

王芳氏課程博士審査報告書

令和3年12月20日

申請学位： 博士（国際開発）
学位申請者： 王 芳（ワン ファン）
国際協力学研究科博士後期課程 3年
(学籍番号 G6D7032016)
論文題目： AN EMPIRICAL RESEARCH OF ASSET SECURITIZATION ON THE PEOPLE'S
REPUBLIC OF CHINA'S FINANCIAL REFORM
審査委員会： 主査 杜 進 国際学部教授
副査 徳原 悟 国際学部教授
副査 馬 欣欣 法政大学経済学部教授

I 論文の要旨

資産担保証券（Asset Backed Securities, ABS）とは、各種資産の信用力やキャッシュフローを担保として発行される証券の総称であり、資産を証券化する金融手段の一つである。1980年代米国で開発されたこの金融商品は、先進国のみではなく途上国においても実践されている。中国は2005年より資産証券化を実験的に導入しはじめたが、大きな発展は見られなかった。しかしその後、2014年以降資産担保証券の市場は急速に拡大している。その背景には2008年の世界金融危機の発生後、中国政府が4兆人民元からなる大型の景気刺激策を実施した結果、過剰な生産能力を持つ企業の収益が低下し、過剰債務の問題が顕在化してきた。これに対して2014年より中国政府が「供給サイド構造改革」を実施し、企業と金融機関のバランスシートの改善と投資の活性化をはかろうとしている。この改革プロセスのなかで資産証券化が急速に進められ、2020年6月末までに、中国の資産担保証券の市場規模は4.33兆人民元に達している。

資産証券化問題に関する既存の研究は、主に米国や欧州のような成熟した市場経済の事例に基づくものである。その主な研究テーマとして、①銀行ローンの証券化問題、とくにその動機と経済的効果に関する研究、②いわゆる倒産遠隔（Bankruptcy Remoteness）、すなわち資産を持つ企業（オリジネーター）と証券を発行する企業（Special Purpose Vehicle, SPV、特別目的事業体、本論文では証券発行体を指す）の

間の資本関係を切断し、オリジネーターの倒産から SPV を保護することに関する研究、③原資産の「真正譲渡」(Real Sale、真正売買とも訳す) 問題、すなわちオリジネーターから SPV への資産譲渡が法的に有効かつ確実に行われていることに関する研究、④資産担保証券に投資する側のリスク問題に関する研究、などがある。しかし、改革が進められている中国の経済構造と金融システムのもとで、構造化された金融商品としての資産担保証券の運営方法とその影響に関する研究は極めて不足している。

本研究は、資産証券化に関する国内外の研究成果をレビューしたうえ、中国の金融改革の中での資産証券化の現状について4つの実証研究を行っている。そのうちの2つは計量経済学的分析であり、残りの2つは事案の研究である。第1の実証研究は、金融機関が持つ貸出債権の証券化についての研究である。論文は上場商業銀行35行の2012年から2019年までの財務統計データを利用して、ロジット・トビット・モデルを用いて、銀行が資産証券化を選択する際の決定要因を明らかにする。

第2の実証研究は、2012年から2017年までの上海と深圳の両証券取引所の上場企業3,444社を標本として、非金融企業の資産証券化の決定要因を分析する。プロビット回帰分析の結果、非金融企業の資産証券化の決定要因として、資産規模、売上高、研究開発費、資産負債比率などの変数と相関関係にあることを解明した。

第3の実証研究は、資産担保証券市場におけるSPVの「真正譲渡」効果を考察したものであり、分析の対象は2015年6月に裁判所に提訴されたKaiDi電力の充電権証券化に関する法律訴訟案件である。合肥市中級人民法院は、中国における原資産の「真正譲渡」に関する法的規定の識別基準はまだ完備されておらず、キャッシュフローが含まれる口座だけでは不十分であり、法的拘束力をもつ契約の条項に基づかなければならいと判決した。中国においては「真正譲渡」の実現には、依然として法制面の制約があることを示している。

第4の実証研究は、知的財産権の資産担保証券(Intellectual Property Asset-Backed Securities, IPABS)の原資産の選定問題を研究対象としている。2020年7月の時点で10例のIPABSが発行されているが、原資産規模の分類に基づき、そのうちの4例を取り上げた。分析の結果、知的財産権の「将来収益の請求権」という属性と、ABSの原資産のコンプライアンスと抵触する可能性があり、中国の現状では「ダブルSPVモデル」、すなわちSPV1を通じて標準化された基礎資産を構築し、「将来収益の請求権」を「既存資産収益の請求権」に変えることで、知的財産権の均質化を実現することができ、IPABSの運営上の問題を解決することができる、と結論付けている。

以上の4つの実証研究を通じて、中国の金融改革における資産証券化の現状と課題を

明らかにし、政府と金融市場の協力を通じて一層の情報開示、SPVに関わる法制面の整備、ABS市場に対する監督体制の改革など、資産証券化を進めるうえで必要不可欠な政策課題を提案している。

II 論文の構成

1 INTRODUCTION

1.1 Introduction

1.2 Theoretical Framework for the Research

1.2.1 The Structure and Process of Asset Securitization

1.2.2 The Motivation of Firm's Asset Securitization

1.2.3 The Implication of Securitization in China's Financial Reform

1.3 Objectives and Contributions

1.4 Data

1.5 Empirical Study Design and Main Findings

1.6 Conclusion

1.7 Outline of the Thesis

2 BACKGROUND ON ASSET SECURITIZATION

2.1 Brief History of Securitization

2.2 Definition and Classification of Underlying Assets

2.3 The Role of SPV

2.4 Credit Enhancement

2.5 Securitization in China's Financial Reform

2.6 Chapter Summary

3 LITERATURE REVIEW

3.1 The Motive and Economic Effect for Asset Securitization

3.1.1 The Motivation of Bank's Loan Securitization

3.1.2 The Motivation of Non-financial Enterprise's Securitization

3.1.3 The Economic Effect of Asset Securitization

3.2 The Choice of Underlying Assets in Asset Securitization

3.2.1 Securitization of Infrastructure Charging Right

3.2.2 Intellectual Property Asset-backed Securitization (IPABS)

3.3 Financial Market Environment of Asset Securitization

- 3.3.1 Asset Securitization and Monetary Policy Implementation
- 3.3.2 Asset Securitization and Commercial Bank Operation
- 3.3.3 Asset Securitization and Financial Market Efficiency
- 3.3.4 China's Financial Reform and State-owned Enterprises
- 3.4 Summary of the Literature and Motivations for the Research
- 4 LOAN SECURITIZATION WITHIN CHINA'S FINANCIAL REFORM
 - 4.1 Introduction
 - 4.2 Background of Loan Securitization of Commercial Banks in China
 - 4.3 Literature review and hypotheses
 - 4.3.1 Literature review
 - 4.3.2 Hypotheses
 - 4.3.3 Possible Contributions
 - 4.4 Research Methods
 - 4.4.1 previous Research
 - 4.4.2 Multiple Regression Model
 - 4.4.3 Data
 - 4.4.4 Variables Selection
 - 4.5 Descriptive Statistics
 - 4.6 Regression Analysis
 - 4.6.1 Correlations of Variables and Factor Analysis
 - 4.6.2 The Logit Regression
 - 4.6.3 The Tobit Regression
 - 4.6.4 Robust Test
 - 4.6.5 Sensitivity Analysis
 - 4.6.6 Estimating the Relation between Credit and Deposit
 - 4.7 Conclusions
 - 4.8 Limitations of the study
- 5 ASSET SECURITIZATION DECISION BY NON-FINANCIAL COMPANIES
 - 5.1 Introduction
 - 5.2 Literature Review
 - 5.2.1 Literature Review on Theory
 - 5.2.2 Literature Review on Empirical Studies

5.2.3	Contributions of this Study
5.3	Research Methods
5.3.1	Model Design
5.3.2	Data Sources and Data Processing
5.3.3	Variable Selection
5.3.4	Descriptive Statistics
5.4	Empirical Analysis
5.4.1	The Probit Regression
5.4.2	Regression Results
5.5	Conclusion
5.6	Suggestions
5.7	Limitations of the Study
6	CHINESE STANDARDS FOR “TRUE SALE”—A CASE STUDY OF KAIDI POWER CHARGING RIGHT ABS
6.1	Introduction
6.2	Overview of the Case
6.2.1	Event Description
6.2.2	Arguments from All Parties
6.2.3	Court Decision
6.3	Analysis and Discussion
6.4	Financial Analysis of the Originators
6.4.1	Background of the Case
6.4.2	The Financial Situation
6.5	Conclusions
6.6	Suggestions
7	THE DILEMMA AND SOLUTION OF IPABS—DOUBLE SPV MODEL OF UNDERLYING ASSET RECONSTRUCTION
7.1	Introduction
7.1.1	Background of IPABS Markets
7.1.2	Problem Statement
7.2	Literature Review
7.2.1	The Operational Dilemma of IPABS

7.2.2	The Theoretical Dilemma of IPABS
7.2.3	Double SPV theory of ABS
7.2.4	Comments of the Literature
7.3	Possible Contribution
7.4	Research Design
7.4.1	Research Method
7.4.2	Cases Selection
7.4.3	Data Collection Methods and Research Credibility
7.5	Case Analysis
7.5.1	Background of the Cases
7.5.2	Analysis of Risk Characteristics
7.6	Causes of the Analysis of the IPABS Dilemma
7.6.1	Ownership of Underlying Asset is Not Clear
7.6.2	The Underlying Asset does not Realize “True Sale”
7.6.3	Unpredictable Cash Flow of Underlying Assets
7.6.4	Non-Scale Economy of Product Distribution
7.6.5	The Legal Risk of Securitization is Uncontrollable
7.7	Resolving the Dilemma of IPABS by " Underlying Asset Reconstruction"
7.7.1	Model Construction
7.7.2	Resolving the Dilemma of IPABS
7.7.3	Comparison of the Development Space of IPABS
7.7.4	The Risk of the Reconstruction Model
7.8	Conclusion
7.9	Suggestions
7.10	Research Limitations
8	CONCLUSIONS
	REFERENCES
	Appendix

論文（各章）の概要

第1章の Introduction では、本論文の背景と問題意識、研究目的、研究対象とリサーチクエスチョン、意義及び論文の構成について述べている。

第2章では、資産証券化の歴史的変遷、その定義、証券発行体である特別目的事業体 (Special Purpose Vehicle, SPV) の在り方、資産証券化の予想される機能と効果について概説する。

第3章では、資産証券化に関する先行研究をレビューし、既存の研究で取り上げられている主要な研究テーマと論争点、及び主要な研究成果を整理分析する。

第4章では、金融機関が持つ貸出債権の証券化についての計量経済学的分析である。上場商業銀行35行の2012年から2019年までの財務統計からの情報を要約するために、要因分析を行った。また、ロジット・トビット・モデルを用いて、商業銀行が資産証券化を選択する際の決定要因を明らかにした。

第5章では、上海と深圳の両証券取引所の上場企業3,444社のパネルデータ(2012～2017年)を利用し、企業の資産証券化を採択する際の決定要因を分析する。プロビット回帰分析の結果、資産規模、売上高、研究開発費、資産負債比率などの変数と相関関係を計測し、企業が資産証券化を採択する動機を解明した。また、企業に対する信用格付けは資産証券化の決定に大きな影響を与えることを明らかにした。

第6章では、資産担保証券市場におけるSPVの「真正譲渡」効果を分析するため、2015年6月に裁判所に提訴された KaiDi 電力の充電権証券化に関する法律訴訟案件を取り上げた。中国における原資産の「真正譲渡」の実現には、法的拘束力をもつ契約の条項を必要とすることを明らかにし、法制面の一層の整備がABSの発展に不可欠であることを結論づけた。

第7章では、4つの事案分析から、知的財産権の資産担保証券(IPABS)の原資産の選定問題を分析し、中国のABS市場において、IPABSの「将来収益の請求権」という属性と、ABSの原資産のコンプライアンスと相容れない可能性があることを発見し、この問題を解決するために「ダブルSPVモデル」を提唱した。

第8章では、本論文の分析から得た知見をまとめたうえで、次のような結論に達している。①商業銀行にとって貸出債権の証券化の採用は信用の改善に寄与しているが、銀行の収益構造の改善と投資効率性の向上には大きな効果がみられていない。②信用格付けの相対的に低い中小企業は十分に受け入れられていないため、ABS市場の一層の拡大を妨げている。③「真正譲渡」を実現するために、中国の関連法制度の整備が必要である。

④IPABS のジレンマを克服するためには、ダブル SPV モデルのような工夫が必要である。以上のような結論に基づき本研究の政策的含意と政策提言が述べられている。

IV 論文の総合評価

1. 論文提出から審査までの経緯

王芳氏は、2016 年国際協力学研究科国際開発専攻の博士後期課程に入学して以来、既定の講義科目を修め、外国語検定試験にも合格している。研究指導は地域研究 (A) に所属する杜進が担当している。これまでに研究科内の博士後期課程中間研究発表会に 2 回発表し、所属する「日本中国経済経営学会」の 2017 年全国大会 (大阪) 及び 2018 年全国大会 (東京) で研究発表をしている。執筆した論文 2 篇が研究科紀要に刊行されたほか、中国語の金融研究専門誌『金融理論探索』に 2 篇の研究論文、シンガポールの英文学術雑誌 “Modern Economics & Management Forum” に 1 篇の研究論文が刊行され、課程博士として必要な条件を満たしている。

王芳氏は、2021 年 6 月に課程修了論文を提出した。本研究科は受理審査委員会を立ち上げ、吉野文雄教授が委員長を務め、徳原悟教授、馬欣欣教授 (法政大学) の両名が委員として審査を行った。その結果、必要な修正を施すことを条件として論文は受理された。

本審査委員会は 9 月に立ち上げられ、杜進が委員長を務め、徳原悟教授、馬欣欣教授 (法政大学) が委員となった。修正された論文と修正事項をまとめた一覧表は 10 月に提出され、それに基づいて 12 月 10 日に口頭試問 (最終試験) を実施した。

2. 審査所見

最終審査では、王芳氏が論文の概要を説明したあと、それに対する質疑応答が行われた。まず、受理審査の際に審査員によって指摘された問題点とコメントについて、王芳氏が事前に提出したメモに基づき、最終提出論文の修正と改善の部分について説明が行われ、これに対して各審査委員がおおむね納得し評価している。次に、審査委員より 3 つの質問が提起された。第一、なぜ欧米諸国と異なり、中国の IPABS 市場において「ダブル SPA モデル」が必要なのか? という質問に対して、王芳氏から中国の金融法制と市場監督の特徴について具体的な説明があった。第二、資産証券化の国際比較の可能性についての質問に対して、王芳氏が今後の研究で取り上げる意欲を示した。第三、資産証券化を採択した上場企業の業績 (投資効率や収益率等) は採択する以前に比べどう変化するかを確かめるための計量分析の可能性について、王芳氏はデータの制約から現時点

では難しいが、今後継続的にデータを収集し、分析を行いたいとの意欲を示した。

3. 審査委員会結論

委員全員が一致して学位申請者に対し、「博士（国際開発）」の学位を授与するに値するものと認めた。

以上