

『証券経済学会年報』第 51 号別冊
証券経済学会創立 50 周年記念大会
学会報告論文

「欧州における STS securitisation と ECB（欧州中央銀行）の役割」

「欧州における STS securitisation と ECB（欧州中央銀行）の役割」

森谷 智子

嘉悦大学

はじめに

サブプライム問題そしてグローバルな金融危機が生じてから、早 10 年という月日が過ぎようとしている。この金融危機以降、証券化商品は、世界中で組成額が低迷し、さらに害を有するとまで言われている金融商品と評され続けているなか、ECB（European Central Bank、欧州中央銀行）は、欧州における証券化商品市場のリバイバルに向けて積極的な動きを展開している。その第一歩として、ECB は、2014 年以降、高品質な裏付け資産を対象とする証券化商品市場の創設に力を入れてきた。

そもそも 2008 年から 2009 年にかけて生じた金融危機の間、欧州における証券化商品は、デフォルト率が低かったという検証結果が既に提出されているのは周知の通りである。特に、中小企業向けローン、住宅ローン、商業用不動産ローンを裏付けとした証券化商品のデフォルト率が低かったと高く評価されている。そのため、悪の証券化商品と位置付ける見解、そして検証から明確になった欧州における証券化商品市場の状況にはズレが生じているという意見もある。

このような環境のなか、ここ最近、欧州では STS securitisation の注目度が徐々に高まっている。ECB では、欧州における証券化に関する共通ルールおよび STS のフレームワークの策定が要請されてきた¹。また 2016 年 3 月、欧州委員会では STS securitisation に関する規制が提案されている²。その際のドキュメン

トのなかには、健全な欧州の証券化商品市場は、欧州経済を支援する有意義的なもの且つ必須なものとして賛同されている。

そこで、本報告論文では、最初に、欧州におけるキャピタル・マーケットについて概観する。次に、欧州における証券化商品市場の現状について論じたうえで、注目されつつある STS securitisation とは何かを具体的に示すとともに、その基準について整理する。さらに、STS securitisation を推進していく中での抱える問題点について論じる。そのうえで、欧州における証券化商品市場における中心となる機関、とりわけ ECB の役割について検討する。最後に、STS securitisation が、もしくは証券化商品そのものが CMU（Capital Market Union）に貢献することになるのかについて検討し、今後の課題について論じる。

I. 欧州におけるキャピタル・マーケットの現状

欧州では、SMEs（Small and Medium Enterprises、中小企業）のための証券化商品市場を進めるための施策が検討されつつある。なぜ、欧州では、証券化商品市場を推し進めよう、さらには回復させようとしているのであろうか。これまで筆者の論文でも論じてきたように、2008 年に発生したグローバルな危機以前の欧州における証券化商品のデフォルト率は小規模であったことが既に検証されている。これを受け、欧州における証券化商品の裏付け資産の質が高いということが

¹ 欧州では、従来から高品質な裏付け資産によって組成されていたことを受けて High-quality という表現を強調することになったものと推測される。そのため当初から、High-quality securitisation という言葉が先行していたが、High-quality そのものに定義付けすることが困難となり、その後 qualifying securitisation という言葉が活用されるようになった。最終的に、現在では STS（Simple, transparent and standardized）

securitisation という表現が活用されている。

² STS の提案、可決を経て、2016 年 11 月に欧州議会の ECON（経済金融問題委員会、Economic and Monetary Affairs Committee）にて、採決が予定される運びとなった。

明らかになっている。このことが、証券化商品市場の回復を後押しする契機にもつながっているものと、誰もが推測するところである。

また、欧州において証券化商品市場を押し進めようとする他の理由もある。その理由とは、欧州での証券市場を活用した資金調達力を高めようという狙いが孕んでいる。さらに、この背景には、欧州における証券市場の活性化に向けた動きがあげられるであろう。

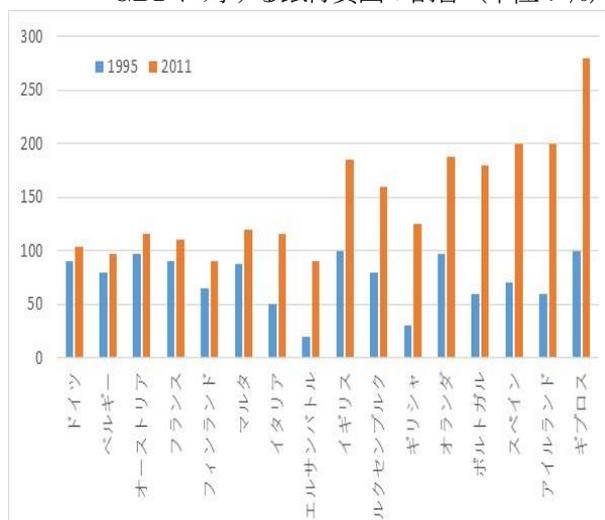
次に、欧州企業における資金調達の現状をみると、証券市場での資金調達の割合は僅か 20~30%に留まっている³。そのため、金融機関からの借り入れは 70~80%と非常に大きな割合を占めている。つまり、金融機関からの借入れに依存する企業が多く存在していると同時に、証券市場そのものが活性化していないということを意味しているのであろう。他方、米国では、欧州とは正反対の傾向が生じている。すなわち、証券市場の機能が活かされた状況であるということは周知の通りである。

続いて、EU 諸国における GDP に対する銀行による貸出の割合についてみる。図 1 から理解できるように、ドイツ、ベルギー、オーストリア、フランスは、1995年から2011年にかけて僅かな上昇に留まっていることが理解できる。他方、ギリシャ、ルクセンブルク、イタリアなどは大幅に拡大している傾向が見られる⁴。また、非金融会社の債務（対 GDP）について見ると、米国、ドイツに関しては、横ばいの数値を維持しているが、特に、スウェーデンは急激な上昇が見られる（図 2 参照）。さらに、EU 全体における非金融会社の債務に関して、米国と比較すると、2 倍の規模を有していると主張する声もある⁵。このことから、欧州では金融機関からの資金調達が中心となっていることが明らかである。

勿論、英国の資本市場は、米国の構造と匹敵する規模を築いている。その一方で、限られた地域であるが、イタリアそしてドイツでは、株式や社債の発行は小規模であるということも指摘されている⁶。このことから、

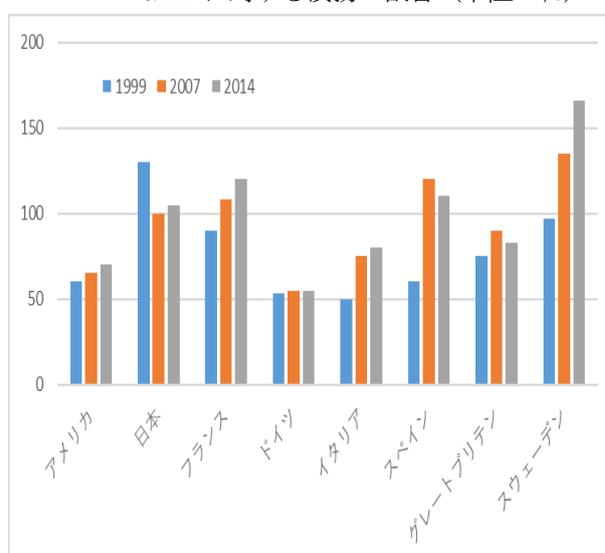
EU 諸国における企業の資金調達手段にばらつきが生じている。

図 1 EU 諸国における GDP に対する銀行貸出の割合（単位：％）



（出所）ESRB（2014），“ASC Report Is Europe Overbanked?”, No.4, June, p.3.

図 2 非金融会社における GDP に対する債務の割合（単位：％）



³ Dombret and Kenadjian (Eds.) (2015), p. 1.

⁴ 2010年以降、ギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガル、ギリシャは、EU および IMF から金融支援を受けている。但し、現在（2016年8月時点）、アイルランド、スペイン、ポルトガルは既にその支援を終了させている。

⁵ Dombret and Kenadjian (Eds.) (2015), p.12.

⁶ 但し、ここ最近では、イタリアにおける中小企業による社債発行が徐々に増加しつつある傾向が見られる。このことから、社債市場の発展が期待できると思われる。

(出所) FSB (2015), “Corporate Funding Structures and Incentives Final report”, 28 August, p.4 から抜粋。

Dombret and Knadjian (Eds.) (2015)は、2008～2009年の金融危機以降、金融機関による貸出能力が脆弱化していると指摘している⁷。この指摘から、企業があまにも金融機関の貸出に依存することによって、金融環境の変化により、資金調達が困難になる可能性があるということを検討しなければならない時期にきていることは誰もが考えていることであろう。さらに、この状況を踏まえると、金融機関への過度な依存から脱し、他の資金調達手段を検討するのであれば、欧州では伸びしろのある証券市場の活用が注目されることになる。また、ここ最近では、中小企業の資金調達手段として証券市場の活用が一層強く望まれるようになってきている傾向が見られる。

2015年2月、欧州委員会(European Commission)では、CMU(Capital Market Union、単一資本市場)の創設に関する提案が報告され、同年10月、Green Paper(リテール金融サービスに関する討議文書)が発表された⁸。このCMUとは、「EU内で、投資家や資金を必要とする事業者などが、国境を越えて、より自由に、より容易に資本市場にアクセスできるようにする⁹」、いわゆる単一資本市場を意味している。

このGreen Paperでは、欧州委員会によって提案された3つの政策が紹介されている。第1に、資本市場へのアクセスの改善をあげている。特に、中小企業などのための資金調達手段の多様化および長期的な資金調達手法の必要性を掲げている。第2に、機関投資家などに投資機会の提供および多様化を謳っている。そのうえで、第3に、金融仲介プロセスの改善を通じて、投資家と投資機会の関係性を高めようということを紹介している。

欧州委員会でも、中小企業の資金調達手法について

言及するのであれば、その調達手段が限定されているため、懸念を抱いているものと推測される。このことを契機に、CMUの創設に積極的な行動を展開しているようにも考えられる¹⁰。2015年2月18日に欧州委員会では、以下の事項を記載したペーパーが発表されている。そこには、2013年、EUにおける中小企業の35%は、金融機関(銀行)に求めることができる資金調達手段が制限されているという、その実態についてのメッセージが寄せられている。この現象は、EU諸国によって大差が見られる。たとえば、ギリシャおよびオランダでは65%以上の資金調達難の中小企業が存在する一方で、ドイツやフィンランドでは、20%以下であるという数値が報告されている¹¹。様々な金融危機により、金融機関の貸出余力ばかりではなく、EU諸国の財政状況が、中小企業への貸出余力にも影響を及ぼしているのではないかと考えられる。つまり、中小企業への貸出しに至るまで余力がない事情が推測される。

さらに、欧州委員会では、中小企業の貸出債権の証券化について、2007年と2014年を比較すると、その発行額が半減されているのではないかと注目している。こういったことから、中小企業に資金が供給されていない、もしくは供給できないということが明確になっている。

このような金融環境から、国境を越えたCMUの創設と構築が求められるのも当然のことである。その一部の柱として、証券化商品市場の回復にも期待が寄せられている一因にもなっているであろう。これに加え、長期的な融資を行っているEIB(European Investment Bank、欧州投資銀行)では、すでに小規模の新しい融資プログラムを提供している。このようなことから、今後、証券化商品市場に影響を及ぼすことになるのではないかと期待もできる。そこで、次に現在、欧州で注目されている証券化商品とは、どのようなものであるのかについて概観していく。

⁷ 同上。

⁸ 欧州委員会が、CMUを創設する目的として以下のことをあげている。第1に、欧州における経済発展のため、さらに、雇用の促進と成長を実現するための資金調達源としての資本市場の強化を謳っている。第2に、CMUを機能させていくための障害となるものを排除していこうということがあげられている(同上)。

⁹ 堀内勇世(2016), p.2。

¹⁰ 江川由紀夫氏によると、「CMUのネタとしてSecuritisationやSTSくらいしかないため、STSが主役のように扱われている、と認識にしている(2016年9月18日証券経済学会全国大会)」という助言を頂いている。

¹¹ European Commission(2015a)を参照。

II 欧州で注目されている STS securitisation

1. 欧州における証券化商品市場の現状

欧州では、STS securitization もしくは STC(Simple, transparent and comparable) securitisation という表現が数多く見られるようになってきている¹²。昨年から、STS securitisation とは、どのようなものであるのかについて、そのフレームワークなどが明らかにされてきた。

欧州委員会では、CMU を創設するために、2015 年 9 月に、証券化に関する共通となるルールを策定する規制を提案するとともに、STS securitisation のフレームワークを発表した。また 2016 年 2 月に、欧州議会による発表資料でも、証券化は、金融市場の機能を活性化する重要な要素を有していると評価している¹³。しかしながら、欧州の証券化商品市場の状況を見ると、その発行額が大きく回復していないため、市場の発展性に疑問を持つ声も多いのではないかと推測される。

欧州議会でも、米国の証券化商品市場は、サブプライム危機以降、急激に回復傾向が見られている反面、欧州では、証券化商品がデフォルトする可能性が低かったという現実にも関わらず、衰退したままであるということに懸念を抱いている。衰退した状態が続いている理由として、欧州では公的な支援が欠如しているということをあげている。

そのことを裏付けるかのように、米国と欧州の回復の相違について、いくつかの要因が指摘されている。欧州議会でも言及しているように、米国における Fannie Mae や Freddie Mac によって組成された MBS (Mortgage Backed Security, 住宅ローン担保証券) には、暗黙の「政府保証」があたかも付与されたかのような信用力を有する証券化商品が発行されている¹⁴。それに加え、米国では ABS (Asset Backed Security, 資産担保証券) を組成する際、証券化のための適格な裏付け資産に恵まれていることがあげられている。特に、学生ローンおよび自動車ローンを裏付けとする証券化商品の組成が積極的に展開されている。他方、欧州では、「政府保証」が付与されたような証券化商品は存在していないことが主張されている。

さらに、欧州における銀行は、住宅ローンを証券化したとしても、そのローンの大部分はバランスシートに残されたままである。また、欧州では、学生ローンを裏付けとした証券化商品は組成されていないという声もある。しかしながら、ここ最近では、教育において無償化から有料化する学校も見られることから、今後、教育ローンを裏付けとした新たな証券化商品も台頭する可能性もあるのではないかと期待される。

そこで、STS securitisation の適格な基準とは何かについて概観する。

2. STS securitisation の適格な基準

2015 年に公表された欧州委員会による STS securitisation のフレームワークでは、simple と transparent and standardized に分類し、簡単なフレームワークについて説明されている¹⁵。その際、それぞれについて分類し、以下のように紹介されている。まず、simple では以下の 4 つが掲げられている。第 1 に、証券化商品の裏付け資産は同種のローンでなければならない。第 2 に、再証券化商品を組成することは許されない。但し、再証券化であることによって要件を満たさないというだけであり、組成を禁止するものではない。単に、CRR (Capital Requirements Regulation, 自己資本規制) において不利な扱いを受けるだけと位置付けられている。第 3 に、ローンに関するデフォルトリスクを見積もることができる長期の信用履歴を保管しなければならない。第 4 に、ローンの所有権は証券化の発行体に移転しなければならないと記されている。

ここ最近、発表された新しい基準には、このフレームワークを詳細に説明するような新しい基準が設けられている。図 3 で示されたものを見ると、関係する事項によりいくつかのカテゴリーに分類されている。まず第 1 に、EU 国内で証券化商品が組成されたものに限定されている。第 2 に、法律的な効力を満たす組成と専門家の意見が反映できるような環境作りをあげている。第 3 に、ABCP に関して不利のない取引を築くための基準が設定されている。さらに、デフォルトの可能性のあるような信用が損なわれている裏付け資産

¹² 欧州委員会および EBA は、STS securitisation を、BCBS や IOSCO は STC securitization という表現により、新しい証券化の形を説明している。

¹³ European Parliament (2016), p.2.

¹⁴ Dombret and Kenadjian(Eds.)(2015),p.55.

¹⁵ European Commission(2015 b),p.4 および森谷(2015), p.2-2-4 参照。

を排除することにより調和のとれた同等のレベルのもので組成することを促す基準、またレベルの高い裏付け資産で組成するような基準が構築されている。このような基準設定から、プールされた中身が明確化されたようなものを裏付けに組成されることを意味していることが理解できる。

図3 STS securitisation.の基準①

Simplicity

*オリジネーター、スポンサー、SPVはEU内に所在	*EUによる監視機能が働いているスポンサーが提供するABCプログラム *全ての取引における流動性そしてクレジットリスクに対してスポンサーによって支援が受けられるABCプログラムであること
*真正売買に関する質の良い弁護士による専門的な意見の提供 *真正売買・譲渡・移転する際に、裏付け資産に関して法的な効力を有する取引が可能であること	*コールオプション、延長条項、他の条項が付与され、満期に影響を与えるようなABCプログラムは排除すること
*デフォルトの可能性がある裏付け資産をABSに組み込むことはできない *信用が損なわれている債務者、保証人に関係している裏付け資産は適用しない	*裏付け資産は、調和のとれた資産で統一 *オリジネーターは、適切な裏付け資産を活用

再証券化してはならない

(資料) Norton Rose Fulbright (2016) , “STS securitization practical guide”(http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/technical-resources/capital-markets-union/investing,2016年4月19日アクセス) により作成。

続いて、transparent and standardized については5つの事項が挙げられている。第1に、証券化の裏付け資産は、同等の貸出基準を用いて融資された債権を対象としなければならない。つまり、このことはリスクが均等である裏付け資産を用いることを強調している。さらに、“cherry-picking”の債権の使用は認めないことをも付け加えている。すなわち、質の悪い債権を排除することを目的としている。第2に、ローンポートフォリオの少なくとも5%はオリジネーターが保有しなければならない。第3に、ドキュメント(公文書)は、組成するうえでのストラクチャーに関して詳細な説明をしなければならない。第4に、裏付けとなる債権に関するデータは継続的に報告しなければならない。

第5に、証券化商品の組成に関わる全ての重要な関係者の契約上の義務、責務そして責任について明確にしなければならないことをフレームワークとして提案している。

次に、Transparency について見ると、データの提供により、投資家に対してプールの中身が明確になるような施策を設けている(図4参照)。サブプライムローン問題が生じた際、証券化に関する裏付け資産のデータに関して短期的なものでデフォルト率を算出していたという問題が明らかになっている。今回の新たな基準では、欧州委員会は、売上債権および短期的な債権については、少なくとも3年間のデータの提供を基準としている。この年数が妥当であるのかは、現在のところ、判断することはできない。しかしながら欧州では、サブプライム問題そしてグローバルな金融危機が生じる以前に組成した証券化商品の裏付け資産が高品質であったことから、短期的に回収できるものに関しては、短期のデータで十分であることを意味しているものと考えられる。また、証券化商品の投資家に対しては、価格付けに関する継続的な情報を提供することも基準の1つとして取りあげられている。

図4 STS securitisation.の基準②

Transparency

*ローンのレベルに関して、時系列でのデータおよび動的データによる価格設定	*価格を設定する前に、article5(1)に基づいて要求された全ての情報として、資産運用、信用に関する質のデータをも提供する *組成構造、支払いの優先順位、取引の概要、目録見書の詳細も含む
*売上債権および短期的な債権に関しては、少なくとも3年間のデータの提供 *オリジネーター、スポンサー、SPVによって提供された他のエクスポージャーについては5年分のデータを提供	*オリジネーター、スポンサー、発行体は適格投資家に対して報告書を提供 *オリジネーターもしくはスポンサーは、ABSの投資家に設定価格に関するキャッシュフローモデルを継続的に提供

(資料) 図3と同じ。

さらに、Standardized の基準を見ると、リスクリテンションの要求を満たすこと、そして売り手である金融機関に関しても取引レベルに応じたリスクを抱える

ことを基準として導入されている(図 5 参照)。このような基準は、金融機関が証券化商品を組成するうえで、リスクそのものに責任をもたせるようなインセンティブを与えるものになると言えよう。このことにより、裏付け資産の標準化というよりも、適格かつ高品質な資産により組成することが期待された基準となっている。また、投資家とのトラブルについても解決するための手法を有することも基準のなかで要求されている。

以上、述べてきたような明確な基準により、誰もが見ても、複雑化していないシンプルな構成であること、プールの中身の透明性が高いこと、そしてサービスが行き渡った標準化された証券化商品の組成、またそれらに関わる機関の責任の所在を追及したものになっていると考えられる。また、データの継続的な公開により、デフォルトリスクがより一層明確化するような透明性かつ標準性が伴った証券化商品市場が構築するものと期待されていると言えるだろう。

次に、STS securitisation を支える ECB の役割と期待について論じる。

図 5 STS securitization.の基準③

Standardisation

*リスクリテンションの要求を満たすこと	* ABCP プログラムのために、スポンサーは 5% の資産運用利益を維持すること * 売り手は、取引レベルに応じて、リスクを抱えなければならない。
* カウンターパーティーの入替(補充)の準備	* 非ヘッジングデリバティブを組み込まない
* 資産運用サービス、受託サービス、他の附帯サービスの標準化	* 投資家による紛争を解決する手法を有している ABS

(資料) 図 3 と同じ。

III STS securitization を支える ECB の役割

証券化を組成するにあたり、多くの利害関係者が存

在する。たとえば、オリジナル・レンダー、オリジネータ、スポンサー、SPPE、アンダーライター、格付会社、第 3 の信用補完、スワップカウンターパーティー、サービサー、信託、そして投資家など、多岐に渡る関係者により複雑なスキームによって組成されていることは周知の通りである。

なぜ、証券化商品市場におけるサブプライムローン問題およびグローバルな金融危機が生じたことになったのかについて、これまで様々な実証研究が紹介されてきた。ECB においても証券化商品市場を回復させるための施策について EBA (European Bank Authority, 欧州銀行監督機構) などの機関とともに施策を検討してきたのは明らかなことである。

また、これまで筆者も金融危機を招いた金融機関によるお金の流れの問題、さらには証券化商品を組成する投資銀行と格付会社の利益相反の問題をも提起してきた。この格付会社の問題に関しては、米国の GAO (General Accounting Office, 米国会計検査院) などを中心となり、利益相反の問題を解決するような施策が検討されてきたが、2008 年から 2009 年の金融危機以前と手数料の支払い問題について何ら変化のない、なお且つ改善が行われていない状況が続いている。他方、欧州では証券化商品の裏付け資産の質を維持していくためにも、格付けに対する技術の標準化を重視している。

このように、STS securitisation を実現するための工夫が施されているものの、フレームワークが提案された時期から、いくつかの問題点が残されていた。森谷 (2015) でも紹介したが、欧州の Financial Services Chief の Lord Hill 氏は、STS securitisation を組成するに際し、STS の基準が充足されているのかを決定する責務を負うのは発行体および投資家であるとの主張に対して、フランスの AMF (The Autorité des marchés financiers, フランス金融市場庁) の最高業務責任者 (Managing director) の Eliet 氏は、投資家ために、STS を満たしているのかを見分けるのは、利害関係のない規制された第 3 者に委ねるべきであると同時に、裏付け資産に関する質を判定する要素として、格付けは参照してはならないと反論している¹⁶。

前節で記された基準を見て理解できるように、STS securitisation のフレームワークが提案されていた時

¹⁶ FINANCIAL TIMES (2015), “France warns that EU securitization push lacks ambition”, 26

October, および森谷 (2015), p.1-2-7 参照。

から懸念されていた事項として取り上げられている。その要件を満たしているのかどうかについて判断する機関が不在していることは、基準が明らかになった現在に至っても問題として残されている。そこで、STS の基準を浸透させていくためには、明らかな基準を設定するだけでなく、どの機関がそれを判定や評価をするのが重要になってくるものと思われる。

勿論、金融機関（投資銀行）は、証券化商品を組成する段階で裏付け資産が STS の基準に見合うものであるのかを見定める必要がある。このような指摘に対し、欧州議会で CRR 等の採決が行われる際に、これらの問題について明確になるであろうとの声もある。

また、従来から、証券化商品は、投資家による投資への要望があるからこそ発行されるものである。欧州における証券化商品市場は、国々によって発行状況に相違が見られることから、投資家による投資への温度差も異なるものと考えられる。そのため、欧州で組成された証券化商品の質が高かったと評価されているが、投資家による投資意欲をより一層高めるためにも証券化商品の安全性をこれまで以上に訴える必要がある。そこで、ECB による証券化商品のさらなる買取りを含め、市場全体を支えていくことも考慮していかなければならない。このことが ECB の今後の役割として、強く求められるものと考えられる。ECB による買取り業務への取り組みを強化することにより、投資家の購買意欲も高まるものと推測される。

最後に、証券化商品市場の発展は、CMU の発展に貢献するののかについて検討する。

IV 証券化商品市場は CMU の発展に貢献するのか

証券化商品市場は、中小企業の資金調達的手段として定着させようという動きが続いている。前述したように、欧州では直接金融への依存が約 80% を占めているが、中小企業が多く所在する諸国での融資はローカルな銀行が中心となっているであろう¹⁷。Dombret and Kenadjian(Eds.)(2015)は、2009 年に金融危機が生じた際、欧州における政策立案者は素早く反応し、信頼回復そして金融の安定化を実現してきたと評価し

ている¹⁸。さらに、金融市場における規制については、徹底的に見直され、銀行はさらに信頼性を高め、金融市場は透明性を増していると主張している。

CMU の創設は、EU 内の経済成長を促すことになるとの声が多く寄せられているが、そのことを実現させるためには、資金調達コストの削減、銀行依存からの脱却、企業の資金調達手段を証券市場に仕向けることから着手しなければならないであろう。その中心となるのが、中小企業のための証券市場である。

前述したが、CMU の目的の一つとして、中小企業の証券化商品市場の促進をあげている。SMEs securitisation の組成に関しては、欧州における証券化商品全体の 10% にも満たない状況が続いている。このようなことから理解できるように、果たして証券化商品市場の発展に結び付くことができるのであろうかと疑問を抱くところである。しかしながら、金融危機が生じた 2008 年から 2009 年における SMEs securitisation に関するデフォルト率は 0.1% と非常に低い数値である。この点から、安全性が高い証券化商品が組成されることが期待できるため、投資家による購入意欲が高まることになるのではないかと予想される。

Filipe, Grammatikos and Michala (2016) は、中小企業は、経済において重要な役割を担う役割を有していると主張している¹⁹。OECD 諸国において、全企業の 99% は中小企業が占めていると同時に、ビジネスに付加価値を付けて貢献しているとも評価されている。また、中小企業は雇用の創出と言う役割を担っていることは、様々な国でも共通する事象である。ここ最近、なぜ、CMU が重要なのかについて多くの言及が寄せられている。その要因として中小企業による証券市場へのアクセス、銀行依存からの脱却があげられている。

Dombret and Kenadjian(Eds.)(2015)は、全ビジネスのおそらく 5~8% の限られたグループが成長に対する強い野心を有していると同時に、雇用創出の源泉としての成長を期待していると主張している²⁰。このように、成長が望める企業にとっての証券市場の存在は、株式や社債発行の機会を提供すると同時に、その

¹⁷ みずほ銀行の海外での貸出残高を見ると、全体の約 20% は欧州における融資である。しかしながら、欧州における大手企業への貸出が中心となっている、という状況もある（2016 年 9 月 8 日、シリコンバレーでの講演）。

¹⁸ Dombret and Kenadjian(Eds.)(2015),p81.

¹⁹ Filipe, Grammatikos and Michala (2016), p.112.

²⁰ Dombret and Kenadjian(Eds.)(2015),p82.

企業にとっての市場での調達、将来にわたって成長するための重要な場になるであろうとも期待されている。しかしながら、このような考えは、最終的に証券市場にアクセスすることが出来るのは、限定された企業であり、中小企業自身が証券市場での資金調達が不可能であるとも思わせるような表現でもある。それを踏まえてなのか、推測は困難であるが、証券市場は銀行による中小企業への貸出を直接的にサポートすることができることを述べたうえで、証券化という金融技術により銀行が抱えるリスクを軽減できる。同時に、銀行のポートフォリオの一部分を証券化することにより、貸出機能が活性化し、中小企業の資金調達へのニーズに満たすことができることを主張している。さらに、これらの資産に興味を有する機関投資家に証券化商品を販売することも可能であると主張している²¹。このことから、銀行にとってはリスクの軽減、機関投資家にとっては投資する金融商品の多様化になることは、従来の魅力と大きな違いはないが、両者にとっては重要な意義がある。

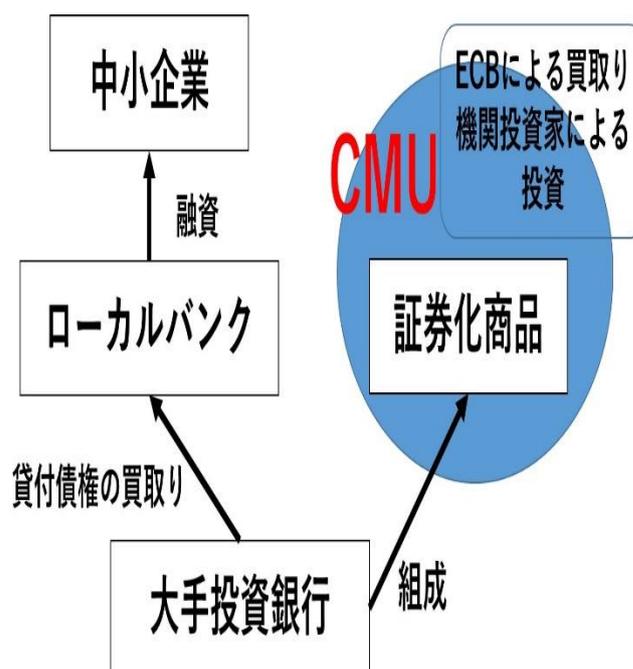
以上から、STS securitisation における基準の発表、CMU の創設は着手されたばかりである。CMU の発展に証券化商品市場が貢献するのかは、現時点では未知である²²。しかしながら、企業の規模にかかわらず証券化という技術を活用し資金調達が可能にするような環境が整備されつつある。前述したが、資金調達手段が限定されているような中小企業に対しても融資の支援プログラムが提供されている。また、このような中小企業は、ローカルバンクからの融資を受けているのは周知の通りである。

証券化商品は、特定の金融機関（投資銀行）だけが組成することができるものであるものの、ローカルバンクが証券化商品の組成に参加することにより、これまで以上に証券化商品の発行額が伸びるものと期待される。その際、大手投資銀行がローカルバンクから中小企業の貸付債権を買い取り、証券化商品を組成するようなプロセスから開始することにより、有効的かつ合理的ではないかと考えられる（図 7 参照）。

そこで、今後の課題として、中小企業の貸付債権が

証券化商品の組成の対象になることにより、中小企業にとっても長期的な資金調達手段の多様化にもつながるものと考えられる。また、昨年から、欧州委員会、EIF (European Investment Fund、欧州投資ファンド)、そして EIB が小規模ビジネスの資金調達のための支援機関である SISI (SME Initiative Securitisation Instrument) の活動に着手している²³。このプログラムの下で、保証もしくは買取業務を通して、SISI が証券化商品のクレジットリスクを引き受けていく構想が報告されている。このような活動により、中小企業のための証券化商品市場が確立することにより、緩やかな回復傾向が見られるであろうと考えられる。そのためにも、ローカルバンクが如何にして証券化商品市場と関わっていくべきなのかについて検討する必要がある。

図 7 中小企業の証券化を促進するための流れ



²¹ 同上。

²² 江川由紀夫氏は「CMU といっても、政策ネタが他にないので、STS を初回の目玉としてあげている、と認識している（2016 年 9 月 18 日証券経済学会全国大会）」という助言を頂いている。

²³ Michel, Melodie (2016), “EU boosts SME lending through securitization”, April,

(<http://www.gtreview.com/news/europe/eu-boosts-sme-lending-through-securitisation-scheme/>, 2016 年 9 月 1 日アクセス)。

(参考・引用文献)

- [1] 堀内勇世 (2016), 「EU の目論見書ルール改正案の概略 EU 目論見書指令の見直し提案の概略」『大和総研』, 2月。
- [2] 森谷智子 (2015), 「欧州における証券商品市場への期待~high-quality を考える」『嘉悦大学研究論集』第 57 巻第 2 号、3月。
- [3] 森谷智子 (2016), 「欧州発: High-quality securitization とは何であったのか~STS の誕生~」『証券経済学会年報』第 50 号別冊。
- [4] Anonymous (2009), *Recent Innovations In Securitization*, SCHOLAR'S CHOICE, September.
- [5] Berg, Gunhild and Kirschenmann, Karolin(2015), “Funding Versus Real Economy Shock : The Impact of the 2007-09 Crisis on Small Firms’ Credit Availability”, *Review of Finance*, 19.
- [6] Dilly, Mark and Mahlmann, Thomas(2016), “Is There a Boom Bias in Agency Ratings”, *Review of Finance*.
- [7] Dombret, Andreas and Kenadjian, Patrick S. Eds. (2015), *THE EUROPEAN CAPITAL MARKETS UNION A VIABLE CONCEPT AND A REAL GOAL?*, INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE SERIES.
- [8] European Commission (2015a), “Capital Markets Union Unlocking funding for Europe’s growth”, (http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm, 2016年8月20日アクセス)。
- [9] European Commission(2015b), “A EUROPEAN FRAMEWORK FOR SIMPLE AND TRANSPARENT SECURITISATION”, 18 February, (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/index_en.htm, 2015年10月1日アクセス)。
- [10] European Parliament (2016), “Common rules and new framework for securitization”, February, ([http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI\(2016\)586624](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2016)586624), 2016年8月15日アクセス)。
- [11] Filipe, Ferreira Sara., Grammatikos, Theoharry and Michala, Dimitra (2016), “Forecasting distress in European SME portfolios”, *Journal of Banking & Finance* 64.
- [12] Lannoo, Karel (2015), “Which Union for Europe’s Capital Markets?” *ECMI Policy Brief*, No. 22, February.
- [13] Tuckman, Bruce(2016), “Derivatives : Understanding Their Usefulness and Their Role in the Financial Crisis”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 28, No. 1, winter.
- [14] Saaskilahti, Jaakko(2016), “Local bank competition and small business lending after the onset of the financial crisis”, *Journal of Banking & Finance* 69.

*本研究は基盤研究 (c) 15K03629 の助成を受けたものである。