



西村あさひ法律事務所 代表パートナー 弁護士

# 小野 傑氏 語

Masaru Ono

金融

## おの まさる

Profile

1978年 東京弁護士会登録。82年 ミシガン大学ロースクール卒業(LL.M.)後、ロスアンゼルス、ニューヨークの法律事務所に勤務。83年ニューヨーク州弁護士資格取得。2005年 流動化・証券化協議会 常務理事に就任(現在 専務理事)。法務省法制審議会信託法部会 臨時委員も務める。2008年より、東京大学大学院法学政治学研究所 客員教授。

世界的な金融危機の中で、証券化市場は機能停止に陥っている。証券化そのものを、主犯扱いする論調も後をたたない。しかし、証券化市場は、金融危機からの回復や経済成長への

### Financial Information Technology Focus

#### 問題は証券化の使われ方

**井上** きょうはお時間をいただきまして、ありがとうございます。

小野先生は日本に証券化市場が立ち上がる上で指導的な役割を果たして来られました。私自身、日本銀行で「証券化市場フォーラム」<sup>1)</sup>の運営などに関わりました際に、証券化市場の活性化に向けた方策に関し、いろいろご指導いただきました。

証券化市場は、今回の米欧での金融危機の元凶だという理解が蔓延していて、非常に残念に思います。先生は、このような理解をどうお感じになりますか。

**小野** 証券化が主犯とされることは、むしろ、証券化が資本市場におけるメインストリームであった証しだと見ています。つまり、金融機関のビジネスモデルや経済そのものに証券化が深く関わっていたからこそ、証券化が主犯扱いを受けているのです。

しかし、証券化自体は、間接金融を補って企業や家計に資金を供給する重要な機能を持っている訳ですから、証券化を全否定する論調は大変危険だと思います。

では証券化の何がよくなかったのか。証券化は仕組み性を持った金融技術であって、それ自体は全くニュートラルです。つまり、問題は、その使われ方にあったということです。

最近、金融危機を語る上で、「サブプライム」という言葉をあまり聞かなくなりました。これは、サブプライムローンの証券化自体ではなく、商品設計や格付機関の姿勢などに問題があったことへの理解が広まってきたことを示しています。

「サブプライム」は、間接金融だけでは住宅を持つことができなかった方々にも住宅を供給するという重要な役割を果たしたと思います。

**井上** マクロの視点から金融環境を振り返ると、グローバルな好景気の下で金融緩和が維持された下でも、

ある程度の利回りを確保しようとしたことが、証券化商品の無理な使われ方に繋がった印象があります。

**小野** 証券化はリスクを自由に設計できる技術ですから、投資家が望むような商品設計がなされました。しかも、投資家が望むような格付が付与され、同格付の他商品より高いリターンが生じる。こうして、需給を超過して証券化商品が作り出されるアンバランスな市場が形成され、その結果として供給側にモラルハザードが生じ、結果として低品質の証券化商品が大量に組成されてしまったということだと思います。

### Financial Information Technology Focus

#### 日本の証券化市場

**井上** 日本の証券化市場は2006年後半にかけて、徐々に成長してきました。ピーク時には、年間発行額が10兆円程度でした<sup>2)</sup>ので、GDP比で2%のマーケットであった訳です。

大きなシェアを占めたのは、住宅

# らう 井上 哲也

対談 Tetsuya Inoue



復帰の上でむしろ重要となる。日本の証券化市場の立ち上げに指導的な役割を果たして来られた西村あさひ法律事務所の小野弁護士に話していた。

## いのうえ てつや

## Profile

1985年 日本銀行入行。92年エール大学経済学部で留学し、経済学修士課程修了。94年福井俊彦副総裁(当時)の秘書官。2000年植田和男審議委員のスタッフ。03年金融市場局 企画役として、資本市場の活性化に関与。06年金融市場局の参事役として、国際金融をカバーしつつ、BISマーケット委員会等の国際会議の運営に参画。08年12月より現職。

金融支援機構のRMBSであり、次いでCMBSでしたが、当初期待された中小企業金融への貢献は限定的でした。2007年からは発行額も減り始めたので、本格的に立ち上がる前に収縮した感がありますが、こうした状況をどのように評価されますか。

**小野** 日本では、90年代後半以降の金融危機において信用収縮が起り、必要な資金を企業などに供給できなくなりました。日本の証券化市場は、それを克服するものとして登場した訳です。

日本の証券化市場の規模は、世界のトップ3に入っていました。ところが、1位の米国と比べるとかなり小さいし、欧州市場全体よりもはるかに小さい。

これは、日本の経済環境が、証券化を本格的に必要とするところまで至っていなかったと言うことだろうと思います。また、日本の証券化市場に大きな制度上の障害があったとは思っていません。

むしろ、日本の証券化市場を活性化して、家計や投資家にもっと多くの便益をもたらすという意味では、関係者がもっと積極的に「証券化をする」というマインドが必要だったと思います。もちろん、関係当局も証券化市場活性化の姿勢をもっと強く示したら良かったのかなと思います。

**井上** かつて、「こういう法制が整えられれば、より証券化がしやすいのではないか」と指摘されていた点の幾つかは、関係者のご努力によって、既に現実のものになりました。

**小野** 実体法の面では、3年ほど前に信託法の全面改正が行われました。証券化のための重要なツールとして信託法を活用する必要があるが、旧信託法では不十分である、といった発想から出発したものです。法制審議会でも、信託を器として利用するのに何が必要か、という議論がなされ、関連の規定も幾つか入りました。これは実体法の面における大きな進歩だと思います。

仕組みの中で何か新しいファイナンスをする時には、いろいろなメニューがあってしかるべきです。その中で信託の使い勝手を向上させることは、証券化以外にも、何らかの利益をもたらすものと思います。その辺がよく理解されて法制化できた点は大いに評価できると思います。

**井上** 日本の証券化市場の活性化の上では、法制上の制約というよりも、むしろ市場規律のような面に問題が残ったということでしょうか。

**小野** 法律上の残された制約の例としては、債権譲渡禁止特約の第三者効が挙げられると思います。これは、日本銀行が開催した「証券化市場フォーラム」でも取り上げられました。しかし、民法法理上どうしようもできず、当事者が自発的かつ個別に特約を解除する以外にはこれといった対策がなかった。

ところが最近、債権法の改正により民法そのものが変わろうとしています。債権譲渡に関しても、第三者対抗要件の法的な意味付けが変わる



規制によって資本市場が閉塞状態にならないようにするには、規制当局は市場と絶えず対話をする必要があります。

うとしています。

証券化との関連だけでなく、世界標準の実体法という観点でも、日本に遅れている面があることは事実であって、必要な変更を追求しなければいけないと思います。

その意味で、法的な問題点の全てがクリアされたかという問いに対する答えは、「はい」ではありません。ただ、現在の局面では、実体法の面よりも、むしろ市場規律の面で、証券化の発展を阻害しないように積極的に働きかけるべきだと思います。

**井上** 「証券化市場フォーラム」を振り返ると、法律に関する議論は、先生方にご指導いただきながら相応に問題点を明確にすることができましたし、結論を導きやすかったという印象があります。これに対して、市場規律の問題は、日本銀行にとって身近なテーマであるにも関わらず、どこに焦点を置か悩んだ記憶がございます。

例えば、「証券化市場フォーラム」が扱った市場規律関連のテーマとして、情報開示の問題があります。この点は、今回の米欧の金融危機でも焦点の一つとなりましたし、「証券化市場フォーラム」で意見をまとめて作った雛形の一部は、現在、日本証券業協会<sup>3)</sup>で改めてご検討いただいていると伺っています。

遠観してみれば、情報開示に関す

る論点自体は、関係者の間で十分には共有されているように思います。問題の所在はみんな分かっているのに、そこからはなかなか前に進まないところが市場規律を扱う上での難しさであるように感じます。

**小野** 日本では、国債だけは別ですが、証券化市場に限らず、社債市場でも「バイ・アンド・ホールド」が一般的です。ですから、流通市場の実態を省みずに、証券化市場の情報開示が足りなかったことだけを議論することにも違和感があります。

**井上** 情報開示のニーズを的確に踏まえた対応が望まれるということですね。

**小野** その上で、証券化市場自体の透明性を増すために、情報開示を見直していくことは必要だと思います。米国でも、あれほど透明性が高いはずであったのに、情報開示に関して様々な問題が指摘されるというのは皮肉です。それでも、情報開示をさらに充実していこうという流れがあるのも面白いと思います。

証券化には限らないかもしれませんが、最初に良い商品が売り出されると、投資家に良い印象が定着してしまっ、その後は、例えば海外からの悪い商品が混在しても、十分判断しないで投資してしまう。そういう問題をチェックできるような仕組みを考えるべきなのでしょう。

Financial Information Technology Focus  
マーケットとの対話が重要

**井上** 先頃、バーゼル銀行監督委からバーゼルⅡに関する市中協議がなされました。多くの部分が、証券化関連の取引に対する自己資本賦課を引き上げる内容でしたね。

**小野** 確かに、今回の金融危機の原因となった欧米の金融機関のビジネスモデルに対する強い反省から、SPVに対する流動性補完やトレーディング勘定での証券化商品の保有に対する自己資本賦課の引き上げな



どが中心です。従って、日本の金融機関のビジネスモデルに直接に大きな打撃を与える訳ではありませんし、むしろ、今の日本のビジネスモデルを肯定しているとも考えることもできます。

ただ、日本の金融当局は非常にまじめなので、バーゼルⅡをきめ細かく詰め、より厳しく適用してしまうかもしれません(笑)。それは、「証券化しないほうが望ましい」というメッセージを送ることに他なりません。間接金融だけでは金融機関はリスクを抱えたままになるので、必要な資金が企業や消費者に回らない社



会になりかねません。

**井上** 同時に、社会的にみて適切な資金運用の機会を失わせることにもなりかねません。例えば、米国の金融危機の中心にある住宅貸付も、本来、長期資金を運用する機関投資家には重要な投資手段です。ですから、そういう市場を活性化することは重要です。

**小野** そのとおりですね。

また、日本の現状を踏まえた場合、証券化を生かすことができれば、中小企業に対するファイナンスがかなり円滑にできるようになるの



ではないかと思っています。この点では法制面の課題も残っています。

例えば、住宅ローンの場合は抵当権という明確な法制がありますが、中小企業のファイナンスでその事業そのものや在庫、更に将来キャッシュフローを担保として取るには、事業の証券化や実体法レベルの枠組みが必要です。

米国がすべて良いわけではありませんが、米国UCCのArticle 9における規定は、円滑なファイナンスに大いに役に立っています。日本でも、動産と債権、場合によっては金

銭も含む資産を一括して担保に取れるような統一的で簡易な公示制度が導入されることを期待します。

**井上** 金融危機の結果として心配なのは、当局が「市場には任せておけない」という考えに囚われてしまい、規制至上主義に陥ることだと思います。

**小野** 今回の金融危機への対応として、様々な規制が議論されています。それらを実効性あるものにするためにも、また、資本市場が閉塞状態にならないようにするためにも、規制当局は、市場関係者と絶えず対話をする必要があります。

**井上** 規制と市場とのいわば中間領域が重要であるということですね。

当局にとっては、取引の実情や市場の動向を完全に理解することは難しいと思います。一方、実務家にとっては、当局が規制を検討し、判断する際の視点や狙いを正しく認識するのが難しい局面も少なくないでしょう。特に日本の証券化市場は、再び活性化を目指す必要がある段階にきただけに、規制と市場の中間領域で、当局と実務家の両者が知恵を出し合って動いていくことが大切であるという感じがします。

私はこの点で、小野先生が専務理事を務めておられる流動化・証券化協議会に、中心的な役割を果たしていただきたいと思っています。

**小野** この協議会の活動は、ご存知のように、研究者と法律実務家、それからマーケットの参加者、場合によっては行政当局の関係者によって構成されています。それぞれの立場から非常に純粋に議論を交える場であって、業界団体ではない一方、実務から距離のある議論を行う学会で

もありません。ここでの議論の成果を行政当局が積極的に吸収していただきたいと思います。

また、今後は、日本の証券化市場を世界の潮流と調和の取れたものにしていく視点も益々重要です。流動化・証券化協議会の代表として、2月に開かれる米国の証券化フォーラムの年次総会に参加してきます<sup>4)</sup>が、海外での証券化市場の活性化の取組みとの連携も検討する必要があると思います。

**井上** 残念ながら、日本の景気も急速に悪化し、企業の信用力が低下してきた一方で、金融機関のリスクテイクを巡る環境も厳しくなっているようです。証券化市場が、間接金融を代替することは現実的ではありませんが、少なくとも補完的な役割を果たすことが益々重要になっています。

**小野** 短期間で活性化の実を挙げるためには、かつての特定債権法のように、一定の債権について証券化を円滑にする特例を認める法律を導入したり、米国のTALFのように証券化を支えする枠組みを導入したりすることも検討に値します。

**井上** 本日は大変ありがとうございました。(文中敬称略)

- 1) 2003~2004年に日本銀行金融市場局が事務局として実施。
- 2) 「証券化市場の動向調査」による(2006年3月まで日本銀行、これ以後は日本証券業協会・全国銀行協会が各々実施)。
- 3) 「証券化商品の販売に関するワーキンググループ」
- 4) この対談は、1月22日に収録。

