

調査研究「リースの軌跡と将来展望」 インタビュー記録

高橋 正彦 氏 68歳 (1954年生)

横浜国立大学 名誉教授

【経歴】

- 1977年 日本銀行 入行
- 1997年 日本資産流動化研究所 調査部長 (出向)
- 2000年 横浜国立大学 助教授
- 2001年 同 教授
- 2006年 博士 (学術)



* 高橋 正彦 氏は、当協会の資産流動化に関する調査研究活動に多大なご協力をいただいている。

* インタビュー実施日 (2022年5月9日) の年齢を表します。インタビューは、新型コロナウイルス感染予防対策を講じた上で実施しました。

凡例

特債法 特定債権等に係る事業の規制に関する法律
研究所 財団法人 日本資産流動化研究所
協議会 一般社団法人 流動化・証券化協議会

—— 流動化・証券化に携わることになった経緯を伺います。

高橋 1990年代前半に、日本銀行から郵政省郵政研究所の主任研究官として出向しましたが、特債法が制定された頃で、同僚が流動化・証券化の研究をしていました。その研究の資料収集を手伝った時に、流動化・証券化という資金調達手法を知りました。

1993年5月に研究所が設立されましたが、特債法に基づく指定調査機関として、リース会社・クレジット会社から通商産業省 (現 経済産業省) に提出された特定債権譲渡計画の調査等を行うことを主な業務としていました。

研究所の調査部長は日本銀行から出向していましたが、私は3代目の調査部長として、1997年7月に着任し、流動化・証券化に本格的に関わることになりました。2000年10月、横浜国立大学に転じましたが、学術研究者として、金融システム・金融法に加え、今でも流動化・証券化を研究テーマとしています。

—— 特債法が廃止されるまでの間の日本における流動化・証券化の歴史を伺います。

高橋 アメリカでは、1970年代から流動化・証券化が本格的に行われていました。日本では、1970年代に住宅ローン債権信託が始まり、リース会社がリース物件を信託銀行に信託して資金調達する、リース・プロパティ信託の仕組みもできましたが、1980年代は流動化・証券化の前史と言える状況でした。

1990年3月、不動産バブルの鎮静化のため、大蔵省銀行局長から、「総量規制」の通達（不動産向け融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑え、不動産業・建設業・ノンバンクに対する融資の実態報告を求める内容）が出されました。これにより、銀行等の金融機関から多額の資金を借り入れていたリース会社・クレジット会社において、金融機関からの借入が困難化するという問題が生じたことから、それらの会社において、資金調達方法を多様化する必要性が高まりました。

当時、リースは民間設備投資の1割近くを占め、クレジットも個人消費の1割近くを占めていたことから、国民経済的に見ても、リース会社・クレジット会社の資金調達方法の多様化には意味がありました。また、当時の金融制度改革も重なり、両業界を所管する通商産業省が主導して、1993年6月に特債法が施行され、リース会社・クレジット会社がリース債権・クレジット債権を流動化することにより、資金調達する仕組みが整備されました。

特債法では、リース債権・クレジット債権を「特定債権」とし、債権譲渡の際の第三者・債務者対抗要件を日刊紙上の「公告」のみで具備できました。

1990年代後半以降、金融システム改革（金融ビッグバン）が行われ、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（1998年9月施行、2000年11月に「資産の流動化に関する法律」として改正・施行）や、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」（1998年10月施行、2005年10月に「動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」として改正・施行）など、一般的な流動化・証券化関連の法制度が整備されたことから、特債法はその役割を終えて、2004年12月に廃止されました。

日本における流動化・証券化の歴史を振り返ると、特債法は、流動化・証券化の道を切り拓いた「フロントランナー立法」であり、後から整備された法律は「セカンドランナーズ立法」であると位置付けられます。

—— 研究所の調査部長を務めていた時期のトピックスを伺います。

高橋 私は1997年7月から2000年9月まで、調査部長を務めていました。その間、1998年9月に、リース債権を何度も流動化していた大手リース会社が倒産したことにより、日本の流動化・証券化の試金石とも言える重大な事態が発生しました。

流動化・証券化の基本的な仕組みとして、リース会社等の原債権者（オリジネーター）が倒産しても、流動化商品（ABS等）を購入した投資家に影響を及ぼさない、「倒産隔離」の仕組みが講じられており、オリジネーターが保有するリース債権等が「真正譲渡（真正売買）」されていることが前提となっています。オリジネーターの管財人に「真正譲渡されていない」と判断された場合、リース会社はリース債権等を担保に資金調達しているとみなされ、投資家は期待していたABSの償還を受けられないリスクがあります。

また、リース債権の譲渡を受けたSPV（特別目的媒体）の信託銀行がリースのユーザーに対して、「リース料をリース会社ではなく、当方に支払ってほしい」という通知を出したことから、ユーザーの間にリース料の支払先に関する混乱が生じました。ユーザーがリース料の支払を停止すると、その分のリース債権のキャッシュフローが止まり、

投資家に ABS が予定どおり償還されないという事態も懸念されました。

この問題を解決するために、関係者が知恵を絞り、ABS の償還が停止（デフォルト）することはありませんでした。仮にデフォルトが生じた場合には、その後の日本での流動化・証券化の発展が阻害される恐れもありました。

—— 特債法廃止後の日本における流動化・証券化の現状について伺います。

高橋 2000 年代以降、住宅ローン債権など、幅広い資産の流動化・証券化が行われるようになり、流動化・証券化商品の発行額は、普通社債の発行額を上回った時期もありました。しかし、2008 年 9 月のリーマン・ショックの前から、アメリカで「サブプライムローン問題」が顕在化し、日本においても、流動化・証券化商品が投資家から敬遠されるようになりました。

日本では、アメリカのような問題がある流動化・証券化商品はほとんどありませんでしたが、多くの投資家に、流動化・証券化商品は「リスクが高く、複雑な金融商品」という悪いイメージが残りました。このため、日本では 2006 年をピークとして、流動化・証券化商品の発行額が減少に転じました。近年は徐々に発行額が持ち直していますが、リース債権を裏付資産とする流動化・証券化商品（ABS）の発行額は、低調に推移しています。

現在では、日本銀行の金融緩和により、低金利下で資金が潤沢に供給されているため、金融機関から容易に資金を借り入れられる状況にあります。直接調達でも、社債・CP 発行の方が手間がかからないということで、リース会社の間で、流動化・証券化によって資金調達するモチベーションが下がっていると推測されます。

—— リース会社の視点で流動化・証券化の課題について伺います。

高橋 金融の世界では、「ブラック・スワン」（Black Swan、事前に予測できず、発生した場合にマーケットに与える衝撃が大きい現象）という言葉があります。近年、1990 年代のバブル崩壊や金融危機、2000 年代のリーマン・ショック、最近では、新型コロナウイルス感染症の拡大、ロシアのウクライナ侵攻など、予測不可能なことが生じており、黒い白鳥が何羽も舞い降りている状況です。

このような時代に、現在の資金調達環境がいつまでも維持されるとは思えません。次のブラック・スワンが舞い降りた時に備えて、資金調達手段を多様化し、いざという時の代替的手段を準備しておくことが望まれます。この先、リース会社が流動化・証券化によって資金調達すべき局面が出てくるかも知れません。先ほど述べたとおり、リース債権の流動化・証券化による資金調達があまり行われなくなっているなかで、リース会社に流動化・証券化のノウハウが継承されているのか、気がかりです。

—— 研究所が解散した後、協議会において流動化・証券化に関する研究活動が行われていますが、協議会が設立された経緯、その活動内容を伺います。

高橋 研究所は、2003 年 3 月にその役割を終えて解散しましたが、特債法に基づく指定調

査機関の業務だけでなく、流動化・証券化に関する研究を行い、その分野の専門家による研究ネットワークが形成されていました。

研究所の解散後、そうした研究ネットワークを維持することが、日本にとって有益であると考えた専門家や研究所関係者が中心となって、2005年1月に協議会が設立されました。

協議会は、流動化・証券化に関する提言、セミナーなどを行っていますが、2020年12月に『証券化ハンドブック』を発行しました。私も含めた流動化・証券化の専門家28名で執筆し、編者として、私が全原稿を確認・修正しました。これだけの顔触れの専門家を集めることができる組織は、現在、協議会を除いてありません。

—— **流動化・証券化が発展していく可能性について伺います。**

高橋 流動化・証券化の発展形として、例えば、再生可能エネルギー設備のプロジェクト・ファイナンスで、社債（プロジェクト・ボンド）を発行するという仕組みがあります。

今後の流動化・証券化の展望として、企業においてSDGsやESGの取組みが進められているなかで、そうした分野に絞った、リース等の流動化・証券化（グリーン証券化）という可能性もあるでしょう。

—— **本日は、ありがとうございました。**