

自由論題報告

中小企業貸付債権証券化のリスクについて—CLOの事例から—

相馬 一天（東京福祉大学）

証券化商品の発展は、金融機関のリスクヘッジ手段を増やすものだけではなく、企業の資金調達を広げるものであり、投資を呼び込むことで新たな市場を創出し、経済効率を高める効果が期待される。中小企業の貸付債権を証券化する方法として CLO（Collateralized Loan Obligation）をあげることができる。CLOは、金融機関が有していたリスクを投資家に移転することが可能となり、中小企業が直接市場から資金を調達する仕組みである。

日本初行政主導の中小企業の貸付債権の証券化事案としては、平成12年3月に私募ABS（Asset Backed Securities）方式による発行を東京都が実施している。東京都債券市場構想として実施された中小企業の貸付債権証券化は、第1回に約694億円を資金供給している。その後、平成21年3月まで10回の発行が行われた。

政府金融機関の中小企業金融公庫（現日本政策金融公庫、以下公庫とする）は中小企業の私募債を参照するシンセティックCBO（Collateral Bond Obligation）を平成16年に226億円発行したのを初めとして、公庫が貸付債権を買取る方式のCLOを同年に89億7000万円発行し、さらに公庫が部分保証をするCLOを同年に429億円発行している。このように公庫のCLOの発行方式は、いくつかの類型に分類が可能である。公庫のCLOは、平成20年まで毎年発行された。その後、経済情勢の影響も少なからずあったと考えられるが、平成23年を除きしばらくCLOの発行は止まっていた。そして、平成28年以降現在に至るまで毎年CLOが発行されている。

CLOの基本構造の代表的な特徴は次の通りである。1つ目は、SPC（Special Purpose Company）やCDS（Credit Default Swap）等を用いて信用リスクを移転することである。2つ目は、貸付債権を優先と劣後に分類するトランシングにより、証券化商品としてリスクに応じたリターンを設定することにある。本報告では、公庫等これまで発行された個々のCLOの組成の特徴やモニタリングの状況を分析することで、一定の傾向やCLOのリスクや課題について検討する。

個々のCLO案件の信用リスクの評価を比較することを中心に考察をすすめるとともに、信用リスク以外の個々の債務等の流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスク等についても考察を加えたい。なお、対象とするCLO事例は公開された情報である。我が国においては公開されているデータがほとんど見当たらないため、東京都および日

本政策金融公庫の公開データを中心に上げる。