

## 証券化技術の発達と自動車産業

内田 修（横浜国立大学大学院）

米国の自動車市場では、購入者がオートローンやリースなどの販売金融を利用する比率は極めて高い。GM等のメーカーはユーザーに対し、自動車本体やアフターサービスに加え、GMACのような傘下の販売金融会社を使って、有利な金融サービスを提供しなくては、生き残っていけない。一方、メーカー側にとって、販売金融事業は、新車販売戦略として重要な役割を果たしているほか、大きな収益源にもなっている。

自動車販売金融会社は、商業銀行のような預金業務を行っていないため、資金調達面では、一般事業会社と大差はない。長期資金については、株式や社債を発行するか、銀行等から長期借入を行い、短期資金については、CP発行や銀行等からの短期借入に依存せざるを得なかった。

1985年1月、米国投資銀行のソロモン・ブラザーズにより、最初のオートローン債権の証券化が行われた。以後、自動車販売金融会社は、オートローン・リース債権の証券化により、同債権を早期に現金化できるようになり、資金調達コストの削減や調達ソースの分散も可能となった。さらに、同債権の証券化は、収益向上や、会計上のオフバランス効果にも資するようになった。

従来、流動性危機は金融機関に特有の問題で、製造業には無縁のものと考えられてきた。しかし、近年のディスインターメディアーション（企業の銀行離れ）と、事業会社の直接調達拡大の流れのなかで、代表的な製造業である自動車業界でも、販売金融事業に依存する「金融業化」(financialization)が急速に進んできた。

傘下の販売金融会社の証券化を通じて、資金調達を行う自動車産業は、金融市場の変調から、グループ全体の資金繰りに大きな影響を受けるような構造に変化してしまった。今般の世界金融危機と証券化市場の機能不全のなかで、流動性危機が大企業の経営破綻の直接の引き金を引いたという点で、ベアー・スターンズやリーマン・ブラザーズと、クライスラーやGMとの間に、大きな相違はない。この点は、金融と実体経済の負の相乗作用の典型例ともいえる。

自動車メーカーは、これまで、リコールのような製品の問題に対する備えは行ってきたが、自社の資金流動性に対する危機意識を十分に持っていたかどうか、疑問である。証券化などの金融技術の発達の反面で、流動性プールの維持や、コンティンジェンシー・ファンディング・プラン（危機時の資金調達計画）などの流動性管理技術の向上は、今後の課題として残されている。