

## 産業金融モデルの再構築

日本総合研究所 足立 茂

### <報告要旨>

#### 1. 産業金融モデル行き詰まりの原因

企業全体の信用に基づく融資、株式の相互持合などを柱とする産業金融モデルが行き詰まっていることは明白である。行き詰まりの原因をわが国経済の発展段階がキャッチアップ段階からフロントランナ - 段階に変わったことに求める考え方があるが、真因は「量的拡大優先主義、不動産担保への過度の依存、特定業種への貸出集中」などに象徴されるバブル期の銀行行動が「リスクに見合ったリターン、キャッシュフロー - が返済原資、貸出資産のリスク分散」という信用リスク管理の基本を大きく逸脱したことにあり、バブル崩壊後の金融政策の対応の遅れやマクロのデフレ放置政策がこの事態悪化を増幅させたとみるべきではないか。

#### 2. なぜ産業金融モデルは再生させなければならないのか

産業金融モデルの行き詰まりの主因が銀行の信用リスク管理上の欠陥にあり、その再生は可能と考えられること、金融審議会の将来ビジョンが提示する「市場金融モデルを中核とする複線型の金融システム」への早期移行の前提条件が充足されていないこと（市場金融モデルが中核となるにはその前提条件として「資本市場の資金の出し手としてのリスクテイカーに厚みが出てくる必要」があるが、最終的なリスクテイカーたる家計は「ハイリスク・ローリターン」という厳しい投資環境と資産選択上の制約を抱え、リスクテイカーに慎重。とりわけ、後者は構造的制約ともいえる。即ち、土地・建物の実物資産と株式を「リスク資産」と定義すると、わが国家計は資産全体では既に十分にリスクをとっている。家計のリスク資産選択の自由度を高めるには住宅・土地の流動性の向上、持家を代替し得る良質な借家市場の形成によってライフスタイルが変化する必要があるが、それには相当の時間がかかる）、産業構造調整が当分続くと予想されるなかではモニタリング、ターンアラウンドなど時間をかけて企業再生に取り組む産業金融モデルの方が国民経済的にロスも少なく、より適合的と考えられること（機関投資家の基本スタンスはあくまでも「投資」であり、貸出債権の流動化・証券化などによって信用リスクを引受けた後のリスク管理、就中企業再生機能は期待できない）、などを勘案すると産業金融モデルの再生は金融システムの安定性回復を図る上でも重要課題といえる。

しかしながら、産業金融モデルの再生にはデフレからの脱却による不良債権の新規発生の抑止、既存の不良債権処理、企業側のビジネスモデル転換などが不可欠の要件であり、それにはある程度の集中調整期間が必要と考えられる。

### 3.信用リスク管理強化・高度化

新しく生まれ変わる産業金融モデルの中核をなす信用リスク管理機能強化・高度化の出発点は資産価格との連動切断である。不動産担保への過度の依存と資産デフレが不良債権問題を大きくした根因であること、近時の株価下落に伴う巨額の含み損による自己資本の毀損などを勘案するとこれは当然。その上で 大口与信や特定業種への集中リスク排除を目的とする貸出ポ - トフォリオの構築によるリスク分散、 企業の信用リスクに見合った貸出金利設定、環境変化に応じた機動的なモニタリング、企業の業績悪化初期から破綻危機に至る各段階に応じ、企業の合併・買収、売掛債権・不動産の流動化・証券化などの処方箋を講じ、成長軌道への回帰を図るタ - ンアラウンドなどを切れ目なく実行する信用リスク管理体制の構築などが目指すべき方向。なかでも、貸出金利の適正化とタ - ンアラウンドを可能とする体制をどう構築するかがポイントとなる。

### 4.産業金融モデル再構築のための成功の条件

産業金融モデルの再構築が成功を収めるためにはいくつかの条件がある。第一は貸出金利適正化への執行力を高めることである。それには政府系金融機関の役割見直しも不可欠だが、銀行の自助努力が極めて重要である。具体的にはソリューション力の向上、シンジケート・ロ - ンやプロジェクト型融資など市場機能の活用、営業部店目標の絞り込みなどである。第二は投資銀行モデルとのコラボレ - ションの推進で、これがあって初めて切れ目ない信用リスク管理が可能となる。企業再生には投資銀行のノウハウが必要不可欠であること、産業金融モデルでのモニタリングによる問題の早期発見がタ - ンアラウンドの有効性を高める鍵となることなどがその理由である。第三は自前主義・漸進主義からの脱却である。タ - ンアラウンド・スペシャリストを自前で育てるには時間がかかりすぎる。外部からプロフェッショナルを採用するなど「時間を買う」柔軟な発想とそれをスピ - ディ - に実行することが重要である。第四は産業金融カルチャ - が銀行全体を支配する企業カルチャ - の変革である。産業金融が支配的なカルチャ - のもとでは投資銀行モデルは成長の芽を摘み取られかねない。企業ニ - ズの変化の方向性を勘案すると、投資銀行モデルが成長しない限り、産業金融モデルの有効性は低下していかざるを得ないのである。

<フロア - からの質問とそれに対する回答>

質問者:UFJ つばさ証券経済研究所 岩崎敬介氏

質問:

証券化で金融機能をアンバンドルする場合、例えばアレンジャー - 、格付機関、さらには弁護士事務所もそれぞれについて詳細なり - ガルチェックをするなど、多くの関与者が相当の手間をかけるため、バンドルされた現状よりコストが嵩む面もある。CDO などで小口

債権をブ - ルにして大口化することでこれをクリヤ - する手法もあるが、制約も多く完全な切り札とはなりにくい。また、タ - ンアラウンドで MBO などをハンズオンでやろうとする場合、企業規模がある程度以上ないと到底ペイしないといった限界もある。こうした制約をどう考えるか

回答:

証券化で金融機能をアンバンドルした場合、複数の関係者が存在するためバンドル化された現状よりもコストが高くなることはある意味では当然。証券化のそもそもの目的は信用リスク量の削減にあることを勘案すると、比較の対象とすべきはバンドルされた状態を維持することによるリスク=コスト(信用リスク量、割当資本とリタ - ンの比較)とアンバンドル化された場合のコストではないか。

- ・アンバンドル化に伴うコスト>バンドル状態維持のコストの場合  
この場合、証券化ニ - ズは小さい
- ・アンバンドル化に伴うコスト<バンドル状態維持のコストの場合  
この場合、証券化ニ - ズは大きい。

アンバンドル化に伴うコストを引下げるため CLO のようなスキ - ムを活用するのも一法。但し、デフォルト率、回収率などの統計的蓄積が十分でないこと、そもそも貸出利ざやが企業の信用リスクに見合っていない(利ざやが低い)ことなど、証券化には制約も多いことは事実で、証券化が円滑に進むにはある程度の時間が必要。

CLO については現存の中小企業向け貸出債権を証券化するのが一般的だが、CLO を前提とした貸出金の募集を行い、自行の信用リスク計量化モデルを活用しプライシングを行えば、「リスク・リタ - ン」がマッチした貸出ポ - トフォリオが構成できるし、コストも下がると考えられる。但し、この場合も回収率などの統計的蓄積は依然として問題として残ることになる。

・一般論としてモニタリング・コストを勘案すると、一定の企業規模がないとタ - ンアラウンド対応として MBO を採り上げるには限界があることは事実である。タ - ンアラウンドを行う場合、基本的には成長軌道への回帰の可能性が高いことが前提になるが、対象企業の信用状態悪化の段階(赤字決算、債務超過、破綻危機など)に応じて対応手段(事業ポ - トフォリオの修正、マ - ケティング見直し、アセットベ - ス・ファイナンス、企業分割、M&A、MBO、リキャピタライゼ - ションなど)が異なり、それによってコストも異なる。一方で、成長軌道への回帰によって得られるメリット(銀行からみた取引収益の拡大、信用リスク量の軽減などによる割当資本の削減など)もある。タ - ンアラウンドの手段に伴うコストと対象企業の成長軌道回帰に伴うメリットの比較考量によって採算が判断されるべきである。例えば、自行単独で MBO ファンドを組成する場合のコストがメリットと比べ割

高な場合には、他の再生ファンドへの売却などの選択肢も考えられる。

以上