

東京都による行政主導型 CDO の現状と課題

—行政主導型 CDO を発展させるための条件—

森 谷 智 子

要 旨

東京都は、2000年以降、中小企業の資金調達手段の多様化と、中小企業向け債券市場の創設を目的に、行政主導型 CDO (Collateralized Debt Obligation, 債務担保証券) を実施している。今日では、東京都によって取り組まれている行政主導型 CDO が代表的なモデルとなり、多くの地方自治体もこの CDO に取り組むようになってきている。

本稿の目的は、東京都の取り組みを中心に、行政主導型 CDO の現状を検討し、行政主導型 CDO を中小企業の資金調達手段として進めていくうえでの必要な施策を検討することである。本来、地域に密着した民間の金融機関が中心となり、中小企業向け CDO 市場の拡大が図られるべきである。しかしながら、バブル崩壊以降、金融機関は、不良債権処理の問題などを抱えるとともに、BIS 規制における自己資本比率の改善のために貸出資産の圧縮に迫られてきた。そのため、金融機関は優良な中小企業の融資に対してさえ消極的にならざるをえなかった。このような貸し渋りの問題に対応する目的で、地方自治体が主導となり CDO を活用した資金調達手段が政策的に築き上げていったのである。

現在、金融環境の変化から優良な中小企業は、銀行融資を受けやすくなってきている。そのため行政主導型 CDO に参加を申し込む中小企業数が減少してきている。行政主導型 CDO を地方自治体の一時的な取り組みで終わらせるのではなく、今後、推進させていくために、いくつかの問題点を指摘する。そのうえで、行政主導型 CDO に係わる行政、信用保証協会、金融機関の果たすべき役割、そして必要条件をそれぞれ検討する。さらに、行政主導型 CDO が中小企業の資金調達手段として軌道に乗った際には、民間の金融機関がこれまでの行政の役割に代わって、中小企業のための CDO 市場を創りあげていくべきことを主張する。

目 次

- I. 問題の所在
 - II. 日本における行政主導型 CDO の現状と問題点
 - 1. 行政主導型 CDO とは何か
 - 2. 行政主導型 CDO の問題点
 - III. 東京都による行政主導型 CDO の取り組みと問題点
 - 1. 東京都の取り組み
 - 2. 優良な中小企業限定となる理由
 - IV. 行政主導型 CDO を推進していくための条件
 - 1. 東京都の役割 - CBO の活用 -
 - 2. 信用保証協会の役割 - CRD を利用した適切な保証料率の必要性 -
 - 3. 金融機関の役割 - 新たな証券化の取り組み -
 - V. まとめと今後の研究上の課題
- 参考文献

I. 問題の所在

ここ数年、中小企業の資金調達を円滑にする手段として貸付債権の証券化が活用されている。現在では、東京都によって実施されている行政主導型 CDO (Collateralized Debt Obligation, 債務担保証券) が代表的である。最近では、都市銀行も単独でこのような CDO に取り組むようになり、中小企業向け貸付債権の証券化商品市場の発行額は増大していることから、中小企業の資金調達手段の一つとして定着しつつある。

本来ならば、地域に密着した民間の金融機関が中心となり、このような市場の拡大が図られるべきである。しかしながら、これまで、東京都のような地方自治体を中心となり、中小企業向け貸付債権の証券化が取り組まれてきた。地方自治体が、このような証券化を主導する背景には、中小企業に対する民間の金融機関からの資金供給がこれまで充分に行われなかったことがある。バブル崩壊以降、金融機関は、不良債権処理の問題と保有株式の時価が下落するなど様々な問題を抱え、BIS 規制における自己資本比率の改善のためにリスクアセットの圧縮に迫られていた。そのため、金融機関はリスクの高

い中小企業の融資に対して消極的にならざるをえなかった。優良な中小企業でさえ、銀行融資を通じた資金調達が困難であった。このような貸し渋りの問題に対応する目的で、地方自治体为主导となり CDO を活用した資金調達のルートを政策的に築き上げていったのである¹⁾。行政主導型 CDO は、募集条件に従い、窓口金融機関が中小企業に貸し出す債権を一つにプールし証券化することによって、金融機関のリスクを軽減するとともに、中小企業に新たな資金を供給することができるというメリットを有している。その際、中小企業の融資には、信用保証協会による全額保証を付与し、デフォルトによる損失保証が政策的にカバーされる工夫が施されている²⁾。このような地方自治体为主导する中小企業向け貸付債権の証券化を、本稿では行政主導型 CDO と呼ぶ。

東京都では、中小企業の資金調達の多様化を目的とした中小企業向け債券市場の創設を念頭に、これまで計 6 回の行政主導型 CDO を発行している。しかし行政主導型 CDO は、推進していくうえで以下の問題を抱えている。第 1 に、リスクが高い劣後債の引き受け手がオリジネーターである引受銀行や、日本政策投資銀行そして日本銀行に留まり、機関投資家が引き受けていないことである。第 2 に、最近になって

緩和されたものの、行政主導型 CDO に参加する条件が厳しく、現状では証券化の対象が比較的優良な企業の貸付債権に限られていることである。第 3 に、現在、都市銀行による中小企業への融資が拡大し、優良な中小企業は直接に融資を受けやすい環境にある。そのため、行政主導型 CDO に参加を申し込む企業数が減少してきているという問題点もある。近年、多くの地方自治体がこの CDO に取り組むことによって、行政主導型 CDO が、証券化商品市場の中でも大きな割合を占めるようになってきている。しかしながら、このような問題点を解決しないことには、行政主導型 CDO は、地方自治体の一時的な取り組みで終わってしまう危険性がある。

本稿の目的は、東京都の取り組みを中心に、行政主導型 CDO の現状を検討し、CDO 自体を中小企業の資金調達手段として推進させていくために必要な施策を検討することである。現在、金融環境の変化から、行政主導型 CDO (CLO) に参加を申し込む中小企業が減少している。そのため東京都が目標としている中小企業の資金調達手段の多様化に困難が生じてきたといえよう。しかしながら、私募債を裏付けとした行政主導型 CDO (CBO) への中小企業の参加は増大しており、東京都が目標としている債券市場の創設へとつながっていくと考えられる。このような状況を踏まえ、行政主導型 CDO を推進させていくために必要なのは、行政（東京都）、信用保証協会、金融機関の証券化への関わり方を改善することである。これらの機関に今後求められる役割として、第 1 に、行政による債券市場創設を実現するため、複数の中小企業の私募債を裏付けとした CBO の積極的な活用があげられる。第 2 に、信用保証協

会は CRD (Credit Risk Database, 中小企業信用リスク情報データベース) を利用した適切な保証料率を設定する必要性があげられる。第 3 に、都市銀行ばかりではなく、政府系金融機関である中小企業金融公庫とも連携し、中小企業金融公庫で活用されている新たな証券化のスキームを活用していくことがあげられる。

本稿の構成は、以下の通りである。第 1 に、行政主導型 CDO の現状を検討し、その問題点について述べる。第 2 に、東京都の取り組みを中心に、行政主導型 CDO の取り組みについて概要を説明する。第 3 に、今日の中小企業のための証券化商品市場の問題点について検討する。最後に、行政主導型 CDO を推進させていくために、行政（東京都）、信用保証協会、金融機関に求められる役割を考察する。さらに、行政主導型 CDO が中小企業の資金調達手段として軌道に乗った際には、民間の金融機関がこれまでの行政の役割に代わって、中小企業のための CDO 市場を創りあげていくべきことを主張する。

II. 日本における行政主導型 CDO の現状と問題点

1. 行政主導型 CDO とは何か

CDO とは、貸付債権もしくは社債などを担保として発行される債券である。債券を発行する際、様々な投資家のニーズに見合うように優先劣後構造が用いられる³⁾。CDO は担保となる資産によって、社債の場合は CBO (Collateralized Bond Obligation, 社債担保証券⁴⁾) と、貸付債権の場合は CLO (Collateralized Loan Obligation, ローン担保証券⁵⁾) に分類

される。一般的に、CBO および CLO を合わせて CDO と呼んでいる。CDO では、低格付企業や無格付企業の社債あるいはリスクの高い貸付債権を、一つにプールすることによってリスク分散が可能となる。

日本では、貸付債権を売買するセカンダリーマーケットが未発達である。そのため、都市銀行、地方銀行、信用金庫を含む窓口金融機関が中小企業に新規に融資を行ったうえで、それらの複数の貸付債権を一つにプールし債券を発行するプライマリー型 CDO が主流となっている。リスクの高い債券を発行するということから、中小企業の融資には信用保証協会による信用保証が付与されているものもある。この信用保証が付与されていない場合、最もリスクの高い劣後債は、オリジネーターである中核となっている引受銀行が引き受けている。オリジネーターが劣後債を引き受けることによって、中小企業をモニタリングするインセンティブが高まるものと考えられている。このような状況に対応して、日本政策投資銀行や日本銀行が中小企業の資金調達の円滑化と、中小企業のための CDO 市場の育成を目的として、発行された劣後債を引き受けている⁶⁾。

1990年代後半以降、金融機関は不良債権処理の問題、そして BIS 規制における自己資本比率の改善のためにリスクアセットの圧縮に取り組まなければならなくなった⁷⁾。このことから金融機関は、リスクの高い中小企業の融資に消極的となり、地域産業にも影響を及ぼすようになっていった。そういったことに対応し、地方自治体は、中小企業の融資に対して信用保証を付与する、つまり、金融機関が果たせない信用補完の機能を信用保証協会に委ねることで、中小企業の資金調達の支援を実現していったので

ある。

以上の経緯から、日本における中小企業向け貸付債権の証券化は、東京都を代表として、地方自治体を中心となって組成されている。東京都は中小企業の資金調達手段を多様化するために、証券化を活用し、無担保で資金調達ができる仕組み作り、そしてこの CDO に参加する中小企業の募集に取り組んでいる。こういった観点から、地方自治体が取り組む中小企業向け貸付債権の証券化を行政主導型 CDO と呼ぶ。最近では、千葉県、大阪府、滋賀県の地方自治体も中小企業の資金調達を支援するために、東京都と同様のスキームを活用し、行政主導型 CDO に取り組むようになってきている。さらに複数の地方自治体が連携し、地域の中小企業を対象にこの証券化に取り組んでいる⁸⁾。

これまで中小企業は、金融機関から借入れするに際し、物的担保や保証人が必要とされてきた。バブル崩壊後、中小企業は、金融機関による貸し渋りや物的担保となる不動産などの価値が下落したことによって十分な資金調達ができなくなった。そのことに対応して、中小企業の資金調達を多様化させていくために、地方自治体は2000年以降、中小企業の資金調達手段の多様化として証券化の仕組みを活用している。

2. 行政主導型 CDO の問題点

森谷 [2003 a] では、行政主導型 CDO の発展を考えていくうえで、米国と日本における中小企業の貸付債権の証券化の実態について考察した。そして森谷 [2003 b] では、日本におけるセカンダリーマーケットの必要性について検討した。その結果、日本の問題点として、以下の5点を指摘した。第1に金融機関から融資される期間が短い。第2に、既存の貸付債権を効

率的に売買できるセカンダリーマーケットが形成されていない。第3に、信用保証協会による全額保証によって、金融機関が中小企業をモニタリングするインセンティブが低下し、信用保証協会が抱えるリスクがさらに高まっている。第4に、東京都が目標としている低格付企業の債券市場にはつながっていない。第5に、信用力の高い中小企業限定のCDOが組成されている。これらの問題は徐々に改善されているものの、セカンダリーマーケットの育成や信用保証協会による全額保証に関する問題などが残されている。さらに最近では、行政主導型CDOに申し込む中小企業数が減少してきているという問題も抱えるようになってきている。

森谷 [2003 a, b] の分析結果から、現状の行政主導型CDOとは、参加対象を信用力が高い比較的優良な中小企業に限定したうえで、信用保証協会による全額保証の付与やオリジネーターである金融機関が劣後債の引き受けを行うことによって、中小企業の信用力や情報の非対称性という問題をカバーしているのではないかと考えられる。さらに、金融機関が中小企業に融資する資金を資本市場から調達しているとも考えられる。本来のCDOは、低格付企業や無格付企業の社債あるいはリスクの高い貸付債権を、一つにプールすることによってリスク分散が可能となるスキームである。しかしながら、現在の行政主導型CDOは、本来の姿とはやや異なった活用の仕方であると言えよう。

行政主導型CDOは着手されたばかりであることを考慮すると、一概に信用保証協会による全額保証、オリジネーターによる劣後債の引受けを非難することはできない。今後、この行政主導型CDOを発展させていくためには、行政(東京都)、信用保証協会、そして金融機関の

CDOに対する関わり方を検討する必要がある。東京都が目標としている中小企業の資金調達の多様化および中小企業の債券市場の創設には、これらの機関の役割を再検討する必要がある。次に、行政主導型CDOで代表的な東京都による取り組みと問題点を述べる。

Ⅲ. 東京都による行政主導型 CDOの取り組みと問題点

1. 東京都の取り組み

東京都は2000年以降、計6回のCDOの発行を行っている(図表1参照)。東京都のこのような取り組みの目的は、従来のCDOに工夫を加えることで、銀行融資に依存している中小企業の資金調達を円滑にし、地域の活性化を促すことである。さらに、中小企業の債券市場の創設をも目標としている⁹⁾。

東京都はリスクの高い中小企業の貸付債権を証券化するため、第1回および第2回CDO(CLO)では、中小企業の融資に信用保証協会による保証を付与することで、発行される債券の信用度を高めるという工夫を施した。しかしながら、デフォルトが生じた場合、投資家にリスクを分散させるという本来のCDOの形態ではなく、信用保証協会がリスクを引き受ける形態であった。この点に対応し、第3回CDO(CLO)では、信用保証協会による保証が付与されている債券(A方式)に加えて、付与されていない債券(B方式)が発行された。この保証が付与されていないCDOの発行額は小規模ではあるが、信用保証協会が信用補完という役割を担わないということで注目を浴びた。初めて、投資家間でリスクを分散し合う債券が発

図表1 東京都による行政主導型 CDO の概要

	発行金額	参加企業数	商品 タイプ	1社当りの 最大融資金額	保証期間	返済方法	信用補完
第1回 CDO	694億2,500万円	1,715社	CLO	5,000万円	3年	期限一括	信用保証協会による保証付与
第2回 CDO	324億8,400万円	952社	CLO	5,000万円	3年	期限一括	信用保証協会による保証付与
第3回 CDO (A方式)	830億8,200万円	2,313社	CLO	8,000万円	5年	分割	信用保証協会による保証付与
第3回 CDO (B方式)	50億1,600万円	176社	CLO	5,000万円	1, 2, 3年	分割・一括	銀行による劣後債の引受け
第4回 CDO (A方式)	460億6,600万円	688社	CLO	3,000万円 ～1億円	約3年	分割	銀行による劣後債の引受け
第4回 CDO (B方式)	520億4,500万円	1,426社	CLO	5,000万円・ 8,000万円	5年	分割	信用保証協会による保証付与
第4回 CDO (C方式)	150億6,000万円	189社	CBO	5,000万円 ～1億円	2年	期限一括	銀行による劣後債の引受け
第5回 CDO (A方式)	415億4,000万円	344社	CLO	10億円	6ヶ月, 1, 2年	分割・一括	
第5回 CDO (B方式)	343億1,800万円	1,093社	CLO	8,000万円	5年	分割	信用保証協会による保証付与
第5回 CDO (C方式)	44億円	111社	CBO	1億円	2年	期限一括	
第6回 CDO (A方式)	233億4,000万円	148社	CDO	10億円	6ヶ月, 1, 2年	分割・一括	
第6回 CDO (B方式)	218億1,000万円	372社	CBO	1億円	3年	期限一括	
第6回 CDO (C方式)	191億5,800万円	631社	CLO	8,000万円	5年	分割	信用保証協会による保証付与

〔出所〕東京都産業労働局 <http://www.metro.tokyo.jp/Inet/Erc/SAIKEN/SHOUSAI/ECB3T100.HTM> (2001年12月7日、2002年3月20日、2002年5月5日アクセス)、<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/jypuken.htm> (2002年9月12日アクセス)、<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/2004result.pdf> (2005年3月30日アクセス) により作成。

行されたが、優先債の信用度をさらに高めるために、中核金融機関である東京スター銀行がリスクの高い劣後債を引き受けている¹⁰⁾。

第4回 CDO では、第3回 CDO に引き続き、信用保証協会による保証のない CDO (CLO, A方式) も発行された。その際、同様に、中核金融機関が劣後債を引き受けた。東京都では、これまで CDO 発行後その都度、参加企業を対象にアンケートを行い、中小企業が参加しやすい工夫を施している。第4回 CDO では、そのアンケート結果を活かして、融資期間、返済方法、1社当たりの融資金額が見直された改良・進化型 CDO (CLO, B方式) と名付けられた債券も発行している¹¹⁾。さらに、こ

れまで貸付債権を裏付けとした CDO が主流であったが、行政の取り組みとして初めて中小企業の私募債を裏付けにした CDO (CBO, C方式) が発行された。

第5回 CDO では、東京都内の在住者および在勤者を対象に債券を販売する都民参加型 CDO (CLO, B方式) が発行された。この都民参加型 CDO の表面利率は 0.4% 程度であり、個人投資家は銀行に預金するよりも高い利息を獲得することができる。さらに、東京都に所在する代表的な地方銀行が初めて中核となり組成した CDO (CBO, C方式) も発行された。

直近では、第6回 CDO が発行された。新た

な試みとして、中小企業の貸付債権や私募債と一緒にプールした証券化商品が初めて発行された（CDO，A方式）。東京都では、貸付債権や私募債をプールすることによって、そのプールの規模が大きくなり、参加企業の負担コストが減少すると見込んでいる。さらに前回に引き続き、都民を対象に販売する都民参加型 CDO が発行された（CBO，C方式）。C方式では、参加条件の一部を変更することによって、新たな企業がこの CDO に参加するためのハードルを緩和している。

しかし、参加条件を緩和しているといっても、比較的優良な企業の参加が多数である。反対に、もっと信用度の高い中小企業は参加していないという特徴がある。東京産業労働局の『第3回債券発行政策効果測定報告書』による帝国データバンクによる中小企業の信用力を示す評点を見ると、第3回 CDO（CLO，B方式）に参加した80%以上の中小企業が50点を上回る評価を有している¹²⁾。そのなかでも、50～54点の評価を有する中小企業が50%以上占めている。また39点以下および65点以上の評価を有する中小企業は参加に含まれていないという結果が生じている。このことから、窓口金融機関はデフォルトの確率が低い比較的優良な中小企業を選抜したものと考えられる。

この状況に至った背景には、少なくとも以下の2つの問題点が影響しているものと考えられる。第1に、証券化に取り組む銀行のコスト・パフォーマンスが悪く、リスクの許容が限定されている。第2に、信用保証協会によって一律に低保証料率での全額保証が付与されている点である。次に、参加対象が信用力の高い比較的優良な中小企業に限定される要因について検討する。

2. 優良な中小企業限定となる理由

（1）証券化による引受銀行のコスト・パフォーマンス

ここでは行政主導型 CDO を組成する際に、参加対象が優良な中小企業に限定される理由の第1として、証券化における引受銀行のコスト・パフォーマンスをあげ、独自の推計を行い検討する。

行政主導型 CDO は、信用保証協会による信用保証の有無によって分類される。信用保証が付与されていない場合、オリジネーターである引受銀行が、リスクの高い劣後債を引き受けることによって、発行される債券の信用度を高めている。格付機関は、引受銀行が劣後債を引き受けることによって、中小企業をモニタリングするインセンティブが向上すると評価しているが、融資金利から投資家に支払う利息や様々な諸経費などを差し引くと、この証券化に関わった引受銀行の利益はわずかなものと推測される。こういったことが比較的優良な中小企業だけを限定することにつながっているものと考えられる。

この証券化商品を発行するための諸経費に関して、東京都は個別案件ごとの個別費用を負担していない。そのため個別費用は未公開であるが、本稿では、第3回 CDO（CLO，B方式）の費用等の試算を行う¹³⁾。これは信用保証協会による保証が付与されていないものである。そのため中核金融機関である東京スター銀行が劣後受益権を引き受けている（図表2参照¹⁴⁾）。ここでは、第3回 CDO の発行後1年間の銀行のコスト・パフォーマンスを試算する。

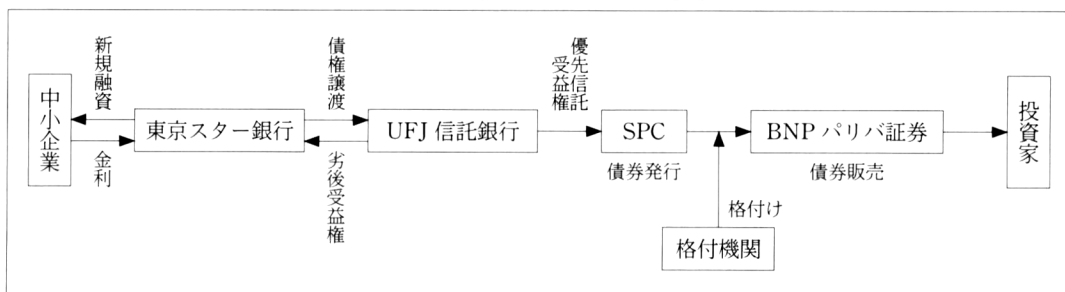
証券化商品を発行するまでには、通常の融資と比べてさまざまな費用が発生する。証券化に

関する初期費用（費用項目）には、アレンジャー委託費用、特別目的会社（Special Purpose Company, 以下SPC）設立費用および管理費用、倒産隔離費用、格付取得費用、社債管理会社費用、信託設定に係わる費用、募集に係わる書類作成費用、広告・宣伝・印刷費用、募集手数料支払い費用、弁護士費用などが含まれる。アレンジャー委託費用や信託設定に係わる費用は、証券化の規模と業務の範囲などによ

て費用の差が生じる。これらの費用の水準を一般化することは不可能であるため、10項目に関して最小限の費用で試算していく。

第3回CDO（CLO, B方式）の初期費用を試算した結果が図表3である。中小企業からの受取利息は、東京都が発表した年間平均2.92%を適用し計算した。その結果、1年間の受取利息は1億4,635万円となる。費用を計算するに際し、アレンジャー委託費用は融資総額の1

図表2 行政主導型第3回CDO（CLO, B方式）のスキーム



図表3 行政主導型第3回CDO（CLO, B方式）の費用項目

中小企業に対する融資総額	5,012,000,000	
(A) 中小企業からの利息（平均2.92%）	146,350,400	融資総額×2.96%
<費用項目①～⑩>		
① 投資家に支払う利息（合計）	30,760,000	(ア)+(イ)
(ア) 最優先債・A号債（0.61%）	21,960,000	債券発行額36億×0.61%
(イ) 優先債・B号債（1.76%）	8,800,000	債券発行額5億×1.76%
② アレンジャー委託費	50,120,000	融資総額の1%
③ SPC設立費用	11,000,000	株式会社の形態で設立
④ 倒産隔離費用（海外SPCの場合）	1,500,000	
⑤ 格付取得費用	5,000,000	
⑥ 債管理会社設置費用	10,000,000	
⑦ 信託設定に係わる費用	5,000,000	
⑧ 募集に係わる書類作成費用	1,000,000	
⑨ 広告・宣伝・印刷費用	800,000	
⑩ 募集手数料支払費用	15,036,000	融資総額の0.3%
(B) 総費用	130,216,000	①～⑩の合計
(C) 受取利息から総費用を引いた額	16,134,400	(A)-(B)
1件当たりのマージン（年間）	91,673	(C)÷176社（参加企業数）

%, 募集手数料は0.3%で推計した。第3回 CDO (CLO, B方式) では, SPC を株式会社として設立しているため, 設立費用を1,100万円として計算した¹⁵⁾。これらの総費用を計算すると1億3,021万円となる。このような様々な諸経費を差し引き, 年間の参加企業1件当たりのマージンを計算すると, 初年度では91,673円になる。さらに月間ベースでは, 約7,600円になる。ここでは, 弁護士費用や税務会計等に関する費用などが含まれていない。そのため, これらの費用を考慮すると, さらに月間でのマージンが減少するものと考えられる。

このように引受銀行のコスト・パフォーマンスについて推計を用いて考察すると, 証券化は, リスクを投資家に移転することができるというメリットがあるものの, さまざまな費用が存在するため, 引受銀行にとって中小企業の貸付債権を証券化することには, メリットは小さいと言わざるをえない。実際, 窓口金融機関の状況を見てみると, 当初, 多くの銀行および信用金庫を含む金融機関が行政主導型 CDO の窓口機関として参加していた。しかしながら, 第3回 CDO 以降, 行政主導型 CDO に取り組む金融機関数が減少している。したがって, 金融機関が受け取る金利と投資家に支払う利息の差であるスプレッドが少しずつ大きくなっているといっても, 金融機関が行政主導型 CDO によって得られる利益は非常に少ないものと考えられる。引受銀行のコスト・パフォーマンスの問題によって行政主導型 CDO への参加対象がよりリスクの小さい優良な中小企業となっているものと考えられる。

(2) 信用保証協会による保証付与のあり方 中小企業総合事業団が全国の金融機関を対象

にしたアンケート『金融機関の窓口からみた中小企業向け貸出, 信用保証付貸出等の動向に関する調査概要』(2004年6月24日発表)によると, 景気の回復, 新規取引先の開拓, 信用保証協会による保証付きの融資によって, 中小企業向けの融資が, 今後拡大していくと見込んでいる金融機関は増加している。また, 金融機関はこれまでの物的担保や保証人に依存しない融資への取り組みを進めていると報告している。

中小企業総合事業団によると, その背景には, 中小企業の財務数値などが蓄積されているデータベースである CRD を活用することで, 中小企業の経営状況を審査する体制が整備されたこと, またそのデータベースを利用することで, 中小企業のリスクに見合った金利の設定ができるようになったことがあげられている。さらに, 金融機関は信用保証制度を活用することによって, 中小企業の担保や保証に依存しない融資を促している¹⁶⁾。

これまで担保に依存した間接金融のもとで, 担保となる資産を十分に持っていない中小企業は, 必要な資金を調達することが困難であった。このような状況に対応し, 中小企業の資金調達の環境を改善するために, 金融機関などが中小企業の信用リスクについて信頼性の高い定量的評価を行うための情報インフラを整備するという目的で, CRD は2001年3月に構築された¹⁷⁾。CRD は, このデータベースを構築する際の会員として参画していた「信用保証協会や政府系・民間金融機関から, 中小企業取引先の財務データが提供され収集したもの¹⁸⁾」である。そのデータによって, 統計情報サービス, スコアリングサービス, サンプルデータサービスが提供されている。CRD は, これまでのデータベースとは異なり, データ数が豊富とい

うことだけではなく、3ヶ月延滞等を含む広義デフォルトまで考慮されたものであり、実務への親和性、合理性が高いと評価されている¹⁹⁾。

信用保証協会では、このCRDを導入し保証審査の効率化や適切な信用保証料率の推進を実現するために、CRDを活用したシステムについて検討してきた。しかしながら、信用保証協会の保証債務の残高を見ると、残高自体は、ここ数年減少している一方で、代位弁済額は逆に増大している。こういった状況から、信用保証協会は赤字が続く厳しい現実に直面している。信用保証協会に関しては、これまで均一保証料率や全額保証の問題が指摘されてきた。家森[2004]は、「現状のような均一保証料には問題が多い。均一保証料では、リスクの高い企業にとっては保証が割安になり、リスクの低い企業にとっては割高となるからである。したがって、保証料率の一律の値上げでは、リスクの高い企業ばかりが利用することになり、保証収支がむしろ悪化する可能性（逆選択問題）もある²⁰⁾」と指摘している。2003年4月以降、信用保証料率が引き上げられたものの、均一保証料率は続いている。

これまで取り組まれた行政主導型CDOの大半は、この信用保証協会による信用保証を付与

することによって債券の信用度を高めてきた。信用保証が付与されることで、投資家が投資するうえで安全性が高い債券となる。またデフォルトした際、信用保証協会が全額弁済することにより、金融機関は中小企業に融資した資金を回収することができる。現時点で、第1回および第2回CDOが償還済みである。参加企業数、業種、景気の回復などの違いを考慮する必要があるが、第1回と第2回CDOのデフォルト率を比較すると、デフォルト件数およびデフォルト金額は減少している（図表4参照）。東京都は「相対的に極めて低いデフォルト率」と評価している²¹⁾。また東京都は、デフォルト率が低下した要因として、参加条件を厳しくした点をあげている。つまり、売上高経常利益率や純資産倍率など、収益性および安全性を重視した指標を参加条件に加え、これまでの条件よりも厳しくしたと推測される。

帝国データバンクによると、行政主導型CDOは「比較的優良な中小企業が参加している」と評価されている²²⁾。行政主導型CDOの信用保証料率に関して、付与される保証料率は一律に0.75%となっている。信用保証協会の基本保証料率は、無担保保証の場合、1.35%であることを考えると、この保証料率は非常に低く

図表4 保証が付与された行政主導型CDOのデフォルト状況

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回
参加企業件数	1,715社	952社	2,313社	1,426社	1,093社
デフォルト件数 (割合)	127件 (6.85%)	30件 (3.05%)	34件 (1.44%)	23件 (1.57%)	4件 (0.36%)
債券発行金額	694億2,500万円	324億8,400万円	830億8,200万円	520億4,500万円	343億1,800万円
デフォルト金額 (割合)	42億9,700万円 (6.24%)	9億8,400万円 (3.03%)	10億1,900万円 (1.23%)	7億6,700万円 (1.47%)	1億3,000万円 (0.38%)

(注) デフォルト値は、2005年2月17日現在のものである。

〔出所〕東京都産業労働局 <http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/default3.pdf> (2005年2月28日アクセス) により作成。

中小企業のリスクに対応していない²³⁾。中小企業のリスクに見合わない不適切な低保証料率を適用していることが、行政主導型 CDO への参加が、比較的风险が小さい優良な中小企業に限定されている要因の一つであると考えられる。

次に、行政主導型 CDO を、今後発展させていくためにはどのような施策が必要であるのかを検討する。

IV. 行政主導型 CDO を推進 していくための条件

行政主導型 CDO を中小企業の資金調達手段として推進していくうえで最も重要な問題は、行政（東京都）、信用保証協会、金融機関の証券化に対する関わり方である。ここでは、それぞれの今後の役割について検討していく。

1. 東京都の役割——CBO の活用——

これまで東京都は、中小企業の資金調達手段の多様化および債券市場の創設を目標に、2000 年以降、行政主導型 CDO の発行に取り組んできた。一方で、「2003 年以降、銀行の不良債権問題も峠を越え、銀行は貸出資産を積み増したいという、アセットハングリーな状況にある²⁴⁾」と論じられている。都市銀行などによる中小企業向けの融資が拡大してきている。優良な中小企業は金融機関から直接に融資を受けやすい環境である。そのことが一つの要因となり、東京都による行政主導型 CDO に参加を申し込む中小企業数が、第 4 回 CDO の募集以降減少してきている²⁵⁾。東京都は、「これまでより使いやすい方法でない、自治体が証券化を主導する意味は薄くなってしま²⁶⁾」と危機感

を抱えている。そのため、東京都は新たな試みとして複数の中小企業の貸付債権や私募債を一つにプールした CDO の発行や、調達した資金の用途拡大といった新たな試みを導入し、参加企業数の規模を拡大しようとしている。中小企業の資金調達に対して、行政が果たす役割の検討は重要である。

東京都が中小企業の証券化に取り組んできた目的の一つとして、中小企業が資金を調達することができる債券市場を構築することがあげられていた。東京都では、第 4 回以降（2003 年 3 月）、中小企業の複数の私募債を裏付けにした行政主導型 CDO（CBO）を発行している。行政主導型 CDO（CBO）に参加を申し込む中小企業は単独で私募債を発行したことがないものと考えられる。そういった中小企業の私募債を発行する手助けをするものが CBO である。単独で起債するには困難である低格付企業、そして社債を発行したことがない無格付企業は、CBO に参加することによって社債を発行することができる。CBO の参加企業は、単独で起債するよりも低コストで、そして高い格付けで社債を発行することができるというメリットを有している。こういった CBO のメリットを活用し、積極的に CBO に取り組むことにより、東京都が目指す中小企業のための債券市場の創設につながると考えられる。柴田〔2003〕は、「参加企業は融資ではなく社債発行による資金調達ということで、資金調達手段の多様化となる²⁷⁾」と、CBO の取り組みを高く評価している。

この CDO に関するデフォルト率の推移をみると、2004 年 9 月現在、デフォルトが発生していない²⁸⁾。一方、同時期に発行した行政主導型 CDO（CLO）は発行後半年でデフォルトが生

じている。私募債に申し込む条件 (CBO) は公開されていないが、デフォルト状況から推測すると CLO の参加よりも厳しいものと考えられる。

東京都産業労働局が発表した『第5回債券発行政策効果測定報告書』(2004年7月)をみると、この行政主導型 CDO (CBO) に参加する際の「金利が高い」という問題点があるものの、「毎年定期的に実施してほしい」という要望が増えてきている²⁹⁾。このことから、今後 CBO に対する需要が高まっていくものと考えられる。行政主導で CBO に参加できる機会を増大し、それに参加した中小企業の実績などを考慮し、将来的に単独で起債できるような債券市場を構築していくことは、東京都の目的であると同時に、中小企業の資金調達方法の多様化にとって重要である。

2. 信用保証協会の役割

—— CRD を利用した適切な保証料率の必要性 ——

東京信用保証協会では、行政主導型 CDO に参加する中小企業の融資に対して低保証料率かつ全額保証を付与している。こういった信用保証のあり方は、かえって金融機関によるモニタリングの欠如や中小企業がモラルハザードに陥る恐れがあると懸念され続けてきた。吉野 [2004] は、「債務をすべて保証する制度は、金融機関のモラルハザード (安易に倫理を欠如して融資を増やすこと) を助長し、危ない貸付先であっても100%の信用保証が付くため、民間金融機関が融資を実行するという結果³⁰⁾」になると、全額保証による金融機関のモラルハザードに対する問題を提起している。

信用保証協会の代位弁済額や東京都による第1回 CDO のデフォルト発生率を見ると、この

ような問題が顕著に現れてきている。1999年度と2003年度を比較すると、全国の保証債務残高は27.7%減少している。一方、同時期の代位弁済額は27.5%増大し、代位弁済率は1.9%から3.3%に拡大している。行政主導型 CDO は、地域限定での取り組みであることから、多業種にわたる中小企業を募ることは困難であるという問題点があり、製造業、卸売業、小売業など、特定の業種が集中し、業種特有のリスクが集中している可能性がある。

最近では、複数の地方自治体が主導となり、行政主導型 CDO を組成するケースもみられる。多くの企業の参加を募るため、複数の自治体が共同でこの CDO に取り組むようになってきている。しかし、これらの地域の信用保証協会の代位弁済額の伸び率を見ると、ここ数年、全国の数値を上回っている³¹⁾。この代位弁済率の伸び率だけで判断すると、リスク分散がうまく行われていないと言えよう³²⁾。それぞれ一定の条件で選抜されている中小企業であるものの、地域が限定されることで対象業種などが偏り、その地域特有の景気動向に左右される傾向が強くなる。その結果、ポートフォリオを悪化させてしまうという問題点も生じるであろう。

現在、中小企業の CRD が効率的に活用されるようになり、デフォルトに関する推測が可能になってきている。石丸 [2002] は、CRD に蓄積されたデータを活用し個別財務諸表と実績デフォルト率の相関を分析した際、「利益関連指標においては、必ずしも評価が高いほどデフォルト率が低いとは言い切れない一方、借入金関連指標では評価が高いほどデフォルト率が低いという整合的な関係が成り立っている³³⁾」という結論に達した。そこで、このようなデータからより正確な企業の信用度を測定するもの

れる。

3. 金融機関の役割

—新たな証券化の取り組み—

ここでは、地方自治体による証券化の取り組みだけではなく、政府系金融機関である中小企業金融公庫の新たな証券化の取り組みについて検討する。中小企業金融公庫の取り組みは、民間の金融機関の役割を補完するものとして大きな意義があると考えられる。東京都による行政主導型 CDO に参加している中小企業は、「金融機関の勧めによって参加している」ケースが 60%以上を占めている³⁷⁾。金融機関は、参加企業を条件に合わせて選抜する役割を担っているともいえよう。さらにオリジネーターの場合、劣後債を引き受けることもある。このことから償還されるまで、中小企業をモニタリングするという役割も担っている。

第Ⅲ節で考察したように、引受銀行が証券化に取り組む場合、そこから得られる利益は非常に少ない。最近、金融機関は、景気回復にともない、中小企業への融資を拡大している。そのため貸出余力がある金融機関は必然的に証券化に取り組む意欲が欠如されていくものと考えられる。

2001年に、多くの金融機関によって日本ローン債券市場協会が設立されるなど、証券化商品市場のインフラ整備が進められているものの、セカンダリーマーケットに関して大きな進展は見られない。この状況から、金融機関は貸付債権を機動的に売却することができない。一方で、金融機関の貸出環境も良好となり、また貸付債権を保有する余力もある。そのため既存の貸付債権を市場に売却するインセンティブが低下してきているという意見もある³⁸⁾。それで

として CRD のスコアリングモデルが開発された³⁴⁾。そのスコアリングモデルを活用することによって、「企業の決算書から即座に『デフォルト確率』あるいは『スコア』を算出することが可能³⁵⁾」になる。このモデルによって1年間の平均デフォルト確率が想定され、プールされた裏付け資産の信用力が明確になる。さらに、村本 [2004] は、この CRD の活用に対して「中小企業自体も自らの格付けを予想できるので、自らの財務・非財務状況の改善に務めるといったインセンティブ効果を与えることになる³⁶⁾」と論じている。こういったモデルが開発されているにもかかわらず、信用保証協会では CRD を有効活用せず、行政主導型 CDO に参加する中小企業のリスクに対応した信用保証料率の設定が遅れている。この保証のあり方が、行政主導型 CDO に参加できる中小企業の対象を限定しているものと考えられる。行政主導型 CDO は発展途上の段階であり、保証のあり方を改善することによって、様々なリスクを持つ中小企業にも資金調達の一つの手段としてこの CDO が定着していく可能性が生じてくる。

行政主導型 CDO のデフォルト率の推移を見ると（第1回および第2回）、返還前およそ1年から、デフォルトが発生する割合が大きいという結果が生じている。そこで CRD のスコアリングモデルを効率的に活用することで、参加企業の財務状況に合わせ、信用保証料率をその都度改善していく施策も必要である。信用保証協会には、CRD を活用し、中小企業が抱えるリスクに応じて信用保証料率を設定することが求められる。その結果として、リスクが高い中小企業も含めた幅広い層の中小企業が参加できる行政主導型 CDO につながっていくと考えら

は、中小企業の貸付債権の証券化を中小企業の資金調達手段として推進していくために、金融機関はどのような役割を果たすべきなのか。この問題に取り組むうえで示唆を与えていると考えられるのが、中小企業金融公庫の取り組みである。

2004年12月には、政府系金融機関である中小企業金融公庫が中小企業の融資に対し、全額保証ではなく、部分的な保証（70%保証）を付与した貸付債権を証券化した³⁹⁾。この部分保証は、日本の中小企業の貸付債権の証券化に取り組むにあたって初めての試みである。前述のように信用保証協会は、中小企業の貸付債権を証券化することに対し一律の低保証料率を科していた。一方、中小企業金融公庫は、それぞれの中小企業のリスクに見合った信用保証料率を設定している⁴⁰⁾。保証されていない部分の安全性を高めるため、オリジネーター兼サービサーである銀行がその劣後債を引き受けている。さらに、日本ではセカンダリーマーケットが未発達ということから、中小企業金融公庫はセカンダリーマーケットに代わり地方銀行や信用金庫が保有する中小企業の貸付債権を買い取り、それらをプールした証券化を推進している。

このような中小企業金融公庫の試みは、証券化商品市場の規模を拡大していくうえで大きな意義がある。中小企業金融公庫のこのような証券化への取り組みは、これまでの行政主導型CDOと比較すると、地域を限定することなく幅広い地域の中小企業の貸付債権を証券化することができるというメリットを持っている。中小企業金融公庫の証券化支援部担当者は、地域を限定することなく中小企業の貸付債権を証券化できたという実績を評価している⁴¹⁾。信用保

証協会とは異なり、中小企業金融公庫はCRDスコアリングモデルなどを用いてデフォルトに関する確率を参考に、中小企業を抽出しながら証券化を組成している。しかしながら、これは中小企業の信用リスクを中心に見積もったものであり、地域特有のリスク要因は加味されていない⁴²⁾。忽那〔2003〕は、信用保証協会の保証実績（保証残高と代位弁済額）に地域的にかなりの格差があり、今後の分析において地域的な要因を考慮する必要性があると示唆している⁴³⁾。

このように中小企業金融公庫は、中小企業の融資に対して部分保証を付与した貸付債権を証券化したり、地方銀行や信用金庫を含む金融機関から買い取った貸付債権を証券化することによって中小企業の資金調達を支援している。このような取り組みは、米国における中小企業向け貸付債権の証券化の仕組みに近いものである⁴⁴⁾。中小企業金融公庫は、金融機関が保有する貸付債権を買い取ることによって、擬似的なセカンダリーマーケットとしての役割を果たし、多くの金融機関の新たな資金調達にもつながるだけではなく、中小企業金融公庫が組成する証券化に参加する中小企業数も拡大していくことにもなるだろう。つまり、日本ローン債券市場での貸付債権の売買が軌道に乗るまで、中小企業金融公庫の役割は証券化商品市場の発展にとって重要であり、同様の役割を有する金融機関の台頭が望まれる。このような中小企業金融公庫の取り組みは、行政主導の取り組みと同様に、中小企業向けのCDO市場を築き上げていくうえで重要になっていくものと考えられる。

V. まとめと今後の研究上の課題

本稿の目的は、東京都が取り組む行政主導型 CDO を中心に、その現状を概説し、中小企業の資金調達手段として行政主導型 CDO を進めていくために、行政（東京都）、信用保証協会、金融機関の今後の役割と必要な条件を検討することであった。

東京都は、中小企業の資金調達手段を多様化するため、そして中小企業向け債券市場の創設を実現するために行政主導型 CDO に取り組んでいる。東京都のような地方自治体が証券化を主導してきた背景には、民間の金融機関による貸し渋りによって、優良な中小企業でさえ資金調達が困難になったことがある。貸し渋りに苦しむ中小企業に十分な資金を供給する目的で、地方自治体が主導となり CDO を活用した資金調達方法を政策的に築き上げた。行政主導型 CDO に参加した中小企業の融資には、信用保証協会による低保証料率で設定された全額保証が付与されることで、デフォルトによる損失保証を政策的にカバーするという工夫が施されてきた。しかしながら、行政主導型 CDO の取り組み当初から、参加対象として信用度が高い比較的優良な中小企業に限定されている。また、最近では金融環境の変化から優良な中小企業は金融機関から直接に融資を受けやすくなっている。このような状況から、行政主導型 CDO に参加を申し込む中小企業数が減少してきている。

本稿では、行政主導型 CDO の参加対象が比較的優良な中小企業に限定されることになった二つの要因を指摘した。第 1 に、証券化に取り組む引受銀行のコスト・パフォーマンスが悪

く、リスクの許容が限定されていることである。第 2 に、信用保証協会によって一律に低保証料率を設定していることである。行政主導型 CDO を地方自治体の一時的な取り組みで終わらせるのではなく、今後、中小企業の資金調達手段として推進していくために、行政（東京都）、信用保証協会、金融機関の果たすべき役割を検討した。その結果、行政主導型 CDO を進めていくための必要な条件として、第 1 に CBO を活用すること、第 2 に信用保証協会の適切な信用保証料率を設定するために CRD スコアリングモデルを有効活用すること、第 3 に中小企業金融公庫による新たな証券化の仕組みを活用することを、それぞれ検証した。

本稿で得られた結論は、中小企業の資金調達手段の多様化、さらに中小企業向け債券市場の構築を実現させていくために、行政主導型 CDO にとって必要な条件であると考えられる。第 IV 節で概説したように、中小企業金融公庫は、地域金融機関が保有する中小企業の貸付債権を買い取り、それらをプールした証券化を実施している。地方自治体だけではなく、中小企業金融公庫がこういった取り組みを支援することは、地域金融機関が証券化に取り組むインセンティブを高め、中小企業への資金供給を通じた地域経済の活性化にもつながっていくものと考えられる。以上から、地方自治体そして政府系金融機関の取り組みによって、中小企業の資金調達手段として CDO 市場が軌道に乗った際には、これまでの地方自治体などが果たしてきた役割を民間の金融機関に委ね、中小企業のための本格的な CDO 市場を推進していくことが実現できると考えられる。

本稿で残された今後の研究上の課題として、2 つのことを検討していきたい。

第1に、信用保証協会による信用保証を付与しない債券が発行されている要因についてである。中小企業の貸付債権を証券化するに際し、発行される債券の信用度を高めるため、これまで中小企業の融資には信用保証による全額保証が付与されてきた。最近では、行政主導型CDOにおいても、信用保証を付与されない債券が発行されるようになってきている。現在、中小企業の貸付債権の証券化では、信用保証協会による保証が付与されない債券を発行する割合が、全体の5割以上を占めている⁴⁵⁾。そこで、なぜ信用保証を付与しない債券の発行が増えてきているのか、その要因について検証していきたい。

第2に、信用保証協会による信用保証を付与しない債券を発行する場合、中小企業および金融機関にどのような影響を与えるのかに関してである。第Ⅲ節で検証してきたように、証券化を実施するに際し、さまざまな費用が生じている。たとえば、行政主導型CDOに参加する中小企業は、通常の融資を受けるよりも高い金利を支払っている。また、証券化に取り組む金融機関は、十分なマージンを獲得することができないという結果が生じている。信用保証を付与しないことは、中小企業の金利負担を縮小するためなのか、もしくは証券化に取り組む金融機関のマージンを増大させるためなのか疑問が生じる。そこで、信用保証が付与されない中小企業向け貸付債権の証券化の取り組みが拡大している要因を明らかにし、そのことに対する中小企業や金融機関への影響について検討していきたい。

注

- 1) 数阪孝志 [2005], 2頁。
- 2) 木村温人 [2005], 44頁。
- 3) 優先劣後構造を利用することによって、シニア債、メ

ザニン債、劣後債というように優先債と劣後債に分けて発行する。シニア債は格付けが高く、ローリスク、ローリターンである。劣後債は格付けが低く、ハイリスク、ハイリターンの証券化商品である。優先債および劣後債に分類することによって投資家の投資する目的に応じることができる。

- 4) CBOに関しては、森谷 [2001], 97-124頁を参照されたい。
- 5) CLOに関しては、森谷 [2002], 129-153頁を参照されたい。
- 6) 日本銀行は、「証券化市場の動向調査」と「譲渡禁止特約の部分的な解除」にも取り組んでいる。日本銀行は、証券化市場の動向および市場での取引の円滑化および効率化を実現するために、アレンジャーである金融機関や格付機関から、証券化商品などの概要に関して報告を受けたものをホームページ上で掲載している(日銀HP: <http://www.boj.or.jp/seisaku/credit/sec.htm> を参照されたい)。さらに日本銀行では「自らが債務者となる売掛債権等について、一定の条件のもとで、SPCや適格期間投資家等への譲渡を可能とするよう、譲渡禁止特約を部分的に解除(日本銀行金融市場局 [2004], 6頁)」するような取り組みを行っている。
- 7) 高田 創 [2005], 3頁。
- 8) 宮城県・和歌山県・鳥取県・佐賀県の4県、富山県・岐阜県・愛知県・三重県・名古屋市の4県1都市が共同でCLOに取り組んでいる。さらに東京都は、2005年に東京都・神奈川県・横浜市・川崎市の中小企業を対象に広域CLOを発行している。
- 9) 柴田武男 [2003] は、「東京都の債券市場構想のポイント」はニューマネーである。銀行が相対で中小企業に融資するだけでは、銀行の貸付資金枠で制約が生じるが、貸付債権を転売して銀行が資金を回収すれば、その資金を再び融資に活用できる考え方(76頁)」と、債券市場を構築する際の重要な点を主張している。
- 10) R&Iでは、東京スター銀行が劣後債を保有することによって、中小企業をモニタリングするインセンティブが高まると評価している。
- 11) 第5回CDOでも第4回に引き続き、融資期間多様型CDO(CLO, A方式)が発行されている。これまで、3年、5年という融資期間が多かったが、この方式によって参加企業は6ヶ月、1年、2年、3年から融資期間を選択できるようになった。中小企業は、資金調達目的によって融資期間の選択の幅が拡大することになった。
- 12) 帝国データバンクでは、中小企業の信用度を測る指標を提供している。それは「100点満点」方式で中小企業を評価するものである。評価する際には、業績、資本構成、規模、損益、資金現況、経営者、企業活力が信用要素として適用されている(http://tdb-sol.com/lib_tdb/lib_2_1_d.htm, 2005年4月1日アクセス)。
- 13) エスピーシー証券では、証券化に伴う費用について概算を公開している。本稿では、この概算を参考に試算する(<http://www.spc-sec.co.jp/faq/cost.html>, 2005年2月3日アクセス)。
- 14) 第3回CDO(CLO, B方式)に参加した中小企業が

- デフォルトした場合、そのデフォルト額に応じて、東京スター銀行がそのリスクを負うことになる。つまり最終的に、東京スター銀行にはデフォルトした金額に相当する分だけが償還されないことになる。
- 15) 「SPCを設立する際には、どのような会社形態を利用するのか」という質問に対して、東京都の債券市場担当者からメールにて、「SPCは中核金融機関にとって一番使い勝手の良い形態を活用している」と回答が送られてきた(2005年2月18日返答)。
- 16) 中小企業総合事業団によるアンケート結果によると、信用保証制度を活用している金融機関が93.7%を占めている。
- 17) R&I [2004]『NEWS RELEASE 三都市CLO特別目的会社』11月16日付、3頁、(http://www.r-i.co.jp/jpn/news_topics/detail/200411/j04-c-623.pdf, 2005年3月20日アクセス)。
- 18) CRD運営協議会『CRDとは』(<http://www.crd-office.net/CRD/about/data.html>, 2005年4月1日アクセス)。
- 19) 田邊敏憲 [2004], 35頁参照。田邊は、これまでのデータベース(帝国データバンクおよび東京商工リサーチなど)の企業信用情報とCRDのデータベースを比較し、CRDのこれからの活用方法を検討している。
- 20) 家森信善 [2004], 88頁。
- 21) 東京都産業労働局『第2回債券発行<CLO>の結果報告』(<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/default2.pdf>, 2004年8月30日アクセス)。
- 22) 東京都産業労働局 [2000]『第3回債券発行 政策効果測定報告書』, 2頁。
- 23) 東京信用保証協会ホームページ『信用保証料率について』(<http://www.cgc-tokyo.or.jp/business/shinyo.html>, 2005年4月5日アクセス)。有担保保証の場合は、1.25%に金利が設定されている。
- 24) 高田 [2005], 3頁。
- 25) 行政主導型CDOの申し込み状況を見てみると、第1回CDOでは1,838社、第2回CDOでは2,503社、第3回CDOでは5,584社、第4回CDOでは3,498社(但しC方式は報告なし)というように企業数が減少している。第5回CDO以降、申し込み企業数に関して明らかになっていない。
- 26) 『日経金融新聞』, 2004年12月22日。
- 27) 柴田 [2003], 75頁。
- 28) 第4回B方式およびC方式は公募である。そのため、ブルームバーグで両方式の目論見書(クリスタル・スプリング・シーエルオー, クリスタル・スプリング・シービーオー)が入手、かつ毎月のデフォルト状況を確認することができる。
- 29) 第4回CDO(CBO)に参加した企業の46.8%が「金利が高い」と問題点をあげているが、「毎年定期的を実施して欲しい」という企業が31%を占めていた。続いて、第5回CDO(CBO)では、参加した企業の32.8%が「金利が高い」と回答しているものの、「毎年定期的を実施し欲しい」という企業が37.9%を占めていることから、今後、CBOへの需要が高まっていくものと考えられる(東京都産業労働局『第4回債券発行政策効果測定報告書』『第5回債券発行政策効果測定報告書』参照)。
- 30) 吉野直行 [2004], 2頁。
- 31) こういった行政主導型CDOに取り組んでいる東京都、千葉、佐賀県などに所在する信用保証協会の代位弁済額の伸び率および代位弁済率は、全国の数値を上回っている。
- 32) 行政主導型CDOに取り組んだ地方自治体が所在する信用保証協会の1998年度および2003年度の代位弁済額の伸び率を見ると、宮城県が83%、千葉県が32%、東京都が33%、三重県が78%、福岡県が79%と、全国で推計した伸び率を上回っている。
- 33) 石丸好太 [2002], 10頁。
- 34) CRDに関しては、石丸 [2002]を参照されたい。
- 35) 同上, 13頁。
- 36) 村本 孜 [2004], 19頁。
- 37) 東京都産業労働局『第5回債券発行政策効果測定報告書』, 6-7頁参照、(<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/15questionnaire.pdf>, 2004年8月20日アクセス)。
- 38) 高田 [2005], 3頁。
- 39) Moody's Japan K.K. [2004]『中小企業金融公庫CLO(第1回保証型)信託受益権』(http://www.moody.co.jp/sf_out/chushokokoclo/chushokokoclo.asp, 2005年3月15日アクセス)および、Moody's Japan K.K. [2005]『中小企業金融公庫CLO(第2回保証型)信託受益権』(http://www.moody.co.jp/sf_out/chushokokoclo/chushokokoclo4.asp, 2005年4月16日アクセス)。
- 40) 大坂府が主導となり組成した行政主導型CDOでは、中小企業のリスクに対応した保証率を設定している。
- 41) 2005年3月23日、中小企業金融公庫の証券化支援部担当者に電話にて、「東京都が取り組むCDOと中小企業金融公庫が取り組むCDOを比較した時、どのような点が異なり、またメリットがあるのか」質問した際の回答を掲載。
- 42) 中小企業金融公庫では、広域の中小企業を対象に証券化を組成しているものの、東京都に所在する中小企業が50%以上を占めている(第1回および第2回保証型、Moody's Japan K.K. [2004], [2005]を参照)。さらに代位弁済額および代位弁済率が上昇している千葉県、埼玉県、愛知県に所在する中小企業もこの証券化のプールに含まれている。こういった状況から、CRDスコアリングモデルなどの他に地域特有のリスク要因もデフォルト分析の要因の1つに加味していないものと考えられる。
- 43) 忽那憲治 [2003], 17頁。
- 44) 米国中小企業庁では、中小企業の資金調達を支援するために融資プログラムを提供している。特に、小規模企業法に基づいて管理されている7(a)ローン・プログラムが代表的である。そのプログラムは、銀行が中小企業に融資したものを部分的に保証するものである。1985年以降、銀行およびファイナンス・カンパニーは、米国中小企業庁によって保証された部分の証券化に取り組むようになった。現在では、保証が付与されていない部分の証

券化にも取り組むようになってきている。米国における中小企業の証券化に関しては、森谷 [2003 a] を参照されたい。

45) 『ニッキン』2005年4月22日。

参考文献

- 石丸好太 [2002], 「CRD スコアリングモデルについての概要」『信用保証』No. 104号。
- 数阪孝志 [2005], 「自治体主導 CLO の特徴と地域金融」『信金中金月報』4月。
- 木村温人 [2005], 「自治体主導 CLO と地域金融機関～期待される地域金融機関のアレンジャー機能の向上」『金融ジャーナル』5月。
- 忽那憲治 [2003], 「中小企業金融における信用保証制度の役割－わが国信用保証制度改革に関する論点整理に向けて－」『信用保証』No. 105号。
- 柴田武男 [2003], 「中小企業金融と債券市場」『証券経済研究』第41号, 3月。
- 高田 創 [2005], 「特集 ローン市場 解題」『証券アナリストジャーナル』3月。
- 田邊敏憲 [2004], 「DB 活用による中小企業の進化」『Economic Review』VOL. 8, No. 3, 7月。

日本銀行金融市場局市場企画グループ [2004], 「わが国証券化市場の更なる発展に向けて～証券化市場フォーラムにおける議論の概要と日本銀行の取り組み～」『日銀レビュー』6月。

村本 孜 [2004], 「リレーションシップバンキングと中小企業金融」『経済研究』(成城大学) 第164号, 3月。

森谷智子 [2001], 「日本における社債担保証券の意義と問題点」『経営学研究論集』(明治大学大学院) 第16号, 2月。

—— [2002] 「日本における CLO の現状と課題」『経営学研究論集』(明治大学大学院) 第17号, 2月。

—— [2003 a] 「日本における中小企業の貸付債権の証券化に関する問題点」『経営論集』(明治大学経営研究所) 第50巻第2号, 1月。

—— [2003 b] 「CDO とセカンダリーマーケットの育成」『日本経営財務研究学会 東日本部会 (於 一橋大学)』3月29日報告。

家森信善 [2004] 「金融機関の審査機能充実を促す信用保証制度改革を」『金融ビジネス』5月。

(明治大学経営学部兼任講師)