

自治体主導 CLO のわが国における実態

大都市型から広域連携型への拡大の背景と問題点

木村 温人

- ・ 直接金融への流れと CLO の位置
- ・ 自治体主導 CLO の全国的動向
- ・ 金融環境の変化と CLO イノベーションの必要

論文主旨

東京都は中小企業向けの債券市場を設立し、2000年3月から04年3月にかけて計5回の債券発行をし、総額3800億円を中小企業者に資金供給した。この CLO (Collateralized Loan Obligation) という中小企業貸付債権の証券化というスキームを使った債券市場の設立は非常に画期的なもので、その後全国の自治体に急速な勢いで広まり、中小企業者へ新しい資金供給の途を提供するものとなっている。本稿ではこの自治体主導の CLO の全国的動向を鳥瞰するとともに、個々のその実体を紹介する中で、今日のわが国の中小企業金融における CLO の意味と問題点などについて見ていく。

キー・ワード

直接金融、CLO、ABS、Off (On) Balance、無担保・無保証人、信用保証協会保証、ストラクチャード・ファイナンス、アレンジャー、オリジネーター、証券化市場の育成

・ 直接金融への流れと CLO の位置

1. 貸出債権の証券化と限界

戦後復興期から高度経済成長を経て今日に至るまで、わが国金融制度に圧倒的な存在感を示している間接金融も、1980年代半ばの金融自由化後、特に90年代後半に入ってから金融システム改革以降に比重を下げ、漸次、直接金融にその地領を譲り渡している。この間接金融から直接金融への流れは、いわゆる「失われた10年」と称される長期不況過程の中で登場した不良債権累増にともなう「貸し渋り」や「貸し剥がし」現象の日常化によって、近年の一時期さらに加速したように思える。すなわち、金融機関を介した間接金融はその融資にともなう物的担保や人的保証によって裏打ち担保されているが、バブル崩壊後のこの長期不況の下でこれら担保の実質価値が大幅下落したために機能不全となり、そのリスク部分が金融機関の財務にいきなり集中したことから、それを回避する方策としていくつかの「直接金融」が取り入れられてきているのである。

直接金融の代表格はあらためて言うまでもなく株式と社債であるが、近年この両者の目的に応じた

多様化（目的株式、新株予約権付社債、同引受権付社債など）が進むとともに、貸付債権を株式化する方式も登場してきており、債権放棄と併行して債務株式化をするデッド・エクイティ・スワップ（Debt equity swap）^{（注1）}や、本稿のテーマであるCLO（Collateralized Loan Obligation）もこの範疇に入る。CLO そのものは企業が保有する資産のキャッシュ・フローに基礎を置き、企業の信用リスクを切り離れた形で資産調達を行うアセット・バケット・ファイナンス（特定の資産を裏打ちとして発行される資産担保証券ABS＜Asset Backed Securities＞）の一種で、1970年に米国で発行された住宅モーゲッジを裏付けとする証券（Mortgage Backed Securities）から派生的に進化したものである。米国では1980年代以降、わが国でも90年代後半以降、モーゲッジ以外の金融資産を裏付けとした各種のABSの一つとして発行されてきている。^{（注2）}

具体的には、CLOは金融機関の保有する貸付債権（ローン）をアセット・プールし、それを裏付け資産として証券化した商品を投資家に販売することで市場から資金調達をする手法である。概略的スキームは、図1に見るところであるが、先ずオリジネーターとなる銀行等の金融機関が貸出を実行し、対抗要件を取得した形でSPV（特別目的会社）にこの貸出債権を譲渡し、SPVはこの債権プールから生み出されるキャッシュ・フローを引当として各種の商品形態によって投資家から資金を調達するというものである。

ただこのスキームは原則的に無担保・無保証人を旨としていることから、譲渡された貸出債権が期間中どの程度毀損するかといういわゆるデフォルト率が大きな問題となる。通常この種の小口多数の債権から構成される場合のデフォルト発生率は、オリジネーターである銀行等の過去の基本情報に依っているのであるが、その定量的計測は必ずしも容易ではなく法人間取引に十分浸透していないなどの課題を抱えていた。一般的には債権の保全手段としては物的担保・人的保証ということになるが、それではこれまでの間接金融による融資とさしたる相違はなく、無担保・無保証人の観点から見るとこの銀行等の金融機関主導の貸出債権の証券化には一定の限界が見られ広く活用される状況ではなかった。

2．自治体主導のCLO

このような状況下に登場したのが東京都の自治体主導のCLOである。1999年に就任した石原知事は、選挙公約でもあった「ジャンクボンド市場（米国の中小企業の社債発行市場）構想」をわが国の実体に合わせた形で発展させ、2000年にその後の全国の自治体をリードする「東京都債券市場構想」を実現させた。同構想は自治体が主導して中小企業に直接金融の道を拓き、資金調達手段の多様化を図ることで中小企業の振興、ひいては地域産業の活性化に寄与しようというものであるが、直接的には90年代後半から深刻化し社会問題にまで発展した中小零細企業等へのいわゆる「貸し渋り・貸し剥し」問題に対応する政策^{（注3）}でもあったと言える。

この構想と実行が上記の金融機関主導の貸出債権の証券化の一定の限界を克服できたのは、金融機関等が「無担保・無保証人」融資を容易な形で行える改良を行ったところにあるといえよう。すなわち図2に見るように、東京都の信用保証協会の保証を付けた方式を取り入れデフォルトによる損失保証を政策的にカバーした点である。東京都は後述のように2002年から保証協会の保証の無いCLO（図3参照）を実施しているが、発行金額や参加企業の数からみても圧倒的にこの信用保証協会の保証付CLOである。ちなみに表1は保証有無の比較を整理したものであるが、「有る場合（左欄）」の各項目の要件は「無い場合（右欄）」に比べて組成が容易である。特にオリジネーターとしての地域金

図1 . CLOスキームの概略

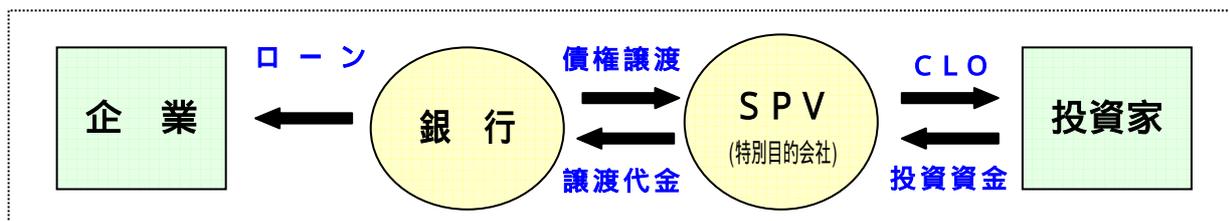


図2 . 保証協会の保証が有る CLO

成長途上にある中小企業に無担保かつ第三者保証人不要の長期資金調達機会を提供
 地域金融機関の資金調達手法多様化に貢献
 損失補償を通じた政策的意向の反映

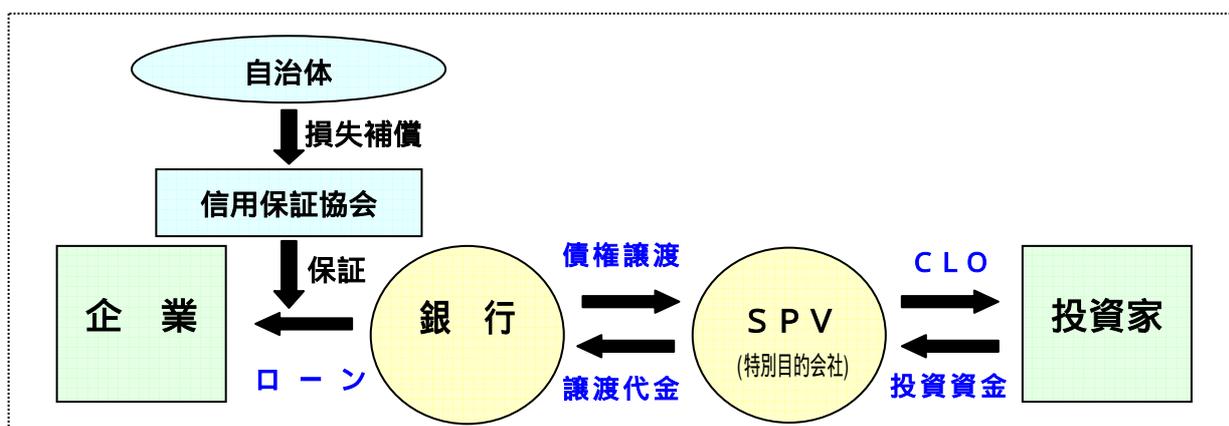


図3 . 保証協会の保証が無い CLO

財政負担の無い、純民間型 CLO
 金融機関の経営方針、ノウハウに依存

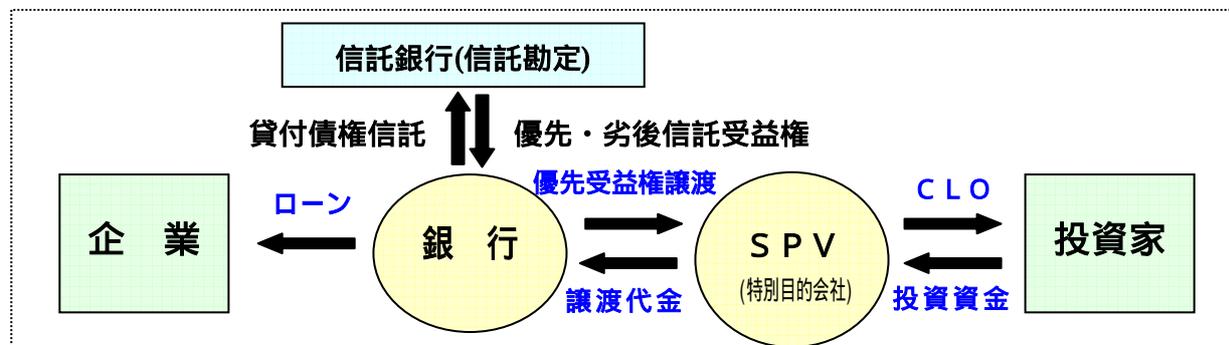


表 1 . 信用保証協会の保証有無の比較

	信用保証協会の保証が有る場合	信用保証協会の保証が無い場合
信用リスク (格付評価)	<ul style="list-style-type: none"> ・主として保証協会の保証債務履行能力に依拠以下の事項を総合的に勘案 ・信用保証協会自体の信用力 (財務内容・収益力) ・自治体と保証協会との間の損失補填契約等によるサポート ・国の施策としての「信用保証事業」全体に対する評価 	<ul style="list-style-type: none"> ・債権プール自体の信用力に依拠信用リスクモデル (CRD など) を活用した、プールの質の分析 ・金融機関によるローンの場合、行内格付けの利用も検討
コスト要因	<ul style="list-style-type: none"> ・保証料負担による実質負担金利の上昇自治体が保証料の一部を補填する例もある 	<ul style="list-style-type: none"> ・保証料負担分 (1%前後) が低減可能但し、融資基準のバーが高くならざるを得ない場合が多い
劣後部分	<ul style="list-style-type: none"> ・信用保証協会の履行能力に直接リンクするトランシェができるものの、通常投資家に販売することの難しい劣後部分の設定は不要 	<ul style="list-style-type: none"> ・通常はオリジネーターである金融機関が保有 ・複数の金融機関による場合には、貸出金融機関間の損失負担方法・割合についての工夫が必要
債権プール	<ul style="list-style-type: none"> ・債務者の数等に特段の制約は無い幅広い金融機関が窓口金融機関として参加可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・債権プールを組成する為には、各金融機関の組成するプール毎にある程度まとまった債務者数が必要 ・債務者集中を避ける為、一債務者あたりの金額割合については制約がかかる場合もある

(出所)「信用保険月報」2004年9月号、P7、表3より

融機関等にとってはこの形式の CLO に参加しやすいことは言うまでもなく、アレンジャーとしての大手都市銀行にとっても有利であることは説明を要しないであろう。とりわけ90年代末から2000年初頭にかけて深刻化した不良債権問題は、全ての金融機関の財務内容を悪化させ、あの自己資本比率の基準を死守する上でも極めて困難な時期であったことから、CLO の手法によって貸借対照表 (B/S) からリスク債権をオフ・バランス (Off Balance) することは絶好の選択肢であった。

・自治体主導 CLO の全国的動向

1. 主導する東京都

既に述べたように東京都の「債券市場構想」の出発点は、中小企業に直接金融への道を拓くこと等とともに、中小零細企業等への「貸し渋り・貸し剥し」問題に対応する政策でもあったわけであるが、2000年3月の第1回から04年3月まで計5回、総合計10本の債券発行を実施している。この中には第4回 (2003年3月) からのCBO (社債 < Bond > を裏付け資産とした証券化) も含まれているわけであるが、総額3800億円、対象企業9000社という実績である。これは中堅信用金庫の規模に匹敵するもので、僅か5年間の実績としては評価に値するものと言えよう。

第1回～第5回までの個々の実績の詳細については表2にみるところであるが、年々改良を重ねるなど自治体主導 CLO の先駆的試みが読み取れる。例えば、実質的に全体を統括していく中核金融機関 (アレンジャー) や窓口金融機関 (オリジネーター) の選定については、CLO の認知度を高めるた

表2．東京都の各年CLOの実態

	第1回		第2回		第3回		第4回		
	実施日	発行金額	参加企業	中核金融機関	融資金利	発行方式	期間・返済条件	信用保証の有無	証券化
実施日	2000年3月	2001年3月	2002年3月	2003年3月	2003年3月	2003年3月	2003年3月	2003年3月	2003年3月
発行金額	694億2,500万円	324億8,400万円	830億8,200万円	50億1,600万円	460億6,600万円	520億4,500万円	150億6,000万円	150億6,000万円	150億6,000万円
参加企業	1,715社	952社	2,313社	176社	688社	1,426社	189社	189社	189社
中核金融機関	富士銀行 / 信用金庫	三和銀行 / 東海銀行	三井住友銀行	東京マシ銀行+BNPパリバ証券	三井住友銀行	三井住友銀行	みずほ銀行ほか4行2金庫	みずほ銀行	みずほ銀行
融資金利	3.14%(オフセット)	2.67%(オフセット)	2.47%(オフセット)	平均2.92%(固定)	平均2.93%(オフセット)	2.807%(オフセット固定)	2.57%(オフセット固定)	2.57%(オフセット固定)	2.57%(オフセット固定)
発行方式	私募ABS方式	公募ABS方式	私募ABC方式	私募ABS方式	私募ABC方式	公募ABC方式	公募ABS方式	公募ABS方式	公募ABS方式
期間・返済条件	3年/満期一括	3年/満期一括	5年/2年6ヶ月/6ヶ月毎元金均等	1.2.3年選択/分割一括選択	3年/1年/6ヶ月毎元金均等	5年/2年/6ヶ月毎元金均等	5年/2年/6ヶ月毎元金均等	5年/2年/6ヶ月毎元金均等	5年/2年/6ヶ月毎元金均等
信用保証の有無	有	有	有	無	無	有	有	有	有
証券化	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO

	第5回		
	A方式	B方式	C方式
実施日	2004年3月		
発行金額	415億4,000万円	343億1,800万円	44億円
参加企業	344社	1,093社	111社
中核金融機関	UFJ銀行	三井住友銀行ほか4行2金庫	都内3銀行、日興証券
融資金利	(期間多様型のため)	約2.5%(オフセット)	約2.6%(オフセット固定)
発行方式	私募ABC方式	公募ABS方式/私募ABC方式	私募ABS方式
期間・返済条件	6ヶ月/1年/2年選択一括/分割	5年/2年/6ヶ月毎元金均等	2年/満期一括
信用保証の有無	無	有	無
証券化	CLO	CLO	CBO

(出所) 東京都ホームページより作成

めもあり金融機関各業態に請け負わせている点などが注目されよう。同表ではスペースの関係で詳しくは載せていないが、中核となる大手都銀を順次交替させ、都内の地方銀行や信用金庫の参加、外資系銀行と証券会社などの参入も図っている。またこれにともない債券発行の仕組みも変え、発行方式のイノベーションをしている。この様な多様な金融機関の参加と発行方式の改良は、資金調達の上で金融機関の規模に応じた対応ができ効率的であるとともに、市場において多くの投資家に魅力的な商品を提供出来ることを意味している。

また、画期的試みとして注目されるのは自治体主導 CLO で史上最大の発行金額を記録した第3回の保証協会の保証なしの試みである。純民間ベースのB方式で、東京都としては(金融機関がリスクテイクすることから)自らの財政負担の無いスキームで、融資期間や返済方法も選択制にするなどの多様化を試みたものである。この方式への参加企業は、結局176社(相談件数1250社)、発行金額50億1600万円と相対的に小額に留まったものの、第4回以降の同方式(保証協会の保証無し)において、発行方式や期間・返済条件の多様化などによるイノベーションの足掛かりをつくり、参加企業・発行方式の拡大を実現している。

さらに、この様な改良がCLO参加企業の規模、資本金、従業員のいわゆる「小型化」を実現可能にしている点も注目される。東京都CLO参加企業の企業規模は売上高で10億円~50億円が多いが、第1回CLO以降漸次この規模の縮小を示している。これを資本金でみても3000万円~1億円が多いところを、1000万円~3000万円の企業割合が毎年増加している。この傾向は従業員についてみても同様で11~30人から100人以上が多い中で10人以下の小規模企業の増加傾向が見られる。この様な企業を帝国データバンクの評点で見ると、53点~60点であり比較的信用度の高い「中堅クラス」の企業である。

これら先駆的自治体主導CLOの試みには、先に紹介したCBO方式による発行も加えられるであろう。第4回CBOは日本で初めての試みであり、CLO CBO 株式上場というステップアップ効果を狙ったもので189の参加企業と150億6000万円の発行に達している。これは中核金融機関である「みずほ銀行」のアレンジャー能力に依るところも大きい。続く第5回においては都内の複数地方銀行(東京都民銀行、東日本銀行、八千代銀行)に日興シティーグループ証券を加えた方式は、信用リスクモデルを用いて「信用保証協会の保証無し」であったことなどを勘案すると今後も注目されるものといえよう。

これらの注目点に加え第5回CLO(B方式=信用協会保証有)において、その一部を機関投資家とは別に都民向けに販売し、市民のお金が直接地域の中小企業を支えるいわゆる「資金還流」の試みも実施されたことも、同時期に千葉県・市がCLOの一部を投資信託として県民に販売(45億円)したことも併せて注目されよう。

2. 追従する大阪府・市と福岡県

主導する東京都に続いたのが大阪府・市と福岡県である。図4は2000年の東京都の第1回CLO以降2005年実施見込み(千葉県・市)までの自治体CLOの全国展開を図解したものであるが、都に遅れること2年で大阪府と福岡県、その翌年大阪市が組成されている。実績の詳細については表3(大阪府)、表4(大阪市)及び表5(福岡県等)にみるところであるが、大阪府CLOで先ず気づくのは保証協会の保証が全て無い点である。これについては大阪府もスキームの検討時期に多くの議論があった様で、「一般的にはこういうスキームを創設することは難しいものと理解して

図4.自治体CLOの全国展開

2004年

2005年実施見込



2003年



2002年



2001年



2000年



(出所) 東京都債券市場構想」パンフレット(04年3月)に大幅加筆修正。

※点線内は合同で実施

表3．大阪府の各年CLOの実態

	第1回		第2回	第3回	第4回
	A方式	B方式	A方式	A方式	A方式
実施日	2002年9月	2002年12月	2003年3月	2003年9月	2004年3月
発行金額	約371億円	約298億円	約240億円	約175億円	約73億円
参加企業	542社	483社	359社	273社	120社
中核金融機関	三井住友銀行	大和銀行+三井住友+証券	三井住友銀行	三井住友銀行	三井住友銀行
融資金利	平均スプレッド 2.5%	平均スプレッド 2.4%	6ヶ月TIBOR+1.25%-3.95%	3ヶ月TIBOR+1.1%~4.2%	3ヶ月TIBOR+1.1%~4.2%
発行方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式
期間・返済条件	3年/1年据置6ヶ月毎元金均等	3年/1年据置3ヶ月毎元金均等	3年/1年据置6ヶ月毎元金均等	3年/5ヶ月据置3ヶ月毎元金均等	3年/6ヶ月据置3ヶ月毎元金均等
信用保証の有無	無	無	無	無	無
証券化	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO

表4．大阪市の各年CLOの実態

	第1回	第2回
実施日	2003年7月	2003年12月
発行金額	277億6,400万円	270億5,900万円
参加企業	708社	758社
中核金融機関	UFJ銀行	三井住友銀行
融資金利	2%程度	3ヶ月TIBOR+1.37%
発行方式	私募ABS方式	私募ABCP方式
期間・返済条件	5年/6ヶ月毎元金均等	5年/1年3ヶ月据置3ヶ月毎元金均等
信用保証の有無	有	有
証券化	CLO	CLO

表5．実施自治体のCLOの実態

福岡県

第1回	2002年7月	約139億円	597社	福岡銀行ほか6行	N.A	5年/2年半据置分割	有	CLO
実施日	2002年7月	約139億円	597社	福岡銀行ほか6行	N.A	5年/2年半据置分割	有	CLO
発行金額	約139億円							
参加企業	597社							
中核金融機関	福岡銀行ほか6行							
融資金利	6ヶ月TIBOR+2.4%程度							
発行方式	N.A							
期間・返済条件	5年/2年半据置分割							
信用保証の有無	有							
証券化	CLO							

千葉県・千葉市

第1回	2004年3月	224億1,500万円	806社	千葉銀行	TIBOR+2.0%-2.2%程度	5年/2年据置6ヶ月毎元金均等	有	CLO
第2回	2005年2月下旬(予定)	-	-	千葉銀行	6ヶ月TIBOR+1.45%/2年70%クレジット+1/25	私募ABCP方式/個人向け投資信託	有	CLO
発行金額	224億1,500万円							
参加企業	806社							
中核金融機関	千葉銀行							
融資金利	TIBOR+2.0%-2.2%程度							
発行方式	私募ABCP方式/個人向け投資信託							
期間・返済条件	5年/2年据置6ヶ月毎元金均等							
信用保証の有無	有							
証券化	CLO							

中部経済産業局グループ

第1回(A方式)	2004年7月	355億円	1,342社	三井住友銀行	2.8196%程度(クレジット)	5年/1年据置3ヶ月毎元金均等	有	CLO
第2回(B方式)	2004年12月	100億円以上(目標額)	-	U F J 銀行	3ヶ月TIBOR+信用力に応じて	6ヶ月、1年2年認/一括分割選択	無	CLO
発行金額	355億円							
参加企業	1,342社							
中核金融機関	三井住友銀行							
融資金利	2.8196%程度(クレジット)							
発行方式	A B C P 方式							
期間・返済条件	5年/1年据置3ヶ月毎元金均等							
信用保証の有無	有							
証券化	CLO							

改革派知事グループ

第1回	2004年7月	172億700万円	649社	商工中金	3%程度(クレジット・固定)	5年/1年据置6ヶ月毎元金均等	有	CLO
実施日	2004年7月	172億700万円	649社	商工中金	3%程度(クレジット・固定)	5年/1年据置6ヶ月毎元金均等	有	CLO
発行金額	172億700万円							
参加企業	649社							
中核金融機関	商工中金							
融資金利	3%程度(クレジット・固定)							
発行方式	信託受益権方式							
期間・返済条件	5年/1年据置6ヶ月毎元金均等							
信用保証の有無	有							
証券化	CLO							

首都圏グループ

第1回	2004年9月	58社	UFJ銀行・UFJつばさ証券	3%前後(クレジット・固定)	3年/1年据置3ヶ月毎元金均等	無	CLO	
実施日	2004年9月	58社	UFJ銀行・UFJつばさ証券	3%前後(クレジット・固定)	3年/1年据置3ヶ月毎元金均等	無	CLO	
発行金額	2004年9月							
参加企業	58社							
中核金融機関	UFJ銀行・UFJつばさ証券							
融資金利	3%前後(クレジット・固定)							
発行方式	公募ABS方式/私募ABCP方式							
期間・返済条件	5年/2年据置3ヶ月毎元金均等							
信用保証の有無	有							
証券化	CLO							

政令指定都市グループ

第1回	2004年12月	見込数1,050社	三井住友銀行	3%前後(クレジット)	5年/2年据置3ヶ月毎元金均等	有	CLO	
実施日	2004年12月	見込数1,050社	三井住友銀行	3%前後(クレジット)	5年/2年据置3ヶ月毎元金均等	有	CLO	
発行金額	2004年12月							
参加企業	見込数1,050社							
中核金融機関	三井住友銀行							
融資金利	3%前後(クレジット)							
発行方式	公募ABS方式/私募ABCP方式							
期間・返済条件	5年/2年据置3ヶ月毎元金均等							
信用保証の有無	有							
証券化	CLO							

(出所)表3~5,各府県市のホームページより作成

いた」が、府の厳しい財政状況の中で結局府財政の負担をともなうスキームについて難色が強かったことや、「財政負担をともなうような信用補完は制度融資の延長でしかなく、中小企業自らの評価によって資金調達をする直接金融に近づけない」などの意見が強く出され、「財政負担の伴わない、言い換えれば民間部門で中小企業等の信用力を評価してリスクを吸収する仕組みを模索することが適切である」(注4)という事になったものである。

このような経過と事情は、表3に見る「中核金融機関」がほとんど三井住友銀行であることと無関係でないように思われる。すなわち、大阪府 CLO の募集においては参加条件としては三井住友銀行の一定以上の格付区分を有する法人であることを前提に、財務要件として(1)純資産額5千万円以上、(2)売上高(年商)10億円以上、(3)経常利益の黒字(直近決算)(4)有利子負債・月商の9倍以上といった相対的に高いハードルをクリアしなければならない。そのため貸出条件の貸付(融資)金利において、同表と後掲表(中小企業向け貸付債権証券化の各自治体事例<時系列>)でもわかるように、1%台~4%台の幅のある利率に設定し参加をその面で容易にしているが、審査は実質的に同行の「審査基準」に依るものとなっている。参加企業数は後にも述べるように募集時期の金融環境に大きく影響されるから、このことのみで断定することはもちろん避けなければならないが、第1回の542社から第4回の120社へと急激に減少しているのは少なくともこの点に関わりが有るように思える。

一方、大阪市は2003年の第1回、第2回、さらには自ら先導した04年の政令指定都市グループ CLO においても全て保証協会の保証付で組成している。保証付については「保証をつけることにより、売上高や資産規模といった企業規模だけにとらわれず、成長力の高い中小企業に資金を供給すること、また、多数の金融機関で取り扱いを行うことができる」(注5)ため、事実、第1回の中核金融機関はUFJ銀行であるが、地方銀行(近畿大阪、泉州、大正、名古屋)や信用金庫(大阪信金、大阪市信金、大福信金)などの金融機関多数を巻き込んでいるという特徴を持っている。また参加条件においてもCLO申込金額を5000万円超と以下に区分し、それ以下の場合には直近決算年度で(1)債務超過でないこと、(2)経常利益を計上していること、(3)有利子負債倍率が10倍以内であること、といった比較的ハードルの低い設定になっている。そのためか第1回の融資目標100億円に対して実績が277億6400万円となり、第2回においてもほぼ同様の成果を上げている。ただ、第3回目の組成は金融環境の変化等の影響もあり単独CLOを避けて政令指定都市グループで行なっていることなどからみて一つの転換点にあるように見える。

この様な大阪府・市の動向に対して、僅かではあるが先駆けたのが福岡県 CLO である。大阪府よりも2ヶ月早いこの CLO の組成は、東京都の債券市場創設に倣った面と、これまでの同県のベンチャー企業育成策との総合化を目指した「行政主導」のものといえよう。そのため通常の中小企業のみならず、経営革新支援法承認企業や創造法認定企業、福岡ベンチャーマーケット参加企業などの対象企業者数629社(実績597社)もその中に参入され、発行金額の割には参加企業数が相対的に大きなものになっている。

3. 連携型で全国展開する自治体主導 CLO

その後、自治体主導 CLO は2004年に入ると大きく局面展開をすることになる。すなわち、福岡県も含めて単独での CLO 組成であったものが、複数県(都市)の連携によって組成されるものが急激に拡大してきている。それも近隣県(自治体)の連携によるものだけでなく遠隔地間での組成も

見られるようになってきている。また地方自治体だけではなく、実質的に中小企業金融公庫による組成も登場してきている。

(千葉版 CLO)

連携型で最初のものは2004年3月(2003年度)の千葉県・千葉市の連携 CLO である。詳しくは表5の該当個所の通りであるが、同県信用保証協会の保証付で無担保・第三者保証人不要の CLO で、いわゆるデフォルト時には県が信用保証協会に対して制度融資と同様に一定割合の損失てん補を行うが、千葉市の企業に対しては同市と共同(県・50%てん補)で行うことになっている。また「県民が支える中小企業」というコンセプトを前面に出して、前述のように一般県民が発行証券の一部を買い易くするように小口の投資信託とし、県内の資金循環を高める工夫も行われている。この千葉版 CLO の最大の特徴は後に詳述するが、他の CLO が全て大手都市銀行のアレンジャー機能に依存しているのに対して、地場の地方銀行である千葉銀行がその一切を取り仕切っている点である。また出来るだけ多くの中小企業に参加をしてもらうために、その他の地場の地方銀行(千葉興銀、京葉銀行)はもとより千葉信用金庫、房総・銚子商工・君津信用組合、商工組合中央金庫など出来るだけ多くの地域金融機関にも参加してもらっている。その結果、当初想定していた発行金額・参加企業を大幅に上回り、それぞれ224億1500万円、806社という好成績の実現を見ている。この好調な勢いを駆って千葉版 CLO は05年2月下旬に第2回の組成を予定している。

(改革派知事グループ CLO)

第二の連携型は同年7月の地方分権研究会(注6)のメンバーである改革派知事グループの複数県連携 CLO の組成である。研究会メンバーの中の宮城・和歌山・鳥取・佐賀の各県の連携であるが、主に宮城県の主導の下に4県が事業主体となり、4県の各信用保証協会と金融機関(和歌山県の「きのくに信金」以外は各県の地銀・第二地銀、計9行)が参加し、全体のアレンジを商工中金が行っている。CLO の組成は上記研究会における「中小企業金融の研究」を母体にして構想されたものらしく、各県単独では実現に困難が予想されたことから遠隔地の複数県ではあるが、連携をすれば融資規模(通常 CLO の組成は100億円で300社とされている)の確保は出来るとして組成したものである。わが国初の広域連携型 CLO のスキームは結果的には172億700万円の発行金額と参加企業も649社を確保し、引き続き第2回の実施に向けた取り組みを考えているとのことである。

(中部経済産業局グループ CLO)

さらに同年同月に組成された中部産業経済局の CLO も連携型のものとして注目される。この CLO は国の出先機関である同局が提唱し、管内の愛知・岐阜・三重・富山の各県と名古屋市及び同県・市の信用保証協会の参加を取り付ける形で組成したものである。全体の調整は三井住友銀行が当たったが、出来るだけ地域金融機関が主体になるようなスキームにするために名古屋・愛知・十六・大垣共立・百五・北陸の各銀行に岐阜信用金庫と商工組合中央金庫などを加えたものになっている。この広域型 CLO の特徴は参加条件における基本条件(「経常利益を計上していること」等)においては他 CLO と大差は無いが、特別条件(「平均月商・自己資本比率」等)において比較的高いハードルを設け優良な企業を対象にして設定にしたことから、結果的に資本金・売上高の規模の大きい企業が多く参加した点が挙げられよう。またこの CLO の特徴は表5に見るように、信用保証協会の保証無しの第2回 CLO (04年12月)を同時に組成したことである。第2回には新たに石川県が参加(名古屋市は不参加)し中核金融機関は UFJ 銀行になるが、金利設定において融資対象企業に応じて行うなどにより、この方式においても目標額の100億円を上回る200億円弱の融資が実行されている様で

ある(04年12月21日 News Release)

(首都圏グループCLO)

第四の連携型は首都圏グループCLOである。このCLOはもともと首都圏の自治体の連絡会議である「8都県市連絡会議」において東京都から提起された広域連携型CLOであるが、当初の計画に対して十分な成果を得られなかったものである。首都圏CLOと言う事であれば、千葉県・市と埼玉県・市などが参加した上記会議の参加数になるはずであったが、後に詳述する各種の要因と理由から、結果的には南にウイングが伸びた東京都・神奈川県・横浜市・川崎市の4都県市になっている。参加条件、融資条件等において他の広域CLOに比べて厳しい要件も無いが、結果的には発行金額目標300億円に対して実績26億円、参加企業も僅か58社という低調に終わっている。これについては「この夏の猛暑の最中に募集をしたため」とする公式的理由などが説明されているが、詳しくは後述に譲る。

(政令指定都市グループCLO)

連携型の最後は横浜市・大阪市・神戸市の政令指定都市グループのCLOである。この連携は先に述べた大阪市のその後の事情と大きく連動しており、上記の横浜市の事情とも関連の強いものといえよう。すなわち、先の大阪市の二回に及ぶ単独のCLO以降、金融環境の大きな変化などの影響で、参加企業などが必ずしも十分なものではない事情などから、同市が神戸市に呼びかけ参加企業の母数を確保していた過程で、同じ政令指定都市の横浜市の思惑が一致し、3市の共同発行になったものである。組成は信用保証協会の保証付で、目標額500億円(大阪市300億円、横浜・神戸両市各100億円)、参加企業1050社となっているが、正確な実態は04年12月下旬に本稿を執筆している事情から、今後の展開はもう少し時間をかけなければ判らない。

・金融環境の変化とCLOイノベーションの必要

1. 首都圏グループCLOの「不調」とその理由

以上のように大都市「単独型CLO」に始まり地方中核都市「連携型CLO」へと全国的に急拡大している自治体主導CLOであるが、個々に見ていくといくつかの問題を抱えており全てが順調に進んでいるわけではない。例えば首都圏グループCLOは、既述のように発行金額目標300億円に対して実績が僅かに26億円、参加企業においても58社と低調で、明らかに「不調」の事例といえよう。この個別的な理由については、前述の募集の時期の「盛夏の猛暑」というあながち否定できない理由や、スキーム自体が信用保証協会の保証付無しであったこと、また中核金融機関(アレンジャー)が当初のUFJ銀行から実質的に中小企業金融公庫になってしまっている経緯などが上げられようが、やはり全体的で最大の理由は金融環境の大きな変化であろう。

すなわちCLOの出発点「東京都債券市場構想」を実現させた直接的要因は、先の90年代後半から深刻化し社会問題にまで発展した中小零細企業等へのいわゆる「貸し渋り・貸し剥し」問題であったが、実は、あの時期にこの様な対応を金融機関等にとらせた金融環境そのものが大きく変化し、自己資本比率の基準を死守するためのオフ・バランス(Off Balance)を強行する必要が現段階においては無くなって来ているのである。言葉を足して言えば、90年代末から2000年初頭にかけて深刻化した不良債権問題はその後の大手都市銀行をはじめとする金融機関等で相当部分「処理」され、近年においては逆にオン・バランス(On Balance)のための中小企業への融資拡大がむしろ優先され

る状況になってきているのである。そのため、融資を受ける側の中小企業側では CLO 融資金利（オール平均 3%前後）よりも低い通常の融資金利（現在 2%台）を選択するという状況なのである。

この首都圏グループ CLO の「不調」理由を先に「8 都県市連絡会議」の神奈川県以外の県・市が不参加であったためと先に述べたが、そればかりではなく参加した神奈川県内の地方銀行をはじめとする地域金融機関（オリジネーター）が独自の担保融資（場合によっては無担保）を積極的に行い、CLO 融資についてはそれほどの力を出さなかったとも言われている。もともとオリジネーターとしての地域金融機関（特に有力地方銀行）は、アレンジャーの大手都市銀行に対して CLO 融資の過程で自らの優良顧客である中小企業の財務内容を提供する立場に置かれるために、これら顧客を奪われる不安感を常に持っているためにオフ・バランスが不必要である状況下においては積極的なこの融資活動を行う動機に乏しいのである。

この様な事情は 04 年秋に公募を予定していた埼玉県 CLO も同様で、結局 04 年 10 月中旬に「見送り」を決定した理由と背景には、上記とほとんど同様のものがあつたのである。同県の場合、実質国有化された「りそな銀行（埼玉りそな銀行）」が必ずしも積極的でなかったことはあるとしても、同行以外の 2 行（武蔵野銀行、埼玉信用金庫）も CLO 体制作りのためのコスト負担に難色を示したことも上記の理由に追加して言いえる。

2. イノベーションによる「千葉版 CLO」の成功

もっともこのような金融環境の変化と金融機関相互の事情があるにしても、現局面においても非常に積極的に CLO の組成を行っている自治体と金融機関がある。先に紹介した千葉版 CLO がそれであるが、地方銀行である千葉銀行が全国の CLO の中、大手都市銀行以外で唯一アレンジャーとなるとともに融資と回収の窓口業務も行うオリジネーターの役割をも同時に行なっているのである。あらためて言うまでもなく、一地方銀行がアレンジャー機能を担うのは必ずしも容易なことではない。中小企業への融資を束ね、証券化し、SPC(特別目的会社)の設立、投資家への販売、等々、通常の間接金融ではこなし切れない業務範囲をカバーしなければならないわけであるから一朝にしては不可能である。千葉銀行の場合それが出来たのは、実はそのための人員を関係する専門金融機関からヘッド・ハンティングし、数年前からいわゆるストラクチャード・ファイナンス（証券化等の「仕組み」を使つての金融技術）部門を立ち上げ、十分に CLO 組成に対応できる体制を整えていたからである。また 02 年から同行はアレンジャーとして千葉県・市、あるいは県信用保証協会などと連携して CLO の「共同研究会」を始め、準備を着々と進めていたのである。このような金融能力のイノベーションが県内のその他の金融機関や行政側の信頼を得るとともに、多くの中小企業の参加を可能にしたと言えるのである。他県の有力地方銀行の担当者から、「1%のフィーではとてもペイしない」、「優良顧客を都銀に奪われるだけ」などという本音を時折聞かされるが、このような千葉銀行のイノベーションは、今後ますます間接金融から直接金融へ金融経済が大きく流れる状況下では大いに参考になる事例の一つではないであろうか（注7）。

3. 「全国版 CLO」に新規参入し始めた中小公庫・商工中金

これまで自治体主導 CLO の全国的展開の実態を見てきたが、最後に政府（国）の政策金融機関のこの部門への新たなる参入を紹介しておこう。既に上記（1. 首都圏グループ CLO「不調」とその理由）の個所でも紹介したように、国の中小企業対策の政策金融部門を担っている中小企業金融公庫は、

04年4月に同法を改正し中小企業総合事業団の信用保険業務を継承する形で証券化支援業務を始め、同年9月の首都圏グループCLOにアレンジャーとして登場するとともに、このCLOの民間金融機関所有債権の劣後リスクを取る同公庫「買取型スキーム」のCLOを使ってUFJ銀行、東京都民銀行、八千代銀行から14億円強の無担保融資を買い取っている。同公庫の証券化支援業務にはこの外に中小企業が発行する無担保・無保証の私募債を引受け・束ね・証券化する「自己型」と、民間金融機関（オリジネーター）の貸付債権に部分保証（上限7割）を付すことにより同機関のリスクを低減する「保証型」の3種類ある。同公庫はこのうちの「保証型」で、みずほ銀行と連携し04年10月から11月にかけて募集したところ、当初予定の300億円を大きく上回る450億円に達した。このCLOの募集は全国規模のもので、地域別に見ると52%が東京の企業であるが、他は全国各地に散らばり、業種においても偏りが比較的小さいことなどリスクを広く分散しているという特徴を持っている。また、この同スキームの好調を受けて同公庫は三井住友銀行と04年12月から募集を開始するとともに、「買取型」による証券化で全国の15～16の地方銀行、第二地銀、信金といった地域金融機関と連携し、融資条件や参加条件の緩和を図りながら全国展開をめざしている。

さらに、同じ政府系の政策金融機関である商工中金も、先に紹介した改革派知事グループCLOの実質アレンジャーであり、中小公庫と同様の全国型CLOを志向しているものと言える。このような政府系政策金融機関のCLOへの新規参入については、現在進められている政府系金融機関のリストラに対する「生き残り策」であるとする見解もあるが、いずれにせよ自治体主導で展開されてきたCLOも開始から4年目を迎えて新たな展開をしていくものと思われる。

（注）

（注1）デッド・エクイティ・スワップ（Debt equity swap）の具体的事例としては、北九州市の北九州モノレールの経営検討委員会（市の第三者機関）の公的資金の投入による累積債務の株式化の提案などが上げられる（この他に大阪府、千葉市も同様の検討をしている）。この方式は元々低開発国の累積債務問題を解決する一つの手法として1980年代に実施されたブレイディー構想の類似のもので、債務放棄との並行方式で債務を株式化するものである。

（注2）欧米の資産担保型証券の発展については、（財）産業研究所「欧米における金融資産証券化の発展要因及び手法に関する調査研究」（1995年3月）同「米国における資産担保型証券の実態に関する調査研究」（1996年5月）などに詳しい。

（注3）東京都はこの他に中小企業への支援策として「新銀行東京」を創設し、「技術力や将来性等に優れた中小企業の総合支援」や「安全・有利な金融商品の提供」を目指した新しいタイプの金融支援策を打ち出している。

（注4）「大阪府中小企業等債券市場の創設について」『信用保証月報』2002年9月号 pp2 - 8より

（注5）「CLOを活用する新金融システムへの参加企業の募集について」大阪市経済局2003年3月31日より

（注6）地方分権研究会は「全国一律一斉という国の発想とは明確に一線を画し、地方がリーダーシップをとって具体的に構造改革を実行することを目指した」有力知事達の研究会。宮城・福

岡・鳥取・岐阜・和歌山・佐賀・岩手・神奈川の各県知事と学会・経済界の有志で構成されている。

(注7) 詳しくは「地域独自のコンセプトによる CLO 活用融資の実施について」『信用保険』2004年9月号 pp14 - 16 参照のこと。

(参考文献)

- 大垣尚司(2004)『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社
岡内幸策(2004)『証券化入門』日本経済新聞社
奥田昌道(2004)『債権総論』悠々社
小原克馬(2003)『プロジェクト・ファイナンス』金融財政事情研究会
片山さつき(1998)『SPC 法とは何か』日経 BP 社
北 康利(2003)『ABS 投資入門』シグマベイスキャピタル社
柴田武男(2002)「東京都の債券市場構想について」『聖学院大学論叢』第15巻1号
(2003)「中小企業金融と債券市場」『証券経済研究』第41号
第一勧業銀行国際金融部(2002)『PFI とプロジェクトファイナンス』東洋経済新報社
寺山大右(2001)「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」『金融研究』2001年4月号
深浦厚之(1997)『債権流動化の経済学』日本評論社

中小企業向け貸付債権証券化の各自治体事例（時系列）

■平成12年

東京都(第1回)	
実施日	平成12年3月
発行金額	694億2,500万円
参加企業	1,715社
中核金融機関	富士銀行/信用金庫
融資金利	3.14%(非-リボ)
発行方式	私募ABS方式
期間・返済条件	3年/満期一括
信用保証の有無	有
証券化	CLO

■平成13年

東京都(第2回)	
実施日	平成13年3月
発行金額	324億8,400万円
参加企業	952社
中核金融機関	三和銀行/東海銀行
融資金利	2.67%(非-リボ)
発行方式	公募ABS方式
期間・返済条件	3年/満期一括
信用保証の有無	有
証券化	CLO

■平成14年

東京都(第3回)		大阪府(第1回)		福岡県(第1回)	
A方式	B方式	A方式	B方式	A方式	B方式
平成14年3月	50億1,600万円	平成14年9月	平成14年12月	平成14年7月	平成14年7月
830億8,200万円	2,313社	約371億円	約298億円	約139億円	約139億円
三井住友銀行	176社	542社	483社	597社	597社
東京海上日動火災保険	東京海上日動火災保険	三井住友銀行	大和銀行+みずほ銀行	福岡銀行ほか6行	福岡銀行ほか6行
2.47%(非-リボ)	平均2.92%(固定)	平均リボ率 2.5%	平均リボ率 2.4%	6ヶ月TBOR+2.4%程度	6ヶ月TBOR+2.4%程度
私募ABC方式	私募ABS方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	NA	NA
5年/2年/6ヶ月/元金均等	123年/元金均等一括返済	3年/1年/6ヶ月/元金均等	3年/1年/6ヶ月/元金均等	5年/2年/半年/元金均等	5年/2年/半年/元金均等
有	無	無	無	有	有
CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO

■平成15年

東京都(第4回)				大阪府(第2回)		大阪府(第3回)		大阪府(第1回)		大阪市(第2回)	
A方式	B方式	C方式		A方式		A方式		A方式		A方式	
平成15年3月	平成15年3月	平成15年3月	平成15年3月	平成15年3月	平成15年3月	平成15年9月	平成15年9月	平成15年7月	平成15年7月	平成15年12月	平成15年12月
460億6,600万円	520億4,500万円	150億6,000万円	150億6,000万円	約240億円	約175億円	約175億円	約175億円	277億6,400万円	277億6,400万円	270億5,900万円	270億5,900万円
688社	1,426社	189社	189社	359社	273社	359社	273社	708社	708社	758社	758社
三井住友銀行	みずほ銀行	みずほ銀行	みずほ銀行	三井住友銀行	三井住友銀行	三井住友銀行	三井住友銀行	UFJ銀行	UFJ銀行	三井住友銀行	三井住友銀行
平均2.93%(非-リボ)	2.807%(非-リボ)	2.57%(非-リボ)	2.57%(非-リボ)	6ヶ月TBOR+1.25%~3.95%	6ヶ月TBOR+1.1%~4.2%	3ヶ月TBOR+1.1%~4.2%	3ヶ月TBOR+1.1%~4.2%	2%程度	2%程度	3ヶ月TBOR+1.37%	3ヶ月TBOR+1.37%
私募ABC方式	公募ABS方式	公募ABS方式	公募ABS方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	私募信託受益権方式	私募ABS方式	私募ABS方式	私募ABC方式	私募ABC方式
3年/1年/6ヶ月/元金均等	5年/2年/6ヶ月/元金均等	2年/満期一括	2年/満期一括	3年/1年/6ヶ月/元金均等	3年/1年/6ヶ月/元金均等	3年/1年/6ヶ月/元金均等	3年/1年/6ヶ月/元金均等	5年/6ヶ月/元金均等	5年/6ヶ月/元金均等	5年/1年/3ヶ月/元金均等	5年/1年/3ヶ月/元金均等
無	有	無	無	無	無	無	無	有	有	有	有
CLO	CLO	CBO	CBO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO

中小企業向け貸付債権証券化の各自治体事例（時系列）

■平成16年

	東京都(第5回)			大阪府(第4回)	千葉県・千葉市(第1回)	千葉県・千葉市(第2回)
	A方式	B方式	C方式			
実施日	平成16年3月			平成16年3月	平成16年3月	平成17年2月下旬(予定)
発行金額	415億4,000万円	343億1,800万円	44億円	約73億円	224億1,500万円	—
参加企業	344社	1,093社	111社	120社	806社	—
中核金融機関	UFJ銀行	三井住友銀行4行2店舗	秋3行、信託銀行2行	三井住友銀行	千葉銀行	千葉銀行
融資金利	期間多様型のため	約2.5%(オフ・マーケット)	約2.6%(オフ・マーケット)	3ヶ月TBOR+1.1%~4.2%	TBOR+2.0%~2.2%程度	追加計画2期から開始
発行方式	私募ABCP方式	公募ABS方式/公募ABCP方式	私募ABS方式	私募信託受益権方式	公募方式/追加計画	公募方式/追加計画
期間・返済条件	6ヶ月1年2年割一括返済	5年12年割3ヶ月毎元金返済	2年/満期一括	3年6ヶ月割3ヶ月毎元金返済	5年12年割6ヶ月毎元金返済	5年12年割6ヶ月毎元金返済
信用保証の有無	無	有	無	無	有	有
証券化	CLO	CLO	CBO	CLO	CLO	CLO

実施日	平成16年7月	平成16年7月	平成16年9月	平成16年12月中旬(予定)	平成16年12月中旬(予定)	見込数1,050社
発行金額	355億円	100億円以上(目標額)	172億700万円	目標300億円・実績26億円	目標500億円・実績375億円	見込数1,050社
参加企業	1,342社	—	649社	58社	58社	見込数1,050社
中核金融機関	UFJ銀行、三井住友銀行	UFJ銀行	商工中金	UFJ銀行・UFJつばき証券	UFJ銀行	三井住友銀行
融資金利	2.8196%程度(オフ・マーケット)	3ヶ月TBOR+信用にかんじて	3%程度(オフ・マーケット)	3%前後(オフ・マーケット)	3%前後(オフ・マーケット)	3%前後(オフ・マーケット)
発行方式	ABCP方式	ABCP方式	信託受益権方式	—	—	公募ABS方式/公募ABCP方式
期間・返済条件	5年1年割3ヶ月毎元金返済	6ヶ月1年2年割一括返済	5年11年割6ヶ月毎元金返済	3年11年割3ヶ月毎元金返済	3年11年割3ヶ月毎元金返済	5年12年割3ヶ月毎元金返済
信用保証の有無	有	無	有	無	無	有
証券化	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO	CLO

(出所) 各都府県市ホームページより作成。

