新たな中小企業貸付債権証券化に向けた検討会 報告書

株式会社日本政策金融公庫中小企業事業本部(以下、「日本公庫」という。)では、民間金融機関による中小企業への無担保資金供給の一層の円滑化等を図ることを目的に、平成16年度から証券化支援業務を開始した。その後日本公庫は同業務を通じ、平成19年度までの4年間を中心に、民間金融機関と連携し、累計で7,439社に対し2,189億円の無担保資金の供給を支援するなど、中小企業CLO市場の整備に大いに貢献してきた。

最近では平成 19 年のサブプライムローン問題や平成 20 年のリーマンショックを起因とする世界的な金融危機及び平成 23 年の東日本大震災の影響等により、震災直前に日本公庫が行った組成を最後に国内での中小企業 CLO の組成はみられていない。

一方、米国や EU の一部の国(特にスペイン、イタリア)では中小企業 CLO の組成が継続的に行われているなど、中小企業 CLO の意義は認められている。これは経済・金融環境の変化等に伴い中小企業 CLO のニーズが自ずと出てくることの証左であり、国内においても中小企業 CLO に対する潜在ニーズは常に存在している。

足元、国内では景気回復に伴う民間部門での資金需要の拡大が見込まれる一方で、金融危機や震災により充実した公的支援が徐々に縮小し金融機関のリスクヘッジ手段が危機前並みに縮小しつつあるほか、成長戦略の着実な実行等により景気回復が加速しつつあり、低金利環境が今後徐々に転換していく可能性があることやバーゼルⅢ規制の動向などにより、金融機関の資金調達環境や中小企業向け資金供給環境が悪化する可能性も考えられるなか、金融機関にとってのリスクヘッジや資金調達の手段としての中小企業 CLO の必要性がますます高まるなど、国内中小企業金融の円滑化という観点からの中小企業 CLO 市場の維持・整備が求められている。

しかし、中小企業 CLO 市場というインフラの整備は一朝一夕にはいかず、また、現在の環境下、民間部門のみによって同市場が維持されることは期待しにくい。そのため日本公庫が証券化支援業務を継続し新規の案件組成を行うことで、そのインフラを維持・整備していくことは政策金融機関としての重要な責務であるとともに、証券化に従事する関係者のノウハウ維持の観点からも重要である。

そのためには日本公庫が、民間金融機関を含む証券化関係者との情報交換を継続し、中小企業 CLO の参加主体である中小企業、民間金融機関及び投資家各々のニーズを的確に捉え新規組成に向けた前向きな取組みを行っていくべきである。足元の新規組成に向けた対策として、主務省との連携を図りながら債務者コストやオリジネーター金融機関負担リスクの低減に向けた証券化スキームの改善策や財政措置の活用策を積極的に検討することが求められる。また、日本公庫は政策金融機関として今後の社会・経済・金融環境の変化や国の中小企業金融政策の変化に対応すべく、対象中小企業層の拡大や投資家層の拡大に向けたスキームの見直しを行うなど、中小企業金融の円滑化に資する中小企業 CLO 市場の維持・整備に向けた前向きな取組みを常に行っていく必要がある。

目 次

検討会委員	名簿 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・1
はじめに・	
第1章 国	内証券化市場の動向及び証券化支援業務の現状と課題
1-1 国内	P証券化市場の動向
1-1-1	証券化の仕組みと特徴・・・・・・・・・・・・・・・・・3
1-1-2	証券化商品の組成実績と傾向・・・・・・・・・・・・・・・・4
1-1-3	証券化市場低迷の要因・・・・・・・・・・・・・・・・5
1-2 証券	齢化支援業務の概要
1-2-1	取組経緯・・・・・・・・・・・・・・・・・ 10
1-2-2	証券化支援買取業務の仕組み・・・・・・・・・・・・・・ 13
1-2-3	証券化支援保証業務の仕組み・・・・・・・・・・・・・・ 15
1-2-4	売掛金債権証券化等支援業務の仕組み・・・・・・・・・・・ 16
1-2-5	組成実績・・・・・・・・・・・・・・・・ 17
1-3 証券	や化支援業務の課題・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 19
第2章 欧	米諸国にみる中小企業証券化の動向
2-1 アメ	リカにおける中小企業証券化の状況
2-1-1	アメリカにおける中小企業の地位・・・・・・・・・・・ 21
2-1-2	アメリカにおける中小企業金融・・・・・・・・・・・・ 21
2-1-3	アメリカにおける中小企業 CLO の現状・・・・・・・・・ 28
2-2 E U	」における中小企業証券化の現状
2-2-1	EUにおける中小企業の地位・・・・・・・・・・・・33
2-2-2	EUにおける中小企業金融の現状・・・・・・・・・・34
2-2-3	EUにおける中小企業 CLO の現状・・・・・・・・・・・43
2-2-4	EU各国における中小企業 CLO の現状・・・・・・・・・52
2-3 海夕	トと日本の中小企業 CLO を取り巻く環境の比較 ・・・・・・・・・57
第3章 証	券化支援業務の活性化に向けて
3-1 わカ	『国の中小企業 CLO の在り方
3-1-1	中小企業金融の特徴・・・・・・・・・・・・・・・59
3-1-2	中小企業金融の現状・・・・・・・・・・・・・・・・62
3-1-3	中小企業 CLO の意義・・・・・・・・・・・・・・・64
3-1-4	経済環境と民間金融機関における証券化ニーズの関係・・・・・・・64
3-1-5	証券化ニーズに対する政府関与の在り方・・・・・・・・・・66
3-1-6	リスク選好と政府関与について・・・・・・・・・・・・67
3-2 証券	学化支援業務の活性化に向けた検討

	3-2-1	原債権の対象企業層の検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	69
	3-2-2	投資家の検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	72
	3-2-3	証券化コストの検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	74
	3-2-4	組成上の新たな工夫の検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	75
	3-2-5	証券化を取り巻く規制の検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	77
	3-2-6	オリジネーターにおけるニーズの検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	78
	3-2-7	海外事例を受けた検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	78
第4	章 ま	とめ(中小企業 CLO 市場の整備に向けて)	
4	-1 証券	券化の役割とわが国中小企業金融をめぐる動き・・・・・・・・・・・	81
4	-2 海外	外中小企業 CLO の動向・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	82
4	-3 新た	たな視点からの中小企業 CLO の取組み・・・・・・・・・・・・・・・	83
4	-4 中기	トト企業 CLO 市場の整備に向けて日本公庫が求められる役割・・・・・・・	84
おれ	つりに・		87
<裤	論:証	券化に関する先行研究> ・・・・・・・・・・・・・・・・・・	88
参考	芳文献 ・		93

<検討会委員名簿>

※敬称略、五十音順

江川由紀雄 新生証券株式会社 調査部長

田 邉 泰 広 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資銀行本部 デット・キャピタル・マーケット部 エグゼクティブ・ディレクター

近 廣 昌 志 愛媛大学 法文学部総合政策学科(国際金融担当)講師

根 本 忠 宣(座長)中央大学商学部教授

原 田 喜 美 枝 中央大学商学部教授

松 本 聡 西武信用金庫 業務推進企画部 推進役

以上6名

(オブザーバー)

財務省大臣官房政策金融課

中小企業庁事業環境部金融課

はじめに

株式会社日本政策金融公庫中小企業事業本部(以下、「日本公庫」という。) における証券化支援業務¹は、旧中小企業金融公庫において平成16年度に開始された証券化支援業務を承継したもので、民間金融機関による中小企業への無担保資金供給の一層の円滑化等を図ることを目的に実施されている。

日本公庫はこれまで 20 件の中小企業 CLO²の組成に関与し、延べ 161 の金融機関と連携して、延べ 7,439 社の中小企業に対する 2,189 億円の無担保資金の供給を支援してきた。

証券化支援業務については、業務開始から平成19年度までは毎年度、案件組成を実施し、民間金融機関による中小企業への無担保資金の供給支援及び中小企業CL0市場の育成に貢献してきた。しかしながら、平成19年のサブプライムローン問題、平成20年9月のリーマンショックを起因とする世界的な金融危機(以下、「サブプライム金融危機」という。)により投資家の投資意欲減退が進み、中小企業CL0の組成環境は大幅に悪化した。その後、平成23年3月には約3年ぶりとなる中小企業CL0の組成が日本公庫により行われたが、組成直後に発生した東日本大震災の影響等を受け、信用保証協会の無担保保証制度が拡充されたことや景気低迷により中小企業向け貸出が伸び悩むなかで、金融機関間における競争の激化及び日本銀行による大規模金融緩和による貸出金利の低下が進んだこと等によりオリジネーターである金融機関における証券化へのニーズが著しく減退し、同案件の組成を最後に中小企業CL0の組成は行われていない。

サブプライム金融危機以前は日本、米国及びEUいずれも拡大基調にあった証券化市場であるが、サブプライム金融危機以降、低迷が続く日本とは対照的に米国では近年の証券化市場全体の回復は鮮明となっており、EUでは継続的に中小企業CLOの発行がなされているなど、その動向は様々となっている。

このような状況を受けて、中小企業 CLO を中心に国内証券化市場の現状分析及び課題の抽出を行うほか、海外における中小企業 CLO 市場の動向について概観し、わが国中小企業 CLO への示唆を得るとともに、中小企業金融の多様化・円滑化のための中小企業 CLO の在り方・組成再開に必要な方策等についての検討を行うことを目的として「新たな中小企業貸付債権証券化に向けた検討会」を平成 26 年 7 月に設置した。本報告書は、その検討結果を取りまとめ、わが国における中小企業 CLO 市場の整備のための継続的な案件組成の必要性を明らかにするほか、新規案件組成のための処方箋等を示すものである。

¹ 以降、特段の断りがない場合は、日本政策金融公庫中小企業事業本部で実施する中小企業者向け証券化支援業務を指す。

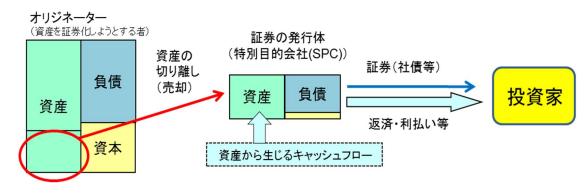
² CLO は、Collateralized Loan Obligation の略で、貸付債権(ローン)から構成される金銭債権を担保 として発行される資産担保証券。中小企業 CLO は中小企業向け貸付債権を裏付資産として発行される証券 化商品のことをいう。

第1章 国内証券化市場の動向及び証券化支援業務の現状と課題

1-1 国内証券化市場の動向

1-1-1 証券化の仕組みと特徴

証券化とは、資産そのもの、あるいは資産から生じるキャッシュフローなどを裏付けとして有価証券を発行することをいう。具体的には、オリジネーター³は自ら保有する資産を特別目的会社(以下、「SPC」という。)に譲渡し、SPC は当該資産の信用力を裏付とした有価証券を発行する(図表 1-1)。SPC はオリジネーターから独立した立場で、当該資産の管理のみを目的とする事業体である。



図表 1-1 証券化のイメージ

(出所) 執筆者作成

一般的に証券化は、オリジネーターサイドにおいて主に次の目的をもってなされるものである。

1 資金調達方法の多様化

主に金融機関からの借入(金融機関自身がオリジネーターとなる場合には預金)を 主体とした従来からの資金調達手法以外での資金調達ができる。

2 リスクの移転

資産を自ら保有することは、その資産のリスク(不確実性)を負うことであるが、 証券化することによって、そのリスクを他者(投資家)に移転させることができる。

3 オフバランス効果

オリジネーターは証券化によって、資産を貸借対照表から控除することとなるため、財務指標(自己資本比率、総資産利益率(ROA)及び株主資本利益率(ROE)など)の改善を図ることができる。

4 資金調達コストの低減

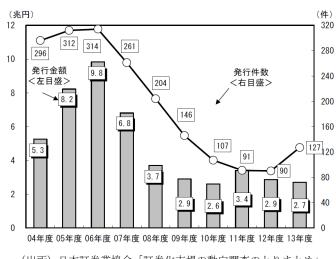
オリジネーターの信用力が低くても、証券化対象資産の信用力を活用することによって、オリジネーター自身で資金調達するよりも低いコストで資金調達ができる可能性がある。

³ 自ら保有する資産を証券化しようとする者。

証券化を行うには手間や費用4がかかるが、それよりも上記のメリットが上回るとオリジ ネーターが判断したときに証券化のニーズが顕在化する。

証券化商品の発行実績と傾向 1-1-2

国内の証券化市場は、2006年度における約9.8兆円の発行金額をピークとして、その後 は縮小傾向にある。近年はピーク時の3分の1程度の水準で推移し、2013年度は約2.7兆 円の発行に留まっている(図表1-2)。



図表 1-2 国内の証券化商品発行金額・件数

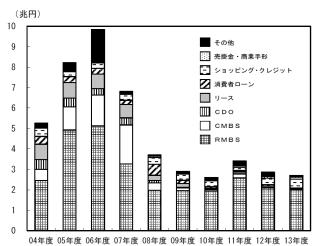
(出所) 日本証券業協会「証券化市場の動向調査のとりまとめ」

ここ数年の裏付資産別証券化商品の発行は、住宅ローン債権を裏付資産とする RMBS が大 部分を占め、ショッピング・クレジット債権、オートローン債権を裏付資産とする証券化 商品の発行がみられる一方、企業向け貸付債権等を裏付資産とする CDO や商業用不動産向 け貸付債権等を裏付資産とする CMBS の発行は極めて限定的となっている (図表 1-3)。

中小企業向け貸付債権等を裏付資産とする証券化商品(以下、「中小企業 CLO」という。) の動向をみてみると、平成11年度から東京都が主導する案件の組成が開始されたほか、平 成 16 年度からは当時の中小企業金融公庫(以下、「中小公庫」という。)が新たに案件組成 を開始し、平成19年度まで継続的に組成が行われた。しかしサブプライム金融危機及び東 日本大震災の発生による国内経済金融環境の悪化などに伴い、その後新規組成は低迷し、 東日本大震災直前の平成 23 年 3 月に中小公庫の業務を承継した日本公庫が組成した「地域 金融機関平成 23 年 3 月 CLO 合同会社クローバー」(以下、「クローバー」という。) 案件を 最後に近年の発行はみられていない。

⁴ 主な費用として、資産担保証券の引受販売手数料、格付取得費用、SPC設立・運営管理費用、リーガル チェックや法律意見書取得のための弁護士費用などがある。

図表 1-3 証券化商品の裏付資産別発行金額



(出所) 日本証券業協会「証券化市場の動向調査のとりまとめ」

(参考) 裏付資産の具体的な分類は、以下のとおり

「RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)」

: 住宅ローン債権、アパートローン債権

 $\lceil \text{CMB S} \mid \text{Commercial Mortgage Backed Securities} \rfloor$

: 商業用不動産担保ローン債権、商業用不動産「CDO (Collateralized Debt Obligations)」

: 企業向け貸付債権、社債、CDS等

「リース」: リース料債権

「消費者ローン」:消費者ローン債権、カードローン債権 「ショッピング・クレジット」

:ショッピング・クレジット債権、オートローン債権 「売掛金・商業手形」:売掛債権、手形債権 「その他」

: 基金債権、事業キャッシュフロー、診療報酬債権等

1-1-3 証券化市場低迷の要因

近年の証券化市場が低迷している要因並びに住宅ローン債権、ショッピング・クレジット債権及びオートローン債権を裏付資産とする一部の証券化商品については一定規模の案件組成がなされている一方で、中小企業 CLO の組成が困難となっている要因は次のとおり整理できる。

(ア) 証券化市場低迷の要因

1 オリジネーター側の要因

(1) 裏付資産の伸び悩み

・ 設備投資や消費の低迷を背景として、裏付資産の積み上がりが緩やかとなり、証券 化ニーズの弱い状況が継続。

(2) 社債発行及び金融機関借入による好条件での資金調達の実現

- ・ 日本銀行による異次元の大規模金融緩和により市場金利が大幅に低下かつ銀行セクターは資金余剰。そのため、ノンバンクを含む金融機関や不動産業をはじめとする事業会社などのオリジネーターにとっては社債発行、金融機関借入、預金等により比較的低利での資金調達が可能。
- ・ ノンバンクの銀行系列化が進み、それ以前に比べ調達コストが低減。

(3) 各種規制等の変更

- ・ 自己資本比率規制の改正(バーゼルⅡの適用)により、銀行や銀行グループに属するノンバンクは、低格付又は無格付の証券化エクスポージャーを保有する際の資本 賦課が増加。また、証券化取引に伴って増加した自己資本相当額(=売却益)の自 己資本からの控除が必要。
- ・ 出資法及び貸金業法の改正等に関連して、グレーゾーン金利の撤廃に伴う過払い金 返還請求の増加を受けて、証券化実施が困難となるオリジネーターも存在。

2 投資家側の要因

(1) リスクの高い投資商品としてのイメージが定着

- ・ 過去、サブプライム金融危機を経て、主に欧米で組成された複雑な仕組みの証券化商 品に投資を行い、損失を被った投資家も存在し、証券化商品はリスクが高い商品との イメージが広がり、慎重に投資検討を行う投資家が増加。
- ・ 一方で、住宅ローン債権やオートローン債権などのリテール向けで分散の効いた資産 を裏付とした証券化商品に対しては、一定の投資家需要が確認できており、オリジネ ーター、裏付資産、仕組みなどにより投資を選別する動きがみられている。

(2) 投資の際の工数負担が大きい

・ 投資検討の際の審査、期中管理(監督官庁に対する報告・検査対応を含む)の負担が 大きい。地方の金融機関を中心に、十分な体制整備ができない投資家も存在する。

(3) 流動性が相対的に低い

・ 投資家層が薄く市場での売却は容易ではなく、流動性は総じて低い(住宅金融支援機構 RMBS を除き、バイアンドホールドの投資家が多い)。

(イ) 中小企業 CLO 低迷の要因

中小企業 CLO は平成 17 年度には約 4,000 億円の組成がみられるなど、毎年数千億円規模の組成がなされたが、サブプライム金融危機後の低金利等の経済環境の影響や公的支援充実等の状況により平成 20 年度以降、新規組成は低調に推移している。

はじめに中小企業向け貸付債権等の証券化(以下、「中小企業証券化」という。)を行う メリット・デメリットについて中小企業、民間金融機関及び投資家のそれぞれの参加主体 毎にみてみると、次のように整理される。(図表 1-4)。

図表 1-4 証券化参加者のメリット・デメリット

参加主体	主なメリット	主なデメリット
中小企業(債務者)	・資金調達手段の多様化 ・金融機関プロパー融資、保証協会制度 以外による無担保での資金調達	・証券化費用等が必要なため割高な調達手法
オリジネーター (金融機関)	・担保・保証に依存しない融資の促進による顧客基盤の強化・拡大、リレバンPR・信用リスクコントロール・オフバランスによる各種経営指標改善(自己資本比率、ROA等)・オリジネーター自身の資金調達方法の多様化	・割高な融資となるので顧客に提案してくい ・保証協会がある中でわざわざ証券化によるリスク移転 の必要性が見いだせない ・スキームが複雑であるため、営業店に理解させ、顧客 に説明するのが困難 ・条件(最劣後の負担割合、コスト(プレミアム等))未定 のまま債権を募集するのが不安 ・証券化に係る事務手続等が煩雑 ・バーゼル II 導入以降、自己資本比率上のメリットがほ とんどなく、場合によっては悪影響となる
投資家	・運用対象の多様化 ・運用利回りの向上	・他の証券化商品と比較し、分散が効いておらず、景気 変動の影響が大きいアセットのため、リスクが高い

また、中小企業 CLO の発行が低迷している要因は次のとおりと考えられる。

1 中小企業(債務者)側の要因

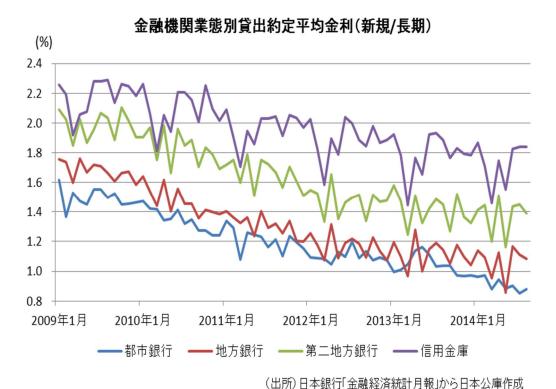
・現状の低金利環境と金融危機・震災後の公的支援充実等の中で、コスト面で割高な証券化手法による資金調達ニーズが減退している。

2 オリジネーター(金融機関)側の要因

(1)貸出金利の低下

・ 景気低迷による弱い資金需要、日本銀行による異次元の大規模金融緩和及び金融機関間の貸出競争等により貸出金利の低下に拍車がかかり(図表 1-5)、従来型の融資と比較し一定のコストが必要となる証券化手法を活用した融資(以下、「証券化融資」という。)の魅力が相対的に大きく低下している。

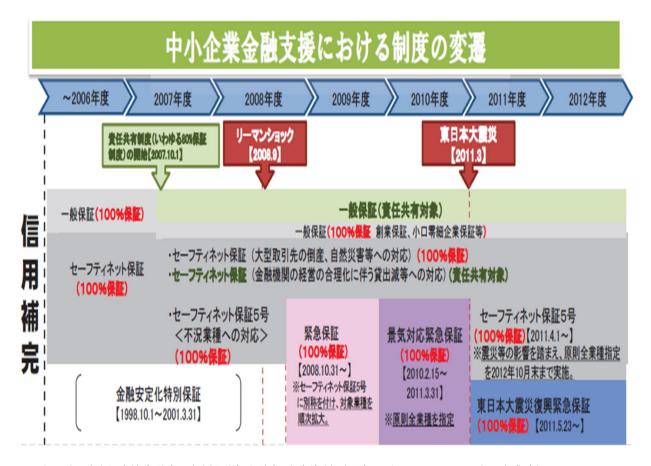
図表 1-5 貸出金利の動向



(2) 信用保証協会の制度拡充

・サブプライム金融危機や平成23年3月に発生した東日本大震災による国内経済環境の悪化に伴い、信用保証協会の保証制度が拡充され(図表1-6)、民間金融機関はリ

スクヘッジの手段として証券化の手法を活用するよりも有利な条件を享受でき、かつ手軽に利用できる同保証制度の利用を選好した。



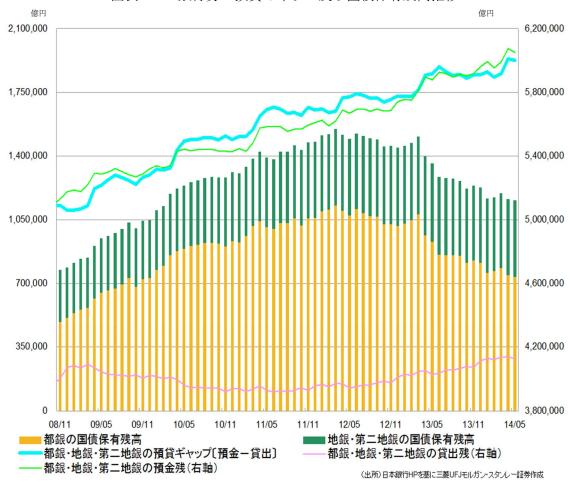
図表 1-6 信用保証協会の制度

(出所) 財政制度等審議会 財政投融資分科会 参考資料(平成25年10月23日、中小企業庁)

(3) 金融機関における資金調達ニーズ及び信用リスク移転ニーズの低下等

- ・ 預貸ギャップの拡大基調が続くなど(図表 1-7)、金融機関は資金余剰の状態にあり、証券化による資金調達ニーズは低下。むしろ貸出金の積み増しニーズが強くなっている。
- ・ オリジネーター金融機関自身の財務内容の改善や中小企業のデフォルト率の低下により証券化による信用リスク移転の必要性が低下するとともに、金融機関間の貸出競争の激化が進み、よりコストのかからないプロパー融資を推進する傾向が顕著となった。

証券化を行った場合、オリジネーターによる逆選択及びモラルハザード防止の観点から最もリスクの高い最劣後部分はオリジネーターが保有する仕組みとするのが一般的であるが、投資家が求めるオリジネーターの同リスク保有負担割合が高く、自己資本比率の改善効果や信用リスク移転効果が期待できず、オリジネーター金融機関にとっては魅力の薄いものとなってしまう。



図表 1-7 銀行勢の預貸ギャップ及び国債保有残高推移

3 投資家側の要因

(1) 小口分散が相対的に効きにくい

・ 中小企業貸付債権は一般的に個人が債務者となる裏付資産と比較すると相対的に小口 分散が図られにくく、1件のデフォルト発生が証券化商品のパフォーマンスに与える 影響が大きい。

(2) クレジットスコアリングモデルの不完全性

- ・ クレジットスコアリングモデルは中小企業の信用力を定量的に分析するツールとして 利用されているが、景気変動を含む外部環境の影響まで十分に考慮されたモデルとは 言い切れないとの評価があり、投資検討上の制約となっている。
- ・ 実際、サブプライム金融危機後の景気後退局面においては、当初想定したデフォルト率と実際のデフォルト率に大きなかい離がみられた。

(3) 過去組成案件のパフォーマンスの影響

・ 過去に組成された中小企業 CLO において、特にサブプライム金融危機以降、パフォーマンスが悪化し格付会社による格下げを受けた商品があったほか、中小企業が発行した私募債を裏付資産とした証券化商品(中小企業 CBO⁵)の中には当初トリプルAの格付を付与された証券化商品においてもデフォルトが発生し投資家に実損を及ぼす案件もみられたため、中小企業 CLO はリスクの高い投資商品であるとのイメージが広がり、今なお投資に慎重姿勢を示す投資家が多い。

なお、投資家からは一方で次のような期待や意見が寄せられている。

● 運用対象の多様化に貢献

中小企業向けのエクスポージャーを保有していない投資家にとっては、優先劣後構造の活用や日本公庫による一定のリスク負担によって投資リスクが限定された場合には、中小企業向けのエクスポージャーをポートフォリオに組み入れるメリットは大きく、投資を検討することは可能である。

● 日本公庫 CLO に対しては投資リスクの低い資産としての評価

日本公庫が組成した中小企業 CLO(以下、「日本公庫 CLO」という。)にデフォルトした案件はなく、特に平成23年3月に組成したクローバー案件については、非常に良好なパフォーマンスであり、クローバー案件と同様の募集基準、日本公庫審査基準を設けた案件であれば投資検討が行い易い。また、こうした案件を継続的に組成し、パフォーマンスデータを蓄積し開示していくことで投資家への訴求力もさらに増すものと思われる。

1-2 証券化支援業務の概要

1-2-1 取組経緯

日本公庫における証券化支援業務は、中小公庫によって平成16年7月から証券化支援買取業務及び証券化支援保証業務が、平成20年6月から売掛金債権証券化等支援業務が各々開始され、これらの業務は平成20年10月に日本公庫に承継されている。

中小公庫において従来の融資業務に加えて証券化支援業務の取扱いが開始されたのは、

⁵ Collateralized Bond Obligation の略。社債を裏付資産とした証券化商品。

政策金融改革における議論の場等において政策金融機関に対し証券化等に関する積極的な 取組みが求められたことなどが契機となっている(図表 1-8)。特に、「リレーションシップ バンキングの機能強化に関するアクションプログラム」(金融庁)においては、中小企業の 資金調達の多様化を図るために中小企業証券化への積極的な取組みが求められている。中 小企業の資金調達が多様化によって、中小企業の活性化及び中小企業に対するセーフティ ネットとして機能することが期待され、中小企業 CLO 市場の育成、整備は重要な政策課題 であると考えられる。

なお、証券化支援業務は、主に次の3点を目的に業務を行っている。

- ・ 証券化手法を活用し、民間金融機関等による中小企業への無担保資金供給の円滑化を 支援
- ・ 日本公庫が信用リスク、審査、証券化事務等を適切に負担することにより、民間金融 機関等にとって利用しやすい証券化スキームを提供
- ・ 信用リスクの移転を通じた多様な金融の担い手によるリスクシェアを促進し、銀行等 特定の金融主体におけるリスク集中の緩和

図表 1-8 政策金融や証券化に関する政策提言(抜粋)

「金融システムと行政の将来ビジョン(サマリー)―豊かで多彩な日本を支えるために―」 (日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会(金融担当大臣私的懇話会)平成14年7月12日公表)

第Ⅰ部 将来ビジョン

3. 公的金融の将来像

政策金融機関については、金利の見直しとともに、改革の照準を、<u>官民の貸出債権の</u> <u>証券化支援</u>に置くことが、日本の金融システムにおいて機能分化を促すための現実的で 有効な方策と考えられる。

第Ⅱ部 ビジョンへの架橋

- 2. ビジネスモデル転換への留意点
- (3)金融仲介機能の分化

貸出の組成と<u>証券化</u>が補完的関係にあることを踏まえ、仲介機能を分化していくための政策的取組みとともに、仲介機関側では、機能に応じた人事・組織体制を整備する必要がある。

「政策金融改革について」(経済財政諮問会議 平成14年12月13日)

- 2 政策金融のあるべき姿の実現
- (4) 政策金融の手法の革新、融資条件の適正化の徹底等 あるべき姿の実現に向けて、移行のための準備期間においても、<u>政策金融の手法の革</u> 新、融資条件の適正化の徹底等可能な措置はできるだけ速やかに実施する。
- ① 政策金融の手法の革新 諸外国の民業補完の事例を参考にしつつ、間接融資、債務保証等の手段への移行、あ るいは、直接貸出を行う場合でも協調融資への移行及び貸付対象要件の透明性の確保
- 3 留意事項
 - ② この改革とあわせ、<u>市場型間接金融</u>や直接金融の拡大など、資本市場、民間金融機能の高度化を進める。そのために、関係府省が一体となって環境整備に取り組む。

「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」 (金融庁 平成 15 年 3 月 28 日)

I. 中小企業金融の再生に向けた取組み

を図るなど、手法の革新を行う。

- 4. 新しい中小企業金融への取組みの強化
- (3) 中小企業の資金調達の多様化を図るため、各金融機関及び<u>政府系金融機関等に対し、</u> 証券化等に関する積極的な取組みを要請する。

「政策金融改革に係る制度設計」

(政策金融改革推進本部・行政改革推進本部 平成18年6月27日)

- Ⅱ. 新政策金融機関について
 - 3. 業務の在り方
 - (2) 部分保証等の推進により一般の金融機関が行う金融を補完
 - ・部分保証、<u>証券化</u>、間接融資等の活用促進のため、モラルハザードの防止に十分留意 しつつ、所要の制度的な手当てを含め、<u>積極的な取組を進める</u>。

1-2-2 証券化支援買取業務の仕組み

証券化支援買取業務(以下、「買取型」という。)は、単独での証券化が困難な複数の民間金融機関等の無担保貸付債権等を日本公庫が譲り受け、又は CDS 契約を活用し、証券化する業務である。中小企業 CLO の組成にあたっては、裏付資産である貸付債権について地域分散、業種分散を図ることや一定の規模を確保することで証券化のためのコストを低減する必要があるが、そうした債権を単独で集めることが困難な複数の地域金融機関の貸付債権を日本公庫が取りまとめ証券化することで、コスト低減を図るものである。

買取型にはキャッシュ方式(図表 1-9)とシンセティック方式(図表 1-10)の2つの手法があり、それらを活用して民間金融機関の証券化を支援している。

キャッシュ方式は、参加金融機関から無担保中小企業貸付債権を日本公庫が譲り受け、 証券化する仕組みである。日本公庫は譲り受けた貸付債権を信託会社に信託譲渡するが、 これにより得られた信託受益権を優先劣後構造でによりトランチング®し、優先受益権を投資 家に、ジュニア劣後受益権を参加金融機関に各々譲渡する。メザニン受益権及びシニア劣 後受益権は日本公庫が保有する。

これにより、参加金融機関は貸付債権を日本公庫に譲渡(オフバランス)することで、 資金調達が図れるほか、貸付債権の信用リスクを移転することができる。ただし、逆選択 やモラルハザード防止のため、参加金融機関にジュニア劣後受益権を保有させることで、 貸付債権プールから生じるファーストロスを負担させる仕組みとしている。

日本公庫は、複数の参加金融機関から貸付債権を買取り、証券化商品の発行までの事務を行うとともに、一定のリスクがあり投資家への販売が困難なメザニン受益権及びシニア 劣後受益権を保有することにより、金融機関による証券化の取組みを支援している。

ション)を支払うことを約し、その対価として相手方から保険料(プレミアム)を受け取る契約。

⁶ クレジット・デフォルト・スワップ契約の略。債権自体を移転することなく信用リスクのみを移転する クレジット・デリバティブ取引の一種。参照債務(ここでは中小企業向け貸付債権等)にデフォルトが発 生した場合、あらかじめ合意した内容により、契約当事者の一方が相手方に対して損害補填金(プロテク

⁷ 裏付資産からのキャッシュフローを、優先的にその支払いが受けられる部分(優先部分)と、その優先部分に支払いが劣後する部分(劣後部分)とに分け、優先部分の信用力を高める信用補完措置。

⁸ リスクや条件の異なる証券を設定する場合、そのリスクや利回り等の条件の程度により区分すること。 買取型キャッシュ方式 (図表 1-9) の場合、信用力が高い順に優先受益権、メザニン受益権、シニア劣後受益権、ジュニア劣後受益権の 4 つにトランチングしている。

(6) (2) (5) 優先受益権(CLO) 販売 無担保貸付譲渡 優先受益権(CLO)譲渡 受益権 В 9 (8) (7) 貸付債権譲渡代金 証券会社 優先受益権(CLO) 優先受益権(CLO 購入代金 (ジュニア劣後を除く) 受益権 無担保貸付 庫 (5) ジュニア劣後 受益権 メザニン 優先受益権 受益権 シニア劣後
受益権 (3) 4 無担保貸付債権 信託譲渡 信託受益権交付 信託銀行 貸付債権

図表 1-9 買取型キャッシュ方式スキーム図

一方、シンセティック方式は、参加金融機関が保有する無担保中小企業貸付債権を対象として参加金融機関と日本公庫が、日本公庫と特別目的会社(SPC)が各々CDS 契約を締結し、証券化する仕組みである。日本公庫は参加金融機関との CDS 契約により同貸付債権の信用リスクを引き受け、同時に SPC と CDS 契約を締結し同信用リスクを SPC に移転する。SPC は日本公庫との CDS 契約を裏付けに優先劣後構造の仕組みをもつ資産担保証券(社債)を発行し、優先社債を投資家に、メザニン社債及びシニア劣後社債を日本公庫に販売する。

これにより、参加金融機関は貸付債権の信用リスクを投資家及び日本公庫に移転することができる。ただし、CDS 契約に免責部分®を設定することにより、キャッシュ方式と同様にファーストロスを参加金融機関に負担させ、オリジネーター金融機関による逆選択及びモラルハザードを防止する仕組みとしている。

日本公庫は、複数の参加金融機関と CDS 契約を締結し、資産担保証券(社債)の発行までの事務を行うとともに、リスクが高く投資家への販売が困難なメザニン社債及びシニア劣後社債を保有することにより、金融機関による証券化の取組みを支援している。

シンセティック方式は、貸付債権を譲渡(オフバランス)することなく信用リスクのみを外部に移転する仕組みであり、金融機関自身の財務健全化の実現や低い預貸率を背景にオフバランスよりもむしろ資産の積み増し(オンバランス)を図りたいオリジネーター金融機関側のニーズを満たすべく平成19年に導入されたものである。その後もオリジネータ

_

⁹ CDS 契約の対象の貸付債権(参照債務)がデフォルトしても損害補填金が支払われない部分。

一金融機関にとってはオフバランスとなるキャッシュ方式よりも、オンバランスとなるシンセティック方式のニーズが強い状況が続いており、日本公庫により平成23年に組成された直近のクローバー案件についてもシンセティック方式が採用されている。



図表 1-10 買取型シンセティック方式スキーム図

1-2-3 証券化支援保証業務の仕組み

証券化支援保証業務(以下、「保証型」という。)は、民間金融機関等が自ら行う証券 化の取組みに対して、金融機関が保有する無担保貸付債権への部分保証(上限7割)、ま たは証券化商品への保証を行うことにより、民間金融機関等による中小企業 CLO への取 組みを支援、促進する業務である。

保証型には入口保証方式(図表 1-11)と出口保証方式(図表 1-12)の2つの手法があり、それらを活用して民間金融機関等の証券化を支援している。

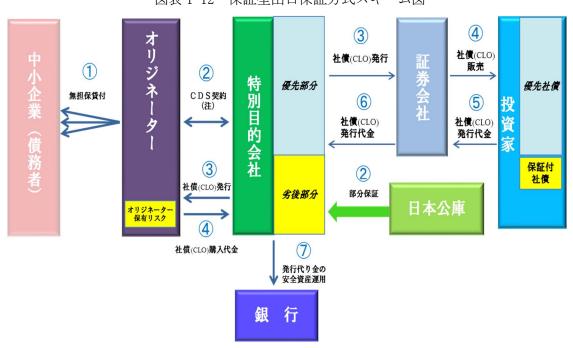
入口保証方式は、日本公庫が参加金融機関による証券化を前提とした中小企業への無 担保貸付債権に対して部分保証を付し、参加金融機関が証券化を行う仕組みである。

出口保証方式は、参加金融機関が組成した中小企業 CLO の劣後部分に対して日本公庫が保証を付す仕組みである。

(5) 6 オリジネー 投資家 **優先受益権**(CLO) 販売 (1) 優先受益権 (CLO) 譲渡 無担保貸付 8 7 優先受益権 (CLO) 優先受益権(CLO) 購入代金 優先受益権 譲渡代金 2 劣後受益権 部分保証 ↑ 4 信託受益権交付 3 信託譲渡 🗸 信託銀行 日本公庫 貸付債権

図表 1-11 保証型入口保証方式スキーム図

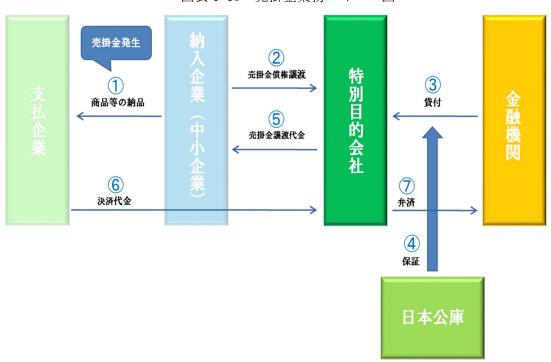
図表 1-12 保証型出口保証方式スキーム図



1-2-4 売掛金債権証券化等支援業務の仕組み

売掛金債権証券化等支援業務(以下、「売掛金業務」という。)は、民間金融機関による中小企業(納入企業)の売掛金債権の早期現金化を図る取組みを日本公庫が一部のリスクを負担することにより、支援、促進する業務である。

売掛金業務の仕組み(図表 1-13)は、様々な支払企業に対する売掛金債権を多数の中小企業(納入企業)から特別目的会社が民間金融機関からの借入を原資として債権譲渡を受けることで早期現金化を図るものであり、日本公庫は特別目的会社の民間金融機関からの借入金に対して一部保証を付すものである。



図表 1-13 売掛金業務スキーム図

1-2-5 組成実績

日本公庫は平成16年7月の業務開始以来、証券化の手法を活用し、中小企業への無担保資金の円滑な供給、中小企業の資金調達手段の多様化等を目的として、民間金融機関等による証券化の取組みを支援してきている。業務開始から平成26年3月末までの累計で、買取型では延べ5,131社の中小企業に対し、1,245億円、保証型では延べ2,308社の中小企業に対し、944億円(保証額は661億円)の無担保資金の供給を支援してきた(図表1-14、1-15)。売掛金業務は、平成20年6月の業務開始以降、中小企業が保有する売掛金債権の早期現金化を目的として民間金融機関による売掛金債権の流動化の取組みを支援してきたが、その後の同業務を取り巻く環境の悪化から案件の組成には至っていない。

図表 1-14 証券化支援業務の組成実績一覧

	平成16年度 平成17年度 平成18年度 平成19年度						平成22年度	累計							
買取型	第1回	第2回	第1回	第2回	第1回	第2回	第3回	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第1回	
	キャッシュ方式	キャッシュ方式	キャッシュ方式	キャッシュ方式	キャッシュ方式	シンセティック方式	キャッシュ方式	キャッシュ方式	キャッシュ方式	シンセティック方式	キャッシュ方式	シンセティック方式	キャッシュ方式	シンセティック方式	
CLO発行日	H16.9.30	H17.3.22	H17.12.22	H18.3.23	H18.9.27	H19.2.28	H19.3.23	H19.6.28	H19.9.26	H19.9.27	H19.12.26	H20.3.14	H20.3.25	H23.3.11	
参加金融機関数	3機関	14機関	31機関	13機関	8機関	26機関	16機関	1機関	1機関	12機関	1機関	22機関	1機関	5機関	延154機関
社数	58社	507社	832社	320社	119社	1183社	270社	154社	19社	309社	27社	1182社	11社	140社	5,131社
貸付債権元本	26億円	104億円	205億円	71億円	26億円	305億円	57億円	38億円	3億円	74億円	6億円	295億円	2億円	33億円	1,245億円
年度合計	17機関、565	5社、130億円	44機関、1,15	2社、276億円	50機関、	1,572社、	388億円		38	機関、1,70	2社、418億	第円		5機関、140社、33億円	

[※]平成18年度第1回、平成19年度第1回、第2回、第4回及び第6回は自己型(日本公庫自らが貸し付けた貸付債権を証券化する業務)と合同組成。

[※]平成20年度、平成21年度及び平成23年度以降は組成実績なし。

	平成1	6年度	平成1	7年度	平成18年度	平成19年度	累計
保証型	第1回	第2回	第1回	第2回	第1回	第1回	
	入口保証(キャッシュ)方式	入口保証(キャッシュ)方式	入口保証(キャッシュ)方式	入口保証(キャッシュ)方式	入口保証(キャッシュ)方式	入口保証(キャッシュ)方式	
CLO発行日	H16.12.22	H17.3.25	H17.11.15	H18.3.15	H19.3.7	H19.12.14	
オリジネーター	みずほ銀行	三井住友銀行	城北信用金庫	オリックス	オリックス, オリックス・アルファ	オリックス	延7機関
社数	752社	635社	403社	181社	241社	96社	2,308社
貸付債権元本	445億円	197億円	94億円	64億円	112億円	31億円	944億円
年度合計	2機関、1,387社、642億円		2機関、584	社、158億円	2機関、241社、112億円	1機関、96社、31億円	

[※]平成20年度以降は組成実績なし。

図表 1-15 証券化支援業務の参加金融機関一覧

【買取型】

都市銀行(1機関)	三菱東京 UFJ 銀行
地方銀行(13 機関)	青森銀行、みちのく銀行(3)、荘内銀行(3)、岩手銀行(3)、東北銀行、東京都民銀行(2)、 富山銀行、山陰合同銀行、広島銀行、阿波銀行、大分銀行(2)、琉球銀行、沖縄銀行
信用金庫(56 機関)	留萌信用金庫、函館信用金庫、帯広信用金庫、東奥信用金庫、仙南信用金庫(2)、福島信用金庫(2)、しののめ信用金庫、高崎信用金庫、千葉信用金庫、足利小山信用金庫、朝日信用金庫(3)、さわやか信用金庫、東京東信用金庫、亀有信用金庫(2)、足立成和信用金庫(2)、西京信用金庫(3)、西武信用金庫(2)、城北信用金庫、多摩信用金庫、飯能信用金庫、新潟信用金庫、長野信用金庫(2)、上田信用金庫、諏訪信用金庫、富山信用金庫(3)、金沢信用金庫(2)、福井信用金庫、岐阜信用金庫、豊橋信用金庫、岡崎信用金庫、豊田信用金庫、碧海信用金庫(3)、蒲郡信用金庫、尾西信用金庫(2)、北伊勢上野信用金庫(2)、桑名信用金庫(2)、滋賀中央信用金庫(2)、長浜信用金庫、京都信用金庫(3)、大阪信用金庫(4)、大阪東信用金庫(2)、摂津水都信用金庫、備前信用金庫、神戸信用金庫(2)、姫路信用金庫、兵庫信用金庫、尼崎信用金庫(2)、淡路信用金庫(3)、米子信用金庫、徳島信用金庫、高松信用金庫、福岡ひびき信用金庫(2)、大分みらい信用金庫(2)、熊本第一信用金庫、熊本中央信用金庫、鹿児島相互信用金庫(2)
信用組合(5機関)	茨城県信用組合(2)、大東京信用組合、第一勧業信用組合(2)、長野県信用組合(3)、近畿 産業信用組合

【保証型】

都市銀行(2機関)	みずほ銀行、三井住友銀行
信用金庫(1機関)	城北信用金庫
その他 (2機関)	オリックス (3)、オリックスアルファ

⁽注)括弧書きは参加回数。括弧書きがない場合は参加回数1回。

1-3 証券化支援業務の課題

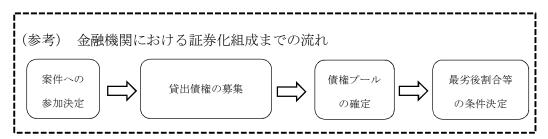
証券化支援業務について、現在の経済金融環境下において証券化支援業務に基づく新規 案件の組成を行うには次のような課題が存在しており、今後の組成を検討する際にはその 改善が求められる。

①債務者オールインコストの問題

- ・ 貸出金利が低水準で推移する中、証券化費用を含む証券化融資のオールインコスト の割高感が顕著となっている。
- ・ 金融機関が案件参加を決定する時点や金融機関が中小企業に対する参加募集を行う時点においては案件の債権規模や資産担保証券の投資家保有スプレッドが未確定のため、債権規模及び投資家の要求スプレッドを予め想定した上で証券化費用及び貸付金利(買取型シンセティック方式においては CDS プレミアム)を提示する必要があるが、募集完了後に証券化費用が不足するリスク及び CDS プレミアムが想定内に収まらないリスクがある。また、同リスクを回避するためには参加金融機関に対し保守的な条件提示を行わざるを得ず、金融機関や中小企業にとっての参加インセンティブの阻害要因になるという問題点を抱えている。

②参加金融機関が負担する最劣後部分の問題

- ・ 逆選択防止及びモラルハザード防止の観点からファーストロスを金融機関が負う仕 組みとしており、かつ参加金融機関が負担するその割合は参加金融機関にとって必 ずしも低い水準とはいえず、信用保証協会の保証制度を利用した場合と比較し、信 用リスク移転上のメリットが少ない。
- ・ 債権プールが確定した後のリスク計量結果によって、つまり募集終了後に参加金融 機関負担割合等の条件が正式に決まるため、金融機関が案件参加を決定する時点に おいて、最劣後負担割合が未確定とならざるを得ず、参加決定の大きな障害となっ ている。



③中小企業 CLO に対する投資ニーズ

- ・ サブプライム金融危機以降、中小企業 CLO に対する投資ニーズが著しく減退したことにより、スプレッドが大幅に拡大している。
- ・ 原債権に係る1社毎の財務内容等の情報開示事項を拡大しない限り投資は困難とす る投資家が多い一方、オリジネーターサイドの事情を踏まえるとその対応は困難な

ものとなっている。

本検討会委員から中小企業 CLO 市場の状況及び役割、証券化支援業務の取組み並びに上記の課題への対応に関して次のような意見があった。

<中小企業 CLO 市場の状況及び役割>

- ・ 貸付金利が低水準におかれていることが、中小企業 CLO の組成ができない最大の要因。
- ・ 中小企業のクレジットスプレッドは過剰に低下しており、いつか水準が訂正される。 その際には中小企業 CLO が必要とされる。
- ・ 現状の金融機関にとっての預金を中心とした調達環境が変わり、資金調達に工夫を 要する環境となった際、継続的に中小企業への融資をするために中小企業 CLO は非 常に有効な仕組み。
- ・ 民間金融機関自身の財務内容が劣化した場合には、信用リスク移転目的の証券化ニーズが発生する。実際、わが国においても 2000 年代前半から中頃にかけて民間金融機関による CLO の組成が相次いでなされた経緯がある。

<証券化支援業務の取組み>

- ・ 証券化支援業務により信用保証協会とは別の無担保資金供給の手段を確保していく ことは有意義である。
- ・ 継続的に発行することが投資家層の拡大につながり、より良い条件での発行が可能となる。
- ・ 投資家を確保するためには、裏付資産の質を一定以上に保つとともに、モラルハザードや逆選択への対策が重要。
- 投資家がリスク分析を行えるよう、どのように情報開示していくかが課題。
- ・ 証券化には膨大な知識・ノウハウが必要であるとともに証券化のメリットを享受するためには債権規模や分散等の条件を満たす必要があり、証券化を独自で行うことが困難な地域金融機関も多数存在する。そのため、証券化支援業務を継続し、中小企業 CLO 市場というインフラを維持、整備していくべき。

<課題への対応>

・ 証券化費用、貸出金利(又は CDS プレミアム)及び参加金融機関によるファーストロス負担割合については、参加金融機関が案件参加を決定する時点でそれぞれの上限水準を提示することを検討すべき。それが無ければ多くの民間金融機関において参加の意思決定をすることは困難と思われる。上限水準の提示にあたっては、中小企業 CLO 市場の育成という観点から、日本公庫は主務省と連携し、財政措置の活用等について、その必要性も含めて検討すべきである。

第2章 欧米諸国にみる中小企業証券化の動向

本章では欧米の中小企業金融の状況、証券化市場・中小企業 CLO の動向を確認する。欧米の証券化市場は、世界的な金融危機後に急激に縮小したが、その後は回復傾向にあり、証券化は重要な金融手法のひとつとして認識されている。欧米では中小企業 CLO 市場が一定の規模で成立しており、証券化の重要性や必要性が否定されていることはなく、むしろ政府等の支援も活用しながら、証券化をより積極的に活用する試みが行われているというのが潮流である。特に EU では ECB や政策金融機関である EIF により証券化を活用するための新たな取組みが顕著に見られる。

アメリカの中小企業金融ではノンバンクであるファイナンスカンパニーの存在感が大きく、証券化を重要な資金調達手段として活用しており、政府は SBA 保証により証券化を支援している。一方、EU における中小企業 CLO はアメリカよりも大きな発行実績が確認されている。新規発行された中小企業 CLO の大部分を投資家に販売せず、オリジネーター自らが保有し ECB から資金供与を受けるための担保とする等の活用もなされている点が大きな特徴で、信用保証制度拡大などの財政支援が制約されていることもあり証券化を活用した中小企業金融の活性化に期待している側面が強い。

2-1 アメリカにおける中小企業証券化の状況

2-1-1 アメリカにおける中小企業の地位

アメリカの中小企業法では、中小企業は「独立して所有及び経営され、その属する事業分野において独占的でないもの」と定義されている。そのうえで中小企業庁(SBA)は施策対象を従業員数と年間売上高等を基準として業種ごとに規定している。具体的には製造業や鉱業では従業員数 500 人未満、小売業やサービス業では年間売上高 700 万ドル未満が中小企業と位置づけられている。2014年 Q1 のデータによれば、従業員 500 人未満の企業は全体の 99%以上を占め、従業員ベースでも 50%以上を占める。

図表 2-1 アメリカにおける中小企業の地位(2014年Q1時点)

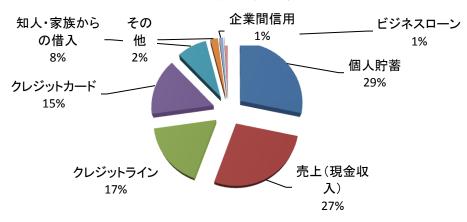
従業員規模別	従業員数(千人)	構成比(%)	企業数(千社)	構成比(%)
従業員1人以上10人未満	12,002	10.62	3,754	75.05
従業員10人以上100人未満	28,892	25.59	1,125	22.47
従業員100人以上500人未満	19,677	17.42	100	2
従業員500人以上	52,288	46.32	22	0.44

(出所)U.S. Bureau of Labor Statistics

2-1-2 アメリカにおける中小企業金融

(ア) 中小企業の資金調達源泉

アメリカのニューヨーク連邦銀行の調査¹によると、中小企業が 2013 年度に最も活用した資金源は、個人貯蓄と売上(現金収入)の内部資金である。これは中小企業の前向きな選択というよりも外部の調達手段へのアクセスが困難な結果である。実際に、同年度の最大の経営課題の上位として資金調達手段の欠如が指摘されており、外部からの調達手段をみても最も活用されたのはビジネスローンではなく、クレジットラインとクレジットカードである。



図表 2-2 アメリカの中小企業の最大の資金源泉

(出所) Federal Reserve Bank of New York、Small Business Credit Survey、2014

この点は、外部資金調達ごとの申請状況とその実行率をみても確認できる。企業間信用を除くといずれも実行率は低く、ビジネスローンや SBA 保証を申請して実際に利用できる企業は半数以下に止まっている。

		(単位:%)
借入先	申請比率	実行率
クレジットライン	70	48
ビジネスローン	52	39
クレジットカード	44	56
債務整理	23	26
企業間信用	17	71
モーゲージ	16	8
SBA	14	38
ホームエクイティローン	7	21
その他	7	70

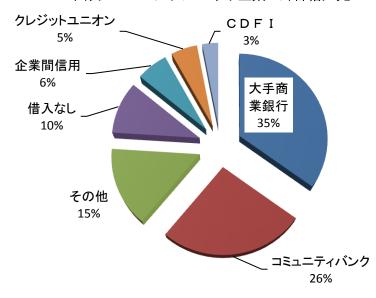
図表 2-3 外部資金調達の申請状況と実行率2

(出所) Federal Reserve Bank of New York、Small Business Credit Survey、2014

¹ 調査対象は、New York、 New Jersey、 Connecticut、 Pennsylvania に立地する従業員 500 人未満の中小企業でサンプル数は 835。

² 申請比率は申請数/サンプル数。実行率は実行数/申請数。

クレジットラインやビジネスローンの最大の資金供給者は、大手商業銀行(35%)、コミュニティバンク(26%)である。その他の借入先にはファイナンスカンパニーなどのノンバンクも含まれており、自動車や設備購入を目的とした借入において一定の役割を果たしている。



図表 2-4 アメリカの中小企業の外部借入先

(出所) Federal Reserve Bank of New York、Small Business Credit Survey、2014

NFIB(National Federation of Independent Business)の 2011 年度の調査結果3によっても従業員規模を問わず過半数近くの中小企業が大手商業銀行(全米の最大手 18 行)を最も重要 (Primary)な取引金融機関と位置づけている。従業員 1 人以上 10 人未満でその比率が最も高いのは、合併・吸収の加速によって金融機関の大型化が進展していることに加えて、そもそも金融機関の選択において支店との距離が重視されているからだと思われる。

図表 2-5 従業員規模別にみた最重要 (Primary) な取引金融機関 (2011 年度)

(単位:%)

従業員区分	大手商業銀行	リージョナルバンク	コミュニティバンク	クレジットユニオン	貯蓄金融機関	ノンバンク
1人以上10人未満	51	13	18	8	5	4
10人以上20人未満	39	21	30	1	6	2
20人以上50人未満	35	21	28	15	9	ı
50人以上250人以下	42	25	21	7	ı	7
全体	48	14	20	7	6	3

(出所) NFIB (2012)

しかし、大手商業銀行との取引は小零細企業にとって望ましい関係を形成しているか否

³ 調査対象は、全国の従業員 250 人以下の自己雇用者を含む中小企業でサンプル数は 850。

かは疑問である。借入手段別の利用状況を確認してみると、従業員規模の小さい企業ほど ビジネスローン、クレジットラインの比率が低く個人向けのクレジットカードをビジネス 目的で利用している比率が高くなっている。大手商業銀行のビジネスローンの承認率の低 さを踏まえると、これは企業の自主的な選択の結果ではない。大手商業銀行は平均的に小 ロのローンを行わないために、大手商業銀行と取引している小零細企業はビジネスローン を個人向けクレジットカードによって代替せざるを得ない状況にある。

図表 2-6 借入手段別の利用状況 (2011年度)

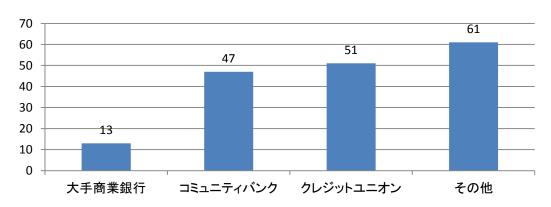
(単位:%)

従業員区分	クレジットライン	ビジネスローン	クレジットカード(個人)	クレジットカード(法人)	企業間信用
2人未満	33.7	15.7	44.9	55.1	32.6
2人以上5人未満	43.7	23.4	45.5	53.9	46.1
5人以上10人未満	56.3	36.6	45.8	66.2	55.6
10人以上20人未満	44.1	42	36.4	63.2	53.2
20人以上50人未満	56.7	51	39.4	66	60.9
50人以上250人以下	65.4	56.8	29.9	74.9	57.8
全体	45.4	29.1	43.5	58.8	47.1

(出所) NFIB (2012)

図表 2-7 ビジネスローンの承認率 (2011~2013)

(単位:%)



(注) その他は、CDFIs、マイクロクレジット機関など

(出所) Biz2Credit Small Business Lending Index

さらに 1 行取引の比率の高さは、コミュニティバンクなどの小規模金融機関とのリレーションシップ形成にはプラスに寄与する一方で、大手商業銀行との取引ではホールドアップ問題(高い金利の請求など)や拒絶に直面する可能性が高い。

図表 2-8 借入手段別の取引行数(2011年度)

(単位:%)

取引行数	1人以上10人未満	10人以上20人未満	20人以上50人未満	50人以上250人以下	全体
取り113数			クレジットライン		
1行	70.1	68.3	65.6	68.8	69.5
2行	18.4	19.5	21.9	25	19.1
2行 3行	3.7	7.3	3.1	6.3	4.2
4行	2	2.4	3.1	-	2.1
5行以上	4	ı	-	-	3.1
取引行数		l	ごジネスロ ー ン		
1行	54.6	52.6	42.9	42.9	52.3
2行	20.9	28.9	35.7	28.6	24.3
1行 2行 3行 4行	12.9	10.5	7.1	14.3	11.9
4行	1.8	2.6	3.6	7.1	2.5
5行以上	1.2	2.6	7.2	7.1	4

(出所) NFIB (2012)

(イ) 預金取扱金融機関による中小企業向け融資の動向

アメリカの預金取扱金融機関 (Depository lending institution) における中小企業向け融資 (融資額 100 万ドル未満) の残高は、2013 年度で 5,853 億ドルであり、企業向け融資残高に占める割合は 22.1%である。サブプライム金融危機以降、大企業向け融資が増加する一方で、中小企業向け融資は減少傾向にあり、特に融資額 10 万ドル未満の小口ゾーンでの減少率が高くなっている。ノンバンクであるファイナンスカンパニーは商業銀行に並ぶ重要な貸し手である。融資・リースを含むビジネス向けの残高は低下傾向にあるものの同年で 4,220 億ドルにも達しており、その多くが中小企業向けである。SBA (中小企業庁) は、メザニン/バイアウト、ベンチャーキャピタル、エンジェル、SBA 支援額を含めて 2013 年度の中小企業金融の市場規模を 1 兆ドルと見積もっている4。

_

⁴ SBA、 Frequently Asked Questions、 February 2014.参照。

図表 2-9 預金取扱金融機関の中小企業向け融資の動向

						(単位:	: 10億ドル)
区分	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
商業不動産 (Commercial Real Estate)向け							
融資額10万ドル未満	28.4	28.5	26.4	22.1	19.8	18	16.8
10万以上25万ドル未満	68.8	68.6	67.1	59.6	56.4	53.1	50.5
25万ドル以上100万ドル未満	262.8	277.9	278.4	260.5	247.8	236.7	229.3
小計	360.1	375	372	342.3	323.9	307.8	296.6
商業•産業(商業・産業(Commercial and Industry)向け						
融資額10万ドル未満	131.2	141.7	134.5	137.2	119.8	120.2	124.1
10万以上25万ドル未満	57.5	57.3	55.1	51.2	47.3	46.3	47.3
25万ドル以上100万ドル未満	138	137.4	133.6	121.6	116	113.5	117.3
小計	326.7	336.4	323.2	309.9	283	280.1	288.7
①中小企業向け融資額(融資額100万ドル未満)	686.8	711.5	695.2	652.2	606.9	587.8	585.3
②大企業向け融資(融資額100万ドル以上)	1536.8	1797.8	1755.3	1599.1	1691.2	1893.6	2061.3
企業向け融資額合計	2223.6	2509.3	2450.5	2251.3	2298.1	2481.4	2646.6
中小企業向け融資比率(%)	30.9	28.4	28.4	29.0	26.4	23.7	22.1
中小企業向け短期融資(満期1年未満)比率(%)	29.9	30.3	23.8	20.6	21.3	20.8	-
ファイナンスカンパニーによる融資・リース残高	598	573.3	463.6	447.2	441.4	436.5	422

(注)

- ・預金取扱金融機関とは、商業銀行、相互貯蓄銀行 (savings banks)、貯蓄貸付組合 (savings and loan association) を指す。
- ・ファイナンスカンパニーの残高内訳は、自動車、設備の融資・リース合計。

(出所) FDIC

預金取扱金融機関の資産規模別にみた中小企業向け融資残高シェア(2013 年度)をみると、資産規模 69.1%を占める 500 億ドル以上の大規模金融機関が 38.8%を占める最も重要な貸し手となっている。いずれの融資額ゾーンにおいても最も高いシェアを占めているが、商業・産業向けの融資額 10 万ドル未満の小口ゾーンでのシェアが 69.8%を占める点は注目に値する。これは前述したように大規模商業銀行が従業員規模の小さい企業にとって最も重要(primary)な取引金融機関であるということと整合的である。この背景には、クレジットスコアリングの活用という点もあるが、マイクロローンの大部分が担保付融資であることに加えて、金利低下局面にあっても一定のマージンを確保できているからだと思われる。しかし、合併・吸収の加速とともに資産規模の大きな貸し手に集中する傾向にあり、それは小規模金融機関への競争圧力となるだけではなく、リレーションシップを希薄化することで中小企業金融が不安定化する可能性を示唆している。

図表 2-10 預金取扱金融機関の資産規模別中小企業向け融資残高シェア (2013 年度)

						(単位:%)		
品次好反八	金融機関の資産規模区分							
融資額区分	1億ドル未満	1億ドル以上5億ドル未満	5億ドル以上10億ドル未満	10億ドル以上100億ドル未満	100億ドル以上500億ドル未満	500億ドル以上		
		商業不	動産(Commercial Real Estate)向け				
融資額10万ドル未満	11.3	36.7	11.9	19.3	6.6	14.1		
10万以上25万ドル未満	3.7	26.3	12.5	25.2	9.2	23.2		
25万ドル以上100万ドル未満	2.4	21.6	11.7	25.4	10.4	28.5		
商業・産業(Commercial and Industry)向け								
融資額10万ドル未満	2.2	8.7	4.2	8.8	6.3	69.8		
10万以上25万ドル未満	2.9	18.7	9.3	20.6	11.9	36.6		
25万ドル以上100万ドル未満	2.1	16.5	8.9	21.6	13.4	37.4		
中小企業向け融資残高シェア	2.7	18.5	9.4	20.5	10.1	38.8		
資産規模シェア	0.9	5.9	3.6	11	9.7	69.1		

(出所) FDIC

図表 2-11 担保付融資の比率

			(単位:%)
融資区分	2007	2008	2009
融資額10万ドル未満	84.2	84.7	89.2
融資額10万ドル以上100万ドル未満	76.4	70.9	77.6
融資額100万ドル以上	46.7	42	48.5
/ III = E \ E D D		-	

(出所)FRB

図表 2-12 貸付金利 (年平均) の推移

(単位:%)

						1 - 707
融資区分	2007	2008	2009	2010	2011	2012
融資額10万ドル未満	8.41	5.69	4.38	4.59	4.43	4.2
融資額10万ドル以上50万ドル未満	7.96	5.16	3.82	4.09	3.95	3.77
融資額50万ドル以上100万ドル未満	6.75	4.29	2.99	3.23	3.07	2.81
	•		•	•	•	•

(出所)FRB

(ウ) SBA 保証の役割

SBA の中小企業向け融資に対する最も重要な保証プログラムは 7(a)Loan Guaranty Program である。保証の対象には預金取扱金融機関に加えてファイナンスカンパニーも含まれる点に特徴があり、融資額 150,000 ドル未満に対して 85%、同 150,000 ドル以上(最大 5,000,000 ドル)に対して 75%の信用保証を供与する。

承認件数、承認された案件の融資額ともにサブプライム金融危機後に大きく減少しているが、その後の政府支援の拡大を受けて2013年度の承認された融資額は179億ドル、残高637億ドルにまで回復している。しかし、これは同年の預金取扱金融機関とファイナンスカンパニーの融資残高の6.3%を占めるに止まっている。

図表 2-13 7(a)Loan Guaranty Program の承認状況

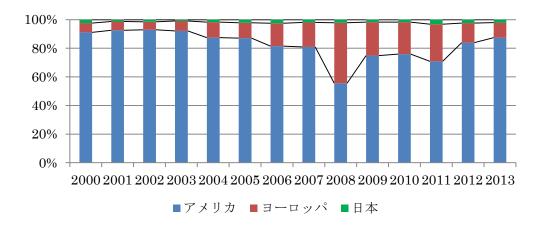
項目	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
承認された案件数	99,606	69,434	41,289	47,002	53,706	44,377	46,399	52,044
承認された融資額(10億ドル)	14.3	12.7	9.2	12.4	19.6	15.2	17.9	19.2
未払い残高(10億ドル)	46.1	47.7	48.6	50.8	56.4	60.1	63.7	66.7

(出所) SBA

2-1-3 アメリカにおける中小企業 CLO の現状

証券化の源泉は 1970 年代のアメリカの個人向けの住宅市場にあり、政府抵当金庫 (GNMA、 通称ジニー・メイ)、連邦住宅抵当貸付銀行 (FHLMC、 通称フレディ・マック)、連邦抵当金庫 (FNMA、 通称ファニー・メイ) の公的機関 (GSE) の役割が非常に大きな点に特徴がある5。資金不足に陥った貯蓄金融機関からのモーゲージローンの買取りと売却の促進が市場の基礎となり、80 年代に入ってから税制・会計制度やその他関連法制の整備あるいは金融イノベーションと相俟って、証券化市場としての定着を見ることになる。それが劇的に拡大するのは 90 年代である。貯蓄金融機関の破綻 (S&L危機) に資産売却手段として証券化が活用され、93~94 年には残高ベースで地方債や社債を上回る規模にまで成長している。

世界における証券化商品の新規発行額のシェアの推移をみると、アメリカの発行シェアはサブプライム金融危機後の2008年を除くと、一貫して70%以上を占めている。



図表 2-14 地域別にみた証券化商品の新規発行額シェアの推移

(出所) AFME、SIFMA

の発行を開始すると急成長を遂げた。

モーゲージローンからはじまった証券化の裏付け資産は多岐にわたるが、その内訳は現状でもモーゲージローン(MBS、RMBS、CMBS)が大部分を占めており、2014年Q3時点の GSE 発行の MBS の発行残高は 4 兆 7,217 億ドルに上る。資産担保証券(ABS)は 1 兆 2,379 億円であり、その内訳は学生向けローンが 2,165 億ドルと最も大きく、次いでオ

⁵ 証券化の歴史については遠藤(1999)を参照。金銭債権の証券化は、1970年にジニー・メイ、1971年にフレディ・マックが、パススルー型(借り手が返済する元本・利子が、証券の持ち主に直接支払われる方式)のモーゲージ担保証券(Mortgage Backed Security: MBS)を発行したことに始まる。MBS は、金融機関が貸し出した住宅ローン(モーゲージローン)のうち一定条件を満たすものを一まとめにして他の金銭債権から切り離し、ジニー・メイ、フレディ・マックあるいはファニー・メイといった政府系住宅抵当金融機関の保証を付して発行された証券化商品である。その普及は1970年代には限定的であったが、1983年6月にファニー・メイがパススルー型証券の欠陥を補ったペイスルー型(借り手が返済する元本・利子を再構成した上で証券の持ち主に支払う方式)のモーゲージ担保債務証書(Collateralized Mortgage Obligation: CMO)

ートローン 1,792 億ドル、クレジットカード 1,365 億ドル(うち銀行発行分は 1,216 億ドル)など標準化の容易なものが中心となっている。

図表 2-15 アメリカにおける裏付け資産別にみた証券化商品の発行残高推移

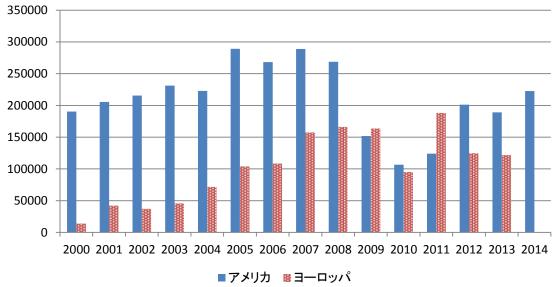
							(単位:10	の億ユーロ)
資産担保	2009	2010	2011	2012	2013	2014:Q1	2014:Q2	2014:Q3
ABS	950.13	975.57	1007.66	978.08	3911.45	982.71	1007.06	1237.85
Agency MBS	4287.81	4376.79	4425.77	4189.13	17279.50	4296.53	4329.56	4721.70
Non-Agency RMBS	923.96	973.16	1027.90	1012.96	3937.99	756.28	717.15	772.89
Non-Agency CMBS	988.18	1046.98	1088.36	1039.42	4162.95	828.93	842.34	907.68
Total	7150.08	7372.51	7549.69	7219.60	29291.88	6864.44	6896.11	7640.13

(出所)AFME

アメリカにおける ABS の新規発行額は 2005~2008 年をピークにサブプライム金融危機 を契機として減少を辿っていたが、2010 年を底としてその後は順調に回復している。一時、 ヨーロッパに抜かされたものの、2013 年度には 1,889 億ドルとヨーロッパの 1,217 億ドルを大きく上回っている。

図表 2-16 アメリカとヨーロッパにおける ABS の新規発行額の推移

(単位:百万ドル)



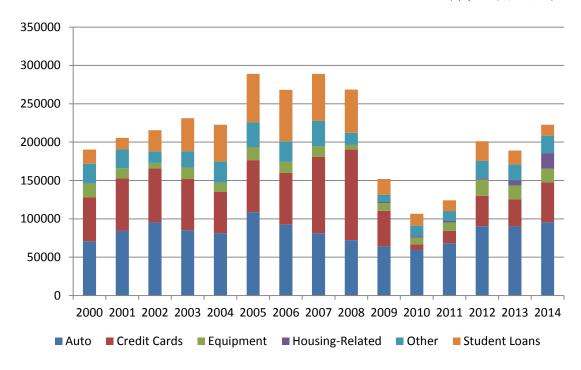
(注)ョーロッパの統計では SME は ABS の中に含まれないが、ここでは含んだ数値になっている。 (出所) SIFMA、AFME

回復の契機となったのは、2008 年緊急経済安定化法(Emergency Economic Stabilization

Act of 2008) に基づいて創設された TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) である 6 。その目的は ABS を担保としてニューヨーク連銀が最大 2,000 億ドルの融資(3~5 年満期)を行うことで 7 、ABS の発行を支援するとともに消費者向け融資や中小企業向け融資などの活性化を図ることである。実績の大部分はクレジットカード(総融資額の37.01%)とオートローン(同 17.99%)であり、中小企業については 2009 年 3 月~2010月6月で21.5億ドル(同 3.03%)に止まっている。また、財務省は、中小企業信用支援策として、SBA の 7 (a)ローンおよび 504 ローンを担保とした ABS を、TARP 資金を活用して最大 150億ドル買い取るプログラムを公表したものの、最終的には、予算枠が 4億ドルまでに引き下げられ、実績は 2.6億ドルにすぎない。

裏付け資産別の新規発行状況をみると、オートローンとクレジットカードが顕著な伸び を示している。

図表 2-17 アメリカにおけるABSの裏付け資産別にみた新規発行額の推移 (単位:百万ドル)



(注) その他:リース、消費者ローン、中小企業、フランチャイズなど。CDO は含まない。 (出所) SIFMA

アメリカにおいて証券化が回復している背景には、ジャンクボンドやハイイールドボンドの発行が回復していることに象徴されるように、リスクマネーを提供する投資家が増大

⁶ 詳細については、SEPTEMBER OVERSIGHT REPORT (2010)、Ashcraft et.al. (2012) を参照。

⁷ 財務省が TARP(Troubled Asset Relief Program)から最大 200 億ドルを拠出して損失をカバーする。また、ニューヨーク連銀は、デフォルトした際に ABS(未払い金利を含む)買い取る特別目的会社(TALF LLC)を設立した。

していることに加えてポートフォリオの多様化を求める傾向が強くなっているためである。 また、US. CLO.2.0と総称されるように、サブプライム金融危機前後における retention rule の見直しに伴って組成される証券化商品の質が高くなったと指摘されている8。

具体的には、AAA 格の劣後比率の上乗せ、再投資期間やノンコール期間の短期化、第一担保資産の組み入れ比率の上乗せなど仕組み上のプロテクションが強化されたことに加えて、担保資産の透明性が高まった。AAA 格の下のトランシェでは、劣後比率が低下するにつれて格付けも低下するが、CLO.2.0 は保守的な仕組みになっているため、仮に同程度のサブプライム金融危機が発生した場合でも、BB 格以上のトランシェ元本には損失は発生しない。

図表 2-18 サブプライム金融危機前後における CLO 案件の特徴の比較

案件の特徴	CLO.10.(従来型)	CLO.2.0.(新型)
AAA格の劣後比率(対額面)	22~26%	35~42%
AAA格の額面のカバレッジ比率	125~135%	150~170%
AAA格のスプレッド	LIBOR+22∼25bp	LIBOR+145∼165bp
メザニン/劣後トランシェ	資本市場で販売、マネージャーの自己保有は限定的	マネージャーがエクィティトランシェを自己保有するケースが多い
再投資期間	6~7年	3~4年
ノンコール期間	3年	1.5~2年
第一担保資産の組み入れ比率(下限)	80~85%	90%超
第一担保資産以外の組み入れ比率(上限)	10~20%	10%未満
Caa/CCC格資産	10~15%	10%未満
ハイ・イールド債	10~20%	5~10%(ボルカールール対応型では0%)
ストラクチャード商品	3~5%	0%

(出所) モルガンスタンレー

中小企業証券化は、80 年代後半にアメリカで先行して実施されたが普及しなかったことを受けて、1994 年から SBA が中小企業への証券化融資に対する信用保証業務 (SBA 保証ローン) およびこの SBA 保証ローンの保証部分の証券化を支援する SBA7(a)Secondary Market Guarantee Program を実施している。その発行残高(その他に計上)は着実に増大しているものの 2013 年時点で ABS 発行残高の 2.7%の 332 億ドルに止まっている。その規模は、同年のヨーロッパの発行残高 1.625 億ドルの 2 割程度にすぎない。

-

⁸ Larsson(2013)を参照。

図表 2-19 SBA7(a)Secondary Market Guarantee Program の概要

- ✓ オリジネーターは SBA 保証 (75~85%) がついた部分を譲渡
- ✓ 元利金返済のみの保証であり、タイムリーペイメントは保証しない
- ✓ 組成されたプールについては元利金のタイムリーペイメントが保証(流動性補完を実施)される
- ✓ 免責はオリジネーターと投資家でシェア
- ✓ SBA 保証付きの証券化の際に、個別債権のレビューを SBA が行わない代わりに、オリジネーターが 証券化した保証付き債券と同額の準備預金をすることを義務づけ

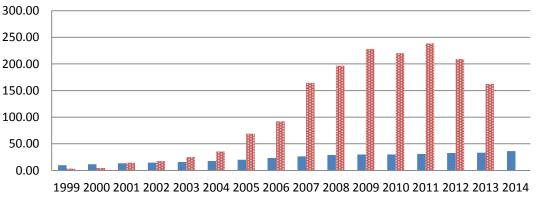
(A Reserve Account Agreement (2011年6月))

証券化されるのは保証部分がほとんどであるが SBA 保証残高の 54.1%が証券化されており、2015年の"SBA Secondary Market Outlook"によると、55%の貸し手は 7(a)プログラムの保証部分を常時証券化するとしている。一方、非保証部分の証券化については否定的であり、証券化した貸し手はわずか 6%にすぎない9。65%がプレミアム(組成手数料)収入を目的として証券化しており、流動性の確保を目的とするのは 3%のみである。実際に、平均プレミアム(組成手数料)は満期 $1\sim7$ 年物 4%で、 $10\sim15$ 年物 8%、 $15\sim25$ 年物 11%とかなり高水準である。

尚、アメリカの場合には、前述したように中小企業の資金調達手段が多様化していることから、カードローンやファイナンスカンパニーによるオートローンあるいは設備担保 (equipment)の証券化が中小企業証券化を補完している可能性には留意しなければならない10

図表 2-20 アメリカとヨーロッパにおける中小企業 CLO の発行残高の推移

(単位:10億ドル)



■アメリカ 闘ヨーロッパ

(注) アメリカは SBA 保証による発行残高

(出所) AFME

_

 $^{^9}$ 直近における SAB7(a)の未保証部分を証券化した例としては、2012年1月の Newtek Business Services . (23、000、000 ドル)と同年 6 月の Hana Financial. (26、600、000 ドル)がある。いずれもノンバンクであることから流動性の確保を目的として、証券化によって新規融資を拡大している。

¹⁰ Wilcox (2011) を参照。

また、中小企業証券化とは別に、2012 年には税引き前利益(EBIDTA)2,500 万ドル以上5,000 万ドル未満の非投資適格の中小企業に対する融資を裏付けとする 13 の証券化商品(Middle Market CLOs)が組成され、2001~2013 年までの発行残高は 196 億ドルに達している。Balance Sheet Financing CLOs と呼ばれるように originate to distribute model型ではなく、エクイティ部分(劣後部分)の 14%以上はオリジネーターが自己保有する11。Middle Market における最大の貸し手は機関投資家(生命保険会社、ペンションファンド、政府など)であり、その他ファイナンスカンパニー、銀行なども積極的に参入している。近年、アメリカにおいて台頭しつつある中小企業向けオンライン融資プラットフォーム(Online Balance Sheet Lenders、Peer to Peer Transactional Marketplaces、lender-agnostic marketplaces)の最大手である OnDeck12が 2014 年に証券化(発行額 1億7,490 万ドル)による資金調達を行ったのは注目に値する。S&P(2014)もオンラインを通じて貸し手と借り手をマッチングさせるプラットフォームである Peer -to-Peer Lending市場に中小のファイナンスカンパニーが参入することで新たな証券化市場が拡大する可能性があるとしている。

2-2 EUにおける中小企業証券化の現状2-2-1 EUにおける中小企業の地位

EUでは、従業員 250 人未満、年間売上高 5,000 万ユーロ以下、総資産 4,300 万ユーロ以下のいずれかを満たす企業を中小企業と位置づけている。 2013 年度のデータによると、EU28ヶ国全体で従業員区分での中小企業のウェイトは企業数で 99.8%を占めるとともに、従業員の 66.9%を雇用し、付加価値額の 58.1%を生み出している。なかでも、イタリア、スペイン、ポルトガルは従業員 10 人未満の零細企業の比率が高い。これは経済の南北格差を生み出す要因でもある。

-

¹¹ 詳細については、Bray(2013)を参照。

 $^{^{12}}$ On Deck は、小売店、レストラン、ヘアサロン、歯科医、花屋などに対して平均 40、000 ドル(金利 $28.7\sim134.4\%$)の短期融資(9 $_{7}$ 月未満)を融資している。On Deck では、強固な評価に基づいて融資の決定を行うために、ビッグデータ、オンラインバンキングやソーシャルネットワークを活用している。同社のオンラインアプリケーションモデル(the OnDeck Score)は、数分以内に融資を承認し、同日資金調達を可能にする。

図表 2-21 EU28 ヶ国における中小企業の地位(2013 年度)

			EU28ヶ国								
従業員区分	企業数	構成比(%)	<u> </u>	構成比(%)	付加価値額(百万ユーロ)	構成比(%)					
0 - 9	19,969,338	92.4	38,629,012	29.1	1,362,335	21.6					
10 - 49	1,378,374	6.4	27,353,659	30.8	1,147,885	18.2					
50 - 249	223,648	1.0	22,860,793	17.2	1,156,558	18.3					
250 +	43,517	0.2	44,053,578	22.9	2,643,795	41.9					
Total	21,614,909	100.0	132,897,038	100.0	6,310,557	100.0					
All SMEs	21,571,360	99.8	88.843.465	66.9	3,666,779	58.1					
イタリア											
従業員区分	企業数	構成比(%)	従業員数	構成比(%)	付加価値額(百万ユーロ)	構成比(%)					
0 - 9	3,527,452.0	94.8	6,629,987	45.8	200,607	30.4					
10 - 49	171,658.0	4.6	3,049,375	21.1	140,966	21.3					
50 - 249	19,126.0	0.5	1,837,003	12.7	117,577	17.8					
250 +	3,139.0	0.1	2,960,003	20.4	201,427	30.5					
Total	3,721,377.0	100.0	14,476,367	100.0	660,573	100.0					
All SMEs	3,718,236.0	99.9	11,516,365	79.6	459,150	69.5					
			スペイン								
従業員区分	企業数	構成比(%)	従業員数	構成比(%)	付加価値額(百万ユーロ)	構成比(%)					
0 - 9	2,129,549.0	94.4	4,206,346	40.4	121,555	27.7					
10 - 49	109,212.0	4.8	2,041,958	19.6	83,321	19.0					
50 - 249	14,016.0	0.6	1,384,445	13.3	76,968	17.5					
250 +	2,669.0	0.1	2,771,230	26.6	156,996	35.8					
Total	2,255,444.0	100.0	10,403,979	100.0	438,843	100.0					
All SMEs	2,252,777.0	99.9	7,632,749	73.4	281,844	64.2					
			ポルトガル	,							
従業員区分	企業数	構成比(%)	従業員数	構成比(%)	付加価値額(百万ユーロ)	構成比(%)					
0 - 9	739,555.0	95.4	1,230,990	42.8	14,662	22.4					
10 - 49	30,732.0	4.0	588,424	20.4	14,788	22.6					
50 - 249	4,547.0	0.6	444,610	15.4	14,169	21.6					
250 +	722.0	0.1	613,790	21.3	21,925	33.4					
Total	775,556.0	100.0	2,877,812	100.0	65,546	100.0					
All SMEs	774,834.0	99.9	2,264,024	78.7	43,619	66.5					
			ドイツ								
従業員区分	企業数	構成比(%)	従業員数	構成比(%)	付加価値額(百万ユーロ)	構成比(%)					
0 - 9	1,809,029.0	81.8	4,974,919	18.7	219,453	15.1					
10 - 49	336,111.0	15.3	6,300,111	23.6	275,317	18.9					
50 - 249	56,004.0	2.5	5,445,644	20.4	297,636	20.4					
250 +	10,608.0	0.5	9,941,295	37.3	663,669	45.6					
	0.011.750.0	100.0	26,661,970	100.0	1,456,077	100.0					
Total	2,211,752.0	100.0	20,001,370	100.0	1,400,077	100.0					

(出所) EU委員会

2-2-2 EUにおける中小企業金融の現状

(ア) 中小企業の資金源泉

EU 諸国における大企業を含めた企業(金融業は除く)の資本構成をみると、エクイティのウェイトの高いフランスを除くと、総じて負債の比率が高く、なかでも金融機関(銀行)からの借入比率が高い点に特徴がある。イタリア、スペイン、オランダは金融機関(銀行)からの借入比率が、それぞれ 2008 年 $Q3\sim2012$ 年 Q4 平均で 62.2%、59.6%、56.7%にも

達している。金融危機以降、イタリア、スペイン、ポルトガルでは、長期借入比率が上昇しており、スペイン、ポルトガルについては負債額の対 GDP 比が 100%を超える水準になっている。

その他の負債構成の特徴として、ドイツやイタリアでは年金基金積み立ての比率が高く、フランス、フィンランド、オランダでは社債の比率が高い。また、ベルギーは法人税に対する免除特例の影響で短期負債(インターカンパニーローン)の比率が他国に比較して極端に高くなっている点などが確認できる。

図表 2-22 EU 主要国における企業(金融業は除く)の資本構成の特徴

(単位:%)

時期区分	ベルギー	フィンランド	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	ポルトガル	スペイン	
			Debt/GD	Р					
2000Q1~2008Q2平均	145	93	88	70	73	97	120	97	
2008Q3~2012Q4平均	179	115	103	69	90	94	157	139	
時期区分	ベルギー	フィンランド	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	ポルトガル	スペイン	
			Debt/Equ	ity					
2000Q1~2008Q2平均	60.7	52.2	44.9	90.6	71.5	78.6	70.5	63.8	
2008Q3~2012Q4平均	55	86	52.9	93.1	94	75.7	84.9	100.6	
		Lon	g term Deb	t/Equity		•			
2000Q1~2008Q2平均	29.8	47.2	33.5	63.4	43.4	56.4	50.5	50.9	
2008Q3~2012Q4平均	30	80.1	40.7	68.1	66.6	56.6	65.9	87.6	
時期区分	ベルギー	フィンランド		ドイツ	イタリア	オランダ	ポルトガル	スペイン	
	MFI Loan/Debt								
2000Q1~2008Q2平均	21.4	25.7	39.6	50.2	60.4	47.5	45.7	58.3	
2008Q3~2012Q4平均	16.2	28.5	39.2	46.9	62.2	56.7	42.9	59.6	
	,		FI Loan∕Lia	bilities					
2000Q1~2008Q2平均	7.9	8.1	18.2	19.4	20.8	18.1	15.7	18.2	
2008Q3~2012Q4平均	5.7	11.7	25.1	18	25.1	21.6	16.7	25.1	
時期区分	ベルギー	フィンランド	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	ポルトガル	スペイン	
	,	Sho	rt term Loa	n/Debt					
2000Q1~2008Q2平均	49.2	5.7	22.5	28.5	39	28.3	22.4	20.1	
2008Q3~2012Q4平均	43.9	4.4	21.8	25.6	28.8	25.2	13.6	12.8	
	•	Long	term Loan/	Liabilities (,		
2000Q1~2008Q2平均	46.3	81.6	57.2	53	46.8	62.3	66	77.4	
2008Q3~2012Q4平均	51.6	82.4	58.7	53.8	57.3	66.4	70.6	86.2	

(出所) ECB

2014年上半期に EU28 τ 国を対象とした中小企業向けアンケート (the Survey on Access to Finance for Small and Medium sized Enterprise (SAFE)) によると、いずれの国でも中小企業の最も重要な資金源泉は銀行借入とオーバードラフト (クレジットライン) である。 それ以外では、リース、企業間信用、内部留保が主たる資金源泉であり、金融危機後は公的支援(信用保証)のウェイトが高まっている。

同じ調査の2009~2013年平均値を用いて国別の比較をしたECB(2014)によると、ドイツはリース、フランスは銀行借入、内部留保、イタリアはオーバードラフト、企業間信用、スペインは企業間信用、公的支援のウェイトが他国に比較して高くなっている。2013

年の SAFE ではリース、ファクタリングの利用状況を訊ねているが、ドイツの中小企業は 50.7%が利用していると回答しているのに対して、スペイン、イタリアはそれぞれ 25.3%、 19.8%に止まっている。Casey and O'Toole(2014)は、SAFE (2009~2011) を用いて金融 危機時における銀行借入以外の代替的な資金調達手段への申込み状況について実証しているが、その結果によると、銀行借入を拒絶された企業はそうでない企業に比較して 18~25% も多くの企業が代替手段への申込みをしている。その傾向はスペイン、アイルランド、イタリアで顕著であるが、その源泉の大部分はリースやファクタリングなどのノンバンクではなく、企業間信用や友人・知人からの借入に依存している。

70.00 61.50 60.00 52.77 45.36 50.00 34.92 40.00 30.58 24.48 30.00 19.05 15.49 20.00 11.81 10.62 10.00 3.50 0.00 Factoring Subsidised loan Bank loan Bank overdraft hire-purchase Trade credit Other sources Debt securities Retained earnings Other loan Leasing or

図表 2-23 EUにおける資金調達先(2014年上半期)

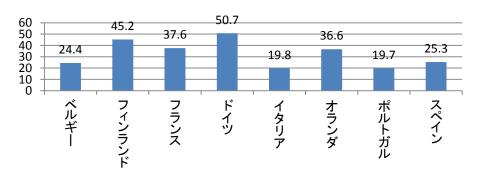
(単位:%)

(注) 複数回答

(出所) European Commission SAFE survey2014

図表 2-24 EU 諸国の中小企業におけるリース、ファクタリングの利用状況 (2013)

(単位:%)



(出所) European Commission SAFE survey2013

(イ) 預金取扱金融機関による中小企業向け融資の動向

EUの最も重要な貸し手は銀行であり、その規模は総資産の対 GDP 比 (2012 年度) でみてイギリス 448.5%、フランス 386.6%、オランダ 382% (2010)、ドイツ 311.2%、スペイン 295.9%、ベルギー288.0%、イタリア 224.8%とアメリカ 92.1%、日本 191.7%と比較しても突出して高い。それは銀行の融資残高(個人向けを含む)でみても同様であり、ユーロ導入以降、融資額は 2009 年初頭にピークを迎えるまで増大を続け預貸率も多くの国で100%を超える水準にある。

図表 2-25 EUにおける銀行の融資規模の推移

Bank Loans (As % Of Bank Deposits)										
国名	2008	2009	2010	2011	2012					
ベルギー	86	91	93	89	90					
フィンランド	149	151	154	158	160					
フランス	133	128	131	132	128					
ドイツ	116	112	110	106	104					
イタリア	161	149	145	150	139					
オランダ	92	92	89	86	86					
ポルトガル	160.3	161.5	157.8	140.2	127.9					
スペイン	121	121	123	126	115					
イギリス	108	101	98	96	96					
アメリカ	93	83	76	71	70					
日本	76	77	73	71	70					
	Bank Loans (As % Of GDP)									
国名	2008	2009	2010	2011	2012					
ベルギー	130	145	134	124	121					
フィンランド	89	96	97	95	98					
フランス	101	102	106	106	106					
ドイツ	130	133	130	124	121					
イタリア	97	98	99	101	99					
オランダ	323	316	319	317	305					
ポルトガル	203.1	209.4	210.5	200.3	194.4					
スペイン	175	181	183	176	157					
イギリス	179	177	171	158	155					
アメリカ	56	53	48	47	46					
日本	88	98	92	95	96					
(出所)OECD										

しかし、企業向け融資に占める中小企業向け融資の比率は、ポルトガル、ベルギーを除くと低位で推移している。スペインの中小企業向け融資額に占める短期融資額の比率は、 突出して高く 2012 年で 95.2%である。融資の大部分が短期融資であり、中小企業の資金調達の脆弱性を示している。

図表 2-26 企業向け融資に占める中小企業向け融資の比率 (%)

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ベルギー	59.6	57.9	61.1	60.6	63.7	65.4
フィンランド	27.1	21.9	19.6	15.3	21.1	22.4
フランス	20.7	20.3	20.2	20.5	20.7	21.2
イタリア	18.8	17.9	18.3	19.0	18.3	18.4
オランダ	_	_	_		ı	_
ポルトガル	78.3	77.7	77.4	77.3	77.1	74.7
スペイン	39.8	38.4	30.3	31.6	33.0	30.1
イギリス	19.6	18.0	19.9	21.2	21.2	21.8

(注)フィンランドとスペインはフローベース、その他はストックベース

(出所)OECD

図表 2-27 中小企業向け融資に占める短期融資の比率

(単位:%)

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ベルギー	38.5	37.9	32.1	31.4	31.5	29.5
フィンランド	21.9	28.2	29.6	26.0	24.0	29.7
フランス	27.2	25.7	22.7	22.1	22.0	21.9
イタリア	33.9	31.9	29.3	26.8	26.3	26.6
オランダ	55.5	54.6	57.1	47.9	52.6	49.2
ポルトガル	32.2	31.0	32.8	31.2	29.9	24.5
スペイン	96.2	97.0	93.7	93.4	95.1	95.2
イギリス	<u> </u>	_	_	_	_	_

(出所)OECD

EU における中小企業の資金調達環境は改善に向かっているが、調達環境の改善を示す SMAF Index の推移をみると、2013 年時点でもポルトガル、スペイン、イタリアは EU の 平均を下回っている。

図表 2-28 資金調達環境: SMAF index (EU = 100、 2007)

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ベルギー	105.9	103.4	106.4	105.5	106.3	108.7	111.5
ドイツ	109.6	110.4	113.5	114.9	114.8	122.6	119.2
スペイン	85.9	83.8	80.8	89.9	100.3	95.6	101.2
フィンランド	107.5	108.6	114.8	124.4	122.3	120.0	121.8
フランス	110.5	110.1	117.1	124.0	120.7	121.5	126.5
イタリア	102.5	101.4	107.5	111.0	105.8	96.4	107.0
オランダ	103.2	101.6	108.6	112.7	114.1	116.5	116.8
ポルトガル	95.3	95.1	97.4	99.2	92.2	86.7	97.3
イギリス	102.2	104.7	112.4	110.9	107.3	106.5	111.5
EU	100.0	99.3	102.0	105.4	105.3	106.1	108.2
ユーロ圏	102.5	102.0	105.9	107.8	106.5	106.5	109.5

(注)デットとエクイティを含む調達の改善状況を示す指数。EU平均からの乖離。高いほど良い。

(出所)EU委員会

業態別にみた中小企業向け融資のシェアは不明であるが、EUの特徴として日本と同様に、商業銀行以外に、ドイツやスペインでは半民半官の貯蓄銀行が、オランダ、フィンランド、フランス及びイタリアでは協同組織金融機関などの株式会社ではない地域密着型の金融機関が中小企業に対する重要な貸し手となっている。例えば、ドイツでは半民半官の性格を有する州立銀行(Landesbanken)の傘下にある貯蓄銀行(Sparkassen)が中小企業に対する最大の貸し手である。

図表 2-29 EU における主な協同組織金融グループ (2012 年 12 月)

(単位:%)

国名	組織名	貸出シェア	中小企業向けシェア
フィンランド	OP Pohjola Group	33.4	-
フランス	Credit Agricole	20.6	26.4
	Credit Mutuel	17.1	14.5
ドイツ	BVR	18.3	30.3
イタリア	FEDERCASSE	7.1	15
	Banche Popolari	24.7	ı
オランダ	Rabobank	31	43
ポルトガル	Credito Agricola	3.7	5.5
スペイン	Union Nacional de Cooperativas Credito	5.8	_

(出所) European Association of Co-operative Bank

経済の成熟とともに金融機関の合併・買収が加速しているのは共通の現象であるが、銀行間の競争状況は国によって異なっている。フィンランド、ポルトガル、オランダは高位 寡占であるのに対して、ドイツ、フランス、イタリアでは銀行間競争が激化している。

銀行の集中度と取引金融機関数の間に明確な関係は確認できないが、フィンランド、オランダの1行取引の比率は他国に比較して高い。イギリスは競争的でありながら1行取引の比率が最も高くなっているが、これは企業数当たりでみた銀行数が少ないためにそもそも金融機関へのアクセスが困難であることが影響している。

図表 2-30 銀行の集中度(2001~2010年平均)と中小企業の取引金融機関数

国名	銀行数	Herfindahal Index	総資産上位5行のシェア(%)	Lerner Index(%)	1行取引	2~3行取引	4行取引以上
フィンランド	8	6,019	95.89	21.46	116	51	4
ポルトガル	19	3,349	80	25.87	75	136	38
オランダ	25	2,269	70.63	19.74	116	51	2
スペイン	108	1,879	63.49	28.47	74	135	125
イギリス	105	1,856	54.73	22.49	298	78	2
イタリア	377	1,259	57.28	27.75	164	316	103
フランス	197	1,145	53.12	27.09	223	203	24
ドイツ	1551	556	38.91	20.8	111	136	17
アメリカ	556	387	21.63	32.46	-	-	-
日本	631	591	38.9	25.16	-	=	-

- (注)・HI は銀行間のシェア格差が大きく、銀行数が少ないほど高くなる。
 - ・LIは競争関係(価格と限界費用の差)を示す指標で、数値が高くなるほど独占的。
 - ・取引金融機関数は EIM が 2002 年に実施のアンケート調査の結果(回答企業数)

(出所) ECB

また、集中度や競争関係は金利や担保条件に影響している可能性がある。集中度が高く、価格競争が低い国では、貸付金利が高くなると思われる。中小企業向け新規融資の貸付金利は、いずれの国も低下傾向にある。しかし、2014年11月時点の中小企業向けに相当する100万ユーロ未満(3ヶ月未満変動)の貸付金利をみると、低位ゾーンのベルギー、フランス、ドイツ、フィンランド¹³、中位ゾーンのオランダ、イタリア、高位ゾーンのスペイン、ポルトガルの3つの層に乖離していることが確認できる。これは企業の信用リスクや金融機関の健全性を反映したものであり、競争状況の違いを反映したものではない。しかし、ポルトガルの大企業を含めた企業向け融資のマージンが突出して高いのは、貸し手の独占力が影響している点は否定できないであろう。

図表 2-31 中小企業向け新規融資の貸付金利(平均%)

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ベルギー	5.47	5.70	3.01	2.51	2.88	2.32
フィンランド	5.39	5.58	3.02	2.66	3.23	2.86
フランス	4.93	5.47	3.73	3.27	3.78	3.49
イタリア	6.28	6.34	3.59	3.66	5.00	5.60
オランダ	5.40	5.70	4.50	6.00	6.40	4.40
ポルトガル	7.04	7.64	5.71	6.16	7.41	7.59
スペイン	5.96	5.51	3.63	3.78	4.95	4.91
イギリス	_	4.54	3.47	3.49	3.52	3.71
(中記)のECD						

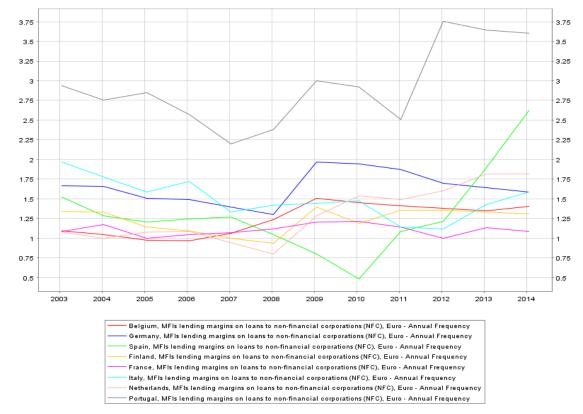
(出所)OECD

図表 2-32 新規融資に対する融資額別の貸付金利(2014年11月平均)

融資区分	ユーロ圏	ベルギー	ドイツ	スペイン	フランス	イタリア	オランダ	ポルトガル	フィンランド
リボルビング/オーバードラフト	3.54	ı	4.05	2.69	1.74	ı	2.07	5.18	2.2
25万ユーロ未満(3ヶ月未満の変動)	3.76	1.93	3.38	4.37	2.11	ı	-	5.55	2.96
25万ユーロ未満(3ヶ月以上1年未満の変動)	3.87	2.43	2.92	4.27	1.87	-	-	5.08	2.6
25万以上100万ユーロ未満(3ヶ月未満の変動)	2.38	1.84	2.16	3.01	2.14	-	-	4.28	2.24
25万以上100万ユーロ未満(3ヶ月以上1年未満の変動)	2.85	2.11	2.84	3.06	2.17	ı	-	3.72	2.1
100万ユーロ以上(3ヶ月未満の変動)	1.73	1.66	1.44	2.24	1.8	-	1.55	4.45	2.15
100万ユーロ以上(3ヶ月以上1年未満の変動)	2.18	1.64	2.21	2.61	1.36	ı	1.34	4.13	1.75
100万ユーロ未満(3ヶ月未満の変動)	3.2	1.89	2.82	4.04	2.05	3.35	3.03	4.92	2.49
100万ユーロ以上(3ヶ月未満の変動)	1.79	1.66	1.52	2.32	1.7	1.96	-	-	-

(出所)ECB

¹³ フィンランドは4つの外資系銀行グループが総資産の70%以上を占める特殊な状況にあり、高位寡占でありながら激しい金利競争が展開されている。



図表 2-33 預金取り扱い金融機関の企業向け融資のマージンの推移

(出所) ECB

担保要請の有無は競争状況ではなく、満期条件に依存している。短期融資のウェイトが 高いスペイン、オランダでは担保付融資の比率が他国に比較して低くなっている。

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ベルギー	ı	_	_	74.3	71.9	78.6
フィンランド	_	_	_	_	-	_
フランス	-	_	_	_	ı	_
イタリア	54.4	54.3	51.9	53.0	54.4	54.9
オランダ	ı	_	47.0	45.0	44.0	47.0
ポルトガル	ı	_	82.1	81.8	81.2	80.0
スペイン	_	_	_	_	34.4	31.5
イギリス	55.0	_	23.0	45.0	34.0	40.0
(出所)OECD		•	•	•	•	

図表 2-34 中小企業向け融資における担保付融資の割合(%)

(ウ) 公的支援(信用保証)の役割

EU の中小企業における信用保証制度は多岐にわたるが、中小企業の自主的な基金をベースとする相互保証システムが中心であり、日本と比較して総じて公的資金の額は大きくはない 14 。保証割合も最大 $60\sim80\%$ 、実行ベースの平均で $50\sim60\%$ とかなり抑制的である。

^{14 2011} 年のアメリカの保証残高の対 GDP は 0.4%であるのに対して、日本は 7.3% と世界で最も高い水準

European Association of Mutual Guarantee Societies(AECM)に加盟する信用保証機関の 2013 年度の保証状況をみると、総残高 7,695 億ユーロであり、国別ではイタリアが全体の 42.4%を占める。次いでフランス 21.3%、ドイツ 7.5%、スペイン 6.1%となっている。GDP 比の推移でみてもイタリアは一貫して最も高く 2012 年で 2.34%、信用保証を利用した中小企業の割合は 41.65%と他国を圧倒している。

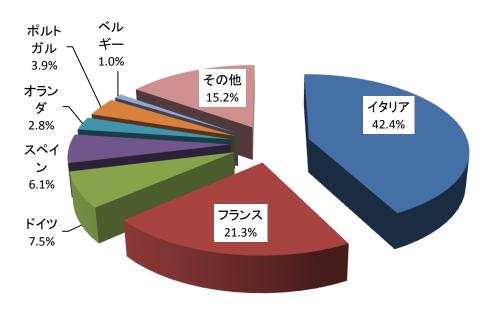
図表 2-35 EU における主な信用保証機関の概要

国名	組織	形態	設立	保証残高(百ユーロ)	保証割合	備考
イタリア	Assoconfidi	相互保証	2010	20,155	平均50%	6つの相互保証機関のプラットフォーム
	Socama	相互保証	1968	2,189	100%	協同組織金融機関の融資に対する保証
フランス	Siagi	相互保証	1966	840	20~60%	従業員15人までの職人に対する保証
	bpifrance	半民半官	2013	13,519	20~80%	Oseoをベースに改組された支援組織
ドイツ	Bürgschaftsbanken(VDB)	民間	1949	5,794	50~80%	保証銀行ネットワーク
スペイン	SGR/CESGAR	相互保証	1982	4,704	80%	CESGARは23の相互保証機関(SGR)の上部組織。CERSAは再保証機関。
オランダ	Netherland Enterprise Agency/BMKB	公的機関	2014	2,166	平均45%	農業、国際支援を含む政府系機関が統合
ポルトガル	SPGM/SPGM	相互保証	2003	3,039	50~80%	SPGMは4つの相互保証機関のバックオフィス。SPGMは再保証機関。
ベルギー	Sowalfin	公的機関	2002	43	平均45%	Walloon州によって創設。
11/1/4-	Socamut	相互保証	2003	13	最大75%	従業員5人までの零細企業向けの保証

(注) 保証残高は 2013 年

(出所) European Association of Mutual Guarantee Societies(AECM)

図表 2-36 AECM メンバー国の保証残高シェア (2013年)



(出所) AECM

図表 2-37 信用保証残高の対 GDP 比の推移(%)

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ベルギー	0.1	0.11	0.14	0.14	0.19	0.2
フランス	0.51	0.49	0.71	0.83	0.82	0.79
ドイツ	0.22	0.22	0.24	0.2	0.23	0.22
イタリア	1.89	1.92	2.17	2.13	2.08	2.28
オランダ	I	I	_	0.38	0.43	0.41
ポルトガル	0.27	0.52	1.63	2.18	1.89	1.8
スペイン	0.54	0.55	0.62	0.62	0.58	0.53
(出所)AEC	M					

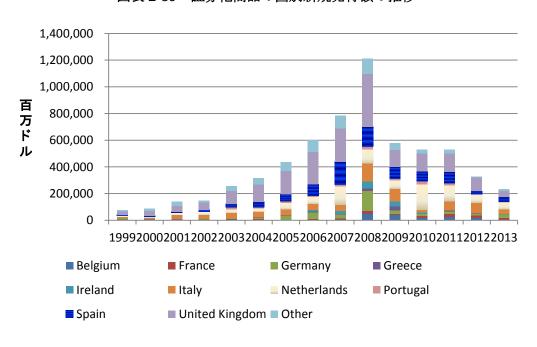
図表 2-38 信用保証を利用した中小企業の割合の推移(%)

国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ベルギー	0.39	0.03	0.03	0.3	0.35	0.44
フランス	32.13	3.45	3.1	2.96	2.53	2.18
ドイツ	2.79	0.28	0.24	2.16	2.52	2.34
イタリア	37.31	3.53	3.78	35.59	36.87	41.65
オランダ	İ	-	-	0.92	1.07	0.99
ポルトガル	0.32	0.05	0.26	4.16	4.79	3.46
スペイン	6.32	0.62	0.52	4.7	4.26	_
(出所)AEC	М					

2-2-3 EU における中小企業 CLO の現状

EU における証券化は、1990 年代後半からイギリスを中心に拡大し、2008 年に新規発行高のピークを迎えるまでイタリア、スペイン、ドイツ、オランダで急成長を遂げた。2013年度の発行残高は、ヨーロッパ全体で 6 兆 3,097 億ユーロにも達しているが、それはアメリカの 2 割程度にすぎない。国別ではイギリス 1 兆 8,225 億ユーロが最も多く、以下オランダ 1 兆 1,008 億ユーロ、イタリア 7,530 億ユーロ、スペイン 7,251 億ユーロ、ベルギー 3,417 億ユーロ、ドイツ 2,903 億ユーロとなっている。

図表 2-39 証券化商品の国別新規発行額の推移



(出所) SIFMA

図表 2-40 証券化商品の発行残高の推移

									/ ¥ 1± 4	<u> </u>
									(単位:1	0億ユーロ)
国名	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014:Q1	2014:Q2	2014:Q3
オーストリア	3.61	3.26	2.79	2.47	2.25	8.68	8.56	2.28	2.23	2.23
ベルギー	8.80	50.44	68.76	76.75	85.96	357.05	341.68	80.26	77.21	76.58
フィンランド	0.15	7.68	5.82	4.59	3.68	4.85	1.75	1.01	0.88	0.79
フランス	27.79	35.91	38.54	36.76	44.47	188.91	160.47	32.76	39.81	39.79
ドイツ	80.49	135.24	106.11	95.43	85.34	312.32	290.33	73.35	70.38	74.44
ギリシャ	12.53	25.04	46.44	39.27	36.10	140.22	120.58	26.26	25.70	25.14
アイルランド	26.55	58.38	69.59	72.47	62.81	231.29	176.10	37.34	36.71	35.27
イタリア	142.84	208.06	250.57	224.35	215.68	825.56	752.98	170.80	164.99	163.68
オランダ	238.73	295.47	306.40	322.46	315.65	1184.30	1100.75	258.74	259.57	258.23
ポルトガル	32.17	41.46	50.43	58.83	55.54	183.51	149.47	37.35	35.84	36.22
ロシア	4.80	4.86	5.02	4.33	3.69	11.25	6.33	1.27	1.17	1.01
スペイン	232.97	296.12	304.70	299.09	282.12	944.74	752.05	168.54	162.42	167.44
トルコ	7.27	6.96	5.98	5.23	3.59	11.24	7.70	2.05	1.79	1.77
イギリス	558.43	699.46	698.51	635.69	581.15	2006.00	1822.56	414.28	405.30	402.35
EU	1635.64	2164.84	2264.70	2137.85	1994.58	7182.02	6309.78	1435.26	1404.35	1405.77
アメリカ	7159.67	7462.46	7141.69	7437.24	7472.71	29291.88	28258.93	6864.44	6896.11	7640.13
(出所)AFME										

新規発行額は 2009 年に入ってから大きく減少し、アメリカが回復の兆しを見せる一方で 2014 年に入っても動きは鈍い。新規発行額の対 GDP 比の推移をみると、2010 年にはオランダにおいて 22.3%にも達する新規の発行がなされたが、その後は減少に転じており、イギリス、スペインではピーク時にそれぞれ 9.93%、8.94%あった発行額が 2013 年には 1.66%、2.63%にまで減少している。

図表 2-41 証券化新規発行額の推移

								(単位:	10億ユーロ)
国名	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014:Q1	2014:Q2	2014:Q3
ベルギー	34.87	27.43	14.13	19.02	15.41	2.02		4.12	
デンマーク			1.49			0.80			
フランス	14.09	6.93	9.15	16.35	14.86	9.89		44.99	0.41
ドイツ	110.61	18.58	13.39	12.91	10.03	21.89	3.47	5.11	5.69
ギリシャ	13.47	22.48	0.96	6.37	1.97	0.00			0.24
アイルランド	35.97	25.13	6.55		1.22	1.02			
イタリア	94.83	69.25	16.32	51.07	58.44	27.36	1.06	8.70	4.86
オランダ	75.73	44.20	137.57	85.65	48.73	38.72	6.00	11.80	3.03
ポルトガル	14.52	10.50	16.93	9.91	1.42	3.34	1.58	0.37	0.93
スペイン	103.44	64.88	55.37	61.72	18.63	27.45		3.86	7.65
イギリス	256.39	88.66	102.25	100.42	78.06	33.47	4.79	16.67	8.26
EU	819.15	423.84	379.15	375.92	252.68	180.25	19.59	99.50	35.68
アメリカ	933.63	1358.90	1276.69	1013.72	1550.18	1511.76	217.34	248.67	287.29
(出所)AFME									

図表 2-42 証券化商品の新規発行額の対GDP比の推移

(単位:%)

国名	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
フランス	0.51	0.45	0.70	1.31	0.05	0.26	0.58	0.47
ドイツ	1.83	1.05	2.88	0.91	0.42	0.41	0.30	0.77
イタリア	2.15	2.21	4.84	4.34	1.18	1.83	2.43	1.67
オランダ	9.00	16.15	10.68	7.68	22.30	9.67	7.47	5.98
スペイン	7.28	8.94	7.79	5.70	4.86	4.01	1.21	2.63
イギリス	9.93	8.94	13.89	5.36	4.47	3.23	3.26	1.66
(中記) V E V	45 ## ## ## ## ## ## ## ## ## ## ## ## ##	=						

(出所)AFME、世界銀行

ECB の集計データ(Financial vehicle corporations balance sheets online)によると、2013 年度のユーロ加盟国の証券化商品の発行残高は 1 兆 2,954 億ユーロであるが、オリジネーターの 85.6%は預金取扱金融機関(MFI)である。また、ドイツを中心に発行されていたシンセティック型の証券化商品の新規発行は 2008 年以降になると大幅に減少し、この間アイルランドとルクセンブルクで発行されたのみで 2013 年度の残高はわずかに 48 億ユーロに止まっている。しかも、その大部分は投資家に販売(placed)されずにオリジネーターによって保有(retained)されている。金融危機前には新規発行された証券化商品の 7 割以上が投資家へ販売されていたが、危機直後の 2008 年にはオリジネーターの保有比率は87.1%になり、2009 年にはほぼ全ての商品がオリジネーターによって保有されている。これは、危機による資金不足に対応するために、証券化商品を ECB から資金供与を受けるため担保(レポ玉)として活用したためである。2010 年になると金融機関財務の健全化とともにドイツやイギリスにおいて証券化商品の流通市場が回復していることが確認できるが、銀行の不良債権比率の高いイタリア、スペイン、ポルトガルでは依然としてレポ玉として証券化商品の大部分を自己保有している。

900,000 100.0 94.290.0 800,000 87.1 80.0 700,000 76.370.0 600,000 60.0 500,000 50.0 400,000 40.0 300,000 29.5 30.0 200,000 20.0 100,000 10.0 0.0 2007 ■ Placed(百万ユーロ) ■ Retained(百万ユーロ) - ※ Retained比率(%)

図表 2-43 新規発行された証券化商品の保有状況の推移

(出所) SIFMA

図表 2-44 国別にみた新規発行の Placed された証券化商品の比率の推移

								(単位:%)
年	ベルギー	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	ポルトガル	スペイン	イギリス
2007	98.8	100.0	100.0	68.9	52.9	60.5	55.8	73.0
2008	0.0	24.8	32.1	1.4	19.7	0.0	2.9	6.4
2009	0.0	0.0	5.5	0.0	4.4	17.8	1.0	9.8
2010	15.3	32.5	70.8	19.9	15.4	0.0	0.4	43.0
2011	0.0	22.3	57.3	4.4	15.1	1.0	8.7	54.3
2012	0.0	41.7	64.8	0.5	27.1	10.5	5.4	72.6
2013	0.0	23.4	72.4	8.7	41.2	18.8	28.9	49.7

(出所) SIFMA

図表 2-45 EU の銀行における不良債権比率の推移

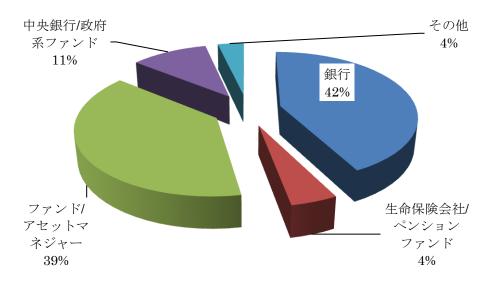
(単位:%)

国名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ベルギー	2.00	1.28	1.16	1.67	3.11	2.83	3.35	3.80	4.32	4.16
ドイツ	4.05	3.41	2.65	2.85	3.31	3.20	3.03	2.86	2.69	-
スペイン	0.79	0.70	0.90	2.81	4.12	4.67	6.01	7.48	9.38	-
フィンランド	0.30	0.20	0.30	0.40	0.60	0.60	0.50	0.50	-	-
フランス	3.50	3.00	2.70	2.82	4.02	3.76	4.29	4.29	4.50	-
イギリス	1.00	0.90	0.90	1.56	3.51	3.95	3.96	3.66	-	-
イタリア	7.00	6.57	5.78	6.28	9.45	10.03	11.74	13.75	16.54	-
オランダ	1.20	0.80	-	1.68	3.20	2.83	2.71	3.10	3.23	3.00
ポルトガル	1.50	1.30	2.83	3.61	4.82	5.19	7.51	9.80	10.65	10.83

(出所) 世界銀行

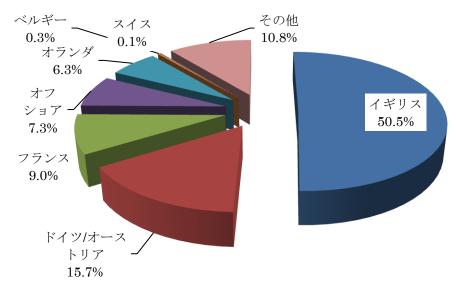
販売された証券化商品に対する中心となる投資家は銀行、ファンド/アセット・マネージャーであるが、中央銀行/政府系ファンドの存在も無視できない。国別の投資家構成は、イギリスが 50.8%と過半数を占め、以下ドイツ・オーストリア 15.7%、フランス 9.0%、オランダ 6.3%となっている。

図表 2-46 ヨーロッパ発行の Placed された証券化商品に対する投資家の構成比 (2013)



(出所) BofA Merrill Lynch (2014)

図表 2-47 ヨーロッパ発行の Placed された証券化商品に対する投資家の国別構成比(2013)



(出所) BofA Merrill Lynch (2014)

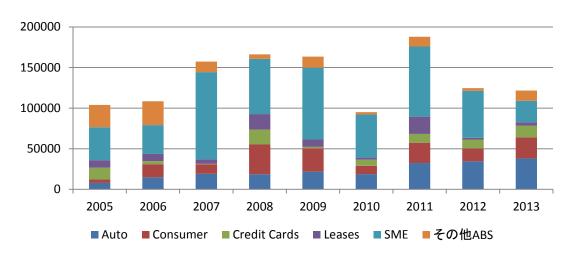
裏付け資産別に発行状況の推移をみると、RMBSを中心にモーゲージが全体の60%以上 を占めるのに対して、中小企業はピーク時でも 7~9%にすぎない。中小企業を含めた ABS の発行額は2010年の底からは回復しているもののアップダウンを繰り返している。アメリ カではオートローン、消費者ローン、クレジットカードの発行額が中小企業を上回ってい たが、ヨーロッパでは中小企業のウェイトが最も高い点に特徴がある。オートローンの規 模がまだ小さいがアメリカと同様に安定的に規模を拡大している。

ヨーロッパにおける裏付け資産別にみた証券化商品の発行残高推移 図表 2-48 3,500,000 10.0 9.0 8.8 9.0 3,000,000 8.0 **7**.3 2,500,000 7.0 6.3 6.76.0 2,000,000 $\overline{4.7}$ 万 6.1 5.0% 4.1 1,500,000 4.0 4.4 4.2 2.53.0 1,000,000 2.0 500,000 1.0 , 2013, 2004, 2002, 2004, 2004, 2003, 2012, 2013, 2013, 2013, ■ CDO ■ MBS ■ SME ■ WBS — SME比率

(注) WBS: Whole Business Securitisation(事業証券化) (出所) SIFMA

図表 2-49 ABS の裏付け資産別にみた新規発行額の推移

(単位:百万ドル)



(注) ョーロッパの統計では SME は ABS に含まれないが、ここでは含めている。 (出所) SIFMA

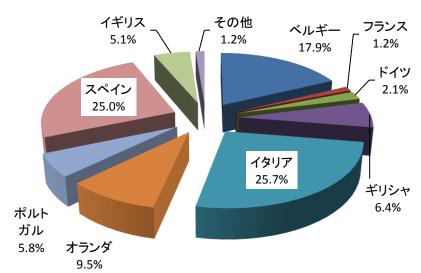
中小企業 CLO の発行残高は 2000 年代の初頭を通じて着実に増加してきたが、2011 年度の 1,747 億ユーロをピークに減少に転じている。中小企業 CLO の牽引国は当初はドイツであったが、2002 年以降はスペインが最大の発行国となり、近年ではイタリアでの発行が急速に拡大している。2014 年 Q3 時点の EU における中小企業 CLO の発行残高シェアは、イタリアが 25.7%と最も高く、次いでスペイン 25.0%、ベルギー17.9%、オランダ 9.5%、ギリシャ 6.4%、ポルトガル 5.4%、イギリス 5.1%となっている。いずれの国も中小企業の銀行への依存比率が高いことに加えて金融機関の不良債権比率が高く中小企業の資金調達環境が悪化している国である。信用保証の拡大などの財政支援が制約されていることもあって EU では証券化を活用した中小企業金融の活性化に期待している側面が強い。

図表 2-50 中小企業 CLO の国別発行残高の推移

(単位:百万ユーロ)

年	Austria	Belgium	Denmark	Finland	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Mixed	Netherlands	PanEurope	Portugal	Spain	Switzerland	United Kingdom	Grand Total
1999Q4					97.9	2,956.1											3,053.9
2000Q4					97.9	3,274.6								900.0	226.0		4,498.5
2001Q4					160.8	4,906.6			394.4	57.8	5,000.0			1,407.5	226.0	3,521.1	15,674.2
2002Q4	165.3				129.5	6,217.6			543.4	57.8	3,904.8	209.0		4,299.0	226.0	3,521.1	19,273.4
2003Q4	138.8				75.1	7,422.9			432.7	137.6	3,020.7	328.3		9,626.8	386.0	3,521.1	25,090.0
2004Q4	103.8				62.8	6,813.2			1,238.9	137.6	2,364.0	406.3	204.7	17,492.0	386.0	2,913.8	32,123.1
2005Q4	79.5				62.5	11,969.4			1,141.9	7,471.5	8,480.1	897.6	704.7	24,869.2	160.0	2,913.8	58,750.2
2006Q4				145.0	62.5	15,340.4	2,250.0		858.6	7,518.9	7,043.2	2,072.2	2,140.3	36,940.7	160.0	1,146.8	75,678.6
2007Q4		522.2	259.3	145.0	48.1	18,243.5	2,250.0		1,063.7	8,142.6	17,028.8	2,167.1	2,140.3	66,917.6	575.9	6,464.0	125,968.0
2008Q4		522.2	259.3	145.0	36.2	15,380.8	6,090.0		1,442.0	8,142.6	25,583.7	2,147.5	5,111.1	74,865.3	413.5	5,317.2	145,456.4
2009Q4		8,595.9	259.3	145.0	22.6	16,805.6	18,713.9		5,204.4	4,848.3	14,728.9	5,816.2	4,589.4	82,238.8	408.0	5,317.2	167,693.6
2010Q4		14,568.5	259.3	145.0	2,744.2	14,055.8	14,948.5	2,745.9	5,032.5	2,920.9	15,137.7	4,424.6	8,479.7	85,756.5	405.6	3,614.2	175,238.8
2011Q4		14,547.3	259.3	0.0	2,583.3	12,077.9	9,514.6	2,595.7	18,318.7	1,874.5	13,821.3	5,960.7	10,272.9	84,274.9	401.7	5,660.9	182,163.8
2012Q4		18,479.4	111.8		3,172.3	6,315.6	9,767.2	2,061.5	31,819.0	1,465.0	9,816.5	4,676.2	5,222.1	57,903.8	390.4	8,479.8	159,680.6
2013Q4		17,817.8	89.3		1,940.5	5,917.7	7,245.1		29,002.0	360.7	8,032.7	3,238.5	5,259.8	37,693.7		6,122.6	122,720.3
2014Q2		18,854.3	89.3		1,220.0	2,283.7	6,736.0		25,719.5	358.9	10,410.3	862.6	5,339.3	26,718.5		5,427.2	104,019.5

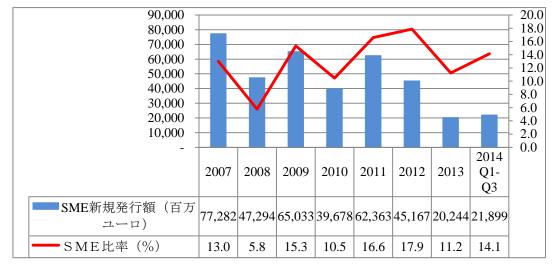
(出所) SIFMA



図表 2-51 ヨーロッパにおける中小企業 CLO の国別発行残高シェア (2014 年 Q3)

(出所) SIFMA

中小企業 CLO の新規発行額は、2007 年の 773 億ユーロをピークに減少した後、全体に 占める発行額シェアは総じて上昇しているものの増減を繰り返し2013年の202億ユーロを 底に 2014 年に入ってから再び増加しつつある。しかし、貸出金利が低下する一方で、シニ アトランシェに対して投資家から求められるスプレッドが高くなっていることもあって、 証券化の組成は平均して困難になっている15。



ヨーロッパにおける中小企業 CLO の新規発行額の推移 図表 2-52

(出所) SIFMA

¹⁵ Fitch (2013) は、シニアトランシェについて、基準金利 (Euribor 等) に 80 bp ないし 100 bp のクー ポンを支払い、劣後トランシェに対してはリスクが高い分、数%の上乗せ利回りとなる配当を行い、受託 者の信託報酬等の費用を負担するとなると、赤字になるので、証券化取引が成立しないとしている。

2011年以降、各国とも新規発行は低迷しており、2014年に入ってからはスペインでも新規発行が24億ユーロしかなく、ドイツやイギリスの実績はゼロである。

図表 2-53 中小企業 CLO の国別新規発行額の推移

(単位:10億ユーロ)

国名	2011	2012	2013	2014Q1	2014Q2	2014Q3
ベルギー	0	10.7	0	0	0	0
フランス	0	1.5	0	0	0	0
ドイツ	0.47	0	1.2	0	0	0
ギリシャ	0.4	0.6	0	0	0	0
イタリア	16.5	16.1	7.9	0.7	1.8	1.6
オランダ	1	0	0	0	9.3	0
ポルトガル	7.2	0.1	1.3	0.8	0.1	0.9
スペイン	30.8	12.5	9.6	0	2.4	0
イギリス	1.4	3.7	0	0	0	0

(出所) SIFMA

前述したように、証券化商品の多くは裏付け資産を問わずオリジネーターによって保有されている比率が高いが、中小企業 CLO は発行国がイタリア、スペイン、ポルトガルに集中していることもあってその比率がさらに高くなっている 16 。投資家向けに販売された商品(originate-to-distribute)は年に $1\sim2$ 案件程度にすぎず、その大部分は、イギリス、オランダ、ドイツで発行されたものである。

図表 2-54 担保別にみた新規発行された証券化商品の保有状況

							(単位:10)億ユーロ)
	20	11	20	12	20	13	2014	4Q1
Collateral	Retained	Placed	Retained	Placed	Retained	Placed	Retained	Placed
RMBS	170.1	52.1	97.2	35.6	43.1	21.8	2.5	3.9
SME	61.1	1.3	44.2	1	17.4	2.8	0.7	0.8
/ LL EE / A E M			•		•		•	

(出所)AFME

図表 2 - 55 ヨーロッパにおける中小企業 CLO の自己保有 (retained) 比率の推移 (単位:%)

100 80 60 40 42 20 0

2010

2011

2012

2013

(出所) AFME、SIFMA

2008

2007

2009

 $^{^{16}}$ Fitch (2013) は 2012 年度のヨーロッパで発行された中小企業 CLO の劣後比率は 20%を上回っていたとしている。

スペイン 9% ドイツ 13% オランダ 14%

図表 2-56 Placed SME 証券化の国別比率 (2012)

(出所) Lloyds、ConceptABS

Moody's(2014)が EMEA(Europe、 the Middle East and Africa)地域で取り扱った中小企業 CLO の特徴をみると、参照債権のなかに自己雇用者や零細企業が含まれていることもあって、融資先数も 10,000 社と日本公庫 CLO 案件と比較して非常に多い。また、債権元本は 2 億~10 億ユーロとケースバイケースであるが、短期融資やリースを除くと第一順位の不動産担保付の融資が一般的である。

図表 2-57 EMEA (Europe、the Middle East and Africa) における中小企業 CLO の特徴

1
特徴
・自己雇用者、零細企業(売上高 100 万ドル未満)、
中小企業
・公共機関、NPO、スタートアップは含まない
・リコースローン(分割返済)
・短期融資、設備リースを含む
無担保の場合は1~5年
・不動産担保付の場合は5~15年
・最長 30 年
・第一順位の不動産担保が中心
・短期融資やリースの場合には無担保か個人保証
・平均 10,000 社
・融資規模上位 10 社のシェアは全体の 1.5~10%
・ケースバイケース
・一国内の特定地域に限定するか、複数地域にまた
がるかはケースバイケース(例えば、地域金融機
関がオリジネーターの場合は特定地域に限定さ
れる)
・複数地域にまたがる場合、最大地域のシェアは
30%程度

(出所) Moody's (2014)

2-2-4 EU各国における中小企業 CLO の現状

(ア) ドイツ

前述したようにヨーロッパにおいて最初に中小企業証券化を推進したのはドイツである。2000年12月に中小企業に対する政府支援を行っている復興金融公庫(KfW)がPROMISEと呼ばれるシンセティック型の支援プログラムを立ち上げ、その支援の下で2000~2008年の間に20件、発行額シェアで40%以上におよぶ案件が組成された。具体的なプログラム内容は、KfWがオリジネーター(シングルオリジネーター)とCDS契約を締結するというものであり、参照債権のうち80~90%に相当するスーパーシニアをOECD内の金融機関へ、残り10~20%をSPC~CDSにより信用リスク移転するというものである。KfWの特徴はドイツ国内だけではなく、域内クロスオーバーに支援する点にある。しかし、サブプライム金融危機後はシンセティック型の証券化ニーズは低迷し、2008年に1件(Promise-I Mobility 2008・1、オリジネーターはIKB Deutsche Industriebank)、2012年に1件(Promise Neo 2012・1、オリジネーターはハンブルグの州立銀行 HSH Nordbank AG)が組成されたに止まっている。

図表 2-58 PROMISE の概要

- ✓ 貸付債権のプールを参照する CDS 契約を KfW・オリジネーター間で契約
- ✓ 参照債権のうち80~90%に相当するスーパーシニアを OECD内金融機関へ、残り10~20%をSPC へCDSにより信用リスクを再移転
- ✓ SPC は各トランシュ分けしたクレジットリンク債(CLN)を投資家へ販売
- ✓ 発行代金は担保として KfW 債へ投資・管理
- ✓ ファーストロスはオリジネーター負担
- ✓ 国内金融機関だけではなく域内クロスオーバー支援
- ✓ 2000~2008 年までの支援額 4,760 億ユーロ

ドイツではシンセティック型支援とは別に真正売買(キャッシュ方式)に基づく証券化を推進する目的で、2003 年に KfW と民間金融機関 12 行 (商業銀行、貯蓄銀行、州立銀行、信用組合など) は共同会社 (True Sale International (TSI) GmbH)を設立した。その目的は、契約内容、手続き等の標準化を進めるとともに、参加している金融機関間の交流や情報交換である。その子会社として 2005 年に設立された SPVs (TSI Services GmbH) は、2011年12月までに80案件を組成している。また、2010年には、オリジネーターによる適切な債権保有、単純な商品構造(再証券化の禁止)、情報開示の徹底と標準化されたレポート作成などを規定した証券化の標準化ルール(Deutscher Verbriefungaatandard)を導入した。

ドイツでは、2004 年に劣後ローン(Mezzanine Capital)の証券化が鞘取りや特定債務者への集中リスクを回避する目的で組成されて以来、サブプライム金融危機が発生するま

でに多くの平均格付け BBB-のミドルマーケット CLO が組成された。Franke and Julia (2007) は $2004 \sim 2006$ 年に組成された 10 案件をサンプルとして、相対的に低い融資金利であるにもかかわらず、オリジネーター、投資家双方にとって非常に魅力的な商品となっていると分析している。しかし、資金調達型シンセティック(partially-funded synthetic CDOs)である CART1 は 2013 年までに元本債権の 7%がデフォルトするなどパフォーマンスは不安定である。

案件名	GATE2004-1	GATE2005-1	GATE2006-2	CART1LTD
ポートフォリオ規模	10億ユーロ	15億ユーロ	300百万ユーロ	17億ユーロ
対象企業	中小企業	主に中小企業	中小企業	主に中小企業
満期	5年	7年	5年	8年
資産の平均格付け	BBB-	BBB-	BB-/B+	BBB-
特徴	メザニン3000万ユーロ	エクイティ+メザニン9000万ユーロ	エクイティ+メザニン45百万ユーロ	全てエクイティ+メザニン
(出所)ドイツ銀行資料				

図表 2-59 ドイツ銀行によるミドルマーケット CLO

2013 年に Unicredit によって組成された案件 Geldilux-TS-2013 の原債権は後述するスペインと同様に自己雇用者 (医者、歯医者など)、中小企業、大企業に対する短期融資をミックスプール (融資案件数 1,198 件、プール額 8 億 5,200 万ユーロ) したものであり、A1トランシェを EURIBOR+130bp で投資家に販売している 17 。

2014 年のドイツでは中小企業 CLO の組成実績がないが、同年にコメルツ銀行がトルコに続いて2案件目となる中小企業融資を担保とするカバードボンド¹⁸を発行し、IKB と Landesbank Baden-Wuerttemberg(LBBW)は中小企業のリース債権を裏付けとする証券 化を組成している。European Investment Bank(EIB)は証券化の促進を目的に後者のシニアクラスに9,700 万ユーロ投資している。

(イ) スペイン

スペインはヨーロッパのなかで最も活発に中小企業証券化を推進している国である。スペインの場合も日本と同様に政府支援と州政府支援が存在するが、後者はカタロニャ州 (FTGENCAT) のみであり、中小企業向け支援を行う ICO (Instituto de Credito Oficial) による証券化プログラム (FTPYMEs: Fondos de Tiulizacion de PYMEs) が発展の原動

¹⁷ Fithc(2011)は、短期融資を原債権とした証券化はリファイナンスリスクが高くなることから、その大きさはオリジネーターの健全性に依存するとしている。

¹⁸ サブプライム金融危機以降、EUではカバードボンド(担保付債券)に対する期待が高まっている。カバードボンドは、質の高い担保(公的セクター、不動産、船舶、混合資産)で構成されるカバー・プールと発行金融機関(SIV 方式もある)双方に対して、二重にリコースできる安全性の高い債券である。カバー・プールの情報開示、第三者による監視、担保の入れ替えなどによってリスクをカバーする。EUでは既に2兆ユーロを超える規模になっており、ドイツ、スペイン、イギリス、デンマークなどのシェアが高くなっている。オンバラス、二重リコースであることから発行主体の審査インセンティブを維持できる。2011 年にトルコの銀行(Sekerbank T.A.S)が初の中小企業向け貸付債権を担保としたカバードボンドを発行。EIB が購入。他のE U諸国においてもその可能性や公的保証プログラムの在り方が検討されている。カバードボンドについては ECB(2011)、カバードボンド研究会(2011)を参照。18 債権の証券化と事業の証券化の違いについては、木下(2007)を参照。

⁵³

力となっている。キャッシュ型真正売買に対する支援で、原債権の 50%以上が中小企業であることが支援の前提となる。具体的な支援は AA、Aaトランシェに対して 80%の信用補完を供与するものであるが、証券化によって調達した資金の 80%を 1~2 年以内に新規の中小企業向け融資に振り向けることが義務づけられている。2004 年までは全ての証券化が支援プログラムに基づくものであったが、2005 年以降、支援無しの証券化の組成実績が増えている。支援無しの証券化も全てプレーンバニラであるが、特徴的なのは組成例にあるように参照債権は中小企業のみに限定されるわけではなく、自己雇用者、零細企業、中小企業、中堅企業、大企業あるいはリース債権などが複合的にプールされている。

図表 2-60 FTPYME の概要

- ✓ キャッシュ型のみ (シンセティック型に関する制度が未整備のため)
- ✓ EU 委員会の定義に基づく中小企業向け貸出がプール債権の80%以上を占めることが条件
- ✓ 部分保証(AA、Aa トランシェ部分について 80%、A トランシェ部分について 50%)
- ✓ 証券化による収益の80%は1年以内に中小企業向け新規貸出へ還元義務
- ✓ ICO プログラムに基づく融資がプール債権の 50%以上を占める場合には、追加的に ICO プログラムの利用可能
- ✓ 特定業種への集中度は25%まで
- ✓ マルチオリジネーターの場合には、SGFT (Sociedad Gestora de Fondos de Titulizacion)へ債権譲渡
- ✓ 支援額は年間 20~70 億ユーロ

図表 2-61 スペインの中小企業 CLO の組成例

<GC FTPYME PASTOR>

発行	2004年11月		
原資(百万ユーロ)	849		
平均融資額(ユーロ)	246,186		
平均満期(年)	6.91		
トランザクションタイプ	キャッシュ型		
発行国	スペイン		
産業分散	不動産・建設(43.89%)、ホテル・レストラン(6.06%)		
原資の地域分散	マドリード(22.13%)、ガリシア(18.95%)		
担保比率	64.33%		
貸付金利	加重平均3.69%(91.07%が変動)		

階層	格付け	金額(百万ユーロ)	政府保証比率(%)	金利
Α	AAA	530	37.34	3ヶ月EURIBOR+12bp
BG	AA	164.6	11.51	EURIBOR(flat)
BS	AA	42	11.51	EURIBOR+22bp
С	AAA	40.4	6.46	EURIBOR+10bp
D	N.R.	23	3.59	EURIBOR+175bp

(注) 格付けは S&P

<GC FTPYME Sabadell 8>

発行	2010年9月	
原資(百万ユーロ)	1,114	
平均融資額(ユーロ)	289,746	
トランザクションタイプ	キャッシュ型	
発行国	スペイン	
産業分散	不動産(22.36%)、建設(11.48%)、卸売業、自動車(9.07%)	
原資の地域分散	カタロニア(48.48%)、マドリード(15.24%)、バレンシア(6.16%)	
担保比率	50.68%(平均担保比率44.47%)	
貸付金利	加重平均3.5%(84.35%が変動)	

階層	格付け	金額(百万ユーロ)	政府保証比率(%)	金利
A1(G)	AAA	250	29	3ヶ月EURIBOR+130bp
A2(G)	AAA	390	29	EURIBOR+135bp
A3	AAA	160	29	EURIBOR+140bp
В	BB	200	9	EURIBOR+150bp

(注) 格付けは S&P

\leq Bankia PYME I >

発行	2013年12月		
原資(百万ユーロ)	融資額661、発行額645		
融資件数	8,396		
平均融資額(ユーロ)	78,700		
平均満期(月)	73.07ヶ月		
最大融資先の集中度	上位10社17.37%		
借り手のタイプ	自己雇用13.55%、零細企業24.68%、中小企業19.2%、中堅企業30.99%、大企業11.57%		
トランザクションタイプ	キャッシュ型		
発行国(オリジネータ)	スペイン; Bankia(28.1%)、Bancaja(54.54%)、Caja Madrid(17.31%) ()内は融資額シェア		
産業分散	卸売業9.03%、電気・ガス6.99%、医者・歯医者・弁護士など6.53%、不動産6.42%、健康・福祉6.19%		
地域分散	バレンシア41.2%、マドリード19.64		
担保比率	第一順位モーゲージ20.41%、第三者保証39.28%、無担保: 35.37%		
貸付金利	加重平均3.54%(0.45~12.75%)		

階層	格付け	金額(百万ユーロ)	金利
Α	BBB	451.5	3ヶ月EURIBOR+150bp
В	N.R.	193.5	_

(注) 格付けは Fitch

<Santander Empresas 4>

発行	2007年11月		
原資(百万ユーロ)	融資額3540、発行額3586		
融資件数	18,535		
平均融資額(ユーロ)	207,916		
平均満期(月)	96.12ヶ月		
最大融資先の集中度	上位10社8.04%		
借り手のタイプ	自己雇用13.55%、零細企業24.68%、中小企業19.2%、中堅企業30.99%、大企業11.57%		
トランザクションタイプ	キャッシュ型		
発行国(オリジネータ)	スペイン;Banco Santander Central Hispano		
産業分散	不動産33.6%、建設9.70%、卸売業5.14%、小売業4.10%		
地域分散	マドリード20.84%、カタローニャ15.46%、アンダルシア14.70%、バレンシア9.76%		
担保比率	第一順位モーゲージ34.69%		
貸付金利	加重平均4.95%(91.2%が変動)		

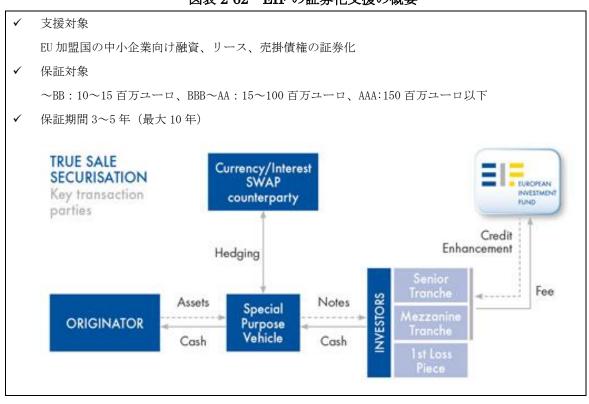
階層	格付け	金額(百万ユーロ)	金利
A1	AAA	830.2	3ヶ月EURIBOR+12bp
A2	AAA	1,763.60	3ヶ月EURIBOR+25bp
AЗ	AAA	622.3	3ヶ月EURIBOR+34bp
В	AA	90.2	3ヶ月EURIBOR+40bp
C	A	97.4	3ヶ月EURIBOR+60bp
D	BBB	79.7	3ヶ月EURIBOR+130bp
E	BB-	56.6	3ヶ月EURIBOR+350bp
	CCC-	46	34 ELIDIBOR+65bp

(注) 格付けは S&P

(ウ) EU における証券化支援の動き

ドイツもスペインも各国の支援プログラムとは別に EIF(European Investment Fund)による証券化支援(Credit Wrap)を活用し、各トランシェへの再保証をつけることで格付けの改善を実現している。EIF は EIB62.1%、EU 委員会 30%、民間金融機関(25 機関)7.9%の共同出資によって創設された基金であり、直接保証と各国の保証制度に対する再保証を行っている。2013 年には ERME(EIB Group Risk Enhancement Mandate)とともに EIF の資本が増強されるとともに、EU SME Initiative に基づいて、EU 委員会による COSME(Competiveness of Enterprise and Small and Medium-sized Enterprise)のファンドとジョイントで 2020 年まで証券化支援を行う決定をしている。具体的には、COSME ファンドがファーストロスをカバーし、EIF がメザニントランシェを保証する。これによって 100 万社 1,000 億ユーロの新規融資が生み出されることが期待されている。

図表 2-62 EIF の証券化支援の概要



また、2014年末からはフォワード・ガイダンスの強化に加えて、低迷する ABS 市場の機能回復と中小企業金融の活性化を目的として、ECB による資産担保証券購入プログラム (ABSPP) とカバードボンド購入プログラム第三弾 (CBPP3)が2年限定で開始されている。対象となる債券は、ABSPPについては、ユーロ建てのシニア及び保証付きメザニン資産担保証券 (ABS)で、かつユーロ圏加盟国の非金融民間部門に対する債権が裏付け資産であるもの、CBPPについては、ユーロ建てのユーロ圏加盟国のカバードボンド(パブリ

ックセクター、モーゲージの両方)に限定されている。

しかし、こうした支援プログラムによって自律的な市場回復が加速するかは不透明である。重要なのはこうした市場育成の過程でどれだけ中小企業 CLO の投資家からの信頼が回復できるかである。

この点に関して ECB は、2013 年に独立のデータベース会社 ED (European DataWarehouse)を設立し、組成された案件の個別の融資情報(loan-by-loan)の蓄積を開始している。さらに 2014 年に ECB は BoE (Bank of England)と共同で、高品質 (high quality)な証券化について規制上、特別な扱いを受けるようにするべきであると提言している。その理由として健全に設計された ABS の市場は、経済における資源配分の効率を高め、より好ましい社会におけるリスク分担を実現させるとしたうえで、高品質 (high quality)でシンプル(simple)な ABS のシニアトランシェは、国債に代替する高品質な担保となり得ることを指摘している。また、証券化取引は、民間金融機関が、それほど多くの自己資本をコミットすることなく貸出を行うことを可能にし、中小企業(SME)のような資本市場に直接アクセスすることが困難な経済主体による間接金融を利用した借入を下支えする点を強調する。

高品質な証券化については AFME において 2012 年に立ち上げられた Prime Collateralised Securities Initiative のなかでも議論されているが、その具体的な内容については明らかではない。しかし、江川(2014)が指摘するように、将来的に(1)「高品質 (high quality)」な証券化商品とそうではない証券化商品を区別する基準を設定したうえで、(2)「高品質 (high quality)」証券化商品について、リスクリテンション規制の対象外にする、自己資本比率規制上の扱いを国債並みに軽減する、流動性比率(LCR)規制上の扱いを国債並みのレベル1に指定する、といったルールの見直しに進展することになろう。

2-3 海外と日本の中小企業 CLO を取り巻く環境の比較

中小企業 CLO の組成実績はアメリカよりも EU の方が多いが、組成状況は国の金融環境及び金融慣行の違いを反映しており、EU でもオーストリア、フィンランド、アイルランドのようにほとんど実績のない国も存在している。例えば、アメリカでの実績が比較的少ないのは、中小企業の資金調達がクレジットラインとクレジットカードに多くを依存していることに関係している。また、金融機関からの資金調達が円滑に行われている国や信用保証など既存の公的支援で十分に賄われているような国では証券化ニーズが顕在しにくいであろう。

現状において実績の多いイタリア、スペイン、ポルトガルについても金融機関の健全性が毀損しているために証券化を ECB からの借入のための担保として活用しているというのが実情である。EU が中小企業証券化を推進する背景も、こうした国の経済状況の回復にとって中小企業の活性化が不可欠であるとの認識に基づいている。そもそも融資金利が低下する局面では、組成コスト見合いで証券化するメリットは失われてしまうことから、証券

化の組成には政府支援が不可欠である。実際に、アメリカや EU では証券化の再生に向けて一部の証券化商品を担保にした財政支援ないしその買い取りを実施しており、証券化の組成を人為的に促している。さらに重要な点は、呼び水に誘われる投資家がどれだけ存在しているかである。アメリカでは危機前に証券化への投資を控えていたヘッジファンドやプライベートエクイティが TALF プログラムの実施後に積極的に戻ってきている。EU ではイギリス、ドイツ、オランダ、ルクセンブルクの投資家が中心となってクロスオーバー取引をすることで市場の成立を可能にしている。

欧米と日本の金融環境及び金融慣行の違いを踏まえると、日本において中小企業 CLO を再生させる積極的な契機は現状において見当たらない。金融機関の健全性が回復するなかで資金不足に陥っている金融機関は皆無であり、中小企業の資金調達難も公的支援の充実によって概ね解消している。日本における中小企業 CLO への取組みについては、金利の上昇、少子高齢化に伴う預金の減少あるいは金融機関の合併・吸収の加速などの社会、経済環境の変化に加えて、証券化を活用した公的支援体制の構築やアジア証券化市場の育成といった中長期の視点に立った構造転換が必要だと思われる。

第3章 証券化支援業務の活性化に向けて

今後の中小企業の資金需要増大や経済環境の変化などを踏まえ、中小企業活性化及び中小企業金融円滑化を図るに当たって、比較的少ない財政負担で無担保資金の供給拡大を図ることができる中小企業 CLO は、極めて効果的で重要な手法のひとつである。

一方、中小企業 CLO は、欧米でも継続的に組成が行われているなど、金融市場の重要なインフラとして維持していく必要がある金融手法である。維持継続のためには、証券化に関するノウハウの承継は重要な課題となっている。

今後予想される環境変化や現在の内外の状況等を的確に踏まえ、中小企業 CLO の活性化へ向け、改めて証券化コスト、対象層、オリジネーター、投資家など幅広い視点から検討を加え、市場の更なる活性化と維持を図っていくことが必要と考えられる。予想される環境変化や内外の状況としては、まず、景気回復に伴う民間部門での資金需要拡大が見込まれる一方で、金融危機・震災により充実した公的支援が徐々に縮小(100%無担保保証制度の対象業種がほぼ危機前の水準に戻りつつある等)し、金融機関のリスクヘッジ手段が危機前並みに縮小していることがあげられる。続いて成長戦略の着実な実行等により景気回復が加速しつつあり、低金利環境が今後徐々に転換していく可能性もあることや、バーゼルⅢ規制の動向などにより、近い将来、金融機関の資金調達環境や、中小企業向け資金供給の環境が悪化する可能性も考えられること、さらには金融分野は国際的な整合を図りつつ施策を進めることが重要であるが、欧米諸国では、金融危機による取組縮小後、現在は証券化に前向きに取組むことが潮流であり、我が国もこうした状況を踏まえつつ、証券化に積極的に取組むことは有意義といえることなどがあげられる。

以下では日本公庫における証券化支援業務の活性化に向けた方策等についての検討を行っていく。

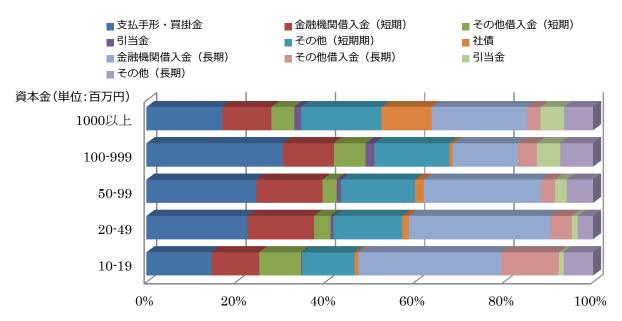
3-1 わが国の中小企業 CLO の在り方

証券化は市場性の低い資産に対して、流動性を与えて市場性を持たせることが可能である。この証券化は単純に直接金融のカテゴリとして認識されるものではなく、むしろ間接金融を担う民間金融機関と対立することなく共存関係にあると考えられる。中小企業にとっても、中小企業金融を支えてきた民間金融機関にとってもメリットがある形態での証券化が実現すれば、金融システムの効率化及び金融資産の効率的配分が期待できる。貸付債権の証券化は貸し手である民間金融機関にとって、リスク資産をオフバランス化することによって新たな貸出を実行する余力を得ることにつながり、それにより借り手である企業側からすれば民間金融機関からの新たな融資を受けられる可能性が高まるなど、資金調達が容易になると考えられる。ここでは先に中小企業金融における証券化の位置づけは極めて重要であり、かつ大きな可能性を有していると述べておきたい。

3-1-1 中小企業金融の特徴

中小企業金融においても証券化が有益であることを説明する前に、まずはわが国におけ

る中小企業金融の状況を振り返っておきたい。中小企業は大企業との比較において、金融機関融資への依存度が高いことが確認される(図表 3-1)。特に企業規模を示す資本金が小さくなるに連れて、中小企業の資金調達チャネルとして金融機関融資への依存度が高くなる傾向にあることがみてとれる。



図表 3-1 資金調達チャネルにおける大企業と中小企業の対比

(出所) 財務省「法人企業統計年報」(平成 26 年 4-6 月調査分) より執筆者作成

続いて、中小企業金融の問題あるいは課題について理論的にどのように整理され捉えられてきたのであろうか。中小企業金融が抱える主な問題点として、以下の2点を挙げることができる。

 課題
 要因
 現象

 ff報の 非対称性
 ●情報公開に対するスタンスに乏しい ●財務諸表に対する信憑性が低い ●情報生産能力が比較的低い
 ●担保主義の継続 ●信用保証制度への欲求 ●信用保証制度への欲求 ●直接金融へのアクセスが困難 ●銀行資産としての適格性が劣位

図表 3-2 中小企業金融が抱える主な問題点

規模の **2** 不経済性

- ●経営資源に偏重がある
- ●中小企業としての経済的制約
- ●同族経営など限定的な出資者
- ●資金調達能力の面から業容拡大に制約
- ●マクロ的ショックに対する脆弱性
- ●銀行の融資コスト増大
- ●資金調達チャネルの分散化が困難

(出所) 執筆者作成

1 情報の非対称性

中小企業の多くが非公開会社であるが故に財務諸表をはじめとする情報の公開が十分にされておらず、また企業の社会的側面の観点からも重要である情報公開に対する中小企業のスタンスも、大企業に比して乏しく、情報の非対称性の問題が指摘される。それらの要因によって、直接金融へのアクセスが制限されてしまう。こうして中小企業が情報の非対称性を克服できない限り、中小企業金融は金融機関による融資を中心として展開されることになる。しかしながら、従来はリレーションシップバンキングの要として機能してきた融資担当者の目利き能力低下が懸念されるなか19、地価の下落等により担保評価額が減少したり、金融危機等によって金融機関の貸出余力自体も低下したりする場合、金融機関の融資以外に資金調達の代替手段を持たない中小企業にとっては資金繰り面において致命傷になることから、公的な信用保証への期待が高まり、その実施が必要とされる。

2 規模の不経済性

まず中小企業金融は貸し手側の金融機関にとって構造的に効率が悪い点を指摘できる。大企業への融資と比較すると、ボリュームの面で融資審査費用が割高になるからである。そのため本来であれば大企業向け融資に比べ高めの金利設定を行うべきところであるが、金融機関間の貸出競争も一層激化しており、金融機関が費用及びリスクに見合った金利を中小企業から得ることが難しく、その結果、金融機関にとっても貸出利鞘の縮小を招いてしまう。

次に、中小企業の資金調達チャネルが制約を有することを指摘できる。事業規模からして大企業に比して劣る中小企業は、大規模な資金調達に適した資本市場に慣れていない。また出資者を同族に限定しようとする場合も、企業規模の拡大にとって障害となり、中小企業には規模の不経済という課題が付いて回る。その結果として収益力が大企業と比べ劣ることにより、資金調達力の点でもおのずと限界があり、業容の拡大を図る際の制約となっているのである。

大企業は増資及び公募社債等を起債することにより金融機関の融資に頼らない資金調達 の可能性が比較的高いと考えられるのに対して、残念ながら中小企業にとっては、そうし た資本市場からの資金調達は信用リスクや起債費用及びボリュームの面からして非現実的

¹⁹ 金融庁「金融モニタリングレポート (2014年7月)」、p.22。

である。融資する金融機関からしても、財務諸表の信憑性および経営の安定性の高さに加えて、融資審査に関わるスクリーニング及びモニタリングコストが比較的低く抑えられる 大企業に融資する方が効率的な側面がある。

つまり中小企業は、相対的に資金調達に際して構造的に越えなければならない障壁が高く、エクイティファイナンスはもとより、公募社債やコマーシャルペーパー (CP) での資金調達は事実上不可能であることなど、デットファイナンスの手段も限定されてしまうのである。

したがって、現状の中小企業金融の問題として、金融機関融資への依存体質を指摘することができるのであるが、無担保融資の取組みは行われているものの、依然として不動産主体の担保付き融資と信用保証協会による保証付き融資が一定のウェイトを占めている。

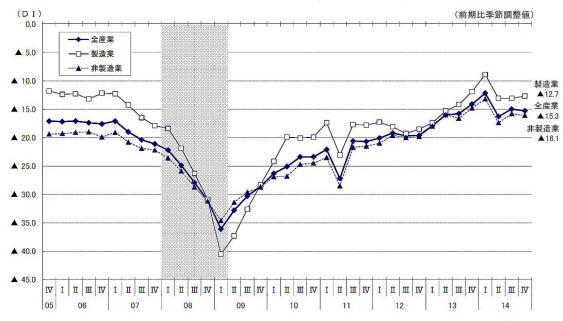
こうした状況に対して、中小企業の資金調達の多様化を目指して、次のような取組みも 行われているが、その利用は限定的である。

不動産担保融資に頼らない動産・売掛債権担保融資(ABL)のほか、クレジットスコアリングによる融資も導入された経緯があるものの、ABLについては法的側面や担保管理、評価手法および手続きの煩雑さ等の問題により普及しておらず、クレジットスコアリングについては、所謂ビジネスローン商品として一定の普及が確認されるものの、マクロ環境に対するモデリングの問題等により期待された効果が得られないことから、事業資金の融資として普及しているとはいえない状況である。

中小企業は経済的社会的に制約を負い大企業に比べ総じて不利な立場にあるという理念に基づいて 1963 年に制定された中小企業基本法は、未来志向の理念を掲げて 1999 年に改正された。その改正に際して、二重構造等の問題により概して保護される必要性を訴えていた中小企業に対する旧来の考え方は、中小企業の中にも優劣が存在し、優秀かつ将来性が認められる中小企業については、更なる成長を促すべきであるとの新たな考え方に変更された。そのためにも、中小企業の資金調達は金融機関融資を中心としつつも、資金調達手段の多様化が求められているところである。

3-1-2 中小企業金融の現状

中小企業の足元の資金繰りについては一進一退ではあるが、図表 3 - 3 で確認できるように、2008年の金融危機後は趨勢的に改善傾向にあり、2009年12月に施行された中小企業金融円滑化法が終了した2013年3月末以降も、目立って悪化している状況とはいえない。その要因として、長短金利が極めて低い水準で推移するという特殊な金融環境が考えられる。それは日本銀行による量的・質的緩和政策の結果であり、現在、民間金融機関は貸出余力を拡大させている。そのため、金融機関間の貸出競争が激化することになり、中小企業向け貸出の金利水準を押し下げていると考えられる。同時に、こうした金融環境が、中小企業 CLO の組成を困難にしているとの指摘につながるのである。



図表 3-3 中小企業の資金繰りDIの推移

(出所) 中小企業基盤整備機構「第138回中小企業景況調査(2014年10-12月期)」

しかしながら、現在のような歴史的な低金利、かつ非常に緩和的な金融環境は未来永劫続くものでもなければ本来の姿であるともいえない。経済・金融のグローバル化が一層進展する中で、将来の見通しを正確に予測することは困難であり、特に金融政策の出口戦略によっては、国内の金融機関貸出が再び逼迫する状況も考えられるからである。これらの不確実性に対し、十分な対策を講じておくことは、中小企業金融の喫緊の政策的課題である。中小企業金融の問題は金融機関融資への高い依存度にあり、金融環境あるいは経済環境が不安定な状態にあるとき、又は金融機関サイドに経営上の問題が発生したときに、金融機関融資が収縮してしまい、その結果として中小企業が資金調達面で苦境に立たされてしまうためである。

とはいえ、信用保証制度にみられる公的保証を利用した融資の規模は主要国の中でも日本が突出して高いことは知られており、緊急措置としての効果が得られる点において一定の評価がなされる一方で、弊害についても認識しなければならない。その弊害とは、中小企業に対する金融機関の審査能力を低下させる可能性が高い点が挙げられるとともに、公的保証は最終的に国民負担であること、リスクとリターンの関係が図らずも歪曲してしまい市場原理による資源配分を阻害してしまう可能性が考えられる点である。さらに、サスティナビリティの観点からも、今後も手厚い公的保証を活用し続けることが可能であるかという問題は常に残る。過度な財政負担の軽減や適正な政府と金融機関のリスク負担の仕組の構築などを図るために、中小企業 CLO 市場の育成を図ることに主軸をシフトさせることは十分に検討に値する。前章で確認したように、スペインで組成されている中小企業 CLO スキームにおいては、何らかの形で政府保証を付与しており、中小企業 CLO の組成におい

て政府関与の重要性を示唆するものである。

3-1-3 中小企業 CLO の意義

今後、構築していかなければならない中小企業金融システムの在り方として、資金調達 チャネルの多様化が必要な中小企業はもとより、金融機関や最終的な資金の出し手である 金融市場の参加者にとってもメリットが感じられ、なお且つプロシクリカリティの抑制に 貢献しうるシステムづくりが重要である点が挙げられよう。

その点、第1章でも確認したように、証券化には中小企業の資金調達方法の多様化に寄与すること、民間金融機関にとっては貸出資産のオフバランス化による資金調達や貸出資産が抱える信用リスクの移転が可能であることなどのメリットがある。また、最終的な資金の出し手である証券化商品の保有者、つまり投資家のリスク志向度を満たすことができる等の大きな可能性を有している。

さらに、既存の豊富なマネーストックの活性化という観点も重要である。民間金融機関が融資を拡大することでマネーストックが増大すると考えられるが、現在の日本の金融環境は、高度成長期とは明らかに異なり、マネーストックが不足することで問題が生じているわけではない。むしろ眠った状態にある既存のマネーストックを動くマネーストックへと変えることも重要であり、その結果が貨幣の流通速度の低下を防ぐことにもつながり、金融資産の効率的配分が実現すると考えられる。証券化は、既存のマネーストックを活性化できるという点で効果的なのである。

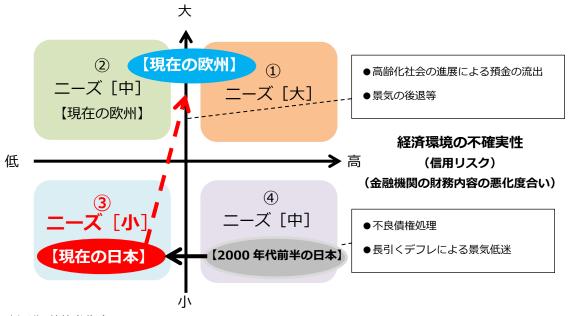
このように問題を整理すると、中小企業金融の問題において、中小企業 CLO 市場を育成し、その利点を活用することは有益であり、前章で紹介した海外の動向も参考にしつつ中小企業 CLO の組成が不断に実行されるような政策が必要なのである。

3-1-4 経済環境と民間金融機関における証券化ニーズの関係

中小企業 CLO のオリジネーターとなる民間金融機関にとっては市場からの資金調達や貸出債権に係る信用リスク移転に対するニーズが強くなった際に証券化に対するニーズが顕在化すると考えられる。そこで民間金融機関自身の資金需要(預貸率)を縦軸に、と経済環境の不確実性(信用リスク又は金融機関の財務内容の悪化度合い)を横軸にとり分類した概念図(図表 3-4)に基づき、民間金融機関の証券化に対するニーズがどのように変化するかについて整理してみたい。

図表 3-4 経済環境と民間金融機関における証券化ニーズの関係

民間金融機関の資金需要(預貸率)



(出所) 執筆者作成

①のエリアは、民間金融機関の資金需要が旺盛(預貸率が高く)で、経済環境の不確実性が高まっているケースであり、民間金融機関は貸出資産を証券化して資金調達(オフバランス化)するニーズや信用リスクを移転するニーズが高まっている状況を示している。

②のエリアは、経済環境の不確実性が比較的小さい時期にあっても、預貸率の高さから 恒常的な資金需要があるため、民間金融機関は貸出資産のオフバランスによる資金調達を 目的とした証券化ニーズが存在するケースを示している。

③のエリアは、資金需要は弱く、経済環境の不確実性が低いことから、民間金融機関は 貸出資産を証券化するニーズは極めて低い状況を示している。

④のエリアは、資金需要は比較的弱いものの、経済環境の不確実性が高いことから民間 金融機関は貸出債権を証券化して信用リスクを移転するニーズが存在する状況を示してい る。また、マクロ的にみれば資金需要は弱くても、財務内容の悪化した金融機関単体でみ れば証券化による資金調達ニーズも存在するものと考えられる。

この概念図にあてはめて整理すると、現在の EU が置かれている状況は、景気動向はまちまちであるが、金融機関の預貸率は多くの国で 100%を超える高水準にあるため、①又は②のエリアに位置すると考えられる。このことは、金融機関自身の資金調達を目的に中小企業 CLO の組成が行われていることからも確認できる。

一方、2000年代前半の日本はバブル期に生じた不良債権の徹底処理が求められた時期で、

金融機関の財務内容が悪化していた状態にあてはまるほか、民間企業が財務健全化のため借入債務の返済を積極化するなど金融機関の資金需要が極めて停滞していた状態にあり、 ④のエリアに位置していたと考えられる。

また、現在のわが国における状況は図表の③のエリアに位置していると考えられる。つまり金融機関にとっては預金残高の高止まりや日本銀行による金融緩和を背景に資金余剰となっており、かつ経済環境の不確実性が低くなっている状況である。このような状況においてはオリジネーター金融機関にとっては貸出余力が大きく証券化による資金調達や信用リスク移転といったニーズは生じにくい。また、借り手の中小企業にとっても組成コストを勘案すると仕上り金利(以下、「オールインコスト」という。)が割高になる証券化融資を受け入れる必然性は生じない。現在のように金融環境が極端に緩和的で金融機関間の貸出競争により金利が極めて低水準で底這いしている状況では、証券化融資のオールインコストが相対的に極めて高くなってしまうのである。

しかしながら、わが国の将来における社会や経済の環境変化として、高齢化社会の進展を主因とした預金流出による金融機関の資金調達難や日本銀行の量的・質的緩和政策の終了等により経済・金利動向の不確実性が増大することなどが想定される。その際、中小企業の資金調達環境が厳しくなる可能性も見込まれることから、中小企業に対する資金供給ツールとしての証券化に対する期待はより大きくなっていくであろう。そのため現時点において中小企業CLO市場というインフラを維持整備するとともに証券化に携わる関係者のノウハウ散逸を防止することは喫緊の課題といえる。証券化に取り組むにあたり、多数の関係者との調整、種々の法令規則への対応、各種契約書類の整備が必要であるほか、実際の案件組成にあたっては経験や暗黙知を含むノウハウが求められるのである。

重要なことは、経済・金融環境が悪化しその必要性が求められてから急いで中小企業 CLO 市場というインフラを整備しようとしたとしても、それは困難ということである。中小企業金融の円滑化という観点で、必要な時に機能するインフラであるためには、不断の組成実績は必須であり、さらに言うなら、流通市場が成立する程度のボリュームがあることが望ましい。

3-1-5 証券化ニーズに対する政府関与の在り方

前述のとおり、中小企業 CLO 市場の育成は政策的に重要な課題であることを確認したが、現在の経済・金融環境において民間主体だけで中小企業 CLO 市場というインフラの維持・整備が困難であるとともに、今後の中小企業金融の円滑化の観点から、何らかの政府支援により、中小企業 CLO がより活用されることが求められる。そこで、経済・金融環境を背景とした証券化ニーズに対する政府関与の在り方について、次のとおり整理できる。

①又は②のエリアにある現在のEUにおいては、第2章で確認したとおりEIFやCOSME

による信用補完や ECB による資産担保証券購入プログラムや証券化商品を担保にした資金 供給策がとられているなど、経済環境の不確実性及び金融機関の資金需要に対応した政府 支援策等がとられている。

④のエリアにある 2000 年代前半の日本においては、都市銀行を中心に信用リスク移転を目的とした証券化が組成された一方、政府においても第1章でみてきたとおり金融システムの高度化、中小企業の資金調達の多様化等を図るために証券化の活用が提言された。それらを受けて、東京都主導の中小企業 CLO や日本公庫による証券化支援業務が行われ、東京都主導の中小企業 CLO では東京信用保証協会の保証を付した中小企業向け貸出債権等を原債権としたこと、日本公庫による証券化支援業務では日本公庫が一部のリスク負担を行うことなどによって民間金融機関による中小企業証券化を支援してきた。

以上のように経済・金融環境に合わせ中小企業証券化の取組みに対する政府支援が行われてきているが、現在の日本は③のエリアに置かれており、従来の政府支援策では中小企業証券化の取組みを行うには不十分であり、何らかの新たな政府支援を行う必要があると考えられる。

証券化 証券化の 政府関与の在り方 ニーズ インセンティブ 証券化キャッシュ方式を提供し、民間金融機関による資金調達へ 資金調達 の支援を行うとともに、信用リスクの補完のため原債権や証券化 (1) 大 商品への保証(保証型)等を通じて民間金融機関による証券化へ リスク移転 の取組みへの支援が必要 証券化キャッシュ方式を提供し、民間金融機関による資金調達へ 中 資金調達 (2) の支援を行うことが必要 市場インフラの確保やノウハウ散逸の防止のため、継続的に組成 **3** 小 が実現されるような関与が必要 証券化シンセティック方式を提供するとともに、信用リスクの補 完のため原債権や証券化商品への保証(保証型)等を通じて民間 **(4)** 中 リスク移転 金融機関による証券化への取組みへの支援が必要

図表 3-5 中小企業証券化ニーズに対する政府関与の在り方

(出所) 執筆者作成

3-1-6 リスク選好と政府関与について

日本の投資家が低いリスク選好を持っていることも指摘しておかなければならない。中央銀行の超量的緩和導入としては、世界主要国に先駆けて日本が導入し、日本のベースマネー供給量は対 GDP で世界最大である。にもかかわらず、日本の民間金融機関が比較的リスクの高い企業への融資を増加させないという現状は、米国や欧州とは対比的である。実

際、米国では2012年以降、コベナンツ・ライト融資²⁰(コブライト融資)の増加を中心として、信用リスクの高い企業向けの融資が増加しているが、それは米国の量的緩和の実施に伴い中央銀行が比較的リスクの高い資産を買入れていることにより、米国の民間金融機関がコブライト融資を含むレバレッジド・ローン²¹を積極的に実行するようになっているからである。また、ユーロ建てのコブライト融資についても、2014年には80億ユーロ(約1.1兆円)が融資され、欧州でもレバレッジド・ローンが増加している。これについても、消費者物価指数が思うように上昇しない現状に対して、ECBが金融緩和を実施している影響により、欧州の民間金融機関を中心にリスク選好が高まった結果であるとみられる。同様に2013年の米国におけるCLO発行額は、金融危機後に壊滅的であった状況から、ほぼ2006年の水準にまで回復してきており²²、米国では中小企業CLOの発行額が増加している。

米国および欧州諸国に比べて、日本の民間金融機関や投資家はリスク回避の傾向が極めて強く、ポートフォリオ・リバランス効果が見られないことを示している。信用力の極めて低い先に対するリスクの高い融資を手放しで推進することは避けなければならないものの、民間金融機関がリスク回避志向を徹底化させてしまっていては、経済発展の観点からも悩ましい問題である。そこで、中小企業の資金調達手段の多様化及び中小企業に対する金融機関融資の信用リスク分散の観点からも、まず日本公庫みずからが中小企業 CLO に対して積極的に関わることが望ましい。そこでは、中小企業 CLO の組成段階でリスクを吸収する役割や、組成後の中小企業 CLO を一部保有することで他の投資家に安心感を与える役割等が期待される。

公的金融が介入する根拠については豊富な研究蓄積が存在し、市場の失敗を補完するためには公的金融の役割が認められるのであるが、中小企業金融のインフラが整備され、スキームとマーケットが維持されることが必要である。中小企業 CLO 市場の育成は大変重要な課題であり、2004 年から開始された証券化支援業務に関し、2008 年に新たに加わった売掛金債権証券化等支援業務を含め、中小企業 CLO 市場等のインフラを維持・整備することは政策金融機関として重要な責務である。日本公庫が蓄積してきたノウハウを活用して中小企業 CLO が継続的に組成されることにより、中小企業、民間金融機関及び投資家に対して呼び水効果(Priming Effect)を与えることが期待され、市場の拡大にも寄与するものと考えられる。

3-2 証券化支援業務の活性化に向けた検討

サブプライム金融危機後は証券化商品全般に対する投資家の投資姿勢が慎重になるとともに、中小企業 CLO についても同様に投資を検討する投資家が不在となった。金融危機の影響が徐々に和らぎつつあった 2011 年 3 月の東日本大震災直前に日本公庫によってクローバー案件が組成されるまでわが国において中小企業 CLO の組成が行われなかったことから

²⁰ 比較的、財務制限条項(コベナンツ)が緩い融資。借り手有利の場合に増加する傾向がある。

²¹ 信用格付けが低く投資適格に満たない企業向け融資。比較的ハイリスクな融資。

²² 米国の CLO 市場は 2013 年に 821 億ドルが発行され、2014 年には 1,241 億ドルが発行されている。 出典: Gretchen Morgrnson (2015, January 10) Kicking Dodd-Frank in the Teeth. The New York Times.

もそのことが読み取れる。

また、サブプライム金融危機や東日本大震災による国内経済・金融環境の悪化に伴い、政府による信用保証制度を中心とした相次ぐ金融支援策の拡充がなされたほか、日本銀行による大規模な金融緩和政策が採られたことなどから、金融機関間での貸出競争が激化するなど貸出金利水準の史上稀にみる低位固定化を招いた。さらに、金融機関においては財務の健全化やアセットアロケーションの変化により貸出資産のオフバランスに対するニーズも低下している。これらのことは、金融機関に対し足元の中小企業証券化の必要性を消失させる要因として働き、そのため中小企業 CLO の組成が容易ならざるものになったと考えられる。

しかしながら、3-1 で確認したように、中小企業金融のインフラ整備の一環として証券化支援業務を維持することが国内経済にとって極めて重要であることから、現状生じている中小企業 CLO 組成の障害を克服する必要がある。以下、組成に必要な対応策・改善点を中心に、今後の金融環境の変化の予測とそれらへの対応を含めて検討する。

3-2-1 原債権の対象企業層の検討

日本公庫がこれまで組成してきた中小企業 CLO では、投資家ニーズを踏まえ、原資産の対象先を一定の審査基準を満たす比較的優良な中小企業に限定してきた。しかし金融機関間の貸出競争が激化することによって、優良企業に対する貸出条件は、特に金利面で借り手にとって望ましい水準で実現されるようになり、よりコストのかかる証券化の手法を活用した借入は優良な中小企業からすれば受け入れ難いものとなっている。したがって、投資可能な商品として信頼性の高い中小企業 CLO を組成するためには原資産の厳選は必要ではあるものの、対象を優良な企業に厳しく限定していては債務者である中小企業側の参加ニーズがなく組成は実現しない。そのため借入金利に証券化に必要な費用が添加され、つまりコストが多少かかったとしても資金調達ニーズを有する企業等を原資産の対象とすることが可能であるかについて検討することも必要と考えられる。

ベンチャー企業や事業再生を行う企業を原資産の対象としてみた場合、これらの企業は 業績の安定性に欠け、債権の同質性・分散効果・景気変動に対する耐性を求める投資家の 需要に合致させることは困難である。したがって、そうした不確実性の高い企業層を原債 権の対象とする場合、劣後部分のオリジネーター及び公庫による保有割合を極端に増やす などして、投資家が保有する優先部分の安全性を一段と高めるとともに、オリジネーター の逆選択やモラルハザードを抑制させることが求められる。一方で、そうしたある意味特 殊なステージにある企業向け貸出債権については数も限られていることから、一定の募集 期間内で証券化に必要な規模を確保することが難しいのではないかとの指摘がなされた。

日本公庫は新たな事業に取組む企業や企業再建を目指す企業を対象に、その財務基盤の 強化を目的として「挑戦支援資本強化特例制度」の中で期限一括型融資商品として資本性 ローンの取扱いを行っている。これに類似した民間金融機関による資本性ローン商品を開 発し、原債権の対象として見た場合、投資家からすればそもそも財務基盤の脆弱な企業に対する債権プールとなるため、ベンチャー企業や事業再生を行う企業を対象とする場合と同様にオリジネーター及び日本公庫が保有する劣後部分の保有割合を極端に増やす必要がある。また、期限到来時のリファイナンスリスクについては例えば日本公庫が全面的に負担するなどの措置が必要との意見があった。一方で、こうした債権についても一定の募集期間内で必要な規模の債権を確保することの容易ならざる点についての指摘がなされた。

NPO 法人を同様にみた場合、同法人に対する貸出金利は、一般の事業法人のそれと比較し特段高い水準にあるわけではなく、同法人の CLO への参加ニーズは中小企業と同様に限定的であり、特段商品改善に結びつくものではない。ボリュームの拡大という面での効果については、そもそも貸出が可能な NPO 法人数自体が一般の事業法人と比較し少なく効果が限定的であり、また NPO 法人だからといって投資を積極化する投資家が存在するわけではなく、CLO の発行条件の改善につながるものではないとの指摘がなされた。

1口数百万円の借入ニーズのある小規模事業者を対象とした場合については、そうした 規模の企業は借入総額自体が信用保証制度の保証限度額内に収まっており、コストのかか る証券化融資への参加ニーズは極めて限定的であるとの指摘がなされた。

地域を限定した原債権での組成、業種を限定した原債権での組成等の検討の余地についてであるが、地域・業種等の限定は必要な規模を確保できるかという点で制約要因となること、投資家はリスクに見合うリターンを得られるかどうかという極めて合理的な視点に基づき行動する経済主体であり、特定の地域・業種を応援しようという観点から投資を行うことは考えられず、むしろリスク分散の面でデメリットとなり、発行条件の悪化、つまりは債務者コストの上昇を招くことから、組成実現にはかえってマイナスであるとの意見が出た。

外貨建て貸付や海外現地法人への貸付について、オリジネーター金融機関の外貨調達の 手法としてのニーズは認められるが、現状では証券化を組成できるほどの債権の確保は困 難であること、外貨で投資する投資家を確保する必要がある点で実現可能性は低いことが 示された。

5年を超える期間の長期融資を検討したところ、中小企業者からのニーズは相応に認められるものの、投資家にとって景気の影響に対する脆弱性のある中小企業の貸付債権を対象としているため、将来見通しが困難な長期間の投資は困難との指摘があった。

図表 3-6 原債権の対象企業層についての適性に係る評価

四次のの別は他の内容工業者についての過去にある計画						
項目	政策的意義	組成に向けた主な課題	適性	リス ク	債権の 確保	政府 負担
中小企業 (業績中上位層中心)	資金繰り支援	・証券化費用等によるコスト高のため融資競争力がない(以下、「オールインコスト高」という。)	0	0	0	小
中小企業 (業績下位層中心)	資金繰り支援 事業性評価融資	・オールインコスト高・投資家がリスクを懸念し投資回避	\circ	Δ	0	中
ベンチャー企業	成長資金供給 事業性評価融資	・債権の不確実性が高くデフォルト リスクがある。 ・一定の募集期間内で必要な債権規 模の確保が困難	×	×	\triangle	大
事業再生	事業性評価融資 金融円滑化法の 出口戦略	・債権の不確実性が高くデフォルト リスクがある。 ・一定の募集期間内で必要な債権規 模の確保が困難	×	×	Δ	大
小規模事業者	開業率 10%台(日本再興戦略)	・オールインコスト高・保証協会の範囲内で対応できるため、証券化のインセンティブが低い	Δ	Δ	Δ	中
NPO 法人 ソーシャルビジネス	信用保証における NPO 法人の保証対象化	・オールインコスト高 ・一定の募集期間内で必要な債権規 模の確保が困難	Δ	Δ	×	中
特定の業種・地域	地方創生	・オールインコスト高 ・分散が十分でないこと(リスクの集中)による、発行条件の悪化懸念・一定の募集期間内での債権規模の確保が困難	Δ	Δ	\triangle	U
期限一括償還型 資本性ローン	事業性評価融資 成長資金供給	・リファイナンスリスク ・一定の募集期間内での債権規模の 確保が困難	Δ	Δ	\triangle	中
外貨建て貸付	海外展開支援	・一定の募集期間内での債権規模の 確保が困難 ・外貨で投資する投資家が必要	Δ	Δ	×	中
海外現地法人貸付	海外展開支援	・一定の募集期間内での債権規模の確保が困難・現地法人のリスク評価が困難・債権管理の問題	×	×	×	大
長期貸付(5 年超)	資金繰り支援	・オールインコスト高 ・投資家がリスクを懸念し投資回避	Δ	Δ	0	中

⁽注) 適性: 証券化の原債権としての適性を相対的に評価。適性のあるものから順に \bigcirc 、 \triangle 、 \times とした(以下、同じ)。

リスク:原債権の信用リスクの度合いを相対的に評価。

債権の確保: 証券化の組成ができる規模の債権を集めることができるかを相対的に評価。

政府負担: 証券化を実現させるための政府負担(費用負担、リスク負担)の度合いを相対的に評価。

(出所) 当検討会資料から執筆者作成

図表 3-6 のとおり一般的には原債権の対象を変更したからといってすぐに組成が可能となるわけではないものの、将来的にはその可能性が見出せるものがあるため、中長期的な検討が必要であるとの指摘があった。とりわけ、中小企業(業績上中位層)については、オールインコストが高いという課題が解決されることにより、組成の実現可能性が高まるであろう。また、資本性ローン等については、成長資金の供給という政策的意義が認められる一方、そのリスク負担を調整しながら検討することが望まれる。このほかにも、近年資金需要が旺盛である医療法人などを原資産の対象とすることで、債権規模の確保に寄与することができるのではないかという意見が出た。

また、地方創生の観点からすれば、地域企業を重点的に集めた原資産プールによる中小企業 CLO は、政策的に極めて意義深い取組みと考えられるが、一方で参加者は経済合理性の観点での判断も行うため、実現には政府による支援が必要になるとの意見もあった。

3-2-2 投資家の検討

過去の中小企業 CLO は国債、社債等の国内債券への投資を行う機関投資家を中心に販売されてきたが、このほか好条件での購入が可能と目される投資家を発掘すべく、次のような検討がなされた。

個人投資家への販売については、中小企業 CLO は預金と比較した場合に運用利回りの面で優位性が認められるものの、複雑な証券化スキームを説明し理解を得るための販売コストが嵩み、結果的に債務者コストを増加させる可能性が指摘されるとともに、「適合性の原則等」²³を定める金商法第 40 条等を勘案する必要があり、実務的には困難で慎重な検討が求められるとの指摘がなされた。主な問題点として証券会社による個人投資家への案件の仕組みやリスク等の説明に係る事務負担等が増え、結果的にコストの上昇につながるため、実務的には機関投資家への販売を前提とした方が良いとの意見があった。

投資意欲を掻き立てるために、対象となる原資産の地域や業種を限定することの意味合いについては、リスク分散の観点からは、通常、地域や業種の分散化が必要であり、むしろリスク評価の面で発行条件の悪化(スプレッドの拡大や劣後比率の拡大)を招く恐れがあるとする意見が出された。確かに、貸出原資産の属性が似通っていると、ひとつの経済ショックや大災害によって、当該中小企業 CLO のパフォーマンスが一気に悪化する可能性があることから、ボラティリティが増幅されるというリスクを負うことになる。

政策的配慮からの特定の地域、業種に投資が行われるかという点については、投資家は 経済合理性に基づき行動する経済主体であり、そうした投資を行うことは基本的に想定されないと整理された。また、地方公共団体が国債や政府保証債等の債券を保有することは あるが、それはあくまでも余資運用の手段にすぎず、政策的に中小企業 CLO などの証券化 商品に投資することは考えにくい。むしろ地方公共団体に期待できることは、制度融資に

²³ 適合性原則とは顧客の知識、経験、財産の状況、金融商品取引契約を締結する目的に照らして、不適当な勧誘を行ってはならないという規制。

見られる利子補給や保証協会の保証料の補填などであり、この観点でみれば中小企業 CLO 参加企業に対する利子補給や証券化費用の補填の余地については今後議論されるべき課題 であると考えられる。

クラウドファンディングの仕組みを証券化に活用することの是非については、クラウドファンディングは投資先や寄付先の企業情報を明確化させたうえで、その個別具体的な事業に関心のある個人投資家から資金を募る仕組みであるのに対し、証券化は多数の債権をプール化(一定の属性は示すが、個別具体的な企業情報は基本的に開示しない)したうえでそのリスクに見合うリターンを期待する投資家から資金を募る仕組みであり、証券化への活用を考えること自体、現実的なものではないとの整理がなされた。また、現在利用されているクラウドファンディングは発行条件が1人当たり50万円以下で総額1億円未満とされており、従来発行総額が数十億円から数百億円を目安とし、そうした金額を比較的短期間で集める必要のある中小企業CLOにはそのボリュームの点からしても馴染むものではないとの指摘がなされた。

ミドルリスク・ミドルリターン商品への投資を指向する投資家の存在についてであるが、 我が国における証券化商品への投資は国債、社債をはじめとする債券への投資を行う機関 投資家が担っている。そうした投資家の投資スタンスは元本が毀損することなく安全に運 用することが前提となっているため、投資家層の厚みの少ないわが国においては従来商品 以上にリスクの高い中小企業 CLO への投資を検討する投資家は極めて少数となり、募集を 行ったとしても必要資金を確保することは現状困難であろうとの指摘がなされた。

図表 3-7 投資家層の拡大にむけた検討

項目	組成に向けての主な課題	課題の検討
個人投資家	・「適合性の原則」を勘案した対応	・証券会社による説明負担の増大によるコストの増加。
地方公共団体	・政策的な目的として、(マーケット 水準よりも低く)中小企業 CLO への 投資が可能か	・余資運用として安全資産と認められる金融商品を保有することはあるが、安全資産に該当しない中小企業 CLOを保有することは困難。 ・中小企業 CLO 案件への参加者に対する利子補給及び証券化費用の補填の可能性については今後議論の余地あり。
クラウド ファンディング	・投資先への投資のインセンティブ (コンセプト)の違い・1案件当たりの募集金額の相違	・中小企業 CLO への活用は現実的ではない。
ミドルリスク・ミドル リターン投資家	・ミドルリスクを許容する投資家は存 在するか	・現状では当該投資家は極めて少数。・今後の投資家層の拡大が必要。

(出所) 当検討会資料から執筆者作成

最後に、重要な可能性を指摘しておく。それは、中央銀行である日本銀行の金融政策手段であるオペレーション対象資産(オペ種)としての可能性についてである。現在、日本銀行は量的・質的緩和策と称して国債を中心に、その他リスク資産として認識される ETFを含む幅広い資産を買入れることで、民間金融機関名義の日本銀行当座預金を増加させているが、当座預金残高を継続的に一層増加させることになれば、新たな金融商品をオペレーションの対象とする可能性が高い。既に長期金利が史上最低を更新しており、インターバンク市場においては国債残高が不足している。また、欧州中央銀行では、2009年より開始したカバードボンド(担保付債券)購入プログラム(CBPP)に加えて、2014年9月に資産担保証券購入プログラムの実施を決定し、2014年12月末日において、その残高は17億ユーロであることが公表されている。(ECB: Web Site "Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 31 December 2014" [2015年1月7日公表ページ] による)

日本銀行は当面量的・質的緩和を継続させる見込みであることから、今後、中小企業 CLO がオペレーションの対象として検討される可能性を指摘することができよう。 仮に実現すれば、日本銀行が巨大な投資家として現れることになり、中小企業 CLO 商品に対する需要が創出される可能性も否定できない。

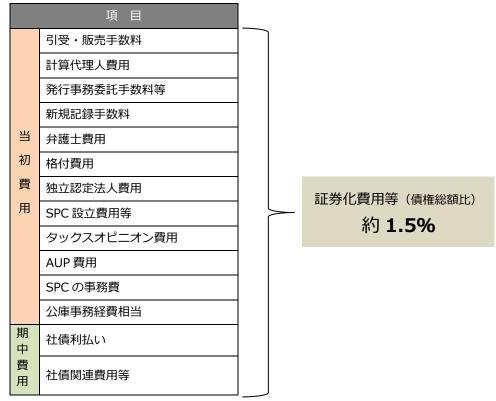
3-2-3 証券化コストの検討

現状、新たな中小企業 CLO が組成できていない要因として証券化に関する組成コストを挙げることができるが、この証券化コストについて削減する余地が残されているかという点について、以下の検討がなされた。

格付会社を限定することでコストを抑える方法については、従来の組成案件は2社から格付を取得しており、それを1社にすることで格付取得費用を抑えることは可能であり検討に値するとの指摘がなされた。一方で、中小企業 CLO に対する投資家の信認が高くない中にあっては、多面的な評価の存在は重要であり、また格付会社からの組成情報がリリースされることにより、市場関係者の注目度が上昇する可能性があるため、可能な限り2社からの格付取得を維持することが望ましいとの意見も出された。

日本公庫の収益とされる「公庫事務経費相当」分については、日本公庫が政策金融機関として中小企業 CLO 市場というインフラの整備を行うべきという考え方に立てば、同市場が整備され中小企業 CLO の発行が円滑に行われるまでの間は政策的にこれを一時的に削減することも検討すべきとの指摘がなされた。

図表 3-8 証券化組成に係るコスト項目一覧 (「平成23年3月CLO(シンセティック方式)」)



(出所) 当検討会資料

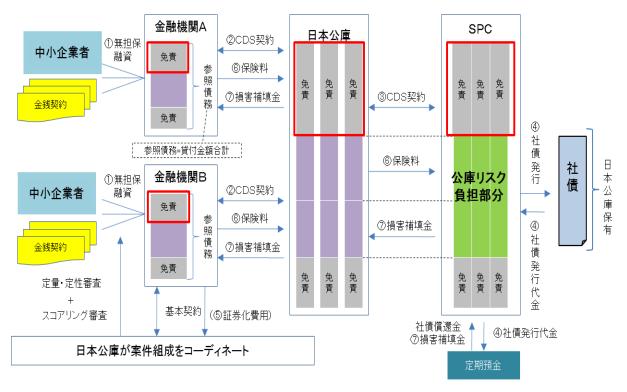
3-2-4 組成上の新たな工夫の検討

日本公庫の農林水産事業本部で実施している証券化支援業務のスキーム²⁴については、随時証券化融資を行うことが可能であり、オリジネーターにおいては利用しやすく、継続的な参加が期待できるが、同スキームにおいては、貸付債権を募集する前に決定する必要があるプレミアム料率や免責比率の水準をどう定めるべきかという点及び証券化を行い投資家に移転するまでの間の信用リスク等は日本公庫が負う必要があるという点を検討する必要があるとの指摘がなされた。

また、従来のシンセティック方式による買取型スキームのうち、優先部分については投資家に販売しない改善案が提案された(図表 3-9)。これにより、中小企業 CLO の組成費用

²⁴ 農林水産事業の証券化支援業務のスキームは、①日本公庫と基本契約を締結した民間金融機関が日本公庫の事前承諾を得た農業者に対して貸付実行、②日本公庫と民間金融機関は貸付契約毎に CDS 契約を締結、③日本公庫は②の CDS 契約のプールが一定の規模に達したときに証券化を実施するもの。中小企業事業の証券化支援業務(買取型シンセティック方式)と大きく異なる点は、農林水産事業は貸付契約毎に CDS 契約を締結するため、証券化が実行されなくても常に債権を募集している一方、中小企業事業は証券化が実行される前提で貸出債権を募集し、その募集期間内に集まった貸付債権全体に対して CDS 契約をするため、常に債権募集は行われない。また、農林水産事業のスキームは、③の証券化を実施するまでは、②の CDS 契約のリスクは日本公庫が全て負担することとなるが、中小企業事業のスキームでは、リスクは日本公庫が保有する資産担保証券に限られる。

のうち、優先部分を保険対象外とすることにより CDS プレミアムが削減できることや、また投資家に対して販売を行わないことから、格付費用及び社債管理費用等の証券化費用の一部を削減できることにより、従来型スキームよりもオールインコストを引下げて中小企業へ証券化融資が可能となると考えられる。これによって組成が実現すれば、裏付資産のパフォーマンスの蓄積及び証券化関係者のノウハウ維持のメリットがあり、証券化の組成が困難な現状を踏まえれば、投資家の拡大には直接つながらない点を差引いても、取組みに対して一定の意義が認められるとされた。ただし、本スキーム改善のみをもってオールインコストの問題が解決されるわけではなく、これに併せて一定の政府支援が必要となるとの指摘もなされた。



図表 3-9 買取型における提案

(注) □は従来のスキームと異なる部分。

(出所) 当検討会資料

一方、売掛金債権証券化等支援業務については、納入企業が保有する売掛金の譲渡に対する支払企業への承諾が必要であることが利用を推進していく障害のひとつとなっているが、支払企業に対して売掛金の譲渡について説明し、承諾を得てファクタリングを行う業者の例もあり、そのような業者を利用する仕組みに関する意見も示された。

3-2-5 証券化を取り巻く規制の検討

証券化組成に大きく影響を与えるバーゼル規制をはじめとする証券化を取り巻く規制に係る今後の動向等について検討した。証券化に深く関わる規制及びルールは、図表 3-10 のとおり8項目挙げられる。

まず、自己資本比率規制において、現在の規制では、証券化商品のうちオリジネーター自ら低格付又は無格付の劣後部分を保有すると、その保有割合によっては、より多くの資本賦課が必要となるケースが発生し、このことがオリジネーターにとって証券化に消極的となる理由となっている。つまり、自己資本比率の算定において、保有する劣後部分(証券化エクスポージャー)により高いリスクウェイトをかける必要があるか、劣後部分を自己資本から控除する必要があり、証券化を行わない場合と比較すると、かえって自己資本比率の低下を招いてしまうケースが発生しうるのである。しかし現行の規制は2018年1月には証券化を行う前の資本賦課が上限となるように変更される見込みであり、オリジネーターが証券化を行うインセンティブに多少なりともポジティブに作用することが期待されている。

信用保証取引に関して、バーゼル委員会から、以下の案が提示されている。①CDS 契約に基づくプロテクション購入に係る将来支払うプレミアムの現在価値をエクスポージャーとして認識し、そのエクスポージャーにリストウェイト(1250%)を適用する案が出されている。世界各地から多数の金融機関や業界団体からこの案に対する反対の意見表示がなされており、導入時期については未定となっている。仮にこの規制が導入される場合は、シンセティック型の証券化取引が封じ込められることが予測されるなど、わが国中小企業CLO市場への影響も軽微ではない。②大口エクスポージャー規制において、2019年1月以降、単一のストラクチャーを通じた個々の裏付資産に対する与信額がTier1の0.25%以上になる可能性がある場合には、ルックスルーアプローチを適用する案が公表されているが、これは証券化商品の裏付けになっている資産を参照しなければならないことから、証券化商品を保有する投資家にとって悪影響を与えることになり、証券化取引がネガティブに認識されることになる。

図表 3-10 証券化に係る規制・ルール一覧と予想される影響

規制・ルールの分野	注目箇所	実施・実施予定時期	予想される影響
自己資本比率規制	資本賦課への キャップ設定	2018年1月	オリジネーターにとって証券化 取引のハードルが大幅軽減
自己資本比率規制	証券化の扱いを 抜本的に見直し	2018年1月	投資家にとって商品化商品を保 有する際に資本賦課がやや増加
流動性比率規制 (LCR 規制)	新規導入	2015年1月 (国際基準行のみ)	邦銀にとってほぼニュートラル 欧州の大手金融機関に打撃
信用保証取引コスト	プロテクション 購入の資本賦課	流動的	シンセティック型証券化取引に 対する禁止的効果
大口エクスポージャー 規制	ルックスルー アプローチ省略の要件	2018 年から	地域金融機関による 証券化商品への投資が困難に
自主的な情報開示		2008 年春	証券化商品投資への再参入の障害
リスクリテンション 規制		2015 年か	ほぼニュートラル
情報開示テンプレート	欧州発の潮流	流動的	コスト負担増加

(出所) 当検討会資料

3-2-6 オリジネーターにおけるニーズの検討

足元では主に証券化融資のオールインコストが比較的高く、日本公庫の証券化支援業務への参加が困難な状況となっているが、特に地域金融機関にとっては、将来の環境変化に備え、リスク資産のオフバランス化や資金調達の手段を確保しておくことは経営的にも大きな意義があると考えられる。特に今後の高齢化社会の進展に伴い地域金融機関の主要な調達である預金の都市部への流出は現実的な問題であり、将来の中小企業への貸出原資を確保するための金融機関自身の資金調達手法として証券化への期待は大きい。

信用保証制度については、将来的な制度変更のリスクも考えられ、制度変更が行われた場合に備え、中小企業 CLO 等の市場性のある金融商品を活用したリスク移転の手法を確保しておくことも必要と考えられる。

3-2-7 海外事例を受けた検討

(ア) 情報の非対称性への対応

中小企業CLOの難しさや問題点は、その組成スキームから判断すれば容易に想像がつく。

借り手と貸し手という相対の関係に加えて、資金及びリスクの負担者として投資家が加わ るため、情報の非対称性が生じる恐れが大きい。情報の出所は従来の間接金融と変わると ころではないが、オフバランス・オンバランスの如何に係らず証券化によって借り手と貸 し手の関係が変質するようなことになれば、逆選択やモラルハザードが流通段階で生じる 可能性は否定できないであろう。リレーションシップの形成が融資の本質だとすれば、証 券化はそのインセンティブを削ぐかもしれない。仮に、従来通りのリレーションシップが 維持され、適切な審査が行われたとしても、稟議書に記述されるようなソフト情報(定性 情報)の伝達が困難だとすれば、証券化における情報問題は避けられない。実際に、格付 会社ムーディーズは、中小企業 CLO に対する評価においてソフト情報を考慮することが不 可欠であると指摘する一方で、それを数値的に反映させることは困難であるとしている25。 金融機関の組織内においても伝達が制度化されていないソフト情報を第三者へと伝達する ことは現時点ではほぼ不可能と言わざるを得ないであろう。それは証券化において標準化 という要件が重視される所以であり、ハード情報(定量情報)のみでデフォルト予測が一 定範囲で可能なものに対象債権を限定すべきということになる。その点に不安が残る以上、 投資家からすれば政府支援の付与は必須条件になるであろう。しかし、政府支援はそうし た不安に対するバッファーの役割を果たすとしても事の本質を解決するわけではない。む しろ、参加主体の気を緩め問題を野放しにするかもしれない。市場育成という視点からは、 事の本質の解決を促すような証券化スキームの設計とともにソフト情報のハード化を可能 にするようなインフラ整備を進めていくことが検討課題といえよう。

この情報の非対称性への問題に対し、海外において次のような取組みがみられる。

- ・ アメリカ、ドイツ、スペインのいずれの国においてもオリジネーター以上の審査を第三者はできないという判断からオリジネーター以降の段階における審査はより簡素である。ただし、アメリカでは2011年6月にSBA保証付きの証券化の際、個別債権のレビューをSBAが行わない代わりに、オリジネーターが証券化した保証付き債券と同額の準備預金をすることを義務づけるA Reserve Account Agreementを導入している。
- ・ オリジネーターにファーストロスを負担させる仕組みが一般的に導入されており、ドイツ、スペインでも同様であるが、アメリカの場合は、ファーストロスをオリジネーターと投資家でシェアする仕組みのものもみられる。
- ・ 信用補完については、優先劣後構造で対応するというのはいずれのスキームにも共通しており、原債権の元本総額に対して3~7%の最劣後部分をオリジネーターが保有するというのが一般的である。井坂・大橋・斉藤(2004)が指摘するように、スプレッドは、

²⁵ 重要な定性情報として、①債務者の財務比率などの適格要件、②債務者の募集方針、③本店から営業店への貸付募集に関する取組の指示内容、④融資担当者や営業店に対する本貸付の成績評価、⑤貸付の審査方針、決裁権限、⑥オリジネーターである金融機関の行内格付け、⑦デフォルトした債権の回収方針、⑧証券化された劣後部分をオリジネーターが保有するか否かなどをあげている。武田(2010)参照。

オリジネーターが必要信用補完を超えて引き受ける超過劣後部分の比率が高くなるほど低下する²⁶。

- ・ 日本と他国の最大の違いは、個別債権に対する担保設定にある。日本では無担保が原則であるが、その他の国では5割近くは不動産を担保としており、元本に対する担保設定 比率は平均60%を超えている。
- ・ スペインでは、モラルハザード対策以外に、目的遂行に対するインセンティブとして証券化による収益の80%を1年以内に、中小企業向けの新規融資に充てることを義務づけている。

将来的に多くの金融機関が証券化支援業務を活用した中小企業CLOの組成を行う状況になった場合に、二重審査(参加金融機関と日本公庫がそれぞれ審査を実施すること)に限界がある、もしくは大きなコストがかかるという問題が生じるならば、日本公庫の審査を簡素化させる代わりに参加金融機関に対して何らかのペナルティ制度もしくは費用負担制度を導入するしかないであろう。例えば、ファーストロスの負担を引き下げるとしても、オリジネーターに対する評価制度(リレバン格付け制度など)の導入あるいはデフォルト率と公的信用保証制度の利用枠を連動させることで公的支援の利用を制約させるなどの可能性を模索するべきであろう。

(イ) 証券化再開のためのルール、インフラ整備

サブプライム金融危機以降は高品質な証券化という視点が言及されるようになっており、 日本においてもこうした理念に基づいて証券化再開のためのルールづくりやインフラ整備 がなされる必要があろう。

中小企業向け融資におけるリレーションシップ(ソフト情報)の重要性を踏まえると、例えば、新規先では履歴がないためにハード情報が中心になるうえに実態財務の把握が不十分であり、ハード情報の信頼性も高いとはいえない。そうなるとリレーションシップを前提とした既存先のみに限定する必要性があるが、それでは証券化ニーズそのものを損ねることになろう。従って、新規先を含めた証券化には金融機関間の情報共有が必要であり、CRD²⁷をベースにドイツのような証券化プラットフォーム(TSI Services GmbH)を創設することも考えられる。地域再生や地域間連携などを前提とした証券化も視野に入れるとすれば、中小企業のみならず自己雇用者、零細企業(マイクロクレジット²⁸)、大企業などを含めたマルチプルな証券化も検討に値するであろう。

 $^{^{26}}$ 石橋(2009)は、日本公庫 CLO と東京都 CLO をサンプルとして劣後比率(劣後受益権/参照債権の当初元本額)は CLO の応募者利回りのスワップレートとスプレッドに対して有意に負であることを実証している。

²⁷ CRD (Credit Risk Database) は、中小企業の経営データ(財務・非財務データ及びデフォルト情報)を集積する機関。

²⁸ マイクロクレジットの証券化は、バングラディッシュ (BRAC) やインド (Mosec) のマイクロクレジット機関が資金調達を目的として実施している。

第4章 まとめ(中小企業 CLO 市場の整備に向けて)

ここまで本検討会の論議をもとに中小企業 CLO に関する環境、理論的解釈、問題点、中小企業 CLO の役割及び今後の可能性等を述べたが、中小企業 CLO を取り巻く現在の環境は厳しいものの、中小企業金融の円滑化という観点での必要性の高さについては疑問の余地はなく、中小企業 CLO 市場というインフラを維持・整備することが極めて重要であること、社会や経済及び金融の環境変化を見極め、中長期的な視点も含め新たな証券化の役割を絶えず検討することが必要との結論に至った。本章では、本検討会における論議を総括する。

4-1 証券化の役割とわが国中小企業金融をめぐる動き

証券化は中小企業、オリジネーターである民間金融機関はもちろん金融システム全体に とってもメリットがある仕組みである。そのメリットは主に3点あると考えられる。1つ 目はリスクを分散できる点である。日本の中小企業金融は間接金融中心の金融システムで あり、中小企業の資金調達における金融機関借入への依存度は極めて高い。つまり、金融 機関にリスクが集中しているということである。この集中しているリスクを証券化するこ とにより投資家に広く負担させることで、新たな貸出余力の創出や複線的な企業金融の流 れができ、中小企業金融はより活性化すると考えられる。2つ目は国内の金融資産の効率 的な資金配分が期待できる点である。従来では相対での条件決定が当たり前であった中小 企業向け融資であるが、証券化を行うことにより貸出債権が市場で評価され、すなわちリ スクに対するリターンが市場で決定されることによって、金融市場による効率的な資金分 配が可能となろう。3つ目は中小企業への無担保資金供給の円滑化、中小企業にとっての 資金調達手段の多様化が図られる点である。長引くデフレの影響により、資産価値・担保 価値の下落の影響を受け資金調達余力が落ちた中小企業に対する無担保資金の供給も大き な課題である。民間金融機関にとって大きなリスクを伴う無担保融資は民間金融機関の財 務に余裕があるときは対応できるかもしれないが、そのような状況ばかりとは限らず、安 定した無担保資金の供給手段の確保が必要である。既に中小企業金融には信用保証協会の 保証制度が確保されており、主要な無担保での資金供給の手段のひとつとなっているが、 本制度は金融機関の審査力の低下やモラルハザードの問題、政府の大きな財政負担となっ ていることなどの課題が指摘されている。証券化ではオリジネーターがファーストロスを 負担することとしている点で公的保証が抱える財政負担やモラルハザードに係る課題を改 善できるものと期待され、公的保証に偏重している中小企業金融において、証券化を活用 することにより、中小企業への無担保資金供給の円滑化、資金供給手段の多様化に資する ことが期待される。

証券化支援業務の開始当初から社会や経済の情勢は大きく変化しており、新たな社会の 担い手やニーズがあらわれている。具体的には、行政のスリム化や多様な国民ニーズに対 応するために NPO の重要性が増してきていることや、東日本大震災からの復興への対応、 IT の更なる進展などである。国の政策においても、ベンチャー企業の育成、地方創生、女性活躍、海外展開への支援等の取組みがより一層注力されているところである。それに対応するため、金融機関や投資家に対してメザニン資金などのリスクマネーの供給拡大が期待されている。

社会構造の変化をみても、少子高齢化社会の進展が確実なものとなっており、それに伴う貯蓄率のマイナス転化、預金流出が懸念される。金融機関の主要な調達手段である預金が確保できない状態は中小企業への融資の原資が枯渇することを意味する。また、現状では日本銀行の大規模金融緩和や政府の財政支出拡大などにより金融機関の資金調達環境は良好であるが、それらの政策は永遠に続くものではなく、政策の変更により現状の金融環境が一変し、金利動向や景気動向の見通しが困難な状況に陥る可能性も十分見込まれる。これらのことから今後、資金調達やリスク回避を目的とした民間金融機関の証券化ニーズが高まっていく可能性は十分考えられる。

証券化支援業務においては、当初に求められた無担保資金供給の円滑化、資金供給手法の多様化、様々な金融の担い手によるリスクシェア等の目的に止まらず、社会や経済・金融の環境変化に応じて新たな役割を担っていけるよう、常に関係者のニーズを捉えるとともに仕組みや商品内容の改善が期待される。

4-2 海外中小企業 CLO の動向

本報告書では欧米の中小企業金融の状況を確認したうえで各国の証券化に対する動きを見てきた。欧米の証券化市場は、世界的な金融危機後に発行額を急激に減らしたが、その後は回復傾向にあり、証券化は重要な金融手法のひとつとして認識されている。中小企業CLOの取組みも見られており、政府の支援を活用することで中小企業CLO市場が成立している状況も確認されている。特にEUではECBや政策金融機関であるEIFにより証券化をより活用していくための新たな取組みが顕著に見られる。いずれにせよ、証券化の重要性や必要性が否定されていることはなく、証券化をより積極的に活用する試みが行われているのが潮流である。

アメリカの中小企業金融では、ノンバンクであるファイナンスカンパニーの存在感が大きい。オリジネーターであるファイナンスカンパニーは証券化を重要な資金調達手段として活用している。アメリカにおける融資実行の際のプレミアム(組成手数料)収益等を勘案すると日本の低金利で行われる融資とはその収益性や融資慣行が大きく異なることからみてもオリジネーターの証券化に対する取組み姿勢の違いが推測される。投資家の面からみても、アメリカの市場では信用力の低いジャンクボンドやハイイールドボンドの発行が回復しており、その背景にはポートフォリオの多様化を求める投資家の存在があり、彼らがリスクマネーを供給しているのである。中小企業に対する政府の支援としては、SBA保証(75%~85%)があり、オリジネーターはSBA保証部分のみ証券化するのが一般的であり、非保証部分の証券化は極めて少ない。

EUの中小企業 CLO の新規発行は足元減少しているものの、日米よりも大きな発行実績が確認された。しかし、その内容を見てみると新規発行された中小企業 CLO の大部分は投資家に販売されず、オリジネーター自らが保有している。これは、多くの国で金融機関の預貸率が 100%を超える水準にあるため、金融機関が資金調達を図るべく中小企業 CLO を積極的に組成し、それを ECB から資金供与を受けるための担保(レポ玉)として活用しているためである。ただし、このことは国によって事情が異なっている。イギリス、ドイツ等では近年の中小企業 CLO の新規組成は見られず、イタリア、スペインでは積極的に組成がなされており、金融機関の不良債権比率が高く、中小企業の資金調達環境が悪化している国ほど証券化が行われやすいことを示している。EU では信用保証拡大などの財政支援が制約されていることもあり証券化を活用した中小企業金融の活性化に期待している側面が強いことが窺える。

一方、最近では新規の中小企業 CLO の組成が行われていなかった国を含めた EU 全体に おいて証券化を活用して中小企業金融の活性化を図ろうとする取組みが行われている。具体的には、EIF(European Investment Fund)と EU 委員会による COSME(Competiveness of Enterprise and Small and Medium-sized Enterprise) が組成するファンドが中小企業 CLO に保証を付すことにより、中小企業の金融支援策を行っているなど、積極的な政府支援によって中小企業 CLO の活性化を図ろうという意図が窺える。

4-3 新たな視点からの中小企業 CLO の取組み

上記で確認したとおり、中小企業金融において証券化すなわち中小企業 CLO が果たしうる役割は大きく、欧米諸国においてもその組成にあたっては公的な支援が重要であることが確認された。

そのようななか、日本において中小企業 CLO 市場というインフラを維持・整備するために新たな視点での証券化活用策を検討する必要があると考えられる。中小企業 CLO を組成するための新たな視点として、第3章において足元の組成可能性を検討したところであるが、前述した社会や経済の環境変化や国の重点的な施策を踏まえて、中長期的な取組み・課題として検討していくことは意義のあることと考えられる。

まず、原債権の対象企業層について検討する。NPO法人を対象とすることは、事業者数も一般の中小企業と比較して少ない点が否定的な要因として挙げられたが、今後NPO法人の社会的役割、必要性が大きくなり、事業者数の増加や資金需要の拡大によって、中小企業CLOの原債権の確保に一役買う可能性がある。ベンチャー企業を対象とすることは、業績の安定性に欠け、デフォルトリスクが高いことが問題であったが、ベンチャー企業のような技術革新を起こし、新たな財・サービスを提供し、経済を牽引していくような企業を育成することは非常に政策的に重要であることから、証券化を活用してリスクを投資家、オリジネーター及び日本公庫で分担し、それぞれが納得するリスク・リターンの水準を発見することにより、より一層のリスクマネーが供給されることが期待される。アジア新興

国の成長を取り込もうと海外に展開する中小企業や海外現地法人の支援も重要である。しかし、これらの企業を対象とすることは、対象企業数が限られ、原債権の確保が困難であるとともに海外現地法人に対する貸付においては、現地法人のリスク評価や債権管理が困難であるとの問題点が挙げられた。今後の海外展開企業の増加に伴うオリジネーター金融機関による証券化ニーズを把握するとともに海外展開企業が求める商品性(外貨建て貸付、期限一括償還型等)を検討することが日本公庫には期待される。

次に投資家について検討する。日本における証券化商品への投資は、債券投資を行う国内の機関投資家が担っている。投資家の証券化商品への認識は、安全性の高いデット商品との位置づけであるため、多少の利回りの高さよりも安全性を求める傾向にあり、投資後のパフォーマンスの悪化や格下げをできるだけ回避しようとする。一方、アメリカにはポートフォリオの多様化を求め、格付の低いジャンクボンドやハイイールドボンドへ投資する投資家が見られるなど投資家層は幅広い。今後、日本においても米国のようにポートフォリオの多様化を求める投資家が現れ投資家層に厚みが出てくれば、対象とできる原債権が幅広くなり、柔軟な商品設計につながるものと期待される。さらに欧州においては、域内のクロスボーダーでの取引が盛んであるが、日本においてもアジアの投資家を呼び込み、アジアの現地法人向けの現地通貨建て貸付を原債権とした中小企業 CLO を現地の投資家に販売するなど中長期的な視点をもって検討することも意義があるものと思われる。

4-4 中小企業 CLO 市場の整備に向けて日本公庫が求められる役割

現在の金融環境において新たに中小企業 CLO を組成するのは大変困難な状況である。それは証券化商品の組成にかかるコストが大きいことが主因と考えられる。現在のように貸出金利が極めて低位で推移している金融環境においては、証券化は利用されにくくなっており、日本公庫の証券化支援業務も近年は新たな組成が行われていない状況である。

このような状況が続くと中小企業 CLO 市場というインフラが消失してしまうとともに、 証券化の組成に携わっていたオリジネーターや証券化関係者の組成に係るノウハウは散逸 される。投資家にとっても中小企業 CLO が長く証券化市場に現れておらず、投資検討の機 会が無いため、そのノウハウは徐々に失われてしまうであろう。

中小企業 CLO 市場というインフラや組成のためのノウハウはその商品性やそれに関わる関係者の多さからもわかるとおり、一朝一夕には得られるものではない。そのため中小企業 CLO 市場というインフラが断絶すると、中小企業や民間金融機関から証券化が求められる環境になったとしても、早急な対応は困難であり、一から作り上げるにしても膨大な時間とコストが必要であることを考えれば、今これを失うことは社会的・経済的に大きな損失である。しかし、中小企業 CLO 市場というインフラが重要だからといって、これを民間部門のみによって維持されることが期待できないことは、中小企業 CLO が組成されていない現状をみれば明らかであろう。インフラの維持やそれに伴うノウハウの継承は喫緊の課題であり、その重要性や役割を勘案すると、それを担っていくのは政策金融機関である日

本公庫の責務なのである。

これを受けて、日本公庫には中小企業 CLO 市場の整備・発展のために次のような取組み について検討するとともに中核的な役割を果たすことが期待される。

(1) 案件組成時のコスト削減策の検討

近年中小企業 CLO の組成がみられないなか、金融インフラとしての証券化市場を整備することは日本公庫の責務である。現状の低金利下において組成をするためには、証券化コストは大きな課題であり、幅広い視点からコスト削減を検討する必要がある。

従来の証券化コストの削減に向け、具体的な費用項目見直し等について、可能な限り検討を進めることが重要である。また、ひとつの有効な考え方として、投資家への販売が前提となる優先社債を発行しないスキームがあり得る。当該スキームは、投資家とのリスクシェアとは異なるスキームであるものの欧州の一部でも行われており、証券化コストの削減につながるとともに、日本公庫が組成する中小企業 CLO のパフォーマンスを継続的に示すための準備段階の商品としての位置づけであれば十分意義がある。その発行実績が積み上がり、日本公庫が組成する中小企業 CLO の商品性の良さが投資家に広く認知された際には再び投資家への販売を前提としたスキームでの取組みが求められる。ただし、本取組みだけでは証券化費用の削減には限度があるため、他の方策も併せて検討する必要があることを付け加えておく。

同時に、日本公庫の自己資金などの活用による証券化コスト削減策についても、その妥当性も含め積極的に検討すべきである。

(2) 民間金融機関との連携の充実

新規組成のための具体的な検討課題として、「オールインコストの軽減」、「オリジネーター負担リスクの軽減」、「対象となる債権の拡大」、「ロットや期間等融資条件の弾力化」などがあげられる。これは日本公庫がこれまで行ってきた民間金融機関との情報交換により確認されたニーズであり、日本公庫においては今後ともオリジネーターである民間金融機関と密に情報交換を行い、そのニーズにあった商品設計を提案するなどして、民間金融機関と連携して証券化支援業務に取組むことが必要である。

さらに本検討会における検討結果を踏まえ、これまでの情報交換に加え、欧米の事例等も参考とし中小企業 CLO の有効性について示唆するなどして、民間金融機関の中小企業 CLO への参加意欲を高める取組みを行うことなどについても積極的に検討していくべきである。

(3) 新たな視点での証券化の検討

国の重要施策である地域の中小企業の活性化などの観点から、雇用の受け皿となり地域 経済の活性化に資する中小企業の金融支援策として、社会経済情勢の変化に対応しつつ、 従来の原債権の対象企業層や投資家層とは異なる対象層の発掘・検討を行うことは意義がある。さらに、金融環境は必ずしも同じではないものの海外における証券化の動向には示唆に富むものもあり、最新の情報を可能な限りフォローしつつ商品設計に活かすよう検討していくこと及び日本公庫はこのような観点からの取組みについても国と連携しつつ中核的な役割を果たすよう努めることが重要である。

(4) 中小企業 CLO 市場の維持・整備に向けた取組み

我が国において、中小企業 CLO 発行が行われ、民間金融機関、証券会社等関係者にノウハウが維持され、中小企業 CLO 市場という金融インフラが維持されることは極めて重要である。こうした観点からも、日本公庫が証券化支援業務を継続し新規の案件組成を行うことで、そのインフラを維持・整備していくことは重要である。また、社会や経済及び金融の環境変化を見極め、中長期的な視点も含め新たな証券化の役割を絶えず検討することが必要である。こうした取組みを通じ、中小企業 CLO 市場が活性化し、ひいては、中小企業金融の円滑化・多様化に資することが期待される。

おわりに

本検討会においては、中小企業金融の多様化・円滑化のための証券化支援業務の活性化という観点から、中小企業金融における中小企業 CLO の役割、日本公庫が手掛ける買取型、保証型及び売掛金業務といった証券化支援業務の必要性や現状の課題について整理を行い、海外における証券化の動向把握や事例による比較・検討する等、従来とは異なる様々な視点からの証券化の在り方について検討を進めてきた。その結果、現状の国内経済・金融環境において直ちに新規の案件組成を行うことは容易でない状況にあるが、中小企業 CLO は中小企業金融の多様化・円滑化を図る手段としてその必要性は認められるなど証券化支援業務の重要性は業務開始当初から何ら変わっていないことが確認された。

他方、海外の動向を見ると、米国及び EU において証券化の重要性や必要性が否定されていることはなく、証券化をより積極的に活用する試みが行われていることが確認された。 米国や EU の一部の国 (特にスペイン、イタリア) においては、現在でも政府支援を得ながら中小企業 CLO の組成が行われているなど、証券化の意義は認められており、わが国においても中小企業 CLO の重要性が否定されるものではない。

国内においては社会環境や経済環境、金利動向等をはじめとする金融環境について今後 見込まれるであろう変化を踏まえ、中小企業 CLO のニーズが足元で高まってきており、中 小企業 CLO 市場というインフラの維持・整備が求められる。中小企業 CLO 市場の整備は 一朝一夕にはいかず、民間部門のみによって常に維持されることは期待しにくい。こうし た状況を踏まえると、わが国においては、日本公庫が、証券化に関する継続的な取り組み を行い有意義な組成実績を蓄積していくことは政策金融機関としての責務であり、証券化 に取組む関係者のノウハウの維持の観点からも重要であると考えられる。

また、経済環境の変化に伴い、新たな証券化の可能性や新たな対象層の在り方等について、今後とも継続的に幅広く検討されることへの期待も示された。つまり、これまで同様に民間金融機関を含む証券化関係者との積極的な情報交換を継続し、中小企業、民間金融機関及び投資家のニーズを踏まえつつ、必要に応じて社会情勢や経済環境の変化に応じた金融ニーズの把握や海外の証券化の情報等の把握に努め、証券化に必要なコスト及びリスク負担の見直し、NPO 法人などの新たな対象中小企業層の検討といったスキームの改善等の検討を行っていくことが重要なのである。さらに、社会・経済環境の変化や国の中小企業の資金繰り支援施策の変化に対応すべく自己資金等を活用するほか、主務省と連携し、財政措置を活用することを検討するなどして、案件組成の実現に向けた前向きな取組みが求められる。加えて、信用保証制度とは別の形での公的支援体制の構築やアジア証券化市場の育成といった中長期の視点での証券化活用策などについても検討が望まれる。

こうした取り組みを通じ、中小企業 CLO 市場が活性化し、ひいては、中小企業金融の円滑化・多様化に資することが期待される。

<補論:証券化に関する先行研究>

証券化を巡るアカデミック研究は、①オリジネーターが証券化を実施する目的・動機に関する研究(オリジネーターの事前的な属性分析)、②証券化によるオリジネーターの事後的なパフォーマンスの変化に関する研究、③証券化によるオリジネーターの事後的な融資行動の変化に関する研究、④証券化のオリジネーターの審査インセンティブに与える影響(情報の非対称がもたらすモラルハザード・逆選択問題)に関する研究、⑤証券化の金融システムに与える影響、など様々な視点から模索されている。

サブプライムローンの証券化を契機として金融危機が発生したことを踏まえれば、その再評価のためにもさらなる研究の蓄積が不可欠である。証券化が普及した当初は、間接金融の限界を直接金融によって補完することで新たな境地が開拓されるような期待感が醸成されたことは記憶に新しい。とりわけ日本では市場型間接金融という造語が生み出され、金融システムの再構築の中核として位置づけられた。理屈上は、貸付債権に伴う信用リスクを真正譲渡あるいはリスクヘッジによって手元から切り離すことができれば、貸し手は追加資金を調達することで、新たな運用機会を獲得できる。借り手にとっても調達手段の多様化になるし、相対取引のなかで滞留した債権をプールして証券化すれば全く新しい投資商品に生まれ変わるのだから、投資家にとっても魅力ある(かもしれない)投資手段が追加されることになる。こうした好循環がもたらされるためのハードルが大きいことは当初から予想されていたが29、前述したように、どちらかというと法制度や会計制度の見直しと信用リスクに対する評価手法の高度化によって克服できるという楽観的ムードが漂っていたように思われる。

証券化は本当に参加主体に対して win-win の関係をもたらす金融ツールといえるであろうか。伝統的な相対取引 (traditional originate-to-hold model) の限界を克服し、中小企業金融の円滑化に寄与するのであろうか。それともサブプライム金融危機が示したように貸し手にとっての体の良い詐欺手段だったのか。こうした素朴な疑問に対する先行研究の結果は必ずしも一意的なものではない30。

金融機関にとって証券化を行う目的や動機は、①オフバランスによる自己資本比率の改善を目的とした証券化 (regulatory capital arbitrage)、②資金調達を目的とした証券化 (the need for new sources of funding)、③信用リスクの移転を目的とした証券化(the transfer of credit riskiness)、④経営効率性の改善や新たな収益機会の獲得(資源の再配分)を目的とした証券化(the improving of efficiency ratios or profit opportunities)のおおよそ4点に大別できる。

目的が何であれ証券化には一定のノウハウ蓄積や組成コストの軽減が不可欠なので、そもそも金融革新技術の高い規模の大きな金融機関でないと証券化の実施は難しいと思われる (efficient financial contracting)。また、証券化市場が未成熟な段階では、投資家に対

-

²⁹ 例えば、柳川 (2005) を参照。

³⁰ 証券化の実証研究は、いずれのケースでも証券化比率が全融資額からみれば大きくないためにサンプル に制約があるという点には留意が必要である。

する名声を確立しなければならないことから、安全資産のみを参照債権とし (the repeated games reputation)、市場が拡大していくなかでリスク資産へとシフトしていくかもしれない。

Calomiris and Mason (2004) はアメリカの商業銀行によるカードローンの証券化をサンプル(1996年)として regulatory capital arbitrage 仮説を支持している 31 。Ambrose et.al. (2005) もアメリカの商業銀行によるモーゲージローンの証券化 (1995~97年) をサンプルとして同様の結果を確認するとともに、証券化の参照債権がそれ以外の債権と比較して平均的にリスクが低いという事実を受けて the repeated games reputation 仮説も支持している。一方、Minton et.al. (2004) は、アメリカのノンバンクを含めたサンプル (1993~2002年) を用いて、資本力の強い金融機関ほど証券化比率が高いとして regulatory capital arbitrage 仮説を棄却したうえで、efficient financial contracting 仮説を支持する 32 。同時にファイナンスカンパニーやインベストメントバンクなどのノンバンクほど証券化比率 (証券化された債権額/総貸出額) が高くなるとしている。

ョーロッパの CLO オリジネーターである大規模商業銀行をサンプル(1997~2004 年)とした Bannier and Hansel(2008)では、資産規模の大きい、流動性不足(預貸率が高い、貸出伸び率が高い)の金融機関ほど証券化比率が高いとして、regulatory capital arbitrage 仮説と the need for new sources of funding 仮説を支持するとともに、リスク(gross interest income/gross outstanding)指標が大きくなるほど証券化比率が高くなるとして the transfer of credit riskiness 仮説の可能性を示唆している。この点は Affinito and Tagliaferri(2010)によっても確認されている。イタリアの金融機関をサンプル(2000~2006 年)として、自己資本比率が低い、信用リスクが大きい、利益率の低い、流動性不足の金融機関ほど証券化比率が高いとの結果を得ている。

Martin-Oliver and Saurina(2007)はスペインの金融機関(商業銀行、貯蓄銀行、信用組合)をサンプル(1996~2006年)とした分析で、参照債権の形態によって動機が異なるとして、RMBS では the need for new sources of funding 仮説、中小企業向け債権では the need for new sources of funding 仮説をそれぞれ支持している³³。同じスペインにおいて貯蓄銀行のみサンプル(1998~2007)に限定した分析では、efficient financial contracting 仮説、the need for new sources of funding 仮説に加えて、不良債権比率が高い、信用リスクエクスポージャーが高い、パフォーマンス(cost-to-income ratio)が低い金融機関ほど証券化比率が高いとして証券化がリスク移転や経営改善目的で活用(the transfer of credit riskiness 仮説、the improving of efficiency ratios or profit opportunities 仮説)されてい

 $^{^{31}}$ Dionne、 G.、 and T. Harchaouri(2003)はカナダの商業銀行によるクレジットカードの証券化において同様の結果を得ている。

 $^{^{32}}$ 小川(2011)も同様の結果を得ている。Andreeve(2009)は大規模商業銀行(資産 10 億ドル以上)と クレジットカード会社をサンプル(2003~2008年)として、資産規模が大きい、資本力の強い金融機関ほど、かつクレジットカード会社ほど証券化比率が高いとしている。

³³ Cardone-Riportella et.al. (2010) も同様の結果であるが、the improving of efficiency ratios or profit opportunities 仮説を追認している。

る可能性を確認している。

the transfer of credit riskiness 仮説からは、当然ながら「証券化は貸し手のスクリーニングあるいはモニタリング・インセティブを低下させるのではないか」という疑義が生じる。これに関しても既に証券化の参照債権とそれ以外の債権との証券化時点の前後におけるパフォーマンス比較という視点からの数多くの理論ないし実証研究の蓄積がある。経済学的いえば、オリジネーターとアレンジャーあるいは投資家の間に生じる情報の非対称性がもたらす逆選択ないしモラルハザード問題に相当する。前者は、参照債権の選択に際して十分なスクリーニングをしないままレモン債権を入れ込む可能性であり、後者は、証券化した後に債権に対するモニタリングを緩める可能性を指している。もともと銀行がスクリーニングやモニタリングにコストをかけるのは、自らがリスクを保有するからであって、証券化によってリスク移転が可能になるならば、そうしたコストを軽減しようとするのは極め合理的な選択である。

これはローンセールが積極的に行われていたアメリカにおいて早い段階から Pennacchi (1988)、Gorton and Pennacchi (1995)によって指摘されていた問題である。Parlour and Plantin (2008)は容易に証券化できる金融機関は、そうでない金融機関に比較して、売却した債権に対する事後的なモニタリングインセンティブが低下する可能性を理論的に証明している。Petersen and Rajan (2002)が指摘したように、証券化とは借り手と貸し手の距離が遠くなることと同義であり、リレーションシップの形成から獲得できるソフト情報の質の低下を意味している。仮に、情報収集がなされたとしても投資家への伝達が困難だとすれば、金融機関にとって証券化すると分かっている企業(債権)の情報をそうでない企業(債権)と同様に時間やコストをかけて収集しようとは思わないであろう。

実態はどうであろうか。CLO を分析対象とした実証研究のみに焦点を当てて確認してみよう³⁴。

Berndt and Gupta(2009)はアメリカ商業銀行におけるシンジケートローンをサンプル(2000~2004年)として、証券化された企業とされていない企業の比較を行うことで、前者の方が収益性の低い債券の比率が高いうえに(逆選択)、証券化3年間の収益性は年平均 9%低下することを確認している(モラルハザード)。証券化という originate-to-distribute model は社会厚生の観点からも望ましくないとして、集中管理(a loan trading/exchange with a clearinghouse)の必要性を提唱する 35 。

Benmelech et.al. (2010) も同様にアメリカの商業銀行による CLO をサンプル (1997~2007) として逆選択・モラルハザード問題を検証しているが、Berndt and Gupta (2009) とは異なり、いずれの仮説も棄却している。証券化された企業はそうでない企業よりも ROA は有意に改善しており、デフォルト予測を示す CDS スプレッドも低下していることを確認している。これはオリジネーターによると債権 (トランシェ)の一部保有 (skin in the game)

³⁴ モーゲージローンについては Mian and Sufi(2009)、Key et.al.(2010)を参照。

³⁵ Andreev (2009) も同様の結論を得ている。

が問題の抑止になっているからであり、リスクリテンションルールの導入を支持する結果である36。しかし、Bord and Santos(2011)は、同じアメリカの商業銀行による CLO をサンプル(2004~2008)として、同一銀行内の証券化された債権とされていない債権のパフォーマンスを比較分析した結果、逆選択・モラルハザードが有意に発生していることを明らかにしている。具体的には、証券化された債権に対する貸付金利は平均的に高く、事後的なパフォーマンスは累積的に悪化している。これは証券化する債権についてはあらかじめ高い金利を付与することで、事前の融資基準を緩和するとともに事後的なモニタリングを軽減しようという貸し手判断が働いている可能性を示唆している37。注目に値するのはサンプルにおける金融機関による債権(トランシェ)保有は少ないためにパフォーマンス改善に寄与していないが、保有部分の債権のパフォーマンスは有意に改善しているという事実であろう38。債権(トランシェ)の保有について Albertazzi et.al.(2011)は、イタリアのモーゲージローンの証券化をサンプル(1995~2006 年)として、オリジネーターによる劣後部分(エクイティ)の引き受けはモラルハザード防止の有効な手段であると結論している。

これらの結果は投資家からすれば到底容認できないが、信用リスクのシェアによって金融機関の経営が改善し、資源の再配分が有効になされるならば社会厚生は改善するかもしれない。例えば、Jiangli and Pritsker(2008)のアメリカの商業銀行をサンプル(2001~2007年)とした実証研究によると、証券化(モーゲージローン)を行っている銀行はそうでない銀行に比較して、収益性とレバレッジを高めるとともに倒産リスクを有意に低下させている。

Jimenez et.al. (2011) は、スペインの商業銀行をサンプル (1999年 Q4~2009年 Q4) として証券化 (モーゲージローン)後の融資行動の変化に着目している。その結果、複数行との取引がある既存先への融資額に変化はないが、新規先やリスクの高い新規企業など証券化前には対象としなかった層に対する融資を顕著に拡大させている。これは証券化がもたらす副次的効果といえるが、再び証券化することでリスク移転できる故の軽率な行動だとするとリスクのばら撒きとなってしまう。そうした企業に対する融資条件(担保要件の軽減、満期の長期化)は緩いことが確認されており、サブプライム金融危機以降、不良債権比率の悪化が信用収縮をもたらすという負の連鎖に陥っている39。こうした動向は、証券化がバブルの誘因となって、その崩壊が金融システムを不安定化させるという Shin (2009)の理論仮説を支持するものである40。小川(2011)もアメリカの商業銀行をサン

_

³⁶ Pennacchi (1988)、Gorton and Pennacchi (1995) もトランシェの一部保有の必要性を強調している。

 $^{^{37}}$ Wang and Xia(2012)はアメリカの商業銀行による CLO をサンプル(2000~2007 年)として、同様の結論を得ている。

³⁸ Andreev (2009) もファーストロスの引き受けはパフォーマンス改善に効果があるが、債権 (トランシェ) の一部保有は効果がないとしている。

³⁹ Carbo-Valverde et.al. (2011) はスペインの商業銀行、貯蓄銀行をサンプルとして同様の結果を得ている。

⁴⁰ Hänsel and Krahnen (2007) は、大規模なグローバルバンクをサンプル (1997~2004) として、CDOs

プル (2001 年 $Q2\sim2010$ 年 Q1) として、証券化比率が高い銀行ほど貸出伸び率が高くなる一方で、事後的な不良債権比率も有意に上昇するという関係を確認している。

上述した研究において分析の対象となっているのは、真正売買を前提とするキャッシュ方式の証券化であり、シンセティックのようなクレジットデリバティブ導入の意義や相互の関連性は考慮されていない。日本公庫 CLO や KfW ではシンセティック方式による証券化が多く組成されたという実態からすれば、証券化の形態区分は重要な意味を持つ。Duffee and Zhou(2001)の理論モデルによると、クレジットデリバティブの有効性は参照債権の情報の質や情報の非対称性から生じる問題(逆選択、モラルハザード)に依存している。それが既存市場(ローンセール、キャッシュ方式の証券化)と補完的に効果を発揮できるための要件を明らかにすることは、システミックリスクの軽減という視点からも無視できないであろう41。

の発行がオリジネーターのシステミックリスクを増幅させる可能性を示唆するとともに、その傾向は銀行 主導型の金融システムにおいてより顕著であることを確認している。

⁴¹ この点からの実証研究は、Hänsel and Krahnen (2007)、Minton et.al. (2009) を参照。

参考文献

- 石橋尚平(2009)、「新たな中小企業金融チャネルとしての CLO の発行条件の分析」『大阪 産業大学経営論集』第 11 巻第 1 号、pp.17-34.
- 井坂直人・大橋和彦・斉藤誠(2004)、「ABS 市場における劣後引受の役割」COE-RES Discussion Paper Series: No.48、 pp.1-39.
- 江川由紀雄(2014)、「欧州産の証券化商品が優遇されるレジームへ移行か」『新生ストラ テジーノート』第 152 号、4 月 15 日.
- 遠藤幸彦(1999)、「証券化の歴史的展開と経済的意義」『フィナンシャル・レビュー』6月、pp.-37.
- 小川一夫 (2011)、「金融革新と銀行行動」岩井克人他編『金融危機とマクロ経済』東京大学出版会、pp.3-25.
- 数坂孝志 (2005)、「自治体主導 CLO の特徴と地域金融」『信金中金月報』4月号、pp.2-36. カバードボンド研究会 (2011)、「わが国へのカバードボンド導入へ向けた実務者の認識の 整理と課題の抽出」http://www.dbj.jp/pdf/investigate/etc/pdf/book1107_03.pdf
- 木下正俊(2007)、「事業の証券化の意義と特徴」『広島法科大学院論集』第3号、pp.79-98. 武田真一(2010)、「日本の中小企業 CDO に対するムーディーズの格付手法」『International Structured Finance』、September 30.
- 根本忠宣(2011)、「日本の金融機関における審査体制とソフト情報の収集・活用」『商工金融』1月号第61巻第1号、pp.8-37.
- 深浦厚之(2003)、『債権流動化の理論構造』日本評論社
- (2005)、「地方銀行の証券化戦略とリレーションシップ・バンキング」『貯蓄経済季報』 平成 17 年夏号、pp.1-24.
- 柳川範之(2005)、「証券化の役割と課題」RIETI Discussion Paper Series 05-J-029.
- 横山史生 (2011)、「米国における証券化商品規制の動向」『証券レビュー』第 51 巻第 6 号、pp.42-89.
- 森谷智子(2014)、「サブプライム危機以降の証券化商品市場の現状と今後の課題」『嘉悦大学研究論集』第57巻第1号通巻105号、10月、pp.39-56.
- Ashcraft, A, Malz, A., and Z. Pozsar (2012), "The Federal Reserve's Term Asset-Backed Securities Loan Facility," *FRBNY Economic Policy Review*, November, pp.29-66.
- Affinito, M., and E. Tagliaferri (2010), "Why do Banks Securitize their Loan?: Evidence from Italy," *Journal of Financial Stability*, 6, pp.189-202.
- AFME (2014), High-quality Secritisation for Europe, June.
- Albertazzi, U., Eramo, G., L. Gambacorta and C. Salleto (2011), "Securitization is not that Evil after all," BIS Working Papers No. 341, March.
- Andreev, I (2009) "The Empirics of Securitization by Banks: Determinants and Incentive Effects,"

- University of Munich.
- Ambrose, L., M. Lacour-Little and A. Sanders (2005), "Does Regulatory Capital Arbitrage," Reputation, or Asymmetric Information Drive Securitization, "Journal of Financial Service Research, vol.28, pp.113-133.
- Araújo, S (2014), "The Role of the EIB Group in SME Loan Securitisation in Portugal," FEP Economics and Management
- Bank of England and European Central Bank (2014), The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union, May.
- (http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2014/paper300514.pdf)
- Bannier, C., and D. Hansel (2008), "Determinants of European Banks' Engagement in Loan Securitization," *Deutsche Bundesbank DP Series* 2, no.10.
- Bray , J (2013) , Re: Credit Risk Retention; Joint Notice of Proposed Rulemaking , (http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/34-70277.pdf)
- Becker, C (2008), "Innovation in the German SME Securitisation Market," *Global Securitisation and Structured Finance*, pp.157-160.
- Benmelech, E., J. Dlugosz and V. Ivashina (2010), "Securitization without Adverse Selection The Case of CLOs," *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Berndt 、 A. and A. Gupta (2009) 、"Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit、" *Journal of Monetary Economics* 、 56、pp.725-743.
- Bord of Governors of The Federal Reserve System (2012), Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Business, September.
- Bord, V. and J. Santos (2011), "Did the Rise of CLOs Lead to Riskier Lending," *Federal Reserve Bank of New York*.
- Calomiris, W. and J.Mason (2004), "Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage," *Journal of Financial Service Research*, vol.26.pp.5-27.
- Carbó-Valverde, S., H. Degryse and F. Rodriguez-Fernandez (2011), "Lending Relationships and Credit Rationing: the Impact of Securitization,"

 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1910534
- —. D. Marqués-Ibáñez and F. Fernández (2011) "Securitization" Bank Lending and Credit Quality: Case of Spain," ECB Working Paper Series, No. 1329, April.
- Cardone-Riportella, C., C. Samaniego and R. Trujillo-Ponce (2010), "What Drives Bank Securritisation?: Spanish Experience," *Journal of Banking and & Finance* 34, pp.2639-2651.
- Casu, B, Clare, A., Sarkisyan, A., and S. Thomas (2013), "Securitization and Bank Performance," *Journal of Money*, *Credit and Banking*, Vol.45, Vol.8, pp.1617-1658.
- Dilger, R (2014), "Small Business: Access to Capital and Job Creation," CRS Report,

- Congressional Research Service, August
- (2014), "Small Business Administration 7(a) Loan Guaranty Program," CRS Report,
 Congressional Research Service, October.
- Dionne, G., and T. Harchaouri (2003), "Banks's Capital, Securitization and Credit Risk: An Empirical Evidence for Canada, "HEC working paper, NO.03/01.
- Duffee, G. and C. Zhou (2001), "Credit Derivatives in Banking: Useful Tools for Managing Risk?," *Journal of Monetary Economics*, 48, pp.25-54.
- European Central Bank (2011), "Recent Development in Securitisation," February.
- (2013), "Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area; Structural Issues Report
 2013," Occasional Paper Series, No. 151, August.
- European Commission (2004), Study on Asset Backed Securities: Impact and Use of ABS on SME Finance.
- Gorton、G and G. Pennacchi (1995)、"Banks and Loan Sales: Marketing Non-marketable Assets、" *Journal of Monetary Economics*、 Vol. 35、 pp.389-411.
- Grover、A., and K. Suominen (2014)、2014 Summary-State of SME Finance in the United States、(http://www.growadvisors.com/uploads/2/7/9/9/27998715/state_of_sme_finance_in_the_united_states_tradeup_2014.pdf)
- Frank, G., and H. Julia (2007), "Securitisation of Mezzanine Capital in Germany," *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 22, No. 3, pp. 219-240.
- FitchRatings (2011), European SME CLO Performance Tracker, June.
- (2013), Economics of European SME Securitisation Not Working, 03 May.
- Hänsel, D. and J. Krahnen (2007), "Does Credit Securitization Reduce Bank Risk?: Evidence from the European CDO Market," Working paper, Center for Financial Studies, Goethe University Frankfurt.
- International Monetary Fund (2011), "The Future of German Mortgage-Backed Covered Bond and Securitization Markets," *IMF Country Report*, No.11/369.
- Jiangli, W. and M. Pritsker, (2008)." The Impacts of Securitization on US Bank Holding Companies." Federal Reserve Bank of Chicago Proceedings, May, pp. 377-393.
- Jiménez, G., A., Mian., José-Luis, P and J. Saurina (2011), "Local versus Aggregate Lending Channels: the Effects of Securitization on Corporate Credit Supply," BANCO DE ESPAÑA, Documentos de Trabajo. N.º 1124.
- Key, B., Mukherjee, T., A. Seru and V. Vig (2010), "Did Securitization Lead to Lax Screening?: Evidence from Subprime Loans," *Quarterly Journal of Economics*, 125, pp.307-362.
- Kraemer-Eis, H, Passaris, G., and A. Tappi (2013), "SME Loan Securitisation 2.0 Market Assessment and Policy Options," *EIF Working Paper* 2013/19.

- Lang, F., and S. Gvetadze (2014), "European Small Business Finance Outlook," EIF Working Paper, 2014/24, June.
- Larsson , K (2013) , The Rebirth of the Collateralized Loan Obligations , (https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/33349/1/gupea_2077_33349_1.pdf)
- Loutskina, E and P. Strahan (2009), "Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates," *Journal of Finance*, 64, pp.861-889.
- Martin-Oliver、 A and A. Saurina (2007)、"Why Do Banks Securitize Assets?、" XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings. Spanish Finance Association、 Palma de Mallorca.
- Mian 、 A. and A. Sufi (2009)、"The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the Mortgage Default Crisis、" *Quarterly Journal of Economics*、 Vol. 124、 Issue 4、 pp.1449-1496.
- Mills, K., and B. McCarthy (2014), "The State of Small Business Lending," *Harvard Business School Working Paper*, 15-004, July.
- Minton, A., A. Sanders and P. Strahan (2004), "Securitization by Banks and Finance Companies: Efficient Contracting or Regulatory Arbitrage?," Working paper, Ohio State University.
- -., R. Stultz and R. Williamson (2009), "How Much Do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans?, "Journal Financial Service Research 35, pp.1-31.
- Moody's Investor Service (2014), European SME Asset-Backed Securities: A Guide, October 14.
- Nadauld、 D and M. Weisbach (2010)、"Did Securitization Affect the Cost of Corporate Debt?," working paper.
- NFIB Research Foundation (2014), Small Business, Credit Access, and Lingering Recession, January.
- OECD (2014), SME Debt Financing Beyond Bank Lending: The Role of Securitisation, Bonds and Private Placement, 20-21, October
- Parlour, C. and G. Plantin (2008), "Loan Sales and Relationship Banking," *Journal of Finance*, 63, pp.1291-1341.
- Pennacchi, G (1988), "Loan Sales and the Cost of Bank capital," *Journal of Finance*, 43, pp.375-396.
- Petersen M. and R. Rajan (2002) "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending" *Journal of Finance* 57, pp. 2533-2570.
- Sagarra, M., M. Garcia-Cercai and J. Rialp (2011), "The Role of Asset Securitization in Spanish Banks," mimeo
- SEPTEMBER OVERSIGHT REPORT (2010), Assessing the TARP on the Eve of Its Expiration, Congressional Oversight Panel, September 16.
- STANDARD & POOR'S (2013), List of European SME CLO CreditWatch Placements At Jan.17,

- 2013 Following European SME CLO Criteria Update, January, 17.
- Willaims, V (2014), *Small Business Lending in the United States*2013, Office of Advocacy U.S. Small Business Administration, December.
- Shin, H (2009), "Securitisation and Financial Stability," *Economic Journal*, 119, pp.309-332.
- Temkin and Kormendi (2003), "An Exploration of a Secondary Market for Small Business Loans," SBA Office of Advocacy, April.
- Wang、Y. and H. Xia (2012)、 "Bank Monitoring and Corporate Loan Securitization、" mimeo.
- Wilcox, J (2011), "Securitization and Small Business," $FRBSF\ Economic\ Letter$, July 18
- Standard & Poor's Rating Service(2014), "As Peer-To-Peer Lending Draws Wider Interest, Does Securitization Lie In Its Future?, "RatingDirect, April 30.