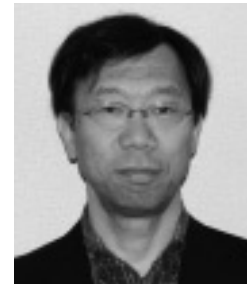


## 金融革新と中小企業金融

小 川 一 夫  
(大 阪 大 学)  
(社会経済研究所教授)



近年における技術革新のスピードには、めまぐるしいものがある。特に、情報通信分野における進展は著しい。私の専門分野は日本経済を対象とした実証研究であるが、実証研究のスタイルにも大きな変化が押し寄せた。今から30年ほど前、私の大学院生時代を振り返ってみると、当時の実証研究は現在から見ると極めて牧歌的であった。データとプログラムをパンチカードに打ち込んで、大型電算機が鎮座している計算機センターに持ち込むことから一日が始まった。計算結果が出てくるのが、その日の混み具合にもよるがほぼ6時間後である。従って、一日に2回計算結果が得られれば上出来であった。プログラムミスによって出力用紙にエラーが打ち出され、その日の打ち込みが徒労に終わる日々も多かった。

現在の研究スタイルは様変わりである。デスクに置かれた小さなパソコンのハードディスクにはプログラムからデータまですべてが収納されている。実証分析専用のソフトも市販されており、自らプログラムを組む機会は少なくなっている。また、データについても時系列データに関してはさまざまな政府機関等のウェブページからインターネットを通して瞬時にダウンロードが可能である。さらに一昔前では考えられなかった企業や家計の個票といったマイクロデータも利用できる環境が整っている。何十万の観察数を持つマイクロデータベースもパソコンには難なく収まっている。そして一日のうちにさまざまな特定化を試行錯誤しながら研究室や自宅で数多くの計算をこなすことができるのである。

このように情報通信分野における技術革新は、われわれ研究者の生産性を飛躍的に向上させてくれた。一般的に言えば、技術革新はこのような生産性の向上をもたらし、利用者に多くの便益を与えてくれるものと考えられている。

しかし、技術革新が常に利便性を高めてくれるとは限らない。金融の分野においても、近年技術革新が進行し、多くの新しい金融商品が開発され、金融機関の行動にも大きな変化をもたらしてきた。特に、証券化 (securitization) の進展には著しいものがある。証券化とは、最初に貸出を行った金融機関 (オリジネーター (原資産保有者) と呼ばれる) が、その貸出債権を特別目的事業体 (SPV) といわれる組織に売却し、自らのバランスシートから外すことを意味する。特別目的事業体は、さまざまな金融機関から売却されたロ

ーン債権を束にして、他の投資家に販売する。金融機関にとって、証券化の利点はローンをバランスシートから外すことにより、新たな流動性を確保することができ、それを原資にしてさらなる貸出等の資産保有が可能となる点である。また、原資産保有者が抱えていたローン固有のリスクは、束にされて多くの投資家に売却されることから、リスクの分散も可能となる。

証券化は21世紀に入り、アメリカにおいて急速に進行した。低所得者層を中心に貸し出されたサブプライムローンは、住宅価格の高騰と相俟って、証券化され、それを全世界の投資家が競って購入した。しかし、住宅バブルの崩壊とともに証券化商品の価値は暴落し、世界の金融市場が機能不全に陥ったことは記憶に新しい。

ここで証券化の効果に関するKeys、Mukherjee、Seru、Vigという4人の経済学者による興味深い実証研究を紹介しておこう。彼らは、金融機関が住宅ローンを証券化する際の経験則に着目した。それはFICOスコアと呼ばれる消費者の信用評点に基づく証券化の行動様式である。高いFICOスコア値は、消費者の信用状況が良いことの証であるが、経験則によると、FICOスコアと限定的な情報しかない借り手の場合には、FICOスコアが620を超えるローンならば証券化が行われるといわれている。彼らは、FICOスコアが620をわずかに超える（620+）借り手とわずかに下回る（620-）借り手に注目し、それぞれのタイプのローンが債務不履行となる確率を計算した。その結果、驚くべきことに債務不履行となる確率は、620+のローンの方が620-のローンよりも高いことがわかった。この事実は、620+の借り手に対しては、ローン債権が証券化されやすいことから、金融機関が家計について追加的な情報を収集することを怠ったことを反映したものと解釈できる。

貸出債権をいつでも証券化できるという意識が、金融機関から借り手の情報収集への誘因を奪ってしまったのである。これは社会にとって大きな損失である。というのも、本来ならばさらなる審査を行えば貸出を中止していた非効率な貸出案件に対してまで貸出が実行され、限りある資金が無駄に浪費されてしまったからである。

貸出を行う当事者にとって、時間を費やして集めた借り手の情報はかけがえのない資源となりうる。特に、バランスシートや損益計算書といったハードな情報が大企業ほど整備されていない中小企業に対しては、金融機関の貸出担当者が、生産現場において直に見聞して得た情報は、貴重な資源である。さらに、生産活動に真摯に取り組む中小企業を目の当たりにして、生産活動に対する情熱も貸出担当者にはひしひしと伝わってくるはずである。このような無形の情報も加味されて、中小企業への貸出は実行されるはずである。

証券化の安易な適用によって、このような現場の情熱が貸出担当者に伝達されないまま終わってしまう危惧を抱くのは筆者だけではあるまい。それはひいてはこだわりのある物づくりへの誘因さえも奪い去りかねない。今後、グローバルな競争環境がますます熾烈化するなかで、真に競争力のある中小企業を育成していくためには、資金面から支援する金融機関は、金融革新といった響きの良いことばに惑わされてはならないのである。