

報道資料から見た“証券化”定着の経緯

深 浦 厚 之

Abstract

In this paper we argue the process during which the word “securitization” has been spreading, by examining the articles appeared in the leading news paper. Needless to say, the prevalence of the special word should be accompanied by the some social and economic reality, so by conducting a follow-up study of the usage of the word “securitization” statistically and historically, we can draw a rough sketch on the current securitization market in Japan.

Key words: securitization, news paper articles

1. はじめに

特定業界の隠語や学術用語が、概念の普及や実績の蓄積とともに社会に広まり、日常会話において特段の違和感なく用いられるようになるという現象を目にする機会は少なくなない。強力なメディアネットワークの存在をなくして、日常生活を考えることができない現代においては、ひとつの言葉の広がりや予期せぬ社会的影響力を持つことは珍しいことではない。

こうした傾向は、社会のあらゆる局面で生じており、経済活動もむろん例外ではない。実際、ここ数年来、景気に関する有形無形の関心が高まるにつれ、経済活動に関わる用語の日常生活への浸透は急速に進んでいるように思われる。たとえば2005年初頭からメディアを賑わせた poison pill, white knight など

は、その正確な意味がどの程度理解されているかという点を除いて考えれば、いまや一般名詞化したといってもよいのかもしれない。bubble もまた同様である。これがさらに進んだとき、本来の意味にとらわれることなく用いられるいわゆる“流行語”に転嫁していくのであろう²。

そこまで極端ではないとしても、学術研究の場で限定的に用いられていたテクニカルタームが、より広い金融専門家（市場関係者など）の中で用いられるようになることは決して少なくない。

いずれの形であれ、言葉として定着するための一つの条件は、定着するに十分な程度、その言葉が社会に露出しているということであろう。そして露出の程度は、特殊な言葉を日常用語として受け入れる社会的な条件が存在するかどうかにかんして依存するものと思われる。つまり、特定の言葉の露出の程度・言葉自体

1 言語の持つ社会的意味については言語社会学の領域ですでに多くの研究成果が蓄積されている。最近のものとしては鈴木(1996)、飯野(2003)など。

2 最近の例をあげれば「刺客」「チルドレン」などがある。

の定着の程度・社会事象の間には、何らかの相関関係があるという仮説が成り立ちうるのではないだろうか。こうした問題意識に基づき、本研究では報道資料を用いて、「証券化」という言葉の露出の程度を測ることを試みた（以下、「証券化」と記述するときには「証券化という言葉」という意味である）。

「証券化」は“securitization”の邦訳であるが、日本においてはこれまで二つの微妙に異なる意味を持つ言葉として用いられてきた。ひとつは、資金循環のパターンが銀行を中心とした間接金融から証券市場・資本市場を中核とした直接金融市場へ転化していく過程を表すものであり、意識するならば「直接金融化」ということができるだろう。これは金融自由化や国民金融資産の蓄積に伴う経済の成熟を映し出したマクロ経済学的な言葉であり、直感的にも受け入れやすいものであった。「銀行 vs. 証券」という象徴的な表現にも通じるところがあり、かなり広範に用いられてきた。

もうひとつは、「資産金融化」として用いられる場合である。資産金融、すなわちアセットバック金融という考え方の源流はアメリカのモーゲージ証券に求めることができ、本来は特定の金融技術をさしていた。他方、日本における資産金融は古くは抵当証券までその原初をたどることができるものの、実質的には1980年代半ば以降に展開を見せており、ちょうどこのころから二番目の意味合いでも用いられることが次第に増えてきたのである。

二つの意味を持ったこの言葉は、今でも文脈に応じてケースバイケースで使われている。しかし、前者が、金融自由化や制度改革など目に見える社会現象に直結していたため、比較的「わかりやすい」言葉だったのに対し、後者のそれは特定の金融技術を示す言

葉である。つまり、専門的かつ技術的な関心から生まれ育ってきた言葉である。このような限られた場面だけで用いられる言葉が、広く社会的な関心の対象とはなりにくいことは容易に想像できるだろう³。

ところが、近年はそうした状況に変化が見られるようになった。好例は金融機関各社による投資信託の広告宣伝である。数年来の低金利の中、個人投資家の資金運用先としての投資信託が関心を集めている。それに伴い、信託ファンドに関する情報開示が進んだのだが、その際に投資先の一つとして「証券化商品が含まれる」といった宣伝文句が目立って用いられるようになった。また、統計データ・金融政策などを取り扱う報道などにおいても、「証券化」が登場する機会は飛躍的に多くなっている。

さらに注意すべきことは、そうした取り扱いにおいて「証券化」が特別の注釈を伴うことなく用いられるようになったことである。新聞報道においては、購読者にとってなじみの薄い用語については言葉の意味や制度についての簡単な説明が付されることが多い。かつては「証券化」もそうであったのだが、最近はそうしたことも少なくなった。このことは新聞の編集者が「証券化」が少なくとも注釈を要しない程度に定着していると判断していることを意味している。さらにいえば、大学等で用いられる金融論の初級教科書においても、すでに「証券化」は相当程度取り上げられており、こうしたことも言葉の定着の程

3 ちなみにアメリカで「直接金融化」という意味で securitization が使われることは少ない。それは政府系住宅金融機関の貸出債権を用いた資産担保証券が早い時期から定着していたこと、日本に比べて株式市場を中心とする資本市場が発達しており、そのため投資銀行業務と商業銀行業務が比較的明瞭に分離していたことがあげられるだろう。

度を反映しているものと考えられよう。

本研究では、証券化市場の展開と普及が、「証券化」の広がりとどのように関わっているのかを報道資料を用いて検証したい。すなわち、「証券化」の利用・露出が多くなるのはいつごろか、そしてその時期に実際に市場や制度にどのようなことが起こっていたのか、と照らし合わせて検討する。こうした作業は日本の金融システムにおける証券化市場の定着過程を側面から明らかにするものと思われる⁴。

2. 調査方法

以下では報道資料を用いて「証券化」の露出の程度・定着の過程を定量的に明らかにしていきたい。しかし、一言で露出の程度といっても、測定レベルをどの水準に設定するかによって結果は大きく変わってくる。たとえば、銀行や証券会社によって作成・公刊された投資家向け情報誌や官庁の文書、業界専門紙を対象にすれば、比較的早い時期から用例を検出することができるだろう。しかし、本研究では、限られた業界の中にあつた言葉が日常的な空間に拡散していく過程を明らかにすることが目的である。言い換えれば一般名詞に近い意味での「証券化」の定着の度合いを知りたいと考えている。したがって、特定の業界・職種層のみを対象とする報道資料では十分ではない。他方、「証券化」が大衆紙や週刊誌に取り上げられるような性格を持つ言葉とも思えない⁵。そこで、標準的では

あるが、日本経済新聞（以下日経）の記事を対象に検証を行うことにした（実際の作業においては同紙のすべての記事を収録したCDROMを用いている）。

特殊な報道媒体に比べれば日経にはある程度の一般性があるとはいえ、経済専門紙であるという性格が分析結果に影響を与えないとは言いきれない。そこで、一般紙（ここでは朝日新聞）を比較対象として用い、経済専門紙としての日経の突出の程度をはじめに確認しておきたい。

図1・図2は朝日新聞・日経に債権流動化・証券化という二つの語句が登場した回数を示している。債権流動化も合わせてカウントした理由は次節以降で改めて述べるが、ここでは、両紙への登場回数の推移がほぼ同様であるという点に注意してほしい。念のため、登場回数の相関係数を求めると、債券流動化については0.90、証券化については0.91（いずれも有意）である。また、1998年前後を境にして、それ以後は「証券化」が急増し、逆に「債権流動化」が低下するという傾向もほぼ同じになっている。なお、後出の図3・図4においてもまったく同様の傾向を読み取ることが可能である。

ただし、頻度の絶対数には開きがあり、日経がおおよそ2倍になっている。日経が専門紙であることを考慮すれば当然の結果だろう。逆に言えば、一般紙であっても、金融市場全体の傾向を伝えるという点に限れば、一定の役割を果たしていることになる。ただし、朝日新聞・日経がそれぞれ独自に取材し記事を掲載しているかどうかははっきりしない。すなわち、同一のニュースソースから配信されているとすれば両紙の掲載パターンが似通ってくるのは当然である。もっとも、配信元が同一であったとしても編集段階では各紙の独自の基準によって整理されることもあるか

4 同様の試みとしてよく知られているのは、「バブル」という言葉がどのように認識され、政策過程に反映されていったかを追跡した村松・奥野（2002）である。

5 したがって「証券化」がいわゆる流行語の域にまで達したとは考えていないが、少なくとも金融関係者の間に限れば一種の流行語といえるのではないかとというのが本研究の出発点である。

ら、一概に配信ソースによって記事を分類することもまた適当ではない。

以上の理由により、本研究では日経のデータを中心に検討しても、経済専門紙という特殊性によって全体の傾向から極端に乖離するということはないと考え、最終的な紙面をそのまま用いることにした。ただ絶対数においては高めに検出される可能性が残っているこ

とを含んだ上で、解釈する必要があるだろう。

なお、以下においては、日本における証券化の最初の根拠法である特定債権法が制定された1993年以降の時期を中心に分析を行った（一部比較参照のために1990年までさかのぼっている）。特定債権法はリース債権・クレジット債権のみを対象とした日本初の資産流動化の根拠法であった。むろん、特定債権法

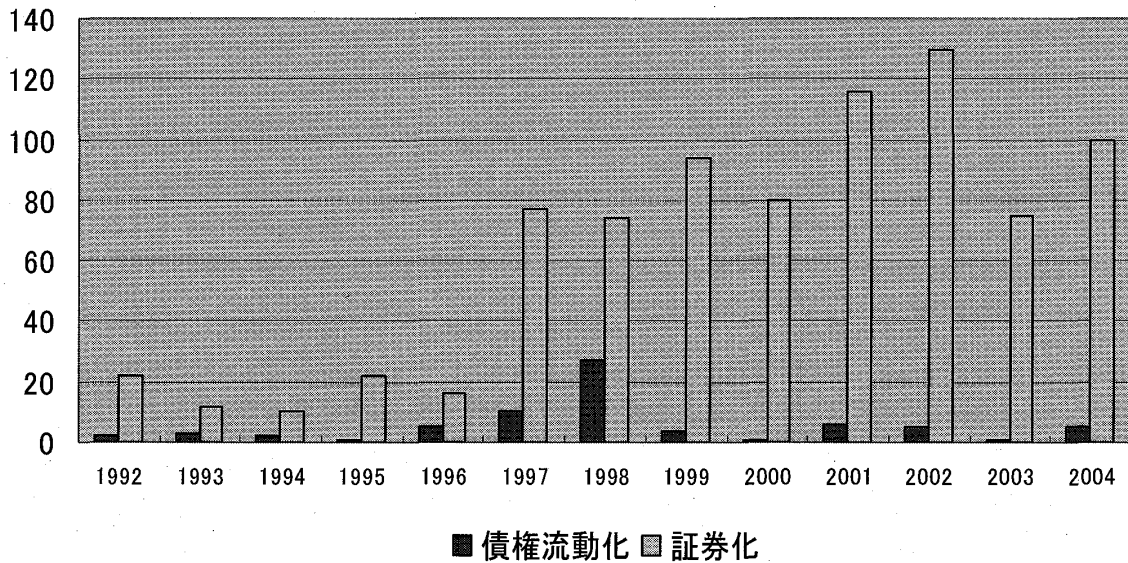


図1 証券化・債権流動化の登場回数 (朝日新聞)

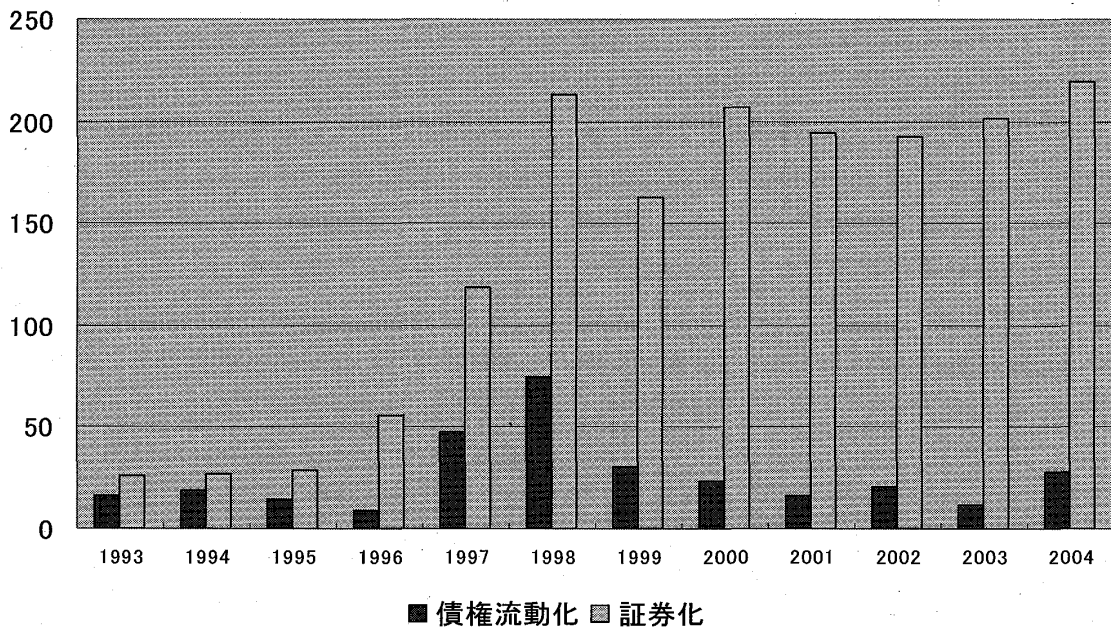


図2 証券化・債権流動化の登場回数 (日本経済新聞)

制定以前にも「資産金融化」という意味での「証券化」が皆無であったということではないだろうが、同法制定が「証券化」が定着する制度的契機となったことは間違いなく、特に近年の傾向を知ろうとするのであれば、同法を一つの区切りとしても大過はない。

3. 個々のデータの検討

3-1. 「債権流動化」と「証券化」

もう一度、図1と図2を見てみよう。全体を通じて目を引くことは、「証券化」が全期間を通して「債権流動化」よりも頻繁に登場しているという事実である。つまり、「債権流動化」はそれほど定着した言葉ではなさそうなのだが、それでも1998年頃までは両者とも上昇傾向を見せている。

もう一つの興味深い点は、特定債権法が制定された1992年以後、両語句の登場頻度が急増したというわけではないという事実である。朝日新聞では逆に「証券化」が減少している。これについては後にも触れるが、特定債権法で定められた証券化スキームには実務上の使い勝手の悪さが残されていたこと、対象となる債権がリース債権・クレジット債権に限定されていたこと、など一気に普及・定着するほどの完成度を見せていなかったことが背景にあると思われる⁶。

ところが、1998年以後は「証券化」の登場回数が急速に高まり、それ以後高位安定的となる。「債権流動化」も同じ時期に若干の高まりを見せるが、その後は「証券化」とは対照的に減少していく。これは図1・図2に共

通する現象であり、最近では「債権流動化」を見かけることは少なくなった。

このような特徴的な変動が観察される理由として、とりあえず次の二点を指摘しておこう（以下の議論は、後に触れる事項年表も参考にしている）。第一に、1998年から2000年にかけて順次整備されたSPC法・サービサー法・民法特例法・不動産共同事業法など、証券化にかかわる一連の立法の効果が大きかったということである。特定債権法は正確には証券化を対象とした法制ではなく、リース債権・クレジット債権に基づく小口債権の流動化を目的とし、そのための具体的な方法を定めた仕組み規制であった。したがって、現在の資産金融市場の広がりから見れば、初歩的かつ限定的であった。しかし、それまではなんらの制度的準備もなされていなかったということを考えれば、同法が日本の証券化・債権流動化のフロントランナーであったという意味合いを過小評価することはできないだろう。すなわち、同法は資産金融への関心が急速に高まるきっかけを与えたのであり、こうした関心は、特定債権法で定められた各種規定の精緻化の努力として実現し、それが1995年ごろから1998年にかけての伸びにつながったものと思われる。

しかしそれだけでは、「証券化」が「債権流動化」を凌駕したことを十分に説明していない。ここで第二の論点、つまり、上記のような精緻化の努力の過程において、民間金融機関によって活発に商品開発なされたという事実を目を向ける必要があるだろう。というのは「債権流動化」は非流動性と流動性の交換を表す抽象概念であり、特定の金融商品を表すというよりも本来は金融の理念に関わる言葉である。それに対して、「証券化」はより具体的であり、債権流動化という金融技術と投資家のインターフェイスになる実際上の商品

6 たとえば特定債権法では第三者対抗要件の取り扱いが問題になっていた。たとえば日本信販・田中(1995)を参照。また、会計処理方法についてもいろいろな問題が積み残されていた。これについては福原(1995)など参照のこと。

を表すことが多い。1990年台末から2000年台初頭の時期は、日本の金融機能が大きく毀損されていた時期であり、そうした中で個人投資家に魅力的な投資機会を提供して金融市場に呼び込むことが金融機関にとっての緊要な経営課題であった。このため新商品として証券化に取り組むという動きの中で、「債権流動化」よりも「証券化」が馴染みのある言葉として広がっていたということは十分に考えられる。

つまり、この時期は、市場参加者の知識や金融手法に関する情報としてではなく、具体的な技術開発・商品設計という実務的な文脈の中で「証券化」が定着し始めた時期であったと思われるのであり、1998年前後の数々の法整備はそのような動きに制度的枠組み・制度的根拠を提供したといえよう。この意味で考えるのならば、特定債権法は、その後の展開を見据えた練習問題的な枠組みであったといえるのかもしれない。

3-2 個別の証券化

民間金融機関が新しい金融商品として証券化商品の開発に取り組んでいたとすれば、原債権ごとにさまざまな種類の商品が登場し、それが何らかの形で報道されるようになったと思われる。そこで本節では代表的な原債権をいくつか取り上げ、それらを冠した「証券化」が朝日・日経両紙に登場する頻度を調べてみた。結果は図3・図4に示されている。なお、具体的には、たとえば不動産証券化について「不動産」「証券化」二つの言葉を同時に含む記事を検索している。というのは、記事によっては「不動産証券化」と表現する場合、「不動産を証券化」と表現する場合があり、そのいずれをもカウントするためにこうした方法をとった。

二つの図を概観してみると、1998年以降、「証券化」の種類が拡大していることがわかる（とりわけ日経にその傾向が明瞭である）。このことは前節で示したように、証券化・債

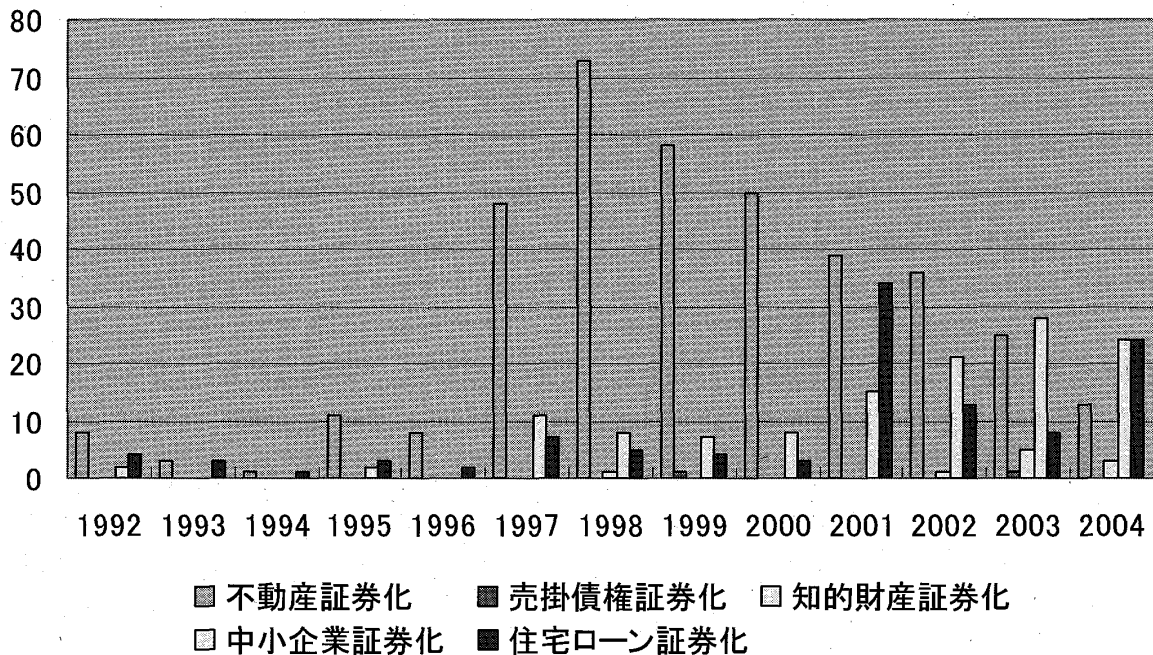


図3 種別に見た「証券化」(朝日新聞)

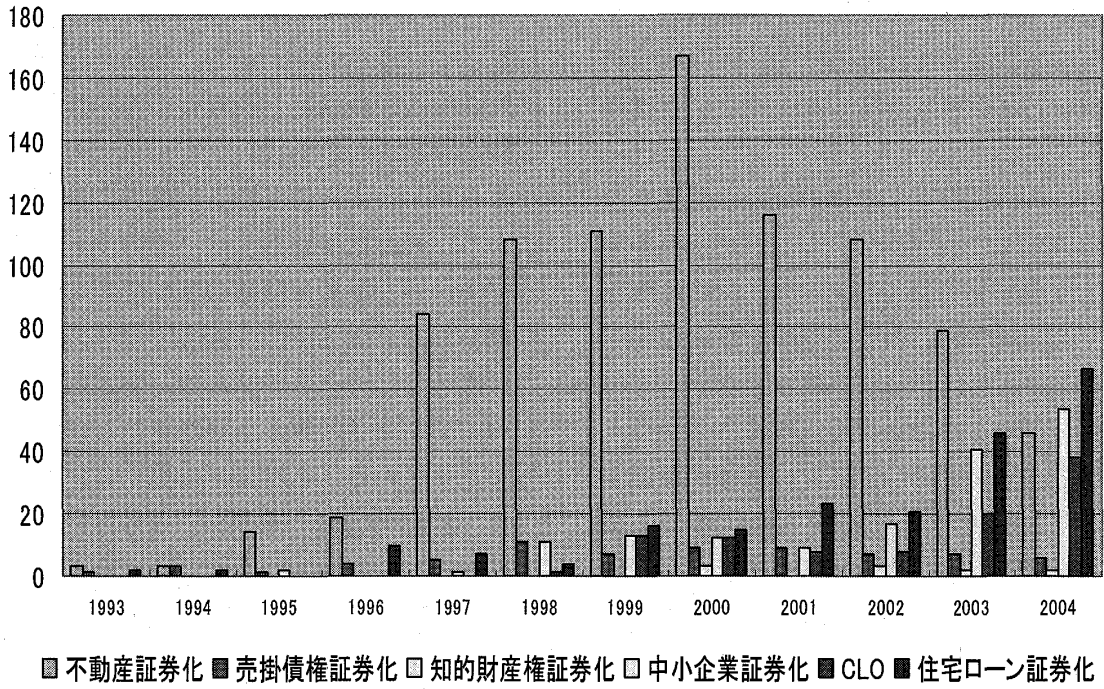


図4 種別に見た「証券化」(日本経済新聞)

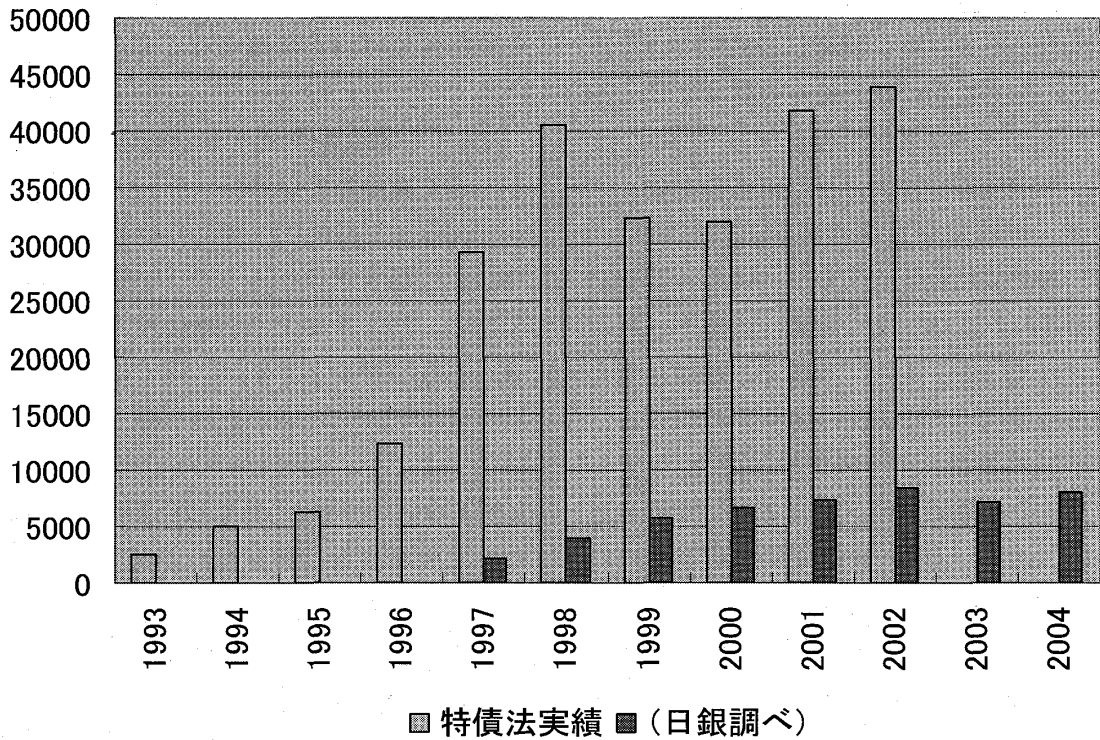


図5 証券化の実績額(億円)

権流動化に関わる法整備が進み、金融機関が積極的に商品開発に取り組むようになった結果、報道される頻度が高くなったという推測を補強する。

しかしこれはあくまで報道という限定された範囲の中での議論であって、実際の証券化・債権流動化市場全体に対してSPC法等の証券化法制がどの程度の効果を与えたかということを知ることができない。というのは、1998年以降も特定債権法に基づく小口債権の流動化実績がそれまで同様に蓄積されており、SPC法等の新規立法に基づく証券化は絶対額で見れば決して多くないからである。

図5は証券化の実績(億円)を示したものである。実は、証券化の実績(市場規模)については統一的なデータが存在しない。それは数値が公表されない私募の証券化取引・流動化取引があること、制度が短期間のうちに変化したため数値の統一性を維持することが難しかったことなどが原因となっている。ただし、特定債権法による小口債権流動化については、同法が指定調査機関として定めた(財)資産流動化研究所がすべての流動化計画を調査したため、その金額・件数が正確に把握されている。また、1997年以後は日銀が公開市場操作へのABSの繰り入れに伴い、「資産担保証券」の市場規模を調査・公表している。その数値が図5にあわせて記入されている。なお、(財)資産流動化研究所は特定債権法の廃止に伴い2002年に解散したため、現在は日銀の統計が唯一の公的な数値である⁷。

さて、図5を見ると、特定債権法対象の小口債権流動化実績が1998年以降、低くなって

いるわけではなく、逆に2000年に入ると増勢に転じていることがわかる。すなわち、1998年以降も債権流動化・証券化市場全体に占める特定債権法の影響は決して小さいものではなかったといえそうである。他方、日銀資料による「資産担保証券」は(その内容が特定債権法以外の証券化関連法制に基づく証券化に完全に対応するわけではないが)、絶対額では依然として小さい。ただ、特定債権法実績が低下する1999年から2000年にかけても増勢を見せていることは注目に値する。したがって、特定債権法が先導し、そこにSPC法等が加わり金融機関にとって使い勝手のよい「金融技術」が準備されたことが、証券化市場の多様化を推し進めたといえそうであり、これが報道実績にも影響を与えたものと思われる。

さて、図3・図4からは、他にも次のような特徴ある傾向を指摘することができる。

(1)「不動産証券化」が2000年の前後で大きく変化している。

2000年までは急増・2000年以後は急減という激しい動きを見せるのが「不動産証券化」である。2000年までの急増の理由を日経の記事から推測するとすれば、第一に金融機関の不良債権処理や企業の資産圧縮・オフバランスシートニーズが強かったこと、第二にJ-REITなどの不動産流動化関連商品が登場したことをあげることができよう。

2000年以後は一転して減少するが、図を注意深く見てみると、「不動産証券化」の減少に伴って、それ以外の「証券化」の増加が対応していることに気づくだろう。中でも「住宅ローン証券化」「中小企業の証券化」、近年は「CLO」が目立つ。図1・図2で示したように「証券化」全体が高止まりしていることを加味すれば、2000年までは「不動産証券

7 広島大学法科大学院教授木下正俊氏(前資産流動化研究所研究部長)からの教示による。

化」として総括的に捉えられていたものが、それ以後は具体的な「スキーム」「商品」として個別に報道される機会が増えたということになるのではないだろうか。

この点に関し、企業所有の不動産への時価評価・減損会計の適用が大きな影響を及ぼすという指摘がある。つまり、減損会計により不動産所有が経営を圧迫すると判断された場合、それらをオフバランスするニーズが高まる可能性があるからである。もしそうならば、今後は「不動産証券化」が金融商品としてだけでなく、リスク管理・経営手法の一環として認識されてくる可能性があるかもしれない。

(2)「売掛債権証券化」が低水準である一方、「中小企業証券化」が増加している。

売掛債権は良質の証券化の原資産とされていたが、数値で見るとそれほどの値にはなっていない。ただ、売掛債権の証券化が中小企業にとって有力な証券化手段であることは変わりなく、これが「中小企業証券化」の増加と見合っているとも考えられる⁸。

(3)「CLO」が最近2、3年で急増している。

CLO (Collateralized Loan Obligation) は、銀行等が保有する複数の貸出債権を原資産とする証券化であるが、特に近年は、中小企業が地域経済の中核を担うという認識のもとで、地方自治体が音頭を取って実施されるケースが増えている。売掛債権証券化では中小企業がオリジネータ (原債権者) になるのに対して、CLOは中小企業が最終的債務者になるという意味で両者は対象的であるが、

8 日経に中小企業売掛債権証券化に関する記事がはじめて掲載されたのは1998年2月18日である。

ともにエクイティファイナンスが困難な中小企業にとっては有力な資金調達手段とされている⁹。

教科書的に言えば、証券化は規模の小さな個別債権をプールすることによってリスクを管理する手法であると説明されるのだが、住宅ローン・売掛債権・中小企業向け貸出を対象とする証券化はこの意味で典型的な証券化であるといえるだろう¹⁰。こうした典型的証券化が定着しつつあるということは、今後の市場展開の道筋を予測する上で大きな意味を持つものと思われる。

(4)「知的財産権証券化」がそれほど増えていない。

(3)であげた証券化が典型的であるとすれば、知的財産権は最近の証券化市場の中でも最も注目されている新たな証券化の一つであり、さらに、小口の債権を多数プールするという手法が利用しにくい証券化である。このため、報道実績は今のところ多くはない。おそらく知的財産権を用いた具体的な商品設計事例が少ないということを含意しているのだろう。報道という土俵で考える限り、やはり具体的な商品開発や販売が開始されるといった市場に直接働きかけるような事実が確認されない限り、必ずしも表に現れてこないように思われる¹¹。

9 日経にCLOに関する記事がはじめて掲載されたのは1998年5月19日である。

10 アメリカのビジネススクールで用いられる証券化に関する教科書を見ると、多くの場合、住宅貸付 (mortgage loan) を使った資産担保証券についての説明から始まっている。これは債権のプーリングや信用補完措置・流動性補完措置等においてモーゲージ証券が典型的な構造をとっているからだと思われる。

11 日経に知的財産の証券化に関する初めての記事が掲載されたのは2000年9月20日である。

4 事項年表からの検討

「証券化」のように意味が限定された言葉の場合、それが頻出するようになるということは、その言葉の利用を促す何らかの社会変化があり、したがって、その言葉の理解を容易にする共通の文脈が形成されていくというのは先述したとおりである。そこで、「証券化」を取り上げた記事を整理して年代別に配列した一覧表を作成した（末尾に添付）。

図1～図5は語句を機械的に検索した結果であるから、ひとつの記事の中で複数回用いられるケースや、同じニュースを日付を変えて取り扱ったケースも含まれている。したがって、証券化市場に何が起こったのかをクロノジカルに整理しようとするれば、個別の記事を見て内容的に重複する記事を取り除く、あるいは、内容から判断して最も妥当だと思われる時点で配置する作業が必要になる。この作業は直接記事を読むことによって可能であり、本研究においても検出した記事を個別

にチェックした。しかし、こうした“目視”に頼る方法では看過・錯誤を完全に防止することはできない。現在、この作業を正確・効果的に行う手法を考慮中であり、その意味で本研究は今後の詳細な考察に至る予備的考察という制約から逃れることはできない。しかし、そのような前提のもとで事項年表を見たとしても、

(1) 前半は制度にかかわる記事が多く、その結果、大蔵省・通産省といった語句が頻出する、

(2) 後半は、個別の証券化の事例紹介にかかわる記事が多くなる、

という二つの傾向を見て取ることができよう。そして、この傾向はこれまでの考察、すなわち、1998年～2000年頃を境にして前半は制度構築の期間、後半は普及定着の期間という時間区分が可能である、とほぼ整合的なのである。

図6は、証券化に関連した記事で大蔵省（財務省）・通産省（経産省）を中心とした

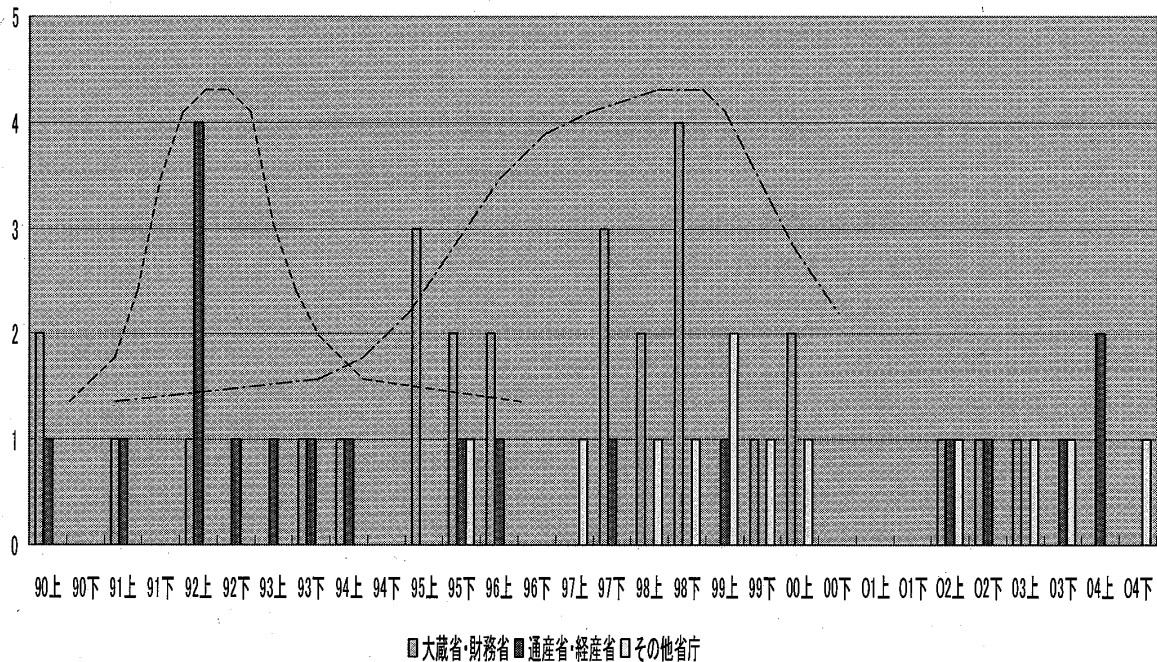


図6 大蔵省（財務省）・通産省（経産省）の登場回数

官庁の登場回数を、各年上半期・下半期半ごとに示している。一見して前半(1999年まで)に集中していることがわかるが、これが先に述べた制度立ち上げの時期であり、このときに大蔵・通産二省庁の役割が相対的に大きかったことを物語っている。

さらに詳しく見ると、1999年までの期間のさらに前半では通産省(経産省)、後半では大蔵省(財務省)が目立っており、それぞれ登場のピークは1992年・1998年となっている(それぞれ点線・鎖線で表示)。これは1992年に制定された特定債権法が大蔵・通産両省にまたがる立法だったものの、基本的に通産省が主導したという事実を反映しているものと思われる(リース・クレジット債権が消費者信用にかかわり通産省の管轄だった)。それに対して、大蔵省は1998年制定のSPC法等に強く関わっていたことがこの図からも伺える¹²。

仮に、大蔵省(財務省)を“金融”官庁、通産省(経産省)を“産業・商業”官庁と対応づけてみると、リース債権・クレジット債権を出発点として、その後、金融商品として成熟していったという日本の証券化市場は、“産業・商業”の分野から萌芽し、後に“金融”の領域に伝播していったという大きな流れの中で成長を遂げてきたのかもしれない。いずれにしても1998年～2000年前後は特定債権法制定の1992年と並び、日本の証券化にとって大きな区切りになった時期であるといえるだろう。

図7は日銀・東京都・東京都以外の自治体の登場頻度を示している。このうち日銀については、資産担保証券の統計への繰り入れが話題となった1997年と、公開市場操作適格証券への組み入れが議論された2002年前後に登場している。統計に組み入れるということは、資産担保証券市場の動向が資金循環の中で無

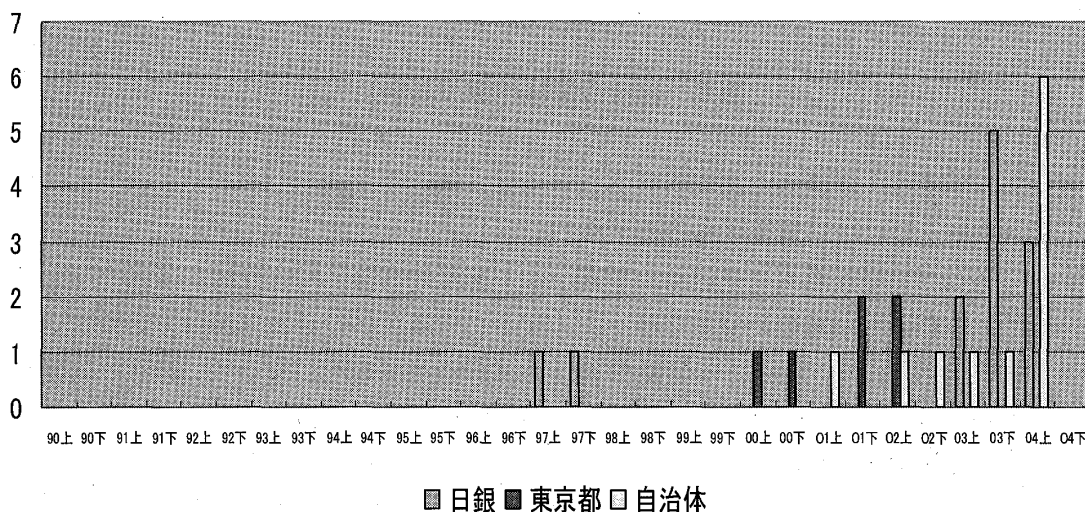


図7 日銀・東京都・東京都以外の自治体の登場回数(日経)

12 特定債権法制定時の両庁間のやり取りの概略については深浦(1997)を参照のこと。また、SPC法制定の経緯については片山(1998)がコンパクトである。

視できない存在に成長したことを意味しているが、そうしたこともSPC法等の制度整備を後押しした一因になっていたのだろう。さらに、「証券化」が登場するのが証券化市場の制度整備後の時期であるというのは、金融

政策（公開市場操作）のフィールドを作ったということからみて、当然の前後関係である。

他方、東京都や自治体と「証券化」の関わりはCLOを介したものが大半であるが、この図からは、東京都が2000年から2002年頃に先駆的な試みを行い、それを先行事例としてその後（2003年～2004年）、各地方自治体が同様の試みに取り組んでいったという様子が伺える。当時は、三位一体改革論に触発され

た地域社会への関心が高まっていた時期であり、同時に景気の回復基調が徐々に中央から地方へと浸透し始めた時期でもあった。反面、地方銀行や信用組合・信用金庫を中心とする地域金融機関の信用創造機能が十分に回復するにはいたっていなかった。こうした環境の中で、新たな地域経済活性化策として注目されたのがCLOであったといえるだろう。

ちなみに、図8は「証券化」と関連した記

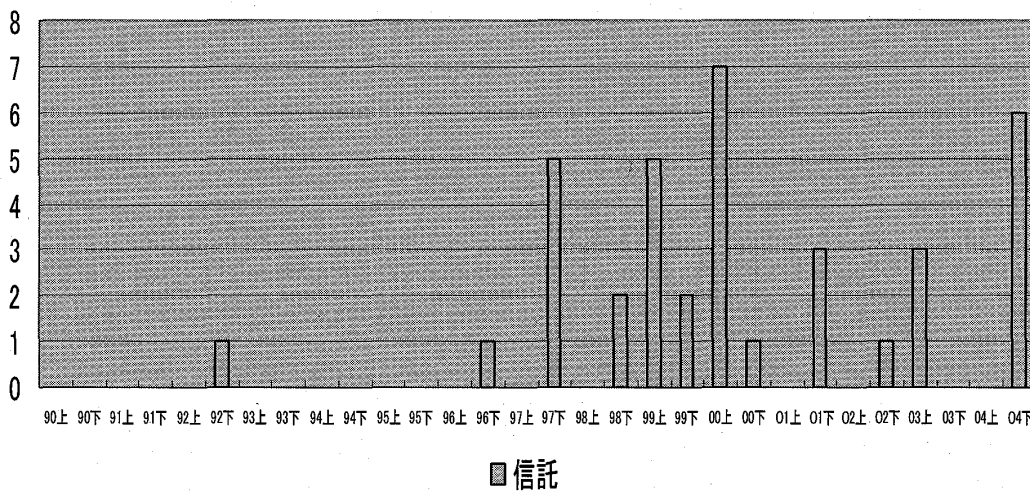


図8 信託の登場回数（日経）

事において登場する「信託」の回数である。特定債権法で示された小口債権流動化の具体的な仕組みのひとつが信託方式と呼ばれる方式であったが、これは同法施行当時からもっとも有力な仕組みであり、当時から債権流動化・証券化の中心的な仕組みになると予想されていた。しかし、図8を見る限り登場回数が増えてくるのは、1998年～1999年のSPC法制定時以降である。また、2004年は新しい資産流動化法とともに改正された投資信託法とも絡んで登場回数が増えている。これらのことは、特定債権法だけでは市場の進化には不十分であったという推論に、ある程度沿った結果になっているといえるだろう。

5. 結 論

すでに言及したように、本研究は記事データベースからのデータ抽出方法についてなお改善の余地を残している。特に、機械的な記事検索に頼らざるを得なかったため、記事そのものの重要性や記事相互の経時的なつながりなど記事が持つ質的な情報を十分に活用することができなかった。また、仮に「証券化」という言葉が使われていなくても（したがって機械的に検索しても発見できない）、内容的には取り上げるべき記事もありうる。中小企業への金融支援に関わる記事などはそうした範疇に含まれるかもしれないが、それらは大半が抜け落ちてしまった。

しかし、報道記事には、社会がある概念をどの程度受け入れているか、常識的な言葉としてどの程度浸透しているかという統計数値や公的な記録には現れてこない情報が含まれている。金融市場のように、公衆が持つ漠然とした認知がパフォーマンスに大きな影響を与える領域においては、こうした潜在的な要素についても一定の注意を払っておくことは決して意味のないことではあるまい。

では、これまでの分析を通じて、1990年初頭から現在に至る期間、日本の債権流動化・証券化市場になにが起こっていたと結論づけることができるのだろうか。図9は「証券化」に関わる言葉が主として登場した時期を、年代順に大まかに配置したものである。個々の矩形の位置に厳密な意味はないが、およその前後関係を読み取ることができれば十分である。なお、繰り返し述べているように、1998年～1999年が日本の証券化市場のひとつの分岐点であったことから、図中に横線を入れておいた。

これを見ると、期間前半に大蔵省（財務省）・通産省（経産省）・日銀といった中央政府機関が多く登場し、期間後半は証券化の具体的仕組み（その背後には民間金融機関が存在している）や有力な利用者である自治体などが現れてくる。このことを多少踏み込んで解釈すれば、日本の証券化に限って言えば、制度設計・整備が市場の定着・発展に先行していたという意味で、政策当局の役割はそれなりに大きかったといえそうである¹³。

変化の激しい産業や市場においては、「現

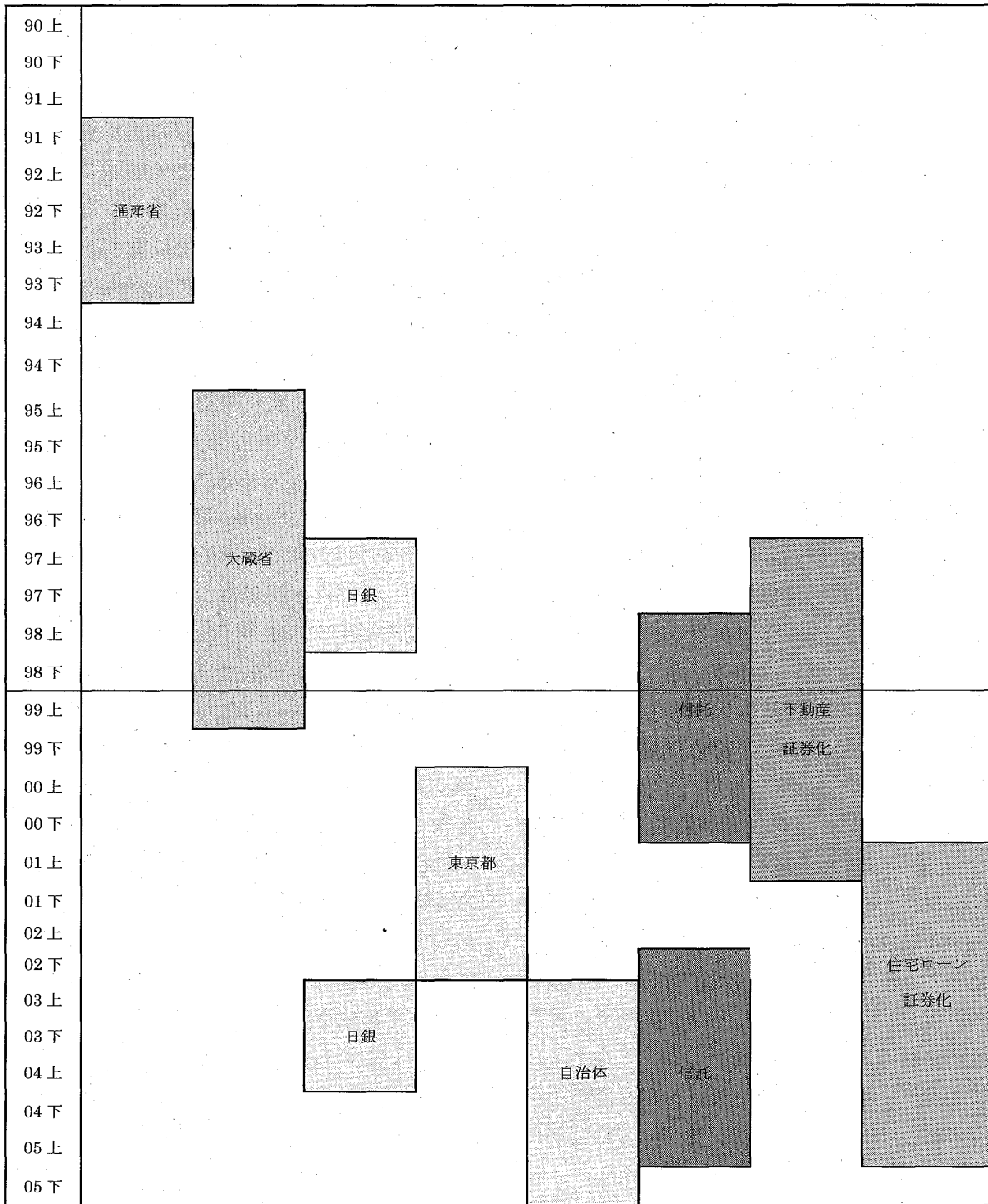
実の市場や取引実態が先行し、制度的対応が遅れる」という現象がしばしば起こる。そうであるからこそIT関連産業のように「想定外」のことが起こってくるのであろう。

金融市場においても、自由化の中で市場が制度に先行するということが珍しくはなかった¹⁴。しかし、日本の証券化に関しては、報道実態を見る限り、そのような傾向をはっきりと見出すことはできない。逆に、特定債権法を先導にSPC法や新資産流動化法に至る周到に準備された制度整備のもとで進められたという印象さえ受ける。これはなぜだろうか。

明瞭に確認できたわけではないが、次のようなことが関係していたのではないか。証券化のような仕組み商品は、一つの原因に対して複数の経済主体が関わるという特徴がある。それだけ、各経済主体間の法的関係・権利義務関係が複雑になるから、紛争が生じやすい。このようなリーガルリスクを対処するためには、訴訟に耐えうる商品を開発するか、そうでなければ法令を含めた制度整備を進めるかのいずれかが必要であるが、少なくとも日本の場合には後者のほうが、主体的・社会的いずれかの意味で費用が小さかったのではないだろうか。金利や業態の自由化のように、必ずしも厳密な法制度の整備を待たずに市場が進化していったケースとは異なる展開を見せてきたのが日本の証券化市場であるとすれば、そこにはどのような背景があったのか。こうした点はさらに今後の検討にゆだねたい。

13 実戸・常木(2004)は「法が経済社会の基礎的インフラストラクチャであり、経済社会の優れた成果を実現するために、より明確な目的意識を持った法制度・法実践が必要になるという認識が定着する」ことの重要性を指摘している。

14 西村(2003)の中に「当時(1984年から1992年。筆者注)、日本人が経済全般にわたる国際競争力に自身を深めていたこともあって、金融の「自由化・国際化・証券化」はメディアにおいても日常的な話題となった。」といった興味深い記述がある。



参考文献

- 飯野公一, 2003, 新世代の言語学 - 社会・文化・人をつなぐもの -, くろしお出版
- 片山さつき, 1998, SPC法とは何か - 資産の証券化と流動化に向けて -, 日経BP社
- 実戸善一, 常木淳, 2004, 法と経済学 - 企業関連法のミクロ経済学的考察 -, 有斐閣
- 鈴木孝夫, 1990, 日本語と外国語, 岩波新書
- 玉木 明, 1996, ニュース報道の言語論, 羊泉社
- 西村吉正, 2003, 日本の金融制度改革, 東洋経済新報社
- 日本信販総務本部法務部・田中幸弘, 1995, 特定債権法をめぐる最近の民法関係の問題, 資産流動化研究創刊号
- 深浦厚之, 1997, 債権流動化の経済学, 日本評論社
- 福原三成, 1995, 債権譲渡における上と価格と小口債権の元本の設定に係わる会計処理方法についての考察, 資産流動化研究創刊号
- 村松岐夫・奥野正寛, 2002, 平成バブルの研究(上・下), 東洋経済新報社

データベース

- 日本経済新聞記事 CD-ROM 各年度版 (1990年～2005年)
- 朝日新聞記事データベース「聞蔵」