



Dec. 15, 2004

タイの証券化インフラ整備の現状と展望¹

研究員 亀井 純野

(Sumino Kamei)

e-mail: kamei@iima.or.jp

1997年の通貨危機以降、アジア諸国では通貨危機の再発防止の観点から、債券市場の育成・整備に向けた動きが活発になっている。その中でも、証券化はアジア債券市場イニシアティブをはじめとする債券市場育成の地域的な試みの中で、高い位置づけが与えられている。ここでは、債券市場育成のテーマの中でも注目を集めることの多いタイについて、証券化インフラ整備がどのような状況にあるか、タイ特有の問題は何かといった点を中心に取り上げる。

1. 証券化インフラ整備に向けての地域的な動きとタイ

アジア債券市場イニシアティブの下では、2003年8月にマニラで開催されたASEAN+3財務大臣会議で設立が提案された6つのワーキンググループの1つである「新たな債務担保証券の開発のためのワーキンググループ」(議長国:タイ)において証券化の検討が進められている。2004年11月時点の同ワーキンググループの進捗報告では、現地通貨建て債券をより一層多様化させるために、具体的には、複数現地通貨建て国債、中小企業向けローン、不良債権などを裏付け資産として束ねた(bundle)「証券化」の概念を採用したとしている。また、国内市場に加えクロスボーダー市場において証券化案件の組成を求めているとしている。その例として、本年6月に発表された、韓国の中小企業が必要としている資金を提供する円建て韓国債券担保証券(韓国Collateralized Bond Obligations)の海外発行についての提案についても説明がなされている。

一方、APEC Initiativeによる「証券化市場、信用保証市場の育成イニシアティブ」(The Initiative on Development of Securitisation and Credit Guarantee Markets) は、2002年9月開催の第9回APEC財務大臣会合において承認され、活動が進められている。

このイニシアティブの活動は二点からなる。第一は、証券化と信用保証についての理解を深めるために、官民両方を交えて政策対話を行うこと、第二は、国内の証券化市場、信用保証市場の育成に関心のある国にAPECの専門家チームを派遣し、各国の市場の潜在的な阻害要因を調査

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会『国際金融』第1137号(2004.12.15付)に掲載されたものである。

し、特定するフレームワーク作りを支援し、阻害要因を取り除くための実現可能かつ、その国にあったアクションプランを策定し、アクションプランの進捗状況をモニターすることである。

APEC加盟国のうち、中国、タイ、フィリピン及びメキシコの4カ国が、専門家チームの派遣を希望し、中国、日本、豪州、米国、タイ、韓国、及び香港が専門家の派遣をスポンサーする強い関心を示したとされている。このうち、タイについては専門家チームの初回訪問が2003年6月に行われ、アクションプラン案(Draft action plans)が策定された。その後、官庁横断ベースで組成されたタスクフォースで検討され、2004年3月に再び専門家パネルが訪問の後、パネルのアクションプランにつき実施状況について進捗報告がなされている²。

上記の記述を対比すると、アジア債券市場イニシアティブの下で証券化を担当するワーキンググループの活動には、対象商品の多様化を志向しながら、具体的にはクロスボーダーの証券化が脚光を浴びているような印象を受ける。

韓国の債務担保証券の組成枠組みについては、経済発展はともかく、証券化を含め法制度の骨格が類似しており法的インフラ面での障害が少ない日韓両国間であったからこそ可能であったのではないだろうか。一方、APEC Initiative下の試みについては、個別国を対象とするものではあるものの、手法としては証券化の分野で進んだ諸国の専門家がタイを訪れて実地調査を行った後提案を行うというものである。従って、これを関係各国の国内市場のインフラ整備という意味で評価することもできよう。しかし、常に念頭に置くべきなのは、それぞれの国にはそれぞれの事情があり、それに合ったテーラーメイドの処方箋が必要であり、地場の当局を含めた関係者が自らインフラ整備に取り組むことが必要という点であろう。

2. タイの証券化インフラの現状

1997年には既に証券化法(以下1997年証券化法)が成立し、いくつかの周辺法も存在する。主に不良債権処理の促進を想定して制定されたものであるが、法律の運用、個別案件の承認権限はSECに委ねられている³。しかし、条文の記載があいまいで解釈の余地が大きいため、案件を組成するには、個別にSECの承認を取る必要がある。また、この証券化法は、基本的に証券化取引の多くに対応していない。従って、わずかに行われてきた証券化取引は、1997年証券化法をはじめとする制度インフラ上不明な点につき、SEC等に個別にルーリングを求めることで成立している。

タイにおける初の証券化案件は1999年5月にリーマン・ブラザーズが金融再建庁(Financial Sector Restructuring Authority)の競売で落札した住宅ローン債権を担保に40億パーツの証券化商品を発行した案件である。1997年証券化法に基づく実質初の証券化案件は、2002年11月に住宅公団が行った住宅ローン債権6億790万パーツの証券化案件である。また、民間初の案件として、本年2月にイオンの在タイ現地法人が行ったハイヤーパーチェス(個品割賦)債権の証券化(15

² APEC, Initiative on Development of Securitization and Credit Guarantee Markets(2003/FMM/TWG/016)及び Development of Securitization and Credit GUarantee Markets(2004/FDM/016)による。

³ 2002年1月に発表された「タイ資本市場マスタープラン(Thai Capital Market Master Plan)」では、タイにおける社債市場発展の責任者は証券取引委員会(The Office of Securities and Exchange Commission、以下SEC)とされているが、後で見るように証券化インフラについては必ずしもSECに集約されていない。

億パーツ)が挙げられる⁴。

(1) 1997 年証券化法

1997 年証券化法及び周辺法について、おおむね問題とされている主要な点を挙げれば以下の通り⁵である。

- a. 証券化の対象となる資産の定義が不明確であること。即ち、担保付ローンや、将来受取債権などが証券化できるかどうか不明確であること。
- b. 同一オリジネータが行う証券化であっても、個別の証券化案件組成の都度、特別目的会社 (Special Purpose Vehicle、以下 SPV)を設立する必要があること。
- c. 現行法制度上タイには「信託」の概念がなく、クレジットカード債権等、資産の残高が一定しない債権について、「信託」の設定を行うことができないこと。
- d. 金融資産の譲渡手数料の免除の規定はあるものの、他に規定がないこと。
- e. SPV の金利設定については、譲渡資産をめぐる権利関係が変化しても、当初の設定金利を変更することができないこと。
- f. 真正売買については、1997 年証券化法が周辺法との整合性を欠いているため、組成の都度、弁護士意見書を手配する必要があること。
- g. 証券化資産に対する第一抵当権保有者が、資産担保証券(Asset Backed Securities)の保有者と決められていること。
- h. 執行処分資産の証券化につき、特に規定がないこと。

(2) 1997 年証券化法の修正作業

タイでは、このような状況を受け証券化法修正案の作業が進められてきた。早い段階で行われたものとして、アジア開発銀行がスポンサーとなって行われた資産証券化プロジェクトが挙げられる⁶が、公開されている報告書を見る限り一般的な証券化の説明の他は問題点を挙げるにとどまっております。実際の証券化インフラ整備は金融当局を中心とするタイの関係者の手に委ねられていたと思われる。結局、このような作業を経ていったん修正案がまとめられ、内容が対外公表された。

これに更に修正作業が行われ、その結果を反映したものが、2003 年 8 月に 1997 年証券化法の修正法案(以下再修正 SPV 法案)として内閣に提出されている。また、周辺法として、資本市場取引に関する信託法 (Trusts for Transactions in Capital Markets Act)案や、担保取引法(Secured Transaction Act)案を提案している。

これら周辺法を含め、再修正 SPV 法案が正式に国会を通過して成立すれば、先ほど挙げた点

⁴ 2004.2.23 付 Fitch Ratings(Thailand)によるプレスリリース等を参照。Fitch は AAA(thai)の格付けを与えている。

⁵ この点は財務省委嘱調査「タイの証券化インフラの整備」による。同調査内容は財務省ホームページ (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/thai-saiken-siryou1.pdf>) よりダウンロード可能。

⁶ 1999 年に作成された報告書として、Freshfields(Bangkok) (1999), Impediments to Securitisation in Thailand, Final Report for the Securities and Exchange Commission of Thailand 及び Structured Credit International Corp. (1999), main report relevant to ADB, project on securitization for Thailand (Chapter 1 to Chapter 12)が挙げられる。いずれも SEC のウェブサイトよりダウンロード可能。

につきそれぞれ以下の手当がなされる。

- a. 担保付ローン、将来受取債権などの証券化が可能となること(担保取引法が並行して導入)。
- b. SPV について、更にその子会社や孫会社を SPV として設立することが可能となること。
- c. 信託機能の活用が可能になること(「資本市場取引に関する信託法」を並行して導入)。
- d. 譲渡手数料の免除対象として、金融資産の実質担保となる有形資産(例えば、オート・リース債権の車輛)の譲渡の際に必要な登記手数料なども免除の対象となること。
- e. SPV の金利設定については、譲渡資産をめぐる権利関係の状況によって、一定の手続きを経れば金利の変更が可能になること。
- f. オリジネータの破産、不正行為などの理由に関係なく、真正売買が成立すること。
- g. 証券化資産に対する第一抵当権保有者については、スワップの相手方当事者などを含め関係当事者間で協議の上、決定できること。
- h. 執行処分資産が証券化資産の対象となること。不良資産の強制処分増加に伴って執行処分資産が増加しているが、これを担保とした証券化が可能となり、金融機関に対して証券化のインセンティブとして働く可能性がある。

(3) 証券化インフラ(会計基準・ガイドライン)

タイには 2000 年会計法と、これに基づくタイ一般会計原則(Thai Generally Accepted Accounting Principles)及び、財務諸表作成時の基準となるタイ国会計基準(Thai Accounting Standards、以下 TAS)がある。TAS の主要な項目は国際会計基準(International Accounting Standards、以下 IAS)に基づき作成されている。

タイ会計士・監査人協会(Institute of Certified Accountants and Auditors of Thailand、以下 ICAAT)は 2000 年に、金融資産の譲渡(transfer)に関するガイドラインを発表したが、未だ、監査実務監督委員会(Board of Supervision of Auditing Practices)の承認を得られていない。また、ICAAT は 2001 年に、金融資産の譲渡とサービスの提供(transfer and provision of services relating the financial assets)に関する TAS の修正法案を作成している⁷。

このように、タイでは金融資産の譲渡に関する正式な会計基準が確立されていない。具体的には、証券化資産はどの時点で譲渡人のバランスシートから消滅したと認識(derecognize)されるのか、収益もしくは損失の発生は譲渡人によって認識されるかどうか及び、どのような状況/構造下で特別目的事業体(SPE)が譲渡人と連結されなくなるかという点について、正式な会計基準の確立が必要である。

また、同国の会計基準は、現状 IAS に準拠する形で作られているが、証券化取引などを円滑に進める上でも、IAS に比してより詳細なガイダンスを提供している米国財務会計基準(FAS)に倣うべきであると考えられる。

⁷ この点を含め、以下、注 4 の委嘱調査の関係で 2004 年 3 月時点で現地で聴取した内容によるが、いずれも何らかの形で報告書に記載されている。

なお、証券化インフラの問題は証券化法だけではなく、会計・税制にも及ぶという認識の下、タイ財務省は、会計・税制のインフラ強化策を法案成立とパッケージにする方針に変更し、準備を進めている。

3. タイの証券化インフラ整備作業が遅れている理由

法制面での証券化インフラ整備は、タイ財務省が所管しているが、実際の法案の起案作業はタイ財務省がたてた基本方針の元で、SEC が担当する。法案内容が固まれば SEC よりタイ財務省に提出される。更に、これが内閣に回付されると、内閣は Council of State に専門的意見を求めた上でこれを承認し、議会に送付しその承認を得れば法律として成立する。タイは、19 世紀半ば以降憲法を含め政治体制が継続しており、必要な法的手当は成文法に依っていることから、法案が成立するかどうかは非常に重要である。しかし、内閣は承認したものの議会の承認を得られずそのままになっている法案は少なくない。

今回の証券化法についていえば、SEC は証券化法の修正作業を 2003 年 8 月に終え、再修正 SPV 法案をタイ財務省に提出し、その後タイ財務省から内閣に提出されているものの、未だ国会を通過していない模様である。

タイでは、通貨危機直後の混乱期をのぞき、それ以降歴史的な低金利状態が続いており、インターバンク資金市場を中心に基本的には流動性が潤沢な状態が続いている。地場大手金融機関は、預貸率等からみても手元資金が潤沢な状態が続いており、BIS 規制等の考慮を含めても、財務諸表健全化のために資産のオフバランス化を行うニーズが低いと言われている。

企業サイドから見ると、クレジットカードの普及、自動車リース債権や割賦債権などの消費者ローンの増加に伴い、これらの債権の証券化という潜在的な需要は高まってきている。しかしながら、現時点では潤沢な資金流動性を背景に、銀行からの借入れや優良企業については社債発行によって資金調達を行うことができるため、さほど強いニーズは見受けられない。

このように証券化取引が可能になるよう求める具体的ニーズが低いことも、証券化インフラ整備へのモメンタムを削いでいるとする関係者が少なくない。

4. 具体的問題点 将来受取債権の証券化

タイの証券化関連インフラの整備がどのような点で遅れているか、具体的に、将来受取債権 (future receivables) の証券化を例にとって見てみよう⁸。

1997 年証券化法の第 3 条によれば、既存の受取債権の将来支払を受領する契約上の権利 (例えば、既存負債に対する将来の返済を受け取る権利) を証券化することを認めている様に見える。しかし、以下の (1) (2) の事例のように、現存しない受取債権の場合、証券化の可否は不明確である。

⁸ 財務省委嘱調査「タイの証券化インフラの整備」に依る。

(1)クレジットカードの所有者が、将来カードを使用した場合にカード発行機関に対して発生する、将来に期限が到来する支払債務の様に、債務者が未だ使用していない信用契約に基づき信用供与者が債務者から支払いを受ける権利。

(2)有料道路の使用許可権保有者が自動車運転者から将来支払を受ける権利の様に、将来発生することが予想されるものの、契約に基づいて発生するものではないことから不確かな受取債権。

SEC は、再修正 SPV 法案において、担保差入による将来受取債権の証券化を認めることを提案しているが、売り切り(outright sale)ではなく、担保として差入れられた将来資産についての証券化の可能性のみを認めようとしている。

この点、仮に(1)SPV 法が売却による将来受取債権の証券化を認めるよう改正され、かつ(2)SPV 法のすべての規定が広げられて、将来受取債権を買い取った SPV に、受取債権を担保として徴求した SPV と同等の保護を受ける権利を与えることができれば、タイにおける証券化取引の推進に大きく寄与するものと考えられる。

また、再修正 SPV 法案には、SPV による担保権の強制履行の手續規定がない。これは、担保取引法案(STA)が施行されれば、受取債権に対する担保権の強制執行を行うに至った場合、同法が適用されようという意図のようである。しかし、STA では、SPV は発起人(オリジネータ)から別途同意が無い限り、将来受取債権に対するその担保権利を強制履行するためには、訴訟手續開始義務を課せられる可能性があるとして規定している。これは、担保貸出方式による証券化の大きな障害要因であり、証券化の文脈の中で受取債権に対する担保に関する強制履行・通知手續規定を設ける SPV 法の改正が必要であると考えられる。

5.提言

読者はここまでの記述を見て奇異に思われるのではないだろうか。1997年証券化法の修正作業がなされ、法案がまとまり、会計制度や税制とともにパッケージで更に改良を加えようとしているのは理解できても、ではなぜ既に法案となったものにたとえば上記3のような欠陥があるのだろうか。不完全ながら修正を行うのであれば法案をできるだけ早く成立させることが必要との考え方もあろう。しかし、なぜ不完全な法案ができあがったのだろうか。以下は、私見にわたる部分もあるがその背景と思われる事情の解説といくつかの提言である。

第一に、法案をより良いものとするためには、草案作成に貢献した参加者に対して結果を還元し、検討を重ねていくプロセスが重要と考えられるが、法案作成の現場では、この還元作業が必ずしも行われていない。これは先述の APEC Initiative 下の専門家グループによるタイ訪問について、タイの関係者(CPA や弁護士)より指摘があったところである。法案策定作業は言ってみればブラックボックスの中で行われており、そこに民間専門家の知恵は反映されていない。また、草案に対するコメント作成等の本格的な作業依頼が当局からなされることがあっても、専門家による無償の貢献と

して行われることが多い様である。証券化インフラの強化は民間部門の専門家の積極的な参加によって実現されるものであり、相当の手間暇を要する貢献に対してはこれに応じた財政的な支援が行われるべきであろう。

第二に、タイでは金融商品や金融取引関連の事項については、複数の官庁、政府機関(財務省、中央銀行、SEC、歳入局、商務省等)が関係することが多く、単一の官庁だけでは話が進まないことが多い。これは証券化インフラ整備についても言えることである。関係官庁(含む中央銀行)間の調整を踏まえ、関係当局(財務省、SEC、中央銀行)による強力なリーダーシップ発揮が必要であろう。

第三に、証券化の細かな実務上の取り扱いについての市場の不透明感を払拭することが重要である。個別のルーリングに依っている限り、一部の起債アレンジャーが関連ビジネスを独占する結果となり、複数アレンジャーによる競争は期待できない。当局による明確なガイドラインを導入することが、証券化案件起債時の承認手続きの簡素化と取引の活性化に資する。これは証券化市場発展の鍵でもあろう。

最後に、民間の専門家からの提案を踏まえ、何をいつ完了させるかを具体的に盛り込んだ工程表を当局が作成し、インフラ整備を加速する必要がある。そのために必要な潜在的なインフラは十分に揃っている。即ち、優秀な民間の専門家が複数そろっており、既に十分な知識と専門的技術がある。要はその活用と、上記で述べた透明性ある市場環境の確保の問題である。

最近の報道であるが、タイ政府は、省庁の新庁舎建設資金を調達するために、来年半ばにも建設予定の庁舎を担保に ABSS を発行する計画を発表した⁹。このように、政府や政府系機関サイドでは、今後証券化活用していく具体的ニーズが顕在化している。証券化インフラ整備を加速する絶好のチャンスではないだろうか。

Copyright 2004 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.

⁹ 2004.9.23 付 Business Day 紙報道。発行額は 220 億バーツの予定で、財務省が現在、発行条件等詳細を検討中。