

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 6 月 13 日現在

機関番号：32801

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2010 ～ 2011

課題番号：22730314

研究課題名（和文） セキュリティ化と地方金融機関

研究課題名（英文） Securitization and local financial institutes

## 研究代表者

森谷 智子 (MORIYA TOMOKO)

嘉悦大学 経営経済学部 准教授

研究者番号：00449365

研究成果の概要（和文）：本研究では、証券化商品市場を再活性化させるために、その裏付け資産と ABL が重要な鍵になるということを念頭に理論的研究を発展させた。さらに、ABL に取り組む地方金融機関ばかりではなく、政府系金融機関にもインタビュー調査を実施することにより、その意義と問題点について検討した。

研究成果の概要（英文）：In this study, I developed a theoretical study that in order to revitalize securitization market. I make a study on that there is a strong possibility of ABL, that is ABL will go for underlying assets of securitization. In addition, by carrying out interviews not only regional financial institutions to address ABL, also government-affiliated financial institution, I could shed light on programs of ABL.

## 交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
22 年度	500,000	150,000	650,000
23 年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,000,000	300,000	1,300,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：セキュリティ化、地方金融機関、ABL（Asset Based Lending:動産担保融資）、格付機関

## 1. 研究開始当初の背景

サブプライム問題の表面化、そして CDS（credit default swap）の取引が発端となった金融危機の煽りを受け、日本における金融機関や大企業は当初資金調達難に陥ることになった。しかしながら、現在、資本市場も落ち着きつつある。他方、中小企業の財務状況は厳しく、定着してきた行政主導型 CDO（collateralized debt obligation）でさえ元本割れという状況を招いている。それを受

け、行政主導型 CDO の取り組みが停止しているのは明らかなことである。

当初、今回の金融危機は、1990 年代の日本の不良債権問題と比較すると小規模であるということから、早急に解決することができるであろうと考えられていた。しかしながら、米国ばかりではなく、欧州や日本の投資家が CDO に投資したことにより、リスクの所在がさらに複雑化することになった。その後、米国を中心に、金融機関の再編が進むことにな

ったのは周知の通りである。こういった状況を受け、証券化商品の信用性の回復が難しいものになっていったのは、今も変わらない。

他方、日本における証券化商品市場も、その影響を受け、発行額が低迷している。このことを受け、日本の証券化商品市場を再活性化させるためには、どのような施策があるのかについて検討した。その際、今日、融資方法として拡大している ABL（動産担保融資）を踏まえ、金融危機によって日本における企業金融がどのように変貌していくのか、そして日本における証券化商品市場の再推進の可能性を検討することを目的とした。

## 2. 研究の目的

申請者（研究代表者 森谷）は、これまで証券化商品市場の活性化をめぐる、証券化の意義、問題点、課題についての研究を行ってきた。本研究では、サブプライム問題、金融危機、金融不安を受けて、日本でも縮小された証券化商品市場を再活性化するためには、どのような施策が必要であるか、また、その鍵となるのは、地方金融機関であることを念頭に検討することを目指した。

しかしながら、サブプライム問題が表面化してから2年以上経過した2008年、日欧米における金融機関の損失は拡大し、金融機関の再編が進むことになった。また、日本における証券化商品に対しても警戒感が強まり、その組成にも影響が生じることになり、その状況は現在でも続いている。

このような状況を踏まえ、ABLによる貸付債権が証券化商品の裏付け資産になりうるのではないかと一つの可能性を見出した（雑誌論文⑥などで、この可能性について検討した）。証券化商品市場を再推進させるため、そして中小企業の資金調達を円滑に進めるためにも ABL の普及が望まれる。そのため、本研究では、ABLを進めていくための理論的基盤を強化すると同時に、ABLを実施するうえでの問題や課題を明確にすることを鑑み、ABLに重点を置いた研究を発展させていくことを目的としていた。さらに、証券化の定義の再検討、そして日本における証券化商品市場を再活性化するための鍵となる ABL を進展させるための条件を探ることも本研究の課題である。

## 3. 研究の方法

本研究では、証券化商品市場を再活性化するために、ABLがその鍵になるであろうことを念頭に、ABLの理論的研究、そしてケースを整理した。その際、ABLの歴史が長い米国での学術的研究を参考とした。そのうえで、日本においてABLを推進していくための施策

を導き出した。

さらに、学術的な背景に基づきインタビュー調査を実施した。日本で初めて ABL に取り組むことになった政府系金融機関でのインタビュー調査では、ABLの実務上の本来の意義を問う契機にもなった。また、これまで地方金融機関が証券化商品の組成というよりも、投資することに意欲を高めていた。そもそも、証券化商品とは、投資家が存在するからこそ、発行される債券である。つまり、投資する投資家が存在しなければ、証券化商品を組成することができないことを意味する。こういったことから、証券化商品市場を再活性化させるためには、地方金融機関の証券化との関わり方が重要になるものと、申請者は考えていた。そのため、地方金融機関のインタビューを通じて、2008年の金融危機前後の証券化商品に対する地方銀行の組成、投資に関する姿勢を明確にすることが可能となった。さらに、地方金融機関から ABL の取り組みに対する態度、ABLを裏付けとした証券化商品の組成の可能性について、助言を受けることができた（雑誌論文④など）。

## 4. 研究成果

### （1）証券化の再活性化と地方金融機関の取り組み

本研究では、証券化商品市場を再活性化させるために、その裏付け資産と ABL が重要な鍵になるということ念頭に、ABLに取り組む地方金融機関ばかりではなく、日本で初めて ABL に取り組むことになった政府系金融機関にもインタビュー調査を実施することにより、その意義と問題点について検討した。その結果、ABLを進めるにあたり、いくつかの問題点および課題があることが明らかになった。

ABLを実施する意義として、以下のことが主張されている。ABLは、中小企業のお金の流れを把握するため、そして在庫などの価値を評価するためには有効的な手段でもある。さらに、通常、金融機関から融資を受けることが比較的困難である業種でも、担保となる優良な動産を有していることにより、資金調達が可能となるという意義もある。たとえば、酪農業は ABL により資金調達が円滑化したという事例が数多く手掛けられている。

しかしながら、ABLは従来の譲渡性担保融資となんら変わらないという意見や批判もある。また、ABLは換金性が高い動産を担保にしているが、機械、在庫、野菜などの担保を登記することは不可能であるという金融

機関側の主張も強く見られた。つまり、金融庁が ABL の取り組みを後押ししたものの、それを実行する環境が整備されていないということになる。そのため、金融機関は、ABL に積極的に実施できない状況が続いているということが明らかになった。

今後、ABL を推進していくためには、金融庁が動産担保を登記できるようにすることが条件としてあげられる。たとえば、現在、動産担保として登記できるのが、牛に限定されている。そのため、ABL に取り組むことができる業種が限定され、中小企業の資金調達手段としては、定着しないということをはっきりさせることができた。また、ABL を推進していくうえで問題になっている事項とは、動産を鑑定する手数料が非常に高額であるということがあげられる。このことから、金融機関側は、貸出をする顧客に対して、ABL は勧めにくい貸出手法であると強調している。こういった高額な手数料が設定される理由として、動産鑑定機関数が非常に少ないということがあげられている。ABL を幅広く進めていくためにも、動産を評価することができる鑑定機関の創設・育成が必要になるものと、申請者（代表者 森谷）は考えている（雑誌論文④）。

## （2）研究中に生じた新たな問題

これまで、地方金融機関は証券化商品への投資には意欲的であったものの、購入することができないということがあった。しかしながら、サブプライム問題、金融危機を受けて、メガバンクばかりではなく、地方金融機関もその組成や投資に消極的になってきている。こういった事態を解決するためには、どのような施策が必要であるのかについての検討を余儀なくされた。その結果、証券化商品の投資への信頼性を回復させるためには、金融機関の審査基準の厳格化ばかりではなく、格付機関のあり方も問われている。それを受け、格付機関と金融機関の関係についても検討する必要性が生じた（雑誌論文③など）。これに関しては、米国の格付機関と金融機関に焦点をあてる考察が強いとされた。

現在、欧米における格付機関への規制が強化されている。日本でも証券化商品市場をはじめとする資本市場を適切に機能させるためにも、格付機関に対する登録制が導入されていた。米国では、2010 年、ドッド・フランク法のもとで、格付機関への規制が見直されている。特に、格付機関への格付手数料が大きく取りあげられている。さらに、1970 年代初期から、発行体が格付手数料を負担する発

行体支払いモデルの一般化により、サブプライム危機を招く大きな要因となった格付機関と発行体の利益相反が強く印象に残ることになった。

証券化商品を組成することができる投資銀行は限られていた。さらに、証券化商品の格付手数料は、普通社債と比較すると、約 2 倍の報酬を受け取ることができるというほど高額な報酬であった。そのため、複数の格付機関の間では、証券化商品を組成する投資銀行とのビジネス獲得競争が繰り広げられたのである。

格付機関が甘い格付けを付与する代償として高額な手数料を求められることができる発行体支払いモデルには大きな問題が孕んでいたことは明らかである。そのため、2009 年 3 月以降、発行体支払いモデルに代替する格付手数料制度の見直しが必要であると指摘されるようになってきたのである。金融改革の法案であるドッド＝フランク法 939F (b) では、SEC に 2 年以内に格付手数料に関して検討することが要求されていた。

格付機関は、規制が強化されたことにより、ガバナンス体制を改善させるとともに、格付けの透明性を高めるために、その手法を見直さなければならない状況にある。さらに、格付機関は、格付けへの信頼を取り戻さなければならないという課題を抱えている。そのためにも、格付機関への支払いモデルを検討しなければならない時期にきているが、何ら進展は見られない。さらに、この研究を進めていくにあたり、現行の格付制度には、発行体によるレーティング・ショッピング (rating shopping) など、未解決な問題も残されていることが明らかになった。SEC は、格付制度に対して登録制の導入、情報を開示することによって透明性を高めようとしている。さらに、投資家が格付機関の評価だけに過度に依存することなく、他の情報も活用しながら投資を行う環境作りを促進する動きが見られるようになってきている。しかしながら、このことだけで格付機関が抱える問題を払拭することができるのであろうか、という疑問を抱くことになる。今後の課題として、格付機関の格付けの正当性を高めるためには、単に規制を設けるのではなく、NRSROs という機関組織として、どのようにして行動すべきであるのかを検討する必要があるという結論に至った。日本の格付機関を含めて、NRSROs の行動基準を厳格にしていく必要がある。

## （3）正当な証券化商品を組成するための今後の課題

金融機関による証券化商品の組成は、新たな資金調達手段、バランス・シートのスリム化を実現するための手段としての活用が主流であった。つまり、本来のあり方である証券化の活用をしていたのである。金融機関は、証券化を組成することにより、資金調達の効率性を高めるとともに、その調達コストをも削減することができるという恩恵を受けていた。さらに、証券化は、発行体の産業特有のニーズに見合う資金調達手段でもあり、同時に、投資家の投資ニーズにも見合う投資金融商品としても評価されてきた。こういった本来の証券化の意義があるのにもかかわらず、金融機関は利益を最大化するための手段として利用するようになったのである。証券化を組成するうえで、金融機関は、2 から 4 か月の間、裏付資産となるローンの潜在的リスクを抱えることになるが、最終的に、巨額の報酬を受け取ることができる。また、証券化商品の組成により、裏付資産のリスクを第三者に移転するため、金融機関は skin in the game という考え方が無関係なものとして捉えていくことになったと考えられる。この skin in the game とは、自社、もしくは自ら運営するファンドなどに投資することを意味している。証券化商品を組成したのであれば、金融機関自体がローンのリスクを移転することにより、自行の資産として計上する必要もなく、また、その負担を背負う必要がないということになる。こういったことを通じて、証券化を実施することで、貸出基準の悪化をも招くことになったものと推測される。

以上から、今後、本来の証券化としての金融技術を活用、さらには再活性化するためには、金融機関の skin in the game という考え方を浸透させることが重要である。つまり、証券化商品の裏付け資産になるとしても、貸出しという行動そのものが投資であるということ、金融機関は、再度認識する必要がある。さらに、金融機関が自行で証券化商品に投資をしなくても、その組成段階にかかわっているということを感じ直す必要があるであろう。すなわち、組成した証券化商品に対して、格付けだけに依存するのではなく、金融機関は、その商品に責任を持つということの意味している。

今後の金融機関の行動としては、証券化の裏付資産となる貸付債権に対しても、貸出基準を見直すとともに、通常の貸出しよりも、その基準を厳格化していくことがあげられる。さらには、証券化の意義そのものを見直す必要があるであろう。このように、金融機

関の行動を正すことにより、証券化商品の信頼性が高まると同時に、市場そのものの復活への道につながるものと、申請者は考えている。

#### (4) 今後の研究する上での期待

前述したように、ABL を促進していくうえでいくつかの問題点や課題が残されている。こういった環境のなか、2011年6月、日本銀行により「成長基盤強化を支援するための資金供給における出資などに関する特則（ABL特則）」が導入された。これは、ABL を推進するための施策であり、ABL を実施する金融機関に対する融資をも行う制度であったが、2年間延長することになった。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計6件)

- ① 森谷智子「サブプライム危機と金融規制」『嘉悦大学研究論集』(第54巻第2号)、査読有、2012年、pp.1~19。
- ② 森谷智子「証券化と今後の金融機関の行動」、『年報 中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム』(第10号)、査読有、2012年、pp.3-18。
- ③ 森谷智子「証券化と格付機関のあり方」、『証券経済研究』(第74号)、査読有、2011年、pp.61-79。
- ④ 森谷智子「研究ノート ABLとは何か～ABLを推進させるための条件～」、『年報 中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム』(第9号)、査読無、2011年3月、pp.18~26。
- ⑤ 森谷智子「サブプライム住宅ローンと金融機関」、『証券経済研究』(第71号)、査読有、2010年9月、pp.95~120。
- ⑥ 森谷智子「金融危機と今後の証券化商品市場」、『証券経済学会年報』(第45号)、査読無、2010年7月、pp.270~275。

[学会発表] (計3件)

- ① 森谷智子「証券化と格付機関の問題点」日本経営経済学会東日本部会 2011年7月30日(於 明治大学)
- ② 森谷智子「証券化と銀行経営」日本経営分析学会全国大会 2011年6月19日(於 明治大学)
- ③ 森谷智子「サブプライム住宅ローンと金融機関～なぜ、サブプライム住宅ローンの貸出残高が拡大したのか～」証券経済学会第73回全国大会 2010年6月6日(於 明治大学)

〔図書〕（計1件）

- ① 森谷智子「第24講 証券化」坂本恒夫編  
『テキスト 財務管理論』中央経済社、2011  
年6月、pp.179～186

6. 研究組織

(1) 研究代表者

森谷智子 (MORIYA TOMOKO)

研究者番号：0049365