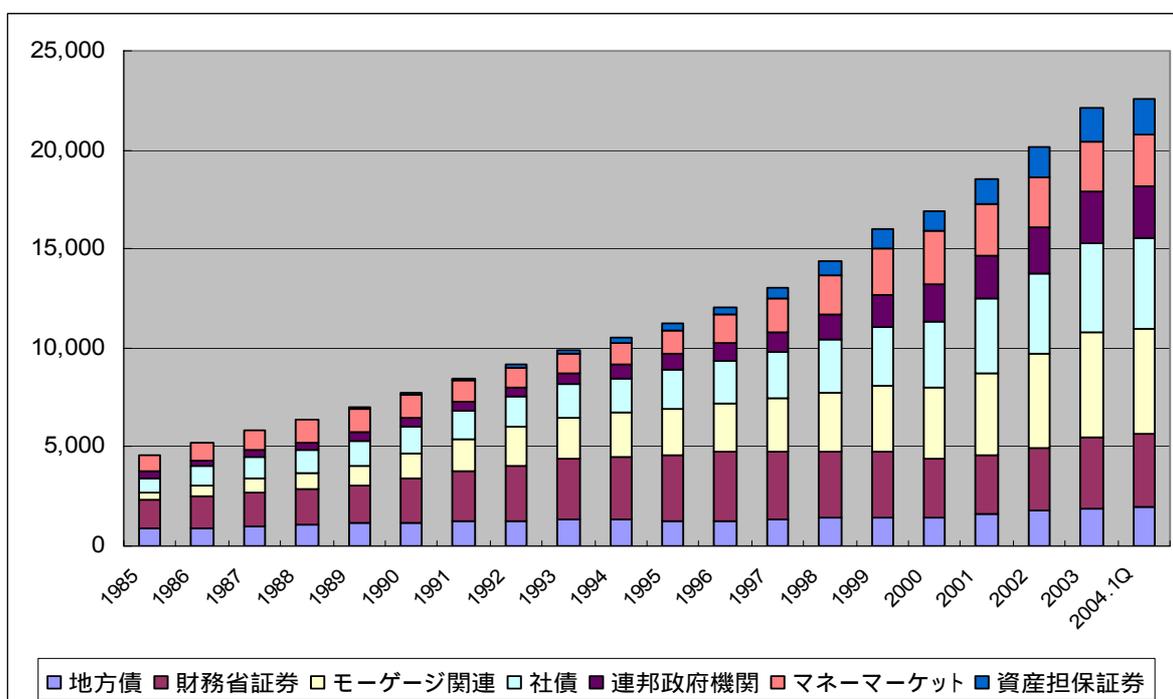


出所：稲生信男『自治体改革と地方債制度』、学陽書房、2003年

3 . 米国債券発行市場

尚、図表 4 5 は、米国の債券発行市場の発行残高推移を示したものであるが、地方債市場に加えて、モーゲージ関連、資産担保証券市場とも伸びてきており、モノライン保険会社の業務フィールドが拡大してきていることがわかる。

図表 4 5 . 米国の債券発行市場規模の推移 (金額単位：十億ドル)



出所：BondMarkets.com

Appendix 2. 保証料率算定の考え方

1. 伝統的手法

保証料率 = 全期間のデフォルト率 × (1 - 回収率) ÷ (1 - 予定事業比率) ÷ 保証期間

(注) 変数の値

デフォルト率：過去の実績値から推定

回収率：過去の実績値から保守的に推定

予定事業比率：通常 40%程度

(計算例)

保証料率 = 1.0% × (1 - 20%) ÷ (1 - 40%) ÷ 2 年間 = 年 0.67%

2. 目標 ROE に基づく手法

目標 ROE =

$$\frac{\text{必要自己資本額} \times \text{安全資産利率} + \text{保証料率} \times \text{保証金額} - \text{年間予定事業費}}{\text{必要自己資本額}}$$

(注) 変数の値

目標 ROE：経営目標として決定

必要自己資本額 = 必要自己資本率 (キャピタルチャージ) × 保証金額

過去の実績デフォルト率 (年率) から推定または格付機関のガイドラインを使用

安全資産利率：国債等

年間予定事業費：案件ごとに個別に決定

(計算例)

10% = {(8% × 100 億円) × 2.0% + 保証料率 × 100 億円 - 0.1 億円} / (8% × 100 億円)

保証料率 = 年 0.74%

3. マーケットに基づく手法

保証料率 = (金融保証無しの調達利率 - 金融保証付きの調達利率) × 係数

(注) 変数の値

金融保証無しの調達利率 (年率)：格付別の社債発行 (流通) 利回りを使用

金融保証付きの調達利率 (年率)： //

係数：通常 50%以上 (資金調達者とメリットを分け合う必要あり)

(計算例)

保証料率 = (3.0%(BBB) - 2.0%(AAA)) × 50% = 年 0.50%

出所：産業基盤整備基金 『プロジェクト・ファイナンス/ストラクチャード・ファイナンスにおける保証ニーズおよび保証期機関のリスク管理手法についての調査』、2002 年

Appendix 3. 米国モノライン保険会社大手 4 社の概要

モノライン保険業界の業界事情については第 4 章で触れたが、以下では、モノライン保険会社大手 4 社の概要について説明する。尚、各社の事業内容・財務内容に関する表・コメントの作成に際しては、Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004 を参照した。

1 . MBIA

(1) 会社概要

MBIA は、モノライン保険業界大手 4 社の中でも最大手（直近の正味保証残高、保証引受額、収入保証料で何れもトップ）に位置付けられる。1973 年に複数の保険会社（健康保険の Aetna 社、CIGNA 社、損害保険の Fireman's Fund (現在 Allianz 社傘下)、生命保険の Continental (現在 CNA 社傘下)) の共同出資によって設立され、1974 年、モノライン保険会社として初めてのトリプル A 格付を S&P より取得した。1986 年に株式公開後、現在は年金基金やミューチュアル・ファンドのマネジメント会社である Wellington Management Company 等が主要株主に入っている。

MBIA は、1989 年にライバルの Bond Investors Guaranty Insurance Co. (BIG)を合併、また、1998 年には Citibank が資産担保証券専門の金融保証保険会社として 1987 年に設立した CapMAC を合併する等して、業容を拡大してきた。因みに、CapMAC は、1992 年に経営陣と投資銀行ディロン・リードが買収して Citibank から独立、1995 年にアジア企業の資産の証券化や債券の金融保証業務を手掛けるアジア初のモノライン保険会社、Asia Securitization & Infrastructure Assurance (ASIA)を、アジア開発銀行、シンガポール政府投資公社 (GIC)、米 AIG グループ、ドイツ投資開発会社 (DEG)、オリックス、野村證券とともに設立したが、その後のアジア危機を背景に ASIA 社は格下げを余儀なくされ、CapMAC もトリプル A 格付維持のための資本増強が必要とされていた。

MBIA は、持株会社 MBIA Inc.の下に、中心的事業である金融保証業務以外に、資産運用サービス提供会社 MBIA Asset Management LLC、米国の州・地方政府向けに監査、回収、情報サービス業務等を提供する MBIA MuniServices Company を有している。

MBIA の日本での事業展開については、1998 年に東京事務所を開設し、消費者金融債権、中小企業向け債権、リース債権、売掛債権・手形等の証券化を中心に金融保証を提供してきている。日系大手損保では、三井住友海上と提携関係にある。

(2) 事業戦略

同社の経営目標としては、収入保証料及び利益について、毎年 12～15%の成長を目指し、ROE15%を実現することである。

同社は、今後資本市場の一層の成長が見込まれ、金融保証保険の浸透が期待される、米国外のグローバルな市場で事業を強化することを企図している。こうした戦略は、既にヨーロッパでは、PFI、PPP といった分野で奏功している。特に、規模が大きく、償還期限の長いプロジェクトにおいて、金融保証に対するニーズが大きい様である。環太平洋地域においては、オーストラリア及び韓国が、戦略市場として位置付けられている。

米国のストラクチャード・ファイナンス市場については、クレジット・スプレッドの縮小、投資家の保証無し債券に対する選好度が強まってきていること、同業他社との競争激化等を背景に、経営陣は必ずしも明るい見通しを持っていない様である。

(3) 直近の事業概要

2003 年は、保証引受額は減少するも、全体のクレジット環境が弱含みで推移し、発行体にとってのプレッシャーが高まったこと等から、金融保証保険に対する需要が強まり、保証料のプライシングが改善し（例えば、米国資産担保証券セクターにおける平均保証料水準は、2002 年の 18bps から 2003 年の 29bps に改善）収入保証料は前年度比 34%増となった。

(4) 格付根拠

S&Pは、MBIAのトリプルA格付の根拠として、以下の3点を挙げている。

健全な自己資本基盤

同社のセーフティー・マージンは1.5-1.6倍で、S&PのトリプルA格付要件を上回る。再保険会社の格付低下に伴い、再保険対象ポートフォリオのリスク係数が高まったことを受け、同社は、Renaissance Re、Partner Re、Koch Financialとの共同出資により、トリプルA格付の再保険会社Channel Reinsuranceを設立し、Channel Reinsuranceへの再保険を増やしたことが、セーフティー・マージン改善の一因である。また、保証料のプライシングの改善や、200百万ドルの偶発資本証券の発行も、セーフティー・マージンの改善に寄与した。

保守的な保証引受とリスク管理

近時は、保証分野の多様化に伴い、保証ポートフォリオのクレジット・クオリティーが若干悪化した。全体のクレジット・クオリティーはシングルA格を維持しており、セーフティー・マージンが高水準であることもあり、大きな懸念材料ではない。

経験豊富な経営陣

(5) 主な経営・財務指標

A. 事業分野別

	1998	1999	伸比率	2000	伸比率	2001	伸比率	2002	伸比率	2003	伸比率	構成比
正味保証残高(元本)	359,472	384,489	7%	418,443	9%	452,409	8%	497,343	10%	541,026	9%	
総収入保証料(調整後*)												
米国地方債	416	380	-9%	361	-5%	419	16%	451	8%	627	39%	39%
米国資産担保証券等	228	230	1%	278	21%	291	5%	389	34%	332	-15%	20%
(小計)	643	610	-5%	638	5%	710	11%	841	18%	959	14%	59%
米国外公的ファイナンス・セクター	40	21	-48%	40	92%	245	510%	212	-13%	409	93%	25%
米国外資産担保証券等	149	96	-35%	124	29%	104	-16%	157	51%	253	61%	16%
(小計)	189	117	-38%	165	40%	350	113%	370	6%	662	79%	41%
合計	832	727	-13%	803	10%	1,060	32%	1,210	14%	1,621	34%	100%
正味収入保証料	521	454	-13%	498	10%	630	26%	753	20%	1,033	37%	64%
総保証引受元本												
米国地方債	58,232	36,950	-37%	32,622	-12%	42,229	29%	55,072	30%	63,927	16%	52%
米国資産担保証券	50,124	47,525	-5%	47,559	0%	62,013	30%	56,259	-9%	26,462	-53%	22%
(小計)	108,356	84,475	-22%	80,181	-5%	104,242	30%	111,331	7%	90,389	-19%	74%
米国外公的セクター債務	1,507	1,100	-27%	1,677	52%	4,816	187%	5,693	18%	10,810	90%	9%
米国外資産担保証券	11,287	6,520	-42%	16,892	159%	12,114	-28%	22,705	87%	21,110	-7%	17%
(小計)	12,794	7,620	-40%	18,569	144%	16,930	-9%	28,398	68%	31,920	12%	26%
合計	121,150	92,095	-24%	98,750	7%	121,172	23%	139,729	15%	122,309	-12%	100%
正味保証引受元本	95,281	73,358	-23%	85,260	16%	103,679	22%	112,636	9%	108,800	-3%	89%

B. 保証対象別ポートフォリオ

	1998	1999	構成比	2000	構成比	2001	構成比	2002	構成比	2003	構成比	伸比率
米国公的ファイナンス・セクター												
一般財源		87,703	23%	91,632	22%	99,659	22%	112,603	23%	126,264	23%	12%
公益事業		44,073	11%	44,557	11%	48,210	11%	51,861	10%	57,681	11%	11%
税収入財源		20,708	5%	21,936	5%	22,617	5%	24,606	5%	28,573	5%	16%
ヘルスケア		38,668	10%	37,897	9%	36,268	8%	35,266	7%	34,038	6%	-3%
運輸		23,415	6%	24,984	6%	24,827	5%	26,286	5%	27,740	5%	6%
高等教育		15,436	4%	16,033	4%	17,140	4%	18,029	4%	17,897	3%	-1%
投資家保有公益事業		5,687	1%	7,250	2%	7,490	2%	7,167	1%	6,875	1%	-4%
住宅		11,493	3%	12,265	3%	14,161	3%	14,709	3%	15,542	3%	6%
特別収入		8,262	2%	11,267	3%	13,745	3%	15,394	3%	16,273	3%	6%
その他		8,035	2%	8,144	2%	8,344	2%	7,937	2%	6,230	1%	-22%
小計		263,480	69%	275,965	66%	292,461	65%	313,858	63%	337,113	62%	7%
上記に含まれるリース		10,258	3%	24,902	6%	26,925	6%	29,558	6%	33,382	6%	13%
米国資産担保証券等												
モーゲージバック証券		21,992	6%	23,024	6%	15,869	4%	13,470	3%	13,019	2%	-3%
ホーム・エクイティ・ローン		34,642	9%	28,368	7%	24,902	6%	18,863	4%	13,501	2%	-28%
自動車ローン		7,687	2%	13,159	3%	16,664	4%	15,111	3%	13,971	3%	-8%
その他消費者資産担保証券		16,598	4%	22,778	5%	27,480	6%	22,370	4%	15,509	3%	-31%
商業用資産担保証券		8,919	2%	10,991	3%	24,243	5%	45,310	9%	54,955	10%	21%
銀行/金融機関		6,501	2%	6,715	2%	3,955	1%	4,065	1%	1,969	0%	-52%
その他		0	0%	0	0%	1,681	0%	1,493	0%	0	0%	#####
小計		96,339	25%	105,035	25%	114,794	25%	120,682	24%	112,924	21%	-6%
米国外												
公的ファイナンス・セクター		4,184	1%	4,760	1%	8,096	2%	11,849	2%	22,812	4%	93%
資産担保証券		18,025	5%	30,305	7%	35,698	8%	49,764	10%	68,177	13%	37%
その他		2,431	1%	2,379	1%	1,360	0%	1,192	0%	0	0%	#####
小計		24,640	6%	37,444	9%	45,154	10%	62,805	13%	90,989	17%	45%
合計		384,459	100%	418,444	100%	452,409	100%	497,345	100%	541,026	100%	9%

C. 主要財務指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
モノライン保険会社						
総資産	6,531	7,048	7,635	8,546	9,212	9,986
現金・投資等	6,383	6,804	7,410	8,369	9,018	9,799
未経過保証料	2,324	2,376	2,465	2,607	2,774	3,067
自己資本	3,740	4,152	4,505	4,940	5,435	6,083
保証引受収益(A)	387	391	397	476	549	677
損失・損失関連経費(B)	201	48	25	44	52	62
その他引受経費等(C)	87	105	108	85	120	125
投資利益	371	400	432	423	448	445
当期利益	510	522	544	561	622	662
損失比率 (B/A, %)	52.0	12.3	6.2	9.3	9.4	9.3
引受収益率 (A-B-C)/A (%)	25.6	60.8	66.6	72.7	68.8	72.3
持株会社						
総資産	11,797	12,264	13,894	16,200	18,852	30,268
株主資本	3,792	3,513	4,223	4,783	5,493	6,259
当期利益	433	321	529	570	579	814
負債 / 負債 + 自己資本 (%)	15.4	16.4	15.8	17.8	15.8	14.0
ROE (%)	12.1	8.8	13.7	12.7	13.2	13.8

D. 自己資本関連指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ポートフォリオ・リスク						
地方債保証キャピタル・チャージ	12.7	13.7	13.2	12.8	12.8	12.9
資産担保証券キャピタル・チャージ	3.3	2.8	2.4	2.1	2.2	2.2
保険金支払余力						
法定自己資本	3,740	4,152	4,505	4,940	5,435	6,083
偶発資本 (Contingent capital)	0	0	0	0	200	400
レター・ノクレジット・ライン	825	900	900	900	700	700
株主コミットメント	0	0	0	0	0	0
ストップロス契約	175	175	175	211	210	0
未経過保証料	2,324	2,376	2,465	2,607	2,774	3,067
分割払い保証料の現在価値	644	732	886	1,068	1,300	2,053
その他	0	0	0	150	150	100
合計	7,709	8,335	8,931	9,875	10,769	12,403
自己資本の安全性						
Depression test後の自己資本	1,950-2,000	2,250-2,300	2,250-2,300	2,850-2,900	2,350-2,400	4,100-4,105
セーフティー・マージン (x)	1.3-1.4	1.3-1.4	1.3-1.4	1.4-1.5	1.3-1.4	1.5-1.6
ソフト・キャピタルへの依存度 (%)	21.8	24.5	25.8	27.5	15.3	17.2

(6) 株価の推移



2 . Ambac

(1) 会社概要

Ambac は、モノライン保険業界第 2 位に位置付けられる。1971 年に住宅ローン保険会社の MGIC がウィスコンシン州ミルウォーキーに設立した、モノライン保険会社第 1 号である。設立当初の S&P による格付はダブル A であったが、1979 年にトリプル A 格付を取得した。1985 年に Citibank の傘下に入るが、1991 年に株式公開し、現在は JP Morgan Chase、Citigroup、Fidelity Investments 等が主要株主となっている。

Ambac は、1995 年に Cadre Financial Services (学校区や他の公共機関向けにキャッシュ・マネジメント・サービスを提供) を買収 (但し、2004 年 2 月に売却) また、1997 年に Construction Loan Insurance Company (Connie Lee) を買収する等して、業容を拡大してきた。

Ambac は、持株会社 Ambac Financial Group, Inc. の下に、中心的事業である金融保証業務以外に、資産運用サービス提供会社 Ambac Capital Funding、金利スワップを提供する Ambac Financial Services、トータル・リターン・スワップを提供する Ambac Capital Services を有している。

Ambac の日本での事業展開については、2001 年に旧安田火災フィナンシャルギャランティー損害保険 (現損害保険ジャパン・フィナンシャルギャランティー) と共同で東京事務所を開設している。

(2) 事業戦略

同社の事業戦略は、金融保証保険業務におけるリスク・リターンのダイナミクスにフォーカスするということである。この戦略の下、同社経営陣は、保証引受額のマーケットシェアよりも、リターンの見込める収入保証料のマーケットシェアを獲得することに重点を置いている。また、近年は、米国外のストラクチャード・ファイナンスや欧州の民営化案件への取組を強化してきたことに加えて、同社の有するストラクチャリング・ノウハウを活用して、米国公的ファイナンス・セクターのより競争の少ない分野を強化しようとしてきている。

資産担保証券の分野では、これまでは MBS 及びホームエクイティ・ローンを主力としてきたが、近時は、自動車ローン、学生ローン、クレジット・カード債権といった原資産分野での保証を拡大してきており、ストラクチャード・ファイナンス・セクターにおけるポートフォリオの分散化を進めている。米国外では、ヨーロッパとオーストラリアを成長の機会を提供するマーケットとして、経営陣は注目して見ている。ヨーロッパでの事業拡大を進める背景には、国有公共サービス企業の民営化の動き (例：英国における PFI) や、金融業界においてクレジット・デリバティブ市場が成長していること等がある。また、債券 / ABS 市場の拡大や、銀行ファイナンスへの依存度の低下傾向も、ヨーロッパでの事業強化の理由として挙げられる。アジア・太平洋地域はヨーロッパと比較してマーケットは小さくニッチな分野に限られている。日本では、消費者金融セクターで金融保証を提供している他、オーストラリアでは、ユーティリティ設備ファイナンスや民営化プロジェクトにおける金融保証保険業務拡大の機会を見込んでいる。

同社はここ数年で、CDO/CDS 分野の保証引受も増やしてきており、高水準のファースト・ロス・プロテクションが付されたトランシェ (多くの場合トリプル A 格付) に対して信用補完を提供している。

(3) 直近の事業概要

同社は 2003 年、米国公的ファイナンス・セクター、米国外の交通プロジェクト、MBS、米国内のストラクチャード・ファイナンス・セクターのニッチ分野 (ストラクチャード・クレジット・デリバティブ、CBO/CLO) 等において、保証引受を伸ばした。その結果、2003 年の総保証料収入は、前年比 15% 増の 15 億ドルとなった。

2002/2003 年と全体のクレジット環境は悪化したが、同社の保証ポートフォリオへの影響は軽微で、同社の財務基盤は損なわれていない。

(4) 格付根拠

S&P は、Ambac のトリプル A 格付の根拠として、以下の 3 点を挙げている。

明確かつフレキシブルなビジネス・プラン。

同社は、これまでの金融保証保険業界の環境変化にも効果的に対応してきている。同社の長期的な戦略としては、米国内の公的ファイナンス・セクターについては、同社の高いストラクチャリング能力が付加価値を生み出すような分野（コモディティ化した単純な地方債保証と比較して競争が少ない分野）での業務拡大を目指し、併せて、成長が見込まれる米国外でのストラクチャード・ファイナンス分野、中でも、ヨーロッパでのプレゼンスの一層の拡大を狙っている。

保守的な保証引受とリスク管理戦略

同社は、ストラクチャード・ファイナンス、資産担保証券、公的ファイナンス・セクターにおいて事業を拡大してきたが、同社スタッフの幅広いバックグラウンド（特にストラクチャード・ファイナンス手法）を背景に、常に保守的な保証引受とリスク・マネジメントを行ってきている。

しっかりした自己資本基盤、十分な保険金支払余力、積極的な資本調達哲学

同社のセーフティー・マージンは、1.3-1.4倍である。公的ファイナンス・セクターの保証料が米国内外で好調であったことに加えて、親会社からの資本注入（218.8百万ドル）により、保険金支払原資が増加したことで、十分なセーフティー・マージンを維持した。

（５）主な経営・財務指標

A. 事業分野別

	1998	1999	伸比率	2000	伸比率	2001	伸比率	2002	伸比率	2003	伸比率	構成比
正味保証残高(元本)	198,274	240,307	21%	276,252	15%	318,043	15%	379,211	19%	425,854	12%	
総収入保証料(調整後*)												
米国内地方債	267	322	21%	259	-20%	418	61%	648	55%	750	16%	50%
米国内資産担保証券等	69	156	126%	231	48%	257	11%	346	35%	374	8%	25%
(小計)	336	478	42%	490	3%	675	38%	994	47%	1,124	13%	75%
米国外公的ファイナンス・セクター	15	24	60%	35	46%	140	300%	61	-56%	202	231%	14%
米国外資産担保証券等	108	93	-14%	135	45%	160	19%	245	53%	163	-33%	11%
(小計)	123	117	-5%	170	45%	300	76%	306	2%	365	19%	25%
合計	459	595	30%	660	11%	975	48%	1,300	33%	1,489	15%	100%
正味収入保証料	311	383	23%	402	5%	588	46%	790	34%	1,006	27%	68%
総保証引受元本												
米国内地方債	33,915	32,461	-4%	21,416	-34%	35,900	68%	46,406	29%	46,755	1%	41%
米国内資産担保証券	22,566	33,447	48%	30,400	-9%	33,056	9%	44,770	35%	46,474	4%	40%
(小計)	56,481	65,908	17%	51,816	-21%	68,956	33%	91,176	32%	93,229	2%	81%
米国外公的セクター債務	942	750	-20%	1,489	99%	3,076	107%	1,193	-61%	3,666	207%	3%
米国外資産担保証券	4,074	6,673	64%	18,003	170%	18,101	1%	24,008	33%	18,444	-23%	16%
(小計)	5,016	7,423	48%	19,492	163%	21,177	9%	25,201	19%	22,110	-12%	19%
合計	61,497	73,331	19%	71,308	-3%	90,133	26%	116,377	29%	115,339	-1%	100%
正味保証引受元本	56,652	68,226	20%	65,303	-4%	82,947	27%	106,115	28%	102,585	-3%	89%

B. 保証対象別ポートフォリオ

	1998	1999	構成比	2000	構成比	2001	構成比	2002	構成比	2003	構成比	伸比率
米国内公的ファイナンス・セクター												
一般財源	39,777	17%	39,432	14%	39,664	12%	41,359	11%	44,350	10%	7%	
公益事業	28,867	12%	28,504	10%	29,513	9%	33,289	9%	33,598	8%	1%	
税収入財源	40,874	17%	18,268	7%	21,592	7%	25,323	7%	28,281	7%	12%	
ヘルスケア	18,628	8%	17,837	6%	19,003	6%	20,675	5%	22,120	5%	7%	
運輸	10,247	4%	10,496	4%	13,000	4%	15,218	4%	18,244	4%	20%	
高等教育	9,172	4%	9,603	3%	11,854	4%	14,138	4%	15,778	4%	12%	
投資家保有公益事業	9,393	4%	10,560	4%	11,642	4%	14,285	4%	14,480	3%	1%	
住宅	7,033	3%	7,146	3%	7,476	2%	8,345	2%	9,014	2%	8%	
特別収入	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%	
その他	9,024	4%	38,464	14%	42,862	13%	48,147	13%	52,834	12%	10%	
小計	173,015	72%	180,310	65%	196,606	62%	220,779	58%	238,699	56%	8%	
上記に含まれるリース	22,915	10%	28,024	10%	30,510	10%	34,795	9%	38,050	9%	9%	
米国内資産担保証券等												
モーゲージバック証券	11,606	5%	13,469	5%	15,415	5%	12,661	3%	24,928	6%	97%	
ホーム・エクイティ・ローン	21,688	9%	24,746	9%	27,308	9%	36,601	10%	25,891	6%	-29%	
自動車ローン	0	0%	813	0%	1,500	0%	4,411	1%	5,676	1%	29%	
その他消費者資産担保証券	1,703	1%	1,927	1%	4,495	1%	6,908	2%	8,773	2%	27%	
商業用資産担保証券	16,398	7%	21,308	8%	19,894	6%	27,434	7%	28,515	7%	4%	
銀行/金融機関	933	0%	1,042	0%	2,463	1%	1,103	0%	1,255	0%	14%	
その他	634	0%	1,355	0%	1,562	0%	1,590	0%	5,701	1%	259%	
小計	52,962	22%	64,660	23%	72,637	23%	90,708	24%	100,739	24%	11%	
米国外												
公的ファイナンス・セクター	5,575	2%	3,381	1%	6,851	2%	7,646	2%	11,579	3%	51%	
資産担保証券	6,023	3%	9,492	3%	14,323	5%	59,757	16%	74,499	17%	25%	
その他	2,732	1%	18,409	7%	27,626	9%	322	0%	338	0%	5%	
小計	14,330	6%	31,282	11%	48,800	15%	67,725	18%	86,416	20%	28%	
合計												
	240,307	100%	276,252	100%	318,043	100%	379,212	100%	425,854	100%	12%	

C. 主要財務指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
モライイン保険会社						
総資産	3,404	4,113	4,473	5,381	6,196	7,354
現金・投資等	3,342	4,062	4,410	5,295	6,101	7,235
未経過保証料	1,334	1,486	1,615	1,860	2,210	2,627
自己資本	1,936	2,421	2,736	3,262	3,736	4,526
保証引受収益(A)	200	235	279	354	457	601
損失・損失関連経費(B)	(24)	(6)	9	(2)	34	37
その他引受経費等(C)	63	64	70	72	78	84
投資利益	201	204	240	275	337	367
当期利益	287	288	338	410	502	598
損失比率 (B/A, %)	(12.0)	(2.6)	3.1	(0.5)	7.3	6.1
引受収益率 (A-B-C)/A (%)	80.5	75.3	71.8	80.1	75.6	80.0
持株会社						
総資産	11,212	11,345	10,120	12,268	15,356	16,747
株主資本	2,096	2,018	2,596	2,984	3,625	4,255
当期利益	254	308	366	433	433	619
負債 / 負債 + 自己資本 (%)	16.8	17.4	14.0	17.1	14.5	15.7
ROE (%)	12.8	15.0	15.9	15.5	13.1	15.7

D. 自己資本関連指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ポートフォリオ・リスク						
地方債保証キャピタル・チャージ	12.2	12.5	13.1	13.1	13.3	13.5
資産担保証券キャピタル・チャージ	2.7	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
保険金支払余力						
法定自己資本	1,936	2,421	2,736	3,262	3,736	4,526
偶発資本 (Contingent capital)	555	750	800	800	800	800
ストップロス契約	0	0	0	0	0	0
未経過保証料	1,334	1,486	1,615	1,860	2,210	2,627
分割払い保証料の現在価値	308	527	764	988	1,342	1,556
合計	4,134	5,183	5,915	6,910	8,088	9,509
自己資本の安全性						
Depression test後の自己資本	1,100-1,150	1,400-1,450	1,700-1,750	2,100-2,150	2,300-2,350	2,700-2,750
セーフティー・マージン (x)	1.3-1.4	1.3-1.4	1.3-1.4	1.3-1.4	1.3-1.4	1.3-1.4
ソフト・キャピタルへの依存度 (%)	18.8	21.6	20.2	18.7	17.3	11.7

(6) 株価の推移



3 . FSA

(1) 会社概要

FSA は、資産担保証券に特化したモノライン保険会社として、1985 年に複数の保険会社と機関投資家グループによって設立された。1989 年に大手通信会社 MediaOne Group の傘下に入り、その後、1990 年には東京海上が、1994 年の株式公開時に保険会社 White Mountains Insurance Group が、1998 年に XL Capital が資本参加した。1995 年には地方債にフォーカスしたモノライン保険会社 Capital Guaranty Corporation を合併しており、業容拡大してきている。そして、FSA は 2000 年、欧州を拠点として公的事業向けファイナンスを得意とする銀行グループ、Dexia の傘下に入った。

FSA は、持株会社 Financial Security Assurance Holdings Ltd.の下に、中心的事業である金融保証業務以外に、資産運用サービス提供会社 FSA Capital Management Services LLC、FSA の保証ポートフォリオの管理を行う FSA Portfolio Management Inc.、保証ポートフォリオのうち Workout の必要な案件に対応する Transaction Services Corporation 等を有している。

FSA の日本での事業展開については、前述の東京海上と提携関係にあり、1998 年には東京海上との JV を国内に設立しており（格付：AA-）主に再保険業務を行っている。

(2) 事業戦略

同社と親会社 Dexia は、それぞれの強みを結びつけることで新しいビジネス・チャンスを開いていくという戦略である。2003 年の例として、Dexia は、FSA が金融保証した案件に対して、43 億ドルの流動性ファシリティを供与している。

同社は、キーとなる地理的マーケットにおいて拠点を設置するという戦略を取っている。海外では、英国に AAA 格付の子会社を有していることに加え、現在、フランス、スペイン、オーストラリア、日本に事務所若しくは子会社を、シンガポールに支店を構えている。

同社経営陣は、同社のコア・コンピタンスであるクレジット評価、リスク管理、証券化やアセット評価等に関する専門性といった能力を最大限活用できるようなビジネス機会にフォーカスしている。また、同社は、Dexia グループ全体として有している、クレジット、投資、負債マネジメントのノウハウを活用することを企図しており、地方公共団体向けの資産運用事業や、ALM スキルが必要とされる MTN プログラムといった分野にまで事業を拡大している。

同社持株会社 FSA Holdings は、モーゲージ・ポートフォリオに関する損失軽減、サービサー業務に特化した会社、Fairbanks Capital Holding Corp の大株主の 1 社（29.8%）であり、同社のモーゲージ市場における案件が必要が生じた時には、彼らのノウハウにアクセスすることができる。

(3) 直近の事業概要

2003 年は、保証料のプライシングが改善し、総保証引受額は 843 億ドルと前年比 23%減少したが、総収入保証料は 8.5 億ドルと同 4%増加した。

同社の 2003 年末資産担保証券の正味保証残高（元本）は 1,230 億ドルであるが、このうちの 64%が CDO 案件で、17%が住宅モーゲージ、11%はコンシューマー債権（consumer receivables）その他が 8%である。4 年前は主要 3 セグメントがそれぞれ 30~33%と均衡していたことから、CDO のボリュームが大きく増加してきたことがわかる。

(4) 格付根拠

S&P は、FSA のトリプル A 格付の根拠として、以下の 4 点を挙げている。

しっかりした保守的な保証引受とリスク管理

同社の保証引受アプローチはしっかりしており、先ずクレジット・クオリティにプライオリティを置いている。このことは、同社のキャピタル・チャージが業界平均との比較でかなり低い水準となっていることから窺える。（地方債分野では、業界平均 11.6%に対して同社 8.4%。資産担保証券では、業界平均 1.9%に対して同社 1.0%）

強固な資本基盤

同社のセーフティー・マージンは、1.6-1.7 倍のレンジにあり、S&P のトリプル A 格付要件である 1.25 倍を十分に上回っている。2003 年には、収入保証料が伸びたことに加えて、ノンリコース・クレジットラインの追加や偶発資本証券 200 百万ドルの発行により、セーフティー・マージンは前年の 1.5-1.6 倍から改善した。

経験豊富な経営陣

同社の事業戦略をサポートし、必要な場合には資本を増強し、適切且つ入念な監督を行っている高格付の親会社

(5) 主な経営・財務指標

A. 事業分野別

	1998	1999	伸び率	2000	伸び率	2001	伸び率	2002	伸び率	2003	伸び率	構成比
正味保証残高(元本)	104,673	129,938	24%	154,020	19%	217,111	41%	265,700	22%	294,390	11%	
総収入保証料(調整後*)												
米国地方債	220	183	-17%	140	-23%	222	59%	421	89%	483	15%	57%
米国資産担保証券等	148	200	36%	199	-1%	352	77%	196	-44%	178	-9%	21%
(小計)	368	383	4%	339	-12%	574	69%	617	7%	661	7%	78%
米国外公的ファイナンス・セクター	8	1	-85%	35	#####	23	-35%	124	441%	129	4%	15%
米国外資産担保証券等	15	133	784%	74	-44%	97	32%	75	-23%	60	-19%	7%
(小計)	23	134	477%	109	-18%	120	10%	199	66%	190	-5%	22%
合計	391	517	32%	448	-13%	694	55%	816	18%	851	4%	100%
正味収入保証料	277	230	-17%	218	-5%	459	111%	523	14%	625	19%	73%
総保証引受元本												
米国地方債	34,530	26,308	-24%	21,457	-18%	36,452	70%	51,622	42%	54,863	6%	65%
米国資産担保証券	21,600	24,778	15%	27,961	13%	56,689	103%	38,351	-32%	19,206	-50%	23%
(小計)	56,130	51,086	-9%	49,417	-3%	93,141	88%	89,974	-3%	74,068	-18%	88%
米国外公的セクター債務	620	119	-81%	1,343	#####	1,036	-23%	2,351	127%	2,529	8%	3%
米国外資産担保証券	1,890	8,578	354%	11,872	38%	20,048	69%	17,403	-13%	7,735	-56%	9%
(小計)	2,510	8,697	246%	13,215	52%	21,084	60%	19,754	-6%	10,264	-48%	12%
合計	58,640	59,782	2%	62,632	5%	114,225	82%	109,728	-4%	84,333	-23%	100%
正味保証引受元本	45,174	42,964	-5%	47,795	11%	91,448	91%	84,493	-8%	68,085	-19%	81%

B. 保証対象別ポートフォリオ

	1998	1999	構成比	2000	構成比	2001	構成比	2002	構成比	2003	構成比	伸び率
米国公的ファイナンス・セクター												
一般財源		30,742	24%	33,219	22%	41,324	19%	52,786	20%	65,222	22%	24%
公益事業		11,293	9%	12,343	8%	16,497	8%	23,442	9%	30,025	10%	28%
税収入財源		17,646	14%	18,731	12%	21,923	10%	27,556	10%	33,835	11%	23%
ヘルスケア		5,950	5%	5,686	4%	5,642	3%	5,970	2%	7,051	2%	18%
運輸		3,367	3%	4,078	3%	5,287	2%	7,640	3%	10,744	4%	41%
高等教育		913	1%	1,105	1%	1,410	1%	2,219	1%	2,896	1%	31%
投資家保有公益事業		548	0%	492	0%	484	0%	468	0%	406	0%	-13%
住宅		2,620	2%	3,993	3%	4,572	2%	5,833	2%	7,597	3%	30%
特別収入		0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
その他		5,286	4%	5,485	4%	6,089	3%	7,085	3%	7,423	3%	5%
小計		78,365	60%	85,132	55%	103,228	48%	133,000	50%	165,199	56%	24%
上記に含まれるリース		10,469	8%	10,979	7%	12,757	6%	15,671	6%	18,911	6%	21%
米国資産担保証券等												
モーゲージバック証券		9,574	7%	14,682	10%	22,943	11%	20,276	8%	14,528	5%	-28%
ホーム・エクイティ・ローン		6,594	5%	1,958	1%	1,993	1%	1,328	0%	289	0%	-78%
自動車ローン		14,125	11%	15,503	10%	17,648	8%	17,129	6%	11,692	4%	-32%
その他消費者資産担保証券		624	0%	373	0%	1,376	1%	1,284	0%	1,488	1%	16%
商業用資産担保証券		53	0%	14	0%	12	0%	12	0%	12	0%	0%
銀行/金融機関		0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
その他		12,436	10%	21,017	14%	42,377	20%	54,159	20%	57,489	20%	6%
小計		43,405	33%	53,548	35%	86,350	40%	94,188	35%	85,498	29%	-9%
米国外												
公的ファイナンス・セクター		1,406	1%	2,121	1%	2,855	1%	4,645	2%	6,145	2%	32%
資産担保証券		6,762	5%	13,219	9%	24,679	11%	33,867	13%	37,548	13%	11%
その他		0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
小計		8,168	6%	15,340	10%	27,534	13%	38,512	14%	43,693	15%	13%
合計		129,938	100%	154,020	100%	217,111	100%	265,700	100%	294,390	100%	11%

C. 主要財務指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
モノライン保険会社						
総資産	1,780	2,307	2,229	2,592	3,230	3,754
現金・投資等	1,791	2,285	2,205	2,548	3,105	3,634
未経過保証料	596	670	708	811	1,055	1,356
自己資本	1,038	1,320	1,437	1,594	1,876	2,104
保証引受収益(A)	122	156	178	215	299	339
損失・損失関連経費(B)	(9)	5	(1)	9	45	13
その他引受経費等(C)	59	50	135	125	119	142
投資利益	98	83	91	142	175	177
当期利益	114	134	114	173	195	263
損失比率 (B/A, %)	(7.4)	3.0	(0.4)	4.0	15.1	3.7
引受収益率 (A-B-C)/A (%)	58.7	65.2	24.8	38.0	44.9	54.2
持株会社						
総資産	2,406	2,906	3,149	4,307	7,028	12,305
株主資本	1,065	1,252	1,466	1,636	1,868	2,168
当期利益	117	125	63	210	181	291
負債 / 負債 + 自己資本 (%)	17.8	15.5	13.6	16.8	18.7	16.5
ROE (%)	12.1	10.8	4.7	13.5	10.3	14.4

D. 自己資本関連指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ポートフォリオ・リスク						
地方債保証キャピタル・チャージ	9.9	10.1	10.1	9.3	8.9	8.4
資産担保証券キャピタル・チャージ	1.9	1.5	1.2	0.9	0.8	1.0
保険金支払余力						
法定自己資本	1,038	1,320	1,437	1,594	1,876	2,104
偶発資本 (Contingent capital)	0	0	0	0	0	200
レター・ノクレジット・ライン	240	240	240	240	240	325
ストップロス契約	0	0	0	0	0	0
未経過保証料	596	670	708	811	1,055	1,356
分割払い保証料の現在価値	233	340	394	556	590	607
損失引当金	13	23	27	17	58	65
合計	2,120	2,592	2,805	3,217	3,819	4,658
自己資本の安全性						
Depression test後の自己資本	600-650	1,150-1,200	1,050-1,100	1,150-1,200	1,450-1,500	1,950-2,000
セーフティー・マージン (x)	1.4-1.5	1.6-1.7	1.5-1.6	1.4-1.5	1.5-1.6	1.6-1.7
ソフト・キャピタルへの依存度 (%)	36.2	28.1	27.4	23.1	16.4	17.0

4 . FGIC

(1) 会社概要

FGIC は、1983 年に設立され、1986 年に株式公開し、その後 1989 年に GE Capital が買収した。2003 年 12 月、住宅ローン保険会社の The PMI Group (本社カリフォルニア州、ニューヨーク証券取引所上場)³⁰率いる投資グループが GE Capital から買収し、2003 年 12 月末現在の持株比率は、The PMI Group42.1%、Blackstone Group (PE ファンド) 23.1%、Cypress Group (PE ファンド) 23.1%、CIVC/Bank of America7.0% (バンカメ傘下の PE ファンド)³¹、GE Common4.5%、経営陣 0.3%となっている。

FGIC の GE Capital 傘下時代の事業戦略は、米国内における必要不可欠な公益事業関連の公的ファイナンスに対する保証にフォーカスしており、従って、保証ポートフォリオのリスクは大手 4 社の中で最も低い。昨年 12 月に株主が変わったことを受け、今後は事業戦略を軌道修正し、ストラクチャー・ファイナンスや米国外の案件に対する保証を積極化していくと見られている。

FGIC は現在のところ、日本国内の拠点は有していない。

(2) 事業戦略

同社の保証引受戦略は、2003 年 12 月に GE から The PMI Group が主導する投資家グループへ株主が変わったことを受け、変化すると見られている。つまり、リスク/リターンが見合う限り、地方債以外の米国内外のマーケットへ参入していくという戦略である。

GE 傘下の同社は、モノライン保険業界の中で最もリスクの低い (従って、収入保証料も小さい) 保証ポートフォリオを有することで特徴付けられていた。保証対象は主に、必要不可欠な公的ファイナンス・セクター (例えば、一般財源、水道、運輸) にフォーカスが置かれ、資産担保証券市場では、モーゲージ、ホームエクイティ・ローンに限定していた。今後は、公的ファイナンス・セクターにおいては、電力、ヘルスケア、住宅、学生ローン、投資家保有公益事業といった分野へ参入し、米国内資産担保証券セクターにおいては、モーゲージバック証券と商業 ABS の分野を強化、米国外では、競合他社と同様に、インフラ・プロジェクト、英国と欧州大陸の PFI 案件、CDO といった分野にフォーカスする戦略である。同社は、経営陣に Ambac で CFO を勤めた人物を引き抜く等、人材の強化も図っているが、新しい分野での事業強化には、必要な専門知識を備えたスタッフを確保することも重要となる。

(3) 直近の事業概要

2003 年は、同社の売却の話が持ち上がったこともあり、総保証引受額は前年比 12%減少したが、プライシングの改善 (2003 年に金融保証を引き受けた公的ファイナンス・セクターの総収入保証料率平均値は 39.6bps と、前年比 37%増加) と保証対象分散化プロセスの初期効果により、総収入保証料は同 20%増加した。

(4) 格付根拠

S&P は、FGIC のトリプル A 格付の根拠として、以下の 3 点を挙げている。

保守的な保証引受とリスク管理

GE 傘下における同社の保証対象は、その大半 (92%) が公的ファイナンス・セクターであったが、今後は、リスク/リターンが見合う限り、公的ファイナンス・セクター以外の米国内外のマーケットへ参入していただく。尚、同社の保守的な保証引受は、米国公的ファイナンス・セクターでのキャピタル・チャージが業界平均より低いことに示されるが、同社は引き続きこのポジションを維持していく方針である。

³⁰ PMI は、モノライン再保険会社 RAM Reinsurance に戦略投資する等、自社の住宅ローン保険ビジネスの延長として、金融保証保険業界への参入を長い間企図していた。

³¹ CIVC は、RAM Reinsurance の筆頭株主。

しっかりした自己資本

2003年12月の買収に伴うGEへの特別配当(18億ドル)により、同社の法定資本は10%減少したが、セーフティー・マージンは1.3-1.4倍と、トリプルA格付に必要な水準1.25倍を上回っている。

強いブランド力

(5) 主な経営・財務指標

A. 事業分野別

	1998	1999	伸び率	2000	伸び率	2001	伸び率	2002	伸び率	2003	伸び率	構成比
正味保証残高(元本)	131,202	137,358	5%	150,624	10%	172,506	15%	187,918	9%	206,745	10%	
総収入保証料(調整後*)												
米国地方債	95	87	-9%	79	-9%	125	59%	197	58%	224	14%	82%
米国資産担保証券等	16	17	2%	41	147%	41	0%	32	-22%	49	57%	18%
(小計)	111	103	-7%	119	16%	165	38%	229	39%	274	20%	100%
米国外公的ファイナンス・セクター	1	0	-85%	0		0		0		0		0%
米国外資産担保証券等	0	0	0%	0		0		0		0		0%
(小計)	1	0	-79%	0		0		0		0		0%
合計	113	103	-8%	120	16%	165	38%	229	39%	274	20%	100%
正味収入保証料	93	97	4%	84	-13%	136	62%	206	51%	266	29%	97%
総保証引受元本												
米国地方債	31,859	27,669	-13%	21,198	-23%	32,587	54%	38,918	19%	33,461	-14%	79%
米国資産担保証券	5,608	2,796	-50%	6,525	133%	7,819	20%	9,007	15%	8,894	-1%	21%
(小計)	37,467	30,465	-19%	27,723	-9%	40,406	46%	47,925	19%	42,355	-12%	100%
米国外公的セクター債務	264	269	2%	17	-94%	0		0		0		0%
米国外資産担保証券	120	123	2%	170	38%	0		22		0		0%
(小計)	384	392	2%	187	-52%	0		22		0		0%
合計	37,850	30,857	-18%	27,910	-10%	40,406	45%	47,947	19%	42,355	-12%	100%
正味保証引受元本	31,831	25,383	-20%	22,662	-11%	36,029	59%	43,975	22%	41,524	-6%	98%

B. 保証対象別ポートフォリオ

	1998	1999	構成比	2000	構成比	2001	構成比	2002	構成比	2003	構成比	伸び率
米国公的ファイナンス・セクター												
一般財源		63,759	46%	70,438	47%	77,105	45%	88,127	47%	97,457	47%	11%
公益事業		25,507	19%	27,416	18%	29,712	17%	30,755	16%	32,277	16%	5%
税収入財源		14,423	11%	15,893	11%	19,676	11%	22,230	12%	27,812	13%	25%
ヘルスケア		1,637	1%	1,484	1%	1,467	1%	1,415	1%	1,044	1%	-26%
運輸		13,428	10%	15,642	10%	20,105	12%	21,444	11%	21,883	11%	2%
高等教育		2,764	2%	3,378	2%	4,198	2%	5,945	3%	7,980	4%	34%
投資家保有公益事業		850	1%	358	0%	233	0%	341	0%	397	0%	16%
住宅		723	1%	644	0%	450	0%	230	0%	128	0%	-44%
特別収入		174	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	
その他		1,418	1%	1,398	1%	1,137	1%	610	0%	351	0%	-42%
小計		124,683	91%	136,651	91%	154,083	89%	171,097	91%	189,329	92%	11%
上記に含まれるリース		1,814	1%	2,333	2%	2,414	1%	3,725	2%	5,652	3%	52%
米国資産担保証券等												
モーゲージバック証券		10,815	8%	12,308	8%	12,261	7%	5,247	3%	2,883	1%	-45%
ホーム・エクイティ・ローン		0	0%	0	0%	3,090	2%	8,475	5%	12,095	6%	43%
自動車ローン		39	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	
その他消費者資産担保証券		0	0%	0	0%	360	0%	1,138	1%	812	0%	-29%
商業用資産担保証券		0	0%	49	0%	75	0%	37	0%	0	0%	
銀行/金融機関		182	0%	93	0%	810	0%	354	0%	129	0%	-64%
その他		1,219	1%	1,244	1%	1,569	1%	1,411	1%	1,329	1%	-6%
小計		12,255	9%	13,694	9%	18,165	11%	16,662	9%	17,247	8%	4%
米国外												
公的ファイナンス・セクター		268	0%	159	0%	159	0%	159	0%	169	0%	6%
資産担保証券		29	0%	21	0%	100	0%	0	0%	0	0%	
その他		122	0%	100	0%	0	0%	0	0%	0	0%	
小計		419	0%	280	0%	259	0%	159	0%	169	0%	6%
合計		137,357	100%	150,625	100%	172,507	100%	187,918	100%	206,745	100%	10%

C. 主要財務指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
モリライン保険会社						
総資産	2,668	2,719	2,652	2,751	2,931	2,577
現金・投資等	2,626	2,673	2,614	2,719	2,757	2,701
未経過保証料	657	640	654	694	760	880
自己資本	1,886	1,993	1,913	1,940	2,049	1,835
保証引受収益(A)	92	114	70	96	140	146
損失・損失関連経費(B)	(3)	(3)	(0)	2	7	(3)
その他引受経費等(C)	31	27	24	26	28	59
投資利益	163	168	158	202	188	148
当期利益	185	205	169	207	205	178
損失比率(B/A, %)	(2.9)	(2.5)	(0.4)	2.2	5.1	(1.8)
引受収益率(A-B-C)/A (%)	69.0	79.1	65.6	70.7	74.7	61.2
持株会社						
総資産	8,587	6,585	7,708	6,340	6,187	2,981
株主資本	2,065	2,002	2,050	2,085	1,929	1,743
当期利益						
負債/負債+自己資本(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	23.4
ROE(%)						

D. 自己資本関連指標

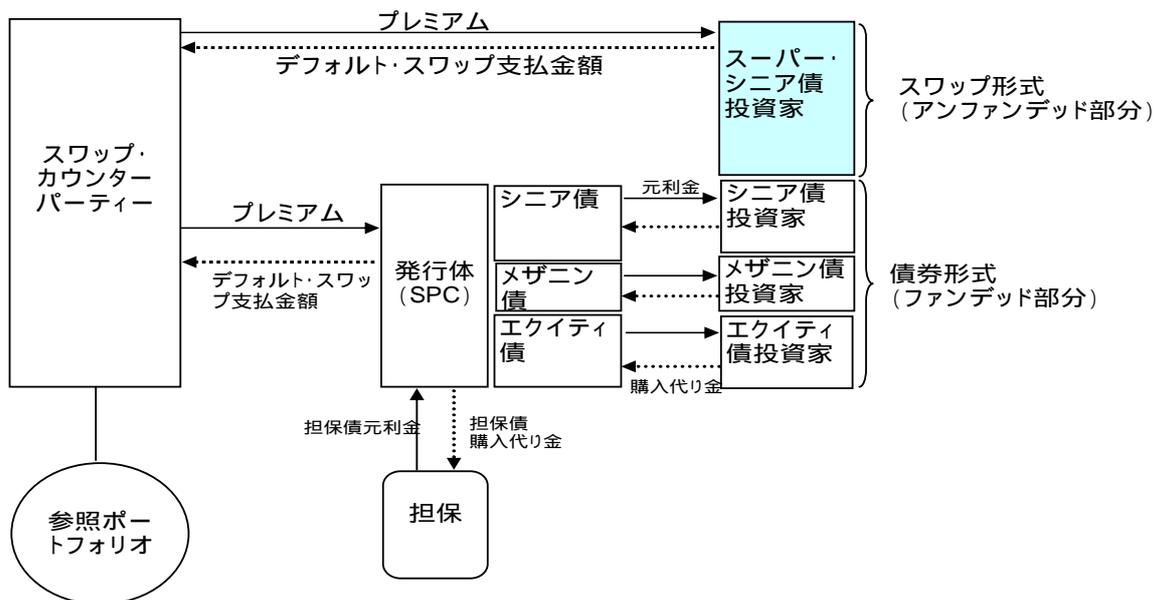
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ポートフォリオ・リスク						
地方債保証キャピタル・チャージ	11.9	8.8	8.1	7.5	7.2	7.3
資産担保証券キャピタル・チャージ	3.8	3.7	2.4	2.6	2.9	2.5
保険金支払余力						
法定自己資本	1,886	1,993	1,913	1,940	2,049	1,835
レター・ノクレジット・ライン	0	0	0	0	0	0
株主コミットメント	150	150	150	300	300	300
ストップロス契約	0	0	0	0	0	0
未経過保証料	657	640	654	694	760	880
分割払い保証料の現在価値	69	56	81	106	100	111
合計	2,761	2,838	2,798	3,039	3,209	3,126
自己資本の安全性						
Depression test後の自己資本	,000-1,050	,000-1,050	,150-1,200	,050-1,100	,650-1,700	1,100-1,150
セーフティー・マージン(x)	1.4-1.5	1.4-1.5	1.5-1.6	1.3-1.4	1.5-1.6	1.3-1.4
ソフト・キャピタルへの依存度(%)	19.6	19.5	18.4	20.5	18.5	15.5

Appendix 4. モノライン保険会社の Credit Default Swap (CDS) への取組

CDS (Credit Default Swap) とは、参照債務にクレジットイベント (通常はデフォルト) が発生した場合、プロテクション売り手がプロテクション買い手に対して、その金銭損失を補償することを約束する契約である。CDS を通じて、プロテクション買い手は、参照債務のデフォルト・リスクをプロテクション売り手に対して移転することが可能となり、その対価としてプロテクション売り手に一定率の手数料 (プレミアム) を支払っている。つまり、CDS と金融保証保険とは、デフォルト・リスクに関する保険契約という点で、その経済効果は同様と言える。

CDS 市場の拡大³²を受け、モノライン保険会社は、CDO (Collateralized Debt Obligations、債務担保証券) のトランシェ (主にシニア・トランシェ) に対する金融保証保険の代替ツールとして³³、または、シンセティック CDO (合成債務担保証券) のスーパーシニア・トランシェに対する投資家として³⁴ (図表 4 6。モノライン保険会社は水色部分) CDS の取引を増やしてきている (図表 4 7)。そして、直近の CDO 保証 / CDS 残高³⁵ 2,430 億ドル (2003 年 6 月末) は、業界全体の保証残高 (1 兆 7,010 億ドル、2003 年 12 月末) の 14% を占めるに至っている。因みに、図表 4 8 は、米国・欧州における CDO マーケットの市場規模 (発行金額と件数) 推移を示したものであるが、例えば、2002 年の米欧合計の市場規模が約 2,000 億ドルであるのに対して、モノライン保険会社の 2002 年 Vintage の CDO 保証 / CDS 残高は 840 億ドルであり、この市場におけるモノライン保険会社のプレゼンスの大きさが窺える。尚、モノライン保険会社は業務規制の関係から、本体ではなく CDS 専門の子会社 (ピークル) がプロテクション売り手主体となっている。

図表 4 6 . シンセティック CDO のストラクチャー



出所：矢島剛 『CDO』、金融財政事情研究会、2003 年

³² 銀行が、自己資本規制や社内のエクスポージャー枠の関係から、CDS の活用による信用リスクの第三者への移転を増やしてきていること等がその背景にある。

³³ MBIA によれば、金融保証保険の代替ツールの場合、CDS の契約形態・内容は金融保証とほぼ同一とのことである。尚、投資家は会計上の観点から、金融保証より CDS を選好するケースがあるようである。

³⁴ シンセティック CDO のスーパーシニア・トランシェは、参照ポートフォリオの 80~90% を占めることが一般的であり、それだけの大きなリスクを取ることでできる高格付のマーケット・プレーヤーは、モノライン保険会社やマルチライン保険会社以外は極めて限定的なようである。

³⁵ CDO トランシェに対する保証残高と CDS スーパーシニア・トランシェに対する投資残高の合計金額と思われる。

図表 4 7 . モノライン保険会社の CDO 保証 / CDS 残高 (2003 年 6 月末、単位 : 10 億ドル)

(1)会社別

ACE Guaranty	Ambac	FSA	MBIA	Radian Asset Assurance	XL Capital	Total
18	64	78	70	6	8	243

(2)Vintage 別

2000年以前	2000年	2001年	2002年	2003年上半期	合計
25	46	70	84	18	243

出所 : Standard & Poor's Bond Insurance Book 2004

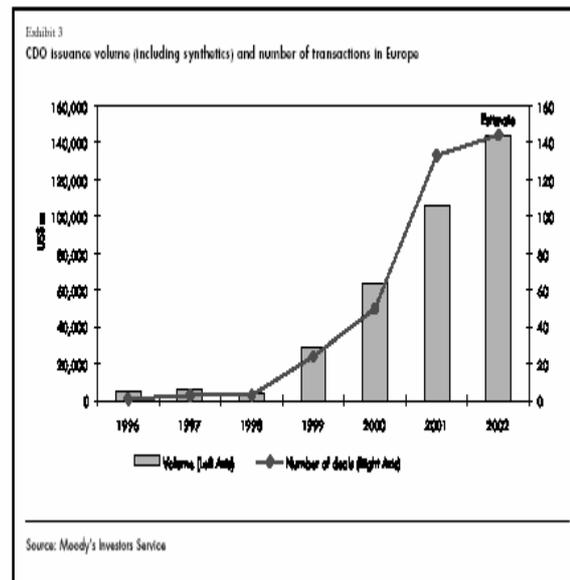
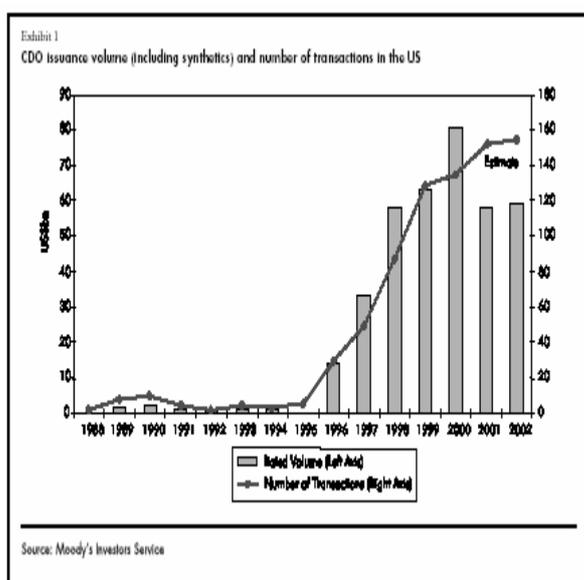
図表 4 8 . 米国・欧州における CDO マーケットの市場規模推移

(1)米国

(棒線が金額で左軸、単位 10 億ドル。
折れ線が件数で右軸)

(2)欧州

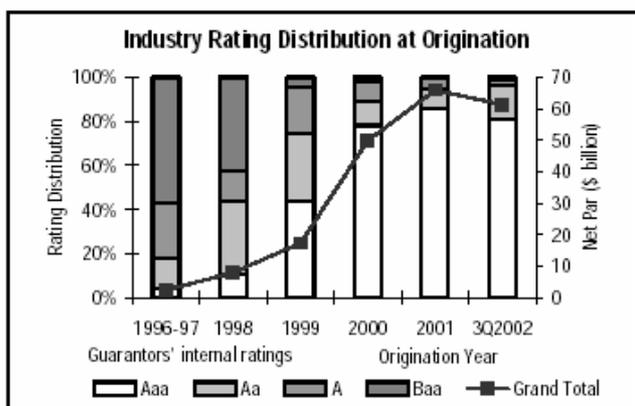
(棒線が金額で左軸、単位百万ドル。
折れ線が件数で右軸)



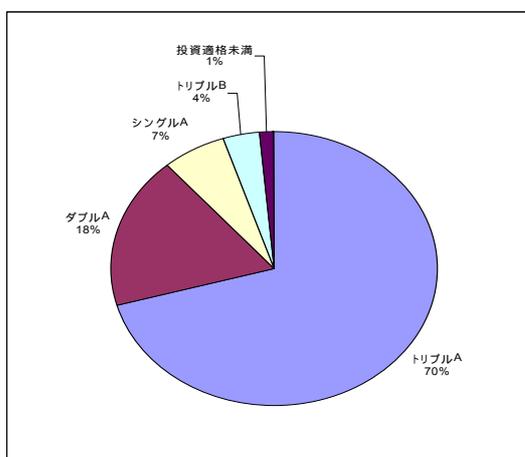
出所 : "Collateralised debt obligations and the role of monoline insurers" Euromoney Handbook 2003

図表 4 9 は、CDO 保証 / CDS の Vintage 別のクレジット・クオリティー（フロー）を、図表 5 0 は、CDO 保証 / CDS 残高のクレジット・クオリティー（ストック）を示したものである。モノライン保険会社が CDO 保証 / CDS 取引を始めた当初（1996-1998 年）は、相対的にクレジット・クオリティーの低いトランシェの割合が多かったが、近年は CDS のスーパーシニア・トランシェ等、クレジット・クオリティーの高いトランシェの割合が高まってきている。そして、CDO 保証 / CDS 残高全体のクレジット・クオリティーは、他の分野と比較して高いことがわかる。

図表 4 9 . CDO 保証の Vintage 別の格付分布



図表 5 0 . CDO の保証残高のクレジット・クオリティー (2002 年 9 月末)



出所：Moody's "Financial Guarantor CDO exposure: An Overview" January 2003 (図表 4 8 ・ 4 9)

金融保証と CDS との経済効果は同様であり、モノライン保険会社にとっては、対象債務のクレジット・リスクの移転を受けるという点で、表面上は同じリスクを取っているように考えられる。但し、格付会社 Moody's によれば、金融保証と CDS とは、いくつかの点で内包されるリスクが幾分異なっており、CDS がモノライン保険会社に対して追加的なリスクをもたらす得ると分析している³⁶。特に、以下項目について、金融保証にはない CDS 特有のリスクをもたらすかどうかという点で、留意の必要があるとしている。

- ✓ 参照債務が資産ポートフォリオである場合、そのポートフォリオはスタティック型（資産の入替無し）かダイナミック型（資産の入替あり）か？
- ✓ クレジットイベント発生時のプロテクション売り手による決済条件*
- ✓ クレジットイベント発生に伴う損失金額確定のための手続とタイミング
- ✓ 「クレジットイベント」の定義・範囲

* : CDS において参照債務がデフォルトした場合には、プロテクション売り手は、繰上一括償還を要求されるのが通常である。従って、CDS 取引の増加に伴い、モノライン保険会社にとっての流動性リスクは高まっているとも言える。但し、モノライン保険会社の CDS 取引にかかるポートフォリオのクレジット・クオリティーは極めて高く、デフォルトやこれに伴う大きな損失発生リスクは極めて小さいと考えられており、モノライン保険会社の流動性にネガティブなインパクトをもたらす可能性は限定的と捉えられている。

³⁶ Moody's "Credit Default Swaps versus Financial Guaranties – Are the Risks the Same?" June 2001

尚、CDS取引の場合、mark to marketによる時価評価が会計上義務付けられていることから、金利環境の変化等によって、モノライン保険会社の収益がぶれるという問題が顕在化してきている。こうした中、モノライン保険大手の中には、CDSにかかるエクスポージャーのこれ以上の増加を避け上限を設定する動きも出てきている。実際、図表47(2)を見ると、2003年上半期の保証残高は前年までの数字を大きく下回っており（通年ベースと半年ベースとの違いはあるが）、CDS取引に対するモノライン保険会社の事業戦略の修正が窺える。

Appendix 5. ラスベガス・モノレール・プロジェクトの概要

(1) ラスベガスの概要と本件プロジェクトの背景

ラスベガスは、観光（カジノやエンターテインメント）及びコンベンションを吸引力として、これまで大きな発展を遂げてきた街である。1970年には6,788千人であった年間観光客数は、2003年には35,540千人にまで拡大しており、観光客による経済効果も1970年の1,183百万ドルから2003年の32,778百万ドルへ大きく伸びている³⁷。

こうした街の急速な成長を受け、ラスベガスに新たに発生した問題の一つに交通混雑が挙げられる。ラスベガスは、米国西部の人口100万人以上の都市の中で、鉄道交通システムを持たない唯一の都市としても知られている。特に交通混雑が深刻なのが、ラスベガスの中心街であるストリップ地区である（写真1）。ストリップは、南北約6キロに伸びる目抜き通りで、ラスベガスを代表する主要なホテルが立ち並びエリアとして知られている（図表5-1）。

写真1．ストリップの渋滞の様子



こうした交通混雑を解消するための方策として浮上したのが、モノレールによる公共交通システムであった。

本件プロジェクトの原型となっているのが、1993年にMGM GrandホテルとBally'sホテルとが共同で立ち上げたモノレール・システムで、これは両ホテルを結ぶ1.6キロのモノレールであった。これら2つのホテルは、地元Clark郡に対して、既存のモノレールの拡張を働きかけた。これを受け、Clark郡・ネバダ州政府職員、地元観光産業の経営者に加えて、財務アドバイザーとしてSalomon Smith Barney（現Citigroup）、リーガル・アドバイザー、Ambacが参画し、本件プロジェクトのストラクチャー及びファイナンス・スキーム等を協議するチームが発足することとなった。

(2) 本件プロジェクト概要

本件プロジェクトは、ラスベガスのストリップ地区において、新交通システムを整備するものである。プロジェクト主体として、ラスベガス・モノレール会社（The Las Vegas Monorail Co., Inc.: 以下「LVMC」）が非営利企業として2000年に設立された。LVMCは、上述した既存のモノレールを買い取ることに加えて、さらに約4.8キロの区間を延長し、トータルで約6.4キロのモノレールを整備することとなった。

本件プロジェクトにかかる資金調達額は約650百万ドルである。図表5-2に示す通り、必要資金はネバダ州商業・産業省（Nevada Department of Business and Industry）がレベニュー債（産業歳入

³⁷ 出所：Las Vegas Convention & Visitors Authority

債)を発行し、その手取金を LVMC に対して融資する。債券のトランシェは3つに分かれており、第1優先債が451.4百万ドル、第2優先債が149.2百万ドル、劣後債48.5百万ドルという構成である。劣後債は、地元観光業者とプロジェクト請負業者が引き受ける。尚、劣後債或いは第2優先債がデフォルトした場合でも、第1優先債のクロス・デフォルトはトリガーされない。

調達した資金は、既存モノレールの買取資金、建設・運営システム設置費用支払、債務返済準備金積み立て等に充てられることになる。デザイン・建設・設備請負契約は、建設会社大手の Granite Construction とトランジット・システム最大手の Bombardier との間で締結され、開業後の運営・管理契約は Bombardier との間で締結された。

第1優先債は、格付会社 Fitch Ratings 等によって BBB-の格付を受けた(格付のベースとなったプロジェクト・リスクの分析やプロジェクト収支予想は図表53、54を参照)が、財務アドバイザー及び地元 Clark 郡は、モノライン保険会社による金融保証の付与により、債券に対する投資家の需要が増加すると同時に、本件プロジェクトに対する地元での評価が向上することを期待し、LVMC に対して、金融保証の活用をアドバイスした。LVMC は Salomon Smith Barney を通じて、モノライン保険会社2社を紹介され、この2社から保証条件の提示を受けた結果、Ambac が選ばれることになった。

Ambac は、保証引受可否の判断に際して、ラスベガスの地域特性、本件プロジェクトに関わるデザイン・建設・オペレーション契約内容、地元観光業界の関与度合、ネバダ州・Clark 郡のサポート等について、詳細な分析を行ったとしている。尚、LVMC によれば、Ambac の担当者は、交通インフラ・プロジェクトに関する優れた専門ノウハウを有しており、約2ヶ月間で最終的な保証条件を決定、この過程では、ファイナンスのストラクチャーとして地元観光業者等による劣後債引受を積極的にアドバイスしたとのことである。また、LVMC によれば、これだけ規模の大きい交通インフラ・プロジェクトに対して、州民の税金が一切投入されることになっていない点、本件プロジェクトはそのファイナンス・スキームの観点から画期的であるとしている。さらに、LVMC は、Ambac のアドバイスにより、特に地元観光業者等の関与が強まったことを通じて地元における本件プロジェクトへの信頼度は一層高まったことに加えて、LVMC の資金調達コストの軽減も実現され、非常に有効であったとコメントしている。

本件ディールは、2000年9月20日に成功裡にクロージングを迎え、Institutional Investor 誌において2000年のPublic Finance Deal of the Year に選ばれている。

ラスベガス・モノレールは、当初2004年第1四半期に開業予定であったが、建設期間の延長により、2004年7月15日に開業している(写真2、3、4)。

写真2．ラスベガス・モノレール



写真3 . コンベンション客で賑わうホーム



写真4 . 車内の様子

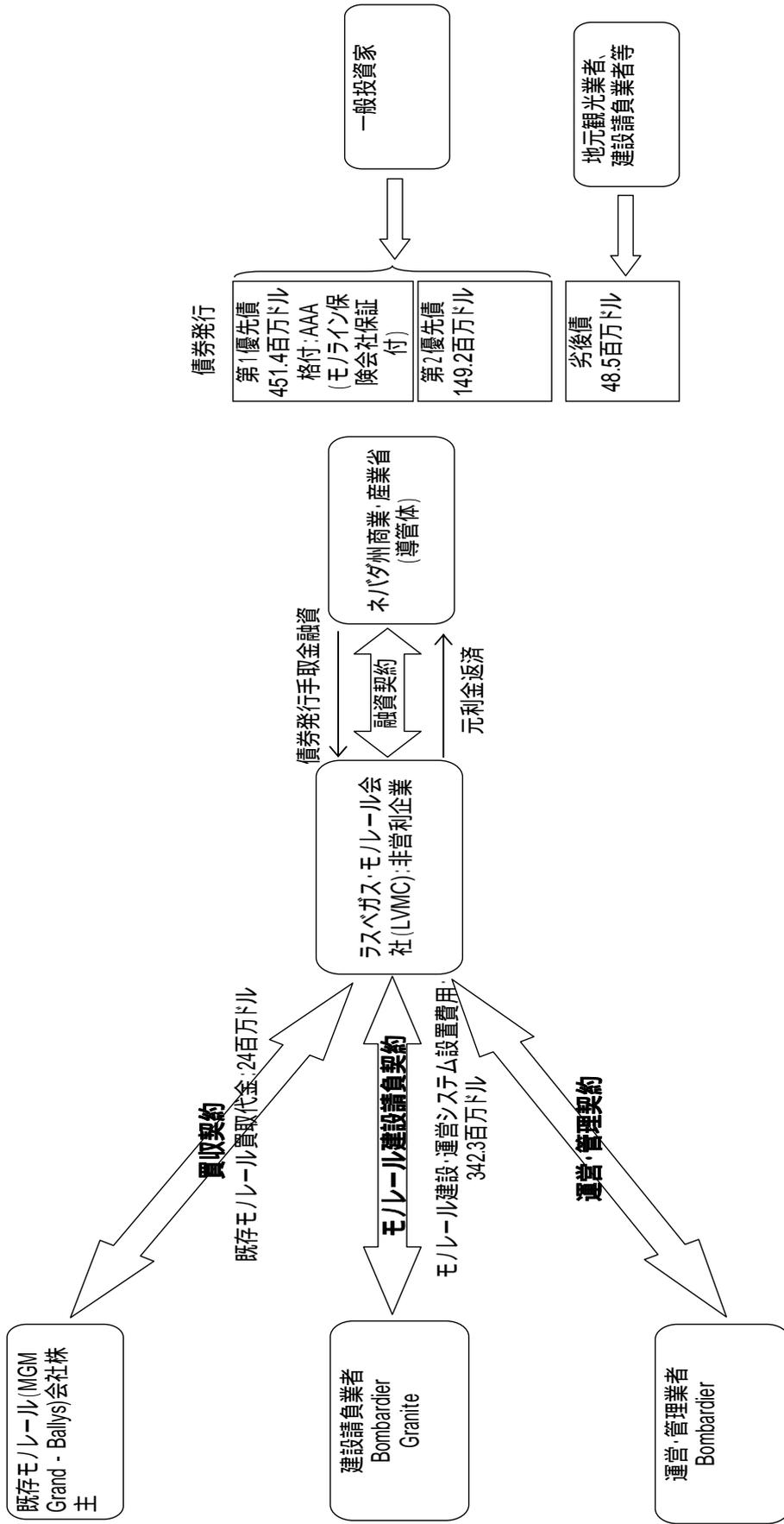


図表 5 1 . ラスベガスのストリップ地区



出所：ラスベガス大全 (<http://www.lvtaizen.com/map/index.html>)

図表5.2.ラスベガス・モノレールプロジェクトの事業スキーム図



出所: Fitch Rating "State of Nevada Department of Business and Industry --- Las Vegas Monorail Co., Inc." September 8, 2000

図表5 3 . ラスベガス・モノレール・プロジェクトの強みとリスク

強み	<ul style="list-style-type: none"> ・「ストリップ」というラスベガスの重要な交通ルートに沿って建設されるものであり、経済的実現可能性を有していること ・既存のモノレールを、最新の技術を活用して拡張するものであること ・LVMC が、資産の取得、プロジェクトの開発・運営・維持管理だけを担うために設立された特定目的会社であること ・地元において政治的サポートを受けていること（Clark 郡は本プロジェクトと競合し得るような交通システムに対しては、権利を与えないことを誓約している） ・劣後債購入に示される通り、地元観光業界からの支援を受けていること ・モノレールの料金は、タクシーやバスと比較して、競争力のある水準に設定されること ・LVMC は、料金調整を行うフレキシビリティを有していること ・劣後債、第2 優先債のデフォルトが、第1 優先債券のデフォルトをトリガーするものではないこと
リスク	<ul style="list-style-type: none"> ・訴訟による建設遅延の可能性³⁸ ・モノレール利用客が予想を下回る可能性 ・LVMC の倒産リスク ・広告収入・金利収入の水準が計画を下回る可能性 ・建設リスク（但し、建設請負契約内容や、建設請負業者の豊富な実績により、リスクは軽減されている） ・運営リスク（但し、運営・管理契約内容や、運營業者の豊富な実績により、リスクは軽減されている）

出所：Fitch Rating "State of Nevada Department of Business and Industry — Las Vegas Monorail Co., Inc." September 8, 2000

³⁸ ラスベガス・モノレールの完成に伴い、自社コンベンション施設の利用客が他社に奪われて大幅に減少することを懸念したホテル会社 A 社は、当プロジェクトを中断すべく訴訟に持ち込んだが、結果的には、訴訟は取り下げられた。

図表54. プロジェクト収支予想
ベース・ケース

	2005	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2039
一日当たり利用者数	54,616	59,403	60,562	61,992	63,192	63,984	64,789	64,789
年間利用者数(千人)	19,935	21,682	22,216	22,627	23,065	23,354	23,648	23,648
利用料金	2.50	3.00	3.50	3.75	4.25	4.75	5.00	5.50
料金収入	49,838	65,046	77,756	84,851	98,026	110,932	118,240	130,064
広告収入	6,695	7,761	8,998	10,431	12,092	14,018	16,251	18,290
その他収入	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	40,153
総収入	60,744	77,018	90,965	99,493	114,329	129,161	138,702	188,507
運営・管理費用	21,077	24,423	28,450	32,938	38,112	44,738	51,658	58,798
債務返済前純収入	39,667	52,595	62,515	66,555	76,217	84,423	87,044	129,709
第1優先債要返済債務	19,348	26,518	31,599	33,854	38,184	42,317	43,627	49,432
第1優先債DSCR	2.05	1.98	1.98	1.97	2.00	2.00	2.00	2.62

悲観的ケース

	2005	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2039
一日当たり利用者数	36,411	39,602	40,374	41,328	42,128	42,656	43,193	43,193
年間利用者数(千人)	13,290	14,455	14,737	15,085	15,377	15,569	15,765	15,765
利用料金	2.50	3.00	3.50	3.75	4.25	4.75	5.00	5.50
料金収入	33,225	43,364	51,578	56,568	65,351	73,954	78,827	86,709
広告収入	6,695	7,761	8,998	10,431	12,092	14,018	16,251	18,290
その他収入	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	40,153
総収入	44,131	55,336	64,787	71,210	81,654	92,183	99,289	145,152
運営・管理費用	21,077	24,423	28,450	32,938	38,112	44,738	51,658	58,798
債務返済前純収入	23,054	30,913	36,337	38,272	43,542	47,445	47,631	86,354
第1優先債要返済債務	19,348	26,518	31,599	33,854	38,184	42,317	43,627	49,432
第1優先債DSCR	1.19	1.17	1.15	1.13	1.14	1.12	1.09	1.75

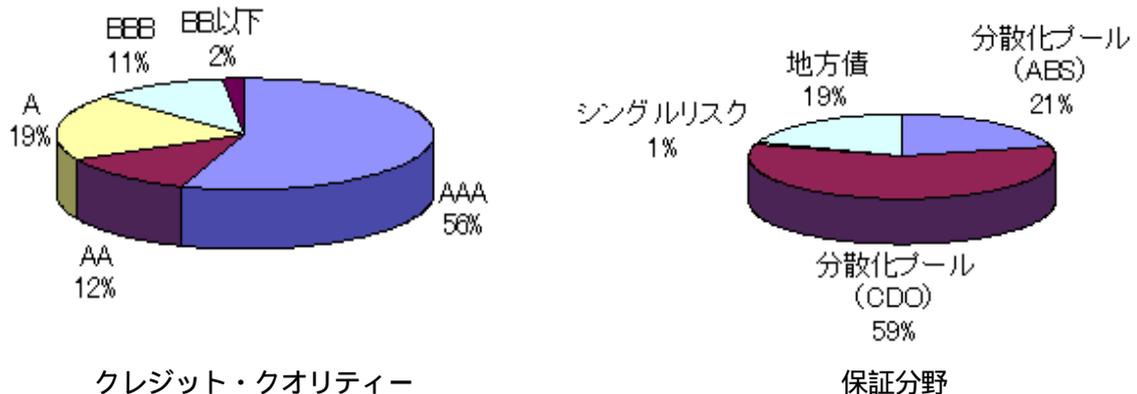
出所 : Fitch Rating "State of Nevada Department of Business and Industry — Las Vegas Monorail Co., Inc." September 8, 2000

参考 : LVMC のファイナンス契約によれば、同社は、各年度における第1優先債 DSCR が 140%以上となるよう、また、第1・第2優先債の DSCR が 110%以上となるよう、料金を設定しなければいけない。かかる料金コベナンツは緩やかなものであり、コベナンツ違反時には、コンサルタントによる調査と料金変更の勧告がなされ、LVMC はかかる勧告に従うべく誠実に取り組まなければならないが、コベナンツ違反は、デフォルト事由とはならない。

Appendix 6. 損害保険ジャパン・フィナンシャルギャランティーの概要

- 株主：損害保険ジャパン 100%
- 払込資本：110 億円
- 設立：2000 年 11 月 30 日
- 従業員数：20 名
- ソフトキャピタル： 純資産維持契約 72 億円（損害保険ジャパン）
 - ◇ ストップロス再保険 55 億円（Ambac 社）
- その他再保険カバー エクセスロス再保険 280 億円（損害保険ジャパン）
- 格付 S&P：AA-、Moody's：Aa3、格付投資情報センター：AAA
- 保証ポートフォリオ
 - 正味保証残高（2004 年 3 月末現在）：約 1 兆 49 億円
 - 保証件数（同）：1,477 件
 - 事故発生件数（同）：0 件
 - クレジット・クオリティ - 内訳（同）：図表 4 5 参照
 - 分野別内訳（同）：図表 5 5 参照

図表 5 5 . 保証ポートフォリオの内訳



出所：(株)損害保険ジャパン・フィナンシャルギャランティーWebsite より

S&P によれば、同社は、日本国内のモノライン保険会社としてはトップランナーであることから、日本の資本市場が成長していく場合に有利なポジションにあり、また、保証引受基準は保守的である、としている。しかしながら、同社の資産（現預金、投資勘定 = 日本国債が大半）や保証ポートフォリオが日本のソブリン・リスク（AA-）の影響を受けること、そして、同社が近い将来、資本増強の必要性が生じた時に親会社損害保険ジャパン（AA-）のクレジット・リスクの制約を受けること、更に、同社の保証ポートフォリオの大部分が米国資産担保証券及び地方債でドル建てである一方、資産ポートフォリオの大半が円建ての日本国債であることから為替リスクが潜在的に内在すること等から、AA-格付としている。

参考文献

- 稲生信男 『自治体改革と地方債制度』、学陽書房、2003年
堀内昭義編著 『金融の情報通信革命』「第3章 金融保証保険業務の発展」、東洋経済新報社、1996年
矢島剛 『CDO』、金融財政事情研究会、2003年
『PFI金融・法務プラットフォーム協議会 中間報告書』、2003年
産業基盤整備基金 『プロジェクト・ファイナンス/ストラクチャード・ファイナンスにおける保証ニーズおよび保証期機関のリスク管理手法についての調査』、2002年

格付会社レポート

- Standard & Poor's
 - ✓ Bond Insurance Book 2004
 - ✓ Bond Insurance Book 2003
 - ✓ “Corporate Credit Quality and the Performance of CDOs: Implications for Bond Insurers” December 19, 2002
 - ✓ “Bond Insurers Finalize Innovative Agreements to Raise Contingent Capital” March 25, 2002
- Moody's
 - ✓ “Financial Guarantors Pursue Modest Diversification Outside Core Business” June 2004
 - ✓ “Moody's 2003 Review and 2004 Outlook for the U.S. Financial Guaranty Industry” December 2003
 - ✓ “Moody's Rating Methodology for Financial Guaranty Insurance Companies” December 2003
 - ✓ “Financial Guaranty Industry Outlook” May 2003
 - ✓ “Financial Guarantor CDO exposure: An Overview” January 2003
 - ✓ “The Financial Guarantors' Exposure To The Market Risk Inherent In Credit Default Swaps” October 2001
 - ✓ “Credit Default Swap versus Financial Guaranties --- Are the Risks the Same?” June 2001
- Fitch Ratings
 - ✓ “Bond Insurers --- Industry Update and Statistical Supplement” July 8, 200
 - ✓ “Bond Insurers --- An Industry Update” August 5, 2003
 - ✓ “Bond Insurers See Strong Growth Ahead”
- 株格付投資情報センター
 - ✓ MBIA インシュアランス・コーポレーション

Barclays Capital “MBIA Insurance Corporation” December 2, 2002

Barclays Capital “Unwrapping the Wrappers”

Bank of America Securities “Financial Guaranty Insurance” November 15, 1999

Merrill Lynch “Assured Guaranty Ltd.” June 2, 2004

Merrill Lynch “Financial Guarantee Insurance Industry” July 16, 2004

モノライン保険会社各社資料

- ✓ 各社アニュアルレポート、Form 10-K (MBIA、Ambac、FSA、損保ジャパン・フィナンシャルギャランティー)
- ✓ 各社 Website 情報 (MBIA、Ambac、FSA、FGIC、損保ジャパン・フィナンシャルギャランティー)
- ✓ プレゼンテーション資料 (MBIA、Ambac)

Association of Financial Guaranty Insurers Website 情報

Las Vegas Monorail Project 関連

- ✓ Las Vegas Monorail Website 情報
- ✓ 投資家向けプレゼンテーション資料
- ✓ 目論見書
- ✓ Fitch Ratings “State of Nevada Department of Business and Industry Las Vegas Monorail Co., Inc.” September 8, 2000

Structured Finance International “The protection business” November/December 2003

Euromoney Handbook 2003 “Collateralised debt obligations and the role of monoline insurers”

TFJ 世界潮流アップデート第 63 号 2004 年 10 月 8 日

ヒアリング訪問先

- **MBIA Insurance Corporation**
- **Las Vegas Monorail Company**

(日本政策投資銀行 ニューヨーク駐在員事務所
尾崎充孝 miozaki@dbj-us.org)