

金融資産証券化における諸制度の役割：日米比較

原 田 喜美枝

要 旨

日米両国における証券化の発展を制度的に概観し、どのような制度的基盤が証券化の発展につながったか、逆に証券化の発展を妨げたか分析する。米国の証券化に関する制度を日本の証券化の制度と比較し、制度の違いがもたらした市場への影響について考察する。

日本の証券化市場に関しては、市場が急拡大しているにも関わらず、経済学の視点から分析したものは非常に少ないため、本論文では経済分析に必要な制度に関する情報について記述、分析し、続く拙稿（「金融資産証券化に関する経済分析のサーベイ」『証券経済研究34号』掲載予定）において米国証券化市場の理論・実証分析文献のサーベイをおこなう。

目 次

I. はじめに	2. 金融商品会計基準、日本における債権売却の取扱い
II. 証券化手法	
III. BIS 規制	V. ローン・パーティシペーション
1. 証券化に関する FRB の BIS 基準ガイドライン	1. 米国における考え方
2. 大蔵省銀行局告示	2. 日本における考え方
3. 比較考察	3. 比較考察
IV. オフバランス化の「認識」の問題	VI. 証券化関連法制度
1. SFAS77および SFAS125、米国における債権売却の取扱い	1. 米国の証券化関連法制度
	2. 日本の証券化関連法制度
	VII. 結語

I. はじめに

資産証券化 (Asset Securitization) には

様々な定義が与えられるが¹⁾、大別すると、証券の形態での資金調達増大、貸付債権等の資産の証券化、の2つに分けられる。前者は、銀行借入れに代わる社債等の証券形態による資金

調達が増えることを指している。後者の資産の証券化とは、市場性の乏しい金融資産（たとえば、住宅ローン債権や自動車ローン債権等の消費者向け貸付債権、企業向けのローンやリース料債権等の貸付債権等）をプールして、それを裏付けとする証券を発行することである。この形態の証券は、資産担保型証券（Asset Backed Securities; ABS。以下、ABS）と呼ばれる。

資産証券化に近い言葉として、日本では資産流動化という言葉がある。流動化も証券化も本質的には Securitization と同義であるが、証券化は「有価証券概念に該当するもの」、流動化は「流動性のないものに流動性を付与した（しかし証券取引法上、有価証券として指定されていない）もの」と一般に区別されている。流動化は証券化を含む概念といえる。たとえば、厳密には、住宅ローン債権の信託受益権は証券化商品、売掛債権の信託受益権は流動化商品²⁾ というように使い分けられなければならないが、実際はこのように区別されて使われているわけではない。本サーベイ論文では、証券化という表現を主として用いている。銀行によるリスク資産の削減など証券の形をとっていないものについても証券化と表現する。また、裏付けとなる資産には金融資産と不動産があり、前者を裏付けにした商品は金融資産証券化商品、後者を裏付けにした商品は不動産証券化商品と区別される。不動産証券化とは、企業等が保有する収益を生み出す不動産を特別目的会社等に譲渡し、その資産から生み出される賃貸収入やキャピタルゲインなどのキャッシュ・フローを裏付けとする証券を発行し、投資家から資金を調達するものである。

さらに、金融システムの観点からみれば、証

券化は、「最終的貸手から最終的借手に資金が移転されるまでの過程を支える諸々のサービスを相互に切り離し、市場を通じる取引を導入することによって、金融仲介過程を構成する個々の金融サービスを明示している」（堀内[1989]）と捉えることができる。この点から、伝統的な銀行業務と貸付債権の証券化は、金融仲介サービスが単一の組織内で結合して生産されているか（伝統的な銀行業務の場合）、あるいはそれらが分解されて市場を通じて組み合わされているか（貸付債権証券化の場合）という点で区別できる。

金融仲介機関の内部において結合されていた金融仲介サービス、とりわけ情報生産とリスク分担の機能が分解され、市場取引を通じて結合されるのが証券化である。証券化は伝統的な金融仲介機能が機能不全になり、それに替わる金融仲介機能として発展してきた。たとえば、バブル経済の崩壊後、住専問題が議論されるようになった1995年頃から銀行の不良債権問題が注目され、償却税制の改善、2度にわたる公的資金の導入、早期是正措置³⁾の発動などの様々な措置がとられたが、銀行の抱える不良債権は容易に償却できず、信用収縮の問題が発生するようになった。つまり、不良債権問題によって銀行の貸出能力は低下し、金融仲介機能のひとつであるリスク負担能力に障害が発生するという環境要因の変化ととらえられる。中北 [1999] では2つの理由から、銀行が保有資産を縮小していく過程において、これまで以上のスピードで、証券化が進まざるを得ないとみている。第一に、不良債権の償却に引当金を積むという間接償却では銀行の資金コストを上昇させ、格付の改善にはつながらず銀行の体力を弱めていること、第二に、従来型の間接金融が銀行の信用

表1 世界のABS市場規模

(単位 10億米ドル)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
日本	\$0.0	\$0.4	\$6.6	\$12.3	\$29.0	\$43
ヨーロッパ諸国	\$9.2	\$30.2	\$45.5	\$44.9	\$82.8	\$107
オーストラリア	\$1.7	\$1.9	\$7.0	\$6.0	\$11.1	\$15
東南アジア	\$0.1	\$0.6	\$2.0	\$0.6	\$1.7	\$3
ラテンアメリカ	\$5.7	\$15.3	\$6.4	\$8.9	\$7.5	\$10
カナダ	\$0.2	\$0.7	\$1.9	\$2.5	\$2.6	\$4

〔出所〕 Moody's Investors Service [2000] 各号より、作成。2000年は予測値のみ。

力の低下とともに機能不全に陥り、その結果金融システムが直接金融へと転換されることが望まれていること、である。したがって、証券化は金融システムを変革する手段として位置付けられる。

日本の証券化市場は不良債権問題が深刻化しはじめた90年代後半以降、急拡大してきており、米国に次ぐ規模になっている（表1、表2）。米国では、証券化は1970年に住宅ローン証券化の手段としてモーゲージ担保証券（MBS; Mortgage Backed Securities）が発行されたことから始まり、1980年代中頃には自動車ローン、クレジットカード債権等の金融資産の証券化が進むと同時に、商業用不動産担保ローンの証券化（CMBS; Commercial Mortgage Backed Securities）など不動産の証券化も積極的に行われるようになった。MBSは米国債に匹敵する発行残高をもつ市場に成長しており、ABS市場は社債市場に並ぶ発行残高を有している⁴⁾。市場規模の拡大等を背景として、米国のMBS・ABS市場に関する理論・実証分析は数多く存在している。

一方、1980年代の日本、カナダや欧州では、法律や税制など制度的な問題が多く、証券化は普及しなかった（遠藤 [1999]）。1990年代に入ると、銀行の不良債権問題や国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制⁵⁾を契機として、

表2 ヨーロッパ諸国のABS市場規模

(単位 10億米ドル)

	1998年	1999年
イギリス	\$15.3	\$26.2
ドイツ	\$9.9	\$12.2
フランス	\$6.2	\$11.3
スペイン	\$4.8	\$7.3
イタリア	\$1.9	\$6.8
その他	\$5.1	\$4.3

〔出所〕 同上。

制度改革とともに、証券化の手法が利用されるようになった。こうした理由から、米国と他国では証券化市場の規模に大きな差がみられる⁶⁾。

本論文では、2節以降において日米の諸制度を比較し、制度の違いが証券化市場にもたらした影響を概観する。

II. 証券化手法

銀行が保有する資産を証券化する場合、欧米の金融当局が通常用いる分類には、更改（Novation）、譲渡（Loan sale）、ローン・パーティシペーション（Loan participation）という3通りの手法がある（永野 [1998]）。米国における銀行がオリジネーターとなる証券化手法でよく利用される手法は、ローン・パーティシペーション、譲渡、更改の順であり、1984年以降これらの手法を利用した債権譲渡市場は急成長した。

表3 証券化の手法

	更 改	譲 渡	パーティシペーション
手 法	原債権を消滅させると同時に、第三者が同一の条件で新たに貸付をおこなうというものの。	原債権は消滅しないまま、債権者としての地位が第三者に譲渡されるもの。債務者に対する通知を要件とする方式と省略する方式（サイレント方式）の二通りの方法がある。	原債権は移転せず、リスクと金銭のみが移転する原債権者と第三者による二者間契約。原債務者に通知が必要ない。
原 債 権	消滅、第三者による創設	第三者に譲渡	移転せず
リスクの種類	原債務者の信用リスク	原債務者の信用リスク（第三者対抗要件を取得している場合） 原債務者と原債権者の信用リスク（第三者対抗要件を取得していない場合）	原債務者と原債権者の双方の信用リスク
リスクの所在	第三者	第三者	第三者
日本での扱い	証券化に該当しない	一形態	一形態

更改とは、欧米では証券化のカテゴリーのひとつとみなされているが、日本ではこの手法に基づく証券化は債権の証券化のカテゴリーから外されている。この手法は、原債権を消滅させると同時に、第三者が同一の条件で新たに貸付をおこなうというものであり、第三者から原債権者に対して当該債権の対価は支払われず、原債務者による返済という形で原債権が消滅し、新たに別の債権が第三者と原債務者の間で創設されるというものである（表3参照）。日本の金融当局は、原債権が弁済されるという理由から、更改を証券化のカテゴリーから除外している。

譲渡とは、原債権は消滅しないまま、債権者としての地位が原債権者（譲渡人）から第三者（譲受人）に譲渡されるものである。この手法には二通りの方法、「債務者に通知あるいは債務者による承諾を譲渡の要件とする方式」、「債務者に対する通知を省略して譲渡する方式」（「サイレント方式」、英語では assignment と呼ぶ）がある。譲渡人である銀行は資産を売

却することにより、当該資産の信用リスクからは完全に遮断される。ところが、譲受人である銀行は、取得した債権が第三者対抗要件を具備しているかどうかによってリスクが異なってくる。第三者対抗要件とは、債権を譲り受けた者が債権者であることを主張できる法的な仕組みのことである⁷⁾。第三者対抗要件を具備していない債権の取得は、当該債権の原債務者の信用リスクと原債権者の信用リスク両方にさらされることを意味する。日本でも欧米でも、譲渡方式による証券化は、通知の有無を問わず証券化の一形態として認識されている。

ローン・パーティシペーションとは、銀行が保有する資産（貸付債権）について、権利関係を移転させずにおこなわれる原債権者と第三者による二者間契約であり、原債権者から第三者に対して対象となる債権から得られる金銭を支払う契約である。ローン・パーティシペーションは、実際には資産は移転せず、リスクと金銭のみが移転する契約といえる。原債務者はこのような契約の存在を知らず、また第三者は原債

務者に対して契約の存在を認識させることを禁じられている。ローン・パーティシペーションには対抗要件具備という考えが存在せず、第三者は原債権者と原債務者双方の信用リスクにさらされることになる。仮にデフォルトが発生した場合は、第三者は原債権者に対する無担保一般債権者となる。ローン・パーティシペーションは、米国では Participation、英国では Sub-participation と呼ばれている。

Ⅲ. BIS 規制

BIS (Bank of International Settlement ; 国際決済銀行) 基準とは、国際的に業務を行っている銀行に対し1988年に課された8%の自己資本比率を確保するルールである。これは信用リスクに関する規制であり、一次規制と呼ばれる。1998年3月期決算から二次規制と呼ばれる市場リスクに関する規制が導入されている⁸⁾。自己資本比率が基準に満たなかった銀行は国際業務に制約を受けることになるが、この基準をめぐる運用は、各国の中央銀行等にまかされていること、自己資本比率の算出は連

結ベースでおこなわれるため、連結対象の子会社へ資産を売却してもオフバランス化したとは認められないことに特徴がある。自己資本比率の算出が連結ベースであるために、特別目的会社 (SPC; Special Purpose Company, 以下 SPC と呼ぶ) への資産の譲渡が真正売買⁹⁾ (True sale) であること、また SPC が連結対象になっていないことが BIS 規制上オフバランスとして扱われるかどうかの重要な点であり、証券化と大きく関連する部分である。

1. 証券化に関する FRB の BIS 基準ガイドライン

証券化に係る BIS 基準については、1994年にリコース付 (Recourse) 資産のガイドライン、1997年に信用補完 (Direct credit substitute) についてのガイドラインが出され、その後実施されている (表4参照)¹⁰⁾。

リコース付¹¹⁾ 資産の譲渡 (逡及権付、買戻条件付または求償権付の資産の売却) については、譲渡した資産額に対して一定のリスク調整後、必要自己資本 (Risk based capital) を積む必要がある。1994年までは、移転する資産

表4 証券化に係る BIS 基準

	1994年	1997年
リコース付 (with Recourse)	リコース付資産の売却については、売却した資産の全額に対して一定のリスク調整後自己資本を積む必要がある。リコースが8%より多ければ、譲渡する資産に8%を乗じた金額、8%以下であればその比率を乗じた金額をそれぞれ積まなければならない。	リコース付資産の売却に限定せず、いかなる契約形態であっても、銀行がリスクを負うような契約形態のときには、売却した資産の全額に対して一定のリスク調整後自己資本を積む必要がある。以下、同左。
信用補完 (Direct credit substitute)	第三者の資産に対する信用補完をおこなう場合は、信用補完額と同額のリスク調整後自己資本を積まなければならない。信用補完の比率に関係なく、保証する資産総額に保証する比率を乗じた金額を積まなければならない。	第三者の資産に対する信用補完に限らず、どのような形態であれ、信用リスクを負うような契約形態のときには、信用補完額と同額のリスク調整後自己資本を積まなければならない。劣後債の購入も含まれる。

に BIS 上のリスクウェイトを掛けて換算したとき、リコースのカバーする資産額によって必要資本額が異なっていた。BIS 上のリスクウェイトを掛けて換算した額の 8% 以上であれば必要資本額は全資産額に対し 8%、8% 未満ならば全資産にリコースのパーセンテージを掛けた金額が必要とされた。第三者の資産に対する信用補完 (Direct credit substitute) の場合は、信用補完額に対してのみリスクベースの自己資本 8% を積みばよいこととされていた。しかし、1997 年以降のガイドラインでは、第三者の資産に対する信用補完の場合であっても、リコース付資産の譲渡と同じ BIS 基準が適用されるようになっている。これは、リコース付で資産を譲渡した場合であっても第三者の資産を信用補完した場合であっても銀行側には信用リスクが生じることから、どちらの場合であっても全資産額に対して一定の資本を積むことが求められた結果である。また、1997 年のガイドラインではリコースと信用補完の違いも明確にされている。リコース付資産の譲渡にはリコース付譲渡資産だけでなく、銀行が信用リスクを負うその他の契約が含まれ、信用補完の場合には、第三者の資産の信用補完だけでなく劣後部分の購入といった、資産に信用リスクを含むその他の契約も含まれることが明確化された。

オリジネーターが劣後部分を保有することに関する規定は、ロー・レベル・リコース・ルール (Low-Level-Recourse Rule) と呼ばれ、移転された資産の全額かまたはリコースのカバーする資産額のどちらか少ないほうの額をリスク調整後の必要自己資本として使うというものである。BIS 規制では資産譲渡が法的に売却かどうか、会計上オフバランスかどうかの判断とは別に、譲渡資産のリコースの割合と金

額によって必要自己資本が求められる。

2. 大蔵省銀行局告示

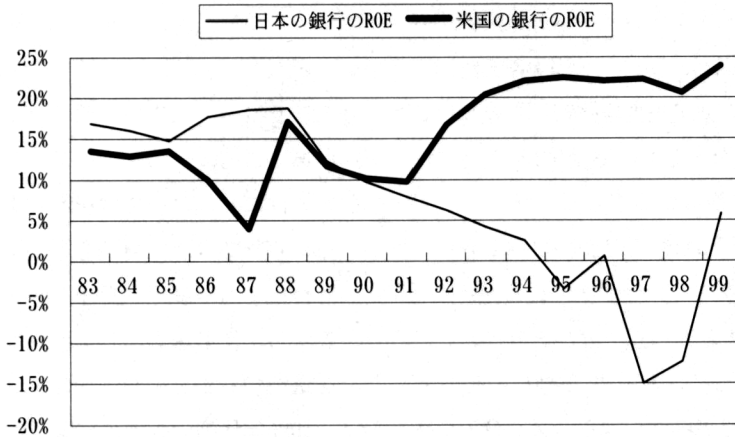
1998 年に大蔵省銀行局告示 (第 145 号) により、リコース付資産の譲渡は BIS 規制上オフバランス化を認められていない。リコース付資産の売却とは、金銭債権等の売却のうち、資産価値の低下につき売却をおこなった銀行が損失の全部または一部を負担するもののことを言う。この売却した債権の元本部分は BIS 規制上オフバランス化したとはみなされない。SPC へ譲渡した資産がオフバランス化したとみなされるためには、SPC への資産の譲渡が真正売買であり、SPC が連結対象でないことが重要になる。リコース付では BIS 規制上の資産圧縮効果を得ることは難しい¹²⁾。

劣後部分を銀行が自己保有する場合については、銀行の保有額が BIS 規制上のリスク換算額の 8% 以上となれば売却資産の全額が自己資本比率算定上のリスクアセットに含まれる。銀行の保有する劣後部分が BIS 規制上の換算額の 8% 未満である場合、その割合を 8% で割った比率を保有額に乘じ、出てきた金額がリスクアセットとして計上されることになる。

3. 比較考察

米国の銀行はリコース付資産であっても一定の条件の下で証券化をおこない資産をオフバランス化することができたのに対し、邦銀は国内で同様の方法をとることができなかった。邦銀の自己資本利益率 (ROE) が米国の銀行と比べて格差があるのは、不良債権問題が一番大きな原因であることは間違いないが、制度的な要因も否定はできない。米国銀行の ROE は 80 年代以降ずっとプラスで推移し、91 年頃を境に上

図1 銀行の収益力に関する日米比較



昇して20%以上を保っている。これに対し、邦銀のROEは88年以降下がり続け、94年以降はマイナスで推移している（図1参照）。

IV. オフバランス化の「認識」の問題

会計基準の中で証券化に大きく関わるのは、金融資産の消滅の認識、つまりオフバランス化の要件である。「金融資産の消滅の認識」とは「金融資産のオフバランス化」と同義とみなしてよい。証券化商品を発行する目的のひとつが資産のオフバランス化であるが、会計上、真正売買とみなされなければオフバランスの取扱いができない。

資産としての認識を中止する（オフバランス化する）ということは、資産が売却取引として認められていることであり、バランスシート上では、対象資産の帳簿価額と売却価額の差を売却益もしくは売却損として計上する。資産が売却として認められず、資産を担保とした金融取引とみなされた場合、対象資産を担保とした新たな資金調達行為があったものとして扱われる。この場合、バランスシート上では、新たに

借入金が負債に計上されることになる。

- ① 売却取引＝資産のオフバランス化＝売却損益の認識
 - ② 金融取引＝資産のオフバランス化不可＝調達資金コスト（売却損益相当額）
- の2つの図式が成り立つ¹³⁾。

この図式は単純だが、現実には会計基準は国によっても時代によっても異なることから、オフバランス化の要件も変化し、判定は複雑である。売却取引か金融取引かを判断する上で基準になるふたつの考え方として「リスク・経済価値アプローチ」と「財務構成要素アプローチ」がある。

「リスク・経済価値アプローチ」は、金融資産または負債のリスクと経済価値のほとんどすべてが他者へ移転した時点で、資産を貸借対照表から除き、売却と認める方法である。資産の売却として認められない場合には、資産担保による借入として処理される。「財務構成要素アプローチ」とは、資産を構成要素に分解し、構成要素に対する支配が移転した時点で貸借対照表から除き、留保される構成要素は引き続き貸借対照表に認識する方法である。財務構成要素とは、金融商品から生じる将来の経済的利益を

構成する要素を指している。たとえば、譲渡した債権の一部をオリジネーターである銀行が保証を付けている場合、「リスク・経済価値アプローチ」ではリスクが完全に移転していないことから、金融取引として処理されることになる。一方、「財務構成要素アプローチ」では保証という構成要素については新たにその価値のみが負債に計上される。つまり、構成要素に対する支配が放棄された時点で売却とみなされ、オフバランスになる。証券化商品は、優先部分、劣後部分、買戻義務、回収リスクなどの各項目に分割することができ、それぞれの要素に対する支配が移転した時点でバランスシートから除くことができる。

1. SFAS77およびSFAS125、米国における債権売却の取扱い

米国では、1983年に債権の証券化の会計処理として、米国財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board; FASB, 以下 FASB) から「リコース付の譲渡に関する譲渡人の会計報告」(Reporting by Transferees for Transfers of Receivables with Recourse—SFAS77, 以下 SFAS77と呼ぶ) が制定された。その後、1996年に FASB から「金融資産の譲渡およびサービス業務並びに負債の消却に関する会計処理」(Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities—SFAS125, 以下 SFAS125と呼ぶ) が公表されるまで、合理的に予測可能な範囲内でのリコース付であれば、資産のオフバランス化が認められてきた¹⁴⁾。

SFAS77の規定では、

- ① 譲渡者が資産に対する経済的利益を完全に

放棄していること、

- ② リコース義務が合理的に見積可能であること¹⁵⁾、

- ③ リコース以外の形態での買戻しが不可能であること、

を条件に、リコース付資産のオフバランス化が認められてきた。商品を販売する場合に、売却した後でも瑕疵担保責任を問うことができることから、債権を売却した場合でも同様の考え方を適用することがおこなわれていた。

1990年代前半までの米国において、銀行をオリジネーターとする資産の売却に関する実証分析が数多くみられる。この背景には会計基準の存在が大きいと考えられる。譲渡人であるオリジネーターの実情に合わせて合理的に予測可能な範囲内でのリコース付であればオフバランス化が認められていたため、実際にはどの程度のリコース付であればオフバランス化の概念に沿うかの明確な基準がなかった。そのため、オフバランスで譲渡された債権は実際に合理的な予測可能な範囲でオフバランス化されたものであったかどうか、譲渡資産には暗黙の保証 (implicit guarantee)¹⁶⁾ が付与されていたのではないかを分析した研究例が存在する。

SFAS125では「財務構成要素アプローチ」が規定され、リコース付債権の売却のオフバランス化が認められなくなった。この基準は1997年1月以降におこなわれる証券化について適用されている。SFAS125では「リスク・経済価値アプローチ」の欠点として、リスクと経済価値の両方が移転するまで資産の認識の中止を認めないのでは、個々の金融資産をその構成要素に分解していく現状の金融市場に対応できないという点を指摘している。たとえば、オプションの譲渡資産を部分的に売却しても、すべての

リスクが譲受人に移転していないためオフバランス化できないことなどが該当する。「財務構成要素アプローチ」では、オプションは各々別の財務構成要素である金利部分のキャッシュ・フロー、元本部分のキャッシュ・フロー、リコース権などの要素毎に会計処理を決定することができる。

SFAS125で資産が売却として扱われるための3つの要件を要約すると、

- ① 譲渡人から譲渡資産が隔離されていること、
- ② 譲受人は譲渡資産を自由に再譲渡または担保差入れすることが可能、
- ③ 譲渡人による譲渡資産の買戻しは禁止されていること、

となる。要件①は、譲渡人が破産等に陥る場合であっても、譲渡人の債権者である破産管財人の法的請求権が及ばないことが要求されている。要件②は、譲受人が譲り受けた資産を処分する完全な権利を有していること、譲受人がSPE (Special Purpose entity の略。FASB はSPV, Special Purpose VehicleあるいはSPC, Special Purpose CompanyのことをSPEと呼ぶ¹⁷⁾)である場合、SPVの発行する証券の投資家が取得する資産に対する権利を処分できることを要求している。要件③は、譲渡人が将来の買戻しの権利(リコース権)を一切負担しないことが要求されている。

2. 金融商品会計基準、日本における債権売却の取扱い

日本の企業会計規則に関しては、オフバランス化に関する明確な基準はなかった。1999年までに存在した唯一のオフバランス化の指針は、1995年に日本公認会計士協会から公表された

「ローン・パーティシペーションの会計処理及び表示」だけである。

その後、1999年1月に企業会計審議会から「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」(以下、金融商品意見書)と「金融商品に係る会計基準」(以下、金融商品会計基準)が出され、金融資産の譲渡に係る認識の消滅(オフバランス化)の要件が定められている。具体的なオフバランス化のスキームについては2000年1月に日本公認会計士協会から「金融商品会計に関する実務指針」(以下、実務指針)が発表され、2000年4月からは金融商品の新会計基準が適用されている¹⁸⁾。この中では「財務構成要素アプローチ」が採用されており、日本の金融商品に係る会計基準は従来と大きく変わっている。

具体的な金融資産の譲渡に係るオフバランス化の要件としては、

- ① 譲渡された金融資産に対する譲受人の契約上の権利が譲渡人およびその債権者から法的に保全されていること、
- ② 譲受人が譲渡された金融資産の契約上の権利を直接または間接に通常の方法で享受できること、
- ③ 譲受人が譲渡した金融資産を当該金融資産の満期日前に買い戻す権利および義務を実質的に有していないこと、

という3つの基準があげられている。①の法的に保全されていることについては、実務指針では、第三者対抗要件を具備することが求められている¹⁹⁾。

V. ローン・パーティシペーション

ローン・パーティシペーションは、銀行にお

ける貸出債権に係る権利義務関係を移転させずに、貸出債権に係る経済的利益とリスクをオリジネーターから参加者に移転する契約であるため、原債務者に通知する必要がないことに特徴がある。ローン・パーティシペーションは法的な債権譲渡ではなく、倒産隔離を満たさないため、金融資産の消滅の認識要件を満たしていない。別の言い方をすれば、ローン・パーティシペーションはその制度上便利な仕組みであるが（ローンの借り手である原債務者に移転の通知をしなくてよい）、何らかの法的手当てがなければ、この仕組みだけではオフバランス化できないことになる。

1. 米国における考え方

ローン・パーティシペーションについても、米国では、前出の SFAS77 の考え方が適用されてきた。1997年以降は SFAS125が適用されることになり、従来の SFAS77に基づく取扱いは債権譲渡とおなじく、大幅に変更されることになった。つまり、1997年より前は、リコース付資産のオフバランス化は合理的に予測可能な範囲で認められてきたが、1997年以降は「財務構成要素アプローチ」に基づくようになり、リコース付債権のオフバランス化は認められなくなった。

2. 日本における考え方

日本で初めての証券化に関する明文化された会計処理である、日本公認会計士協会から公表された「ローン・パーティシペーションの会計処理及び表示」（1995年6月に公表されると同時に大蔵省銀行局事務連絡も同時に出され、国内一般貸付債権のローン・パーティシペーションが解禁となった）では、「リスク・経済価値

アプローチ」が採用されていたことから、オフバランス化の要件は以下のように規定されている。

- ① 貸出の対象となる原債権者が、契約上、個別に特定されており、参加割合について、原債権者の貸出条件と同一条件が原債権者と参加者との間に適用されること、
- ② ローンから得られる原債権に含まれる経済的利益がすべて投資家に移転すること、また原債務者の債務不履行等の原債権のリスクが投資家に移転すること、
- ③ オリジネーターである原債権者や原債務者による買戻し等の信用補完を全面的に禁止していること、

である。これらの要件がすべて満たされれば、債権は売却として取り扱われ、原債権者が有する貸付債権を第三者に売却したものととして会計処理できる。2つ目の要件から、経済価値のすべてが移転していることが要求されている。ローン・パーティシペーションのオフバランス化の要件が厳しい理由は、債権の経済的利益とリスクを契約により移転する形式をとるためである²⁰⁾。

なお、ローン・パーティシペーションのオフバランス化の要件に倒産隔離（バンクランプシーリモート性）は含まれていない。倒産隔離とは、オリジネーターである銀行が倒産した場合に、資産の譲受人がその資産に関する権利を債権者や管財人に邪魔されずに行使できることをいう。ローン・パーティシペーションのオフバランス化の要件に倒産隔離が規定されていないのは、1995年に公表された「ローン・パーティシペーションの会計処理および表示」の考え方の前提に「リスク・経済価値アプローチ」が採用されていたからである。しかし、こ

のことが現在の考え方「財務構成要素アプローチ」の下では矛盾を引き起こしている。

2000年度から日本でも金融資産に対する認識の中止(オフバランス化)の考え方として、「財務構成要素アプローチ」が採用されている。このアプローチの考え方に基づくと、信用補完措置として超過担保を設定して優先部分と劣後部分に分けて証券化商品が発行される場合、優先部分についてはオリジネーターである銀行が債権の支配を放棄することからバランスシートから外されるが、オリジネーターが引き続き留保する劣後部分と超過担保についてはバランスシート上に計上しなければならないのである。

ローン・パーティシペーションはリスクと利益の移転を重視する契約であって、資産の構成要素から生じる利益が売却された後にもオリジネーターが支配しているか否かを重視する現在の規準とは異なる。そのため、「現在の規準では、ローン・パーティシペーションは倒産隔離を満たさないためオフバランス化の要件を満たさない」ことになる。しかし、ローン・パーティシペーションは証券化の手法として広く利用されているため、特例事項として例外が認められることになった。それは、「現状の“ローン・パーティシペーションの会計処理および表示”の要件を満たしていれば経過措置として当分の間はオフバランス化が認められる」というものである²¹⁾。この“当分の間”については何も示されていない。なお、資産がオフバランス化された場合において、譲渡後にも譲渡者が譲渡資産との関与を持ちつづけている場合は財務諸表に注記する必要がある²²⁾。

3. 比較考察

ローン・パーティシペーションは、日米の銀

行にとって重要な証券化手法といえる。その理由としては、サイレント方式(債務者への通知や承諾を取得する必要がない)が認められていたために、SPCを作るなどの手間が省けたこと、BIS規制上のオフバランス化が可能であったこと(会計上のオフバランス化とは異なる)、金利変動リスクなどをコントロールすることが可能であることなどを挙げることができる。

ところが、日本では1995年まで国内でのローン・パーティシペーションが認められていなかったため、邦銀はユーロ市場で活動しなけりばならなかった。日本国内でも証券化手法を利用したいという要望は高まりつつあったにも関わらず、日本独自の事情で阻害されていた。

VI. 証券化関連法制度

米国は金融資産証券化においても不動産証券化においても、実績、発行残高ともに世界最大である。この背景には、米国特有の金融制度のもと、法的インフラが整備されていたことの影響が大きい。米国の証券化関連法、税制上の特例などについてまとめ、日本の現状と比較する²³⁾。

1. 米国の証券化関連法制度

ABSなどの証券化商品は米国でも比較的新しい商品であるが、発行にあたって他の証券と区別されることはない。一般に、公募証券を発行するには、証券の公募発行に関するルールを定めた1933年証券法(Securities Act of 1933)の適用を受ける。この法律に従い、米国証券取引委員会(以下、SECとよぶ)に目論見書等の登録届出書を提出する。情報開示は、

投資家が証券や発行体に関する情報を公平に知ることを目的として、EDGAR システムへの登録が義務付けられている²⁴⁾。

1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) は証券取引所と店頭市場での取引に必要な継続開示、インサイダー取引を含む詐欺行為の防止などを規制している。継続開示として、ABS などの証券化商品については、通常要求される四半期ごとの報告書のかわりに月次報告書 (実務でよく利用されているもの) を利用することができる。

1939年信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) は1933年証券法を補足し、公募債発行のときに発行体、投資家、受託会社との関係を規定している。そのため1933年証券法の規定を受ける企業に適用される。公募債の発行者が受託会社の設置、一定の情報開示等をおこなうことを規定している。

1940年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) は、投資会社の情報公開について規定している。証券投資、運用を業務とする発行体や総資産の40%以上が投資証券である発行体は投資会社としての規制を受け、SEC への事前登録と定期報告をしなければならない。証券化商品を発行する SPV についてもこの法律の適用を受けるが、1992年以降、SEC の Rule3a-7で証券化商品については適用除外とされた。

米国では包括定義が採用されているため、証券の概念が日本に比べ広いという特徴がある。たとえば、株式、担保付社債、無担保付社債、投資契約や一般に証券とされている権利・証書 (投資契約) などとも含まれており、既存の法体系のもとで新しい商品の開発をおこないやすい素地がある。包括条項があるために、証券にあ

たるかどうかは実体に即して判断され、中身の権利が問題となり、証券が発行されていないなくても構わない。

2. 日本の証券化関連法制度

日本では、証券取引法上の有価証券概念の定義が限定列举主義 (包括定義は罪刑法定主義に反すると考えられている) であるために、金融商品が各関係業法によって業態別に縦割りの状態で規制される体系になっている。そのため業務規制や禁止規定が多く、証券化などの新しい業務をおこなおうとする場合、法改正や新法の整備が必要となる。

証券化に関しては、1993年に特定債権法 (「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」) が独立した形の法律として作られた。特定債権法の下で、リース債権・クレジット債権といった特定債権等に分類される債権の流動化・証券化がはじまった。その後、BIS の自己資本比率規制対策、1990年代に入り深刻化した不良債権問題への対応などから証券化に関する法整備が進むこととなった。

SPC 法 (「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」) により、特定資産 (不動産、指名金銭債権、これらを信託した信託受益権) を資産対応証券 (優先出資証券、特定社債券、特定約束手形) の形で証券化する際に用いる特定目的会社 (SPC 法上の特別目的会社である SPC は、特定目的会社) の制度が作られた。SPC 法では、投資家保護の観点から、証券取引法上の有価証券のディスクロージャー制度とは別に、資産流動化計画・個別流動化案件等の開示制度が導入された。

債権譲渡特例法 (「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」) は、民法の

特例法として1998年に制定された。民法では指名債権（債権者が特定している債権）の移転を債務者または第三者に主張するための法律要件（債務者対抗要件と第三者対抗要件）が規定されている。指名債権は譲渡可能な債権であるが、民法の規定が証券化の大きな障害となっており、債権譲渡特例法によって簡易に対抗要件を具備する手段が創設されている。

弁護士法の特例法として、許可を受けた株式会社に債権管理回収業務を行うことを認めたのがサービサー法（「債権管理回収業に関する特別措置法」）である。不良債権の回収は弁護士法に抵触するため、特例としてサービサー法に基づく債権回収会社による回収業務を認める必要があった。

ノンバンク社債法（「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」）は、出資法改正により、貸金業者に貸付資金目的の社債・CPの発行、およびABSの発行を要件付きで解禁したものである。

上述の証券化関連新法に加え、証券化の促進に関するものとして金融システム改革法（「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」，1998年12月施行）が挙げられる。同法により証券取引法が改正され、SPC法上の資産対応証券が証券取引法上の有価証券に追加指定されることになった。

また、2000年5月には新たに3つの法律が成立した。資産流動化法（「資産の流動化に関する法律」）、改正投信法（「投資信託及び投資法人に関する法律」）、金融商品販売法（「金融商品の販売等に関する法律」）である。これらの法律は市場型間接金融という考えに基づいて、“集団投資スキーム”を実現したものである。

この3つの法律が成立する過程を振り返る

と、1997年に設置された「新しい金融の流れに関する懇談会」において新しい金融法制・ルールの中核に関する検討が始まったことにさかのぼる。この懇談会の取りまとめとして出された「論点整理」の中で、間接金融から「市場型間接金融」に移行するべきだという共通認識が示されると同時に、横断的・包括的な金融サービス法の制定が目指されることになった。その後、金融審議会第一部会において²⁵⁾、市場型間接金融の中心的役割は「集団投資スキーム」が果たすべきであるとされると同時に、改めて金融サービス法の制定を目指すことが掲げられた。こうした経緯をふまえ、2000年5月に、集団投資スキームの2分類である「資産運用型」、「資産流動型」がSPC法の改正（「資産の流動化に関する法律」に改称）、投信法の改正（「投資信託及び投資法人に関する法律」に改称）によりそれぞれ達成されたのである。また、金融サービス法の第一歩として金融商品販売法が制定された²⁶⁾。

VII. 結 語

1970年にジニーメイ（政府全国抵当金庫，Government National Mortgage Association）がモーゲージローンを裏付けにした証券を発行して以降、証券化は新しい金融革新として米国で急成長した。この背景には、同国特有の法・会計制度のもとでインフラ整備が進められたという制度的要因、1970年代後半からの預金金利規則の下で生じた金利高騰による金融仲介システムの機能が低下（disintermediation）したこと、それに伴って不良債権問題が発生したこと、1980年代におけるBIS規制に代表される自己資本比率規制の強化といった環

境要因の影響が大きい。

一方、日本国内の証券化市場は、1993年の特定債権法の成立とともにリース・クレジット債権の証券化からスタートし、市場は本格的に成長してきているが、数多くの問題を抱えている。市場が成長した背景には、1990年代に入り深刻化した銀行の不良債権問題や自己資本比率規制の強化などがあり、銀行の不良債権処理策の1つとして証券化の手法を活用することが考案され、法改正を伴ってインフラ整備が進められていることがある。つまり、米国と同様、不良債権問題による伝統的金融仲介システムの機能不全といった環境要因の影響が背景にあった点は類似している。

しかし、銀行の不良債権処理策のひとつとして法制化された SPC 法 (1998年施行) は現在までのところ不良債権の証券化手法としては利用されておらず、証券化関連法の整備が進展しても税制度の改革が遅々として進行しないこと等を振り返れば、課題も残されている。さらに、日本の証券化の進行為、国内で解禁になる前に、海外の資本市場 (とりわけユーロ市場) を経由する金融仲介によって支えられてきたという事実があり、国内市場において情報の市場取引を前提とする金融仲介システムが十分に整備されていなかったことも問題提起されなければならない。日本の金融監督機関は証券化に代表されるような金融技術の革新にもっと注意を払うべきである。

本論文では、証券化が成長した背景、制度の影響等について日米両国を比較する形で整理した。続く「金融資産証券化に関する経済分析のサーベイ」においては、米国の証券化に関する理論・実証分析文献のサーベイをおこない、競合する仮説を整理し、複数の仮説検定結果を対

比させる。また、証券化が金融システムにおよぼす影響、企業資産や株価に与える影響、銀行の金融仲介機能と証券化の関連等についても分析する。

注

- 1) Securitization という言葉は1977年の Wall Street Journal に起源があることが説明されている (Ranieri [1996])。
- 2) 1992年6月の証券取引法の改正に伴い、政令 (同法第2条第2項1号、同法施行令第1条の3) により、住宅ローン債権信託受益権は、証券取引法上の有価証券に指定された。一般貸付債権信託受益権は、1992年12月1日付大蔵省銀行局長通達「金融機関の貸付債権の流動化等自己資本比率向上策について」の一部改正 (蔵銀2072号) によって、一般貸付債権信託の取扱いが認められ、1997年5月に証券取引法上の有価証券に指定されたが、同年6月1日付で上記通達は大幅に改正され、住宅ローン債権信託、地方公共団体向け貸付債権信託と合わせて、一般貸付債権として扱われることとなった。
- 3) 早期是正措置とは、銀行を自己資本比率によって区分し、規定の一定の比率 (BIS の国際統一基準と大蔵省が定める修正国内基準の2種類) を下回った場合には「経営改善措置」を命じることができるというものである。
- 4) 米国では、ABS という証券化商品の総称が MBS を除く商品に限定されている。
- 5) 銀行は BIS の自己資本比率規制上、資産圧縮の必要に迫られた。自己資本比率は通常、「自己資本/総資産」で求めることができる。BIS 規制上は、「第1次自己資本 (Tier 1) + 第2次自己資本 (Tier 2) の合計」/リスクアセットで求められる。第1次自己資本には、資本金・剰余金などが含まれ、第2次自己資本には、有価証券含み益・貸倒引当金・劣後債などが含まれる。Tier 2 は Tier 1 と同額まで分子に組み込むことが可能である。また、分母のリスクアセットは銀行が保有する資産を信用リスクに応じたウェイト付けをしたものである。
- 6) 米国の法制度については財団法人日本資産流動化研究所 [1999]、イギリスの法制度については、財団法人日本資産流動化研究所 [1998] が詳しい。日本の現段階における証券化関連の法整備については、高橋 [1999] 等多数存在する。
- 7) 指名債権の譲渡に関しては、確定日付のある証書による債務者への通知・意義なき承諾の取得がなければ、譲受人は自らの権利を債務者および第三者に対抗できない (民法467条)。しかし、たとえば、特定債権法上の特定債権等であれば、民法に定められた指名債権譲渡の對抗要件 (民法第467条) 以外に、あるいは特定債権法上に定められた公告制度により第三者對抗要件を具備できる。特定債権法上のリース物品に対しては、動産物件譲渡の對抗要件 (民法第178条)、あるいは公告制度を利用できる。
- 8) 日本では大蔵省 (現財務省) の通達に基づいて、銀行

- が自己資本比率を計算して日本銀行に報告している。BIS 規制の具体的解釈については大蔵省・日本銀行が BIS と連絡をとりつつ決定しているが、細かい項目については事実上銀行の自主的な判断にゆだねられているものも多い。(大垣 [1997])。
- 9) 真正売買とは、原債権の売主であるオリジネーターと原債権との関係が完全に切断されており、オリジネーターが譲渡債権に対して支配権 (effective control) を残していないような売買のことである。
- 10) 詳細は北 [1999]、白石 [2000] を参照。
米国には、財務省 通貨監督局：Department of the Treasury, Office of the Comptroller of the Currency; OCC, 連邦準備制度理事会：Board of the Governors of the Federal Reserve System; FRS, 連邦預金保険公社：Federal Deposit Insurance Corporation; FDIC, 財務省 貯蓄金融機関監督庁：Department of the Treasury, Office of Thrift Supervision; OTS の 4 つの金融監督当局がある。1994 年の Riegle Act により、自己資本比率規制に関する取扱いは Federal Financial Institutions Examination Council (FEIEC) を通じて一本化されている。
- 11) リコースとは、原債務者の債務不履行等の場合に、債務者が本来支払うべき金額の支払を債権の譲受人が譲渡人から受ける権利。
- 12) 1998 年に施行された「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)」に定義される SPC の要件に該当する場合は連結対象とならないという例外規定が併記されている。しかし、この SPC 法には倒産隔離の仕組みが取られていないなどの問題点が多く指摘された。
- 13) 詳細はトーマツ [1999] 参照。証券化に関する日米のオフバランス化の考え方・問題については、秋葉 [1998]、日米英のケースについては福澤 [1996] が詳しい。オフバランス化に関する歴史的経緯については、弥永 [1994]、福澤 [1996]、北 [1999] に簡潔にまとめられている。
- 14) 合理的に予測可能な範囲内でのリコースについては、経験値による裏付けが必要とされたため、損失の見積もりが困難な一般的でない債権 (譲渡される債権と同質の債権の先例や債権の回収可能性に影響を及ぼす先例がない場合) のオフバランス化は困難とされていた。
- 15) この条件はリスクが残っていても資産の認識中止を認めるものであり、実際の必要性に応えたものであると評価された (弥永 [1994])。
- 16) リコース付でない資産の譲渡であっても、銀行は暗黙の保証を提供していると見られる場合があると指摘された (Gorton and Pennacchi [1990])。
- 17) SPC も SPV もともに ABS の法律上の発行者であるが、ABS の構造・仕組みにより、信託、会社等の様々な形態をとる。会社形態をとるときは、SPC、特別目的会社と呼ばれる。両方を合わせて SPE と呼ばれる。
- 18) 不動産に関しては、日本公認会計士協会は 2000 年 7 月 31 日に不動産の証券化をおこなう際に適用する会計規則

を公表している。

- 19) 真正売買や倒産隔離 (Bankruptcy remoteness) の問題と第三者対抗要件は密接に関わる。原債務者が原債権者に対して反対債権を有する場合は、第三者対抗要件だけではなく、債務者対抗要件も具備するべきである。しかし、債権譲渡特例法に基づく債権譲渡登記によって第三者対抗要件だけは容易に具備できるため、経過措置として、対抗要件の具備保留の場合も法的に保全されるという措置が講じられている。
- 20) 詳しくは、(福澤 [1996]) を参照。
- 21) ただし、実務指針により、SPC を参加者とするローン・パーティシペーションの場合は、債権の消滅を認識できないとされている。これ以外の参加者に対するローン・パーティシペーションは本来金融資産の消滅の認識の要件を満たしていない場合でもオフバランス化できる。
- 22) たとえば、譲渡資産に対する保証契約やリコース条項がある場合、流動化スキームの中で優先劣後構造による信用補完措置を設けていて、リスクのある劣後部分を引き受けている場合など、財務諸表に注記の必要がある。
- 23) 米国における ABS に係る法整備 (とくに情報開示制度) については、(財)日本資産流動化研究所 [1999] が詳しい。日本における ABS に係る法整備については、高橋 [1999] 等多数ある。日本の最近の ABS に係る規制緩和状況については、近藤、田中 [1999] 等を参照。
- 24) EDGAR システムとは、法律で開示が要求されている書類の SEC への提出から投資家等の総覧までを電子化したシステムである。このシステムは 1991 年 5 月に開始され、1993 年 4 月には規則の改正と電子開示固有の事項を規定した Regulation S-T を制定した。その後、インターネットによる情報伝達が投資家保護の観点からも有益であるとの判断から、1995 年 10 月より SEC のホームページ上で情報が提供されている (ただし、情報ベンダーとの競争を避けるため、情報は 1 日遅れで提供されている)。
- しかし、ABS に関しては、1933 年証券法の定義に該当するが、販売先のほぼすべてが機関投資家であるため、適用除外となり、EDGAR システムへの登録がおこなわれないことも少なくない。
- 25) 金融審議会は第一部会と第二部会から成り、金融制度および証券取引制度に関する重要事項を調査審議するために設置された審議会。平成 10 年 7 月 30 日大蔵省による新聞発表記事は <http://www.mof.go.jp/kinyusin/to sin/1a301a.htm>。
- 26) 詳細については、高橋 [2000] を参照。

参考文献

- Gorton, Gary, and George Pennacchi [1990].
“The Loan Sales Market,” in George Kaufman (ed.), *Research in Financial Services*, Vol. 2, pp85-135.

- Ranieri, Lewis S [1996]. "The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential," in Kendall, T. Leon and Michael J. Fishman (eds), *A Primer on Securitization*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts.
- Moody's Investors Service [2000]. "1999 Year in Review and 2000 Outlook, International Asset-Backed Securities Markets: The Expansion Continues," Special Report.
- 秋葉賢一 [1998], 「金融資産のオフバランス化会計問題」『SFI 会報』第20号, 財団法人日本資産流動化研究所, 9月, 10-19頁。
- 遠藤幸彦 [1999], 「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に—」『フィナンシャル・レビュー』, 大蔵省財政金融研究所, 6月, 79-115頁。
- 北 康利 [1999], 『ABS 投資入門』, シグマベイスキャピタル。
- 白石洋一 [2000], 『貸出債権証券化の方法』, 東洋経済。
- 近藤智洋, 田中順也 [1999], 「特定債権等に係る事業の規制に関する法律をめぐる最近の規制緩和の状況について」『金融法務事情』No. 1563, 11月, 26-32頁。
- 高橋正彦 [1999], 「我が国における資産流動化の展開と法制整備」『フィナンシャル・レビュー』, 大蔵省財政金融研究所, 6月, 1-21頁。
- [2000], 「SPC 法改正等と特定債権法」, SFI 会報第27号, 財団法人日本資産流動化研究所, 6月, 26-31頁。
- トーマツ [1999], 『最新Q & A 債権の流動化——仕組みと会計処理』, 清文社。
- 中北 徹 [1999], 「証券化は今後進まざるをえない—第二分類債権問題をを中心に考える—」『資産流動化研究』Vol. V, 財団法人日本資産流動化研究所, 3月, 27-39頁。
- 永野 学 [1998], 「銀行の貸出債権証券化について—技術と哲学—」『資産流動化研究』Vol. IV, 財団法人日本資産流動化研究所, 3月, 137-145頁。
- 日本資産流動化研究所 [1998], 『英国の金融サービスマス法と資産流動化スキームに関する調査研究』, 3月。
- [1999], 『米国証券化のディスクロージャーに関する調査研究』, 3月。
- 野村総合研究所 [2000], 『金融の本質 21世紀型金融革命の羅針盤』, 野村総合研究所広報部。
- 福澤恵二 [1996], 「証券化におけるオフバランス化の問題—金融資産の認識中止の条件について—」『金融研究』, 日本銀行金融研究所。
- 堀内昭義 [1989], 「証券化の経済分析」, 金融調査研究会報告書02, 『証券化と金融システム』, 金融調査研究会, 69-95頁。
- J. A. ローゼンタール・J. M. オカンボ著, 藤原英郎訳, [1989], 『新しい証券化技術』東洋経済新報社。
- 弥永真生 [1994], 「債権譲渡の会計上の諸問題について」『金融研究』, 日本銀行金融研究所。
- (本稿をはじめとする一連の証券化に関する研究について, 財団法人石井記念証券研究振興財団から助成金を受けました。ここに記して感謝いたします。)
- (大東文化大学経済学部講師・当所客員研究員)