

学 位 論 文 題 名

債権流動化の理論構造

— 証券市場の機能とその将来 —

学位論文内容の要旨

日本の債権流動化市場は基本となる法律的枠組みが完成に近づいたこともあって、新しい金融市場としての市民権をほぼ確立した。それにあわせて、債権流動化市場に関する数多くの研究・論評・資料などが公刊され今日に至っている。これまでに著された債権流動化に関わる研究論文や著作物を見ると、法律面に関するもの、会計に関するもの、経済に関するものに大別されるが、今のところ前二者が圧倒的に多い。本研究は経済学の観点から債権流動化をめぐる諸問題について考察を試みたものであり、「債権流動化の経済学」（1995年、日本評論社）公刊以後の申請者の研究成果を中心に構成されている。

本研究は3つの部分に分かれている。第一部（第一～第五章）では、債権流動化の議論を進めるにあたって、特に理解しておくことが必要と思われる論点を取り扱う。金融市場をめぐる環境の急速な変化の中で債権流動化についての理解はかなり進んでいるが、その経済学的な意味がどこまで解明されているかについての整理は必ずしも十分ではない。そこで第一章においては、まず「債券」という金融取引上の道具が、金融市場の変化の中でどのように位置づけられるのかを考え、債券が担うべき役割が過去に比べて拡大しているということを論じる。そのような債券の役割の高度化が債権流動化の具体化、すなわち証券化の進展に大きな意味を持つのである。そして、そうした変化はマクロ経済学的観点から見ても重要な意味を持つということが続く第二章において論じられる。近年の金融理論は、金融資産の動きをそれに随伴するリスクの動きと関連づけるという方法論上によって特徴づけられるが、こうした展開を前提とすれば、債権流動化・証券化もリスク管理という視点から解釈が可能になるはずであり、また、それをしなければ債権流動化・証券化の現代社会における意義を解明することはできない。このような問題意識を引継ぎ、第三章ではいくつかの事例を紹介しつつリスク管理という側面から債権流動化・証券化の意味を考えている。第四章では、経済学研究の対象として債権流動化・証券化を取り扱うことにより、どのような知見が引き出されて来るのかを考えている。特に、直接金融や間接金融というよく知られた概念が、債権流動化市場の進展という新しい事態の中でどのように意味づけられるのかについて取り上げ、債権流動化は双方の意味合いが含まれた仕組みであることを明らかにしている。第五章では、日本の債権流動化市場創設期に重要な役割を演じたノンバンクの問題に目を向ける。ノンバンクの資金調達近年になって徐々に多様化

されているが、債権流動化と並んで重要な契機となったのが社債発行の解禁である。この章では、社債と債権流動化の相違を、どちらかといえば実務的な観点から論じたのち、両者を組み合わせることで中小企業にとって利用しやすい資金調達経路が確保されることを議論している。

第二部（第六～第九章）では債権流動化スキームの中で特に重要な役割を持つ4つの主体について、その意義や機能を順に検討する。債権流動化は、さまざまな金融機能を独立の経済主体に割り当てて、流動性と非流動性を交換・配分するスキームである。具体的には、原債権を確定させるオリジネータ、債権を証券に置き換える SPV、原債権が生み出す収益を投資家に還元するサービサー、そしてオリジネータに流動性を供給する投資家の四者である。これらの個別主体はいずれも債権流動化を円滑に進める上で等しく不可欠な存在であるが、第二部では投資家の立場から見たそれぞれの主体の意味が考察されることになる。第六章では SPV を取り上げる。銀行の貸出債権流動化を比較の対象とし、SPV を利用する債権流動化とどこが異なっているのかを際立たせることによって、SPV の役割、ひいては債権流動化の全体像を描写する。しばしば、債権流動化はオリジネータに“ニューマネー”をもたらすといわれているが、それが正確にどのような現象を意味しているのかに焦点をあてている。そして、債権流動化の効果は、原債権保有者が資産として得る流動性をどのように運用するか依存していることが強調される。第七章では、原債権から生み出される収益を管理するサービサーに注目して、SPV が作り出す債権流動化商品の仕組みと、サービサーが提供する収益管理がどのような関係にあるのかについて考察した。そして、サービシング業務の不確実性が債権流動化の成否に深く関わっていることを指摘している。第八章では、投資家にとって最大の損失をもたらす可能性のあるオリジネータの破綻という現象に目を向け、投資家の利益が収奪されないようなメカニズムを組み込んだ債権流動化スキームが可能かどうかを、若干の試論をもとに考察する。特に、債権流動化スキームに何らかのガバナンスメカニズムを組み込むことの必要性を強調した。第九章では、代表的な投資家保護手段である適合性原則について論じる。ここでは、適合性原則が厳密に適用されればされるほど、金融システムはいわゆる間接金融に依存する傾向が強くなるという一見逆説的な議論を行う。これは、適合性原則が基本的に市場の自立性に対する介入であるという認識からごく自然に導かれるものである。翻って考えれば、もし債権流動化市場を“市場志向型金融取引”として育成するのであれば、投資家の利益をどのように担保するかについてなお慎重な議論が必要なのである。

第三部（第十～第十四章）では、債権流動化市場の今後の可能性を示唆するという意味で、関連する論題に関する議論が提供されている。第十章では、3つの債権流動化関連法（特定債権法・共同事業法・SPC 法）の相互関係を考察し、法制度の整備がそれ以前の法律によって取り残された点を順次補完する形で進められたことを明らかにしている。また、第十一章では、財投債・財投機関債の機能を債権流動化の構造に即して解釈し、財投資金の効果的な運用手段を提言している。自主運用を効果的に用いることでかつての財投制度で見られたような放漫化を防ぐことが可能であることを示した。第十二章はデフレーション対策・不良債権対策の一環としてしばしば債権流動化市場の育成が論じられる点を取り

上げ、産業構造の変化という文脈の中で債権流動化・証券化が果たしうる役割について考えた。そして、将来のキャッシュフローを引き当てにした資金調達手法であるという債権流動化の原理に即して考えれば、不良債権処理や雇用創出に際して証券化市場の育成がなしうる貢献を過大評価してはならないことを主張している。同様に、第十三章では PFI に債権流動化の考え方が適用できるかどうかについて考え、無条件に債権流動化を導入することはできないと結論づけている。最後に第十四章では、債権流動化が高度情報化社会の中で今後どのように展開しうるかについて、若干の歴史的考察を交えた考察を行った。

学位論文審査の要旨

主 査 教 授 濱 田 康 行
副 査 教 授 木 村 俊 一
副 査 教 授 小 山 光 一

学 位 論 文 題 名

債権流動化の理論構造

－証券市場の機能とその将来－

〈要約〉

本論文は債権流動化の機能と構造を経済学的手法により考察・分析したものである。全体が三部に分かれており、第一部では債権流動化に関する基本的な概念整理、第二部はスキームを構成する経済主体についての考察、そして第三部において債権流動化に関連するいくつかの論点を取り上げている。このように本論文は種々の論点を取り扱っているが、すべての議論の底流には債権流動化がリスク配分機能を担う金融手法であるという基本認識がある。

第一部では、債権流動化に関する基礎的分析を行っている。証券は三種類に分類でき、それぞれ借手総体のリスク・特定の事業リスク・事業体としての継続性のリスクに対応すること(第一章、第五章)、流動化は資源配分、証券化はリスク分散に着目した用語であり、前者は流動性と支出性向の分布を一致させることで資源配分の最適化に寄与すること(第二章)、債権流動化には直接金融・間接金融双方の意味合いを持つこと(第四章)等を、債権流動化を構成する主体の役割の説明(第三章)とともに論じている。

第六章から第九章までの第二部では、債権流動化を担う経済主体(SPV、サービサー、オリジネータ、投資家)の基本的な役割を考察している。そして債権流動化は資金調達面ではなくオリジネータの資産に自由度を与えており、それにはSPVが深く関わっていること、サービシングの効果は原資産の特質に応じて変わること、オリジネータの破綻を防ぐ必要性、投資家保護規定の意味が順次論じられる。

第三部では、SPC法を中核とした日本の債権流動化法制の問題点(第十章)、債権流動化の考え方に基づく郵貯システムの解釈(第十一章)、マクロ構造改革における証券化の役割(第十二章)、PFIと債権流動化の比較対照(第十三章)、高度情報化社会における証券化の位置づけ(第十四章)等の議論が展開される。

債権流動化・証券化のリスク配分機能は市場志向の強まる現代経済社会において重要性が高まっているが、無条件に機能するわけではない。そのことは不良債権処理等に見られる債権流動化に対する過信からも垣間見ることができる。問題点や利点を正しく理解することが今後の発展にとって重要であるという著者のメッセージが最後に述べられている。

〈特色・独自性〉

債権流動化という比較的最近の金融界における現象（日本で1990年代の後半から展開）を、多面的に論じている。最初の経済学的分析が本書の主眼であるが、そこには筆者のこれまで獲得した種々の分析手法が生かされている。また、筆者は実務に明るく当該事象の様々な事例を熟知しており、そこから得られる経験的知識も保持している。このことが、理論的分析を助けており各章の展開において説得力を高めている。また、債権流動化では債権の移転があるため、法的な権利関係についてかなり複雑な議論がある。これを整理するための関係法規への理解、およびそれらの背後にある法理についての知見も筆者は持っている。経済学的分析力、実証的知識、そして法理への見解の三要素を融合して対象に向かっていることが本論文の特色・独自性といえる。

〈貢献〉

債権流動化は新しい現象であるが、それはまた特殊な状況の中に生み出された。日本でもアメリカでも不良債権処理をめぐって注目されたのである。この一見、特殊な現象を、金融システムの進歩の上に現れる一般的な現象として再認識しようというのが筆者のひとつの意図である。その際に筆者が理論的展開の主軸におくのがリスク配分機能である。そして、この機能の完全な発揮には証券市場の機能の強化と発展が欠かせないと主張する。これが本論文の副題に「証券市場の機能とその将来」を付けた意図と思われる。

ややもすれば、金融技術のひとつとしてのメカニズムの解説に終わってしまいかねない題材を金融論の中心的テーマに引き上げようとする試みは筆者によって初めて試みられたものであり評価されよう。

第二の評価すべき点は、債権流動化というそれ自体としては狭い理論的基点から展開しうる範囲を相当程度拡大したことである。すなわち、リスク分散、アンバンドリング、オフバランスシート、金融スキームのガバナンス問題等、これまでそれぞれ分立して議論されてきたテーマに債権流動化を接続したことである。もっとも、これは試みであり、かつ範囲が拡大した分、本論文で充分議論されうることでないが、ここに貢献を認めることは正当であろう。さらに本論文の第三部では、今日の諸問題、すなわち郵便貯金、不良債権、PFI、情報化等への債権流動化の関連の仕方が論じられている。

記述の量は多くないが見逃すことのできない本論文の貢献は筆者独特の債権流動化の理論的位置づけにある。日本ではこれまで、金融上のほとんどの現象が直接金融と間接金融という二分法に乗って理論的に取り扱われてきた。債権流動化もこの線上で扱われ、直接金融事象として論じられてきたが、筆者は流動化スキームの中に銀行による間接金融機能要素（仲介）が組織的アンバンドリングという形で含まれていることを主張する。

〈評価〉

以上述べたように、本論文は、債権流動化という新しく、かつ狭い領域とみられていた金融事象をより広くより重要性を持つものとして捉える試みである。この新しい挑戦を支えているのが筆者の幅広い当該方面への知識である。

もっとも、問題とする領域を拡大したために未解決の課題も散見される。例えば、資本主義経済におけるリスクの考え方がそれである。債権流動化という手法を使ってリスクを分散させれば、社会全体としてリスクが減少するのか、あるいは分散にとどまるのかは明らかでない。また、流動化取引の中に間接金融要素を認めるにしても、それが現時点で直接的にみえないのは筆者の主張するように受け皿

となるべき証券市場が対応していないからでないかという反論も予想される。

本論文の対象は日本における債権流動化であるが、諸外国（特にアメリカとイギリス）では先行して展開している。筆者も論文中に各国の事例を解説しているが、日本型というようなものが形成されてくるのかどうか、この点も今後の課題である。第三部では、債権流動化のいわば応用問題が展開されるが、それらのテーマを設定することの妥当性も議論の余地がある。6章の理論的展開の前提となっている資本の収益率が、国債の利回りより大きいという前提の正当性が、示されていない。7章は筆者のオリジナルな部分であるがサービサーの回収額が1か0かで議論されている。これで現実を説明できるかどうか等の指摘があった。

しかし、これらの諸点は、学会が共有する問題であり、また今後の筆者の研究にゆだねられるべき諸課題であり、本論文の評価を低くからしめるものではない。本論文の学会への貢献は既に述べたように相当程度認められることから、審査委員は本論文を博士（経済学）学位にふさわしいものと結論した。