

証券化の制度比較(2)

原 田 喜美枝

目次

- 一、はじめに
- 二、証券化手法
- 三、B I S 規制
 - (1) 証券化に関するF R BのB I S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) 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
 - (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
- 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

(以上、本号)

(以上、前号)

米国では有価証券の定義として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。株式、社債などは言うに及ばず、投資契約（一般に証券とみとめられている権利・証書）も含まれる。これまでに判例によって投資契約として認められたものには次のようなものが含まれる。不動産（アパート、商業ビルなどの経営、墓地）、栽培（グレープフルーツ、オレンジ、ぶどう、いちじく、あぶら桐）、家畜（乳牛、競走馬）、飼育（じゃこうねずみ、うさぎ、チンチラ）、事業（研究開発、ケーブルTV、映画）等である。日本では考えられないような商品が有価証券に含まれるこのユニークさが、証券化商品の発展する要因にもなった。証券化商品の発展・市場の育成に証券取引法等は直接・間接に影響していることから、本号では、主に証券化関連の法律を比べていく。

五、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為）、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。

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SFAS七七の考え方が適用されてきた。一九九七年以降はSFAS一二五が適用されることになり、従来のSFAS七七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、一九九七年以前は、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、一九九七年以降は「財務構成要素アプローチ」に基づくようになり、リコース付債権の売却のオフバランス化は認められなくなった。

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」（一九九五年六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、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、また原債権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（つまりオフバランス化できる）。二つめの要件から、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。

ここで注意しなければならないのは、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（バンククラブシーリモート性）が含まれていないということである。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かったのは、一九九五年に公表された「ローン・パーティシペーションの会計処理及び表示」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、このことは現在の考え方「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。

前号の「四、オフバランス化の「認識」の問題」でみたように、二〇〇〇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。財務構成要素アプローチの考え方に基づく、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、発行される優先部分についてはオリジネーターである銀行が債券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。

ローン・パーティシペーションは、本号の冒頭にもあるように、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基準とは異なる。そのため、「現在の基準では、ローン・パーティシペーションは倒産隔離性を満たさないためオフバランス化の要件を満たさない」ことになってしまふ。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及び表示」の要件を満たしていれば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。この「当分の間」に関しては何も示されていない。

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取得の必要がない）が認められていたためにSPCを作るなどの手間を省くことができたこと、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とBIS規制上のオフバランスは異なる）、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、日本では一九九五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ればならなかった。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かかわらず、日本独自の事情で阻害されていた。

六、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。

(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一九三三年証券法 (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。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閲覧までを電子化したシステムである。このシステムは一九九一年五月に開始され、一九九三年四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も制定されている。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がなされ、一九九五年一〇月より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、情報は一日遅れで提供されている)。

しかし、ABSに関しては、一九三三年証券法

の定義に該当するが、販売先のはば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。

一九三四年証券取引所法 (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。

一九三九年信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) は一九三三年証券法を補足し、公募債発行の際の発行体、投資家、受託会社との関係を規定している。そのため一九三三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。

一九四〇年投資会社法 (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四〇%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、一九九二年以降、SECのRule 3a-7で証券化商品については適用除外とされた。

冒頭で述べたように、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、無担保付社債などの多くの証券を列挙するほかに、一般に証券とされている権利・証書(投資契

約と呼ばれる)も含まれている。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くても構わない。これまでに判例によって投資契約として認められたものには本号の最初に挙げたようなものがある。

(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)という意識が存在する)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。以下、近年急速に整備されつつある証券化関連の法整備について概観する。

証券化に関しては、一九九三年に特定債権法(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、一九九〇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(「債権譲渡の對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一九九八年に制定された。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(債務者對抗要件と第三者對抗要件)が規定されている。指名債権は譲渡可能な債権であるが、この民法の規定が証券化の大きな障害となっていた。そこで、債権譲渡特例法によって簡易に對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」、一九九八年二月施行)が挙げられる。同法の成立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、二〇〇〇年五月には新たに三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。

この三つの法律が成立する過程を振り返ると、一九九七年に設置された「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・ルールの枠組み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認識が示され、横断的・包括的な金融サービス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（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

一〇年七月三〇日大蔵省による新聞発表記事は以下のサイトから取得できる。http://www.mof.go.jp/kinyusin/tosin/1a301a.htm）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た。同時に、あらためて金融サービス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、二〇〇〇年十一月に、集団投資スキームの二つの分類である「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）によりそれぞれ施行されたのである。また、金融サービスの第一歩として金融商品販売法が制定された。

七、おわりに

一九七〇年にジニーメイ（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商品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、一九七〇年代後半から預金金利規則の下で金利高騰が生じたことにより金融仲介システム機能が低下したこと、それに伴って不良債権問題が発生したこと、一九八〇年代における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。

米国では、金融資産とくに銀行資産が市場で取引される証券になり、銀行経営者だけでなく、監

督官庁や政策立案者も銀行が経済活動の中で果たす役割、政府が銀行セクターに果たす役割を再考しなければならなかったといわれている。

一方、日本国内の証券化市場は、一九九三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。この背景には、一九九〇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一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。

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いないだけでなく、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、課題も多く残されている。さらに、日本の証券化の進行が、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。

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かかわらず、経済学の視点から分析したものはまだ非常に数少ない。日本の市場を分析する際には、市場が発展した背景、日本市場の固有性を把握しなければならない。たとえば、格付けの低い企業が社債市場を利用して直接資金調達することが可能となったのは、証券化の手法が導入されてからのことである（例えば、東京都が発

行したCLO等）。また、規制体系の見直し、規制緩和が進められることによって証券化商品の開発が進んでいることから、法・会計制度等のインフラの違いについても理解する必要がある。多様な視点からトータルに証券化の問題を考えていくことが今後必要とされる。

（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）