

企業開示と商品開示

大垣尚司*

概 要

会社法会計、企業会計、税法会計の3つは密接に関係しており、それらの間の相違をできる限り少なくなるように調整すべきだとする、いわゆるトライアングル体制を厳格に維持することは、もはや困難だしその必要もないという理解については、あまり争いのないところである^{#1}。この中で、会社法会計と税法会計を行う主体は当然のことながら「会社」ないし「法人」、あるいは、それらの集合体である「連結企業」である。また、両者が記述すべき情報は、当然のことながら当該主体に関する財務情報である。ところが、企業会計は、証券取引規制の下、投資家への情報開示を行うための共通言語なので、その主体は有価証券の「発行者」であり、これが記述すべき情報は投資対象である「有価証券」に対する情報となる。もちろん、これまでは有価証券の「発行者」は原則として「会社」でありまた納税主体である「法人」であった。また、投資対象となる「有価証券」は社債か株式、あるいは、それらから派生したりそれらを組み合わせただけのものにすぎなかった。このため、トライアングル体制に関する議論も「会社」＝「法人」＝「発行者」という前提の中で制度目的等の違いから3つの会計の差異を論ずるものであったし、また、それで十分であった。

ところが、新会社法の制定とこれと同時に進行した事業組織関連の法整備により、組織の多様化が急速に進んでいる。同時に、投資対象である「金融商品」も複雑化・多様化の一途をたどっている。また、証券取引法も、伝統的な有価証券のみを対象とするのではなく、より広く投資家保護の必要な「金融商品」を極力有価証券概念の中に取り込み、また、それ以外のものについても、出来る限り「金融商品」として取引規制を及ぼす必要があるとの認識の下、金融商品取引法へと全面改正されることになった。

こうして、「金融商品」の「発行者」が、当然に「会社」や「法人」と一致せず、したがってそれらについての情報だけでは「金融商品」に関する開示情報として不十分ではないかと思われる事例が急増している。本稿は、こうした流れを「企業開示」から「商品開示」へという視点でとらえた上で、筆者の専門領域である仕組金融（structured finance）の分野を中心に、企業開示と商品開示の交錯が問題となる事例の類型化を試みたものである。

注1 たとえば、神田（2006）『会社法』〔第8版〕（弘文堂）、p.228

* 立命館大学教授。本稿は著者の個人的見解であり、金融庁の公式見解ではない。

目 次

- 1 問題提起①:組織の多様化と「会計」の多元性
 - (1)新会社法と株式会社の多様化
 - (2)会社、事業組織の多様化
 - (3)金融のための組織の登場
- 2 問題提起② 金融商品取引法と商品開示
 - (1)「証券取引」から「金融商品取引」へ
 - (2)「特定有価証券」の開示
 - (3)「企業」を主語とする開示
 - (4)「投資家」を主語とする開示
 - (5)開示主体、開示情報と金融商品
 - (6)新しいトライアングル状況
 - (7)分析の枠組み
- 3 各論① 資産流動化と開示主体
 - (1)発行者開示のパラダイム
 - (2)特定有価証券
 - (3)資産流動化に関する米国の基準
 - (4)わが国との比較
 - (5)資産流動化SPCの開示主体
 - (6)信託受益権証書の開示主体
- 4 各論② 資産流動化と開示情報(1)
 - (1)資産流動化かどうかの判断
 - (2)企業開示と商品開示の体系
- 5 各論③ 資産流動化と開示情報(2)
 - (1)資産自己完結型のファイナンス
 - (2)関連当事者リスク①
 - (3)関連当事者リスク②
 - (4)仕組みに関する情報開示
 - (5)再証券化
- 6 各論④ 資産流動化と開示情報(3)
- 7 各論⑤ その他の商品開示
 - (1)仕組債(Structured Product)
 - (2)リスクの証券化(Risk Securitization)
 - (3)企業調達 of 仕組み化
- 8 もうひとつの問題意識:企業か事業か
 - (1)プロジェクト型組織の再興
 - (2)企業内部の事業
 - (3)事業のアンバンドリング化

1 問題提起①：組織の多様化と「会計」の多元性

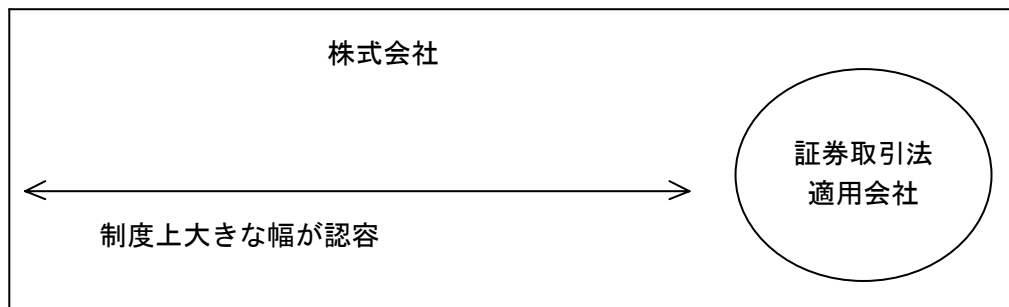
(1) 新会社法と株式会社の多様化

2006年5月1日に新会社法が施行された。同法の下では、株式会社は株式譲渡制限会社が基本形とされ、証券取引法により厳格な財務開示が要求される公開会社はむしろその例外となり、従来の会社法とは逆の位置づけとなった。

また、最低資本金規制が廃止され、役員構成やガバナンスのあり方も簡素なものから公開大会社向けの複雑なものまで多様な組み合わせが許されることになった。この結果、一口に株式会社といっても個人事業の法人成りにすぎない一人会社から超大企業まで、どれが原則でどれが例外ということではなく、いずれもが会社法が本来予定する株式会社の利用形態ということになる。

もともと、株式会社はきわめて幅の広い経済実体を有していたので、旧商法下でも、その中の公開企業のみを想定した企業会計を会社法会計と常に一致させることには無理があったわけだが、今次、こうした株式会社の多様性が正面から容認されたことによって、両者はそもそも法制度の枠組みとしても同じ平面では議論できなくなったと言わねばならない。この点は特に、中小企業や零細企業に適用すべき会計基準を議論する上で重要な視点となろう。

【図①】

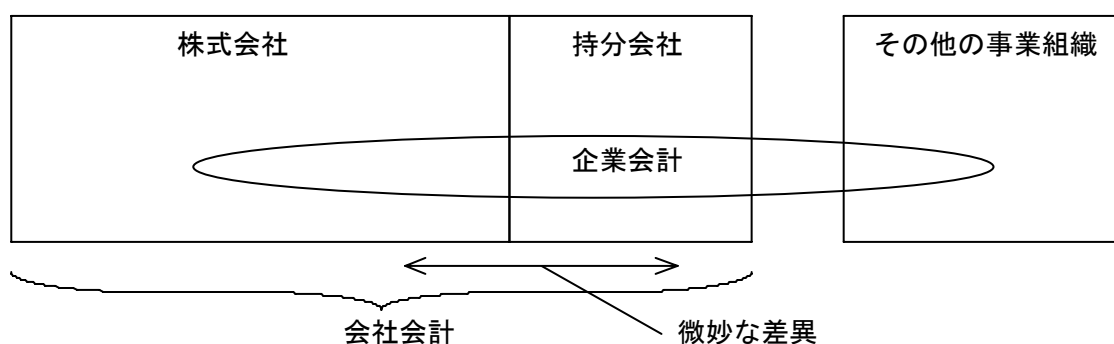


(2) 会社、事業組織の多様化

株式会社以外に会社法が用意する各種の会社（持分会社）も、新会社法では、商法時代のように株式会社に至る発展段階形というよりは、事業の実体に即して合目的的に選択すべき企業組織形態のメニューとして相互に対等な位置づけが与えられている。また、会社法の外においても、有限責任事業組合のように、従来の文脈では社団性を欠き法人格が認められない事業組織に大きな役割が期待されているし、商法上の匿名組合はすでに巨大不動産プロジェクトや航空機リース等を行うための枠組みとして実務上定着してきている。

これらには、株式会社を想定した会社法会計が当然に適用されるわけではない。しかし、証券取引法や新しい金融商品取引法は、こうしたものの出資持分にも市場で投資対象となる以上は有価証券性や金融商品性を付与して株式・社債と同水準の開示規制を適用せんとしている。この結果、会社法会計の枠組みに関する限り、私法上の性格に照らして株式会社よりは簡素な会計を要求する可能性のある組織について、簡素な形態の株式会社よりもむしろ高い水準の開示規制が適用される可能性がある。

【図②】



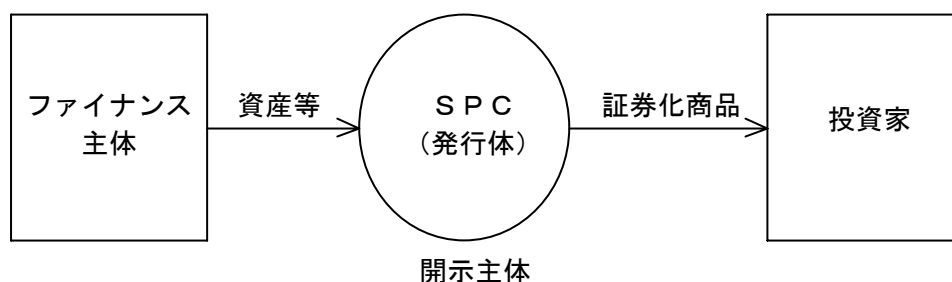
(3) 金融のための組織の登場

証券化 (securitization) に代表される仕組金融 (structured finance) の発展に伴い、会社を事業主体としてではなく、金融のための単なる枠組み—いわゆる S P C (special purpose company、特別目的会社)—として利用する事例が増えている。こうした目的のためには、投資ファンドには投資信託・法人法に基づいて投資信託・投資法人、また、資産流動化には資産流動化法が特定目的会社・信託という専用 S P V (special purpose vehicle、特別目的主体^{※2}) が用意されている。しかし、さまざまな仕組金融のニーズに専用 S P C だけでは応え切れていないので、これまでも株式会社や有限会社を S P C に転用する事例が散見した。資産流動化についてみれば、信託法に基づく信託が S P V として専用 S P C 以上に重要な役割を果たしている。また、不動産プロジェクトについては有限会社+匿名組合が標準的な S P V として活用されてきた。

新会社法では株式会社だけでなく持分会社についても一人会社や社債発行が認められるようになったので、転用型 S P C はこれまで以上に増えるのではないかと思われる。また、改正信託業法の下、信託会社の裾野が広がる一方、信託法の全面改正が成立すると受益権の有価証券化が可能になるので、信託を S P V として活用する可能性は一層広がることが期待される。

S P C は、株主権の行使を制限し取締役も名目的に存在するにすぎず、「経営を行わなわず枠組みに徹する」ことが目的の会社である。信託は私法上の性格からすればそもそも組織ですらないから、本来「企業開示」が問題とはならないはずである。こうした「金融のための組織」に関する「企業開示」は古典的な事業主体を想定したものと同じではありえない。また、企業会計の視点からすると、そもそも開示義務を負う主体は S P C ではなく、S P C を利用してファイナンスを実現せんとしている実質的な調達者だとも考えられる。後述するように米国の証券取引規制では、近時、一定の資産証券化についてこうした考え方が採用されたところである。日本ではすでに特定有価証券という概念の下、開示情報について特殊取扱が定められているが、それだけで十分なのかをあらためて検討すべき時期がきているのではないか (⇒ 3～6)。

【図③】

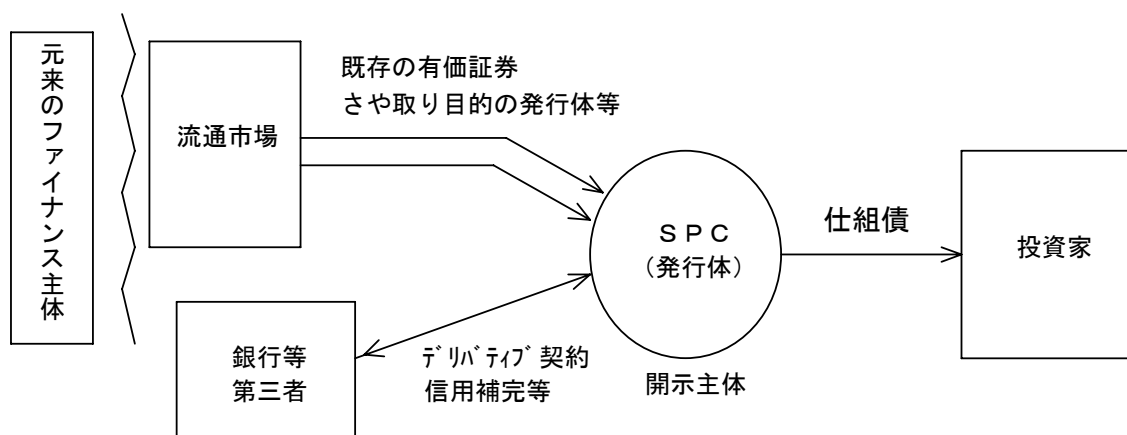


S P Cは、それ自身に法人課税がなされると「枠組み」としての機能を果たせなくなるので、何らかの工夫で事実上あるいは制度上 tax transparent となるように仕組むことが多い。こうした仕組みにおいては、S P Cのみならず、仕組み全体を把握した上で適正な課税を行う必要があり、税務会計の射程距離はS P Cそのものの会計より広範なものとなる可能性が高い。

また、いわゆるエンロン事件のように、S P Cを濫用して会社会計や企業会計の開示単位の外に、開示対象とならない事業体を保有することが許されると適切な企業開示は不可能となる³。このため、少なくとも企業会計の問題としては、ひとつの事業体とみなされる開示単位をなるべく広範にとらえる連結規制が必要となる。こうしたベクトルが強まれば、企業会計は会社会計や税務会計よりはかなり広範な射程距離を持たざるを得なくなるであろう⁴。

さらに、最近「仕組債 (structured products)」と呼ばれる金融商品が多数登場している。仕組債においては、もはや伝統的な意味における実質的なファイナンス主体は存在せず、市場にすでに存在する有価証券やデリバティブ契約を活用して投資家の投資ニーズを満たす新たな金融商品がS P Cを用いて組成されているにすぎない。こうした商品についても証券取引法・金融商品取引法における「開示」が必要であることは疑いないところであるが、商品の発行者となるS P Cの会社会計にいかなる意味があるかは疑問である。ここに至って、「企業開示」ということばはその実体をほとんど失い、「商品開示」こそが重要な概念として浮上することになる (⇒7 (1))。

【図④】



注2 会社形態をとるSPCのほか、仕組金融の枠組み、導管として用いられる主体を総称することば。SPE (special purpose entity) ともいう。

注3 具体的な仕組みについて、みずほ総合研究所(2002)『エンロンワールドコムショック』(東洋経済新報社)を参照。

注4 税務会計については、特に金融取引が複雑化・国際化する中で、税法上の評価を税法内部で完結できずに、実体法上の性格判断に委ねる傾向が強まっているように思われる。一方、これまで実体法上の性格に一致させようという傾向のあった会計が、エンロン事件等を機に独自に前広な開示を要求する傾向を強めており、結果的に、税法と会計とで取り扱いが異なる取引が増加している。少なくとも、企業会計上の取り扱いが税務上その通りに認められない可能性は以前に増して高まっているというのが実務界の認識ではないか。

2 問題提起② 金融商品取引法と商品開示

(1) 「証券取引」から「金融商品取引」へ

2006年の通常国会で金融商品取引法が成立し、証券取引法に代わる新しい市場規制が公布の日(平成18年6月14日)から1年6ヶ月以内に施行される(その一部はすでに同年7月4日より施行)。同法では、有価証券に、組合契約等を利用した集団投資スキーム持分や信託受益権(改正信託法に基づいて受益権が発行されるもの以外のものもみなし有価証券とされる)、抵当証券、持分会社の社員権等が含まれることになり、証券取引法時代の限定列举主義は依然として維持されてはいるものの(法2条1項、2項)、実体的には米国型の包括的な有価証券概念にかなり近づいたといえる。また、有価証券の上位概念として「金融商品」という概念を定義し(同24項)、金融商品販売に関して誠実義務、適合性原則の遵守義務、取引態様の事前明示義務、書面交付義務といった行為規制を定めた点も特筆される(法36~44条の4)。

しかし、開示規制に関する限り、有価証券の募集・売出をトリガーとする規制の枠組みが維持されており、新しくみなし有価証券として認められたものについては、主として有価証券に投資するもの以外は規制の対象外とされている(法3条)。

こうしてみると、新法下でも、企業会計に基づいて有価証券の発行者が自己の財務

内容を開示するという基本的な枠組みは堅持されているとあってよいだろう。

(2) 「特定有価証券」の開示

このことを裏返すと、発行された有価証券が発行者の事業と密接なつながりを有していない場合には、適切な開示が行われない可能性がある。

たとえば、前節(3)でも指摘した、投資ファンドや資産証券化のようないわゆる集団投資スキームにおいては、発行者が「枠組み」にしかすぎないので、発行者に加えてファンドマネジャーやその投資方針、あるいは、証券化される資産の内容やオリジネーター・サービサーに関する情報を提供しないと適切な投資判断ができない。

そこで、現行法では「特定有価証券」という概念を設け、それぞれの仕組みに応じた開示がなされるように制度を整備してきている(第24条第1項、同施行令第3条の4、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令)。しかし、単なるSPCであっても、あくまで発行者が開示主体となるという原則は維持されている。また、特別法に基づく集団投資スキーム(ファンド型、流動化型)を利用した場合か典型的な資産流動化の事例でない場合には適切な開示がなされない可能性が残る。

(3) 「企業」を主語とする開示

このように、証券取引法における企業開示は、市場で取引される有価証券が伝統的な企業ファイナンスの手段である、株式もしくは社債またはそれらの派生もしくは組み合わせであることを暗黙の前提とし、その発行者である企業に関する財務情報を開示させるものである。言い換えれば企業開示がすなわち投資家に対する商品開示となるのだという基本的な枠組みが維持されているとあってよいだろう。

(4) 「投資家」を主語とする開示

こうした構造は、戦後の復興の過程で企業金融、産業金融を最優先するために、金融機関や証券市場が企業の資金調達のために機能すべきという視点からすべての金融規制が構築されてきたなごりといえることができる。

これに対し、経済発展における壮年期はすぎ、国内に関する限り企業の資金需要が恒常的に投資需要を下回る状況が続くこれからのわが国においては、いかに有効な投資を行うかという資金のサプライサイドにこそ重点を置かねばならない。そして、資金のサプライヤーである投資家は、金融商品取引市場において、「企業」に投資するのではなく、「金融商品」に投資するのである。投資家を主語とする場合、投資家に必要な情報は、投資家が購入した商品の実態とリスクを判断する上で必要十分かつ客観的な情報である^{注5}。もちろんこうした情報は、多くの場合、資金調達主体である発行者に関する財務情報である可能性が高いが、すでにみたようにそれだけとは限らない。だとすれば、金融商品取引市場における開示の一義的な目的は「金融商品」の開示でなければならない。

注5 企業会計そのものの問題ではないが、金融商品取引法が定める適合性の原則(法40条)によれば、同じ商品を販売する場合でも、投資家の態様・投資経験、知識等に応じて開示のあり方を調整すべきではないかという視点も生まれる。なお、6節参照。

(5) 開示主体、開示情報と金融商品

会社会計、企業会計、税法会計のいずれも、通常の間脈では会計を行う主体(開示

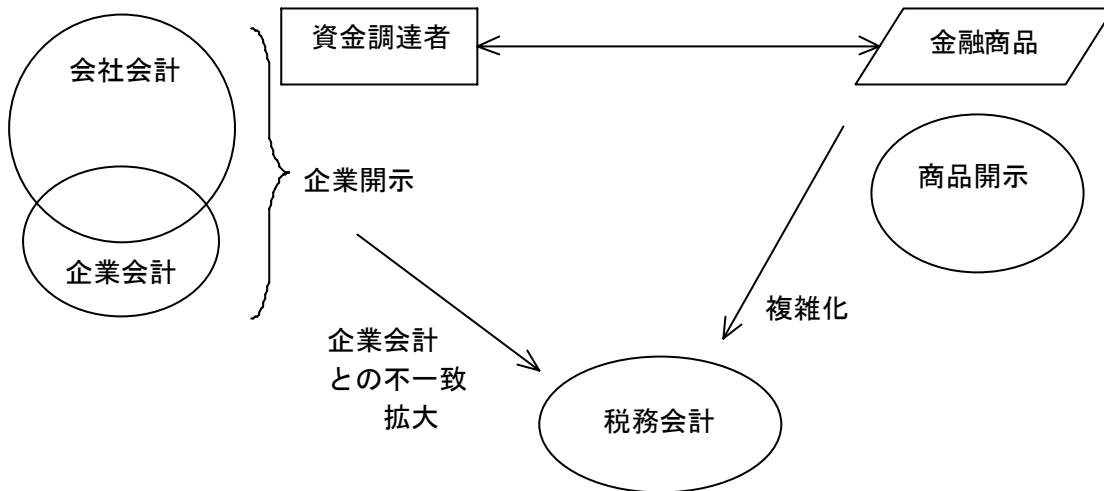
主体)と開示すべき情報(開示情報)、さらには開示先との関係で何のための会計か(開示目的)が典型的に想定されている。そして、開示主体と開示先を結びつける機縁となる資金調達手段(金融商品)は両者の典型的な関係に対応して株式、社債・借入といった典型的なものが意識され、その結果、開示情報は開示主体に関する情報であることが前提とされている。

ところが、1でも述べたように開示主体の法的な枠組みが多様化すると共に、金融商品が複雑化したことから、そうした画一的前提が大きく崩れてきている。すでに見たように、金融商品が多様化すると、同じ開示主体についての情報であっても取得金融商品との関係で開示すべき内容が異なりうる。また、金融商品組成のために仕組みが用いられる結果、形式的開示主体と実質的開示主体が異なる事例も増えている。こうした視点からも、企業開示のあり方を金融商品のあり方別に再整理するというアプローチが支持される可能性がある。

(6) 新しいトライアングル状況

古典的な文脈においては、会社会計、企業会計、税務会計の相違が問題となるというトライアングル状況が問題となってきた。これに対し、資金調達者を主語とする企業開示と投資家を主語とする商品開示が本質的に異なり、この結果、それぞれに係る税務会計が複雑化するという、新しいトライアングル状況が生じてきているといえないであろうか。

【図⑤】



(7) 分析の枠組み

ただ、こうした主題に直接取り組むだけの能力と研究の蓄積は筆者にはない。そこで、以下では、各論として「企業開示」と「金融商品開示」とを別個に考えねばならない文脈を類型別に指摘することにより、今後「金融商品開示」議論を行う上での一助としたい。

なお、金融商品開示は投資家を名宛人とするものなので、以下の議論で企業開示という場合には、証券取引法・金融商品取引法に基づく企業会計によるそれを念頭におくものとする。

3 各論① 資産流動化と開示主体

(1) 発行者開示のパラダイム

現行証券取引法における企業開示の主体は、有価証券の発行者である^{注6}。「発行者」とは、有価証券を発行し、又は発行しようとする者（内閣府令で定める有価証券については、内閣府令で定める者）をいう。なお、証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利で有価証券とみなされるもの（法第2条2項）については、権利の種類毎に内閣府令で定める者が内閣府令で定める時に当該権利を有価証券として発行するものとみなされる（証券取引法第2条5項）。なお、金融商品取引法でもこの定義は維持されている（同法第2条5項）。

このように発行者が開示主体となり、発行者を開示情報として開示を行うという考え方は、パラダイム（paradigm、疑う余地のない暗黙の了解）といってよいまでに当然視されてきた^{注7}。これは、開示情報が開示主体に関する情報なので開示主体自身に開示の義務を負わせるのがもっとも有効だからと考えられる。しかし、特に資産流動化の領域においてこの「発行者パラダイム」が脅かされている。

注6 発行開示（証券取引法4条1項）、継続開示（同24条1項）。

注7 たとえば、神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘（神崎他、2006）『証券取引法』（青林書林）pp.190, 252

(2) 特定有価証券

2 (2) でみたように、特定有価証券についてはそれぞれの特質に応じて開示情報の重点が発行者ではなく、ファンド情報（投資法人の場合）、管理資産情報（資産流動化の場合）に置かれているが（【表①】）、発行者であるSPVが開示主体となるという点はあくまで維持されている。現状唯一の例外は、見なし有価証券の内、特定目的信託の受益証券とこれに類する外国資産信託流動化受益証券の場合で、この場合に限り、「原委託者及び受託者」が発行者とされる^{注8}。

しかし、中核となる開示情報をみると、投資法人の場合はファンド情報、資産流動化会社の場合は管理資産情報が主体であり、開示主体である発行者自身の企業情報は付帯的な情報と位置づけられていることがわかる。

【表①】有価証券届出書における発行者の形態別開示項目の比較

	一般事業会社	投資法人	資産流動化会社
	開示府令 別表第二号	特定開示府令 別表第四号の三	特定開示府令 別表第五号の二
第一部	証券情報	証券情報	証券情報
第二部	企業情報	ファンド情報	管理資産情報
第三部	提出会社の保証会社等の情報 第1 保証会社情報 第2 <u>保証会社以外の会社の情報</u> ^{注9} 第3 指数等の情報	投資法人の詳細情報 第4 関係法人の状況 <u>資産運用会社の概況</u> その他の関係法人の概況	発行者及び関係法人情報 第1 発行者の状況 第2 <u>原保有者その他関係法人の概況</u>
第四部	特別情報	その他	

注8 証券取引法第2条第5項、証券取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第8条1項、2項。なお、預託証券（DR）については預託証券の発行者が、また、組合の出資持分については無限責任組合員、業務執行組合員、営業者といった実際の業務執行に責任を負担する組合員が開示主体となる（同定義府令第8条3項）。

注9 保証会社や連動子会社、投資判断に重要な影響を及ぼすと判断される保証会社以外の会社（たとえば、当該届出に係る有価証券がカバードワラントにあつてはオプションの行使の対象となる有価証券の発行者、預託証券にあつては預託を受ける者）については、提出会社に準じて記載することとされる（開示府令別表第二号記載上の注意(77)）。

(3) 資産流動化に関する米国の基準

これに対し、2005年に導入された米国の新しい資産対応証券（asset backed securities）の開示基準では、証券法（Securities Act of 1933）、証券取引法（Securities Exchange Act of 1934）の開示主体となる発行者（issuer）を証券の発行体（issuing entity）ではなく、資産の設定者（depositor）としたことが注目される^{注10}。

(a) 資産対応証券（ABS）の定義

具体的には、まず、新ルールが適用される資産対応証券を次のように定義した^{注11}。

§ 229.1101 (c)(1) Asset-backed security means a security that is primarily serviced by the cash flows of a discrete pool of receivables or other financial assets, either fixed or revolving, that by their terms convert into cash within a finite time period, plus any rights or other assets designed to assure the servicing or timely distributions of proceeds to the security holders; provided that in the case of financial assets that are leases, those assets may convert to cash partially by the cash proceeds from the disposition of the physical property underlying such leases.

(2) The following additional conditions apply in order to be considered an asset-backed security:

(i) Neither the depositor nor the issuing entity is an investment company under the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-1 et seq.) nor will become an investment company as a result of the asset-backed securities transaction.

(ii) The activities of the issuing entity for the asset-backed securities are limited to passively owning or holding the pool of assets, issuing the asset-backed securities supported or serviced by those assets, and other activities reasonably incidental thereto.

(iii) No non-performing assets are part of the asset pool as of the measurement date.

(iv) Delinquent assets do not constitute 50% or more, as measured by dollar volume, of the asset pool as of the measurement date.

(v) With respect to securities that are backed by leases, the portion of the securitized pool balance attributable to the residual value of the physical property underlying the leases, as determined in accordance with the transaction agreements for the securities, does not constitute:

(A) For motor vehicle leases, 65% or more, as measured by dollar volume, of the securitized pool balance as of the measurement date.

(B) For all other leases, 50% or more, as measured by dollar volume, of the securitized pool balance as of the measurement date.

(3) Notwithstanding the requirement in paragraph (c)(1) of this section that the asset pool be a discrete pool of assets, the following are considered to be a discrete pool of assets for purposes of being considered an asset-backed security:

(i) Master trusts. The offering related to the securities contemplates adding additional assets to the pool that backs such securities in connection with future issuances of asset-backed securities backed by such pool. The offering related to the securities also may contemplate additions to the asset pool, to the extent consistent with paragraphs (c)(3)(ii) and (c)(3)(iii) of this section, in connection with maintaining minimum pool balances in accordance with the

transaction agreements for master trusts with revolving periods or receivables or other financial assets that arise under revolving accounts.

(ii) Prefunding periods. The offering related to the securities contemplates a prefunding account where a portion of the proceeds of that offering is to be used for the future acquisition of additional pool assets, if the duration of the prefunding period does not extend for more than one year from the date of issuance of the securities and the portion of the proceeds for such prefunding account does not involve in excess of:

(A) For master trusts, 50% of the aggregate principal balance of the total asset pool whose cash flows support the securities; and

(B) For other offerings, 50% of the proceeds of the offering.

(iii) Revolving periods. The offering related to the securities contemplates a revolving period where cash flows from the pool assets may be used to acquire additional pool assets, provided, that, for securities backed by receivables or other financial assets that do not arise under revolving accounts, the revolving period does not extend for more than three years from the date of issuance of the securities and the additional pool assets are of the same general character as the original pool assets.

上記規定で特徴的な点を指摘すれば以下の通りである。

- ① 流動化の対象資産が売掛債権その他の金融資産に限られること。なお、リース債権についてのみ、残価に依存することが認められている（自動車については 65%以内、その他については 50%以内）。
- ② あらかじめ定められた条件に基づいて返済、資金化がなされる受動的な性質をもったものでなければならないこと（"discrete pool of assets"という概念。"discrete"ということばは訳しづらいが、ここでは「自己完結的」と訳しておく¹²⁾。なお、マスタートラスト形式、資産の事後取得型、リボルビング型については一定条件下で自己完結性が認められる。
- ③ 不良債権を対象としたものは認められないこと。不良債権は回収努力が必要であり、自己完結性が認められないことによる¹³⁾。

(b) ABSの開示主体

上記のような定義を満たす資産対応証券については（そして、そのような資産対応証券についてのみ）、開示主体は設定者（depositor）だとされる¹⁴⁾。

§ 230.191 Definition of "issuer" in section 2(a)(4) of the Act in relation to asset-backed securities.

The following applies with respect to asset-backed securities under the Act. Terms used in this section have the same meaning as in Item 1101 of

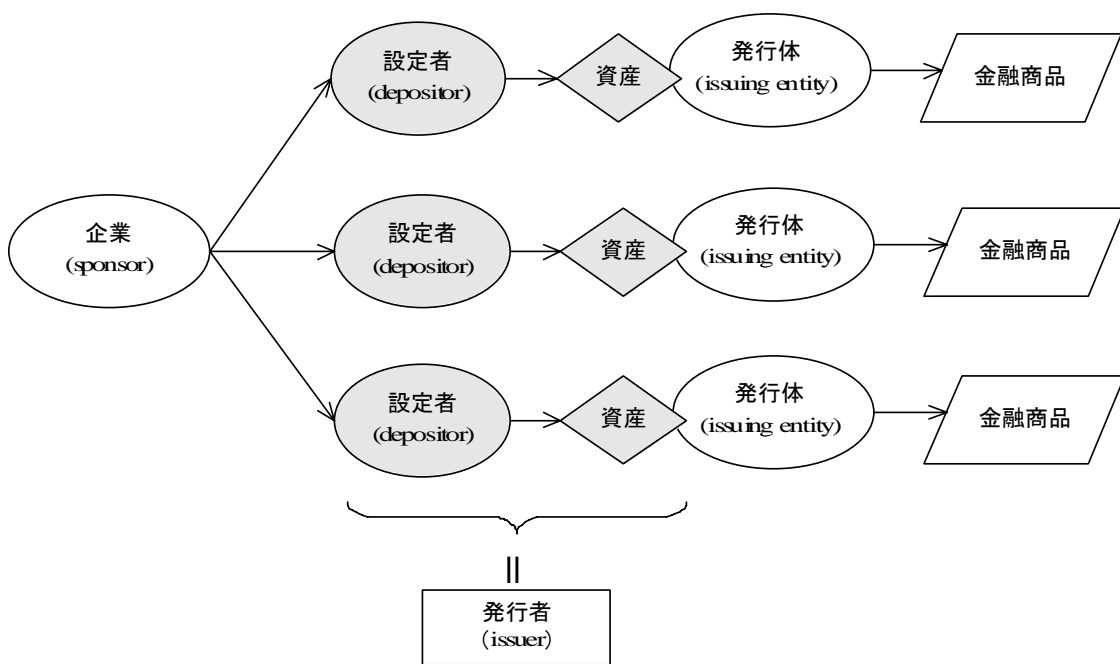
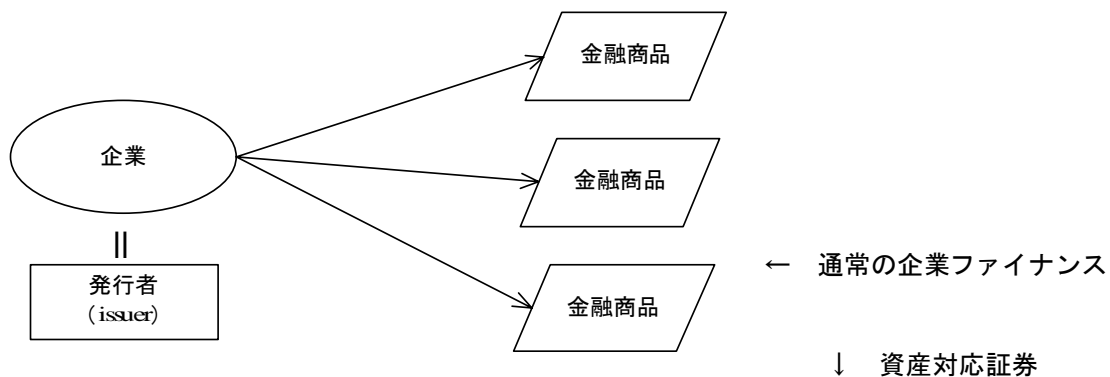
Regulation AB (229.1101 of this chapter).

(a) The depositor for the asset-backed securities acting solely in its capacity as depositor to the issuing entity is the "issuer" for purposes of the asset-backed securities of that issuing entity.

(b) The person acting in the capacity as the depositor specified in paragraph (a) of this section is a different "issuer" from that same person acting as a depositor for another issuing entity or for purposes of that person's own securities.

ここで注目すべきは、(b)項において、設定者は資産を設定する発行体 (issuing entity) 毎に別々の開示主体 (issuer) とみなされるということである。企業開示にあっては、複数の金融商品が発行されていても、発行者が同一企業であれば企業情報に関する限り当然のことながら同じ内容の開示を行うことになる。これに対し、資産対応証券にあっては、対象資産に関する情報を開示することが最も重要なので、それぞれの金融商品の裏付けとなる資産とこれを持ち込んだ主体とを一对一に結びつけて「設定者」という概念で把握し、これを開示主体と認識するわけである。この結果、同一企業であっても金融商品単位で別の設定者＝発行者とみなされ、それぞれについて別個の法的評価単位として開示義務を負担することになる。

【図⑥】



(c) 設定者 (Depositor)

上記定義で、開示主体となる発行者とみなされる設定者 (depositor) とは次のものをいう¹⁵。具体的には対象資産のももとの所有者 (sponsor)、スポンサーと発行体 (issuing entity) とを仲介する主体、当該主体が信託勘定の場合は、信託の設定者をいう。

§ 229.1101(e) Depositor means the depositor who receives or purchases and transfers or sells the pool assets to the issuing entity. For asset-backed securities transactions where there is not an intermediate transfer of the assets from the sponsor to the issuing entity, the term depositor refers to the sponsor. For asset-backed securities transactions where the person transferring or selling

the pool assets is itself a trust, the depositor of the issuing entity is the depositor of that trust.

注 10 Asset-Backed Securities, Final Rule (Release No.33-8518)。日本語の解説文献として、西村ときわ法律事務所編(2006)『ファイナンス法大全 アップデート』(商事法務)第5章第6節参照。

注 11 Regulation AB (17 CFR 229.1101) 1101(c) (1)

注 12 西村ときわ(2006)(注10)は「不連続の独立した」と訳している。いずれにせよ、その意味するところは、金融資産自身が第三者による積極的な運用や市場価値の変化に依存せず、当初の約定に従って現金化していくものというニュアンスである。

注 13 ABS, Final Rule(注10) IIIA2d.

注 14 Securities Act of 1933 Rule 191 (17 CFR 230.191)

注 15 Regulation AB (17 CFR 229.1101) 1101(e)

(4) わが国との比較

(a) 米国基準の考え方

米国基準では、比較的限定された金融資産の受動的証券化案件に限り、開示主体となる発行者が資産をSPVに設定した者であって、SPV自身ではないとされる。「自己完結性」が認められる場合はSPVは純粹に枠組みとして機能しているために、当該資産をSPVに最終的に移転したと考えられる主体に開示責任を負わせることが適切であるが、ABSの支払いを行うために、対象資産を市場で換価したり、積極的に運用したりする場合、処分者としてSPVが主体的、能動的な役割を果たすので、単なる枠組み以上の実体が認められることから、引き続き当該SPVを開示主体とすることが相当と考えたのであろう。

ここでは、枠組み、あるいは導管性の強弱が開示主体を決定する基準になっていることが分かる。

(b) 日本基準

これに対し、わが国では、①資産流動化SPCが資産流動化法に基づく特定目的会社である場合、②(イ)金銭債権その他の資産がSPCに直接または間接に所有者から譲渡され、(ロ)SPCの発行する金融商品上の債務の履行について譲渡資産の管理、運用または処分を行うことにより得られる金銭をあてること、という2つの要件を満たす場合に、特定有価証券に関する開示規制が適用されることになっている¹⁶。①の資産流動化法は経緯からしてもともと不良債権や担保不動産の処理を予定しており、「自己完結性」を欠くとの理由で不良債権を対象資産から除く米国基準とは一線を画する。また、②の実質基準も対象資産を金融資産以外に広く認める上、運用や処分による換価も認めているので、「自己完結的」な金融資産のみを対象資産とする米国基準よりはかなり広い概念であることが分かる。

(c) 日米の異同

このように、わが国の場合資産対応証券の定義をかなり広範にとらえる結果、「自

己完結性」あるいはSPVの導管性が希薄なものも含まれてしまう。

しかし、SPVは通常は対象資産の所有者や関連主体が実質的に支配しているので、SPV自身を開示主体としておけば、事実上は米国基準の「設定者」が開示にあたることになる可能性が高い。また、証券化の仕組みが何もないところから歴史的に発展した米国と異なり、欧米制度を輸入するかたちで一気に完成度の高い仕組みが導入されたために、特定の仕組みを採用することをトリガーとして当該仕組みに即した開示情報をあらかじめ法定しておくことに合理性があったともいえる。こうしてみると、現行の日本基準に問題があるとはいえないであろう。むしろ、開示基準の客観化という点からいえば米国より先行しているとの評価も可能かもしれない¹⁷。

ただ、米国においては、証券化の仕組みが少しずつ完成度を高めながら徐々に認知されていったことから、日本のように証券化に特化した開示規制がごく最近まで作られず、仕組みの発展に即して、適切な開示情報の内容が、発行者と投資家、規制当局や会計士、格付会社、証券業者等により漸進的に形成されてきたという事情がある。そのなかで、今次、事業組織たる企業としての性格を失った単なる枠組み、導管にすぎない自己完結的な金融資産の証券化における証券化商品についてのみ、開示主体として別途「設定者」という概念が新たに設けられた。このことは、理論的な一貫性もさることながら、少なくともそうした仕組みについては発行体よりは設定者の開示義務を負担させべきだという実務的判断があったことを伺わせる。だとすると、わが国においても資産流動化商品の開示について同様の考えが妥当する可能性はないだろうか。

注 16 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第 1 条第 4 号、証券取引法施行令第 3 条の 4 第 5 号に掲げる特定有価証券を定める内閣府令

注 17 西村ときわ（2006）（注 10）p.445

（5）資産流動化SPCの開示主体

現状、資産流動化型金融商品に関する開示は、有価証券が発行されている限り発行者であるSPCが開示義務を負う。特に虚偽記載については5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金という厳罰が処せられ（証券取引法第197条）両罰規定もある（同207条）。ところが、SPC自身は通常の場合対象資産について自ら管理をしていないために、サービサーや信託勘定を経由している場合には受託者等から詳細な情報を得て開示を行うことになる。SPCの代表者や使用人は案件の組成に関与した証券会社の職員や会計士、弁護士等の第三者であることも多く、率直なところ適切に開示義務を負担する能力や立場にない者であることのほうが多い。米国基準はまさにこういう状況にあるSPCの代わりに資産をSPCに譲渡した設定者が開示義務を負担させるものである。新基準そのものが想定しているように、設定者が実質的な調達主体（スポンサー）¹⁸だとは限らないが、証券発行の代り金は資産譲渡の対価として設定者に支払われるのでこの者に画一的に開示義務を負担させることで判断の明確化を図ったのだと考えられる¹⁹。

こうしてみるとわが国でも、導管性が明瞭なSPCを用いた資産流動化の仕組みについては、同様の考え方を採用したほうが適切な開示が期待できるのではないだろうか。実務負担を考えても特に大きな問題はないように思われる。この場合、米国基準

のように、設定者のみを開示主体とするのか、特定目的信託の場合と同様、設定者とSPCの双方を開示主体とするのかについては議論が分かれ得るところだが、信託の場合との権衡や、形骸化しているとはいえ、SPCの役員に最後のチェック機能を果たさせる意味から、後者の立場が相当ではないか。

注18 米国基準では、スポンサー (sponsor) は次のように定義される。"The person who organizes and initiates an asset-backed securities transaction by selling or transferring assets, either directly or indirectly, including through an affiliate, to the issuing entity."

注19 黒沢尚 (2005) 「集団投資スキーム法制の方向性」、神田秀樹編 (2005) 『投資サービス法への構想』 (財団法人資本市場研究会) pp.56-58 は、「スキームを組成・管理しスキームに関する情報を保有している仕組み行為者 (スポンサー) を開示義務者とするのも、合理的な方向性のひとつであるし、ビークルの法的形態ではなく機能別にとらえる考え方も整合的であると思われる。」とする。理論的には首肯しうるが、実務を考えると、仕組みによっては、スポンサーに該当する者が複数のことも多いし、証券化では、SPVとスポンサーとの関係を極力希薄なものにしようとさまざまな工夫が凝らされるので、客観的な基準で誰がスポンサーかを確定することは意外と難しい。米国基準はこうした背景から形式的・客観的に確定が可能な設定者を開示主体としたのではないかと考えられる。

(6) 信託受益権証券の開示主体

現状、私法上の性格が信託受益権である有価証券について、証券の発行者以外に原委託者が連帯して開示主体となるものは、資産流動化法に基づく特定目的信託の受益権だけである (注8参照)。両者が発行者とされる根拠としては、資産流動化の仕組みの実体からして適切であるということに加え、そうした実体に照らして、資産流動化法第169条第3号が、原委託者に対して、受託者に特定資産にかかる受益証券に関する有価証券届出書などに記載すべき重要な事項に付、受託信託会社等に告知する義務を定めていることを反映したものと考えられる。

さて、金融商品取引法では信託法の改正を見こんで信託法に規定する一般的な受益証券発行信託の受益証券を広く有価証券の定義に取り込んだ (法2条1項14号)。実は、資産流動化法のSPVとしては、資産流動化法に基づく特定目的信託よりも一般の信託の方が圧倒的によく用いられている^{注20}。

金融商品取引法第2条第5項の「発行者」の定義は証券取引法のそれを踏襲しているので、一般信託の場合の「発行者」が具体的にどのような定めになるのかは現時点で不明だが、一定の要件を満たせば設立でき、誰でも取締役になれるSPCと異なり、受託者が信託業法に基づいて厳格な監督を受けている信託会社であることを考えれば、原則的にはすでに無記名の受益証券が発行されている貸付信託の受益証券等と同様、受託者を発行者とすることで十分ではないかと思われる。ただし、受託者が原委託者やサービサー等から必要な開示情報を得るにあたり、単に信託契約上の義務に加えて、金融商品取引法上の義務付けをすることには一定の意義があるので、開示主体に関する限りは資産流動化に関するSPCと同様の基準 (注16参照) を設けて、原委託者と受託者の双方を開示主体とすることも考えられるのではないか。

注20 信託については、原則として実質課税の原則が採用されており (所得税法13条、法人税法12条)、信託勘定 (実際には受託者) には原則として課税されない。これに対し、資産流動化法

に基づく特定目的信託は、法人税法上「特定信託」という特殊な種類の信託とされる（第2条29の3）。特定信託については、信託勘定をあたかも法人のようにみだてて受託者を納税義務者とした法人課税が行われる。そうした上で、厳格な要件を満たした場合にのみ租税特別措置により配当の損金算入を認めることによってはじめて tax transparency（1（3））が実現する（租税特別措置法第67条の14および15）。こうした煩雑さもあって、特定目的信託は必ずしも積極的に利用されておらず、一般の金銭債権信託等が資産流動化のSPVとして幅広く活用されてきているのである。受益証券を発行されるようになって、一般信託に係る実質課税の取り扱いが維持されるかどうかは予断を許さないが、改正信託法、金融商品取引法施行後に信託のSPVへの転用が一層普及することは確実といってよい。

4 各論② 資産流動化と開示情報（1）

前節では仕組金融の代表である資産流動化に関して、開示主体を発行体とする問題点について指摘した。次に、開示情報について続く3節で異なる視点から検討することとしたい。

（1）資産流動化かどうかの判断

【表①】からも明らかなように通常の企業ファイナンスか資産流動化かでは開示情報にかなり差異がある。資産流動化法に基づく特定目的会社・同信託を利用している場合は当然に特定有価証券の開示基準に従うことになるが、それ以外の仕組みについては、前節（4）（b）で述べたような2項目からなる実質基準に該当するかを判断せねばならないので、資産流動化かどうかを必ずしも截然と区別できるとは限らない。

これまでこのことが実務上大きな障害になってこなかったのは、会社や信託をSPVに転用するのにいろいろと制約があったので、資産流動化法に基づく特定目的会社や同信託を利用しづらい案件については、有価証券性を欠く（したがって証券取引法上の開示規制の対象とならない）一般信託受益権を用いるか、海外SPCを利用してそもそもわが国の証券取引規制が及ばない海外で起債することが多かったからではないかと思われる。しかし、1節で指摘したように、会社組織の多様化が進み、一般信託に係る受益証券が金融商品取引法の開示規制の中にとりこまれると、企業ファイナンスと資産流動化の境界線上の仕組みが多数登場する可能性がある。

ところで、通常の開示基準と特定有価証券の開示基準は後者が前者を包摂する関係になってはいないので、実質基準を広めに対応したからといって制度の適正さが維持されるとは限らない。

一方、どのような開示が適切かについて検討する場合、米国であれば、新しい仕組みが漸進的發展途上におけるオリジナルスキームとして登場するので、ある意味ではプレーヤーと規制当局の双方が同じ程度に未熟な水準からスタートして比較的時間をかけて実務対応を固めていくことができる（帰納的アプローチ）。これ対し、日本の場合、そうして形づくられた完成形としての仕組みを輸入することが多いので、比較的短期間に複雑な仕組みが一度に登場する可能性があることに加え、導入時におけるプレーヤーと規制当局の知識の落差が大きいという問題がある。ただ、このことは逆に言うと、一般的な企業開示の枠組みとは別に、制度として金融商品別開示の枠組

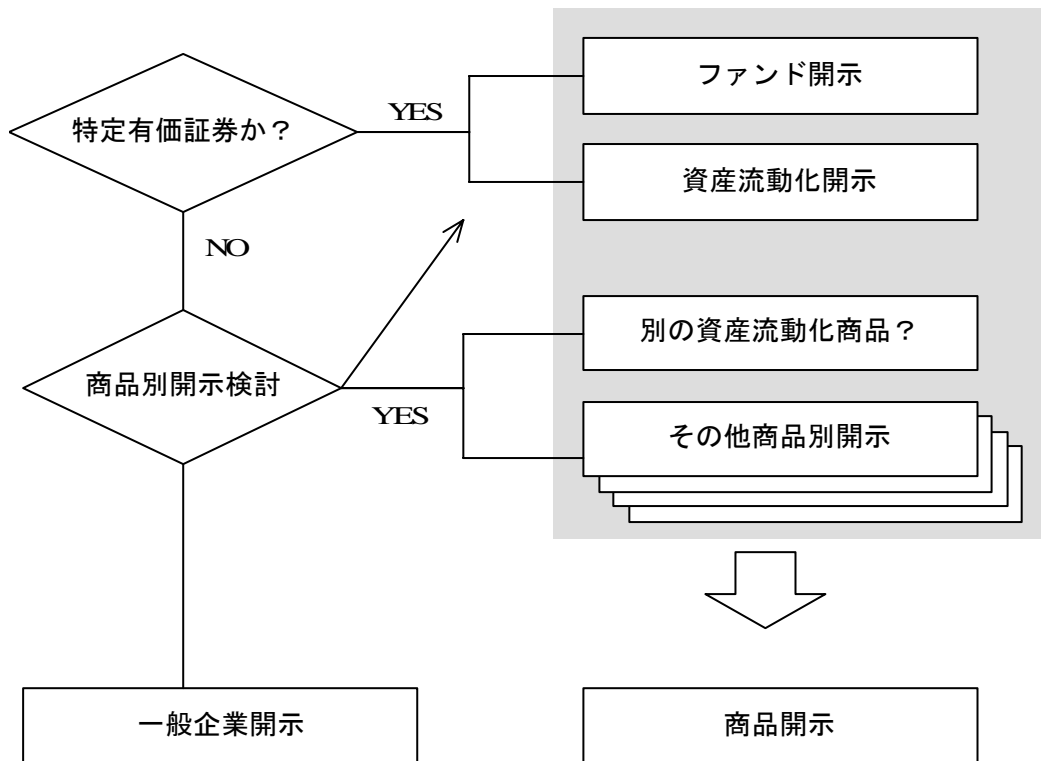
みがあれば、米国等の先例をもとに民間の識者の手助けも得ながら比較的完成形に近い開示基準を逐次提示していくことが不可能ではないということの意味する。

(2) 企業開示と商品開示の体系

こうしてみると、米国とは別の理由ではあるが、米国基準と同様、資産流動化の定義をどちらかといえば狭く絞り込んで適切な開示主体と開示情報に関する規制を用意する一方、それに該当しない金融商品についても一般的な企業ファイナンスの開示をすればよいのではなく、それぞれの金融商品の特性に応じて適切な開示を行うことを発行者に義務付けるという方式には一定の合理性がある。

言い換えれば、そもそも開示主体と開示情報とに類型的な食い違いのあるものを特定有価証券として括りだした上で、さらに、これに該当しないものについても、それぞれの金融商品の類型に応じて、発行者に関する一般的な企業情報開示でよいものと、付加的な情報が必要なものとに分類する作業が制度として行われるように枠組みを整備する必要があるのではないか。金融商品開示規制はこうした枠組みに位置づけることができるのではないだろうか。この段階であらためて特定有価証券の開示規制を準用すべきものもあるだろうし、それとは異なる商品開示の枠組みが必要となるものもあるだろう。

【図⑦】



たとえば、保証債とカバードワラント型の商品については、企業開示の規制の中に具体的な指針が織り込まれている（【表①】注9）。おそらく、今後はこうした様式の記載上の注意や企業内等開示ガイドライン等の位置づけを強化し、商品別の開示情報の詳細を類型化していく努力が必要になるのではないかと考えられる。

5 各論③ 資産流動化と開示情報（2）

次に、特定有価証券の開示規制が適用になる典型的な資産流動化について、現行の開示規制では十分な開示情報が提供できない場合がないかを検討してみる。

（1）資産自己完結型のファイナンス

（a）倒産隔離の意義（担保債との相違点）

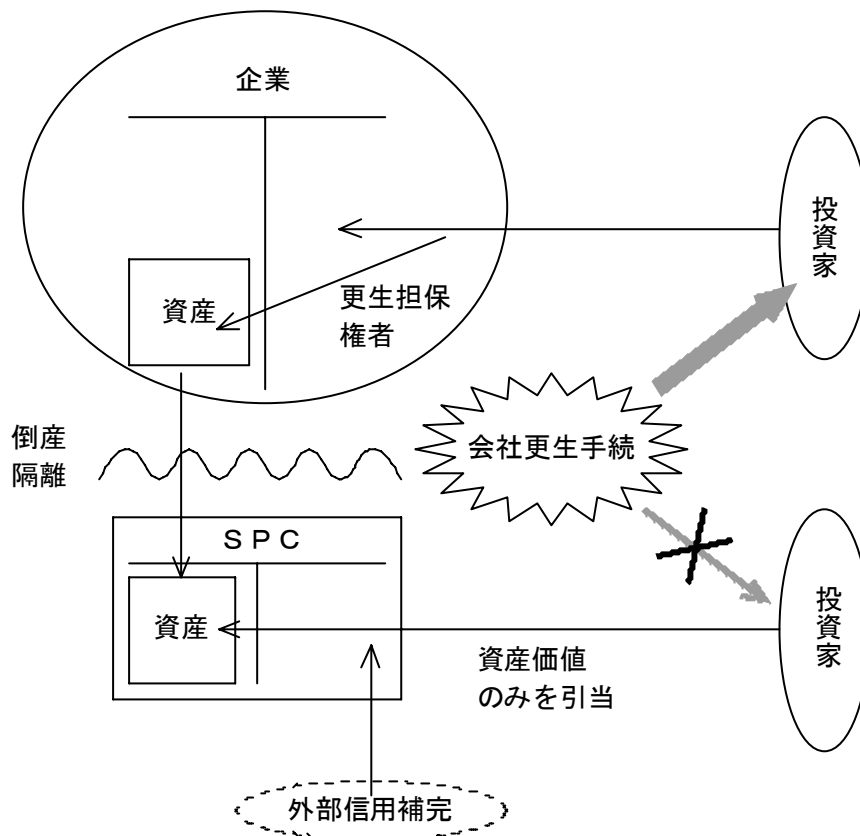
通常、資産証券化においては、実質的な資金調達主体（オリジネーター）が保有する資産を同主体とは独立したSPVに譲渡し、同主体が倒産してもSPVの資産に影響が及ばないように仕組み、これにさまざまな手法による信用補完を施すことによって、対象資産の価値のみに依存してSPVの発行する金融商品に高い格付けを取得する。投資家もこうした仕組みを信頼して、金融商品の購入にあたっては、実質的な資金調達主体の信用リスクが金融商品のそれより高くても安心して購入するのである。しかし、SPV自身は金融のための枠組みにしかすぎないので、それ自身が直接、譲り受けた資産から返済を受けたり資産を換価する能力はない。このため、別途資金調達主体がSPVとサービシング契約を締結し回収にあたる。

このように、外観を見る限り、証券化は、資金調達主体が対象資産に譲渡担保を設

定して資金調達をしているのとあまり変わらないことが多い。しかし、会社更生法上譲渡担保権者は更生担保権者として更生手続に巻き込まれてしまうのに対し、SPVが真正な譲渡を受けていれば更生手続の影響を受けないことから、証券化商品の投資家は当該企業の信用リスクを顧慮せずに、資産の信用力だけをみて投資を行うことが可能になる。証券の格付けは期日において約定通りの支払いがなされるかどうかの判断なので、両者の差は少なくとも格付けの観点からはきわめて大きいのである。

さらに、後述するように（⇒（４）（a））内部的・外部的に信用補完を施すことによって対象資産を直接購入する場合よりも高い格付けの金融商品に仕組むことも可能である。

【図⑧】



(b) 資産流動化において企業会計の持つ意味

資産流動化においては、実質的な資金調達主体の「企業会計」が投資家にとって一義的に重要な情報ではなくなり、直接の発行体であるSPVの「企業会計」も資産の価値を化体するものとして意味を持つにすぎない。このため、米国基準では発行体（issuing entity）に関する情報は流動化との関連項目が主体であり²¹ 単独の監査済財務諸表は開示資料としては要求されない²²。日本では発行者の状況についての情報は、企業開示の情報に準ずることとされているが²³、これが投資判断に持つ意味は少ない。

(c) SPC連結の是非と資産空洞化

逆にいえば、会計上、倒産隔離が施されたSPCを実質的な資金調達主体に安易に連結すると、本来当該企業の債権者が引き当てにできない資産を会計上資産計上して

しまうおそれがあることを意味する。エンロン事件以降SPCについてはどちらかというようになるべく連結したほうがよいという雰囲気もあるが、正当に仕組まれた証券化案件に利用されるSPCについては、債権者に対する責任財産を示すという観点からいえば連結すべきではない²⁴。もちろん、そうしたファイナンスを行っているということを投資家が知る必要はあるが、そのことと連結基準とは異なる平面の議論である。

一方、厳格な倒産隔離を施して資産流動化を実施した企業の責任財産はある意味で空洞化する。もちろんそれに見合う対価を収受しているのでその限りで増減はないが、調達資金を資産保有のための資金ではなく他の事業資金に用いることもあるからである。さらに、証券化に係る劣後部分等を保有している場合、当該資産のリスクは通常の金融資産よりかなり高いので相応の対応が必要になる²⁵。

(d) マイカル案件

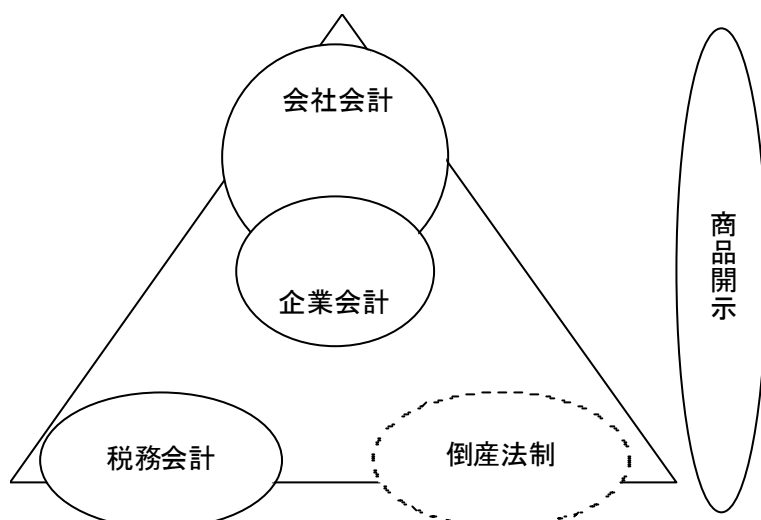
ところで、倒産隔離という法技術は証券化の普及と共に実務上開拓されてきたもので、法律上の制度でもなければ、長期間の裁判実務の積み上げの裏付けのある制度でもない。通常は、格付け会社が弁護士の意見書等に基づいて格付け付与にあたってなす事実上の判断以上のものではない。このため、実際に実質的な資金調達主体が会社更生手続に入った後に、事後的に管財人や裁判所から「倒産隔離」がなされていないと判断されると、資産流動化商品を購入した投資家の期待は裏切られることになる。こうしたリスクが高い場合には、仮に形式的に資産流動化にあたる事例であっても、むしろ、資産担保の負債調達だという開示をせねばならないことになる。問題はそうした判断が決して簡単ではないということである²⁶。

たとえば、2002年に会社更生手続に入ったマイカルがそれまでに実施していたショッピングセンターの証券化案件について、これを倒産法上は譲渡担保付金融取引であって、証券化案件の投資家はマイカルの更生手続との関係では更生担保権者とみなされるとの意見書が発表され、著名な学者の間で議論が戦わされた（以下、「マイカル案件」という）²⁷。

マイカル案件はもともと倒産隔離が施された案件として格付けが付与され、投資家からもそのように受け入れられていたのであるが、実際にマイカルが倒産してみると、著名な倒産法学者によって、そうではないという見解がきわめて有力に主張されたということである。

本件における証券化商品はユーロ市場で発行されたものであったが、新会社法の下ではきわめて少額の資本金で設立した株式会社や合同会社をSPCにして国内起債を行う仕組みも成立しうる。この場合、開示主体は発行者パラダイムの下ではSPCである。しかし、仮に上記のような問題が将来にも起きうるということであれば実質的な資金調達主体の財務状況についても十分な開示を得る必要がある。幸いこれまでのところ実務上倒産隔離が完全に否定された事例はないし、マイカル案件や同様の問題が発生した日本リース案件等は賃貸借契約に係る賃料がからんだ事例であり、通常の金融資産の証券化に普遍化できない要素を含んでいたとされている。しかし、投資家がそうした微妙な点を投資時に判断することは困難なので、倒産法上の取り扱いと会計上の取り扱いを極力一致させる努力が必要である。そういう意味では、トライアングル状況に新たな文脈が付け加わっているともいえるかもしれない。

【図⑨】



注 21 Regulation AB (17 CFR 229.1107)

注 22 ABS, Final Rule(注 10) I C

注 23 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令別表第 5 号の二様式記載上の注意(32)

注 24 企業会計審議会「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」(1998.10.30)によれば、特別目的会社(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(平成10年法律第105号)第2条第2項に規定する特定目的会社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対する出資者及び当該特別目的会社に資産を譲渡した会社(以下「出資者等」という。)から独立しているものと認め、上記一にかかわらず、出資者等の子会社に該当しないものと推定するとされている。

注 25 前掲注 24 によれば、特別目的会社に資産を譲渡した会社が当該特別目的会社の発行した劣後債券を所有している場合等、原債務者の債務不履行又は資産価値の低下が生じたときに損失の全部又は一部の負担を行うこととなるときは、当該資産を譲渡した会社の財務諸表上、その負担を適正に見積もり、必要な額を費用計上することとするとされる。

注 26 倒産隔離の条件については、高橋正彦(2004)『証券化の法と経済学』(NTT出版)第三章、西村ときわ法律事務所編(2003)『ファイナンス法大全 下』(商事法務)pp.32-72等参照。

注 27 仕組みの概要:金融法務事情編集部「『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 1646号(2002)、pp.32-34

(2) 関連当事者リスク①

上述のように、資産流動化型の金融商品はその返済を資産の信用力に一義的に依存している。しかし、実際の仕組みはそれ以外にも多くの「人的」要素から構成されているので、金融商品全体としてのリスクを把握するためには、管理資産や発行者についての開示情報だけでは十分とはいえない場合がある。以下、主体別に整理しておく。

(a) 信用補完者

たとえば、住宅ローンや自動車ローンのように、小口・多数・均質な個人向けの金銭債権については、大数法則に基づいて過去の貸倒率を統計的に分析することにより将来の貸倒率を合理的に推定することができる。そこで、十分な安全率を見こんだ貸し倒れの上限值について、高格付けの第三者から保証を得ることができれば、資産全体の信用力を、当該第三者と同じだとみなすことができる（部部保証）。このように外部の第三者に依存する信用補完（credit enhancement）を外部信用補完という（⇒（4）（a））。

第三者の部分保証により証券化商品に高格付けを取得している場合、①要信用補完率の算出が正しいか、またその後過去データからの推計を裏切るような大きな変化がないかといった点に関する資産側の情報と、②当該第三者自身の企業情報の2つを併せて見るのでなければ、金融商品全体の信用力を判断することができない。

また、高格付けの信用補完者が得られない場合には、複数の第三者から重複して保証を得ることにより、信用補完者相互もお互いに信用補完をしようという、jointly supported obligation の技法が用いられる。この場合、個別の信用補完者の信用力の変化が全体の信用状態に与える影響を推し量ることが難しくなる。

さらに、後段で述べるように（（4）（a）②）信用補完は保証や保険、クレジットデリバティブ、損害担保といった典型的なリスク移転以外の手法をとることも多い。つまり、信用補完そのものも「仕組み化」されうるのである。

いずれにせよ、第三者からの人的な外部信用補完に依存した仕組みの場合、いわゆる保証債とは異なるし、場合によっては「保証」という外形もとらないが、開示情報に関する限り、保証債と同様、信用補完を供与している主体の企業情報を、信用補完の構造と併せて提供することが必須となる。

米国基準では当該信用補完者が資産全体に占める割合が10%以上20%未満の場合と、20%以上の場合に分けて当該信用補完者に係る開示情報を要求している。特に20%以上の場合には当該信用補完者の個別ならびに連結財務諸表を添付する必要がある

注²⁸。

（b）第三債務者（obligor）

たとえば、上場大企業がリストラの一貫で本社ビルをSPCに売却した上で長期リース契約を締結し（sale and lease-back）、SPCが、賃料収入とビルの資産価値を引き当てにして商業担保不動産バック証券（CMBS）を発行するという仕組みを考えると、一見、不動産の資産価値を裏付けにしているかに見える金融商品のリスクが、当該企業の不動産担保付社債のリスクとあまり変わらないことが分かる。これは極端な例だが、たとえば、オフィスの8割を少数のキーテナントが占め、残りの2割が飲食店等による雑居状態になっているビルはいくらでもある。

同様に、売掛債権や貸付債権の証券化でも、第三債務者が少数の大口先に偏っている場合、金融商品は当該第三債務者の状況に大きく影響される。

このように、流動化・証券化の対象資産の中に影響の大きな第三債務者（significant obligors of pool of assets）が存在する場合、米国基準では上述の信用補完者と同様、当該第三債務者が資産全体に占める割合が10%以上20%未満の場合と20%以上の場合に分けて、当該第三債務者に係る開示情報を要求している^{注29}。つまり、上記オフィスビルの例でいうと、5階建てのビルを1階ずつ別のテナントが賃貸している場合に

は、すべてのテナントの財務諸表を開示する必要があるということである。

(c) デリバティブ契約のカウンターパーティー

固定金利の金融資産を証券化して変動金利の商品を発行する場合のように、最終的な金融商品の支払い形態を、証券化の対象となる資産のそれと異なったものにする場合、SPVが第三者との間でスワップやオプションといったデリバティブ契約を締結することも多い。この場合、契約の相手方（counterparty）の信用力が悪化すると約定通りの支払いができなくなるので、金融商品の信用力に影響が出る。従来格付け会社は、金融商品の格付けを、仕組みに関与している第三者の中で最も格付けの低い主体に自動的に連動させていた。このことを weak-link という。ところで、スワップのカウンターパーティーが誰かは開示資料をかなり詳しく読み込まないと分からないことが多い。このため、投資時は全く顧慮していなかった関与主体の信用状況の悪化により、投資商品の格付けが引き下げられてしまうことがあった。最近はこの格付け会社も単純に weak-link の原則をあてはめるのではなく、デリバティブ契約等の現在価値がSPVの保有する資産価値に占める重要性や、当事者の入れ替え等に係るコストの多寡等を勘案して総合的な判断を行っている。ただ、このことで話はさらにややこしくなっている。市場環境の変化でデリバティブ契約の解約価値（unwind value）が巨額になっている場合とそうでない場合とで相手方の信用力の変化が金融商品の格付けに与える影響が異なってくるからである。こうした点についてしっかりとした継続開示を行うことは非常に困難である。

米国基準では、ここでも上述の、10%－20%基準に基づいて相手方の財務諸表の開示を要求している^{注30}。

注28 詳細は Regulation AB (17 CFR 229.1114) 参照。

注29 詳細は Regulation AB (17 CFR 229.1112) 参照。

注30 詳細は Regulation AB (17 CFR 229.1115) 参照。

(3) 関連当事者リスク②

前節では、関連当事者の信用力が金融商品の信用力に直接影響を及ぼす場合について検討した。本節では、関連当事者の事業リスクや事業遂行能力が金融商品の信用力に影響を及ぼす場合について考えてみよう。こうした場合、影響の度合いを測るのが難しいことに加え、何を投資家に開示情報として提供すべきかも難しい議論となる。

(a) サービサー

① 仕組金融におけるサービサーの重要性

すでに見たように、不良債権の証券化のようにサービサーの手腕によって資産価値に影響が生じるような資産の証券化は、米国基準ではABSに該当しない。しかし、「自己完結的」（3（3）（a））といえるような金融資産であっても、債務者が自分で支払額を管理して勝手に支払ってくれるわけではなく、受け取る側から期日通知を発信したり、個人であれば口座引落のデータを銀行等に持ち込んで引落しを依頼せねばならないし、支払能力はあってもうっかりして口座が残高不足になることはあるので、引落未了を確認したら自動音声応答やコールセンター等で入金を促す必要もある。こうした当たり前のことを大量の金銭債権について当たり前に行うことは決して簡単ではない。スタッフの能力や経験はもちろんだし、相当規模のシステム投資が必要に

なる。こうしたサービサーの能力に差があると、仮に第三債務者の信用力が全く同じでも、回収成績に差が生ずる可能性が高いのである。

このことは、不良債権の証券化の場合にいよいよ顕著となる（なお、3（3）（a）③参照）。

さらに、正常資産であっても、住宅ローン、自動車ローン、割賦信用、消費者信用を比較してみると、サービシングに要求される能力はかなり異なる。特に、消費者信用の場合、サービシングの能力そのものが企業価値の一部だともいえるから、ある消費者金融会社が厳格な倒産隔離を施した上で、自らサービサーとなって資産流動化を実施した後に倒産した場合に、新しいサービサーとなった別の消費者金融会社が当初の会社と同様に資金回収を行うことができるとは限らない。また、サービサー自身の信用力が悪化すれば自然と業務を適切に行えなく可能性が高いし、回収金が債権者の一般財産に混入してサービサーの債権者に差し押さえられてしまうという混融リスク（commingling risk）も高まる。このように、サービサーの財務状況も仕組み全体の信用力に影響を及ぼす。

最近大手消費者金融会社が違法・不適切な取立を行っていたとして業務停止処分を受けたことが話題となったが³¹、こうした場合、単に取立能力に影響が出るだけでなく、債務者側の不払いが積極的に正当化されるリスクもある。

こうしてみると、厳格な倒産隔離を施した資産流動化といっても、サービサーに関するなにかの企業リスクが残存していることは明らかである。このため、サービサーについて、一定の継続開示を行うことが重要である。

近年、格付け会社がサービサー格付け、評価を相次いで商品化してきていることも、仕組みに関与しているサービサーの能力を客観的に測りたいというニーズが強まったことを裏付けている。

② バックアップサービサー

上述のように、当初のサービサーが交替せざるをえなくなると、新しいサービサーを選定せねばならないが、実際には決して簡単なことではないので、仕組み上当初から交替先を指定することが多い。これをバックアップサービサー（back-up servicer）という。バックアップサービサーは限界的状況において資産からの資金回収を担う主体なので、いざという場合に十分に能力のある主体が用意されているかどうかは金融商品全体の信用力に一定の影響を与える。

（b）オリジネーター：アエル・ナイス案件

先に倒産隔離という概念が未成熟であるが故に、そもそも倒産隔離が十分かどうかについてリスクがあるという点を指摘したが、仮に、法的にみて倒産隔離が十分であってもなお、事業リスクとして仕組みがオリジネーターの倒産リスクにさらされることがある。この点が実際に市場で問題となったのが、2003年におこった中堅消費者金融会社アエルおよびナイスの事例である³²。

いわゆるサラ金ローンは一定の枠金額の範囲内で借入・返済を繰り返すことを認めるリボルビング型になっているものが多い。この場合に特定時点の貸出残高のみを証券化するのでは返済期日が確定できない上に、かなり短期の商品になってしまうので、リボルビングの勘定そのものを信託等に移管した上で、一定期間内において顧客から返済された資金を新たな貸付にあてることを認めることにより、当該期間について証

券化商品の残高を一定に保つ工夫がなされる。ところが、途中でオリジネーターが倒産して新規の貸付業務が停止してしまうと証券化商品の残高を維持できなくなるため、それ以降は返済金をそのまま投資家に支払って繰り上げ返済させてしまう仕組みがとられる。信用リスクの観点から見る限りそうしたリスクも勘案して信用補完がなされていれば格付けには影響がないはずだが、予期せぬ繰上償還がなされれば、投資家は再運用リスクを負担するし、額面を超える金額で購入していれば利回りが悪化する。

このように、信用リスクに直接影響がない場合でもなお、オリジネーターについての継続情報の開示が投資家にとって重要な情報となりうる場合がある。

注 31 近畿財務局「アイフル株式会社（貸金業登録業者）の業務停止について」（2006.4.14）

注 32 詳細は高橋正彦(2004)（注 26）pp161-163 参照。

（4）仕組みに関する情報開示

仕組金融では、さまざまな部品を組み合わせて金融商品を構築するので、仕組みそのものについての情報が十分に得られないとリスクを適正に判断することができない。

（a）内部信用補完

信用補完には（2）（a）で述べた外部の第三者に依存する外部信用補完と、仕組みそのもので金融商品の信用力を強化する内部信用補完の2種類がある。仕組みに関する開示が重要なのは特に後者である。

① 優先・劣後構造

内部信用補完で典型的に用いられる仕組みが優先・劣後構造である³³。資産からのキャッシュフローをまず優先部分の支払いにあて、残余がある場合に劣後部分にあてること、優先部分の信用力を強化するというものである。しかし、実際の仕組みでは、優先部分の支払いの前に関連当事者に手数料を支払うことが多いし、その時々事情により、元本と金利とで優先順位が異なったり、一定金額まで支払った後劣後部分の支払いをある程度行い、その後に残余額をあらためて優先部分に配分する特約を付したりと、仕組み毎に微妙な差異がある。このため、発行者が獲得するキャッシュフローがそれぞれの金融商品にどのように流し込まれていくのかという道筋（waterfall）を明確に開示しないと投資家は自分の投資のリスクを判断することができなくなる。一般にそのシミュレーションは簡単ではないので、継続開示の中である程度シミュレーションを示させることも必要であろう。

なお、資産流動化に限らず、優先劣後の両商品を発行している発行者については、発行者自身のリスクと金融商品のリスクが一致しない。従前は単純な社債と株式という質的に異なる商品しかなかったので企業情報を開示しておけば、投資家はそれなりにリスク判断ができた。しかし、社債の中が優先・劣後に切り分けられるようになり、株式については後述するように種類株式によってさまざまなものが認められるようになると、流動化の場合と同様、企業のキャッシュフローがそれぞれの調達手段に流し込まれる道筋に関する情報を明確に提供することが重要になる（なお、7（3）（a）②参照）。

② 典型的な保証に該当しない第三者信用補完

(2) (a) で述べた典型的な外部信用補完以外に、たとえば、融資枠契約をSPCを用いた仕組みと組み合わせて実質的に保証と同様の信用補完の役割を果たさせる **irrevocable line of credit** の事例のように^{※34}、一見保証でないために、保証人としての開示は必要ないように見えるが、実際には保証人と同様の開示を要求すべき場合がある。

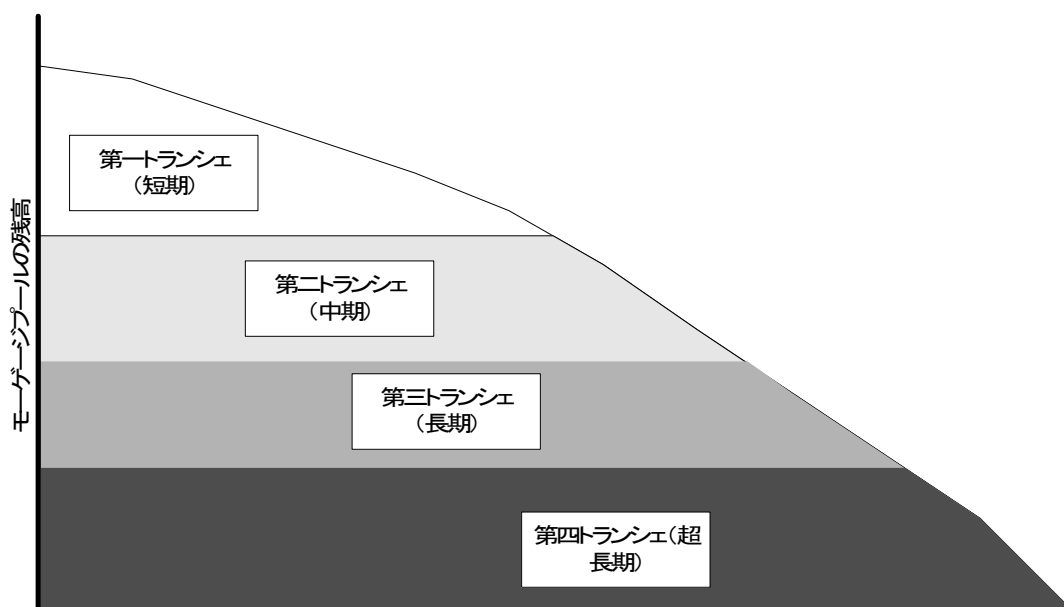
(b) 流動性補完

対象資産の信用力に最終的な懸念はないとしても、資産からのキャッシュインフローと金融商品に対するアウトフローの間に時間的なズレがあったり、予想以上に短期的な支払遅延が発生するような場合には、金融商品に関する約定通りの支払を確保するために、何らかの流動性補完を行う必要がある。パススルー債の場合は、大恐慌のような極端な状況を想定してキャッシュフローシミュレーションを行い、そうした場合にも流動性に懸念のないことを確認する内部補完によることが多い。また、デリバティブ契約やバックアップライン等を用いて外部の第三者から補完を得ることもある。どのような流動性補完が施されているかは、企業でいえばいわゆる金繰り倒産がないかどうかという点にかかる重要な情報である。

(c) キャッシュフローの再構成に関する情報

信用補完の観点から単純に優先・劣後に切り分けるのではなく、住宅ローンに関するCMO (collateralized mortgage obligation)^{※35}のように、異なる条件を有する複数の金融商品を作るために原資産からのキャッシュフローを複雑に切り分けて再構成することも多い。

【図⑩】



この場合、自分が購入した金融商品の支払いがどのようになるかが、同時に発行された他の金融商品も含めた全体の構造をみないと予想できない。ところが、この予想を行うために必要な仕組みに関する情報が開示されていないか、されていても当事者

以外にはキャッシュフローモデルを再構築することが困難な場合が少なくない。いずれにせよ、キャッシュフローシミュレーションには高度の専門性が要求されるので、単に仕組みの情報を開示するだけでは十分ではない。別途、仕組み毎のキャッシュフローの状況を参照することのできる共同データベースを構築する等の対応も重要である。米国においてCMO型の商品が普及した背後にはこうした業界の努力がある。

注 33 優先・劣後構造以外には、超過担保、余剰キャッシュの引き当て、超過担保の代わりに当初から設定された現金担保、いわゆるスプレッドアカウント (spread account, 再劣後投資家の引き当てとして回収金の一部を積み立てる勘定) 等がある^{注36}。

注 34 大垣尚司 (1997) 『ストラクチャードファイナンス入門』(日本経済新聞社), pp.56-57

注 35 CMOの仕組みについては、たとえば大垣前掲書(注34) pp.14-17 参照。

注 36 本節の指摘に対応する米国基準については、Regulation AB (17 CFR 229.1113, 1114(a) (4)) 参照。

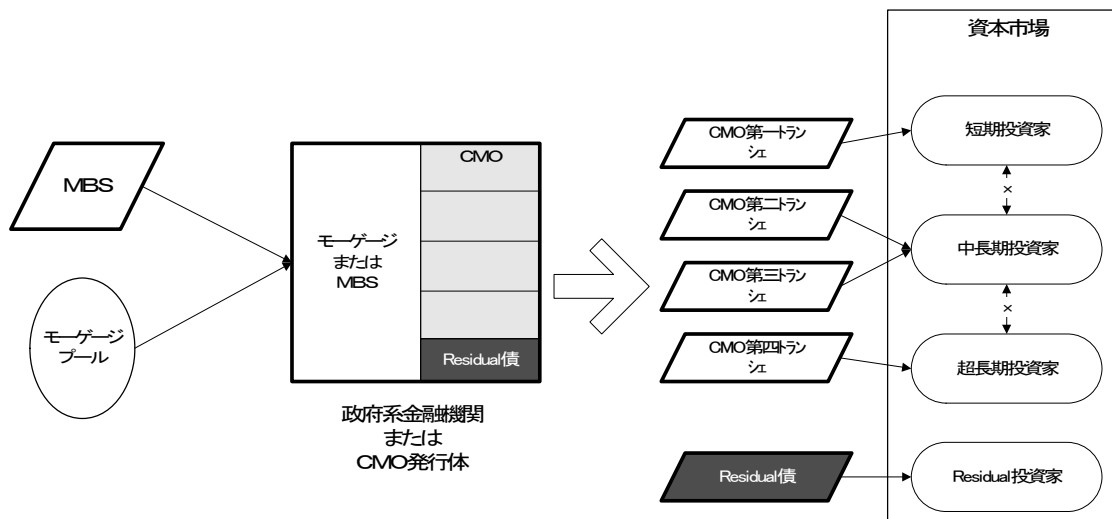
(5) 再証券化

資産流動化の一種ではあるが、すでに社債や証券化商品として有価証券の形態を有するものを、投資家から直接、あるいは市場から調達し、SPVを介して別の有価証券を発行するものを再証券化 (res securitization) という。

(a) CMO (collateralized mortgage obligation)

前節で紹介したCMOは、住宅ローンを原資産とする証券化商品の中で、キャッシュフローを再構成して ((4) (c))、異なる条件を有する複数の金融商品を作り出すものである。CMOには、住宅ローンを証券化して直接CMO型に仕組むもの (Whole Loan CMO) と、政府系金融機関が自ら保証して発行するパススルー型の公的モーゲージバック証券を再証券化するもの (Agency REMIC, CMO) に大別できる。一度証券化したものを再度証券化する理由は、パススルー債が元利均等型のキャッシュフローを有しており、かつ、借り手が期限前弁済を自由にできるために、あたかも期日の異なる一部コーラブル社債の集合体としての性格を有することから、金利環境の変化や個別の金融商品に関する投資家ニーズの差からCMO全体の現在価値がパススルーの取得価額よりも少なくなり裁定収益を得ることができることによる^{注37}。米国ではパススルー型の公的MBSが国債に匹敵する規模の市場を有することや、原資産を金融機関から購入するに際して対価を現金で支払わずに新発MBSと交換するスワップ・プログラムが普及していることから巨大な再証券化市場が存する。

【図⑩】



このような再証券化においては、再証券化前の証券化商品に関するもともとの資金調達主体と再証券化商品との関係が全く断絶している。再証券化商品の発行体となるSPVは、ほとんどの場合、原資産となるMBSを調達する証券会社等が用意した単なる殻（shell）にすぎない。この結果、5（1）で議論した実質的資金調達主体との倒産隔離は全く問題にならない。また、そもそも高い格付けを有する証券が原資産なので、投資判断に最も重要な情報は、原資産となるMBSのキャッシュフローをどのように再構成したのかという点になる。資産流動化商品としての「自己完結性」が非常に高い仕組みだといえることができる。

再証券化においては、開示主体について発行体主義（3（1））を維持することの問題が鮮明になる。典型的な資金調達主体が存在しないので、単なるSPVである発行体の開示義務を実質的に担保する主体が誰なのかがいよいよあいまいになるからである。再証券化によって得られる裁定収益は通常残余持分証券（residual interest）に表章される。この部分の投資家はある意味ではSPVの所有者だといえないこともない。しかし、実際には、この部分も別の投資家に販売することが多いし、残余持分の投資家は単純に残余持分に投資しているという意識しか持っていない。

米国基準において「設定者（depositor）」という概念が用いられる背景には、こうした背景がある。SPVの開示に責任を持つ主体と、実質的な資金調達主体とは切り離して、単にSPVに最後に資産を持ち込んだ主体を「設定者」と定義することにより（3（3）（c））、たとえば、証券会社が裁定収益を得る目的でSPVを設立してMBSを持ち込み再証券化した場合には当該証券会社が開示主体として開示責任を負担することになる。

(b) CDO（collateralized debt obligation）

CDO（collateralized debt obligation）とは、企業の負債調達を証券化した資産流動化型の金融商品（キャッシュフロー型CDO、Cash Flow CDO）、ならびに、仕組債の技術を用いて単独もしくは複数の企業の信用リスクポートフォリオへの投資を可能にした負債型の金融商品（シンセティックCDO、Synthetic CDO）を広く総称する用語である。ここでは前者のキャッシュフロー型CDOについて検討する（以下本節では単にCDOと表記する）。この文脈では、社債や貸出のような企業のデット調

達を再証券化する(貸出の場合は厳密には再証券化ではないが最近では流通市場から購入することができるのでここでは社債と同様に考える^{注38)} 金融商品と位置づけることができる(⇒7(1)(c))^{注39)}。

社債や貸出はパススルー債のような複雑なキャッシュフロー特性を有していないので前節で述べたCMOの場合のような裁定機会はない。しかし、たとえば、非投資適格の社債は投資家が限られることから信用リスクに比して値段が割安な銘柄が多い。そこで、これらを複数集めてCDO化し、投資分散や信用補完により投資適格の格付けを取得すれば、この部分については投資家層が拡大して本来の価格付けなされるので、残余部分について裁定利益を得られる可能性がある。

また、投資ポートフォリオに歪みのある機関投資家が適正な投資分散を得るために、少額で対象資産の信用リスクを凝縮してとることのできるCDOのメザニンやエクイティ部分の購入を希望する場合もある。

特定の銀行の貸出資産をCDOを通じて証券化するような場合には、実質的な資金調達主体が存在するが、裁定取引のために市場から割安な非投資適格の社債やローンを集めてCDO化するような場合はCMOと同様の問題があるので、ま開示主体について同様の配慮が必要になる。CDOは住宅ローンや個人ローンの証券化と異なり比較的個性の強い少数かつ大口の資産を証券化するので、個別の第三債務者に関する情報が開示情報として重要になる。

注37 CMOによるアービトラージについて大垣尚司(1997)(注34) pp.226-229 参照。

注38 ローンを購入して組成するCDO(collateralized loan obligation, CLOと呼ぶことも多い)の場合、ローンの移転の法的形態によっては、売主の信用リスク(売主の債権者が移転したローンを責任財産として差し押さえたり取り戻すリスク)を負担する可能性が高くなる。特にローン・パーティシペーションや、第三者対抗要件を具備留保して行う債権譲渡の場合には、そうした譲渡形態であることをリスク要因として明確に開示させる必要がある。

注39 厳密には、このような資産流動化型のCDOをCash Flow CDOと称して、後述する合成証券型のSynthetic CDOと区別する。

6 各論④ 資産流動化と開示情報(3)

わが国において、投資信託と資産流動化は「集団投資スキーム」という概念で包括的に理解されてきている。集団投資スキームとは多数の投資家から資金を集め、これを専門家がプールし運用・管理する仕組みだとされる。こうした理解に基づいて、資産流動化の開示情報について、「集団投資スキームの場合、一般に企業金融型の有価証券に比べて内容や仕組みが複雑であり、投資サービス業者と投資家の間の情報の非対称性を緩和し、自己責任に基づく投資判断の基盤を形成するという意味ではスキームの仕組みそのものについてある程度詳細な開示は必要である」としつつ、「他方、投資家に対する直接の開示内容としては、投資判断を行うにあたってそのような詳細な開示情報のすべてが必要かどうかは疑問である。集団投資スキームへの主たる投資家は個人を中心とする一般投資家であり、スキームの複雑さに応じて開示される情報が詳細なものとなっても、投資家の理解能力には自ずと限界があるし、投資家は情報開示だけではなく他の規制とのミックスによって図っていく必要がある。」といった

議論が展開されることがある^{※40}。

しかし、運用能力が乏しく十分な資産規模を有さない投資家の小口資金をプロのファンドマネジャーに運用委託する仕組みである投資信託と異なり、実質的な資金調達主体である企業が自己の保有する資産の信用力を自己のそれから分離して有利なファイナンスを得る仕組みである資産流動化は、もともと「集団投資スキーム」としての性格が希薄である。実際、わが国はもちろん米国でも資産流動化商品の主たる投資家はプロの機関投資家であり、個人投資家にABSやMBSが直接販売されることは稀である。

また、ファンドマネジャーの裁量で資産内容が逐次変化する投資信託とは異なり、資産流動化では仕組みが発行当初で固定され、当初に仕組みられたように支払がなされることが確実であるということ根拠に高い格付けを取得する。言い換えれば、運用や経営という不確定な要素を極力排除することによって上述引用の「非対称性」が緩和されるのである。このため、そうした仕組みに係る情報を極力詳細に開示させて、リスクや不確実性として認識すべき点はどこにあるのかについて投資家が十分な判断をできるようにすべきである。

注40 黒沢尚(2005) (注19) p.57。

7 各論⑤ その他の商品開示

次に、特定有価証券に分類されない金融商品について、一般的な企業開示の枠組みの中で商品開示の視点が重要になると思われるものをいくつか指摘する。

(1) 仕組債 (Structured Product)

仕組金融の中で資産流動化と並んで重要な位置を占めるのが、仕組債と呼ばれる一群の商品である。資産流動化と異なり特定の資産を金融商品化することが主目的ではなく、投資家のニーズに合わせて、金融資産の他、さまざまなデリバティブを活用して、市場に存在しない新しい金融商品を合成 (synthesize) する。このため、合成証券 (synthetic securities) とも呼ばれる^{※41}。

1 (3) でも指摘したように、仕組債においては、もはや伝統的な意味における実質的な資金調達主体は存在しない。ここでは、仕組みによって合成しようとしている金融商品が、もともと「ナマの」金融商品として存在していたとしたら、どのように開示情報が必要であったかを考えつつ、そうした開示情報を誰に提供させるべきかを検討する必要がある。はっきりしていることはSPC自身の「企業開示」といっては、もはや「会社会計」とは異なるものといわざるを得ないということである。仕組債においては「商品開示」しか存在しないといっても過言ではないのである。

(a) 仕組債の開示主体

現行のわが国の開示規制では、仕組債は「資産」を裏付けとしないため資産流動化法に基づく特定目的会社を利用することができないし、すでに述べた特定有価証券の実質基準 (3 (4) (b)) にも合致しないので、特定有価証券の開示基準ではなく、通常の基準に基づいて開示を行うことになる。また、開示主体は発行体であるSPVになる^{※42}。理論的にいえば、仕組みを組成した主体が実質的な発行者というべきであるが、資産をSPVに直接・間接に譲渡して対価のかたちでファイナンスを行う主体

が存在する資産流動化の場合と異なり、仕組債の関与者は、仕組債を構成する部品のうち自分が提供したいものをSPVを通じて投資家に販売しているにすぎず、実質的な資金調達主体というものを観念することが困難である。また、組成行為そのものが部品となっている金融商品の販売行為に近いので、発行開示もさることながら、募集・販売に関する行為規制のほうがより重要である。一方で、そうした理由からSPVにはほぼ例外なく業務代行者が存在し、かつ、その者が組成者自身か、組成者から委託をされた信託会社等の業者である可能性が高い。

以上から、仕組債については募集・販売行為を行う主たる証券業者を、発行者であるSPVに加えて開示主体とすることが適切なのではないだろうか。

(b) カバードワラント

仕組債で現行の証券取引法に明文で組み込まれているものにカバードワラントがある。同法にいうカバードワラントは、株式等の有価証券または有価証券指数先物に関するオプションその他のデリバティブを表章した証券または証書である（法2条1項10号の2）。

たとえば、特定の銘柄の株式を大量に保有する機関投資家が追加収益を狙ったカバードコールライティング（covered call writing）のニーズを有する場合に、証券会社等がSPCを設立し、この機関投資家から当該株式に関するコールオプションを購入し、プレミアム相当の資金をそのSPCに社債を発行させて調達する。社債は利払いのないゼロクーポンとし、元本償還は株式の市場価格が行使価格以下ならゼロだが、期限に市場価格>行使価格となった場合にはその差額を返済するという約定にする。こうすれば、SPCの社債は対象となった企業の株式に関するコールオプションと同一の経済的性格を有するものになる。市場にその企業の新株予約権（ワラント）や相対コールオプションが流通していない場合には、こうした金融商品を組成することにより、機関投資家から仕入れた価格よりも高めの価格で投資家に販売することができるので、組成にあたった証券会社は利益を得ることができる。最近はこうした商品を小口化して個人にネット販売する業者も現れている。

カバードワラントの経済実体は対象企業の新株予約権なので、本来はそれと同様の開示があつてしかるべきである。しかし、開示主体はあくまでSPCだから、開示情報もSPCに関する企業情報になる。これでは十分な開示が行えないので、たとえば有価証券届出書では、第三部「提出会社の保証会社等の情報」第2「保証会社以外の会社の情報」の部分にオプションの行使の対象となる有価証券の発行者について、提出会社（SPC）に準じて記載することになっている（注9）。指数型のカバードワラントの場合は、同第3に指数等の情報を記載する。

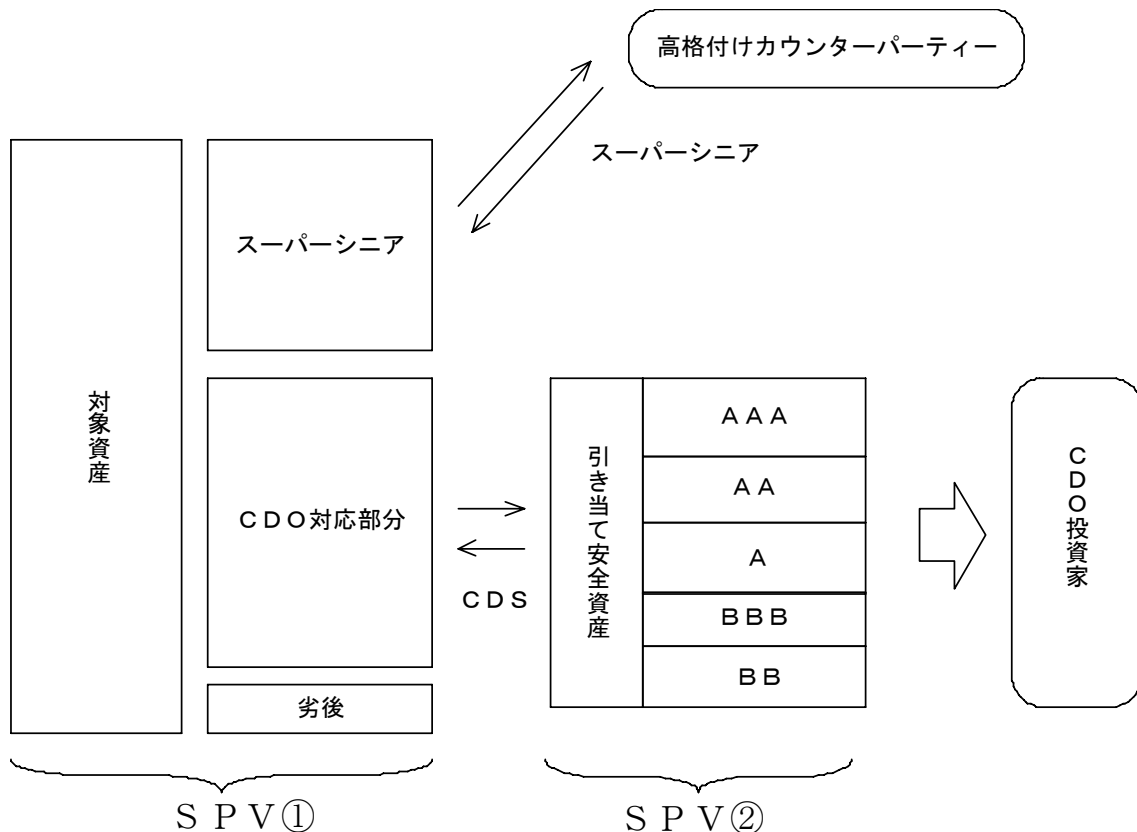
それでは、5銘柄から構成されたバスケットオプションを表象するカバードワラントを組成したら、どのように開示すべきであろうか。おそらく、5社の情報に加えてバスケットの構成ついて一種の指数という位置づけで説明を加えることになるだろう。では、40銘柄ならどうか。たぶん、個別企業の情報を添付することは商品の実態に合わないであろう。15銘柄ならどうか。微妙なところである。結局、ケースバイケースで当局と相談しながら最も適切な開示方法を決定するしかない。また、証券取引法に基づく開示資料が唯一の投資情報ではないのだから、別途業者規制の中で適切な投資情報の提供を義務付けていくことで補完ができることも多いだろう。

問題は、このような開示の問題はもはや企業会計の問題ではないということである。ところが、こうしたことを企業会計とは別の次元で正面から検討するための枠組みが必ずしも存在していない。ここでも企業開示とは別に商品開示という概念が重要性を帯びる。

(c) シンセティックCDO

広義のCDO（5（5）（b））の内、仕組債としての性格を有するものをシンセティックCDOという。

【図⑫】典型的なシンセティックCDOの仕組み



具体的には、投資家から当初にリスク負担の引き当てとなる資金をSPCに払い込ませるが、この資金自体は安全資産で運用しておき、別途SPCがBIS規制上のリスクアセットの削減を希望する銀行や、裁定を狙う証券会社や金融機関等とCDS（Credit Default Swap）契約を締結し、実質的な保証料を安全資産の運用益に上乘せしてCLOの利払いにあてる一方、支払事由（credit event）が発生した場合は安全資産を取り崩して支払にあてることから投資家はその分が貸し倒れることになるというものである。カバードワラントと同様資産流動化の定義にはあたらないので、特定有価証券には該当しない。しかし、CDOの経済実体はキャッシュフロー型のCDOと大きくは異なる。

たとえば、BIS規制対策のために、相当規模の貸出資産のオフバランス化のニーズを有する大銀行が、ローンそのものをSPCに譲渡してCDOを発行する場合と、CDS契約を通じてリスクウェイトの削減を行い、シンセティックCDOを発行する場合とを考えると、開示基準上、前者は特定有価証券、後者は一般有価証券になるこ

とから、両者とも本質な違いはあまりないにもかかわらず開示情報の内容が異なることになる。

シンセティックCDOのもうひとつの特徴は、仕組みを通じて特定の主体（リスク移転者）が保有する資産の信用リスクを第三者に移転する役割を果たすことができるという点である。こうしたリスク移転型の仕組みを、証券会社等が市場のカウンターパーティーを対象にCDS契約を締結して組成する合成証券型の仕組みと比べると、仕上がった金融商品の性格が同一であっても、リスク移転者についてのファイナンス（リスクコントロール）やこれに係る企業開示がからむことから、会計上の位置づけが微妙に異なることになる。

注 41 Synthetic securities ということばは、狭義に複数の有価証券をSPVを介して合成して別の有価証券に合成することを意味する場合もある。

注 42 米国基準でも、仕組債（synthetic securities）はABSの定義に該当しない。ABS Final Rule（注 10）, p.1514

（2）リスクの証券化（Risk Securitization）

（a）リスク証券化の意義

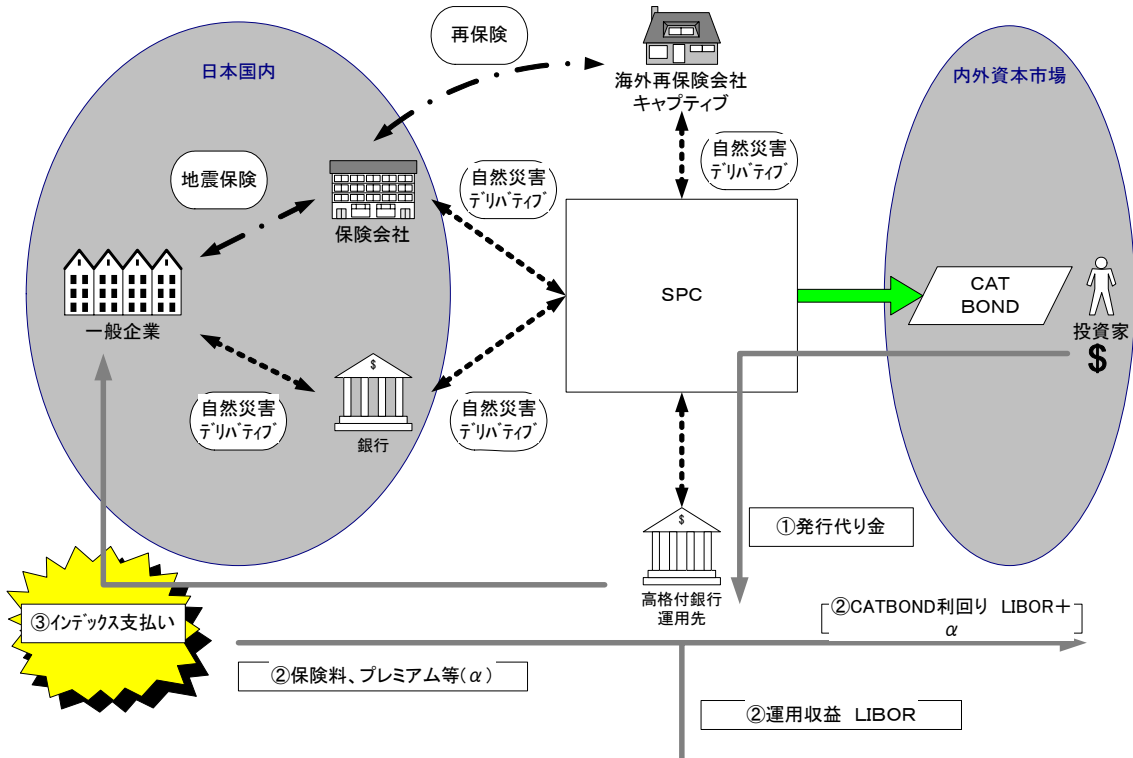
前節でCDOがリスク移転の機能を果たすと述べたが、この仕組みを使えば信用リスク以外のリスクを特定の主体から投資家に移転することができる。仕組債の一種ではあるが、移転するリスクが非金融リスクのものを特にリスクの証券化（risk securitization）という。非金融リスクの移転を行う伝統的な商品は保険なので、保険の証券化（insurance securitization）ともいう。

リスク証券化により発行される金融商品はその返済が企業リスクとは無関係な地震の発生、ハリケーン・台風の到来、一定期間における晴天日が一定数に達するかどうかといった非金融リスクに関係づけられている。

（b）CATボンド

リスク証券化の典型的な仕組みがCATボンドといわれるものである^{注43}。仕組みは概ねシンセティックCDOと同様だが、CDSの代わりに「一定地域に一定期間内にマグニチュード7以上の直下型地震が発生した場合にはAはBに一定金額（想定元本）を支払う。一方、BはAに毎年想定元本に対して年率5%を支払う」といった、巨大自然災害の発生に支払いが連動するデリバティブ契約を締結する。これにより、投資家は、想定元本と同額の社債額面に対して、安全資産利回り+5%の金利を得る一方、地震が発生すれば元本償還がゼロになるという金融商品を取得することになる。こうした巨大災害リスクを移転するリスク証券化商品をCATボンド（Catastrophe Bonds）という。

【図13】



CATボンドに関する開示情報で最も重要なのは、当該CATボンドで移転せんとしている地震等の発生リスクがどのようなものかという点である。

しかし、CATボンドも特定有価証券の定義にはあたらないため、開示情報は一義的にはCATボンドの発行体であるSPCについての企業情報が主体となる。また、カバードワラントのように保証会社以外の会社に関するリスクが関与しているわけでもないのに、ここに地震の発生リスクのようなものを適切に織り込むことは決して簡単でない。

注43 仕組みの概要について、大垣尚司（2004）『金融アンバンドリング戦略』（日本経済新聞社）pp.332-333 参照。

(3) 企業調達の仕組み化

最後に、一般の事業会社が発行者となる通常の金融商品も複雑化が進んでおり、企業開示とは別に商品開示という概念が必要になってくることを指摘する。

(a) リスク分解型

① 責任財産限定特約付調達

企業の負債調達において、返済の引き当てとなる責任財産を特定の資産に限定する責任財産限定特約付調達が普及してきている。もともと資産流動化の仕組みでSPCが発行する金融商品は実質的にそのようなものだといえるが、企業が発行者の場合、企業の収益全体を返済の引き当てにできる一方で、財産については特定資産しか引き当てにすることができない。このような負債調達に関する開示情報は一般の担保債以上に特定資産に関する情報を強化する必要がある。

② 商品毎の優先劣後構造

先に、企業が優先・劣後債を発行している場合の問題について指摘した（５（４）（a）①）。

さらにいえば、社債の多様化、種類株式の多様化が進んだ結果、企業の資金調達がデット・エクイティーという単純な二分論ではなく、特定資産担保債、一般担保債・企業担保債、特定資産担保責任財産限定債、無担保債、無担保劣後債、永久劣後債、優先株式、普通株式、劣後株式と、ファイナンスの引き当てとなる収益と財産に対する権利が発行する金融商品毎に段階的に異なるものがさまざまに開発されている。もちろん、これらの商品のリスク判断は企業全体の財務状況から投資家がそれぞれ判断すればよいとも考えられるが、さまざまな企業が微妙に条件の異なる金融商品を発行しているとそうした作業は決して簡単ではない。これも、金融商品販売に関する行為規制や説明義務だけの問題として処理せず、発行者にある程度の情報提供をさせたほうがよい。ここにも商品開示を企業開示とは別に独立して検討すべき文脈がある。

（b）リスク合成型

社債多様化のもうひとつの文脈が、リスク合成型である。たとえば、償還原資となる売上代金がドル建てである輸出企業の資金調達において、元本償還が円ドルの為替レートに連動する為替インデックス債（円安なら償還増、円高なら償還限）とすることにより、円建て収益の変動をヘッジすることができる。この場合のインデックス特約は企業の財務状況に直接影響を与える上、当該社債の投資家と、他の債権者や株主とでは影響が反対になるので、発行者に十分な情報提供を行わせる必要がある。

一方、投資家がこうした商品を強く選好している場合、為替インデックス部分を第三者とのデリバティブ契約で完全にヘッジした上で、全く同じ金融商品を発行すると、特約部分が高く評価される結果、ヘッジ後の正味調達コストが普通社債の場合より安くなる場合がある。この場合、当該社債発行による企業財務への影響はないので上述の場合とは異なる開示をすべきということになる。

（c）借り腹債

欧米の金融機関で高格付けを有する先の中には、上のようなインデックス部分を主体とした商品を組成したい証券業者等の依頼を受けて、デリバティブ等で完全にヘッジしたインデックス特約付の発行者となることを積極的に引き受けて、低利の資金調達を実現している者がある。この場合、発行者の財務状況と金融商品に付帯するインデックスとは無関係なので、SPCを用いた仕組債と類似した問題が生じうる。

8 もうひとつの問題意識：企業か事業か

以上、筆者の専門領域のひとつである仕組金融の領域を中心に、企業開示と商品開示が交錯する事例を指摘した。

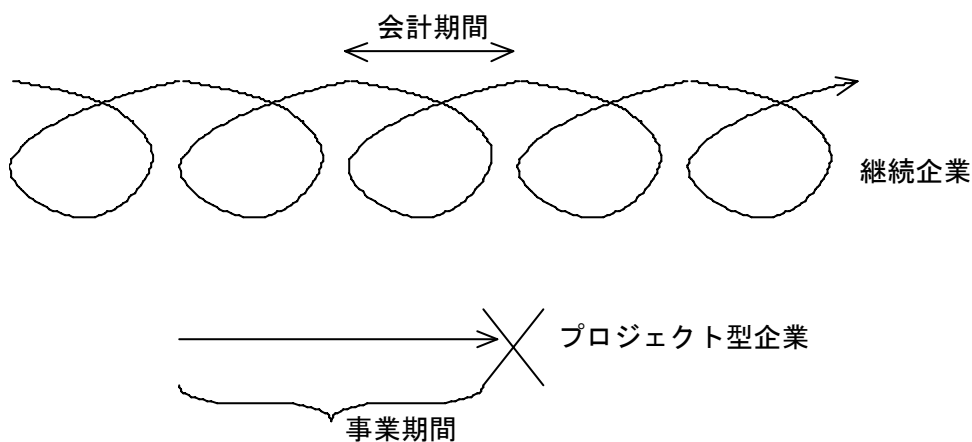
ところで、「企業か商品か」という切り口以外に、最近会計の分野にもうひとつ気になる事象がある。それは「企業か事業か」という視点である。まだ全く詰め切った議論ではないが、漠然とした問題提起を行うことで本稿のまとめに代えたい。

（1）プロジェクト型組織の再興

古典的には、会社は、特定の事業を行うために投資家から出資を募り、事業が完了すれば財産を分配して解散するプロジェクト（project）の主体であったといわれる。

しかし、資本主義の発展と共に、いわゆる継続企業（going concern）として、継続的に複数の事業を営み、投資家は特定事業ではなく会社そのものに投資し、期間利益に対して配当を得るといった形態が主流となった。現在の会計制度はそうした継続企業を前提に構築されている。しかし、企業経営に関する情報の非対称性（agency cost）が無視し得ない問題となってきたこともあり、最近では、油田開発のような高リスクの事業だけでなく、博覧会のようなイベント型事業や、通常の小規模な不動産開発等でも、特定事業を実施するためだけに設立されるプロジェクト型の事業組織が利用される事例が急増している。こうしたプロジェクト型企业に対して、継続企業を前提とした会計基準が当てはまるのか、仮に、当てはめざるをえないとしても、その具体的内容は異なるのではないかとすることが問題となる。

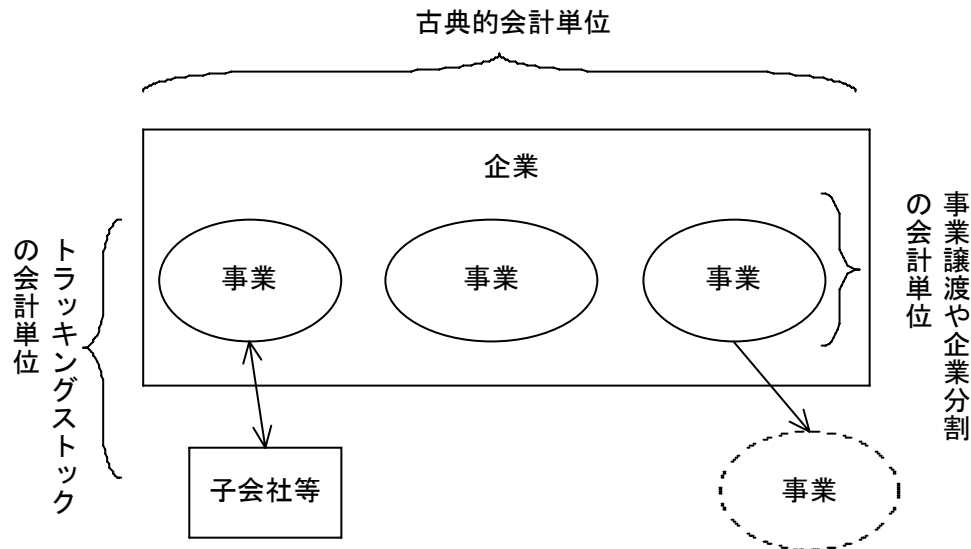
【図⑭】



(2) 企業内部の事業

たとえば、トラッキングストックは継続企業の内部の事業に対して直接投資をする機会を与えようとする工夫であるが、こうした「事業」に対する会計と「企業」全体についての会計との折り合いをどのようにつけるかは未だ開拓されていない分野だといえよう。事業に関する開示の問題は、事業譲渡や企業分割の場合にも生じる。しかし、これらの場合には、一過性の取引において事業の価値を顕現化させることが当事者の目的となっており、対象となった事業は譲渡・分割後は暖簾のかたちで継続企業の中に再度包含されてしまうのに対し、トラッキングストックの場合には、継続企業の内部においてどちらかというプロジェクト的性格の強い事業の評価を独立して継続的に実施する必要がある点で問題がより複雑になる^{※44}。

【図⑮】



以上のように事業開示が問題となる場合、企業会計の一義的な名宛人である投資家からすれば、企業に関する開示情報から特定の事業に関するリスクが十分に判断できるか、あるいは、逆に、事業について得られた開示情報から判断されるリスクが、それを営む企業自身が別の事業等で負担するリスクによって影響を受けることがないかといった点を明確にする必要がある。しかし、現状を見る限り、会社会計はもとより企業会計もそうした点について十分対応しているとはいえないように思われる。

こうした懸念に対して応える究極の仕組みともいえるべきものが、最近登場した事業の証券化（whole business securitization）である。ここでは、事業のリスクが完全に企業から倒産隔離され、「自己完結性」を有した独立した投資主体となる。わが国はもちろん、国際的にみてもまだ事例が少ない領域であるが、資産流動化とプロジェクトファイナンスが融合昇華したような仕組みであり、事業開示というものを考える上で非常に興味深いものである。

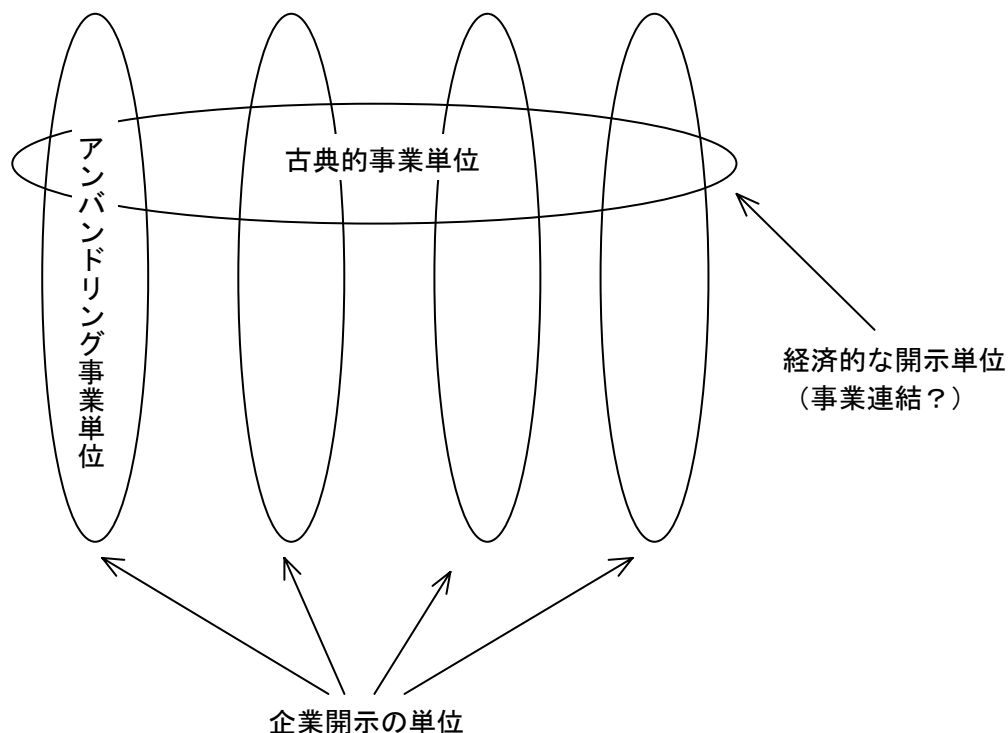
（3）事業のアンバンドリング化

きわめて長期間にわたったバブル崩壊後の不況の中で、企業経営の構造改革が進んだことから、従来ならひとつの事業と認知されたものの一部が、アウトソースされて別の企業の独立した事業の一部となる事例が増えている。また、いわゆる流通革命により製販分離が進行したり、3PL（Third Party Logistics）といわれるようなサービスが普及した結果、単に経費効率の追及といった古典的アウトソーシングの文脈を超えて、従来ならひとつの企業や企業グループが営んできた事業を、独立した複数の企業が機能分担する事例も増えている。これにより、それぞれの機能分野毎に参加企業同士が競争を繰り広げ、あるいは、全く無関係であった既存事業とのシナジー効果を発揮することによって、市場全体の効率性が高まり、総体としての事業の競争力を強化される。特に、後者のような機能分業型のビジネスモデルを事業のアンバンドリングという。

アンバンドリング型のビジネスモデルが採用されている事業の場合、各機能を担当する企業単位の開示を寄せ集めても、当該事業の全体像が掴めないが、実際にはそれぞれの機能が当該事業に関する限りにおいて密接不可分に結びつき合って相互に財務

的な影響を与え合っていることが多い。このような場合に、事業単位の連結情報を要求するといった発想はまだ会計の世界では全く未開拓である。

【図⑩】



注 44 こうした問題は、旧商法下でも、会社が営業者となって複数の異なる事業に関してそれぞれ異なる第三者と匿名組合契約を締結すれば生じていた。匿名組合契約の好まれる大きな理由のひとつはそれ自身が **tax transparent** であることにあるが、トラッキングストックも使い方によれば当該事業と他の事業との間で損益のやりとりを事実上無税で認めるのと同じ効果を持つことがありうる。平成17年度に匿名組合投資に対する課税が強化されて **tax transparency** が弱められていること、投資商品としての匿名組合契約には自ずと制約があることから、事業の性格や仕組みによっては、投資商品として完成度の高い株式の形態をとるトラッキングストックが好まれるようになる可能性もある。

金融の複雑化とともに企業会計も複雑化、詳細化が進む一方である。対象が複雑になればなるほど、それらを適切に類型化した上で、投資家が自己責任で投資判断を行うためには、誰がどのような情報を提供することが相当かを考えることが重要になる。本稿がそうした類型化に多少なりともヒントを与えるものであれば幸いである。