

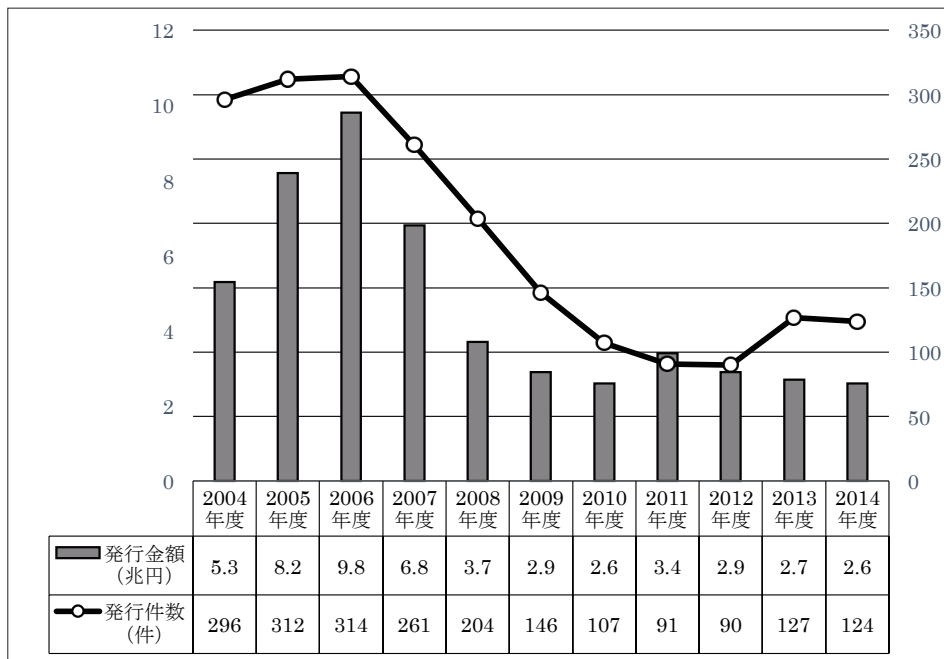
資産証券化における 会計制度の位置づけに関する考察

高橋 円香

1.はじめに

2007年のサブプライムローン問題や、2008年のリーマン・ショックに端を発する世界的金融危機によって、資産流動化・証券化市場は急速に縮小し、国内の証券化商品の発行額は2004年の5.3兆円と比べ2014年度では2.6兆円と10年間で約半分にまで減少している(図表1)。

図表1 証券化商品の発行金額・件数



出所) 日本証券業協会・一般社団法人全国銀行協会
「証券化市場の動向調査のとりまとめ ～2014年度の発行動向～」より筆者作成

このような状況に対し川北秀隆氏は「証券化のリスクを見誤ったため、サブプライムローン問題が生じ、世界を震え上がらせた。法的、会計的、マクロ経済的、政策的なインフラの整備もしくは配慮が不適切だったといえる」と指摘している⁽¹⁾。さらに「証券化のリスクを十分に認識し、コントロールできなければ、証券化の利点を生かすことはできない。むしろマイナスの効

果が生じる⁽²⁾。」と指摘されているように、近年の流動化・証券化における制度的欠陥が同取引の適切な活用を妨げているものと解せられる。

本論文では資産証券化に係るリスクに焦点をあて、証券化取引におけるリスクコントロール機能としての会計について考察する。なお、証券化に用いられる「特別目的事業体」については、「Special Purpose Vehicle(以下SPV)」・「Special Purpose Entity(以下SPE)」・「Special Purpose Company(以下SPC)」とする⁽³⁾。

2. 資産証券化とは

資産証券化は、「資産流動化」に内包される。資産流動化とは「流動性に乏しい資産を、相対的に流動性の高い金融商品に変換すること」⁽⁴⁾であり、一般的に、

「企業や銀行が、保有資産に対する対外的コントロールを維持しながら、資産に対する、法的・会計的・税務的支配権の全部または一部を第三者に移転することによって、法的・会計的・税務的オフバランス化の全部または一部を実現すると同時に、当該資産の保有に係る資金調達を行なうこと」⁽⁵⁾

と定義されている。

次に「資産証券化」は、証券化の対象となる資産(以下「原資産」)の原所有者である「オリジネーター(Originator)」から仕組み上の媒体であるSPEが原資産を譲り受け、当該原資産から生み出されるキャッシュフローを裏づけとしてABS(Asset-backed securities - 資産担保型証券)とよばれる証券化商品を発行する一連の行為を指す⁽⁶⁾。すなわち資産流動化においてその定義にある「当該資産の保有に係る資金調達」を証券の発行によって行うことを指す。

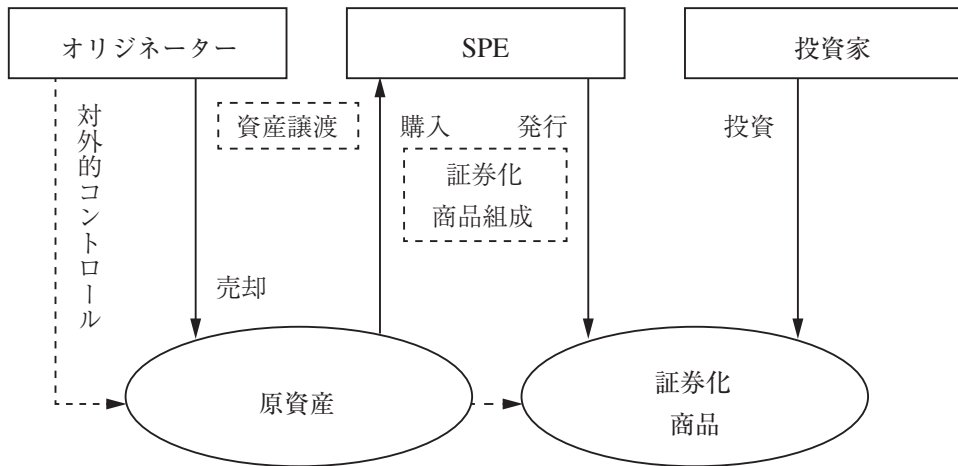
従来企業等は、金融機関からの借入れや、株式や社債等有価証券を発行することによって資金を調達していた。資産流動化および証券化は、こうした企業等の業績、信用力を基にした企業金融(Corporate Finance)による資金調達ではなく、企業等が保有する特定の資産(または複数の資産の集合)の収益力(キャッシュフロー)を基に資金調達を行うアセット・ファイナンス(Asset Finance - 資産金融)の一つである。

資産証券化の基本要素は一般的に、①証券化の対象となるキャッシュフローを生み出す資産すなわち原資産、②当該資産が生み出すキャッシュフローへ投資する投資家、③証券化対象資産と投資家を結ぶ仕組みとしてのSPE、④投資対象となる証券化商品がある⁽⁷⁾。これらの要素に加えてオリジネーター等関連当事者の倒産からSPEを隔離するために取られる「倒産隔離」、各種のリスクをコントロールするための「流動性・信用補完措置」を含んだ事業全体を指して資産の証券化という⁽⁸⁾。

ここでいう原資産には、自動車ローン債権や、クレジットカードローン債権等の金融資産、不動産等の固定資産、著作権等の無形資産などが含まれる。今日では「キャッシュフローを生

み出す資産であれば、証券化の対象とならないものはない」⁽⁹⁾とも評されている。

図表2 資産の証券化概略図



出所) 筆者作成

また、「保有資産に対する対外的コントロールを維持」することとは、オリジネーターが原資産をSPEに譲渡した後も、譲渡資産について継続的に関係を持つということである。具体的には、譲渡人が「引き続き譲渡資産のサービシング業務を引き受けることによって、原債務者との関係を継続すること」⁽¹⁰⁾などである。資産の証券化に利用されるSPEについては業務制限があるため、譲渡された資産にかかる元利金等の取立てや回収、債権管理あるいは、SPEが発行する証券等に係る元利金の支払などのサービシング業務を第三者に委託する必要がある。この第三者を譲渡人の取引先との関係の継続、譲渡された債権の管理回収にかかるノウハウ、システム構築のためのコストなどの理由により譲渡人が兼ねるケースが多い。⁽¹²⁾つまりはオリジネーターの貸借対照表からオフバランスした資産について、その後も継続して関わる事が可能であり、またそれが必要である。このことは、単純な資産売却取引と資産証券化との大きな違いである。

オリジネーターにとってのオフバランス効果には、バランスシートのスリム化や、ROA (Return on Asset—総資産利益率)・自己資本利益率の向上など、財務体質の強化を図ることが出来ることとされる。⁽¹³⁾またオフバランスの派生的効果として、オリジネーターが銀行である場合BIS (Bank for International Settlements—国際決済銀行)の自己資本比率規制への対応があげられる。⁽¹⁴⁾このことは、資産証券化をオリジネーターが利用するメリットの一つとしてあげられている。⁽¹⁵⁾

3. 資産証券化のリスク

資産証券化に内在するリスクは、その約定のとおり元金利の償還が行われな⁽¹⁶⁾いかもしれないデフォルト(債務不履行)リスクや、金利変動およびそれにと⁽¹⁷⁾もなう価格変動リスクといった

資産証券化だけでなく通常の債券投資にもみられる金融商品にとって普遍的なリスク⁽¹⁸⁾が考えられる。問題となるリスクは資産証券化という仕組みに起因するリスクである。すなわち証券化という手法が、一面では多数当事者間の複雑な契約(債権・債務)関係の集合体であり、裏面からみれば、様々なリスクの塊である⁽¹⁹⁾ということから生じるものである。川北秀隆氏が証券化商品のリスクをその発生源別に基づき分類したものが図表3である。

図表3 証券化商品のリスク:リスク発生源に基づく分類

大分類	中分類	細目
一般的リスク	金利変動	価格変動
証券化の仕組み	オリジネーター	真正売買 債務者・第三者対抗要件 資金貸与の基準 売却資産の選択の基準 原資産に対する影響力
	サービサー	コミングル 代替性
	SPV	オリジネーターの影響力 忠実性
	信用格付機関	中立性、専門性
	原資産の管理・受託者	忠実性、専門性
	アセットマネージャー	中立性、専門性、継続性
	権利の利用者	継続性
	社債管理者	忠実性
証券化された資産	資産の存在	fraud risk
	デフォルト	信用補完、流動性補完の構造、トランシェの構造
	期限前償還	トランシェの構造
	その他のオプション	オフバランス取引、その他
	資産価値の毀損	火災、地震等

出所) 川北秀隆編『証券化—新たな使命とリスクの検証』、金融財政事情研究会、2012年、62ページ。

資産証券化特有のリスクについては①原資産から発生するキャッシュフローが、貸倒れ、延滞、中途解約、期限前弁済により既存・変動するリスク(資産流動性に由来)および、②仕組み関与する各当事者(オリジネーター、サービサー、SPV等)の行為や破たんに由来するリスク(仕組み性に由来)⁽²⁰⁾と大別される。①については、図表3の「証券化された資産」に由来ものであり、信用格付の付与やキャッシュフローの確実性の度合いごとに発行する証券に優先、メザニン、劣後というようなトランシェ構造を取るというような統計的・確率論的手法を用いることで対処⁽²¹⁾できる。

一方で、②については、図表3の「証券化の仕組み」に由来するものであり、仕組みの当事者に係るリスクである。これは基本的にシングルリスクであり、統計的手法によっては対処できないため、特に各当事者の破綻の場合について、主に法的な側面から、別途の対応を行うことが必要となる。こうした資産証券化の仕組みがとられるのは、原資産に起因するリスクに絞⁽²²⁾

込むためにとられる人為的な措置⁽²³⁾であり。すなわち資産証券化の特性によるものと解せられる。証券化商品は原資産のキャッシュフローのみを原資としており、そこに他の要因による損益が発生し証券化された証券化商品へとその影響がおよぶことになると、本来の前提に矛盾が生じる。そのため、証券化に利用されるSPEには、業務内容の制限、そのためのガバナンス体制等のさまざまな仕組みが施されている。資産証券化という人為的仕組みであるがゆえに、その不備によるリスクが生じることもある。

4. 倒産隔離

「証券化の仕組み」に由来するリスクのうち中心となるのは、オリジネーターに係るリスクである。具体的には証券化の仕組みが不完全な場合に生じる真正売買のリスク、債務者・第三者対抗要件のリスク、さらにはSPVとオリジネーターとの間にバンクランプシー・リモートネス⁽²⁴⁾(倒産隔離)が確保されているかどうかである。証券化において万が一オリジネーターがサービス提供者として原資産に継続的関与を行っている場合⁽²⁵⁾、回収金がサービス提供者自身の資金と混同(コミングリング)したりするなどのサービス提供者リスクに加え、オリジネーターの法的な倒産処理に譲渡資産・回収金やSPVが組み込まれ、倒産法上SPVが一般債権者または担保権者としてあつかわれる結果、投資家が本来の元金利償還を受けられなくなり、ABS等がデフォルトするという究極的なオリジネーターリスクも顕在化する⁽²⁶⁾。この対応措置として取られなければならないのが倒産隔離である。

倒産隔離とは、「関係当事者の誰かが倒産しても、投資家にあらかじめ定められたとおりのキャッシュフローが支払われ、元金利の償還が確実に行われることをスキーム上担保することを意味する⁽²⁷⁾」。資産証券化においては、資産のみの信用力で資金調達を行う手段であるから、「オリジネーターやビークルそのものの倒産による直接の影響を排除することが求められる⁽²⁸⁾」ものであり、「絶対的要件の一つ⁽²⁹⁾」となっている。

この倒産隔離について、小林秀之氏は以下のように述べている⁽³⁰⁾。

投資家が資産の信用力に基づいて投資している以上、オリジネーターの倒産手続に巻き込まれない基準、すなわち、倒産隔離の基準が明確化され、そのリスクを計算できることが必要です。

(中略)

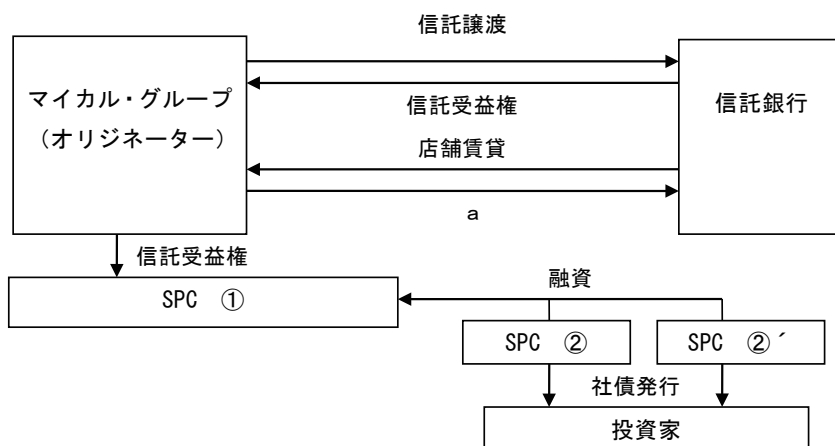
しかし、倒産隔離の基準については、立法どころか判例も集積されておらず、基準についての議論自体、筆者の論考を含めごくわずかしが存在しません。倒産隔離の基準について一応のコンセンサスも出ていないわが国の現状では、その不明確さのリスクが資産流動化のコストにはね返り、関係者全体の負担になってきています。

倒産隔離の問題、特に原資産の真正売買性が問題となった証券化事例として、株式会社マイ

カルの店舗用不動産の証券化事例がある。2001年9月14日、経営不振に陥ったマイカルが民事再生手続きの申し立てを行い、その後会社更生手続きに移行した。その際、同社およびその関連会社(以下「マイカル・グループ」)が1999年と2000年に、店舗不動産10店舗を対象として行っていた2件の証券化について、オリジネーターからSPCへの信託受益権という形での資産の譲渡が「真正な信託譲渡(中略)であったとみなされる」⁽³¹⁾かどうかという議論が起こった。この証券化は、以下のスキームで行われていた⁽³²⁾(図表4)。

- ① オリジネーターであるマイカル・グループが店舗不動産を信託銀行に信託譲渡する。
- ② SPC(SPC①)が別のSPC2社(SPC②および②')と銀行から受益権の一部を引当とする融資(約3,200億円)を受けて信託受益権を購入する。
- ③ 別のSPC2社(SPC②および②')は上記貸付債権を引当として、社債等発行により資金調達(証券化商品の発行額は908億円)を行う。
- ④ オリジネーターは信託銀行から同物件を賃借し、店舗として使用し続ける(10店舗ずつで一本の賃貸契約とし、契約期間20年で15年間は中途解約不可、賃料自動改定約付でのリースバック)。

図表4 マイカル証券化スキーム略図



出所) 筆者作成

マイカルの倒産後これらの店舗の賃貸借契約や賃料の値下げに関して、同社の管財人と投資家側との交渉が続けられ、この間に真正売買性をめぐる意見書・論文がいくつか公表された。⁽³³⁾マイカルの事例における真正売買をめぐる論議はまず、マイカルの管財人から依頼を受けた山本克己氏による意見書から始まった。⁽³⁴⁾次に、投資家側の依頼から新藤幸司氏が山本克己氏の意見書を批判する見解書を公表した。⁽³⁵⁾この新藤氏の意見書を支持する意見書が山本和彦氏によ

て公表された⁽³⁶⁾。さらに、マイカル管財人による意見書⁽³⁷⁾が公表され、これらの論文や意見書に触発された形で伊藤眞氏による論文⁽³⁸⁾が公表された。そこでの中心議論は、オリジネーターであるマイカル・グループが信託会社に対して支払っている原資産の賃料の支払が「売却済みの財産をリースバックしたことによる賃料であるのか、それとも譲渡形式を利用して会社財産を担保化した借入の返済であるのか」というものであった(図表4におけるaの線)。会社更正手続きにおいて、「前者であれば対象店舗は会社の財産ではなく、債務は継続店舗の賃借料として共益債権となり、後者であれば対象店舗はマイカルの資産の一部であり、債務は更正会社の更正担保権を構成すること⁽⁴¹⁾」になり、「更正手続きに服し、権利内容が変更される可能性がある⁽⁴²⁾」。「共益債権」とは、「公正手続きによらないで管財人から随時弁済が受けられる債権」であり「再生計画に基づかず、いつでも任意に弁済を受けられるもの⁽⁴³⁾」をいう。

「更正担保権」について、各意見書・論文では「非典型担保」の「譲渡担保」として認定できるか否かについて議論が交わされてきた。「譲渡担保」とは、「担保の目的たる財産(主に所有権)を移転することによって金銭の便を受けることをいい⁽⁴⁴⁾」、「債権者が債務者に対する債権を担保するために、債務者あるいは第三者が所有する物の所有権を債権者に移転し、被担保権が弁済されれば目的物の所有権が設定者に復帰し、債務不履行があれば、担保権者が目的物を自己に帰属させたいと、その価格と被担保権との清算を行うか、あるいは担保権者が目的物を処分し、同じく清算を行うというかたちで債権の回収を図る制度である⁽⁴⁶⁾」。譲渡担保の破産手続は「譲渡担保設定者が債務を弁済しないときには、破産管財人は目的物を換価して優先弁済を受けては破産財団に組み入れ⁽⁴⁷⁾」るという手続きになる。このような「共益債権」であるか「譲渡担保」であるかという問題が、マイカルの事例における真正売買性をめぐる論争の中で議論された。マイカルの事例は、2002年12月に和解が成立し、東京地方裁判所の承認を得た。

このなかで「共益債権」での決着がついたことから、「マイカルなどが支払う賃借料が、投資家の受け取る元利払いの元手⁽⁴⁸⁾」となり、流動化スキームにおいてはオリジネーターからの真正売買性が認められる結果になった。この和解内容については、「不動産の流動化を含む証券化への信頼維持の観点から前向きに評価できる⁽⁴⁹⁾」という意見がある一方で、マイカルの事例における法律論争は、証券化市場の発展のために証券化の基礎に関し意義があったにもかかわらず、結果として、判決を通した司法の判断が示されなかったという意見もある⁽⁵⁰⁾。

つまり、資産証券化における絶対的要件である倒産隔離に係る明確な基準が存在しておらず、倒産隔離をめぐる議論も少なく、さらに司法による判断もなされていないという現状にある。現時点においては、資産流動化・証券化におけるオリジネーターからSPCへの資産譲渡が売買取引であるか否かという判断は、解釈論に頼らざるを得ない状況⁽⁵¹⁾になっているのである。

このような仕組み性に由来するリスクはコントロールされるべき信用リスクであり、先に述べたように法的、会計的、マクロ経済的、政策的なインフラ整備によって縮小あるいは補完されるべきものである。このようなリスクに対する認識について「1990年代以降、制度の導入を図り、証券化の活用を図ろうという意識は強かった。しかし、証券化の仕組みそのものにリス

クが有り、そのリスクに対して社会的に対応しようとの意識は高くなかった⁽⁵²⁾という指摘がある。そもそも日本へのSPCを利用した証券化取引の導入、および諸関連規制の整備は、「不良債権担保の処理」を目的に進められたという背景を持つ。金融制度改革のひとつとして資産流動化・証券化の検討が進められ、1995年6月には「特定債権等に係る事業の規制に関する法律（以下「特債法」）」が施行された。特債法は、特定債権をリース料債権やクレジット債権などに限定するなど、流動性に関して制約があったが、1996年4月の改正により同法に基づく資産担保証券（Asset Backed Security - ABS）などの国内発行が可能となった。

その年の夏以降、「特定住宅金融専門会社の債権債務の処理の促進等に関する特別措置法」いわゆる「住専法」の成立以後、不良債権問題の処理が本格化するなか、同年10月に「担保不動産等関連連絡協議会」が発足し、この中で米国の証券化や邦銀による海外SPCを利用した証券化の事例が分析・検討され、不良債権処理としての活用が検討された⁽⁵³⁾。1997年1月に東京市場の株価が暴落すると、同年3月には「担保不動産等流動化総合対策」がまとめられた。さらに6月の「金融制度調査会報告書」および「証券取引審議会報告書」では、資産担保証券に関する記述がみられ、「担保不動産等の証券化」が不良債権処理の中心的なテーマとなった⁽⁵⁴⁾。そして翌年の1998年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（以下「旧SPC法」）が施行された。同法は日本初の総合的な資産証券化のための法律と言われている⁽⁵⁵⁾。しかし、実務上手続きが煩雑で報告義務等のハードルが高いことなど、利用者側からすればその使い勝手は必ずしも良いものではなかったため、より利用を促進する観点から改正が行われ、2000年11月に現行法である「資産の流動化に関する法律」が施行された。

このように証券化導入当時、政策面からもその利用と活性化が急がれていたといえる。さらにはマイカル証券化事例によって、実際に生じたオリジネーターの経営破綻と証券化商品に関する議論が司法の場でなされたため、真正売買や倒産隔離に関する実務認識が高まったと考えられる⁽⁵⁶⁾というように、倒産隔離に対する具体的な基準や判断がないままに、すなわち証券化の仕組み由来するリスクを内包したまま、拡大したといえる。

5. 証券化に係る会計制度

証券化の活性、政策的意図が先行し、証券化の仕組みに由来するリスクへの社会的対応が遅れていた状況下で会計はどのような措置を講じていたのか。証券化に係る会計制度について、SPC連結規定と原資産のオフバランス規定の取り扱いをみていく。

(1) SPC連結規定

財務諸表等規則第8条7項（以下「例外規定」）では、一定の条件を満たすSPCについては、支配力基準の例外として子会社に該当しないと推定すると規定している。

【財務諸表等の用語、様式および作成方法に関する規則】8条 7

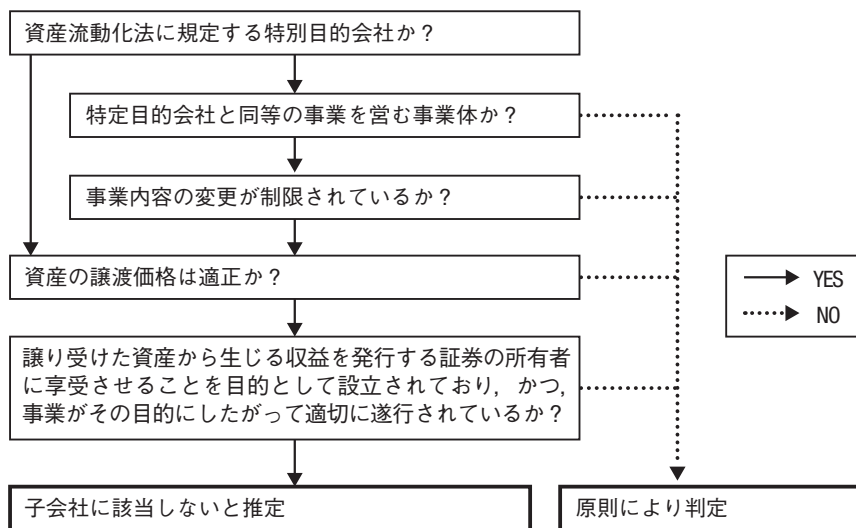
特別目的会社(資産の流動化に関する法律(平成十年法律第百五号。以下この項及び第百二十二条第八号において「資産流動化法」という。)第二条第三項に規定する特定目的会社(第百二十二条第八号において「特定目的会社」という。)及び事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいう。以下この項において同じ。)については、適正な価額で譲り受けた資産から生ずる収益を当該特別目的会社が発行する証券の所有者(資産流動化法第二条第十二項に規定する特定借入れに係る債権者を含む。)に享受させることを目的として設立されており、当該特別目的会社の事業がその目的に従って適切に遂行されているときは、当該特別目的会社に資産を譲渡した会社等(以下「譲渡会社等」という。)から独立しているものと認め、第三項及び第四項の規定にかかわらず、譲渡会社等の子会社に該当しないものと推定する。

すなわちSPCが、連結対象とならないための要件を整理すると以下のようになる。

- ① 資産流動化法上の特定目的会社および事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体である。
- ② 資産を適正な価格で譲り受けている。
- ③ 譲り受けた資産から生ずる収益を発行する証券の所有者に享受させることを目的としており、事業がその目的に従って適切に遂行されている。

ここでは上記3つの要件をすべて満たすようなSPCは、連結子会社に該当しないものと推定すると規定されているが、関連会社に該当するかどうかについては「具体的取扱い」の「二 関連会社の範囲」の基準によって判定されることになり、SPCの事業の方針の決定に対し重要な影響を与えると判断される場合には、持分法が適用されるということになる。しかし、実務においては必ずしも明確に認識されては⁽⁵⁷⁾いない。例外規定を図表で示すと図表5のようになる。

図表5 SPC連結の例外規定の判定のフローチャート



出所) 原田昌平・齋木夏生「日本のSPCをめぐる現状と課題」『企業会計』、Vol.55 No.8、2003年、33ページより筆者作成。

その根拠として、証券化に用いられるSPCがその事業内容を制限されていることから、「議決権の過半数を保有している場合でも支配力を十分に行使できないことになるため、特定目的会社は出資者等から独立しているものと認める⁽⁵⁸⁾」というものが挙げられる。また証券化においてSPCを利用する理由が、その仕組み上、原資産をオリジネーターから分離し、ここから生じるリスクとリターンを明確化させ、投資家に帰属させることが出来るようにするためであるという観点から、連結財務諸表上でのオフバランスが必要であるとの考え方も存在している⁽⁵⁹⁾。つまり、例外規定はSPCを利用した証券化取引の特性である原資産のオフバランスとSPCの独立性に配慮するよう設けられた規定であるといえる。

1998年10月30日公表の企業会計審議会「連結財務諸表制度における子会社および関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い(以下「具体的な取扱い」)以来、国内連結会計基準では資産の流動化・証券化を目的として設立、利用されるSPCについて一定の条件を満たす場合、支配力基準の例外として当該SPCの出資者および当該SPCへ資産を譲渡した会社の子会社に該当しないと推定すると規定されていた。しかし2002年12月10日に公表された日本公認会計士協会の「特別目的会社(SPC)に関する調査結果報告」のなかで、子会社、関連会社として取り扱っていないSPCが多いという状況に対し、「支配力に基づかない連結範囲の決定基準を検討する必要がある⁽⁶⁰⁾」と指摘している。また同協会は2005年9月30日に公表された「特別目的会社を利用した取引に係る会計基準等の設定・改正に関する提言」のなかで、例外規定について、「法制度の変化、不動産の流動化取引の拡大、取引形態の多様化などによるSPCを利用した証券化等の取引を取り巻く状況が大きく変化し、現状の会計基準では連結の要否を判断することが難しい事例が多数生じている⁽⁶¹⁾」と述べ、SPC連結基準等の設定・改正を要望していた。

一方国際的には2000年以降、SPEを利用した取引の多様化・複雑化に加え、SPEを利用した会計不正が横行したことから、SPEについては極力連結し、取引の実態を明らかにするとの方針で制度設計及び改正がなされている⁽⁶²⁾。特に国際会計基準審議会(International Accounting Standards Board —IASB)が2011年5月に公表したIFRS第10号「連結財務諸表」⁽⁶³⁾(以下「IFRS第10号」)⁽⁶⁴⁾等は単一支配モデル概念を用い、全ての事業体に統一した判断基準を規定したものである。ここでの支配概念は「投資企業が被投資企業への関与から生じる変動するリターンにさらされているか、または変動するリターンに対する権利を有しているか、そしてリターンを生み出す企業の事業にパワーを有している場合、報告企業はその企業を支配している(IFRS第10号 pars. 5-6、同 par. 8)」とされた。その要件は「①被投資企業に対してパワーを有している、②被投資企業への関与から生じる変動するリターンにさらされているか、または変動するリターンに対する権利を有している、③リターンを生み出す被投資企業にパワーを行使できる(同 par. 7)」とされた。ここでのパワーは「企業が、被投資企業のリターンに重要な影響を与える事業活動を支持する能力を持っていること(同 par. 10)」をいう。

こうした国際的動向と国内での議論を踏まえ、2009年4月「連結財務諸表における特別目的会社の取扱いに関する論点の整理(以下「SPC連結論点整理」)」が公表された。SPC連結論点整理における論点は「論点1 支配の定義や支配力基準の適用について」「論点2 連結対象となる企業について」「論点3 SPCの取扱いについて」「論点4 SPCに関する開示について」「論点5 支配が一時的な子会社について」の5点である。SPC連結論点整理では、SPC連結会計基準について国際的動向を踏まえ、ほぼ同様の基準を設けるという結論に至ることが示唆されている。しかしながら、支配については、日本の連結会計基準における「実質的支配基準」概念が広く普及していることからこれを踏襲し、そこにリターンの要素を加味して見直すという若干の相違が存在している。SPC連結論点整理に対する諸団体からの意見に共通するのは、「支配」⁽⁶⁵⁾の基準となる「パワーの要素」および「リターンの要素」であり、これらが明確に示されなければ、判断基準として解釈の幅が生じるという意見である。

そうした議論がありながらも、2011年3月25日に公表された企業会計基準第22号「連結財務諸表に関する会計基準(以下「改正連結会計基準」)」では、支配の定義や支配力基準といった一般的な基準の改正は行われず、出資者については支配力概念を適用する一方で、資産を譲渡したものについては例外規定の適用が維持されている。加えて出資者と資産の譲渡人を兼ねている場合でも例外規定が適用される(改正連結会計基準、第54-2項)という部分的見直しにとどまり、具体的取り扱い以降、SPCについては支配力基準の例外として、連結の対象外とするという規定が10年以上維持されているのである。

(2) 原資産のオフバランス基準

資産のオフバランスに係る会計処理には、「リスク・経済価値アプローチ(Risks and Rewards Approach)」と「財務構成要素アプローチ(Financial Component Approach)」という二つのアプロー

チが存在する。両アプローチは「金融商品に関する会計基準(以下「金融商品会計基準」)」第57項において、以下のように定義されている。

1) リスク・経済価値アプローチ

金融資産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他に移転した場合に当該金融資産の消滅を認識する方法。

2) 構成要素アプローチ

金融資産を構成する財務的要素(「財務構成要素」)に対する支配が他に移転した場合に当該移転した財務構成要素の消滅を認識し、留保される財務構成要素の存続を認識する方法。

金融資産について、従来はリスク・経済価値アプローチが適用されていた⁽⁶⁶⁾。しかし、資産流動化・証券化の発展に伴い、例えば譲渡契約に買戻特約が付与されている場合や、譲渡人が回収サービス業務を遂行するなど、単純に資産を譲渡するのではなく、譲渡人が譲渡資産に対し継続的関与を有し、資産のリスクや経済価値を留保するケースが見られるようになった⁽⁶⁷⁾。このような取引の場合、当該資産をオフバランスして良いか、オフバランスする場合、リスク・経済価値を会計上どのように評価するかといったことが問題となる⁽⁶⁸⁾。このような取引に対し、金融商品の譲渡取引の場合は、継続的関与についてそれぞれを財務構成要素に分解して取引されているものとみなして、リスク・経済価値アプローチでは取引の実質的な経済効果が反映できないと考え、財務構成要素アプローチを採用している(金融商品会計基準57項)。

金融商品会計基準8項は「金融資産の契約上の権利を行使したとき、権利を喪失したとき又は権利に対する支配が他に移転したときは、当該金融資産の消滅を認識しなければならない。」としており、9項で「金融資産の契約上の権利に対する支配が他に移転するのは、次の要件がすべて充たされた場合とする。」として以下の要件が定められている。

- (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及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又は間接に通常の方法で享受できること
- (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戻す権利及び義務を実質的に有していないこと

また譲渡先がSPCである場合は以下の要件が追加される(金融商品会計基準9項注4)。

- (1) 特別目的会社が、適正な価額で譲り受けた金融資産から生じる収益を当該特別目的会社が発行する証券の保有者に享受させることを目的として設立されていること

(2) 特別目的会社の事業が、(1)の目的に従って適正に遂行されていると認められること

一方、非金融資産である不動産については、不動産証券化取引におけるオフバランス基準である、会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」(以下「実務指針」)においてリスク・経済価値アプローチが採用されている。実務指針は、不動産は金融資産とは異なり、不動産に係る権利の譲渡であるということ、リスクと経済価値が不動産の所有と一体化していること、金融資産に比べ時価の算定が容易でなく流通性にも劣る等の特徴を考慮して、リスク・経済価値アプローチに基づいて取り扱うことが適当であると考えている(実務指針27項)。不動産のリスクと経済価値の移転については、スキーム全体の構成内容を踏まえて実質的に判断すべきとされている(実務指針6項)。リスクと経済価値の移転についての判断は、リスク負担を流動化される不動産がその価値のすべてを失った場合によって判定し、以下のリスク負担割合計算によって判定し、計算の結果リスク負担割合がおおむね5%の範囲内であれば、移転しているものとして取り扱うとされている(実務指針13項)。

$$\text{リスク負担割合} = \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価額(時価)}}$$

ここで、考慮されるべき事項として、オリジネーターによる原資産不動産への継続的関与の内容と額がある。実務指針では、不動産のリスクと経済価値の移転を実質的に判断するため、譲渡人による当該不動産への継続的関与について検討すべきとしている(実務指針32項)。具体的には実指針7項に以下の例示がなされている。

- ① 譲渡人が譲渡した不動産の管理義務を行っている場合。
- ② 譲渡人が不動産を買戻し条件付きで譲渡している場合。
- ③ 譲受人であるSPCが譲渡人に対して売り戻しの権利を保有している場合。
- ④ 譲渡人が譲渡不動産からのキャッシュフローや譲渡不動産の残存価額を実質的に保証している場合。
- ⑤ 譲渡人が、譲渡不動産の対価の全部又は一部としてSPCの発行する証券等を有しており、形式的には金融資産であるが実質的には譲渡不動産の持分を保有している場合。
- ⑥ 譲渡人が譲渡不動産の開発を行っている場合。
- ⑦ 譲渡人が譲渡不動産の価格上昇の利益を直接又は間接的に享受している場合。
- ⑧ 譲渡人が譲受人の不動産購入に関して譲受人に融資又は債務保証を行っている場合。
- ⑨ 譲渡人がセール・アンド・リースバック取引により、継続的に譲渡不動産を使用している場合。

①については、通常の契約条件であればリスクと経済価値は他の者に移転していると判断され(実務指針8項)売却処理は認められる。②については買戻し条件付の譲渡は実質的に金融取引と同様の効果が生ずることとなるため売却処理は認められない(実務指針9項)。⑨については、当該リースバック取引がオペレーティング・リース取引であって、譲渡人(借手)が適正な賃借料を払うこととなっている場合に限りリスクおよび経済価値の移転が認められる(実務指針11項)。

この他、当該不動産が譲渡人の用途に合わせて特別な仕様により建設された建物、用途制限や環境問題のある土地や建物、地域経済や仕様等により収益性に著しい問題のある土地や建物は、市場性の乏しくそのまま他に転用することが困難な特殊性を有する不動産であり、かつ何らかの継続的関与がある場合には、リスクおよび経済価値の移転は認められず売却処理は出来ない(実務指針10項)。さらに不動産を譲り受けるSPCが譲渡人の子会社である場合には売却処理は認められない(実務指針12項)。

現行の会計基準においては金融資産か非金融資産であるか、その資産の特性を考慮し、両アプローチのどちらをオフバランス基準とするかが検討されている。

(3) SPC連結規定とオフバランス規定の関係

新例外規定への改定は1998年の「具体的取扱い」以来、SPC連結に関する議論はなされていたものの、制度そのものの改定には至らなかったこれまでと比較すると大きな変化であるといえる。しかしながら出資者については支配力概念を適用する一方で、資産の譲渡したものについては例外規定の適用が維持されている。

資産の譲渡人に対する規定が維持された根拠として、証券化取引におけるオフバランス基準との関係が挙げられる。実務指針第15号では、SPCが資産の譲渡人の子会社である場合、譲渡人における資産の売却処理は認められず金融取引として処理される(実務指針12項)。このことについてはSPC連結論点整理第59項で「他の会社に商品を販売した取引において、当該他の会社への販売が売却処理されるかという問題と、当該他の会社が子会社に該当するかどうかという問題とは別のものであると同様に、資産の流動化取引においても別に考えられるのではないかという意見がある」とされている。

しかしながらこの問題は解決されておらず、改正連結会計基準では、資産の譲渡会社(出資者を兼ねている場合も含む)については従来通りオリジネーターと原資産の譲渡先であるSPCとの親子会社性が否定された。別個の問題であるという意見を認識しながらも、非連結が条件の一つになっているオフバランス基準との整合性をとったものと解せられる。

6. おわりに

証券化という仕組みに由来するリスクは通常の金融取引におけるリスクとは一線を画すもの

であり、証券化という手法において本来の原資産によるキャッシュフローを原資とし、リスクをそれに係るものだけに限定するために採られる人為的仕組みを構築するがゆえのものである。様々な仕組みリスクの中でも、中核をなすオリジネーター(あるいはサービサーを兼ねるオリジネーター)の倒産に係るリスクは、原資産からの利得を毀損するだけでなく、証券化の仕組みそのものを破綻させる恐れがある。すなわちオリジネーターにかかるリスクに対して倒産隔離措置を講じることこそ、証券化を組成する上でもっとも考慮すべき措置であるといえる。しかしながら先に述べたとおり、証券化の促進はそれらを考慮することなく進められ、マイカル事例で議論されながらもその結果は、倒産隔離が不完全であっても証券化を実行することは可能であるというある種の安全神話を作り上げてしまった。

倒産隔離が不完全である状況下で、オフバランス基準にSPEがオリジネーターの子会社でないことを要件とし、連結基準で支配力基準の例外としてSPEを資産の譲渡者の子会社とはしないと規定した。本来であれば、資産の譲渡が法律上の真正売買であるならば、それを前提とする会計上の資産譲渡も成立する。しかし証券化については真正売買及び倒産隔離に対する明確な基準が示されておらず、解釈に委ねられている状況下で、会計にその役割を付与するといういわば逆説的な状況になっているものと解せられる。そのことは改正連結基準の制定以前から議論されていた、SPEを連結の対象とする方針が一向に実現できていない状況に如実に現れている。SPEが連結の対象となった場合にオフバランス基準がクリアできないという、本来別個の問題として取り扱われるべき会計基準が複雑に関係している理由も、このことに起因する。証券化における会計制度は仕組みの不完全性を補完するという一種のリスクコントロール機能を担っているものといえる。

(注)

- (1) 川北秀隆編『証券化—新たな使命とリスクの検証』、金融財政事情研究会、2012年、1ページ。
- (2) 同上書、3ページ。
- (3) 流動化・証券化の導管体として利用される特別目的事業体はSPVまたはSPEとされ欧米などで一般的に利用されている略称であるが、国内では会社形態をとるSPV・SPEを指すSPCという略称が多く使われている。本論文では形態は問わず導管体としての機能を考慮するため、3つの呼称を使用する。なお、本文中の引用については引用文献での表記のままである。
- (4) 高橋正彦『増補新版 証券化の法と経済学』NTT出版、2009年12月17日、7ページ。
- (5) 大垣尚司『ストラクチャード・ファイナンス入門』1997年6月2日、124ページ。
- (6) 高橋、前掲書(注4)、6ページ。
- (7) 社団法人不動産証券化協会編『不動産証券化ハンドブック2015』2015年7月31日、12ページ。
- (8) 同上書、12～13ページ。
- (9) 高橋、前掲書(注4)、はしがき。
- (10) 久禮義継 齋木夏生『流動化・証券化の会計と税務 第三版』中央経済社、2005年12月、6ページ。
- (11) 同上書、12ページ。
- (12) 同上。

- (13) 高橋、前掲書(注4)、10ページ。
- (14) 同上書、11ページ。
- (15) 小林秀之編著『資産流動化の仕組みと実務－倒産隔離と近時の立法－』新日本法規、2002年12月4日、41ページ。
- (16) 高橋、143ページ。
- (17) 川北、61頁。
- (18) 川北64。
- (19) 高橋、前掲書(注4)、143ページ。
- (20) 同上。
- (21) 川北、前掲書(注1)、62ページおよび高橋、前掲書(注)、143ページ。
- (22) 高橋、前掲書(注4)、143ページ。
- (23) 川北、前掲書(注1)、62ページ。
- (24) 川北、前掲書(注1)、56ページ。
- (25) 通常の場合、オリジネーターが原債権の回収に当たる。(高橋、前掲書(注143))
- (26) 高橋、前掲書(注4)、143～144ページ。
- (27) 不動産証券化協会、前掲書(注7)、16ページ。
- (28) 同上書、17ページ。
- (29) 小林、前掲書(注15)、18ページ。
- (30) 小林、前掲書(注15)、8ページ。
- (31) 同上。
- (32) 高橋正彦「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」『証券経済研究』第53号、2006年3月、167ページ。
- (33) 同上論文、168～169ページ。
- (34) 意見書の概要については、『『マイカル・グループの不動産証券化についての意見書』の概要』『金融法務事情』No.1646、2002年6月25日、32～34ページ。
- (35) 見解書の概要については、「マイカル・グループ証券化に関する『山本意見書に対する見解書』の概要」『金融法務事情』No.1649、2002年7月25日、17～20ページ。
- (36) 山本和彦氏による意見書は「マイカル証券化スキームに関する山本和彦教授意見書の全文」『金融法務事情』No.1653、2002年9月15日、44～52ページ。
- (37) マイカル法律管財人団「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」『NBL』No.746、2002年10月1日。
- (38) 伊藤真「証券化と倒産法理(上・下)―破産隔離と倒産法的再構成の意義と限界―」『金融法務事情』No.1657、2002年10月25日、6～12ページ、および、No.1658、2002年11月5日、82～90ページ。
- (39) 高橋、前掲論文(注3)、169ページ。
- (40) マイカル法律管財人団、(注37)32ページ。
- (41) 同上。
- (42) 安藤一郎『新しい倒産法入門』、三省堂、2004年4月1日、321ページ。
- (43) 同上書、325ページ。
- (44) 譲渡担保は判例で更正担保権になると解されている(同上書、321ページ)。
- (45) 同上書、80ページ。
- (46) 同上書、81ページ。
- (47) 同上。

- (48) 日本経済新聞、2002年12月21日、朝刊、11ページ。
- (49) 高橋、前掲論文(注4)、170ページ。
- (50) 永沢徹監修・さくら総合事務所編『第3版SPC&匿名組合の法律・会計税務と評価』清文社、2005年4月5日、84ページ。
- (51) 同上書、9ページ。
- (52) 川北、前掲書(注1)、380ページ。
- (53) 片山さつき『SPC法とは何か 資産の証券化と流動化に向けて』日経BP社、1998年8月17日、24ページ。
- (54) 同上書、31ページ。
- (55) 同上。
- (56) 川北、前掲書(注1)、66ページ。
- (57) 原田昌平・斎木夏生「日本のSPCをめぐる現状と課題」『企業会計』Vol.55 No.8、2003年、36ページ。
- (58) 同上書、33ページ。
- (59) 横田雅志「資産流動化に活用されるSPEの会計上の問題点—連結財務諸表における流動化対象資産のオフバランス要件—」『中央大学大学院研究年報33商学研究科篇2003』2004年2月、128ページ。
- (60) 日本公認会計士協会「特別目的会社(SPC)に関する調査結果報告」2002年12月10日、2ページ。
- (61) 同協会・監査・保証実務委員会「特別目的会社を利用した取引に係る会計基準等の設定・改正に関する提言」、2005年9月30日、1ページ。
- (62) SPE連結をめぐる国際的動向については、筆者「SPC連結基準の国際的動向」『商学研究論集』第30号、明治大学大学院、2009年2月、173～190ページ)で詳しく述べている。
- (63) IASB、IFRS 10 Consolidated Financial Statements、May、2012。
- (64) IFRS 第10号とともに公表された基準は、IFRS 第11号「ジョイント・アレンジメント」、IFRS 第12号「他の企業に対する関与の開示」、IAS 第27号「個別財務諸表」、IAS 第28号「関連会社およびジョイント・ベンチャーに対する投資」である。
- (65) 論点整理に対する意見として、日本公認会計士協会「『連結財務諸表における特別目的会社の取扱いに関する論点の整理』に対する意見」(2009年4月14日)。社団法人日本貿易会「『連結財務諸表における特別目的会社の取扱いに関する論点の整理』に係るコメント」(2009年4月10日)。プロネクサス総合研究所「『連結財務諸表における特別目的会社の取扱いに関する論点の整理』に対する意見」(2009年4月13日)。日本公認会計士協会、前掲意見、3ページ。全国銀行協会、「『連結財務諸表における特別目的会社の取扱いに関する論点の整理』に対する意見について」(2009年4月13日)がある。
- (66) 醍醐聡『会計学講義』東京大学出版会、2008年5月9日、191ページ。
- (67) 宮田慶一「オフバランス化とリスク・経済価値の認識」『企業会計』2004、Vol.56、No.3、18ページ。
- (68) 同上。

(2015.10.7 受稿, 2015.10.13 受理)