

書評

高橋正彦著

『証券化と債権譲渡ファイナンス』

(NTT 出版, 2015年)

江川 由紀雄

ひさしぶりに証券化を論じる日本語の書籍が出版された。証券化と著者が創造した証券化の上位概念としての「債権譲渡ファイナンス」について、多面的な考察を加えている。本格的な概説書であり著者のこれまでの研究成果の集大成ともいえる研究書である。本書は極めて異色である。学際的なアプローチも用いながら、多面的に流動化・証券化と債権譲渡ファイナンスについて論じている。必ずしも時系列順に記述されている訳ではないが、日米の証券化取引の発祥からリーマンショック後の規制強化やごく最近までの市場環境の変化について、重要な事象や事件が網羅的に記述されており、証券化の歴史書でもある。

本書の著者である高橋正彦氏は、日本資産流動化研究所（1993年設立・2003年解散）に日本の金融危機時の1997年から2000年に掛けて調査部長として勤務した経験を有する。日本資産流動化研究所は、リース・クレジット債権の流動化の枠組みを設けた特定債権法（1993年施行・2007年廃止）に基づく政府の指定調査機関でもあった。日本における本格的な証券化の萌芽と成長を側面から支えた著者は、その後、大学教員に転じ、証券化を中心としたテーマにつき、

精力的に研究を続けている。著者の数多くの学会報告論文を含む研究成果が本書中で参照されており、一部に本書の内容に盛り込まれている。本書は、2004年刊『証券化の法と経済学』、2009年刊『証券化の法と経済学—増補新版』をベースとしつつも、大幅に内容を拡充し高度化した全く新たな著作となっている。

多面的な考察を可能とした背景

証券化を題材にとりあげる書籍は少なくはないが、その大半が、証券化という事象あるいは金融取引形態のひとつの側面だけをとりあげ、または、ひとつの専門分野における視点からのみ論じたものになっている。アメリカにおける証券化事例の紹介であったり、リスク評価・価格評価手法であったり、法制度面での考察に終始したりといった具合である。一般的な概説書の類も多い。本書はこうした事例とは一線を画している。ひとりの著者による著作物でありながら、様々なアプローチを用いて多面的に証券化と債権譲渡ファイナンスについて深く論じているのである。本書がカバーする専門分野としては少なくとも制度論、法、経済学、会計・税務にまたがる。法的な側面について論じる際に

も、民法、倒産法、金融商品取引法等の金融取引規制と多面的な視点から、具体的な事件や判例に言及しつつ考察を加えている。

著者の旧著にはタイトルに「法と経済学」ということばが用いられていた。本書ではタイトルや見出しからは「法と経済学」という表現が消えてはいるが、最終章である第7章では、「著者としては『証券化の法と経済学』から『債権譲渡ファイナンスの法と経済学』へ、さらに『金融システムの法と経済学』を目指して、今後も真摯に研究を進めていきたい」との決意表明が見られる。著者は「本書は（中略）民法学（債権総論等の債権法）と金融論（ファイナンス論）という、水と油のような両分野を発展的に融合ないし止揚（アウフヘーベン）しようとする、著者独自の野心的な試み」（はしがき）と述べている。その試みは、本書の内容に具現化している。

評者の周囲を見渡しても、たとえば、債権法（民法論）と倒産法と金融政策と国内外の証券化を含む金融取引を巡る制度論とを専門性の高いレベルで総合的に語れる人物は著者以外には思い当たらない。専門分野を極めた人物は多いが、複数の専門分野にまたがり、学際的な領域までをカバーする多面的な視点を持つ多才で高度な専門家はそんなにはいないということだろう。細分化と専門化が進み過ぎているのかもしれない。著者は、自らの研究成果のバックグラウンドについて、「法律家崩れの経歴」、「日本銀行や郵政研究所等での証券化を含む金融システムに関する研究」、「日本資産流動化研究所の調査部長としての（中略）調査実務経験」、「横浜国立大学等での証券化を含む金融システムに

関する研究（共著・論文等）・教育実績」等を挙げている。

日本から目をそらさずに論じる姿勢

本書について特筆すべきことは、金融システムについて語るときも、証券化に密接に関連する様々な事象や事件について言及する際にも、著者は広い視野を葆ちつつ、日本から視点を決してそらしていないということである。もっとも、日本国内だけに目を向けている訳でもなく、アメリカにおける証券化の発祥と発展過程や、サブプライム問題を契機に発生した欧米の金融危機についても言及している。

証券化に関しては、日本では1970年代に住宅金融専門会社と銀行の資金調達手法としての住宅ローン債権信託が始まり、1980年代に動産信託の応用型としてのリース・プロパティ信託が出現し、1993年の特定債権法施行を契機にリース・クレジット債権の証券化が盛んに行われるようになる等、長い歴史と実績の積み重ねがある。それにもかかわらず、日本人による日本語の文献でも、そうしたことには一切触れずに、アメリカで起きたことだけを対象に論述しているものは多い。日本を無視するかのような論考にいささか辟易していた評者にとって、本書は清涼剤のような存在である。

債権譲渡は金融であるということ

金融とは、異時点間の購買力（金銭を含む）の融通・移転取引であり、ファクタリング、手形割引、ローンの流通市場での売買（ローン・セールまたはローン・トレーディング）等も金

融取引の類型であろう。著者は、こうした主に金銭債権の譲渡を伴う取引について、まずは論じる。本書の第1章は、企業による金銭債権譲渡が危機時の取引から平常時の資金調達手法へと変化したことなどを含む債権譲渡取引の変容、1990年代以降の日本における債権譲渡関連の立法および法改正の概要、将来債権譲渡に関する判例などを概観している。

資産証券化は債権譲渡 ファイナンスの一類型である

金融の「証券化」(securitization)は、広義・狭義の用法がある。広義の用法としては、「間接金融から直接金融への移行」と同義である。狭義の証券化は、資産(貸付債権などのキャッシュフローを得られる権利・地位)の証券化を指す。資産の証券化と同義である。資産の証券化のことを「流動化」と呼ぶこともあるが、著者は、「流動化」を狭義の証券化よりも広い概念として捉えている。

本書の第2章で、「証券化」、「流動化」、「アセット・ファイナンス」、「ストラクチャード・ファイナンス」といったことばについて著者は考察を加え、著者なりの定義を与えている。そのうえで、「資産流動化・証券化」の概論に突入し、日米両国における発祥と今日までの発展・変遷過程について、淡々と叙述している。たとえば、2001年の住宅金融公庫(後の住宅金融支援機構)の「証券化支援業務」に基づく住宅ローン債権を裏付けとするパススルー型の債券の出現や、2008年に行われた財務省による財政融資貸付金の証券化等についても要点を押さえて簡潔に言及している。

日本において国が資産を証券化した事例は、これまで2008年に2度にわたり組成・発行された財政融資貸付金の証券化事例のみである。証券化によって調達した資金を財務省は選択的な国債の買い入れ消却に用いた。国債が極めて低利回りで潤沢に発行できる市場環境では、国による市場からの資金調達手法としての証券化の優位性は限定的であろう。政府の資産・負債の圧縮や国庫の金利リスクの削減の手段としては依然として有効であろうが(もっとも、国が100%出資する財投機関向けの貸付金だけを証券化対象とするのであれば、「連結ベース」で考えると、政府のバランスシート圧縮には寄与できないのだが)、こうしたことを重視するようなことでもなければ、国がふたたび資産を証券化することは期待できないのかもしれない。

日本銀行による証券化に関連するこれまでの取り組みについて著者は漏れなく言及している。日本銀行が1999年に一定の基準を満たす証券化商品を適格担保とすることが決定されたことと2003年にABSの買入れを決定し、実際に買入れを行ったこと、更には、日本銀行は、2003年に「証券化市場フォーラム」と呼ばれる会合を発足させ、翌2004年に掛けて、議論を行い、証券化に関連するいくつかの提言を行ったことなどについて淡々と記述し、著者の考察を加えている。「証券化市場フォーラム」の提言に基づき、市場参加者からの自主的な報告を日本銀行が集約し公表する「証券化市場の動向調査」が2004年に開始された。この調査は、2006年に日本証券業協会と全国銀行協会が継承し、現在も続いている。また、同フォーラムの報告書で「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」による検討を基に、標準的な情

報開示項目が提示され、それが2009年に日本証券業協会が制定した「標準情報レポーティング・パッケージ」へと発展したこと等についてもきちんと説明されている。

金融法制との関係

著者のいう最狭義の「証券化」は、狭義の証券化のうち、証券取引法（1948年）・金融商品取引法（2007年）の定義規定上、有価証券の定義に該当するものが発行される場合を指す。かつての特定債権法（1993年施行、2004年廃止）に基づく小口債権などは、証券取引法上の有価証券ではなかったため、資産の証券化（securitization）と仕組みや機能は同一であっても、著者のいう最狭義の証券化には該当しないが、「流動化」には該当する。もっとも、資産の証券化の意味として用いられる「証券化」は、1977年のアメリカにおける造語“securitization”の訳語であるところ、アメリカの証券取引規制における「証券」（securities）の範囲が幅広いことや、日本でも2007年に証券取引法が金融商品取引法へと名称変更を伴う大改正が行われた際に、広範な信託受益権が有価証券の定義に取り込まれたことなどを踏まえると、証券取引規制との関係で論じる場面を除けば、「証券」や「証券化」の用法にそれほど神経質になる必要もないのではないか。著者は日米の証券概念の違いについても本書第3章で考察を加えている。

避けて通れないサブプライムローン問題

日米両国の証券化市場はほとんど接続されて

いない。使用する言語や法体系が異なり、通貨も異なっている。両国の証券化市場はそれぞれに異なる形態で発展を遂げた。それでも、証券化を論じる際には、2007年に高水準の延滞が生じていることが明らかになったアメリカのサブプライム住宅ローン問題を避けては通れない。著者もサブプライムローン問題が世界金融危機へと発展した状況と証券化の関係について本書第2章のかなりの部分を割いて論じている。

サブプライム住宅ローンが貸し出され証券化されたのはアメリカであり、そうした資産を裏付けとした証券化商品、更には、それを再加工した二次・三次の証券化商品の組成は、日本で行われたことではない。しかし、サブプライムローン問題に関連し、証券化が注目を浴びたことから、日本でも、規制強化が進んだ。ひとつの事例が2007年に金融担当大臣の私的諮問機関として設置された金融市場戦略チームによる提言と、それを根拠とする2008年から2009年に掛けての金融商品取引業者（主に証券会社）に対する証券化商品の販売に関する規制強化である。

金融庁による金融商品取引業者向け監督指針の改正と日本証券業協会による自主規制規則の制定の動きなどについて、著者はその具体的な内容に触れつつ、言及している。本書では触れられていないが、この自主規制規則制定に関して日本証券業協会は、2009年3月に日本の証券化商品には「問題となる事例は見られていないが」、「証券化商品の販売等に関する規則」を制定したと発表したのである。

日本では証券化商品に深刻な問題事例がな

かった理由として、著者は「証券化の直接の目的が、オリジネーターの資金調達などの実需にあるものが多く、意図的に信用リスクを移転しようとするものは少ない」、「オリジネーター、アレンジャー、投資家等の市場関係者の属性、報酬体系や文化的基盤などが米国とは異なり、関係者間の人的・物理的な距離も近い」（本書第2章、96ページ）といったことを挙げている。評者も同感である。

日本における証券化市場のプレイヤーは、オリジネーターであれ、アレンジャーであれ、投資家であれ、その多くが東京の都心またはその近辺で勤務するサラリーマン（女性も含む）である。投資家やオリジネーターは東京以外の都市にも多く所在するが、東京から無理なく日帰りできる距離である。「物理的な距離」が近いことや、市場参加者の数がそれほど多くはないこともあり、勤務先が異なっても、証券化に携わる多くのプロフェッショナル（職業人）は、お互いに顔見知りである。カリフォルニアに本社を置く住宅ローン業者がブローカーを用いて貸し出した住宅ローンをニューヨークの大手金融機関が買い取り、それを束ねて証券化し、その証券化商品を全世界の機関投資家が投資対象にしていた他、ニューヨークのみならず、ボストンや大西洋をはさんだロンドンやダブリンに所在する運用会社や金融機関がファンドに組み入れ、更には二次証券化商品に再加工したうえで販売していた状況とは大きく異なる。

著者はまた、2008年に金融審議会で格付会社への規制導入が検討され、同審議会の答申に基づき、金融商品取引法の枠組みにおける信用格

付業者登録制（2010年施行）としての格付会社規制が導入されたことや、2009年のG20ピッツバーグサミットの首脳声明に端を発する証券化取引のリスクリテンション規制が2015年に日本において導入されたことなどにも言及している。

日本において規制強化が進んだのはなぜか

サブプライムローン問題の日本における帰結は、証券化取引に関連する様々な規制強化であったと総括できよう。この点につき、著者も「米国を中心に組成されたサブプライムローン関連等の証券化商品が、金融危機の発生・拡大に係わったという反省を契機として、国際的な議論の中で、進められてきたものである」と表現している。著者はまた「国際的な政策協調の下で、証券化関連を含む金融規制強化の方向が既定路線化すると、国内の政策当局や業界・自主規制団体にとっても、それに同調して、規制強化の姿勢を示すことが自己目的化しがちである」と評している。これについては、具体事例が挙げられていないものの、評者もそういう事象を確かにかくつか目の当たりにしてきた。

規制強化は、一般に、規制への対応のために、金融機関その他の市場関係者にとって事務やコストの増加を強い、ある種の取引の自由度を奪い、取引を抑制または禁止的な効果をもたらす方向性を持つ。収益が圧迫され、取引の自由度が制約されるものなので、業界や市場参加者は反対または抵抗しそうなものである。しかし、著者が挙げているいくつかの規制強化事例では、そうではなかった。業界（たとえば、証

券会社)のオピニオンリーダー的な存在の人物が積極的に推進しようとし、実現した規制強化もある。なぜ著者が「規制強化の姿勢を示すことが自己目的化しがちである」と表現する現象が、業界内に起きてしまうのか、掘り下げてみると面白いのではないかと評者は思っている。ただ、現在もなお各界で活躍している特定の個人の過去の言動について批判を加えることにならざるを得ず、ここに踏み込むことは誰にとっても容易ではないだろう。

著者が挙げた規制強化事例の中で、格付会社規制の内容や2015年に導入されたリスクリテンション規制は、確かに、G20、バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構(IOSCO)等の声明や合意文書を根拠としているものだろうが、証券化商品の販売に関する規制強化は日本独特のものではなかったのだろうか。

著者は触れてはいないが、「国際的な議論の中で」進められたものであれ、日本独自の動きであれ、日本においてこうした規制強化が検討され、決定される過程では、日本人が日本語でアメリカのことについて議論し、アメリカ(または欧米)で起きた事象を踏まえて、日本における対策が講じられるということが繰り返されたように評者は感じている。著者が言及している事例に限っても、金融商品取引業者に対する証券化商品の販売に関する規制強化の根拠として用いられた金融市場戦略チーム(2007年に金融担当大臣の私的諮問機関として設置された有識者を中心とする会合)の第一次報告書では、証券化に関連する問題指摘がなされているが、そこで言及されていることはほぼ全てアメリカで発生した事象であり、日本国内における証券

化取引については一切言及されていない。日本における格付会社規制導入の過程における金融審議会の議論も同様であった。もっばらアメリカで起きた現象とIOSCOが策定した格付会社の行動規範等を題材に、日本における格付会社制度—業者規制導入—について議論された。

評者は最近のある会合における発言で、証券化関連の規制強化に関し、「アメリカで発生し日本では発生しなかった問題の日本における再発防止策」と表現したところ、なぜそのようなことが起きたのかと質問された。評者は、とっさに、日本人はアメリカと日本の区別が付かないからではないか、と答え、参加者の笑いを勝ち取ったが、本気でそういう仮説を抱いている訳ではない。おそらくは、こうした現象については、社会学的に(または、文化人類学的に)考察を加えるべき原因がどこかにあるのではないかと思っている。

倒産と証券化の関係

倒産隔離は証券化取引の肝である。筆者も本書第4章で「資産流動化・証券化スキームがオリジネーターの倒産手続きに巻き込まれないという意味での倒産隔離性は、流動化・証券化という金融技術の出発点であり、仕組みの中核でもある」と述べている。証券化は、優先劣後の関係にあるトランシェ分けなどの仕組みを通じて、裏付資産に内包される信用リスクを加工できることから、「クレジット・エンジニアリング」と表現されることもある。比較的多くの貸倒れが発生するような貸付債権を裏付けに、元本が毀損されることなく満額償還される可能性が高い証券化商品を作り出すことができる。オ

リジネーターが倒産しても大きな影響を受けずに済むように取引を構成するという側面に着目すれば、「リーガル・エンジニアリング」であるともいえよう。企業の資金調達手法（投資家から見れば、企業に対する資金供与による資金運用）として、たとえば、無担保社債であれば、発行企業に会社更生手続きが開始されてしまえば、原則として更生債権として扱われ、大幅にカットされてしまうこともあるだろう。しかし、同じ企業がオリジネーターとなる証券化取引をうまく構成していれば、その証券化商品は、オリジネーターの会社更生手続きに直接的な影響を受けることなく、裏付資産からの回収金を用いて淡々と元利払いを継続できる。本書の随所でこうした表現が用いられている。

日本で証券化が本格的に普及し始めた時期に、オリジネーターの経営難や破綻が発生し始めた。北海道拓殖銀行の資金繰り破綻（1997年）と同行初のアパートローン証券化商品の処理例（破綻の翌月に証券化商品の買入れ消却）については、本書では簡潔な記述があるのみで、こうした処理が行われた背景や事情は十分に説明されていない。表に出てくる情報（中でも文献）がほぼ皆無の事例なので、限界があることは評者もよくわかっているが、金融再生法（1998年）以前の日本における銀行の破綻処理については、何れ、誰かが内情を含め明らかにし、研究の対象になることを願っている。

これとは対照的に、日本リースおよび日本リースオートの倒産（会社更生手続開始、1998年）と両社がオリジネーター兼サービサーとなっていた多くの証券化取引の顛末については、詳細に記述されている。会社更生事件であ

り、多くの情報が公になっている。一般に入手しやすい文献に限っても、両社の従業員や関係者による多くの論文、インタビュー記事、両社の保全管理人・更生管財人を務めた弁護士による内部事情を含め自らの体験記を綴った著書などがある。その主なものを著者は第4章の注に掲載している。証券化と倒産の関係を考察するうえで、こうした実際の倒産事例における顛末を明らかにし、整理しておくことは重要であろう。

債権譲渡ファイナンスの未来

本書の最終章である第7章では、将来キャッシュフローを活用した金融取引の対象と形態の多様化と拡大の可能性について論じる。著者が本章で指摘する通り、近年の日本の証券化市場は限定的な規模にとどまっており、証券化対象資産も限られ、かつて見られた多様性が最近では失われてしまっている。また、証券化商品の組成や投資に従事する金融機関や機関投資家に勤めるプロフェッショナル（職業人）の数が激減していることも気付きである。収益機会が限定的であるために、多くの外資系金融機関の在日拠点は日本国内における証券化ビジネスからは撤退を完了しており、現在もなお証券化に取り組んでいる金融機関等でも人員削減や配置転換が進められた。こうした状況が長引くことで、証券化の実務経験に基づくノウハウが散逸してしまうことが懸念される。

一人の人間が経験から学べることは限られる。経験に基づく知恵は組織ではなく人に蓄積される。プロフェッショナルが経験に立脚した暗黙知を含む知恵を持ち寄って、次世代に継承し、役立ててもらおう術はないかという問題意識

書評 『証券化と債権譲渡ファイナンス』

を評者は持ち続けている。

著者のいう狭義の証券化（流動化を含む）と、その上位概念として著者が創造した「債権譲渡ファイナンス」は、実に知的好奇心をくすぐる。取引組成の場面でも、投資判断の場面でも、民法や倒産法との関係はきちんと理解しておく必要があるし、裏付資産に内包される各種のリスクも把握し評価する必要がある。実務には、会計上の問題、税務上の問題、金融取引規制や金融機関規制の問題は避けて通れない。証券化で実務経験を積んだプロフェッショナルの経験とノウハウを活用するためにも、債権譲渡をベースとした金融のフロンティアの拡大を望

みたい。

書評を書くつもりが、評者自身の思いや願望を書いてしまった。本書は2015年11月下旬に発売されたが、その直前の2015年夏頃までの事象を漏れなく言及している。著者による厳選を経た参考文献リストも充実している。現在の日本の流動化・証券化取引は、過去の積み重ねの上に成立している。そうした経緯を学ぶためにも本書は有用である。実務者にとっては座右に備え置くべき必須の参考書である。

（新生証券調査部長 チーフ・ストラテジスト）