

資産流動化・証券化の 基本的機能をめぐる近年の動向について

木 下 正 俊

- 1.はじめに
- 2.資産流動化・証券化の基本的機能とそれをめぐる近年の動き
- 3.資産流動化・証券化の健全な発展のための課題

1. はじめに⁽¹⁾

わが国においては、今日、資産流動化・証券化は、ごく普通の金融取引として行われるようになった。それに伴い、資産流動化・証券化という用語も多様な意味で使われるようになってきている。しかし、本稿では、わが国で資産流動化・証券化が本格的に行われるようになって間もない1990年代後半に日本版金融サービス法について検討を行った金融審議会がその報告書の中で示した定義⁽²⁾に従い、「集団投資スキーム」のうちの「資産流動化型」を意味

(1) 本稿は、筆者が2007年11月4日に日本土地法学会総会で行った報告をもとに作成したものである。

(2) 金融審議会第一部会「中間整理(第一次)」(1999年7月)は、次のように定義した。

「集団投資スキームとは、仕組み行為者(スポンサー)が主として多数の投資者の資金をプールし、各種の資産に投資・運用する仕組み、または特定の資産から生じるキャッシュフローを専門家たるアレンジャー等が組み替えて、主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達する仕組みである。前者は「資産運用型」(例：証券投資信託、商品ファンド等)、後者は「資産流動化型」(例：SPC法や特定債権法による証券化商品等)に分類することができる。」

2- 資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について（木下）

するものとして資産流動化・証券化⁽³⁾の用語を使うこととする（「集団投資スキーム」には、この「資産流動化型」のほかに、いわゆるファンド等の「資産運用型」がある）。

このような意味での資産流動化・証券化の市場規模は着実に拡大しており、2007年5月に日本証券業協会と全国銀行協会が共同で発表した最新の統計では（下図表参照）、2006年度中の証券化商品の発行額は、9.8兆円（前年度8.2兆円）となり、普通社債の発行額（10.2兆円）と拮抗する規模になっている。これを商品別に見ると、RMBSが5.1兆円（構成比52.0%）、CMBSが1.5兆円（同15.3%）というように、不動産（および同関連債権）を裏づけとするものが圧倒的なシェアを占める状況となっている。この間、かつて主流であったリース債権やクレジット債権を裏づけとするABSのシェアは大幅に低下している一方、特定の資産ではなく事業を流動化・証券化する新しいタイプも登場し始めている（図表の「その他」に分類されている）。また、発行形式別に見ると、信託受益権が5.0兆円（構成比51.0%）と過半を占め、公社債が3.3兆円（同33.7%）と続いている。格付け別には、最上位のトリプルA格の商品が7.3兆円（構成比74.5%）となっている。

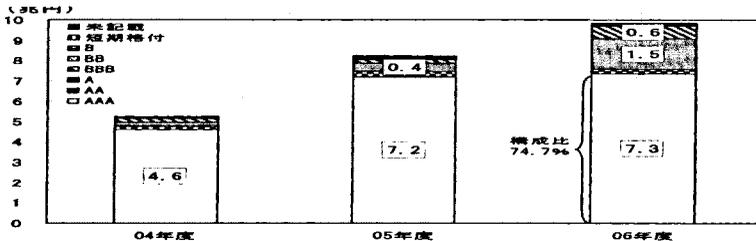
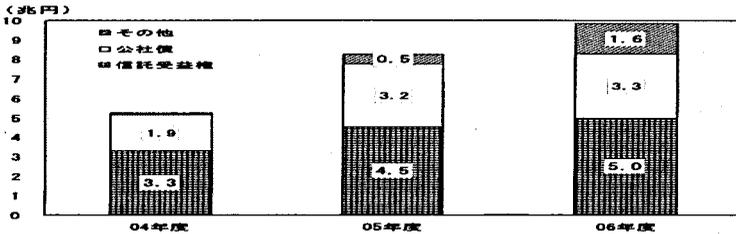
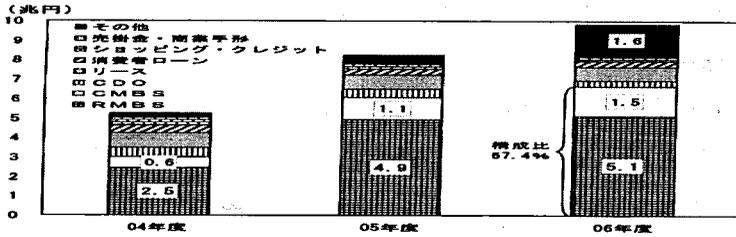
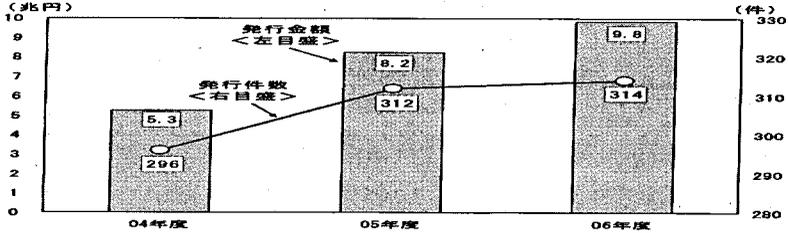
なお、参考までに、資金循環統計による「債権流動化関連商品発行額」の2006年度末残高は39兆9302億円となっている（これは米国資金循環統計での同種商品発行残高6兆7747億ドルの約20分の1の規模に相当する）。

このように拡大する資産流動化・証券化に関しては、近年注目すべき新たな動きが見られる。その主なものの第一は、上でも触れたように、対象が債権、不動産から事業へと拡大していること、第二は、マイカルCMBSをめぐる論争等、資産流動化・証券化の基本的機能である倒産隔離性に関わる出来事があったこと、第三は、資産流動化・証券化の基本的機能に関連する重要

(3) 筆者は、資産流動化と証券化とは基本的に同義と考えているが、厳密には資産が流動化され発行される金融商品が有価証券の場合を証券化、有価証券でないものを含む広義のものを資産流動化と理解している。木下正俊 [2004] 第1章第1節を参照。

な法整備が相次いで行われたことである。

本稿は、このような現状を踏まえ、資産流動化・証券化の基本的機能を改めて確認するとともに、新たな動きの内容とそのインプリケーションを整理し、今後の課題を探ることを目的としている。

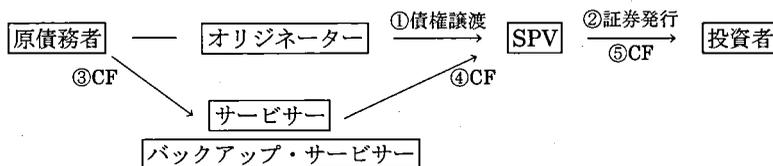


2. 資産流動化・証券化の基本的機能とそれをめぐる近年の動き

(1) 資産流動化・証券化の基本的機能

資産流動化・証券化は、資金調達方法の一種であり、下図のような一般的なスキームでは、次のような手順で実施される。すなわち、

- ①資金を調達しようとするオリジネーターは、保有する特定の資産（債権）をSPVに譲渡し、その対価を得る。
- ②SPVは、取得した資産を裏づけとする金融商品（証券）を発行し、投資者から資金を調達する。
- ③SPVが取得した資産（債権）から生じるキャッシュフロー（CF）は、原債務者による弁済金という形でサービサーにより回収され、
- ④同回収金は、サービサーからSPVに引き渡され、
- ⑤投資者が保有する金融商品の元利払いに充当される。
- ⑥この間、サービサーは、オリジネーターが兼ねるケースが一般的であり、サービサーの倒産に備えてバックアップ・サービサーが設置されることが多い。



このような仕組みで行われる資産流動化・証券化という新しい金融手法は、次のような特徴を持っている。すなわち、従来の伝統的な間接金融や直接金融が資金調達者の信用力を裏付けとする金融手法であるのに対し、資産流動化・証券化は、オリジネーターが自らの信用力に制約されることなく、その保有する特定の資産が生み出す収益やキャッシュフローを裏づけに資金

調達を行うものであるということである。したがって、資産流動化・証券化では、収益性の高い資産を裏づけとすることにより、自らの信用力に依存する場合よりも有利な条件（より低利）での資金調達が可能となる。

(2) 資産流動化・証券化の基本的機能を支える倒産隔離性

このような資産流動化・証券化の基本的機能が発揮されるためには、特定の資産の生み出す収益やキャッシュフローがスキームに関与する主体の「負」の影響を受けないことが必須の前提となる。「負」の究極的なものが倒産であり、各主体の倒産の影響から収益やキャッシュフローを守るという意味での「倒産隔離」は、資産流動化・証券化にとって極めて重要な意味を持つことになる。

ここで倒産隔離という場合、最もありうるケースとしてオリジネーターの倒産が対象となるが、オリジネーターがサービサーを兼ねることが一般的なことから、オリジネーターの倒産はサービサーの倒産をも意味することになる。また、SPVの倒産は可能性は小さいものの排除はできない。したがって、実際にはこれらの3者を対象として、次のような様々な視点から倒産隔離のための措置がとられることになる。

すなわち、オリジネーターの倒産からの隔離のためには、資産譲渡の真正売買性の確保⁽⁴⁾や管財人による否認の排除⁽⁵⁾が、サービサーの倒産からの隔離のためには、回収金のコミングリング・リスクの排除⁽⁶⁾やバックアップ・

- (4) 資産の譲渡が売買ではなく担保の提供であるとされると、SPVは担保権者の地位に置かれることになる。そして会社更生手続においては、更生担保権者として会社更生計画によらずに担保権を行使することはできない（会社更生法47条1項等）ほか、民事再生手続および破産手続においては、別除権として手続外での権利行使が可能（民事再生法53条1項、破産法65条1項）ではあるものの、管財人による介入権（破産法184条、185条）や担保権消滅制度（民事再生法148条、破産法186条）等の制約を受けることから、いずれにしてもキャッシュフローの確保が困難になるおそれがある。

6- 資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について（木下）

サービサーへの切替え等が、また SPV の倒産からの隔離のためには、SPV の倒産防止（他業制限による倒産防止、関係者の倒産申立権の放棄⁽⁷⁾等）や倒産時の対象資産の確保（責任財産限定特約⁽⁸⁾等）がそれぞれ図られる。

(3) 資産流動化・証券化の基本的機能に関連する近年の出来事

上述のような資産流動化・証券化の基本的機能に関連して近年注目すべき出来事があった。その主なものとして、事業の証券化、マイカル CMBS 問題、普通預金の帰属に関する最高裁判決、米国サブプライムローン問題がある。このうち事業の証券化については、項を改めて取り上げることとして、ここではそれ以外の問題等を順に見ていくこととする。

-
- (5) 否認とは、債権者平等の原則に基づき、例えば破産宣告の前になされた破産債権者を害すべき行為の効力を失わせるもので、故意否認（破産法 160 条 1 項 1 号）、危機否認（160 条 1 項 2 号）、無償否認（160 条 3 項）の 3 類型があるが、資産流動化・証券化における資産譲渡については、故意否認と危機否認が主として問題となりうる。
- なお、債務者が弁済資力の不足している窮境時（支払停止または破産申立後の危機時期以前）において、不動産を適正価格で売却した場合において、債務者が金銭化された不動産の価値を費消、隠匿しやすくなることを理由に、否認権の対象となとした大審院判決（大正 6 年 6 月 7 日）があることから、不動産証券化の法的安定性を制約してきたとされている。
- (6) サービサーが回収金を SPV に引き渡す前に倒産手続が開始した場合には、SPV は回収金の取戻権を有さず、回収金引渡請求権は、一般の破産債権、更生債権または再生債権として取り扱われるおそれがある。
- (7) SPV 自身ないし取締役による倒産申立権の放棄は、総債権者への公平な分配という公益的な観点から原則として無効と考える説が有力である一方、債権者による放棄は、民事訴訟や民事執行における不起訴や不執行の合意が訴訟法上の合意として有効であることの類推解釈として、倒産法上の有効性を認めるのが一般的とされている。
- (8) 責任財産限定特約は、一定の金銭債権の引当てを債務者の財産のうち一定の財産に限定する旨の取決めであり、民事執行法上は不執行の合意の一環として有効と解釈されているが、倒産法上の効力（債務超過の判断における債務の算出、配当）については異論もみられる。

i) マイカル CMBS の取扱いをめぐる論争

2001年9月に大手スーパーのマイカル・グループが倒産(民事再生手続申立て、11月に会社更生手続申立てに切替え)したが、それを契機に同グループがオリジネーターとして関与したCMBSの会社更生手続における取扱いが問題となった。それまでもオリジネーターが会社更生手続を申し立てた主な事例として、1998年9月の日本リース、2000年5月のライフの倒産があるが、これらのケースでは、いずれも保全管理人が関連ABSの真正売買性を争うことを避けたことから、対象となったABSはデフォルトすることなく予定どおり元利償還が行われた。これに対し、マイカルCMBSは、その真正売買性が争われた初めてのケースとなった⁽⁹⁾。

イ. マイカル CMBS の仕組み

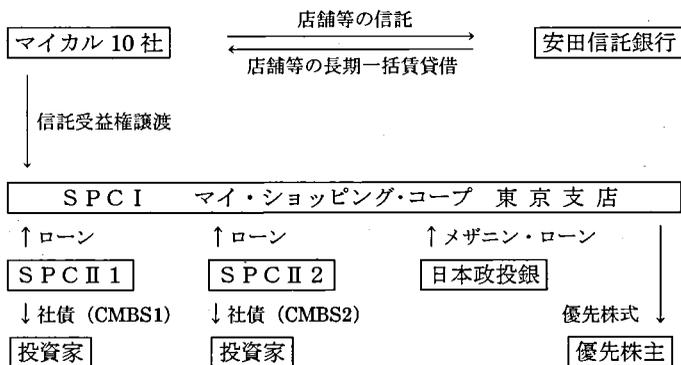
論争の対象となったマイカルCMBSの仕組みは概略次のようなものであった(下図参照)。すなわち、

- ①マイカル・グループ10社は、大型商業施設10店舗を安田信託銀行に信託する。
- ②マイカル・グループ10社は、信託した10店舗を長期賃借する(リースバック)。
- ③安田信託銀行は、第1～第4の4種の信託受益権証書をマイカル・グループに発行する。
- ④信託受益権のキャッシュフローは、マイカル・グループが支払う賃料が裏付けとなる。
- ⑤マイカル・グループは、第1～第4信託受益権証書をマイ・ショッピング・コープ東京支店(SPC I)に譲渡する。

(9) マイカル・グループに関連しては、特殊な仕組みのABSがわが国で初めてデフォルトした。マイカル・グループを含めたオリジネーターの倒産事例については、木下正俊[2004]第5章第4節を参照。

8- 資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について (木下)

- ⑥SPC I は、上記信託受益権の購入資金を、i) 第1受益権を引当てとするミレニアム・ショッピング・コープ・ワン東京支店 (SPC II 1) からのノン・リコース・ローン、ii) 第2受益権を引当てとする日本政策投資銀行からのノン・リコース・メザニン・ローン、iii) 第3受益権を引当てとするミレニアム・ショッピング・コープ・ツー東京支店 (SPC II 2) からのノン・リコース・ローン、iv) 第4受益権を引当てとするマイ・ショッピング・コープによる優先株引受、により調達する。
- ⑦SPC II 1 と SPC II 2 は、それぞれ第1受益権と第3受益権を引当てとする社債 (CMBS1, CMBS2) を発行する。
- ⑧CMBS1 と CMBS2 の償還は、第1受益権と第3受益権を引当てとするノン・リコース・ローンのリファイナンスにより行われる。リファイナンスができなかった場合は、償還期日を2年半延期したうえで信託不動産を処分し、第1受益権と第3受益権の信託元本の償還金により行われる。



ロ. 争点

上記の不動産証券化スキームについて、更生管財人サイド⁽⁴⁰⁾は、本件はマ

マイカルの店舗ないしその信託受益権を担保とする譲渡担保取引である、マイカルの店舗のリースバック契約はファイナンス・リース取引に類似している、等と指摘し、マイカルの未払い賃料は更生手続開始前の役務の対価であり、受託銀行が有する賃料債権は更生担保権となり、更生手続によらずに賃料の支払いを受けることはできないと主張した。

これに対し、資産管理会社(および投資者)サイド⁽¹⁰⁾は、本件には譲渡担保取引やファイナンス・リース取引としての要素はなく、マイカルの未払い賃料は更生手続開始後の役務の対価であり、受託銀行の賃料債権は共益債権として更生手続によらずに支払いを受けることができると主張した。

ハ. 真正売買性をめぐる議論の展開

マイカル・グループの倒産を契機として、上記論争を含め、有力な倒産法学者も加わって多様な議論が展開されることとなった。その主張の立場は大きく3つに分けることができる。ここではそれらを真正売買メルクマール定立論、被担保債権存否重視論、倒産法的再構成論、と呼ぶこととする。

(イ) 真正売買メルクマール定立論

これは、わが国で資産流動化・証券化が本格的に行われるようになった1990年代前半以降、これに関与する実務家や法律家を中心となって米国での経験等を参考に主張されてきたものである⁽¹²⁾。論者により多少の違いはあるが、資産流動化・証券化における主な要素、例えば、①契約当事者の売買意思、②対抗要件の具備、③公正な市場価格を反映した譲渡価格、④適度なり

(10) 管財人の依頼により作成された山本克己 [2002] およびマイカル法律管財人団 [2002] を参照。

(11) 新堂幸司ほか [2002] を参照。

(12) 例えば、日本資産流動化研究所「平成12年度資産流動化と投資家保護に関する調査報告書」第1部「証券化スキーム破綻時の法制化に関する調査」(2001年4月)を参照。

10-資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について（木下）

コース・買戻し比率，⑤会計上のオフバランス，⑥SPVの独立性，等を満たすスキームについては真正売買性を認めようとするものであり，格付けに際して求められるリーガル・オピニオンにおいても，こうした手法は実務慣行として定着していると言われる。

また，真正売買メルクマール定立論の一類型として，セーフハーバー・ルール必要論が唱えられている。例えば，米国において，2002年に結局審議未了で廃案になったが，連邦倒産法改正に際し，倒産財団に含まれる財産の範囲について規定している連邦倒産法541条に，「ABSに関しては，債務者が倒産しても，資格ある法人に譲渡された資産は，複数の全国的に認められた格付会社により最上級の格付がなされていた場合には，債務者の倒産財団に取込めないものとする」との1項を加える改正案が1998年に連邦議会に提出され，その後，数年に亘り審議が継続されたことがある⁽¹³⁾。このほか，韓国の資産流動化法においては，所定の要件を満たした資産流動化計画に基づく資産の譲渡は担保の設定とはみなさない旨の規定（13条）が設けられており，参考にされている⁽¹⁴⁾。

（ロ）被担保債権存否重視論

マイカルCMBS問題を契機に論争に参加した有力な倒産法学者によって唱えられた説である⁽¹⁵⁾。彼らは，上記の真正売買メルクマール定立論は米国での議論にひきづられた論であると批判するとともに，真正売買の問題とは，会社更生手続き上，更生担保権として扱われるか否かの問題であり，わが国の倒産法理に則った検討が必要であると主張する。その上で，資産の譲渡が

(13) 日本資産流動化研究所 [2003] 第2部第2章第2節「米国」（青木則幸執筆）を参照。

(14) 日本資産流動化研究所 [2003] 第2部第2章第9節「韓国」（江川由紀雄執筆）を参照。

(15) 山本克己 [2002]，山本和彦 [2002] を参照。

譲渡担保(ないし売渡担保)であると認定されるためには、①被担保債権の存在、すなわちオリジネーターに対象資産の買戻し義務があるなど、SPVのオリジネーターに対する被担保債権が存在すること、②目的物の処分権と補充性、すなわちオリジネーターの債務不履行時にSPVは譲受資産を処分することができること、および債務不履行時までは処分できないこと、③目的物の受戻し権の存在、すなわちオリジネーターは債務を弁済することにより譲渡資産を受け戻すことができること、の3要件の充足が必要であるとする。

また、被担保債権存否重視論の一類型として、ファイナンス・リース取引との対比論がある。これは、不動産の証券化スキームにおいて採られている「セール・アンド・リースバック」契約がファイナンス・リース取引としての性質を有する場合には、賃料債権は更生担保権となるとするものである⁽¹⁶⁾。

なお、被担保債権存否重視論に対しては、被担保債権の存在から担保取引性を導くのは本末転倒ではないかとの批判が、またファイナンス・リース取引との対比論に対しては、不動産の証券化は、ファイナンス・リースとして論じられてきた状況(ユーザーによる物件の選択権、ユーザーによる物件の保守・修繕義務等)とは異なるとの批判がなされている⁽¹⁷⁾。

(ハ) 倒産法的再構成論

これもマイカルCMBS問題を契機に有力な倒産法学者により唱えられた説⁽¹⁸⁾で、実体法上は売買契約であっても倒産法上は担保契約として再構成されることがあるとし、その要件として、つぎの3つをあげる。すなわち、①一定の法律行為の形式が採られていてもその結果として成立する権利義務が実体とは異

(16) 最高裁判決(平成7年4月14日)は、フルペイアウトのファイナンス・リース取引においては、リース料債権は契約の成立と同時にその全額について発生し、各月のリース物件の使用と各月のリース料の支払いとは対価関係に立つものではないとして、未払いのリース料債権は更生担保権となるとの判断を示した。

(17) 西村ときわ法律事務所「2006」349頁、351頁。

(18) 伊藤真【2002】。

なったものとなっており、かつ、法形式どおりの権利義務を認めることが、破産債権者や更生債権者などの合理的期待を裏切る結果となること、②倒産法的再構成が、契約の相手方など利害関係人の権利との公平を害しないこと、③ある法形式を認めることが破産や会社更生手続きの規定を回避または潜脱する結果となり、手続きの目的実現を妨げるものとみなされること、である。ただ、同説においても、倒産法的再構成がなされるには自ずから合理的な限界があると指摘されている。

なお、倒産法的再構成論に対しては、否認権のような明文の根拠がないにもかかわらず実体法からの変容を認めるのは理論構成として無理があるとの批判がなされている⁽¹⁹⁾。

このように、マイカル CMBS 問題をめぐり激しい論争が展開されたが、2002 年末に、関係当事者間で同 CMBS のデフォルトを回避する内容の和解⁽²⁰⁾が成立し、論争は終息した⁽²¹⁾。その後、議論は下火となり現在に至っているが、今回の論争がわが国における資産流動化・証券化の倒産隔離に関する理解を深めるうえで多大の貢献をしたことは高く評価できるであろう。ただ、今回の問題の対象は、不動産の証券化であり、それに特有の要素をめぐる論争という側面のあったことから、ここでの議論を一般化することには自ずと限界があることに留意しておく必要がある。

(19) 西村ときわ法律事務所 [2006] 353 頁。

(20) 東京地裁の許可を得た和解の内容は、①管財人と資産管理会社が和解および新たな賃貸借契約を締結すること、②新賃貸借契約では賃料債権は共益債権となること、③旧契約に比べ、当面の賃料は上昇する一方、将来の賃料引上げ条項を破棄すること、というものと伝えられている（高橋正彦 [2006] 170 頁）。

(21) マイカル CMBS の直接の当事者ではない山本和彦 [2002] は、被担保債権存否重視論およびファイナンス・リース対比論を展開した上で、マイカル CMBS のスキームを担保取引ないしファイナンス・リース取引と認定するのは無理である旨結論付けている。

なお、上記の真正売買メルクマール定立論と被担保債権存否重視論とは相対立する説として議論が展開されたが、これらはアプローチこそ異なるものの、それにより求める解は自ずと共通するものに収斂していくように思われる。この点について、要件事実論の視点をもとに、被担保債権存否重視論における「被担保債権の存在」および「担保目的物の存在」は、担保取引に係る主要事実に対応する一方、真正売買メルクマール定立論における様々な要素は、こうした主要事実の認定を基礎づける間接事実群に対応するものと理解することができるとし、両説を異なるレベルで両立し得るものとして理解する見解が示されており参考になる⁽²²⁾。

ii) サービサー・リスクに関連しうる最高裁判決

他人のために資金を受け入れ自己名義の普通預金口座に保管していた預金の帰属が争われた事案について、2002年から2003年にかけて最高裁判決が相次いで下された。これらは、資産流動化・証券化の事案ではないが、サービサー・リスクとも関連しうる重要な判例として注目する必要がある。以下、判決内容を確認しておく。

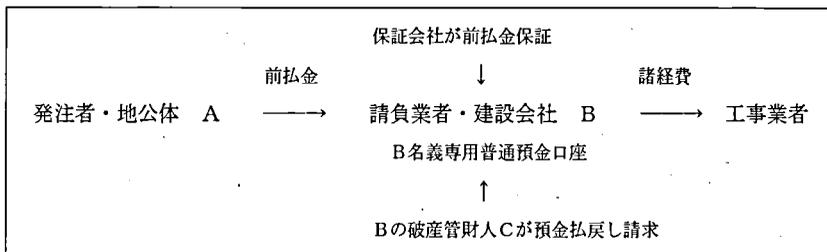
2002年1月17日最高裁第一小法廷判決（以下「1月判決」、下図参照）

本判決は、地方公共団体Aから公共工事を受注した建設会社Bが、Aから受け入れた前払金をB名義の普通預金口座に分別保管していたが、その後Bが破産したため、その破産管財人Cが当該預金の払戻しを請求した事案について、①前払金が預金口座に振り込まれた時点で、Aを委託者かつ受益者、Bを受託者、前払金を信託財産とし、これを工事の必要経費の支払いに充てることを目的とした信託契約が成立したと解するのが相当であること、②当該金員は、預金口座からBに払い出されることによって、請負代金の支払い

(22) 日本資産流動化研究所 [2003] 第3部第2章第5節「真正売買をめぐる問題」(佐藤正謙執筆) 432, 433頁参照。

14- 資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について（木下）

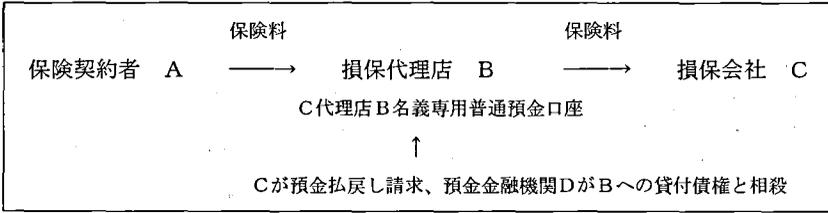
としてBの固有財産になるというべきであること、等を理由にCの請求を棄却した。



2003年2月21日最高裁第二小法廷判決（以下「2月判決」，下図参照）

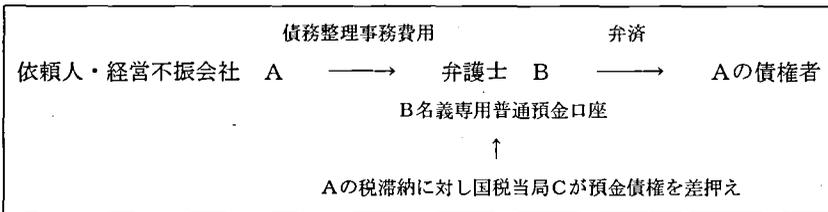
本判決は、損害保険会社Cの代理店であるBが保険契約者Aら収受した保険料をC代理店B名義の普通預金口座に分別保管していたが、Bが経営不振に陥ったことから、Cが当該預金口座を開設している金融機関Dに対し預金の払戻しを請求したところ、Dはこれを拒否し、Bに対する貸付債権と相殺した事案について、①口座開設者は代理店であること、②口座名義は損害保険会社を預金者として表示するものではないこと、③損害保険会社が代理店に預金契約締結の代理権を与えた事実は認定できないこと、④口座管理者は名実ともに代理店であること、⑤金銭については占有と所有が結合しているため、金銭の所有権は金銭の受領者（占有者）である代理店に帰属すること、等を理由として、代理店Bを預金者と認定し損害保険会社Cの請求を棄却した。

この判決に対しては、本件代理店契約には預金口座を開設する権限を授与することも含まれていると解することができ、預金口座の名義は、損害保険会社が代理店を使って預金口座を開設したことを表示していると解するのが相当であるとの反対意見が付されている。



2003年6月12日最高裁第一小法廷判決（以下「6月判決」、下図参照）

本判決は、弁護士Bが依頼人Aから債務整理事務費用として受領した資金をB名義の普通預金口座に分別保管していたところ、Aが国税を滞納したため国税当局Cが当該預金債権を差し押さえた事案について、①弁護士Bが交付を受けた金銭は委任事務の前払費用（民法649条）にあたること、②前払費用は、交付の時に委任者の手を離れ、受任者に帰属すること、③本件口座は、Bが自己に帰属する財産をもって自己の名義で開設し、自ら管理しているものであること、等を理由として、弁護士Bを預金者と認定し国税当局の差し押えを棄却した。この判決には、信託契約が締結されていると解する余地もあるとの補足意見が付されている。



上記の諸判決をもとに、資産流動化・証券化におけるサービサー・リスクの解消について考える際のインプリケーションを探ってみたい。

まず資産流動化・証券化におけるサービサーの位置づけと構図が似通っているのは「2月判決」の事案である。すなわち、この事案における保険契約者を原債務者に、代理店をサービサーに、損害保険会社をSPVにそれぞれ置

き換えると、資産流動化・証券化スキームと共通の構図となる。そこで「2月判決」の結論を機械的にサービサーの回収金口座預金に当てはめると、当該預金の預金者はサービサーとされ、サービサー・リスクが顕現化することになる。しかし、「2月判決」のポイントは、損害保険会社が代理店に預金契約締結の代理権を与えた事実が認定できなかったとされたことにあると考えられ、仮にそれが認定されたとすれば結論は異なるものになったであろう。したがって、資産流動化・証券化におけるSPVとサービサーとの間での委任契約において、この点に留意しておけばサービサー・リスクへの対応は可能とも考えられる。また、「2月判決」に対しては、反対意見が付されているほか、金融機関および代理店の認識を検証していないとの批判⁽²³⁾が加えられていることも参考となろう。

「1月判決」と「6月判決」の事例は、資産流動化・証券化スキームと構図が全く異なるが、信託の成否という点では参考となろう。ただし、サービサーの回収金を信託財産とする信託の成立を構成するとした場合、誰を委託者と考えるのか、また、そもそもこれら両判決においては信託成立の要件が必ずしも明確とはいえないという問題もある。

いずれにしても、これら諸判決は、サービサー・リスクを考える際に重要な意義を有するものであることは間違いないものの、これらによってサービサー・リスクの解消に明確な道筋が示されたとは言えないことも事実であろう。

iii) 米国サブプライムローン問題

2007年夏以降、米国のサブプライムローン問題が深刻化している。すなわち、米国では、2006年後半からの担保不動産価格の低下に伴い、信用力の低い消費者向け住宅ローン（サブプライムローン）の焦付きが急増するところ

(23) 岩原紳作・森下哲朗「預金の帰属を巡る諸問題」金融法務事情 No. 1746 (2005. 8. 5) 35頁。

となり、同住宅ローン債権を対象とした証券化商品(MBS)およびそのリスクとリターンを再構成した証券化商品(CDO)のデフォルトが拡大し、これらの証券化商品に投資していた金融機関や機関投資家等が損失を被り、信用不安が世界に波及するという事態が発生した。その後、先進主要国の政府や中央銀行の対応により市場の混乱は鎮静化に向かうものと期待されているが、今回の事態は、証券化商品を媒介とする世界初の信用不安の発生であり、証券化商品の信頼低下を含め多くの問題を投げかけるものとなった。例えば、サブプライムローンの貸手・借手双方のモラル・ハザード、証券化商品の組成の不備、証券化商品を媒介とするリスクの拡散、等である。これらの実態については、関係機関や専門家による究明を待たなければならないが⁽²⁴⁾、現時点での各種報道等による限りでは、数年に亘る金融緩和基調に支えられた不動産価格の上昇を背景に、ローンの貸手・借手双方に安易な姿勢があったことや、証券化商品への投資を通じてリスクが世界中に拡散したことは間違いないようである。もちろん、リスク拡散については、なにも証券化商品に限られることなく、市場商品に共通する現象であり、これをもって証券化商品のプラス面をも否定するのは正しい理解とは言えないが、証券化とりわけCDOによりリスクが再構成されリスクの実態が把握しにくくなってしまったことは軽視できない点であろう。したがって、問題の核心は、サブプライムローンの貸手・借手双方のモラル・ハザードが証券化商品の組成の不備と結びついたところにあると考えられる。ただ、ここで証券化商品の組成の不備といった場合、本稿が検討対象としているスキームの倒産隔離性といった証券化の仕組みそのものの欠陥という問題ではなく、むしろ証券化というツールの使い方や組成段階での資産の評価に問題があったようであり、例えば、

(24) 日本土地法学会での報告の後に接した比較的詳しい文献として、金融庁金融市場戦略チーム「第一次報告書」(2007年11月30日)、淵田康之「サブプライム問題の教訓」資本市場クォータリー2007Autumn、関雄太「サブプライム問題からABCP問題へ」同、等がある。

裏づけ資産であるサブプライムローンの返済可能性の評価やそれを踏まえた証券化商品の格付け等における不適切な実態が厳しく問われることになると思われる。

(4) 資産流動化・証券化の基本的機能に関連する近年の法整備

近年、資産流動化・証券化の基本的機能に関わる重要な法改正等が相次いで行われた。主なものだけでも2005年の破産法等各種倒産法改正（1月施行）、2006年の会社法（同5月）、2007年の信託法・信託業法改正（同9月）がある⁽²⁵⁾。以下では、これらの法改正について、資産流動化・証券化の基本的機能としての倒産隔離性に関わるものと、それ以外のものに分けて、内容を簡単に確認しておくこととする。

i) 資産流動化・証券化の倒産隔離性に関連する法改正

まず資産流動化・証券化の倒産隔離性に関連する法改正としては、2005年倒産法改正、2007年信託法・信託業法改正が重要である。オリジネーター、サービサー、SPVそれぞれの倒産隔離の観点から見ていこう。

オリジネーターの倒産隔離

オリジネーターの倒産隔離の観点では、2005年倒産法改正においては、既述の真正売買の問題についての手当ては行われなかったが、管財人による否認の要件が明確にされたことで一歩前進した。すなわち、適正価格による不動産の譲渡について破産管財人による否認を認めた大審院判決（大正6年6月7日）⁽²⁶⁾を根拠として、主に不動産の流動化・証券化における否認リスク

(25) このほかにも2007年9月施行の金融商品取引法、金融商品販売法改正があるが、資産流動化スキームの基本的機能との直接的な関連が少ないことから、本稿では正面からは取り上げていない。

(26) 脚注5参照。

が懸念されていたが、今回の法改正において、破産者が相当の対価を得て財産を処分した場合、その処分行為が、不動産の金銭への換価等による財産の種類の変更により、財産の隠匿等、破産債権者を害するおそれがあること、等の要件に該当する場合に限り否認することができる(破産法161条1項)とし、否認要件が厳格化されたことから、通常の資産流動化・証券化における適正価格による資産譲渡が否認されるリスクはほぼ解消されることになったと考えられる。

また、2007年信託法改正においては、信託財産に属する財産に対しては、強制執行等を行うことができない旨(23条1項)が明記されたことから、信託財産責任負担債務に係る債権に基づく場合(事業の証券化に関連して後述)を除き、信託財産の倒産隔離性が一層明確になった。

サービサーの倒産隔離

サービサーの倒産隔離の観点では、2005年倒産法改正において、サービサーが回収し専用の預金口座に分別管理されている預り金はサービサーの倒産財団に属しないとする立法提案⁽²⁷⁾の実現は見送られたが、2007年信託法改正において、コミングリング・リスクの解消に資する規定が設けられた。

すなわち、改正後の信託法(3条)により自己信託が認められることになったことから、サービサーが回収金を信託財産とし、自らを委託者兼受託者、SPVを受益者とする信託を設定することにより、回収金の倒産隔離を図ることが可能になると考えられている。

SPVの倒産隔離

SPVの倒産隔離の観点では、SPVとして信託を利用する場合について、2007年信託法改正において、信託財産の倒産隔離およびSPVの倒産防止に

(27) 韓国、イタリア、ポルトガルの資産流動化に関する特別法において、このような内容の規定が設けられている。日本資産流動化研究所[2003]の該当箇所を参照。

資する規定が設けられた。

すなわち、信託財産の倒産隔離については、受託者が破産手続開始の決定を受けた場合であっても、信託財産に属する財産は破産財団に属しないことが明記された（信託法 25 条 1 項）。また、SPV の倒産防止については、今回の改正で受益者の定めのない信託（信託法 258 条）が従前の公益信託以外にも認められることになったことから、SPV への出資持分権を信託財産とし、受益者を定めない信託を設定することにより、持分権が行使され SPV が倒産に追い込まれる事態を防止することが可能になると考えられている。

ii) 資産流動化・証券化に関連するその他の法改正

その他の重要な法改正として、2006 年会社法による合同会社制度の創設、2007 年信託法改正による裁判所の信託終了命令要件の明確化と事業の信託の可能化を挙げることができる。

合同会社制度の創設

合同会社は、社員一人で設立できるなど設立が容易、社員の有限責任とすることが可能、社債発行が可能、等の特徴を有し、資産流動化・証券化における SPV としても使い勝手が良いことから、会社法の施行以降、SPV として幅広く活用されている。

裁判所の信託終了命令要件の明確化

旧信託法 58 条は、信託を解除して受益者が信託財産を取得しなければその債務を完済できない場合その他やむをえない事由があるときは裁判所は信託の終了を命ずることができるとしていたことから、受託者や信託債権者等の関与しない受益者およびその債権者の事情で信託が終了してしまうリスク（「58 条リスク」）が懸念されていた。今回の法改正では、裁判所が信託の終了を命ずることができる要件が「信託を終了することが信託の目的及び信託

財産の状況その他の事情に照らして受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるとき」(165条1項)に限定されたことから、上記の「58条リスク」は解消されることになった。

事業の信託の可能化

改正信託法は、信託財産が弁済責任を負う債務(信託財産責任負担債務)の範囲を明確化し、その一つとして「信託前に生じた委託者に対する債権であって、当該債権に係る債務を信託財産責任負担債務とする旨の信託行為の定めがあるもの」(21条1項3号)は、信託財産責任負担債務となるとした。この規定に基づき、信託財産が委託者の債務を信託財産責任負担債務として引き受けることにより、積極財産と消極財産の集合体としての事業の信託が可能になると考えられ、事業の証券化が促進されるものと期待されている。

(5) 事業の証券化と倒産隔離性

既述のように、わが国の資産流動化・証券化において、その対象が従来の債権や不動産といった特定の資産から事業へと広がりを見せているが、今回の信託法改正により事業の信託が可能となったこともあって、事業の証券化がさらに行いやすくなるものと期待されている。そこで資産流動化・証券化の基本的機能を支える倒産隔離性の観点から、事業の証券化の特徴について考えてみたい⁽²⁸⁾。

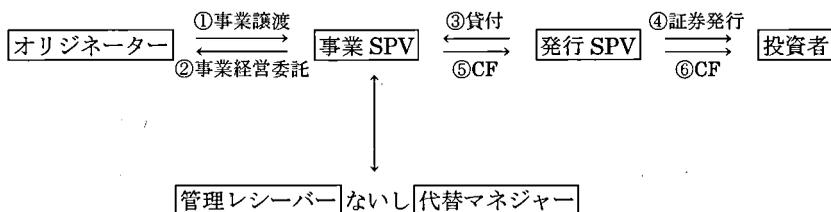
i) 事業の証券化の仕組み

わが国では事業の証券化はまだ始まったばかりであり、かつそのスキームが公開されているものは限られているため、一般的な仕組みを示すことは困難ながら、代表的な仕組みは次のようなものであろう。すなわち下図に示す

(28) 詳しくは木下正俊【2007】を参照。

ように、

- ①オリジネーターは、特定の事業を行わせるために設立した SPV（「事業 SPV」という）に事業を譲渡し、その対価を得る。事業用資産の譲渡については、真正売買（True Sale）が観念される。
- ②事業 SPV は、事業経営のノウハウを有するオリジネーターに対し、事業の経営を委託する。
- ③事業 SPV は、事業の購入資金および事業を継続するために必要な資金を、資産流動化商品（証券）を発行し投資者から最終的に資金調達を行う SPV（「発行 SPV」という）から借り入れる。
- ④発行 SPV は、事業 SPV への貸付債権を裏づけとする証券を発行し、投資者から資金を調達する。
- ⑤事業 SPV が行う事業から生み出された収益・キャッシュフローは、発行 SPV からの借入金の元利払いに充てられ、
- ⑥さらに発行 SPV により証券の元利払いに充てられる。この間、事業 SPV から事業の委託を受けるオリジネーターの倒産に備えて、事業 SPV により管理レシーバーないし代替マネージャーが選定され、停止条件付で業務の委託が行われる。



ii) 標準的な証券化と事業の証券化における倒産隔離性の異同

本稿ではこれまで、資産流動化・証券化の基本的機能を、資金調達者自身の信用力に制約されず対象資産の収益性に依存してより有利な条件で資金を

調達することであると捉え、それを支えるのがスキームの倒産隔離性であると述べてきた。このような資産流動化・証券化（以下「標準的な証券化」という）における倒産隔離性と比較して事業の証券化における倒産隔離性をどのように理解したらよいただろうか。とくにオリジネーターの倒産隔離という点では、標準的な証券化においては、真正売買性の確保と否認の排除を通じて譲渡資産に対するオリジネーターの支配を断ち切ることにより倒産隔離を図っているのに対し、事業の証券化においては、スキームの組成の際に、経営ノウハウを有するオリジネーターの譲渡事業への関与を前提としていることから、両者を統合的に理解することは困難なようにも見える。

しかし、事業の証券化も、資金調達者（オリジネーター）の信用力に制約されることなく、対象事業の収益性に依存してより有利な条件で資金調達を行うという基本的機能を有するものである点において、標準的な証券化の基本的機能と共通している。そして基本的機能を実現するためには、事業の証券化においても、やはりオリジネーターの倒産隔離が必要となる。

ただ、事業の証券化においては、オリジネーターのスキームへの関与の形態が標準的な証券化におけるそれと異なることから、オリジネーターの倒産隔離の方法も異なることになる。すなわち、標準的な証券化ではオリジネーターによる対象資産への支配を排除することにより資産の生み出す収益の確保を図る（True Sale）のに対し、事業の証券化においては、オリジネーターの経営状態に問題がない場合はスキームの運営に関与させるが、経営不安が生じると代替マネジャーに経営を移管することにより事業の継続価値の確保を図る（True Control）というように、両者での倒産隔離の方法は異なる。しかし、オリジネーターの倒産の影響から対象資産ないし対象事業の価値を守るという意味では共通していると考えられる⁽²⁹⁾。

3. 資産流動化・証券化の健全な発展のための課題

上述のような基本的機能を有する資産流動化・証券化（事業の証券化を含む）は、様々なリスクとリターンの組合せからなる多種多様な金融商品を生み出し、それを市場を通じて供給することを可能にする。そしてこのような新しい金融手法は、市場型間接金融の中核をなす集団投資スキームのひとつとして、従来の伝統的な間接金融により形成されてきたわが国の金融システムを転換し、新しい金融の流れを作り出すものと期待されている⁽²⁹⁾。

このような資産流動化・証券化がわが国でも着実に拡大し定着してきていることは冒頭で触れたとおりである。また、その一方で、資産流動化・証券化の基本的機能に関わる諸問題が、あるものは解決され、あるものは未解決のまま残されていることも既述のとおりである。そこで本稿の結びに代えて、わが国の資産流動化・証券化市場がこれから健全に発展していくために取り組むべき課題について、いくつかの観点から考えてみたい。なかでも市場型間接金融としての性格を有する資産流動化・証券化市場の発展のためには、とくに市場インフラおよび法的インフラの整備が不可欠であることを強調しておきたい。

(1) 投資者層の広がりを促す取組み

資産流動化・証券化市場が今後一層発展するためには、投資者層の厚みと

(29) なお、標準的な証券化においても、SPVはオリジネーターに対し債権回収業務を委託するケースが一般的であり、サービスに経営不安が生じるとバックアップ・サービスに切り替えることにより債権回収業務の継続を図っていることからすると、事業の証券化におけるオリジネーターの事業への関与を標準的証券化におけるサービスたるオリジネーターの債権回収業務への関与と同視して理解することもできるかもしれない。

(30) 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」（1998年6月）、木下正俊〔2006〕、等を参照。

広がりが必要である。そしてそのための鍵を握るのは、一般投資者の市場参加であり、それを可能とする投資機会の拡大と投資者保護の両面からの対応が求められる。すなわち、資産流動化・証券化市場は、機関投資家等のプロ向けの市場であるとの考え方がとくに実務家において強かったように思われるが、資産流動化・証券化の基本的機能を享受すべき投資者はプロ投資者に限られるべき理由はなく、アマ投資者もその優れた機能を享受してよいはずである。

ただし、アマ投資者の市場参加を促すことにより市場の一層の発展を実現するためには、投資者保護の観点からの次のような対応がとくに重要であろう。

第一は、アマ投資者に適合した商品性の確保である。アマ投資者に対しては、少なくとも倒産隔離性の確保された商品が提供されることが望ましい。

第二は、ディスクロージャーの改善である。アマ投資者も自己責任原則を前提に市場に参加する以上、資産流動化・証券化商品の商品性、とくに商品の仕組みや裏づけ資産等のパフォーマンスに関する情報が十分開示されることが重要である。

第三は、これとも関連するが、資産流動化・証券化商品の販売・勧誘の改善である。この点では、2007年の金融商品販売法改正により、金融商品の仕組みを含む説明対象の拡大および顧客の属性に応じた説明方法の義務化が図られたことから、資産流動化・証券化という仕組みの複雑な金融商品の販売・勧誘における投資者保護が進展することが期待される。

(2) 市場インフラの整備・充実

資産流動化・証券化市場の発展のためには、流通市場の整備が不可欠である。金融資本市場は、本来、適正な価格に基づく取引により資金の配分やリスクの配分を効率的に行う場であり、適正な価格を見出すためには、よく機能する流通市場の存在が不可欠である。この点、資産流動化・証券化市場に

26- 資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について (木下)

については、冒頭で触れたように、発行市場は着実に拡大してきているものの、流通市場はなお極めて限られたものとどまっているのが現状である。このようないわば片肺状態から脱却するためには流通市場での取引を活発化させなければならないが、そのためには次のような観点からの市場インフラの整備・充実が必要であろう。

第一は、資産流動化・証券化商品の価格や裏づけ資産等のパフォーマンス等に関する公開情報の整備と投資者へタイムリーに提供するシステムの整備である。

第二は、資産流動化・証券化商品のリスク評価の信頼性の確保である。この点では、米国のサブプライムローン問題から学ぶべき教訓は少なくなく、例えば、裏づけ資産等のリスク・リターンの評価の適正化と透明化、リスク評価者とりわけ格付会社の責任の明確化等が重要であろう。

第三は、統計の整備である。この点、従来、市場規模等に関する信頼度の高い統計が極めて限られていたが、このほど日本証券業協会と全国銀行協会が日本銀行から引き継ぐ形で統計を定期的に作成し公表する体制を整えたことは重要な一歩であり、今後一層の充実が期待される。

(3) 法的インフラの整備・充実

わが国では1990年代以降、資産流動化・証券化に関する多くの法律が制定され、こうした法的インフラに支えられて取引が促進されてきた。1990年代から2000年代初にかけて特定債権法やSPC法・資産流動化法といった資産流動化・証券化スキームの組成を規律する法整備が行われたのに続き、近年は、本稿で取り上げたように、スキームの倒産隔離性に関する法的不確実性の解消に資する倒産法改正、信託法改正等の重要な立法が相次いでなされた。このうち近年の法改正については、その活用と運用の状況を注視していく必要がある。

この間、既述のように、資産流動化・証券化スキームの倒産隔離性に関す

る論点のうち、いくつかのものは解釈に委ねられ必ずしもコンセンサスの得られていないものもあることから、立法による解決を含めた対応について、引き続き検討が求められよう。

また、近年、流動化・証券化の対象が債権や不動産といった特定の資産から事業全般へと拡大しつつあることを踏まえると、企業担保法を含む担保法制全般の見直しも重要な課題として浮上してこよう。

28— 資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について（木下）

（主要参考文献——著者 50 音順）

伊藤眞 [2002] 「証券化と倒産法理—倒産隔離と倒産法的再構成の意義と限界」金融法務事情 No. 1657, 1658

小野傑・徳安亜矢 [2006] 「証券化取引」別冊金融・商事判例「倒産処理法制の理論と実務」

川上嘉彦・有吉尚哉 [2007] 「新信託法下での新たな信託類型の資産流動化・証券化取引における利用可能性に関する一考察」金融法務事情 No. 1798

川上嘉彦・有吉尚哉 [2007] 「新信託法下での信託当事者への規律とその資産流動化・証券化の実務への影響」金融法務事情 No. 1804

木下正俊 [2004] 『私の資産流動化教室』西田書店

木下正俊 [2006] 「金融システム改革と先端金融の推進」広島法科大学院論集第 2 号

木下正俊 [2007] 「事業の証券化の意義と特徴」広島法科大学院論集第 3 号

新堂幸司ほか [2002] 「山本意見書に対する見解書」金融法務事情 No. 1649

高橋正彦 [2006] 「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」証券経済研究第 53 号

西村ときわ法律事務所 [2006] 『ファイナンス法大全アップデート』第 5 章第 3 節 1 「真正売買に関する議論の整理と考察」, 商事法務

日本資産流動化研究所 [2003] 『平成 14 年度資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第 1 分冊 海外の資産流動化に関する調査研究委員会報告書—法制編』

日本証券業協会・全国銀行協会 [2007] 「証券化市場の動向調査」

マイカル法律管財人団 [2002] 「なぜわれわれはマイカル CMBS を問題にするのか」NBL No. 746

山本和彦 [2002] 「マイカル証券化スキームの更生手続きにおける処遇について」金融法務事情 No. 1653

山本克己 [2002] 「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」金融法務事情 No. 1646, 日経公社債情報 No. 1341