

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
（下・丁々発止編）

<岩田>

それではここから質疑応答とする。

<A 研究委員>

泉先生へ。証券化商品についての法整備が、結果として裁定取引などを阻害して、自由な金融市場としての議論が損なわれるようになった、といった議論はあったのか？

<泉>

とても良い質問に感謝。

確かにバーゼル規制で、証券化商品に関するリスクウェイトが大きく変わる「閾値」が設けられた結果、そこにかかるギリギリのあたりに投資が集中するようになった傾向はあったと思う。

また銀行間取引市場の金利（および連邦準備委員会の介入）にも影響を及ぼすシーンが見られる。

<A 研究委員>

富田先生へ。有形資産と無形資産の比率が、米国で逆転したとのことだが、日本ではどんな傾向か？更に研究開発投資について、資産に計上するケース、費用に計上するケースの話があったが、当事者にとってのメリットデメリットは？

<富田>

前者については把握していない。

後者については、資産計上をする際には、その研究開発資産の存在が投資家を含む財務諸表利用者に明らかになる、というメリットがある。一方費用計上する際には、国際課税のスキームを作る際に、税メリットを取りやすくなるのではないかと想定する。

<B 研究委員>

いま出た、資産計上・費用計上は、無形資産としてのソフトウェアでも同様だ。

特に、クラウドサービスでのサブスクリプション（利用契約して定額払いをする）スキームが、アップデートの便益享受の面からも主流になりつつある今、ソフトウェアは費用計上の潮流が高まっている。ここには問題があるのか。今後の影響可能性は？

<富田>

問題があるとすれば、そのサブスクリプションサービスを構成要素として、自企業の独自サービスを構築した場合、そのサブスクリプションサービスが変更・停止されると、自社サービス自体も変更・停止せざるを得ない（場合によっては取られてしまう）リスクがあるのではないかと感じる。

<B 研究委員>

富田先生へもう 1 点。ESG 経営の評価を国際標準で数値化したようなものはあるか？

<富田>

ESG 関連の開示フレームワーク策定機関が複数あるが、統一指標を開発していこうという取り組みはあ
る（<https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>）。しかしながら現時点で、ESG スコアリングの算出過程を ESG 評価機関とも公表していない。

<門間研究委員・グループリーダー>

統一指標を開発していこうという取り組みについて、もう少し直近の動きを教えてください。

<富田>

国際統合報告評議会（IIRC）が、複数の ESG 関連の開示フレームワーク策定機関に声をかけて進めている。

<B 研究委員>

泉先生へ。

証券化商品を作る際に、その分野に専門的知見・洞察力のある個人が協力して、新たな商品を作る、というアプローチは有り得るか？

また、日本で作った証券化商品が海外で販売されているようなことはあるか？

<泉>

前者について、日本では、政府系金融機関が地方民間金融機関と協力して、地場企業の債権をベースに証券化を行っているケースが近いかもしれない。ただ課題としては、投資家へより買ってもらいやすいような、公開情報の充実。ここでは Fintech の活用なども議論されている。

後者については事例が殆どないと認識。資料 28 ページに日本の証券化商品の発行額内訳を掲載したが、住宅ローン関連が過半で、そのなかでも住宅金融支援機構によるものが太宗を占めており、国内投資家の購入が中心になっている。

<C 研究委員>

泉先生へ。日本の証券化市場が欧米に比べて小さく、2017 年の発行高では中国をも下回っているとのことだが、これはかつてからの伝統的なものなのか、近年そうなったものなのか。

富田先生へ。テスラの時価総額上昇について、テスラ自体がすごいのか、米国だからこういった現象が起きるのか、どちらだと考えると良いか。

<泉>

日本の証券化市場の小ささは、かつてからの伝統的なものといえる。

その背景には、欧米で証券化市場が拡大した 90 年代、日本の資産市場はバブル崩壊で低迷して居り、成長する時期を逸したこと。そして、日本は金融機関貸し付けによる「間接金融」の割合が高く、銀行が借り手となる企業との関係を基に貸し付けを行う構造（リレーションシップバンキング）の場合に銀行が証券化を避ける傾向もあったのではないかと。

<富田>

テスラの時価総額上昇については、米国だから、という側面が大きいのではないかと。

特に新興企業が株式公開する NASDAQ 市場については、ハイテク、ESG 関連企業など、今後の成長性を、投資家が非常に高く評価する傾向があるように感じる。「電気自動車そして再生可能エネルギーが、世の中の産業構造を変える」といった風に。

<D 研究委員>

泉先生へ。日本の中小企業金融に関連した証券化市場の拡大を目論んだ時に、誰が新たな投資家になり得ると考えたらいいか。また、証券化の脆弱性を抑えつつベネフィットを活用するため、多様な投資家に証券化商品を買ってもらい、とのご提案だが、どのように多様性を増やすことが可能なのか。

富田先生へ。[以前のセッションでも出ていたが、外部から取得したデータを、資産として貸借対照表上に計上していくにあたっての、富田先生からのご提案](#)があったが、実際の動きはどういう状況と捉えたらいいか。

<泉>

十分に説明できていなかった点なので、質問に感謝。

証券化商品の買い手は、その評価の難しさもあって、機関投資家が中心。現在の日本ではなかでも金融機関が中心だが、年金基金・保険会社に拡大していけると、より多様な証券化商品の可能性が出てくる。これは欧州でも課題とされている。投資家の多様化、商品の多様化が、結果として、証券化市場の安定化をもたらすために必要、という議論だ。

ただこれをどう形にしていくかは少々難しい。情報開示の方法が鍵になるだろう。

<富田>

データの資産計上については議論の段階。データを利用者から実質上安価に収集して、ビジネスにしているような、デジタルプラットフォーマー（Big Tech）を念頭に置いたもの。

米国会計学会で議論したときには、一定の要件を充たす開発費の資産計上を義務化している国際会計基準での議論が、よりふさわしいのではないかと、との見立てであった。

<E 研究委員>

泉先生へ。2007-08 年の金融危機の時、不思議に感じたのは、投資家がリスクセンシティブ（警戒的）といわれる一方、大きな金融機関破綻が起こるまでなかなかその問題の所在に気づかれない。このギャップは何だと考えたらいいか。

<泉>

おそらく気づいていても、これくらいのリスクならまだ持っていてよい、と判断していた人たちもいるだろう。リスクセンシティブな中にも、そのリスク度合いが高まるにつれて、抜けていく投資家が拡大していった、という見立てで良いのではないか。

<E 研究委員>

富田先生へ。会計上で、「企業が仮定を立てる」といったときには、どのようなやり方をしていくと考えたらよいか。

<富田>

仮定・見積もりについては、一意な方法があるわけではなく、「適切と見なされるプロセスを経れば、それが会計上適正」という判断となる。コロナによる業績予想への影響や、個社の開発費の資産計上なども然り。

<F 研究委員>

「リスク管理」という観点で証券の位置づけを改めて勉強したいと思ったところ。質問として、今回のコロナパンデミックのように、世界一斉の危機と、自然災害のような局所的な危機による影響の違いなど、ご教示いただきたい。

<泉>

非常に大事な質問であり感謝。

局所的な危機に対しては、そのリスク発生の連動性・相関性の薄さを踏まえて、証券化商品の組成がなされる。例えば、カリフォルニアで自然災害が起きてもマサチューセッツでは大丈夫だろう、もしくはその逆を踏まえ、「リスク分散がなされる」として1つの債権プールに入れられるなど。局所的な危機に対して、証券化商品は、リスクシェアの観点から効果を発揮する可能性がある。一方で、経済ショックのようにある程度大きな世界的範囲で起こるものには、証券化商品として強靱性を発揮するには課題が残る。

<富田>

リスクが多様化することは（それぞれのリスクに相関性が薄い場合）、会計上ではトータルリスクを下げることにつながる。例えば、資産の現在価値を評価する際の割引率の低下につながり、貸借対照表上の資産をより高く評価できることにもなる。

<G 研究委員>

情報化が進む中でのモラルハザードへの影響・リスクについて伺いたい。

<泉>

情報の非対称性がモラルハザードを招くが、情報化により情報開示が進み、透明なシステムになるほど、モラルハザードが小さくなっていくことは、理論的には期待される。

しかし果たしてどれほどの情報の非対称性が解消されるか。債権については、(返済義務のある) 借り手がより情報を持っているのが自然状態なので、実質的にどこまでモラルハザードが軽減されるかは不透明。

<富田>

エンロンの破綻を踏まえて行われた SOX 法含めた各種改革で、企業の価値評価については、開示判断プロセスで社外取締役等第三者の目を入れるようにするなど、ガバナンスの面からもモラルハザードに対して手が打たれている。ただ、取締役会にかからない事案が大きな影響を及ぼしたリーマンのようなケースもあるため、従業員も含めた内部統制の強化も重要だ。

<H 研究委員>

知的財産マネジメントの観点から質問。

無形資産の価値割合が拡大の一途をたどりながら、それが財務諸表になかなか適切に反映されない、という流れは、世界的に今後も変わらないものか。また、現行財務諸表から、その企業の知的財産に関して有益な情報を得られるヒントのようなものはないか？

<富田>

知的財産の開示をめぐる制度開発の試みは、世界的に行われている。課題は、保有する知的財産と、その価値発現（マネタイズ）とのつながり、価値創出プロセスをどう示すかだ。「この技術はいろいろな活用方法がありうる。皆さんお考えを」という状況では、なかなか投資家を含めた財務諸表利用者にとって価値評価は困難だろう。

<I 研究委員>

泉先生へ。証券化商品のより適切な価値評価のために、ご説明に合った行動規範を厳しくしていく点と共に、IT を使って、例えばブロックチェーンのようなものでトレースをして、第三者の信用を得るといったような試みがなされているのかどうか。

富田先生へ。無形資産価値と関連して、タレント人材の資産価値計上をめぐる議論があればご教示いただきたい。

<泉>

Fintech のさまざまな動きを聞く中でも、証券化商品とブロックチェーンを巡る具体的な話は、存じ上げない。

<岩田>

債券の発行までは、ブロックチェーンの活用トライアルがなされている。

<富田>

人的資本の資産計上の試み自体はない。

しかし、会計を補完する情報として、統合報告の中での人的資本は非常に重視されている。具体的には、従業員に対する投資など。

また、SNS を含めた「評判」が、その会社の企業価値や業績にどう影響を与えているか、といった研究もある。

更に、経営者の健康状態などが、制度開示の枠に入ってくる可能性はあるのでは、と考える。

<J 氏>

不動産の証券化（いわゆる REIT）の範囲が米国などで広がっているのは、どういう背景があると考えたらよいか。かつてのオフィス中心から、いまでは、データセンターや病院などに広がっている。各国政策の後押しがあるのか、市場の自然な成り行きなのか。

<泉>

1 つには、金融危機以降停滞した証券化市場の緩やかな回復が背景にあるのではないか。その回復の中で、流動性が高まり、証券化の幅・魅力を増やしているのではないか。もう 1 つは、原資産である土地自体の価格が少しずつ回復しているということがあるのではないか。

また、米国においては、発行市場についても流通市場についても、そもそもの市場の厚みが根底にあらう。安定した資金供給や調達が可能なのは、調達コストを低下させ、企業がより証券化を活用しやすい状況をもたらす。日本でも特に流通市場における流動性を高めていく必要があらう。

<岩田>

データセンターや病院のビジネスモデルに特化した、リスク評価が出来るか。これを市場、とりわけ投資家が理解できるような情報として開示できるか、といったところの成熟度の差異も存在。

<K 研究委員>

泉先生へ。証券化商品の信用の可視化をするには、究極的にはその背景にあるアルゴリズムの開示まで行かなければいけない、と捉えるべきか。

富田先生へ。お話のあった Facebook をはじめとする「デジタルプラットフォーマー」の会計評価においては、その利用者などからなる「ネットワーク効果」が発する価値をどう評価するか、がそのビジネスモデルの特徴を踏まえた 1 つの評価ポイントになると考えるが、そういったことは可能なのか。

<泉>

デジタル技術の活用が、証券化商品のリスク評価をより正確にし、証券化市場の安定、より適切な資金供給につながることは確かだろう。

ただ、アルゴリズムの開示を義務付けた場合には、そのことによって、商品模倣のリスクが高まり、新たな証券化商品を捨てるインセンティブが減少するのではないか。

なお中国の場合、現下では、証券化商品の作りがよりシンプルな（資産プールに入る原債権数が少ない）傾向。これは商品のリスクそのものを高めることにはなるものの、透明性という意味ではブ

ラスの状況。

<富田>

買収した会社のもつ、のれん以外の一定の要件を満たす技術・知的財産・ネットワークといった無形資産を貸借対照表に計上することは既に行われている。更に、統合報告などにおいて、つながりを含めた価値創出プロセスを定量的・定性的に表記する、という方向の検討が、国際的に進められている。

<L 研究委員>

泉先生へ。コロナ渦が、金融市場改革の流れに与える影響について伺いたい。

富田先生へ2点。

- 1)米国で「ロビンフッド」という株式取引アプリを使う個人投資家たちによる取引が、コロナによる自粛期間中に、テスラ株の評価を押し上げるのに貢献した、という話を聞いたことがある。財務諸表もみずに投資するような層が増えていくとすれば、会計制度の透明化というところが、どこまで金融市場のボラティリティ・リスクの高まりの回避に効くのか、気になる。
- 2)これまで購入していたような固定資産に対する、サブスクリプション（サービス契約に基づく定期利用・定期支払）モデルが拡がる中で、会計上、現在費用扱いとされているものが、今後（リース契約等と同様に）、資産同様の扱いになってくる可能性があるかとみるか。

<泉>

コロナの影響がどこまで長引くかにもよるが、証券化市場については、その直前まで回復の兆しを見せてきているということと、また金融当局も証券化商品に対する実証分析の度合いを深めている。従って、何らかの猶予が生じたり、また形骸化している規制に関する実効化の営みはあったとしても、証券化をめぐる規制に関する大きな路線変更はないのではないかと個人的には見ている。

<富田>

- 1)については、上場時点で会計開示強化のハードルがあるということ、また会計知識の教育が多様化している、ということが1つの答え。
- 2)については、資産計上の可能性はあると考える。そうなるかどうかの鍵は、契約の実質的な解約不能期間の縛りと、そこで支払う総額が実資産価値に占める割合など、自社が保有している固定資産と実質的に何ら変わらないか、という点になろう。

<島研究委員>

泉先生へ。中国の金融商品が、世界の金融市場の動きの中で、今後どういう方向感を持ってくると考えられるか。

富田先生へ2点。1)クラウドファンディングをはじめとした、個人から資金を募るという「マイクロファイナンス」について、評価機関の独立・透明性に関する現状を、どう捉えたらいいか。2)また、金融サービスと金融外サービスがシームレスになる動きに対してどう見ているか。

<泉>

とても興味深い質問。

個人的感触になるが、流通市場の流動性をどうあげていくか、そこで外国投資家をいかなる形で呼び込みつつ国内投資家の厚みを増していくか、が、中国の1つの戦略方向性ではないか。

また中国の場合、パイロットプロジェクトの試験運用のようなこともよく行われる。中央銀行のデジタル通貨のように、デジタル技術を証券化市場の発展にどう役立てられるか、というトライアル方向性も有るだろう。他国よりも、柔軟にリスクテイクしながら、取り組める素地がある。

<富田>

1)について。足許、そうした個人投資については、SNS（の評判）が、評価機関の代わりをしている面もあるのではないか。そこでは企業のディスクロージャー戦略と印象イメージが、非常に重要な役割を果たしているともいえる。

2)について。金融機関が、ソフトウェア会社・IT会社という側面を強めてきた場合、会社全体としてどう評価されるべきなのか、という取り組みがなされていると捉えている。

<門間>

締め時間になりましたので一言。

有意義な知的エキサイティングなお話だった。発表も質疑応答も大変参考になった。感謝する。

泉先生の発表について。私も証券化商品にかかわっていたことがあり、その目から見ても、大変分かりやすく整理して作っていただいた。感謝。

富田先生の発表について。Enron はじめ破綻があるたびに国際金融市場が動揺して色々なことがあった。開示はやはり非常に大切。国際課税の面から財務省も非常に苦労しているが、こういった形が本当に企業価値を公正に表現するかは、永遠の課題ではないかとも思っている。

私からも質問を。

泉先生へ。資料18ページに触れられている、証券化商品に対する不透明性の改善について。

元々のリーマンショックに関しての問題意識を2つ持っている：①高格付証券化商品であっても、返済リスクの極めて高い原債権が組み込まれていたこと、②資産担保証券を更に集めて切り分けて更に資産担保証券を作ったことで一定の流動性が担保されていなかったこと。これらについて、最低限の開示ルールが整備されていれば、当時の金融危機は防げたのではないかと個人的には思っており、この点についての見解をお聞きたい。

<泉>

証券化商品については、圧倒的に複雑性が高く、価値評価が困難なところが、金融危機の増幅につながっている。そこへの対応には、不透明性に関する連続的な指標を作っていく、というのが、仰る①②を包含した1つの解決策だと思っている、というのが、18ページで申し上げたかったこと。

その他、資料11ページで申し上げた、証券化の実施者が当該証券化商品を一定程度保有する義務、

また格付け機関に対する新たな基本行動規範など、金融危機後にでてきた規制改革は、仰る①②に対して講じた解決策となっているのかな、という印象を持っている。

<門間>

もう1つ、先ほどのC研究委員との質疑応答に関連して。日本の証券化市場が伸び悩んだのは、バブル崩壊後の金融当局規制が厳しくなって、「うま味のある」証券化商品を作りにくい環境が続いたこともあると感じている。それは、リーマンショックのような不良資産による問題も生じにくかった、ということでもある。

リーマンショックの直後に、透明性を高めた商品を創れば、日本でも証券化商品がより売れるようになるのではないか、と関係業界と議論した記憶があるが、そもそもの日本の慎重な投資家構造が、証券化市場の伸び悩みと関係があるのではないかと、とも感じている次第。

<泉>

C研究委員との質疑応答の後、考えてきたが、もしかすると、日本における金融商品取引法の存在も大きかったのではないかと、とも感じている。米国では撤廃された「銀行業務と証券業務の分離」が維持されてきたことなど。

<岩田>

それでは、2時間半にわたり大変感謝する。(拍手)