

平成30年6月27日現在

機関番号：32801

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03629

研究課題名(和文) 欧州における証券化商品市場：復活への挑戦

研究課題名(英文) New EU securitisation: Challenge to revival

研究代表者

森谷 智子 (MORIYA, TOMOKO)

嘉悦大学・経営経済学部・教授

研究者番号：00449365

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文)：今日、欧州全体の証券化商品市場にも明るい兆しが見られるようになった。特に、欧州では、ECBが中心となり、様々な施策に取り掛かっている。例えば、第1にECBによるABS(資産担保証券)の買い入れ、第2に証券化商品の裏付け資産に関する質の向上のためのqualifying(適格な)securitizationとは何かについて、詳細な提案を報告している。

本研究では、欧州におけるhigh-quality securitisationから始まった qualifying securitisation、そしてSTS securitisationの本質を探究し、欧州の証券化商品市場に与える影響について検討した。

研究成果の概要(英文)：Especially in Europe, the ECB is the center and is working on various measures. Today, there is also a bright sign to be seen on the European whole securitized products. For example, first is the purchase of ABS (asset-backed securities) by ECB, Second is what is qualifying securitization for quality improvement of securitized products backing assets, detailed suggestions are reported. In this study, qualifying securitization started with high-quality securitization in Europe. Then this study explores the essence of STS securitization, and finally, the impact on European securitized products market has been examined.

研究分野：財務管理論

キーワード：セキュリタイゼーション STS securitisation high-quality qualifying

1. 研究開始当初の背景

(1) 証券化商品市場を低迷させることになった2008年の金融危機が生じてから、早10年が経過したが、以前の活性化に満ちた市場には現時点で回復していない状況を迎えている。この金融危機を招いたのは、証券化商品の組成であると同時に、いまだ「悪の金融商品」として評されているのが現状である。しかしながら、この事態に至った真の理由として、証券化商品という金融技術そのものが、本当に悪かったのだろうか、と疑念を抱くところである。

(2) さらに米国では、この金融危機の煽りを受け、失業率が上昇するとともに、2011年には学生ローンの延滞率をも拡大したことを受け、サブプライム問題と同等の道を歩むのではないかと懸念されていた。これに関しては、大きな問題に至らなかったものの、証券化商品の裏付け資産としての組成は低迷している。この状況そして証券化そのものの定義から、米国のサブプライム住宅ローンの証券化商品を考慮すると、組成された全ての商品が健全なものではなかったのではないかと批判の対象にもなっていた。

(3) 証券化は、新たな資金調達手段としての機能を有していたが、いつしか米国金融機関の利益を拡大するため、つまり株主価値経営の追求するための手段に変貌していった。サブプライムローンが絡んだ米国における証券化商品のデフォルト率は約10%と、悪評につながる結果が生じることになったのは言うまでもない。他方、欧州の銀行によって組成された証券化商品の裏付け資産は健全なものであったことがデフォルト率の低さからも明らかになっている。

(4) 証券化商品に対して悪いものとして評されるなか、欧州のものは、健全な裏付け資産で組成されていたことが、先行研究による検証から明らかになっている。このことを含めて、欧州では、証券化商品市場の復活に向けて、ECB (European Central Bank, 欧州中央銀行)などが始動することになった。そこで、high-quality securitisation が台頭することになった。

2. 研究の目的

サブプライム問題、金融危機以降、証券化商品市場の機能が衰退したのは記憶に新しい。そのため、欧州における証券化商品市場の発行額は低迷の一途を辿ることになった。勿論、米国と同様に、自動車ローンを裏付けとした証券化商品の発行額は拡大しているものの、金融危機以前のような積極的な組成活動が見られないのが現状である。しかしながら、各国の発行額の推移を見ると、オランダ、スペイン、イギリスでは小規模であるが継続的に発行されている。また、2014年度のフランスでの証券化商品の組成額を見ると、急激に拡大することにな

った。さらに、2014年11月25日に東京で開催されたEUROPLACEでのセッション“The French Real Estate Market and long-term funding”によると、新たな銀行規制によりフランスにおける証券化商品市場の回帰が見られるようになっていると報告された。

このような環境のなか、今日、欧州全体の証券化商品市場にも明るい兆しが見られるようになった。特に、欧州では、ECBが中心となり、様々な施策に取り掛かっている。たとえば、第1にECBによるABS(資産担保証券)の買い入れ、第2に証券化商品の裏付け資産に関する質の向上のためのqualifying(適格な)securitizationとは何かについて、詳細な提案を報告している。

本研究では、欧州におけるhigh-quality securitisationから始まったqualifying securitisationの本質を探究するのが研究の目的である。そのうえで、ECBなどが提案している施策の効果、欧州の証券化商品市場に与える影響について検討する。この検証により、日本の証券化商品市場の再活性化への糸口になると思えるような研究を進める。

3. 研究の方法

研究に関しては、以下の方法によって進めた。

(1) 証券化商品市場の実態の把握

金融機関でのインタビュー

EUROPLACE(パリおよび東京)でのフォーラムに参加し、金融機関および規制当局の見解を聴講

証券経済学会・日本経営財務研究学会での情報収集

(2) High-quality securitisation qualifying securitisation STS securitisation までのフレームワークの整理

多くの文献および規制当局による発表の整理

金融機関の方による助言

(3) 証券化商品市場による関係者の意見 EUROPLACE(パリ)でのパネリストらによる見解の整理

規制当局による見解の整理

(4) 証券化の意義と欧州における証券化商品市場の未来

先行研究の整理

学会報告で受けた助言の整理と検討

欧州におけるSTS securitisationへの期待に関する検討と課題の整理

4. 研究成果

(1) High-quality securitisation qualifying securitisation STS securitisation までの経緯と基準の整理

サブプライムローンが絡んだ米国における証券化商品のデフォルト率は約10%と、

悪評につながる結果が生じることになったのは言うまでもない。他方、欧州の銀行によって組成された証券化商品の裏付け資産は健全なものであったことがデフォルト率の低さからも明らかになっている。このことが欧州委員会や ECB などに、欧州における証券化商品はもともと高品質であり、STS securitisation の前身とも言える High-quality securitisation の単独市場を確立させようとする要因につながっていたものと考えられる。

2014年11月26日、欧州のインベストメント・プランを検討するに際し、バーゼル銀行監督委員会では、High-quality で組成された証券化商品の市場再始動に向けた意図に関して発表した。この high-quality securitisation は、欧州における証券化商品は、米国で組成されていたものとは「質」が異なっていることを主張すると同時に、市場そのものをリバイバルさせようという意向が伝わってくると考えられる。さらに、CMU Capital Markets Union (資本市場同盟) 創設の発展の一部にもなるであろうと期待する金融商品でもあった。

続いて2015年2月、欧州委員会は High-quality securitisation のフレームワークに関するペーパーを提出した。その際、欧州委員会は、証券化商品市場の重要性に関して、特に機関投資家のメリットについて主張した。その報告されたペーパーでは、証券化商品は、機関投資家にとって適切なリターン、投資資産の多様化、長期に渡る投資商品として位置付けられることなどの有益なものとして指摘している。また欧州委員会では、持続的な証券化商品市場を如何に創設していくのかについても提案していた。また、EBA (European Banking Authority, 欧州銀行監督局) は、high-quality に続く qualifying (適格な) 証券化商品の組成手法を確立していくために、特に裏付け資産のカテゴリー、構造の特徴、透明性に関して明らかにしようとして取り組んできた。

証券化商品の高品質を強調するために High-quality securitization という言葉が先行していたが、その後 qualifying securitization という言葉が活用されるようになったものの、さらに表現が変化することになった。EBA は SST (Simple, standardised and transparent) securitisation という言葉を使用し始めたが、現在では STS securitization という表現を用いている。また、BCBS (Basel Committee on Banking Supervision, バーゼル銀行監督委員会) および IOSCO (International Organization of Securities Commissions, 証券監督者国際機構) では、STC securitization という用語を活用している。STS 要件および STC 要件に関して類似している事項もあるが相違

点もある。つまり、全く同じものではないということを中心とする。このように健全な証券化商品を示す表現が変貌してきたが、なぜ、ここまで変化し続けてきたのであろうか。これらの表現が示す内容としては、「質の良い資産」を裏付けにし、証券化商品を組成することを意味しているのは明らかである。

High-quality securitisation という表現で市場の発展が検討されてきたが、high-quality そのものについての定義や基準は、当初から明確にされることはなかった。このような背景には、high-quality を定義付けることが難しかったという問題も指摘されている。証券化商品の裏付け資産の何をもって高品質なのかを明確にすることができなかったものと推測できる。そこで、証券化商品を単純に「良いもの」と「悪いもの」に区別するためための qualifying (適格な) securitisation という表現が台頭することになったのである。しかしながら、適格であるのか、もしくは適格でないのかを単純に分類するためだけのものであり、この表現も長く活用されることはなかった。その後、欧州委員会や EBA によって STS securitisation という表現が用いられるようになったのである。

各国によって証券化に取り組む温度差が異なっているものの、欧州では STS 要件を確立させ、本来の証券化の姿、つまり資金調達手段としての活用へと顧みようとしている。このことにより、証券化商品市場を再始動させる準備が整備されることになっている。さらに、2017年10月26日に法案が可決することになった。このような証券化商品に関する法整備によって、欧州が追及している証券化商品が組成され、健全な市場の構築が可能になると考えられた。

(2) 証券化市場に対する関係者の意見

さらに証券化商品市場の再始動に関して、市場関係者はどのように見ているのか。銀行や大企業の資金調達手段として証券化を活用するばかりではなく、SMEs への資金繰りを円滑にするためにも CLO や CBO を積極的に組成することにより、証券化商品の発行額の拡大に導くことができると推測される。こういったことを積極的に進めるためにも、欧州委員会をはじめ市場関係者は CMU の創設にも大きな期待を抱いているものと考えている。

(3) SMEs (small and medium-sized

Enterprise, 中小企業) のための証券化商品市場の復活

欧州では、証券化という金融技術を、特に銀行に対して純粋な資金調達手段として復活させようという試みが見られる。また、2017年7月に開催された EUROPLACE におけるセッションでは、欧州における今後の証

券化商品市場について「パラダイス」という言葉を発するほどの好印象のコメントを寄せていた。さらに、以前からも話題に取り上げられているように、SMEsの資金調達手段として活用することも念頭に置いている。その背景には、欧州におけるSMEsの75%が銀行からの融資に依存しているということが影響しているものと考えられる。

ここ最近では、EUROPLACEでSMEsの資金調達に関する討論会が設けられる機会が多くなった。その理由として、EnterNextの存在が大きいのではないかと考えられる。このEnterNextは、SMEsのための新しい取引所として2013年5月に設立されたばかりである。EnterNextは、SMEsの成長を促進する役割として、IPOや社債の発行をサポートしている。そこで、2016年の実績を見ると、EnterNextに支援されてEuroNextに23社が新しく上場し、総額140億ユーロの資金を調達することができたと報告されている。現在、EnterNextはベルギー、オランダ、ポルトガル、そしてフランス全域に支部を配置し、SMEsの幹部をサポートすると同時に、金融市場にアクセスするための手助けをしている。このように、SMEsが金融市場にアクセスできる仕組みを整備することにより、将来的には、証券化という金融技術を銀行や大企業の資金調達としての手段だけではなく、SMEsのためのものとしても確立することができるのではないかと考えられる。

また銀行が証券化商品の組成に取り組むことにより、SMEsのために資金の提供を継続的に実施することができると同時に、新規顧客の増大をも可能にするであろう。このことによりCLO(Collateralized Loan Obligation, ローン担保証券)の組成の拡大にもつながるものと推測される。さらには、EnterNextがSMEsの社債発行のサポートをすることにより、積極的にCBO(Collateralized Bond Obligation, 社債担保証券)を組成する契機にもなるのではないかと考えている。

(4) 証券化の意義と欧州における証券化商品市場の未来

証券化という金融技術は、活用の目的や手段によって意義があるものである。本来であるならば、将来、必ずキャッシュフローを生み出す健全な資産を裏付けに証券化商品が組成され続けられるべきであったことは言うまでもない。2019年1月にSTS securitisationが導入されるが、そこに至るまで時間が掛かるが、STS要件を市場関係者、特に投資家に深く理解させる必要がある。そのことにより、証券化商品の信頼性を回復させることができると同時に、投資家の購買意欲を高めることができると考えられる。さらに、金融危機の際にも問題としてあげられていたセカンダリー・マー

ケットの育成が必須になるであろう。これに関しても、投資家保護を検討するうえでSTS securitisationであるものと、そうでないものを区別したセカンダリー・マーケット作りも必要になる。STS securitisationを定着させるためには、投資家による要件に対する理解が大事になるであろう。このようなことをクリアすることができるのであれば、STS securitisationは定着するものと結論に達した。

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4件)

(1) 森谷 智子「欧州におけるSTS securitizationが市場に及ぼす影響」『経営論集(明治大学)』2018年3月、第65巻第1号、211~228頁、査読無。

(2) 森谷 智子「欧州におけるSTS securitisationとECBの役割」『証券経済学会年報』2017年1月、第51号、1-9-1~1-9-9頁、査読無。

(3) 森谷 智子「High-qualityとは何であったのか~STS securitisationの誕生~」『証券経済学会年報』2016年1月、第50号、2-2-1~2-2-10頁、査読無。

(4)「欧州における証券化商品市場への期待~High-qualityを考える~」『嘉悦大学研究論集』2015年3月、第57巻第2号、1~21頁、査読有。

[学会発表](計2件)

(1) 森谷 智子「欧州におけるSTS securitisationとECBの役割」証券経済学会第85回全国大会、2016年9月(於:明治大学)。

(2) 森谷 智子「欧州発:High qualityとは何であったのか~STS securitisationの誕生~」証券経済学会第84回全国大会、2015年11月(於:山口大学)。

[図書](計 件)

[産業財産権]

出願状況(計 件)

名称:
発明者:
権利者:
種類:
番号:
出願年月日:
国内外の別:

取得状況(計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

森谷智子 (MORIYA, Tomoko)
嘉悦大学・経営経済学部・教授
研究者番号：00449365

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：

(4) 研究協力者

()