

高橋正彦著

『証券化の法と経済学』

(NTT 出版, 2004年 6 月)

原 田 喜美枝

I. 本書の特徴

証券化は、近年、大学・学会等での研究分野として、注目を集めてきている。評者が教えている大学院でも資産証券化は大学院の開校以来、毎年開講されている。他にもビジネススクールやロースクール等を含む多くの大学院で、証券化関連の新規科目の採用は増えている。

しかしながら、残念なことに、大学院レベルの適当な教科書がなかなか見当たらないという問題がある。洋書であれば、標準的なテキストとしては、『Securitization: Structuring and Investment Analysis』（出版社；Wiley Finance, 著者；Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching）をはじめ、幾つか代表的なものがある。日本で刊行された証券化関連の書籍は、初心者向けの入門書か、実務家が法務、会計、税務などの各専門領域での手引書としてまとめたビジネス書的なものが多い。小数ではあるが、証券化を経済学の観点から捉えた理論的な著作もあるのだが、そういった理論的書籍は実務や制度面の裏づけ

に欠けるきらいがあった。こういった理由から、日本語で書かれた一般的な（あるいは代表的な）教科書というものが存在しなかった。洋書を教科書にしてはどうか？という点、これも不十分なのである。証券化は米国で発展してきた金融技術であり、グローバルスタンダードとなった部分もあるが、日本独自の発展を遂げてきた面もあり、日本の制度面をカバーしていない洋書のテキストは、証券化を勉強しようと思う研究者や学生にとっては不親切な書籍となってしまうのである。

本書は、証券化を経済学（金融論）の対象として解説しているだけでなく、法制面、会計・税制面についても、理論的かつ実務的に論じている最新の書籍であり、大学院レベルの証券化関連の授業の教科書として、あるいは証券化の分野を新たに研究しようと思う研究者にとって最適である。経済学の延長として証券化を学びたい読者にとって、本書を薦める理由は複数ある。第一に、裾野の広い証券化という学問分野を一冊で総合的・多面的に捉えることが可能である。証券化の専門家を縦割りで考えると、法制の専門家、会計あるいは税務分野の専門家、証券化に内在するリスクの数理分析をする専門

家に分けることができる。経済学の金融論の延長として証券化を捉えることも可能だが、それだけではなかなか論文を書くことができない。経済学者にとっては、少なくとも法制面の知識は必要になる(数学が得意であれば数理分析に特化していくことも可能ではある)。本書の法制面の記述は初学者にわかりやすく書かれている。第二に、単著であるため、問題意識が首尾一貫していて、各専門領域の関連が理解しやすい。第三に、脚注には様々な情報が盛り込まれており、歴史的な流れを理解することができる。証券化は、理論と現実を切り離して理解できない分野であり、米国で発展した理論と日本独自の市場の発展過程や法制度を結びつけて分析するためには、現実を知る必要がある。本書はこういう点も配慮されている。

II. 本書の構成と内容紹介

本書の構成は、第一章「証券化と金融システム」、第二章「証券化と金融法制」、第三章「証券化と倒産法制」、第四章「証券化と会計」、第五章「証券化と税制」、第六章「証券化の法と経済学を目指して」となっている。以下、本書の構成にしたがって、内容をかいつまんで紹介したい。

第一章「証券化と金融システム」

証券化という言葉が現在の金融システムにおけるひとつの重要なキーワードであることに触れ、証券化に関わる概念整理と経済的機能に関する考察を行っている。具体的には、証券化がいかに最先端の金融技術であるかということ、個別当事者(オリジネーターや投資家、アレンジャー等)にとってのメリットは何か、という

ことが詳細に記述されている。また、マクロ的にとらえたときに、リスクの移転やコントロール等の経済的機能、金融システムに与える影響についても考察されている。

ただし、必ずしもメリットに限定しているわけではない。たとえば、会計上のメリットを享受するためには、幾つかの留保が必要であると述べられている。それは、オフバランス効果を得るためには、当然のことながら、対象資産がオンバランスであること(リース料債権の証券化はこの前提を満たさない)である。また、対象資産がオフバランス化されても、同資産の譲渡代りが現金として流動資産に計上されることになるため、それをもとに借入金の返済等をおこなわなければ、バランスシート全体のスリム化にはつながらないということも2点目として述べられている。3点目としては、健全資産の証券化に伴うオフバランス効果により、財務指標が改善したとしても、実質的に企業価値が高まったかどうかはわからないという問題である。こういったことは周知の事柄であるが、経済学を学んだだけで、法・会計の知識のない証券化初学者にとっては、おさえておかなければいけない基本事項である。

この章の後半では、経済学の観点から金融仲介機能のアンバンドリング、市場型間接金融・複線的金融システムといった証券化の経済的機能が明らかにされている。そして、不良債権の証券化、公的金融や金融調整との関わりについても詳細に述べられている。

第二章「証券化と金融法制」

証券化は、法的な観点からみれば、多様な契約に基づく複雑な債権、債務関係の集合体であり、様々なリスクの塊であるという考えにた

ち、第二章では法技術が説明されている。法技術とは、信用工学の一側面としての、リーガル・エンジニアリング（法工学）のことであり、具体的には、専門的な弁護士等による関連する契約書の作成のことを指している。内在するリスクを軽減することが証券化のメリットのひとつであるが、これに対して法的インフラの果たす役割は大きい。

証券化を促進するために必要な法制整備を分類すると、①流動化（証券化）対象の資産をめぐる法制、②資産の譲渡に関する法制、③資産譲渡の受け皿となるSPVに関する法制、④有価証券等の資金調達手段に関する法制、⑤資産の管理・回収に関する法制、⑥投資家保護や業者規制のための公法的な法制、⑦倒産法制などから構成される。このような多岐にわたる関連法制を網羅して理解することは至難の業であるが、筆者の専門領域に近いこともあり、本書の記述は実に明快でわかりやすい。第二章では、上記の①から⑥について述べられている。⑦は第三章で主に説明されているが、会計制度、税制度に関する部分は続く第四・第五章で解説されている。

ノンバンク社債発行法関連の法律として、信託法、信託業法があるが、本書では2004年3月に国会に上程された信託業法の改正案までカバーされており（ちなみに、本書は2004年6月に刊行されている）、最新の情報が織り込まれている（ただ、本書の刊行後に、年金法改正で国会がもめ、信託業法の改正は衆議院で“継続審議”扱いとなってしまっている）。

第三章「証券化と倒産法制」

証券化と倒産法制をめぐる問題点はきわめて多岐にわたる。法律の知識の乏しい読者向け

に、本章は、そもそも倒産法制とは何かという議論からスタートしている。

「倒産」とは、本来は日常用語であり、一般に、弁済期にある債務をいずれも弁済できなくなり、経済活動をそのまま続けることが不可能になった状態を指すこと、倒産処理についても私的整理（内整理）と法的倒産処理があり、こうした処理のための手続きや法制度を倒産手続あるいは倒産法制と呼ぶことなどが、丁寧に解説されている。

倒産法制の土台を解説した後、ABS等の証券化をおこなっているオリジネーターが法的倒産手続に入った場合に、どういった条件のもとデフォルトが引き起こされるのか、また、デフォルトリスクを回避するためにはどのような仕組みを組成すればいいかが述べられている。証券化された商品がオリジネーターの倒産処理に巻き込まれない状態を「倒産隔離」と呼ぶが、この実現がいかに重要であるかということについてページが割かれ、現実の事例研究もおこなわれている。

法的に言えば、倒産隔離とは資産譲渡に係る対抗要件の具備、真正売買性、管財人による否認のリスクの回避の3つのことをさす。この中の真正売買性についてみれば、資産譲渡が売買か担保かという問題が論点の中心となり、議論されてきた。もしSPVへの資産譲渡がオリジネーターの法的倒産手続の中で実質的な担保として扱われてしまうと、資産に対する権利がオリジネーターに残っているとみなされてしまう。この場合は、証券化された当該資産が倒産財団に取り込まれてしまうことになりかねない。現実には、オリジネーター（＝サービサー）の破綻事例が相次いだことから、資産譲渡の真正売買性については、最近、証券化の専門家に

加え、倒産法学者も巻き込んだ論争がおこっている。この内容も紹介されている。

第三章の本文が27ページであるのに対し、文字の小さい脚注が16ページもある、これも本章の特徴といえる。基礎的なことだけではなく、追加的な情報も網羅的にカバーされている。

第四章「証券化と会計」

この章では、近年の会計基準の整備を踏まえ、証券化と会計をめぐるさまざまな問題が考察されている。その中でも、当然のことながら、オリジネーターから資産をオフバランスするときの要件に関する論点が中心となっている。なぜなら、オリジネーターにとって証券化のメリットのひとつは、対象資産を貸借対照表から切り離すこと、つまりオフバランス効果を得ることにある。オフバランス効果によって、オリジネーターは、バランスシートのスリム化、ROA等の財務比率や自己資本比率の改善などを図ることができる。

しかし、法律専門家の中には、法的な真正売買・倒産隔離の要件に、会計上のオフバランス化を挙げるべきではないという意見がある。これに対して筆者は、法的な保全の要件と、会計上のオフバランス化の要件とが相互に依存しあっていて、両者がトートロジーに近い関係にあるため、このような議論があるとみている。

第五章「証券化と税制」

証券化と税制をめぐる諸問題は大きく二つに分けられ（消費税と法人税・源泉所得税）、実務と理論に即した面から解説されている。

消費税との関係としては、オリジネーターからSPVへの債権譲渡が、消費税法上の資産譲渡等に該当するかという点が問題となる。証券

化の債権譲渡は収益目的の取引ではないこと、また付加価値を生む取引でもないことを鑑みれば、付加価値税としての性格を持つ消費税の対照取引としては馴染まないという考えが述べられている。こういった議論がなされる背景として、消費税の対象となる取引は「課税取引」と「非課税取引」に区分され、消費税は前者の「事業として対価を得て行われる資産の譲渡及び貸付け並びに役務の提供」を対象としていることが詳細に説明されている。

証券化と法人税・源泉所得税間の問題も消費税の問題と同様重要であるが、本書の解説をみていただきたい。筆者は、第五章の最後の節で次のように述べている。

“資産流動化・証券化は、最近大きく進展してきた先端的取引である。それだけに、もともと、現行税制がこうした取引を明示的に想定していなかったとしても、それ自体はやむを得ない面がある。ただ、我が国の金融システムにおいて、すでに重要な地位を占めている資産流動化が、税制面の不備や不透明性により、思わぬ制約を受けるような事態は、決して望ましくない。”

Ⅲ. 本書の意義

第六章「証券化の法と経済学を目指して」では、証券化という学際的分野に対する筆者の希望・展望が述べられており、その拠り所がうまくまとめられているので、紹介したい。

「法と経済学」という分野は比較的新しい研究領域である。評者が大学院生になった約10年前頃には、既に日本の学会でも注目されるようになっていたと記憶している。この分野は、「契約理論」や「比較制度分析」などを土台に

した、ミクロ経済学の延長で捉えることのできる分野であり、ゲーム理論等によっても分析・解釈されている、いわば学際的な研究領域である。たとえば、不法行為法やPL法、特許及び知的所有権に関する分析などを経済学的に行うのが「法と経済学」の分野である。

本書は、この分野に最終的な焦点を当てている。つまり、証券化関連法の社会的・経済的影響に関して、広範に分析することは法解釈の精度や、法の機能を高めるために役立つというスタンスである。評者は本書の筆者の考えに賛同する。なぜなら、証券化市場に限っていても、

証券化関連法（およびその改正等）が市場の発展経路に与える影響は非常に大きいからである。しかし、日本では、法律学は法解釈を中心とし、経済学は法制度を所与という形で分析するのが一般的であった。筆者が述べているように、証券化は、法の経済分析という意味で、法と経済学的なアプローチに適した分野である。筆者の問題意識は明確であり、今後もこの新しい学際的分野で法律学と経済学の橋渡しの役割を担っていただきたいと願う。

（中央大学専門職大学院国際会計研究科助教授・当研究所客員研究員）