

# 英国における証券化と規制・監督

—金融サービス法とイングランド銀行—

高橋正彦

## 要 旨

投資家保護を主目的とする英国の金融サービス法の下では、資産担保型証券（ABS）のような資産流動化・証券化商品は、同法上の投資商品である集合投資計画のユニットの属性を有しているが、実務上、特別目的会社（SPC）を用いたペイスルー型スキームを採ることにより、適用除外されている。こうした取扱いの背景には、ABSのような仕組みが複雑で販売ロットも大きい商品は、事実上機関投資家のみによって投資されるため、個人投資家への販売を想定した集合投資計画としての規制の対象とすることは適当でない、との判断がある。

一方、英国では、これとは別に、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）が、銀行の健全経営規制の観点から、貸出債権の流動化・証券化に対し、国際決済銀行（BIS）の統一基準に付加される独自の自己資本比率基準を通じて、踏み込んだ個別指導を行っている。このような監督手法は、主要国の金融規制・監督方法のなかでも独自性が高く、注目すべきものである。

我が国においては、流動化・証券化市場についても、個人を含む一般投資家の存在を無視することはできないほか、中央銀行と金融機関との関わり方などの歴史的・制度的背景も異なることに留意する必要がある。ただ、日本版ビッグバンの進行のなかで、今後の我が国の証券化法制や金融規制・監督のあり方を検討していくにあたって、英国金融サービス法による証券化規制や、貸出債権証券化に関わるBOEの銀行監督をひとつの先進事例として参考とすることは、極めて意義深いことといえる。

## 目 次

- I. はじめに—問題意識と本稿の目的
- II. 金融サービス法と証券化商品
  - 1. 金融サービス法によるABS等の規制
  - 2. 金融サービス法上の開示規制
  - 3. 取引所上場規則
- III. 貸出債権証券化とBOE
  - 1. 貸出債権証券化に関するBOE通達の概要
  - 2. 貸出債権証券化に関するBOEの銀行監督に対する評価
- IV. おわりに—我が国へのインプリケーション

## I. はじめに

### —問題意識と本稿の目的

近年、我が国においては、企業の資金調達手段の多様化や財務体質の強化等を目的として、資産担保型証券 (Asset-backed Securities, 以下, ABS) 等の資産流動化・証券化の手法が広く活用されるようになってきている。

また、金融機関においても、国際決済銀行 (Bank for International Settlements, 以下, BIS) の自己資本比率規制<sup>1)</sup>対策として、資産圧縮の要請が高まったという事情などから、都市銀行・長期信用銀行を中心に、貸出債権の流動化・証券化への取組みが活発化してきている<sup>2)</sup>。1998年4月からの早期是正措置<sup>3)</sup>導入もあって、こうした動きが今後も定着・拡大していくことが予想される。

このような流動化・証券化ないしセキュリタイゼーションの進展に対応するための法制面での整備として、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」(特定債権法, 1993年6月1日施行)は、リース・クレジット債権等を対象として、民法とは別の簡易な債権譲渡の対抗要件具備手段である公告制度を導入した。同法は、この分野における債権流動化の促進のために大きな役割を果たしてきている<sup>4)</sup>。

さらに、現在、資産譲渡の受け皿およびABS等の発行主体として利用される特別目的会社 (Special Purpose Company, 以下, SPC) の設立を簡便化するための「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC法)、および、法人の指名金銭債権譲渡一般について対抗要件制度の簡易化を図る「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」(対抗要件特例法)の2法案が国会に上程されてい

る。

一方、「日本版ビッグバン」と呼ばれる2001年完了を目指した今般の我が国金融システム改革のなかで、従来の証券取引法上の有価証券にとどまらず、幅広い金融サービスに対する包括的・整合的なルールを確立するための、いわゆる「日本版金融サービス法」の制定をも視野に入れた検討が行われつつある<sup>5)</sup>。ただ、現時点では、市場横断的な規制立法である金融サービス法の構想と、特定債権法, SPC法, 対抗要件特例法等の証券化法制との関連については、必ずしも十分な議論が行われているとはいえない。

ところで、こうした金融システム改革や法制整備をめぐる論議にあたって、英国におけるビッグバンや金融サービス法 (Financial Services Act, 1986年11月制定) の経験がひとつの有力なモデルとして挙げられることが多い。そのような問題関心から、最近、あらためて同国の金融サービス法による投資サービス業に対する規制等に関して、紹介・検討が行われるようになってきているが、特に、証券化商品との関連に焦点を当てて検討した論考は多くない<sup>6)</sup>。

また、英国においては、投資家保護等を主目的とする金融サービス法による規制とは別に、中央銀行であるイングランド銀行 (Bank of England, 以下, BOE) が、銀行の健全経営規制の観点から、貸出債権の流動化・証券化に対し、独自の自己資本比率基準を通じて踏み込んだ個別指導を行っている。このような監督手法は、主要国の金融規制・監督方法のなかでも独自性が高く、注目すべきものであるが、我が国では、この点について触れた文献は少なく、一般にもあまり知られていない<sup>7)</sup>。

こうした折から、日本資産流動化研究所では、

1997年10月、筆者も加わった調査団を英国に派遣し、「英国の金融サービス法と資産流動化スキームに関する調査研究」を目的として、上記の点を含む実地調査を行い、その成果について、今般、同名の報告書（以下、「報告書」（1998年3月）として引用）を作成・公表した。

そこで、本稿では、今回の調査の成果を踏まえて、英国金融サービス法と証券化商品の規制、および、銀行の貸出債権証券化に対するBOEの監督手法の概要を紹介し、一応の評価を加えたうえで、今後の我が国の証券化法制や規制・監督のあり方についてのインプリケーションを探ってみることとしたい。

- 1) BISは、1988年7月のバーゼル合意に基づき、国際業務を行う銀行に対して、一定水準以上の自己資本比率の達成を求めている。

自己資本比率は、一般に、自己資本/総資産で求められるが、BIS規制の場合は、「自己資本（資本金・剰余金など第1次自己資本<Tier 1>と、有価証券含み益・貸倒引当金・劣後債など第2次自己資本<Tier 2>の合計）/リスク・アセット」として算出される。

上記の算式のうちで、Tier 2はTier 1と同額まで分子に算入できる。また、分母のリスク・アセットは、銀行が保有する貸出金などの資産を信用リスクに応じてウェイトづけしたものである。

現在、前述の「一定水準」については「8%」と定められているが、欧米の中央銀行等の間では、最近における金融機関の信用リスク管理の高度化を踏まえ、内部モデルを活用した適正な同比率の算定のあり方などについて、検討が行われ始めている。

- 2) 現在、我が国における銀行の貸出債権の流動化・証券化の総残高は、数兆円の規模に達しているとみられる。
- 3) 早期是正措置は、銀行を自己資本比率によって区分し、定められた比率を下回った場合には経営改善措置を命じるという新しい金融機関監督手法である。この場合の自己資本比率には、国際業務を営む銀行に適用される前述のBIS国際統一基準と、大蔵省が定め、海外に支店のない銀行に適用される修正国内基準の2種類がある。  
本措置は1998年4月から導入されたが、大蔵省は、国内基準適用行には一定の要件の下で発動を1年間猶予すると発表している。
- 4) 特定債権法施行以来現在まで、同法に基づく債権流動化の調達合計額は4兆円余り、うち1997年度だけで約2兆円に達している。
- 5) 1997年7月から、法律学者や経済学者等を中心とする「新しい金融の流れに関する懇談会」（座長：巖山昌一・高岡短期大学長、事務局：大蔵省銀行局）が開催され、

日本版金融サービス法の制定等に向けた検討が行われている。

- 6) 英国金融サービス法と投資サービス業の規制に関しては、日本資産流動化研究所「報告書」（1998年3月）1～12ページ、二上季代司「日本版ビッグバンと金融サービス法」、【資本市場】No.148（1997年12月）、北村雅史「英国における投資業の監視機構」、【法学雑誌】第42巻第4号（1996年3月）等を参照。なお、金融サービス法と証券化商品の関連について言及した論考として、川島いづみ「英国の金融サービス法における投資物件（上・下）」、【商事法務】No.1473・1474（1997年11月）を参照。
- 7) 銀行の貸出債権証券化に対するBOEの監督手法について正面から取り上げたものとして、高橋正彦「貸出債権証券化とイングランド銀行」、日本資産流動化研究所「資産流動化研究」Vol.IV（1998年3月）を参照。

## II. 金融サービス法と証券化商品

### 1. 金融サービス法による

#### ABS等の規制

英国におけるABS等の資産流動化・証券化は、1980年代後半以降、モーゲージ・バック証券（Mortgage-backed Securities、以下、MBS）を中心に進展してきたが、1990年代に入って、対象資産が自動車ローン、消費者ローン、クレジットカード債権等にも広がってきている。現状では、英国は、米国以外で最も証券化市場が発展している国といえる<sup>8)</sup>。

金融サービス法は、英国内において非認可業者が投資業を営むことを禁止している。同法上、投資業は広く定義されているが、種々の例外規定も定められている。ABSのスキームにおいては、オリジネーター（原債権者）から証券発行のために設立されたSPCへの資産の譲渡は、多くの場合これらの例外に該当し、当該資産が金融サービス法上の投資商品に当たる場合にも、オリジネーターおよびSPCは同法上の認可業者であることを要しない。

一方、SPCが発行するABSは、金融サービス法上の投資商品である社債に該当するため、証券業者がこれを引き受け、投資家に販売して

いる。

ところで、金融サービス法上の投資商品のなかで特に包括的な性格を持つものとして、「集合投資計画 (Collective Investment Scheme) のユニット」という概念がある。集合投資計画の要素は、①投資家の資金のプーリング、またはその資金で取得された財産の一体としての管理、②プールされた資金または取得された財産の管理が投資家以外の者によって行われること、から成る。これに当たれば、その参加者の権利等は、集合投資計画のユニットとして投資商品に該当することになる。英国では、パッケージ型金融商品等の集合投資計画は家計貯蓄において重要な地位を占めているため、金融サービス法上、これらの商品については、認可ユニット・トラストまたは公認集合投資計画でなければ、公衆に対して勧誘することはできない。

一般に、ABSのような資産プールに基づく証券化商品は、金融サービス法上の集合投資計画の属性を有している。しかし、同法は、オープン・エンド型投資会社ではない単一の法人によって発行される投資商品を集合投資計画から除外しており、英国で発行されるABSは、SPCを用いたいわゆるペイスルー型のスキームを採ることにより、常にこの例外規定に該当するように構成されている。

金融サービス法の制定当時には、英国ではABSのような証券化商品はまだ普及していなかったため、上記の例外規定は、後に追加されたものである。その背景には、ABSのように仕組みが複雑で販売ロットも大きい商品は、通常、金融機関等の機関投資家のみによって投資される<sup>9)</sup>ため、個人投資家への販売を想定した集合投資計画としての規制の対象とすることは適当でない、との政策判断があったと考えられる<sup>10)</sup>。

## 2. 金融サービス法上の開示規制

金融サービス法上、ABSに対する特別の定めはなく、単なる社債として取り扱われるため、開示に関しても普通社債と同様の規制に服する。同法制定当時は、公募に関して、上場証券と非上場証券とで異なった規制が行われていた。しかし、公募に関するEU指令を国内法化するために、1995年6月にPublic Offers of Securities Regulations 1995が定められ、この規則により、現在では、非上場証券の公募についても、上場証券に準ずる扱いがなされるに至っている。

上場証券に関して、金融サービス法は、権限ある当局 (Competent Authority) としてロンドン証券取引所を指定し、上場規則 (Listing Rules) を制定する権限を付与している。証券の上場に際しては、取引所に上場明細書を提出し、承認・公表を得ることが必要になる。

金融サービス法上は、この上場明細書における開示の一般的義務として、「投資家および専門的助言者が次の事項に関する評価を下すうえで合理的に求め、かつ、記載されることを合理的に期待すると思われるすべての情報が含まれていなければならない」とされ、これを受けて、①資産および負債、財政状態、損益ならびに証券の発行者による業績の見通し、②これらの証券に付随する諸権利、の2点が列挙されている。

その他の上場に関する詳細な規制については、取引所上場規則 (Admission of Securities to Listing, 通称Yellow Book) に定めがある。ただし、営業の目的で投資商品の取得、保有、運用、または処分を行うことを通常の業務とする者、あるいは、そうであると合理的に想定される者に対する申込みの勧誘については、専門家として扱われ、上記の規制の適用が免除される

ことになっている。

### 3. 取引所上場規則

取引所上場規則には、社債に関する規則に対する追加・修正というかたちで、ABSに関する規則が定められている。そして、このABSに関するルールを適用するための条件として、①発行者はABSの発行という特別目的を有するものであること、②原資産にリングフェンスがかかっていること、③投資家の利益を代表し、原資産に関する適切な情報にアクセスする権利を有するトラスティその他の適切な独立機関が設置されていること、の3点が挙げられている。

通常、証券を上場するためには、発行者の3年分の財務諸表に対する会計監査が必要とされるが、ABSの場合には適用除外とされている。また、証券の裏付けとなる資産がエクイティ証券(シェア)の場合は、取引所で取引されなければならない。ここでいうエクイティ証券は、少数株主持分を表象するものでなければならず、発行会社の法律上もしくは経営上の支配権を与えるものであってはならないとされている<sup>10)</sup>。

- 8) 英国における証券化市場の概況と今後の展望については、日本資産流動化研究所「報告書」(1998年3月)22~33ページを参照。
- 9) 英国においては、ABSのような複雑な商品を個人投資家に販売してはならないという一般的なルールがあるわけではないが、実務上は専ら機関投資家向けに販売されている。例えば、MBSの投資家は、5割を商業銀行、2割を住宅金融組合、さらに、一般企業、保険会社および年金基金がそれぞれ1割程度を占めているといわれる(企業財務研究会編「証券化の理論と実務」(中央経済社、1992年)493ページを参照)。
- 10) 本項目の記述については、川島いづみ・前掲論文を参照。
- 11) 取引所上場規則におけるABSの発行開示・継続開示に関するルールの詳細については、日本資産流動化研究所「報告書」(1998年3月)15~18ページを参照。

## Ⅲ. 貸出債権証券化とBOE

### 1. 貸出債権証券化に関する

## BOE通達の概要

### (1) 現行のBOE通達

BOEの銀行監督局(Supervision and Surveillance)は、英国銀行法上の免許金融機関に対する通達(Notice to Institutions Authorised under the Banking Act 1987)のかたちで、貸出債権の譲渡・証券化に際しての当該貸出資産のオフバランス処理に関するルールを定めている。

すなわち、現在までに、①貸出債権の譲渡および証券化(Loan Transfers and Securitisation)に関する基本通達(1989年2月公表)、②この基本通達の一部改正(1992年4月公表)、③リボルビング・クレジットの証券化(Securitisation of Revolving Credits)に関する新通達(1996年4月公表)、という3通達が発出されている<sup>12)</sup>。これらは、全体としてこの分野におけるBOEによる銀行監督上の一連のルールを形成しており、同国の金融機関等の間では、一般に“London Rules”と総称されている。

### (2) 主な政策目的

上記通達におけるBOEの主な政策目的は、以下の点を確保することにある。

- ①貸出債権の売買およびパッケージングが、売り主から買い主への権利義務関係の移転という意図された効果を達成すること。
- ②取引の全当事者が自ら負う責任とリスクを十分に理解すること。
- ③貸出債権の買い主または売り主にとってのすべての重要なリスクが、BOEの銀行監督のなかで適切に取り扱われること。

### (3) 貸出債権の譲渡方法

英国法に基づく債権の譲渡方法としては、以

下のものが挙げられる<sup>13)</sup>。

①更改または当事者交替契約 (Novation)

原債務者を含む全当事者の合意によって既存の貸出契約を新たな契約に置き換える方法。これにより、売り主のすべての権利義務関係が買い主に移るため、原債権の信用リスクも完全に買い主に移転することになる。なお、この方法は、我が国では貸出債権の流動化・証券化のカテゴリーから除外されることが多い。

②アサインメントまたは債権譲渡 (Assignment)

両当事者間の合意により、債権者としての権利を売り主から買い主に移転させるもので、当該債権の発生原因となった契約関係に基づく義務の承継は伴わない。

コモンロー上のアサインメント (Legal Assignment) もエクイティ上のアサインメント (Equitable Assignment) も、それが適切に仕組まれれば、売り主の権利およびそれを実現するための手段の有効な移転を達成することができる。英国での債権証券化は、エクイティ上のアサインメントによって行われることが多い。しかし、アサインメントに基づく売り主は追加資金提供等の未履行債務を負っており、他方で、買い主の権利は債務者が売り主に対して有する相殺権によって害されるおそれがある。

また、アサインメントがサイレント (債務者に通知されない状態) で行われる場合には、買い主と売り主の双方に追加的なリスクが発生する。すなわち、買い主にとっては、債務者への通知がある場合に受けられる法的な保護を受けられず、売り主にとっては、契約上の貸し主として、債務者か

らの返済繰延べや再交渉の請求を受け続けるおそれがある。

③サブ・パーティシペーションまたは参加契約 (Sub-participation)

原債権者と第三者 (参加者またはサブ・パーティシパント) の合意による、原貸出契約とは別個のノン・リコースの資金調達 の取決めで、参加者は原債権者に金員を預託し、その返済は原債権者から得られる金銭の範囲内で行われる。参加者は原貸出に係る参加利益を取得するだけで、貸出債権自体は移転しない。

この場合には、参加者は、原債務者の信用リスクのほか、原債権者自身の信用リスクにもさらされることになる。参加者は原債権者に与信しており、かつ、債務者から受け取る金銭のパススルーについて原債権者に依存しているからである。

(4) 銀行監督上の取扱い—基本原則

BOEは、前述の方法を用いた貸出債権の譲渡に対して、銀行監督上、以下のような基本的取扱いを適用する。

①更改による債権譲渡は、真正な (clean) 譲渡とみなされる。この結果、貸出債権は売り主のリスク・アセット・レシオから除かれ、買い主のそれに含まれることになる。

②債務者に通知されたアサインメントによる譲渡は、買い主の権利が債務者の相殺権等に対する合理的な予防措置 (こうした相殺権は存在しない旨の売り主による保証など) をとっていることを条件として、真正な譲渡とみなされる。

③サイレント・アサインメントによる譲渡は、通常、真正な譲渡とみなされる。ただし、

この方法による譲渡については、買い主と売り主の双方にとって、前述のようなリスクが発生する。このため、これらのリスクに対する慎重な審査が十分でない場合には、BOEは、売り主のリスク・アセット・レシオを算定するに際して、当該債権譲渡を無視することができる。

- ④ローン・サブ・パーティシペーションは、法的意味においては原債権者の権利を移転するものではないが、経済的には同様の効果を持つことを狙っている。この点に着目して、BOEは、この方法により貸出債権について資金調達が行われる場合、原債権者のリスク・アセット・レシオから当該債権を除き、貸出債権に係る請求権として参加者のリスク・アセット・レシオに含めることによって、信用リスクの移転を認める。ただし、参加者である銀行は、原債権者および原債務者の双方に対して負う自らのリスクを評価・管理すべきである。

#### (5) 銀行監督上の取扱い—パッケージング・スキームに関するルール

複数の貸出債権をパッケージし、SPV (Special Purpose Vehicle) または導管 (Conduit) に1プールとして売却して証券化する場合に関しては、単一の債権譲渡のケースとは異なるリスクが発生し得るため、このような場合について、BOEは以下のルールを適用する。

- ① 集合貸出債権の売り主またはオリジネーターが証券化されたポートフォリオとしての当該貸出債権のサービスを務め続ける場合には、原債権からの真正な切断 (Clean Break) が損なわれ、証券化商品の投資家からの損失補填圧力にさらされるという、

オペレーショナル・リスクまたはモラル・リスクが高まる。BOEは、銀行のリスク・アセット・レシオ (後述の "Trigger Ratio") を定めるにあたって、このようなオペレーショナル・リスクを考慮に入れる。

- ② 集合貸出債権のオリジネーターとしての銀行 (サービス者を兼務しない場合も含む) は、SPVとの資金的・人的・与信上・商号上の関係を切断し、また、当該ポートフォリオに係るいかなる損失も填補しないということについて、実効のある取扱いをするとともに、その旨をオフリング・サーキュラー上で明確に示さなければならない。これらの条件が十分に満たされない場合には、オリジネーターのリスク・アセット・レシオ上のオフバランス効果は認められない。

#### (6) 銀行監督上の取扱い—リボルビング・クレジットに関するルール

リボルビング・クレジットとは、債務者が合意された限度内で引出額を変更できる貸出の形態を指す。このようなリボルビング方式の貸出債権の証券化については、スキームの複雑さ、およびオリジネーター銀行と投資家との権利関係から、特有の法的リスクと銀行へのモラル上の圧力が高まる懸念がある。

こうした事情を考慮して、BOEは、当初、証券化によって銀行がオフバランス処理できるリボルビング・クレジットの残高につき、当該銀行単体の自己資本の10%以下に制限していた。しかし、BOEは、銀行等の関係者との広範な議論、および英国や他国における証券化に用いられる手法の発展の結果として、1996年4月公表の新通達において、従来の一般的な制限を撤

廃した。

現在、BOEは、リボルビング・クレジットの証券化に関し、投資家が購入した残高の持分に係るオフバランス処理の条件を定めるに際して、証券化のための取決めにより、利息、元本、費用、損失および回復額の完全な分配が明確かつ矛盾しないように確保されるべきであるということの基本原則と考えている。

なお、リボルビング・クレジットの証券化スキームは、多くの場合、信託 (a Trust) への債権プールの譲渡をストラクチャーの基礎として採用している。また、これらのスキームには、通常、オリジネーターである銀行のバランスシート上の資産から当初の債権プールを選択したあと、必要に応じて債権プールを補充することに関する条項、および、発行された証券の償還に関する条項が含まれる。BOEは、これらの特徴点に関しても、上記通達において具体的なルールを定めている。

## 2. 貸出債権証券化に関するBOEの銀行監督に対する評価

### (1) 自己資本比率規制との連関

BOEは、英国銀行法上の銀行監督にあたって、Risk-based Supervisionを重視する立場から、BIS基準に付加するかたちで、個別行ごとにリスク・アセット・レシオとしての二重の基準を設定したうえで、独自の自己資本比率規制 (Capital Adequacy Regulation) を適用している。

この独自の基準のうち、① “Target Ratio” は、目標となる自己資本比率で、BISの統一基準より高めに設定されている。また、② “Trigger Ratio” は、個々の銀行が業務遂行可能な最低限の自己資本比率で、銀行の健全経営

規制の観点から、BOEの判断でこの水準を個別に設定することができる。

前述した3通達は、こうしたBOEの自己資本比率規制の一環として、貸出債権の譲渡・証券化によるオフバランス化に関する具体的な基準として定められたものである。現実には、BOEは、この基準に基づいて、個別行の貸出債権の証券化案件に対して実質的な事前審査を行っている。

前述のように、BOEは、貸出債権証券化にあたっての銀行の原債権リスクからの真正な切断 (Clean Break) という観点から、銀行にとってのオペレーショナル・リスク等を考慮に入れて、上記のTrigger Ratioを設定する。

また、上記3通達に明示的には定められていないが、オリジネーター銀行による証券化スキーム上の信用補完 (Credit Enhancement) についても、Clean Breakとして許容される範囲内にとどめられる必要があるとされる。この観点から、例えば、譲渡債権の優先・劣後スキームにおいて、信用リスクを集中的に吸収する劣後部分のオリジネーターによる保有割合は、信用補完のために真に必要な程度に抑えられるべきことになる<sup>14)</sup>。

これに関連する問題として、貸出債権の譲渡・証券化によるオフバランス効果により、銀行の表面上の自己資本比率は上昇する反面で、優良債権のオフバランス化の結果、相対的に優良でない貸出債権だけが銀行に残ってしまうという事態が生じ得る<sup>15)</sup>。こうしたバランスシート上の資産内容劣化リスクの顕現化が予想される場合には、BOEの判断で、当該銀行のTrigger Ratioを引き上げることもできる。

### (2) BOEの銀行監督手法

BOEには、“London Approach”と呼ばれるマクロ・プルーデンシャルポリシー上の伝統的な政策手法があり、現在でもその担当局長が置かれている。これは、大規模な企業破綻等をきっかけとする金融市場の連鎖的動揺などのシステミック・リスクを回避するため、当該企業の取引金融機関等に対し、BOEとして事前の支援などの協力を要請するものである。最近では、ユーロ・トンネルをめぐるこうしたアプローチが発動された。

これは、証券取引所等を中心とするシティの自治の伝統や、中央銀行としてのBOEの歴史的出自などを背景に、同行の政策的立場が、基本的に市場メカニズムの有効性を信奉する米国のFRBなどとは若干異なることを例示するものである。

前述したBOEの自己資本比率規制や、その一環としての貸出債権証券化に対する個別の事前審査などのマイクロ・レベルの銀行監督手法も、上記のような同行の政策的立場を反映した面があり、主要国の金融規制・監督方法のなかでは、独自性の高いものといえる。

このような監督手法は、一見、「事前調整・裁量的な規制から市場機能を重視した透明性の高い規制へ」という世界的な流れから外れているようにもみえる。しかし、貸出債権証券化に対する上記の監督手法については、BOE自身が「これまで効果的に機能してきた」と自己評価しているだけでなく、前述のとおり、監督される金融機関等の間でも、“London Rules”として十分定着しており、批判的な意見はあまり聞かれない<sup>16)</sup>。

このように、貸出債権証券化に対するBOEの監督手法が効果的に機能し、金融機関等にも受け入れられていることの背景としては、次の

ような点を指摘することができる。

①BOEが個別行の資産内容等を常時把握し、公正な立場で証券化に伴う諸リスクを的確に判断することができるという点について、市場参加者の広範な信任を得ていること。

②貸出債権証券化に際してのオフバランス処理に関する具体的基準を通達のかたちで明確に開示することにより、監督の透明性を維持していること。

③通達に示されるルールについて、銀行等の関係者との広範な議論や、証券化実務で用いられる手法の発展を踏まえて、随時見直しを行っていること。

ところで、現在、英国では、金融コングロマリット化の進展に対応し、従来、証券投資委員会 (Securities and Investments Board, 以下、SIB) など9機関に分散していた金融サービス法等に基づく規制・監督の機能を、SIBの改組・拡充のかたちで、単一の新機関である「金融サービス機構」(Financial Services Authority, 以下、FSA) に統合するという機構改革が進行している<sup>17)</sup>。

これにより、BOEの個別銀行監督権限は担当職員とともにFSAに移り、同行は金融政策および金融市場安定化のためのマクロ・プルーデンシャルポリシーに特化することになる。この結果、従来BOEが担ってきた銀行監督が実質的にも変質していく可能性もないとはいえないが、貸出債権証券化に対する同行の現在の監督手法は、個別行の資産内容等を常時把握していなければ行えないため、今回の改革後、その監督権限はFSAに移管されることになろう。

### (3) 債権証券化ルールとしての普遍性

前述のとおり、上記3通達は、自己資本比率

規制という銀行の健全経営規制の観点に立って、貸出債権証券化に際するオフバランス処理の基準を定めたものであり、少なくともBOE自身としては、その趣旨を拡大する意図はないと思われる。

ただ、本通達は、その前提として、英国法の下での債権譲渡一般に関する広範かつ精緻な法的分析に基づいている。また、そこでの中心的な概念となっている“Clean Break”についても、監督上の直接の目的が原債権に係る信用リスクの移転にあるのか、原債権自体の移転にあるのかという違いはある<sup>18)</sup>ものの、基本的には、米国等の各国で実務上重視される“True Sale”(真正売買)の考え方と合致している面が大きいといえる<sup>19)</sup>。

その意味で、本通達に示された考え方は、英国以外の債権流動化・証券化全般に関するルールとしてもかなりの程度妥当し得る、普遍性の高いものと評価できる。こうしたルールをBOEのような中立的で市場からの高い信任を得た機関が作成・公表することは、証券化に係るオフバランス処理の基準という本来の趣旨のみにとどまらず、ABS等の複雑な証券化商品の市場を健全に発展させていくためにも有意義なことといえよう。

- 12) これらの3通達の詳細な内容に関しては、日本資産流動化研究所「報告書」(1998年3月)122~161ページに全訳(同研究所前研究員・若林泰伸の協力を得た)を掲載したので、参照されたい。
- 13) 日本資産流動化研究所「報告書」(1998年3月)33~34ページ、永野学「銀行の貸出資産証券化について~技術と哲学」、日本資産流動化研究所「資産流動化研究」Vol. IV (1998年3月)を参照。
- 14) 従来、オリジネーター銀行が劣後部分を自己保有する場合のBIS自己資本比率規制上の取扱いについては、バーゼル銀行監督委員会等で議論が行われてきた。このような議論を背景に、我が国の大蔵省も、先ごろ、「証券化総額の8%以上を銀行自身が保有する場合は、自己資本比率規制上のリスク・アセット圧縮効果を認めない」というルールを告示のかたちで明らかにし、1998年3月

期決算から適用することとした。

- 15) 理論上は、優良貸出債権の譲渡により調達した資金で即時に同程度の優良貸出を創出できれば、資産内容が劣化することはないが、現実にはそれは困難である。
- 16) 英国の銀行貸出債権証券化の著名な事例として、ナショナル・ウェストミンスター銀行(National Westminster Bank Plc, 以下、NatWest)による多数企業向け貸出債権ポートフォリオに基づくABSの一種であるCLO(Collateralised Loan Obligation)の“ROSE”(1996年発行)が挙げられる。本件のストラクチャリングを担当した法律事務所は、スキームの組成にあたってLondon Rulesを考慮し、実際にも同行がBOEの指導を受けたことを明らかにしている。

ROSEのケースでは、オリジネーターであるNatWestは、個別の譲渡債権の内容を開示しておらず、格付機関に対しても譲渡債権プールの統計的属性に関する情報しか提供していない。これに対し、銀行監督機関であるBOEは原債権の内容を知り得る立場にあり、仮に目論見書で開示されている譲渡債権プールの内容と原債権の中身が相違している事実を知った場合、同行は銀行法違反として適切な行動をとる必要がある。このような銀行監督は、間接的に、預金者でない投資家の保護にもつながっているといえる。

なお、ROSEの詳細に関しては、日本資産流動化研究所「報告書」(1998年3月)41~45ページ、ロバート・バラチエ、渥美博夫、山原英治「銀行金融資産の英国における証券化の一事例」、【NBL】No.618(1997年6月)を参照。

- 17) 英国における今般の金融規制・監督機関の改革については、日本資産流動化研究所「報告書」(1998年3月)8~11ページを参照。
- 18) この違いは、例えばサブ・パーティシペーションの取扱いについて表面化する。
- 19) True Sale論に関しては、櫻井英喜「資産流動化に関する真正売買(True Sale)論についての一考察」、日本資産流動化研究所「資産流動化研究」Vol. II (1996年4月)、同「報告書」(1998年3月)35~36ページを参照。

## IV. おわりに

### —我が国へのインプリケーション

我が国においては、今後、日本版ビッグバンの進展のなかで、資産流動化・証券化市場が一段と発展していくことは必至と考えられる。こうした動きは、①オリジネーターにとっては、資金調達手段の多様化や財務体質の強化等のため、②アレンジャーや外部信用補完者等の証券化スキームへの参加者にとっては、ビジネス・

チャンスの拡大のため、③投資家にとっては、投資対象の選択肢拡大のため、それぞれ基本的に望ましいことと評価できよう。

一方で、銀行の貸出債権の証券化を含むセキュリティタイゼーションの進展は、金融システムの観点からみると、伝統的な金融仲介機能の分解ないしアンバンドリング (Unbundling) の進行を意味しており、今後の金融業の方向性にも大きな影響を与える契機となり得るものである<sup>20)</sup>。

また、銀行の貸出債権流動化は、目先のBIS規制対策としてだけでなく、信用リスク管理高度化の要請のなかで、今後、能動的なローン・ポートフォリオ管理のための手法として用いられるようになることも想定される<sup>21)</sup>。

金融規制・監督機関にとっても、こうした資産流動化・証券化の進展や金融業の変容、信用リスク管理の高度化といった大きな流れに対して、どのように対応していくべきかということが、中長期的な政策課題となると考えられる。その際、ビッグバンや金融サービス法の制定を早期に実現し、証券化市場も発展しつつある英国の経験がひとつの参考事例となり得よう。

このような視点からみると、幅広い金融サービスに対する包括的・整合的で機能主義的なルールを定める英国型の金融サービス法は、我が国の法制にとっても有力なモデルとなるものといえる。ただ、英国金融サービス法は、ABS等の証券化商品に関して、機関投資家向けのみの販売を想定し、特別の規定を置いていない。

これに対し、個人の金融資産規模の大きい我が国においては、流動化・証券化市場についても、個人を含む一般投資家の存在を無視することはできない。今後の市場の発展や商品の複雑化・多様化などを考えると、金融サービス法的な立法や証券取引法、その他の証券化法制にお

いて、主に一般投資家保護の観点から、仕組み・開示面等でどのような規制を定めるのが適当かという論点について、十分な検討を行うことが必要と考えられる。

また、BOEによる自己資本比率規制とリンクした貸出債権証券化に関する銀行監督は、国際比較の観点からみても独自性の高いものであり、中央銀行と金融機関との関わり方などの歴史的・制度的背景が異なる我が国にとって、そのまま導入することは困難であろう。ただ、今後、金融規制・監督手段としての自己資本比率規制を中心とする健全経営規制の重要度が一層高まることが予想されるなかで、BOE型の監督手法は、市場の信任を得た公益性の高い中立的機関がルールを明示したうえ公正な立場で審査・指導を行うことの重要性という点で、示唆に富むものといえる。

なお、従来、英国においては、投資家保護を主眼とする金融サービス法による投資業の規制と、健全経営規制の観点からの銀行監督は、ともに証券化に関するものであっても、基本的に政策目的が異なり、規制・監督主体も、前者がSIBや自主規制機関 (Self Regulating Organisation = SRO)、後者がBOEと明確に役割分担されていた。しかし、同国における今般の金融規制・監督機関の改革により、従来の各監督主体はFSAという単一機関に統合されることになる。この結果、資産流動化・証券化に関しても、今後、現在の規制・監督状況に実質的な変化が生じるかどうかという点については、注意を要すると思われる。

いずれにしても、本稿で考察したとおり、今後の我が国の証券化法制や金融規制・監督のあり方を検討していくにあたって、英国における金融サービス法による証券化規制や、貸出債権

証券化に関わるBOEの銀行監督をひとつの先進事例として参考とすることは、極めて意義深いことといえよう。

20) このような視点から資産流動化・証券化の経済的意味や金融システムへの影響について考察した論考として、岩村充「日本の金融システムとセキュライゼーション」、

日本資産流動化研究所「資産流動化研究」Vol.Ⅱ (1996年4月)、堀内昭義「証券化の経済分析」、同「資産流動化研究」Vol.Ⅲ (1997年5月)を参照。

21) 金融機関の信用リスク管理高度化の要請とそのための管理手法については、日本銀行検査局「信用リスク管理の高度化に向けた自己査定活用の活用について」、日本銀行「日本銀行月報」1997年10月号を参照。

((財)日本資産流動化研究所 調査部長)