

中曽根平和研究所「デジタル技術と経済・金融」研究会
2020 年度第 3 回定例研究会（2020.9.16 開催） スクリプト
（上・プレゼン編）

<岩田研究委員>

中曽根平和研究所「デジタル技術と経済・金融」第 3 回研究会を開催する。本日は、「コロナ時代における、国際金融システムの危機と脆弱性」と題し、国際金融経済学ご専門の米 Wesleyan 大学助教授の泉 隆一郎研究委員、ならびに、情報科学・金融・会計をご専門とされる東洋大学情報連携学部教授の富田亜紀研究委員にプレゼンテーション頂く。

<泉研究委員>

本日の発表は「証券化商品に着目した金融市場の停滞と国際協調」というテーマでお話をさせていただきます。

まず「証券化」とは何か、ということを一言で申し上げると、「資産から新しい証券または金融商品を生み出す」というものだ。（資料 2 ページ）

金融のシンプルな機能である「お金の貸し借り」から一步踏み出したプロセスともいえ、「お金の貸し借り」から生み出される「債権資産」を集めて、これらが生み出す将来キャッシュフローを裏付けとする証券を発行する、というものだ。

従来型の金融との大きな違いは、「貸し手が借り手の返済を待つことなく」おカネが返済される権利である「債権」の集合を束ねて証券として投資家に販売する、ということだ。

なぜ、証券化が行われるか、というと（資料 5 ページ）、個々の債権は返済される可能性（確率）がまちまちである。

これらを組み合わせることで、①「大数の法則」に則り、返済確率に関するリスク管理が一体でしやすくなる、ということ、②そのことで投資家の運用ニーズに合った債権資産商品を作りやすくなること、③また原債権者にとっては、流動性確保（手っ取り早く確実に現金化できること）、④これらにより借り手にとっては金利（資金調達コスト）を抑制できること、この 4 つが証券化のメリットといえよう。

証券化の歴史だが（資料 6 ～ 7 ページ）、1968 年、住宅ローンを裏付けとしたモーゲージ担保证券（MBS: Mortgage Backed Securities）から始まった。米国民の住宅保有を促進するため、連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）や、連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）などが作られたが、その貸出金利抑制のために証券化が活用されたのが最初だ。

1980 年代にはより広範な債権を裏付けとする証券化商品が次々に生まれてきた。そこに金融緩和による競争激化、更には危ないと判っているような借り手にも貸付債権を作ってリターンを稼ぎに行ってしまうような一種のモラルハザードも生じる中で、市場拡大が 90 年代、2000 年代と続いた。

そして 2007 年から 08 年にかけて、住宅市場価格の下落を発端とした金融危機が生じる。(資料 8～10 ページ) この時のポイントは、住宅価格の下落自体は 2006 年に始まっていたものの、個々の債権資産価値を精査し、証券化商品への損失影響を見込むのに、時間を要したということだ。ここに証券化商品の弱みがある。つまり、経済ショックが起きたときの証券化商品への影響評価が直ちには困難ということだ。この評価プロセスに時間を要する中で、情報の不透明性に対して投資家たちが反応し、証券化商品を売り急ぐなどして、金融危機を増幅する機能がある。

危機後は透明性を高める様々な規制が導入された(資料 11～12 ページ)。ドット・フランク法では、証券化の裏付けとなる債権プール(集合体)のより詳細な情報開示を義務付けるとともに、証券化の実施者が信用リスクの 5%以上を保有する(＝いわば「投資家と同じ舟に乗る」)ことを義務付けた。これらにより一旦は発行額が減少した証券化市場だが、再び回復してきている。

米国以外の主要各国証券化市場の概況だが(資料 13～15 ページ)、英国・欧州は、米国と同様、金融危機前は成長していたが、金融危機後の戻りは鈍い。中国は、2005 年に試験運用を開始したものの、金融危機を受けて 2009 年に一時停止。2012 年以降から運用を再開し、2017 年単年では日本の発行高を上回る規模に。しかし課題としては、法的基盤が弱く、税制も整備されておらず、流通市場の流動性(取引高)が非常に低い点。日本は、欧米に比べると市場規模が圧倒的に小さい。この背景として内閣府が指摘するのは、不動産の資産市場が低迷していて、証券化しても魅力的な資産にならない点。

証券化の活用に於ける、ベネフィットとコストについて(資料 16～18 ページ) 前述(資料 5 ページ)の 4 つのメリット(ベネフィット)の一方、金融危機前後に一層明らかになった複雑性・不透明性・歪んだインセンティブがもたらすデメリット(コスト)があり、このバランス(トレードオフ)をどうとるか、が、更なる証券化活用にあたっての 1 つのポイントである。2015 年の [IMF Staff Discussion Note](#) では、「(資産評価プロセスのさらなる透明化をもたらす)金融仲介機関の連携強化」「(多面的評価を可能とする、複数)リスク指標の標準化」「(証券化商品を安心して買ってもらえるような、機関)投資家の多様化」の 3 つが提案されている。その他、危機時にショックを増幅してしまうようなメカニズムをあらかじめ抑制するために、個々の証券化商品の不透明度を指標化するようなアイデアも出ている。

最後に、証券化商品を巡る、国際的な政策議論・協調について(資料 19, 20 ページ)。金融危機を経た 2009 年のロンドンサミット以降、バーゼル銀行監督委員会そして各国当局の間で証券化ルール of 改善議論が行われてきた。また証券監督者機関国際機関(IOSCO)からは、信用格付け機関の基本行動規範も発表され、国による制度規制の違い・複雑さの改善が期待されている。今後、主要各国の当局間での証券化商品をめぐるデータベース共有などが進めば、情報の非対称性を下げる点でよいのではないか、と感じる。

コロナウイルスは、証券化市場にも悪影響を与えている。発行高の減少、金融コストの上昇等。米連邦準備銀行(FRB)は早くも 3 月に、高格付けな証券化商品の一部を担保受け入れし、3 か年の

融資を行う、この 12 月までの時限プログラムを発表した。これによって証券化市場の底支えを図っているところである。

<富田研究委員>

本日の発表は「SDGs に貢献する金融システムの健全化に向けた会計情報の役割」というテーマでお話をさせていただく。

金融システムに混乱をもたらし、そのきっかけが会計情報であった事例として、まず思い浮かべられるのは、2001 年に生じた米国エネルギー企業、エンロン社の破綻（連邦破産法 11 条適用申請）である。（資料 11 ページ）

エンロン社は、天然ガスの長期先物取引としてデリバティブ（証券派生商品）を開発し、1999 年にそれらを取引する「Enron Online」というウェブサイトを立ち上げたが、そこに関する取引商品の時価評価は、世間一般的な市場価格が存在しないため、自社の仮定に基づいて行ってきた。

更に、その取引による損失を、当時のルールで連結決算の対象外か否か判断が困難である特別目的会社(SPE)に「飛ばし」、いわゆる損失隠しをしていたことが、2001 年初頭のエネルギー価格下落をきっかけに、米国証券取引委員会（SEC）調査により明らかになり、それに伴う財務諸表過年度修正を行った結果、財務状況が想像以上に悪いことが明らかになり、破綻に至った。

この事件をきっかけに、金融市場に対する投資家の信頼を回復するために、企業（コーポレート）ガバナンス強化の一環として、SOX 法（Sarbanes-Oxley Act）が翌 2002 年に制定され、この動きは日本を含む世界へと広まった。

更に、泉先生の「金融危機」のお話にもあった、2008 年の米国投資銀行リーマン・ブラザーズ社の破綻（連邦破産法 11 条適用申請）である（資料 12～15 ページ）。

この事件は、金融危機が深化する中、資金繰りが自転車操業化していた同社において、資金調達の命綱ともなる格付維持のために、ネット・レバレッジ比率（＝自己資本／純資産※）〔※＝総資産-負債〕を少しでも高く見せる必要がある中で、実質的には売却していない資産を、売却したものとして会計処理し、分母となる純資産額を実態よりも圧縮して開示した問題をはらんでいた。

この会計処理自体は、米国会計基準で認められたものであったのだが、投資家に対して著しく誤解を招く財務諸表の開示として、問題視された。

これらに前後した 2006 年、国連で責任投資原則（PRI）が宣言され、投資と ESG（環境・社会・ガバナンス）地球的課題との結びつきが強調された。現在この PRI では「気候変動対策」そして 2015 年に国連で制定された「SDGs（持続可能な開発目標）の実現」が、2027 年までの焦点として掲げられている。そうしたなか、社会的起業家を含めた、資金調達手段のさらなる多様化に向けて、財務諸表の開示、とりわけ金融システムの健全化をもたらす開示およびその改善は、より重要性を増しているといえる。（資料 16, 17 ページ）

続いて、こうした財務諸表の中で、現在存在感を増している、無形資産に係る会計情報の開示をめぐる課題について触れたい。

米国の株式指標 S&P500 に採用された全企業の純資産（総資産-総負債）合計／株式時価総額合計の値について、1975 年時点では 83%であったものの、2015 年では 16%まで低下している（資料 19 ページ）。それだけ財務諸表上の簿価に表れない価値が、株式価値に反映している、ということだ。

さらに、無形固定資産たるデータを活用したビジネスを行っている、Alphabet(Google)と、Facebook の財務諸表を見てみると、この両社では有形固定資産の割合が無形固定資産の数倍となっている（資料 20 ページ）。この理由は、保有するデータそのものが無形資産として価値算定・計上されていないことによる。そして、それを実現させるための会計ルールも、現時点ではまだ確立していない。

というのも、無形資産の会計上のルールは「購入した際にその取得原価で計上する」というものだからだ（資料 21 ページ）。Google や Facebook で保有する膨大なデータは、そのほとんどが、第三者から有償で取得したものではなく、利用者が（実質的に無償で）差し出している（ライセンスしている）ものだ（資料 23,24 ページ）。従って、貸借対照表上には計上されない。

ただ今後もし、金融商品と同様に、現金などを将来受け取る権利（請求権）として、利用者から取得したデータの価値を見積もって、資産計上することが出来るようになれば、活路を見出すことが出来る。（資料 25～27 ページ）

データと同様に、自己創設の無形資産として課題になるのは、研究開発費だ（資料 22 ページ）。米国会計基準上、コンピュータ・ソフトウェアの技術上の実行可能性が示されるまでにかかった全てのコストは、費用認識される。しかし、実行可能性が示された後の会計処理は規定されておらず、資産計上している会社（IBM 等）、費用計上している会社(Google、Facebook 等)に分かれる。一方で、創造された無形資産を用いたビジネスから得られる知的財産権の対価収入には課税されるが、Google、Facebook 等は、税率の低いアイルランドに、米国で開発した知的財産権を移転していた。

なおこうした、将来収入の見積もりについては、現下のコロナ渦のような不確実性が左右することになる。この際の算出に当たっては、外部の情報源に基づく客観性ある情報を用いることが望ましいとされる一方、それが入手できないときの、企業自らでの一定の仮定も許容されている。（資料 28 ページ）

最後に、金融システムの健全化にも資する、国際会計基準の開示の在り方について触れたい。

今年 6 月に、ドイツ本拠の金融サービス企業であるワイヤーカード社が破綻した。実はこの会社が複数評価機関から得ていた ESG スコアは決して低くなく、「ESG 投資が、投資先での不祥事等による損失リスクを回避するものだ」との認識に冷や水を浴びせた一件でもあった。（資料 31 ページ）また、ESG 銘柄としても認識の高い、電気自動車メーカー・テスラ社は、最近の株式時価総額の膨張著しく、トヨタ自動車を含む主要自動車 6 社の時価総額合計を上回る規模まで拡大した。（資料 32 ページ）テスラ社への評価は、産業構造を変革しうる期待が込みのものではあるが、ただ、具体的に何を以ってテスラ社がこれだけ高い株式時価総額を得ているのかは、トヨタ自動車との主要

財務項目を比較しても、判然としない状況がある。

斯様に、企業への信頼や成長可能性と、現下の財務諸表開示、第三者評価は、一体化しているとは言い難い状況がある。国際会計基準の開示の在り方については、投資家の意思決定により有用な情報となるよう、信頼性を付与しうる項目については積極的に精度開示に取り込むことを提言したい。先に触れた無形資産、ESG 等については、より強化・共通した、開示が求められよう。

(下・丁々発止編 に続く)