

Ⅱ．報告論文

米国の証券化の現状について

大 野 克 人

1. 証券化の展開
2. 制度・実務面での諸制度

キーワード：証券化、債権流動化、米国、ABS（Asset-Backed Securities）

ジャンル別分類：L

1. 証券化の展開

(1) モーゲージ・バック証券（MBS）発展の概観

米国における証券化は、住宅用モーゲージを対象としたモーゲージ・バック証券（MBS）から始まった。MBS の発展過程の中でさまざまな証券化技術が培われ、それが他の金融資産の証券化に適用されてアセット・バック証券（ABS）が誕生した。本論文では、証券化商品についてABSを中心に論じるが、その前史としてまずMBSについて触れることとしたい。

イ. MBSの沿革

米国では、古くは1930年代からモーゲージの流通市場を促進する政策が取られていた。1934年には全米住宅法（National Housing Act of 1934）が制定され、大恐慌で大打撃を受けた住宅ローン市場の再建が図られた。また1938年には、金融機関からモーゲージを買取り、それを転売する連邦機関として旧 FNMA¹⁾（Federal National Mortgage Association、連邦抵当金庫）が設立されたのである。

しかし、モーゲージを裏付けとした仕組物の証券が本格的に発行されるようになったのは、1970年代に入ってからである。1970年より GNMA（Government National Mortgage Association、政府抵当金庫）、1971年より FHLMC（Federal Home Loan Mortgage Corporation、連邦住宅金融抵当金庫）が公募 MBS を発行し、また1981年からは FNMA も

本論文は、平成7年12月7日に開催された「債権流動化を巡る法律問題」ワークショップで報告するために作成した報告論文に、若干の手直しを加えたものである。

1) FNMA は当初1938年に連邦金融機関として設立されたが、1968年に GNMA と現在の FNMA（連邦特別法に基づく民間金融機関）に分かれた。

公募 MBS を発行している。これらの債券は Agency 物と呼ばれるが、連邦機関の保証が付されているため信用力は高く、また発行額が多いため MBS の主流を成す。MBS には特有の期限前償還リスクが伴うが、そのリスクを軽減した CMO (Collateralized Mortgage Obligation) が1983年に FHLMC より初めて発行された。さらに1986年には、モーゲージ・プールから生じる元金と利金を分離し、元利の組み合わせの異なる複数クラスを作ったストリップ・モーゲージ証券²⁾が登場した。このように MBS では住宅用モーゲージ証券が主流であるが、1980年代後半からはオフィス・ビルを対象とした商業用モーゲージ証券も登場している。なお、1994年末の MBS の発行残高は1兆6,840億ドルであり、その内 Agency 物の残高は1兆4,484億ドル、その他の民間モーゲージ証券等は2,356億ドルである。³⁾ また、1994年の各債券種類ごとの発行額は、Agency 物で3,611億ドル、CMO で1,088億ドル、ストリップ証券で217億ドル、民間モーゲージ証券で692億ドル、商業用モーゲージ証券で31億ドルとなっている。MBS は証券の形態によってパス・スルー証券とペイ・スルー証券に大別されるが、(イ)、(ロ)ではその両方について述べる。

(イ) パス・スルー証券

パス・スルー証券は、プールされたモーゲージを対象債権として発行される証券であり、プールに対する直接の所有権(共有持分権)を表象する。プールはトラストに預託され、モーゲージの借手が返済する元利が、サービシング・フィー差し引きの上、受益権証券の所有者にそのまま支払われるため、パス・スルー証券と呼ばれる。パス・スルー証券では、モーゲージに対する所有権は受益権証券の所有者に移り、資産として載っていたプールは発行者のバランス・シートから除かれる。

1970年に初のパス・スルー型 MBS として GNMA 債が発行された。GNMA 債では、裏付けとなるモーゲージは FHA/VA⁴⁾ 保証のものに限定され、また GNMA の承認を得た発行者がモーゲージ・ローンをオリジネートし、そのローン・プールをトラストに委託してパス・スルー証券を発行する。その証券の元利金については、GNMA が期日通りの支払いを保証する。GNMA はモーゲージ・プールの均一性を重視したため、プールは同一金利・同一満期の新規モーゲージで構成されたが、1983年には GNMA 債の改良型 (GNMA II) が発行され、対象モーゲージは同一の金融機関が貸し付けたものから複数金融機関のものに拡大され、またモーゲージ金利も同一ではなく金利差1%以内のものに条件が緩和された。

1971年からは FHLMC、1981年からは FNMA がパス・スルー証券を発行している。両機関ともモーゲージ市場の流動性と信用を高めるために設立されたが、GNMA と違って

2) 利金のみから成る IO 証券と元金のみから成る PO 証券とがある。

3) Federal Reserve System [4Q, 1994]。CMO、IO 証券、PO 証券は含まれず。

4) 住宅用モーゲージに対し FHA (連邦住宅局) は保険を、VA (退役軍人省) は保証を付した。

FHA/VA の保証の付いていないコンベンショナル・モーゲージを対象としており、モーゲージ・ローンオリジネーターから購入して自らパス・スルー証券を発行する。FNMA は GNMA 同様、証券の元利金の期日通りの支払いを保証するが、FHLMC は利金についてのみ期日通りの支払いを保証し、元本については最大1年程度遅れることがある。また、FHLMC、FNMA とともに金利の異なるモーゲージ・ローンをパス・スルー証券の裏付けとすることが可能である。

1977年には Bank of America による最初の民間パス・スルー証券が発行された。上記の Agency 物と違って政府系金融機関の保証が付されておらず、連邦機関の基準を満たさないコンベンショナル・モーゲージを対象としている。

(ロ) ペイ・スルー証券と CMO

ペイ・スルー証券は、パス・スルー証券等を裏付けに発行者の直接債務として発行される証券である。モーゲージの所有権は投資家に移転しないため、ペイ・スルー証券は発行者の債務として貸借対照表に計上される。また、元利払いはパス・スルー証券と同様にモーゲージのキャッシュ・フローと連結しているため、モーゲージに期限前返済があった場合にはペイ・スルー証券の投資家も元本償還を受ける。

ペイ・スルー証券は公募債としては1981年に初めて発行された。安全性の高い GNMA 債等を担保としているにもかかわらず利回りが少し高めに設定された点が魅力の商品であったが、期限前償還リスクが投資家に転嫁されるという問題は残ったままであった。この点を改良し、幅広い投資家ニーズに合うようにしたペイ・スルー証券が次に述べる CMO である。

CMO は1983年に FHLMC により初めて発行された。CMO とは、ペイ・スルー証券の仕組みをもとに、キャッシュ・フローを一定順序で異なるクラスの証券に割り振り、期限・金利等条件の異なる複数のトランシェを設けたものである。複数のトランシェがあることを除けばペイ・スルー証券と同じである。各トランシェごとに元本償還を受ける優先順位等が異なり、期限前償還リスクが大幅に軽減されたものから、高利回りであるが期限前償還の影響を受け易いものに至るまで多種多様なトランシェが組み合わせられる。また、投資家ニーズに合わせて変動金利となっているものや、イールドの歪みを利用して裁定取引を狙ったものもあり、幅広いニーズに適合できたことから CMO の投資家層は拡大した。なお、CMO における二重課税を回避する税制上の工夫として REMIC が認可されたが、この点については2.で述べる。

(2) アセット・バック証券 (ABS) 発展の概観

イ. ABS マーケットの概観

MBS の発展過程で、仕組・法律、会計、税務、数理処理といった各面で証券化技術が高度化した。それらがモーゲージ以外の金融資産に適用されて ABS の誕生を見ることが

になった。

ABS は、1985年にスペリー社がコンピュータ・リース債権を裏付けとして公募債を発行したのが最初で、それ以後対象債権は拡大し、自動車ローン、クレジット・カード債権、ホーム・エクイティ・ローン、商業用ローン等に及んでいる。発行額は順調に増え、本年は発行額1,000億ドルを越す勢いで記録更新中⁵⁾である（ABS が登場して以来の発行額推移と証券別の内訳については図表1を参照）。とくにここ3年は、米国の好景気を背景として証券化の対象となる原債権金額が増え、またこの新商品に対する投資家のアクセプタンスが増したことから、前年を2-3割程度上回るペースで発行は増えている。

証券の種類では、クレジット・カード証券、自動車ローン証券、ホーム・エクイティ・ローン証券の発行がシェア上位を占める。1985～87年と1992～93年は自動車ローン証券がシェアで最も多かったが、それ以外の年ではクレジット・カード証券がシェア首位となっている。1994年にはクレジット・カード証券はシェア43%の329億ドルが発行され、1995年も引き続き4割強のシェアを占めるものと予想される。⁶⁾

このようにABSの原債権のほとんどが消費者金融で占められているのは、これらが多数の法則に適していてプーリングし易く、またその債権プールが金額の上で大きいと考えられる。また、発行額上位10社で累積発行額の半分近くを占める⁷⁾（図表2を参照）ことから、比較的少数の大口発行者が中心のマーケットであると言える。これら大口発行者は繰り返し機動的な発行をするニーズが高いことから、1990年代に入ってからマスター・トラストという、複数の証券をシリーズとして機動的に発行できる信託形態を利用するものが主流となっている。一方、こういう大口発行者とは別に、消費者金融における競争激化を背景として、従来よりも質がやや低いローンを裏付けにした証券を発行する新顔の発行者も最近増えてきている。

投資家サイドとしては、格付が高い割に高利回りが期待できるため、ABSの購買意欲は強い。1994年にCS First Bostonが発表したレポート⁸⁾によると、投資家の裾野は拡大している。ABSが登場した当初は、投資顧問会社が投資額の約4割を占め、生命保険会社の投資比率も高かったが、近年は投資顧問会社と生命保険会社の投資比率はそれぞれ25%と8%に下がり、逆に非居住者が16%、銀行の信託勘定が15%とシェアを伸ばしている。

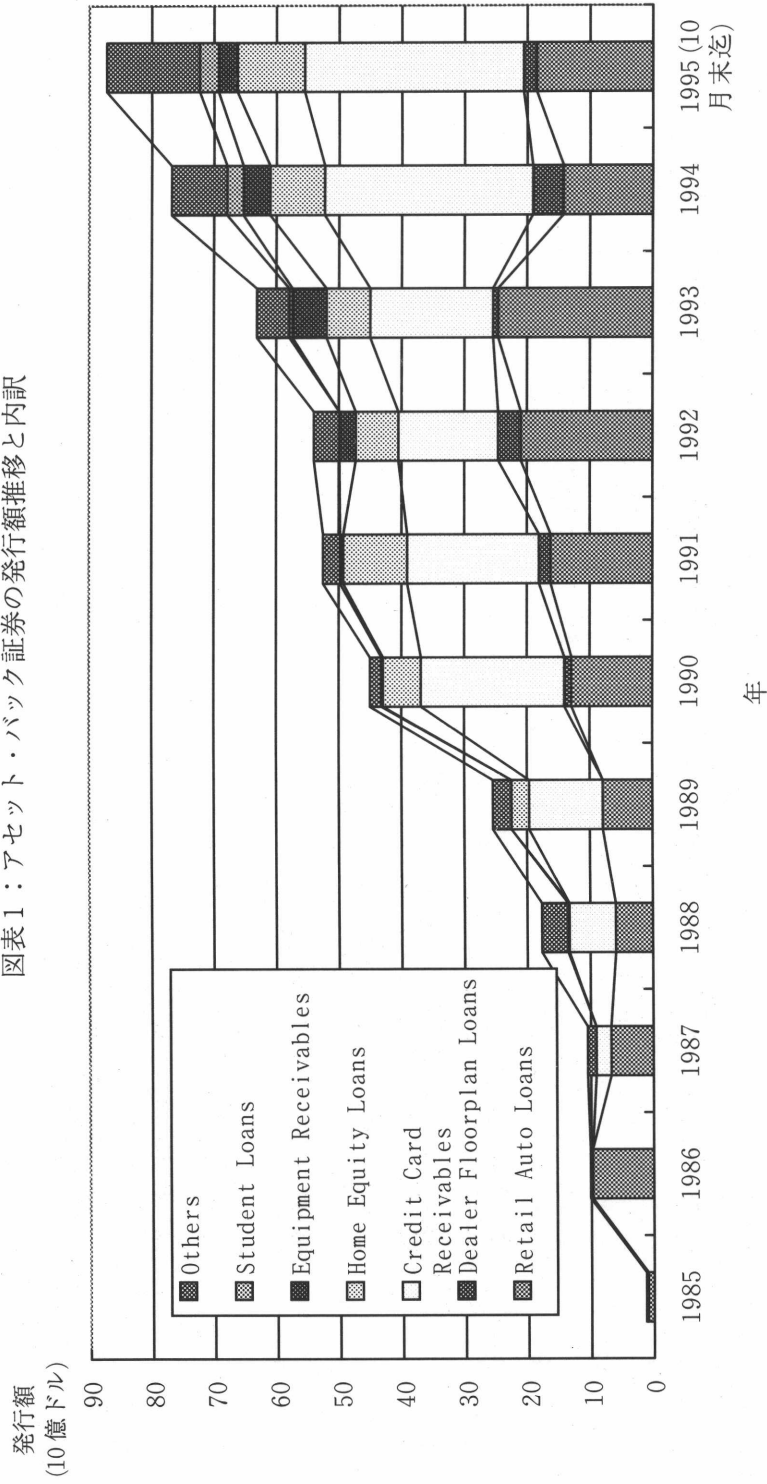
5) Moody's Investors Service [1995] (10.20)

6) Moody's Investors Service [1995] (2.10)

7) SDC と Fixed Income Research によれば1995年10月末の上位10社の累積発行額シェアは47%。

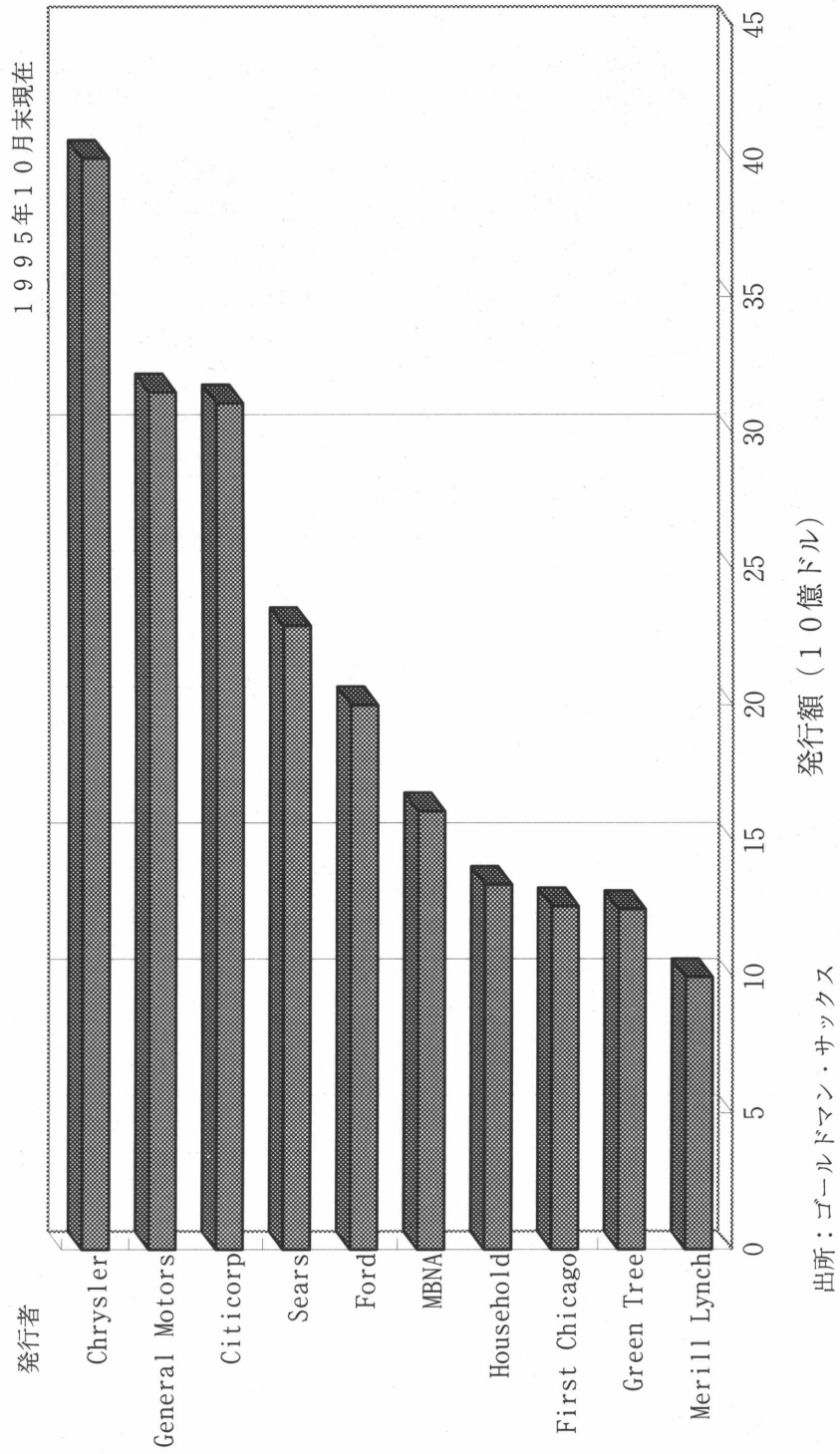
8) Asset Sales Report [1994] (8.1)

図表1：アセット・バック証券の発行額推移と内訳



出所：ゴールドマン・サックス

図表2：公募アセット・バック証券の大口発行者（累積発行額ベース）



なお、ABSの引受はCS First Boston、Merill Lynch、Salomon Brothers等の数社に集中しており、上位10社で引受額の半分以上を占める。

ロ．ABSの仕組と商品開発過程

ABS個々の説明に入る前にABS共通の仕組と商品開発過程について述べる。

(イ) ABSの典型的な仕組

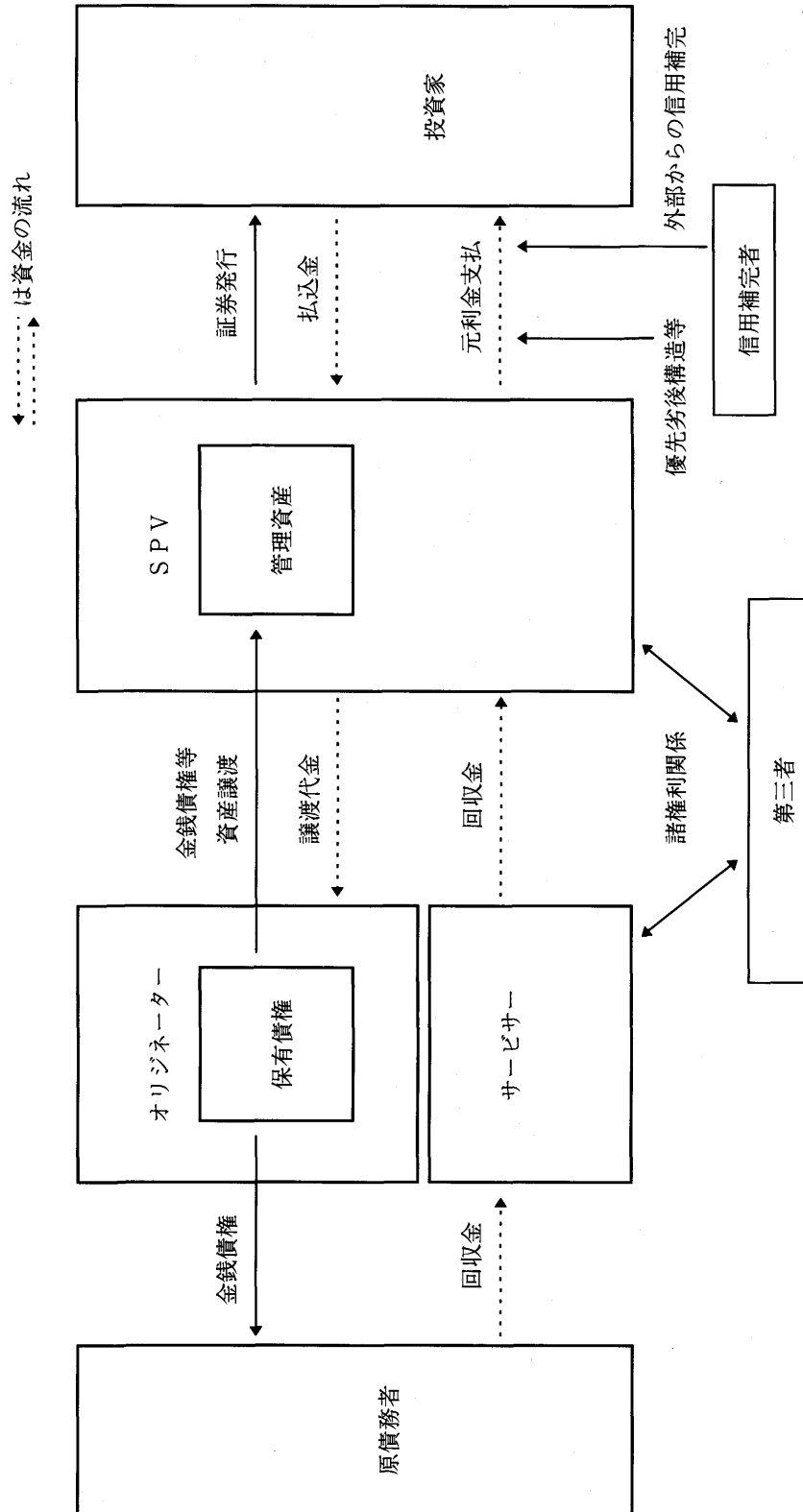
ABSの典型的な仕組は図表3に示した。ABSでは、まずオリジネーターが原債務者に対して有する金銭債権を集めて資産プールを形成する。オリジネーターはこの資産プールをSPVに譲渡する対価として譲渡代金を受け取る。SPVの方は譲渡された資産プールを裏付けとして証券を発行し、マーケットから資金を調達する。なお、証券発行者であるSPVはオリジネーターの特別目的子会社（SPC）かトラストの形を取る。サービスは原債務者から元利金を回収するが、MBSの場合と違って通常はオリジネーターがサービスを兼ねる。サービスは、回収金からサービシングにかかる手数料を差し引いた金額をSPVに送金し、SPVはその資金を原資として証券の元利金を投資家に支払う。

SPVのこの支払原資が不足しないよう信用補完が付される。信用補完には内部手段によるものと外部手段によるものがある。内部の信用補完例としては、証券を優先部分と劣後部分に分ける優先劣後構造、超過担保、回収金の一定部分以上を貯えるスプレッド・アカウント等がある。一方、外部からの信用補完の例としては、銀行による信用状や金融保証会社による保証がある。ABSが出始めた当初は、外部からの信用補完が多かったが、信用補完者の格下げ等を契機として、内部手段の一つである優先劣後構造が現在では主要な信用補完方法となっている。

(ロ) ABSの商品開発過程

ABSの商品開発過程については図表4に示した。商品開発の過程には大きく分けて4つの段階がある。第1の案件開拓段階では、オフバランス化、資金調達手段の多様化等の取引先ニーズを掘り起こし、証券化に適する債権プールを探す。第2の証券組成段階では、数理分析、法律・会計・税務の検討、事務とシステムの検討をしたうえで、最適スキームを選定し仕組を組成する。具体的には、まず証券化の対象とする債権プールの特徴を分析し、オリジネーターのシステムに旗立てをしながら必要データを抽出する。このデータをもとに、資産プールのキャッシュ・フローを引き、支払遅延率・貸倒率、期限前弁済率、金利変動等のリスク要因がキャッシュ・フローにどう影響を与えるかの数理分析をする。そのうえで信用補完の方法や程度、期限前償還に対応したアモチゼーション構造等の商品設計をする。次に法律面では、対象資産のキャッシュ・フローが証券の支払いのために確保され、オリジネーターやサービス等の破産の影響を受けない仕組を作る。また、会計・税務面ではかかる証券化取引で資産がオフ・バランス化されるか等の検討をする。さらに、証券化後のサービスの事務処理やシステム対応に

図表3：アセット・バック証券の典型的仕組



図表 4：公募アセット・バック証券の商品開発過程

	案件の開拓	証券の組成	証券の発行	流通性の維持
商品開発過程	取引先・ニーゼの開拓 適性原債権の発掘	原債権・対象資産の特徴分析 最適スキームの選定 証券のキャッシュ・フロー構築 信用補定の検討	投資家の選定 最適販売ルートを検討 販売サポート	マーケット・メーク
法律関係		法的障害の検討 法律上の制約 原債権に付されている抵当権等の扱い 契約書の作成 バンクアラブ・リモートの構成 関係者のリスク分担明確化	契約書の作成 発行開示（ディスクロージャー）	継続開示（ディスクロージャー）
会計・税務の検討		発行者側の会計・税務の検討 投資家側の会計・税務の検討		
格付取得		取得目標格付に応じた信用力の検討	格付の取得	格付機関によるモニタリング
数値処理及びコンピュータ処理	原債権の事務処理体制と サービシング・システムの理解	原債権の数値的リスク分析 支払遅延率・貸倒率 期限前弁済率 金利変動の影響 キャッシュ・フローの検討 キャッシュ・フローの分離・加工 信用補完方法と程度の数値的検討	プライシング・モデル	プライシング・モデル

についても検討する。第3の証券発行段階では、ターゲットとする投資家を選定し、発行者と投資家の双方が折り合う適正なプライシングをする。また証券発行に当たっては、関係の諸契約書と発行開示書類を作成する。最後の流通段階では、必ずしもの銘柄もセカンダリー・マーケットで流通している訳ではないが、流通性を維持している銘柄では業者が買い値と売り値を建て、マーケット・メークをする。同時にディスクロージャー書類は継続開示され、格付機関によるモニタリングも行われる。

以下、ABSの種類ごとの説明をその登場した順に紹介する。

ハ．リース証券

(イ) リース債権

リースにはファイナンス・リースやオペレティング・リース等がある。前者は、比較的長い期間をかけて金利を含めた原価のほとんどをリース料で回収し、リース期間中の中途解約を禁止したものである。また後者は、貸し手がリース物件の価格変動リスクを負いながら市中相場でリース契約を繰り返すものである。

この内、ファイナンス・リースは経済的な実態からするとローンに似た資金調達手段と言える。つまり、リース期間中は自動車ローンの割賦返済と同様、元利双方から成る均等のキャッシュ・フローが支払われるのである。しかし、リースとローンは、資産の所有権と破産の際の取扱いで大きく異なる。なお、米国では日本と異なり、ファイナンス・リースはリース債権としてリース会社のバランス・シートに計上される。これまで証券化されてきたリース債権の大半はこうしたファイナンス・リースである。具体的には、コンピュータや通信器機を対象とした設備リースの他、航空機リース等の債権が証券化されている（なお、自動車リースについては都合上自動車ローン証券の中に含めた）。

(ロ) リース証券の特徴

リース債権は一般に次の特徴を有することから証券化しにくく、その結果証券の発行額は他のABSに比べて少額となっている。その特徴とは、①裏付けとなるリース債権が大口で少数であるため数理的処理に馴染みにくく大量発行の商品に適さないこと、②自動車ローン等のように継続的に大量のリース証券を発行できる程のオリジネーターが少ないこと、③リースに双務契約性がある等、他の流動化資産に比べて権利関係が複雑なことである。

また、このような特徴から原債権自体のリスクは他のABSの原債権に比べて高く、外部からの信用補完を必要とする場合が比較的多い。

(ハ) 証券市場の動向

1985年3月にスペリー社が子会社を通じてコンピュータ・リース債権を証券化したのが公募債ABSの最初であったが、上記の理由から他証券に比べて発行額は以後伸び

なかった。しかし、企業が設備等を購入する代わりにリースする傾向が強まり、リース債権が着実に増えていることから、リース証券発行額は1993年に14億ドル、1994年に17億ドルと増え、1995年も引き続き発行は伸びるものと考えられる。航空機リース、コンピュータ・リース、通信器機リース、医療器機リースを対象とした証券が見られたが、少数の大型発行者が発行量の大半を占める結果となった。例えばコンピュータ・リースの証券化では、IBMがマスター・トラストを利用して1993年に10億ドル、1994年に3億ドル発行している。

流通市場については、発行量がそもそも少ないため存在しない。

二. 自動車ローン証券

(イ) 自動車ローン

自動車ローンは、小口の担保貸付であり、通常は固定金利、期限前償還可能で、元利均等の月払いの2-5年物が多い。モーゲージと類似した性格を持ち、分析手法も共有できたため、証券化は早くから進んだ。ただし、政府系金融機関の保証が付かないため信用補完が必要な点、サービシング手続が統一されていない点、そして期限前償還が金利以外の自動車特有の要因に影響される点でモーゲージと異なる特徴を有する。

ローンには新車向けと中古車向けとがあるが、一般に新車向けの方が利息は低く、期間は長い。また、月々の均等支払金額の元利内訳の計算については年金回り方式、7・8分法、残債方式の三種類の計算方法がある。どの計算方法を利用するかによって、利息返済のタイミング認識や売却した自動車ローンの会計処理方法が変わる。

自動車ローンには、自動車金融会社または商業銀行が借り手に対して直接に融資するものがある。中でも自動車会社の金融子会社が、販売促進のために自動車販売とセットでローンをふやし、時には低利ローンを通じてシェア拡大を図ったため、自動車大手3社の子会社がオリジネートしたローンが多くなっている。一方、自動車会社が車を担保にディーラーに在庫金融を提供する形態の自動車ローン(ディーラー・フロア・プラン)もある。

(ロ) 自動車ローン証券の特徴

自動車ローンが初めて公募債として証券化されたのは1985年である。米国の自動車会社の業績が振るわない中、格付維持のためにローン資産を売却しバランス・シートを圧縮したのである。一般に、自動車ローン大手や銀行等にとっての自動車ローン証券化のメリットは、①資金調達方法の多様化、②対象ローン資産と自動車ローン証券のそれぞれのデュレーションの一致、及び③ローン資産売却によるバランス・シートの圧縮とされている。

自動車ローン証券には、基本的にパス・スルー型、ペイ・スルー型、確定利付型の三形態があるが、中でもパス・スルー型が最も一般的である。通例は、元利が月払い

となっており、証券の期間は3-4年である。パス・スルー型の自動車ローン証券は、GNMAのパス・スルー証券と類似している。つまり、信託段階での課税を回避するため、対象ローンはグラランター・トラストに売却され、トラスト資産に対する受益権証券が投資家に販売される。投資家は原債権のキャッシュ・フローからサービシング・フィー等を差し引いた金額を受け取る。一方、ペイ・スルー型の自動車ローン証券では、独立した特別目的会社に自動車ローンを売却しその会社が発行体となる点でパス・スルー証券と異なる。さらに確定利付型の自動車ローン証券はペイ・スルー型の変形で、投資家に対し一定の固定金額を四半期ごとに支払うために通常は利回保証契約を締結する等の手立てにより、期限前返済は通常問題にならない。

信用補完方法として、他の証券同様、金融保証会社による保証、銀行の発行する信用状(L/C)の利用、超過担保の設定、優先劣後構造の利用、スプレッド勘定の設定等がなされている。信用補完の組み合わせ方とその度合は、自動車ローンの資産プール内容、サービサーの質等により左右される。

(ハ) 証券市場の動向

自動車ローン証券の発行量は、自動車ローン残高の増減と、主要オリジネーターである自動車メーカーの財務状況によって左右される。財務状況が悪化すると、資産圧縮のよる財務体質改善と資金調達先の多様化を計る目的で証券化が進む。景気の好転により自動車ローン残高が増えたり、自動車メーカーの財務状況悪化により格下げの可能性が高くなると、自動車ローン証券の発行量は増加する。

1993年の自動車ローン証券発行額は288億ドルでABS発行市場全体の46.7%を占めたのに対して、1994年は217億ドル、29.3%にとどまった。⁹⁾1993年と1994年を比較すると、ABS全体の発行額がクレジット・カード証券の好調な発行増により20.1%増えたのに対して、自動車ローン証券は主に米国自動車大手3社が発行量を押さえたことから伸び悩んだ。大手3社は高格付を維持できたことから、自動車ローン証券以外の手段による資金調達を増やしたのである。1994年の自動車ローン証券マーケットでは、自動車リースやサブ・プライムと言われる支払遅延経験者を対象とした高利自動車ローンの証券化が増えた他、各社の自動車販売強化の結果ディーラー向けローンの証券化も増加した。1995年は今のところ前年同様のペースで発行が続いているが、年後半にかけて自動車リースの案件が増えると予想されるため、1994年の発行量を多少上回ると考えられる。

自動車ローン証券は上場されないため流通市場は存在せず、店頭市場で取引されることが多かったが、GMAC債といった大型銘柄の固定利付債を中心に流通市場が形成されつつある。

9) Moody's Investors Service [1995] (2.17)

ホ. クレジット・カード証券

(イ) クレジット・カード債権

一般にクレジットカードには、加盟店ならどこでも使用できる汎用カードと発行者の販売店でしか使用できないハウス・カードとがある。汎用カードには銀行カードと旅行・レジャー用カードがあり、ハウス・カードには小売会社や石油会社の専用カードがある。

銀行カードは、カード保有者・発行銀行・加盟店の三者間の契約から成り立っている。発行銀行は信用枠の設定に対して年間手数料を取ることもあるが、利用日から30日以内に銀行に利用者より支払われた分（コンビニエンス・ユース）については利息を取らないことが多い。しかし、返済を遅らせたり利用代金を分割払いしたりする場合には利息が加算され、カード残高は繰り延べられる。繰り延べられた元本は、モーゲージ・ローンや自動車ローンと違って月々の最低支払額さえ支払えばよく、予め定められた期間内に返済する必要はない。なお、発行銀行はVISAまたはMaster Cardと提携しており、銀行自らがカード業務を行う。発行銀行はクレジットカードを大量発行しているため、クレジットカード証券の有力発行体となる。

クレジットカード・ローン残高は1990年には2,329億ドルで、2000年には4,322億ドルに増大すると予測されている。¹⁰⁾1990年代のローン伸び率は1980年代に比べると4分の1程度であるが、拡大の一途を辿っている。拡大した理由は、カード会社が消費者に大量のダイレクト・メール攻勢をかけ、積極的にカード会員を増やしたことにある。しかし、そのためにカード保有の審査基準が下げられ、長期的傾向としてポートフォリオの平均的な質は下がっているとされている。ただし、足元の貸倒率・支払遅延率はそれぞれ4.27%と4.63%で、¹¹⁾順調な米国景気を受けて回復しており、ポートフォリオの質低下は今のところ問題となっていないようである。

(ロ) クレジット・カード証券の特徴

クレジットカード証券は、オリジネーターであるカード発行者のクレジットカード・ローンのプールを信託に譲渡し、その受益権証書を投資家に販売するもので、バス・スルー方式を取っている。

証券のアベレージ・ライフは2－5年であるが、原債権であるクレジットカード・ローンは比較的短期に返済となるため、いかに原債権のキャッシュ・フローを証券の期日に合わせて延ばすかが商品設計上のポイントであった。そこで原債権からのキャッシュ・フローの内、当初の一定期間は利息部分のみが証券の固定利息支払いに充てられ、元本部分がその後新たに発生するカード・ローンに再投資される仕組が開発された。この据置期間が過ぎた後は元利双方のキャッシュ・フローが証券の返済に充て

10) 岩原(編) [1992] P.365

11) Moody's Investors Service [1995] (2.10)

られる。

すでに述べたクレジット・カード・ローンの特質から、原債権のローン・ポートフォリオ金額は大きく上下動する場合がある。ローン・ポートフォリオ金額が大きく減った場合にも、原債権のポートフォリオ金額が証券の未償還残高を下回らないよう原債権プールの金額は証券発行額を上回る額に設定される。この他に、不測の事態（ペイ・アウト事由）が発生した場合に証券の期間を短縮する仕組も通常付されている。

信用補完によりほとんどのクレジット・カード証券がAAA格付を取得している。具体的には、銀行による信用状、優先劣後構造、余剰金積立等が組み合わせられる。

（ハ）証券市場の動向

クレジット・カード証券は、1987年に Republic Bank Delaware が発行したのが公募債の最初である。以後発行量は増加し、一端は1992年に発行額が減って158億ドルとなったものの、1994年には年間発行額の記録を更新する329億ドルが発行された。¹²⁾ 好景気に支えられてクレジット・カード・ローンが増えたこと、高格付にもかかわらず高い利回りが得られ投資家の人気を呼んだこと、ストラクチャー面で幾つかの工夫が凝らされたこと¹³⁾が急増の背景である。その結果、クレジット・カード証券はABS市場で最大のシェア（43%）を占めるに至った。1995年も第1四半期は引き続きクレジット・カード証券の発行が96億ドルとABSの中で最も多く、4割強のシェアを占める。証券の発行は景気に左右されるところもあるが、カードの大量発行者である銀行等にオフ・バランス化のニーズがあり、長期的トレンドとして発行量は増えるものと考えられる。

発行者ということでは1992年まで Citibank が一番多く、当社だけで毎年のクレジット・カード証券発行額の3－4割占めていたが、1993年と1994年は MBNA に抜かれ、両年とも上位3社の合計で4割のシェアとなった。ただし、発行残高ではなおも Citibank が一番多い。

クレジット・カード証券は米国及びユーロの証券取引所に上場され、証券を引き受けたシンジケート団メンバーを中心に流通市場が形成されている。

ヘ．ホーム・エクイティ・ローン証券

（イ）ホーム・エクイティ・ローン

ホーム・エクイティ・ローンは、主として住宅に第二順位抵当権を設定し（第一順位抵当権は住宅ローン）、とくに用途を限定しない消費者ローンである。同ローンの平均的利用者は、比較的返済能力が高いとされる住宅取得後10年程度を経た住宅保有

12) Moody's Investors Service [1995] (2.10)

13) 例えば、1994年は変動金利型証券の発行が半数以上を占めたが、金利キャップを付さないものや、基準金利として従来の1ヶ月liborに代わり1週間単位・1日単位のインデックスを導入したものがある。

者である。

ホーム・エクイティ・ローンには、オープン・エンド型とクローズド・エンド型とがある。前者では、借入者は予め設定された限度内で何度でも追加借入することが可能であり、追加借入により満期が延長される。クレジット・カードのリボルビング・ローンと似ており、変動金利であることが多い。オープン・エンド型では約8割の証券がプライム・レートを変動金利の指標として利用しており、¹⁴⁾通常キャップがついている。利息・元本の支払方法に関しては借り手にさまざまなオプションが与えられている。一方、後者のクローズド・エンド型では、借入は当初の1回に限られ、金利には固定型と変動型の両方がある。追加借入が生じないため満期の延長はなく、満期一括償還タイプや元利均等払タイプ等、返済の仕組はオープン・エンド型に比べて簡単なものとなっている。

(ロ) ホーム・エクイティ・ローン証券の特徴

ホーム・エクイティ・ローンの証券化では、ローンを複数集めてプール化したものをトラストに委託し、信託財産権を表象する受益権証券を投資家に販売する。プールに入れる原債権は一定のガイドラインを充たす必要があり、担保価値に対する合算融資比率 (combined loan-to-value ratio) や、抵当権の順位等の要件を充足しなければならない。

証券のクーポン支払金利は原債権によって固定型か変動型かが決まる。変動金利型の証券には、原債権と同様支払金利にキャップが付されている。

また、証券の償還方法は原債権のキャッシュ・フローと密接に関連しており、クローズド・エンド型ローンを原債権とする証券では原債権に合わせて満期一括償還または定額償還となるのに対して、オープン・エンド型ローンを原債権とする証券では償還キャッシュ・フローはもっと複雑になる。これは、オープン・エンド型では追加借入分の元本返済金が証券の償還金に充てられるため、証券の返済が早められ証券のアベレージ・ライフが短縮されるためである。

証券の信用補完として、金融保証会社等の第三者による支払保証、超過担保の設定、優先劣後構造の利用、余剰金の積立が一般的である。最近では、金融保証会社による保証を受けながら一義的損失を超過担保でカバーするものが主流となっている。この結果、大半の証券がAAAの格付を取得している。

(ハ) 証券市場の動向

ホーム・エクイティ・ローンが1980年代後半より増えたのを受けて証券発行も増えた。近年では、1992年に約60億ドル、1993年に約80億ドル、そして1994年に約110億ドルと発行量は順調に拡大し、¹⁵⁾ABSではクレジット・カード証券、自動車ローン証券に次ぐ発行シェアを占めるに至った。この背景には、市場金利が1994年初頭に最低レベル

14) 岩原(編) [1992] P.329

15) Moody's Investors Service [1995] (2.10)

の水準まで下がったことと、発行市場で新規参入者が増加したことがあった。1995年も引き続き発行水準は高い。

また、貸出競争が激化した結果、原債権プールの質は低下した。1994年の発行では、従来は60～70%だった合算融資比率が銘柄によっては90%にまで上昇し、¹⁶⁾貸倒や支払遅延経験のあるローンを原債権とする銘柄が大半を占めた。また、変動金利型の証券が増えた。しかし一方で、信用補完技術の発達や信用補填率の上昇により、従来と同水準のAAA格付の証券組成が可能となっている。

ト. その他の資産の証券化

(イ) 売掛債権の証券化

企業の売掛債権は、ABS、ABCP、資産担保優先株等の形で証券化されている（ABCPについては(3)で触れる）。売掛債権は特別目的会社に売却され、特別目的会社はその資産を裏付けとして証券を発行する。

企業の売掛債権（trade receivables）を裏付けとした証券は、1994年に入り急増し14億ドルが発行された。¹⁷⁾発行が急増した理由は、①証券化商品の中で比較的新しいこの商品に対して投資家が安心感を強め買いが増えたこと、②その結果プライシングが発行者に有利に展開していること¹⁸⁾である。また、金融保証専門業者による信用補完の利用が可能となったため、単体の信用力では低格付しか取得できない場合にも高格付にて証券を発行することが可能になったことも手伝っている。1994年は発行者の業種として製造業と小売業が多かったが、新たに航空会社が将来見込まれる航空代金を資産担保として証券を発行している。

(ロ) その他の資産の証券化

以上の金融資産の他、消費者向け割賦ローンで証券化の対象となったのは、レジャー用車両ローン、ボート・ローン、共同利用別荘ローン、無担保消費者ローン、生命保険加入者ローン等である。また、政府関連ローンで証券化の対象となったのは、中小企業庁が提供している中小企業向けローンやFAMC（連邦農業金融抵当金庫）が提供している農家向けローンである。いずれの場合も証券発行額は少ない。

(3) アセット・バックCP（ABCP）発展の概観

ABCPは、売掛債権等の企業資産を裏付けとしている点で商業用ローンのABSと似ているが、次の点で異なる。それは、①ABCPの資金調達手段が証券ではなくCPである点、②ABSでは通常一つの企業の持つ債権を対象としているのに対してABCPでは複数企業

16) Moody's Investors Service [1995] (2.10)

17) Moody's Investors Service [1995] (2.24)

18) 私募債プライシングで1991年にT+200bpだったものが、1993年末にT+75bpまで下がった。

が持つ債権のプールを対象としている点、③ ABCP では発行者となる特別目的会社が通常それ自体として手元流動性を持たないため第三者からの流動性補完がなされるのに対して、ABS ではそのような流動性補完は通常見られない点である。

ABCP は1983年に Citicorp がアレンジしたプログラムで初めて登場した。その後発行量は順調に増加した。その理由として、ABS に比べて組成が簡単なこと、スワップの利用によって長期固定債務を変動金利化できたこと、流動化対象資産が拡大したこと、銀行によるバックアップ・ラインのシンジケーション化が進みバックアップ・ラインのアーベラビリティが増したこと、マスター・トラストの利用が広まった結果 ABCP による資金調達が増えたこと、邦銀・欧銀といった外国銀行が米国市場に参入し ABCP プログラムが増えたこと、巨大な CP 市場を支えるだけのインフラストラクチャーが米国で整っていること等が挙げられる。1994年12月末には発行残高は約700億ドル強¹⁹⁾に達し、プログラム数は159、プログラム枠は1,834億ドルとなった。CP 発行額全体に占める ABCP の発行割合は1994年には18.5%となった。

ABCP の運営主体であるスポンサーは米銀が多く、プログラム数の約3分の1、プログラム枠の半分以上を占める。とくに Citibank の発行残高は1995年10月末現在で約227億ドルとなっており、²⁰⁾ 圧倒的な規模を誇る。なお、邦銀は米国市場及びユーロ市場で8行が32のプログラムを運営しており、日系の債権を残高ベースで7,000億円程度流動化している。²¹⁾

ABCP では、通常資産の売り手と資本関係のない特別目的会社やパートナーシップが発行主体となる。発行者は、購入した資産を裏付けとして CP を発行し、資産からの回収キャッシュ・フローは CP 償還に充てられる。商品性を高めるため、信用力及び流動性の両面で補完がなされている。信用補完は、超過担保の提供、銀行信用状等による第三者からの信用提供、資産譲渡人の買戻義務の規定等の方法でなされる。また流動性補完の面では、ABCP の発行者である特別目的会社には資産からのキャッシュ・フローしなく手元流動性がないので、格付取得にあっては原則として CP 発行総額をカバーするコミット・ベースの銀行バックアップ・ラインが義務付けられている。

2. 制度・実務面での諸制度

1. では、証券化発展の歴史と現状およびその仕組について述べた。証券化の発展は発行者のニーズが高かったということもあるが、これと並んで証券化にかかわる制度・実務面でのインフラの整備がその発展を支えてきたことも見逃せない。以下では、このイ

19) Asset Sales Report [1995] (1.30) では1994年末の ABCP 残高は710-740億ドルと推定されている。

20) SDC 及び Fixed Income Research

21) Moody's Investors Service [1995] (10.13)

ンフラ整備について、法律、会計、税制、格付、資本市場の諸制度、コンピュータの順で説明することとしたい。

(1) 法律面の整備

イ. はじめに

まず法律面で、関係者間の法的関係を調整するために議論を重ね、実務もそれに対応してきたことは、証券化の発展に大きく貢献した。このように法律面の整備がなされた背景には、証券化における格付機関の役割の重要性が指摘できる。格付機関は証券化商品の格付けに当たって、その仕組のほかに、関係者間の法的関係に問題がないか、何等かの法的障害によって投資家への支払が滞らないか、などについても審査を加える。

以下では、証券化における関係者間の法的問題として、いかなる論点が議論され、実務上はどのような対応をしているかについて、主だった事項を整理してみたい。

ロ. SPV とオリジネーターとの間の法的問題

(イ) 真正売買 (true sale) の問題

証券化商品においては、オリジネーターから SPV への資産の移転は、譲渡・売買の形をとることが通常である。しかし、オリジネーターが破産した場合に、破産裁判所が当該資産移転を売買ではなく担保借入であると判断した時には、当該資産は SPV ではなくオリジネーターの破産財団に属するものと扱われる。そして米国破産法362条(a)では、破産財団の財産の減少を回避するため、オリジネーターに対する一切の債権の取立・回収行為や担保の実行などは、自動的に停止されることを定めている(以下、自動的停止 (automatic stay) という)。したがって、この場合には、SPV が当該資産からのキャッシュフローを投資家への支払いに充てることは困難となる。²²⁾このような状況下で SPV の発行する証券が高格付を取得することは難しい。その対策として、発行者側としても、オリジネーターの破産による影響を投資家が受けたくないような仕組を構成する必要がある。

そこで、担保借入ではなく、資産が完全に移転している、すなわち真正売買であると判断される基準が議論され、そのメルクマールとして以下の事項などが挙げられている。²³⁾

①当該資産のリスクの移転

真正売買であるためには、当該資産のリスクが SPV に完全に移転していなければならぬと一般に考えられている。そこでオリジネーターに対するなんらかの償還請求権が

22) Frankel [1991] p.405, Kravitt [1991] pp.5-108

23) Aicher & Fellerhoff [1991] p.181, Albrecht [1990] p.33

認められる場合には、当該資産のリスクがSPVには完全に移転していないとして、真正売買と判断されない可能性がある。

②オリジネーターの支配権の放棄

当該資産がSPVへ移転した後も、オリジネーターがその資産になんらかの支配を留保している場合は、真正売買でないと判断される可能性がある。

③当事者の意思

真正売買であるか否かの判断にあたっては、当事者の契約意思も当然問題となる。その意思解釈にあたっては契約上の文言も重要であるが、当事者の実質的な意図を探究する必要がある。

(ロ) サービサー・リスクの問題

ABSにおいては、オリジネーターがサービサーを兼ねて債権の管理・取立を行うのが通常である。この場合、サービサーによる回収金の一時保管ないし自己資金との混合という事態が生じる。そこでサービサーが破産した時に、SPVが当該回収金に対して自己の権利を確保することができるか、という点が問題になる。SPVが回収金を確保することができない場合には、投資家への支払いが困難になって、投資家を著しく害することになる。

このような事態を避けるため、米国では実務上、以下のような方策が採られている。²⁴⁾

①譲渡人が各債務者にSPVの専用口座(lockbox account)に直接振込むよう指示を出す方法。

この方法によると、回収金は当初からオリジネーターの一般財産から分離され、SPVの権利は最も確実に保証される。しかし、この方法は、債務者に無用の混乱を生ぜしめるおそれがある。また、債務者がオリジネーターの旧口座へ間違えて送金してしまった場合などには、やはり混合の問題が生じてしまう。したがって、この方法は敬遠されがちである。

②サービサーが回収金を一旦自己の口座に入金するが、一定期間後にSPVの専用口座に転送金することを義務付ける方法。

この方法によると、債務者は従来通りオリジネーターの口座宛に支払を行えば済み、無用の混乱を回避することができる。ただ、この方法による場合はSPV口座への転送金までの猶予期間が問題となる。この期間を長く認めるとオリジネーターの資金との混合状態が長引くことになり、SPVの権利保全の観点から望ましくない。このような理由から、猶予期間は通常、1日あるいは2日と、短い期間のみ認められているようである。

24) Kravitt [1991] pp.6-43、佐藤 [1995]

ハ. SPV と第三者との法的問題

(イ) 対抗要件

①破産管財人等第三者との関係

証券化商品ではオリジネーターから SPV へ資産の譲渡が行われるが、その譲渡について対抗要件の具備が求められる。仮に、これらがなされずにオリジネーターが倒産した場合は、管財人はこのような資産譲渡を否認することができる。²⁵⁾

米国の統一商事法典 (Uniform Commercial Code, 以下、UCC という) Article 9 は、本来は不動産以外の担保付取引に関する統一的な規定であるが、証券化における資産譲渡の対抗要件の規定としても使用されている。譲渡される資産には、リース債権や割賦販売債権、売掛債権などがある。リース債権や割賦販売債権は UCC 上は“Chattel Paper” (動産抵当証券) に分類され、その譲渡に関する対抗要件としては、証書の占有あるいはファイナンス・ステートメント²⁶⁾の届出が必要とされる。²⁷⁾

また、売掛債権は“Account” (売掛債権など一定の金銭債権) に分類されるが、その対抗要件はファイナンス・ステートメントの届出である。²⁸⁾

このように米国の証券化における資産譲渡の対抗要件については、UCC の規定を利用することにより、ファイナンス・ステートメントの届出という簡易な手段をとることができる。この点で米国では、証券化のための資産譲渡が行ないやすかったものと考えられる。

②債務者との関係

一方、SPV が債務者に対して債権譲渡を対抗するためには、UCC 上も、債務者に対して通知を行う必要がある。²⁹⁾ 債務者はこの通知を受領するまでは、オリジネーターに対して支払を続けることができるし、また、オリジネーターに対する相殺等の抗弁事由を SPV に対しても主張することができる。

まず、オリジネーターへの支払の点については、オリジネーターがサービサーを兼ねて実際の取立・回収を行うのが通常であるから、仮に債務者に対して通知を送付しなくとも問題は生じない。

次に、抗弁事由については、通知を送付しない以上 SPV はそれを遮断することができない。しかし、実務においては、多数の債務者に個別に通知を送付することは困難であることから、債務者への通知は行っていない。そこでオリジネーターと債務者との間

25) 連邦破産法 § 544 (a)

26) ファイナンス・ステートメントとは、担保設定 (または譲渡) を一般に告知させるための届出書の名称であり、その登録場所としては、通常、州務長官事務所 (Secretary of State) が予定されている。

27) UCC § 9-302 (1), 304, 305, 308

28) UCC § 9-302 (1)

29) UCC § 9-318

の契約で、「債務者は譲渡人に対する抗弁事由を、債権の譲受人に対して主張しないものとする」旨の事前の合意をしておくことも考えられる。しかし、このような合意を取り結ぶことも実際上は困難である。結局実務上は、証券化の仕組自体を工夫することによって、抗弁事由の主張によるデフォルト・リスクに対処するしかないと考えられているようである。その方法としては、例えば、債務者の集中によるリスクを回避するために資産プールの構成を工夫すること、SPV への資産の譲渡価格の設定にあたってデフォルト・リスクの程度を勘案して決定すること、信用補完措置によるリスクヘッジを行うこと、などである。

(ロ) 実質的連結の法理、あるいは法人格否認の法理の適用の問題

オリジネーターが破産した場合、SPV のオリジネーターに対する独立性が不十分である時は、管財人は SPV の法人格を否定して、SPV の資産が実際はオリジネーターの資産であるとして破産財団に取り込もうとする。その根拠として管財人は、破産法105条の一般的衡平権限 (general equitable power) に基づく「実質的連結 (substantive consolidation) の法理」を唱えることが考えられる。また同様に SPV のオリジネーターに対する独立性が不十分である時は、オリジネーターの債権者が SPV に対して「法人格否認 (piercing the corporate veil)」の請求をして、自らの債権を満足させようとすることが考えられる。

このような請求が認められると、投資家にとってはオリジネーターの倒産の影響を受けることになり、投資家保護の観点からすると望ましくない。

そこで、このような「実質的連結の法理」および「法人格否認の法理」が適用されないような仕組が考案されている。学説上一応の対策とされているものを挙げると以下の通りである。³⁰⁾

- ① SPV は、いかなる形態であれ、オリジネーターと分離した法主体として構成されるべきであり、独自の取締役会や独自の記録が必要である。
- ② SPV の株式はオリジネーター以外の者に譲渡される方が望ましい。仮に株式を利害関係のない者に保有させるならば、破産処理の際に「実質的連結の法理」等を妨げる有力な証拠になりうる。
- ③ オリジネーターが SPV に破産の申立をさせないよう、両者はお互いの破産申立を要求しない旨の同意をしておくべきとされる。

(ハ) 管財人による否認権の行使

SPV の法人格が否定されず、その資産がオリジネーターの破産財団に取り込まれることがなかったとしても、場合によっては、オリジネーターから SPV への債権譲渡につ

30) Frankel [1991] p. 427. また、本文であげる対策のほか、より具体的に SPV の独立性を示すためにとるべき方法については、Albrecht [1990] を参照。

き、管財人が否認権行使の主張をしていくことが考えられる。³¹⁾

連邦破産法548条は、破産申立1年以内になされた行為で、詐害の意思ある財産の移転 (hinder, delay, or defraud)、または公正な対価 (reasonably equivalent value) を下回る対価でなされた財産の移転を、詐害行為として否認する権限を管財人に付与している。SPV は、信用を高める必要から発行する証券の券面額を上回る資産を裏付けとすることが通常であるが、オリジネーターは、SPV に対する資産譲渡の対価として証券の発行代わり金を受領する。この場合、かかる対価の額が資産の「公正価額」を下回るものとして詐害的譲渡となる可能性がないか問題となりうる。³²⁾ この問題に対しては、格付機関は、詐害の意思は存在しないという前提のもと、詐害的譲渡とはならない旨の法律意見書を求めるようである。

また、連邦破産法547条は、破産申立から90日以内の財産の移転を偏頗行為 (Preferences) として否認する選択権を管財人に与えている。偏頗行為の要件としては、破産者に属する財産が、債権者のために、そして破産者の過去の債務のためになされたこと、債権者がその取引によって破産手続での配当以上の額を受け取ったこと、などが挙げられる。これは、オリジネーターが SPV に対して追加的あるいは代替的に資産を譲渡している場合に、その譲渡が偏頗行為として否認の対象とならないかというかたちで問題となりうる。

二. SPC 自体の法的問題

証券化の受け皿として SPC を使用する場合は、SPC が株式会社形態をとることから、それ自体が破産することが考えられる。本来 SPC は、破産の可能性のあるオリジネーターから資産を移転し、より安全な状態にすることにより投資家を保護するように作られるものであり、SPC 自体の破産は避けなければならない。そこで SPC 自体の破産を極力回避する法的手段として、まず、SPC の事業活動を定款等で明確に限定し、それ以外の活動による損失のために破産手続の対象にならないよう規制することが通常である。³³⁾ 具体的に定款等で規定される事項は、以下のようなものである。

① SPC の事業目的が資産の購入とそれを裏付けとした証券の発行に限定されていること。

② SPC が証券の発行以外に追加債務を追わないこと。

また、SPC は通常オリジネーターの100%子会社であるから、オリジネーターが破産した場合に、その指示によって SPC も破産申立てをする可能性がある。そこでこのような弊害を防ぐため、SPC の定款や各種契約によって以下の事項が規定されることが多

31)、32) 岩原(編) [1992] P. 68

33) Frankel [1991] p. 440、岩原(編) [1992] P. 230

い。³⁴⁾

- ① SPC は最低 1 人から 2 人の独立した役員を置くこと。その役員は SPC の破産申立を承認するか否か決する際には、SPC 自体あるいはその債権者に対して信認義務を負うこと。
- ② SPC が破産の申立を行う、あるいは破産申立に同意するためには、独立役員の承認と、他の役員、株主の全員一致の賛成がなければならないということ。
- ③ 独立役員は別の独立役員と交代するまでは在職すること。
- ④ 上記の事項は、独立役員の同意がなければ修正されないこと。

このような条項は定款に限らず各種契約において規定されるべきであるとされている。すなわち、信用補完措置を提供するような債権者、およびオリジネーターとの契約中に明記し、さらに SPC は投資家に対してもこのようなことを目論見書等に明示すべきであるとされている。

(2) その他の制度の整備

イ. 会計基準の整備

米国では FASB (Financial Accounting Standards Board)、つまり財務会計基準審議会が会計基準の制定主体となっている。FASB が公表する基準書 (Statement of Financial Accounting Standards) 及び実務公報 (Technical Bulletin) が会計処理の基準や方法を示している。以下では、会計上発行者にオフ・バランスが認められる資産売却とそれが認められない担保借入を中心に説明する。

(イ) 資産・負債の概念整理

まず資産と負債の概念がどういうものかについて触れる。FASB が公表した財務会計概念基準書 (Statement of Financial Accounting Concepts) の第 6 号によると、「資産」とは過去にあった取引や出来事の結果として特定の主体が取得または支配する経済的利益で将来実現性の高いものを言う。また、「負債」は将来失う蓋然性の高い経済的利益を指し、それは過去にあった取引や出来事の結果として、特定の主体が他の主体に対して将来資産を譲渡しまたは役務を提供するという現在の義務に基づくものとされている。

(ロ) 資産売却か担保借入か

そこで、ある資産がある主体 A の資産とみなされるかどうかについては、その経済的利益に対する支配権がその主体 A にあるかどうかで決定される。ある企業が自ら有する資産を利用して資金調達を行う方法として、資産売却と担保借入があるが、ある取引が資産売却とみなされる為には、その資産の経済的利益に対する取得権・支配権はある主

34) Kravitt [1991] pp.13-3

体Aから別の主体Bに移る必要がある。この場合、その資産は主体Aのバランス・シートから外れる。一方、主体Aが経済的利益に対する取得権・支配権を失わない場合には、その資産は主体Aのものとしてバランス・シートに残り、その取引はその資産を担保とした借入とみなされる。

今説明した資産売却と担保借入の例ではオフ・バランス化適用の是非は比較的是っきりしているが、例えば資産譲渡人の償還請求権が付いている売却や対象資産のみによって担保されているノン・リコースの債務と言った資産売却と担保借入の中間的な場合の会計処理が問題である。この点につき、オフ・バランス扱いかオン・バランス扱いか、売却扱いの場合に含み損益をどう計上するか等について、FASB の諸規定で指針を示している。

(ハ) FASB 基準書第77条

当規定は、資産譲渡人がリコース、つまり償還請求権に応じる義務がある場合における譲渡人の会計報告義務を記したものである。ここでいうリコースは、①譲渡債権に対する債務者の債務不履行、②債務者による期限前償還、③譲渡債権の適格性の瑕疵のいずれかにより発生し、譲受人はその被った損失に対する補填を債権買戻等の方法で譲渡人に請求する権利を有する。³⁵⁾

リコース付債権を譲渡した場合、資産に対する経済的利益の取得権・支配権が譲渡人に残っているとして、概念基準書第6号の原則に戻りこの取引を担保借入とする考え方もあるが、FASB 基準書第77条にある次の三条件すべてを充たす場合に限り譲渡は「売却」とみなされ、オフ・バランスの扱いを受ける。その三条件³⁶⁾とは、①譲渡人が譲渡債権から発生する将来の経済的利益への支配権を放棄していること、②リコース条項に基づく譲渡人の義務が合理的に見積もれること、③譲受人がリコース行使以外の方法で譲渡人に買戻請求できないこと。これらの内、いずれか一つを満たさない場合には譲渡は「担保借入」とみなされ、当該資産はバランス・シートに残ったまま借入が負債として載ることになる。

(ニ) 実務公報85-2号

当規定は、CMO の会計処理について記したものである。CMO は担保借入形態を取り、原則としてバランス・シート上の負債として計上されるが、当規定にある下記二要件³⁷⁾の両方を充たす場合には、例外的に資産売却とみなされオフ・バランス化の扱いを受ける。

第一の要件は、CMO 発行者及びその関係会社がCMO の担保資産から発生する将来の経済利益を放棄していることである。これはつまり①発行者及びその関係会社には担保を

35)、36) 神田ほか [1993] P. 40

37) 神田ほか [1993] PP. 52-53

差し替えたりや買戻したりする権利及び義務がないこと、②CMO完済後に発行者に残る見積持分が無いまたは有るとしても僅少なことである。第二の要件は、CMO発行者及びその関係会社がCMOに関して将来とも支払義務を一切負わないことである。これはつまり①投資家はCMOの元利金支払を発行者または第三者（信用補完者）以外に求めることができないこと、②発行者またはその関連会社が担保資産からの回収に伴う通常のペイ・スルー以外にはCMOの期限前買取義務を負わないことである。要するに、CMOにおける譲渡が、対象資産のみによって担保されるノン・リコースの資産売却と実質上同じである場合、CMOはオフ・バランス扱いとなる。

CMOが資産売却として会計処理された場合には、発行者の残余持分(residual interest)は資産計上されずに利益として認識される。

(ホ) FASB基準書第77条と実務公報85-2号の関係

両規定は会計処理に関し異なったガイドラインを示しているという指摘もある。つまり、資産譲渡人がリコースにより負うリスクが、オフ・バランス／オン・バランスの会計処理に反映されていないということである。

FASB基準書第77条によるオフ・バランス化の要件は比較的緩やかなものであり、上記の一定要件を充たせば、譲受人のリコース行使により、原債権の回収ロスや金利変動に伴うリスクを譲渡人が負うような場合であっても、オフ・バランスの扱いを受けることになる。一方、実務公報85-2号によるオフ・バランス化の要件はより厳しく、譲受人が譲渡人に対してリコースを行使できない場合にも、負債としてオン・バランスにて処理される可能性が高いと考えられる。

FASBでは、証券化取引の法的形式が資産売却か担保借入かが会計処理でオフ・バランスが認められるかに大きく影響するため、発行者の望む会計処理が結果的に証券化取引の法的形式を左右することがある。

ロ. 税制度の整備

(イ) 二重課税の回避

証券化商品では、資産の譲渡を受けて証券の発行者となるSPVと証券を購入した投資家の両者に対して所得税・法人税が課せられるという二重課税が問題となっていた。そこで税法改正がなされ、該当する取引についてはSPV段階での課税は免除され、課税は投資家段階のみでなされることとなった。以下、事例に即して説明する。

(ロ) グランター・トラスト

パス・スルー証券の投資家は、債権プールのキャッシュ・フローからサービシング・フィー等を差し引かれたものを受け取る。キャッシュ・フローが経由するトラストはグランター・トラストの扱いを受けるため、トラスト段階の課税はなされず、投資家段階のみ課税される。グランター・トラストと認められるには、受託者はただ単に信託財

産を保管するだけにとどまり、信託財産の再投資や資産内容の変更等の権限を持つてはならないとされている。

(ハ) REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit)

CMOは、複数のトランシェから成るペイ・スルー型証券と言い換えることができるが、税務上次のような問題がある。税務上は、発行者となる特別目的会社が利益を出した場合に課税対象となりうるという問題である。とくに資産の売り主が他社の特別目的会社に資産を譲渡した場合には連結納税制度が使えず、売り主と特別目的会社の双方が課税されるのである。CMOでトラストを利用し、トラスト段階での課税を回避するということも考えられたが、1984年のシアーズ・レギュレーションでCMOにグランター・トラストの扱いが認められなくなったため、他の解決法が必要になった。

そこで1986年にREMICが税法改正で追加された。①発行者に対する権利が正規権(regular interest)と残余権(residual interest)によってのみ構成されること、②REMICの資産が適格モーゲージ(qualified mortgage)と許可対象投資(permitted investment)のみから成ること等の一定の要件を充たせば、発行者はREMICとして発行者段階での課税を免れることとなった。

(ニ) REIT (Real Estate Investment Trust、不動産投資信託)

REITはREMICと同様、二重課税回避のための導管(conduit)である。³⁸⁾不動産やモーゲージ等を対象とし、運用収益の95%以上が投資家に分配されていれば、REITそのものには所得税・法人税は課されることはなく、投資家段階のみで課税される。

REITは不動産投資から得た利益をほぼ全額投資家に還元する仕組みを取っているため、経済効果としては不動産投資と同じであるが、証券としての流動性が高いことから株式や債券と同様に投資家の裾野が広い。また、REITでは不動産投資先を分散させるので、リスク分散が図れるというメリットもある。一方、運用収益のほとんどを投資家に還元するので内部留保が溜まりにくく、再投資原資は負債に負うところが多いというデメリットもある。

ハ. 格付の浸透

(イ) 格付浸透の意義

格付はある債券の元利払能力を示したもので、リスク判断の共通尺度を提供するものである。発行市場における発行者と投資家、また流通市場における投資家はこの共通尺度を参考に売買取引価格を決めるため、格付は市場形成のための重要な触媒と言える。とくに証券化商品では、キャッシュ・フローが加工され仕組が複雑となっているので、格付がリスクを簡単な形に定型化し取引を円滑にした意義は大きい。

38) 神田ほか [1993] P. 136

(ロ) 格付機関の審査プロセス

格付を判定するに当たり、一般的には次の要素が分析・調査の対象となる：³⁹⁾個別企業単位では、①技術開発・生産・販売等の実力、②コスト構造、③財務体力、④経営能力、⑤経営戦略、⑥市場競争力や業界での地位、⑦リーガル・リスク等が対象となるが、この他に⑧他社動向、⑨業界の特徴やダイナミックス、⑩規制環境、⑪国家レベルのマクロ経済の動き等も対象となる。例えば Moody's 社では、以上の情報をもとに各債券のデフォルト率を予測し、それぞれの格付に対応した債券保有期間ごとの累積的デフォルト率をベースに格付を決定する。以上が一般的な格付審査のプロセスであるが、証券化商品のようなストラクチャード・ファイナンスには異なるアプローチが採用されている。

ストラクチャード・ファイナンスの審査に関しては、①原資産の種類・質・金額、②原資産を構成する債権の分散度合、③原資産の期限前償還リスク、④オリジネーターの能力と適格性、⑤サービサーの能力と適格性、⑥ SPV のキャッシュ・フローの独立性、⑦信用補完や優先劣後構造等の工夫等が対象となる。とくに④と⑤のそれぞれに関して細かく分けると審査対象は次のようになる。

オリジネーターの能力と適格性⁴⁰⁾については、①オリジネーターの債務者に対する審査能力と融資決定プロセス、②ローン等のドキュメンテーション能力、③オペレーション能力、④オリジネーション業務の内容及び業務指針の明文化、⑤債権回収能力、⑥オリジネーターによる法律・会計上の虚偽記載の有無等が挙げられる。

サービサーの能力と適格性⁴¹⁾については、①過去のサービシング実績や業務経験の深さ、②サービシング業務の内容及び業務指針の明文化、③人員配置・コンピュータシステム・データ処理・資金管理等のインフラ整備の度合、④親会社からのサポートを含めたサービサーの財務力、⑤サービサーによる期中の資産内容等の継続チェック、⑥代替サービサーの設定、⑦サービシング業界の競争環境等が挙げられる。

(ハ) 格付機関による証券発行後のモニター

格付機関は、証券の発行後償還まで定期的に対象債券のレビューを行い、必要があれば格付を変更する。発行後の格付は、流動性の高い債券については流通市場での利回りを左右する。

39) Moody's Japan K.K. を参照。

40) Duff&Phelps Inc. を参照。

41) Duff&Phelps Inc. と Standard & Poor's [1994] 等を参照。

二. 資本市場の発達

(イ) 発行市場及び流通市場の発達

米国資本市場は、明示されたルールに基づいて多数のマーケット参加者が競合しており、決済機構の整備、マーケット・メイクによる債券の流通性維持、ディスクロージャーの徹底、格付の浸透等、発行・流通市場発展の前提条件が整っている。この意味で発行者及び投資家が幅広く参加できるインフラが整備されていると言える。

(ロ) ディスクロージャーと投資家責任の徹底

とくに証券化商品では、証券の仕組が複雑なためディスクロージャーの徹底が重要である。この場合の開示内容であるが、形式にとらわれず証券について投資家が最も知る必要のある事項を開示するという方針が取られている。具体的には、プールに組み込まれた資産の内容に関する情報や仕組に関する情報、あるいはオリジネーター・サービサー・トラスティ等の関係当事者に関する情報等、さまざまな情報が開示の対象になっている。このようにディスクロージャーが徹底される結果、投資家の自己責任も徹底される仕組となっている。

ホ. コンピュータ技術の発達

コンピュータ技術の発達は、サービサーの業務処理を大幅に合理化した。また証券をアレンジする側にとり、データの迅速な大量処理、リスク分析の数理化、複雑なキャッシュ・フローの分解・加工を可能とし、証券化の進展を数理的側面からもサポートした。

(イ) サービシング業務の合理化

証券化の対象としては、消費者金融等のように小口債権が大量に存在する金融資産が選ばれやすい。サービサーが債権個々の業務を迅速且つ大量に処理し、それらを集計して管理データを作る等、コンピュータは業務の効率化に寄与した。

(ロ) 原債権データの迅速な大量処理

証券化では、大数の法則から大量の個別債権をプール化し、そのプールを裏付けとして証券を発行することが多い。したがって、システム上の旗立てにより個別債権毎の必要情報を抽出した上で、個別債権のさまざまなキャッシュ・フローを短時間に集計し、プール全体のキャッシュ・フローを分析できる手だてが必要になるが、コンピュータ技術の発達はまさにそれを可能とした。

(ハ) リスク分析の数理化

格付機関では、発行された証券の元利金などの程度の確率で支払われるかをベースに格付を決定している。コンピュータによって、原債権プールのデフォルト率を計算し、さまざまなリスク要因を勘案したシミュレーションを行ったうえで、ある原債権のキャッシュ・フローで元利金の支払いがどの位の確実性をもってカバーできるかについて分析する。また、支払いがカバーできない可能性がある場合には、どのような信

米国の証券化の現状について

用補完をどの程度供与すれば不払いリスクを許容範囲内にとどめられるかの数理的根拠を与えてくれる。すなわち、コンピュータはリスクを数理化し、市場関係者が共通の尺度でリスクを測る根拠を与えてくれるのである。

(二) 複雑なキャッシュ・フローの分解・加工

コンピュータ技術は、このようなリスクの内在する原債権キャッシュ・フローを分解し、投資家のニーズに合ったキャッシュ・フローに加工することを可能とした。このような証券化商品の例としては、キャッシュ・フローを複数のトランシュに分けることにより期限前償還リスクを緩和したCMO、固定金利の資産・負債と逆行する市場価値を持ち金利リスクのヘッジ手段として使えるP0証券・I0証券が挙げられる。

(3) 結び

以上述べたように、法律、会計、税務、格付、資本市場、コンピュータの各方面にわたるインフラ・サポートが米国証券化の発展をもたらした。日本でも諸方面のインフラが整備されることを願って本論文を終えることとする。

以 上

[日本興業銀行ファイナンシャルエンジニアリング部]

【参考文献】

- 伊藤 眞、『破産法新版』、有斐閣、1991年
- 岩原紳作・小野 傑・森田 章・他（編）『証券化の理論と実務』、中央経済社、1992年
- 川村雄介・下井雅裕、『金融の証券化』、東洋経済新報社、1986年
- 神田秀樹・小宮山賢・菱田哲也、『セキュリタイゼーション』、金融財政事情研究会、1993年
- 佐藤正謙、「金融資産の証券化に伴う実務上の問題点」(1)～(5)、『NBL』 No.568、571、573、574、576、578、商事法務研究会、1995年
- 証券団体協議会、『重要性増す証券化とその課題』、1995年
- 田中幸弘、「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点」(上)・(下)、『NBL』 No.510、511、商事法務研究会、1992年
- 日本長期信用銀行（編）『日本の金融資産証券化の手法』、日本経済新聞社、1993年
- パーベル,C.A.、『ゼミナール・セキュリタイゼーション』、東洋経済新報社、1989年
- ファボツイ,F.J.（編）、『証券化の戦略と実務』、東洋経済新報社、1987年
- ローゼンタール,J.A.・H.M.オカンボ、『新しい証券化技術』、東洋経済新報社、1989年
- Aicher Robert D., & William J. Fellerhoff, "Characterization of a Transfer of Receivables As a Sale or a Secured Loan Upon Bankruptcy of the Transfer," *American Bankruptcy Law Journal* vol.65, 1991.
- Albrecht, Thomas W., "Securitising Receivables : Protecting against Bankruptcy," *International Financial Law Review*, September, 1990.
- American Banker Inc., Asset Sales Report, August 1, 1994, January 30, 1995
- Board of Governors of the Federal Reserve System, "Flow of Funds Accounts," Federal Reserve System 4th Quarter 1994.
- Duff & Phelps Inc., Servicer Review Policy.
- Fabozzi, Frank J., "The Handbook of Mortgage-Backed Securities," Probus, 1995.
- Frankel, Tamar, "Securitization," Little, Brown and Company, 1991.
- Hayes, William A., "The Risks of Investing in Asset-Backed Securities," *The Bankers Magazine*, November/December, 1990.
- Kravitt, Jason H. P., (in ed.), "Securitization of Financial Assets," Prentice Hall Law & Business, 1991.
- Moody's Investors Service, "STRUCTURED FINANCE," *Special Report*, Moody's Investors Service, February 10, 17, 24, 1995, October 13, 20, 1995.
- Moody's Investors Service, "Introduction to Moody's Analysis of Securitization Transactions and Structures," Moody's Investors Service, April, 1993.
- Moody's Japan K.K., "Global Analysis," Moody's Japan K.K.
- Standard & Poor's, "Trade Receivable Criteria," Standard & Poor's, October, 1994.