

不良債権問題と流動化の将来*

深 浦 厚 之

要 旨

資産流動化・流動化の機能と意義について、不良債権問題をきっかけにさまざまな議論が展開されてきた。ここではそうした議論を整理し、流動化の資金循環機能・金融仲介機能がスムーズに機能するための条件を4つの要素に分解して問題を整理するとともに、SPC法（「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（1998年）の略称）を通して現行制度の特徴を考える。

非流動的な資産が流動性を必要とする部門に滞留するときに発生する機会費用が、不良債権問題の本質であるとすれば、流動化商品市場は流動性を投資家各層に分配するというマクロ的な意味を持っていると評価することができる。言い換えれば、流動化商品市場とは、証券という媒体を介して流動性の取引を行う機構である。流動性にはリスクが付随するというを考えれば、それはまた資本市場を補完するという役割も併せ持つことになる。こうした機能を具体化させるために、既にいくつかの新規立法がなされている。しかし、流動化に体现された新しい金融技術が、十二分にその効果を発揮できるにはいたっていない。もっとも新しい流動化関連立法であるSPC法では、「コーポレートガバナンスによる投資家保護」「情報開示」を重要な柱として形作られており、先行立法の不備を部分的に補うことには成功した。しかし、残された問題も少なくない。特に投資家保護に関しては、投資家が情報劣位なのではなく資金調達側が投資家に関する情報を十分に持たないという方向から評価したほうが、情報開示制度やターゲットレーティングなど証券化の実務と整合的に解釈できる。今後、その改善にあたっては、金融システムや資金循環機能の将来像の中で証券化をどのように位置づけていくかという視点が不可欠である。

* 本稿の作成にあたり大手証券会社の仕組み金融担当者数人から有益な示唆をいただいている。お名前は記さないが改めて謝意を表したい。また、本誌レフェリーからの指摘も大変参考になった。なおありうべき誤謬はすべて筆者の責に帰する。

目 次

I. はじめに——問題の所在——

II. 流動化を支える要素

1. Input の問題
2. Processing の問題
3. Risk taking の問題
4. 不良債権と流動化の非整合性
5. Management の問題——特定債権法と共同

事業法——

III. SPC 法制定とその意義

1. 優先出資証券
2. 情報開示
3. SPC 法と流動化

IV. 結 論

I. はじめに

——問題の所在——

資産流動化・流動化（以下流動化¹⁾）機能と意義について、ここ数年にわたってさまざまな議論が展開されてきた。金融市場の“欧米化”というミクロ的・産業組織的な文脈に沿った議論、資金循環メカニズムという観点から流動化の意義を問う議論、不良債権処理をめぐる問題やそれを端緒とした金融制度改革の議論、日本のマクロパフォーマンスとの関連についての議論などさまざまである。同時に、流動化を専門に扱う部署が大手金融機関を中心に相次いで設置されるなど、実務界の動きも非常に活発である。

このような流動化に対する関心は、長引く不良債権問題がその背景にある。不良債権流動化の具体的手法の開発が何人かの論者によって提案されているが、それらの多くは貯蓄貸付組合（S&L）の破綻処理に流動化を用いたアメリカの経験に触発されたものであることは間違いないだろう。しかし、その必要性が指摘される一方、流動化市場に対する社会的な認知・経験の蓄積・制度的な整備等は未熟な段階にとどまっていた。この点、モーゲージ証券市場以来の豊かな経験を持つアメリカと同列に論じることができない。

本稿は、不良債権と流動化の関わりに着目し、流動化が有効に機能するためにはどのような条件が求められるか、日本はそうした要件を満たしているのか、今後満たすべき要件は何か、について考えることを主眼とする。はじめに、流動化の資金循環機能・金融仲介機能がスムーズに機能するための条件を4つの要素に分解する。次にSPC法（「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（1998年）の略称）に着目し、それを通して現行制度の特徴を考える。この法律は過去数年にわたって進められてきた流動化法制のひとつの到達点であり、日本の流動化制度の現況を検討する上で格好の題材になるだろう²⁾。

II. 流動化を支える要素

アメリカで生まれた住宅用モーゲージ証券は、非流動的な債権を分割・流通させる手段として広く用いられ、いわゆる「セキュリティゼーション」を象徴する金融技術に成長した。その後、対象債権の拡大とともにヨーロッパ諸国に伝播し、今では、途上国を含め相当数の国においていろいろな流動化が実施されている。その進展の程度は国情に応じてさまざまであるが、横断的に概観すると、流動化が進展するために必要な4つの条件を見出すことができ

る³⁾。ここでは主に不良債権との関連に着目して問題を整理してみよう。

(a) Input：流動化される対象資産（以下原債権）が存在し、かつ、流動化商品（以下 ABS⁴⁾ と総称する）を利用して資産を流動化させる意図を持つ原債権者（オリジネータ）が存在しなければならない。言い換えれば、現在保有している流動性よりも高い流動性を用いる機会が存在しなければならない。

(b) Processing：流動化商品を作る技術（skill）が存在するか。また、そうした技術を持つ主体が存在するか。原債権を加工・組成し新しい金融商品を作る技術と、それを業務として継続できる主体が存在しなければならない。すなわち、アレンジャーの存在が問題となる。

(c) Risk taking：流動化商品を購入するインセンティブが存在するか。つまり、非流動的な資産を手に入れるために手放される流動的な資産が存在するか。将来の収益に対する請求権の対価として、非流動性を保有することを欲する投資家が存在するかという問題に帰着する。特に、ABS は原債権の属性（期待される収益のプロファイル）に大きく左右されるため規格化が難しいから、流動化される債権の属性と合致するようリスク選好を持つ投資家群を見出すことが重要である。

(d) Management：これら一連の過程を支える制度的条件が確立されているか。流動化商品市場が金融システムの一部である以上、資金循環メカニズムのインフラストラクチャーとして国民経済の中に組み込まれることが必要である。しかし同時に、制度は流動化の本来の目的を阻害するものであってはならな

い。つまり、制度の良否は効果的な流動化を下支えするものかどうかによっても判断されなければならない。

逆にいえば、これまで日本で流動化市場が軌道に乗らなかったのは、これら4つの条件のすべて（もしくは一部）が必要とされなかったからである。つまり、従来は銀行部門を通じて提供される流動性（銀行貸出）によって国民経済の変動に十分対応でき、政策当局も投資家も金融産業もそうした状況下での意思決定を行えば十分だった。システムとして対応できる流動性の幅が狭かったといってもよいだろう。ところが、不良債権問題により日本経済は守備範囲を超えた低い流動性に直面することになった。そうした未経験の事態に対して、政策当局も投資家も対応する手段を持たなかったのは当然といえ当然である。

理解を助けるために以下の議論の骨格を示しておこう（表1）。4要素のうち始めの3つについて現況を簡単に評価し、不良債権を流動化する際に直面する根本的な矛盾を指摘する（Ⅱ-1節からⅡ-4節まで）。さらに、流動化の基本的なスキームを活かしつつその矛盾を回避するにはどのような制度的対応が必要であるのかを論じる。この部分が第四の要素である management の検討に対応する（Ⅱ-5節）。

表1 議論の骨格

流動化の要素	意 義	現況の評価	
input	原債権の存在	Ⅱ-1 節	Ⅱ-4 節
processing	流動化商品を作る 技術・主体の存在	Ⅱ-2 節	
risk taking	流動化商品を購入 するインセンティ ブの存在	Ⅱ-3 節	
management	制度的条件の確立	Ⅱ-5 節以降	

1. Input の問題

(1) ABS に適した資産の存在

債権や資産（原債権）の流動化とは、債権・資産に体化される非流動性を対価として支払い、現金などの流動性を手に入れるという取引である。一方、投資家は流動性を手放し非流動性を手に入れる。投資家は、原債権の非流動性が短期的なものであり、将来は手放した流動性を補償してあまりあるキャッシュフローをもたらすと確信する限りにおいて、この取引に応じる⁵⁾。また、流動性を必要とするのは、消費機会や投資機会を持つ主体であり、非流動性を必要とするのはその機会を持たない主体であるから、流動化とは経済に存在する流動性の再配分メカニズムと位置づけることもできよう。

さて、不良債権は収益の発生が見込めない（原債権としての魅力に乏しい）。したがって、投資家を引きつけるための追加的措置が必要となる。この意味で、不良債権であることが一律に流動化の道を閉ざすものではないが、その可否は背景にある金融技術や制度的手当との疎密と密接に関わっていることに留意する必要がある⁶⁾。

(2) 流動化のインセンティブ

そもそも非流動的な資産（不良債権もその一種）の存在それ自体が、アブリオリに望ましくないというわけではない。しかし、非流動性の分布はマクロ経済にとってきわめて重要な問題である。すなわち、投資（消費）性向の高い主体が流動性を保有しなければ、有望な投資機会が失われ、逆に、投資性向の低い主体が流動性の高い資産を保有しても、流動性は退蔵されるだけである（深浦 [1999b]）。実際、金融仲介

機能を通じて流動性を供給すべき銀行が流動性の低い担保不動産を過剰に保有すれば、金融仲介機能は閉塞するだろう。このように、非流動的な資産が流動性を必要とする部門に滞留するときに発生する機会費用こそ不良債権問題の本質なのである⁷⁾。

すなわち、ABS の対象資産としては十分な要件を満たしていないという現実と、それを流動性資産に置換することが望ましいという社会的な要請との間には大きなギャップがある⁸⁾。それだけ、投資家の選好に合致する仕組みを組成する機能の重要性が強調されることになる。

2. Processing の問題

一般に、ABS の商品性を高めるには、原債権固有の（信用）リスクが実現する可能性を小さくしなければならない。そのためには原債権をさまざまに加工することが必要であるが、このことを仕組み（structuring）という。また、仕組みを考案する主体のことをアレンジャーという。したがって、十分なノウハウを持つアレンジャーが存在するかが流動化の正否にとってきわめて重要である。

(1) 仕組み技術（skill）の蓄積

まず、仕組み技術の水準について考えてみよう。流動化の基本的な骨格はそれほど複雑ではない。そして日本の一部の金融機関は一定水準の技術を持っていると考えてよい⁹⁾。少なくとも、仕組みにかかる負担が相対的に小さい優良債権については、日本の金融機関も基本的な流動化技術を体得している¹⁰⁾。

しかし、重要なのは、原債権の固有の属性に依じていろいろな亜種を創出しなければならないという点である。別言すれば、流動化に携わ

る金融機関に求められる能力の1つは、原債権者の固有の事情に応じた弾力的な資金調達チャンネルを提供できるということになる。残念ながら、日本の金融機関は、不良債権という「固有の事情」に対しては十分な経験の蓄積を持っていない。一部に実施例があるものの、オリジネータ本体の信用力によって信用補完を行うなど、仕組みとしては初歩的なレベルにとどまっている¹¹⁾。

(2) アレンジャー

基本的な技術をもっていたとしても、継続的な業務として維持できるとは限らない。実際、流動化に関心を示さない大手金融機関もある。ABSは原則として、市場は株式市場のように一般投資家・個人投資家の参加を予定するものではないから(不良債権においてその傾向はいっそう強くなる)、リテール中心の経営戦略に従う金融機関にとっては中心業務と位置づけることはできないだろう。しかし、その一方、ケイマン諸島を経由させたユーロABSの発行などにおいて、邦銀がメインアレンジャーとなる事例も少なくない。このことは、条件さえ整備されれば流動化を中核業務に取り込める可能性があることを示唆している。もちろん、実際にそのような選択がなされるかどうかは個々の金融機関の長期的な業務戦略による。

3. Risk taking の問題

それではどのような投資家層が不良債権を購入するのだろうか。近年、バルクセールなどでその動向が注目されるのは、ハゲタカファンドなどの外資系機関投資家である。そうした投資家にとっては、原債権の収益機会(インカムゲイン)を購入するというよりは、資産の所有権

を取得し短期的キャピタルゲインを得ることが目的である。もちろん、ただ購入するだけではなく、劣化資産の収益実現可能性を復元するという作業が必要である。不良債権の原債権者(国内金融機関)から見れば、不良債権の修復を外注することに等しく、その修復手数料がファンドの取り分となる¹²⁾(深浦 [1999c])。

これに対して流動化では、原債権の将来収益(の現在価値)が現在の流動性(現金など)と交換される。つまり、投資家の目的は、原債権のインカムゲインを獲得することである。そうでなければ投資家の選好とABSの属性が合致しない。その一方、投資家は短期的非流動性を保有するという形でリスクを負担する。

しかし、ここで注意しなくてはならないのは、不良債権のリスクを誰が負担するかという問題は原理的に決まるものではないということである。リスク負担の帰属は、不良債権をどのようなリスクプロファイルを持つ投資商品(output)に組み替えるかという事後的な要因によって決まる。ハイリスクハイリターンを好む投資家が存在すれば、バルクセールなどによって資産の修復を外注すればよい。インカムゲインを期待する投資家を想定する場合には、投資家が引き受けられるようなリスクプロファイルを創出すればよい。作り出されたABSのリスクプロファイルに等しいリスク選好を持つ投資家が不良債権を引き受けることになるのである。しかし、不良債権は収益が発生しないという意味で「不良」である以上、インカムゲインを求める投資家を十分に引きつけることは容易ではない¹³⁾。

4. 不良債権と流動化の非整合性

引き受けることできるリスクには上限がある

ように、許容される非流動性の保有水準にも上限が存在する。ある部門が過度に非流動性を保有すれば、何らかの形で望ましい水準への調整がおこるだろう。資本市場とはそうした調整をもっとも効率的に行う機構であるが、市場が存在しない場合には効率性のロスが発生する。この限りにおいては、不良債権問題は、金融仲介部門が最適水準を超えて非流動性を保有したことに伴う効率性の損失と考えることもできるだろう。

よって、金融仲介部門から他部門へ非流動性を移転するための、市場メカニズムを補完する新たなメカニズムを準備することが問題解決の鍵となる。ABS が注目されるのは、それがこうした機能を持っていると期待されるにほかならない(深浦 [1999 a])。

実際、アメリカでは貯蓄貸付組合 (S&L) の破綻に際して、不良債権を一まとめにして売却するという流動化手法が一定の成果をあげたといわれており、同様の問題を抱える日本の金融界が期待するのも無理はない。もちろん、それはさまざまな利害関係の調整や法律の整備、制度の拡充など多くの破綻処理措置の一部であり、すべてを流動化の効果に帰することはできないことはいうまでもない。しかし、ここで見落としてはならないのは、ABS の投資家は典型的な危険回避主体であったということである。つまり、投資家が S&L のリスクを好んで引き受けたわけではないということである。確定金利 ABS の挿入、信用補完技術の向上、ターゲットレーティングの導入など、いずれも投資家の直面するリスクを低下させるような措置を次々に導入し、投資家の選好に合致するような ABS が開発された。こうした独創が ABS 市場の拡大をもたらし、結果的に S&L に蓄

積されたリスクが投資家層の中に広く薄く分散されたのである¹⁴⁾。

言い換えれば、ABS 市場とは、ABS という媒体を介してリスクの取引を行う機構であり、それによって資本市場を補完するという役割を持つ。そして、この機構が円滑に機能するためには、媒体としての ABS が不良債権に体化されたリスクを顕在化させないような仕組みを持つことが要件となる。

5. Management の問題

——特定債権法と共同事業法——

特定債権法¹⁵⁾ (1992年)・不動産特定共同事業法 (1994年) は、日本ではじめて制定された流動化法制であるということだけでなく、それまでに市場で蓄積されたさまざまな流動化技術が制度化されたという意味でも重要である。金融技術は市場に先導されて発展し、追隨して行政的・政策的対応がなされるのが常であるが、日本の流動化を経緯もまたそうした流れに沿ったものであった。

特定債権法では、リース債権・クレジットカード債権という良質の債権を小口に分割することが認められた (小口化債権)。また、従来の債権譲渡や共同事業において用いられてきた 3つの方式 (譲渡方式・信託方式・組合方式) を、流動化の仕組みとして明確に位置づけるなど (仕組み規制と呼ばれる)、投資家が流動化商品を購入しやすい環境の整備に力点が置かれた。前節の議論に従えば、input, processing (skill) については一定の成果を残したといっていよい。しかし、流動化に適していない債権への適用は見送られてため不良債権を修復するという要請に直接こたえるものではなかった。それでも、流動化の定番が確立されたとい

う意味で、この法律は高く評価されている。

一方、不動産特定共同事業法（以下共同事業法）は、マンションなど大型不動産の小口化を促進することを目的としている。不動産取引をめぐるトラブルを解消させる狙いもあったが、不動産に対する投資家層を拡大し不良債権を流動化させようという政策的意図も色濃く反映されている。

従来の不動産小口化では、投資家が対象物件を個別取得してオーナーになる必要があった。共同事業法では、複数の投資家による（共同）出資という形を導入して手続きを簡素化し、かつ、リスクの分散を可能にした。つまり、「物権」的な発想から、収益請求権のみ所有するという「債権」的な発想へ転換することで、不動産を純然たる金融商品として扱う道を拓いたのである。したがって、risk taking の側面において特定債権法を補完したと評価できよう。

しかし、単独の不動産物件の売買・取引が対象となっていたため、複数の債権を組み合わせる投資の安全性を確保するということはできなかった。その結果、投資家層を拡大するという目的は必ずしも達成されていない⁶⁾。

以上の検討から、特定債権法・不動産特定共同事業の特質は表2のように書くことができよう。日本の流動化の歴史上、両法が果たした役割の重要性を過小評価してはならないが、投資家の選好を満たしつつ不良債権を処理しようという課題には部分的にしか対応できなかった。

表2 特定債権法と共同事業法

	特定債権法	不動産特定共同事業法
投資家の選好 (流動化)	○	×
社会的な要請 (不良債権処理)	×	○

SPC 法はそうした背景から制定されたのである。

Ⅲ. SPC 法制定とその意義

SPC 法は特定債権法・共同事業法とともに「流動化関連3法」とも、また、ほぼ同時期に制定されたサービサー法や民法特例法、債権譲渡特例法を含めて「流動化関連法」とも呼ばれており、日本の流動化の歴史の中でも区切りを画する重要な立法であった（高橋 [1999]）。

立法者の説明に従えば、その特徴は(1)優先出資証券の導入によりコーポレートガバナンス機能を明示的に盛り込んだこと、(2)情報開示を徹底したこと、の2点である。ここでは、流動化と不良債権の非整合性（Ⅱ-4 節または表2）が、この2点と密接に関わっていることを論じていきたい¹⁷⁾。

1. 優先出資証券

SPC (Special Purpose Company) とは証券発行のみを業務とする特定目的会社であり、流動化計画を持つ機関（オリジネータ）の主導のもとで設立されることが多い¹⁸⁾。debt 型・equity 型という二種類の証券（資産対応証券）と特定資本（自己資本に相当）によって資金を調達し、特定資産（流動化される原債権、指名金銭債権、不動産、信託受益権）を購入する。実務的には、まず借入によって特定資

表3 SPC の標準的な B/S

特定資産	(debt 型) 特定社債 特定約束手形
	(equity 型) 優先出資証券
	特定資本

産を購入し、ついで、それを裏づけとした資産対応証券を発行、その売却収益で借入を返済するという手続きがとられることもあるが、経済的実質は表3のようになる。特定資産に不動産が含まれていることはこの法律が不良債権処理を強く意識していることを端的に示している¹⁹⁾。

debt 型証券(特定社債・特定約束手形)は標準的な ABS に近い。他方、equity 型証券には、(一部の)議決権・償還後の残余財産分配についての優先権が与えられており、その所有者を優先出資社員と呼ぶ。なお、SPC では自己資本に相当する特定資本が別途必要であるから、優先出資証券は特定資産の収益分配に対する請求権のみを表象することになる。

(1) 「優先」の意味するもの

SPC の投資収益はまず特定社債の償還に振り向けられ、その後、優先出資社員に分配される。したがって、通常の株式会社に比定すれば、優先出資社員は株主、優先出資証券は株式(equity)に相当するというのが SPC 法の基本理念である。

収益源泉は特定資産の運用収益だけだから、事実上、優先出資証券は劣後部分ということになり、その分、優先出資社員のリスク負担は大きくなる。優先劣後構造は流動化におけるもっとも標準的な収益分配ルールであり、オリジネータは劣後部分を自己保有することによって投資家のリスクを減少させることが多い。そこから類推すれば、優先出資証券には、オリジネータが負担するリスクを市場に転嫁させるという機能があると解釈できる。

ということは、SPC 法上の優先出資証券を採用するか、非 SPC 法スキームで優先劣後構

造を使うかは、オリジネータのリスク管理戦略の問題である。実際、優先出資を発行せず特定社債に優先劣後構造を組み込んでも、実質的に同じ結果が期待できるのである。もちろん、SPC 法には SPC の設立などについての優遇措置も盛り込まれている。しかし、これまでのところ優先出資証券の発行が非常に少ないという事実は、優先出資証券に際立った優位性がないことを示すのではないだろうか²⁰⁾。

よって、優先出資証券の機能を利益証券・利益請求権というレベルで理解することはあまり意味がない。いきおい、権利証券としての側面がクローズアップされ「コーポレートガバナンスによる投資家保護」という論点が浮き彫りになる。

(2) コーポレートガバナンス

(a) 優先出資社員の権利義務関係

優先出資社員の持つ議決権は、SPC に対する統治権(コーポレートガバナンス)を表徴する。コーポレートガバナンスとは経営者の行動に対する企業所有者(株主)による牽制である。しかし、コーポレートガバナンスが有効に機能するには、(1)主体である企業所有者が客体である経営者を監視しようとする誘因を持ち、(2)そのための情報が与えられており、(3)所有者は誤った監視によって損失を被る、といった条件が必要となる(加護野 [1996]、岡崎・奥野 [1993])。ところが、優先出資社員がこうした条件を満たすとは考えられない。

そもそも優先出資社員がコーポレートガバナンスの主体たりえるのか、換言すれば、SPC の所有者なのかどうか曖昧である。第一に、実質的な劣後部分を所有する優先出資社員が、“株主”との類推において所有者であると考え

ることは難しい。もっとも、残余財産に対する請求権を持つということは、誤ったモニタリングによる損失を被る立場にあるし、定款に流動化計画が記載されているという点を考慮すれば、限定的な意味でコーポレートガバナンスの主体になりえるといえなくもない²¹⁾。これについては再述する。

しかし、より重要なのは優先出資社員が何をモニターするのか、つまり、コーポレートガバナンスの客体としての要素がSPCの中に存在するか、という問題である。

(b) コーポレートガバナンスの客体

コーポレートガバナンスの客体がSPCの経営者ならば、牽制されるべきものは経営者の行動や意思決定である。ところが、SPCは定款で定められた項目（資産流動化計画・資産流動化実施計画として記載される）以外の行動を認められておらず、しかも流動化計画の策定自体が設立要件であり、設立後に（事後的に）決定される性格のものではない。

考えられる監視の対象は、資産対応証券の発行、業務委託の過程であるが、現実には業務委託先を含め、ほとんどの業務が確定したのちにSPCが設立される。また、業務委託先は別企業だから、優先出資社員にそれを監視・牽制する権能はない。つまり、証券発行というSPCの根本的な機能に関して、優先出資社員が事後的に業務をモニターする余地・必要はほとんど存在しない構造になっているのである。このようなとき、「経営者の行動を牽制する」ということにどのような意味があるだろうか²²⁾。

翻って考えれば、コーポレートガバナンスとは、営利を目的とする組織（会社）においてその機能・意義が明確になる。SPCは営利を目的としない社団法人（あるいは中間法人）であ

り、そこに典型的な営利社団法人である株式会社・有限会社の機能を移入したところにSPC法の「独創」があった。しかし、原債権に含まれるリスクはあくまで仕組みの中で制御されるべきであり、ペーパーカンパニーであるSPCに企業実体を伴わせることで対応するということは、（うがった見方をするならば）仕組みの不備を投資家に転嫁するための方策を許すことにもつながら余地がある。

そもそも、企業組織においてコーポレートガバナンスが必要とされるのは、組織に対する利害関係者間にモラルハザードが発生するからである。言い換えれば、モラルハザードが起らない関係者のみから構成される組織では、組織への参加に関する意思決定の自由度さえ保障されれば、ガバナンスの必要は生じない。

ガバナンスの必要のない組織が存在するとすれば、それは組織目的や業務が単純であり、具体的（金銭的）利益のみがコミットする誘因となるような組織でなければならないだろう。そこには事後的なモラルハザードが発生するような運営上の自由度がない。国領[1995]はこうした組織形態を持つ企業体をプラットフォームビジネスと定義し、具体的には(1)誰もが明確な条件で商品・サービスの供給を受けられ、(2)第三者の取引の活性化、新たな事業を起こす基盤を提供する民間企業、にその典型を見出している。ここから類推すれば、定款記載業務のみに組織目的が限定されるSPCもプラットフォームビジネスの一種であり、モラルハザードが生じる可能性は通常の企業組織に比べて小さい。

とはいえ、プラットフォームビジネスにまったくコーポレートガバナンスが必要ないわけではない。そこでは組織への参加・非参加の意思決定が、実質的な監視メカニズムとして機能す

る。つまり、事後的にモラルハザードが顕在化したときには、自由に組織から離れることができるという制度的保証が組織目的を参加者の意図に合致させるのである。ところが優先出資証券は流動化計画が終了するまで消却できない。そのため、投資家は期中での投資計画の見直し・退出ができず、組織から離脱するという脅し (threat) を通じたガバナンスが不可能になる。この意味で期中消却の可能性を残すことを早急に再考すべきであろう²³⁾。

それでは、SPC が優先出資証券を発行しない場合 (特定社債・特定約束手形のみを発行する場合)、コーポレートガバナンス機能はどうなるのだろうか。特定社債・特定約束手形は debt 型だから、優先出資社員のようなガバナンス機能は原理的に存在せず、これをもって SPC 法の問題点とする議論も一部に存在する²⁴⁾。しかし、特定社債は原債権者の信用状態から切り離された資産 (特定資産) を裏付けとして発行される。ここには原債権者の信用状態よりも、特定資産のキャッシュフローをモニターするほうが容易であるという認識がある。投資家の目的はキャッシュフローを得ることであり、原債権が原債権者から隔離され、また、SPC がキャッシュフローの管理に実質的にコミットしえないならば、特定社債の投資家の立場から見ても SPC をモニタリングする必要はない。

(c) コーポレートガバナンスの主体

さて、優先出資証券は SPC 法のもとで自由譲渡が認められているが、これは優先出資証券が投資契約を表わす商品であるという認識に基づく。通常理解に従い投資契約を「自身の資金を共通の事業に投資し、専らその事業の推進者または第三者の努力によって得られる利益を

期待するような契約」と定義すれば、優先出資社員は投資対象事業については基本的に受け身であるはずである。すなわち SPC の経営に関して意志決定権を持たない (持つことに関心がない)。優先出資証券のこうした性格を考慮したとき、優先社員が実質的にコーポレートガバナンスの主体になりうるとは考えられない。

結局、優先出資証券に体化されるコーポレートガバナンス機能は、その実質的効果がきわめて疑わしい。概念的に言えば、SPC という特殊な企業形態にコーポレートガバナンスという普遍的な概念を接穂しようとしたところに問題の本質があるということになるだろう。

2. 情報開示

(1) 投資家の損失

次に情報開示を考えてみよう。情報開示は、経営者の経営成績を投資家に告知する事後的行為であると同時に、新たな投資家を呼び込むという意味を持っている。しかし、出資者を募る際 (企業設立時) には、開示すべき経営者の成績は存在しない。よって、企業内容を知る唯一の手がかりである定款に虚偽が記載されれば、投資家の知りえない情報に基づく行動を経営者に許容することになってしまう。

このため、SPC 法は定款とともに資産流動化計画・資産流動化実施計画の開示を義務づけている²⁵⁾。そして、SPC は定款・資産流動化計画に記載された事業しか行うことができない。つまり、投資家の利益を事後的に収奪する機会主義的行動は、あらかじめ排除されていることになる。このようなことを前提に、SPC の投資家が被る不利益にはどのようなものがあるか考えなければならない。

ここで、投資家は投資対象が十分に理解でき

ないとき、十分に情報が開示されていないとき、みずからの選好に合致しないときには「購入しない」という意思決定が可能だということに注目しよう。ある金融商品を購入しなかったとき、投資家が被る損失は遺失利益であり、すでに所有していたもの（あるいは所有する権利）が失われるわけではない。その意味で実損は発生しない。また、投資機会についての選択肢が多ければ多いほど、ある投資機会を失うことによる遺失利益は他の投資機会によって相殺される。よって、代替的な投資機会が多ければ（少なければ）、ある ABS についての情報開示の程度が、その ABS の購入を考えている投資家の意思決定を制約する程度は小さくなる（大きくなる）。情報開示が不十分ならば他の投資機会を探索すればよく、ABS 以外にもさまざまな投資機会を持つ投資家にとって、保護される利益・失われる利益は最大でも遺失利益を越えるものではない²⁶⁾。つまり、資産流動化計画・資産流動化実施計画の開示は、事後的な意味での投資家保護ではなく、投資するかどうかの判断に関わる情報を投資家に与えるという事前の投資家保護という意味がある²⁷⁾。

（2）シグナルとしての情報開示

意思決定を補完する事前情報を伝える媒体のことをシグナルと呼ぶが、これは SPC における情報開示の意味を知る上で非常に有益な概念である。このことを以下に論じよう。

プラットフォームビジネスにとっては、組織への参加者を確保することが大きな関心事となる。SPC でも、優先出資証券や特定社債の投資家が集まらなければ事業そのものがスタートしない。そのため、ABS 発行に際しては、当初から特定の投資家を想定し、そのリスク選好

に合致する仕組みが設計される。具体的には、必要な格付け水準を事前に設定し、それを達成できるように仕組みを決めていくのである。これをターゲットレイティングという（Myers [1998]）。一定の形式的要件を満たす証券を発行し、事後的に投資家・市場の評価を待つのではなく、必要な資金調達額・それに応じる潜在的な投資家の評価を所与として証券の属性が決められるとよい。

完全情報下では、投資家の選好に完全に合致するテラーメイド証券を作ることは容易である。しかし、不完全情報のもとでは、証券発行者は投資家の選好について情報劣位状態にある。したがって、SPC は一定の予測に基づいて ABS を発行しなければならない。

一方、投資家は開示された情報を見て、投資するかどうか（ABS を購入するかどうか）を決定する。SPC が投資家の選好を事前に知らないとすれば、ある ABS が販売できるかどうかは、でき上がった ABS が投資家の選好に合致するかしないか、という丁半ばくち的狀況の中で決まってしまう。この場合には、能動的な資金調達手段としての ABS の利用価値は半減してしまうだろう。

したがって、SPC は証券属性の情報を開示することで、投資家の自己選抜行動を喚起しなければならない。そのために用いられるのがターゲットレイティングである。通常、トリプル A、ダブル A といった高い目標が設定されるが、これは投資家の危険回避的な選好を前提として証券属性が決められるということに他ならない。既発 ABS は高い格付けが多い、と評されることがあるが、ターゲットレイティングのもとでは高い格付けのものしか市場に出てこない²⁸⁾のである。

さて、ターゲットレイティングには費用がかかる。なぜ、SPC（あるいは原債権者）はそのような費用を負担するのだろうか。それはターゲットレイティングが上記のような意味で情報発信機能を持つシグナルの役目を持っており、望ましい投資家を引きつけることができるからである。したがって、その費用は一種の情報開示の費用である。このことを簡単な数値例で確認しておきたい。

SPC は ABS を販売したときに得る利得とターゲットレイティング費用の差額が最大になるような水準で情報開示を行うとしよう。たとえば、ターゲットレイティングを行ったときの利得が100、その費用が30、ターゲットレイティングを行わないときの利得が50、費用が20であるような SPC は、ターゲットレイティングを行って ABS を発行することが望ましい（そのときの純利得＝70＞行わないときの純利得＝30）。しかし、ターゲットレイティングの費用が90、行わないときの費用が30である SPC はターゲットレイティングを選択しない（ターゲットレイティング時の純利得＝10＜そうでないときの純利得＝20）。このとき、投資家は前者から ABS を購入すれば、情報開示を行った SPC を選抜でき、結果的に自分の選好に合致した ABS を購入できる。この時、投資家の判断基準となるのは、ABS の具体的な構造ではなく、そのために SPC が負担しなくてはならないターゲットレイティング費用の大小である（この点については補論を参照のこと）。いずれにしろ、投資家は ABS の構造を精査検証する必要はなく、その SPC がターゲットレイティングを行っているかどうかのみ観察すればよい。

しかし、SPC 法では、定款策定を含め SPC

設立費用が一律である。つまり、情報開示費用が原債権者の信用状態と無関係に決まっており、上記のような投資家の自己選抜過程が機能しない。その結果、投資家は自分の選好にあう ABS を選択できない。

上記のメカニズムを機能させるひとつの方法は、SPC 設立に明示的な費用格差を設けることである。たとえば、SPC 本体および資産対応証券の格付け取得の完全義務化し、それに応じた特定出資額（最低資本金に相当）の決定、設立・登記課税などが考えられうる。たとえば、アメリカの1940年投資信託法・それに基づく SEC の Rule 3 a - 7 では、同法の開示規則適用除外項目として「全国的に公認された格付け機関から上位 4 カテゴリー内格付けを取得した ABS」があげられており、ABS に格付けの取得を半ば義務化している²⁹⁾。

格付け取得の義務化は別の意味でも望ましい。投資家にとって最大の関心事は原債権の将来のパフォーマンスであるが、通常 SPC は原債権者に対して倒産隔離 (bankruptcy remote) されている。この場合、資産対応証券の投資家が開示を求めることのできる情報は SPC に関する情報に限定されてしまう³⁰⁾。そのため、SPC 法では特定資産の価格を知るのに必要な事項の開示が求められ、それは弁護士や不動産鑑定士、指定格付機関など専門的知識を持った者による調査に基づいて行われる。しかし、原債権のパフォーマンスという角度から考えればそこでの資産価格は市場で成立する収益還元価格でなければならない。日本の資産市場の成熟度から見てこれが可能かどうかはきわめて疑わしい。むしろ、流動化の進展によってそうした方向へ移行することを期待しているというのが実状だろう。その意味でより市場に近い

指定格付機関がこの調査の中心になることが望ましい³¹⁾。

一方、債権に格付けが必要とされるということは、ジャンク債市場が発達している欧米に比べた日本市場の未熟さを物語るという指摘もある（岸田 [1998]）。しかし、ABS が基本的にリスク回避的な性格をもつのは、その発展の歴史を通じて投資家の意図が取り込まれてきた結果にほかならない。もちろん、ジャンク ABS 市場があれば多様な ABS が発行・流通するかもしれない。そうした市場の存否は、市場全体の成熟に関わる問題というよりは、リスクの社会的配分に関する公衆（特に投資家）の認知の問題であろう。ジャンク ABS 市場を求める投資家・原債権者が存在しないときには、たとえ市場が存在していなくても未成熟であるとはいえない。

3. SPC 法と流動化

以上、若干細部にわたって SPC 法の意義について考えてきたが、こうした議論が当初の論旨とどのように関わっているかを再論しておこう。

流動化のフレームワーク（management）は、2つの要請を満たさなければならない（表2）。そしてそれらは特定債権法、共同事業法によって部分的に対応がなされてきた。しかし、不良債権処理という社会的な課題に対して、これらは必ずしも期待されたような成果をもたらさなかった。

続けて制定された SPC 法では、優先出資証券を通じて不良債権のリスクを資本市場に転嫁させようという機構が組み込まれていた。資本市場はリスクを取引きする市場である以上、SPC 法の方向性は的外れではない。しかし、

そこにコーポレートガバナンスという要素を接合しようとしたため、かえって優先出資証券の性格が曖昧になってしまった。

また、SPC 法は流動化計画を通じた情報開示による投資家保護を前面に押し出そうとしたが、情報開示費用を事実上一律としたことにより機能が麻痺してしまった。むしろ情報開示は投資家を呼び込むための措置（倒産隔離・租税減免措置と並ぶ出口戦略の一環）として位置づけることが望ましいだろう。

SPC 法は先行法によって積み残された部分を補い、流動化を促進するための環境整備を目指していた。その方向性は正しかったし、設立手続きの簡素化や租税減免措置の拡充など、流動化法制の進歩・実務上の改善点は正しく評価すべきだろう。しかし、優先出資証券・投資家保護をもって対応するという選択は必ずしも最善のものではない（表4）。

コーポレートガバナンスや定款レベルでの投資家保護は、実態のある企業にとっては重要である。しかし、流動化にとっての SPC とは、投資環境を好ましいものにするための方便にすぎず、最終的な目標は市場を通じた資産価格決定メカニズムの確立である。SPC 法の最大の問題点は、SPC の市場のプレイヤーという側面よりも、組織としての側面を強調しすぎたところにあったといえよう。SPC が果たすべき証券発行体という機能を純化するためには、コーポレートガバナンスメカニズムの導入など

表4 特定債権法・共同事業法と SPC 法の関係

	特定債権法	不動産特定共同事業法
投資家の選好 （流動化）	○	情報開示
社会的な要請 （不良債権処理）	優先出資証券 の導入	○

企業を実態化させるという方向ではなく、租税減免措置や真正売買性など SPC の導管性・透明性を明瞭にし、可能な限り市場メカニズムに委ねるという方向が志向されるべきであろう。つまり、企業実態を失わせるような方向こそ求められていたのである。

先に、management という要素は効果的な流動化を下支えするような制度的対応がなされているかによって判断すべきであると述べたのは、このことに対応する。おそらく、オリジネータ・投資家双方に、現行の SPC 法を変えようという誘因、あるいは SPC 法に規定された以外の方法で流動化を進めようという誘因が根強く存在するだろう。その意味で、SPC 法は制度として安定的とはいえない (SPC 法がナッシュ均衡を保証しない)。しかし、流動化の定着・促進という方向性が間違っていない限り、少なくともわれわれは安定解の近傍に位置している。そしてそれをもたらしたのは、間違いなく特定債権法から SPC 法にいたる立法努力であったことは銘記しておきたい。

IV. 結 論

われわれは不良債権を流動化する上で必要な 4 つの要素を順次検討し、input, processing, output の 3 要素の有効性はいずれも 4 番目の要素である management に強く依存することを論じてきた。いうまでもなくここでいう management とは、資金循環メカニズムのインフラストラクチャーとしての安定性を意味している。直感的に言えばそれは金融技術に活動の場を確保するためフィールドであり、さらに金融システムといってもいいかもしれない。management の要素としてここでは流動化関

連法をとりあげ、特定債権法・共同事業法から SPC 法にいたる過程の中でその整備が進められてきたことを論じた。

SPC 法についてはさまざまな評価がなされているが、本稿では経済学的な観点からそれを独自に評価した。SPC 法の目玉とされるコーポレートガバナンス・投資家保護は、流動化法制という枠組みにおいて考える限り不備が残る。このことは management において今なお改善の余地があるということを意味し、それはさらにさかのぼって考えれば、input, processing, output という ABS に体现された新しい金融技術が、今なお十二分にその効果を発揮していないということの意味する。特に投資家保護に関しては、投資家が情報劣位なのではなく、資金調達側が投資家に関する情報を十分に持たないという方向から評価したほうが、ターゲットレイティングなど ABS の実務と整合的に解釈できる。

本稿では不良債権に特に着目したが、流動化を不良債権と結び付けて理解することは議論を矮小化させるおそれもある。実際、公的資金の導入・株価の回復などによって不良債権処理が進むにつれ、資産圧縮意欲は以前に比べて小さくなっている。つまり、不良債権処理だけを念頭に考えるならば、流動化は緊急避難的な措置以上のものにはなりえない。金融システムや資金循環機能の将来像の中で証券化をどのように位置づけていくかという視点からの議論を同時に考えていくべきである。

注

- 1) 流動化と証券化の区分は理論的には興味深い問題であるが、以下では単純に流動化と表記する。ただし形態としての「証券」を強調する際には証券化と表記することもある。
- 2) 不良債権処理と流動化の関係については、深浦 [1999 a], 深浦 [1999 b] を参照のこと。前者は不良債権関

題を、金融部門への非流動性の集中・非金融部門（投資性向が高い）の流動性不足という問題として理解し、後者では、流動化を資金調達コストの問題ではなく資金のオペラビリティというマクロの問題として理解することの重要性を指摘する。

- 3) アメリカのモーゲージ流動化については Fabbozi [1982], Fabozzi, Modigliani [1992] を参照のこと。また、各国の流動化事情を網羅的にまとめたものとしては Deacon [1998] がある。ヨーロッパの事情については Baums [1994] などを参照のこと。
- 4) ABS は資産担保証券と訳されることが多い。特定の形態の流動化商品を表す言葉として ABCP や CLO, CMO などと区別して用いられることもあるが、ここでは総称として ABS という言葉を用いる。
- 5) すなわち、将来にわたって収益を得られるか、もしくは資産価値の上昇が見込めることが必要。
- 6) ABS は優良債権を対象にした金融技術であるが、優良債権を保有する金融機関がみずからのバランスシートから切り離すようなことをするだろうかという問題がある。また、債権そのものが毀損しているとき、投資家の好みに会うように外生的に信用補完を行えば、債権リスクが信用補完者にそのまま転嫁されリスク分散機能が働かない。これを踏襲するとすれば、短期的・財務的な観点からのみ流動化の利益を導き出そうということは困難であるということの意味している。ただし、企業財務上、流動化に利益があるかどうかは今だ決着していない議論である。
- 7) 換言すれば、不良債権・固定した非流動性に起因するリスクをどのように経済全体でシェアリングしていくかが不良債権問題解決の最終目的である。この意味で流動化はリスクシェアリングメカニズムであり、かつ、セーフティネットという位置づけも可能である。
- 8) たとえば、郵貯・簡保資金の運用対象に資産担保証券を含める法改正が進められているが、こうした議論はほとんど行われてはいない。
- 9) いくつかの金融機関は仕組み専門の部署を設置している。また、海外現地法人のなかには欧米の投資銀行と肩を並べる実績を持つ企業もある。
- 10) 優良債権に関する ABS のスキームについては Bhattacharya, Fabozzi [1996] を参照のこと。
- 11) オリジネータの信用保証をつけたケース、オリジネータに劣後部分を保有させるケースなど。特に後者については法的に問題が生じる場合があった。
- 12) バルクセルのこうした機能については深浦 [1999c] を参照のこと。
- 13) 金融機関が手持ちの資産を切り離す方法としてはかに貸出債権譲渡 (loan sale) がある。しかし、サービサー業務は債権の買い手に帰属する。また、ローンパーティシペーションでは原債権者がサービシングを行うが資産の切り離しはできない。
- 14) このことはしばしば誤解されている。ABS は自己責任原則が貫徹される商品であることは間違いないが、そのことは投資家がリスクを好むということ意味するわけではない。アメリカの機関投資家は、リース・クレ

ジット債権の流動化商品を "routine investment vehicle" と位置づけ、low risk/low return 商品として取り扱う傾向が強い。リスク管理上、かなり進化したと思われる CMO ですら "volatile" とみなされている。実際、自己責任原則のもとではリスクに対してより敏感になるのが一般的な傾向であろう。ABS が流動性と投資機会の分布のミスマッチを調整する機構であり、資産そのもののリスクを低下させるものではないことを想起せよ。

- 15) 「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」の略称。
- 16) 共同事業法の詳細については三國 [1998] 参照。
- 17) 施行後、日が浅いため現時点で SPC 法の評価を行うことは難しいが、実務家・法曹関係者からは辛口に評価されているようである。日本資産流動化研究所 [1999] はそうした議論を要領よくまとめている。
- 18) 商法上の特別目的会社とは異なる。
- 19) 1999年6月末までに発行された5件の優先出資証券はいずれも不動産（およびその信託受益権）を特定資産とする。
- 20) 平成11年6月末日現在、登録済み SPC は13社・発行総額は約6,262億円。そのうち優先出資証券は約380億円程度（金融監督庁資料より筆者推定）、発行総額の6%程度である。かつ、優先出資証券が利用されるのは比較的小規模な発行事例に限られる。優先出資証券が発行される事例の平均調達額は約136億円。これは特定社債と併せた額であるから、優先出資部分はさらに小さくなる。最大の事例は住友銀行が不動産信託受益権を流動化するケース（総額440億円）。一方、特定社債だけの場合の平均調達額は約688億である。
- 21) 共同事業法でも事業者としての認可を受けるためには約款の審査が必要である。ただし、共同事業法では仕組みとして貸貸・信託・任意組合・匿名組合各方式を明示し、それぞれの仕組みの中にガバナンス機能が内包されているという立場に立つため、ガバナンスについての特段の規程がない。
- 22) ただし、定款に定められた目的以外の行為に対する企業の権利義務能力について、民法43条の規定を会社へ類推適用することは否定される説が有力である。
- 23) 優先出資社員から見れば、消却禁止規定は株式の払い戻し禁止条項にほぼ相当する。株式の場合、これに対する見返り措置として自由譲渡・有価証券化が設けられている。ここから類推すれば ABS の流通市場を整備することは早急な課題ということになる。
- 24) 実際、SPC 法スキームに対する評価は多様である。大手商社の中には SPC 法によって売掛債権を流動化させる動きがある一方、短期的資金調達には既存の CP のほうが有利と考える商社も一部に存在する。CP 発行・流動化による資金調達は銀行借入に対比させる議論がある。しかし、こうした分け方には若干の疑問がある（深浦 [2000]）。
- 25) SPC はどのような流動化を実施するのかを設立時にあらかじめ決定しなければならない。これを資産流動化計画、その細目を規定したものを資産流動化実施計画と

- 呼ぶ。いずれも定款への記載が義務づけられている。
- 26) 資産対応証券は証取法上の有価証券であるから SPC 法の開示規制は重複規程であるという議論は必ずしも正確でない。特定開示省令・証券取引法施行令・特定有価証券定義省令などによって別途規定される ABS の開示規則では、発行体の信用ではなく裏づけ資産の信用力についての情報開示が求められている。これは証取法には見られない規定であり、法制上、ABS 以外の有価証券と ABS の間の実体的相違が認識されていることを示している。
- 27) 投資家保護について信託と SPC を対比することは興味深い。SPC 法の立法趣旨が投資家保護に力点を置いているが、信託制度も投資家保護において優れた構造を持っている。第一に、信託には取締役等が存在しないから、株主によるガバナンスということがそもそも問題にならない。第二に、信託財産に関する分別管理義務、強制執行の禁止、強制執行に対する受益者の異議申立権、受託者の交替による信託関係の存続などによって保証される信託財産の独立性は、倒産隔離措置と実的に等しい機能を持っている。
- 28) 最近は ABS 以外での証券でもターゲットレイティングに類似した手法が用いられるようになってきている。逆に、ABS でも「ジャンク ABS」というものが一部に登場している。
- 29) アメリカ 1933 年証券法では、ABS の開示に用いられる 3 つの様式のうち、2 つの様式で格付け取得が義務化されていない。しかし、実際には証券法で規定された事項に限定されず実態に合わせた弾力的な開示がなされている。また、格付け会社のレポートについてアメリカ最高裁は投資家への事前の開示を認める判断をしているが、具体的な制度化にはいたっていない。
- 30) 開示責任を負うべき証券発行者が SPC であるという前提による。実質的な資金調達者を発行者と考えれば原債権者が開示すべきということになる。たとえば、貸付債権信託受益権では、受託者でなく委託者（実質的な資金調達者）が開示責任を負っている。
- 31) 情報開示は資産流動化計画のほかに、省令（実施細則）においても求められている。不動産に関しては、テナントの名称・賃料・満期期限・面積などの開示も求める方向で調整が進んでいた。しかし、それらの一部が守秘義務に抵触する可能性が指摘されたこと、諸外国でもそこまで広範な開示を求めた例はないこと、テナントの移動が加速され市場が混乱することなどを理由に不動産業界から強力な反対が表明され、例外的に賃料を開示しないことがありうると修正された。情報開示の範囲に関する基準が単純には決められないことを示している。
- Bhattacharya, A., Fabozzi, F. [1996], *Asset-Backed Securities*, F. Fabozzi Associates.
- Deacon, J. [1998], *Securitisation - Principles, Markets and Terms-*, Asia Law & Practice.
- Fabozzi, F. [1982], *The Handbook of Mortgage Backed Securities*, Probus Publishing.
- Fabozzi, F. Modigliani, F. [1992], *Mortgage & Mortgage-Backed Securities Markets*, Harvard Business School Press.
- Krugman, P. [1998], It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, *Brookings Papers on Economic Activity* 2.
- Kendall, T., Fishman, M. (ed.), [1998], *A Primer on Securitization*, The MIT Press.
- Myers, J. [1998], Technology Issues in Asset-Backed Securitization, in *Handbook of Structured Financial Products* (F. Fabozzi, ed.)
- Thadden, E-L. [1998], Intermediated versus Direct Investment: Optimal Liquidity Provision and Dynamic Incentive Compatibility, *Journal of Financial Intermediation* 7.
- 岡崎哲二, 奥野正寛 [1993], 『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
- 加護野忠男 [1996], 「コーポレートガバナンス」, 『日本経済辞典』日本経済新聞社。
- 片山さつき [1998], 『SPC 法とはなにか』日経 B P 出版。
- 岸田雅雄 [1998], 『ゼミナール会社法入門』日本経済新聞社。
- 国領二郎 [1995], 『オープンネットワーク経営』日本経済新聞社。
- 三和総合研究所 [1999], 『SPC 法新法解釈と活用

参 考 文 献

- Baums, T. [1994], *Asset Securitization in Europe*, FORUM International.

法』金融財政事情研究会。

高橋正彦 [1999], 「我が国における資産流動化の展開と法制整備」『ファイナンシャルレビュー』June。

日本資産流動化研究所 [1999], 『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』(平成10年度, 第二分冊)。

深浦厚之 [1999 a], 「不良債権と資源配分——流動化の効果——」, 『資産流動化研究』5号。

—— [1999 b], 「流動化と流動化」, 『日本資産流動化研究所 SFI 会報』。

—— [1999 c], 「流動化, バルクセールとリスクテイク——SPC 法との簡単な比較——」『クレジット産業協会クレジット研究』②。

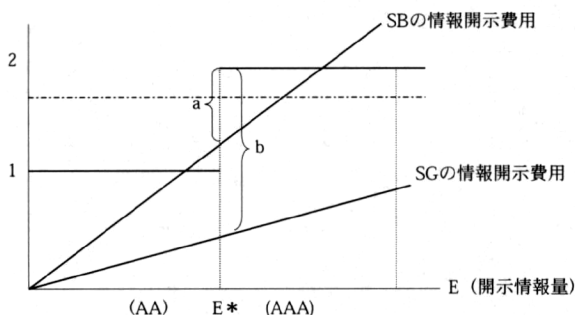
—— [2000], 「ノンバンクの資金調達—社債と証券化—」『クレジット産業協会クレジット研究』③。

深尾光洋 [1999], 「日本の金融システム不安とコーポレートガバナンス構造の弱点」青木・奥野・岡崎編『市場の役割国家の役割』第5章, 東洋経済新報社。

■補論：情報開示とシグナル

2つの企業B, GがそれぞれSB, SG というABSを発行しており, SBのデフォルトリスクはSGのそれより大きいとしよう。投資家はデフォルトリスクを事前に観察できないため, 企業の自発的な情報開示の大きさEを見て投資の意思決定をする。そのとき投資家はE以上の情報が開示されていればそのABSを2単位購入し, それ以下の場合には1単位だけ購入する。一方, 企業の情報開示コストは開示情報量に比例するが, その比例定数は企業SBのほうが大きいとしよう。このとき投資家, 企業の利得は次のように図示できる。

このとき, SBはE*だけの情報を開示すると2単位のABSを販売できるがその純利得は



aとなり, 開示しない場合の利得1より小さくなる。一方, SGは開示することでb(>1)の利得を得る。結局, 開示費用の小さい企業は自ら情報を開示することで投資家を引きつけることができ, 逆に, 投資家は情報開示の大きさを見て結果的に開示費用の小さな企業(=デフォルトリスクの小さなABS)を選別することができる。投資家は開示された情報を精査検証して意思決定をしているわけではないことに注意しよう。

この議論から, 開示すべき情報については, ABSのデフォルトリスクと開示費用が比例関係にあり, かつ, デフォルトリスクが大きいほど開示費用が大きくなる(SB, SGの情報開示費用曲線が左図のようになる)ことが必要であることが理解できよう。つまり, すべてのSPCに対して一律に情報開示を求めることは合理的ではない。

格付けが高ければ投資家は容易に意思決定ができるから, 格付けが高い(低い)ということとは開示される情報量が多い(少ない)と考えられる。E*以下をAA, それ以上をAAAと

すると、SG は相対的に低い費用で AAA を取得できる。すなわち、格付けは投資家に対して直接的に情報が開示されるものではないが、それがシグナルとなることで実質的に同じ効果を期待することができる。

開示費用が一定ならば（水平な点線），すべ

ての企業がE*だけの情報を開示する。これは結果的にすべての企業に一定の情報開示を義務づけることになるが、投資家は企業を区別することができず、その意思決定に対して何の寄与もしない。

（長崎大学経済学部教授）