

# 通常の証券化，事業の証券化と間接金融

深 浦 厚 之

## 要 旨

本稿は最近耳にする機会が多くなりつつある事業の証券化（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われているが、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。

そのような違いはWBSがこれまでの金融手法がカバーしてこなかった領域を取り込んだ手法であることに由来している。企業ファイナンスの手法のうち、社債発行や銀行借入が企業の継続性を重視した手法であり、通常の証券化が保有する資産の自立的な収益生成力に基づく手法であるとすれば、事業の証券化は企業の継続性と保有資産の収益力を結合させたファイナンス手法と位置づけることができる。

同時に、貸出債権というデバイスを用いていることは、事業の証券化には伝統的な corporate finance の要素が強く反映されているとも評価することができるだろう。こうしたことは資産金融業務と銀行を中心とする間接金融機関の近接という近年の現象を強く反映するものであり、この意味で事業の証券化はこれまでの証券化の概念をブレイクスルーしたというよりは、間接金融の技術と証券化の技術の新たな組み合わせとして登場したと考えるべきである。

目 次

I. はじめに	3. オリジネータに関する相違
II. 通常の証券化と事業の証券化	4. オリジネータとSPVの関係についての相違
1. 通常の証券化	5. 投資家保護に関する相違
2. 事業の証券化	IV. 両証券化の相互関係
3. 証券化の社会的便益	V. 組織的アンバンドリングと事業の証券化
III. 通常の証券化と事業の証券化の相違	VI. 結論と展望
1. 全体構造の相違	参考文献
2. 移転・譲渡資産に関する相違	

I. はじめに

日本の証券化市場は、1993年の特定債権法の施行を出発点とすると、ほぼ10年の歩みを体験したことになる。この間、日本の金融システムは1997年から1998年にかけての危機など大きな動揺を経験してきたが、そうした中において証券化市場は過去5年程度で市場規模が約5倍に拡大するなど着実に地歩を固めてきた。不良債権処理問題など、債権流動化自体に対する関心を高める出来事があったとはいえ、証券化市場の中に自立的な発展・展開を可能とするような要因があったためであろう。もっとも総額では5兆円程度(社債市場の2~3%)にとどまっており、水準という点に関してはその変化の程度ほどの影響力があったかどうかは不明である。

多くの論者が指摘するように、証券化スキームが成立するためには数々の条件がクリアされなければならない。その限りにおいては決して使い勝手のよい手法とはいえない<sup>1)</sup>。もっとも、証券化に限らず金融商品はすべからく「リスクの小さい商品を作る」ということが必要なのだが、特に証券化については制度的・法律的に満たしておかなければならない要件が少なくない。この点、株式会社の設立が比較的容易であ

るのとは対照的である。投資家に対して魅力的な投資機会を提供するには、本来的にリスクが小さい投資機会を確保するという一面と、経済全体の不確実性の影響を排除するという一面がある。日本の場合、証券化の最初の根拠法である特定債権法は、前者に関しては対象債権をリース債権・クレジットカード債権に限定することにより、また、後者については仕組み規制を制度化することにより対応した。特定債権法に続いて制定された関連法規群も、いずれかの問題をより精緻に取り扱うことを主眼としたものが多い。

しかし、こうした条件を満たすような(証券化にとって都合のよい)投資機会が豊富に存在するとは限らない。債権流動化や証券化への関心を高める一つの契機であった不良債権も、有望な証券化商品として実現するものでなかった。逆に、新たに有望な原債権を発掘することができたとしても、それが特定債権法上のスキームでは効果的に証券化できないといったこともしばしば起こるようになった。このため、不動産共同事業法やサービサー法など市場の要請と特定債権法の隙間を埋めるような立法が行われることになったのである。また、これまでとはまったく異質の原資産を証券化しようという試みが行われるようになると、それに伴って

固有の証券化スキームが考案されるということもあった。証券化スキームは、利害関係の調整・利益配分・リスク配分の中の微妙な均衡の上に構築される。そのため、新種の原債権を流動化しようとするれば、単に既存の公式に当てはめるだけではなく、原債権の属性、投資家・資金調達者の意思決定・行動を考慮に入れた新たなスキームが必要となることが多い。たとえば、知的財産権の証券化は原債権の拡大だけでなく、それに応じた固有のスキームが案出された一例といえるだろう。

本稿で取り上げる事業の証券化(Whole Business Securitisation)は、このような原債権の拡大、新たなスキームの開発という最近の流れの先端に位置する現象であり、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みられている。以下においては、事業の証券化の特徴・構造を考察・整理し、証券化市場の今後の展開を予測する一助としたい。学問的観点から事業の証券化を見たときに問題となるのは、それが通常の証券化とどのように異なるのかという論点、そして、もし異なる外観を持つとすればなぜそうした形状になるのかという論点の二つが問題となるだろうが、本稿では主として第一の観点からアプローチし、第二の問題点については別の機会において改めて考察することとしたい。

## II. 通常の証券化と事業の証券化

事業の証券化(Whole Business Securitisation, 以下WBS)は、英国でのフランチャイズバブチェーンやアミューズメント施設、空港など事業資金調達手段として導入されたのを機に注目されるようになり、1995年の老人ホーム

事業によって基本的なスキームが確立されたといわれている<sup>2)</sup>。英国以外では、2002年スウェーデンの製紙会社Stro Ensoによる森林事業の証券化が典型的な事例としてよく知られている。日本においても、レジャー産業(遊技施設、ホテルチェーンなど)を中心に新たな資金調達手段として関心が高まりつつある。

### 1. 通常の証券化

WBSの特性を抽出するため、まず通常の証券化(Securitisation<sup>3)</sup>、以下SEC)のプロセスを次のような単純なバランスシート(BS1からBS3)であらわすことにしよう。なお、以下に示すバランスシートはすべて経済全体を部門別に統合したものであり、部門間での取引は捨象している。

BS1: 家計(投資家)は保有する資本100のうち20を企業に出資し、残りの80を現金(流動性)として保有する。他方、企業は家計からの出資を資本として受け入れ、企業活動のために固有資本20を保有する。ここで固有資産とは将来にわたってキャッシュフロー(以下CF)を生む可能性を持つ資産のことをいい、典型的には不動産・リース債権などがある。

固有資産の経済的な価値を手に入れるためには、企業はCFが実現する将来時点まで待たなければならない。よって、労働者を雇用するなどの企業活動を行おうとしても、現在時点において固有資産の価値を転用することはできない。つまり、非流動的な固有資産はその時点での支出性向を満たすことはできないのである。他方、家計はすぐに支出可能な現金(流動性)を持っている。

もし、家計が流動性を直ちに利用する必要を感じなければ、家計の流動性を企業の非流動性を交換させる余地があり、それによってより効率的な資源配分を達成することができるかもしれない。これはいくつかの方法によって実現可能である。

固有資産をそのままの形で家計に販売

し、家計がそれを消費するのも一つの方法である。企業は販売収入をそのまま貸金支払いにあてればよい（固有資産が農作物であるような場合を想定すればよい）。また、かりに家計が現金支出をしない場合は（＝掛け売りの場合）、企業は商業手形の形で貸金支払いを行えばよい。

BS 1:

企業			
固有資産	20	資本	20

家計 (投資家)			
現金	80	資本	100
出資	20		

BS 1':

企業			
固有資産	20	借入	20
現金	20	資本	20

家計 (投資家)			
現金	60	資本	100
出資	20		
貸出	20		

しかし、家計が消費できないような形状の固有資産についてはこの方法は使えない。そのときには、たとえば、企業が家計から現金20を借入れ、固有資産の将来収益で

返済することが考えられる (BS 1')。証券化はこれと同等の効果を異なる手法によって実現させようとするものであり、次のBS 2, BS 3によって記述することができる。

BS 2:

発行 SPV			
現金	20	証券	20

家計 (投資家)			
証券	20	資本	100
現金	60		
出資	20		

BS 3:

企業			
現金	20	資本	20

発行 SPV			
固有資産	20	証券	20

家計 (投資家)			
証券	20	資本	100
現金	60		
出資	20		

BS 2: 企業は証券発行専門体（発行 SPV）を設立し、SPV は証券を発行して家計に販売して、家計から現金を得る。

する。家計の保有する証券は SPV の保有する固有資産から発生する CF に対する請求権を表象する。

BS 3: 企業は固有資産を SPV に売却（譲渡）

BS 3 では、BS 1' から企業の固有資産を SPV

のバランスシートに移転し、さらに、企業の借入と家計の貸出がSPVの証券に置き換えられていることに注意しよう。つまり、証券化とは、企業の持つ固有資産の現在価値（CFの現在価値）を媒介にして、家計と企業の間で流動性（現金）を移転させるための方法であるといえることができる。加えて、次の点にも注意しておくべきであろう。

1. 現時点で存在する経済価値（消費可能な財）に基づく金融取引ではないという意味で、証券化を支える金融原理は長期金融のそれであり、したがって、投資銀行業務に関わっていることになる（川口 [1966]）。
2. 証券化によって企業のバランスシート資産側に変化が生じている（負債側ではない）。しばしば資金調達経路の一つであるといわれる証券化であるが、それはSPVのバランスシートを含めて考えたときに成立する議論である。企業にとっては資産の流動性・資産運用の自由度を確保することがその主眼であ

る<sup>4)</sup>。

3. 企業は新たに入手した現金(new money)を、固有資産の収益を超える収益率で運用しなければならない。そうでなければ証券化を行うメリットはない。
4. SPVは固有資産を運用する能力を持たない。よって、固有資産からCFを実現させ、かつ、確実に収受する機能を何らかの形で準備しなければならない。企業がSPVから委託を受けて固有資産を運用するか、CFの収受をサービサーに委託するか、家計の指示に基づいて運用する等が必要になる。

## 2. 事業の証券化

次にWBSについて同様の方法で考えてみよう。ただし、WBSについては定番のスキームがあるわけではないので、ここでは今のところ典型的と思われるスキームを前提に考える。また、説明の必要上、企業を「親企業」と表記する<sup>5)</sup>。

BS 4:	親企業			
	固有資産 (+skill)	20	資本	20

	家計（投資家）		
現金	80	資本	100
出資	20		

BS 5:	親企業			
	出資 (+skill)	20	資本	20

	事業 SPV		
固有資産	20	借入	90
現金	80	資本	10

	発行 SPV			
貸出	90	証券	80	
		資本	10	

	家計（投資家）		
証券	80	資本	100
出資	20		

BS 4: WBS の場合も端緒は BS 1 に等しいのだが、親企業自体が固有資産を用いる能力 (skill) を独占的に所有しているという違いがある (たとえば、親企業の事業が競争者の少ない特殊な事業であったり、規制産

業である場合)。この skill はバランスシートには現れないから権利義務の対象となる法的存在ではない。しかし、固有資産から CF が実現するかどうかは、skill と固有資産を組み合わせることができるかどうか

決定的に依存している。よって、親企業自身が固有資産に能動的に働きかけなければならぬ。skillを持っているが資金が調達できないとき、親企業にとってWBSが有効なのである。

言い換えれば、親企業の目的はCFの現在価値を現時点で手に入れることではなく、skillを固有資産に組み合わせることでCFを発生させる前提を作り出すことである。このため、CFの実現という観点に立つと、skillと固有資産の間に存在する経済的関係を切り離して考えることはできないということになるのだが、これについては後段で改めて考察する。

BS 5: 親企業は二つの100%子会社(事業SPV, 発行SPV)を設立する。発行SPVは家計に証券を発行して得た現金を事業SPVに貸し付ける。事業SPVは借入金により親企業から固有資産を購入する(このため借入SPVとも呼ばれる)。このとき、借入額は固有資産の価額より大きくなる。事業SPVはその差額を現金として保有し、親企業の持つskillを雇用して固有資産を活性化(activate)し、事業として成立させる。家計の保有する証券の裏づけは発行SPVが保有する事業SPVに対する貸出債権であるが、その真の源泉がskillと固有資産の組み合わせによって実現するだろうCFであることはいうまでもない。

経済学では、企業を「物理的な投入物と生産技術など企業が保有する技術を組み合わせる新たな価値を作り出す仕組み」と定義するが、このスキームは資産金融の手法を併用しつつ、物理的投入物(固有資産)と技術(skill)を組み

合わせるという継続的な生産活動が前提とされている。そして生産活動自体の経済価値を資本市場に反映させているという意味で「事業の証券化」と称されるのである<sup>6)</sup>。

また、この例では資産価値に対する借入の比率(Loan to Value ratio, LTV)は1より大きくなってきている。WBSでは固有資産の属性が事業内容と密接に関連しているため、それを他の用途に転用できる余地は少ない。このため転売価格(市場価格)が小さくなり、LTVが大きくなってしまふ。もし将来の事業成果を完全に予測できれば、その現在価値(理論価格)が固有資産の市場価格になるから、LTVは小さくなる可能性がある。しかし、現実にはその大きさを現時点で評価できないため、LTV値で判断すればリスクの高い投資機会となる。ここにも、固有資産よりもskillの将来性を重視するというWBSの特質が現れている<sup>7)</sup>。

### 3. 証券化による社会的便益

この経済には家計が直ちに消費できる財が存在しない。したがって、自然に対して働きかけをして生存に必要な財貨を手に入れる必要がある。SECでは、企業が入手した現金(BS 3参照)で財(たとえば食料)を調達し家計に販売すれば利益を得ることができ、その利益の一部を家計に還元できた。同様にWBSでも、親企業と事業SPVが財を調達する事業を行えばよい。SEC、WBSを問わず証券化は、こうした交換を通じて固有資産を最終消費機会に転換することによって、社会的便益を発生させている。このことは、証券化が金融取引の一形態であり、そして金融取引とは異時点間の消費機会の交換であるという経済原則を言い換えたものにすぎない。

### Ⅲ. 通常の証券化と事業の証券化の相違

金融原理としての本質的相違はないとしても、SECとWBSにはいくつかの技術的相違があることは上記のバランスシートからもわかるだろう。これらの相違を単なる現象面の相違として軽視してはならない。なぜなら、バランスシートは資金循環メカニズムの内的構造を表しているから、そこに違いがあるということは、リスクの配分・希少資源の配分等の金融機能が、異なる過程によって実現されていることになるからである。

投資家が引き受けたいと考えるリスクと、企業が転嫁させたいと考えるリスクはともに多種多様であり、それらを効率的に対応づけるためには、リスクの種類に応じた適切な市場を構築しなければならない。金融手法としてのWBSとSECの相違は、そうした多様性を金融市場がどのように受け止めているかに関連しているのである。以下、重要な相違について順次、論じていきたい。なお、後に掲げた総括表を適宜参照されたい。

#### 1. 全体構造の相違

##### (1) 通常の証券化

BS3を統合して左右の項目を適宜相殺すると、BS3'を得る。相殺可能な項目(括弧で表示)を取り除いて考えると、結局、経済に存在する資源(資本(100))が現金(80)と固有資本(20)として利用されていることになるが、これはBS1を同様に統合・相殺したBS1'と本質的に等しい(網掛け部分)。ただし、企業部門についていえば、固有資産が現金に置換さ

れ、家計については現金が証券と現金に分割される。すなわち、家計は現金20の利用を企業にゆだね、その報酬として固有資産からのCFを受け取るという取引関係が資産金融(asset finance)に他ならない。なお、BS1'において、資本20と出資20を相殺すると、資本100=固有資産20+貯蓄(現金)80という関係を得るが、これは総供給=総需要というマクロ的恒等関係に対応していることにも注意してほしい。

BS 3'

現金	20	(資本	20)
固有資産	20	(証券	20)
(証券	20)	資本	100
現金	60		
(出資	20)		

BS 1'

固有資産	20	(資本	20)
現金	80	資本	100
(出資	20)		

##### (2) 事業の証券化

事業の証券化に関してはBS5を統合・相殺してみればよい。SECと同様、資本100が現金80と固有資産20に対応することが確認できる。

BS 5'

(出資	20)	(資本	20)
固有資産	20	(借入	90)
現金	80	(資本	10)
(貸出	90)	(証券	80)
		(資本	10)
(証券	80)	資本	100
(出資	20)		

しかし、このことをもってSECとWBSに

本質的な違いがないと短絡してはならない。WBSはそのプロセスにおいて次のような特徴がある。第一に、固有資産と現金が同一組織内（事業SPV）にとどまっていること、つまり、家計が保有していた現金80は事業SPVを通じて利用されるという構造になっている。第二に、家計に対する報酬の出所は発行SPVが保有する貸出債権である。この点に着目すれば家計が保有する証券は貸出債権に基づく asset finance の手段であるといえる。第三に、発行SPVの貸出債権は、事業SPVに対する通常の貸出（リコースローン）であり、それは固有資産と現金の双方を利用した事業活動の収益によって償還される。

さて、SECではバランスシートの資産側に変化が生じるため（固有資産が現金に置き換わる）、new money は固有資産を上回る収益率で運用されなければならないことを先に指摘した。このため、new money は固有資産の属性に制約されることなく、自由に運用できなければならない。このような資産運用の自由度を確保するために、SECではnew money が企業に帰属する一方、固有資産がSPVに帰属するという構造が用いられるのである。

これに対して、WBSでは、現金は固有資産を activate するために用いられる。つまり new money の使途は固有資産の属性に制約されると同時に、それらはともに事業SPVの意思決定のもとに置かれていなければならない。ここに固有資産と skill の潜在的な経済価値を実現させるための資金調達手段であるというWBSの特性が反映されている。

## 2. 移転・譲渡資産に関する相違

一般に、証券化は原資産をSPVに移転・譲

渡するところからスタートするが、証券化をめぐる議論の大半はこの譲渡プロセスの実効性に関連している<sup>8)</sup>。SECもWBSも、企業（または親企業）から固有資産がSPV（または事業SPV）に移転されるという点では違いはない。しかし、SECの固有資産はそれ自身がCF生成能力を備えているという意味で自立性が高い。たとえば、人通りの多い道路に設置された自動販売機を原資産とし、その売り上げをCFと考えればその意味が理解できるだろう。この場合、CFそのものを発生させるための仕組みよりも、売り上げを確実に回収（サービシング）するための仕組みを構築することのほうが重要になるかもしれない。ブランドの証券化の場合も、他の企業が特定のブランドを自立的に利用することによって収益が発生するのであり、ブランド開発者が継続的に関与するわけではない。

他方、WBSでは固有資産が自立的にCFを生み出すことは予定されていない。先の例に即していえば、人通りの多い道路わきに自動販売機を置くスペースを保有しているが、機械を購入する資金がないといった場合である<sup>9)</sup>。CFを創出するには、現金（skillを実現させるために用いられる）と組み合わせ固有資産を事業化させなければならない。つまり、CFの源泉は実現した事業そのものであり、親企業のskillや固有資産はそのための投入物ということになる。この限りにおいて、「CFを生み出す資産」を譲渡するというSECの原則はWBSにはあてはまらないことになる。

したがって、SECにおいては証券を裏づける資産と譲渡資産が一致しているが、WBSではそうではないということになる。この結果、投資家が負担するリスクの種類も異ならざるを

えない。すなわち、SEC の場合は固有資産の収益変動リスクであるのに対し、WBS の場合には発行 SPV の貸出債権のデフォルトリスクであり、それは事業 SPV の業績変動リスクに依存するのである。

これを別言してみよう。金融市場のもっとも重要な機能は、投資家が負担しようとするリスクを割り当て、そうでないリスクは割り当てないというリスク配分機能であるとすれば、SEC、WBS の投資家はどのようなリスクから遮断されるか、つまり、それぞれの投資家が受け入れようとしないうリスクはどのようなものかということが問題になる。

譲渡資産収益リスク以外から遮断される SEC の投資家は、企業（＝オリジネータ）の破綻リスクからは独立である。このことが SEC の金融商品としての魅力を高める一因であることは指摘するまでもない。一方、WBS は貸出債権を用いているため、事業 SPV の経営に関わるリスクを遮断することはできない。そして事業 SPV は親企業の子会社だから、親企業の経営に関してなんらかのリスク管理が行われない限り、投資家は経営状況全般のリスクを負うことになる。

それでは WBS の投資家はどのようなリスクを回避できるのだろうか。これは WBS を導入する親企業の特性を考えてみればよい。先に指摘したとおり、WBS は特定・単独の事業に特化した skill を持つ企業、あるいは規制産業などにおいて有効であるとされる。こうした企業や産業へ投資によって、投資家は一種の独占利潤・準地代の分配を受けることができるだろう。あるいは、独創的かつ将来性のある若い企業であれば、創業に伴う利得を期待することもできる。前者の場合にはローリスク・ローリ

ターン、後者の場合にはハイリスク・ハイリターンという傾向が生じるだろうが、いずれにしろ特定の属性を持つ企業・事業の成果の分配を優先的に受け取る権利を投資家に提供することになる。ただし、この問題は投資家の利益を確保する具体的な措置の設計に多くを依存しており、投資家保護に関して重要な意味合いを持つ。これについては改めて触れることにしよう<sup>10)</sup>。

### 3. オリジネータに関する相違

証券化におけるオリジネータの定義については、論者によって若干の表現上の相違が見られる。いくつか例を挙げると、「資産の譲渡人」（三國 [1999]）、「ローン組成者」（Kendall [1996]）、「原債権を作り出す者、その後、保有資産を売却して資金調達を行う者」（木下 [2003]）、「資産流動化・証券化の起動者、バランスシートの左側の資産を利用した資金調達を行う」（高橋 [2003]）、「保有する資産を分離して資金調達をはかる者」（財団法人日本資産流動化研究所の一般投資家向けパンフレット）などである。しかし、

- (1) 資産を分離・売却する、
- (2) それによって資金調達を行う、

という二つの要素がオリジネータを性格づけているという意味では、ほぼ理解が共有されていると考えてよい。

このような標準的な定義に従って WBS を考えてみるとどうだろうか。WBS スキームを「起動」するのは親企業であり、固有資産を事業 SPV に「分離・譲渡」するのも親企業である。取引を通じて事業遂行のための資金を手に入れるのも親企業であるから、親企業はオリジネータとしての要件を満たしているように見え

図表1 オリジネータの要件

オリジネータの要件	親企業	事業SPV
要件1 (資産の分離・売却)	○	×
要件2 (資金調達)	×	○

る。

しかし、そうはいえない。BS5を見ればわかるように「資金調達」をするのは、発行SPVから資金を借り入れる事業SPVであって、親企業ではない。しかし、事業SPVは、固有資産を譲渡する主体ではなく「譲渡される」主体であるということに関していえば、オリジネータと呼ぶことは難しい(図表1参照)<sup>11)</sup>。

ここで、CFの源泉という意味での資産に目を向けてみよう。SECでは、譲渡資産の自立性が高いから、要件1は「CFの源泉の分離」と同義であり、それゆえオリジネータの倒産隔離・真正売買が問題になる。他方、資産の自立性を欠くWBSでは、要件1はそれだけでは「CFの源泉の分離」を保障しない。しかし、先述のように、WBSにおけるCFの源泉は、親企業から分離された固有資産を(事業SPVが得た現金を利用して)経営する事業能力であり、元来は親企業に潜在していた能力である。また、WBSスキームを起動するのはいうまでもなく親企業であり、かつ、事業SPVは親企業の100%子会社であるという関係も考慮すれば、当面は、親企業がWBSのオリジネータであると考えておいても特段の不都合はない。逆に、オリジネータの二つの要件を事業SPVとの間で機能分化させているところにWBSの独創があると考えられるべきかもしれない。よって、本稿では親企業をオリジネータとして以下の議論を進めることにしよう。

#### 4. オリジネータとSPVの関係についての相違

SECでは、オリジネータとSPVは倒産隔離措置によって関係が切断される。むしろそれには要件が必要であり、たとえば、たとえば企業会計審議会[1998]は、(1)資産の譲渡価格が適正である、(2)譲渡資産から生じる収益は証券保有者のみが享受する、(3)SPVがこうした目的に沿って運営される、ときに両者は切断されていると推定するものとした。一方、WBSでは、事業の継続性を確保するため、事業SPVとオリジネータは緊密な相互依存関係を維持しなければならない。オリジネータが二つのSPVと資本関係を持つのはそのためである。両者の関係を能動的に切断するSECに対して、WBSでは積極的に経済関係を維持することによってスキームが成立している<sup>12)</sup>。同時に、事業SPVは証券保有者と直接的関係を持つことはないし、また、発行SPVは資産を譲渡されているわけではない。よって、企業会計審議会[1998]の基準に当てはめれば、オリジネータとの連結を否定できないことになる。

このような相違は、CFを創出する機能が実質的にどの主体に帰属するかによる相違によって生じている。すなわち、SECでは、譲渡資産の自立性が高いので、それを保有するSPVがCF生成にとって第一義的な存在ということになる。期中におけるオリジネータの役割は二次的なものへと後退するのみならず、譲渡資産の自立性をより確実に担保するため譲渡資産に対するオリジネータの影響力は排除されることが望ましい。もっとも、オリジネータは証券化スキームを起動する主体であるから、平時において自らスキームを否定するように行動すること

はないだろう。したがって、関心は倒産時などステイクホルダー間の利害が錯綜する場合に向けられるのである。

しかし、WBSにおいては譲渡資産の自立性が低く、事業SPVに移転しただけでは価値が実現しない。このため、事業SPVはなんらかの形で親企業のskillを取り込まなければならぬ。事業SPVが親企業に譲渡資産をリースする、事業SPVが譲渡資産を経営する能力をオリジネータから雇用する措置が必要になるだろう。どのような方法をとるにせよ、親企業が事業SPVに対する影響力を積極的に行使することによって譲渡資産の自立性を補完し、証券化の前提となるCFを作り出す前提条件を準備するのである<sup>13)</sup>。

したがって、倒産隔離措置が問題になるということは、オリジネータの継続性よりも譲渡資産の自立性・継続性を重視するというSECの哲学を反映しているといえる。他方、WBSではオリジネータ（親企業）の継続性も重要なものである<sup>14)</sup>。能見 [2003] が指摘するように、SECのSPVは利益を享受するもの（所有者）の存在しない財産を作り出すための器であるとすれば、WBSのSPV（特に事業SPV）は利益を享受するものを特定するための器であると解釈できるかもしれない。

## 5. 投資家保護に関する相違

前節で述べたことは、投資家保護という観点からも解釈が可能である。というのは、WBSにおいて発行される証券の価値は事業から生じるCFに依存しているが、譲渡資産とskillの将来価値に依存するCFを数量化することは容易ではない。第一に、skillの金銭的評価が困難である。第二に譲渡資産の評価価額は、単独

で借入の担保になりえるほどには大きくない。すなわち、譲渡資産とskillがCFの源泉であるという定性的関係を、証券価値という定量的関係として投資家に認識させることはきわめて難しい。SECは自立性の高い譲渡資産を抽出することで証券価値を確定できるという利点があるのだが、WBSはそれを欠いているのである。

このことは、投資家保護に深く関わっている。SECにおける投資家保護措置はCFに対する投資家の請求権を確立し、契約の完了や免責事項以外の事由によらない限り請求権が失われぬことを担保する。そのためには、将来の請求権に影響を与えると予想されるすべての要因を投資家に開示しなければならず、また、開示されなかった要因による請求権の修正・変動は無効である。これらを実現させるための法的技術が倒産隔離 (bankruptcy remoteness) や真正売買 (true sale) であることは周知のとおりであり、事実、証券化市場の発展とともに数多くの論考が重ねられてきた<sup>15)</sup>。

ところが、WBSについては、SECを対象としたこうした議論はあてはまらない。その理由の一つには、SECのようにオリジネータを単一の主体として考えることができないという問題がある。原理的には、オリジネータの機能が親企業と事業SPVに分割されるのだから、両者の破綻リスクを発行SPVから隔離すればよいのかもしれない。しかし、事業SPVの破綻リスクを分離することにはほとんど意味がない。なぜなら、事業SPVは債務超過になると（＝借入の返済ができなくなると）倒産するが、それは発行SPVの貸出債権が不良債権化することであり、必然的に投資家の保有する証券の価値も毀損されることになる。すなわち、

図表2 総括表

分類	比較項目	通常の証券化 (SEC)	事業の証券化 (WBS)
全体構造	資源の動き	資本 (100) が現金 (80) と固有資産 (20) として用いられる	
	家計の行動	現金 (20) を証券に転換	現金 (80) を証券に転換
	家計の報酬	発行 SPV の固有資産の CF	発行 SPV の持つ貸出債権
	CF の源泉	固有資産	固有資産と現金の組み合わせ
	new money の使途	固有資産に制約されない	固有資産に制約される
	目的	資産の自由度確保	資金調達
譲渡資産	譲渡資産	固 有 資 産	
	譲渡の方向	企業 → 発行 SPV	親企業 → 事業 SPV
	自立性	高 い	低 い
	証券の裏づけとの関係	一 致	不一致
	投資家のリスク	固有資産の収益実現リスク	事業 SPV の業績変動リスク
SPV オリジネータと	オリジネータ	企 業	親企業?
	SPV との関係	遮 断	維 持
	オリジネータの継続性	二次的	本質的
投資家	投資家保護	True sale	True control Trustee の利用

WBSの構造上、事業SPVの破綻リスクを分離できないのである<sup>16)</sup>。したがって、問題は譲渡資産・skillの双方を含むCF創出過程を、投資家保護目的のもとで管理できるかどうかというtrue controlの確保という問題に置き換えられる (Gasser [2000])。

英国や同系のオーストラリアではTrue controlを確保するための法的技術として、管理レシーバ (administrative receiver) 制度やvoluntary administrator制度を利用している。オランダの自動車リース会社Interleasing Nederlandのスキーム [2003] では、リース債権を事業SPVに移転する際に、法的な移転完了手続きをリース契約終了時まで遅らせることで、オリジネータとの譲渡資産との経済的關係を維持するという工夫がなされた<sup>17)</sup>。

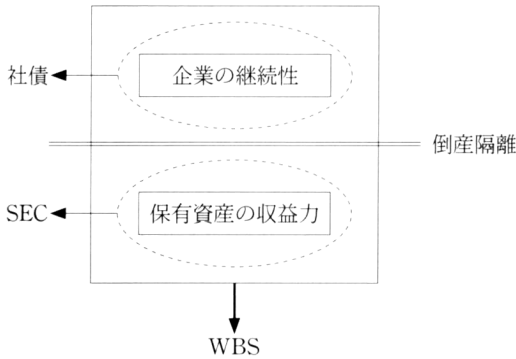
しかし、管理レシーバ制度を持たない国々も

少なくない。このような場合には、投資家の利益を代表すべき行動することが明示されている信託組織 (Trustee) に親企業の株式を保有するという形式が考えられており、英国のWBSでもこのシステムが併用されることも多い。しかしその実効性が必ずしも担保されているわけではない (Ambery [2003])。

#### IV. 両証券化の相互関係

総括表を見る限り、SECとWBSの相違は際立っている。特に、譲渡資産やオリジネータ、SPVに関する相違は、それらがSECスキームの中核部分に関わるものであり、この意味でWBSの登場によって新たな金融手法が確立されつつあるという指摘には注目したい (木下 [2003])。

図表3 WBSの位置づけ



そのような違いはWBSがこれまでの金融手法がカバーしてこなかった領域を取り込んだ手法であることに由来している。企業ファイナンスとは資本市場を用いた企業価値の実現にほかならないから、投資家にとって魅力的な企業価値を実現させることが資金調達上、不可欠である。投資家にとって価値ある企業とは、いうまでもなく収益の母体となる資産（有形もしくは無形）を保有している企業である。しかし、投資を行ってから収益が実現するまでには一定の時間の経過が必要であるということを考慮すれば、少なくとも収益の配分時点まで企業本体が継続していなければならない（図表3）。

社債や銀行借入などは企業の継続性に対する信用供与であり、企業の継続性に影響を与えるすべての要因が信用の対象として包含されている。SECは企業の保有資産うち有形資産を対象としたファイナンス方法である。また、知的財産権の証券化は、特許やブランドなど無形資産だが権利の対象が法的に確定できる収益源を対象としたファイナンス方法である。これらはいずれも企業の継続性との間に倒産隔離措置を講じることが可能であるという意味において、典型的なasset financeである。

これに対してWBSは企業（親企業）の継続性と保有資産の収益力を結合させたファイナ

ンス手法と位置づけることができるのではないだろうか。事業SPVを親企業からの影響を受けないような法的帰属点として構築することができれば、それは親企業のskillの受け皿となることによって固有資産の価値実現をはかる機能を有することになる。また、発行SPVに貸出債権を保有させ、投資家には貸出債権に対する請求権を持たせることにより、貸出債権を裏づけとした金融が可能となる。

SECとの対比でいえば、一番の問題は貸出という形態を介在させることの得失をどのように評価すればよいかということだろう。固有資産をactivateするためのskillを実質的に保有するのは親企業だから、契約上それを信用供与の対象としないことはそれだけリスクを高める要素となる。この点に関し、BLACK DAWSON WALDRON [2004]は、契約上の借入主体を事業SPVに限定することによって、発行SPVは事業SPVにとって唯一の貸手となるから、事業SPVが破綻したときに債権確保が容易になるという。また、事業が順調に成長しSECに耐えうるような原債権が生成されたときには、スキームの大枠を大きく変えることなくSECに移行することも不可能ではない。

この指摘はWBSの構造的特徴を理解する上で重要な論点を示している。しかし、投資家や市場は契約上の債権債務関係・利害関係に注目すると同時に、リスクの源泉が本質的にどこにあるのかも同等以上に重視する傾向にある。つまり、事業SPVが親企業の子会社である以上、親企業のコミットメントが投資家の意思決定に何の影響も及ぼさないと考えることは常識に反する。言い換えれば、WBSでは親企業に対するガバナンスメカニズムをどのように構築し、かつそれが契約上の債権債務関係と矛盾し

ないように措置するかが重要だろう。Trusteeを用いるのはその一法であるが、この問題についてはなお今後の検討が必要であり、別稿において新たな見解を提示する予定である。

## V. 組織的アンバンドリングと事業の証券化

以上の議論を総合するとき、われわれは資金循環経路としてのWBSをどのように理解できるだろうか。総括表に示したWBSのさまざまな特徴をさらに集約すると、WBSの特質を次の二点に絞り込むことができる。第一にWBSはcorporate financeとasset financeを両面併せ持つ資金循環経路であるという点、第二に譲渡資産の性質と親企業のskillの関係がSECとは対照的だという点である。そして、このように議論を整理すると、WBSは間接金融を基本としそれを組織的にアンバンドリングしたスキームであると結論することができるのである。

組織的アンバンドリングとは、間接金融システムにおいて金融仲介機関が果たしている機能を、複数の別組織に割り当てることによって実現するアンバンドリングの形態のことをいう<sup>18)</sup>。間接金融は、借手から得た本源的証券のリスクをコントロールすることによってよりリスクの小さな派生証券に転換する資産転換機能と、流動性を貸手から借手へ還流させる流動性供給機能の二機能から構成されている。銀行を例にとれば、借手の経営状態・担保を審査する貸出部門が資産転換機能を担っており、預金を集約する預金部門が流動性供給機能を持つ。つまり、金融仲介機関は自己勘定において借手の経済的成果に関わるリスクを負担し、他方、預

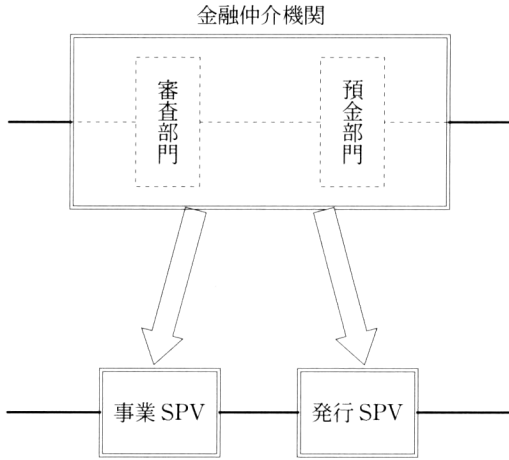
金者は金融仲介機関に対して、リスク管理を伴う資金の運用を委託していると考えられることができる。

さて、WBSスキームにおいて、親企業の経済的成果に関わるリスクを負担しているのは発行SPVであるが、投資家の保有する証券を裏づけるのは発行SPVの貸出債権である。このことを金融仲介機関の役割と対応させてみると、預金者も投資家とともに、最終的な借手・親企業のリスクを直接認識する必要がなく、リスクは金融仲介機関もしくは発行SPVに移転されているという共通性を認めることができる。

したがって、金融仲介機能を二つの部門（あるいは二つの機能）に分割できるとすれば、それとほぼ同様のリスク移転構造を持つWBSもまた、それが二つの機能から構成されると仮想することができるだろう。すなわち、事業SPVは間接金融における資産変換機能に対応している。なぜなら、事業SPVは、固有資産が収益を生む潜在性を持っていると判断にされるときにのみ設立されるが、これはちょうど銀行における審査部門の機能に等しい。一方、発行SPVの役割は、金融仲介機関が自己勘定でリスク管理を行うという部分に置換して考えればよい。つまり、発行SPVはその名称が示すとおり、投資家から流動性を集約し、事業SPVに還流させる役割を持っているが、これが金融仲介機関において貸出審査をクリアした借手に預金が振り向けられる過程に対置できることはいうまでもないだろう（図表4）。

WBSをSECの相違を理解する鍵は、なぜWBSは事業SPVと発行SPVという二つのSPVを必要とするかを正しく理解することだろう。そしてその手がかりになるのが間接金融

図表4 組織的アンバンドリング



の組織的アンバンドリングという視点である。このように考えることによって、WBSスキームの際立った特徴である事業SPV・発行SPVの存在を、それぞれ間接金融を構成する二つの機能に対応づけて理解することが可能になった。この意味において、WBSは従来のSECの意味合いを変化させつつあるという指摘は正しい。ただし、それは相対的に間接金融的側面が重視された証券化スキームであると理解したほうがよいかもしれない<sup>19)</sup>。

このように議論は一見、奇異かもしれないが、証券化に代表される資産金融と金融仲介機関の接近という現象は、すでにヨーロッパを中心に着実に進捗している。国際決済銀行が2002年に公表したレポートでは、借手の企業業績全体(broader commercial enterprise、もしくはbroader ongoing operation)ではなく特定の事業から生じるCFのみを返済融資とする貸出についてのリスク評価基準を論じている<sup>20)</sup>。これらは広い意味でasset financeであり、銀行が積極的に展開している業務領域であるが、それによるリスクの過小評価を防止するのがBISレポートの目指すところであった。このこ

とはとりもなおさず、資産金融と金融仲介機関の接近を物語っている<sup>21)</sup>。

## VI. 結論と展望

本稿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を検討することであった。この疑問に対して、本稿が与える当面の回答は次のとおりである。

- (1) 事業の証券化の構造は通常の証券化とは明らかに異なっている。相違する点は多岐にわたるが、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。したがって、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。
- (2) しかし、事業の証券化によってもたらされる資金循環構造を詳細に検討すると、そこには伝統的なcorporate financeの要素が強く反映されている。つまり、証券化の概念をブレイクスルーしたというよりは、間接金融の技術と証券化の技術の新たな組み合わせとして登場したと考えるべきである。

最後に今後進められるべき研究の方向性について付言しておきたい。本稿はWBSの間接金融的要素を抽出するという一定の結果を導くことができたが、残された最大の問題はやはり、「なぜ間接金融とWBSが近接するようになったのか」という疑問に答えることであろう。言い換えれば、SEC、WBSの形態上の相違が企業財務上の意思決定にどのように影響するのか、より具体的にはどちらが有利なのか、という点については十分な理解にはいたっていない

い。実際、BS5を素直に眺めてみれば、それが親企業による社債の発行、あるいは傘下にファイナンス会社や銀行を持つコングロマリットと本質的にどこが違うのか、という疑問が生じるのはごく自然である。

これに答えるためには、BS1やBS5のようにマクロ的な資金循環構造やリスク配分経路、債権債務関係の移転という側面からWBSを観察するだけでは不十分である。WBSが登場した際に、企業がどのような意思決定を行ったのか、何がWBS導入の動機だったのか、さらには、WBSが英国を中心に一定の広がりを見せているということを前提にするとき、資本市場はWBSのどの要素をポジティブに評価しているのか、といった事柄について事実の確認と立論を行わなければならない。つまり、市場で観察される事実に基づき帰納的に考えていくことが有益であろう。

こうした方法論を実行する一つの手段は、WBSに関連する金融商品についての有力格付け会社のレポートなどを検討することである。なぜなら、格付けはその性格上、対象商品の利点・欠点を明示する必要がある、そこには市場（投資家）のWBSに対する評価が相当程度反映されていると考えられるからである。

筆者に関していえばこの作業はまだ予備的な段階にとどまっているが、いくつかの示唆はすでに得られている。たとえば、SECにおいては資産をオリジネータから切り離すことが投資家の利益を確保する方法であり、それがSECの最大の特徴であると考えられている。しかし、同じ目的を達成するそれ以外の方法が存在しないということが立証されているわけではない。原債権の属性や制度的制約に照らし合わせるとき、もし他の手段があるか、あるいは資産

のオフバランス化が何らかの理由によって望ましくないならばあえて標準的なSECにこだわる必要はない。つまり、「証券化」という言葉をそのスキームと一体化させて固定的に考えなくともよいのである。

貸出債権とasset financeの組み合わせ、SPVの複合的な利用というWBSの特徴の中に、資本市場はどのような価値を見出しているのかを明らかにすることが、WBSの機能を立体的に理解する鍵となるのではないか。今後は、こうした方向に沿ってさらなる議論を積み重ねていきたい。

#### 注

- 1) 標準的な証券化スキームに関する文献は数多いが、直近までの展開を網羅的にまとめたものとして高橋[2004]が適当である。
- 2) そのほかの例としては、Welcome Break (高速道路サービスエリア, 1997年と1998年), Punch Tavern (フランチャイズパブ, 1998年), Road Chef (高速道路サービスエリア, 1998年), Unique Pub (ホテル, 1999年), Tussauds (博物館, 1999年), Westminster Healthcare (介護サービス, 1999年), Real Useful Theater (劇場, 2000年) などがある。このうち、Welcome Breakは同時多発テロの影響で旅行者が減ったためスキームの維持に不安が生じ期間途中で清算された。英国国営放送(BBC)の本社ビルの証券化は事業の証券化の事例ではないが基本的スキームはそれに近い。すなわち、BBCが本社ビルのリース権をSPVに売却し、BBCはリースバックにより引き続きビルを使用する。SPVはMorgan-Stanlyから融資を受けるが、重要なのはMSが貸出債権をさらに別のSPV(Juturna)に譲渡し、Juturnaがそれに基づく証券を発行する。なお、証券化市場の統計は原債権ごとに集計されるため、WBSの市場規模を単独で知ることは難しい(Rajendra [2002])。
- 3) 米語ではsecuritizationと表記されるが、本稿では英国の文献を多く用いるためsecuritisationと表記する。
- 4) この点についての詳しい議論は深浦[2003]第六章を見よ。
- 5) 標準的なWBSスキームについてはBLACK DAWSON WALDRON [2004], Lovells [2002]などを参照せよ。また、イタリア政府はWBSを見据えた関連法の改正準備を進めているが、その原案を見ると標準的なWBSの構造を忠実に写し取っている部分があり、WBSの構造を理解する上では都合がよい(World Trade Exective [2003])。
- 6) これを「継続企業価値」と呼ぶことがある。これに対してその時点で企業が保有する換価可能な営業用資産に

基づく企業価値を「清算価値」と呼ぶ。

- 7) Eisbruck [2002] は、SEC 商品がオリジネータを上回る格付けを得ることができるのは、裏づけ資産の評価額に対して調達額が小さいからであると述べているが、WBS についてこの条件はあてはまらない。むしろ、E, Welsher, J, Penrose [2004] が指摘するように、そのスキームによって供給されるサービスに対する需要が存在するかが重要だといえるだろう。
- 8) 後に触れる「オリジネータ (原債権者)」という言葉もこの事実起因する。
- 9) Stra Enso による事業証券化では、森林資源は気候が激変しない限り原資産としては価値が安定しているという点が評価された。ただ、このスキームの LTV は 0.75 と低い。これは森林事業が 30 年を超える長期スキームであり不確実性が大きいためこのままでは魅力的な商品ができないと考えられたためである。
- 10) このため WBS においては事業の安定性が重視される。たとえば、BLACK DAWSON WALDRON [2004] や Harris [2004] は、競争相手が少ないことや景気変動からある程度独立であるような事業が WBS には適していると指摘している。
- 11) 発行 SPV はいずれの要因にも無関係であるから、ここでは考慮の対象とはならない。
- 12) このことはオリジネータがスキームに一切関知しないということの意味しない。事業が SPV からオリジネータに委託される場合を想定すればよい。
- 13) オリジネータが事業 SPV から原資産運用を委託される場合は、skill はオリジネータに帰属する。しかし、重要なのは SEC においてはオリジネータの skill がなくとも、CF が生まれることが前提となっているという点である。むしろ、SEC においても事実上はオリジネータの原資産運用能力が最終的な CF を創出しているという見方も可能である。この限りにおいて、倒産隔離措置の意味を過度に強調してはならないのだが、少なくとも法的・制度的には両者は厳密に分離できるかということは WBS との対比においては重要な点である。
- 14) 市役所がオリジネータとなって公営住宅の家賃を証券化しようとしたスウェーデンのスキーム [1999] では、当初、通常の証券化 (モーゲージ債権の証券化) を採用する予定であった。ところがスウェーデンの国内法は倒産隔離された SPV への資産売却を禁じていた。加えて、技術的に、家賃管理には市役所当局が深く関与することが必要だったため、倒産隔離のない SPV への資産売却・オリジネータの skill 重視という WBS の原型が形作られた。
- 15) 倒産隔離措置をめぐる諸問題についてはたとえば高橋 [2004] 参照のこと。
- 16) 事業 SPV の経営者が事業 SPV の資産を持ち逃げするといったケースを考えると、法的措置によって資産を回収すれば証券の償還が継続できる。しかし、事業 SPV が経営困難に陥るといった通常の破綻を考えれば本文のような議論が可能である。
- 17) ただし、この制度は企業の倒産手続き全般についての制度であり、WBS との関連だけをことさらに強調すべきではない。なお、管理レシーバをはじめ英国の倒産法

- 理については中島 [1999] がわかりやすい。それによれば、英国には日米のように企業・事業の存続を視野に入れた倒産法制がかつては存在しなかった。しかし、倒産企業を倒産時点での価値に基づいて清算してしまうよりも、そのまま事業を継続させた後に継続企業として売却したほうが有利であるという指摘が、特に金融機関 (銀行) から提議されるようになった。そのためには企業の継続に寄与するさまざまな要素を、倒産時の債権債務関係を調整しつつ管理する必要が生じたため、企業の現在および将来の全財産を浮動担保として設定しておくのである。浮動担保は企業の継続に寄与する要素のうち、倒産に瀕したときに担保として認識される対象である。したがって、企業が問題なく運営されているときには問題にはならない。債権者はこの浮動担保とそれを管理する管理レシーバを活用して企業を継続させるのである。ただし、浮動担保は最終的には企業価値の換価が目的となっているという意味ではあくまで倒産手続きの一環である。ただ、英国政府はこのような債権者に有利な制度 (creditor friendly) が借手である企業に過度に不利に作用し、企業再生手続きを阻害するかもしれないという懸念を持っていた。このため、2004 年 9 月に管理レシーバ制度は原則として廃止された。しかし、すでに一定の規模に成長した WBS 市場に配慮し、いくつかの要件のもとで管理レシーバを利用できる余地も残されている。いずれにしろ、今後の推移が注目される。
- 18) 組織的アンバンドリングについては深浦 [2001] 参照のこと。
  - 19) 日本での WBS 第一号案件を手がけた東京スター銀行の担当者は当該スキームを「ノンリコースローン案件」として認識しており、銀行の果たす役割が強調されている。Gasser [2000] も同様の理解をしている。
  - 20) レポートの中では specialized lending と呼ばれており、プロジェクトファイナンス (project finance)、オブジェクトファイナンス (object finance)、コモディティファイナンス (commodities finance) と不動産関連融資 (income-producing real estate と high-volatility commercial estate) などを含む。
  - 21) WBC 内の間接金融的要素の存在は法的な観点から解釈することもできる。親企業のように重要な skill を持つ企業の場合、いわゆる営業の価値は固有資産の価値の総額を超えている。しかし、こうした客観的意義の営業それ自体は権利の目的とはならず、したがって、そのままでは担保になりえない。このため (親) 企業が事業目的を達成するには、何らかの方法で権利の対象となる財産を擬制しなければならない。その手続きの前段はまず、事業 SPV に所有者の存在しない財産を譲渡移転することであり、これによって、親企業の影響を排除することができる。その後、事業 SPV は skill を (親) 企業から雇用して固有資産の収益を実現させるのである。発行 SPV は結果的に固有資産と skill の組み合わせに対して信用を供与するのである。この点についての議論も別稿で論じる予定である。

## 参考文献

- 岡崎哲二, 星岳雄 [2002], 「1980年代の銀行経営」  
村松岐夫・奥野正寛編, 『平成バブルの研究』  
(上) 第七章, 東洋経済新報社
- 川口 弘 [1966], 『金融論』, 筑摩書房
- 木下正俊 [2003], 『私の資産流動化教室－健全な市場のための資産流動化論』 西田書店
- 小林卓泰 [2003], 「知的財産の証券化・流動化取引に関する法的・実務的問題(1)～(7)」『NBL』  
no. 756-765
- 高橋正彦 [2004], 『証券化の法と経済学』 NTT 出版
- [2004], 「証券化をめぐる倒産法理の展開」『証券経済学会会報』第39号
- 中島弘雅 [1999], 「イギリス倒産手続きにおける担保権の処遇－再建型企業倒産手続きを中心に－」『民商法雑誌』第120巻
- 能見善久 [2003], 「法人の法的意義の再検討」  
『NBL』no. 767
- 深浦厚之 [2001], 「債権流動化の研究視覚－アンパンドリングをめぐる－」『証券経済研究』第26号
- [2003], 『債権流動化の理論構造』日本評論社
- 藤瀬祐司 [2004], 「知的財産権を対象とする流動化取引の展望」『NBL』no. 786
- 三國仁司 [1999], 『資産・債権流動化の実務必携』  
金融財政事情研究会
- 月刊『レジャー産業資料』2004年4月号
- Ambery, R. [2003] “Securitisation in the UK: The Final Frontier”, *IFLR-International Financial Review*, 1 July 2003
- BLACK DAWSON WALDRON [2004] *Whole Business Secritisation*
- Eisbruck, J., Credit Analysis of Intellectual Property Securitisation, in “From ideas to ASSET”, Berman, B., (ed.), John Wiley&Sons
- Kendall, L., Fishman, M. [1996], *A Primer on Securitisation*, The MIT Press
- Gasser, R. [2000], *European secondary market perspective: Whole business securitisation: The new corporate finance*, UBS Warburg
- Harris, H. [2004], on Whole Business Securitisation, <http://www.webcom.com/offshore/solomons/artwholesecuritisation.htm>
- Lovells [2002], *Intellectual property securitisation: a new asset class for Japan* (client note), Lovells.
- Rajendra, G. [2002] “The use of securitisation as an alternative funding tool for European corporates”, *The European Restructuring and Insolvency Guide 2002-2003*, Deutchsh Bank
- Welsher, E., Penrose, J. [2004] “Securitisation of ‘New Asset’ Classes: A Rating Approach”, *The Journal of Structured Finance*, Summer
- World Trade Executive [2004], *Securitisation in Europe*. 2004

(長崎大学経済学部教授)