

## 事業の証券化と間接金融

長崎大学 深浦 厚之

### < 報告要旨 >

本研究は事業の証券化(Whole Business Securitisation)の構造と、それが伝統的な証券化とどのような点で異なっているのか、そしてその相違はどのような意味を持っているのか、についての初歩的な議論を展開することを目的としている。事業の証券化はこれまでの証券化の概念に大きな変化をもたらす可能性があるのではないかとされているが、このようにして事業の証券化の特徴・構造を考察・整理することは証券化市場の今後の展開を予測する助けとなるだろう。

分析は簡単なケースに限定されるが、両者の構造を整理すると多岐にわたる相違点を確認することができる。中でも譲渡資産の性格・オリジネータ・SPV の機能に関する違いが重要であることが理解されるだろう。その意味では、これまでの証券化の公式をそのまま当てはめるだけでは事業の証券化の姿を理解することはできない。

分析の結果、WBS が構造上もっとも際立っている点は、(1) 固有資産の自立性が低くオフバランス化が行われないこと (2) 貸出債権を介在させていること、(3) それが二つのSPV を用いたスキーム内の貸出であること、の3点に集約できることが示された。これらは標準的な証券化スキームの根幹をなす倒産隔離措置や真正売買性の確保を不可能にしている。それにもかかわらずなぜ資本市場や投資家は事業の証券化を将来性のある分野として期待することができるのだろうかという疑問が生じる。しかしそれは、証券化を成立させるための要件を倒産隔離措置や真正売買性とは異なる方法によって達成しようとしているからであり、その限りにおいて両者の相違は用いる手法の相違にすぎないということになる。ただし、そこで観察された資金調達者と資金供給者との関係は、証券化ともっとも対極に位置すると思われるメインバンク関係のそれを髣髴とさせる。このことは近年観察される間接金融機関(銀行)による資産金融ビジネスへの接近という現象の理論的説明や、市場型間接金融という概念に関わる議論に発展する可能性を示している。

### < 討論者コメント >

松山大学 掛下 達郎

深浦報告は、日本証券経済研究所『証券経済研究』第49号(2005年3月)に「通常の証券化、事業の証券化と間接金融」として公表されたものにほぼ基づいており、事業の証券化を扱った理論研究としてはおそらく日本で唯一のものである。さらに、深浦氏は『債権流動化の理論構造：証券市場の機能とその将来』日本評論社(2003年)を刊行され、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』、日本クレジット産業協会クレジット研究所『クレジット研究』、日本証券経済研究所『証券経済研究』等に多数の債権流動化関連の論文を著

されている。

深浦報告の目的は、事業の証券化がこれまでの証券化概念に転換を迫る重大な事象であるかどうか、両者に違いがあるとすればそれは何か、である。これに対する結論は、

両者の構造は明らかに異なる、譲渡資産の性格・オリジネーター・SPVの機能、WBSは伝統的な倒産隔離措置とは異なる方法で同様の効果を生み出す、事業の証券化と従来の間接金融、メインバンク関係、資産金融と間接金融機関の近接への示唆、であった。

まず、深浦報告は理論的かつ先駆的な研究であり、報告の結論 ~ については妥当かつ禁欲的であることを指摘したい。以下では、深浦報告の残された課題を中心に幾つかの疑問点を提示したい。

1. 深浦報告は残された課題として、もし、事業の証券化がメインバンク関係との接点を持つのであれば、直接金融・間接金融という概念自体の有効性の再検討も視野に入ってくるのかもしれないとされるが、これはかなり論争的だと討論者は考える。報告者は、表2のように、WBSはある資金供給主体が資金調達主体にとって最大あるいは唯一の貸手であり、かつ、株式の保有を通じて資金調達者に対する影響力を維持するという構図になっていることが、日本のメインバンク関係をささえた要素とほぼ同一であると指摘する。しかし、これは世界的にみて、直接金融をおこなう証券会社もおこなっていることではないだろうか。

2. 現在まで事業の証券化をするオリジネーターは、一般企業にくらべて資産価値（不動産）よりも事業から得られるキャッシュフローが大きい、日々または短い間隔で現金収入がある等の特徴があるのではないだろうか。もしそうであれば、一般的な中小企業は事業の証券化のオリジネータになれるのだろうか？

3. これに関連して、事業の証券化は、いわゆる市場型間接金融が期待されているように、日本の中小企業金融の問題に答えられるのだろうか？

4. 最後に、イギリスの Insolvency Act of 1986 は、破産後、管財人は債権者に債務が完済されるまでオリジネーターの資産を管理できないという点で、債権者（証券の買い手）に有利である。これに対して、アメリカの Bankruptcy Code、chap.11 では、破産後、裁判所は債権者の担保権の実行を遅らせることができる。大陸ヨーロッパ諸国も同様に債務者保護をしており、日本はいまだ未整備である。こうした状況によって、イギリスで事業の証券化が発達したのではないだろうか？

< 報告者リプライ >

ご指摘いただいた4点についてのリプライは以下のとおりである。

1. ご指摘のとおり、特定の資金供給主体と長期継続的な関係を維持するという現象は必ずしもメインバンクに限られない。本報告ではメインバンクの具体的な機能（株式保有や貸出シェア）をキーワードに問題を整理しているが、それを金融機関による効率的な情報

機能という形で一般化すれば、むしろプロジェクトファイナンスや PFI といった新しい形での金融仲介との関連を考察するほうがよいかもしれない。このとき、証券会社がアレンジャーとして重要な役割を演じることは当然予想されることである。WBS スキームの事例をさらに渉獵し、この点についての理解をさらに深めたいと考えている。

2 および 3 . これらの点についてはフロアからも質問があった。確かに中小企業のように資本市場での十分な信用を欠く一方、有望な事業を持つ場合には事業の証券化は一つの選択肢になるかもしれない。ただ、重要なことはキャッシュフローを生成できるかどうかであり、このことは企業の規模よりはどちらかといえば業種に依存する問題のように思われる。実際、欧米の信用調査会社などのレポートに拠る限り、事業の証券化についてはそれに適した業態を探すことに多くの関心が注がれている。たとえば、指摘されているような条件（ 資産価値（不動産）より事業から得られるキャッシュフローが大きい、 日々または短い間隔で現金収入がある）を考えると、電力・水道事業などのような公的なエネルギー供給事業が事業の証券化には適しているとの指摘もある。

4 . ご指摘のとおり、英国が事業の証券の嚆矢となったのは債権者フレンドリーな倒産法体系の存在が大きかった。また、スウェーデンのように SPV についての規制があった国では、それを回避する方法として事業の証券化が模索されたという経緯がある。法律的な整合性が不可欠である証券化においてはその国の法体系の形態によって発展しうる証券化のスキームが影響を受けることは間違いない。ただ、英国では債権者の権利を制限する方向での法改正が進められており、これが今後どのような効果を持つのかは予断を許さない。