

『金融研究』(第15巻第2号)所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』(注)を発行している。以下は、第15巻第2号(平成8年4月発行)所収論文の概要を紹介したものである。

ワークショップ「債権流動化を巡る法律問題」

1. 会議の概要

日本銀行金融研究所では、1995年12月7日に「債権流動化を巡る法律問題」をテーマとしてワークショップを開催した。近年わが国では、証券化あるいは債権流動化と呼ばれる金融取引手法を導入する試みが盛んになりつつあるが、市場参加者の様々なニーズに応えるためには、法律・会計その他の環境整備が必要であるということがとみに指摘されてきた。

こうした状況を踏まえ、今回のワークショップは、債権流動化に関する法律問題、とりわけ私法上の論点について取り上げた。

ワークショップは3つのセッションに分かれ、それぞれの論文報告とそれについてのフロア参加者との間での議論という形で進められた。最後に前田庸座長からの総括コメントで締めくくられた。なお、フロアには民間金融機関、格付機関、弁護士、公認会計士等債権流動化に携わる実務家や私法学者を中心とする学者が参加した。

本号には、会議の概要および以下の報告論文が掲載されている。

「米国の証券化の現状について」 (大野克人)

「債権流動化におけるサービサー・リスクについて」 (青山善充・小川万里絵)

「債権流動化と債権譲渡の対抗要件」

(神田秀樹・能見善久)

2. 報告論文の概要

(1) 大野論文の概要

米国におけるアセットバック証券(ABS)の特徴としては、①原債権の中心はクレジット・カード・ローン、自動車ローン等の消費者ローンであること、②少数の大口発行者のシェアが高いことが挙げられる。

米国で証券化市場の発達を支えてきたインフラストラクチャーとして、法律、会計基準、税制等がある。まず、法律面の問題としては、資産譲渡の真正売買の要件、サービサー・リスクの問題、資産譲渡の対抗要件、SPV(special purpose vehicle)のバンクランプシー・リモート等がある。また、会計基準では、資産譲渡におけるオフ・バランス化の会計基準の整備、税制では、SPV段階における非課税の取り扱い等が挙げられる。さらに、格付けの浸透や、ディスクロージャーの発達、情報管理のためのコンピュータ技術の進展等も大きな役割を果たしてきたということが指摘できる。

(注)『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、『金融研究』第15巻第2号(定価1,030円)は日本信用調査株式会社より販売。

(2) 青山・小川論文の概要

本論文の中心的な問題は、債権流動化商品の元利償還を確保するために、SPVに代わって原債権の回収を行うサービスが倒産した場合に、サービスの手元に滞留している回収金に対しSPVの優先権が認められ得るか、という問題（いわゆるコミングリング・リスクの問題）である。

金銭に関する通説（「占有のあるところに所有権も帰属する」）によれば、SPVに優先的な権限はない。しかし、対応方法の1つとして、委託回収金をサービス名義の専用口座に分別しておくことが考えられる。問屋の買入委託において委託者の取戻権を肯定した判例（最判昭和43.7.11）や、保険代理店の保険料専用口座預金が保険会社に帰属するとした下級審判例（東京地判昭和63.3.29）の立場を押し進めていけば、①委任者への実質的な権利の帰属が肯定できること、②その権利の帰属を認めても受任者の一般債権者を不当に害さないような外観があること、を条件として、回収金専用口座預金にSPVの優先権を認める余地がある。

このほか、本論文では、サービス倒産時の手続上の問題（サービス事務委任契約の帰趨、管財人の未履行双務契約に対する履行選択権や否認権等）や、バックアップサービスへの交代に関する問題について論じている。

(3) 神田・能見論文の概要

本論文の目的は、債権流動化におけるSPVへの原債権の債権譲渡についての私法上の第三者対抗要件のあり方に関し、立法論上の論点と留意点について検討することである。

現行法の対抗要件の具備方法をみると、民法467条の方法（債務者に対する通知または承諾）

は債権流動化の実務上煩雑であること、特定債権法の方法（公告）は、①公示としての有効性、②債務者の抗弁切断の是非、③二重譲渡における先後不明リスク、④適用範囲の限定等の問題点があることが指摘できる。

諸外国の法制を参考として、わが国において対抗要件具備方法の簡素化についての立法論を検討する場合、以下のような論点が挙げられる。

第1に、債務者以外の第三者に対する対抗要件については、取引の安全、先後決定の明確性、適用範囲についての民法との切り分け等が検討課題となる。

第2に、債務者に対する対抗要件については、債務者の弁済以外の抗弁（相殺等）切断を正当化する根拠としては、悪意の擬制ではなく債務者の個別悪意もしくは承諾が必要とすべきであり、この場合どのような承諾を要件とするのが妥当かが検討課題となる。

第3に、対抗要件簡素化の対象となる債権の限定方法としては、①債権譲渡の目的、②譲渡の主体、③債権自体の性質等があり得る。

第4に、譲渡債権に保証が付されていた場合に、債務者の承諾の効果が保証人に及ぶための条件等が検討課題となる。

最新移動平均型季節調整法「X-12-ARIMA」について

木村 武

季節調整法の中で現在最も広く利用されているのは、米国商務省センサス局が開発したセンサス局法X-11である。X-11は、1965年に発表されて以来、使い勝手の良さなどからわが国を含む世界各国の統計機関で広く利用されており、実務面では季節調整法の代表格と言えるが、

技術的な面ではいくつかの問題点が指摘されている。例えば、毎月新たに入手したデータを追加して季節調整をやり直すと、季節調整値が過去に遡って大幅に改訂されることが少なくない。また、百貨店売上高や乗用車登録台数のように、月中の曜日構成（土・日曜日の日数の違いなど）の影響を強く受けるデータに関しては、季節性が適切に除去できない場合がある。さらに、データに異常な値が混入している場合にも、その時期の前後に季節調整の歪みが生じやすい。

商務省センサス局では、X-11のこうした欠点を是正すべく見直しを行い、今般センサス局法の最新版としてX-12-ARIMAを開発した。本論文は、X-12-ARIMAについて、X-11等従来の季節調整法と比較しながらその概要を紹介するとともに、わが国の経済時系列に実際に適用した実証分析の結果を取りまとめている。X-12-ARIMAを利用すれば、適用したほとんどの系列において、新規データの追加による季節調整値の改訂幅が、X-11などに比べかなり縮小することを確認している。また、景気分析上不要な情報である曜日変動等を適切に推計・除去することにより、季節調整値から不自然な動きが削減できるようになる結果、景気の転換点が読み取りやすくなることも確認している。

リスク・リバーサル取引の理論的含意について

吉羽 要直

本論文は、外国為替市場で近年活発化してい

るリスク・リバーサル取引に関して理論的含意を整理したものである。

リスク・リバーサル取引とは、アウト・オブ・ザ・マネーの「コール・オプションの買い（あるいは売り）」と「プット・オプションの売り（あるいは買い）」を同時に行う取引である。

リスク・リバーサル取引の価格はコール、プットのプレミアムからブラック・ショールズ公式に基づいて算出されるインプライド・ボラティリティの差（ボラティリティ・スプレッド）によって表示され、負の値をとることが多い。これは、将来の為替相場に関して市場参加者の抱く主観的確率分布が非対称な形状であることを主として反映していると考えられる。

市場参加者が、例えば、「この先ドル相場が小幅上昇する可能性は高いが大幅上昇する可能性は低い。他方、ドル相場が下落する可能性は低いが一旦下へ抜けると暴落の可能性がある」という予想を持っているとすると、期待値としては必ずしも「ドル安期待」ではないが、ドルの大幅下落に対して何らかのヘッジをしようと考え、そのために何らかの対価を支払おうと考えことは合理的である。このような先行きの相場に関する非対称な予想に基づく取引の場として、リスク・リバーサル市場が存在すると考えられる。

本論文では、こうした理解に沿って、(対数正規分布より) 負に歪んだ確率分布を想定するとボラティリティ・スプレッドが負になること、また、過去のヒストグラムからみると分布は負に歪んでいることを示している。