

# 資産証券化と認識中止の根底にある会計的論理

大 沼 宏

## 1. 証券化を取り巻く会計上の争点

1970年代後半以降から、金融資産（特に売掛・貸付債権）をベースに証券を発行するいわゆる資産証券化（securitization of assets）実務がアメリカにおいて注目を浴びてきた。資産証券化とは、何らかのスキームをもとに金融資産を別の法人へ譲渡し、その譲渡された金融資産をもとにして構築された（structured）証券を発行・売買することによって資金を調達することである（以降証券化とは資産証券化を指す）。そして、このように金融資産を譲渡することによって、貸借対照表上から当該資産をオフバランス化することを認識中止（derecognition）という。

以上から証券化は2つの側面をもつことがわかる。一つは資産譲渡による認識中止に関する問題、もう一つが譲渡した資産を基礎にした資金調達に関する問題である。本稿は前者の問題に主眼を置くが、後者の問題と関係する発行証券のタイプについても触れておく。

その一つは、企業が保有している金融資産等を信託（グラランター・トラスト又はオーナーズ・トラスト）ないしは特別目的会社（Special Purpose Company:SPC）が設定する信託へ預託して当該信託を複数の受益権（beneficiary interest）に分割して売買するもの（パススルー型証券）。他方、保有資産をSPCへ譲渡し、譲渡先であるSPCがCPや担保付社債のような有価証券を発行するもの（ペイスルー型証券、担保付債券）である。このスキームのもとで

発行されるモーゲージ証券 (MBS:Mortgage-Backed Securities) ・クレジットカード証券 (Credit-Backed Securities) などのアセット・バック証券 (ABS:Asset-Backed Securities), アセットバック・コマーシャル・ペーパー (ASCP:Asset-Backed Commercial paper) の信用力は高く、価格も相対的に手頃であることから機関投資家等からの人気は高い。現にその発行高の伸長は脅威的で、Lockwood, et. al [1996] によると、1985年から1992年までのアメリカにおける ABS・ASCP 累積発行高は実に2000億ドルにも上る。

いずれの手法も、ある企業が保有する金融資産を別の企業へ譲渡することが証券化の基礎になっている。この金融資産の譲渡が公正な売却取引であるならば、他社へ譲渡したと同時に当該企業の貸借対照表から消去される。単純な資産売却取引として資産に備わるリスク<sup>1)</sup>と便益のすべてが売り手から買い手へ移転するのであれば、通常の売買取引となんら変わるところはない。しかし、譲渡資産に信用補完措置 (credit enhancement) の一つとして償還請求権 (recourse : 以下リコース) が付されていると、発行証券の格付けが格段に向上し資金調達がより低コストで行える反面、債務者が支払延滞、場合によっては支払不能の状態に陥ったりすると、譲渡者は当該譲渡資産を買い戻す義務を負いかねない。状況によっては、資産に備わるリスクと便益が譲渡者に帰属するか、または譲受人に帰属するかの判断が非常に困難になる場合も考えられる。つまりリコース条項が付されているために、場合によっては当該取引を売却取引としてではなく、担保付きの借入取引として処理するケースも考えねばならないのである。結果として、譲渡資産のオフバランス化ではなく、譲渡資産と負債 (借入金) のデュアル・オンバランスという状況もあり得る。

そこでこうした状況に対する指針を提供する目的のもと、証券化のための米国会計基準 (U.S.GAAP) として FASB 財務会計基準書77号 (以下、SFAS77号) [1983] 「リコース付債権の譲渡に関する譲渡者の財務報告」 "Reporting

1) 本稿でいうリスクとは、貸付債権が貸し倒れるないし期限前償還される可能性という意味のリスクを指す。その意味では信用リスクという表現がむしろ妥当であるかもしれない。

by Transferors for Transfer of Receivables with Recourse”と FASB 技術公報85-2 (以下, TB85-2) [1985] 「CMO の会計」 “Accounting for Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)” が公表されてきた<sup>2)</sup>。だが, SFAS77号と TB85-2の両ステートメントは, 資産譲渡を売却取引として処理することについて, その内容が必ずしも首尾一貫していないという問題点を抱えていた。

本稿では, こうした内容の相違を SFAS77号と TB85-2における資産負債の認識・認識中止を決定する要因の相違に求め, これが FASB のいかなる会計的思考に起因するかを検証する。この命題を検証するための題材として, 1996年6月に1980年代から継続してきた金融商品プロジェクトの一つの締めくくりとして公表された FASB 財務会計基準書第125号 (以降 SFAS125号) 「金融資産の譲渡及び元利金の徴収並びに負債の消去の会計」 “Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liability” の内容を詳細に分析する<sup>3)</sup>。今日会計処理は経済的実質に則してなされるといわれるが, 認識中止の背景にある経済的実質とはいったいなにか。以上の基準書を検証していくことによって, 資産負債の経済的実質を FASB は何と理解していたかを明らかにする。

## 2. 証券化 (資産譲渡) のスキーム

本稿は, 一般的な金融資産の証券化のスキームを説明することを目的とするため, アメリカで通常行われている基本的形態である SPC 方式を議論の対象とする。これ以降の証券化についての議論は, この SPC 方式を前提として考える。

「証券化」の基本方式は次の図によって表される。

- 
- 2) このほかにも, Emerging Issues Task Force によるいくつかのステートメント, 例えば EITF85-26, EITF84-30, EITF90-15もあるが, 本稿では特に議論の対象としない。詳細については Johnson [1990], 林[1995]を参照。
  - 3) 証券化実務についての詳細な文献としては, Pavel [1989], 企業財務制度研究会 [1991], 神田・小宮山・菱田 [1993], Fabozzi edit. [1995] などがある。

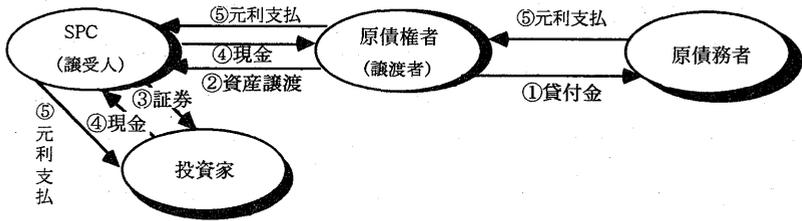


図1 証券化の基本スキーム

このスキームの当事者は原債権者（資産譲渡者）、原債務者、SPC（資産譲受人）<sup>4)</sup>、債権を担保にして発行される証券の投資家である。原債権者は通常起債者（オリジネーター）と呼ばれる。

証券化の流れとしては、次のようになる。まず①②原債権者が自社保有の売掛・貸付債権ないし担保資産をSPCへ譲渡する。③SPCは譲渡された資産（から生み出される将来キャッシュ・フロー）を担保としてCP（コマーシャル・ペーパー）、担保付債券等の有価証券を発行するか、あるいは譲渡された資産を信託財産としてプールしそのキャッシュ・フローを小口化し、受益権証書として発行する。④これによって受け取った手取り現金は資産譲渡の代価として原債権者（譲渡者）に支払うという流れである。⑤そして債務者からの元利支払いは、譲渡者を通じてSPCに流れるように調整される。元利金として支払われた現金は、手数料控除の後CP・担保付債券の保有者または受益権証書保有者に渡されるように設定される。

オリジネーターは低いコストで証券を発行するために、担保となる譲渡債権に様々な信用補完措置を付し、債券格付け機関から高い格付けを得ようとする。しかし会計上の問題となるのは、まさにこの信用補完措置を付すことによって当該債権譲渡取引が譲渡者にとって売却取引なのか担保付借入取引なのかが曖昧になる点である。

4) SPC（Special Purpose Company）は別にSPE（Special Purpose Entity）・SPV（Special Purpose Vehicle）ともいわれる。

### 3. 米国会計基準にみる認識中止問題

証券化についてのアメリカの会計基準としては冒頭に挙げた SFAS77号、TB85-2、そして SFAS125号がある。以下、この順序で議論を行う。

#### 3. 1 SFAS77号の視点

SFAS77号は、リコース付の債権を譲渡（売却）した場合の譲渡者の財務会計及び報告についての基準を定めたものである。SFAS77号ではリコースを次のように定義する。

(a)支払期限日に債務者の債務不履行が生じたとき、(b)期限前償還（prepayment）の影響、又は(c)譲渡債権の適格性（eligibility）に何らかの瑕疵が生じた場合の修正、これらによって、譲渡債権の譲受人が当該債権の譲渡者から支払いを受ける権利をいう（par.12）。

一般に、リコース付の債権売却取引では、売り手（譲渡者）は買い手（譲受人）に対して債務者が支払不能の状態に陥った場合、売却した資産（債権）を買い戻す義務を負う。つまり、リコースとは、債務者の支払延滞または支払不能が生じたときの、譲受人に対する保証条項の一つと捉えることができる。このリコース義務が発生する可能性を正確に見積もるのは、不確実な要素が多数介入することから極めて困難である。また、契約条項によってリコースの内容も異なってくるためリコースに基づく債務額の合理的な算定も難しい<sup>5)</sup>。

なおリコース付資産譲渡を売却取引として処理するためには、次の3要件が

5) リコースの内容も多岐にわたる。SFAS77号は par.13に次の4種類のリコース規定をその例として挙げる。

- (a) 債務者が債務不履行に陥ったときは譲渡者が譲受人へ全額を返還する。
- (b) 債務者から担保として譲渡者へ差し入れていた担保資産を譲受人が回収し、譲渡者がリコース条項を行使する前に譲渡者へ返還する。
- (c) 譲受人の譲渡者への支払要求額が、規定された最高金額の一定の割合に制限される。
- (d) リコース条項に基づいた業務を譲渡者が確実に遂行するように、債権が回収されるまで、譲受人は譲渡者からの譲渡金額の一部を留保するもの、などである。

満たされていなければならないとする (par.3)。

- (a) 譲渡者が債権に関わる将来の経済的便益 (future economic benefits) の支配 (control) を放棄する。
- (b) リコース条項のもとでの譲渡者の債務が合理的に見積可能なこと。
- (c) 譲受人が譲渡者に対して、リコース条項に準じた場合を除き、債権の再購入が求められないこと。

この3要件の一つでも満たされなければ、譲渡取引は売却取引としてではなく、譲渡資産によって担保された借入取引として処理される。SFAS77号では、資産譲渡を売却取引として会計処理する場合、売り手のリコース義務によって生じる予想修正額 (probable adjustment), つまりリコース条項から推定される発生の可能性が高い損失見積額のすべてを, SFAS5号 [1975] に従って処理するよう求める。予想修正額は売却価額と純債権額 (net receivables)<sup>6)</sup>の差額となり, 売却損益として処理される (par.6)。もっとも Stewart. et al [1990] が「SFAS77号に基づいた譲渡資産のオフバランス化 (認識中止) は比較的容易である」と論ずるのは, この予想修正額を具体的に測定する方法については, 会計担当者及び会計士の判断に委ねられているからである。

理解を容易にするために, Kieso and Weygandt [1995] の設例をもとに, 筆者独自の解釈を加えた資産譲渡取引の仕訳を示す。一つの取引を①は売却として処理する場合のものであり, ②は担保付借入として処理する場合のものである。この設例によって両者の違いを確認したい。

[設例] 5/1にクレスト社は \$ 500,000のリコース条項付の売掛債権をコマーシャル社に譲渡した。元利金の回収はコマーシャル社が担当した。コマーシャル社は売掛債権額の3%を金融諸費用 (finance charges; これは金利差損を指

6) 予想修正額とはリコース条項を原因とする信用損失, 期限前返済による影響額, 譲渡した金銭債権の瑕疵の修正費用の見積額である。par.12。また純債権は基準書77号, par.12で次のように定義する。

「債務者が負担する, 記録された債権に金融費用と管理費用及び手数料を含めた総額から, 関連する未収の金融費用と管理費用及び手数料を控除したものである。」

す)と評価し、同時に5%を未収金とした(先の予想修正額に相当する)。

クレスト社の仕訳

① 売却処理

(1) 5/1に売掛債権 \$ 500,000を譲渡した。

(借方)	現 金	460,000	(貸方)	売掛債権	500,000
	未 収 金	25,000*			
	債権売却損	15,000**			
		* . . . 500,000 × 0.05			
		** . . . 500,000 × 0.03			

(2) 売掛債権のうち \$ 4,100を回収不能と見てこの分の貸倒損失を見積もる  
(5/1)

(借方)	貸倒損失	4,100	(貸方)	未収金	4,100
------	------	-------	------	-----	-------

② 担保付借入処理

(1) 5/1に売掛債権を譲渡した(ただし担保差入れと想定するので売掛債権の認識中止は行わない)。

(借方)	現 金	460,000	(貸方)	借入金	500,000
	未 収 金	25,000			
	譲渡債権割引	15,000			

(2) 売掛債権のうち \$ 4,100を回収不能と見てこの分の貸倒損失を見積もる  
(5/1)

(借方)	貸倒引当損	4,100	(貸方)	貸倒引当金	4,100
------	-------	-------	------	-------	-------

①と②の相違点は次の2点である。第1に、譲渡時の仕訳において貸方項目が相違する点である。①は売却取引であることから貸方が譲渡した債権であるのに対し、②は債権を担保とした金融取引であるので、貸方に借入金が記載される。そして前者は差額を売却損として処理するのに対し、後者は割引額として処理し、その後支払利息と相殺していく。特に②の未収金は性格として将来債務が実際は減額されうるといふ評価勘定の意味を持つ。第2に、回収不能債

権の処理である。①は回収不能となった分はコマーシャル社への未収金と相殺するのに対し、②は貸倒引当金を計上して処理し、実現したときに貸倒引当金を売掛債権から控除する。

### 3. 2 TB85-2の視点

SFAS77号が譲渡資産を受益権証書に分割して売買するパススルー型証券を主眼においた会計基準であったのに対し、TB85-2は譲渡資産を担保としたベイスルー型証券発行形態のうち特にCMO (Collateralized Mortgage Obligations) 取引を主眼においた会計基準である<sup>7)</sup>。

CMO 取引はスキーム上ノンリコースの担保付借入取引である。しかしTB85-2は、次の条件のすべてを満たすとCMO 取引が担保付借入取引としての根拠を満たさないで、それ故担保は貸借対照表から取り除かれるべきであると規定している。いわば、担保付借入取引が経済的実質から売却取引とみなされる結果となる。当該条件は以下のようになっている (par. 2)。

- (a) 発行者及びその関係会社 (affiliate) が契約上の義務の履行を保証する担保に備わる将来の経済的便益を放棄していること、
- (b) 発行者の関係会社が、この義務に関連して、将来に支払が要求されることがないこと。

要するに、担保資産から発生する将来の経済的便益のほとんど全てが間違いなく投資家のものとなり、発行者又はその関係会社に支払いを求める可能性が実質的に僅少であるならば、借入の際に担保として供した資産はオリジネーターの貸借対照表上から消去される。この条件の全てが満たされた場合、当該取引は、CMO 債券発行による受取額を対価とした担保モーゲージ資産の売却として処理され、当初受取額と担保モーゲージの簿価との差額が売却損益として計上される。またCMO オリジネーターが元利金の回収、証券保有者への元

7) 柴 [1990] によれば、SFAS77号は資産売却型取引のうちのあるものを実質的に借入取引であるとする基準を示しているのに対し、TB85-2は担保借入取引のうちのあるものを実質的に売却取引であるとする基準を示すものと指摘する。

利金支払いその他の業務（これをサービシング（servicing）と呼ぶ）を引き受けている場合、財務諸表上から当該担保モーゲージは消去されたとしても、担保についての予想残余持分<sup>8)</sup>は、発行者又は関係会社に便益が帰属するにつれて認識させていく。もっとも CMO 債券を発行するために設立された特別目的会社（SPC）の持分の過半数がオリジネーターによって所有されているような場合、その会社は「導管」（conduit）に過ぎないとして、SPC はオリジネーターに連結される。よって仮に単体の財務諸表からモーゲージ資産のオフバランス化が達成されても、SPC が子会社である限りモーゲージ資産と CMO にかかる債務は連結貸借対照表に記載される<sup>9)</sup>。

### 3. 3 SFAS77号とTB85-2の矛盾

SFAS77号はリコース付資産を譲渡する際、リコース規定のいかに関わらず、譲渡者の債務が合理的に見積可能である限り、当該取引は売却取引として処理される。言い換えれば、譲渡資産の市場価額が大幅に下落し、それに対し

- 
- 8) 予想残余持分（expected residual interest）とは、発行者又はその関係会社に再び帰属すると予想されるすべての金額（具体的には、超過サービス料、再投資による利益等を含む）の現在価値と定義される。残余持分とは資産プールから発生するキャッシュフローと、投資家への元利金支払いとの差額に対する持分をいう。Pavel [1989]によると、元来この残余持分は債権譲渡者に帰属するものであった。しかし最近ではこれを投資家に売却しなければ利益をあげられないケースが増えている。本文にもあるように、この残余持分を譲渡者（売却者）が保有していると、資産売却取引として見なされないということから、売却してしまうことが多い。これについては Johnson [1990] pp.221-224参照。
- 9) 米国 GAAP では、連結範囲は、原則的に発行済み株式の50%超が保有されている全ての会社となっている。これに対して、税務上の連結範囲は80%超の株式保有会社に絞られるので、CMO 取引を売却取引として処理していても、その売却損益は相殺消去されにくい。通常、金融資産を売却するときは担保モーゲージの現在割引価値計算がなされるので簿価よりも受取対価が少なくなりやすいので、売却損も計上される可能性が高い。しかし連結範囲は80%とかなり制限されているため、申告税額は連結損益と比べて多額になりやすい。もっとも、会計上及び税法上の要請により、CMO 発行の際に、特別目的会社を利用せずにオーナーズ・トラストを、1986年の税制改革（Tax Reform Act 1986）以降は REMIC を利用するケースが増えている。最近では REMIC に加え、より証券発行に適した税法上の導管として FASIT（Financial Asset Securitization Investment Trust）が生まれている。FASIT の詳細については Klein [1996] を参照。

て100%のリコース条項が付けられていたとしても、その損失額が合理的に見積可能である限り、売却によってオフバランス化してもそれは公正妥当なものと容認される。これに対して、TB85-2によれば、CMOがオフバランスとなるのは、実質的にノンリコースの資産売却と同等の契約内容になっている場合に限られる。SFAS77号の規定と比べて、TB85-2はオフバランス化(売却処理)の要件はかなり厳格である。

つまりSFAS77号はリコース条項の内容がどのようなものであれ、譲渡者の債務が見積可能である限り、リスクの移転を認識中止の要件にしないということである。一方TB85-2は、実質的にノンリコースでない限り譲渡資産はリコース付とみなされ、オフバランス処理は否定される。第2の条件を忠実に読む限り、リコースに起因する信用リスクが僅かでも残存するならば、担保モーゲージのオフバランス化は難しい<sup>10)</sup>。

以上からSFAS77号とTB85-2が抱える矛盾と問題点が明らかになったと思う。第1に、資産負債のオフバランス化の要件がGAAP内で一貫していない。つまり、取引形態によって条件が相違するために、様々な譲渡取引について結果として首尾一貫した処理が困難という問題点が指摘できる。第2に、同じような目的をもって証券化を行ったとしても、形式が相違するだけでオフバランス処理の条件が相違してくる。この状況は、まさに法的形式から会計処理が決定されているところからも、「法的形式優先思考」(form over substance)と

10) SFAS77号は、その適用範囲を担保付借入取引に対峙する概念として、売却取引・パーティシペーション取引に限定しているが、これは形式上の問題である。つまりFASBは法的にも曖昧な領域にその答えを求めている。また弁護士の中でも「100%リコース付債権売却」と「担保付借入」は判別が難しいといわれるのに、SFAS77号は両者の識別は可能であるとしている、という批判もある。Stewart, et. al [1990], pp. 372-373. この他にもImhoff [1992]は「仮に売り手(譲渡者)が買い手(譲受人)に対し100%リコースを提案するならば、資産証券化を売上として扱うのは非合理(unreasonable)といえる。」としてSFAS77号を批判する。p.9. 他にStewart and Neuhausen [1986]はTB85-2について「明らかに、こうしたオフバランス化の基準は、売り手すなわち譲渡者と原債務者の権利義務-取引の実質-に対し実質的に同一の取引について、別々の会計処理を行うよう求めている。これが『選り好み』(pick and choose)会計を許す原因となっている」と論ずる。pp.104-106

なっているように思われる。

このような基準間の矛盾および基準自体が内包する問題から、FASBは1991年に内部に金融商品プロジェクト（financial instruments project）を設置してディスカッション・メモランダム（以降DM）を発行した。そこで得られた議論を発展させて、FASBは1996年に資産譲渡による認識中止に関する包括的な新基準SFAS125号「金融資産の譲渡及び元利金の徴収並びに負債の消去の会計」を発行したのである。

### 3. 4 SFAS125号の視点

この会計基準が生まれるきっかけとなったのは、証券化を含むオフバランスシートファイナンス実務の進展と市場の拡大に会計が追随する必要性からであったことは間違いない。特に、金融資産をSPCなどへ譲渡した際に、その資産の認識を中止するか、それとも中止せずに担保資産として財務諸表上に認識し続けるかの決定のポイントが「コントロール」にあるという点が重要である。FASBは次の条件を全て満たしたときに譲渡者は譲渡資産のコントロールを放棄したとする（par.9）。

- (a) 譲渡資産は譲渡者とは隔離（isolated）されている。たとえ破産ないしは管財人の指示があったとしても、譲渡者と債権者の請求権から推定上は隔離されていることになる。
- (b) (1)各譲受人は、譲渡資産を担保に供したり交換に差し出す権利を持つ。つまり、譲渡資産の利用を制限する条件から譲渡人は解除されている。(2)譲受人はSPCの資格を持ち、SPCの受益権証書保有者はそうした権利を担保に供したり交換に差し出す権利を持つ。つまり、受益権者の権利を制限する条件からも解除されている。
- (c) 譲渡者は以下の契約を交わしていても、譲渡資産に関しての有効なコントロールは維持していないとされる。(1)満期日前に譲渡者が譲渡資産を買い戻したり償還する権利を与えたり義務を与える契約あるいは(2)即時入手可能（readily obtainable）ではない譲渡資産を譲渡者が買い戻す権利、

ないしは償還する権利を与える契約（コール・プットオプション）<sup>11)</sup>。

上記3要件が充足されなければこの取引は売却取引としてではなく、担保付借入取引として処理される（par.12）。

では、なぜFASBはコントロールという概念を認識及び認識中止の決定要素としたか。これまで（特にSFAS76・77号、国際会計基準など）は資産譲渡の会計においては、資産は完全に売却されるか完全に保有されるか、つまり、資産負債を分割不能な単位として扱ってきた。こうした立場の故に、金融資産の一部を売却して一部を保有するような譲渡取引を売却取引として処理しようとしても会計上適切に処理できない状況に陥っていた。この原因は、従来のアプローチが資産負債を保有することによる全体としてのリスク・リターンの帰属という点にばかり注目していたことに集約される。これをリスク経済価値アプローチ（risk and rewards approach）と呼ぶ<sup>12)</sup>。

例えば、パススルー証券を発行する場合、オリジネーターである資産譲渡者は、ある金融資産をSPCに譲渡する。引き続いて、SPCはこの金融資産のプールを様々な受益権に分割して売却する。オリジネーターが金融資産プールの優先持分（senior interest）を売却して劣後持分（subordinated interest）だけを留保する場合を考えてみよう。このとき、企業Aが金融資産プールの優先持分を初めて取得した場合、Aはそれを一つの資産として認識するであろう。一方、企業Bはオリジネーターから金融資産プール全体をまず取得して、その後劣後持分を売却して企業Aが取得したのと同額の優先持分だけを留保する場合も考えてみる。リスク経済価値アプローチに基づく限り、Bは引き続き金融

11) 譲渡資産が譲渡者から隔離された状態にあることが認識中止の条件である「コントロールの放棄」という目的に則していると述べてきたが、逆に(c)のように譲受人の行動を制約するような契約を締結するという規定はコントロールの維持につながると思われる。しかし、契約が売却取引として締結されていると、そうした条件の有無に左右されない。このため、譲受人の行動を制約する条件が課されていると、譲渡取引が売却取引として設定されているときはそのまま売却取引として処理する（par.25）。

12) SFAS13号[1976]などでも頻繁に記述される「実質的に全て」(substantially all)という文言は、まさに資産負債全体としてのリスク・リターンに着目している状況を表している。

資産プールの実質的に全てのリスクと経済価値を保有していると判断され、金融資産プールのうち売却した劣後持分だけを認識中止するという処理は行えない。企業Bは劣後持分の売却による対価を同額の負債として認識することになる。企業Aは優先持分だけを資産として計上するのに対して、企業Bは金融資産プール全体を資産として計上するとともに劣後持分売却の対価を負債として計上することになる (par.102)。つまり取引の順序が変わるだけで、結果が大きく変わってしまうのである。

そこで、こうした問題点の克服をめざして、SFAS125号はこれまで主流であったリスク経済価値アプローチに代えて「財務要素アプローチ」(financial-components approach)を採用し<sup>13)</sup>、このアプローチによる一貫した説明を試みている。

このアプローチに則して考えると、資産負債を認識するか認識中止するかの決定は、資産負債の本質的な特性である経済的便益とはなにかを確定するところから始める (par.112)。Bullen, et al [1989], Bullen and Woods [1989]によると、契約規定から導かれる将来キャッシュインフローを受け取る権利を資産とし、主たる債務を負担することによって将来キャッシュアウトフローを支払う義務を負債として定義する。この前提の下に、将来キャッシュインフローを受け取る権利を当該実体が支配下に置く時は、資産を認識し、当該債務を履行する義務を負ったときは、負債を認識することになる。

これとは反対に、資産が譲渡された結果として将来キャッシュインフローを受け取る権利に対するコントロールを放棄したとき、当該資産の認識は中止される。同様に、ある契約上の債務を負担していた企業が当該債務から解放されたときは、負債の認識は中止される。財務要素アプローチはわかりやすく、実

13) こうしたリスク経済価値アプローチと財務要素アプローチをPerry [1993]は、前者を「支配的特性パラダイム」(predominant-characteristic paradigm)、後者を「財務要素パラダイム」(financial-components paradigm)と呼んで区別する。彼は最終的に、今日の複雑な証券市場では支配的特性パラダイムによっては認識中止問題を解決することは難しいとする。その上で、財務要素パラダイム、すなわち財務要素アプローチによる解決策が妥当であるとしている。

務上の手続と相当に合致しているといえよう。先の例でいえば、財務要素アプローチに基づく譲渡した金融資産の劣後持分の認識を中止して、優先持分の認識だけを継続する処理が可能になる。つまり企業Aも企業Bもともに、優先持分のみを資産として計上するということになる。要するに、SFAS125号はこれまでの資産負債を分割不能な要素として捉えてきた思考法とは決別し、それぞれを契約等から導出されるビルディングブロック (building block) の集合体と見て、各々を認識測定するというアプローチに転換したのである<sup>14)</sup>。これは、DMのアプローチと一致しており、このプロジェクトの一応の決着に当たるといえよう<sup>15)</sup>。

具体的に、SFAS77号とSFAS125号による会計処理の相違をみる。一つの例としてSFAS125号 par.32の設例を次に挙げる。

企業Aは公正価値\$1,100, 繰越価額\$1,000の貸付債権を売却した。A社は、サービシングの義務を負っていないが、譲受人から譲渡債権または類似の債権を買い戻すオプションを持っており、(債務者からの)返済が滞納しているときはこの債権を買い戻すリコース債務も引き受けている。A社は譲受人に変動金利の金利収益を提供する契約を交わしているが、実は貸付債権の譲渡契約の内容は固定利率の金利収益を受け取る契約も交わしている(この規定は実質的

14) 一見すると、こうしたアプローチはSFAS77号の問題点として指摘した「法的形式優先思考」に陥っているように感じられる。しかし、FASBは法的に資産ないし負債が隔離されている場合、経済実質的にも隔離条件は満たされていると主張する(par.119)。特に問題となるのは、譲渡者が破産したときや差し押さえが生じたときである。だが、隔離されているという状況が法的に見ても確たるものであれば、管財人らからの資産回収を免れられるはずである。それゆえ、資産譲渡は法的な形式によって経済的にも規定されるとする。

15) Amble [1989], Bullen, et. al [1989], Parks [1989] 参照。金融商品プロジェクトとは、伝統的な金融商品とともに新金融商品を6つの基礎的な構成要素の集合体と考え、各々について首尾一貫した処理が出来るように検討するFASB内の研究会のことである。その際、6つの基礎的構成要素について以下のものとしている。①無条件受取-支払契約 (unconditional receivable-payable contract) ②条件付受取-支払契約 (conditional receivable-payable contract) ③オプション契約 (option contract) ④先渡契約 (forward contract) ⑤保証ないしその他の条件付交換契約 (guarantee or other conditional exchange contract) ⑥持分商品 (equity instrument)。Bullen, et. al[1989],pp72-73

に金利スワップである)。

このとき現金対価として、\$1,050受け取り、財務要素の公正価値分をそれぞれを差し引いた後、純対価は計算上、\$1,100と算定された。売却債権の繰越価額が\$1,000であるので、差引損益は\$100となる。

公正価値		純対価		損益	
現金	\$1,050	現金受取額	\$1,050	純対価	\$1,100
金利スワップ	40	+：コールオプション	70	売却債権の繰越価額	1,000
コールオプション	70	+：金利スワップ	40		<u>100</u>
リコース債務	60	-：リコース債務	(60)		
		純対価	<u>\$1,100</u>		

〈仕訳1〉

(借方) 現金	1,050	(貸方) 貸付債権	1,000
金利スワップ	40	リコース債務	60
コールオプション	70	債権売却益	100

これをSFAS77号に則して考えると、売却価額と純債権を計算する必要がある。売却価額を現金対価とし、予想修正額(未収金)を\$50及び純債権額は売却債権の繰越価額が\$1,000であることからこれが相当すると仮定する。

〈仕訳2〉

(借方) 現金	1,050	(貸方) 貸付債権	1,000
未収金	50	売却益	100

以上から明らかになるように、SFAS77号に基づく処理〈仕訳2〉は、個々の財務要素を認識しないので、当然予想修正額以外の各要素の測定は必要にならない。しかし、SFAS125号に基づく〈仕訳1〉は貸付債権の認識が中止されると同時に、契約規定から示唆される金利スワップまたはコールオプション、リコース債務は、財務要素として取引時点(initially measurement)にその公正価値をもとにして測定し、認識する(par.16)。

このように、SFAS125号はこれまでのリスク経済価値アプローチから財務

要素アプローチへ転換を図ったわけであるが、それとともに従来の会計的な枠組みと比較しても飛躍的な展開が生じた。代表的には次の3点が挙げられる。第1に、金融商品を細分化して把握することになったために、個々の要素を別個に認識する必要性が生じた。これはDMが金融商品をビルディングブロックの集合体とみなすアプローチを採用すると決定していた経緯に、ある程度は起因していると考えられる。第2に、公正価値による測定が勸奨され、必ずしも取引価額による測定は必要とされなくなった。第3に、金融資産の譲渡取引自体が技術的に見ても最先端にあるものといえるため、FASBはある種の指導規範的基準を設定するというよりも現状追認的な基準を設定したと考えられる。これによって、結果的には従来の認識規準と比べ、認識の時間幅が拡張されることになったといえる<sup>16)</sup>。

#### 4. 証券化構造からの認識中止の判断

認識中止の決定は、財務要素への「コントロール」が有効かどうかによって判断される。一口に、コントロールといってもその意味するところは幅広い。具体的には先に示した par. 9の基準を証券化構造が全て満たすときはコントロールが放棄されている。もちろん、一つでも欠けていると、譲渡者は譲渡資産についてのコントロールを放棄しているとはいえない。この3つの基準のうち、特に重要なのは、(a)譲渡資産が譲渡者から隔離 (isolated) されているかどうか、という点である。譲渡資産の「隔離」という条件が確実に満たされていると、たとえ譲渡者と譲渡資産との間に何らかの継続的関与 (continuing involvement) が存在していても、認識中止は可能である。証券化の手続きにおける認識中止の決定は証券化の構造、信用リスク・金利リスクなどから投資家を保護するための信用保管措置等、破産法廷 (bankruptcy court) や管財人

16) 藤井[1996]によればSFAS125号の認識測定基準は「期待将来現金収入の現在価値にまで現金概念を拡張した上で、測定属性を過去現金支出から期待将来現金収入の現在価値に転換したもの」となる。122頁。

らから譲渡資産へ権利が及ぶかどうかなどの、スキーム全体から譲渡資産の隔離が達成されているかを判断する (par.54)。従って、譲渡者から譲渡資産が法的に見て確実に隔離されているならば、譲渡者は譲渡資産に対していかなる権利行使もできないはずであり、譲受人は譲渡資産を自由に処分したり担保として差し出すことができる。

SFAS125号は証券化の構造として3形態を例示し、それぞれにおける資産譲渡取引が売却取引か担保付借入取引かを決定する。

第1の形態は、いわゆるパススルー型証券化構造である (par.55)。この形態のもとでは、特別目的信託に譲渡された金融資産の元利金は受益権証券保有者である投資家へそのまま流れる (pass through) ように設定されている。また譲渡者と譲渡資産とに一切の継続的関与が存在しないことが条件となる。これにより、譲渡者及び債権者から譲渡資産が償還されたり買い戻される可能性がほとんどないことが文書などから合理的に确实 (reasonable assurance) であると判断されるとき、認識中止が是認される。



図2 パススルー型証券化構造

第2の形態は、一段階構造 (one-tier structure) といわれるものである。これはオリジネーターがSPCへ資産を譲渡し、その引き替えに現金及び譲渡資産の受益権を受け取る場合である (par.56)。その後、このSPCが譲渡資産を担保にコマーシャルペーパーを発行する。第1の構造と相違するのは、資産譲渡の対価として現金とともに受益権証券が譲渡者へ支払われる点、及びコマーシャルペーパーには優先請求権を与え、受益権証券には劣後請求権が与えられる点である。

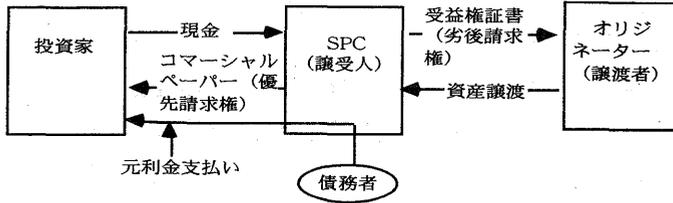


図3 1段階構造

FASBはこの構造では譲渡資産が譲渡者から隔離されていないとして、売却取引として処理することを認めない。その理由としては、譲渡者がSPCの受益権を所有していることにある。つまり、劣後請求権とはいえ、譲渡者は譲渡資産への一定の継続的関与を持つ。仮に譲渡者が破産状態に陥ると、コマーシャルペーパーの投資家は、米国破産法362条のもと、破産のために支払いが滞らされる自動的停止状態 (automatic stay) にはいることとなる。あるいは譲渡取引自体が担保付借入取引と性格づけられて、破産費用の一部を拠出することになり、更なる損失を負わされることになりうる (par.56)。このためFASBは一段階構造のもとの証券化は売却取引として処理できないと結論した。

第3の形態は、二段階構造 (two-tier structure) といわれるものである (par.57)。この構造のもとで行われる証券化は、最初にオリジネーター (譲渡者) からSPCへ資産が譲渡される。この時、SPC自体も、譲渡者および債権者から資産を回収される可能性が低い (remote) ことが条件とされる<sup>17)</sup>。次に、SPCから別の信託へ当該譲渡資産が再び譲渡される。その対価としてSPCには劣後請求権の受益権証券を、そしてこの信託を担保として発行されるコマーシャルペーパーには優先請求権が与えられる。

FASBはこの二段階構造証券化について、たとえ譲渡者が破産状態に陥っ

17) 当然、SPC自体が破産状態になる可能性も低く、親会社が破産したときに実質統合 (substantive consolidation) される可能性も低いように構築されることが条件である (par.57(c))。

たり差し押さえにあったとしても、証券化構造全体として譲渡者ないし債権者から信託資産は隔離されていると判断する。このスキームのもとでは、譲渡者から譲渡資産へのコントロールは及ばないと見なされ、認識は中止される。

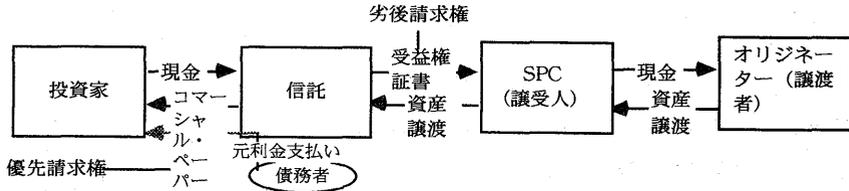


図4 2段階構造

以上より明らかのように、譲渡資産の認識中止は、証券化構造と契約上の規定などの客観的な証拠に基づいて譲渡者から隔離されている場合に限って行われる。主観的に判断される「リスク」と「リターン」に基づく認識中止は行われない。認識は将来のキャッシュフローまでを見据えるのに対して、認識中止は現在のコントロールだけから判断する。

## 5. SFAS125号が示唆する財務要素アプローチの本質

第3節の記述によって、SFAS77号、TB85-2、SFAS125号の概要が示された。果たしてSFAS125号はこれらの基準書の中においてどのように位置づけられるのであろうか。SFAS125号が採用する財務要素アプローチとはいかなるものか。

SFAS77号は一旦資産譲渡契約が交わされ当該資産が売却されると、たとえリコース条項が規定されていたとしてもそれを担保付借入取引に処理し直すという作業を求めることはほとんどない。TB85-2では、譲渡された担保の経済的便益が実質的に譲受人側に移転していると見なされれば契約上担保付借入取引として交わされていたとしても、当該取引は債券発行による受取額を対価とした担保モーゲージの売却として処理される。しかし実質的には売却取引とし

て処理するのは困難である。SFAS125号によると契約によって一旦売却取引であると規定されると、たとえその譲渡取引のリコース条項の履行可能性というリスクから担保付借入取引とするほうが妥当であるように思われても、あえて変更はしない。この意味でいえば、SFAS125号はSFAS77号と基本的な方向性は合致している。

ではSFAS77号とSFAS125号は何が違っているのか。SFAS77号はリスク経済価値アプローチを採用している。リスク経済価値アプローチは、概念フレームワーク(SFAC)第6号にある資産及び負債の定義の「発生可能性の高い将来の経済的便益」及び「その犠牲」(SFAC 6号, par.25・35)に着目して、ある経済的便益(正負両者について)の発生可能性に従って、当該資産及び負債を認識してきた。それ故、SFAS77号ではリコース債務についてその発生可能性を見積もり、「予想修正額」として資産の売却価額を修正して売却損益を計算する。

これに対し、SFAS125号が採用する財務要素アプローチはこの定義の前段にある「過去の取引又は事象の結果として、ある特定の实体により取得又は支配されている」をより重視した。譲渡取引の結果として、特定の实体にコントロールされる財務要素は認識の対象に当たり、財務要素に含まれる経済的便益を直接把握するという手続きを内包する。すなわち財務要素を認識する際は、将来現金収支を見積もり、それが反映される測定属性として公正価値又はその代替値を採用する<sup>18)</sup>。対照的に、譲渡者のコントロール下でないことがその基準から明らかであれば、その財務要素は途端に貸借対照表から除去される。先のようなリコース債務の発生リスクを見積もる予想修正額計算もSFAS125号は求めない。こうしたリコース債務はデフォルトという特殊の状況になるまで保証債務(偶発債務)のままである。測定の基礎とするのは未だ発生してい

18) この手法はまさにCanning [1929] のいう「直接評価」(direct valuation) と共通する。直接評価とは資産負債を損益計算から誘導された残存項目として評価するのではなく、将来に渡り入手されるキャッシュフローの現在価値及びその犠牲分として、その経済的便益を直接的に評価することである。Canning [1929], pp.182-183参照。

ないリコース債務の現時点での経済的価値である。つまり将来高い蓋然性をはらむリスクと判断されたとしてもリコース債務はあくまで未来事象であり、デフォルトという経済的事実が現実に発生するまでは一つの財務要素として認識するだけである。実質的な側面から担保付借入取引と見なされうる譲渡取引も、par. 9に挙げる基準をクリアする限り売却取引のままである。

## 6. 経済的実質優先思考の行方—コントロール概念の浸透—

Stewart and Neuhausen [1986] が批判したのは、法的形式に偏った会計思考は、経営者による形式を「選り好む」、すなわち恣意性の介入を大幅に認めることになるとした点である。だが、FASB が批判をおそれずに敢えてコントロール概念を中心とした「法的な権利行使が及ぶかどうか」という視点を前面に押しだした理由としては次のように考えられる。そもそも FASB が議論の前提として立てたのは、取引の経済的実態が財務諸表上によりの確に反映されるように会計処理するという経済的実質優先思考 (substance over form) である。拙稿 [1996] では、経済的実質とはある資源の将来キャッシュフローが企業に帰属し、当該資源を保有することによるリスクを負担しているかどうかに関する情報であるとした。この将来キャッシュフローが帰属するかどうか、すなわちある財務要素が特定実体のコントロール下にあるかという点を判断するものは、一般に経営者である。つまり、経営者の意図と経済的実質優先思考は論理的に結びつく可能性を持つ。もちろん、経営者側が意図した処理と外部者 (特に規制者) によって合理的に評価される実質が一致するとは限らない。リース取引などはその好例である。FASB は経営者の意図と外部者によって評価される実質が乖離した取引 (他に買戻条件付譲渡取引など) については外部者が評価する実質に則した処理の遂行を勧告するものと見られる。だが、金融資産の譲渡取引の場合、特に信用補完措置としてフルリコースが付けられた金融資産の売却取引の場合、売却とも借入とも判断が難しい。

SFAS125号において至った FASB の見解は、経済的実質 (economic subst-

ance)とは、契約規定から類推される財務要素から成り立つというものである。つまり契約条項というもっとも客観的な証拠が経済的実質を決定するのである。資産負債は財務要素の集合体と考え、財務要素を経済的便益そのものとなす。これにより、従来のような様々な状況から認識中止を判断せずに、経済的便益 (=財務要素) そのものへの現時点での法的コントロールという側面を考えるだけでよくなる。従って財務要素が譲受人に譲渡され、かつ当該企業の法的なコントロール下にないと合理的に判断されるときに当該資産負債の認識中止が決定される。つまり、SFAS125号が示唆する経済的実質とは、演繹的に与えられる概念というよりも、契約上の規定から判別される個々の財務要素によって帰納的に導かれる現時点での経済的便益そのものと考えられるのである。

## 7. リスク・ディスクロージャーの将来性

財務要素アプローチに基づく認識・認識中止プロセスは、リコースに起因する信用リスクの存在を見落とす危険性をはらむ。特に信用補完措置の一つとしてリコース条項を規定しているときは、会計処理の段階でリコース債務を財務要素として認識するだけでは、リコースを原因とする偶発損失の将来の発生可能性は不十分な形でしか認知されないように思われる。そこで、債務者及び債権譲渡者がデフォルトを引き起こすリスクについては、SFAS105・107・119号を参考にしたリスク・ディスクロージャーによって信用リスクの詳細を明らかにするのが一つの方策として考えられよう<sup>19)</sup>。

最後に日本へのインプリケーションについて考えたい。資産証券化は不動産市況を活性化し、不良債権処理を進める最適のスキームとして金融機関等から

19) 醍醐 [1996] が指摘するように、信用リスクの計量化、及び結果として得られた数値を資産評価の指標として利用するといった高度な計算技法もいずれディスクロージャーを通じて要求されることになりうる。

20) 1995年に東京三菱銀行は我が国ではじめて担保不動産の証券化を行った。このスキームは非常に画期的な形態をとっており、実務界からの重大な注目の的となっている。これについては三國 [1997]、147-148頁を参照。

大きく注目されている<sup>20)</sup>。この分野の会計基準は、国際会計基準の公開草案48号が結局差し戻されてIAS32号「金融商品：開示及び表示」として公表されたところから、現時点において認識測定の領域まで基準化したアメリカのSFAS125号が最先端にあるとあって良いであろう。これに対して、日本では平成9年6月に『金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理』が企業会計審議会より公表されたに止まる。まだ基準として成熟するに至っていないのが実情である。いずれ証券化に関する会計基準を整備しなければならないと思われるが、そうであるからといって、SFAS125号をそのまま真似た基準を設定するのは、現段階では難しいであろう。なぜなら、日本では財務要素の取引について周知徹底されているとは言い難く、またそのための市場も整備されているわけではないからである。SFAS125号を踏まえた会計基準の導入には、越えなければならない壁も多い。ただ会計基準の国際的調和化という点から及び2000年の金融ビッグバンを意義深いものにするという点からすれば、我が国においてもSFAS125号を踏まえた証券化についての法整備及び会計基準精緻化は急務である。

## 参 考 文 献

- Amble, J. L. [1989] "The FASB's New ED on Disclosure", *Journal of Accountancy* (November), pp. 63-69
- Bullen, H. G. and Woods III, C. C. [1989] "An Overview of the FASB's Financial Instruments Project", *Journal of Accountancy* (November), pp. 60-68
- Bullen, H. G., Wilkins, R. C., and Woods III, C. C. [1989] "The Fundamental Financial Instrument Approach", *Journal of Accountancy* (November), pp. 71-78
- Canning, J. B. [1929] *The Economics of Accountancy* (Ronald Press Company)
- Financial Accounting Standards Board [1975] No. 5 *Accounting for Contingencies* (March)
- Financial Accounting Standards Board [1976] No. 13 *Accounting for Lease* (November)
- Financial Accounting Standards Board [1983] No. 77, *Reporting by Transferors for Transfer of Receivables with Recourse* (December)
- Financial Accounting Standards Board [1985] Technical Bulletin 85-2, *Accounting for Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)* (March)
- Financial Accounting Standards Board [1985] Statement of Financial Accounting Concepts, No. 6, *Elements of Financial Statements* (December)
- Financial Accounting Standards Board [1991] Discussion Memorandum, *Recognition and Measurement of Financial Instruments* (November)
- Financial Accounting Standards Board [1996] No. 125, *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liability* (June)
- Fabozzi, F. J. edit. [1995] *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*-4th edition (Probus Publishing Company)
- Imhoff, E. A., [1992]"Asset Securitization: Economic Effects and Accounting Issues", *Accounting Horizons*, (March), vol. 6, No. 1, pp. 5-16
- Johnson, J. A. [1990]"Accounting for the Securitization of Financial Assets", *Journal of Corporate Accounting and Finance* (Spring), pp. 215-237
- Kieso, D. E. and Weygandt, J. J. [1995] *Intermediate Accounting*-8th edition (John Wiley & Sons, Inc.)
- Klein, K. H. [1996]"FASIT, a New Vehicle for Securitizations, Holds Promise for Wide Variety of Loans", *Bank Accounting & Finance*, Vol. 10, No. 2, pp. 56-62
- Lockwood, L. J., Rutherford, R. C. and Herrera, M. J. [1996]"Wealth Effects of Asset Securitization", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20, pp. 151-164
- Parks, J. T [1989] "The Portfolio Accounting Controversy", *Journal of Accountancy* (November), pp. 81-86

- Pavel, C. A. [1989] *Securitization- The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset Backed Securities Markets* (Probus Publishing Company), (株)アイ・ビー・ティー訳 [1989]「ゼミナール セキュリティゼーション」(東洋経済新報社)
- Perry, R. E., [1993] "Accounting for Securitizations", *Accounting Horizons* (September), Vol. 7, No. 3, pp71-82
- Rosenthal, J. M. and Ocampo, J. M. [1988] *Securitization of Credit* (John Wiley & Sons inc.)
- Stewart, J. E. and Neuhausen, B. S. [1986] "Financial Instruments and Transactions: The CPA's Newest Challenge", *Journal of Accountancy* (August) pp. 104-106
- Stewart, J. E., Neuhausen, B. S. and Weissman, H. R. [1990]"Accounting for Asset Securitization", Kuhn, R. Lawrence edit., *Mortgage and Asset Securitization*; Vol.V of the Library of Investment Banking (Dow-Jones Irwin), Chapter 17
- 伊藤邦雄 [1996]『会計制度のダイナミズム』(岩波書店)
- 大沼宏 [1996]「実質的デファイザーズの背景にある経済的実質優先思考」『企業会計』第48巻, 第9号, 119-126頁。
- 神田秀樹・小宮山賢・菱田哲也 [1993]『セキュリティゼーション』(金融財政事情研究会)
- 企業財務制度研究会 [1991]『米・英における証券化関連商品のディスクロージャー』(財団法人企業財務制度研究会)
- 柴健次 [1990]「金融の証券化の進展と会計問題(1)-(3)」『旬刊 経理情報』第577-579号。
- 醍醐聡 [1996]「信用リスクの定量化とその意義」『税経セミナー』, 第41巻, 第1号, 9-16頁。
- 林克次 [1995]「債権の流動化-売掛債権の海外 SPC への譲渡」『JICPA ジャーナル』, 第7巻, 第7号, 7月号, 33-39頁。
- 藤井秀樹 [1996]「認識拡張の可能性とその条件-オフバランス取引の会計的認識問題を中心に-(一)(二・完)」『会計』第149巻, 第6号, 85-102頁。第150巻, 第1号, 112-129頁。
- 三國仁司 [1997]『不動産の証券化と方法-不良債権処理から不動産開発まで』(東洋経済新報社)