

SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain SMC 豊島 健治

中小企業金融の理想と現実 (東京都の失敗)

昨日(3日)の新聞に「東京都主導の社債担保証券 元本割れが確定」という見出しの記事が出ました。それを見た時、「やはりね」と思いましたが、私がお付き合いしている会社も債務者として参加していることもあり、「優秀で元気な中小企業が担保や保証人がなくても市場から資金調達できるよう直接金融の道を拓く」という高い理想を掲げた東京都債券市場構想は脆くも頓挫したかどうかを見極める必要があると思い、以下一寸調べてみました。

この社債担保証券(通称、CBO)は、中小企業が取引金融機関を引受先として発行した社債が信託銀行に譲渡され、信託銀行が当該債権を信託受益権に変換、それをSPC(特別目的会社)が投資家に販売するというスキームの下に発行される証券です。まあ、サブプライムでも話題となった証券化商品の一種ですが、メリットとして、

市場から資金調達でき調達多様化が図れる、無担保、長期の安定資金が調達できる、社債発行による企業ステータス向上が期待できる、等が喧伝されました。それに乗った訳でもないでしょうが、過去10年間に10回発行され、利用中小企業は約16,100社、発行金額は7,100億円に昇っています(注:実績値にはCLO=ローン担保証券も含む)。

上記実績からすればCBOが中小企業の資金調達に一定の役割を果たしたのは間違いのない所ですが、昨日の新聞記事からすれば「もう続かない」と思わざるを得ません。

問題のCBOは、06年に期間3年で発行された「シービーオー・オール・ジャパン」という大仰な名のCBOです。全国から1,269社の中小企業が社債発行企業として参加、発行総額が881億円に達した証券化商品ですが、これが元本割れで償還されることが確定しました。新聞によると償還率は下表の通りです。

区分	発行額	償還率	当初格付
A号	40億円	100%	AAA
B号	831億円	85%	AAA
C号	7億円	0%	AA
D号	3億円	0%	A

(注:償還優先劣後順位A B C D号)

ご覧になれば分かるように、問題は高格付けでスタートしたCBOにも拘わらず、発行後急激な格下げが行われ、最終的に元本割れが起こった所にあります。格付け推移は下記の通りです。

06.3.15 AAA	07.7.6 AA	07.9.11 BB
08.4.11 B	08.7.11 CCC	09.7.2 CC

何という格下げ推移でしょう。「最初の格付けは何だったのか」という状態です。これでは、格付けを頼りにCBOを購入した投資家は踏んだり蹴ったりです。何故、こんなことになったのでしょうか。東京都債券市場構想に問題があったのか、それとも格付け会社に問題があったのでしょうか。私は両方にあると思いました。

実は、東京都債券市場構想は今破綻の淵に瀕している新銀行東京と対となっています。中小企業の資金調達円滑化という錦の御旗の下、間接金融は新銀行東京が担い、直接金融は東京債券市場が担うという構想だったと思われます。新銀行東京がご承知のような状況に陥り、今中小企業のCBO市場も元本割れで虫の息です。双方とも実質的に破綻したと云われても仕方ないでしょう。

一方、格付け会社にも問題あります。このCBOの格付けを行ったのはあのS&P社です。東京都の構想に乗っかり、石原都知事に遠慮しながら格付けを行ったと云われても仕方ないように思われます。

格付け会社は金融工学的思考の下に格付けを行っていると言われていています。そこでは「確率」が重要な要素となっているようです。サブプライムでも同じ問題が起こりましたが、一個一個のデフォルトリスクは高くても、多数の債務者を集めればリスクは低減する、といったようなことが高格付けの根拠になっている模様です。確かにそういった側面もあるかもしれませんが、どうもよく解りません。いずれにせよ結果から見れば、格付け会社は顔を洗って出直すより外はないと思いますが、どうでしょうか。

中小企業金融は難しい、それは誰も否定できない事実だと思います。まして物的担保も人的担保もなしで融資するのはそれなりのノウハウが必要です。間接金融と直接金融の両面で中小企業金融に果敢に挑戦した東京都には敬意を払わなければなりません、その結果も重く受け止めなければならぬように思いました。

発信日: 2009.7.4 第588号

《複製・転載等をご連絡下さい》

TEL. 0438-53-6092 FAX. 0438-53-6096

URL: http://www.hi-ho.ne.jp/smc_toyo/ Email: smc_toyo@hi-ho.ne.jp