

オフショア・ファイナンシャル・センターの特別目的体の比較 —銀行および保険会社の証券化取引を中心にして—

A Comparison of Offshore Financial Centre Special Purpose Vehicles used by Banks and Insurance Companies when Conducting Securitisation

ロアン・コーマン
Roanne Coman

要約

金融技術革命によって、銀行および保険会社のリスク構造を変形する証券化取引が開発されている。この取引では、独立の特別目的体を用いることが一般的であり、その多くはオフショア・ファイナンシャル・センター（OFC）に設立されるビークルを活用している。最近、OFCでは金融・保険取引等に伴う国際基準の導入を求める動きが見られるものの、特別目的体に関する国際基準は存在しない。そこで、本稿では、銀行および保険会社の証券化取引で用いられる特別目的体に焦点をおき、主要なOFCに設立できる特別目的体を活用するメリットとデメリットを明らかにし、国際金融・保険市場の安定を確保するために、銀行および保険会社の財務諸表におけるOFCの特別目的体のディスクロージャーを強化する必要があることを論じる。

Abstract

Due to the revolution that has occurred in financial technology, techniques such as securitisation have been developed which change the risk structure of banks and insurance companies. When conducting such transactions, banks and insurance companies use independent special purpose vehicles (SPV) and many of these are established in offshore financial centres (OFC). While there is currently a focus on introducing international banking and insurance standards in OFC, there are currently no such standards for SPV. Hence, in this article a comparison will be made between the various SPV that can be established in leading OFC to determine the merits and demerits of using such vehicles for securitisation transactions. It concludes by asserting that there is a need to strengthen disclosure about these SPV in the financial statements of banks and insurance companies in order to maintain financial stability in the international financial and insurance market place.

キーワード：証券化、オフショア・ファイナンシャル・センター（OFC）、特別目的体（SPV）、免除会社、保護セル会社（PCC）、ディスクロージャー

Keywords: Securitisation, Offshore Financial Centre(OFC), Special Purpose Vehicle(SPV), Exempted Company, Protected Cell Company(PCC), Disclosure

はじめに

金融および保険の自由化に伴って、国際金融・保険市場のボーダーレス化が進んでいる。さらに、金融技術革命により、銀行および保険会社のリスク構造を変形する複雑な証券化商品、デリ

バティブ、複合金融商品および保険・金融の融合商品等が開発されている。これらの商品を組成する際には、独立した特別目的体を用いることが一般的であり、オフショア・ファイナンシャル・センター（OFC）に設立される特別目的体を活用する取引が4分の1を占めると言われている（Dixon, 2001, p. 110）。

OFCは、国際金融・保険市場のボーダーレス化が進む中で、異なる法律、税制度、規制等をもつ国と国の間で行われる取引を円滑にするために重要な役割を果たしていると同時に、国際金融・保険市場における主要なプレーヤーになりつつある。しかし、OFCの法規制が比較的緩く、マネー・ローンダリングや脱税などを促すイメージも強い。このため、最近OFCにおける国際基準の導入を求める動きが見られる一方、特別目的体に関する国際基準等は存在しない。したがって、国際金融・保険市場の安定を確保するにあたり、これらの特別目的体は潜在的なウィーク・リンクとなり得る。

本稿では、銀行および保険会社の証券化取引の目的および特別目的体の役割について検討する。また、OFCを定義し、最近の動向について述べるとともに、主要なOFCで、国際金融・保険市場において特に人気を呼んでいるガンジー、バミューダおよびケイマン諸島の特別目的体の法制度を比較検討し、活用するメリットとデメリットを明らかにする。

I. 証券化と特別目的体の役割

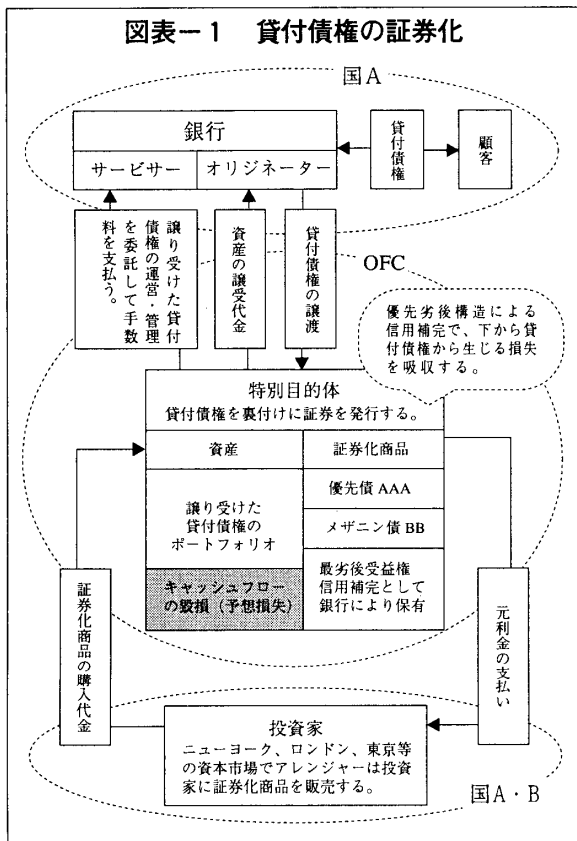
銀行は、様々なリスクに晒されており、その中で最も重要なのが信用リスクであると言われている。信用リスクとは、企業や国といった取引先が債務を履行できなくなる状態に陥ったり、業績や資金繰りの悪化から信用力が低下し、債権価格等が下落し、または流動性が低下したりすることによって、その取引先の債権を保有する企業や個人が損失を被る可能性のことをいう（楠岡・青沼・中川、2001、2頁）。債権に投資すると、最終的に取引対象元本をすべて失ってしまう可能性がある一方、上限額は契約で定める元利金に限定されているため、他の投資に比べてダウン・サイド・リスクが大きい。その上、銀行が倒産する際に、その保有する貸付債権の不履行が主な原因であると言われている。

長年にわたり、銀行やその監督当局は信用リスクを分散するために貸付債権を業種別、地域別等に分離し、各々に対して集中度を制限している。また、1988年にバーゼル銀行監督委員会は信用リスクを対象に国際業務を営む銀行に対する自己資本比率規制（BIS規制）を導入し、資産の種類ごとにそのリスクに応じたウェイトをかけ、リスクアセットに換算し、そのリスクアセットの8%以上の自己資本を保有することが義務付けられている。

これらの規制に対応するために、証券化、クレジットデリバティブ、そしてこれらの技術を組み合わせるシンセティック証券化が利用されている。図表-1のとおり、証券化では、銀行は保有する貸付債権を特別目的体に譲渡し、その特別目的体は当該貸付債権を裏付けにして複数の証券を発行する。こうすることによって、銀行はその貸付債権をオフバランス化し、リスクアセットを削減できると同時に、競争優位をもつ地域や業種に着目できる。また、銀行は自らの信用力より高い信用力を有する貸付債権を証券化すれば、比較的低いコストで資金を調達できる。

証券化を行う際に、貸付債権の譲渡に伴う債務者対抗要件等の具備といった法律上問題が生じるため、シンセティック証券化を活用することによって、これらの問題を防ぐことができる。図

図表-1 貸付債権の証券化



図表-2 シンセティック証券化

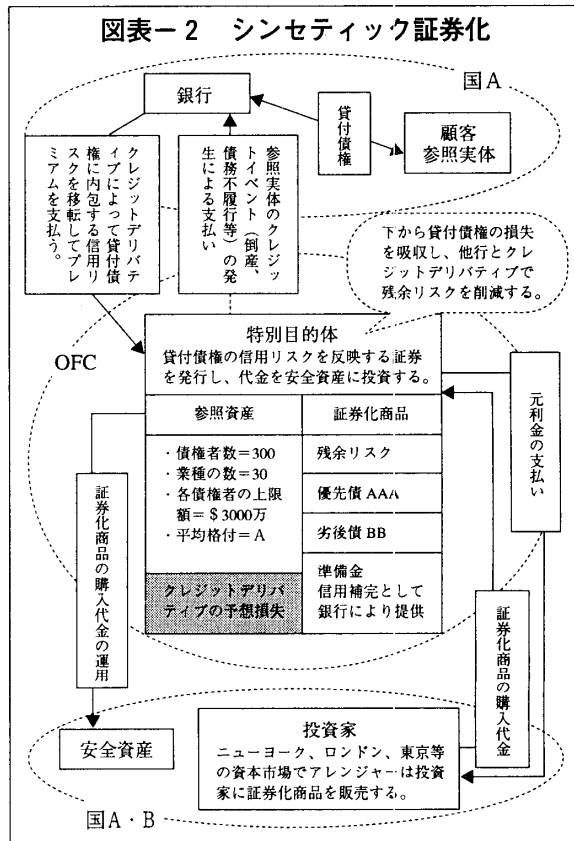


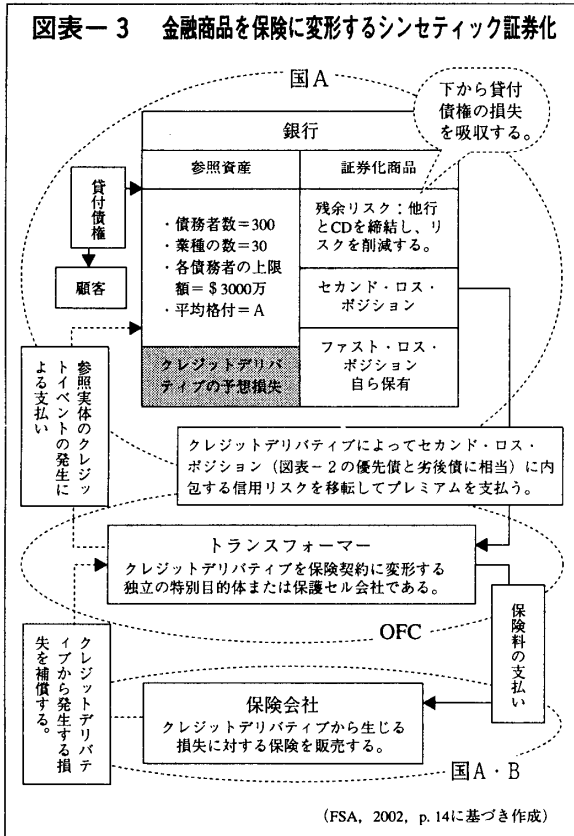
表-2のとおり、シンセティック証券化では、銀行は貸付債権をバランスシート上に抱えたまま、クレジットデリバティブを通じて、その貸付債権に内包する信用リスクのみを特別目的体に移転する。その特別目的体は国債などのリスクフリー資産を購入し、クレジットデリバティブによるペイオフと組み合わせ、これを裏付けにして、複数の証券を発行する。

保険会社によるデリバティブ取引に関する規制は、国によって大幅に異なっている。例えば、日本、カナダまたはバミューダでは、保険会社は独立した業務としてクレジットデリバティブを取引できるのに対し、欧州では保険業務に伴うヘッジ活動の一部としてしか取引できない。したがって、図表-3のとおり、OFCに設立した保護セル会社(図表-6および後述の説明を参照)などのトランスフォーマーを通じて、クレジットデリバティブを保険に変形するシンセティック証券化が行われている (IAIS, 2003(a), pp. 9 & 36-37; FSA, 2002, p. 14 & Annex A)。

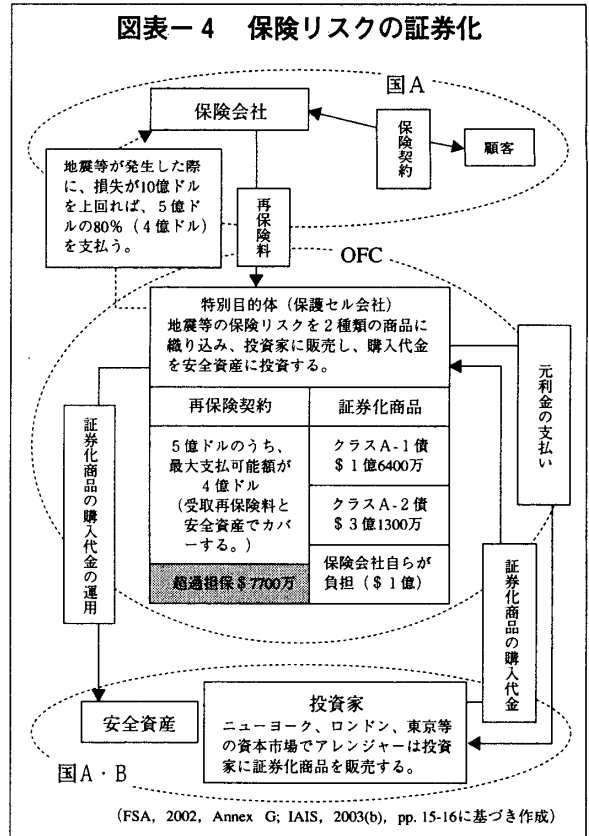
これに対し、1980年代の終わり頃から自然災害や人的ミスによって発生した災害による保険会社の損害は一貫して増加している。大災害は、一度に多くの契約に対して保険金支払いをしなければならないため、保険会社の財務的安定性にとっても脅威である。このため保険会社は、大災害リスクの高い地域に集中しないように、保険を引き受ける地域の分散を図る。また、引き受けているリスクの一部を再保険市場に流しているが、1990年代の大災害リスクに対する再保険システムは保険支払額が異常に大きく再保険市場の引受能力を超えてしまったため、崩壊の危機に直面し、1985年から1994年の間に再保険料は平均で126%高騰した (Misani, 1999, pp. 10-13)。

金融市場は保険・再保険市場に比べて、大災害に伴う巨額の損失を簡単に吸収することができる。しかし、大災害リスクやその他の保険リスクを金融市場でヘッジするために、その取引を金融商品として組成し、そしてその金融商品が投資家の資産ポートフォリオのリスクとリターンとの関係を改善するのに役に立つものでなければならない (Misani, 1999, p. 15)。したがって、伝統

図表-3 金融商品を保険に変形するシンセティック証券化



図表-4 保険リスクの証券化



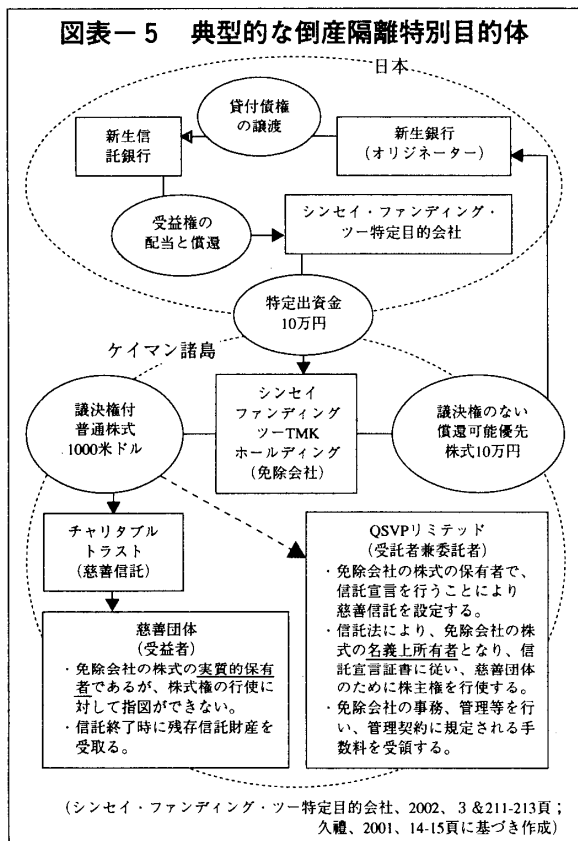
的な保険に代替して、金融商品と保険を組み合わせる保険デリバティブや保険リスクの証券化といった代替的リスク移転 (Alternative Risk Transfer: ART) 技術が開発されている (Misani, 1999, p. 8; 森本、2000、291-292頁)。

図表-4 のとおり、保険リスク証券化では、保険会社は再保険契約や保険デリバティブ等を通じて、大災害に伴う保険リスクの一部をOFCの保護セル会社などの特別目的体に移転する。その特別目的体はこの保険リスクを安全資産と組み合わせて、投資家のニーズに応じて、リスクとリターンを加工・小口化して、複数の証券を発行する。契約期間中に大災害が生じない場合には、取引終了時に元本が返済されるが、大災害が生じた場合には、損失を吸収する順番に従って償還金額が減額される。

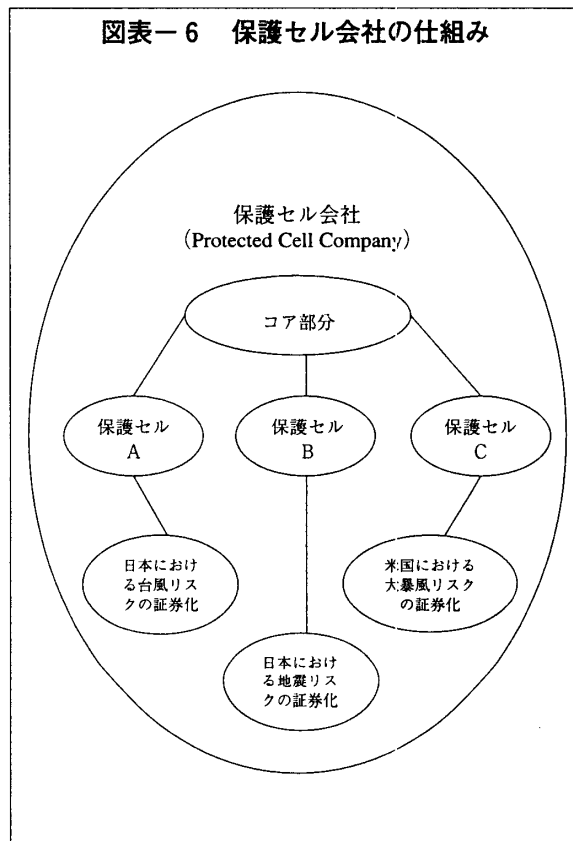
このように、特別目的体を通じて、保険会社は保険リスクを資本市場に流していると同時に、銀行は信用リスクを保険会社やその他の機関投資家に移転している。したがって、特別目的体は、銀行や保険会社のリスク構造に多大な影響を及ぼすと考えられる。その一方で、証券化対象資産に内包するリスクとリターンまたは証券化対象リスクを明確にし、銀行や保険会社から分離し、投資家のニーズに応じて加工・小口化し、その信用力やペイオフのみに依拠した資金調達を行うのに必要不可欠である。

特別目的体が発行する証券化商品の信用力を向上させ、高格付を得るためには、倒産隔離 (Bankruptcy Remoteness) を達成する必要がある。すなわち、オリジネーターの倒産による特別目的体への影響を遮断し、そして特別目的体自らの倒産する可能性も遮断する必要がある。前者に関しては、オリジネーターの倒産時に証券化対象貸付債権等は破産財産と見なされないために、債務者対抗要件等の具備による真正売却を確保する。後者に関しては、特別目的体が保有する資産や発行する証券のデフォルトを防ぐのに、優先劣後構造 (図表-1 を参照) や超過担保 (図表-

図表-5 典型的な倒産隔離特別目的体



図表-6 保護セル会社の仕組み



4を参照)といった信用補完技術が利用される。そして、取締役や株主等の申し立てによる特別目的体の解散を防ぐために、特別目的体の活動が定款上、契約上、組織上で予め定められた範囲に限定されるとともに、持分はチャリタブル・トラスト (慈善信託) に保有されることが一般的である。

チャリタブル・トラストでは、オリジネーターが特別目的体の議決権付普通株式を信託会社等に信託する。信託会社は信託宣言を行って、その株式を信託財産、慈善団体を受益者とする慈善信託を設定する。信託財産の株式の実質的保有者は受益者である慈善団体となるが、信託期間中に信託会社はその株主権を信託宣言証書に従って行使し、取締役等を派遣する。こうすることによって、特別目的体の株主が実質的に存在しない状態となる。図表-5は日本のオリジネーターによってしばしば利用されている倒産隔離特別目的体の仕組みであるが、様々なバリエーションが存在し、多くの仕組みではOFCの特別目的体およびチャリタブル・トラストが人気を呼んでいる。

この他に、保険業で活用される人気のある特別目的体として前述の保護セル会社が挙げられる。図表-6のとおり、保護セル会社とは、中核となるコア部分と資産を法的に隔離・保護する複数のセル部分から形成される会社で、証券化商品を発行する際に新しい特別目的体を設立せず、保護セル会社の中で新たな保護セルを設けるだけで倒産隔離を確保できる。この会社形態は、企業が当該企業自体のリスクを引き受けるために設立するキャプティブ保険会社とレンタ・キャプティブの市場発展に伴い開発されたもので、最近保護セル会社制度を導入しているOFCが増加している。

II. OFCの定義と最近の動向

OFCは、各国における慣行が異なっているため、簡単に定義できない。オフショア・ファイナンスとは、銀行などが非居住者に金融サービスを提供することであるため、広義のOFCとは、このようなオフショア取引が行われるファイナンシャル・センターである (IMF, 2000, p. 2)。ロンドン、ニューヨークおよび東京などの主要なファイナンシャル・センターにもオフショア市場が存在するため、狭義では、OFCは非居住者による取引を誘引し、図表-7のような特徴をもつことが多いと言われている。

図表-7 OFCの特徴

- ① ビジネスまたは投資活動から生じる所得に対する租税がない、または税率が低い。
 - ② 源泉課税 (withholding tax) がない。
 - ③ 法人の設立制度や銀行・保険会社の許可制度が柔軟で、厳しくない。
 - ④ 監督制度が柔軟で、厳しくない。
 - ⑤ 信託やその他の特別法人を容易に様々な目的で活用できる。
 - ⑥ 金融機関やその他の会社の実際の存在を求めない。
 - ⑦ 顧客守秘性が非常に厳しい。
 - ⑧ 居住者に類似のインセンティブがない。
 - ⑨ 非居住者による取引は、国内における取引量を著しく上回る。
 - ⑩ 政治が安定している。
 - ⑪ 外国為替に関する規制がない、または少ない。
 - ⑫ 主要な経済に近い、または関りがある。
- (参考: Hughes & MacDonald, 2002, pp.183-184; IMF, 2000, p.3; FSF, 2000, p. 9)

OFCは、1648年のウェストファリア条約 (Treaty of Westphalia) から生じた国民国家まで遡ると言われており、図表-7の特徴の大部分は長い歴史をもっている。しかし、今日のOFCの発展を促した最も主要なファクターは、1960・1970年代の先進工業国の金融セクターにおける高税率および預金準備率、資金の移転等に関する規制の強化である (FSF, 2000, p. 8; IMF, 2000, p. 9)。このため、今日のOFCはオフショア金融・保険を中心に発展し、現在では国際企業から財産管理・保護を求める個人まで様々な目的で利用されている。

しかし、OFCはマネー・ローンダリングや脱税のような違法取引を誘引するイメージももっているため、1999年2月にG-7の蔵相・中央銀行総裁会議は、国際金融市場の安定化を促進するために、金融安定化フォーラム (Financial Stability Forum: FSF) を設立し、同年4月にFSFは、オフショア・ファイナンシャル・センターに関するワーキンググループ (Working Group on Offshore Financial Centres) を設置した (FSF, 2000, p. 41)。同年11月にこのワーキンググループは、主要なオンショア (30ヶ国) とオフショア (37ヶ国) ファイナンシャル・センターでアンケート調査を行った結果、図表-8の金融や保険取引等に伴う国際基準を導入すれば、OFCに関する問題が大幅に軽減されると結論した (FSF, 2000, p. 2)。

また、これらの国際基準に関するコンプライアンス度合いによってOFCを図表-9の3つのグループに分けて、国際通貨基金 (International Monetary Fund: IMF) によって評価されるべきであると提案し、現在IMFによる調査が行われている (FSF, 2000, p. 3)。

金融・保険市場の各国における国際基準の導入は“level playing field”「平等な競技場」を整備し、違法取引を抑制するために重要である。しかし、FSFが指摘しているように法人設立等に関する国際基準または国際基準設定主体は存在しないことから、法人の悪用を防ぐために、監督当局

図表-8 OFCで導入されるべき国際基準

- International Monetary Fund (IMF: 国際通貨基金)
- ・ Special Data Dissemination Standard (特別データ公表基準)
 - ・ Code of Good Practices on Fiscal Transparency (財政政策の透明性に関する最良慣行規定)
 - ・ Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies (貨幣・金融政策の透明性に関する最良慣行規定)
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS: バーゼル銀行監督委員会)
- ・ Basel Core Principles for Effective Banking Supervision (効果的銀行監督に関する基本原則)
 - ・ Supervision of Cross-border Banking (クロス・ボーダー銀行取引に関する監督)
- International Organisation of Securities Commissions (IOSCO: 証券監督者国際機構)
- ・ Objectives and Principles for Securities Regulation (証券規制に関する目標と原則)
 - ・ Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws (証券および先物法の実施を向上するための記録保管、情報収集、権限主張、相互的協力の原則に関する決議案)
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS: 保険監督者国際機構)
- ・ Insurance Supervisory Principles (保険監督に関する原則)
 - ・ Insurance Concordat (保険協定)
- Joint Forum (ジョイント・フォーラム: BCBS・IOSCO・IAISから形成されている)
- ・ Principles for Supervisory Information Sharing (監督情報交換に関する原則)
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD: 経済協力開発機構)
- ・ Principles for Corporate Governance (コーポレート・ガバナンスに関する原則)
 - ・ Convention on Combating Bribery of Foreign Officials in International Business Transactions (国際商取引における汚職防止に関する協定)
 - ・ Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue (有害な租税競争: 出現しつつあるグローバルな問題)
- Financial Action Task Force (FATF: 金融活動タスク・フォース)
- ・ The Forty Recommendations: A Global Framework for Combating Money Laundering (40の勧告: 資金洗浄防止に関するグローバル・フレームワーク)
- G-7 (蔵相・中央銀行総裁会議)
- ・ Ten Key Principles on Information Sharing (情報交換に関する10原則)
 - ・ Principles for the Improvement of International Cooperation Regarding Financial Crime and Regulatory Abuse (金融犯罪と規制悪用に伴う国際協力向上に関する原則)
- (FSF, 2000, p.22)

等は自国で登録されている法人の実質的持主等に関する情報にタイムリーにアクセスでき、また外国の監督当局等とその情報を交換できる規制が必要であると勧告している (FSF, 2000, pp. 3-4 & 18)。

また、経済協力開発機構 (Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD) によって公表された “Principles for Corporate Governance” 「コーポレート・ガバナンスに関する原則」は、株主保護、取締役の責任およびディスクロージャー等についての原則を設けているものの、これらの原則は公開企業を対象としている。したがって、現在銀行および保険会社の証券化取引で用いられる特別目的体を対象とする国際基準は存在せず、そのさらなる研究・検討が必要であると思われる。

図表-9 FSFとIMFによるOFCの分類

- グループⅠ: 国際基準に十分に従い、質の高い監督があり、そして協力的なOFC
1. ダブリン、2. ガーンジー、3. 香港、4. マン諸島、5. ジャージー、6. ルクセンブルグ、7. シンガポール、8. スイス
- グループⅡ: 協力的で、監督システムがあるが、国際基準に満たしておらず、重要な改善をする余地があるOFC
1. アンドラ、2. バーレーン、3. バルバドス、4. バミューダ、5. ジブラルタル、6. ラブアン島、7. マカオ、8. マルタ、9. モナコ
- グループⅢ: 非協力的で、質の低い監督があり、国際基準にほとんど従わない、または従おうとしないOFC
1. アンギア、2. アンチグア&バルブダ、3. アルバ、4. バハマ、5. ベリーズ、6. 英領バージン諸島、7. ケイマン諸島、8. クック諸島、9. コスタリカ、10. キプロス、11. レバノン、12. リヒテンシュタイン、13. マーシャル諸島、14. モーリシャス、15. ナウル、16. オランダ領アンチル諸島、17. ニューエイ、18. パナマ、19. サモア、20. セイシェル、21. セントキッツ&ニース、22. セントルシア、23. セントビンセント&グレナディーン諸島、24. タークス&カイコス諸島、25. バヌアツ
- (FSF, 2000, p.46; IMF, 2000, pp. 6-8)

Ⅲ. FSFによるカテゴリー別OFCの特徴および特別目的体の法制度比較

i. FSFによるカテゴリー別OFCの特徴

特別目的体に関する国際基準が存在しないため、以下ではFSFによって指定されたOFCのうち、銀行や保険会社の証券化取引において特に人気を呼んでいるグループⅠのガーンジー、グループⅡのバミューダおよびグループⅢのケイマン諸島で設立できる特別目的体に伴う制度を比較検討する。図表-10のとおり、これらのOFCは英国と昔から関係をもっているため、その法制度は英国のコモンローに基づいており、地理的に米国または欧州に近いし、使用言語が英語である。バミューダおよびケイマン諸島は、米ドルとの固定相場を採用しており、ガーンジーでは、英国のポンドが利用されている。また、バミューダとケイマン諸島では、所得・法人税やキャピタルゲイン税などの直接税が存在せず、課税ベースは消費税といった間接税を中心としているのに対し、ガーンジーでは、所得・法人税が存在するが、その税率は1960年から20%という低い一定率である。

ガーンジーとケイマン諸島は、オフショア・バンキングやインシュアランスなどを中心に発展

図表-10 検討対象OFCの特徴

	ガーンジー (Guernsey)	バミューダ (Bermuda)	ケイマン諸島 (Cayman Islands)
	UK Crown Dependent (英国の保護領)	UK Overseas Territory (英国の海外領域)	UK Overseas Territory (英国の海外領域)
人口	約6万人	約6万人	約3万6600人
使用言語	英語とフランス語	英語とポルトガル語	英語
地理	英国とフランスの間にある チャンネル諸島 (Jersey, Guernsey, Alderney, Herm & Sark) の第2の島	北大西洋の米国の North Carolina州の東方930キロの位 置にある諸島	カリブ海で、キューバの南・ ジャマイカの西にある3つの 島 (Grand Cayman, Cayman Brac & Little Cayman)
法制度	英国のコモンロー	英国のコモンロー	英国のコモンロー
通貨	英国ポンド (ガーンジーポンド も存在する) 1 GBP = 1.65 USD	バミューダドル 固定相場制 1 BMD = 1 USD (オフショア市場では 米国ドルのみ利用可)	ケイマン諸島ドル 固定相場制 1 KYD = 1.20 USD
GDP	13億ドル	23億ドル	13億ドル
サービス業の割合	87%	89%	94%
課税ベース	インカムタックスを中心 (所得税・法人税=20%)	消費税やその他の間接税 を中心	間接税 (輸入税等) を中心
主要な オフショア取引	金融と保険等	キャプティブ保険と 再保険等	金融と保険等
銀行の数	66行	4行 (オンショア限定)	354行
オフショア 保険会社の数	キャプティブ保険会社 335社 (欧州1)	キャプティブ保険会社 1405社 (世界1)	キャプティブ保険会社 535社 (世界2)
保護セル会社の数	50社 (214セル)	80社	65社
会社の数	税金免除会社 8084社 税金対象会社 7695社 外国会社 約2万社	免除会社 1万1806社 国内会社 2772社 外国会社 601社	免除会社 3万4500社 国内会社 3614社 外国会社 1万1342社
FSFの分類	グループⅠ	グループⅡ	グループⅢ

(Bermuda Online, 2003; Bermuda Registrar of Companies, 2003; CIA, 2003(a)-(c); Cayman Islands Monetary Authority, 2003(a)-(b); GFSC, 2003; IMF, 2000, pp. 6-8; Secretary of the State for Foreign and Commonwealth Affairs, 2000(a)-(b); Secretary of the State for the Home Department, 1998; 吉澤、2001、78頁に基づき作成)

したのに対し、バミューダの銀行は国際競争から嚴重に保護され、保険、特に再保険やキャプティブ保険を中心に発展した (Bermuda Online, 2003)。現在、ケイマン諸島は世界の第5位を占める大きな金融市場をもっており、バミューダは世界最大のオフショア・インシュアランス・センターである (Dixon, 2001, p. 106; Bermuda Online, 2003)。

これらのOFCでは複数の会社を設立できるが、証券化取引については免除会社と保護セル会社は、特に人気を呼んでいる会社形態である。免除会社とは、国内会社の居住者による株式保有要件または課税等が免除されている会社のことをいう。この3ヶ国のうち、ケイマン諸島に設立されている免除会社が圧倒的に多く、また国内会社の数を著しく上回っている。これに対して、最近各検討対象OFCで設定された保護セル会社法に基づいて設立されている保護セル会社の数は50社から80社程度である。なお、倒産隔離を達成するために用いられる慈善信託についての登録は求められていないため、その数は不明である。

ii. 免除会社の法制比較

図表-11のとおり、これらのOFCにおける免除会社の制度は異なっており、次のメリットとデメリットがある。

① 株式の発行

クロス・ボーダー取引では、相場変動リスクが重要な要素であるが、これらのOFCでは、免除会社は任意の通貨で株式を発行できることが大きな利点である。図表-5の新生銀行の事例では、米ドルや日本円で株式を同時に発行しているため、実務においてこの規定がよく利用されると考えられる。

② 最低資本金

バミューダおよびガーンジーでは、免除会社を設立する際に、原則として最低資本金が必要である。これに対し、ケイマン諸島では、最低資本金制度がないため、図表-5のように実務においては、1000ドルの資本金から免除会社を設立することが多く、これはケイマン諸島の免除会社の数が圧倒的に多い理由のひとつであろう。

③ 法人税および手数料

ガーンジーの課税免除会社にはガーンジーで得た所得に対して20%の課税があるが、ガーンジーにおける所得がない場合には、一定の手数料しか支払う必要がない。これに対し、バミューダおよびケイマン諸島では、法人税等が存在せず、年間の維持費用等は資本金に基づく固定額を支払うことになっている。したがって、これらの税金に関するメリットはOFCを活用する支配的要素であると考えられる。

しかし、ガーンジーで会社を設立する際には、その設立目的は英国における節税・脱税ではないことを宣言しなければならない (Secretary of State for the Home Department, 1998)。また、課税ベースについて何を中心とするのかは各国の自由である。所得・法人税に比べて、消費税等については脱税が難しく、徴収に伴うコストが低い上に、これらのOFCは天然資源が少なく、著しく輸入超過で、観光が主要な産業であるため、消費税や輸入税を中心とする方が課税ベースを拡大し、より多くの税金を徴収することになる。

なお、ケイマン諸島の手数料が一番安いということを加えると、免除会社の数が圧倒的に多いもうひとつのファクターであると考えられる。

④ 取締役・株主等

バミューダでは、現地の取締役2名、ガーンジーでは、現地にかかわらず取締役および会社秘書役1名ずつが必要なのに対し、ケイマン諸島では、取締役の最低人数に関する規定すら存在せず、会社法の別表1の“Regulations for Management of a Company Limited by Shares”「株式による有限責任会社のマネジメントのための規制」により、会社を設立する時点における株主が決定できる。

バミューダおよびケイマン諸島では、1名の株主が必要なのに対し、ケイマン諸島の存続期間付免除会社およびガーンジーでは、株主2名が必要である。バミューダおよびガーンジーでは、年に一度株主総会を行う必要があるが、ケイマン諸島では、それは法的に強制されていない。これはOECDの“Principles for Corporate Governance”に抵触するが、図表-5のとおり、証券化では倒産隔離を達成するために、実質的に株主が存在しない状態にするのが一般的で、株主の権利を減少させることは、倒産隔離を達成しやすくする要素に繋がり、証券化取引でケイマン諸島が人気を呼んでいる理由のひとつであろう。

⑤ 財務諸表

会計的な観点では、グループⅠのガーンジーではなく、グループⅡのバミューダが一番進んでおり、国際会計基準（IAS 1：Presentation of Financial Statements「財務諸表の表示」）で求められている財務諸表をほとんど求めている。また、財務諸表を作成するにあたり、どの会計基準に基づくのかを選択できるため、クロス・ボーダー取引において会計的リスクに晒されないことが大きなメリットである。

これに対し、グループⅢのケイマン諸島では、前述の会社法の別表1により、貸借対照表および損益計算書の作成を求めているが、その会計処理は株主総会で決定できる。そして、グループⅠのガーンジーでは、ケイマン諸島と同様に貸借対照表および損益計算書しか求めておらず、その作成に伴って用いられる会計基準については何ら触れていない。したがって、この2ヶ国は財務諸表の作成に用いられる会計基準を定めないことによって、オリジネーターが自らにとって好ましい会計基準に基づいて財務諸表を作成できるという大きな利点がある。

ただし、金融・保険取引は現金および法的権利・義務を中心としており、その流動性が非常に高いため、貸借対照表および損益計算書のみならず、国際会計基準（IAS 1, para. 7）によって求めている以下の包括的財務諸表（Comprehensive Financial Statements）を求めるべきである。

- (a) 貸借対照表（Balance Sheet）
- (b) 損益計算書（Income Statement）
- (c) 持分変動計算書（Statement of Changes in Equity）
- (d) キャッシュフロー計算書（Cash Flow Statement）
- (e) 会計方針および注記項目（Accounting Policies and Explanatory Notes）

その際、特に注目すべき要素は会計方針である。現在、各国における金融・保険取引に伴う会計基準は大幅に異なっている。長年にわたって金融商品に伴う会計処理が議論されており、その成果として国際会計基準のIAS 32（Financial Instruments: Disclosure and Presentation「金融商品：開示と表示」）およびIAS 39（Financial Instruments: Recognition and Measurement「金融商品：認識と測定」）が挙げられるが、これらの基準に対する容認がまだ乏しい上に、保険に関する国際基準はまだ存在しない。したがって、これらの証券化取引をどのように処理しているかを明確にすることが重要である。

この数年、国際金融・保険市場の安定を確保するにあたり、ディスクロージャーの役割が強化されつつあるが、これらの免除会社は公開企業ではないため、オリジネーターの財務諸表において開示しない限り、市場から注目を浴びることなく、国際金融・保険市場における潜在的なウィーク・リンクとなり得る。金融商品および保険と同様に、特別目的体の連結についても、各国における会計基準は異なっているが、OFCの免除会社を連結対象実体または非連結対象実体として処理しても、国際取引の一部を占めるため、少なくとも各OFC別にその取引の規模を開示すべきである。また、国際金融・保険市場をより透明にするために、特別目的体の持分保有および財務諸表の要約も開示するべきである。

⑥ 外部監査

外部監査に関しては、グループIのガーンジーは最も厳しく、イングランド・ウェールズ勅許会計士協会（Institute of Chartered Accountants in England and Wales: ICAEW）のメンバーをはじめ、公認会計士による監査を求めている。しかし、その会社は資産を保有することのみを目的とし、株主が10名以下の場合には、すべての株主の同意を得ることによって外部監査を免除できる例外措置がある。この例外措置を適用する際に、会社法の別表2の“Unaudited Companies”「監査を受けていない会社」における規定を満たさなければならず、その業務内容が銀行業務、保険業務および投資業務と見なされる場合においては認められない。したがって、証券化の特別目的体として用いられる場合には、外部監査を受けなければならない可能性が高い。

バミューダも同様に、株主の同意を得ることによって外部監査を免除できる例外措置があるが、ガーンジーに比べると外部監査を免除できる会社の範囲が広い。このため、証券化の特別目的体として用いられる場合には、株主の同意を得れば、外部監査を受けなくても良いと考えられる。また、ケイマン諸島については、会社法の別表1により、監査を受けることを求めているが、その監査の方法は株主総会で決定でき、会社法の第58条により、免除会社について株主総会が法的に強制されていないため、実際にこの規制を防ぐことができるであろう。

OECDの原則は、公開企業を対象としており、外部監査を求めているが、外部監査はコストがかかるため、そのコストがベネフィットより高い場合には、株主の同意を得た上、外部監査を免除できる例外措置は企業に柔軟性を与える。また、証券化取引では、特別目的体はオリジネーターの資産またはリスクを引き受けるために用いられるので、オリジネーターの連結対象実体でも非連結対象実体として処理しても、独自の監査より、むしろオリジネーターの監査範囲に含むべきである。

図表-11 検討対象OFCにおける免除会社の比較

	ガーンジー	バミューダ	ケイマン諸島
会社形態	課税免除会社 (Tax Exempt Company)	免除会社 (Exempted Company)	免除会社および存続期限付免除会社 (Exempted CompanyおよびExempted Limited Duration Company (LDC))
関連法規	The Companies (Guernsey) Laws, 1994 to 1996, as Amended 会社法 The Income Tax (Exempt Bodies) (Guernsey) Ordinances, 1989, 1992 and 1996 法人税(免除実体)法	Companies Act 1981 会社法	The Companies Law (2001 Second Revision) 会社法
Memorandum of Association 基本定款	以下のものを指定し、会社登記官に届け出なければならない(第2条、第3条、第42条、第78条、第42条)。 ・会社名 ・設立目的(Company Objects) ・資本金 ・発行株式数とその額面金額(額面金額は資本金を定める法定貨幣(複数の通貨で指定可)の最小単位以下の単位で指定できる。) ・株式の払込に関する条項 ・有限責任であること ・共同署名(Common Signature) ・一定期間しか存在しない場合、附属定款(Articles of Association)で存在する期間または解散するための条項を指定できる。	以下のものを指定しなければならない(第7条、第132A条)。 ・会社名 ・有限責任である場合、その旨 ・設立目的(Company Objects) ・株主の氏名、住所、国籍 ・免除会社の場合、その旨 ・バミューダにおける土地の保有 ・登録資本金、株式数とその額面金額等(株券は免除会社によって指定された通貨で発行できる。) ・一定期間しか存在しない場合、存在する期間または解散するための条項	以下のものを指定しなければならない(第7条、第8条、第198条、第200条)。 ・会社名 ・ケイマン諸島での登録事務所の住所 ・設立目的(Company Objects)と活動に制限がある場合、その旨 ・資本金、発行株式数とその額面金額(なお、額面金額はひとつ以上の通貨で指定でき、また免除会社は額面金額・名目金額の指定されていない株式を発行できる。) ・有限責任である場合、その旨 ・LDCとして設立する場合には、存続期間を30年以下に制限し、存在する期間または解散するための条項
登録事務所	ガーンジーでの登録事務所が必要である(第24条)。	バミューダでの登録事務所が必要である(第62条)。	ケイマン諸島での登録事務所が必要である(第11条、第50条)。
取締役	取締役1名および会社秘書役1名が必要である(第54条)。	以下のいずれかが必要である(第130条)。 ・バミューダに住む取締役2名 ・バミューダに住む取締役1名と会社秘書役1名 ・バミューダに住む会社秘書役1名と取締役の代理人1名 ・上場されている場合、バミューダに住む取締役の代理人1名	規定されていないが、別表1(First Schedule)の第63条により、定款に記載されている株主の多数は取締役の数と最初の取締役を決定できる。
取締役の名簿	以下のものを明記し、登録事務所で保管しなければならない(第54条、第58条)。 ・個人取締役の氏名、住所、国籍、職業 ・法人取締役の法人名および登録事務所の住所 ・個人秘書役の氏名と住所 ・法人秘書役の法人名および登録事務所の住所	以下のものを明記し、登録事務所で保管しなければならない(第92A条)。 ・個人取締役の氏名と住所 ・法人取締役の法人名と登録事務所	取締役の氏名と住所を明記する名簿を登録事務所で保管し、会社登記官に届け出なければならない(第55条)。
株主	2名以上(第1条)	1名以上(第5条)	1名以上(第5条)、ただし、LDCの場合、2名以上(第198条第1項のa)
株主総会	年に一度で定款に定めていれば、ガーンジー以外の所で行うことができる(第68条、第69条)。	少なくとも年に一度(第71条)	必要なし(第58条)
株主名簿	以下のものを明記し、登録事務所で保管しなければならない(第55条、第58条)。 ・設立以降のすべての株主の氏名と住所 ・各株主が保有する株式(現金と現金以外のものの払込額) ・各株主の払い済み額 ・株主として登録され、また株主として登録されなくなった日付	以下のものを明記し、登録事務所で保管しなければならない(第65条)。 ・株主の氏名と住所 ・各株主が保有する株式とその払込額(現金と現金以外のものの払込額) ・各株主が登録された日付、また株主でなくなった日付から一年間	以下のものを指定しなければならない(第40条)。 ・株主の氏名と住所 ・各株主が保有する株式とその払込額 ・各株主が登録された日付、また株主でなくなった日付 ・無記名株式があれば、その発行日と管理者
発行可能株式	・普通株式(割引発行または額面以上で発行可)(第38条、第39条) ・優先償還株式(第40条) ・無議決権付株式(第52条) ・The Companies (Shares of No Par Value) Ordinance, 2002により、無額面株式を発行できる(第2条)。	・普通株式(額面以上で発行可)(第40条) ・優先償還株式(第42条) ・無記名株式の発行が禁止されている(第53条)。	・譲渡可能株式(Negotiable Shares)または無記名株式(Bearer Shares)ただし、無記名株式を発行するとケイマン諸島で土地を保有できない(第32条)。 ・譲渡不可能株式(Non-negotiable Shares)(第185条) ・株式の額面金額(par value)・名目金額(nominal value)を定める必要がない(第8条)。
最低資本金	原則として£10,000	特定しない限り、原則として\$12,000(BMA, 2003)	規定がない

図表-11 検討対象OFCにおける免除会社の比較 (続き)

	ガーンジー	バミューダ	ケイマン諸島
配当	利益のみから配当を支払うことができる(第33条)。	配当支払後に負債支払不能の状態に陥る可能性がある場合や総資産が総負債を下回る可能性がある場合、余剰金から配当を支払うことができない(第54条)。	利益のみから配当を支払うことができる(第90条)。
国内取引	ガーンジー国内における取引が認められているが、ガーンジー国内で得た所得に対して、20%の課税が課される。	<ul style="list-style-type: none"> ・バミューダでの土地保有が禁止 ・バミューダ内における取引が禁止 ・バミューダ以外の人と取引が可能 ・バミューダ設立の免除会社と取引が可能 ・第129条で定められている他の取引が禁止または可能 ・第129A条によって許可を取得した場合、バミューダ内で取引が可能 ・国内会社のようにバミューダ人による株式保有に関する規定がない(別表3により国内会社の取締役、株主総会の議決権および株式の6割以上はバミューダ人によって保有されなければならない)。 	ケイマン諸島外の活動を実行するため以外に、ケイマン諸島の人、会社等との取引が禁止されており(第193条)、主にケイマン諸島以外のところで活動するという宣言書を届け出なければならない(第184条)。また、この条項に違反した場合には、免除会社は強制解散されると同時に、すべての取締役がケイマン諸島内で活動を行った各日について\$100の罰金を支払わなければならない(第195条)。
財務諸表	現金の出入り、収益・支出および資産・負債に関する帳簿を作成・保管しなければならない(第59条)。 株主総会の10日前までに、取締役は株主に今年度の損益計算書(Profit and Loss Statement)と貸借対照表(Balance Sheet)を含む取締役報告書を届けなければならない(第68条)。	現金の出入り、商品等の販売・購入および会社の資産・負債に関する帳簿を作成・保管しなければならない(第83条)。 バミューダ、その他の国・地域、または財務大臣によって指定されたGAAPに基づいて、以下の資料を作成しなければならない(第84条)。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 営業成績 (Statement of the Results of Operations) ・ 留保損益計算書 (Statement of Retained Earnings or Deficit) ・ 貸借対照表 (Balance Sheet) ・ 財政状況変動報告書 (Statement of Changes in the Financial Position) ・ 財務諸表に関する注記項目 (Notes) ・ 監査報告書 (Audit Report) 	現金の出入り、商品等の販売・購入および会社の資産・負債に関する帳簿を作成・保管しなければならない(第59条)。 財務諸表の作成に関する規定がないが、別表1の第99条および第100条により、取締役は株主総会で損益計算書(Profit and Loss Statement)および貸借対照表(Balance Sheet)を提示しなければならない。また、株主総会の7日前まで貸借対照表と監査報告書(Auditor's Report)をすべての株主に届けなければならない。
外部監査	第63条で定められた公認会計士によって外部監査を受けなければならない(第64条)。なお、別表2により、会社は資産を保有することのみを目的とし、株主が10人以下の場合には、すべての株主の同意により、外部監査を受けなくても良いが、その旨を取締役報告書に明記しなければならない(第68条)。	年に一度、バミューダ、その他の国・地域、または財務大臣によって指定された一般に認められている監査原則に基づいて、外部監査を受けなければならない(第13条、第90条)。ただし、取締役および株主の同意がある場合には、財務諸表を作成し、外部監査を受けなくても良い(第88条)。	規定がないが、別表1の第101条により、株主総会では定期的に監査を受けることを決定でき、またその監査方法を指定できる。
年次報告書	毎年の1月31日までに以下のものを含む報告書を届け出なければならない(第28条)。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 登録事務所の住所 ・ 取締役の名前と住所 ・ 株主の名前と住所 ・ 各株主が保有する株式数とその払込額 ・ 資本金と株式数 ・ 設立時以降に発行した株式数 ・ 未払込株金の払込請求回数等 ・ 報告書の内容は1月1日現在の状況を正確に示していること 	設立時と毎年1月に払込資本(資本金と資本準備金)で、バミューダドル建てでない場合、バミューダドルに換算した金額を会社登録官に報告しなければならない(第131条)。	毎年1月に定款に変更がないことと登録または前回の年次報告書を届け出たから主な活動はケイマン諸島以外で行われていることを宣言する報告書を届け出なければならない(第187条)。
設立費	登録手数料=£600	定款を提出してから1ヶ月以内に下記の資本金に基づく設立費を支払わなければならない(第131条第1項と別表5のII)。 <ul style="list-style-type: none"> ・ \$0~\$1万2000=\$1,695 ・ \$1万200超~\$12万=\$3,460 ・ \$12万超~\$120万=\$5,340 ・ \$120万超~\$1200万=\$7,120 ・ \$1200万超~\$1億=\$8,900 ・ \$1億超~\$5億=\$15,900 ・ \$5億超=\$26,500 ・ 業務別や許可を取得した会社に対する手数料が別途定められているが、支払い額は\$500~\$16,640の範囲内にある。 	定款を提出した際に、下記の手数料を支払わなければならない(第26条)。 <ul style="list-style-type: none"> ・ \$0~\$4万2000=\$470 ・ \$4万2000超~\$82万=\$660 ・ \$82万超~\$164万=\$1,384 ・ \$164万超=\$1,968 存続期限付免除会社として登録する場合には、上記の手数料と\$200を支払わなければならない(第197条)。
年間の維持費用および税金	「税金免除会社」は£600の税金を支払うか、ガーンジーで所得を得た場合、その所得に対して20%の課税が課される。年次報告書と一緒に£100の手数料を支払わなければならない。	毎年1月中に上記と同様の資本金に基づく手数料を支払わなければならない(第131条)。	毎年1月中に年次報告書とともに、上記と同様の資本金に基づく手数料を支払わなければならない(第188条)。

(各国の関連法規に基づき作成)

iii. 保護セル会社の法制度比較

図表-12のとおり、各検討対象OFCにおける保護セル会社制度は類似しており、以下のようなメリットおよびデメリットがある。

① 業務内容

バミューダやケイマン諸島の保護セル会社の業務は保険に限定されているが、ガーンジーでは、保険以外に資産を購入し、その資産を裏付けとする証券を発行する活動が認められているため、保険リスクの証券化のみならず、銀行の証券化等で利用できる。

② 株式の発行および配当の支払い

各検討対象OFCでは、ある保護セルは独立した法人と見なされないが、株式を発行でき、また他の保護セルおよび保護セル会社自体が配当を支払わなくても配当を支払うことができるのが大きな利点である。

③ 倒産および債権者の請求権

ある保護セルが倒産した際に、裁判所を通じて、その保護セルのみが財産管理 (receivership) を受けることになるというメリットがある一方、保護セル会社自らが倒産に至った場合には、すべての保護セルも清算 (liquidation) されてしまうというデメリットがある。

また、バミューダでは、ある保護セルの債権者はその保護セルの資産のみに対する請求権があるが、ガーンジーおよびケイマン諸島では、ある保護セルの債権者はその保護セルの資産およびその資産が不足する場合には、保護セル会社の一般資産に対する請求権がある。保護セルの債権者の立場からすれば、一般資産に対する請求権もある方がよい。しかし、一般資産に対する請求権を行使することによって、その保護セル会社自体が倒産する可能性があり、またそれにより他の保護セルが同時に清算される。このため、バミューダのようにある保護セルの債権者はその保護セルのみに対する請求権を有する制度の方がよいと考えられる。

④ 財務諸表・外部監査

免除会社と同様に、会計的な観点からはバミューダの制度が優れており、保護セル会社全体だけでなく、各保護セルの財務諸表の作成を求めているが、ケイマン諸島およびガーンジーでは、同様の規定がない。保護セル会社に関しては特に注目すべき要素としては、各保護セルの資産・負債などが実際に分別管理されているかどうかということであるから、各保護セルの財務諸表が必要不可欠である。また、資産・負債を分別管理されているかどうかは外部監査を通じて確認することが重要である。

⑤ 手数料

手数料に関しては、バミューダが一番安く、各保護セル当たり、\$250を支払わなければならないが、その合計が\$1000となった場合には、\$1000しか支払う必要がない。これに対し、ケイマン諸島では、各保護セル当たり、\$1000を支払わなければならないが、ガーンジーでは、各保護セル当たり£775~£3100を支払わなければならない。したがって、バミューダで保護セル会社の数が多い理由のひとつは、手数料が一番安いからであると考えられる。

⑥ 制度の新しさ

保護セル会社制度は、まだ新しく、主要な金融大国においては、それほど知られておらず、判例法も存在しないため、裁判所がどのような場合にどのような判決を下すのかは不明である。また、保護セル会社を対象とする会計基準が存在しない。このため、保護セル会社を活用するにあ

たり、法的リスクおよび会計的リスクに晒されることになる。図表-3のように、保護セル会社を通じて銀行はクレジットデリバティブを保険に変形し、保険会社に信用リスクを移転しているため、国際金融・保険市場の安定を確保するために、保険会社の財務諸表においてこれらのリスクを反映するディスクロージャーが必要である。

保護セル会社は欠点があるものの、銀行や保険会社が数多くの特別目的体を設立する代わりに、ひとつの保護セル会社の下ですべての証券化取引ができるため、銀行や保険会社にとって特別目的体および証券化活動の管理が一層容易になる上に、監督当局にとって監督しやすくなると考えられる。したがって、この制度は大きく発展していく潜在能力を有していると思われる。

iv. まとめ

検討対象OFCの免除会社および保護セル会社はメリットとデメリットを有しているが、銀行および保険会社のイノベーションに対応し、そのイノベーションを促進するのに適した法規制等を設けたことが、これらのOFCが金融大国に成長した重要なファクターであると言えよう。

特に、コスト的な観点からは、手数料等が安いほど、会社の数が多いという傾向がある。また、任意の通貨で株式を発行できるため、クロス・ボーダー取引で生じ得る相場変動リスクをほとんど無視できるであろう。さらに、ケイマン諸島では、株主総会を免除する規定により、株主は株主総会における議決権を行使できないため、株主の権利を減少させることによって、倒産隔離が達成しやすくなる。そして、各国における会計基準が異なる今日の国際金融・保険市場において、財務諸表を作成する際にどの会計基準に基づくのかを選択できることはクロス・ボーダー取引を容易にする。

ただし、会計基準を選択できても、検討対象OFCにおいて国際会計基準上の包括的財務諸表の作成を求めるべきである。また、保護セル会社に関しては、保護セル会社のみならず、各保護セルについての財務諸表の作成を求めるべきである。最近、国際金融・保険市場の安定を確保するにあたり、市場規律の役割が強化されつつある。しかし、これらの特別目的体は非公開企業であるため、オリジネーターの財務諸表におけるさらなるディスクロージャーを求めることによって、証券化市場がより透明となる。

図表-12 検討対象OFCの保護セル会社の比較

	ガンジー	バミューダ	ケイマン諸島
会社形態	Protected Cell Company (PCC) 保護セル会社	Segregated Accounts Company (SAC) 分離勘定会社	Segregated Portfolio Company (SPC) 分離ポートフォリオ会社
関連法規	<ul style="list-style-type: none"> Protected Cell Company Ordinance, 1997 保護セル会社法 Protected Cell Companies (Special Purpose Vehicle) Regulations, 2001 保護セル会社(特別目的体)規制 	<ul style="list-style-type: none"> Segregated Accounts Companies Act 2000 分離勘定会社法 Segregated Accounts Companies Amendment Act 2002 分離勘定会社改正法 	<ul style="list-style-type: none"> The Companies Law 2001 会社法
設立	保険や資産を購入し、証券を発行することを業務とする新しい会社または現行の会社をPCCとして設立・変形できる(第1条、第7条)。	会社法に基づき設立される会社で、保険を業とし、または財務大臣によって認められる場合、SACを設立できる(第3条)。	Insurance Law (2001, Revision)によるクラスBの保険許可を持つ免除会社は免除SPCとして登録できる(第233条)。
各セルの法人格	PCCはひとつの法人で、保護セル(PC)はPCCと独立した法人ではない(第2条)。	新たな分離勘定(SA)を設けることは、新たな独立した法人を設立したことにならない(第3条)。	各分離ポートフォリオ(SP)はSPCと独立した法人ではないが、各SPを分別あるいは特定しなければならない(第235条)。
発行可能株式	各PCはセル株式(cell shares)を発行でき、その代金はそのPCの資産となる。セル株式以外の株式の発行による代金はPCCの一般資産となる(第5条)。	<ul style="list-style-type: none"> 各SAは複数のクラスの株式を発行でき、その代金を自らの資産とできる。 特定なSA以外の株式発行による代金はSACの一般資産に属する(第14条)。 各SAの名簿を作成・保管しなければならないが、この名簿は一般の人によって視察できない(第16条)。 	SPCは複数のクラスの株式を発行でき、その代金をあるSPの資産またはSPCの一般資産とできる(第236条)。
配当	あるPCは配当を支払う時に他のPCの損益や資産・負債またはPCC自らの損益や資産・負債を考慮する必要がなく、会社法第33条(配当は配当のために特定される利益から支払う)を満たせば配当を支払うことができる(第5条)。	あるSAは、SAC自身および他のSAが配当を支払わなくても配当を支払うことができる。配当支払後に負債支払不能の状態に陥る場合や総資産が総負債を下回る場合、そのSAが配当を支払うことができない(第15条)。	あるSPは、SPC自身および他のSPが配当を支払わなくても配当を支払うことができる(第233条)。
資産	PCCのすべての資産は特定のPCか一般資産に帰属し、取締役はPC資産と一般資産を分離し、また各PCの資産を分別管理しなければならない(第3条)。	SACは各SAに帰属する資産を一般資産から分離・管理しなければならない(第17条)。	SPCのすべての資産はSP資産か一般資産に帰属し、取締役はSP資産および一般資産を分離し、また各SPの資産を分別管理し、あるSPの資産を一般資産またはその他のSPへの移転に伴う手順を特定しなければならない(第238条)。
負債	あるPCの債権者はまずそのセルの資産に対する請求権があるが、資産が不足する場合には、PCCの一般資産に対する請求権がある。しかし、他のPCの資産に対する請求権がない(第10条)。	あるSAの債権者はそのSAの資産に対する請求権があるが、他のSAの資産に対する請求権がない。また、定められていない限り、SACの一般資産に対する請求権がない。SAC自らの債権者はSACの一般資産のみに対する請求権がある(第17条)。	あるSPの負債の債権者はまずそのSPの資産に対する請求権があるが、その資産が不足する場合には、SPCの一般資産のみに対する請求権がある。SPCの負債の債権者はSPCの一般資産のみに対する請求権がある(第240条)。
倒産	PCCが解散される際に、清算人は各PCの資産が他のPCの負債または一般負債を履行するために利用できない(第13条)。あるPCの資産は債権者の請求権を下回る場合には、裁判所の要求により当該SPのみが財産管理を受けることになる(第15条)。	SACは会社法に基づき解散されるが、その際、清算人は各SAの資産が他のSAの負債または一般負債を履行するために利用できない(第25条)。あるSAの資産は債権者の請求権を下回る場合には、裁判所の要求により当該SAのみが財産管理を受けることになる(第19条)。	SPCが解散される際に、清算人は各SPの資産が他のSPの負債または一般負債を履行するために利用できない(第242条)。あるSPの資産は債権者の請求権を下回る場合には、裁判所の要求により当該SPのみが財産管理を受けることになる(第243条)。
設立費	<ul style="list-style-type: none"> PCC=£3,100 各PC=£1,000 	Government Fees Act 1965に定める手数料(第6条)	免除会社の設立に伴う設立費および\$500(第233条)
維持費	<ul style="list-style-type: none"> PCC=£3,100+0.25% of gpi/cell 各PC=£775~£3,100 	会社法(Fifth Schedule)で定められている手数料および各SA当たり\$250(ただし、分離勘定に対する手数料の合計が\$1000以上となった場合、\$1000)(第31条)。	免除会社と同様の手数料および\$2000+各SP当たり\$1000(第233条)
財務諸表および監査	会社法と同様(第1条)。	<ul style="list-style-type: none"> 会社法第84条における財務諸表を作成するために用いられるGAAPに基づいて以下の帳簿を作成・保管しなければならない(第16条)。 ①各SAの資本金、準備金、資産、負債、収益、費用、配当等の帳簿 ②各SAとの取引 ③各SAと関係のない一般の資産・負債 各SAの持主はそのSAの帳簿を視察できるが、他のSAの帳簿を視察できない。 各SAの財務諸表を作成しなければならない。 外部監査は会社法と同様である。 	免除会社と同様

(各国の関連法規に基づき作成)

おわりに

OFCの特別目的体を通じて、銀行および保険会社のリスク構造を変形する証券化取引が行われている。証券化取引は銀行および保険会社のリスク管理および資金調達ニーズに応えると同時に、OFCはこのイノベーションに対応する法規制を設けることによってこの取引を誘引している。

各国における慣行が異なっているため、OFCは容易に定義できないが、クロス・ボーダー取引を促進する法規制、顧客に対する厳重な守秘義務や政治の安定性といった特徴をもつことが多い。最近FSFおよびOECD等の活動により、OFCで金融・保険取引等に伴う国際基準の導入を求める動きが見られている。これは国際金融・保険市場における“level playing field”を整備するために必要不可欠であるが、証券化取引で用いられる特別目的体に関する国際基準および国際基準設定主体は存在しない。FSFは国際基準に関するコンプライアンス度合いによってOFCを3つのグループに分離しているため、各グループのうち銀行や保険会社の証券化取引において特に人気を呼んでいるOFCの免除会社および保護セル会社の法制度を比較検討した。

これらのOFCでは、任意の通貨によって株式を発行したり、財務諸表を作成する際に自由に会計基準を選択したりできるため、クロス・ボーダー取引で問題となる相場変動リスクおよび会計的リスクを防ぐことができる。コスト的な面ではコストが安ければ安いほど、会社の数が多い傾向がある。また、ケイマン諸島では、株主総会を免除する規定により、株主は株主総会における議決権を行使できないため、倒産隔離を達成することが容易となる。そして、オリジネーターの資産を分別管理するニーズに応じる保護セル会社の制度は債権者の請求権等について問題があるものの、この制度は大きく発展していく潜在能力を有していると考えられる。

しかし、これらの会社については、国際会計基準上における包括的財務諸表の作成を求めるべきである。また、特別目的体として用いられる場合には、非公開企業となるため、国際金融・保険市場における市場規律の役割を強化するために、オリジネーターの財務諸表におけるディスクロージャーを強化し、その監査範囲に含む必要があると思われる。

<参考文献>

Bermuda Companies Act 1981. Bermuda Laws Online, Bermuda Monetary Authority:

<http://www.bermudalaws.bm/home.html> (2 June 2003).

Bermuda Segregated Accounts Companies Act 2000. Bermuda Laws Online, Bermuda Monetary Authority: <http://www.bermudalaws.bm/home.html> (2 June 2003).

Bermuda Segregated Accounts Companies Amendment Act 2002. Bermuda Laws Online, Bermuda Monetary Authority: <http://www.bermudalaws.bm/home.html> (2 June 2003).

Bermuda Registrar of Companies. (2003). *Companies on register at end of quarter*.

<https://roc.gov.bm/roc/rocweb.nsf/pages/statistics?OpenDocument&TableRow=1.4#1> (18 August 2003).

Bermuda Monetary Authority. (2003). *Companies - General Information*.

<http://www.bma.bm/bmawww.nsf/WebPages/CompaniesGeneral?OpenDocument> (6 April 2003).

Bermuda Online. (2003). <http://www.bermuda-online.org> (6 April 2003).

Cayman Islands Monetary Authority. (2003a). *List of insurance companies*.

- <http://www.cimoney.com.ky/pages/StatReports/INList.pdf> (12 August 2003).
Cayman Islands Monetary Authority. (2003b). *Bank list - ALL banks*.
<http://www.cimoney.com.ky/pages/StatReports/BankListAll.pdf> (12 August 2003).
CIA. (2003a). *The world factbook: Bermuda*.
<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/bd.html> (12 August 2003).
CIA. (2003b). *The world factbook: Cayman Islands*.
<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/cj.html> (12 August 2003).
CIA. (2003c). *The world factbook: Guernsey*.
<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/gk.html> (12 August 2003).
Dixon, L. (2001, June). Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system. *Financial Stability Review*, 105-116.
<http://www.bankofengland.co.uk/fsr/fsr10art2.pdf> (30 March 2003).
Financial Services Authority. (2002, May). *Discussion paper: Cross-sector risk transfers*.
<http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp11.pdf> (25 July 2002).
Financial Stability Forum. (2000, April 5). *Report of the working group on offshore centres*.
http://www.fsforum.org/publications/OFC_Report_-_5_April_2000.pdf (22 May 2003).
Guernsey Financial Services Authority. (2003). *Statistics and fees*.
<http://www.gfsc.guernseyci.com/insurance/index.html> (6 May 2003).
Hughes, J.E. & MacDonald, S.B. (2002). *International banking: Text and cases*.
Boston: Addison Wesley.
International Accounting Standards Board. (2001). *International accounting standards*. London: International Accounting Standards Committee Foundation.
International Association of Insurance Supervisors. (2003(a), March). *IAIS paper on credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors presented to the financial stability forum*. <http://www.iaisweb.org> (9 April 2003).
International Association of Insurance Supervisors. (2003(b), October). *Issues paper on non-life insurance securitisation*. <http://www.iaisweb.org> (14 October 2003).
International Monetary Fund. (2000, June 23). *Offshore financial centers: IMF background paper*. <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm> (22 May 2003).
Misani, N. (1999). *Risk management between insurance and finance - New instruments for the management of pure risks: catastrophe bonds, insurance derivatives, contingent capital, risk fusion*. Milano: Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Universita. (邦訳: 2002. 『保険リスクの証券化と保険デリバティブ』丁野昇行. 東京: シグマベイスキャピタル株式会社.)
Secretary of the State for Foreign and Commonwealth Affairs. (2000(a), October 27). *Review of financial regulation in the Caribbean overseas territories and Bermuda: Part II Bermuda*. <http://www.archive-official-documents.co.uk/document/cm48/4855-2/4855-ii.htm> (14 May 2003).
Secretary of the State for Foreign and Commonwealth Affairs. (2000(b), October 27). *Review of financial regulation in the Caribbean overseas territories and Bermuda: Part IV Cayman*

Islands. <http://www.archive-official-documents.co.uk/document/cm48/4855-4/4855-iv.htm> (14 May 2003).

Secretary of the State for the Home Department. (1998, November). *Review of financial regulation in the crown dependencies: Part III the Guernsey financial centre*.

<http://www.archive-official-documents.co.uk/document/cm41/4109/4109-iii.htm> (14 May 2003).

The Cayman Islands Companies Law (2001 Second Revision). Solomon Harris Attorneys-at-Law: <http://www.webcom.com/offshore/solomons/laws.htm> (2 June 2003).

The Companies (Guernsey) Laws, 1994 to 1996 as amended. Ozannes:

http://www.ozannes.com/info_cent/info_cent_detail.asp?infoSearch=CTT (2 June 2003).

The Income Tax (Exempt Bodies) (Guernsey) Ordinances, 1989, 1992 and 1996.

Ozannes: http://www.ozannes.com/info_cent/info_cent_detail.asp?infoSearch=CTT (2 June 2003).

The Protected Cell Companies Ordinance, 1997 to 1998, as amended. Ozannes:

http://www.ozannes.com/info_cent/info_cent_detail.asp?infoSearch=CTT (2 June 2003).

The Protected Cell Companies (Special Purpose Vehicle) Regulations, 2001. Ozannes:

http://www.ozannes.com/info_cent/info_cent_detail.asp?infoSearch=CTT (2 June 2003).

楠岡成雄、青沼君明、中川秀敏、(2001)、『クレジットリスクモデル—評価モデルの実用化とクレジットデリバティブへの応用—』東京：金融財政事情研究会。

久禮義継、(2001)、『流動化・証券化の会計と税務』東京：中央経済社。

シンセイ・ファンディング・ツー特定目的会社、(2002年3月)、『内国資産流動化証券売届出目論証書』。

森本裕司、(2000年4月)、「金融と保険の融合について」『金融研究』289-342頁。日本銀行研究所：<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2000/kk19-61-8.pdf> (2003年4月9日現在)。

吉澤卓哉、(2001)、『企業のリスク・ファイナンスと保険』東京：千倉書房。