

## 証券化の制度比較(1)

原 田 喜美枝

### 目次

- 一、はじめに
- 二、証券化手法
- 三、BIS規制
  - (1) 証券化に関するFRBのBIS基準ガイドライン
  - (2) 大蔵省銀行局告示
- 四、オフバランス化の「認識」の問題
  - (1) SFAS七七およびSFAS一二五、米国における債権売却の取扱い
  - (2) 金融商品会計基準、日本における債権売却の取扱い
- 五、ローン・パーティシペーション (以下、次号)
- 六、証券化関連法制度
  - (1) 米国の証券化関連法制度
  - (2) 日本の証券化関連法制度
- 七、おわりに

“Car loans and leases, credit card receivables, boat loans, mobile home loans, home equity loans, small business loans, student loans, problem loans, Third World debt, and even delinquent municipal tax liens also have been securitized by originators and Wall street.”

Kendall Leon T. and Michael J.  
Fishman (1996), The MIT Press  
A Primer on Securitization

「自動車ローン・リース、クレジットカード債権、ボートローン、移動住宅ローン、ホームエクイティローン、中小企業向けローン、学生ローン、不良債権、途上国の累積債務、市町村税の滞納税までもがウォールストリートでは証券化されている。」

## 一、はじめに

上述の例が示すように証券化の対象になる資産は多岐にわたる。入り口の資産が多岐にわたるだけでなく、出口の証券のタイプも様々である。証券化を分析対象にしようとすると、法律、会計、税務や経済的側面など多様な視点からトータルに問題を考えなければならぬという問題に直面する。

研究者だけでなく実務家の間でも専門分化が進んでいく状況の下で、証券化についてはむしろ逆に専門領域を超えて分析していかねばならないという困難さがある。証券化、法律、会計、税務、経済的要因はすべて密接に関係している。

たとえば、銀行を例にとると、債権を証券化してオフバランス化することができれば、国際競争

力などの点で有利に働くと考えられる。しかし、証券化の手法を活用できるかどうかは法・会計制度等の諸制度に依存する部分も大きい。そこで、米国の証券化の発展につながった制度的要因について、九〇年代後半に入り急成長している日本の証券化市場の法・会計制度と比較する形で明らかにする。銀行がオリジネーターとなる場合に関係する制度を中心にとりあげる。<sup>(1)</sup>

日本では証券化関連市場が急成長しているにも関わらず、専門領域を越えた議論を展開している分析が少ない。証券化関連市場に内在する問題を考察することは今後の市場の発展に欠かせないと思われることから、市場規模でみて世界第一位の米国と第二位の日本の制度的基盤を簡潔にまとめ、しかし、第一位と第二位には雲泥の差があり、第二位以降の差は小さい(一)ことに注意しなければならない。

項目として、二、では証券化の手法について概説し(比較はおこなわない)、三、以降において両国の比較をおこなう。三、はBIS規制についてとりあげる。BIS規制は、その基準をめぐる運用が各国の中央銀行等にまかせられているために、取り扱いはこの国でも完全に同じというわけではない。四、はオフバランス化についてとりあげる。オリジネーターがSPCに譲渡・売却した資産が真正なる売却(True Sale)であると認められれば、その資産はバランスシートから外され、俗に言われるバランスシートのスリム化(ROA等の財務指標が向上すること)をおこなうことが可能となる。SPCへの売却が真正な売却であるかどうかの基準は会計制度に依存する。金融機関による証券化のインセンティブとして代表的なものがBIS規制、金融機関や事業会社の証券化によるメリットとして代表的なものがオフバラ

ンス化である。本号ではこの二つについてとりあげる。次号では、五、でローン・パーティシペーション、六、では証券化関連法制度をそれぞれ取り上げる。日本では一九九三年に特定債権法が施行されるまで証券化関連の立法が存在していなかった。そのため、証券化に関する法手当ては特別法の形で制定されており、一般法との関係でグレーな部分が残されている。

以上のような点について、制度の違いを並べるだけでなく、それが実務面でどういう違いをもたらしたか、という点についても触れる。

## 二、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

ペーシモン (Loan participation) という三通りの手法がある (表1参照)。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、一九八四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、一九九〇年に市場規模が縮小してからは、一九八〇年代よりも少ないが一定の水準を保って推移している。

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、原債権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権者の間で創設されるというものである。

表1 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、第三者が新たな貸付をおこなうもの。	原債権は消滅しないまま、債権者が第三者に譲渡するも、債権者に通知と省略方式(サレント方式)の方法がある。	原債権は移転せず、リスクと原債権者による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	移転しない
リスクの種類	原債権者の信用リスク	原債権者の信用リスク(第三者対抗要件取得)と原債権者の信用リスク(第三者対抗要件取得しない場合)	原債権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

ある。日本の金融当局は原債権が弁済されるといふ理由から、更改を証券化のカテゴリーから除外しているため、日本ではこの言葉を耳にすることはまれである。

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、アサインメントと呼ぶ)がある。譲渡人である銀行は資産を売却することにによって、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。第三者対抗要件を具備していない債権を取得することは、当該債権の原債権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。原債権者はこのような契約の存在を知らず、また第三者は原債権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。

### 三、BIS規制

BIS (Bank of International Settlements: 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一九八八年に課された八%の自己資本比率を確保するルールのことを指している。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。一九九八年三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。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せられていること、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 (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。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、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。

### (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、一九九四年にリコース付 (Recourse) 資産のガイドラインが決定され、一九九七年に信用補完 (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2参照)。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のことである。

リコース付資産の譲渡 (遡及権付、買戻条件付または求償権付の資産の売却とも呼ばれる) 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に、必要自己資本 (Risk based capital) を積む必要がある。一九九四年までは、リコース

表2 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。

のカバーする資産額が移転する資産に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%未満なら必要資本額は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%を積みよこととされていた。しかし、一九九七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く。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要求された結果である。また、一九九七年のガイドライ

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

一九九八年に大蔵省銀行局告示(第一四五号)

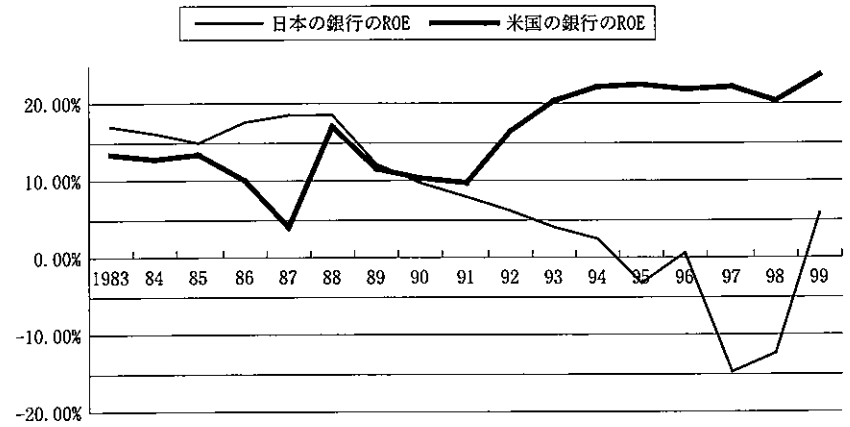
により、日本ではリコース付資産の譲渡はBIS規制上オフバランス化を認められていない。リコース付資産の売却とは、金銭債権等の売却のうち、資産価値の低下につき売却をおこなった銀行が損失の全部または一部を負担するもののことを言い、この売却した債権の元本部分はBIS規制上オフバランス化したとみなされない。SPCへ譲渡した資産がオフバランス化したとみなされるためには、SPCへの資産の譲渡が真正売買であり、SPCが連結対象でないことが重要になる。日本国内ではリコース付ではBIS規制上の資産圧縮効果を得ることは難しい。

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。

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だろう(米国銀行のROEは八〇年代以降ずっとプラスで推移し、九一年頃を境に上昇して二〇%以上を保っている。これに対し、邦銀のROEは八八年以降下がりが続け、九四年以降はマイナスで推移している。図参照)。

図 銀行の収益力に関する日米比較



(注) ROE=経常利益/自己資本で計算した。経常利益、自己資本のデータは、日本銀行『国際比較統計』より取得した。対象は、日本は都市銀行と地方銀行、米国は連邦預金保険公社(FDIC)の保険に加入している商業銀行。日本は年度、米国は暦年。

## 証券化の制度比較(1)

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、新たに借入金が増え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)

この二の図式が成り立つ。

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、判定は複雑になる。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

#### 四、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に資産のオフバランス化があげられるが、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はできない。

資産としての認識を中止するということは、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される。資産が売却として認められず、資産を担保と

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」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) S F A S 七七およびS F A S 一二五、米国における債権売却の取扱い

米国では、一九七三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 F A S B) から「リコース付の譲渡に関する譲渡人の会計報告」(Reporting by Transferors for Transfers of Receivables with Recourse—S F A S 七七、以下S F A S 七七と呼ぶ) が制定された。その後、一九九六年にF A S B 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

—S F A S 一二五、以下S F A S 一二五と呼ぶ) 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。「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。

S F A S 七七の規定では、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、

- ・リコース義務が合理的に見積可能であること、
- ・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。

一九九〇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数量分析が数多くみられる背景にはこのような会計基準の存在が大きく影響していると考えられる。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

たかどうか、譲渡資産には暗黙の保証 (implicit guarantee) 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。

S F A S 一二五では「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。この基準は一九九七年一月以降におこなわれる証券化について適用されている。S F A S 一二五では「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。

S F A S 一二五で資産が売却として扱われるための三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 S P E (Special Purpose Entity) の略。F A S B は S P V (Special Purpose Vehicle) あるいは S P

C (Special Purpose Company) のことを S P E と呼ぶ。S P C も S P V もともに A B S の法律上の発行者であるが、A B S 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、S P C、特別目的会社と呼ばれる。両方を合わせて S P E と呼ばれる。) である場合、S P V 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。一九九九年までに存在した唯一のオフバランス化の指針は、一

九九五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、一九九九年一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二〇〇〇年一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、二〇〇〇年四月からは金融商品の新会計基準が適用されている。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と、
  - ③譲渡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、
- という三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。



(注)

(1) 日本の証券化商品の裏付けになる資産には企業向けのローンやリースが非常に多い。対照的に米国では一般消費者向けのクレジットの証券化が多い。企業の資金調達としての証券化には大きな差があるが、銀行が主体となる証券化には大きな差はないことから、銀行がオリジネーターとなる場合を考える。

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。

(はらだ きみえ・当研究所研究員)