

博士論文

中国における証券化に関する研究
—証券化の可能性を中心として—

平成 27 年 1 月

長崎大学大学院経済学研究科

経営意思決定専攻

曹 樞

中国における証券化に関する研究
—証券化の可能性を中心として—

曹縦

目次

序章.....	i
第一節 研究背景.....	1
第二節 市場の資金供給能力, 銀行の資産固定化, シャドバンキング問題.....	2
第三節 証券化の役割.....	4
第四節 研究目的と方法.....	5
第五節 本論文の構成.....	6
第一章 証券化に関する理論.....	9
第一節 証券化に関する定義.....	9
1. 証券化の定義に関する先行研究.....	9
2. アセット・ファイナンス, 流動性と証券化の関係.....	12
3. 本論文における証券化の定義.....	16
4. 証券化の分類.....	17
第二節 証券化の構成要素および仕組み.....	20
1. 証券化の要素.....	20
2. 証券化の参加者と仕組み.....	24
第三節 各国における証券化.....	27
1. 米国の証券化市場.....	28
2. 日本の証券化市場.....	33
3. 欧州の証券化市場.....	35
第二章 中国金融市場の構造.....	40
第一節 中国金融市場環境の変化.....	40
第二節 中国における企業への資金供給の現状.....	43
1. 企業部門への資金供給に関する先行研究.....	43
2. 金融市場の成長と中小企業を中心とする資金調達の困難さ.....	44
3. 中国における金融市場の資金供給能力.....	46
第三節 銀行の資金供給機能.....	53
1. 銀行部門の資金不足問題.....	54

2.	銀行部門の国有企業を重視する姿勢.....	60
第四節	シャドーバンキング問題.....	63
1.	シャドーバンキングに対する先行研究.....	63
2.	シャドーバンキングの規模と影響.....	64
3.	シャドーバンキングへの依存.....	67
第三章	中国における証券化市場.....	70
第一節	証券化市場の設立.....	70
1.	証券化導入の契機.....	70
2.	証券化市場設立の経緯.....	71
3.	国内市場の整備条件.....	73
第二節	中国における証券化市場.....	75
1.	銀行証券化市場.....	76
2.	企業資産証券化市場.....	81
第四章	中国における証券化の効果.....	89
第一節	証券化による影響の先行研究.....	89
1.	金融市場に対する影響.....	89
2.	参加者に対する影響.....	92
第二節	貸付債権証券化.....	97
1.	先行研究.....	97
2.	貸付債権証券化のケーススタディ.....	100
3.	分析結果.....	109
4.	金融システムに対する影響.....	113
5.	貸付債券証券化市場の現状.....	114
第三節	企業資産証券化.....	116
1.	先行研究.....	116
2.	企業資産証券化のケーススタディと分析結果.....	118
3.	企業部門への資金供給不足問題に対する影響.....	122
第五章	中国証券化市場の課題.....	126
第一節	法規と会計基準の不備.....	126

1.	法規	126
2.	会計基準	129
第二節	再証券化の可能性と問題点.....	131
1.	CD0 証券について	131
2.	中国における CD0 の可能性	133
3.	CD0 証券のリスク	134
4.	証券化市場政策に対する提言	137
終章	.....	140
第一節	本研究の結論.....	140
第二節	本論文の貢献.....	141
第三節	今後の課題.....	142
参考文献	.....	143
【英語文献】	.....	143
【日本語文献】	.....	146
【中国語文献】	.....	148
【ウェブサイト】	.....	153
謝辞	.....	155

序章

第一節 研究背景

「改革・開放」政策の実施から 30 年余り、中国の資本市場は目覚ましい発展を遂げてきた。2011 年には国内総生産（Gross Domestic Product: GDP）が約 39 兆 7983 億元（約 514 兆円）に達し、世界第 2 位の経済国にまで成長した¹。経済規模の拡大に伴い企業への資金供給の役割を果たしている金融市場の重要性も増している。中国における金融市場は確立から 30 年あまりにすぎないが、その役割は極めて大きなものである。2013 年 9 月 13 日に中国の中央銀行である中国人民銀行によって公表された金融から実体経済へ供給される資金の総額を示す指標の「社会融資規模統計報告」によれば、2002 から 2013 年まで中国の社会融資規模は 2 兆元から 17 兆 3168 億元に拡大し、年平均成長率に換算すると 23% に達したとしている。これは中国における金融市場は今や経済システムの重要な一部として、経済発展の原動力となっていることを示すものである。

しかし、金融市場の著しい成長の裏腹に、主要な資金供給先である企業部門への資金供給は必ずしも順調とはいえない。2008 年のサブプライム問題に始まった金融危機は金融システムに大きな打撃を与えた同時に、実体経済にも大きな影響を与えた。中国の輸出の伸び率は 2007 年の 20%以上から一気に 2008 年の 8%に下がり、さらに 2008 年の 11 月にはマイナス成長を記録している（商務部(2008)）。この事は輸出が大きい割合を占める中国の中小企業にとって大きな痛手となり、「中国中小企業発展報告(2008-2009)」によると 2008 年には約 6.7 万の中小企業が破綻した。さらに 2011 年にインフレ抑制対策の一環として中国人民銀行により一年間に 4 回の利息引き上げ、10 回の準備預金率の引き上げなど一連の金融緊縮政策が行われるたびに大量な中小企業の倒産が引き起こされている（李ほか(2009)）。こうした相次ぐ中小企業を中心とする大量倒産の原因は単に経済環境の悪化による影響とは考え難く、その背景には中国における企業財務状態の脆弱さがあると考えられる。かねてから中小企業を中心に資金調達問題は途上国だけではなく、先進国の中小企業が直面している問題の中においても最大な問題であると李ほか(2009)は指摘している。企業の設立、生産、販売そして規模の拡大をする際には資金が不可欠であり、資金調達を円滑に行えることは、企業の健全的な成長に繋がる。

¹ 中国統計年鑑(2012)による。

しかし、中小企業の場合には情報の非対称性によって経営内容が把握しにくいことや信用リスクが大企業と比べて大きいことから各国の中小企業が直面する資金調達の問題は深刻である。これに加え各国と比べ、中国の銀行部門による中小企業への貸し渋りや中小企業の直接金融手段の欠如など金融市場の各面において大きな問題や欠陥が存在するため中国の中小企業の資金調達はより深刻な状況である。

この状況に対し、中国政府によって打ち出された金融政策の基本方針として、資本市場の実体経済への資金供給機能を強調し、資本市場の多層化や金融商品の多様化などの対策が盛り込まれている²。2012年の9月に資産担保証券の試験的発行を再開させたことがこの政策の一環と見られている。2008年9月の米国で起こったサブプライムローン問題による金融危機以降、証券化の市場が縮小もしくは事実上消滅した国も多いなかで、資産証券化取引の再開に踏み切ったことは資産証券化をはじめとする非伝統的な金融手段が中国の資本市場に対して補完的役割を果たし、企業への資金供給状況を改善ならびに資本市場による資金供給機能の増強につながるとの期待の現われと推測できる。このような背景の基で、証券化の意義や効果、さらに中国金融市場に対して作用するメカニズムに対する研究は重要性の高いものと考えられる。

第二節 市場の資金供給能力、銀行の資産固定化、シャドバンキング問題

1984年に最初の株式流通市場が誕生して以来、中国の金融市場には20年あまりで極めて大きな構造変化が起こった。現在では株式市場をはじめとして企業債権、金融債権市場などが確立されたことにより、市場化された金融システムの原型が形成されつつある。しかし、金融の全体構造に着目すると国有銀行の国有企業重視傾向や金利の固定化で中小企業融資への影響による銀行部門全体の信用創造能力の低下と債券、株式の厳格な発行規制による直接金融手段の欠如などの問題が存在している。これら資本市場の構造上に存在する問題により、中国において企業が資本市場からスムーズに資金調達を行えない状況を作り出している。この傾向は企業の所有制や規模によってさらに格差が存在し、特に中国の企業のほとんどを占める民営中小企業の融資環境は劣悪なもので銀行部門、株式市場、債

² 「金融の経済構造調整と経済発展方式の転換及び高度化へのサポートに関する指導意見」（国务院弁公庁発表（2013）により公表）。「指導意見」は十項目から構成され、うち第三項「金融資源を整理して零細企業の発展を支持する」、第七項「多層的な資本市場の発展を加速させる」、第九項「民間資本の金融業参入を拡大する」において、証券化の役割について言及している。

券市場のいずれの市場からもほとんど融資できていないことが近年中小企業の大量倒産に繋がったと推測される。

現状では、国民貯蓄の7割強は国有企業に仲介されている(中国人民銀行, 2013a), 特に銀行部門が民営企業に対し、積極的な貸出を行わないことでマクロ経済全体の非効率性がもたらされている。世界銀行の統計³によると2011年中国の貯蓄率は52%で約3兆9000億ドルに上ることに対し、2011年のGDP成長率は9.2%(7兆4922億8000万ドル)であった。貯蓄から経済成長への寄与から見て1%の経済成長に対し必要な貯蓄率は5.65%に対して米国は0.42%, ドイツは0.27%, 日本は2.16%(2010年), 韓国は1.24%と他国より遥かに高く、高いレベルの貯蓄が実体経済に効率的に供給されていないことを示す。

一般に、資金循環の流れを強制的に国有企業から民営企業に変えれば、マクロ経済効率が改善されると言われるが、実際の問題はそれほど簡単ではない。理由としては国有企業と国有銀行の構造改革に時間がかかることなどがあり、短期間に大きな変更を行うことは経済上混乱を招く恐れがある。さらに、民営企業に対するコーポレート・ガバナンスが確立していないことや株式市場全体が投機的で不安定性がまた大きいため、直接金融における融資の効率化にも時間を要すると予想される。

特に金融市場において主導的な地位にある銀行部門は企業の資金調達に大きく影響を及ぼしている。中国の銀行部門ではこれまで資金が潤沢に保有しているにもかかわらず、その大半の資産が固定化されているため、銀行部門において資金の流動性不足が大きな問題となっている。印象に新しいのは2013年6月に起こった銀行の「金欠」事件で、大手銀行数行がデフォルト寸前にまで追い込まれていた。このことは企業への資金供給にも大きく影響し、「金欠」事件と同じ時期に中小企業数の多い温州などにおいて資金繰り困難による大規模の中小企業倒産を引き起こしている。これまで、銀行部門において流動性不足問題が生じた際に中央銀行は一貫して量的緩和などの財政・金融拡張政策を採ってきた。しかし、中国で過剰の設備、債務や貨幣供給など多くの面において経済調整の副作用が残った。特に問題となったのは金融市場に過剰の流動性が供給されている状態で、近年問題となっている不動産をはじめとする資産価格の高騰やインフレの進行につながった原因と言われている。

これに対して政府の監督・管理対象外の金融仲介部門である「シャドーバンキング(影の銀行)」の規模が年々増大し、金融市場からの依存性が増えつつある。中国のシャドー

³ 世界銀行2011年各国の貯蓄率, GDPに関する統計によって算出。

バンキングは欧米など先進国と異なり、その主な資金源は銀行部門によるオフバランス取引によるものである。その根本にある原因は金利制限や自己資本規制による銀行のオフバランス取引に対する大きなニーズがある。また、こうしたシャドーバンキングへの資金供給も銀行資産の資産固定化に拍車をかける要因となった。シャドーバンキングに対して金融管理機関の監督・管理は及ばず、そのため中国におけるシャドーバンキングに大きなリスクが潜んでおり、運営する過程において投資者や銀行部門、さらに金融市場全体に大きな影響を及ぼす恐れがある。しかし、その一方、銀行による信用仲介機能低下、株式市場債券市場の未発達による金融市場の企業部門への資金供給能力不足問題に対し、シャドーバンキングは市場機能を補う効果を果たしていることも否めない。

第三節 証券化の役割

以上のような状況に対応するために中国ではこれまでと違う金融政策への転換が進められている。2011年に中国国務院によって公表された「金融業改革と発展の第12次5ヶ年計画」では、2015年までの金融政策の基本方針として「金融業の実体経済への資金供給機能を強調し、非金融企業への直接融資を増大させる主な内容とする金融改革によって実体経済に根を下ろした金融活動を目指す」との目標を掲げた。この方針から政府において資本市場が抱える問題に注目していることを窺い知ることができ、資本市場に存在する非合理的な問題の解決は社会資源配分の最適化や経済発展の持続性と安定性につながり、経済発展の原動力になると期待できる。

その一環として証券化が挙げられている。「金融業改革と発展の第12次5ヶ年計画」では、非金融企業への直接融資を増大させるために新しいファイナンス手法をはじめとする「金融市場の革新」という表現を用いている。つまり新しいファイナンス手法を確立させることにより、企業にとって資金調達のチャンネルを広げたいという狙いが窺える。その中において伝統的なコーポレート・ファイナンスと異なった企業資産の価値を裏づけに資金調達するアセット・ファイナンスが特に取り上げられ、企業資産の証券化はその主要な方法として取り上げられている。

また、これまでは銀行部門において流動性または資金不足などの問題を生じた際に中央銀行である中国人民銀行の貨幣政策として、進んで銀行部門に対し資金供給または金融緩和などの対応をとってきた。しかし、2013年に起こった「金欠」事件の際には、人民銀行

は最後まで銀行部門に流動性の供給を行わなかった。その背景には政府は経済成長が鈍化する中、信用拡大による信用総量を増やさずに、その構成を改善させる金融政策方向の転換があるとみられる。問題直後の6月19日の国务院常务会议で首相の李克強氏は今後の金融政策を「既存資金(ストック)の活用、増量(フロー)の最適化」(原文: 盘活存量, 優化增量)とまとめている⁴。つまり、むやみに資本総量を増やさずに、現在の資本を活用(流動性の向上)することである。その中において特に銀行部門の資産固定化問題に対し、積極的な効果があるとされる貸付債権証券化に対する注目度が高くなっている。

以上のように中国では証券化を金融改革の重要の一環として捉えており、金融市場に存在する問題の解決案の1つであると認識している。そのため、現在中国金融市場に存在する諸問題に対し、貸付債権証券化と企業資産証券化が果たす効果とそのメカニズムの解明の重要度は大きい。

第四節 研究目的と方法

本研究では中国に存在する企業の資金調達困難問題に着目し、中国において通常業務化が進められている証券化を中心に以下の問題を検討する。

- ① 金融市場の全体に着目し、金融市場の企業への資金供給が不足な要因を明らかにする。
- ② 金融市場による資金供給能力不足問題に対して解決方法の1つである証券化の問題解決の可能性を考察する。
- ③ 中国の金融市場の実情に対して銀行が保有する貸付債権の証券化および企業が保有する売掛債権証券化のそれぞれの効果とその仕組みを考察する。
- ④ 証券化の通常業務化に向けて証券化市場および法規、会計基準などに存在する問題点を考察し、今後証券化市場のあるべき方向について提言を行う。

研究方法として理論分析と実証分析を用いる。

理論分析では①証券化に関する定義、仕組みと期待できる効果についての分析、②中国の金融市場に存在する問題の原因に対する理論的分析、③金融市場の諸問題に対する証券化の効果に関する分析を予定している。

実証分析では主に証券化の効果の確認として①貸付債権証券化に対する効果の概算分

⁴ 人民日報海外版(2013年6月20日)による。

析，②財務指標を用いた分析で企業資産証券化に対する効果を確認する。

第五節 本論文の構成

本論文では8つの章から構成され、内容は以下ようになる。

序章

序章では、まず中国における証券化に関する研究を行う理由を説明する。次に本論文の構成を紹介し、それぞれの章の内容や論文全体との関係性を示す。

第一章 証券化について

第一章では証券化の仕組みから捉え、まず証券化の定義について検討する。証券化の流動性改善やリスク分散機能などのメカニズムについても解明を行う。これに加え後の証券化についての詳論に先立ち、証券化の一般的なスキームを紹介し、証券化の各参加者の役割を考察する。さらに各国の証券化の実践に着目し米、日、欧などにおける証券化の歩みと実態を取り上げ、特にこれらの先進国が証券化市場の拡大を進める70-90年代の経済的環境などの背景についても解明する。

第二章 中国金融市場の資金供給能力

第二章では中国に金融市場の全体に着目する。第一節では銀行による融資、さらに株式、債券のそれぞれの市場の問題から企業への資金供給困難な要因を解明する。また銀行部門の資金不足問題に対しても銀行の資産固定化の問題を中心に解明したい。第二節ではこれらの影響によるシャドバンキング問題を解明し中国の金融市場の問題について説明を行う。

第三章 中国における証券化の現状と課題

第三章では中国における証券化市場を考察する。まず証券化市場がこれまでの発展過程を研究し、第一章で明らかにした米、日、欧の証券化市場の発展との比較研究を行う予定である。次に、現在の銀行貸付債権の証券化市場と企業売掛債権の証券化市場の2つの市場についてそれぞれの特徴および仕組みについてまとめる。最後に第二章における中国の金融市場の諸問題に対する銀行貸付債権証券化と企業売掛債権証券化のそれぞれの効果

についても考察する。

第四章 中国における証券化の効果

第四章では第一から第三章で考察した内容に踏まえ、中国の現状に目を向ける。銀行が保有する貸付債権の証券化による銀行資産固定化の改善および企業資金調達手段としてのアセット・ファイナンスの1つである売掛債権の証券化のそれぞれの効果および作用する仕組みについて実例または数理的な手法を用いて考察する。銀行貸付債権証券化の銀行部門に対して期待できる効果とし①銀行の資産構成の改善, ②自己資本比率規制の問題の対応, ③銀行部門収益性の改善がある。これらの効果については概算分析による確認を行う。一方企業資産証券化では企業部門に新たな資金調達手法を提供することにより①企業資産構成の改善, ②企業の新しい資金調達手法の確立による資金調達コストの節約がある。企業に対する効果については財務分析を用いて確認する。

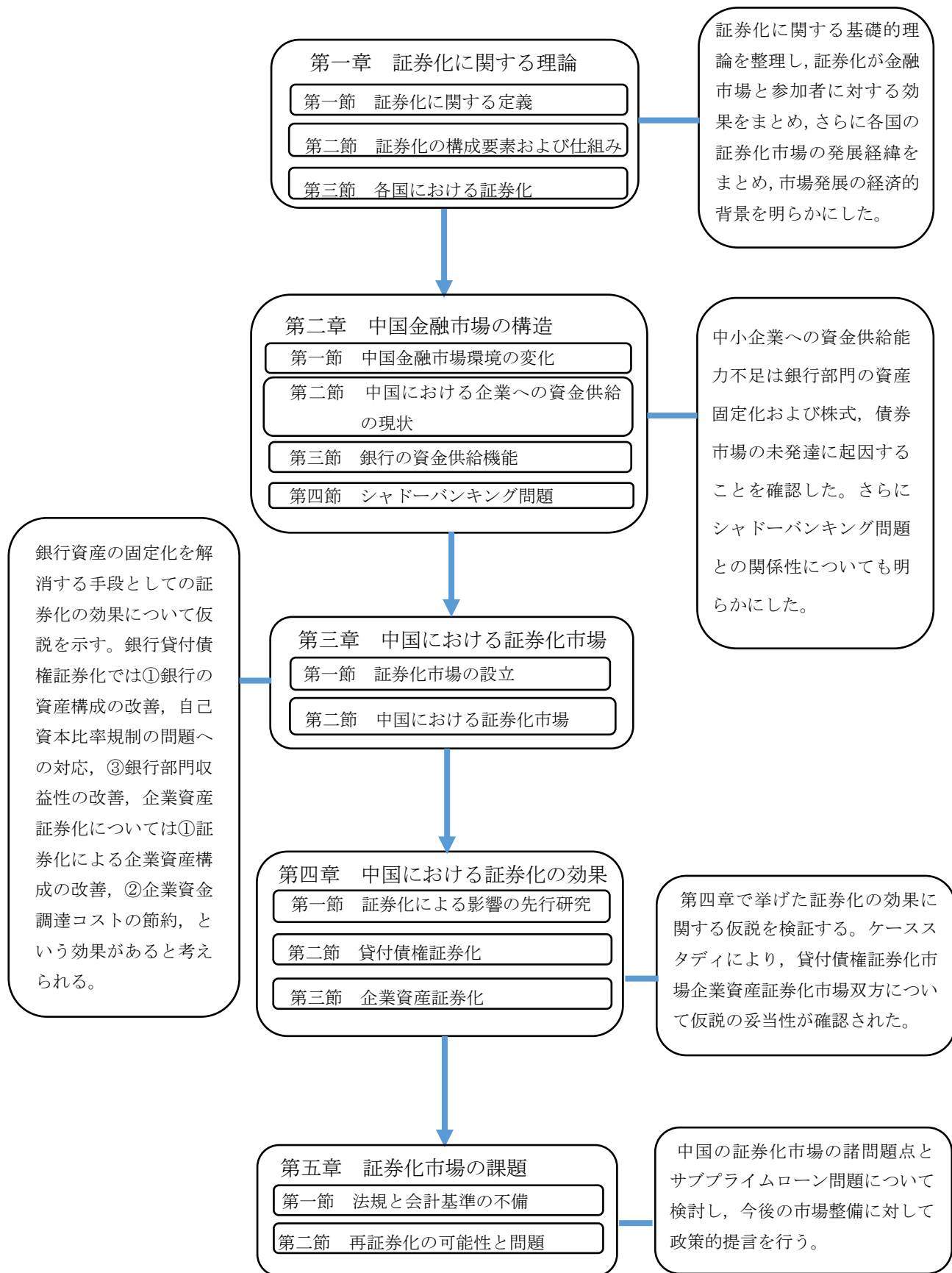
第五章 中国の証券化市場の問題点および対応

第五章ではこれまでの試行段階において証券化市場および法規, 会計基準などに存在する問題点と証券化に存在するリスクを解明し, 今後通常業務化する証券化市場に対して政策上の提言を行う。

終章

終章ではこれまでの研究において判明したこと, および今後の課題についてまとめる予定である。

本論文の構成と各章の関係は下の図に示されている。



(出所)筆者により作成

第一章 証券化に関する理論

第一節 証券化に関する定義

1. 証券化の定義に関する先行研究

証券化(Securitization)はこれまで経済的、法律な観点から広く議論されているが、しかし現在に至るまで特に統一された定義に至っていない。証券化は1970年に米国政府抵当金庫(Government National Mortgage Association: GNMA)が住宅用モーゲージローンを裏づけとしたモーゲージ担保証券(Mortgage Backed Securities: MBS)を発行したことを起源に、80年代には米国において証券化市場が大きく発展を果たし、様々な証券化商品が開発されるようになっていた。さらに欧州、アジア諸国においても1990年代以降に証券化が普及され、それぞれ自らの資本市場の需要に応じて証券化市場を整備してきた経緯もある。このように証券化は異なる国家、経済体制、法律および市場環境に順応し、柔軟に応用できる性質が、学術上に統一された定義を困難にしていると考えられる。

Gardener は証券化についてもっとも広義的な定義を行っている。Gardener& Revell (1988) および Gardener (1991) では証券化について「証券化とは投資者と資金調達者が金融市場を通じて部分的または完全にマッチさせるための過程もしくは道具である。ここでは銀行およびその他の金融機関による閉塞的な市場評価(market reputation)を金融市場によって開放的に行われている」。この定義における「Securitization」という単語の及ぶ範囲はあまりにも広く、つまり従来の金融機関を介して行われる金融仲介機能が市場によって代替される過程を指していると考えられる。この場合社債や株式など資金調達者が直接投資者から資金を調達する直接金融手段のすべてが「Securitization」の範囲に入ると思われる。これ同様な議論は日本においても存在している、大垣(1997)は証券化を従来金融市場で行う預金、貸出などの金融活動が証券という形に置き換わるとして証券化は金融市場全体が間接金融から直接金融に移行する動きとして捕らえている。さらに高橋(2004)は広義と狭義の「2つの証券化」が存在しているとして、そのうち広義の証券化を「企業の資金調達手段が、銀行借入を中心とする間接調達から、株式・社債などの証券発行による資本市場に比重を移していく現象」と説明している、さらにこの現象を「銀行離れ(Financial Disintermediation)」という名称でまとめており、金融市場における仲介機能

が銀行から市場に移行していることを示している。

これに対して狭義の証券化として金銭債権または不動産などの資産を特別目的事業体 (Special Purpose Vehicle: SPV)⁵などの特別目的媒体に移譲させ、資産から生じるキャッシュ・フローを裏づけとする証券化商品を発行する「(Asset-)Securitization」のことが対応している。この意味での証券化はすなわち本研究が対象とする MBS や資産担保証券 (Asset Backed Securities: ABS) を代表されるような特定な資産から生み出されるキャッシュ・フローを裏づけとする証券化商品のことと同等であり、本研究が対象とする証券化である。

実際、現在各国において「Securitization」に関する法規と研究のほとんどは狭義的な証券化を対象とするものがほとんどである。国際金融公社 (International Finance Corporation: IFC) は証券化を「金融資産のプールとこれらの資産によって生成されたキャッシュ・フローから返済される証券の発行を伴う資金調達の一つの形態である」と定義している (www.ifc.org/structuredfinance)。さらにその形態を「倒産隔離ビークルに資産を真の売却をし、倒産隔離ビークルが市場から資金を調達することによって構成される資産プールの将来のキャッシュ・フローを裏づけとする証券の発行は、潜在的なリスクが証券発行機関から独立しているため、一般より信用クラスの高い有価証券を作成できる効果がある」と説明している。さらに米国の連邦規則集 (Code of Federal Regulations: CFR) では証券化について「資産プールを裏付けとしてまたは ABS 取引もしくは MBS 取引の一部として発行される証券もしくは短期金融市場商品」と記述している。これらの定義では証券化の要素に着目、つまり将来のキャッシュ・フローを有する資産を有価証券の形で発行することが必須な条件であることが分かる。

また、狭義の証券化に対する定義として金銭債権または不動産などの資産を SPV などの特別目的媒体に移譲させ、資産から生じるキャッシュ・フローを裏づけとする証券化商品を発行する証券化商品発行の手順から行うものもある。その一つの代表として米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) では証券化を金融機関が保有するローン債権、リース料債権、売掛債権、不動産などの特定の原資産をバランスシートから分離し、これをプールし当該資産を担保として新たな証券を発行し、資金調達を行う一連の過程と定義していることが挙げられる。

⁵ SPV 証券化の際に投資家から資金調達及び回収の際、資金の器として役割を果たす。さらに法人格を有する特別目的会社 (Special Purpose Company: SPC) も存在する。

Bhattacharya&Fabozzi (1996) では証券化を「消費者割賦契約, リース債権, 貸付債権, 売掛金およびその他の流動性が低い性質を持つ資産を市場において投資性質の利付証券にパッケージするプロセス」と定義している。この定義では証券化を原資産の性質と証券化のプロセスに重点を置き, 特定の資産をパッケージし, さらにバランスシートから分離させる過程を特に重視している。このほか, プロセスを重視する定義として挙げられるのは日本においては2006年に公表された金融庁告示第19号第1条第2号の定義である。告示では証券化取引を, 「原資産に係る信用リスクを優先劣後構造の関係にある二以上のエクスポージャーに階層化し, その一部または全部を第三者に移転する性質を有する取引をいう。ただし, 特定貸付債権に該当するものを除く。」と定義しており, 原資産の優先劣後構造化と資産リスクの移転のプロセスを重視して定義を行った形となっている。

Shenker&Colletta (1990) は目的から証券化の定義を試みている。彼らは証券化を「持分の所有権が明白で, かつ資産の隔離や保障が行われた収益性資産もしくは資産プールを株式または債券性質の金融商品の形で発行させること。さらに原資産に対する融資の際に発生する固有のリスクを削減または再割り当てを行うか, 資産の内在するリスクを一部軽減させるため, 市場での流通を容易にし, 結果原資産や原資産に対する貸付金よりも高い流動性を発生させる一連の措置を指す。」としている。また, 深浦(1997), 深浦(2003)は流動化に軸足を置き, 流動化を流動性の乏しい債権を流動性の高い債権に転換することとし, 流動化により資産の流動性の再配分とリスクの分散が図られるとしている。このように証券化を流動性とリスクの面から定義することは中国においても多く于(2002), 鄧, 張(2003)などはいずれにおいても証券化の定義として①資産の流動性を高めること, ②証券化の構造により資産のリスクを分散させることが記述されている。これらの定義についていずれも証券化の目的をリスクの分散と流動性の改善に軸足をおいており, つまり証券化は単なる直接金融による資金調達的手段ではないことを示唆している。

証券化に対する定義を表1にまとめ, 証券化の広義および狭義の定義を整理した。本論文では主に狭義の証券化を対象に議論を進める。

広義の定義	
Gardener& Revell (1988), Gardener (1991)	従来の金融機関を介して行われる金融仲介機能が市場によって代替される過程。
大垣 (1997)	証券化は金融市場が間接金融から直接金融に移行する動き
高橋 (2004)	企業の資金調達手段が、間接調達から、資本市場に比重を移していく現象
狭義の定義	
国際金融公社	金融資産のプールとキャッシュ・フローを基に証券を発行する資金調達の1つの形態である
米国の連邦規則集	資産プールを裏付けとして ABS, MBS 証券もしくは短期金融商品
米国証券取引委員会	特定の前資産をバランスシートから分離し、当該資産を担保として新たな証券発行する過程
Bhattacharya&Fabozzi (1996)	流動性が低い性質を持つ資産を市場において投資性質の利付証券にパッケージするプロセス
深浦 (1997), 深浦 (2003)	流動性の乏しい債権を流動性の高い債権に転換し、流動化により資産の流動性の再配分とリスクの分散が図られる

表 1 証券化の定義の一覧表

(出所) 筆者により作成

2. アセット・ファイナンス、流動性と証券化の関係

前節において証券化の定義について整理、研究を行った。その結果、証券化とは直接金融による資金調達手段であると同時に、原資産の流動性を高め、リスクを分散させる効果があることが明らかとなった。これを元に、本節では資金調達手段として伝統的な企業金融、コーポレート・ファイナンスの対照であるアセット・ファイナンスとしての証券化、また流動性の向上、リスクの分散に軸足を置いた議論から生まれた日本特有の「流動化」と証券化の関係、それぞれの意義について整理したい。

(1) アセット・ファイナンスとしての証券化

高橋(2004)、志村(2006)は証券化を企業、金融機関の資金調達の方法の1つとして捕らえ、伝統的なコーポレート・ファイナンスに対照する形で企業の資産に依存した証券化をアセット・ファイナンスと表し、企業の資金調達方法とバランスシートの視点を置いた議論である。このほかに証券化に関する議論で証券化をコーポレート・ファイナンスに対照させた議論として白石(2000)が挙げられる、白石(2000)は金融手段を償還財源の視点からコーポレート・ファイナンス、プロジェクト・ファイナンス、ストラクチャード・ファイナンスに分けており、証券化の信用・流動性に対する加工の性質からストラクチャード(仕組み)・ファイナンスに分類している。しかし、本論文では企業および金融機関の資金調達問題を問題意識の1つとしており、この観点から、資金調達の視点から企業金融をコーポレート・ファイナンスとアセット・ファイナンスに分けた論点を基に講じたい。

アセット・ファイナンスとは、企業が一部の資産の担保価値に依存して行われる資金調達の手法を指す。これまで、企業は銀行からの借入、社債やコマーシャルペーパー(Commercial Paper: CP)など買い入れによる資金調達が属するデット・ファイナンス(Debt finance)または、新規株式の発行や転換社債(Convertible Bond: CB)の起債など企業の株主資本の増加をもたらすエクイティ・ファイナンスによって企業運営に必要な資金を調達してきた。これらの手法は一概に伝統的な企業金融(Corporate Finance, コーポレート・ファイナンス)とも呼ばれており、その特徴は資金調達に際し、企業価値を担保としており、その償還可能性や返済可能性は当該企業の信用力に依存しているところにある。コーポレート・ファイナンスはバランスシートの貸方にある資本を活用して企業全体の信用力をベースに資金調達を行うのに対して、アセット・ファイナンスは主にバランスシートの借方にある「資産」を利用している。アセット・ファイナンスはこれら「資産」を裏づけとして生み出されるキャッシュ・フローや裏づけ資産そのものの価値に依存し資金調達が行われるため、当該企業自身の信用力の低下から借入や株式による資金調達が困難な際にも、固定化された資産を流動化することにより資金調達を行うことができる利点を持っている。また企業自身の信用力から切り離し、資産自体の信用力を利用して資金調達することから、企業の信用リスクが高くても、比較的到低コストの資金調達が可能となる。さらにアセット・ファイナンスは一度当該資産をバランスシートから切り離す(オフバランス)特性を持つため、企業にとって財務指標を改善し、自身の信用力を高める付加効果を期待することができる。

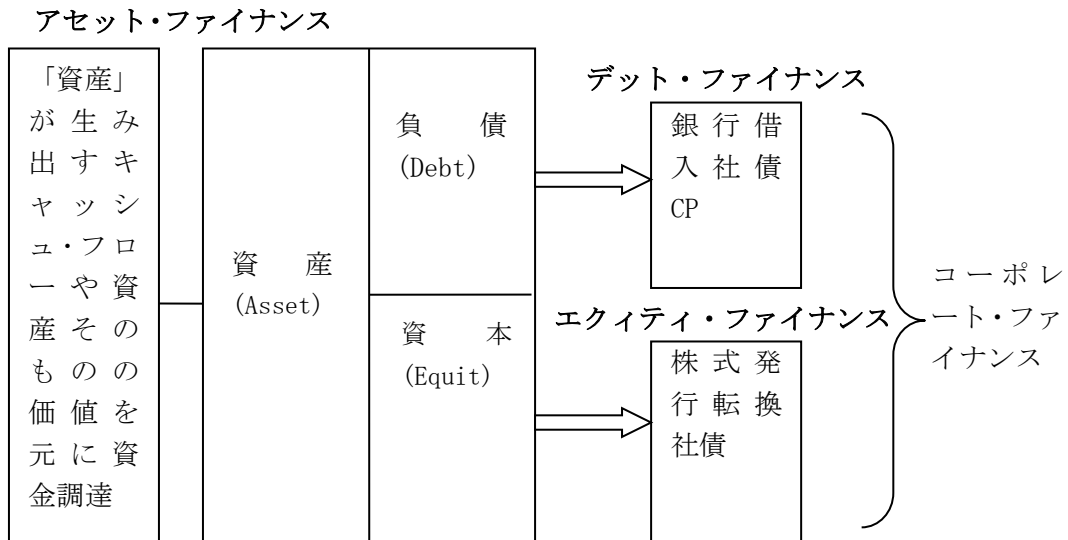


図 1 アセット・ファイナンスと伝統的コーポレート・ファイナンスの関係図

(出所)筆者により作成

アセット・ファイナンスの範囲については、その手法または目的の捉えかたの違いによりそれぞれ異なる。1 つはアセット・ファイナンスを裏づけ資産から生み出されるキャッシュ・フローや裏づけ資産に依存するストラクチャード・ファイナンスと同義であるとの見解がある(志村(2006))。つまり資産をオリジネーターから SPV などに切出し、SPV などに当該財産を裏づけとして移転させることにより、オリジネーターの財産にまで借入の弁済責任が遡及しない(non-recourse)状態などの措置を施したノンリコースファイナンスをアセット・ファイナンスと定義している。この場合、資産の流動化・証券化のみがアセット・ファイナンスに分類される。

もう 1 つの見解はアセット・ファイナンスを目的から定義する。Modansky& Massimino (2011) ではアセット・ファイナンスの定義を「借り手がバランスシートの資産を担保として、ローンや借入れなどの方法によって貸し方から資金を調達すること」と定義している。また、高橋(2004)はアセット・ファイナンスについて「ABS をはじめとする資産流動化・証券化とともに SPV への資産移転の仕組みを用いた企業金融の類型という点でノンリコース・ローンや ABL も含まれる」という見解を示している。これらの観点はより広義的にアセット・ファイナンスを定義したもので、つまり「企業が保有している資産を裏づけにして資金調達する方法」と定義づければ、資産の流動化・証券化のほかに動産担保融資(Asset-based Lending: ABL)やファクタリングなどのアセット・ベースド・ファイナンス(Asset-based finance: ABF)もアセット・ファイナンスの範疇に含まれる。

本論文では証券化に関する研究を主な目的としているため、企業の資金調達的手法としてのアセット・ファイナンスに関する議論では証券化のみを取り上げ、ABL、ファクタリングの役割については以後の課題としたい。

(2) 流動化と証券化

日本においては狭義的な「Securitization」に対して資産の「証券化」とともに、「流動化」という単語を用いる例も多く見られる。流動化に対して、直接対応する英訳はなく、日本において、一般的には証券化と併用もしくは代用で使われており、同意義のものとして使われてきた。

しかし、これに対して異なる見解を唱える学者もいる。高橋(2004)は、流動化を狭義の証券化を含むより広い概念であるとしており、その定義を①特定化された対象資産がオリジネーターから切り離され、②それを基に組成された金融商品が投資家に販売され、③さらにそれが流通市場で取引される過程としている。このように定義を行えば、流動化とは証券化商品のみならず、最終商品形態が有価証券ではない小口債権と不動産小口化商品も流動化の範囲内ということになる。さらに木下(2004)も流動化を一定の仕組みを利用するストラクチャード・ファイナンスの一種として、そのうち狭義の証券化は流動化の有価証券に転換できる一部であるとしている。いずれにせよ、流動化に軸足を置く議論は、アセット・ファイナンスにおける資金調達の手段としての証券化と対象にし、いずれも証券化対象資産の流動性の変化を軸といるのは確かである。本論文では主に中国における証券化市場を研究対象にしているが、現時点の中国において特に「流動化」に対する概念はなく、そのため、本論文では「流動化」を「証券化」と同じ概念で扱い、原則として証券化を用いて説明を行う。

流動性に関する理論ではケインズの流動性選好において流動性資産をどれだけ容易に貨幣へ変換させることができるかという概念で説明しており、深浦(1997)は証券化によって金融市場が流動性のない経済的機会に流動性を与え、異時点間の資源配分を円滑に進める役割を果たしているとして、証券化が市場における資産の流動性を上昇させ、資源の配分を効率化している効果があると説明している。また、ケインズの流動性選好において、経済主体は流動性の高い資産を所有する傾向を持っていると説明しており、債権などの非流動性資産の所有者は証券化によって、資産を流動性資産に置き換える。一方流動性資産所持者が流動性資産を非流動性資産に交換する代わりに利子や配当を代償に受け取るこ

とができ、金融市場における資産の流動性およびリスクの再配分の効果が果たせる。深浦(2003)において貨幣供給機能によって限られた流動性総量を効率的に再配分することを流動化の重要な機能の1つとして説明している。本論文も証券化の資産のリスクと流動性に対する影響に重点を置き、詳しく議論する予定である。

3. 本論文における証券化の定義

以上の数々の証券化に対する定義から、証券化は以下の4つの特徴が備わっていると整理できる。

- ① まず、証券化にとってもっとも重要な部分であるプロセスについては、IFC, CFR, SEC と Bhattacharya&Fabozzi (1996) で定義されたように証券化とは「対象資産を所有者から隔離し、同様の性質を持つ資産プールを作り、さらにこれに対して信用・流動性補完などの措置を施し、投資者のニーズに応じてリスクや配当、償還期限などそれぞれ異なる証券に加工する過程である」とし、このプロセスによって原資産が有するリスクや利益が加工され、投資者に再配分される。
- ② 証券化の重要な構成部分である原資産については Bhattacharya&Fabozzi (1996) では証券化の対象とする原資産とは現時点において流動性が低く、なおかつ将来的キャッシュ・フローが見込める金融資産としている。さらに同じ資産プールに入れられる原資産は償還期限や原資産の種類などにおいて同じ性質または特徴を有するべきことも加えるべき要素である。
- ③ また、ストラクチャード・ファイナンスの1つとして証券化の仕組みにおいて以下のような定義ができる。原資産についてはアセット・ファイナンスの資産に依存する資金調達の支店から、原資産に対してすでに将来的キャッシュ・フローまたは権益を取得・支配済みで将来的キャッシュ・フローまたは権益は安定的、予見可能の必要が要求される。また、原資産が有するリスクの分散については証券化プロセスによって数個のエクスポージャーに階層化させる必要がある(金融庁(2006))。
- ④ さらに証券化を流動化と区別するために、証券化商品の形態を次のように定義できる。「証券によって作成された証券化商品は原資産の収入をベースに市場で流通、取引できる証券である。これらの証券は投資者によって金融市場で自由に売買させることができ、原資産より高い流動性を有する必要がある。」

これらの特徴により、本論文では証券化を以下のように定義する。

「証券化とは流動性が低くかつ将来的キャッシュ・フローが期待できる資産を元に資産プールを作成し、独立した特定目的会社(Special Purpose Company: SPC)に真正売買し、さらに信用・流動性補完などの措置を施し、リスクや配当が異なるエクスポージャーを持つ証券にする一連のプロセスである。」

また、このプロセスによって、原債権者である企業もしくは金融機関が原資産が有するリスクと権益を投資者に配分し、その結果として原債権者の資金調達もしくは資産流動性の向上、リスクの分散が達成などの効果も期待できる。

4. 証券化の分類

(1) 原債権に基づいた分類法

前述のように証券化商品は資産の将来的キャッシュ・フローを裏づけとして、証券発行という手法を用いて資金調達や資産の流動性・リスクの改善を図る伝統的な融資方法と一線を画す革新的な金融手法として、これまで40年余り多くの証券化商品が開発されてきた。Fabozzi(1998)ではその結果証券化商品の体系が年々多様化、複雑化に進んでいるとしている。そのため証券化商品に対する分類は学者ごとにいろんな見解が示されてきた。もっともよく使われている方法としては、図2に示すようなLitwin(1996)とFabozzi(1998)の分類法である。証券化商品の裏づけとなる資産や発行形式の違いによってモーゲージとモーゲージ以外の証券化商品と大きく区分させる方法である。本論文においてはこの分類に従い証券化商品の種類をまず整理したい。

① モーゲージを対象資産とする証券化商品

MBSに総称されるモーゲージ担保証券は証券化商品として最も早くから発行されている。MBSとは不動産モーゲージ債権を基に資産プールを作成し、プール全体の生み出すキャッシュ・フローを裏づけとする有価証券を発行する商品である。MBS商品はまたモーゲージ資産の性質から住宅モーゲージ担保証券(Residential Mortgage backed securities: RMBS)と商業用モーゲージ担保証券(Commercial Mortgage backed securities: CMBS)に分けることができる。

RMBSは住宅ローン債権を原資産とするMBSのことである。RMBSはもっとも基本的なMBSの形である。

CMBS はRMBS と対照的に賃貸マンション、ホテル、オフィスビルなどの商業用不動産に対するモーゲージ債権を基に資産プールを作成し、プール全体の生み出すキャッシュ・フローを裏づけとして発行される証券である。CMBS の特徴としてはこの債権規模が大きく、個別債権が証券全体に対する影響が大きいことである。

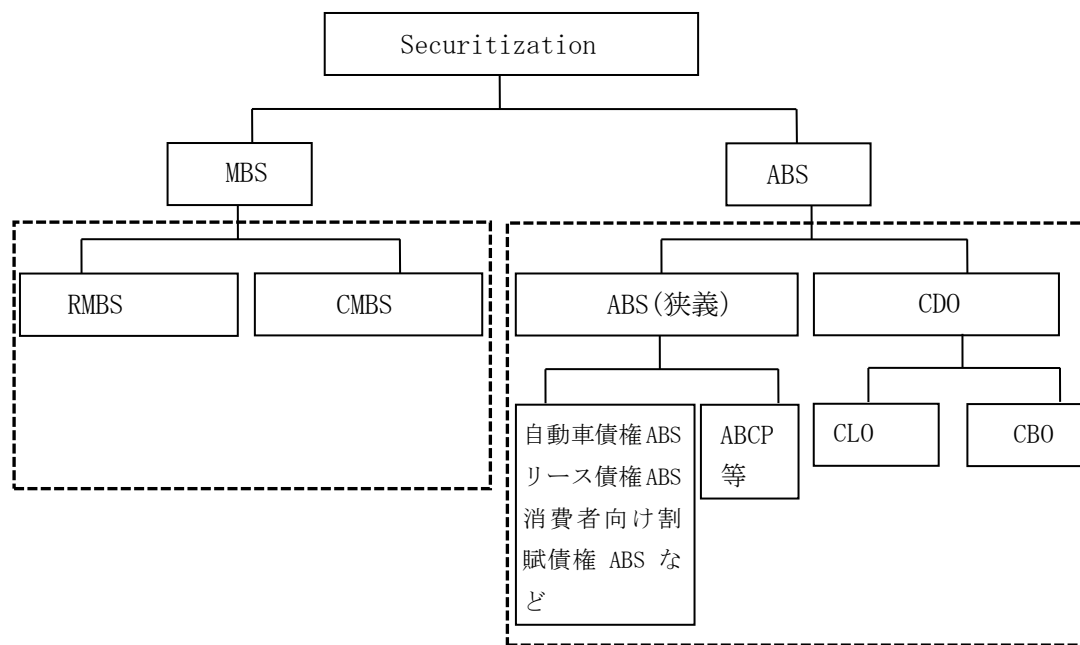


図 2 証券化商品の種類および関係図

(出所)Litwin (1996) , Fabozzi (1998) の分類法を基に筆者により作成

② 一般債権資産担保を原資産とする証券化商品

ABS はMBS と対照的にモーゲージ債権以外の債権資産を対象とする資産プール全体の生み出すキャッシュ・フローを裏づけとする有価証券を発行する証券化商品の総称である。広義のABS はモーゲージ債権以外の証券化商品をすべて包括しているため、もっとも普遍的な証券化商品である。その手順としてはオリジネーターと呼ばれる原債権保有者が持つ特定の資産を、SPV などの特別目的ビークルに譲渡することによって資産の持つ権益とリスクを分離させ、その資産から生じるキャッシュ・フローを裏付けとして発行するものである。ABS の対象資産としてクレジットローン債権などの貸金債権、自動車ローン債権などの割賦債権といった金銭債権のほか企業の売掛債権、動産、不動産など将来的キャッシュ・フローを生み出す資産のすべてが挙げられ、同性質の資産を基に資産プールを作成する。

さらに ABS は資産の性質から狭義 ABS と債務担保証券 (Collateralized Debt Obligation: CDO)にも分けることができる。このほか発行する証券が CP の形の資産担保コマーシャル・ペーパー (Asset Backed Commercial Paper: ABCP) も ABS の 1 種である。

CDO は企業に対する貸付債権や公社債などの債権を裏付資産とする証券化商品である。さらに債権の性質に応じて社債担保証券 (Collateralized Bond Obligation: CBO) とローン担保証券 (Collateralized Loan Obligation: CLO) に分けることができる。

CBO は社債をはじめとする債券を基に資産プールを作成し、これを裏付けに発行される証券である。

(2) 証券化商品の仕組みによる分類法

原債権に基づいた分類法のほかに証券化に対する分類法も幾つか存在する。表 2 ではこれらの一覧を示しているが、主に証券化商品の仕組みによって分類を行っている。

まずは証券化商品のリスク移転の過程に着目し、一般的な証券化 (Standard Securitization) とシンセティック・セキュリティゼーション (Synthetic Securitization) に分ける方法がある。一般的な証券化商品はオリジネーターと呼ばれる原債権保有者が持つ特定の資産を、SPV などの特別目的ビートルに譲渡することによって資産の持つ権益とリスクを分離させ、その資産から生じるキャッシュ・フローを裏付けとして発行するものに対してシンセティック・セキュリティゼーションは裏付けとする資産を譲渡させることなく、デリバティブの手法を用いて資産の持つリスクのみを投資者に移転させる証券化商品のことを指す。両者の違いは証券化後に原資産がオリジネーターのバランスシートに残るかかどうかである。

さらに元本償還方法の違いから分類し、SPV が受け取ったキャッシュ・フローをそのまま証券化商品に償還するパス・スルー証券 (pass-through security) と SPV が受け取ったキャッシュ・フローを投資者のニーズに合わせ償還パターンを再加工するペイ・スルー証券 (pay-through security) も存在する。そのほかには資産プールの生み出すキャッシュ・フローの性質から分類する Existing Asset Securitization と Future Asset Securitization も挙げられる。

中国の場合、銀行や資産管理会社が保有する貸付債権または不良債権が原資産となる貸付債権証券と企業資産が原資産とする企業証券化の 2 種に分類することが多いという特徴がある (于(2002), 李(2008))。これは中国における債券の発行・流通システムは銀行間

債券市場と証券市場の2つの市場に分かれており、証券化商品がそれぞれ異なる市場で取引されていることが原因である。この分類の方法は監督、管理体制によるフレームワーク上の分類であり、学術上の根拠はないため、本論文ではこの分類法は用いないこととする。また ABCP については中国において、ABCP に対する法規である「銀行間債券市場非金融企業資産支持手形に関する手引」(銀行間債券市場非金融企業資産支持票據指引)では担保資産を SPV などのビーグルへの移譲を条件としていないため、前節の証券化の特徴の原資産の隔離が必要の観点から、以下の議論および統計データにおいて諸国の ABCP を証券化商品として扱うが、中国の ABCP を証券化商品から除外することとする。

証券化の手法から
一般的な証券化
シンセティック・セキュリティゼーション
証券化商品の違いから
パス・スルー証券
ペイ・スルー証券
原債権の生み出すキャッシュ・フローから
Existing Asset Securitization
Future Asset Securitization
中国証券化市場の特性から
貸付債権証券化
企業資産証券化

表 2 証券化の仕組みによる分類法一覧表

(出所)筆者により作成

第二節 証券化の構成要素および仕組み

1. 証券化の要素

本節では、第二章以降で議論を進める前に明らかにしなければならない証券化の基本的要素と証券化の仕組みを整理したい。第一節で述べたように、証券化は将来的キャッシュ・

フローを裏づけとして、証券発行という手法を用いて資金調達を図れる伝統的な融資方法と一線を画す金融手法であり、その最大の特徴は伝統的な融資方法と異なり資金調達者全体の信用ではなく特定金融資産のみの信用によって資金を調達でき、資産の流動性・リスクの改善を図れる点で、そのため資産プールの組成、信用補完や倒産隔離のメカニズムが特に重要な役割を果たす。

(1) 資産プールの組成 (Formation of Assets Pool)

前文で述べたように、証券化とは一連のプロセスによって資産の流動性の向上とリスクの分散を目的としており。そのプロセスの中において証券化の信用・流動性に対する加工によって原資産が持つリスクと利益の隔離・再配分がこの目的が達成されたための革新的な部分である。Zweig (1989) , Fabozzi (1998) , Stone & Zissu (2005) では証券化の手順に対する叙述の中においていずれも最初の手順として資産プールの作成をあげている。この中において最初に行われる対象資産の選別と資産プールの組成が大きな役割を果たしている。通常1つの資産に対してその資産が持つリスクと収益に対する予測は不確定的な要素が大きく、貸付債権を例に1つの債権に対して貸し倒れによる信用リスクや期限前償還リスクなど様々な不確定的な要素が存在している。しかし、多数の債権を集め、1つの資産プールにすることで、大数の法則の作用が働き、1つの資産の持つ諸リスクの影響と損失を減少させることができる。

しかし、これら資産に存在するリスクは依然として資産プールの生み出すキャッシュ・フローの安定性と信用リスクに影響を与えるため、資産プールの組成の際にその影響を最小限にするために幾つかの点を留意する必要がある(于(2002))。

① 資産の多様性

資産プールの組成の際に地域上の分散に留意しなければならない。その理由としては原資産が同じ地域に集中した場合、その地域において経済上の問題もしくは災害が発生した場合にリスクが集中し、資産プールの安定性を損なう可能性が生じるためである。そのため、資産プールの組成の際にできるだけ各地域に散らばった資産を組み合わせるべきである。特に債権を原資産とする証券化の場合、多くの債権を1つの債権プールにまとめることは、資産が持つリスクを分散させる効果が大きく、この際に資産プール全体に与えるリスクを分散させるという観点から見れば、貸付先の地域上の多様はもちろん、業種や貸付用途においてもできるだけ資産の多様性を徹底させることが理想と考えられる。

② 資産の規模

証券化を行う際、その発行のプロセスに生じる諸費用が大きなコストとなる。特に法律上の顧問料や会計費用、証券の販売費用などの固定費用は、より大きな資産プールを作成することにより分散させることができ、証券化のコストの削減や単位あたり資本の収益性を上昇させ、資産プール全体の配当も上昇させることができる。さらに大数の法則が働く一定以上の数量の資産からなる資産プールを作成することにより、プール全体のリスクを数理統計的に分析することができ、品質の安定した証券化商品を作成することができる。

しかし、不動産証券化または単一企業の資産が裏づけとする証券化など、単一またはきわめて少数の資産から構成される証券化商品も存在している。こうした大数の法則が作用しない証券化商品の固定費用が嵩むことは避けられず、証券化の単位あたりのコストの増加につながると考えられる。さらに大数の法則が働き、資産プール全体のリスクを予測、分散させることはできず、資産リスクが証券化商品リスクに直結になり、なんらかの信用補完策を講じる必要があると考えられる。

③ 資産の類似性

資産プールを組成する場合、当該資産プールに対する将来的キャッシュ・フローおよび生じるリスクに対する予測可能性は重要なポイントである。そのため資産プールを組成する資産に対して類似性が求められる。この類似性とは資産の性質に対する類似性のことであり、資産の償還期限や利率、資産の種類などが挙げられる。それぞれ類似する資産プールを組成することで資産プールに対する将来的キャッシュ・フローやリスクの発生の予測を容易にし、さらに投資家のニーズにも合わせやすくなる点がある。特に証券化導入初期の市場においては参加者および投資家のいずれも証券化商品に対する経験が少なく、資産プールの将来的キャッシュ・フローおよびリスクの予見可能の観点から考えると資産の類似性を一層高めるべきである。

(2) 倒産隔離 (Bankruptcy Remoteness)

資産プールの組成の際、大数の法則によるリスクの分散や資産の大規模化、類似資産の切り分けによるキャッシュ・フローとリスクの予測可能により原資産のリスクの一部はカバーすることはできるが、証券化の各当事者の倒産によって発生するリスクに対応することはできない。特に原資産と密接的な関係を持つオリジネーターの倒産について、Fabozzi (1998) や Park (2000) はオリジネーターの倒産から証券化商品との関係を絶つた

めに倒産隔離を行うことが証券化スキームの重要な特徴の1つとして挙げられている。

倒産隔離とは証券化取引のスキームを構築する際に、当該スキームによってオリジネーターをはじめとする証券化の各参加者の倒産などにより SPV の正常の運営に影響をきたさないようにしなければならないことである。すなわち証券化商品の償還に際してオリジネーターの償還能力に影響されないようにすることを意味しており。そのために原資産がオリジネーターから SPV に移される際に「真正売買」(True Sale)をする必要がある。

一般的に資産の委譲に際して「真正売買」と「譲渡担保」の2つの方法が存在する。一般的に銀行借入れや債権の発行などの伝統金融手法は「譲渡担保」の性質が大きい。すなわち原資産が引き続きオリジネーターのバランスシートに留まり、オリジネーターがデフォルトやその他の資産の清算に至った際に原資産に波及される危険性が生じ、ABS の正常の支払いが脅かされる。

これに対して「真正売買」の場合、当該資産のオフバランス処理が行われるため、清算資産として扱われることがなく、倒産隔離資産として証券の償還を続けることができる。そのため、「倒産隔離」というスキームによって証券化のリスクをさらに低めることができる。さらに「真正売買」の取引によって対象資産がオリジネーターのバランスシートからオフバランス処理が行われるため、リスクの隔離と別の視点から財務処理または自己資本規制などに対応するための資産管理の方法としても利用されている。なおこの効果については後で議論する予定である。

(3)信用補完(Credit Enhancement)

前記の資産プールの組成、倒産隔離はいずれも資産の持つリスクの分散や隔離を図るもので、さらに Park(2000)は倒産隔離に加えさらに信用補完機能によって投資者のリスクを減らし、より高い信用度の低コストでの資金調達を可能にできるとしていた。

信用補完措置としては損害保険会社(マルチライン)または金融保険会社(モノライン)による金融保、証券会社による金融保証などの外部用補完方式(McLaughlin (2000))、または、債務者、オリジネーター、投資者以外の第三者による外部信用補完と証券化の仕組み上の工夫(優先・劣後方式、スプレッド積み立て勘定、超過譲渡方式、追加譲渡方式に、リコース方式など)による内部信用補完方式(Fabozzi (1991))などがある。一般的な証券化スキームではこの2つの方法を組み合わせ用いていることが多い。

なかにおいても特筆すべきは証券償還の際に用いる優先・劣後方式である。証券をあら

かじめシニア・トランシェ、メザニン・トランシェなど償還の優先・劣後構造を設けることで、原資産プールの一部にデフォルトが生じたとしても、劣後部分が一部のリスクを吸収するため、損失の発生は限定される。そのため、原資産単体での信用リスクは比較的高くても、損失発生リスクが低い投資を行えることも利点の1つとなる。エクイティの投資家にとっては、原資産ポートフォリオの期待利回りとデットの利回りの差が投資の基準となるが、実績配当によって高いリターンを得られる可能性があることが魅力になると考えられ、リスクを補完するとともに証券化商品への投資家の投資意欲を向上させる手段である。

2. 証券化の参加者と仕組み

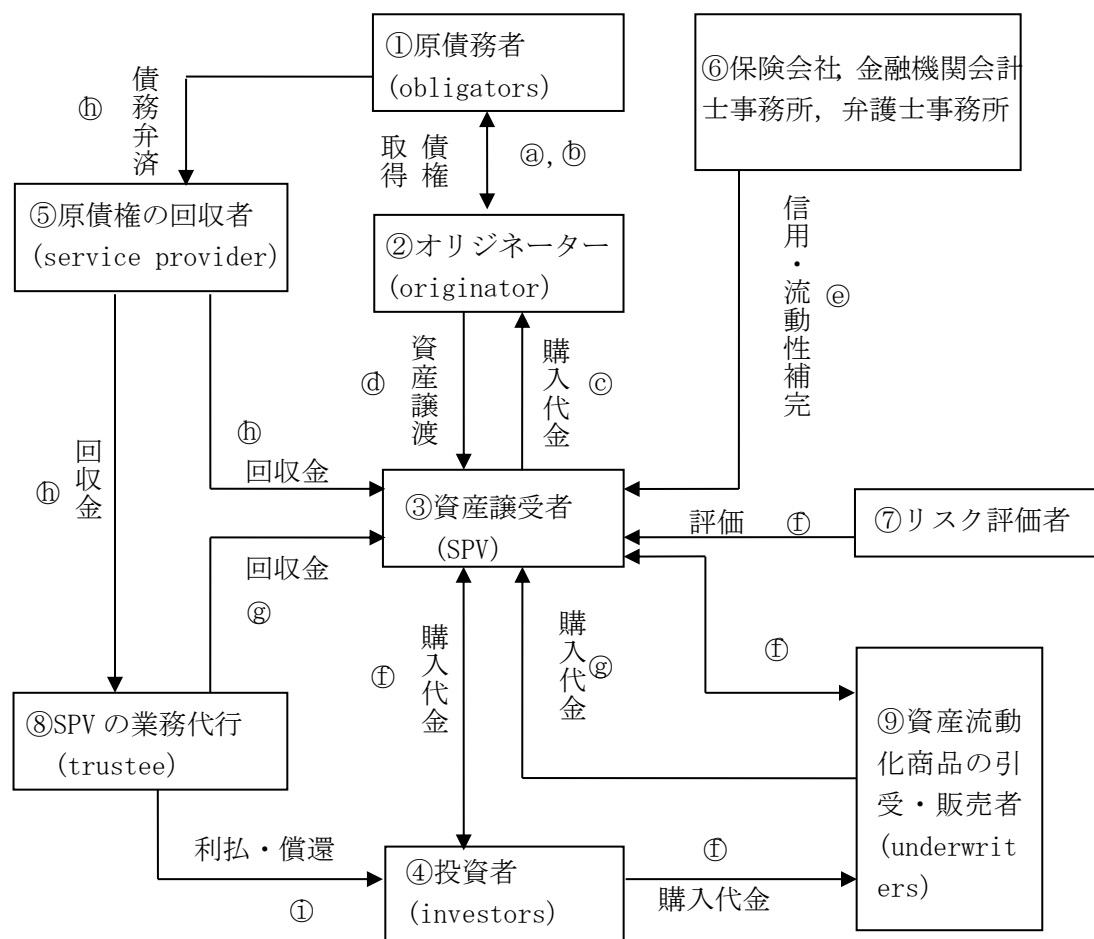


図3 証券化スキームの全体図

(出所)筆者により作成

(1) 証券化の参加者は図3で示すとおりである。

① 原債務者：原資産が債権である場合の債権の債務者である。ただし、原債務者は

自らが負う債権の証券化に関して、決定権がなく、現債権者により債権が SPV に譲渡されると自動的に証券化取引の参加者となる。

- ② 原債権者：一般的にオリジネーターと称され、証券化の原資産を所持する企業または銀行などの金融機関である。オリジネーターは一般的に自らの業務によって発生した債権もしくは資産を証券化するが、セカンダリー・マーケットで取得した資産と債権を用いることも可能である。
- ③ 資産譲受者：オリジネーターから資産、債権を譲渡されるビーグルであり、SPV⁶と総称される。単なる資産、債権の器であるが、証券化の他の参加者から独立した存在であり、独立した経営体である。
- ④ 投資者：証券化スキームから生み出された流動化商品を購入するものである。
- ⑤ 原債権の回収者：オリジネーターから SPV に譲渡された資産、債権の回収を行う者で、サービサーと称される。一般的にオリジネーターがそれまでの資産および債権の回収業務を引き続き行うことが多く、そのため SPV の委譲によりオリジネーターがサービサーの業務を行うことがある。
- ⑥ 信用補完者・流動性補完者：証券化商品はもともと元利払いが行われなくなる信用リスクや元利払いが一時的に滞る流動性リスク、さらに利率、為替リスクや起源前償還リスクが存在する。これらのリスクを軽減するために、銀行や保険会社、政府機関などが一定の措置を提供する。
- ⑦ リスク評価者：スキームに内在するリスクを評価し、証券化商品の信用情報を提供する者である。証券化商品は一般に1つもしくは数個の評価機関からリスクの評価を受ける。
- ⑧ SPV の業務代行者：SPV は多くの場合少人数で運営されているため、その業務は SPV から委託を受けて、譲受資産の管理や資産流動化商品の発行・元利払いなどの業務を代行する業者のことである。業務としては原資産となる債権、資産の安全性、元本およびキャッシュ・フローの回収、投資者への情報開示などがある。
- ⑨ 資産流動化商品の引き受け・販売者：SPV から資産流動化商品を引き受けたり、SPV の委託を受けて投資者に販売したりする者。SPV、オリジネーター、アレンジャーのいずれによって兼任されることもある。
- ⑩ 社債管理会社：資産流動化商品が社債の形態をとり、かつ社債金額が1億円未満

⁶ 中国では特定目的信託 (Special Purpose Trust: SPT) の形で信託会社に委託することが多い。

など一定の要件を満たす場合に設置が義務つけられており、社債の元利払いなどの契約の履行を管理する会社のことである。

- ⑩ スキームの企画・設計・仲介者(アレンジャー)：アレンジャーは証券化スキームを企画・設計するとともに、上記の各プレーヤーの参加を仲介する者。実際には先の参加者のいずれかの業務を担当しつつ、全体のアレンジを行う場合もある。

(2) 証券化の仕組み

上記のプレーヤーが参加する証券化スキームは、主に9つのプロセスによって構成されている。

㊸ 目的資産の抽出

オリジネーター(銀行および金融機関)は保有している債権などの資産の中から譲渡する債権資産を抽出し確定する。

㊹ 資産プールの組成

オリジネーターによって譲渡された資産を組み合わせ、資産プールが作成される。特に留意すべきは資産の生み出す将来的キャッシュ・フローおよびその他の性質が類似した資産を同じプールに作成する。

㊺ SPV の設立

SPVはオリジネーターから譲渡された資産の受け皿であり、さらに証券化商品の発行体となる。そのため、SPVはいずれの参加者からも独立した存在でなければならない。

㊻ オリジネーターは原資産・債権をSPVに譲渡する

証券化取引の最大の特徴とも言うべき「真正売買」が行われる。当該資産をSPVに譲渡する際にオフバランス処理が行われるため、オリジネーターが倒産の場合原資産清算資産として扱われることがなく、倒産隔離資産として証券の償還を続けることができる。また、特定とした資産を隔離するのでオリジネーターにとってノンリコースの資金調達が可能になる。

㊼ 信用・流動性補完

信用・流動性補完とはSPVが投資者へ正常に配当を支払えるようにするために取られる各種の手段で、証券化のプロセスにおいて重要な一環である。証券化の利益が安定的に配当できるかどうかは行った信用・流動性補完の措置の度合いによって決まる。前文で述べたように1つの債権に対して貸し倒れによる信用リスクや期限前償還リスクなど様々な

不確定な要素が存在し、いずれにおいても投資者に損失を蒙らせる可能性がある。さらに、証券化において投資対象となるのは証券化の対象資産のみならず、オリジネーターやSPVなどの機関もそうである。それゆえ、資産の信用リスクを完全にコントロールができてこれら参加者に問題が生じても投資者に損害が生じてしまう。そのため、保険会社や銀行機関のみならず、法的、会計上において信用・流動性補完措置を行うことは投資者の損失の生じる可能性を低めると同時に当該証券化商品の信用評価を引き上げる効果も期待できる。

④証券化商品の評価と販売

証券化商品に対する専門的な評価機関による評価はABSに対する投資家の判断の尺度となる。SPVへ原資産を委譲した際にすでに「真正売買」が行われ、原債権者からの倒産隔離処理が成立しているため、証券化におけるリスク評価は主に対象資産の持つ信用リスクのみを評価する。このリスク評価の結果に対して、格付けが与えられ、それに応じた価格で証券化商品の販売が行われる。また、評価機関の格付けは資産プールに変化が生じた際に調整されることがある。

⑤証券発行しオリジネーターに支払う

SPVが資産流動化商品の引き受け・販売者から証券の発行による収入を受け取り、さらに資産譲渡時の解約価格によりオリジネーターに対して支払いを行う。この時点においてオリジネーターの資金調達目的が達成される。

⑥サービサーによる資産収益の回収

サービサーは、SPVの委託により、譲渡資産のうち、期日の到来した債権につき、その弁済金を原債務者から受け取り、それをSPVに引き渡す。

⑦投資者へ本金および利息の支払い

償還期日が到来した証券に対してSPVは、サービサーから受け取った回収金をもとに、投資者に資産流動化商品の利払い・償還を行う。また証券化取引が終了した際に余剰した収益がSPVに残った際に、これらの収益はオリジネーターに還付される。

第三節 各国における証券化

前節までは証券化の定義とその仕組みについて研究を行った。証券化プロセスにおいて多くの参加者と複雑なスキームが存在し、この複雑な仕組みにより証券化は単なる資金調

達としての金融手段にとどまらず、取引の参加者にその他の効果を与えることができることがわかった。実際には、資産証券化は金融取引の中において比較的歴史が浅く、また各国における発展についても、自国の経済的事情によりそれぞれ異なる。本節において各国における証券化の発展と現状をまとめ、それぞれの証券化市場の発展の背景と証券化の各国金融市場に対する必要性について議論する。

1. 米国の証券化市場

資産証券化の起源は1970年にGNMAにより当時の連邦住宅局 (Federal Housing Administration: FHA)、退役軍人庁 (United States Department of Veterans Affairs: VA) から買い取った保証つき住宅用モーゲージローンのプールを裏づけとして始めて証券化したことに遡ることができる。また、1970年にはS&Lの要請により当時の政府関連機関である連邦住宅金融抵当公庫 (Federal Home Loan Mortgage Corporation: FHLMC) が設立され、FHLMCは1971年からFHAなどの公的住宅保障機関から保証のないモーゲージを買い取り、MBS証券として発行した。さらに1981年から米国連邦抵当権協会 (Federal National Mortgage Association: FNMA) も住宅用モーゲージローンを裏づけとするMBSの発行に参入した。FNMA は1968年、FHLMCは1970年にそれぞれ政府機関から民営化された、ニューヨーク証券取引所上場の株式会社であるが、政府援助法人 (Government Sponsored Enterprises: GSE) として主に政府機関が行った住宅用モーゲージローンを担保とするMBSの発行と保証など業務を行っていたことから、その準政府機関としての性質が伺える。一方最初に証券化を行ったGNMAはその後自ら証券化商品の発行をせずに政府機関としてMBS商品への保証を主要業務として特化することになった。さらに民間企業においても1977年に証券会社のソロモン・プラザーズ (Salomon Brothers) がGNMA債を基にするはじめての民間版MBSの発行を行った⁷。

1980年代に入ると、米国における資産証券化の動きが一気に加速することになる。1970年代に発行された住宅用モーゲージローン担保 MBS は同種複数のローンをプールし証券化したいわゆるパススルー証券であったのに対し、1983年 FHLMC は初めて複数種類のローン資産を裏づけとするペイスルーモーゲージ担保證券 (Collateralized Mortgage

⁷ 米国におけるMBS、ABS市場の沿革はSIFMA公表 (<http://www.sifma.org/issues/capital-markets/securitization/agency-mbs-market-practices/overview>) より筆者が要約した。

Obligation: CMO)を発行した。さらに1986年にはMBS証券の利息部分のキャッシュ・フローを証券化したIO(Interest Only)証券と元本部分のキャッシュ・フローを証券化したPO(Principal Only)証券がはじめて発行された⁸。これらペイスルー証券は従来のパススルー型のMBSと比べて裏づけ資産からのキャッシュ・フローをある程度変換してから投資家へ支払うことの償還期限をコントロールできる特徴を持つため、投資家には期限前償還リスクを軽減することができ、さらに償還期間などの商品性が多様化するなどのメリットをもたらした。資産証券化の投資家層の拡大に繋がった。また、同じ年には米国連邦税法の改正により不動産抵当共同信託(Real Estate Mortgage Investment Conduits: REMIC)に関する制度が新たに付け加えられ、主にCMOに対する二重課税を制度上から解決する内容であり、高橋(2006)はこれが証券化商品を一種の金融商品として確立させた意義を持つと主張している。

こうした1970年から1980年代半ばまでに行われた住宅用モーゲージローン担保資産の証券化によって培われた経験をもとに、1985年以降では米国において民間企業によるモーゲージ以外の金銭債権を証券化する動きが広まった。表3ではFabozzi(1991)が米国の1990年代前半までに開発された証券化商品を独自にまとめたデータを一覧にした。その対象とする資産は自動車ローン債権、商業用不動産、クレジット債権、コンピューターリース債権などに及び、それまでのMBSの構造を応用する形でこれらの対象とする資産や債権から生じるキャッシュ・フローで利払い・償還を行うABSの発行が試みられた。その後、市場の商品に対するニーズや担保とする資産などの種類が増えるにつれ、様々なバリエーションのABS商品が考え出された。1990年代には一般貸付債権を証券化するCDOが発行され、さらにその発展としてCBOとCLOが発行されている。また、同じ1990年代には、S&L経営破綻に陥った際には整理信託公社(Resolution Trust Corporation: RTC)によって、S&Lの不良債権問題の処理方法として商業不動産担保ローン(Commercial Mortgage: CM)の証券化がはじめて用いられた。これによりCMの証券化市場の発展を生み出され、不良債権問題の処理方法の1つとして証券化が注目されるようになった。

このように1980年代から1990年代にかけて米国の証券化市場が急成長した理由については、当時の米国がおかれる経済環境が大きく影響している。まず証券化のオリジネーターである銀行をはじめとする金融機関に取り巻く経済環境の変化が挙げられる。

⁸ 米国におけるMBS、ABS市場の沿革はSIFMA公表(<http://www.sifma.org/issues/capital-markets/securitization/agency-mbs-market-practices/overview>)より筆者が要約した。

証券化の裏づけ資産	発行時期	金額(百万ドル)
コンピューターリース債権	1985年3月	1847.8
自動車ローン債権(CARS)	1985年5月	76363.6
関連企業手形	1986年7月	638.0
軽型トラックローン債権	1986年7月	187.4
クレジットカード債権(CARDS)	1987年1月	80268.4
一般トラックローン債権	1987年7月	478.6
貿易による未収金	1987年9月	311.5
自動車リース債権	1987年10月	470.0
消費者貸付金債権	1987年11月	1092.5
クルーザーローン債権	1988年9月	1202.5
機械設備製造貸付債権	1988年9月	7653.7
設備リース債権	1988年10月	214.6
RVローン債権	1988年12月	1525.8
施設収益権(HELS)	1989年1月	24718.0
バイクローン債権	1989年7月	86.1
自動車ディーラー貸付債権	1990年8月	5900.0
トラックディーラー貸付債権	1990年12月	300.0
小企業貸付債権	1992年1月	349.8
鉄道車両リース債権	1992年5月	998.4
トレーラハウスリース債権	1992年6月	249.9
農業設備リース債権	1992年9月	1052.4

表 3 1992 年米国において発行した証券化商品の原資産および時期、金額の一覧

(出所)Fabozzi (1991)により筆者が作成

1930年代の大不況以降、米国において主にケインズ政策をはじめとする財政および金融市場の拡張政策をとり、経済の発展を刺激してきた。1950年代から60年には、これが功を奏し、米国経済は安定的な成長を維持できた。しかし副作用としては、急激なインフレや利率の上昇を招いた。特にインフレの進行を抑えるために、米国当局は緊縮的な貨幣

政策をとったことが 1970 年代から 80 年代中旬までの高利率につながった。特に 1990 年代初めまでは、ドルの利率 8%前後の史上最高水準を推移していた⁹。

これと同時に、第 2 次世界大戦後に締結されたブレトン・ウッズ協定(Bretton Woods Agreements)による為替の固定相場制がこの時期から揺らぎ始めた。特に 1970 年代では、米国の経済成長、貿易収支の赤字化および黄金ストックの流失などの原因により、為替の変動相場制が固定相場制を取って変わったことが大きい。1973 年代から欧米各国中心に為替の変動相場制の導入が進められたことにより、各国の経済の発展に大きな不確定要素が生じさせた。

利率と為替の急激な変化は、米国を始めとする先進国の銀行業にとって大きな打撃となった。1980 年代米国の S&L の破綻問題が代表的であった。S&L は、個人の小額預金を引き受け、それを原資に住宅ローンなどの貸し付けを行ったが 70 年代後半から、金利が急上昇したため、預金と貸付金利の「逆ザヤ」が生じ、大規模の破綻に至った。こうした為替と金利の大幅の変動によって生じたリスクを分散させるために、米国では、証券化に対するニーズを強めた。

また、金融業務の自由化による銀行および証券業などの業務に対する制限をなくしたことの影響も大きかった。1980 年代において為替の自由相場制が始まり、米国において資本に対する流入制限を解除した。1980 年では、米国において新しい銀行法が公表され、米国における金融市場の自由化および多様化につながった。これと同時に米日欧においては債券発行に対する規制緩和などを行っている。金融規制の緩和は金融機関および金融市場における機会を増加させ、米国においてはこの時期では NOW 口座や貨幣市場信託などを始めるとする新しい金融市場商品の誕生につながった¹⁰。こうした金融規制の緩和は大量の新しい金融商品を発生させ、証券化市場の発展において大きな要素となった。

また、金融機関の自己資本比率対策の証券化の利用の影響も大きい。1988 年に国際決済銀行(Bank for International Settlements: BIS)によって国際的に活動する銀行の自己資本比率と流動性比率を管理する BIS 規制が策定された。この規制は国際的な銀行システムの健全性の強化と、国際業務に携わる銀行間の競争上の不平等の軽減を目的として行われたもので、日米などの G10(Group of Ten)諸国がこの規制を受け入れるいわゆるバーゼル合意を行った。BIS 規制では G10 諸国の銀行に対して 1992 年末までに自己資本率の

⁹ FEB 公表データによる (<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>)

¹⁰ NOW 口座(Negotiable Order of Withdrawal Account)とは一定金額に達した当座預金口座に対して市場金利と相当する利子が支払われる口座である。

最低ラインとして8%を挙げており、これに加え損失に耐える力が最も強い普通株や国債、利益剰余金などの中核的自己資本 (Tier 1 capital) の比率についても 4%以上が要求されている。特にリスクのある企業に対する貸付債権、個人消費債権に対して高いリスク・ウェイト(資本賦課)が課せられるようになった。これに対して貸付債権の証券化を行うことは高いリスク・ウェイトの対象資産をオフバランスさせる効果を期待できるため、これらの国の銀行部門にとって1つの対応策の選択肢となった。

これに加え、新しい金融商品の登場による預金者の金融機関離れ、銀行に対する BIS 規制などが金融機関の証券化に対するニーズを拡大させた。このような背景で、1990 年代から 2000 年代半ばまでに米国における証券化市場は拡大し続け、世界でも突出している規模にまで成長した。図 4 が示したように、米国における証券化商品の発行規模については 1985 年の 1091 億ドルから 2012 年の 2 兆 5647 億ドルにまで成長した。

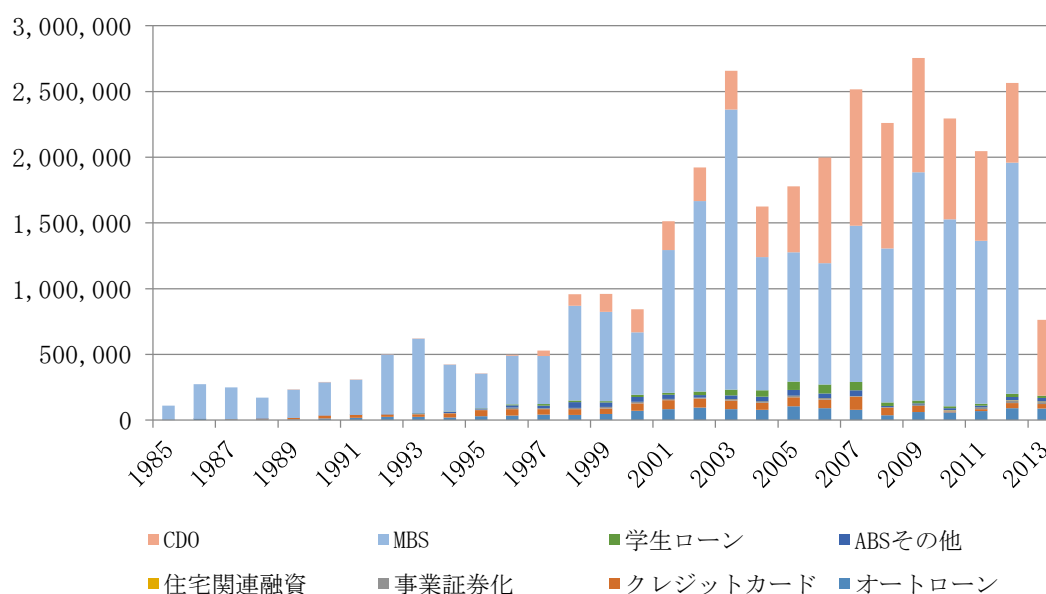


図 4 1985-2012 年米国における証券化商品の発行規模および原資産の内訳(単位:百万ドル)

(出所)SIFMA 公表データにより筆者が作成

さらに、近年の米国証券化市場の状況に目を向けると、2000 年以降においても依然証券化市場の成長が続いていることが分かる。米国証券業金融市場協会 (Securities Industry Association and The Bond Market Association: SIFMA) の統計資料によれば、米国における 2012 年 3 月までの債券市場の残高は 2.5 兆ドルに達し、その中において MBS・CMO を含むモーゲージ関連証券は 1.7 兆ドル(証券化商品の 68.5%, さらに全米債券市場全体の 23.7%)を占め、もっとも大きいシェアを占める商品にまで成長した。米国における

MBS 市場の成長には、FNMA などの公的機関が証券化市場の発展に寄与したほか、その安定した収益性などから民間の証券会社、銀行などの金融機関による市場開拓努力の成果も大きかった。さらに ABS の残高も 2.2 兆ドルにおよび、債券市場全体の 8% の割合を占めるようになった。その中においても図 4 で示したように特にオートローン債権とクレジット債権がそれぞれ 44.8% と 19.8% を占め、主要な位置にあることが分かる。米国の証券化市場は同国の債券市場全体の中でも中心的な存在であることを示しており、特に住宅ローン債権を中心とした MBS 証券、オートローン債権、クレジット債権を原資産とした ABS 証券が大きな割合を占めている点から、証券化市場の成長が米国の実体経済の実情に沿ったものであることが伺える。

2. 日本の証券化市場

アジアにおいて最初に資産証券化の発行が行われたのは日本で、その歴史は 1996 年に遡ることができる。それまでの準備として数段階の規制緩和と法改正が行われてきた。とりわけ 1993 年に実施された特定債権法(「特定債権などに係る事業の規制に関する法律」)により、リース・クレジット債権の証券化商品が解禁されたことによってノンバンクの直接調達へのニーズが促され、その後の証券化市場は急速に拡大した。このような背景の下で 1994 年に日本信販によって始めて海外において ABS 証券の発行が行われ、その後 1996 年 4 月の旧大蔵省による解禁を受けて、オリコが日本において最初の ABS 証券を発行した。この時代における証券化はバブル崩壊後に発生した金融機関の不良債権問題の解決や 90 年代のアジア金融危機の影響による金融機関への資金チャネル確保が目的であった。例としては、北海道拓殖銀行によって発行された MBS や NEC、西武百貨店によって発行された CMBS がある。これらは企業や金融機関のための救済手段として用いられていた¹¹。さらに井村(2002)、清水(2013)は 1970 年代から 1980 年代までの間、先進国を初めとする諸国のほとんどは金融市場に対して緩和的な政策をとったことが証券化市場発展の要因と言及している。

利率の自由化は、銀行に対して貯蓄および貸付に対する制限を緩和させる。この時期、多くの国において利率および貸付に対する監督基準の緩和を行った。特に日本においては、オフショア金融市場の開放をはじめとして、外国企業が日本における債券の発行と欧州に

¹¹ 福光(1998b)、木下(2004)により筆者が要約した。

おける円ベースの債券の発行, さらに日系銀行の欧州における円取引などの規制を緩和した。さらに, 1984 年には円に対する「実需原則」の撤廃によって, 企業や投資家は先物為替取引の自由化を図った。さらに同年, 銀行に対して外貨に関する量的制限をなくし, 銀行は自由に外貨を円に転換すること, あるいはユーロ市場から円を取り入れて国内運用に回すことができるようになった。さらに 1985 年のプラザ合意により, 日本のみならずフランスやドイツなどにおいても対ドルの為替レートが数年間急激な上昇を見せたことから, 日米欧において為替・金利とも不安定な経済環境に突入したといえる。

さらに 1980 年までに為替に対する規制を緩和している。また 1983 年に設置された「日米円ドル委員会」は日本に対し, 金融市場開放と規制撤廃を要求した。日本国内でも, 金融自由化を求める動きが強まった。金融機関は政府から国債販売を割り当てられたが, 引き受けた大量の国債を消化しきれない状況から, 国債を自由に購入できる市場環境の整備を国に要求したことも背景の 1 つである。このような背景の下, 1980 年代においては金融市場への海外投資家の参入や国外投資への制限も次々と撤廃され, 金融市場の国際化が図られた。これにより, 日本における長, 短期金融市場の急速な拡大につながり, 証券化市場の成長への助力になった。

アジア金融危機以降, より資産証券化を容易に進めるために 1998 年には SPC 法(「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」)が公表され, さらに 2000 年にはこれを改正した「資産の流動化に関する法律」が制定されている。高橋(2004)は SPC 法の公表が日本における証券化市場の発展を牽引してきた役割を持つとし, 深浦(2003)も「特定債券法」「共同事業法」とともに SPC 法が日本における流動化市場を支える要素としている。これらの法律による規制緩和の効果によって, 日本における資産証券化は急速に発展し, この時期の証券化の役割は金融機関に対する支援の意味合いが薄れ, 次第に収益目的へと変化した。

2006 年を転換点として, 日本における証券化は MBS が大半を占めるようになった。米国のサブプライムローン問題による影響で証券化商品の発行額は年々減少しているが, 2013 年度の証券化商品の発行額は 33 兆円となり, その内訳は住宅金融支援機構 MBS10.8 兆円, 機構 RMBS を除く民間証券化取引・商品ベース証券化商品 17 兆 9000 億円とサブプライムローン問題以前の市場規模に回復し, アジア地域においてもっとも大きな資産証券化市場となっている¹²。

¹² 一般社団法人全国銀行協会「2013 年度証券化市場動向調査」による。

図5では2007年から2013年まで日本における証券化商品の発行量および内訳を示しているが、その構成の変化を見ればRMBSを除く民間証券化取引・商品ベース証券化商品の発行額は年々減少している。その主因はリース・クレジット債権の証券化商品発行額の減少と図5から伺うことができる。これに対して、住宅金融支援機構MBSは年々増加の傾向にあり、現在の証券化商品発行総額から比率に換算すると33.5%であり、最も主要な証券化商品となった。今後においてもこの傾向が拡大し続けると考えられる。

日本の証券化について注目すべきことは、2000年代に当時の資本市場における金融仲介機能の不全を補完するため、日本銀行によりABSの適格担保化したことやその後金融機関から直接ABSの買入れを行ったことである。証券化商品を利用し、政策的に金融機関の中小企業への融資状況の改善に繋がったことは画期的な政策であった。

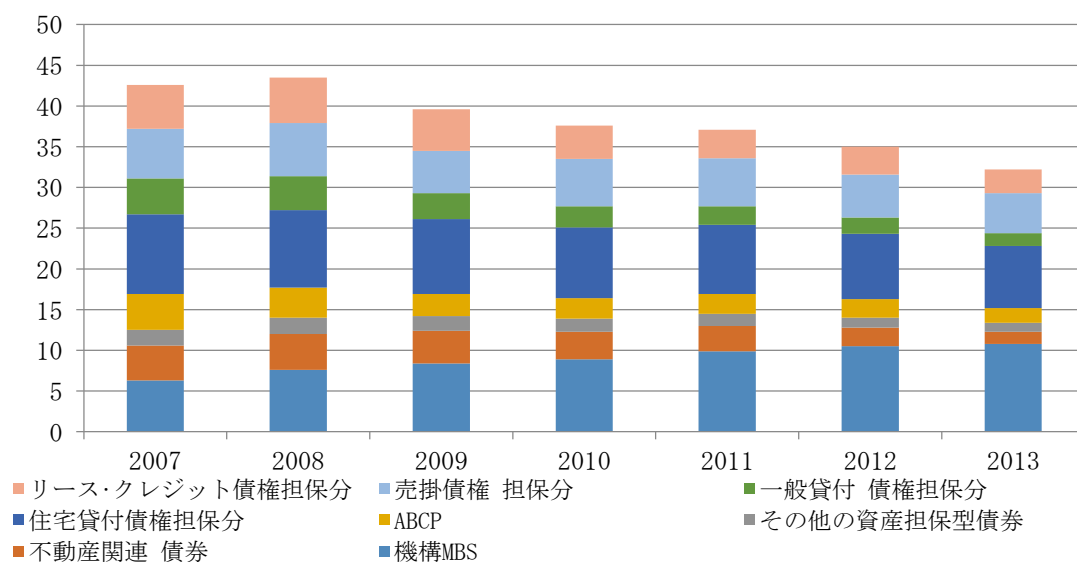


図5 2013年日本における証券化商品の内訳 (単位:兆円)
(出所) 2014年6月18日日本銀行調査統計局統計データにより筆者が作成

3. 欧州の証券化市場

欧州諸国¹³における証券化市場は米国に次ぐ規模であるが、その発展は1990年代になってからであった。欧州の多くの国は資産証券化が行われるかなり以前に証券化と類似したカバードボンド¹⁴(Covered Bond)を発行しており、金融機関において資産の流動化が当初から活発に行われていたことから、逆に米国的の資産証券化商品の浸透が遅れたと考え

¹³ 本論文における欧州諸国はEU加盟諸国のことを指す。

¹⁴ カバードボンド(Covered Bond)とは金融機関が住宅ローン債権などを裏づけ資産として発行する債券の一種で、資産証券化商品と違い、発行後も負債として発行者のバランスシートに計上されることが特徴。

られる。

欧州において本当の意味での資産証券化商品は 1980 年代になってから発行されている。それは 1985 年に英国において政府系住宅金融機関によって発行された住宅用モーゲージローンを裏づけとする MBS 商品であった¹⁵。これは米国における初期の資産証券化と類似していたこと、英国は米国と同じ法体系に属していることなどから、証券化への制度的な対応が比較的容易であった背景がある。この背景をもとに、英国では 1980 年代において MBS 商品を中心に発行し、欧州最大の証券化市場を有していた。さらに 1995 年になると欧州において初めてとなる個人貸付債権を裏づけとする証券化商品が発行された。これを皮切りに企業に対する貸付債権、リース債権、クレジットおよび自動車ローンなどを原資産とする金融資産証券化商品が先駆的に発行された。高橋(2006)は、欧州証券化市場においてもっとも特徴的な証券化商品として、事業の証券化(Whole Business Securitization: WBS)を挙げている。事業の証券化は企業や金融機関が所有する資産ではなく、特定の事業全体から生じる将来キャッシュ・フローを証券化するものであり、これまでに行われた事例としては、水道事業などの公衆事業、または医療介護関連分野などが多い¹⁶。

他方、英国と同じ規模の金融市場を持つドイツでは、資産証券化市場の発展がかなり立ち遅れていた。その原因としてはドイツでは欧州で最も大規模のカバードボンド市場を既に存在しており、金融機関にとって証券化による資産の流動化を行う必要性が小さかったことにある。そのため 1999 年までにドイツで発行された MBS 商品はわずか 5 件にすぎない。この状態が 2000 年前半まで続き、2004 年から郵便事業改革の一環として郵便関連企業年金の証券化が行われたことで証券化市場が成長をはじめた。2008 年までの証券化商品の内訳を見ると約 4 割が郵便関連企業年金の関連商品であったことから、ドイツ証券化市場の単一性が窺える(高橋(2006))。

高橋(2006)は欧州諸国における証券化は、英国とドイツを除けば、証券化に対して独自に法整備を進めたことが大きな特徴としている。この時代の欧州では米国と同様金利、為替の変化、金融市場の自由化に加え、1980 年代において途上国を中心に経済の発展の減速がみられ、多くの国で発生した債務危機も証券化市場の発展に大きく影響していた。国際的な債務危機により、途上国に対して貸付投資を行った銀行では大量な不良資産が発生し、同時にこれらの銀行は資産の流動性も下がり、銀行の資産リスクを増大させた。これ

¹⁵ SIFMA の公表資料(Europe Structured Finance Issuance and Outstanding)による。

¹⁶ 公益財団法人日本証券経済研究所編集(2012)の内容を筆者が要約。

らの銀行の多くは欧米などの先進国に拠点をおいているものであり、後に欧州を中心とする証券化による不良債権処理が大量に行われたことの原因の1つとして考えられる。

欧州においても比較的早期から証券化を行ったフランスでは、1988年に証券化の導入に先駆け、まず特殊証券法律を可決していった。しかしながらその後、1988年から1993年には、フランスの証券化市場には57の証券化商品しか発行されず、伸び率は低い。原因としてはオリジネーターを金融機関に限定していたことにあり、1980年代中頃の金融自由化による銀行業の預金吸収難に陥っていた金融機関に対し、新たな資金調達手法を確立させる必要があったとされている。これが結局証券化市場の成長を圧迫する原因となる。これに対してフランスは証券化に対して規制を緩和する証券化改正法案を導入したことにより、フランスの住宅ローンの証券化やクレジット・ローン証券化が発展し始めた。

イタリアにおいても1999年に証券化に関する法律を制定し、証券化における対象資産、オリジネーター、SPVの定義を明確化させ、自国の証券化市場に刺激を与えた。その結果、翌2000年にイタリアの資産証券化商品の発行金額は4倍に成長し、英国に次ぐ欧州2番目の証券化大国になり、自国の不良債権の処理や中小企業資金調達など問題の解決に繋がった。このように欧州において特に2000年以降の証券化市場の発展は著しく、2009年までに発行額が3064億ドルにまで成長し、米国に次ぐ第2位の証券化市場となった。

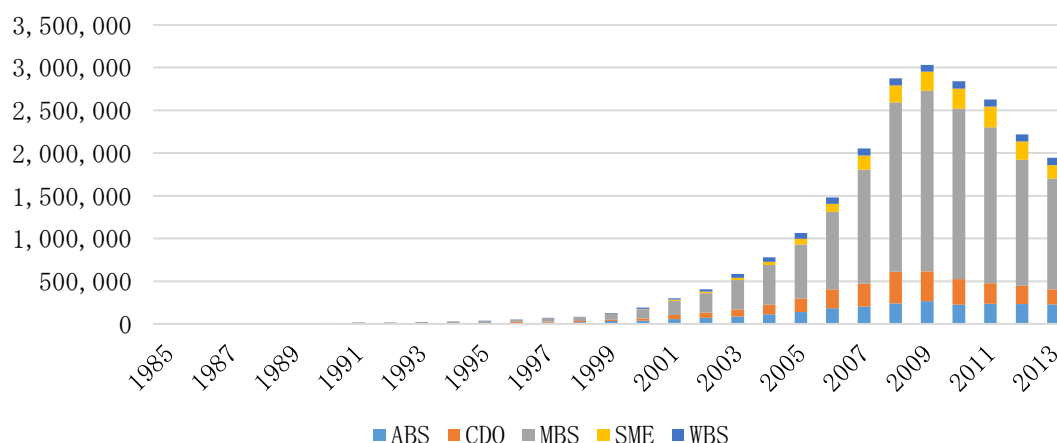


図 6 1985-2013 年欧州における証券化市場の発行規模および証券化商品の内訳 (単位: 百万ドル)

(出所) SIFMA 公表データにより筆者が作成

このように欧州諸国では、それぞれの国が自国の事情に応じて証券化商品を発展させている。図 6 で示した 2013 年までの欧州における証券市場の内訳を見ると、最も大きい割合を占めているのは個人住宅モーゲージを裏づけとする MBS 商品、全体の 65.49% である。さらに個人消費関連の貸し付けも高く、自動車ローン、クレジット債権などの裏づけ資産

とする ABS が盛んに発行されている。これに加え、欧州証券化市場における特徴の 1 つとして、中小企業貸し付け証券化商品の SME 発行が挙げられる。これは全証券化商品の約 10% を占める割合で年間 2131 億ドルの資金が中小企業に供与されている¹⁷。これほど柔軟に証券化商品を開発できたことは、英国とドイツを除く諸国において、その時々を経済事情や金融市場の重要に応じて法改正を行ったことはもっとも大きな役割を果たしたと考えられる。さらに近年、欧州諸国における金融資産証券化においては単なる不良債権処理にとどまらず、銀行の自己資本比率対策や、リスク・マネジメント上の必要から証券化が実施されることが多くなっており、更なる法規の改正が予想される。

小括

本章ではまず証券化の定義とその仕組みについて研究を行った。その結果、証券化とは流動性が低くかつ将来的キャッシュ・フローが期待できる資産を元に資産プールを作成し、独立した SPC に真正売買し、さらに信用・流動性補完などの措置を施し、リスクや配当が異なるエクスポージャーを持つ証券にする一連のプロセスであるという認識に至った。さらに証券化プロセスにおいて多くの参加者と複雑なスキームが存在する。この複雑な仕組みにより証券化は単なる資金調達としての金融手段にとどまらず、金融市場や取引の参加者にその他の効果を与えることができることを明らかにした。

さらに日米欧における証券化発展の経緯およびその経済的背景についても要約した。主に金利および為替などの変動リスクの増大による経済環境への影響や世界的な規模における金融市場の自由化さらに BIS 規制をはじめとする先進国を主とする銀行部門への自己資本規制の強化が挙げられる。このような時代の背景において、各国の銀行をはじめとする金融機関が不確定的なリスクを多く抱えさらに増加する不良債券への対応、厳しい自己資本への規制から証券化という方法を用いてリスク・ウェイトの高い資産や不良債権のオフバランス化を図った。この背景により 90 年代半ばまで各国においてそれぞれの証券化市場が自国のニーズに応じて大きく発展してきたと推察できる。

各国では 1970 年代半ばから 80 年代にかけて金利や利率の大幅の変動やオイルショック、債務危機などの経済環境の中において銀行をはじめとする金融機関が従来の安定的な成長による利益確保が難しくなり、さらに資産の変動リスクが上昇する背景のもと、証券化によるリスクの分散や利益の確保を求めた。さらにこれに加え BIS 規制や各国における金

¹⁷ SIFMA の公表データ (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>) による。

融業務の自由化が証券化市場の発展を後押しした。特に米国においては積極的に個人自動車ローンやクレジットローンを裏づけ資産とする証券化を発行した結果、個人消費が大きく刺激された結果となった。2012年までに米国における約5割の住宅モーゲージローンと7割以上の自動車ローンが証券化されているところから、資産証券化が消費を刺激し、経済成長を促す役割を果たしたと言える。

また、金融市場における諸問題を解決する面においても証券化が有効であることが実証されている。欧州各国において資産証券化を行ったことにより、金融市場における直接金融の割合を引き上げ、金融市場構造の合理化に繋がった。さらに、アジアにおいて日本、韓国、台湾では1990年代の金融危機後に著しく高くなった不良債権率に対し資産証券化のオフバランスの効果を利用し、銀行から切り離すことに成功した。中国では、2000年代半ばから当時の国際の経済環境と極めて類似する場面になりつつある。加えて中国の金融市場の未成熟によるシャドバンキングや資産流動性の不足などの新しい問題も発生している。そのため、マクロ的な経済環境の視点から見て中国においては証券化市場に対する市場のニーズおよび政策的な推進の理由が十分にあるといえる。中国において参考となるのは資産証券化による中小企業への融資問題を解決する効果である。特にSIFMAの統計によると特にドイツとスペインをはじめとする欧州各国において2007年までに累計144件の中小企業貸し付け資産をベースとする証券化商品を発行している、総額は1900ユーロにも及び、銀行などの金融機関による中小企業への貸し付けを改善している。また、中小企業の企業資産をベースとする証券化でも通常債権や株式市場を通じて資金調達のハードルが高かった中小企業にとって新たな直接融資の方法を提供した形となり、中国など金融市場が未発達の国々にとって有効な改善策である。

第二章 中国金融市場の構造

第一章においては諸国における証券化市場の発展および経済的な背景について述べた。その結果、利子率・為替の変動や不良債権、自己資本規制による金融機関へのリスクが増加したことが各国の証券化への必要性を拡大させたことが分かった。本章ではまず中国の金融市場環境の変化を考察し、マクロ経済の背景を明らかにする。次に中国の銀行部門を中心とする金融市場の問題を検討し、金融市場の企業部門への資金供給能力不足の原因を分析する。最後に近年中国において問題となるシャドールバンキングを考察し、金融市場の諸問題にあわせシャドールバンキングへの依存度が拡大し続けた原因を明らかにする。

第一節 中国金融市場環境の変化

第一章において、米日欧諸国において証券化市場の成長の背景に、当時の各国の利率・為替の変動や不良債権、自己資本規制による影響が大きいことを指摘したが、中国の状況を見ると、現時点における経済発展の状況がこの時代の背景と極めて類似していることが分かる。

近年中国において、人民元の変動相場制への移行が進められてきた。図7で示されているように2005年7月21日に人民元の「多通貨バスケットを参照する管理フロート制」が始まって以降、人民元は大幅な上昇を続けてきた。特に2013年に入って米中における経済指数の変動により人民元のレートは単なる上昇に止まらず、一時乱高下の場面も見られた。さらに、2012年5月から人民元レートの変動幅の上限が0.5%から1%に拡大され、国際的な貿易や取引が増えた今の中国の銀行と企業にとって大きなリスクになると考えられる。

また、中国ではこれまで数回にわたって金利の改革も進めている。直近では2010年から金利の引き下げを頻繁に行っている。その背景には激しいインフレや社会における資本の流動性の低下、通貨政策がある。さらに2013年の8月には銀行の貸付金利の加減規制を撤廃し、2013年の3月人民銀行の周小川総裁が全国人民代表大会において今後1から2年にかけての金利の完全なる自由化を示唆している。このような金利自由化、為替自由化の動きは1970年代の米国および1980年代の日本の経済環境と類似している。特にこれまで安定的な収入源であった預貸利鞘の縮小が確実となり、代わりに金利の自由化および為

替の自由化による資産の変動リスクが増大すると推察できる。これは貸付債権など諸債権の証券化へのニーズの拡大を招くと考えられる。

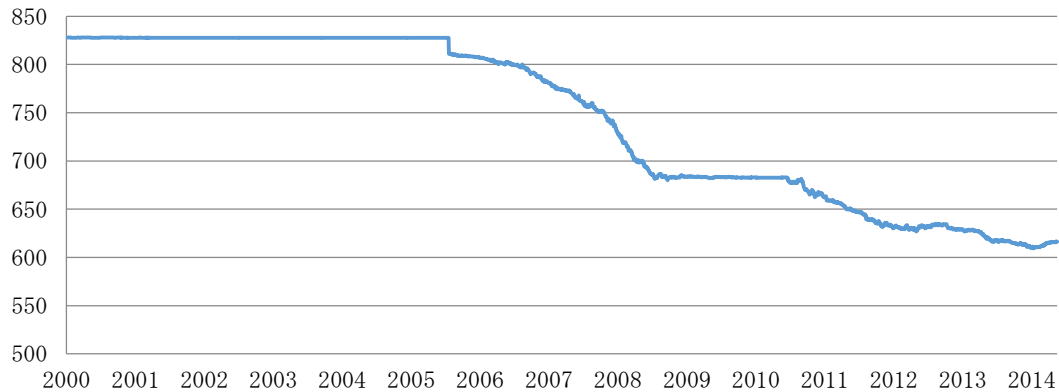


図 7 2000-2014 年 100 ドル対人民元為替レートの推移 (単位:元)

(出所) http://biz.finance.sina.com.cn/forex/forex.php?startdate=2000-01-01&enddate=2014-05-18&money_code=USD&type=0 により筆者が作成

さらに、不良債権の問題がある。1980 年代の途上国の債務危機および 1990 年代末期のアジア金融危機では、各国の銀行で大規模な不良債権が発生し、このことが証券化市場発展の大きな推進力となった。中国においても 1990 年代に発生した不良債権処理がまだに完了していない。

加えて、近年経済発展の減速と政策的な後進的産業の淘汰、過度な投資による過剰設備を抱えている。いずれの問題も現在および近い将来に多くの不良債権となり、中国の金融市場に重い負担になると考えられる。

これまでは不良債権の処理は資産管理会社に債権の移譲、資産の売却や国家的な財政支出により行われてきた。しかし、このような方法では持続的な不良債権処理が行われると考えがたく、市場システムを活用した処理が求められる。

2013 年から商業銀行自己資本比率規制に関して新しい規制を段階的に適用されている。新しい規制はバーゼル銀行監督委員会が公表している「バーゼル 3」の銀行規制に対応している。新基準は 2013 年から段階的に導入され、2019 年までに完全実施される予定であり、特に銀行の自己資本比率を 10.5%以上に制限している。表 4 に示したように、中国の主要銀行の多くの自己資本比率は 10.5%をわずかに上回っているにすぎず、今後 BIS 規制

に対応するため、高いリスク・ウェイトの資産を大幅のオフバランス化を行う必要が生じる。

さらに、1980年代の日本と同様に、中国においても金融市場改革が進められている。金融市場改革の重要な一環として金融業務に対する規制緩和がある。金融機関に対して本業以外の業務への参入が認められ、いわゆるユニバーサル・バンクの体制になりつつある。さらに新しい信託法や証券法などは、証券化をはじめとする新しい金融商品への規制を緩和しているが、この状況は80年代半ばの欧米と日本の金融緩和と極めて類似しており、証券化市場発展の前提条件が整いつつあると評価できる。

	2010年	2011年	2012年	2013年
平安銀行	10.19%	11.51%	11.37%	9.90%
浦発銀行	10.24%	11.50%	12.45%	11.20%
建設銀行	11.68%	12.51%	14.32%	13.34%
農業銀行	8.31%	11.91%	12.61%	11.81%
中国銀行	11.73%	12.95%	13.63%	13.33%
交通銀行	12.17%	12.20%	14.07%	12.68%
工商銀行	11.34%	12.33%	13.66%	13.11%
中信銀行	10.95%	11.40%	13.44%	11.47%
招商銀行	11.60%	11.05%	12.14%	10.72%
民生銀行	10.77%	10.73%	10.75%	9.92%
光大銀行	9.36%	10.82%	10.99%	9.67%
興業銀行	11.96%	11.22%	12.06%	11.10%
寧波銀行	10.81%	14.62%	15.65%	11.47%
華夏銀行	10.57%	13.32%	10.85%	11.03%
北京銀行	12.47%	12.27%	12.90%	11.92%

表4 2010年-2013年中国主要銀行の自己資本比率推移

(出所) 各銀行の財務諸表により筆者が作成

第二節 中国における企業への資金供給の現状

1. 企業部門への資金供給に関する先行研究

中国の金融市場の資金供給機能に関する先駆的研究としては周(1999)がある。彼は金融市場からの資金供給が重視されていない時期にいち早く市場による企業への資金供給能力を実証分析し、市場の構造や政策の不備により資金供給が不足な状態であると結論づけている。

また、鄭(2001a)(2001b)は金融市場の企業への資金供給能力を分析している。特に非国有企業を中心とする資金調達が困難な問題に着目し、銀行部門、資本市場に分けて、それぞれの市場の構造上に不足が存在するとしている。

Boyreau&Wei(2004)は金融市場による信用仲介能力が不足していることや銀行を中心とする市場システムの問題点を指摘し、企業部門の慢性的な資金不足が経済成長に影響を及ぼすと警告している。また、個別の市場に関して、王(2005)は効率的市場仮説(Efficient Market Hypothesis)を用いて中国の株式市場に対する研究を行っている。その結果、中国の株式市場は公表された情報に効率的に反応することはなく、株価が割高な状態を維持していることが明らかになった。これは中国における上場会社が、金融市場から過剰に資金調達を行っており、他の企業の圧迫となっていることを意味する。

また、企業部門の中においても特に中小企業が常に資金不足な状態にある中小企業の資金調達状況に関する研究として胡(2000)および林・李(2001)がある。胡(2000)は中国における中小企業の経済に対する影響の強さについて調査を行っており、1999年当時では登録企業数の99%、都市部労働人口6割が就業する中小企業は、国民経済における重要な地位にあるにもかかわらず、主な資金調達手段が内部留保であることを明らかにした上で、その原因が銀行部門による信用仲介能力の不足や国有企業重視の体制によると結論づけている。林・李(2001)も同じ議論を行っており、銀行部門による信用創出能力不足な問題に対して、中小金融機関を活用した中小企業への資金供給ルートの開拓の必要性を説いている。

このほか程・孫(2006)、李・楊(2001)も銀行部門または資本市場の中小企業への資金供給能力に関する研究を行っており、いずれも金融市場の中小企業に対する資金供給能力の問題を挙げている。また、近年の研究としては、李ほか(2009)が全国各地域の中小企業に

対する調査研究の中において、中小企業の倒産率の高さについて主な原因を満足に資金調達ができないことによる財務状態の衰弱さにあるとしている。

本章ではこれらの研究に基づき、中国の中小企業の資金調達の問題点を、銀行部門、株式市場、債券市場の状況を俯瞰した上で、銀行部門の資金供給機能についての説明を行いたい。

2. 金融市場の成長と中小企業を中心とする資金調達の困難さ¹⁸

1984年に最初の株式流通市場が誕生して以来、中国における金融市場は20年あまりで近年の急速な経済発展とともに凄まじい成長を遂げた。2013年9月13日に中国の中央銀行である中国人民銀行によって公表された「社会融資規模統計報告」によれば、2002年から2013年まで中国の社会融資規模は2兆元から17兆3168億元に拡大し、年平均成長率に換算ベースで23%に達したとしている。これは中国における金融市場が今や経済システムの重要な一部として、経済発展の原動力となっていることを示すものである。

しかし、金融市場の著しい成長とは裏腹に、主要な資金供給先である企業部門への資金供給は必ずしも順調とはいえない。2008年のサブプライム問題に始まった金融危機が金融システムに大きな打撃を与えたのと同時に、実体経済にも大きな影響を与えた。中国の輸出の伸び率は2007年の20%以上から2008年の8%にまで下がりさらに2008年の11月にはマイナス成長を記録している¹⁹。このことは輸出が大きい割合を占める中国の中小企業にとって大きな痛手となり、「中国中小企業発展報告(2008-2009)」によると、2008年には約6.7万社の中小企業が破綻した。

さらに2011年にインフレ抑制対策の一環として、中国人民銀行によって年4回の利上げおよび10回の準備預金率の引き上げなど一連の金融緊縮政策が行われたことが大量の中小企業の倒産を引き起こした(李ほか(2009))。こうした相次ぐ中小企業を中心とする大量倒産は、単に経済環境の悪化による影響とは考え難く、その背景には中国における企業財務状態の脆弱さがあると考えられる。

中国企業の資金調達手法の大部分は銀行経由の資金調達である。しかし、表5における中小企業だけに限定すれば、銀行経由の資金調達の割合は非常に少なく、また、日米中の

¹⁸ 中国における中小企業を中心とする資金調達問題に関する研究は曹(2013)の内容を参照した。

¹⁹ 中華人民共和国商務部「進出口統計快報2008」のデータによる。

中小企業の融資構造を比較した場合、中国の中小企業の融資手段が極めて限定的であり、金融市場からの融資がほとんど受けられていない実態が明らかとなる。

	中国	米国	日本
内部調達	88.4%	45%	30.6%
銀行借入	5%	29%	61.2%
直接金融	3.7%	13%	6.8%
その他	2.9%	5%	1.41%

表 5 日，米，中の中小企業資金調達構造

(出所) 中国中小企業年鑑編委会(2011)，米国商務省「Quarterly Financial Report」，中小企業庁「中小企業実態基本調査」により筆者が作成

まず、中国の中小企業の直接融資の割合は日米と比べて低い。米国では、エンジェルやベンチャーキャピタルを通じたエクイティによる調達を活発に行っているのは、中小企業が積極的に株式新規公開(Initial Public Offering: IPO)を目指していることが原因と考えられる。日本では社債が重要な調達手段となっている。

これに対して、中国の中小企業の株式および社債の発行基準は大企業とほぼ同等で、日米より厳しく制限されていることから、エクイティによる調達はごく一部の国有大企業しかできない。2004年6月には中小企業の株式市場からの資金調達を目的にShen Zhen証券取引所において中小企業ボードが開業されたものの、その上場基準はメイン・ボードと全く同じであり、2013年現在まで、大型企業と近い規模の企業しか上場できないこと、うち中小企業はわずか701社、金融市場からの資金調達は望めないのが現状である。また、中国政府は社債の発行も厳しく制限しており、ごく一部の国有大企業しか実施できない。これに加え、私募債などその他のデット・ファイナンスの手法もまだ法律上承認されておらず、中小企業が直接金融手段により資金を調達することはきわめて困難といえる。

銀行経由の資金調達の割合をみると、日米の中小企業は銀行借入依存度が高い。金融市場が発達し、資金調達手段が多様化している米国でも約29%を占めている。それに対して、中国における企業全体の融資に占める銀行借り入れの割合は78.8%とかなり高いものの、中小企業ではわずか5%しかない。企業全体の数値や日米と比べ、遥かに少なく、中小企業の融資困難の状況が分かる。このように中小企業銀行部門、株式市場、債券市場のいずれ

の市場からもほとんど調達できていない。

3. 中国における金融市場の資金供給能力

中国の金融システムは長らく政府によって管理、統制され、中央集権型の銀行システムからスタートし、改革開放や中国経済の急成長に伴い、30年余りの改革と発展を経て、大きな成長を遂げてきた。近年では、株式市場をはじめとして企業債権、金融債権市場などの確立されたことにより、市場化された金融システムの原型が形成されつつあるが、金融市場の全体構造を見れば、依然として銀行部門が主導的地位を占めている。

(1) 銀行を中心とする信用仲介機能

中国では1949年に建国されてから長い間、金融システムは常に政府によって管理、統制されてきたが、1979年に実施された「撥改貸」²⁰政策を契機に中国人民銀行を中心とする金融体系の枠組みが作られたことが、中国における金融市場の始まりと考えられる。それまでの中国では個人所得が極端に低く抑えられ、富の配分と仲介はすべて政府によって行われていたが、市場経済の導入により家計の貯蓄が増え、それらの多くは銀行に集められ、投資主体の企業部門に仲介されている。表6は2000年以降中国の金融市場が企業部門に対する融資の規模を表す「社会融資規模統計」を融資先別にまとめたものである。企業の資金調達規模、あるいは社会全体の資源の利用状況や分布から見ても、株式市場および債券市場は銀行システムの主導的地位を脅かす存在にはなっておらず、現在の中国金融市場は典型的な銀行主導型の金融システムのままである。

欧米などの先進国に存在する市場主導型金融市場構造と違い、中国のような銀行、特に国有系大型銀行主導型金融市場はマクロ経済的見れば貯蓄の動員や経済の安定性の維持に優れているという見方もある²¹。実際にリーマン・ショック以降の景気回復局面においてインフラ整備や不動産開発、設備投資が急拡大する中で、政府の経済政策に即応した活発な銀行貸出が景気浮揚を後押しした。

²⁰ 撥改貸は1979年から国務院によって試験的に進められた政策で、従来の国有企業への国家予算からの無償給付による弊害を取り除くため、国家予算を建設銀行経由で、国有企業に有利子貸付という方法で行う融資である。

²¹ 応(2010)では各国の金融市場を構造から「銀行主導型」と「市場主導型」に分類し、「銀行主導型」の中国金融市場と「市場主導型」の米国金融市場の比較研究を行った。「市場主導型」の金融市場は「銀行主導型」と比べ、流動性供給の柔軟性やリスク管理の面において優れているが、「銀行主導型」金融市場は貯蓄の動員や経済の安定性の維持に優れるという見解を示した。

一方、幾つかの副作用をもたらしたことは否めない。中国経済が量的拡大に加えて質的向上も追求する発展段階に差し掛かる中で、これまでの銀行業は効率的な資源配分に十分な役割を果たしていないという見方がある(鄭(2001a)(2001b), Boyreau&Wei(2004))。

年度	融資合計(億元)	銀行融資	債券	株式
2001	758	93.60%	0.40%	6.00%
2002	1719.5	95.90%	2%	2.10%
2003	3480.5	97.40%	1.10%	1.50%
2004	2407.5	98.30%	0.40%	1.30%
2005	2408.8	92.50%	4.50%	3.00%
2006	3430.9	93.80%	3.10%	1.00%
2007	4252.4	91.30%	5.80%	2.90%
2008	4448.3	91.50%	6.20%	2.30%
2009	10610.7	92.00%	5.40%	2.50%
2010	8787	83.50%	7.80%	8.70%
2011	7804.6	78.80%	12.80%	8.40%
2012	157631	80.81%	14.31%	1.59%
2013	173168	84.54%	10.46%	1.28%

表 6 社会融資規模統計推移

(出所) 中国人民銀行社会融資規模統計報告により筆者が作成

実例として財政規律が緩く財源不足の地方政府に無制限の融資を続けたことで財政赤字の増大させたことや、生産能力の過剰と不動産価格の高騰を発生させたこと、またそれらを通じて銀行の貸出資産の質が劣化するリスクを抱え込んだことなどが挙げられる。しかし、最も問題となるのは国有銀行を中心とする銀行部門の信用創造は政府の影響を受け、企業の生産性よりも政府の意志や企業の所有制をもとに信用創造を行ったことである。この結果、生じた金融仲介の非効率と銀行部門の資産の固定化が原因となって、企業への貸し付けが困難な状況にあった。

(2) 株式市場の構造問題

日本や米国の株式市場の成長過程と違って、中国の株式市場が設立された背景は国有企業経営の活性化と国有企業の資金調達が多様化にあった。44頁で述べたように1980年代において国有企業の資金調達は、所管の政府部門の許認可を得たうえで、国有銀行からの借入れが中心であった。国有銀行の貸付は国家財政による国有企業への資金供与と赤字国有企業への補助金と性格的にほぼ同じものといっても過言ではない。しかし、国有企業にとって負債となる国有銀行からの借入れが拡大することは、経営を圧迫する要因となった。このため、国有企業を過大な負債から脱却させるため、株式会社へ組織再編し、株式の一部を公開することが有効であると考えられた。つまり、中国において証券取引所が設立された狙いは、国有企業の資金調達を多元化することを目的としており、そのため幾つかの問題を残すことになった。

1990年に設立された上海とShen Zhen株式市場の規模が過小である原因は、市場が設立されて間もないことに加え、市場へ参入のハードルが他国と比べて高いことが挙げられる。中国の「会社法」と「株式の発行および上場に対する管理弁法」により、株式上場の条件には次の10条がある。

- ① 登録資本金が5,000 万元を下回らないこと
- ② 3年連続黒字を計上すること
- ③ 公開株数は全株数の25%以上であること
- ④ 株式額面1000元以上を持つ株主の人数が1000人を下回らないこと
- ⑤ 公開、発行した株式がその企業の株式総数の25%以上(資本金総額が4億元以上の場合は、その公開した株式の比率が15%以上であること
- ⑥ 発起人持株比率が、株式総発行数の10%以下であること
- ⑦ 所有する株券の額面金額が1000万元以上であること
- ⑧ 社員持株数は、公開発行株式数の10%以下などであること
- ⑨ 上場する直近の3年以内に重大な違法行為が無いこと
- ⑩ 財務会計報告書に虚偽の記載の無いこと

これは諸外国と比較しても厳しい基準であり、これらの条件を全部満たすことはほとんど困難である。特に③と④は企業規模がある程度大きくないとクリアすることが不可能であり、そのため最終的に株式公開を果たしている企業の大半は国有中堅・大手企業である。さらに上場を果たしている企業でも、石油や交通運輸といった市場独占的な企業を除けば、

多くの国有企業は経営難から完全に脱出しておらず、上場基準を満たさないことが多い。このため、グループのなかで資産内容が比較的良質な部分をリパッケージしてそれを公開していることが多い(中国証券監督管理委員会(2009))。

一方、資本金規模の小さい中小企業にとってこの条件をクリアすることはさらに難しく、全国上場企業のうち非国有中小企業の割合は3%未満である²²。中小企業の株式市場からの資金調達を容易にするため、中国版ナスダックである「創業板」「中小企業板」が2011年までに設立された。しかし、世界的な株価の低迷、中国の株式市場において違法資金の流入や国有株放出といった問題と課題が山積している中、これらの市場においても厳しい上場規制がしかれ、2013年現在わずか「創業板」355社、「中小企業板」701社²³の上場に留まっている。

そもそも、中国において、株式公開はある明確な基準に基づいてそれをクリアした企業が全部上場できるというわけではない。毎年、証券監督管理委員会は株式上場の枠を決め、地域的な不均衡が生じないように、31の自治体の間でできるだけ均等に配分する。しかし、経済的には地域間の不均衡が存在しているため、貧しい地方は上場枠が割りあてられても上場できる企業がないのに対して、広東省や上海市のような豊かな沿海地域では、上場枠が不足しているために多くの優良企業が株式市場での資金調達が叶わない。表7は2013年に中国で登記されている企業および上場会社をそれぞれ業種別に分類、比較したものである。表7から中国における会社上場は必ずしも実体経済の企業規模に沿ったものではなく、上場企業の多くは国営企業が集中する医薬、石油、化学工業分野に偏っていることが分かる。

さらに、株式市場全体においても構造上のアンバランス、加えて株式市場の構造単一性が見られる。米国をはじめとする先進国には、幾つかの株式取引市場が存在し、階層式になっている²⁴。しかし、中国株式市場の場合、長い間メイン・ボードである上海証券取引所とShen Zhen証券取引所のみであり、中小企業版、創業版、株式譲渡代行システムなど下級の取引市場では上場企業数が少なく、逆ピラミッド式の構造となっている。これらの要因が合わさって、中小企業の株式市場からの資金調達を極めて困難な状態にさせている。

²² 2014年3月現在の上海、Shen Zhen証券取引所取引場による統計データによる。

²³ 2014年3月現在の上海、Shen Zhen証券取引所のみにおける上場企業数である。

²⁴ 米国を例にあげると、ニューヨーク証券取引所、ナスダック市場、OTCブリテンボード市場、ピンクシート市場、グレーマーケットなど幾つかの階層の市場があり、ピラミッド式となっている。

	法人数	上場企業数	PER	PBR
農林水産畜産業	321,086	52	35.31	3.51
鉱業	105,490	52	20.91	3.41
製造業	2,240,315	1159	25.92	2.43
食品飲料	172,070	93	26.35	4.93
繊維・衣料・毛皮	137,522	77	25.66	2.29
家具・木材製造	119,947	15	33.48	2.29
製紙・印刷	127,418	27	27.93	1.46
石油・化学・プラスチック	69,186	277	32.1	2.34
電子	687,575	151	36.16	2.57
金属・非金属	283,777	196	32.16	1.6
機械設備	744,050	166	19.15	2.14
医薬	205,173	149	30.95	3.79
電気・ガス・生活用水の生産供給	66,652	74	39.48	1.7
建設	346,026	52	32.76	4.01
交通運輸・倉庫	219,630	78	17.9	1.57
IT	208,867	208	33.65	2.83
卸・小売	2,276,295	126	20.59	2.68
金融・保険	55,513	38	18.33	1.85
不動産	323,985	114	12.5	1.83
社会サービス	175,813	83	27.23	3.4
メディア・文化	102,775	30	40.45	3.65
総合	1,387,111	54	47.44	2.86

表 7 2012 年企業および上場会社業種別分類および上場企業 PER, PBR 一覧

(出所) 中華人民共和国国家統計局編 (2012), 上海・Shen Zhen 証券取引所のデータにより筆者が作成

一方、上場企業の株価が不自然に高騰することも問題である。表 7 は上場企業の各業種における株価を判断する指数である株価収益率 (Price Earnings Ratio: PER) と一株あたり純資産額に対する株価の倍率を測る指標である株価純資産倍率 (Price Book-value

Ratio: PBR)を並べたものである。

ほとんどの企業の PER は 20 を大きく上回っており²⁵、40 以上の業種も幾つか見られている。さらに、PBR が高い水準を示していることを考慮すると、株式市場全体において過大に評価されていることが見て取れ、資産バブルが起きていることを示唆する。根本的な原因は上場基準を厳しく設定しすぎたことによる需給の不均衡によるもので、株式市場に上場を果たしている企業のほとんどは過大に資金調達を行っていることが伺える。

(3) 債券市場規模の過小

企業の資金調達を制約しているもう 1 つの要因は中国の債券市場の発展が大きく遅れている点である。中央決算会社の統計によると 2011 年末の中国の株式時価総額は 2011 年末時点の社債残高の約 4.5 倍の規模であるとされている。米国をはじめとする多くの成熟した市場では、社債の規模は通常、株式市場より大きく、銀行部門と株式市場の中間に位置することがほとんどである。これに対して中国の金融市場においては、2013 年における銀行市場の融資総額が 17 兆 3168 億元、株式市場の時価総額が 22 兆 7061.6 億元に対し債券市場は 8 兆 7016.27 億元であり²⁶、債券市場はもっとも小規模な市場であることが分かる。

1982 年	企業の社債による資金調達を一部認可
1986 年末	企業部門の社債残高が 100 億元に到達
1987 年 3 月	「企業債管理暫行条例」が施行され企業債の発行が可能
1992 年	企業債の残高が 700 億元に到達、デフォルトが集中的に発生
1993 年	「企業債管理条例」が施行され、企業債に対し厳しい制限を課す

表 8 1982 年-1993 年中国債券市場の沿革

(出所) 中国証券監督管理委員会(2009)により筆者が作成

表 8 にも示されているように、中国における企業債は、少数の企業が利息付の資金調達を内部または一般から調達したことを始まりとしており、1986 年末までに、規制されていない債券は発行済み残高で 100 億元以上に達した (中国証券監督管理委員会(2009))。

²⁵ 玉山(2013)では一般の証券市場の PER の標準値を 14 から 20 の間が適正としている。

²⁶ 中国人民銀行公表「2013 年社会融資規模統計」による。

さらに、国家的プロジェクトの資金調達を念頭に、1987年から「企業債」が導入され、国務院はこれ以上の債券の発行は中国人民銀行による認可に従うこと、さらに中国人民銀行、国家計画委員会²⁷および財政部に年間の企業債の発行総額に上限を設けることを求め、30億元の割当てがその年に設定された。1992年における総発行額は、700億元の最高額を記録した。

企業債の発行熱が高まる中で、多くの企業は満期時に債券を償還する準備をしておらず、デフォルトが多発した。1993年から現在に至る中国金融市場の企業債発行の長期的低迷や異常に厳しい制限は、このときの結果を受けている。

その後、デフォルトを回避するため、発行条件および金利の決定にあたっては中国人民銀行が、企業債の取引所への上場審査には証券監督管理委員会が関わるという厳格な発行認可制度が設けられた。2000年9月1日以後の現行規定では社債の上場条件として以下の4つを定めている。

- ① 資金の用途が国の産業政策に一致していること、
- ② 額面がネット資産の40%未満であること、
- ③ 過去3年間の平均分配可能利益が一年分の社債金利支払いに十分であること、
- ④ 満期が1年以上、A格以上、発行額5,000億元以上であること

これは極めて厳しい基準であり、このため、企業の資金調達では株式発行への依存が高くなり、株式市場での資金調達が難しいときには、銀行借入という手段しか残されず、債券の発行はほとんど選択肢にない状況となった。

近年では社債市場の改革が行われており、具体的には2005年から銀行間債券市場で「短期融資債券」(CP)の発行が可能となったことおよび2007年からは上場会社を対象に証券監督管理委員会が一元的に管理する「公司債」の発行が認められた。さらに企業債についても、2007年以降、国家発展改革委員会の通達により発行規制が緩和され、これまで国家のインフラ建設などの関連で発行されることが多かったものが一般事業においても発行されるようになった。

しかしこれらの改革の効果は限定的である。その原因は債券利率が依然として銀行貸出金利の40%以内に納められていること、企業債市場の参入者が銀行間、証券会社などに留まり限定されていること²⁸が挙げられる。これらの問題は、中国の金融市場の構造上の問

²⁷ 2003年に現在の国家発展改革委員会に名称変更している。

²⁸ 「企業債管理条例」による。

題でもあり、短期間に改善されることが難しいと思われる。

以上のように、中国の企業部門における主な資金調達先である銀行部門、株式市場、債券市場の状況を俯瞰すると、いずれの市場においても構造的な問題がある。特に民間企業のほとんどを占める中小企業の資金調達環境は、その国民経済における地位と反面、楽観できない状況にある。『中国中小企業年鑑(2011)』によれば中国における中小企業数は全企業数の99.8%を占め、さらに国内総生産の約65.2%、税金の55%、輸出総額の約58.6%に貢献し、大企業を大きく上回っている。また、雇用面を見ても、6052.7万人に上り、労働雇用に大きく貢献している。中小企業はまさに中国经济成長の原動力であり、国家経済の発展にとって不可欠な存在である。厳しい経済環境の中、中国の中小企業は他国と同様に様々な問題を抱え、さらに、金融市場の特殊性の影響により複雑な困難に直面している。

第三節 銀行の資金供給機能²⁹

第二節では、中小企業を中心とする企業の資金調達行動から見た中国金融市場にある問題点について分析した。銀行部門を中心とした金融システムであるにもかかわらず、信用創造能力の低下、債券および株式の厳格な発行規制による直接金融手段の欠如に原因を求めることができて、このため企業が金融市場からスムーズに資金調達を行えない。

しかし、中小企業の資金調達が困難な状況は単に銀行部門の信用創造能力が低下しているだけで説明することは難しい。特に近年は拡張的な金融政策により、銀行部門をはじめとする金融市場に潤沢な資金が供給されている。また、国内外の論文や新聞においても中国の金融市場は「過剰流動性」の状況にあるという論調も主流的である³⁰。これが事実であ

²⁹ 本節の内容に関しては、曹(2013)に基づいている。

³⁰ 中国における過剰流動性に関する研究をいち早く唱えたのは李、于(2003)である。彼らは経済成長速度が比較的安定し、かつインフレ・デフレの兆候が鮮明ではない当時の経済状況において、急激な為替改革や預金準備金政策が中国における銀行業の流動性を過剰にさせた原因と主張し、銀行の信用創造能力が高まるにつれて、資産の過剰流動性の問題が解決されるとしている。当時ではこの理論に同調する学者は多く、連、何(2005)が代表的であり、さらに過剰流動性の原因は流動資産が過剰であるのに対して銀行部門の与信能力が不足しているにあると主張した。

また、裴、熊(2003)ではトリクルダウン理論(Trickle-down effect)を用いて中国における過剰流動性を説明している。つまり経済学理論であるトリクルダウン理論の大企業や富裕層の経済活動を活性化させることにより、富が徐々に低所得層に向かって流れ落ち、国民全体の利益となるという仮説を経済市場と金融市場に置き換え、中国において生産、流通および消費などの経済活動では大量の貨幣(M2)を賄

れば、なぜ銀行部門に資金があるにもかかわらず、企業への供給が十分ではないのかを考察する必要がある。

本節はこのような状況においてどうして中小企業への資金調達を困難であるという問題について銀行部門の過剰流動性および資金供給機能について明らかにしたい。

1. 銀行部門の資金不足問題

中国経済は、2008年9月のリーマンショックによる金融危機を受けて、一時景気後退を余儀なくされた。2009年第1四半期の成長率が6.6%まで落ち込んだが、4兆元に上る景気対策と金融緩和など一連の財政・金融拡張政策を受けて、翌2010年第1四半期の成長率は11.9%に達し、経済全体が回復を見せている。問題は、2008年以降経済不況を回避するために金融緩和や景気対策などの拡張戦略をとったため、多くの面において経済調整の副作用が残ったことである。その中でも、もっとも経済に悪影響を及ぼす問題の1つは金融市場における過剰流動性である。

(1) 中国における過剰流動性

中国において、市場の流動性³¹に関するほとんどの研究ではマネーサプライ(M2)をはじめとする量的分析を中心に中国の銀行部門に存在する流動性を研究し、いずれも過剰流動性が存在するという結論を導いている。本論文ではこれらの分析を参考に実体経済の成長と密接な関わりを持つマネーサプライの流動性を計るとともに、銀行部門内の流動性指標

い切れないため、大量の貨幣が銀行システムを中心とする金融市場へトリクルダウンしたとして、銀行部門や株式市場の流動性が過剰であると主張している。

³¹ ケインズの流動性選好において「流動性」とは、資産をどれだけ容易に貨幣へ変換させることができるかという概念であり、市場の流動性に置き換えるとつまり資産市場における大量の資産の売買が、当該資産や関連する他の資産価格(もしくは金利など)にどれだけの変動をもたらすことの状態を指す。これに加えて経済全体がマネーストック(企業、家計などが保有する通貨資産の合計)を含む流動性を持つ金融資産をどれだけ所有しているかを表す「広義の流動性」も存在する。本論文では現在中国において過剰流動性に関する議論は流動性問題の認識や資産証券化による流動性問題の改善に重点を置くため、後者の「広義の流動性」に絞り議論したい。

過剰流動性の認識について Polleit&Gerdesmeier(2005)はマクロ的に見て過剰流動性とは実際の貨幣量が均衡水準より高いことであると示し、その認識方法は2つに分けられる。①貨幣(主にM2が用いられる)の増加速度と経済の成長速度を比較させる、②貨幣需要関数(money demand function)を用いてマクロ経済における貨幣の需要量を計算することである。冉・劉(2009)は実際にこの方法を用いて中国のケースを研究した結果、特に銀行システムにおいて過剰な流動性が認められるという結果を得た。

である預貸率(loan-deposit ratio)についても見ていくことで過剰流動性の存在を検証する。

① M1, M2の動き

図8より明らかなように中国においてM2は2005年ごろから急激に増加し始め、以来毎年約15%-20%の成長率を見せている。特に問題であるのはM2と狭義の過剰流動性であるM1の差が年々開いていることである。その額は2007年の25.09兆元から2013年現在では74兆元にまで拡大している。

M1はマネースtock統計の指標で、現金通貨と預金通貨の合計を示す数値である。これに対しM2は、M1に準通貨(定期預金、決済性の高い金融資産など)を足したものであるため、この差が大きくなることは实体经济への資金供給に対して投資が過剰になっていることを表す。M2/GDPの値が1990年の80%から2013年には188%まで急増しており、これは実際の経済規模や構造に応じた適正な通貨の量より現在流通している通貨が遥かに多いことを意味している。M2の膨張は近年のインフレおよび緩和的な金融政策が原因として挙げられているが、財・サービスの超過供給が存在するためにM2の膨張に繋がったとも捉えることができる。いずれにしても、中国の資本市場において資金がかなり潤沢に供給されていることが伺える

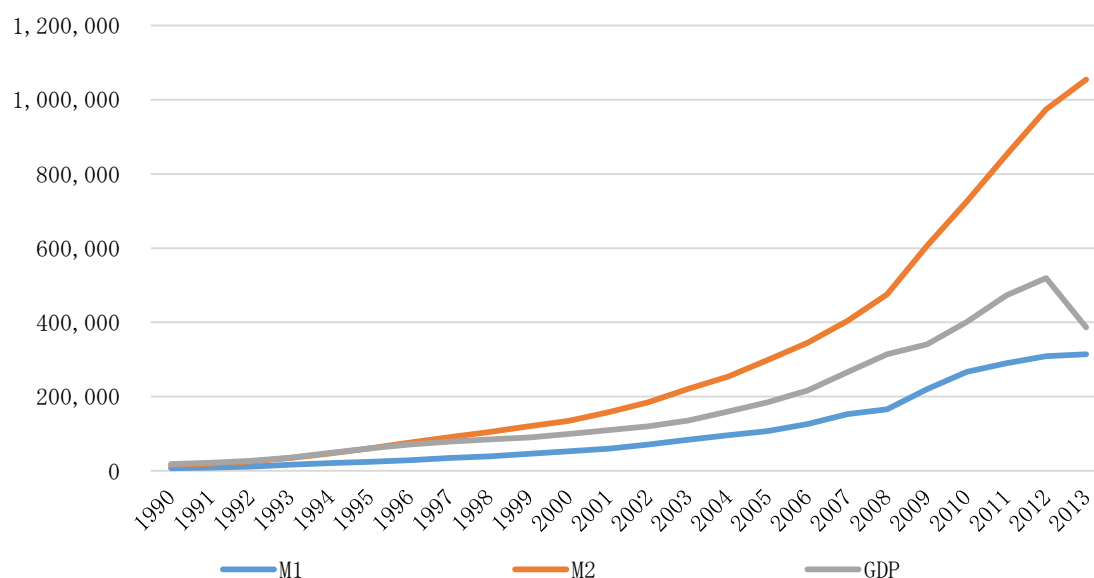


図8 1990-2013年中国M1, M2, GDP総額の推移 (単位:億元)

(出所) 中華人民共和国国家統計局編(1999-2012), 中国人民銀行公表データにより筆者が作成

② 預貸率の低迷

預貸率とは銀行の預金残高に対する貸出残高の割合のことを指す。つまり銀行が調達した資金を融資に用いている割合で、高いほど貸出が活発であるとされており、銀行資産の流動性を計る指標の1つとして用いられている。2000年代以来資金の需給ギャップが大きくなり、2005年10月中国人民銀行によって公表された「中国人民銀行統計季報」によって問題が注目されるようになった。この報告では2005年6月から9月までの3ヶ月間において銀行部門の人民元、外貨による預金残高の増加率は貸出の増加率より4.3%増え、預金と貸出の差額が9兆元となり、商業銀行において流動性リスクを引き起こす可能性が大きいとしていた。これは2012年末までに預金残高が94.29兆元となり、貸出残高が67.28兆元、預金残高から貸出残高を引いた差額が27兆元にまで膨らんだ。この値は前年度の1.13倍であり、資金需給のギャップ年々広まりつつあることが分かる(図9)。また、預貸率は1995年統計開始当時の93.8%から2007年には67.2%にまで下がり、2013年現在の70.8%まで低い水準にとどまってきた。

つまり現在銀行部門全体のマネーサプライを100元とすれば、現在実体経済への貸出に使われたのはわずか70.8元であり、29.2元が貸し出しに使われてない状態である。これは資金が過剰に供給されている状態と考えることができ、営業利益の約8割を貸出による利子収入に頼る中国の商業銀行にとって、預貸率の低迷は銀行自身の収益性を圧迫している。

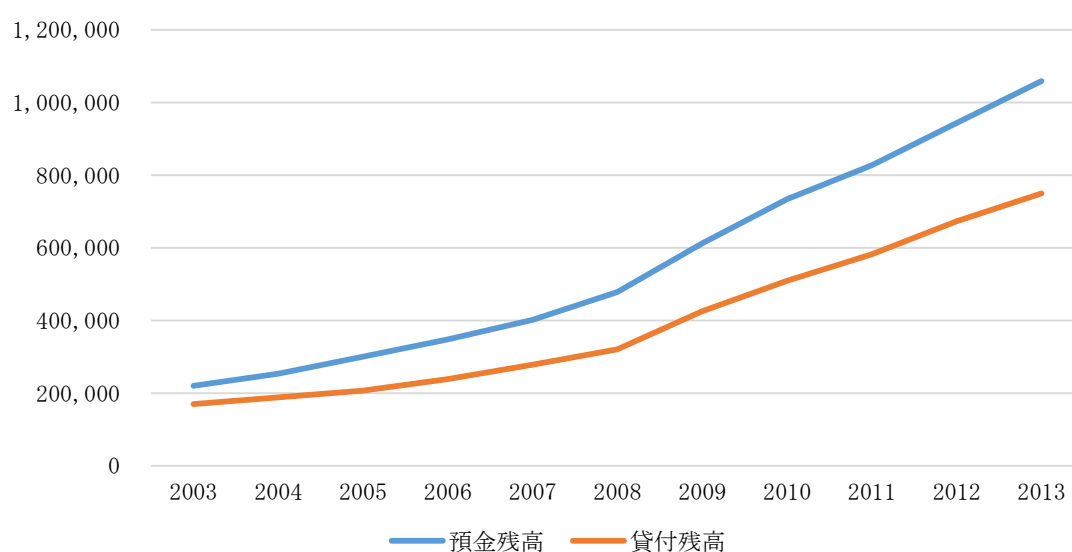


図9 2003-2013 中国銀行部門預金残高、貸付残高の推移 (単位:億元)

(出所) 中華人民共和国国家統計局編(2001-2012)、中国人民銀行公表統計データにより筆者が作成

(2) 中国銀行部門の資金不足

以上のように、現在の中国の経済の規模や構造に応じた適正な通貨の量を上回って過剰に資金が流通していることが明らかになった。しかし、潤沢な資金が供給されている一方で、企業部門(特に民営企業)の資金調達が依然として難しく、さらに過剰流動性が存在するはずの銀行部門においてさえ短期的な流動性不足に陥る事態が発生している。

一例として、2013年の5月および6月に起こった金融市場全体の資金不足になった事例は顕著である。6月においては銀行部門を中心に流動資金がひっ迫し、大手銀行の中国銀行は一時デフォルトに陥ったとの観測も浮上した³²。この状況に対し中国の銀行間取引金利の基準となる上海市場の銀行間取引金利(The Shanghai Interbank Offered Rate: SHIBOR)は6月17日では図10で示されているように翌日金利が4.8%から急激に上昇し、13.44%という統計開始以来最高数値を更新した。同時に7日間の金利も高い水準を示し、銀行部門全体において短期資金が急激に不足な状態に落ちたことを示している。

こうした銀行部門の流動性不足の問題は企業の資金調達も大きく影響を及ぼした。人民銀行の統計³³では6月における銀行部門による実体経済への資金供給は1兆374億元であり、前年度同じ時期の58.27%に留まった。その結果、中小企業を中心に資金調達が困難となり、特に中小企業数の多い温州などにおいて大規模な中小企業倒産が起こっている。

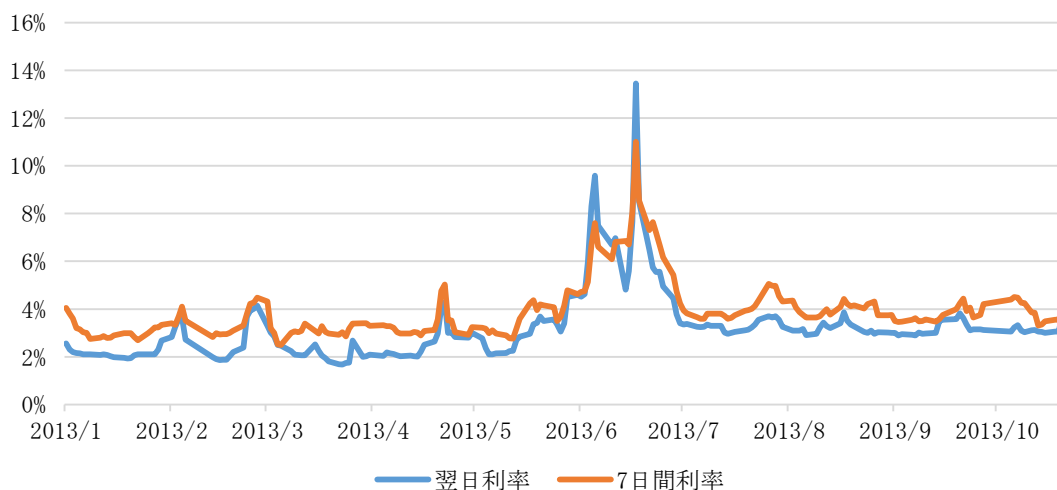


図 10 2013年1月-11月上海銀行間取引金利

(出所) National Interbank Funding Center 公表データにより筆者が作成

³² 2013年6月20日に中国大手経済サイトである新浪財經や搜狐財經は当日午後中国銀行(Bank of China)が一時デフォルトに陥ったことを一斉に報道した。

(<http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20130620/181315860950.shtml>)

(<http://business.sohu.com/s2013/yhjqr/>)

³³ 人民銀行公表「社会融資統計」および6月29日人民銀行周小川総裁の2013陸家嘴フォーラムでの発言で示したデータ。

(3) 銀行部門における資産固定化

第二節において分析を行ったように、通貨の流動性は依然として高い水準にある。また実際の状況においても、多くの企業や個人が潤沢な資金によって銀行の資産管理商品や信託商品を大量に購入しており、不動産価格は高い水準を保っている(中華人民共和国国家統計局編(2012))。そうであれば、銀行部門における流動性危機の発生は本来ありえないはずである。

2013年6月の流動性危機に関して、人民銀行は、銀行が四半期末の監査の時期に入り資金に対する需要が大きくなり各銀行が貸出を控えたこと、中央銀行による預金準備率の引き上げなどの監督管理を強化したため各銀行が資金を増やして規定の要求に対応しようとしたこと、さらに米国の連邦準備制度理事会(Federal Reserve Bank: FRB)によって実施が予測されている量的金融緩和政策の引き上げによるホットマネー流出などを理由として挙げている³⁴。

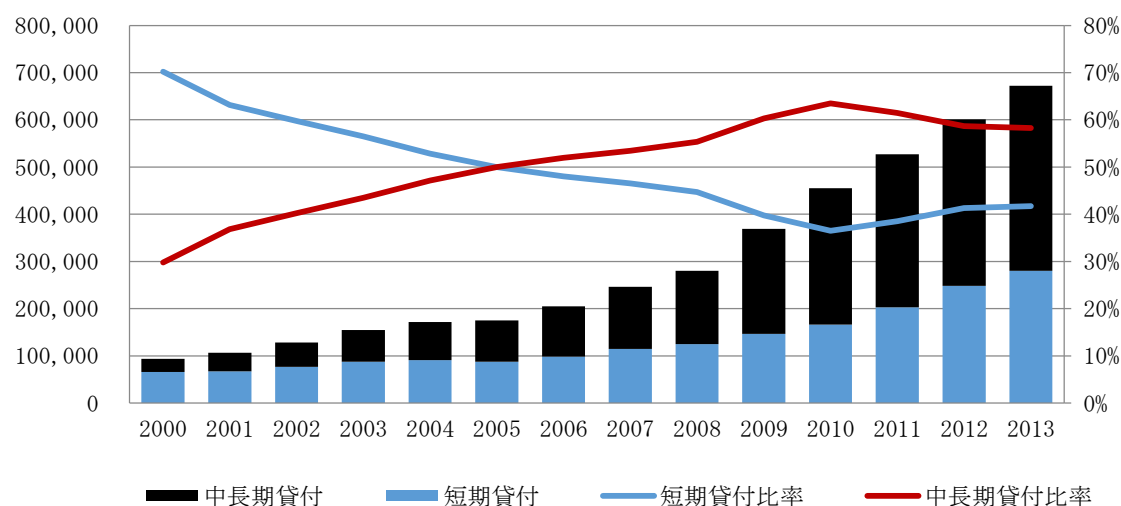


図 11 2000-2013 年中国銀行部門における短期・中長期貸出の推移 (単位:億元)

(出所) 中国人民銀行公表「資金循環表」により筆者が作成

しかし本質的な原因は、ここ数年の銀行部門を中心とする金融市場の発展と運営体制が、実体経済の需要と大きくずれてしまったことにあると考えられる。というのは、確かに中国では金融市場において資金が過剰に流動されているが、それが実際には実体経済に回ることはなく、銀行部門全体において資産の固定化が進んでいると考えられるからである。

³⁴ 2013年6月25日人民銀行副総裁胡曉煉がニュース番組「新聞聯播」および同日人民銀行上海支店副主任凌濤が2013陸家嘴フォーラムでの発言による。

図 11 で示したように、銀行貸付債権のうち、短期貸付債権と中長期貸付債権³⁵の比率は 2006 年ごろから逆転し、2006 年以降、中長期貸付債権は高い比率を維持してきた。つまり銀行部門は金利が高くかつ返済率の高いプロジェクト融資、大型企業への設備投資などの長期融資、住宅ローンなどの長期的な貸出を好み、企業への短期的な運転資金などの融資を避ける傾向にあり、その結果、銀行部門全体の資産の流動性が低下に繋がったと考えられる。

また、中国ではマネーサプライの調整手段として預金準備制度が用いられており、預金準備の数値が流動性の指標の 1 つになりうる。

一般に預金準備率はすべての対象金融機関に同じ数値が適用されるが、中国では金融機関の規模別に差別的な預金準備率が採用されている。図 12 では中国における法定預金準備率の推移を示している。2006 年後半における金融機関の超過準備率は大手金融機関が 3%、中小金融機関が 7.2%、農村信用協同組合は 10.8%であった。現在では、大手金融機関が 21%、中小金融機関が 17%、農村信用協同組合が 13.5%に上昇している。21%という水準は諸外国と比べきわめて高く、さらに図 12 から見ればその変更頻度もかなり多いことがわかる。こうした事情も銀行資産の固定化に拍車をかけている。

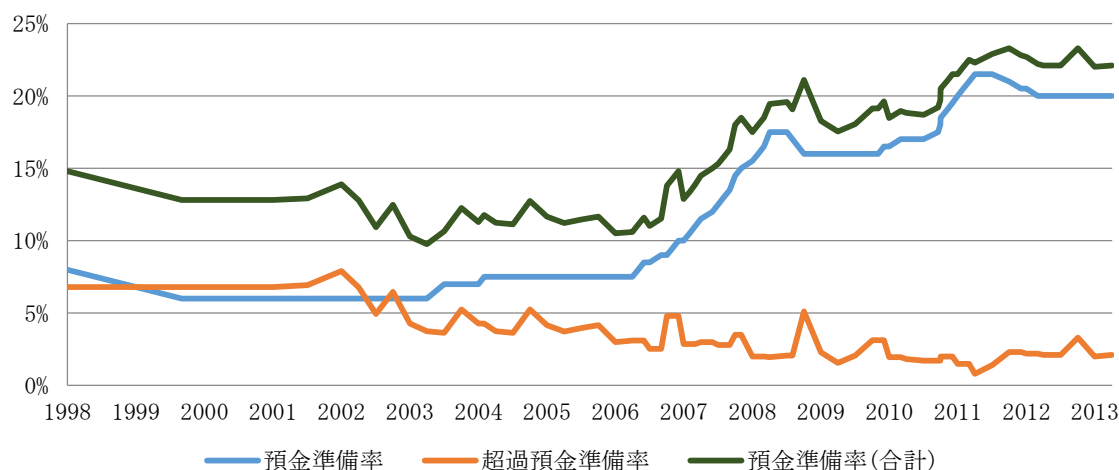


図 12 1998-2013 年法定準備金率と超過準備金率の推移

(出所) 中国人民銀行公表データにより筆者が作成

³⁵ 短期貸出債権とは返済期限 12 ヶ月以内(12 ヶ月含む)の債権で中長期貸出債権は返済期限が 12 ヶ月超の債権を指す。

また、預金準備率に加え2013年から商業銀行自己資本比率規制が段階的に適用されてきた。新しい規制はバーゼル銀行監督委員会が公表している「バーゼル3」の銀行規制に対応している。新基準は2019年までに完全実施される予定であり、銀行の自己資本比率を10.5%以上(核心的銀行は11.5%以上³⁶)に制限することに加え、リスク資産に対するリスク・ウェイトを引き上げているところが特徴である。これらの処置により、銀行は自己資本規制に対応するための資本を準備せざるを得ず、結果的に資産の固定化に繋がっている。

日本の証券化について注目すべきことは、2000年代に当時金融市場における金融仲介機能の不全を補完するため、日本銀行によりABSの適格担保化したことやその後金融機関から直接ABSの買入れを行ったことである。証券化商品を利用し、政策的に金融機関の中小企業への融資状況の改善に繋がったことは画期的な政策であった。

中国においても現在資本が過剰であるがマネーサプライが低い状況は当時の日本と類似している、中小企業向け貸付債権の証券化や中央銀行による適格担保化の認可は現在主に行っている量的緩和政策より資本市場への悪影響を最小限に抑えながら金融機関の中小企業への貸付の積極性を引き出し、中小企業に絞った資金供給を行える点において有効な方法であると考えられる。

2. 銀行部門の国有企業を重視する姿勢

現在、中国では経営の非効率な国有企業がますます強大となり、民間企業の成長機会が圧迫される「国進民退」が問題視されている。この問題の根本にあるのは国有企業と民営企業といった企業の所有制の違いによって生じる資金調達環境の格差であるといわれている。図13は2011年に中国における銀行部門が企業に対して行った人民元建て融資を企業の規模および所有制別に示しているが、いずれの規模の企業においても銀行部門が国有・公有制企業に対して多くの融資を行っていることが分かる。

これに対し、2011年度において国有・公有制企業の生産額がGDPに占める割合はわずか35.1%しかなく、民営企業の57.7%に大きく及んでいない(中華人民共和国国家統計局編(2012))。銀行システムの非国有企業に対する融資は、現在の経済情勢に見合っておらず、非国有企業が果たしている経済的役割から考えれば十分ではない。銀行部門が企業所有制

³⁶ 中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行はこれにあたる。

の違いにより差別的に融資を行うこと背景には、中央政府や地方政府が銀行に過大な影響力を行使したこと、国有銀行を中心とする銀行部門全体の信用創造機能の欠落をあげることができる。

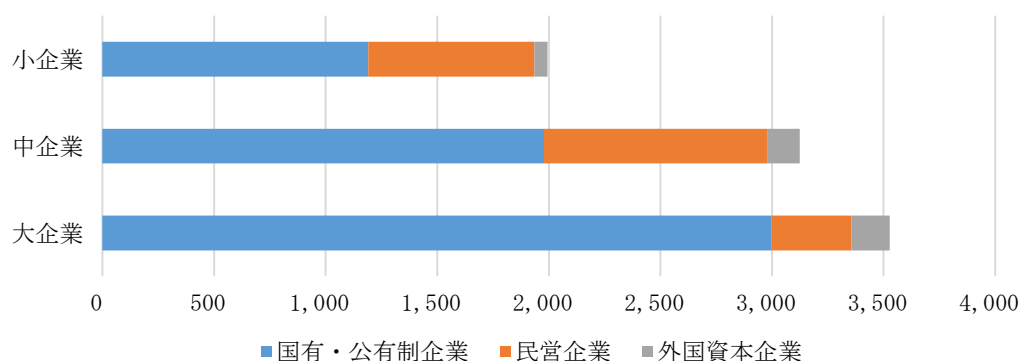


図 13 2011 年銀行部門による企業への人民元融資統計 (単位:億元)

(出所) 中華人民共和国国家統計局編 (2012) により筆者が作成

中国では1949年に建国されて以降、金融システムは常に政府によって管理、統制されてきたが、1978年に中国人民銀行を中心とする金融体系の枠組みが作られ、現在の銀行業の原型になった。1979年に中国銀行、中国人民建設銀行、中国農業銀行が国有銀行として業務を始め、さらに中国工商銀行は中国人民銀行から商業銀行機能を切り離す受け皿として1984年に新設され、国有の4大銀行として銀行システムの中心的役割を担ってきた。こうした銀行の役割を方向付けした一因は国有企業の市場化であった。

計画経済の担い手である国有企業の主な資金源は、市場経済化に伴い国家財政拠出から銀行貸出へ次第に置き換えられ、国内の資金流動の変化は1980年代半ば以降から本格化した。これに呼応して4大銀行は中国各地で預金業務、貸出業務などの独占的な地位を固めた。そして4大銀行と中央銀行という2層式の銀行体制が整えられた。その後、多数の商業銀行や地方銀行が国と自治体の後押しによって設立されているが、その役割のほとんどが特定の分野あるいは地域の企業への資金供給であった。こうして市場経済化の初期において、中国の銀行部門は①国有・公有企業との取引を前提とすること、②中央または地方政府の政策影響を受けやすいなどの性格を持っている。

1994年の金融制度改革以降、国有銀行は株式化により商業銀行化が進められているが、金融仲介を担う銀行の信用供与の問題は依然と解消されていない。株式会社の金融機関で

あれば、その経営の目的は株主の利益を最大化することである。したがって、貸出先を審査するに当たって、企業の所有者の問題を考えるよりも経營業績と事業リスクを総合的に判断しなければならない。しかし、中国の銀行部門は経營業績のよい民営企業を敬遠し、国有企業により多くの資金を供与しているのが実態である。これが中国経済の非効率をもたらしてきた可能性がある。

中国人民銀行の統計報告³⁷によると家計貯蓄の72%は国有銀行を中心とする間接金融市場にある。そしてその大半が国有企業に融資されているため、銀行融資を主な資金調達とする民営企業の資金調達環境がかなり圧迫されている。その一方で、国有企業の資金需要は民間企業より総じて優先されることにより、景気浮揚局面では国有企業や財政の逼迫した地方政府が主導する性急なインフラ整備や不動産開発、設備投資に銀行資金が安易に引き出されることから、無駄な投資や過剰な生産能力が生じやすい。このため貯蓄が効率的に運用されているかどうか疑問が残る。

金融システムの役割は信用創造である。企業への資金融資の可否および融資規模は当該企業の生産性とリスクの程度によって決まるのが本来の姿である。中国における銀行部門は政府の指導に基づいて融資を決定しているから、こうした役割を果たしているとはいえない。また、借り手が国有企業であればその審査がきちんと行わなかったために、無駄な投資や過剰な生産能力が生じ、国有銀行に巨額の不良債権問題にも繋がってきた。中国の地域別にみた企業の財務データからは、比較的多額の銀行融資を受けている東部地域の企業は、ほかの地域の企業と比べて投資をより活発に行い、1社あたりの産出額や利潤もかなり高い(中国人民銀行・中国金融学会(2011))。2000年代に中国が経済の高度成長期に突入して以来、林、李(2001)をはじめとして中国の高度成長を持続するため、公共投資や国有大企業よりも民間企業を中心とする中小企業の設備投資が景気の牽引役を担うであろうと主張する論議が増えつつあることから見ても、経済の持続的発展の面から見ても銀行部門の融資政策を見直すべきである。

第一章において、2000年代日本において金融仲介機能の不全を補完するため、日本銀行によりABSの適格担保化したことやその後金融機関から直接ABSの買い入れを行った事例を挙げていたが。証券化商品を利用し、政策的に金融機関の中小企業への融資状況の改善に繋がったことは画期的な政策であった。本章で明らかにした中国の現状の資本が過剰でありマネーサプライが低い状況は当時の日本と類似している、中小企業向け貸付債権の

³⁷ 中国人民銀行(2013a)「金融機構信貸収支表」による。

証券化や中央銀行による適格担保化の認可は現在主に行っている量的緩和政策より資本市場への悪影響を最小限に抑えながら金融機関の中小企業への貸付の積極性を引き出し、中小企業に絞った資金供給を行える点において有効な方法であると考えられる。

第四節 シャドーバンキング問題

中国では、銀行部門を中心としての資金が過剰に供給されているにもかかわらず、短期貸付債権と中長期貸付債権のアンバランスな状況や、高い準備預金率、自己資本規制により銀行資産の固定化が生じ、加えて、国有銀行による国有企業への融資姿勢もあり、結果的に銀行部門の企業に対する信用仲介機能を低下させた。銀行部門の信用仲介機能の低下を補足する形で、近年ではシャドーバンキングによる金融仲介が盛んになり、かつ問題になっている。

1. シャドーバンキングに対する先行研究

シャドーバンキングに対する明確な定義は形成されていないものの、一般には正規の銀行部門による信用仲介の対照的な存在として扱われてきている。たとえば、米国の金融安定理事会（Financial Stability Board: FSB）は「銀行管理部門の監督管理範囲外、かつ伝統的な銀行部門以外の信用仲介機能を持つ機関」と定義している³⁸。この定義によればノンバンク、地下銀行、一部の信託商品、マネーマーケットファンド（Money Market Fund: MMF）、リスクヘッジファンド、証券化商品といった通常の銀行部門でない金融機関が行う資金貸出業務が含まれる。

中国におけるシャドーバンキングに対する研究では、シャドーバンキングの定義は監督管理の下におかれているかどうかという視点から定義する論調が多く、基本的にFSBの定義に類似している（李・宋（2012））。しかし、最近はこの範囲に含まれない「理財商品」がシャドーバンキングの主流の形になりつつある。

中国のシャドーバンキングでは、資金の多くが銀行部門から提供されている点があげられる。この場合、伝統的な銀行部門がシャドーバンキングと結合しており、区分することは難しい。欧州委員会（2012）は、シャドーバンキングを「監督管理されていない信用仲介

³⁸ FSB, 「Shadow Banking: Scoping the Issues」, April 2011

機能を持つ全ての機関である」としているが、中国の現状は米国より欧州の定義にあてはまりそうである。

この定義に従えば、中国のシャドールンキングに当てはまるのは、銀行理財商品、基金子会社理財商品、証券会社資産管理商品、ノンバンク(中国の場合は小額貸付会社、質店、信用保証会社、私募株のファンド、農村互助組織、民間金融が該当する)リース、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、および割引手形、社債の一部である。これらのシャドールンキング部門は投資家および資金余剰企業から資金を調達し、政府所有の「融資平台」または企業に信用仲介を行っている。

2. シャドールンキングの規模と影響

(1) シャドールンキングの規模

中国におけるシャドールンキングの規模に対してこれまで様々な議論が交されてきた。シャドールンキングは①基本的に行政による監督・管理が弱い、②もしくは監督外の信用仲介機関であるため、その実態を図ることは難しい、③特に中国では意図的に行政監督から逃れるシャドールンキングが多く、その規模の推計を難しくしている。その結果、シャドールンキングの規模に対する諸説の差が極めて大きい。

最近の推計としては、JP モルガン・チェース(JPMorgan Chase & Co)の 36.29 兆元、国際通貨基金(International Monetary Fund: IMF)の 28.52 兆元、国際協力銀行(Japan Bank for International Cooperation: IBIC)の 5.18 兆元とそれぞれ異なる推計値を挙げている。こうした推計の差はシャドールンキングに対する定義が異なることが原因と考えられる。本論文ではこれを踏まえて、シャドールンキングを前節で議論したように、広義的な定義を用いた日本銀行北京支店および中国社会科学院金融研究所の推計を用いて、説明したい。特に日本銀行の推計は、各項目に含まれる二重計算などが調整されており、より実際に近い金額であると考えられるからである。

表 9 で示しているように 2013 年中国のシャドールンキングの規模を日本銀行は 30.6 兆元と推計している。一方、社会科学院では 35.25 兆元という推計を示している。内訳を見ると、両者の推計に大差はなく、両者の違いは日銀の推算では銀行理財商品と理財商品を基とする信託商品との二重統計を処理している点にある。そのため日銀 30.6 兆元に実態に近い金額であると思われる。

それぞれの項目別で見ると銀行理財商品が 9.6 兆元ともっとも多く、その次に信託商品の 9.45 兆元、委託貸付の 6.8 兆元、証券会社の資産管理商品の 3.4 兆元が続いている。全体では銀行預金の 30%、GDP の 59%ときわめて大規模である。さらに銀行が販売する理財商品と信託会社が販売する信託商品がコアである点が特徴である。

	2010 年末	直近(日本銀行による推計)	直近(中国社会科学院金融研究所による推計)
銀行理財商品	2.8	9.6	9.92
信託商品	3.0	9.45	10.3
証券会社資産管理商品	0.0	3.4	3.89
基金子会社	0.0	0.2	1
委託貸出	3.2	6.8	4.14
民間金融	3.2	4.0(推計)	3(推計)
リース	0.7	1.8	3(推計)
小額貸出	0.2	0.6	
銀信合作(-)	▲1.7	▲2.1	
銀信合作(-)	▲0.0	▲2.7	
合計	11.4	30.6	35.25
対銀行預金比	16%	30%	35%
対 GDP 比	28%	59%	68%

表 9 中国におけるシャドーバンキングの内訳

(出所) 日本銀行北京支店、中国社会科学院(2014)により筆者が作成

理財商品とは中国の商業銀行販売を行う資産運用商品の総称である。一般的には銀行の店頭で販売され、一口 5-10 万元で取引されている。期限は数ヶ月から 1 年のものが多く、ほとんどが年率 4%-8%の予想収益を示している。これに対して、銀行の預金金利は 3%あまりであることから、理財商品は投資者にとって魅力的な投資先である。理財商品は従来、国債、金融債、企業債、中央銀行手形などに対する投資金利を配当とするものが中心であったが、近年では政府による金利制限や貸付規制を逃れるためエクイティや貸付債権の小口化したものなどポートフォリオ型商品の割合が多くなっている。大半は銀行による

元本保証がなされていないため、銀行はリスクを負わず、原則的にバランスシートに乗せない「オフバランス取引」である。一方信託商品は、信託会社で販売される資産運用商品で、運用先は政府の奨励産業、公共事業、企業貸付などである。通常一口 100 万元以上となっているため、個人投資家よりも機関投資家の方が多く、銀行の理財商品が財源となっている。日銀の推算において二重計算を処理しているのはこうした銀行で販売された理財商品で信託商品への二重投資があるためである。つまり、信託商品は銀行の迂回融資の手段としての性格が強いことが分かる。

理財商品と信託商品に代表されるように中国におけるシャドーバンキングは銀行部門によって主導され、原債権者の多くが個人投資家、銀行部門の貸付や自己資産比率に対する回避手段などの性格を持つ。これは先進国のノンバンク主導のシャドーバンキングとは異なる中国の特徴といえる。

(2) シャドーバンキングの影響

シャドーバンキングは国のマクロ経済政策や金融市場に対する監督管理の有効性を低下させる。中国では近年政府が不動産業、高汚染・高資源消費産業、過剰設備産業などに対する構造調整の意図からこれらの産業に対しする銀行部門による貸付を制限している。金融機関がシャドーバンキングを通じてこれらの産業に資金供給を行うことで政府のマクロ経済政策を無力化させる恐れがある。また、中央銀行による貨幣供給以外のルートで市場に資金を供給する形となっているため、市場全体における過剰流動性の一因にもなった(張(2012))。

市場における資本配分にも影響している。特に資金の需給期間のミスマッチが挙げられる。理財商品のほとんどが短期であるのに対して、最終的な投資先の多くは期間の長いインフラ投資や不動産投資である。2014 年 4 月中国の銀行市場において 460 件の理財商品が発売されているがそのすべての期限は 1 ヶ月から 1 年にわたっており、平均して 133 日である³⁹。これに対してインフラ投資や不動産投資に対する投資は 3-5 年にわたるものが多く、市場全体で見れば結果的に資産の固定化に繋がっていることになる。さらにこれらの理財商品を返済するためによく使われる方法として、新しい理財商品を販売し、代金を返済金とする自転車操業的な手法がとられていることから、これらのリスクが複雑に絡み合い、社会全体に対する信用リスクが増加している。

³⁹ <http://data.bank.hexun.com/lccp/AllLccp.aspx> のデータによる。

さらに銀行による信用仲介に対する影響も大きい。理財商品をはじめとするシャドバンキングは資金を獲得するため、銀行の預金金利を大幅に上回る収益率を顧客に提示している。2014年5月銀行市場において発売された460件の理財商品の収益率は4.42%から6.11%にわたり、平均して年率5.22%であった⁴⁰。これに対して銀行の1年もの預金金利は3.38%とはるかに低い。これにより銀行から資金が流出する事態となり、銀行部門における資金不足問題を引き起こしている。さらに毛・羅(2011)は、このような高い金利は最終的に資金の需要者で企業の資金調達に対する負担を増大させている主因であるとしている。

3. シャドバンキングへの依存

前節にて述べたように中国におけるシャドバンキングの特に大きな特徴は、として銀行部門が中心的な役割を果たしていることである。銀行は自らが信用仲介するはずの資金を理財商品に振り向け、それを基にシャドバンキングによる信用仲介を行うか、信託機関を経由し迂回融資を行っている。これらの取引の共通点は銀行部門のバランスシートに計上されないことである。つまり、銀行部門の取引がオフバランス化しつつある。では信用仲介機能を持つ銀行部門はなぜ通常のオンバランスによる金融仲介ではなくオフバランス取引に振り向くのはなぜか。その原因として以下の2点を指摘したい。

(1) 金利に対する制限

中国人民銀行が公表している「人民幣利率管理規定」では、中国においては、銀行の預金・貸出金利は中国人民銀行によって基準金利が設定されており、各銀行は基準金利の一定範囲⁴¹でしか融資を行うことができない(第23条)。民営企業のほとんどが当てはまる中小企業向け貸出金利を例に挙げると、基準金利の30%までの上乗せ金利が認められているため、1年物の短期貸出の基準金利5.85%であれば、中小企業向け貸出金利は最高7.605%となる。しかし、中小企業は一般的に貸し倒れリスクが比較的高く、また、一回当たりの融資規模も小さいため、融資後のモニタリングのコストが大きい。

中国における中小企業に対する融資のコストに関する研究で中小企業に対する貸付コ

⁴⁰ <http://data.bank.hexun.com/lccp/AllLccp.aspx> のデータによる。

⁴¹ 商業銀行の貸出金利は、大企業で基準金利の90%-110%、中小企業で90%-130%の範囲とされている。ただし、2013年7月20日に、貸出金利の下限は撤廃されている

ストは大企業の5倍にも及ぶという結果がある(李ほか(2009))。そのため、銀行部門からみれば対中小企業向け融資はハイリスクであるにもかかわらず、低金利で融資することになる。また、中国では法定準備金に金利はインフレ率を意識して、予め高めに設定されているため、金融機関にとって中小企業に融資するより中央銀行に預けた方が低リスクで安定した利息を稼ぐことができる。さらに日米のような先進国でも中小企業への融資について、デフォルト率が高いことが指摘されているように⁴²、中国は銀行借入を積極的に返済しようとはせず、債務逃れを図るケースが多く信用リスクは大きい。そのため、銀行部門からみれば資金は同じリスクでもより高いリターンを得られるシャドーバンキングに向けることになる。

(2) 銀行によるオフバランス取引のニーズ

中国では近年銀行に対する預貸率および自己資本に対する規制が厳しさを増しつつある⁴³。これに対して中国の主要銀行の多くの自己資本比率は10.5%よりわずかに上回る差しかないケースが多く、これに対して理財商品をはじめとするシャドーバンキングへの取引では元本非保証型ではリスクを投資者が負担し、銀行部門は手数料を取得するだけなので、資産および負債ともにバランスシートに計上されない。銀行にとってリスク・ウェイトの大きい貸付資産をオフバランスできる上に、利益を得られる形となり、魅力的である。

中国において約35兆元の資金がシャドーバンキングによって仲介され、これは銀行預金の30%、GDPの59%に占める。資金がシャドーバンキングに流れたことにより金融市場全体の資金固定化に繋げ、特に銀行部門による信用仲介機能を圧迫していると思われる。さらに資金調達者である企業部門の視点から見ても、シャドーバンキングに依存した資金調達方法はコストの増加に繋がり、企業経営を圧迫する。

中国のシャドーバンキングは欧米など先進国と異なり、その主な資金源は銀行部門によるオフバランス取引によるのである。その根本原因は金利制限や自己資本規制による銀行のオフバランス取引に対する大きなニーズである。これらのことが全体として資産固定化に拍車をかける要因となった。しかし、その一方、銀行による信用仲介機能低下、株式市場

⁴² 劉(2006)を参照した。

⁴³ 特に2013年から商業銀行自己資本比率規制に関して新しい規制を段階的に適用されことの影響は大きい。これは、新しい規制はバーゼル銀行監督委員会が公表している「バーゼル3」の銀行規制に対応している。新基準は13年から段階的に導入され、19年までに完全実施される予定であり、特に銀行の自己資本比率を10.5%以上に制限していることやリスク・ウェイトの加重が重くなることが特徴である。

および債券市場の未発達による金融市場の企業部門への資金供給能力不足問題に対し、シャドールバンキングは市場機能を補う効果を果たしていることも否めない。

こうした中、特に銀行部門の信用リスク回避やオフバランス取引に対するニーズに関し、シャドールバンキングの代替として証券化が注目されるようになりつつある。単純なオフバランス取引である理財商品、信託商品と比べ、証券化は SPV への真正売買による資産の特産隔離措置や専門機関によるリスク評価、流動性・信用補完措置などが取られており、さらにより流動性が高く、監督管理のしやすい証券の形で販売するため取引の透明性、オフバランス取引の成熟性、監督管理のしやすさ、資産リスクの隔離などいずれの面においても現在中国で行われている銀行部門のオフバランス取引より優れていると思われる。また、企業資産証券化は、新たな融資手段を提供することにより企業と地方政府のシャドールバンキングに対する依存度を低下させる効果も期待できる。実際、政府報告においてたびたび証券化によるシャドールバンキングシステムの代替可能性が議論されており、中国人民銀行が発表した「中国金融穩定報告 2013」、中国社会科学院が発表した「中国金融監管報告 2014」のいずれにおいても中国の金融市場において膨大な規模の銀行のオフバランス取引によるシャドールバンキングが生まれた理由の 1 つとして中国の資産証券化市場が過小であることをあげている。

第三章 中国における証券化市場

第一節 証券化市場の設立

1. 証券化導入の契機

第二章において、中国金融市場の企業部門への資金供給能力について考察した。その結果、金融市場において、債券市場および株式市場がいずれも未成熟な状態であり、加えて金融市場の中心的な役割を担う銀行部門も資本に対する規制や預貸期間のミスマッチによる資産の固定化が進み、特に中小企業を中心とする企業部門への資金供給が著しく低下していることが確認された。その結果、金融市場における信用仲介の役割の多くをシャドールバンキングに依存せざるをえず、金融市場の安定性と企業の財務に悪影響が生じている。

これに加え、マクロ経済における資本の過剰流動性の問題も大きい。第二章において確認したように、M2はGDPの約2倍にまで膨らんでいる。中国では金融市場において資金が過剰に流動されているが、しかし、国が経済成長を支えるために注入した資金は、実際には実体経済に回ることはなく、大量の資金は金融市場内部において利鞘を稼ぎ、レバレッジ投資などによって資金は金融機関の間を何度も往復して利益を獲得している。一方では金利が制限される中銀行部門はリスクの高い中小企業への与信意欲を喪失し、資金はスケールメリットを備えた国有企業や資金調達が比較的容易な上場企業に過度に集まり「委託貸付」⁴⁴によって利益を稼ぐことになる。これらの行為より資金の重複計算が生じ、社会全体の融資額が数値上に増加することになるだけでなく、資金を必要とする中小企業の資金調達コストを吊り上げている。さらに金利が制限される中、多くの資金はシャドールバンキングに流出し実際の需要を無視した一部業種への過剰な投資を産むこととなった。これらの問題が最近となって集中的に表れ始めた。

このような状況に対し、現在中国では貨幣供給政策を中心に金融政策の転換が進められている。2013年6月17日をピークとする資金不足問題の際に、中央銀行である人民銀行はこれまでと違い、銀行部門に一切資金を供給しなかった。この背景には政府は経済成長が鈍化する中、信用拡大による信用総量を増やさずに、むしろその構成を改善させるよう

⁴⁴ 委託貸付とは中国特有の金融手法で、資金に余裕のある企業が銀行、信託会社を経由して関連子会社やその他の企業に貸付を行うことを指す。

な金融政策への転換がある。6月19日の国务院常务会议で首相の李克強氏は今後の金融政策を「既存資金（ストック）の活用，増量（フロー）の最適化」（原文：盤活存量，優化增量）でまとめている。つまり，むやみに資本総量を増やさずに，現在の資本を活用（流動性の向上）することである。

具体的な政策として，7月に「金融の経済構造調整と経済発展方式の転換および高度化へのサポートに関する指導意見」（国务院弁公庁発表（2013），金十条）が公表された。その中では特に金融機関の資金を活性化し中小企業の発展をサポートするために，金融機関が保有する貸付債権の債権証券化の通常業務化を段階的に推進するとした。これに加え，中国国务院によって公表された「金融業改革と発展の第12次5ヶ年計画」では，2015年までの金融政策の基本方針として金融業の実体経済への資金供給機能を強調し，非金融企業への直接融資を増大させるために，新しいファイナンス手法を用いた「金融市場の革新」という表現を用いた。そこでは伝統的なコーポレート・ファイナンスと異なった企業資産の価値を裏づけに資金調達するアセット・ファイナンスが特に取り上げられ，債権証券化はその主要な方法として強調されている。

以上のように，中国では証券化を金融改革の重要の一環として捉えており，金融市場に存在する問題の解決案の1つであると認識している。第三章において分析した結果に合わせれば，中国が証券化に以下の2つの効果を期待しているようである。まず，銀行などの金融機関が保有する債券資産の証券化を推進させることで債券資産の流動性の向上を図ることができる。債権証券化の本来的な機能によって，銀行部門資金利用の活性化やリスクの分散，さらにオフバランス取引で銀行部門がニューマネーを獲得し，信用創出の拡大などの効果が期待されている。一方，企業が保有する資産の証券化を推進させることで，企業の資金調達チャネルの増加に繋がり，新しいファイナンス手法を確立させることにより，金融市場の信用仲介能力の増大に繋がると考えられる。本章はこれらの点を詳しく論じてゆく。

2. 証券化市場設立の経緯

表10において要約されているように，中国において，正式な資産証券化市場の確立は2005年であるが，それ以前にも事実上の証券化が試みられた。1992年に海南省三亜市丹州区の行政によって533平方キロの土地の販売収益および販売代金の利息を原資産に，証

券の形で 2 億元の資金を調達したことが中国における最初の資産を裏づけとした資金調達案件である（于(2002)，李(2008)）。この取引では、資産の隔離や信用補完措置など証券化特有のスキルは施されておらず、厳密には証券化商品とは言えないが、中国において新しい資金調達方法の可能性を示した意義は大きい。しかし金融市場は初期段階であり、証券化市場の確立は難しく、さらに資産の委譲や SPC の設立に必要な法整備および会計基準の整備が整っておらず、国内において資産証券化を行う環境になかった。

1992 年	海南省三亜市土地の販売収益および販売代金の利息を原資産に、証券の形で 2 億元の資金を調達
1996 年	米国証券市場において広東省珠海市が有料道路通行費と自動車登録料を裏づけに ABS 証券を発行
1997 年	米国証券市場において中国遠洋輸送会社が海運収益をもとに 3 億ドルの ABS 証券を発行
1998 年	中国において証券化問題に対して当該部署が本格的な議論開始。6 月と 7 月に不動産モーゲージ債券証券化に関する検討会が開催。11 月に中国資本市場検討会が開かれ、中国本土における債券証券化推進可能性の問題について議論
2000 年 9 月	人民銀行が建設銀行と商業銀行によって作成された証券化スキームを許可
2001 年 4 月	「信託法」が発行
2004 年 2 月	「中国人民銀行工作会議」において銀行総裁の周小川が資産証券化とくに貸付債券の資産証券化は中国国内で行うことが可能とし、この後、「国務院による資本市場改革開放および安定的発展の若干意見」において証券化が事実上承認
2004 年 7 月	中国工商銀行が所有する 26 億元の不良債権を裏付とする証券化商品の発行
2005 年 4 月	「信貸資産証券化試点管理弁法」が公表され、資産証券化の試行が開始

表 10 2005 年まで証券化市場のできごと

(出所) 中国人民銀行金融市場司編集(2006)により筆者が作成

つづいて、1996 年に広東省珠海市の行政が所管の有料道路通行費と自動車登録料を裏づけに米国の証券市場において ABS 証券が発行された。これが中国企業によるはじめて証

券化である。さらに翌年 1997 年、中国遠洋輸送会社が北米における ABS 証券を発行するなど、表 10 で示されるように中国内の企業・機関などが海外において一連の証券化による資金調達がこの時期から行われるようになった。これに合わせて、1998 年以降は中国本土における債券証券化推進の可能性について議論が行われ始めた。

これらの議論は数年間続き、その結果が関係機関に反映され、2004 年 2 月に「中国人民銀行工作会議」において銀行総裁の周小川は資産証券化が中国国内で行うことが可能であると述べ、特に中国の銀行部門にとって、必要なものであるとの見解を示した。この後、「国务院による資本市場改革開放および安定的発展の若干意見」において証券化が事実上承認され、同じ年の 7 月に工商銀行寧波分行による不良資産証券化が実験的に行われた。これは行寧波分行が所有する 26 億元の不良債権の将来的キャッシュ・フローを裏付とする証券化商品であり、中国国内における証券化の最初の案件となった⁴⁵。

3. 国内市場の整備条件

表 10 で示されているように中国では最初に海外市場において証券化取引を行ってから 13 年も経て、ようやく国内市場での証券化商品発行に踏み切った。これは十数年の間に中国の金融市場の整備が進められ、証券化の複雑な取引を行えるほどの金融技術と枠組みが整ったことや企業、金融機関の新たな資金調達手段に対するニーズ、投資者の金融商品の多様化に対する要求といった証券化に対する市場のニーズが高まったことが影響している。

2005 年に人民銀行が証券化導入を決定した際の判断基準として、人民銀行の副総裁である呉曉靈氏は 2 つの条件を挙げている。①中国内の金融市場環境などのインフラの整備が整ったこと、②国内の金融機関および投資家の証券化に対するニーズが増えたこと(呉(2005))である。つまりそれまでは国内における証券化を運営する条件が揃うまで、証券化の導入を見送ったのである。以下、呉(2005)の挙げた 2 つの条件について検証する。

(1) 市場の整備

まず、金融機関の業務において中国における銀行、証券、保険などそれぞれの部門は従

⁴⁵ 証券化市場設立までの経緯は「中国資産証券化：理論から実践へ」(2006 年中国人民銀行金融市場司編集)、中国証券行監督管理協会、中国銀行業監督管理協会の記事録に基づき、筆者が整理・要約した。

来の分業制からユニバーサル・バンクの体制へ変わりつつある。中国の金融に関する法律では、ファンドや保険、銀行などの金融機関に対して、規制緩和を進めている。そのため、これらの機関はそれまでできなかった本業以外の業務への参加が可能になった。こうした規制緩和は機関投資家を証券化市場の主体に据えさせることができ、業務および市場の安定性を整えることができる。

また、これとあわせて証券業、担保機関、信用評価機関などの業務に対するの規範作りや制度作り、さらには立法が進められ、それぞれの機関の機能と権限または構造と業務の内容など明確になってきたことが証券化推進の条件を形づくった。

また WTO に加盟後、中国の銀行業はグローバル化を積極的に進め国際的なスタンダードを取り入れつつある。多くの金融機関の職員は海外への留学と研修を受けた経験があり、証券化に関する技術や市場インフラの整備に精通する人材が増えてきている。これに加え近年証券や信託などの企業も統合や合併が進められ、金融機関の大企業化が進んでいる⁴⁶。これに伴って業務の規範化や専門化が大幅に上昇している。そのため、証券化における複雑な諸スキームをこなす能力を備わってきたと考えられる。

一方、証券化に関して専門的な法律の整備は遅れているが、1994 年から投資に関する法律インフラが徐々に整備されつつある。具体的には、「担保法」、「保険法」、「抵当法」、「銀行法」、「証券法」、「信託法」、「独資法」、「契約法」、「資産評価法」、「会計法」などは経営者、投資者および仲介機関さらに監督機関の権利と義務を明記している。証券化を専門とする法律はまだ未整備であるが、証券化市場運営の最低限な条件が備わったといえる。

(2) 金融市場の証券化商品に対するニーズ

中国の金融市場における証券化商品に対するニーズは高い。まず、銀行部門に関しては、バーゼル 3 に準ずる条件の自己資本規制の執行を間近に控えている。そのため収益性を高め、資産構成の改善に加え流動性と諸リスクに対する備えを充実させなければならない。貸付債権の証券化はこうしたニーズに対して新しい選択肢を提供している。また、近年、企業への中長期貸付、住宅ローン貸付、社会インフラ整備貸付、個人消費貸付などの中長期的な債券の割合が増加している⁴⁷。これら返済期限が長く資産リスクが比較的に低い資

⁴⁶ 中国最大手の中国工商銀行を例に 1984 年に設立時の総資産 3,333 億元に対し、2013 年 7 月現在では 20 兆 3037 億元にまで成長し、世界最大手の商業銀行にまで成長した。さらに英国の金融月刊紙「The Banker」の世界銀行総資産ランキングによれば 2014 年 7 月現在では四大国有銀行の総資産全て 10 兆円を上回っていることがわかる。(http://www.thebanker.com/Top-1000-World-Banks)

⁴⁷ 中国人民銀行(2013a)「金融機構信貸収支表」によれば、2013 年銀行部門によって行われた貸付にお

産が証券化の資産プールの作成に適している。

さらに、証券化商品の販売および仲介を担う証券会社や信託会社も新しい金融商品の業務に期待を寄せている。2012-2013年にかけて中国内にある数社の金融機関⁴⁸に対する聞き取り調査では、ほとんどの経営者および会社幹部が、中国の証券、信託業の経営上の問題は、仲介手数料が主な収益源であるという状況に対しての危惧を挙げている。このように収入源が単一でかつ景気や金融政策に左右されやすい状況では、会社の安定的な運営に係わるだけでなく、更なる規模の拡大を難しくしている。そのため、ほとんどの金融機関の経営者が会社の業務の多様化やより高い仲介報酬に対する期待から証券化に期待している。

これに加え投資家のニーズも強まっている。1990年代以来、証券市場に代表とされる直接融資のシェアが上昇を続けている（表6）。株式市場の市場規模は大きく発展し、投資家の層や購買力さらに専門的な知識などがある程度備わってきている。証券業関連の企業数も一定規模に足し、その業務も従来の仲介から証券投資ファンドや保険、年金基金、投資ファンドなどへ拡大している。また、証券化市場における投資のニーズも年々多様化しており、証券化商品をはじめとする多層化、多様化された金融商品に対するニーズは大きい。

第二節 中国における証券化市場

中国における資産証券化市場は、銀行をはじめとする銀行系金融機関⁴⁹が保有する貸付債権または不良債権が原資産となる貸付債権証券化市場(Credit Asset Securitization: CAS)と企業資産が生み出すキャッシュ・フローを原資産とする企業資産証券化市場(the Specific Asset Management Plan: SAMP)の2つに分かれる。このように分かれる原因は中国における債券の発行・流通システムにある。

中国ではこれまで債券の取引に関して銀行などの機関投資家のみに開放される銀行間債券市場と一般投資家も使用できる取引所市場に分かれており、銀行間債券市場における

いて全体の39.2%が企業に対する中・長期貸付、さらに18.2%が個人住宅ローン貸付であり、貸付全体の57.4%が中長期的な貸付となった。

⁴⁸ 聞き取り調査先は野村証券北京支店、野村総合研究所北京有限公司、みずほ証券北京支店、蘇州信託有限公司、光大証券有限公司、紅塔証券有限公司、浦東發展証券有限公司、東吳証券有限公司がある。

⁴⁹ 中国銀行監督管理協会によって管轄される機関、中国人民銀行をはじめ、銀行、資産管理会社、信用社などが含まれる。

参加者は金融機関のみに限定され中国銀行監督管理協会によって規制、管理されている。これに対して、取引所市場は一般投資家や機関投資家が参加し、中国証券監督管理協会によって監督、管理されている。資産証券化の取引においても原資産の性質から監督、管理体制に混乱を生じさせないため、この枠フレームが援用されたと考えられ、これにより2つの証券化市場という中国独特な形が形成されたと考えられる。

1. 銀行証券化市場

銀行による貸付債権証券化は、2004年の国務院の決定に基づき整備された「金融機構信用貸付資産証券化試行監督・管理弁法」などの法的枠組みに基づき、2005年3月以降、個別に認可を受けて、「試点」（試行）として実施されてきている。この枠組みの下で、2005年から2008年にかけて17件・発行総額約668億人民元の証券化商品が組成されたが、08年米国発のリーマンショックの影響により、発行は一時中止され、2012年5月に中国人民銀行と銀行管理監督委員会、財政部は証券化試行プログラムを信用貸付資産証券化市場によって行う旨の通知を出した。2012年のこの証券化再開の通知は、中国の金融市場の成長に証券化が欠かせない要素であるという政府認識が反映されており、2012年の証券化の試行では、総額500億元の枠が設定されている。

李(2013)は中国の貸付債権証券化の過程を3つの段階に分けている。第一段階は、2005年から2008年までの間で、この時期においては証券化の発行に対して試験的な要素が強かった。オリジネーターは銀行、資産管理会社、リース会社、自動車金融会社に及び、原資産も多岐にわたった。第二段階は2005年から2008年までの間、中央銀行、銀行監督管理協会、税務局、財政部などの関係部署による貸付債権証券化に関する会計処理、情報開示、登記、保管、決済、運用規則、担保融資などの法律・法規の整備が行われ、リーマンショックの影響も含まれるが、2009年からの2011年までの間で、貸付債権証券化の新規発行はなかった。第三段階は2012年以降である。2012年5月に、人民銀行、銀監会、財政部は「貸付債権証券化試行拡大の関連事項に関する通知」を公表し、3年間中断されていた証券化を再開させた。さらに2013年末から人民銀行、銀行監督管理協会、財政部は「証券化の通常業務化を段階的に進める」とし、新たに発行枠を3000億元に拡大させている。なおこの金額はこれまでの合計額を上回る金額である。

名称	原資産	金額	開始日	期間	原債権者
開元 2005 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	41.78 億元	2005 年 12 月	1.52 年	国家開發銀行
建元 2005 年個人住宅ローン債権証券化	個人住宅ローン	30.16 億元	2005 年 12 月	32 年	建設銀行
開元 2006 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	57.3 億元	2006 年 3 月	3.18-4.29 年	国家開發銀行
信元 2006 資産整理証券化	不良債権	48 億元	2006 年 12 月	5 年	信達資産管理会社
東元 2006 資産整理証券化	不良債権	19 億元	2006 年 12 月	3 年	東方資産管理会社
浦元 2007 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	42.83 億元	2007 年 9 月	2.67 年	上海浦東發展銀行
工元 2007 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	40.21 億元	2007 年 10 月	2.4-4.3 8 年	工商銀行
建元 2007 年個人住宅ローン債権証券化	個人住宅ローン	41.61 億元	2007 年 12 月	31.17 年	建設銀行
興元 2007 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	52.43 億元	2007 年 12 月	2.86-3.61 年	興業銀行
建元 2008 資産整理証券化	不良債権	27.65 億元	2008 年 1 月	4.92 年	建設銀行
工元 2008 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	80.11 億元	2008 年 3 月	2.83-3.83 年	工商銀行
開元 2008 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	37.66 億元	2008 年 4 月	0.71-3.2 年	国家開發銀行
浙元 2008 年第 1 期中小企業信用貸付資産証券化	中小企業貸付	6.96 億元	2008 年 8 月	0.7-0.9 5 年	浙商銀行
信銀 2008 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	40.77 億元	2008 年 9 月	0.79-2.54 年	中信銀行
信元 2008 資産整理証券化	不良債権	48 億元	2008 年 10 月	5 年	信達資産管理会社
招元 2008 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	40.92 億元	2008 年 10 月	1.24-2.49 年	招商銀行
信元 2008 第 1 期資産整理証券化	不良債権	48 億元	2008 年 10 月		信達資産管理会社

通元 2008 年個人自動車ローン債権証券化	個人自動車ローン	19.93 億元	2007 年 12 月	1.86-2.84 年	GMAC-SAIC 自動車金融会社
開元 2012 年第 1 期信用貸付資産証券化	個人貸付	101.66 億元	2012 年 7 月	5.5 年	国家開發銀行
上元 2012 年個人自動車ローン債権証券化	個人自動車ローン	9.99 億元	2012 年 10 月	5.45 年	SAIC 自動車財務会社
通元 2012 年年個人自動車ローン債権証券化	個人自動車ローン	19.99 億元	2012 年 10 月	5.45 年	GMAC-SAIC 自動車金融会社
交銀 2012 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	30.34 億元	2012 年 10 月	4 年	交通銀行
中銀 2012 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	30.615 4 億元	2012 年 11 月	4.66 年	中国銀行
工元 2013 年第 1 期信用貸付資産証券化	企業貸付	35.923 5 億元	2012 年 12 月	5.66 年	工商銀行
発元 2013 年第 1 期信用貸付資産証券化	個人貸付	12.74 億元	2013 年 5 月	—	農業發展銀行
開元 鉄道プロジェクト 2013 年第 1 期開貸付資産証券化	中期貸付	80 億元	2013 年 11 月	—	国家開發銀行
進元 2013 年第 1 期貸付資産証券化	貸付資産	10.4 億元	2013 年 3 月	—	輸出入銀行
郵元 2013 年第 1 期貸付資産証券化	企業貸付	5 億元	2013 年 3 月	—	郵政貯蓄銀行
民生 2013 年第 1 期貸付資産証券化	中小企業貸付	13.67 億元	2013 年 12 月	—	民生銀行
興元 2014 年第 1 期貸付資産証券化	貸付資産	51.84 億元	2013 年 11 月	—	興業銀行
華元 2014 年第 1 期貸付資産証券化	貸付資産	12.38 億元	2013 年 11 月	—	華融資産管理会社

表 11 2005-2014 年貸付債権証券化商品の一覧

(出所) 中国銀行業監督管理協会, 中央決算公司公表データにより筆者が作成

貸付資産証券化の詳細の発行実績をみると(表 11), 2005 年の試行開始から 2013 年 11 月までに 31 件の事例があり, オリジネーターとして参加した金融機関は 16 となった。16 社の内訳は, 銀行 11 社, 自動車販売金融会社 2 社, 資産管理会社 3 社となっている。証

券化の原資産別が発行額に占める割合は、53.6%が一般企業向け債権(CLO)、16.7%が不良債権(NPL)、8.5%が住宅ローン債権(RMBS)、中小企業向け債権(SME)は1.8%である。試行段階において比較的安定的な債権を中心に発行したことで、これまでのところデフォルトは1件も発生しておらず、安定的に証券化に関するスキルやノウハウを蓄積させる狙いが伺える。金額や件数からみれば、いまだに試験的な発行段階にあるが、徐々に発行の数と規模が増え、貸付資産証券化の市場が構成されつつある。

また発行する際のオリジネーターの構成から見ても、2008年までの試験的発行においては主に国有企業や国家事業に資金供給の性質が強い銀行、大手国有銀行が大多数であった。これに対して2012年以降のオリジネーターには株式制商業銀行、自動車金融会社など、民間企業や個人消費に資金を提供する性質の金融機関が多数見られる。この発展の方法は初期の米国証券化市場に見られた政策主導型⁵⁰の証券化市場と類似している⁵¹。

つぎに銀行債権証券化により具体的にどのような効果が期待できるのかを第3章において分析した中国金融市場の問題点に基づき以下の3点にまとめる。

(1) 銀行の資産構成の改善

まず、中国の銀行部門の資産構成の特性から分析をする。第二章第三節において中国における銀行部門の資産構成に対して分析を行った結果、中長期貸付債権が債権資産における比率が極めて高いことが分かった。現在中国の銀行部門が持つ貸付債権の大部分は住宅ローンや企業への中長期融資が占めている。これまで長期にわたって、中国における個人住宅融資と企業融資は銀行部門による長期貸出によって行われてきた。銀行部門における流動性預金比率(預金に占める流動性預金の割合)は2012年では約65%に達しており、中国の銀行部門の主要な資金源は短期的な預金によって賄われている⁵²。これが銀行資産の流動性不足を引き起こす主因となった。これらは、銀行部門の収益率だけでなく、銀行部門における資産の流動性に対しても悪影響を及ぼす。特に中長期貸付が多いことは銀行資産の固定化につながり、その問題が大きい。これらの問題に対し、貸付資産の証券化は銀行の資産構成を改良させることができる。特に証券化が持つオフバランス効果により、中長

⁵⁰ 木下正俊(2004)は著書の中において諸国の資産証券化を目的に従い特別法を制定し市場を主導する政策主導型国と市場のニーズに従い、既存法を改正する市場主導型の2つに分類している。

⁵¹ 中国銀行業監督管理委員会は「貸付資産証券化届出登記手続きに関する通知」(「关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知」)を2014年11月20日に公表し、貸付債権証券化業務について、これまでの審査認可制から届出制に変更するという内容であった。これにより貸付債権証券化商品の発行審査認可のハードルが下げられたほか手続きも簡素化される結果となった。

⁵² 「中国統計年鑑2013」公表データにより筆者が算出。

期的な貸付債権を即座に現金化することができ、銀行資産の流動性の向上に繋がる。さらに証券化によりこれらの資産による信用リスクも分散することができる。つまり、銀行部門におけるリスクの分散と資産の流動性の上昇に貢献し、銀行部門の健全性が向上すると思われる。

(2) 自己資本比率規制の問題

目下、中国における銀行部門の共通の問題は、銀行の自己資本比率が著しく低いことである。また、資本金の補充の手段も少なく、ほとんどの銀行が預金を依存する高度の負債経営を強いられ、リスクに対する抵抗力が低下する。その根本的な原因は中長期的な貸付が多いことによる資産の固定化や不良債権をはじめとする大量の資産の固定化にある。実際シャドーバンキングの問題はこのような資産の固定化を避けようと銀行が行ったオフバランス処理が原因の1つである。

貸付資産の証券化はオリジネーターである銀行が貸付資産を SPV に対し真正売買を行い、貸付資産の代わりに現金を得る取引である。そのため、証券化の対象資産はバランスシートから削除され、リスクウェイトの高い貸付資産をリスクウェイトがゼロの現金資産に変えることが出来る。そのため銀行は現金化債権だけでなく、債権に対する自己資本規制分の資産準備も節約でき、自由裁量となる資産が増加する。これは今後中国において導入を進められるバーゼル3の基準を満たすための有効な手段となる。

(3) 銀行部門収益性の改善

現在中国の銀行部門が持つ貸付債権の大部分は住宅ローンや企業への長期融資が占めている。それに伴う銀行部門の資産の固定化は銀行部門の流動性不足を引き起こし、信用リスクを増大させるだけではなく、銀行の収益性をも圧迫する原因となる。したがって、貸付資産の証券化により、銀行の資産流動性が増加し、資産回転率の上昇により収益性も上昇すると考えられる。

深浦(2003)は証券化による効果の1つとして「証券化はオリジネーターの負債構造を変えずに(つまり調達コストが変わらない)、資産に対するオリジネーターの裁量が拡大する(自由に利用できる形=ニューマネーになる)という変化である。」(p98)と述べている。つまり、調達コストを変えずに新たに裁量可能な資金を得ることで、銀行は新たな投資または貸付を行うことができ、結果的にROA、ROEの増加につなげる効果が期待できる。

一方、矢口(2002)は貸借対照表とモデルの両方の分析によって、証券化によるオフバランス効果が財務指標に与える影響について検討している。その結果、証券化により自己資本比率が改善させるがROAやROEについては必ずしも改善されるわけではないという結論している。その理由として、矢口(2002)は資産の負債の利率が証券化商品の利率の差が自己資本利益率に影響するとし、つまり原資産の質(リスクと収益率)が高ければ、自己資本利益率は向上する可能性が大きく、逆に質の低い不良債権の証券化を行えば、自己資本利益率は減少するとしている。この効果については次章において詳しく分析する。

第二章では銀行部門の資金供給能力に関する考察を行った。その結果銀行部門では自己資本に対する規制や預貸期間のミスマッチによる資産の固定化が進み、資金供給能力を低める要因となったことがわかった。さらに銀行部門は金利制限や自己資本規制の状況によりオフバランス取引に対する大きなニーズが生じ、シャドバンキングへの資金供給を積極的に行うようになった。これら銀行部門の問題に対する証券化の役割として、本節では

- ① 銀行の資産構成の改善,
- ② 自己資本比率規制の問題への対応,
- ③ 銀行部門収益性の改善

の3つを挙げた。実際の効果については次章の実際銀行による証券化のケーススタディにおいて確認したい。

2. 企業資産証券化市場

企業資産証券化は企業の未収金、不動産などの安定資産を原資産とし、そのキャッシュ・フローを元に証券会社が組成するSPVが投資家向けに資産担保証券を発行するものである。企業資産証券化の審査・認可および監督・管理は、中国証券監督管理協会が担う。

第一節においても述べたように、中国では1992年に三亜市丹州区の行政によって533平方キロの土地の販売収益および販売代金の利息を原資産として証券化し、資金調達を行ったことを皮切りに、中国遠洋運輸会社と中国国際海運集装箱有限公司などをはじめとする大手国有企業が売掛債権の証券化による資金調達を行った。しかし、これら取引の大半はオフショア証券化という形をとっており、国内の金融市場との関わりがない。2005年に、銀监会と中国人民銀行は「貸付債権証券化試行に関する管理弁法」や「金融機関債権証券化試行に関する監督管理弁法」などの法規を相次いで公布したことで、資産証券化が正式に中国国内で承認された。

名称	略称	原資産	金額 (億 元)	配当 額(%)	開始日	期間	オリジネーター
中国聯通 CDMA 回線 リース費用収益計画	聯通 01	中国聯通 CDMA 回 線リース料収益 権	16	2.55	2005/8/26	0.48 年	聯通新時空移動通 信有限会社
	聯通 02		16	2.8	2005/8/26	0.97 年	
	聯通 03		21	2.55	2006/1/20	0.33 年	
	聯通 04		21	3	2006/1/17	0.82 年	
	聯通 05		21	3.1	2006/12/20	1.15 年	
遠東第 1 期リース資 産裏付収益に対する 管理計画	遠東 01	遠東国際リース 有限会社におけ る 31 件の融資・ リース契約によ る収益権	4.77	3.1	2006/5/10	1.71 年	遠東国際リース会 社
中国網通未収金資産 裏付受益証券	網通 01	中国網通有限会 社の未集金によ る収益権	11.8	2.5	2006/3/14	0.18 年	中国網通集団会社
	網通 02		10.7	2.7	2006/3/14	0.67 年	
	網通 03		10.4	3.03	2006/3/14	1.19 年	
	網通 04		10.4	3.1	2006/3/14	1.67 年	
	網通 05		10.2	3.25	2006/3/14	2.19 年	
	網通 06		10.2	3.4	2006/3/14	2.68 年	
	網通 07		10	3.55	2006/3/14	3.19 年	
	網通 08		10	3.65	2006/3/14	3.68 年	
	網通 09		9.9	3.72	2006/3/14	4.19 年	
	網通 10		9.8	3.8	2006/3/14	4.68 年	
遠東第 2 期リース資 産裏付収益に対する 管理計画	11 遠東 01	遠東国際リース 有限会社におけ る融資・リース 契約による収益 権	4.3	6.1	2011/9/16	0.27 年	遠東国際リース会 社
	11 遠東 02		2.7	6.3	2011/9/16	0.78 年	
	11 遠東 03		1.8	6.6	2011/9/16	1.28 年	
	11 遠東 04		1.2	6.8	2011/9/16	1.77 年	
	11 遠東 05		0.89	7	2011/9/16	1.77 年	
トンネル持分 BOT プ ロジェクト資産管理 計画		営業権による未 収金債権	4.84		2013/3		トンネル株式会社
匯元第 1 期プロジェ クト資産管理計画		広匯リースのリ ース未収金	11.14		2013 年 10 月		新疆広匯リースサ ービス有限会社

表 12 上海証券取引所における企業資産証券化商品の一覧(2005 年-2013 年)

(出所) 中国証券監督管理協会, 上海証券取引所公表データにより筆者が作成

名称	略称	原資産	金額 (億 元)	配当額 (%)	開始日	期間	オリジネーター
歓楽谷テーマパーク入園料収益権資産管理計画	僑城 01	収益権資産管理計画	18.5		2012/12/4	1年	Shen Zhen 華僑城株式会社・北京世紀華僑城実業会社・上海華僑城投資発展会社
	僑城 02					2年	
	僑城 03					3年	
	僑城 04					4年	
	僑城 05					5年	
南京インフラ汚水処理費収益権管理計画	寧公控 1	南京市汚水処理費による収益	2.2	6.3%	2012	1年	南京共用ホールディングス
	寧公控 2		2.3	6.8%		2年	
	寧公控 3		2.5	6.99%		3年	
	寧公控 4		2.7	6.99%		4年	
	寧公控 5		2.8	6.99%		5年	
	サブプライム		0.8	無			
莞深高速道路通行料収益権資産管理計画	莞深収益	莞深高速道路第1, 2期分における18月間の通行料徴収収益権	5.8	3.56	2005/12/28	1.5年	東莞発展支配株式会社
華能瀾滄江水力発電所収益権資産管理計画	瀾電 01	雲南省華能瀾滄	6.6	3.57	2006/5/11	3年	華能瀾滄江株式会社
	瀾電 02	江水力発電所所	6.6	3.77	2006/5/11	4年	
	瀾電 03	属漫湾発電所の発電による収入	6.6	7日の実質利率+1.8%	2006/5/11	5年	
浦東建設 BT プロジェクト収益権資産管理計画	浦建収益	浦興投資, 普惠投資が所有する BT プロジェクト債権回収の権利	4.25	4	2006/6/22	4年	上海浦興投資発展会社・無錫普惠投資発展会社 (全て上海浦東建設株式会社の支配)
南京都市建設汚水処理費収益権資産管理計画	寧建 01	南京都市建設汚水処理費による収益権	1.21	2.9-3	2006/7/13	1年	南京都市建設投資ホールディングス
	寧建 02		1.3	3.2-3.3	2006/7/13	2年	
	寧建 03		2.3	3.5-3.6	2006/7/13	3年	
	寧建 04		2.4	3.8-3.9	2006/7/13	4年	
南通天電収益権資産管理計画	天電収益	南通天生港の江蘇省電力会社へ	8	3.74	2006/8/4	3年	南通天電会社

		の電力売却による収益権					
江蘇吳中グループBTプロジェクトの回収代金資産管理計画	吳中 01	江蘇吳中グループBTプロジェクトの債権回収の権利	3.47	3.2	2006/8/31	0.34年	江蘇吳中ホールディングス
	吳中 02		3.3	3.7	2006/8/31	1.34年	
	吳中 03		3.19	3.95	2006/8/31	2.34年	
	吳中 04		2.79	4.15	2006/8/31	3.34年	
	吳中 05		1.77	4.25	2006/8/31	4.34年	
	吳中 06		1.36	4.3	2006/8/31	5.34年	
華能瀾滄江第2期水道および電気の使用料プロジェクト管理計画	—	水道および電気の使用料	33	—	2013/1	—	華能瀾滄江株式会社
東証资管-アリババ1号から10号プロジェクト資産管理計画	—	アリババ重慶およびアリババ浙江小口貸付債権資産	25	—	2013/7	—	アリババ重慶およびアリババ浙江小口貸付会社

表 13 2005-2013Shenzhen Stock Exchange における企業資産証券化商品の一覧(2005年-2013年)

(出所) 中国証券監督管理協会, Shenzhen Stock Exchange 公表データにより筆者が作成

国内市場において2005年8月に最初の企業資産証券化「聯通収益計画」が中国国際金融有限公司によって発表され、通信事業を展開する中国聯通がこれによって約95億元の資金調達を行った。表12, 13で示されているように2006年までの発行件数は9件、金額は164億元に達した。2007年から2010年までの間は、銀行貸付債権証券化市場と同様、リーマンショックの影響により証券監督管理協会は証券会社特別資産スキームの審査認可が行われなかった。2011年8月に証券会社特定キャッシュ・フロー証券化業務が再開されたが、発行の頻度と規模は共に大きく縮小している。2013年12月までに計16件、総額357億元の企業資産証券化が発行された。これは銀行貸付債権証券化市場より発行総額では小さい規模である。さらにその原債権から見てもほとんどが未収金またはリース債権から組成されており、銀行貸付債権証券化と比べ、数量、種類ともに少ないことがわかる。

企業資産証券化市場の成長が伸び悩んでいるのは、企業資産の証券化は銀行による貸付債権証券化と違い、金融市場に対する流動性向上や資金の再配分に繋がらず、当局の推進

インセンティブが弱いからである。しかし、長期的に見て金融市場の成熟化に向けて企業資産証券化は重要な意義を持つ。さらに本論文執筆中に企業資産証券化商品の発行が進められ、2014年12月までには8つの企業資産証券化が発行された⁵³。その内容は従来の未収金、リース債権証券化に加え、特定の事業活動から生じる将来キャッシュ・フローを裏付けとしたWBS商品が発行されている。例としては「益優14」(橋の通行料を裏づけに大成西黄河大橋建設費用の調達)、「遷熱14」(暖房供給収益を裏づけに遷安市暖房供給施設整備費用の調達)、「淮運14」(鉄道輸送収益を裏づけに淮北鉱業専用鉄道建設費用の調達)などがある⁵⁴。これらの事業の証券化はいずれも地方政府もしくは地方政府によって進められる事業を基にしている。近年地方債務過大の問題が取り上げられる中、証券化による地方事業の資金調達を行うことは1つの解決手段としてとられていることを表している。今後企業資産証券化商品の発行は大きく増加していくものと予測できる。

次に企業資産証券化の発行による金融市場および発行者に対する影響について考える。大きく2つの影響が挙げられる。

まず、債券市場の成熟化である。経済発展を遂げてきた国家の共通点としてはいずれにおいても成熟した債券市場を有している⁵⁵。債券市場は金融市場において基礎となる市場であり、高い流動性および低いリスクの投資先として存在し、さらに各国の中央銀行による金融政策の実施にも役割を果たしている。第二章第二節において述べたように中国では90年代以来債券市場に対して強力な規制を設けているため、現在の債券市場の規模はその経済全体の規模や金融市場全体の規模と比べると大きくない。そのため、企業の資金調達の面から見ても市場による資金供給の面から見ても、他国と比べ金融市場の機能が大いに制限されるものとなった。そのため、伝統的な債券市場を発展させるとともに証券化商品などの新しい債券商品を取り入れることで比較的短い期間において債券市場の発展に貢献できると考えられる。

次に、一部資産のキャッシュ・フローを裏付けとする証券化を直接行うことでこれまで主な直接金融手段である株式、社債に加え、新たな直接金融手段となり、資本市場における直接調達手段の欠如の改善に繋がると考えられる。

かねてから中国は銀行市場を中心とした間接金融を中心に企業の資金調達が行われて

⁵³ 私募の形で発行された証券化商品を除く。

⁵⁴ Shenzhen Stock Exchange 公表データによる。

⁵⁵ 米国を例に2013年証券市場の時価総額18.6兆ドルに対して、債券市場は38.6兆ドル、遥かに大きい規模である。(SIFMA 統計データによる <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>)

きた。特に中小企業では債券市場の厳しい規制や株式市場の未発達により、事実上、銀行部門はシャドバンキングに頼るしかなくなる。さらに、近年中国企業の海外進出が増えつつある⁵⁶。そのため、国内のみならず国際市場における資金調達手段も重要になってきている。証券化はこれらの問題に対して、企業に対する金融市場の資金供給の新しい方法を提供すると考えられる。

しかし、これらの効果を実現させるためには企業による資産の証券化を積極的に利用する必要がある。企業にとって証券化による資金調達によって他の資金調達手法では得られないメリットを獲得することができれば、それをインセンティブとして、積極的に証券化を利用すると推測できる。証券化によって企業が得られるメリットを第一章の分析に基づき、以下の2つにまとめることができる。

① 証券化による企業資産構成の改善

まず、企業に対する資産構成の改善が挙げられる。Gorton(1990)も証券化による収益は間接的であるものの、証券化による収益の増加と企業の自己資本の改善などのインセンティブが証券化存続の最大の要因としている。

証券化の特徴の1つとして倒産隔離のプロセスが挙げられる。その過程において原資産はオリジネーターから切り離され、SPVに委譲される、真正売買が行われるため、当該資産がオフバランス化され、バランスシートから切り離される。すなわち、証券化の原資産となる固定資産または債権が現金化されることである。

資産の移譲によるオフバランス効果については貸付証券化の効果を議論する際にも分析した。金融機関にとってオフバランス効果によって自己資本規制への対策、リスク資産の軽減に加え、銀行部門に大きなメリットとなるのは資産をバランスシートから剥離させることにより、将来キャッシュ・フローが現金として入手できることである。この効果は企業にとっても同様で、証券化により流動性が低い資産を流動性が高い現金に変換させることができる。

証券化で得られた現金を用いて負債の償還を行えば、企業の資産構成に変化をもたらすことができる。結果的負債の減少による支払利息の節約に加え企業の資産に占める負債の割合が下がり、流動資産の割合が上昇することで、財務構成の安全性が上昇すると予測で

⁵⁶ 中国政府の情報サイトによれば2012年までに海外投資を行った中国企業は約1.8万軒に上る。
(http://www.gov.cn/jrzg/2012-11/07/content_2259694.htm)

きる。これに加え原資産が未収金の場合、未収金が過大になると企業の流動資産を圧迫し、資産運用の効率性を損なう。証券化により未収金を現金化し、資金を生産や新たな設備投資を行えば資本の効率性を大きく引き上げることができ、企業の発展と利益にとって大きなプラスとなる。つまり、証券化によるオリジネーターの資産構成の改善は、オリジネーターである企業収益の最大化を実現することができる効果を期待できる。

② 資金調達コストの節約

次に挙げられるのは企業資金調達コストの節約にも繋がる。Rosenthal&Ocampo (1988a) は GMAC (General MotorS Acceptance Corporation) を例に自動車ローンの証券化と当社の伝統的融資を使った際のコストを分析し、その結果資金調達コストが 13%節約されたという結論を得た。

企業資産のキャッシュ・フローを裏づけとする証券化を直接行うことで、企業の資産規模に関係なく、中小企業は大企業と同様に資金調達を行うことが可能である。これに加え、対象資産の特定化、当該資産の信用リスク分析、信用補完を通じるリスク分担関係、借手情報が明瞭な形で投資家に伝達されるため、企業発行の社債と比べて、収益生成構造の透明性および本体企業の事業展開からの切離しによる収益安定性という点で優れている。そのため、一般的には高い格付けを得ることができ、企業資金調達企業のコスト節約にも繋がる。

中国の証券監督管理委員会の調査によれば、証券化取引による仲介費用は当該企業のその他の融資方法により一単位あたりのコスト率が約 0.5%低いという統計がある⁵⁷。金融市場において、信用格付けが低い企業が比較的の高い格付けで資金を調達する手法は証券化以外にはない。シャドバンキングの高金利に苦しみながらも高い依存度を維持する中国の企業部門にとって、証券化比較的に低コストでの資金調達手段となる。

第二章では中国金融市場の企業への資金供給能力の研究では銀行部門による貸し渋り、企業債券市場および株式市場がいずれも未成熟な状態であり、市場全体から特に中小企業を中心とする企業部門への資金供給が著しく低下していることがわかった。この問題に対して証券化は企業部門に対して新たな資金調達手法を提供できる効果があると期待できる。しかし、企業部門が進んで証券化を利用するためには何らかのインセンティブが必要と考えられる。本節では証券化が企業部門に与えるメリットとして

⁵⁷ 北京高華証券「証券研究報告」2013年9月6日による。

- ① 証券化による企業資産構成の改善,
- ② 企業の資金調達コストの節約

の2つがあると推測した。実際の効果については次章において確認する。

小括

本章では第二章で明らかにした金融市場の企業部門への資金供給能力低下の原因である銀行部門資産の固定化問題や企業債券市場および株式市場の未成熟に対して解決策の1つとしてとられている中国の証券化について証券化市場の設立背景、経緯、さらに目的の順に分析した。

中国において、資産証券化市場は1995年における資産証券化による資金調達から長い海外市場依存と国内での議論を経て、2005年になってようやく国内での試験的発行が行われた。現在では銀行が保有する貸付債権または不良債権が原資産となる貸付債権証券化市場と企業資産が生み出すキャッシュ・フローを原資産とする企業資産証券化市場の2つの市場からなる証券化市場が形成されている。さらに、2012年以降については第二章における分析で明らかにしたように、金融市場の企業部門への資金供給不足、銀行部門の資産固定化の問題を解決するために、中国では証券化の一般業務化を目指したが、本節ではその目的を以下のようにまとめた。

銀行貸付債権証券化により、とくに銀行部門に対して期待できる効果として、①銀行の資産構成の改善、②自己資本比率規制の問題への対応、③銀行部門収益性の改善がある。一方企業資産証券化については企業部門に新たな資金調達手法を提供することによって④証券化による企業資産構成の改善、⑤企業の資金調達コストの節約がある。実際の効果については次章において確認する。

第四章 中国における証券化の効果

第一節 証券化による影響の先行研究

第一章では証券化の定義とその仕組みについて研究を行った。結果、証券化は一連のプロセスかつ多くの参加者と複雑なスキームが存在することがわかった。この複雑な仕組みにより証券化は単なる資金調達としての金融手段にとどまらず、金融市場や取引の参加者にその他の効果を与えることができる。特に複数資産による資産プールの作成、信用補完、倒産隔離など証券化取引特有の仕組みにより、オリジネーターに対し資産構成の改善、資産のオフバランス効果、収益性の向上、資金調達コストの節約などのメリットをもたらすことができることの意義は大きい。本節ではこれらのスキームおよびメカニズムはどういった影響を及ぼすのかについて、金融市場および証券化の参加者の2つの面から解明を行いたい。

さらに第三章では銀行貸付債権証券化を①銀行の資産構成の改善、②自己資本比率規制の問題への対応、③銀行部門収益性の改善がある。企業資産証券化については企業部門に新たな資金調達手法を提供することによって④証券化による企業資産構成の改善、⑤企業の資金調達コストの節約を期待できる効果として挙げた。これら中国の金融市場に期待される効果と金融市場、参加者に対する影響との関連性についても確認したい。

1. 金融市場に対する影響

(1) 金融市場の効率性向上

証券化取引は1つの新しい金融手法として金融市場にある資金に対する需給を仲介し、金融資源配分の効率性を上昇させる。高橋(2004)、志村(2006)はいずれも、証券化を企業、金融機関の新たな資金調達の方法としてとらえた上で、伝統的なコーポレート・ファイナンスに対照する形で、企業の資産に依存した証券化をアセット・ファイナンスと表現している。証券化は対象資産の信用のみに依存する融資方法で、格付けの高い資産はより優遇された条件で資金調達を行うことができる。そのため、資産所有者のオリジネーターの信用評価が低い場合でも、所有している優良資産が低いコストで資金を調達することができ、金融市場にある資金が効率性のよい資産・事業へ誘導させることができる。さらにこれに

より、より高い収益を生み出すことができ、市場全体で見れば、資本効率性の向上にもつながる。

また、金融市場の信用仲介能力で見れば、証券化によって資金の貯蓄から需要への新しいチャンネルが開かれる。伝統的金融の中において資金の需要者は銀行、もしくは債券、株式を用いて資金調達を行う。一方証券化は自らの金融資産を裏づけとし、証券を発行し資金調達を行う方法で、その最大の違いは後者がフローを増大させずにストックを活用している点にある。これによって金融市場全体の資産の運用効率性向上にも影響を与える。序章においても述べたように中国において今後の貨幣政策は緩和的な政策から「資本総量を増やさずに、現在の資本を積極的に活用」という方針転換がされた後に、証券化を用いた資金調達はより政府の方針に沿った方法となる。

さらに証券化は、社会における金融市場の情報に対するコストを引き下げる効果がある (Popper (1994))。一般的には金融市場において情報の収集者が多ければ、情報量が増え、情報に対するコストも下がる傾向にある。従来、銀行を依存した金融システムはごく限られた (銀行、政府監督部門など) 情報収集者しかいなかった。それに対し証券化のプロセスにおいては債権者である銀行のほかにリスク評価機関や信用・流動性補完機関、サービサーなど幾つかの参加者が情報の収集に従事しており、コストを引き下げ、情報の利用効率を引き上げる効果がある。情報の効率性に加え、証券化のプロセスの中において多くの資産をプールしそれぞれの金融機関が貸出、販売、リスク評価回収など業務を分担するため、資産に対する同じ金融機関による重複的な作業をまとめることができ、規模の経済性が実現できる効果がある。そのため金融市場全体における効率性が改善される。

格付けの高い資産はより優遇された条件で資金調達を行うことや金融機関の情報に対するコストが引き下げられことによる影響については③銀行部門収益性の改善と⑤企業の資金調達コストの節約に繋がると考えられる。

(2) 情報の非対称性の改善

金融が経済の中における役割の 1 つとして資金の余剰者と資金の需要者に対する金融仲介が挙げられる。しかし金融仲介において市場の参加者に対して常に情報の非対称性が存在している。情報の非対称性とは Milgrom&Roberts (1992) が提唱した理論で、一般的には売り手が立場や専門知識の優位性から買い手の知りえない商品の品質などに対する情報を有している。これに対して買い手は商品の品質に関する情報を売り手からの説明に

依存するしかない。しかし、売り手には商品の品質を買い手に正しく伝える動機がないため、買い手は商品の品質に関する情報について購入するまで知らない。このように、市場における当事者間の情報保有が対等ではなく、情報の優位者と情報の劣位者が存在する状況を情報の非対称性という。金融取引の場合、金融機関(売り手)と資金の供給者(買い手)は情報格差により金融市場において逆選択やモラルハザードがしばしば発生し、市場における円滑な取引が困難になるケースもある。

スティグリッツ(2003)では銀行の存在を資金の供給者と調達者の間に存在する情報格差に由来すると主張している。それによれば、銀行は大量の情報を収集することにより、貸出契約の設計や監督を行い、投資者に代わりリスクを抑えてきた。銀行は金融業に精通した専門家である一方、一般の預金者は銀行が持つような能力・知識を備えていないため、長い間銀行による仲介を頼ってきた。しかし銀行は経営情報を開示することは少なく、結果預金者にとってリスクは減少したものの情報格差は依然として存在する。

これに対して DeMarzo&Duffie (1999) および Hill (1996) は金融市場の情報の非対称性は証券化によって解消されるとしている。証券化は資金調達者に関する情報の収集と処理の面において銀行より進んでいる。証券化は SPV を主体に様々な参加者が情報を収集し SPV に提供している。これらの参加者には銀行部門のみならず、保険や会計、法律上の専門家が多く集まり、情報ツールが多様である。さらにこれらの情報は投資家に積極的に開示された結果金融市場における情報の非対称性が改善される。

これら証券化による金融市場に存在する情報の非対称性を改善する影響は直接銀行部門と企業部門には及ぶことはないが、しかし情報の非対称性を改善することは銀行部門の情報収集コストを引き下げ、さらに企業部門も優遇された条件で資金調達を行うことができる。結果的に③銀行部門収益性の改善と⑤企業の資金調達コストの節約に繋がると予想できる。

(3) 金融市場資産の再配分

深浦(2003)は、流動化(証券化)によって流動性のない経済的な機会に流動性を与えることによって、異時点間の資源配分を円滑に進められるとしている。伝統的な金融手法と異なり、証券化は特定の金融資産またはその将来的キャッシュ・フローの信用を基礎に資金調達を行う。すなわち、非流動的資産を基礎に流動性が強い証券を発行する金融技術である。非流動的資産を金融市場で再取引できることは市場の資産再配分にもつながる。

特に、貸付債権証券化を例に、中長期的な貸付を行った銀行は自らの資産の流動性を高めようと債権の譲渡先を求めていると同時に余剰資金を持つ投資者も見合った格付けの投資対象を求めている。証券化はこうした資金の需給双方に対して金融仲介を行い、社会全体における資金の配分と資金の利用効率の引き上げを果たしている。第二章の分析で明らかにした銀行資産預貸期間アンバランス問題についてはオリジネーターである銀行などの金融機関にとって自らの貸付による長期的な資産を現金化するが、依然として貸付に対して管理回収を行っており、マクロ的な視点から社会的資源の利用の面から見て資産のリスクを減らし、収益を引き上げる効果が大きいと考えられる。

ストラクチャード・ファイナンスとは資産をオリジネーター本体の信用力から切り離し、信用および流動性に対する加工の性質を持つ金融手法である。Iacobucci&Winter (2005)ではこの過程において、資産資源の再配分が行われるとしている。証券化において当該資産をオリジネーターから切り離し、SPVに移譲し、「真正売買」が行われる。そのため、リスク評価機関によるリスク評価が行われる時にオリジネーター全体の信用ではなく当該資産のみの信用が対象となる。銀行など膨大な資産を有するオリジネーターの場合、一資産あたりに対する信用評価のコストは全体に対する信用評価のコストよりかなり安く、銀行にとって、融資コストが引き下げられていることになり、資産の運用効率が向上する効果も得られる。

こうしたオフバランス効果による影響は①銀行の資産構成の改善、②自己資本比率規制の問題への対応、④証券化による企業資産構成の改善の効果をもたらすと予想され、さらに融資コストが引き下げられていることになり、資産の運用効率が向上される影響で③銀行部門収益性の改善と⑤企業の資金調達コストの節約に繋がると考えられる。

2. 参加者に対する影響

(1) オリジネーター資本構成の改善

証券化の特徴の1つとして倒産隔離のプロセスが挙げられる。その過程において原資産はオリジネーターから切り離され、SPVに委譲される、真正売買が行われるため、当該資産がオフバランス化され、バランスシートから切り離される。この取引によって、バランスシートにおける資産と負債はいずれも減少し、これに対して資本に変化が生じないため、そのため、特に金融機関を中心とするオリジネーターの自己資本比率を高め、負債比率を

下げる効果がある。資本比率を高めることでオリジネーターの償還能力を高めることができ、特にオリジネーターが金融機関であれば、資本に対する諸規制を達成させることができ、原資産に対する貸倒引当金を引き下げる効果が期待できる。矢口(2002)は、貸借対照表とモデルの両方の分析によって、証券化によるオフバランス効果が財務指標に与える影響について検討している。その結果証券化により自己資本比率が改善させるが、総資産利益率(ROA)や自己資本利益率(ROE)については必ずしも改善されるわけではないという結論に至っている。その原因として、矢口(2002)は資産の負債の利子率が証券化商品の利子率の差が自己資本利益率に影響するとし、つまり原資産の質(リスクと収益率)が高ければ、自己資本利益率は向上する可能性が大きく、逆に質の低い不良債権の証券化を行えば、自己資本利益率は減少するとしている。

また、証券化を利用した融資はバランスシートの負債の部に表示されないことから、バランスシートに依存しない、資金調達手法として認知されている。資産をバランスシートから剥離させることにより、新たな収入を得られ、さらに、設備投資などの生産規模拡大をすることができる。これにより、オリジネーターの収益の最大化を実現することができる。このような企業の資産構成に対する影響については④証券化による企業資産構成の改善で確認したい。

(2) 銀行資産構成の改善

Maxwell&Gitman(1990)は、証券化が銀行の資産構成に与える影響について議論した。債権などを証券化することで当該資産のオフバランスにより全資産におけるリスク資産割合の減少や現金資産の増加など、銀行資産の構成を改善させる効果があるとしている。Skarabot(2001)はモデルによって財務構成を分析し、同じく企業資産構成の改善に証券化は有効な手段の1つであるという結論に至っている。また、日本においても矢口(2002)および深浦(2003)が証券化による資産のオフバランス効果を理論モデルによって説明し、証券化による銀行資産構成に変化を生じる可能性について証明している。

銀行の機能の1つとして、金融仲介機能が挙げられる。すなわち、資金の余剰部門と不足部門との間を仲介し、資金の効率的な配分を行うことである。しかし、現実において、不足部門である資金の需要者と余剰部門である供給者のニーズは必ずしも合致するとは限らない。資金の供給者である預金者は、預金に対して高い安全性と流動性を求めている。これに対して需要者である債務者は通常中長期的な貸出を必要とし、かつ一定のリスクを

有している。これらのニーズが異なるため金融機関の仲介が必要になる。銀行をはじめとする金融機関は金融資産の量および償還の期間を調整することにより貯蓄者と資金需要者のニーズを調整することができる。

そのため、銀行の資産は中長期的な債権資産が多く流動性が低い。一方、負債の部は短期的流動性が高い普通預金が主である。このようなバランスシートでは、償還期間上の問題が存在し、銀行の財務を衰弱にする危険性がある。すなわち、利率などの大きな変動が生じれば銀行はデフォルトする危険性はある。最も顕著な例は、1980年代米国の貯蓄貸付組合(Savings and Loan Association: S&L)の破綻問題がある。S&Lは、個人の零細預金を引き受け、それを原資に住宅ローンなどの貸し付けを行う金融機関であるが、その倒産の原因についてはWhite(1991)が著書において1970年代後半から米国の預金金利が急上昇し、預金と貸付金利の「逆ザヤ」が生じたためとしている。

このような場合、証券化を行うことで中長期貸出債権を集中し、オフバランス化することで、銀行のバランスシートにおける資産の流動性を高めることができ、資産と負債の償還期間のバランスを改善させることができる。以上のようなオフバランス取引による影響については①銀行の資産構成の改善、②自己資本比率規制の問題への対応の2つの効果として次節で確認したい。

(3) 資産の流動性改善

証券化は資産を証券に転換するプロセスを通じて、資産の流動性を高める効果があるとされている。深浦(1997)は証券化には資産に対し①流動性の改善、②非流動性資産の流動化の効果があるとしている。金融機関にとって、近年金融市場における多様化、国際化が進み、これに伴い不確定要素が増加している。そのため、銀行をはじめとする金融機関にとって資産が持つ流動性の改善が財務上の重要性を増しつつある。特に前節で述べたように、銀行においては中長期の貸出が多く、その債権が償還されるまでの長い間、銀行にとって債務者の信用リスク、利率変動リスク、期限前償還リスクなどの諸リスクを負担している。住宅ローン貸し付けに至ってはその期間が15年から30年にも及ぶ。これらの債権の流動性は低く、証券化が導入されるまでは債権譲渡においては金融機関間でしかできず、譲渡コストもきわめて高かった。しかし、証券化によってこれらの債権は証券に形を変え、金融機関のみならず、小口化されたことで一般投資家も投資できるようになる。市場において低流動性ハイリターンをニーズとする投資家が存在するため、これによって銀行にと

って債権資産をより簡単にかつ低コストで換金させることが可能になった。

さらに Rosenthal&Ocampo (1988b) は、証券化が資産の流動性を改善させると同時に、通常の銀行による仲介より参加者がそれぞれのリスクを調節できるメカニズムを持つとしている。つまり、証券化取引は資産の流動性を向上させただけでなく、オリジネーターの所有するリスクも信用補完者および投資家に分散させることができ、リスクの再配分効果も期待できる。

証券化による資産流動性の改善については特に銀行部門を中心に流動性の改善、非流動性資産の流動化から確認したい。次節において①銀行の資産構成の改善、②自己資本比率規制の問題への対応、さらに企業部門においても④企業資産構成の一部から資産流動性に対する影響を確認したい。

(4) 新たな資金調達手段

第一節において述べたように、資産証券化は従来のコーポレート・ファイナンスと異なる新しい融資方法である。まずこの融資方法により、企業は融資の際発生するコストを軽減することができる。この効果は、特に中小規模の企業に大きく、これらの企業の融資コストを引き下げる効果が大きい。これらの中小規模の企業の多くは、規模上の問題から信用評価が低く、そのため直接資本市場において資金調達を行えば、それ相応のコストを支払うことが多い。しかし証券化を用いることで、企業は将来的キャッシュ・フローを生み出せる資産を元に資産プールを作成し証券化のスキームを用いて、資金を調達できる。これらの証券に対する評価は、オリジネーターである企業の信用ではなく対象資産の信用を基にしており、さらに信用保管措置が加えられるため、通常高い信用評価を得ることができる。そのため、低いコストで資金を調達することができる。

Johnson (2001) では証券化による資金調達行動に視点をおき、企業または金融機関が証券化によって資金を調達することはコストを低減させ、収益を伴うことは1つのインセンティブになるとしている。Skarabot (2001) ではモデル分析によってこれと同じ結論に至っている。

一方、実証分析による研究も存在する。Rosenthal&Ocampo (1988a) は GMAC (General Motors Acceptance Corporation) を例に自動車ローンの証券化と当社の伝統的融資を使った際のコストを分析し、その結果資金調達コストが 13%節約されたという結論を得た。Gorton (1990) も証券化による収益は間接的であるものの、証券化による収益の増加と企

業の自己資本の改善などのインセンティブが証券化存続の最大の要因としている。

中国の証券監督管理委員会の企業の証券化による融資状況に関する調査によれば、証券化取引による仲介費用は当該企業のその他の融資方法により一単位あたりのコスト率が約 0.5%低いという統計がある⁵⁸。金融市場において、信用格付けが低い企業が比較的に高い格付けで資金を調達する手法は証券化を含め、きわめて少ない。

証券化は対象資産の情報のみを提示することから企業は自らの商業上と財務上の機密を公開することがなく資金調達することができる。さらに、証券化を用いることにより、オリジネーターである企業は流動性が低い資産を流動性が高い現金に変えることができ、資産の回転率を改善することができる。将来的キャッシュ・フローを現金収入に変えることで、生産サイクルによる資産の回転を早めることができる。これらの資金を用いて、生産や新たな設備投資を行えば資本の効率性を大きく引き上げることができ、企業の発展と利益にとって大きなプラスとなる。これら新たな資金調達手段として企業部門に与える影響については④証券化による企業資産構成の改善および⑤企業の資金調達コストの節約の2つから確認したい。

		証券化の効果
市場に対する影響	(1) 金融市場の効率性向上	③銀行部門収益性の改善 ⑤企業の資金調達コストの節約
	(2) 情報の非対称性の改善	③銀行部門収益性の改善 ⑤企業の資金調達コストの節約
	(3) 金融市場資産の再配分	①銀行の資産構成の改善 ②自己資本比率規制の問題への対応 ④証券化による企業資産構成の改善 ③銀行部門収益性の改善 ⑤企業の資金調達コストの節約
参加者に対する影響	(1) オリジネーター資本構成の改善	④証券化による企業資産構成の改善
	(2) 銀行資産構成の改善	①銀行の資産構成の改善 ③自己資本比率規制の問題への対応
	(3) 資産の流動性改善	①銀行の資産構成の改善 ②自己資本比率規制の問題への対応 ④企業資産構成の一部から資産流動性に対する影響
	(4) 新たな資金調達手段	④証券化による企業資産構成の改善 ⑤企業の資金調達コストの節約

表 14 証券化の市場および参加者に対する影響と証券化の効果との関係性一覧

(出所)筆者により作成

⁵⁸ 北京高華証券「証券研究報告」2013年9月6日による。

第二節 貸付債権証券化

本節では証券化に対する理論的な先行研究に加え、中国で実際に行われた貸付債権証券化の事例研究に基づき、貸付債権証券化の効果について確認する。

1. 先行研究

(1) 財務指標に関する分析

Obay (2000) は 1995 年米国内銀行を資産規模順に 200 件を選び、その財務諸表のデータにより、①資産証券化を行った銀行と行わなかった銀行の財務上の差異、②証券化を行った銀行の証券化率と前の年の財務上の差異を考察した。

まず、①の問題に対して Obay (2000) は、米国内の銀行を 1995 年度での総資産順で 200 件を抽出し、2 つのグループに分けた。グループ 1 は証券化を行っている 95 件、グループ 2 は証券化を行っていない 105 件である。資産証券化の理論研究から Obay (2000) は証券化によって影響される財務指標要約した(財務指標は表 15 に示している)上で、これらの財務指標を比較することによって証券化を採用した銀行と採用しなかった銀行の財務上の差異を明らかにした。分析結果からは、証券化を用いた銀行のリスク資本比率と預貸率が低く、同時に証券化可能資産が総資産に占める割合と 1995 年の貸付金の増加率が高いことが分かる。つまり、証券化を選択した銀行はいずれも収益力や、財務上の安全性において他より優れているなど、証券化を行った銀行と行わなかった銀行に大きな差異があると Obay (2000) は主張した。

また、②に対して、Obay (2000) はグループ 2 の 95 社の銀行と前年度の財務指標の関係性を回帰分析によって検討している。表 15 の 15 個の財務指標の中の 8 個が有意な差を示している。(1) 預貸率、(2) 証券化可能資産が総資産に占める割合、前年度の証券化資産と平均資産の比率、手数料収益の比率、資産あたりの収益率、貸し倒れ相殺比率などは証券化可能資産が総資産に占める割合に有意な差異が示せた。そのため、Obay (2000) は、銀行の規模やリスク資本の比率よりも資産の収益性と流動性が銀行の証券化への選択に影響を与えていると論じている。

Obay (2000) はこれらの差異が証券化とどのような因果関係を持つかは検討していない。しかし、銀行の財務指標と証券化との相関性を示したことの意義は大きい。特に証券

化を行わなかった銀行と比べ、採用した銀行は流動性リスクや融資コストが総じて高く、自己資本比率が低い特徴を持つこと、これらの要素は銀行が証券化を選択した1つの動機となることを示している点で評価できる。

銀行特徴	規模
	国際化程度
銀行資本化程度	卸業務比率
	リスク資本比率
銀行の利益獲得能力	手数料収益の比率
	資産あたりの収益率
債権の質	債権の多様性
	貸し倒れ相殺比率
銀行融資ルート／流動性	融資ルート
	市場融資に基づき
融資コスト	融資コスト
	融資効率
競争優位性	証券化潜在能力
	貸付増加率
	学習曲線

表 15 Obay(2000)で比較対象とした財務指標

(出所)筆者により作成

(2) オフバランス効果に関する分析

また、矢口(2002)と深浦(2003)は証券化のオフバランス効果および銀行利潤に与えるについて理論的な研究を行った。

まず矢口(2002)は片岡(2000)のモデルを修正し、不良債権証券化の有効性について研究を行った。オリジネーターの資産をすべて不動産であると仮定した上で⁵⁹、証券化を行うオリジネーターのROA, ROE, 自己資本比率の変化を分析し、以下の結果を導き出している。

結果1 自己資本比率(RONW)は証券化によって上昇する。

結果2 オリジネーターの負債の利子率がSPVの発行する証券の負債の利子率よりも高ければ、証券化によって自己資本利益率は上昇する。一方、オリジネーターの負債の利子率がSPVの証券の利子率よりも低ければ、証券化によって自己資本利益率は下落する。また、両方の利子率が同じであれば、証券化をして

⁵⁹ このような仮定はバランスシートを単純化するため、実際の結論には影響しないと考えられる。

も自己資本利益率は変化しない。

以上の結論から考えられることは、銀行による貸付債権の証券化では、負債の利子率と証券化商品の利子率の差が自己資本利益率に影響し、つまり原資産の質(リスクと収益率)が高ければ、自己資本利益率は向上する可能性が大きく、逆に質の低い不良債権の証券化を行えば、自己資本利益率は減少する可能性が大きくなる。いずれにせよ、自己資本比率は証券化によって上昇する。

一方深浦(2003)は Twinn(1995)のモデルを修正し、証券化が銀行利潤に与える影響について検討している。深浦(2003)の議論の特徴として証券化のオフバランス効果を説明するために、銀行のバランスシートに資産を残したままに証券を販売する「オンバランス証券化」を取り上げ、一般的に行われる「オフバランス証券化」との比較対象とした点である。これにより証券化によるオフバランス効果の影響をはっきりさせた効果がある。

深浦(2003)はまず「オンバランス証券化」した銀行のバランスシートを分析した結果、「オンバランス証券化」では資産に変化は生じることはない、また証券化によって自己資本比率が改善するとしても、銀行利潤を減少させる結果となる。つまり、「オンバランス証券化」の場合、銀行の収益は増加せずに証券化によるコストが嵩むこととなるという結論に至った。深浦(2003)は、この結果について「証券化は資金調達経路を増やすという意味で有利であるということは一面において事実であるが、銀行はそれによってより高価な資本コストに直面せざるを得ない」(p90)と結論付けている。

実際「オンバランス証券化」の実際の案件は少なく、特に日本と中国においてはほとんど行われていない。深浦(2003)はあえて「オンバランス証券化」を取り上げたのは、これを一般に行われる「オフバランス証券化」と比較し、オフバランス効果をわかり易くさせるためと考えられる。

「オンバランス証券化」と「オフバランス証券化」の最大の相違点としては後者では銀行と投資家の間にSPVが介在している点である。銀行は保有する債権を一度SPVに売却し、それを基ついでSPVが証券を販売する、その後販売代金を銀行に支払う。深浦(2003)は、「オフバランスによる証券化」の意義を、「証券を発行するというSPVの機能は、オンバランスの証券化において銀行が行っていた機能をそのまま受け継いでいるに過ぎない。しかし、銀行に自由に用いることのできる流動性(ニューマネー)を与えるという意味では、SPVは銀行に対してまったく異なる顔を見せる」と指摘している。この効果は前に考察した「オンバランス証券化」にはなく、証券化のオフバランス効果による最大の意義ともい

える。

最後に深浦(2003)は2つの証券化を銀行利潤の観点から比較している、いずれの場合においても、銀行が「オンバランス証券化」を行うインセンティブは生じない。また「オフバランス証券化」でも銀行の資金運用能力が高い場合に限り、のインセンティブが生じることになる。

このように深浦(2003)は理論的な分析によって、証券化の銀行にもたらす利潤について説明を行っている。その結果、証券化のインセンティブが生じる前提として銀行の資産運用能力が鍵となるという結論に至った。しかし、それ以上にオフバランス証券化とオンバランス証券化を比較して、証券化のオフバランス効果を明らかにした意義は大きい。証券化から期待されるメリットの1つは、債権をオフバランス化することによって、バランスシート上の財務指標を改善できることにある。深浦(2003)は「証券化はオリジネーターの負債構造を変えずに(つまり調達コストが変わらない)、資産に対するオリジネーターの裁量が拡大する(自由に利用できる形=ニューマネーになる)という変化である。」としている。これを第二章第三節で分析した中国の銀行の資金が固定化されている状況に照らし合わせれば、証券化を行うことで収益を期待する以外に一部の債権を現金化し、銀行の貸出余力を増大させる効果は大きなインセンティブになるものと思われる。

2. 貸付債権証券化のケーススタディ

前節までは Obay(2000)および矢口(2002)、深浦(2003)が行った実証、理論分析を要約した。Obay(2000)ではMANOVAと回帰分析によって銀行が証券化を行ったことによる財務指標上に生じる差異を測定した。その結果、幾つかの指標において差異を確認できた。銀行の流動性、自己資本比率、収益率などの財務指標と証券化との相関性を示したことの意義は大きい。これに対し、矢口(2002)と深浦(2003)は証券化のオフバランス効果および銀行に与える利潤について理論的な研究を行った。矢口(2002)は証券化の原資産の質(リスクや利益率)が自己資本利益率に影響すると結論し、一方深浦(2003)は証券化が銀行にもたらす利潤は銀行の収益能力との関係性を示した。また矢口(2002)と深浦(2003)の両者のいずれも証券化のオフバランス効果に言及し、銀行の自己資本比率の上昇または資産に対する裁量の拡大効果があることを確認した。

以上の先行研究に基づき、本節では第三章においても述べたように主に中国における貸

付債権証券化の銀行に与える影響について以下の 3 つの点からケーススタディにより考察を行いたい。

- ① 証券化のオフバランス効果による銀行資本構成の改善および当局が目標とする貸出余力増加の確認
- ② オフバランス効果による銀行に対する自己資本比率規制資本の節約効果の確認。
- ③ 証券化による銀行への収益の変化の確認。

確認方法としては銀行が債権を証券化することによるオフバランス効果、および利潤の財務指標を実際に中国で行われた証券化をサンプルに概算し、これと証券化が行わなかった場合の財務指標との比較を行うことで、証券化することによるオフバランス効果、および利潤の変化を確認する。具体的な分析方法として、実例による個々の証券化の銀行の財務指標に与える影響の額をし、今後行われるであろう大規模な証券化の銀行に対する効果を予測する。

(1) サンプル選出

サンプルの選出の際に以下の点に配慮した。

- ① 原資産の種類：サンプル調査の目的がサンプル(選出した案件)に基づき母集団(貸付債権証券化市場)の特性に関する推論を行うことである以上、サンプルの構造ができるだけ母集団の縮図であることが望まれる。そのため、サンプルの選出に原資産を一般企業貸付債権 3 件、不良債権、中小企業貸付債権、個人に対する貸付をそれぞれ 1 件とした⁶⁰。
- ② 証券化商品はすでに完済：証券化によるコスト、配当金額(変動金利の場合)、倒産、期日前償還による損失などを計算する際に、証券化商品がすでに完済されている必要がある⁶¹。オリジネーターの銀行が上場していること。これは財務データおよび証券化商品に関するデータの収集が可能であるため⁶²である。

これらの条件に基づき以下表 16 で示されるように 4 社の銀行による 6 つの証券化商品を選出した。

⁶⁰ 2013 年までに行われた 31 の証券化のうち原資産の内訳の構成は一般企業に対する貸付債権が 16 件、中小企業に対する貸付債権が 2 件、不良債権 5 件、個人自動車ローン債権 3 件、個人住宅ローン債権 2 件、小口貸付 1 件、プロジェクト融資 1 件である。

⁶¹ このうち、例外として「建元 2005 年個人住宅ローン債権証券化」は返済期間 32 年であるため、完済されていない。

⁶² 証券化を行った 16 の金融機関のうち上場銀行は 8 社である。

証券名称	浦発 2007 年第 1 期貸付債 権資産証券化 ABS		工元 2007 年第 1 期貸付債 権資産証券化 ABS	
オリジネーター	上海浦東發展銀行株式有限 会社		中国工商銀行株式有限会社	
ストラクチャー	パス・スルー		パス・スルー	
資産プール	企業に対する商業貸付債権		企業に対する商業貸付債権	
資産プール金額	4,383,260,000		4,021,000,000.00	
発行金額(トランシェ/格 付け ⁶³)	4,383,260,000		4,021,000,000.00	
	トランシェ 1A/AAA	3,638,105,8 00	トランシェ A1/AAA	2,100,000,0 00.00
	トランシェ 1B/A+	341,894,300	トランシェ A2/AAA	1,200,000,0 00.00
	トランシェ 1C/BBB	249,845,800	トランシェ B/A	495,000,000 .00
	劣後	153,414,100	劣後	226,000,000 .00
発行利率	トランシェ 1A/AAA	変動金利	トランシェ A1/AAA	固定金利
	トランシェ 1B/A+	変動金利	トランシェ A2/AAA	変動金利
	トランシェ 1C/BBB	変動金利	トランシェ B/A	変動金利
	劣後		劣後	
債権資産総額	4,383,260,000		4,021,000,000	
債権加重平均残存年数 (年) WAM(Weighted Average Maturity)	18ヶ月		52ヶ月	
債権加重平均金利(%) WAC(Weighted Average Coupon)	6.52%		6.48%	
当期の預金に対する加重 平均金利(%)	2.83%		2.79%	
原資産債権の利鞘 NIS(%) (Net Interest Spread)	3.69%		3.69%	
債権倒産確率(%) (PD, probability of default)	0%		0%	
債権リスクウェイト	100%		100%	
自己資本比率規制に対す る自己資本比率の要求	10.50%		11.50%	
発行日	2007/9/11		2007/10/10	
予定償還日	2010/4/22		2012/2/26	
最終償還日	2010/3/22		2011/5/26	

⁶³ 浦発 2007, 工元 2007 証券化商品に関する格付けは聯合資信評価有限会社によって行われた。

証券名称	工元 2008 年第 1 期貸付債権 資産証券化 ABS		建元 2005 年第 1 期個人住宅 ローン債権資産証券化 MBS	
オリジネーター	中国工商銀行株式会社		中国建設銀行株式会社	
ストラクチャー	パス・スルー		パス・スルー	
資産プール	企業に対する商業貸付債権		個人に対する住宅ローン貸 付債権	
資産プール金額	8,011,035,000.00		3,016,683,137.52	
発行金額(トランシェ/格 付け ⁶⁴)	8,011,035,000.00		3,016,683,137.52	
	トランシェ AAA/AAA	6,650,000,0 00.00	トランシェ A/AAA	2,669,764,5 00
	トランシェ A/A	910,000,000 .00	トランシェ B/A	203,626,100
	劣後	451,035,000 .00	トランシェ C/BBB	52,791,900
			劣後	90,500,638
発行利率	トランシェ AAA/AAA	変動金利	トランシェ A/AAA	変動金利
	トランシェ A/A	変動金利	トランシェ B/A	変動金利
	劣後		トランシェ C/BBB	変動金利
			劣後	
債権資産総額	8,011,035,000		3016683137.52	
債権加重平均残存年数 (年) WAM(Weighted Average Maturity)	23 ヶ月		172 ヶ月	
債権加重平均金利(%) WAC(Weighted Average Coupon)	6.86%		5.31%	
当期の預金に対する加重 平均金利(%)	3.87%		2.25%	
原資産債権の利鞘 NIS(%) (Net Interest Spread)	2.99%		3.06%	
債権倒産確率(%) (PD, probability of default)	0%		0.67% ⁶⁵	
債権リスクウェイト	100%		50%	
自己資本比率規制に対す る自己資本比率の要求	11.50%		11.50%	
発行日	2008/3/27		2005/12/15	

⁶⁴ 工元 2008 証券化商品に関する格付けは聯合資信評価有限公司、建元 2008 証券化商品は中誠資信評価
有限公司によって行われた。

⁶⁵ 2014 年 3 月 31 日現在のデータを使用。

証券名称	建元 2008 年第 1 期不良資産証券化 ABS		浙元 2008 第 1 期中小企業貸付債権資産証券化 ABS	
オリジネーター	中国建設銀行株式会社		中国浙江商業銀行	
ストラクチャー	パス・スルー		パス・スルー	
資産プール	企業に対する貸付債権の不良債権		企業に対する商業貸付債権	
資産プール金額	9,550,435,243.07		696,370,000.00	
発行金額(トランシェ/格付け ⁶⁶)	2,765,000,000.00		696,370,000.00	
	トランシェ 優先/AAA	2,150,000,000.00	トランシェ A/AAA	550,132,300
	劣後	615,000,000.00	トランシェ B/A	66,155,150
			劣後	80,082,550
発行利率	トランシェ 優先/AAA	固定金利	トランシェ A/AAA	固定金利
	劣後		トランシェ B/A	固定金利
			劣後	固定金利
債権資産総額	9,550,435,243.07		696,370,000.00	
債権加重平均残存年数(年) WAM(Weighted Average Maturity)	59.04 ヶ月		6.13 ヶ月	
債権加重平均金利(%) WAC(Weighted Average Coupon)	18.84%		8.93%	
当期の預金に対する加重平均金利(%)	3.60%		3.93%	
原資産債権の利鞘 NIS(%) (Net Interest Spread)	15.24%		5.00%	
債権倒産確率(%) (PD, probability of default)	33.51%		0	
債権リスクウェイト	100%		100%	
自己資本比率規制に対する自己資本比率の要求	11.50%		10.50%	
発行日	2008/1/24		2008/11/12	
予定償還日	—		2009/10/26	
最終償還日	—		2009/7/27	

表 16 概算対象の基本データ (単位:元)
(出所) 筆者が作成

⁶⁶ 建元 2008 証券化商品に関する格付けは聯合資信評価有限公司, 浙元 2008 証券化商品は中誠資信評価有限公司によって行われた。

(2) 算出方法

財務指標の算出に際して、①証券化のオフバランス効果による銀行資本構成の改善および当局が目標とする貸出余力増加の確認、②オフバランス効果による銀行に対する自己資本比率規制資本の節約効果、③証券化による銀行への収益の変化、をオフバランス効果に関する指標と利潤に対する影響の2つの観点から行う。なお、本論文は証券化後の銀行のオフバランス効果と利潤に対する影響について概算するが、回収したニューマネーの新たな貸付および再証券化の効果については考えない。

1) オフバランス効果に関する指標

矢口(2002)と深浦(2003)のいずれも証券化のオフバランス効果に言及し、銀行の自己資本比率の上昇または資産に対する裁量の拡大効果があることを確認している。銀行のオフバランス効果について、①自己資本比率規制に関わる所要自己資本の軽減(regulatory capital relief)、②証券化のニューマネー獲得の効果を合わせた資産に対する裁量の拡大、つまり貸出余力の増加を測定する。そしてこの2つの指標を以下のように計算を行う

i 自己資本比率規制に関わる必要自己資本

① 証券化後の所要自己資本 =

銀行による信用リスクの留保分の証券に関わる所要自己資本

= 銀行が保有する各トランシェの金額 × トランシェごとのリスクウェイト

② 証券化前の所要自己資本 = 原債権金額 × 債権資産のリスクウェイト

ii 貸出余力

③ 証券化後の貸出余力 = SPV が銀行に支払った販売代金 - 銀行が保有する証券化商品 - 銀行が保有する証券化商品の所要自己資本⁶⁷

④ 証券化前の貸出余力 = 0 - 原債権の金額 - 原債権分の所要自己資本

2) 利潤に関する指標

矢口(2002)は、証券化による銀行利潤への影響として ROA, ROE の指標を用いた。しかし、ROA, ROE は銀行全体の利潤率を算出する指標であり、1つの案件の利潤を算出することは難しい、本論文は ROA, ROE の代わりに個別の取引の利潤を算出に使われるリスク調

⁶⁷ 本論文は証券化直後の銀行貸出余力の増加を測定することが目的であるため、銀行が保有する証券化商品の配当金額や証券化取引終了時に SPV により銀行に移譲する余剰利益など証券化期間中に銀行発生する利益について考えないものとする。実際これらの金額は小さいものと予測でき、結果に影響を与えることはない。

調整後資本利益率(Risk Adjusted Return on Asset, RAROA)を用いる。RAROA は取引に投入した資産量に対するリスク調整後の収益をあらわす指標で、銀行全体の財務指標ではなく1つの取引の利益率を算出できることが今回の研究目的に合致している。公式は

$$\textcircled{5} \text{ RAROA} = \frac{\text{リスク調整後の収益}}{\text{投入資産量}}$$

であるため、銀行による証券化後の RAROA および証券化を行わない場合の債権資産の RAROA は以下のように計算する。

$$\textcircled{6} \text{ 証券化後の RAROA} = \frac{\text{証券化の収益}-\text{違約で発生した損失額}+\text{銀行所持証券化商品の収益}^{68}}{\text{債権総額}}$$

$$\textcircled{7} \text{ 証券化前の RAROA} = \frac{\text{利息収入}-\text{債権分の支払い金利}^{69}-\text{信用損失}^{70}}{\text{債権総額}}$$

(3) 算出時の注意点

1) オリジネーターによる信用リスクの留保

資産証券化の信用リスクの留保という問題については、中国人民銀行と中国銀行業监督管理委员会は、「銀行貸付債権証券化の発起機関(オリジネーター)の信用リスクの留保に関する第21号公告」(以下第21号公告とする)を公表した。第21号公告では、銀行貸付債権証券化のオリジネーターが原資産の信用リスクを留保する比率が5%を下回ってはならないとしおり、具体的には以下の規準に従って原資産の信用リスクを留保するようとしている。

①オリジネーターが自ら発行した証券化商品を保有する比率が、当該証券化商品の総発行規模の5%を下回ってはならない。

②劣後トランシェの証券化商品を保有する比率が、当該劣後トランシェの証券化商品の発行規の5%を下回ってはならない。

③劣後トランシェ以外の証券化商品を保有する場合は、各トランシェの資産担保証券をそれぞれ保有しなければならず、かつ各トランシェの証券化商品の発行規模に占める同じ割合で保有しなければならない。

④保有期間が各トランシェの証券化商品の存続期間を下回ってはならない。

⁶⁸ 本論文では証券化後の銀行の収益について証券化によるSPVの収益に銀行所持証券化商品の収益を足し、さらに違約損失額を引いた額とする。

⁶⁹ 預金利率に関しては証券化を行った時点の当該銀行の3ヶ月、6ヶ月、1年、2年、3年、5年の金利を加重平均したものをを用いている。

⁷⁰ 信用損失は当該債権が償還中で実際に発生した未償還、期日前償還によって発生した損失を計算したものをを用いている。

本論文では銀行が証券化により自ら保有する債権のオフバランスを最大のインセンティブという考え方に立ち、証券化の目的はあくまでニューマネーの獲得による貸出余力の増加としており、そのため、概算の際に第 21 号公告に従いリスク資産を最小限に保有する観点から、各トランシェとも 5%をオリジネーターが保有すると考える⁷¹。そのためトランシェ別に A, B, C, 劣後の場合では以下のように計算される。

$$\textcircled{8} \text{ 銀行が保有する各トランシェの金額} = \text{トランシェ A} \times 5\% + \text{トランシェ B} \times 5\% + \text{トランシェ C} \times 5\% + \text{劣後} \times 5\%$$

2) 自己資本比率規制に対する所要自己資本の算出

中国において銀行の自己資本比率規制にあたる「商業銀行資本充足率管理弁法」では「核心的銀行」に対する自己資本比率は 11.5%、「その他の銀行」に対する自己資本比率は 10.5%を要求している。よって本論文では、銀行が保有する債権資産および証券化後のリスクの留保分の証券化商品に対して自己資本比率規制に対する所要自己資本を算出する際に、リスクウェイトについても考慮する。

「商業銀行資本充足率管理弁法」の規定による貸付債権資産に対するリスクウェイトにより証券化を行わない場合の貸付債権分資産に対する所要自己資本を計算すると銀行の原債権資産に対する所要自己資本の計算は以下のようになる。

貸付種類	企業、個人への貸付	個人住宅購入に対する貸付
リスクウェイト	100%	50%

$$\textcircled{9} \text{ 債権の所要自己資本} = \text{原債権金額} \times \text{債権資産のリスクウェイト}$$

証券の格付け	AAA—AA-	A+—A-	BBB+—BBB-	BB+—BB-	劣後
リスクウェイト	20%	50%	100%	350%	1250%

「商業銀行資本充足率管理弁法」の規定による銀行が保有する証券資産に対するリスクウェイトにより証券化を行った際の銀行による信用リスクの留保の証券化商品資産に対する所要自己資本を計算すると、銀行の信用リスクの留保分に関わる所要自己資本は以下

⁷¹ 実際各オリジネーターは規定の定める最小限度のリスク留保を行っている。

のように計算される。

$$\textcircled{10} \text{ 所要自己資本} = \text{トランシェ AAA} \times 20\% + \text{トランシェ A} \times 50\% + \text{トランシェ BBB} \times 100\% + \text{トランシェ BB} \times 350\% + \text{劣後} \times 1250\%$$

3) 証券化による利益

RAROA を計算する際、銀行の利益について SPV に対する債権還付総額（元金＋利息）から投資家に支払う本金と利息、証券化にかかる諸コスト、期日前償還や貸し倒れによって発生する損失を差し引き、さらに先に返済された元金・利息を返済前まで SPV が運用しえられた利益を加え、以下のように計算した。

$$\textcircled{11} \text{ 証券化の利益} = \text{債権の還付総額} - \text{支払い本金} - \text{支払利息} - \text{証券化コスト} + \text{銀行持分証証券化商品の利息収入} + \text{運用中の利息などの諸収入}$$

つまり銀行の証券化による利益は SPV の利益である。このように計算を行う理由は 2005 年に公表された「銀行債権証券化監督管理弁法」において、SPV が証券化を全額返還した後の残留資産に対して「全額オリジネーターに償還する」と記されており、そのため、銀行の証券化により利益は SPV の最終利益のほぼ同額⁷²であると推測できるからである。

4) 証券化のコスト

本論文では投資家に支払う金利以外に、ストラクチャリング・コスト(各種の手数料、顧問料)を含めて計算している。具体的には、各種の申請、届出書や契約書など作成のための登記および弁護士費用、資産鑑定評価費用、エンジニアリング・レポート、マーケット・レポートなどの書類作成費用、証券会社による引き受け審査や投資家募集のための手数料、資産の移譲や証券の販売によって生じる税金、運用中に SPV などで発生する運用費用、さら SPV に支払う信託報酬がある⁷³。

⁷² オリジネーターが債権回収者を兼任した場合、SPV がオリジネーターの銀行に対して支払う手数料を銀行の利益として加算する。そのため SPV の最終利益はオリジネーター銀行の証券化収益と同額である。

⁷³ 実際各証券化取引で生じた費用の内訳に違いがあり、詳細は各証券化商品の財務報告書を参照。

3. 分析結果

以上の条件を基礎に、選出したサンプルを計算し、以下表 17 の結果を導き出した。

		浦元 2007		工元 2007		工元 2008	
資産の自己資本比率規制に関わる所要自己資本	証券化	トランシェ 1A/AAA	4,183,821.67	トランシェ A1/AAA	2,415,000.00	トランシェ AAA/AAA	7,647,500.00
		トランシェ 1B/A+	982,946.11	トランシェ A2/AAA	1,380,000.00	トランシェ A/A	2,616,250.00
		トランシェ 1C/BBB	1,436,613.35	トランシェ B/A	1,423,125.00	劣後	32,418,140.63
		劣後	11,026,638.44	劣後	16,243,750.00	合計	42,681,890.63
		合計	17,630,019.57	合計	21,461,875.00		
貸付債権	証券化前	504,074,900		462,415,000		921,269,025.00	
貸付余力の増加に対する効果	証券化	トランシェ 1A/AAA	3,452,016,688.33	トランシェ A1/AAA	1,992,585,000.00	トランシェ AAA/AAA	6,309,852,500.00
		トランシェ 1B/A+	323,816,638.89	トランシェ A2/AAA	1,138,620,000.00	トランシェ A/A	861,883,750.00
		トランシェ 1C/BBB	235,916,896.65	トランシェ B/A	468,826,875.00	劣後	396,065,109.38
		劣後	134,716,756.56	劣後	198,456,250.00	合計	7,567,801,359.38
		合計	4,146,466,980.43	合計	3,798,488,125.00		
貸付債権	証券化前	△504,074,900		△462,415,000		△921,269,025.00	
RAROA	証券化	1.26%		5.51%		1.20%	
	証券化前	3.69%		3.69%		2.99%	

		建元 2005		建元 2008		新元 2008	
資産の自己資本比率規制に関わる所要自己資本	証券化	トランシェ A/AAA	3,070,229.18	トランシェ優先/AAA	トランシェ A/AAA	3,070,229.18	トランシェ優先 /AAA
		トランシェ B/A	585,425.04	劣後	トランシェ B/A	585,425.04	劣後
		トランシェ C/BBB	303,553.43	合計	トランシェ C/BBB	303,553.43	合計
		劣後	6,504,733.36		劣後	6,504,733.36	
		合計	10,463,940.99		合計	10,463,940.99	
貸付債権	証券化前	346,918,560.87		1,098,300,052.95		80,082,550.00	
貸付余力の増加に対する効果	証券化	トランシェ A/AAA	2,533,206,045.83	トランシェ優先/AAA	トランシェ A/AAA	2,533,206,045.83	トランシェ優先 /AAA
		トランシェ B/A	192,859,369.96	劣後	トランシェ B/A	192,859,369.96	劣後
		トランシェ C/BBB	49,848,751.58	合計	トランシェ C/BBB	49,848,751.58	合計
		劣後	79,470,872.74		劣後	79,470,872.74	
		合計	2,855,385,040.11		合計	2,855,385,040.11	
貸付債権	証券化前	△346,918,560.87		△1,098,300,052.95		△80,082,550.00	
RAROA	証券化	3.46% ⁷⁴		-33.45%		5.82%	
	証券化前	2.39%		-37.11%		5.00%	

表 17 概算分析の結果 (単位:元)

(出所)筆者により作成

⁷⁴ 未発生のコストと収益については発行前のコストと配当に対する概算に基づき算出している。

以上 6 つの銀行債権資産証券化による銀行資産に対するオフバランス効果についてまとめると、以下の表 18 のようになる。結果から見ると、6 件の証券化により、銀行はそれぞれ原債権の 94.47%, 94.47%, 94.65%, 27.02%, 94.63%, 94.14%の貸出余力を証券化が行われた時点で得たこととなる。さらに、証券化による現金の回収に加え、債権資産のオフバランス効果によっていずれの案件も自己資本比率負担分は原債権の 0.5%にとどまっており、証券化前の原債権に対する 10.5%-11.5%の自己資本比率負担分が証券化により大きく節約されている。

単位:百万元	工元 2007	工元 2008	建元 2005	建元 2008	浦元 2007	浙元 2008
債権総額	4,021.00	8,011.04	3,016.68	9,550.43	4,383.26	696.37
証券化前の債権に対する自己資本比率負担分	462.41	921.27	346.92	1,098.30	460.24	73.12
証券化後の資産に対する自己資本比率負担分	21.46	42.68	10.46	46.68	16.10	6.01
証券化による貸出余力の増加額	3798.49	7567.80	2855.39	2580.07	4148.00	655.54
証券化による自己資本比率負担節約額	440.95	878.59	336.46	1,051.62	444.14	67.11
原債権に対する貸出余力増加の割合	94.46%	94.47%	94.65%	27.02%	94.63%	94.14%
証券化前のRAROA	1.26%	1.20%	3.46%	-33.45%	0.40%	5.82%
証券化後のRAROA	3.69%	2.99%	2.39%	-37.11%	3.69%	5.00%

表 18 証券化によるオフバランス効果と RAROA の変化

(出所)筆者により作成

つまり証券化のオフバランス化により、銀行はいずれも原資産の9割以上の現金資産とし、資産の流動化を実現した。ただ、建元2008年第1期不良資産証券化の案件については原債権の27.02%しか回収できていない。その原因は、原資産が不良債権であるため、市場において証券価額に対する評価が低いことにある。しかし、高リスク資産の一部でも現金化できたことの意義は大きい。これに対して一般債権資産の証券化では、証券化による現金の回収に加えて債権に対する10.5%-11.5%の自己資本比率の負担軽減分で、いずれも原債権のほとんどが現金化されている。この結果は先行研究にあった深浦(2003)のニューマネーの獲得による資産に対するオリジネーターの裁量が拡大するという議論を裏付ける。

この結果は、資産が固定化された中国の銀行部門さらに銀行に対する自己資本比率規制の面においても極めて大きな効果があると考えられる。特に中小企業への貸付債権を証券化した浙元2008は他の証券化商品に遜色ない貸出余力の増加を見せており、中小企業債権資産証券化のリスクに対する市場の評価は一般債券と同様であることが分かる。そしてこのことは、銀行の中小企業への貸付を躊躇う要因の1つが解消できると考えられる。

なお、工元2007、工元2008を除き、浦元2007はいずれも証券化せずに債権を通常とおり回収した場合の利潤より証券化後の利潤が低い。一方、本論文において、証券化によって回収された資金の再貸出、または再証券化について利潤の測定は不可能であるが、得られた資金で再貸付または債務の返済に利用すれば証券化しない場合より高い利益率を得られるが、運用方法を誤れば逆に証券化しない場合の利益率を下回る可能性もある。この3つの証券化商品はいずれも企業に対する一般貸付債権を原債権とした証券化商品であり、単なる証券化によって利潤を獲得することは不可能である。銀行の資金運用能力によって証券化後の獲得する利益の多少が決まることになるが、これは深浦(2003)が導き出した結論と同じものである。

一方個人住宅ローン貸付債権を原資産とする建元2005、小企業貸付を原資産とする浙元2008では、証券化後の時点でRAROAが証券化しない場合より上回っている。これは証券化商品に対するこれらの商品の利回りが実際貸付債権の利鞘を下回っていることが原因である⁷⁵。つまり銀行は原債権の高い信用評価によって、証券化によってより利潤を得た。小企業に対する貸付債権でこのような結果が得られたことは銀行部門の小企業への貸

⁷⁵ 建元2005の原債権予定NISは3.06%に対して、証券化商品の加重利率は2.56%、浙元2008の原債権予定利鞘は5.0%に対して、証券化商品の加重利率は2.1%といずれも証券化商品の利率が原債権の利鞘を下回っている。

付に対するインセンティブになる。

また、不良債権を原資産とする建元 2008 でも証券化した場合の RAROA が証券化しない場合より約 3%上回っており、これは銀行が負うはずの信用リスクの一部が投資家に移転されたことを示しており、オフバランス効果とあわせ銀行の不良債権処理策の 1 つとして証券化の可能性を示したものとなっている。

4. 金融システムに対する影響

さらにマクロの視点から見ても証券化は中国金融システムの政策に役割を果たしている。第二章では金融市場の貨幣流動性を M2 から分析を行った。その結果、中国における M2/GDP の値が 1990 年の 80%から 2013 年の 188%まで急増していることがわかった。これは財・サービスの面で供給過剰が存在するために M2 の膨張に繋がったとも捉えることができ、中国の資本市場において資金がかなり潤沢に供給されていることがわかる。一方金融市場信用仲介の大部分を担う銀行部門自身では資本に対する規制や預貸期間のミスマッチによる資産の固定化が進み、潤沢に供給された資金の流動性を低める要因となった。

このような状況に対して、貸付債権証券化の効果は大きいと考えられる。序章においても述べたように 2013 年 6 月の国務院常務会議で首相の李克強氏は今後の金融政策を「既存資金（ストック）の活用，増量（フロー）の最適化」（原文：盤活存量，優化增量）にまとめている。つまり、むやみに資本総量を増やさずに、現在の資本を活用（流動性の向上）することである。実際このとおりに 2013 年に入ってから貨幣の供給を表す M2 の増加割合が 12%前後に抑えられ、前年までの 14%の平均成長率より下回っている⁷⁶。このような状況において貸付資産証券化は自らの金融資産を裏づけとし、証券を発行し資金調達を行う方法であるため、他の金融手法との最大の違いは証券化がフローを増大させずにストックを活用している点の意義は大きい。特に本節の分析で明らかにしたように銀行部門が債権資産証券化を行うことで資産に対するオフバランス効果より約 9 割の現金を短時間に回収することができ、すぐに再貸付を行うことにより「増量」を使わずに既存資金の活用に繋がる。

2014 年 11 月 20 日に中国銀行業監督管理委員会は「貸付資産証券化届出登記手続きに関する通知」を公表し、貸付債権証券化業務について、これまでの審査認可制から届出制に変更するという内容であった。これにより貸付債権証券化商品の発行審査認可のハードル

⁷⁶ 中国人民銀行公表統計データによる。

が下げられたほか手続きも簡素化された。この通知の公表により今後貸付証券化の発行が一気に増えると予想できる。つまり、貸付証券化の発行規模を拡大させることにより銀行部門の資産流動性を引き上げ、その分貨幣の供給量を削減できるという狙いがあることが伺える。

5. 貸付債券証券化市場の現状

前節までは貸付債権証券化の目的として、貸付債権の証券化による銀行資産の流動化、自己資本比率規制負担の軽減、収益性の向上の3つを挙げていた。特に資産の流動化と自己資本比率規制負担の軽減については貸付債権のオフバランス効果によるものである。前節における概算分析では銀行はオフバランス効果によりいずれも原資産の9割以上の自己裁量可能な現金資産を獲得し、資産の流動化に繋がり、さらに原債権に必要とされる10.5%-11.5%の自己資本比率の負担分の大半も軽減される結果を得た。これは証券化を行った銀行単体に対する効果を表しているが、マクロ金融の観点からすれば貸付債権証券化の大量実行により銀行部門全体の資産流動性の向上やリスクの移転を期待できる。

しかし、証券化商品の持ち合いにより、現状ではこうした効果はほとんど期待できない。図14に示される2013年末に発行された貸付債権証券化の投資家の分布をみると、貸付債権証券化の投資家は非常に限定されその中銀行部門による所持が85.49%ともっとも多い。

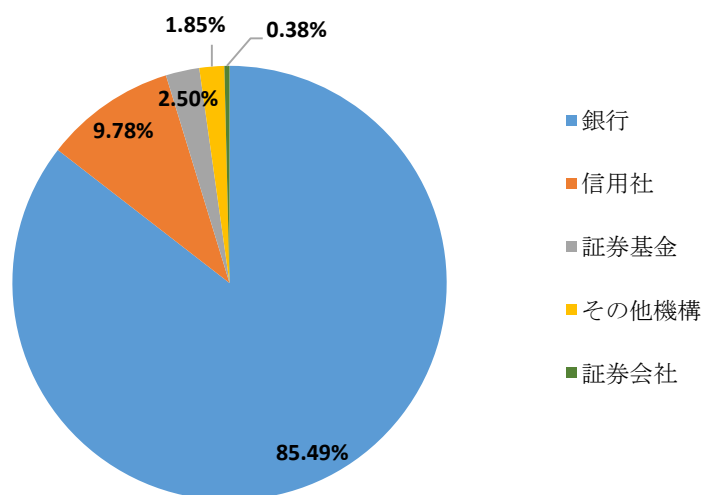


図 14 貸付債権証券化商品投資家内訳

(出所)2005-2013年上海清算所の統計により筆者が作成

さらに、銀行の内訳については証券化商品を所持している銀行の約6割は証券化を行っ

た銀行⁷⁷であり、銀行で証券化商品の持ち合いがされていることを示唆している。先に、証券化のマクロ的効果として、銀行部門資産の固定化や資産リスクの分散を挙げたが、銀行部門が資産証券化商品を持ち合うことは、銀行システムにおける資金回転の加速や、債券市場の発展の促進という資産証券化商品の意義を薄めるだけでなく、結果的にリスクも銀行部門内部に留まったままの結果に至りかねない。

銀行部門持ち 合い比率	銀行部門の自己資本比 率負担分(単位:億元)	銀行部門の貸付余力 増加分(単位:億元)	銀行部門の貸付余 力増加割合
10%	8	30	81.09%
20%	15	25	62.17%
30%	22.82	17.4	43.26%
40%	30.42	9.79	24.35%
50%	40	2	5.43%
60%	45.6	-5.42	-13.48%
70%	53.23	-13.02	-32.39%
80%	60	-20.63	-51.31%
90%	70	-28.23	-70.22%
100%	76	-40	-89.13%

表 19 銀行部門が資産証券化商品の持ち合いによる影響

(出所)筆者により作成

表 19 は工元 2007 年貸付債権資産証券化を例に銀行部門が資産証券化商品の持ち合いによる影響についての概算結果である⁷⁸。結果的に、銀行部門による持ち合い比率が増えるにつれ銀行部門内の自己資本比率に対する資産負担が増え、銀行部門の貸付余力増加分が減少する。持ち合い比率が 50%-60% のあたりから貸付余力の増加分がマイナスに転じているが、これは銀行による証券化商品の持ち合いにより銀行部門全体の資産が逆に固定化されることを示している。現在、銀行部門全体による証券化商品の持ち合い比率は 85.49% であり、工元 2007 のケース⁷⁹に当てはめると証券化による銀行部門の貸出余力の増加は

⁷⁷ 上海清算所(Shanghai Clearing House)の統計による。

⁷⁸ 概算分析の方法と条件は第五章第一節の貸付債権証券化の効果に対するそれと同様である。

⁷⁹ 第五章第一節で分析した工元 2007 のデータを用い、分析した。

-61.69%である。つまり現時点では証券化のオフバランス取引に対する銀行の自己資本比率に対する資産負担の軽減と貸出余力の増加効果はオリジネーター銀行のみに留まり、銀行部門全体から見てむしろ逆効果であるともいえる。

このような銀行部門が証券化商品の持ち合いに至った原因としては、証券化市場の未発達と考えられる。現在、銀行部門の貸付債権証券化市場に関して、監督・管理の視点から投資家に対する制限がかけられている。投資家になれるのは主に中国の金融市場において比較的成熟した銀行、証券会社、証券基金、信用社に限られる⁸⁰。これに対して資金を潤沢的に持ちかつ証券化商品に対してニーズのある保険機関、企業年金、社会保障基金、外国投資機関は除外されている。その結果、これまでに発行された証券化商品の多くは買い手がつかず、不成約による発行中止を避けるため、各銀行がお互いに証券化商品の持ち合いをした。また、市場の未発達から証券化のオリジネーターとして、リース会社、消費者金融、地方銀行など中小企業の資金提供者も除外されているため、証券化による金融市場の資金供給機能の改善効果も薄める結果となった。これに加え証券化商品を取引するセカンダリー・マーケットが存在しないため、ほとんどの証券化商品は完済されるまでに1つの投資者によって所持される⁸¹ことも銀行部門による持ち合いの比率を高止まりにさせた原因と考えられる。

第三節 企業資産証券化

1. 先行研究

第一節では、銀行部門による貸付債権に対する証券化を行った場合の利潤とオフバランス効果についての効果を確認した。その結果、証券化そのものによる利潤の向上は確認されなかったものの、債権資産をオフバランス化し、ニューマネーに交換することで資産の流動性の向上に対する効果についての確認ができた。資本が固定化されつつある中国の銀行部門にとって、この効果は銀行部門の証券化取引への動機になる。

一方、資金調達者である企業部門にとって、企業資産の証券化からまた別の効果を期待できる。

⁸⁰ 企業資産証券化の場合はさらに銀行を除く。

⁸¹ 実際2013年に発行された95%の証券化商品は一度も取引されることはなかった(上海清算所(Shanghai Clearing House)統計データによる)。

まず、企業による資産の証券化はオリジネーターに対して、新たな資金調達手段を提供する。これまで、企業は銀行からの借入、社債やCPなど買い入れによる資金調達が属するデット・ファイナンス(Debt finance)、または、新規株式の発行や転換社債(CB)の起債など企業の株主資本の増加をもたらすエクイティ・ファイナンスによって必要な資金を調達してきた。これらはいわゆる伝統的なコーポレート・ファイナンスであり、企業価値を担保としており、この場合その債権の償還可能性や返済可能性は当該企業の信用力に依存する。

コーポレート・ファイナンスはバランスシートの貸方にある資産を活用して企業全体の信用力をベースに資金調達を行うに対して、アセット・ファイナンスは主にバランスシートの借方にある「資産」を利用している。アセット・ファイナンスはこれら「資産」を裏づけとして裏づけ資産から生み出されるキャッシュ・フローや裏づけ資産そのものの価値に依存し資金調達が行われるため、当該企業自身の信用力の低下から借入や株式による資金調達が困難な際にも、資金調達を行うことができる利点を持っている。また企業自身の信用力とは独立に、資産自体の信用力を利用して資金調達することから、企業の信用リスクが高くても低コストの資金調達も可能となる。Hess&Smith (1988) , Greenbatun&Thakor (1987) , Pavel&Phillis (1987) はいずれも伝統のコーポレート・ファイナンスより、証券化により資金調達コストが有利になるとしている。

証券化が企業にもたらす利益に関する研究には以下のようなものがある。Schwarcz (1994) は証券化の融資コストについて議論を行った。彼は証券化により原資産がオリジネーターの他の資産と隔離され、さらに信用補完を施したことにより、オリジネーター本来の信用水準より高い信用評価を取得することができ、その結果より経済的な融資を行うことができるとした。しかし、こうした効果を達成するために Schwarcz (1994) はさらに証券化取引に一定の規模が必要であるとしている。米国の場合、貸付利息の引き下げによる調達コストの節約は500万ドル、ただし一件あたりの資金調達金額は1000万ドル以上のことが条件である。

この結論を裏付ける実証的な研究もある。Rosenthal&Ocampo (1988a) はGMAC (General Motors Acceptance Corporation) を例に自動車ローンの証券化と伝統的融資を使った際のコストを分析し、その結果資金調達コストが13%節約されたという結論を得た。Benston (1992) は証券化による収益の増加と企業の自己資本の改善などのインセンティブが証券化の最大の要因としている。葛(2011)では実例として、米国の Federated Department

Stores が年間約 1000 万ドル，Carter Hawley Hale が年間 750 万ドルの資金調達コストが節約されたことを挙げ，企業の資本構成の改善につながったとしている。

本節では以上の先行研究を参考し，さらに第三章第二節において証券化による企業自身への効果についての議論に基づき，企業資産証券化の企業に与えるメリットとして

- ①資本構成の改善による利益，
- ②資本調達コストの削減

の 2 つを挙げた，次節においてこれらの効果の確認を試みる。

2. 企業資産証券化のケーススタディと分析結果

	聯通収益 計画 01	聯通収益 計画 02	聯通収益 計画 03	聯通収益 計画 04	聯通収益 計画 05
オリジネーター	中国聯合通信有限公司				
原資産	2005 年 10 月 1 日から 2005 年 12 月 31 日までの CDMA 回線リース料収益権	2006 年 4 月 1 日から 2006 年 6 月 30 日までの CDMA 回線リース料収益権	2006 年第 1 四半期の OTVIA 回線リース料収益権	2006 年第 3 四半期の OTVIA 回線リース料収益権	2006 年第 4 四半期の CmiA 回線リース料収益権
発行総額	16 億元	16 億元	21 億元	21 億元	21 億元
債権期限	175 日	354 日	122 日	301 日	421 日
利息開始日	2005/8/26	2005/8/26	2006/1/20	2006/1/17	2005/12/20
償還期限	2006/2/16	2006/8/14	2006/5/22	2006/11/14	2007/2/14
収益率	2.55%	2.8%	2.55%	3%	3.1%
償還方法	パス・スルー				
信用担保機関	中国工商銀行				
信用評価機関	中誠信国際信用評価有限公司による信用評価 AAA				
取引市場	上海証券取引所				

表 20 「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」の発行内容

(出所)「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」発行報告書により筆者が作成

企業資産証券化はこれまで 16 件が行われたが，実際に企業本体が証券化を行った事例は 2005 年に発行された「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」のみで，本論文ではこの

案例を用いて証券化による企業への効果を①資本構成の改善による利益, ②資本調達コストの削減の有無, について分析したい。

「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」は通信事業会社の中国聯合通信有限公司 (China Unicom) により一定期間の CDMA 方式および携帯電話ネットワークのリース料金を裏づけとし, 2005 年 8 月に発行された, 中国で最初の企業資産証券化であり, その詳細は表 20 のとおりである。

図 15 で示すように「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」は典型的な証券化スキームによって組成されている。原資産は 2005 年から 2006 年までの CDMA 回線に対するリース収益で, 中国国際金融有限会社によって証券化商品の作成が行われ, 合計 5 回の証券化商品が発行された。

特筆すべきなのは証券化商品に対する信用補完措置である。「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」では中国における証券化商品で初めて銀行による外部信用補完措置が施されている。中国工商銀行が原資産に対し一義的にそのリスクを引き受けたことがこの取引のもっとも大きな特徴であった。その効果については後節において詳しく述べる。

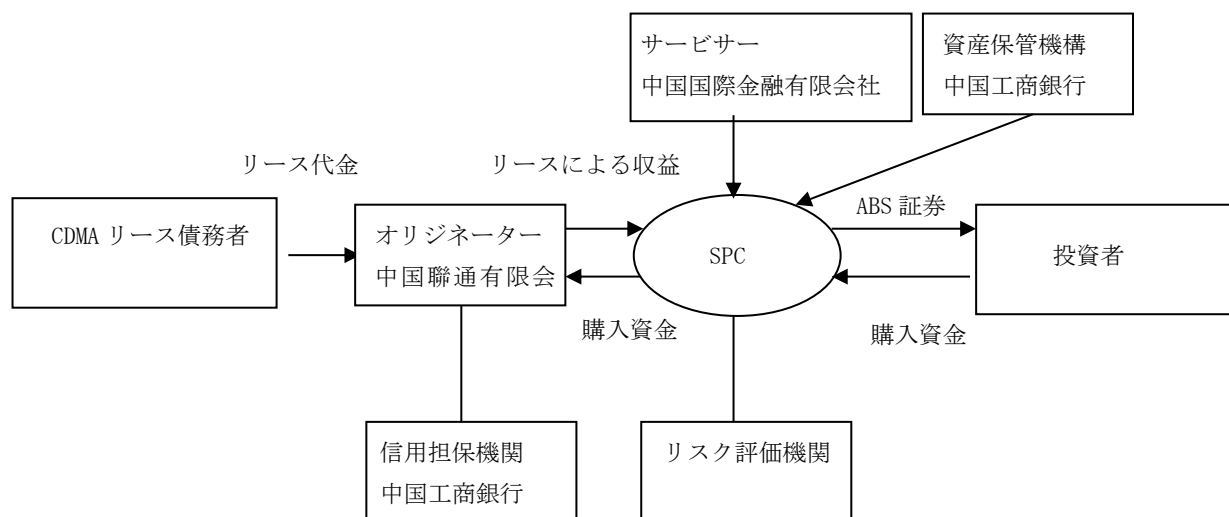


図 15 「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」のスキーム

(出所)「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」発行報告書により筆者が作成

(1) 資本構成の改善

まず, 証券化による資本構成の改善による収益について分析を行う(表 21)。資本構成

とはバランスシートにおける自己資本および他人資本の構成比率をいう。証券化は、企業が一部の未収金資産をSPCに真正売買し、オフバランス化される。すなわち、未収金債権が現金化される。もし、企業がこれらの現金を用いて負債の償還を行えば、企業の資産構成に変化がもたらされる。中国聯通の場合、証券化前年度の負債総額が73.16億元、当年度と翌年ではそれぞれ63.3億元、62.52億元に下がっている⁸²。また総資産に対する負債の比率も2004年の50.52%から2006年の43.87%にまで下降している。加えて流動性資産の割合を示す流動比率および当座比率はそれぞれ10%ずつ上昇している。これらの指標は企業の負債の割合が下がり、流動資産の割合が上昇することを示しており、財務構成の安全性が上昇した。

	証券化前年度	証券化当年度	証券化次年度
安全性指標			
流動比率(%)	30.00%	37.00%	40.00%
当座比率(%)	26.00%	31.00%	36.00%
負債比率(%)	50.52%	45.75%	43.87%
収益性指標			
ROA (%)	1.68%	2.01%	2.60%
ROE (%)	5.40%	5.97%	7.25%
営業収益の成長率(%) ⁸³	-12.91%	8.90%	30.68%
当期純利益の成長率(%) ⁸⁴	6.19%	15.02%	28.23%
効率性指標			
未収金回転率(回)	12.88	15.23	19.82
棚卸資産回転率(回)	13.18	15.18	19.54
総資産回転率(回)	0.48	0.54	0.57

表 21 2004-2006年中国聯通財務指標の変化

(出所)筆者により作成

また、企業全体の収益にも影響を与えている。2003-2006年中国聯通の場合、リース債権を含めた未収金債権の割合はおよそ流動資産の10%前後を推移している。未収金が過大になると企業の流動資産を圧迫し、資産運用の効率性を損なう。証券化により未収金を現

⁸² 中国聯合通信有限公司「有価証券報告書 2004-2007」貸借対照表による。

⁸³ 営業収益の成長率 = ((当期営業収益 - 前期営業収益) / 前期営業収益) × 100

⁸⁴ 当期純利益の成長率 = ((当期純利益 - 前期純利益) / 前期純利益) × 100

金化すれば、新たな生産、販売促進を行うことができ、企業の利潤を高めることが可能となる。収益性に関する指標は、いずれも証券化後増加しており、特に本業による収益をあらゆる営業利益では証券化期間中に約40%増加している。これらの収益増がリース債権の証券化によるものと裏付けるものは、未収金回転率および総資産回転率の増加である。

(2) 資金調達コストの節約

企業が資金調達手法を選択する大きな理由は、資本調達コストの変化である。本節では各融資手法によるコストの違いについて分析する。なお、株式および社債の発行は企業運営上長期的な資金調達手法であり、短期的な資金調達手法である証券化とは本質的な違いがある。そのため、本節では証券化と同じ性質を持つ銀行融資、CP 発行、証券化の3つのコストを比較する。

証券化コスト	銀行貸付利率	CP 利率
2.80%	5.58%	2%

表 22 2005 年中国聯通の資金調達コスト(年率)

(出所) 中国聯合通信有限公司「有価証券報告書 2005」により筆者が作成

表 22 では中国聯通の 2005 年における銀行融資、CP 発行、証券化のそれぞれのコストの割合を示している。銀行による資金調達コストが 5.58%ともっとも高く、その原因は前年度までの財務指標の低迷による信用評価の低下がある。一方、CP 発行利率は 2%ともっとも低い。一見 CP 発行によって短期的な資金調達が最適であるように見えるが、実際そうではない。CP は国内および国際の経済情勢や金融市場の情勢に影響されやすく、安定性が悪い。1997 年に始まったアジア金融危機の際には中国における CP の利率が大きく上昇し、中国聯通の CP 利率が一時 4.85%にまで上昇していた(李(2008))。これは企業の経営に対する不安定要素である。これに対して証券化は企業全体の財務状況ではなく、一部の資産の状況によって信用評価されるため、比較的コストが安くなる傾向がある。加えて「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」では信用保証機関により一義的にそのリスクを引き受けているため、証券化商品に対する信用評価は信用保証機関である中国工商銀行と同等の AAA を得ている(中誠信国際信用評価有限公司(2005))。これにより調達コストが大きく引き下げられた。また、企業資本構成の改善も資金調達コストの節約に間接的な

役割を果たしている。リース債権を証券化により現金化することで企業の負債比率が下がり、加えて資産の流動性指標の改善にも繋がった。これは企業が伝統的な金融手法で資金調達の際の信用評価を改善すると考えられ、結果的により優遇された条件での融資を可能にする。

しかし、Schwarcz (1994) が指摘したように、証券化による資金調達コストの引き下げ効果を達成するにはある程度 (Schwarcz (1994) の場合は下限 500 万ドル) の発行規模が必要である。つまり中小企業などが単体での小規模融資を行った場合、証券化の手数料や発行費用などの固定費用の高騰により、逆に資金調達コストが増加する恐れがある。

以上、企業による資産証券化の効果について「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」を例に案例分析を行った。その結果、リース債権の証券化により企業の資産構成に変化が生じ、結果企業の収益性および安全性指標の改善が見られた。また調達コストの面からも CP 発行より高いが、銀行融資より著しく低いことが分かった。

3. 企業部門への資金供給不足問題に対する影響

第二章では金融市場の企業部門への資金供給不足問題に着目し、主に企業債券市場および株式市場がいずれも未成熟な状態であることによる企業部門の資金調達手段の欠如、さらに銀行部門がシャドバンキングを通じた資金供給が積極的に行われるようになったことによる企業の資金調達コストの上昇により企業財務に悪影響を及ぼしてきた経緯を解明した。

企業の一部資産のキャッシュ・フローを裏づけとする証券化を直接行うことでこれまで主な直接金融手段である株式、社債に加え、新たな直接金融手段となり、中国金融市場における直接融資手段の欠如の改善に繋がると予測できる。企業が株式と社債を中心とする資本市場において資金調達が困難である点に目を向ける。特に第二章において明らかにしたように、中国ではデフォルトが多発することを防ぐために、社債の発行を長く抑えてきたため、債券市場が異常に小規模であることの問題がある。現在中国の社債発行評価では、企業保有資産の全体としての質は重要な要素ではあり、裏付けとなっているのは企業の事業全体である、さらに将来の事業展開や経営力が大きく影響し、これに相応して発行規模も大きくなる。中小企業にとってこれらすべてをクリアすることが困難である。これに対して、企業資産のキャッシュ・フローを裏づけとする証券化を直接行うことでは企業の一

部の資産を証券化するために、企業の資産規模に関係なく、中小企業は大企業と平等的に資金調達を行うことが可能である。これに加え、対象資産の特定化、当該資産の信用リスク分析、信用補完を通じるリスク分担関係、借手情報が明瞭な形で投資家に伝達されるため、企業発行の社債と比べて、収益生成構造の単純透明性及び本体企業の事業展開からの切離しによる収益安定性という点で優れている。企業の一部資産のキャッシュ・フローを裏づけとする証券化を直接行うことでこれまで主な直接金融手段である株式、社債に加え、新たな直接金融手段となり、資本市場における直接融資手段の欠如の改善に繋がると予測できる。さらに本節において調達コストに対する分析では、証券化は調達コストの面からCP発行より高いが、銀行融資より著しく低い結果を得たことから、証券化による資金調達は企業の資金調達コスト節約に繋げる可能性も示した。

また、中国においてこれまで企業資産の証券化が数件行われてきたが、中小企業がオリジネーターとなるケースは未だにない。しかし、将来的に中小企業の資産を証券化する可能性については幾つか挙げるができる。

まず1つ目は未収金および売掛債権資産の証券化である。近年では製造業において、サプライ・チェーン・マネジメントが普及され、大量生産体制を支えるためにメーカー主導の垂直的な流通統合が形成されてきた。多くの中小企業が大手メーカーの下請け、部品メーカー、販売業者などの役割を担っている。そのため消費者から商品代金が回収される期間が必然的に長くなり、中国において特に売掛債権や未収金が回収される時間差によって中小企業の経営が圧迫されるケースが普遍的になっている。この問題に対して資産証券化を行うことで売掛債券などの資産の流動化に繋げ、企業の財務上の普段を軽減させることができる。さらに証券化対象資産のオフバランス効果を利用し、財務体質の優良化にも繋がりが、銀行からの融資を取り付けやすくなるなど、融資困難の問題に対し効果的な解決策になると考えられている。

次は知的財産の証券化である。統計によると中国では2012年企業が取得された特許の約97%が中小企業によるものという事実がある。近年、中国においても特に核心的技術を持つ中小、ベンチャー企業が急速的に増えている。しかし、これらの企業のほとんどは規模が小さく、財務基盤が弱いなどの特徴を持つ。こうした企業に対して伝統の銀行業は貸し渋る傾向が強く、さらに中国にはベンチャーキャピタル企業がほとんどないため、金融市場から資金を調達することは困難と考えられる。しかし、知的財産が生み出されるキャッシュ・フローをベースに証券化することは、対象資産の隔離、当該資産の信用リスク分

析, 信用補完を行うことで当該企業への融資リスクを下げ, 投資家によるこれらの企業への融資を可能にさせる効果が期待できる。

小括

本章では貸付債権証券化と企業資産証券化の効果について実証研究を行った。

貸付債権証券化については銀行に与える影響概算分析により以下の 3 つの点から確認を行った。①証券化のオフバランス効果による銀行資本構成の改善および当局が目標とする貸出余力増加の確認, ②オフバランス効果による銀行に対する自己資本比率規制資本の節約効果, ③証券化による銀行への収益の変化, である。その結果いずれの案件も債権に対する 10.5%-11.5%の自己資本比率負担分が証券化により大きく節約され, さらに債権を証券化したことによるニューマネーの獲得により, 債権資産の約 9 割を現金化することができた。一方, 証券化によって獲得する利潤について一般貸付債権を原資産とするものについては証券化しない場合よりわずかに低い結果となった。本論文においては, 証券化によって回収された資金の再貸出, または再証券化について利潤の測定はなく, 得られた資金で再貸付を行うことで証券化しない場合より高い利益率を得られると推測できる。さらに不良資産を原債権とする建元 2008 でも証券化した場合の RAROA が証券化しない場合より約 3%上回っている, これは銀行が負うはずの信用リスクの一部が投資家に移転されたことを現れている。オフバランス効果とあわせ銀行の不良債権処理策の 1 つとして証券化の可能性を示したものとなった。

次に企業資産証券化の効果について, ①企業資本構成の改善, ②資金調達コストの節約の 2 点から確認を行った。まず, 証券化による資本構成の改善については安全性指標, 収益性指標, 効率性指標のいずれも改善している結果となった。また, 資金調達コストの確認では銀行融資, CP 発行, 証券化の 3 つのコストを比較した結果, 証券化は CP 発行よりわずかに高いが, 銀行融資より大幅に資金調達コストが節約されたことが分かった。

以上の結果により, 証券化は銀行資産固定化の問題, 自己資本規制対策, 企業の新たな資金調達の確保の面において一定的な役割を果たしていることが分かる。しかし, 銀行の証券化によって回収された資金の再貸出, または再証券化について利潤の測定ができなかった点や企業資産証券化のケーススタディ対象が 1 企業のみであった点から, 証券化の効

果を説明するには比較的の説得力が乏しい点があることも事実である⁸⁵。

⁸⁵ 特に企業資産証券化のケーススタディについては、論文執筆時の2013年4月までに行われた9件の企業資産証券化のうち上場企業の資産を対象としたのは「中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画」のみであるため、現状としてケーススタディが1件だけとなった。これは市場全体に対する影響を明らかにする分析結果とは言い難く、あくまで証券化のひとつの可能性を示した結果となった。

第五章 中国証券化市場の課題

第一章から第五章までは中国の金融市場に存在する問題に対し、銀行の貸付債権証券化と企業資産証券化の役割、および効果について議論した。その結果、証券化により、銀行資産の固定化や金融市場の資金供給能力不足に対して一定の効果があることが確認された。

しかし、第四章でも指摘したように証券化取引には銀行間の持ち合いなどの問題点も存在している。本章ではそれ以外に法規と会計基準にある問題点を指摘するとともに、2008年に米国証券化商品が原因で起こったサブプライムローン問題と絡んで、再証券化商品のリスクにも触れ、最後に今後の中国証券化の通常業務化に向けた提言を行う。

第一節 法規と会計基準の不備

1. 法規

中国の証券化市場最大の問題点として、法律・法規の整備不足問題が挙げられる。

第一に証券化に関して包括的な法律が存在しない。現在中国の証券化市場で取引を行う際に基準とする法律は既存の「担保法」、「保険法」、「抵当法」、「銀行法」、「証券法」、「信託法」、「独資法」、「契約法」、「資産評価法」、これらの法律の多くは証券化が導入される以前に制定されたもので、必ずしも証券化の取引に対応できるものではない。

たとえば現在の法制度の下では、SPCが承認されないことがある。中国の「会社法」では債券を発行する有限会社の純資産を3000万元、有限責任会社の純資産を6000万元としており、さらに3年間で配当可能な利益が、発行済み社債の1年間の利息総額を超えること、発行済み社債の残高が純資産の40%以内などの規制がある。これらの規定に抵触することから、証券化のためのビークルとしてSPCではなく信託がビークルのSPT方式が採用されている。また、SPTでも信託法上資産譲渡の場合には所得税が発生する⁸⁶、これは利益性の低い証券化取引にとって大きな負担になる。

このように証券化に関する取引だけではなく、会計、税、情報公開などに関していずれも規定されないことは、証券化と必要される証券化スキームの設計、破産隔離、信用保管、

⁸⁶ ただしこれまでの試験的発行において、SPTの資産譲渡などに発生する課税は特例的に免除されていた。

または財産の登記などの面において不確実性を残す。

日本		中国		
法律	公布年月日	法律	公布年月日	公布機構
「抵当証券法」	1931年年 3月30日	「証券会社における顧客の資産管理業務の試行弁法」	2003年 12月18日	証券業監督管理委員会
「抵当証券業の規制等に関する法」	1987年年 12月15日	「信用貸付資産証券化の試験的な管理弁法」	2005年 4月20日	中国人民銀行, 中国銀行業監督管理委員会
「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」	1992年6 月1日	「信用貸付資産証券化の試験的な会計処理規定」	2005年 5月16日	中華人民共和國財政部
「資産の流動化に関する法律」	1998年6 月15日	「個人住宅ローンの証券化についての担保権の変更登記などの関連問題に関する試行通知」	2005年 5月16日	中華人民共和國建設部
「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」	1998年6 月	「証券情報の開示を裏付ける規則」	2005年 6月13日	中国人民銀行
「債権管理回収業に関する特別措置法」	1998年 10月1日	「銀行間の債券市場で登記, 信託統治, 取引および決算事項に関する公告」	2005年 6月15日	中国人民銀行
「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」	1999年5 月1日	「金融機関の貸付資産証券化の試験的な監督管理弁法」	2005年 11月7日	中国銀行業監督管理委員会
「金融システム」	2010年6	「貸付資産証券化の税収」	2006年	中国財政部, 中

改革のための関係法律の整備等に関する法律」	月 5 日	政策に関する問題の通知」	2 月 20 日	国国家税務総局
「投資信託および投資法人に関する法律」	1951 年 6 月 4 日	「証券投資ファンドによる投資資産は証券を裏付ける関連事項に関する通知」	2006 年 5 月 14 日	証券業監督管理委員会
「信託業法」	2004 年 12 月 1 日	「証券会社に企業の資産証券化業務についての試験的状況を通報する文書」	2009 年 5 月 20 日	証券業監督管理委員会
		「証券会社における企業の資産証券化の業務についての試験的な手引き(試行)」	2009 年 5 月 20 日	証券業監督管理委員会
		「中国人民銀行[2007]第 16 号情報開示に関する公告」	2007 年 8 月 21 日	中国人民銀行
		「中国人民銀行[2007]第 21 号資産が証券を裏付ける抵当融資に関する公告」	2007 年 9 月 30 日	中国人民銀行
		「中国銀行業監督管理委員会弁合庁が貸付資産証券化の管理工作をもっと強化する通知」	2008 年 2 月 4 日	中国銀行業監督管理委員会
		「商業銀行資産証券化のリスク暴露に関する監督管理と資本測定の手引き」	2009 年 12 月 23 日	中国銀行業監督管理委員会

表 23 日本、中国資産証券化に関する法律・法規
(出所)筆者により作成

次に、証券化に関する規定が法律として下位法に属することも問題である。表 23 は日本および中国の証券化に関する法律・規定についてまとめたものである。日本では 1998

年に SPC 法(「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」)が制定され、2000年にはこれを改正した「資産の流動化に関する法律」が制定されている。さらに債権の譲渡に関する法律である「特定債券法」や不動産に関する「特定債券法」など証券化のそれぞれの用件に対して細かく立法を行っている。これに対して中国では証券化に関して立法しておらず、すべて規則や公告などより法的拘束力の弱い下位法となっている。

日本と同じ大陸法系に属する中国では、法体系として上位法と下位法概念がある。上位法優位の原則により下位法と上位法に矛盾・抵触が発生した場合、上位法が優先され、下位の法律は無効となる。例を挙げるとオリジネーターの銀行もしくは企業が経営破綻した際に、資産譲渡の際に真正売買を裏付ける法律が「信用貸付資産証券化の試験的な管理弁法」であるのに対して、「倒産法」が上位法に属するため証券化の裏付資産は「倒産法」に従って倒産資産として処理される可能性が否定できない。

このように、関係法律の不備から、証券化に関する取引だけでなく、会計や税などにおいても不確実性が残る結果となっている。これは証券化の参加者にとってリスク上の負担だけでなく、財務上の負担も増加させる。今後の市場拡大の際に投資化の意欲や取引の安定に悪影響を及ぼす可能性がある。

2. 会計基準

また、法規上だけでなく証券化に関する会計基準に関しても会計上の中心思想である会計アプローチの違いから証券化取引と衝突する可能性も存在している。特に証券化スキームでは重要とされる資産の譲渡に対する認識において、現行の「企業会計準則」と矛盾が生じる可能性が存在する。

資産の譲渡に係る会計処理には、「リスク・経済価値アプローチ(Risks and Rewards Approach)」と「財務構成要素アプローチ(Financial Component Approach)」という2つのアプローチが存在する。日本の資産の譲渡にかかる会計「企業会計基準第10号—金融商品に関する会計基準」の第57項においてリスク・経済価値アプローチを「金融資産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他に移転した場合に当該金融資産の消滅を認識する方法である」と規定し、このアプローチの下では、譲渡人(オリジネーター)は、金融資産の全体を認識中止し売却処理を行うか、あるいは認識を継続するか、いわば認識中止の可否の判断が求められる。これに対して財務構成要素アプローチは「金融資産を構成する財

務的要素に対する支配が他に移転した場合に当該移転した財務構成要素の消滅を認識し、留保される財務構成要素の存続を認識する方法」と定義している(企業会計基準委員会(2008), 第10号)。金融資産を財務構成要素に分割可能なものとして捉えることを前提としたものであるため、財務構成要素に対する「支配」が他に移転した場合に、当該移転した財務構成要素の認識を中止し、留保される財務構成要素を引き続き認識するという考え方である。

日本、米国はともに金融資産譲渡について、1990年代まではリスク・経済価値アプローチが適用されていた。しかし、資産証券化など新しい金融商品の発展に伴い、例えば譲渡契約に買戻特約が付与されている場合や、譲渡人が回収サービス業務を遂行するなど、単純に資産を譲渡するのではなく、譲渡人が譲渡資産に対し継続的関与を有し、資産のリスクや経済価値を留保するケースが見られるようになった。このような取引の場合、当該資産を認識中止して良いか、認識中止した場合、リスク・経済価値を会計上どのように評価するかといった点が問題となる。このような取引に対し、リスク・経済価値アプローチでは取引の実質的な経済効果が十分反映できないと考え、金融商品の譲渡取引では継続的関与についてそれぞれを財務構成要素に分解して取引されているものとみなして、財務構成要素アプローチの採用となった(「金融商品に関する会計基準」57・58項)。また、日本では非金融資産である不動産については、リスク・経済価値アプローチが採用されている。不動産証券化取引におけるオフバランス基準である実務指針は、金融資産とは異なり不動産にかかる権利の譲渡であること、リスクと経済価値が不動産の所有と一体化していること、金融資産に比べ時価の算定が容易でなく流通性にも劣るなどの特徴を考慮した結果、リスク・経済価値アプローチに基づいて取り扱うことが適当であると考えている(実務指針27項)。

一方、中国では2000年に公表した「企業会計制度」第12条において「資産とは、過去における取引または事象から生じる、結果として当該企業が所有又は支配し、かつ、企業に経済的利益をもたらす。」(財政部(2000), 第12条)との記述があり、さらに「支配」については「支配とは企業がある資産の所有権を持たないにもかかわらず、この資産の収益とリスクを当該企業が負担する。」としている。これらの規定から中国の会計基準において資産に対する「支配」の概念をリスクと利益を同一なものと理解されていることが伺え、その「支配」の概念が曖昧であった。また、2006年の「企業会計準則第23号金融資産の移転」第7条においては「企業が金融資産の所有権に伴うほとんどすべてのリスクお

よび便益を譲受人に移転した場合、当該金融資産の認識を中止しなければならない。金融資産の所有権に伴うほとんどすべてのリスクおよび便益を留保している場合、当該金融資産の認識を中止してはならない。」(財政部(2006b), 第 23 号)とも記しており、依然としてリスク・経済価値アプローチの考え方が残っていることが分かる。

中国の金融システムは依然として初期段階であり、ほとんどの金融取引は単純取引であるために、会計処理の簡素化の観点から依然としてリスク・経済価値アプローチが用いられ、証券化などの複雑な取引が前提されていない。

第二節 再証券化の可能性と問題点

本論文では、これまで証券化の役割または中国の金融市場、銀行部門、企業部門に対する効果について分析してきたが、証券化は比較的にハイリスクな金融手段であることも忘れてはいけない。2007 年に発生した米国発サブプライムローン問題はその後数年にわたって米国の金融市場を疲弊させ、世界経済を低迷させている。本節ではサブプライムローン問題の一因といわれる証券化商品の 1 つである債務担保証券(Collateralized Debt Obligation, CDO)が持つリスクと CDO 証券の中国での可能性について少し論じたい。

1. CDO 証券について

CDO 証券は 1980 年代末に証券化商品の一種として米国で誕生した。当初はそのほとんどが社債とローン債権を原資産とするものであったが 1990 年代半ば以降になって、資産証券化商品に対する投資家層が拡大してきたことにより、証券化商品である ABS を原資産とする CDO 証券が登場することやクレジット・デリバティブを用いたシンセティック型の CDO 証券が組成されるなど、CDO の商品設計が柔軟かつ多様にわたって行なわれるようになった。

CDO 証券は、原資産の種類、発行目的や取引形態の違いによってキャッシュ・フロー型やマーケット・バリュー型、さらに現物型、シンセティック型などさまざまなタイプが存在している。しかし、いずれの形態においても、配当金支払いに対して証券化商品の特徴である優先劣後構造を持つ複数のトランシェから構成される仕組みを持っている。この仕組みは、基本的にデフォルトなどの原因によって原資産に損失が発生した場合に、残った

配当の支払優先度の高いトランシェから支払われ、逆に優先度の低いトランシェが損失を負担していく内部補完措置である。

CDO 証券市場は欧米を中心に急速に成長し、サブプライム問題発生直前の米国においては発行総額が約 3690 億ドルにまで及び⁸⁷、米国金融市場の中においても主要な位置を占めてきた。日本の CDO 市場においても 1998 年に、東京三菱銀行が EU 市場で約 1000 億円の貸出債権を証券化したことを皮切りに、銀行部門が BIS 規制対策としてバランスシート型 CDO⁸⁸を相次いで発行した。さらに、2000 年代には、日本企業の私募債を主な原資産である CBO が盛んに発行されるようになった。当時この商品は、社債による資金調達が不可あるいは困難な企業の資金調達手段という役割を担っていた。近年においても大手銀行が、自らのローン・ポートフォリオの一部を財務諸表から切り離す目的で、大型のシンセティック CDO 証券を発行している。CDO のほとんどは私募形式で発行されるため、日本における市場規模の正確な把握は難しいが、ムーディーズが 2002 年に統計したデータによれば毎年 2-4 兆円を超える市場規模であるとしている（ムーディーズ(2002)）。銀行部門にとって貸付の信用リスクを投資家に転嫁することで BIS 規制上のリスク・アセットを削減し、自己資本比率を改善させる効果を期待できるため、積極的に取り込むケースが多い。さらに 2002 年末には三井住友銀行によって中堅・中小企業向け債権を裏付けとするシンセティック CDO を組成されていた事例もあるため、CDO によって銀行部門の中小企業への融資意欲を上昇させる効果も期待できる。

一方、CDO 証券の投資家にとっては、CDO 証券への投資は複数の原資産からなるクレジット・ポートフォリオに投資できるという大きな利点がある。また、新たな業種や地域に対する投資資産を保有することも可能となる。

シンセティック CDO は、クレジット・デリバティブによって社債を発行できない企業の債券を保有することも利点の 1 つである。また、CDO は流動性が比較的到低いが、年限・格付が同じである社債と比べれば利回りが高いため、低金利局面で注目される商品である。特に企業資産を原資産とする CDS のプレミアムは、同企業が発行する社債よりも配当額が大きいことが多く、この CDS を用いたシンセティック型 CDO 証券は投資家にとって魅力的な投資対象となる。

さらにシニア・トランシェ、メザニン・トランシェなど優先順位の投資家にとっては、

⁸⁷ SIFMA の公表資料(<http://www.sifma.org/>)による。

⁸⁸ バランスシート型 CDO は、銀行などの金融機関が財務構成の改善またはバランスシートから債権資産を除外することを目的とした CDO の発行を指す。

CD0 を構成する原資産ポートフォリオの一部にデフォルトが生じたとしても、劣後部分が一部のリスクを吸収するため、損失の発生は限定される。そのため、原資産単体での信用リスクは比較的高くても、損失発生リスクが低い投資を行えることも利点の1つとなる。エクイティの投資家にとっては、原資産ポートフォリオの期待利回りとデットの利回りの差が投資の基準となるが、実績配当によって高いリターンを得られる可能性があることが魅力になると考えられる。

2. 中国における CD0 の可能性

以上のように CD0 証券は貸付への信用リスクを投資家に転嫁することでリスク・アセットを削減させることができる。このため中国において、前章までに分析した一般貸付債権証券化による銀行部門資産構成の改善、資金供給能力の増加以外に、不良債権処理の分野において CD0 証券に対する期待は大きい。

Griffiths (2005) は中国における不良債権の処理における債務担保証券の可能性について説明している。中国における国有銀行不良債権問題の原因を①与信を拡大させるための銀行間競争の欠如、②政治的動機や政府の圧力により採算性の低い年金・福祉債務または競争力の低い国有企業への融資を強いられていたこと、③財産権などに対する法整備の不足、の3つにまとめている。さらに不良債権に関する銀行の報告方法の透明性の欠如と不良債権に分類される基準の緩さも不良債権拡大問題に拍車をかけた。

中国における不良債権のほとんどは、四大国有商業銀行 SOCBs⁸⁹が所持しており、SOCBs の不良債権問題を処理するために、1999 年に国の全額出資で SOCBs に対応した資産管理会社 (Asset Management Corporation, AMC)⁹⁰を設立した。その目的は、対応銀行から 1995 年以前の政策性融資によって発生した多額の不良債権を買取ること、また買取った不良債権の管理と回収もしくはその処分などの業務を行うことである。1999 年から 2003 年にかけて AMC は SOCBs からあわせて約 1 兆 3, 939 億元の不良債権を簿価で買い取ったがその後においても SOCBs 不良債権残高は依然として 2 兆元程度を維持しており、不良債権比率も 20-30%台の高い水準に留まっており、4 大国有商業銀行の不良債権問題は依然として

⁸⁹ 4 大国有商業銀行 (SOCBs) は中国工商銀行 (ICBC)、中国銀行 (BOC)、中国農業銀行 (ABC)、中国建設銀行 (CCB) である。

⁹⁰ 四大国有商業銀行の不良資産処理を目的として、1999 年に母体行ごとに設立された金融資産管理会社。それぞれ東方資産管理会社、長城資産管理会社、華融資産管理会社、信達資産管理会社である。

残っていたといえる。不良債権の買い取り措置は 2008 年まで続けられ、合わせて約 3 兆元の不良債権の買い取りが続けられてきたが、現在に至っても SOCBs の不良債権問題は依然として残っている⁹¹。

さらに Griffiths (2005) はこれらの不良債権の処理方法にも問題があると指摘している。AMC は株式転換、裏付資産の競売、債権譲渡と破産清算などの方法を通じ、対応銀行から買取った不良債権の直接処理を実施した。2006 年 3 月末までに、4 大 AMC は 8663 億元の不良債権を処理し、1999 年に銀行から買取った不良債権の約 7 割の処理を完了した。しかし、資産回収比率と現金回収比率がそれぞれ 24.2%と 20.84%にとどまった当初予定していた 7 割の処理率には遠く及ばなかった。また、その後も時間とともに回収率が低下し続けている。この状態に対し、2000 年から 2006 年までの 7 年間、AMC が対応銀行向けに発行した金融債と人民銀行からの借入との金利合計は 2195.39 億元で、回収現金総額 2110 億元より多かった。つまり、4 大 AMC は、中央銀行からの借入した約 3 兆元の元本を償還する能力がないだけでなく、金利を十分に支払うことも困難であると考えられる。

Griffiths (2005) はこのような単に中央銀行から資本注入された資金による不良債権の買い取りでは中国における不良債権の問題を根本的に解決させることが困難であるとし、より効率的な方法をとって不良債権を多様なパッケージで証券化し、さらに資産回収配当のキャッシュ・フローを裏付け格証券の複数のトランシェで証券の再発行をすべきと主張している。さらに不良債権問題を CDO 証券発行によって解決させることの理想的な手順としては特別目的会社を設立し AMC から不良債権を買い取らせ、不良債権を買い取った AMC は ABS を原資産とする CDO 証券の発行によって資金の回収を行う。特に、優先劣後構造を持つ複数のトランシェから構成される CDO 証券の特性から劣後部分トランシェの投資者が ABS 発行によって生じる一部のリスクを吸収するため、より優先部分トランシェの保護を強化することができる。これに加え CDO 証券は、証券の性質上、発行価額が不良債権の総帳簿価額の割合と資産の予想平均価格と回収率の変動に依存するため、原資産保有者である AMC は最大限の資金を回収できると考えられている。

3. CDO 証券のリスク

以上のように CDO 証券は中国において不良債権処理の有効な方法であることが分かっ

⁹¹ 中国建投投資研究院による「中国投資発展報告(2014)」を参照。

た。加えて本論弁で議論したように、CDO を含め証券化金融市場、銀行部門に存在する諸問題を処理も期待されている。

しかし、かねてから CDO 証券は原資産の不透明さや流動性の低さなどのリスクが存在すると言われている。藤井、竹本(2009)、稲村、白塚(2008)、北見(2010)は、CDO 証券の持つ問題が 2007 年の米国サブプライムローン問題発生の要因であることを前提にした研究であり、特にサブプライム層への住宅ローンなどを裏付けとする RMBS を原資産とする CDS のリスクについてそれぞれ分析を行っている。

2007 年の米国のサブプライムローン問題を引き起こした要因として指摘されるのが、サブプライム層への住宅ローンなどを裏付けとする住宅ローン担保証券(RMBS)、さらにそれらを組み合わせた債務担保証券(CDO)である。それらの損失は、CDO の損失を中心に 9800 億ドルと証券商品全体の約 3 分の 2 を占めている。残高に対する損失見込額の比率では、72.5%となる RMBS-CDO がもっとも高く、RMBS を中心とする ABS 証券でも残高の 2 割近くに及ぶ損失額が見込まれている。サブプライムなどの住宅ローンを裏付けとする RMBS を元に作られた CDO である RMBS-CDO の損失見込額残高が約 7 割ときわめて高い(藤井、竹本 2009)。今回のサブプライムローン問題は RMBS だけでなく、金融システムに与える影響度が見えにくかった点ではむしろ RMBS 以上に、RMBS を裏付け資産とする RMBS-CDO の問題が大きいことが伺える。

北見(2010)は研究の中において、CDO 証券のリスクは裏付け資産の透明性が低いことにあると主張している。CDO 証券は裏付け資産の移転を伴うキャッシュ CDO と、リスクの移転を伴う合成 CDO があるとし、北見によればサブプライムローン問題を引き起こした RMBS-CDO は前者のカテゴリーに属する。すなわち、MBS を裏付け資産とするもので、具体的には、そのままでは投資家に対して販売しにくいトリプル B 格程度の格付の RMBS のトランシェを裏付けとして他の金銭債権と合わせた裏付け資産プールを作成し、それを優先劣後トランシェに切り分けた CDO 証券が組成される。この CDO 証券についても、優先劣後構造を採用することにより 70~80%程度の最優先部分がトリプル A の CDO になる。こうして、複数の RMBS を束ねることで住宅ローンの地域分散などが期待できることを主たる理由に、トリプル B の RMBS がトリプル A の CDO になるというものである。

このような仕組みの RMBS-CDO については、まず、①RMBS の裏付け資産となっているサブプライムローンの焦げ付きが、損失としてどの程度 RMBS のエクイティ・トランシェ、メザニン・トランシェを侵食しているのか、次に、②サブプライム ローンを裏付け資産とす

る RMBS について、そのパフォーマンスがどの程度悪化し、RMBS-CDO にどのような影響が出ているかが外部から分かりにくいことが、RMBS-CD の時価評価の際に深刻な問題となった。加えて、CDO 証券の価格評価については、市場取引が小さいこともあって市場価格が存在せず、時価評価にはプライシング・モデルによる理論値を使わざるを得なかったが、理論値は現実との乖離が大きかったこともサブプライムローン問題の一因になったと主張している。

さらに CDO 証券化商品は複数の ABS のメザニンを集め、再度証券化したものから、リスクなどを分散することでリスク許容性を高めるという理論に対して、藤井・竹本(2009)は想定リスクを超過する事象が生じた際には、特に下位トランシェにおいて、同時に、かつ、急激に元本が毀損するようなシステムティック・リスクが存在すると主張している。これを証明するために藤井・竹本(2009)は RMBS におけるデフォルトモデルを用いて証明した。

分析では CDO 証券の構成をシニア・トランシェ 80%、メザニン・トランシェ 10%、エクイティ・トランシェ 10%と設定し、この指標を基本とし、リスク可能性を微増させていくと、エクイティ、メザニン、シニアの順に急激な元本毀損の比率が上昇することとなった。

つまり、トランシェによって優先劣後関係が生じているために、通常のポートフォリオにおいては、100 億円のポートフォリオにおける 1 億円の損失は 1%の毀損であるが、証券化におけるエクイティ投資家にとっては 10%の損失となる。そして 15 億円の損失は、同様のポートフォリオでは、15%の損失に過ぎないはずが、エクイティ投資家にとっては 100%の元本毀損、メザニン投資家においても、50%の毀損となる結果が得られている。

また CDO においても、分散化されるメリットと表裏の関係で、リスク感応度を上げ、外部環境によるデフォルト相関が上昇した場合など同様のリスクが顕在化した際、組成されている担保証券全てのリスクが上昇するため、急激な価格下落に見舞われることとなる。藤井、竹本(2009)は、2007 年に発生したサブプライムローン問題においては実際にこの問題が起こったと主張している。

このように、CDO 証券という仕組み自体は投資の機会の創出や原資産保有者の財務指標改善、信用リスク軽減などに対して効果があるが、CDO 証券は前回の米国サブプライムローン問題の波及を大きくした一因であることも確かであり、その仕組み上幾つかの問題点が存在する。まず CDO の複雑な仕組みが、投資家からみた追跡可能性・透明性の欠如に繋

がっており、実際にサブプライムローン問題を引き起こす主因となった。さらに事後対応の構築そのものを難しくしている。また、証券化市場の拡大に向けて CDO 証券に対する情報開示に向けて監督管理の強化を検討される必要があるが、流動性が低い場合時価評価が難しい。この問題に対して CDO 証券に対する清算機関を設置することで解決に繋がると考えられる。

4. 証券化市場政策に対する提言

以上のように、法律、会計基準の整備不足により、本来証券化に期待される効果が低下するなど、取引上に存在する不確実性が生じさせることである。加えて第四章においても銀行間相互持合いなど証券化市場規模過小による問題を取り上げた。これらの問題は証券化の通常業務化に向けて放置できない問題である。また、米国で起こったサブプライムローン問題から見て、CDO 証券を含めた証券化商品はその仕組み上一定のリスクが存在することが分かる。

しかし、前章までの分析で明らかにしたように、証券化は銀行部門の資産固定化問題や金融市場の企業への資金供給不足問題の解決策として一定の効果が期待できる。さらに、今後の中国経済を考えると、金利の自由化の進行につれ銀行の利潤の低下や経済成長の減速による大量に発生すると見込まれる不良債権問題もある。証券化はこれらの問題に対しても一定の効果を発揮する。そのため、中国における証券化の通常業務化と証券化市場の拡大は不可避である。これまでの議論を踏まえて、以下の提言を行う。

(1) 証券化市場の整備

第一節では、銀行部門による証券化商品の持ち合いは証券化市場の未発達によると論じた。中国では現在、銀行貸付債券証券化市場と企業資産証券化市場の2つの市場があるが、その参加者と投資者はいずれも限定され規模が過小である。証券化市場における取引の活発化のため、この2つの市場を統合し統一した証券化商品取引市場の構築が必要である。さらに証券化のオリジネーターとして証券化に対するニーズの高いリース会社、消費者金融、地方銀行、さらに中小企業も加え投資者として潤沢の資金を持つ保険機関、企業年金、社会保障基金、外国投資機関を加えることで市場を拡大させるべきである。市場範囲の拡大は今後証券化取引の活性化にも繋がると考えられる。

(2) 法律および会計基準の制定

第二節においては証券化に関する法律の未整備や法規が下位法に属する問題から、証券化の取引に不確定性が生じることや上位法との衝突により、証券化の各参加者の権益が損害される恐れがあることが確認できた。そのため証券化の通常業務化に向けて立法機関による統一的な立法が必要である。大陸法系に属する中国も同法系の他国と同じく証券化取引上に及ぶ全ての取引において明文化した法律が不可欠である。

証券化はその考え方からこれまでの伝統的な金融手法とは一線を画する金融手法である。そのため、証券化と関係する既存の「信託法」や「証券法」さらに「会社法」などについては証券化と衝突すると考えられる部分について修正を行う必要がある。これにより証券化に対する各参加者の顧慮がなくなり、今後の取引活発やトラブルの回避に大いに役立つと考えられる。

また会計基準についても証券化と衝突する部分の改正はもちろんであり、リスク・経済価値アプローチから財務構成要素アプローチへの転換が必要である。近年、金融において証券化をはじめとしてファクタリングやABSなどこれまでと異なる金融手法が出現している。中国も金融市場の発展につれ金融手法の多様化は避けられない。そのためこれまでに用いできたリスク・経済価値アプローチによる資産委譲に対する認識はすでに金融市場の実情に合わず証券化以外の認識においても矛盾は発生すると考えられる。日、米などの経済先進国がリスク・経済価値アプローチから財務構成要素アプローチへ転換したことはその表れである。中国も国際会計とのコンバージェンスの視点からも早急に会計アプローチの変更が必要であると考えられる。

(3) 証券化市場に対する監督管理

最後に、資産証券化の通常業務化に向けては米国のサブプライムローン危機の経験と教訓を十分にくんだ上で、証券化市場を発展させると同時にそのリスクを十分に予防しなければならない。

まず、証券化商品の透明性の向上が挙げられる。サブプライムローン問題では証券化に対する批判として商品が過度に複雑でリスクが見えにくいという指摘が多く見られた。そのため、特に証券化に関する経験が浅い中国では証券化商品の簡素化に努める必要がある。主に過度の複雑なトランシェは望ましくない。これに加え再証券化商品やシンセティック

CD0 商品についてはそのリスクが見えにくいことから発行については慎重であるべきだ。また、監督管理の面においても厳格化する必要がある。特に信用評価機関についてはその規範や法的責任をしっかりと明記し、主管部門による定時的な監査なども取り入れる必要がある。さらに、投資家に対する情報開示とオリジネーターおよび各参加者のリスク留保に対しても監督管理を厳格化することや価格形成仕組みの検討、格付けだけでない評価基準の策定などの予防策を講じる必要がある。

終章

第一節 本研究の結論

本論文ではまず中国の金融市場における企業部門への資金供給不足の問題に着目し、金融市場に存在する問題について論じた。その結果、金融市場において銀行部門による信用創造能力の不足と証券市場、債券市場の不成熟の問題が存在することが明らかになった。特に金融市場の中心的な立場である銀行部門では、自己資本規制の厳格化と予貸期間のミスマッチなどによる資産の固定化が存在し企業への資金供給を圧迫した。これらの原因により金融市場の企業への資金供給機能はシャドバンキングに依存せざるをえなく、金融市場の安定や企業の資金調達に大きな影響を及ぼしている仕組みを解明した。

中国では近年における著しい経済成長につれて、金融市場も急速に規模の拡大がされている。しかし、短時間のうちに急速成長したことにより、以前から存在している欠陥が修正されずに、むしろ拡大し続けている。そのため、現在の金融市場は、市場の構造がアンバランスかつ市場機能も十分とはいえない。こうした状況を打開するためには金融市場における構造改革を進める一方で、新しい金融手段による市場機能の保管も必要である。

本論文では次にこうした金融市場の諸問題に対する証券化の役割について議論を行った。証券化は新しいアセット・ファイナンスとして、企業が保有する一部の資産を裏づけとして資金調達を行うことから、伝統的なコーポレート・ファイナンスとは一線を画すものである。対象資産の信用を裏づけとするため、中小企業にとって、企業全体の信用に依存する資金調達手法より容易かつ低コストに資金調達でき、中国の金融市場の企業部門への資金供給能力不足を補う効果がある。

また、証券化はその取引上の特殊性により、資産のオフバランス効果が期待でき、銀行資産固定化の改善や自己資本規制対策の問題に対する効果もあることを明らかにした。証券化による銀行資産固定化の改善や企業資金調達方法の確立の効果について実例による概算分析と財務分析において確認した。さらに、今後の中国経済を考えると金利の自由化の進行につれ銀行の利潤の低下や経済成長の減速による大量に発生すると見込まれる不良債権問題もある。証券化はこれらの問題に対しても一定的な効果を発揮すると見込まれる。そのため、中国における証券化の通常業務化と証券化市場の拡大は不可避である。

しかし、中国におけるこれまでの証券化市場は市場の未発達や法律、会計基準の整備不

足の問題により、本来証券化に期待される効果の低下や取引上に存在する不確実性を生じ、これは証券化の通常業務化に向けては放置できない問題である。加えて、米国で起こったサブプライムローン問題から見て、CDO 証券を含めた証券化商品はその仕組み上一定のリスクを有することが分かる。

以上から、証券化に対して、期待されたような効果を挙げるためには、当局による証券化市場の整備、法律・会計基準の修正と設定、さらに監督管理の強化が不可欠な条件である。これらの点についてはこれまでに証券化をより長く進めてきた日米欧などの先進国の経験を参照しつつ、中国の実情に当てはめることが最良であると考えられる。

第二節 本論文の貢献

本論文ではまず中国の金融市場における企業部門への資金供給不足の問題に着目し金融市場に存在する問題について研究を行った。その結果、金融市場において銀行部門による信用創造能力の不足と証券市場、債券市場の不成熟の問題が存在することを明らかにした。また、これらに問題に対して証券化による銀行資産固定化の改善や企業の資金調達に関する効果について確認を行った。本論文の主な貢献は以下の点にある。

1. 金融市場の資金供給機能の解明

企業への資金供給問題については、これまで単一市場もしくは企業の資金調達という視点からの分析が主であった。それに対して本論文では金融市場全体に着目し、銀行市場、株式市場、債券市場のそれぞれの企業部門への資金供給が低下する要因について分析、解明を行った。さらにこれらを現在問題となっているシャドーバンキング問題と関連づけて分析を行った。

2. 金融市場の問題と証券化の関係

本論文では証券化のメカニズムから金融市場の問題に対してどのような役割を果たすかについて詳細に議論を行った。中国では現在証券化導入の初期段階であり、証券化の効果に対する研究が多いものの実際の金融市場の問題に対応して証券化の効果について行

った研究は少なく、それゆえに本論文は先駆的であると評価できる。

3. 証券化の効果の証明

本論文では貸付債権証券化の銀行に対する効果について、3つの指標から確認を行った。①証券化のオフバランス効果による銀行資本構成の改善および当局が目標とする貸出余力増加の確認、②オフバランス効果による銀行に対する自己資本比率規制資本の節約効果、③証券化による銀行への収益の変化、という3つの観点から確認した。一方企業資産証券化では企業部門に新たな資金調達手法を提供することにより①証券化による企業資産構成の改善、②企業の資金調達コストの節約がある。の2つの点から効果を確認した。不足点も認められるが、証券化の効果を事例で確認した。

第三節 今後の課題

最後に今後の課題を示しておく。

第1は本論文では当初金融市場による企業への資金供給困難の問題に関する議論について、中小企業を中心に議論する予定であった。しかし、中国では中小企業に対する統計上の不備またはデータなどの不足の問題が存在するため、中小企業の資金調達問題に限定した議論の展開は不可能であった。そのため企業に対する資金供給能力について企業全体の統計データを多く利用して実際の状況を説明するには至っていない点は否めない。この問題に関しては今後データの収集または他の方法の検討を試みたい。

第2は貸付債権証券化の効果に関する分析において、証券化後に回収した資金の再貸出や運用効果についての確認を行わなかった点である。証券化の効果を議論する際にこれらの要素を省くことは非現実的である。しかし本論文における概算分析の方法では実際に計算することは難しく、今後研究方法の改善を図りたい。

第3は企業資産証券化の効果を分析する際に一件のみのサンプルがしかなく、それゆえ統計学の観点からその効果の一般性を証明することができない点である。これは実際にこれまで行われた16件の企業資産証券化の中で上場した企業が一件のみであり、他の企業のデータを入手できなかったことが原因である。よってこの点については今後、証券化の件数が増えた後改めて確認する予定である。

参考文献

【英語文献】

- Bakk-Simon, K., Borgioli, S., Girón, C., Hempell, H., Maddaloni, A., Recine, F., & Rosati, S., 2011, “Shadow banking in the euro area: An overview,” *ECB Occasional Paper*, 133
- Benston, G., 1992, “The future of asset securitization: The benefits and costs of breaking up the bank,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(1), 71-82.
- Benveniste, L., & Berger, A., 1987, “Securitization with recourse: An instrument that offers uninsured bank depositors sequential claims,” *Journal of Banking & Finance*, 11(3), 403-424
- Bhattacharya, A., & Fabozzi, F. (Eds.), 1996, *Asset-backed securities* (Vol. 13). John Wiley & Sons
- Boyreau-Debray, G., & Wei, S., 2004, *Can china grow faster? A diagnosis on the fragmentation of the domestic capital market.*, International Monetary Fund
- DeMarzo, P., & Duffie, D., 1999, “A liquidity - based model of security design,” *Econometrica*, 67(1), 65-99
- European Commission, 2012, *Green paper: Shadow banking*
- Fabozzi, F., Fabozzi D., & Pollack M., (Eds.), 1991, *The handbook of fixed income securities. 3d.*, Business One Irwin
- Fabozzi, F., Modigliani, F., & Jones, F., 1996, *Capital markets: Institutions and instruments* (Vol. 3). Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall
- Fabozzi, F. (Ed.), 1998, *Handbook of structured financial products* (Vol. 39)., John Wiley & Sons
- Frost, C., 1997, “Asset securitization and corporate risk allocation,” *Tulsa Law Review*, 72, 101-124
- Gardener, E., & Revell, J., 1988, *Securitisations: History, forms and risks* (No. 5), Institute of European Finance, University College of North Wales
- Gardener, E., 1991, *Capital adequacy in the new Europe.*, Institut Valencià d'Investigacions Econòmiques

- Gorton, G., & Haubrich, J., (Eds.), 1990, "The loan sales market, in research in financial services," *George Kaufman*, Vol. 2, 85-131
- Greenbaum, S., & Thakor, A., 1987, "Bank funding modes: Securitization versus deposits," *Journal of Banking & Finance*, 11(3), 379-401
- Griffiths, J., 2005, "The use of CDO structuring for the disposal of non-performing loans in China" , *The Journal of Structured Finance*, 11(3), 40-50
- Hess, A., & Smith Jr, C., 1988, "Elements of mortgage securitization," *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1(4), 331-346
- Hill, C., 1996, "Securitization: A low-cost sweetener for lemons" , *Washington University Law Quarterly*, 74, 1061 -1120
- Iacobucci, E., & Winter, R., 2005, "Asset securitization and asymmetric information.," *The Journal of Legal Studies*, 34(1), 161-206
- James, C., 1988, "The use of loan sales and standby letters of credit by commercial banks," *Journal of Monetary Economics*, 22(3), 395-422
- Jensen, M., & Meckling, W., 1979, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Springer Netherlands, 163-231
- Johnson, S., 2001, "To Securitize or not," *Accessing capital markets through securitization*, 63-71
- Lipton, A., & Rao, S., 2002, "Valuing lender - paid mortgage insurance in mortgage - backed security and asset - backed security transactions," *Briefings in Real Estate Finance*, 2(1), 16-24
- Litwin, S., & Rental, C., 1996, "Unlocking the mysteries of auto lease securitization," *Business Credit-New York*, 98, 28-33
- Maxwell, C., & Gitman, L., 1990, "Capital adequacy and asset securitization: An assessment of the world's central banks," *The International Trade Journal*, 5(2), 183-216
- Mclaughlin, L., 2000, "The use of credit enhancements in the securitization of trade receivables," *Business Credit*, 34-38
- Milgrom P. & Roberts J., 1992, *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, Prentice Hall

- Mishkin, F., 1990, *Financial market and institutions*, Addison Wesley Longman, Inc.
- Modansky, R., & Massimino, J., 2011, "Asset-based financing basics: What cpas need to know about using asset-based lending and factoring as alternatives to traditional bank financing," *Journal of Accountancy*, 212(2), 40
- Obay, L., 2000, *Financial innovation in the banking industry: the case of asset securitization*, Routledge
- Obay, L., 2014, *Financial innovation in the banking industry: the case of asset securitization*, Routledge Office of the Federal Register, 2010, the Code of Federal Regulations
- Park, C., 2000, "Monitoring and structure of debt contracts," *The Journal of Finance*, 55(5), 2157-2195
- Pavel, C., 1986, "Securitization," *Economic Perspectives*, 7, 16-31
- Pavel, C., & Phillis, D., 1987, "Why commercial banks sell loans: An empirical analysis," *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, 14, 3-14
- Polleit, T., & Gerdesmeier, D., 2005, *Measures of excess liquidity* (65). Working paper series//Frankfurt School of Finance & Management, 4-15
- Popper, M., 1994, "The asset-backed culture clash," *Institutional Investor*, febrero, 17-25
- Rosenthal, J., & Ocampo, J., 1988a, "Analyzing the economic benefits of securitized credit," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(3), 32-44
- Rosenthal, J., & Ocampo, J., 1988b, *Securitization of credit: inside the new technology of finance*, John Wiley & Sons
- Schwarcz, S., 1994, "Alchemy of asset securitization, The," *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1, 133
- Schwarcz, S., 2003, "Securitization post-enron," *Cardozo Law Review*, 25, 1539
- Securities Industry and Financial Markets Association, 2009, *Fact Book*
-
- , 2013, *Europe Structured Finance Issuance and Outstanding*
- Shenker, J., & Colletta, A., 1990, "Asset securitization: Evolution, current issues

- and new frontiers,” *Texas Law Review*, 69, 1369
- Skarabot, J., 2001, “Asset securitization and optimal asset structure of the firm,”
prepared for European Financial Management Association, 21-23
- Stone, C. A., & Zissu, A., 2005, *The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage and Asset-Backed Securities*, Bloomberg Press
- Tamar F., 1991, *Securitization: structured financing, financial assets pools, and asset-backed securities* (Vol. 2). Aspen Publishers, 133-146
- Twinn, C., 1995, “Asset-backed securitisation in the United Kingdom,” *Bank of England, Quarterly Bulletin*, May, 134-143
- US Market Outlook. Bond Market Association, 2002
- White, L., 1991, *The S&L debacle: Public policy lessons for bank and thrift regulation*, Oxford University Press
- Zweig, P., 1989, *The Asset Securitization Handbook Hardcover*, Irwin Professional Public

【日本語文献】

- 稲村保成・白塚重典, 2008, 証券化商品のリスク特性の分析-再証券化によるレバレッジ
上昇のインパクト-, 「日本レビュー・シリーズ」, 1-8 頁
- 井村進哉, 2002, 『現代アメリカの住宅金融システム-金融自由化・証券化とリーテイルバ
ンキング・公的部門の再編』, 東京大学出版会
- 大垣尚志, 1997, 『ストラクチャード・ファイナンス入門』, 日本経済新聞社
- 片岡隆, 2000, 『不動産ファイナンス入門』, 中央経済社
- 北見良嗣, 2010, 米国住宅ローン証券化商品(RMBS)とシンセティック CDO について: 米国
サブプライムローン問題における複合商品の構造, 「北大法学論集」, 第 60 巻第 6 号,
153-170 頁
- 木下正俊, 2004, 『私の資産流動化教室-健全の市場のための資産流動化論』, 株式会社西
田書店
- 金融庁, 2006, 『金融庁告示第 19 号』
- 公益財団法人日本証券経済研究所編集, 2012, 『図説ヨーロッパの証券市場』, 日本証券経
済研究所

- 小立敬, 2013, 『シャドーバンキングの発展とそのリスク蓄積, 日本のシャドーバンキング・セクター』, 金融庁金融研究センター
- 清水正昭, 2013, アメリカの金融自由化・証券化と S&L 危機, 「千葉商大論叢」, 第 50 巻第 2 号, 23-76 頁
- 志村和次郎編著, 2006, 『アセット・ファイナンス実用ガイド-オフバランス経営革新と資金調達』, 日刊工業新聞社
- スティグリッツ・E・ジョセフ, ブルースグリーンワルド, 2003, 『新しい金融論: 信用と情報の経済学』(内藤純一, 家森信善訳), 東京大学出版会
- 白石洋一, 2000, 『貸出債権証券化の方法』, 東洋経済新報社
- 関志雄, 2013, 中国におけるシャドーバンキングの現状と課題, 「野村資本市場クォーターリー」, 秋号, 1-8 頁
- 関根栄一, 2007, 中国の証券化を巡る動き, 「中国資本市場研究」, 第 1 巻第 2 号, 71-85 頁
- 曹縦, 2013, 中国資本市場の諸問題と資産証券化の可能性, 「長崎大学大学院経済学研究科研究論集」第 8 号, 1-21 頁
- , 2014, 中国における貸付債権証券化の効果について, 「九州経済学会年報第 52 集」, 81-90 頁
- 高橋正彦, 2004, 『証券化の法と経済学』, NTT 出版株式会社
- , 2006, 欧米における証券化の発展, 「横浜経営研究」, 第 26 巻第 3・4 号, 31-49 頁
- , 2010, 金融規制強化と証券化への影響, 「資産流動化に関する調査研究報告書」第 6 巻, 22-47 頁
- 玉山和夫, 2013, 『金融経済と証券投資—入門から使える標準理論まで—』, 中西出版社
中小企業庁, 『中小企業実態基本調査』
- 張明・鄒曉梅・高蓓, 2013, 中国における資産証券化: 現状と展望, 「中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センターWorking paper」, 春号, 41-53 頁。
- 長谷川雅人, 2010, 証券化と信用リスク移転, 「青森中央学院大学研究紀要」, 第 14 号
1-10 頁
- 深浦厚之, 1997, 『債権流動化の経済学』, 日本評論社
- , 2003, 『債権流動化の理論構造』, 日本評論社
- 福光寛, 1998a, 日本における資産証券化の展開(上), 「成城大學経済研究」, 第 142 巻,
165-191 頁

- , 1998b, 日本における資産証券化の展開(下), 「成城大學經濟研究」第 143 卷, 189-226 頁
- 藤井眞理子・竹本遼太, 2009, 証券化と金融危機—ABS CDO のリスク特性とその評価, 「金融研究センターディスカッションペーパー」
<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2008/20090305.pdf>
- ムーディーズ, 2002, 「日本の資産担保証券市場: 2002 年の概観と 2003 年の見通し」, Moody's Japan K.K.
- 矢口和宏, 2002, 不動産証券化の財務指標と不良債権処理に与える影響, 「LDI レポート」, 1 月, 31-47 頁
- 楊巧麗, 2011, 中国における不良債権問題処理のあり方の検討—1990 年代における不良債権問題の日中比較から—, 「名城論叢」第 12 巻第 1 号, 37-66 頁
- 李欣偉・宋嬌, 2012, シャドバンキング: 中国の金融安定に向けた監督の重点, 「資本市場評論」, 第 10 期

【中国語文献】

- 財政部, 2000, 『企業会計制度』
- , 2006a, 『企業会計準則—基準準則』
- , 2006b, 『企業会計準則—具体準則』
- 陳安・王娟, 2008, 我国資産証券化的現状与問題分析, 「西安財經学院学報」第 21 巻第 5 期, 54-57 頁
- 程劍鳴・孫曉嶺, 2006, 『中小企業融資』, 清華大学出版社有限公司
- 程劍鳴・楊思群, 2001, 『中小企業融資与銀行』, 上海財經大学出版社
- 高雲星・李延軍, 2009, 美国的資産証券化歴史回顧, 「中国商界」第 6 期, 46-47 頁
- 葛培健, 2011, 『企業資産証券化操作実務』, 復旦大学出版社
- 国務院弁公庁発表, 2013, 『金融の經濟構造調整と經濟發展方式の転換及び高度化へのサポートに関する指導意見』
- 何自雲・周世鋒・連璋, 2005, 流動性過剩的根源, 「農村金融研究」第 12 期, 6-9 頁
- 胡小平主編, 2000, 『中小企業融資』, 經濟管理出版社
- 胡竹枝, 2004, 『中国中小企業融資: 供求, 効率与機制分析』, 中国經濟出版社
- 企業会計基準委員会, 2008, 『企業会計基準第 10 号—金融商品に関する会計基準』

- 廖靜池，2012，『中國證券公司產品創新發展研究』，深圳證券交易所綜合研究所
- 李哈，2013，資產證券化國際經驗与中国理財業務發展，「銀行家」，89-91 頁
- 李景欣，2008，『信貸資產證券化問題研究』，人民郵電出版社
- 李欣鴻·師佳英，2010，擴大應收賬款融資緩解中小企業融資困難，「中國證券期貨」，
第 9 期，138-139 頁
- 李楊·楊思群，2001，『中小企業融資与銀行』，上海財經大學出版社
- 李子彬·陳乃醒·博賢治·白林編集，2009，『中国中小企業發展報告(2008-2009)』，中国
經濟出版社
- 林毅夫·李永軍，2001，中小金融機構發展与中小企業融資，「經濟研究」第 1 期，10-18 頁
- 林璩·劉義聖，2003，福建證券市場的非效率性分析及对策建議，「福建論壇·經濟社会」
第 4 期，48-51 頁
- 毛軍華·羅景，2011，『中国民間借貸分析』，中国國際金融有限會社
- 裴平·熊鵬，2003，我国貨幣政策傳導過程中的『滲漏』效應，「經濟研究」第 8 期，
21-27 頁
- 冉光和·劉世香，2009，商業銀行流動性資金過剩機理和實証研究，「財經問題研究」第 2
期，55-59 頁
- 王靜，2005，中国資本市場的非效率狀況分析，「浙江金融」第 6 期，29-31 頁
- 吳曉靈，2005，積極推進資產證券化，「金融時報」12 月 15 日
- 應展宇，2010，中美金融市場結構比較：基于功能和演進的多維考察，「國際金融研究」第
9 期，87-96 頁
- 于鳳坤，2002，『資產證券化：理論与實務』，北京大學出版社
- 于建忠·李剛，2005，聚焦銀行資金流動性過剩，「農村金融研究」第 12 期，8-13 頁
- 張磊，2012，『影子銀行發展对我國貨幣政策的挑戰』，安徽大學
- 張明·古川令治，2006，『資產證券化手冊』，中国金融出版社
- 鄭江淮，2001a，產權制度約束下的非國有企業資金供給，「經濟管理」第 4 期，4-14 頁
- 鄭江淮，2001b，信息不對稱条件下非國有企業的資金供給，「經濟管理」第 12 期，4-11 頁
- 鄭超·張滿華，2003，論我国住房抵押貸出證券化的 SPV 運作模式，「中南大學學報：社会
科学版」第 9 期，364-368
- 中誠信國際信用評估有限會社，2005，『「中国聯通 CDMA 回線リース費用收益計畫」信用評估
報告書』

中誠信託有限会社, 2009, 『建元 2008 年第 1 期不良資産証券化清算報告書』
—————, 2013, 『工元 2008 年第 1 期貸付債権資産証券化清算報告書』
中国華宝信託有限会社, 2007a, 『工元 2007 年第 1 期貸付債権資産証券化発行説明書』
—————, 2007b, 『浦発 2007 年第 1 期貸付債権資産証券化発行説明書』
—————, 2011a, 『工元 2007 年第 1 期貸付債権資産証券化清算報告書』
—————, 2011b, 『浦発 2007 年第 1 期貸付債権資産証券化清算報告書』
中国工商銀行, 2008, 『2007 年度有価証券報告書』
—————, 2009, 『2008 年度有価証券報告書』
—————, 2010, 『2009 年度有価証券報告書』
—————, 2011, 『2010 年度有価証券報告書』
—————, 2012, 『2011 年度有価証券報告書』
—————, 2013, 『2012 年度有価証券報告書』
—————, 2014, 『2013 年度有価証券報告書』
中国国際金融有限会社, 2005 『中国聯通 CDMA 回線リース費用収益計画』発行報告書』
—————, 2008, 『建元 2008 年第 1 期不良資産証券化発行説明書』
—————, 2013, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化発行説
明書』
中国国泰君安証券有限会社, 2008, 『浙元 2008 第 1 期中小企業貸付債権資産証券化発行
説明書』
中国建設銀行, 2006, 『2005 年度有価証券報告書』
—————, 2007, 『2006 年度有価証券報告書』
—————, 2008, 『2007 年度有価証券報告書』
—————, 2009, 『2008 年度有価証券報告書』
—————, 2010, 『2009 年度有価証券報告書』
—————, 2011, 『2010 年度有価証券報告書』
—————, 2012, 『2011 年度有価証券報告書』
—————, 2013, 『2012 年度有価証券報告書』
—————, 2014, 『2013 年度有価証券報告書』
中国建投投資研究院, 2014, 『中国投資発展報告(2014)』
中国聯通有限会社, 2003, 『2003 年度有価証券報告書』

- _____， 2004， 『2004 年度有価証券報告書』
- _____， 2005， 『2005 年度有価証券報告書』
- _____， 2006， 『2006 年度有価証券報告書』
- 中国浦東發展銀行， 2008， 『2007 年度有価証券報告書』
- _____， 2009， 『2008 年度有価証券報告書』
- _____， 2010， 『2009 年度有価証券報告書』
- _____， 2011， 『2010 年度有価証券報告書』
- _____， 2012， 『2011 年度有価証券報告書』
- 中国人民銀行， 1999， 『人民幣利率管理規定』
- _____， 2001-2013， 『社会融資規模統計報告』
- _____， 2011， 『關於展開中小企業信貸政策導向效果評估的通知』
- _____， 2013a， 『金融機構信貸收支表』
- _____， 2013b， 『中国金融穩定報告』
- 中国人民銀行金融市場司編， 2006， 『中国資産証券化：從理論走向實踐』， 中国金融出版社
- 中国人民銀行・中国金融学会， 2000， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2001， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2002， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2003， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2004， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2005， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2006， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2007， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2008， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2009， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2010， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2011， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2012， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- _____， 2013， 『中国金融年鑑』， 中国金融年鑑雜誌社有限公司
- 中国对外經貿信託有限公司， 2009， 『浙元 2008 第 1 期中小企業貸付債權資産証券化清算報告書』

- 中国社会科学院, 2014, 『中国金融監管報告』
- 中国浙商银行, 2009, 『2008 年度有価証券報告書』
- , 2010, 『2009 年度有価証券報告書』
- 中国证券监督管理委员会, 2009, 『中国資本市場發展報告』, 中国金融出版社
- 中国中小企業年鑑編委会, 2011, 『中国中小企業年鑑(2011)』, 企業管理出版社
- 中華人民共和国国家統計局編, 1999, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2000, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2001, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2002, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2003, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2004, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2005, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2006, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2007, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2008, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2009, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2010, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2011, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2012, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- , 2013, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社
- 中華人民共和国商務部總公司, 2008, 『進出口統計快報』,
- <http://zhs.mofcom.gov.cn/tongji.shtml>
- 中信信託有限会社, 2007, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2006 年度
專項報告』
- , 2008, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2007 年度
專項報告』
- , 2009, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2008 年度
專項報告』
- , 2010, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2009 年度
專項報告』

—————, 2011, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2010 年度
専項報告』

—————, 2012, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2011 年度
専項報告』

—————, 2013, 『建元 2005 年第 1 期個人住宅ローン債権資産証券化 2012 年度
専項報告』

中信証券株式会社, 2008, 『工元 2008 年第 1 期貸付債権資産証券化発行説明書』

鐘田麗・弥躍旭・王麗春, 2003, 信息不对称与中小企業融資市場失靈, 「会計研究」第 8
期, 42-44 頁

周業安, 1999, 金融抑制对中国企業融資能力影響の实证研究, 「經濟研究」第 2 期, 13-20 頁

【ウェブサイト】

国際金融公社

www.ifc.org/structuredfinance

世界銀行オープンデータサイト

<http://www.worldbank.org/ja/news/feature/2014/03/24/open-data-economy>

Securities Industry and Financial Markets Association

[http://www.sifma.org/issues/capital-markets/securitization/agency-mbs-
market-practices/overview/](http://www.sifma.org/issues/capital-markets/securitization/agency-mbs-market-practices/overview/)

<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

Federal Reserve Board of Governors

<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>

The banker

<http://www.thebanker.com/Top-1000-World-Banks>

上海証券取引所

<http://www.sse.com.cn/market/>

Shenzhen Stock Exchange

<http://www.szse.cn/main/marketdata/>

中国聯通信有限公司

<http://www.chinaunicom.com.cn/about/tzzgx/index.html>

中国建設銀行

<http://www.ccb.com/cn/investor/index.html>

中国工商銀行

<http://www.icbc.com.cn/icbc/%E6%B5%B7%E5%A4%96%E5%88%86%E8%A1%8C/%E9%A9%AC%E6%9D%A5%E8%A5%BF%E4%BA%9A%E7%BD%91%E7%AB%99/cn/%E8%B4%A2%E5%8A%A1%E6%8A%A5%E5%91%8A/>

中国浦東發展銀行

<http://www.spdb.com.cn/chpage/c438/doclist.aspx>

中国浙商銀行

<http://www.czbank.com/czbank/html/2212.html>

謝辞

本研究論文は筆者が長崎大学経済学研究科博士後期課程において行った研究をまとめたものである。

本研究を遂行し学位論文をまとめるに当たり、多くのご支援とご指導を賜りました。まずは指導教官である深浦厚之教授に深く感謝しております。三年に渡って、終始暖かい激励とご指導、ご鞭撻を頂いたお陰で博士課程の修了に至ったと考えております。さらに、深浦教授の暖かい指導を通して、私自身の至らなさを実感することができたことは今後の努力の糧になるものであります。

また、副指導教官である丸山幸宏教授大倉真人准教授においても博士課程における研究および論文の執筆にあたって具体的に親身にご指導いただきました、深謝いたします。

さらに、博士課程において長崎大学経済学研究科の先生方に貴重なご助言、ご指導をいただいた。その中でも特に薛軍教授には公私共に貴重なご指導、助言を頂いた。薛軍教授の学者として、社会人としての姿勢は、私にとって尊敬すべきものであり、今後の社会人としての方向を示すものでもある。深く感謝いたします。

学位論文審査において、論文をご精読いただき、さらに貴重なご指導とご助言を頂いた本研究科の林徹教授に心より感謝申し上げます。

博士課程在学中、同期の田中一誠氏、張崢光氏の存在が、研究を進めていく上で、大きな励みとなったことを深く感謝しております。さらに博士課程の研究、勉学において、先輩である王晋之博士の熱心な協力と数多くのご助言が大きな助けとなったことを記すとともに、深甚の謝意を表します。

研究の現地調査および学術交流におきましては中国社会科学院、台湾国立政治大学、日本銀行北京支店、野村総合研究所（北京）有限公司、みずほ証券北京支店の方々には貴重なご助言と多大な協力を頂きました。感謝を申し上げます。

佐賀大学経済学研究科の山下寿文教授には、筆者が佐賀大学経済学部および経済学研究科在学中より、数多くのご助言と激励を賜り、研究の道に導いてくれたことをここに記すとともに、心より感謝申し上げます。

博士課程においては公益財団法人塚敏美育英奨学財団、公益財団法人ロータリー米山記念奨学会の奨学金により、研究および留學生活の支援を頂きました。このような恵まれた環境での勉学、研究ができる機会を頂いたことに対して再び感謝の意を申し上げたい。

最後になりますが、私の博士学位取得を心待ちしている祖父、祖母にこの論文を捧げる

とともに、二十八年間いつも心支えになってくれた母、道に迷った際に導いてくれた父に心から感謝の意を伝えたい。そして、私の博士課程への入学を快く承諾し、どのような状況においても私と苦楽を共にし、私を支え続けてきた素晴らしい妻、劉丹に私からの最大の感謝と賞讃を捧げ、謝辞とします。

2015年2月19日 乙未年正月元日の日に

曹樞