

事業の証券化の意義と特徴

——標準的な証券化等との比較を通じた概念整理の素描——

木 下 正 俊

1. はじめに
2. 事業の証券化と標準的な証券化の比較
3. 倒産隔離の意義と事業の証券化
4. 市場型間接金融における金融手法の融合化と個性化
5. おわりに

1. はじめに

事業の証券化(Whole Business Securitisation)と呼ばれる金融手法は、1990年代半ばに英国で創始されたといわれる。老人ホームの案件を嚆矢とし、その後、チェーン展開するパブやホテル等の案件を中心に、それらの事業が生み出す収益やキャッシュフローを裏づけとする証券の発行により資金調達を行う方法がそれである⁽¹⁾。こうした事業の証券化は、その後米国等に普及したほか、ごく最近ではわが国においても実施され始めたといわれている⁽²⁾。また、昨年12月8日に成立した信託法改正において、積極財産のみならず消極財産の信託も可能とされたことは、事業の証券化をサポートする法的イン

(1) 英国における事業の証券化について紹介した初期の論文として、渡辺 [2002] を参照。このほか、事業の証券化について幅広く解説したものとして、西村総合法律事務所 [2003]、西村ときわ法律事務所 [2006] 等を参照。

(2) ソフトバンクによる携帯事業の証券化が大きく報道され話題になっている(2006年9月26日付日本経済新聞)。

フラが一つ整備されたものと評価され⁽³⁾、事業の証券化は今後さらに促進されるものと期待されている。

しかし、そもそも事業の証券化とはどのようなものか、わが国で1990年代半ばから本格的に行われるようになった資産流動化・証券化（以下では「標準的な証券化」という）とはどのような関係にあるのか、さらには他の様々な金融手法の中でどのように位置づけられるのか、といった点については、ようやく検討の緒に就いた段階のように思われる⁽⁴⁾。

本稿は、このような現状を踏まえ、事業の証券化の意義とその特徴について、標準的な証券化やその他の金融手法との比較を通じて一つの概念整理のスケッチを提示することを目的としている。なお、本稿は、日本経済学会での報告をベースに、論点を再構成し書き改めたものである⁽⁵⁾。

(3) 改正信託法では、信託設定前に委託者に対して発生していた債権であっても、信託行為においてその旨を定めれば、信託財産責任負担債務となり（21条1項3号）、信託財産にかかっているようになる（23条1項）。これによって、事業などのように積極財産と消極財産からなる総体を信託することが容易になったとされる（能見善久「信託法改正と信託法理」金融2006年6月、4頁、中原裕彦ほか「信託法改正要綱の概要」金融法務事情No.1764、19、20頁）。

(4) 事業の証券化について、渡辺 [2002] 36頁は、「事業全体の証券化は「通常の証券化」と「担保付貸付」の中間に位置するといえる。」としている。また、西村ときわ法律事務所 [2006] は、「事業の証券化は、現時点においては日本では必ずしも一般化した取引とはいえず、未だその概念の明確化や一般的なストラクチャーの確立には至っていない。しかしながら、主として経済的観点から、その内容を抽象的にはあるがえて規定するのであれば、「ある事業者が特定の事業を営むことから生じる将来のキャッシュ・フローを裏づけとする証券化」とでもいうことになろう。」（537頁）としたうえで、「事業の証券化はこれまでの通常の証券化取引と通常のコポレート・ローンとの中間的・ハイブリッド的な性質を有すると考えることができる。」（547頁）と述べている。

(5) 2005年6月の日本経済学会において、筆者は、深浦厚之・長崎大学教授の報告 [2005b] に対する討論者として報告する機会を得、同報告へのコメントを兼ねて報告（木下 [2005]）を行った（報告ペーパーは今のところ学会誌には収録されていない）。

2. 事業の証券化と標準的な証券化の比較

(1) スキームの概要

標準的な証券化すなわち、いわゆる資産流動化・証券化については、わが国におけるここ10数年の経験と議論の蓄積から、その意義やスキームについて概ね共通の理解が形成されてきていると考えられる⁽⁶⁾。これに対し、事業の証券化は全くの黎明期にあり、かつ案件に関する公開情報の乏しさもあって、その意義や代表的なスキームについて共通の認識が得られる状況には至っていないのが現状であろう⁽⁷⁾。

こうした中で、以下において標準的な証券化と比較しつつ事業の証券化の意義とその特徴について検討する便宜上、これら二つのタイプの証券化スキームの骨格を次のように設定することとする⁽⁸⁾。

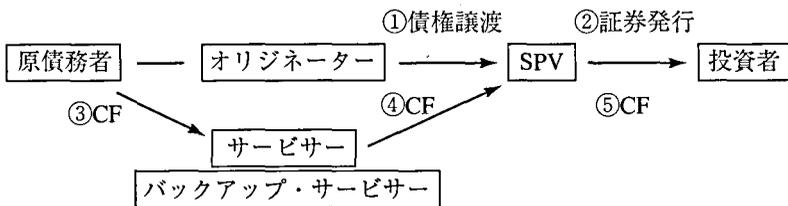
すなわち、まず標準的な証券化(図表1)においては、①オリジネーター

- (6) 最近の主な概説書として木下 [2004] のほか、高橋正彦『証券化の法と経済学』NTT出版(2004)等を参照。
- (7) 筆者は、渡辺 [2002] を通じて英国における事業の証券化の実情に初めて接した印象をもとに、「これまで一般的であった資産流動化の概念、すなわち「資産をオリジネーターから切り離し、その資産が生み出す収益を裏づけとする金融商品を市場で発行することにより資金調達する金融手法である」という概念には収まり切れないものである。このため倒産隔離性に支えられた投資者保護の問題を含め、資産流動化の概念の再整理が必要になるかもしれない。」と指摘した(木下 [2004] 275頁)。こうした問題意識を持っていたことが、深浦 [2005 a] [2005 b] に触発され、木下 [2005] および本稿を執筆する動機となった。
- (8) わが国で実施された事業の証券化に関する公開情報は極めて乏しいほか、格付が行われた案件についても、格付情報を入手するには様々な制約がある。このため、本稿の末尾に掲載した主要参考文献(とくに英国に関する渡辺 [2002]、青木 [2003 a]、米国に関する青木 [2003 b]、両国に関する西村総合法律事務所 [2003]) で紹介されているスキームをもとに、ここでの議論に資する範囲での骨格を示すこととする。

は保有している特定の資産（債権が一般的）をSPVに譲渡し、その対価を得る。この資産譲渡は、真正売買（True Sale）として行われるのが通常である。②SPVは、譲り受けた資産（債権）を裏づけとする資産流動化商品（証券）を発行し、投資者から資金を調達する。③SPVが保有する資産（債権）の生み出す収益・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スにより回収され、④同回収金はSPVに引き渡され、⑤投資者が保有する証券の元利払いに充てられる。この間、サービスは、オリジネーターが兼ねるのが一般的であり、サービス（＝オリジネーター）の倒産に備えてバックアップ・サービスが設置されるケースが多い。

これに対し、事業の証券化（図表2）においては、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（以下では「事業SPV」という）に事業用資産を譲渡し、その対価を得る。当該資産譲渡については、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、事業用資産

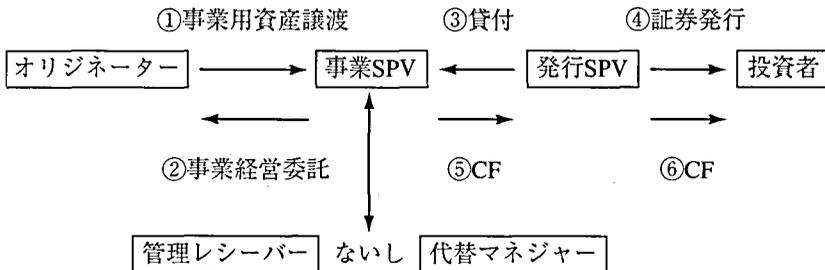
(図表1) 標準的な証券化のスキーム



- ①オリジネーターは保有債権をSPVに譲渡する（真正売買を構成）。
- ②SPVは、譲り受けた債権を裏づけとする証券を投資者に発行する。
- ③④⑤原債務者の弁済金がサービスにより回収され、証券の元利払いに充てられる。
- オリジネーター（サービスを兼ねるケースが多い）の倒産に備えバックアップ・サービスが用意される。

の購入資金および事業用資金を、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（以下では「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、停止条件付で事業の委託が行われる（こうした経営移管による事業継続の仕組みは「True Control」といわれる）。なお、英国では、発行SPVが事業SPVに提供する貸付を担保するために（あ

（図表2）事業の証券化のスキーム



- ①オリジネーターは事業用資産を事業SPVに譲渡する（真正売買を構成）。
- ②事業SPVは、事業の経営をオリジネーターに委託する。
- ③事業SPVは、事業用資産の譲受け資金を含む事業資金を発行SPV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投資者に発行する。
- ⑤⑥事業から生み出されたCFは借入の返済、証券の元利払いに充てられる。
- オリジネーターの倒産に備え管理レシーバーないし代替マネージャーが用意される。

わせて同貸付債権を裏づけとする証券を担保するために)、事業SPVが保有する資産に対し英国法上のfixed charge (固定担保) およびfloating charge (浮動担保) が設定される⁽⁹⁾。これに加え、オリジネーターの株式や持分も担保の対象とされることが多いといわれている。他方、英国におけるfloating charge制度および管理レシーバー制度の存しない米国等では、オリジネーターは、事業SPVを子会社として設立し、その株式の全部または一部を発行SPVに譲渡(真正売買を観念)する仕組みがとられる⁽¹⁰⁾。ただ、いずれにしても、事業SPVに財務制限条項等の一定のコバナンツを課すことにより、事業の経営を円滑に管理レシーバーないし代替マネージャーに移管するスキームが組成されるのが一般的である。

(2) 証券化の目的と意義

一般的に資産流動化・証券化は、最終的借手(オリジネーター)の信用力に依存する伝統的な直接金融や間接金融とは異なり、オリジネーターの保有する資産を分離し、その資産の収益力のみを裏づけとして資金調達を行う金

(9) 青木 [2003 a] 330~340頁によると、英国におけるfloating charge制度は、①現在と将来の資産を目的とする、②チャージが設定された時点では確定されない資産を目的とする、③実行などの一定の時点に至るまで、設定者が目的財産のコントロールを維持し、他の担保権者の介入を許さない、という3つの特徴を持つ担保であり、事業の継続を重要な要件とする担保制度である。そしてfloating chargeの最も望ましい実行形態である、事業を第三者に引き継がせ、その継続を維持したまま換価するという手続きとして用いられるのがレシーバー制度である。こうしたレシーバー制度は、1986年破産法(再建型倒産法制を創設)において管理レシーバー制度として法定化された。同法において、浮動担保権者は、裁判所の許可なく管理レシーバーを任命することができるとされ、実質上、浮動担保権者が裁判所の管理命令を拒否する権限を持つこととなった。なお、管理レシーバー制度については、あまりに強大な権限を浮動担保権者に付与するものであるとの批判が強まり、2002年企業法により廃止されることとなったが、証券化等一定の事例については例外措置が設けられることとされた。

(10) 西村総合法律事務所 [2003] 230, 231頁参照。

融手法であると理解される。裏づけとなる資産には、それが収益を生み出すものである限り多種多様なものがありうる。従来の標準的な証券化では期待キャッシュフローが確定した債権が通常は想定されていたが、必ずしもそれに限定されるものではなく、期待キャッシュフローの未確定な将来債権⁽¹¹⁾のほか、本稿のテーマである事業全体も対象として組成されるようになってきている。

次節で詳しくみるように、標準的な証券化と事業の証券化ではスキーム面の相違がみられるものの、収益を生み出す資産ないし事業を裏づけにオリジネーターの信用力に依存せずに、したがってオリジネーターの信用力に依存する場合よりも有利な条件⁽¹²⁾で資金調達を行うという目的では共通しており、そこにこそ証券化の意義があると考えられる。これを逆に言えば、標準的な証券化と事業の証券化は、このような共通の目的のために、前者では対象資産のオリジネーターからの分離（「True Sale」）を、また後者では対象事業のオリジネーターから代替マネージャー等への移管による継続（「True Control」）を、それぞれ中心に据えた異なるスキームを組成していると理解することができる⁽¹³⁾。

（3）両スキームの相違点と共通点

上記のように、標準的な証券化と事業の証券化とでは、その目的と意義において共通する面があるように考えられるが、スキームの面では、両者には

(11) 債権譲渡特例法改正（2005年4月1日施行）により、債務者不特定の将来債権および動産の譲渡についても登記による対抗要件の具備が可能となったことから、将来債権（および動産）を対象とする流動化・証券化が行われやすくなるものとみられている。なお、同法改正を含む立法提言を行った「企業法制研究会報告書」をもとに行われた道垣内ほか座談会〔2003〕を参照。

(12) 西村総合法律事務所〔2003〕は、「付与される格付も、事業会社の担保付債務格付よりも高いのが一般的である（格付機関にもよるが、4ノッチほどの差違がある事例も報告されている。）」（223頁）と指摘している。

次のような様々な相違点と共通点が見られる。

(i) 相違点

①資金調達の裏づけ

標準的な証券化では、リース債権、クレジット債権、貸付債権等の確定債権をSPVに譲渡し、それから発生する確定したキャッシュフローを裏づけに資金調達するのが一般的であるのに対し、事業の証券化では、事業から発生する確定したキャッシュフローはもちろん、むしろ将来発生し得る未確定のキャッシュフローを裏づけとしている。ただし、標準的な証券化においても、将来債権から発生する未確定のキャッシュフローを裏づけとするスキームを組成することも可能であり、現に実行されていることからすると、事業の証券化との相違は絶対的なものとは言い難くなる。

-
- (13) 深浦 [2005 b] は、「標準的な証券化の目的は、オリジネーターのリスクを移転させることである」のに対し、「事業の証券化は営業用資産を使って事業を立ち上げることが目的である」(9頁)と指摘し、これを敷衍して「標準的な証券化は資金調達を必ずしも第一義的な目的としないということになる。(中略)つまり、資産の効率性を高めることが目的である」(18頁, 脚注8)と述べている。また同報告は、他の箇所では、「標準的な証券化は資金調達主体(オリジネーター)のリスク分散を目的とする」のに対し、「事業の証券化は親企業の資金調達が目的であり、さらにいえば営業用資産を用いた事業の立ち上げ・継続が目的である」(11頁)と述べている。このような指摘は、個々には間違いとは言えないものの、目的と手段、あるいは目的と効果の関係の整理があいまいであるように思われる。すなわち、筆者は、標準的な証券化も事業の証券化もSPVの証券発行による金融手法である以上、その目的は資金調達である点では共通していると考ええる。ただ、両者では目的を実現するための手段が異なり、標準的な証券化ではオリジネーターのリスク分離が重視されるのに対し、事業の証券化では事業の立ち上げと継続が重視されるというように整理するのが分かりやすいのではなからうか。

②オリジネーターの倒産リスク

標準的な証券化では、SPVへの債権譲渡につき真正売買を構成することにより、投資者にオリジネーターの倒産リスクが及ぶことを予め排除している。これに対し事業の証券化では、SPVへの事業用資産の譲渡については真正売買を構成することが一般的とされるものの、期待キャッシュフローを実現するためにはオリジネーターの経営ノウハウの活用という形での関与が必要なことから、その倒産リスクを完全に排除することは困難である。ただし、事業の証券化においてもオリジネーターが経営危機に瀕したときには代替マネージャー等に経営を移管することにより、オリジネーターの倒産リスクが投資者に波及することを抑制する工夫が講じられている。

③オリジネーターのキャッシュフローへの関与

標準的な証券化ではキャッシュフローを生み出す資産はオリジネーターの支配から切り離されるが、事業の証券化では、SPVに譲渡された資産が収益やキャッシュフローを生み出すためにはオリジネーターのノウハウの活用（事業経営の委託）という形での関与が必要である。ただし、標準的な証券化でも、将来債権を裏づけ資産とするタイプの場合には、事業の証券化におけると同様にオリジネーターの関与が必要となることからすると、この点も標準的な証券化と事業の証券化との絶対的な相違点とは言い難くなる。

(ii) 共通点

①オリジネーターによるキャッシュフロー支配の排除

上記(i)③でオリジネーターのキャッシュフローへの関与を事業の証券化と標準的な証券化との相違点として取り上げたが、標準的な証券化では一般的にオリジネーターによるキャッシュフローの支配が切断されている（「True Sale」）一方で、事業の証券化でもオリジネーターの経営危機時には管

理レシーバーないし代替マネジャーへの経営移管という形でオリジネーターのキャッシュフローへの関与を排除する措置（「True Control」）が採られることからすると、少なくともオリジネーターのキャッシュフローへの「負」の影響を排除するという意味では共通していると考えられる。

②裏づけ資産・事業の個性

裏づけ資産や事業がキャッシュフローを生み出すためにオリジネーター固有の経営力（ノウハウ）の関与がどの程度必要とされるかという意味で「資産・事業の個性」の大小をみると、標準的な証券化では、規格化された債権のプールをオリジネーターの支配から分離してキャッシュフローを確保するスキームが一般的なことから、裏づけ資産の個性は小さいと見ることができると。一方、事業の証券化でも、上記（ii）①でみたように管理レシーバーないし代替マネジャーへの事業経営の移管が想定されていることから、裏づけ事業の個性はさほど大きくないと見ることができ、逆に言えば個性の大きな事業については、代替マネジャー等への経営移管が困難なことから、事業の証券化の対象とはなりにくいと言うことができよう⁽¹⁴⁾。

3. 倒産隔離の意義と事業の証券化

上記2.（2）（3）で整理したこととやや重複するが、証券化における最も重要な概念とされる倒産隔離の意義を改めて確認するとともに、それが標準的な証券化と事業の証券化においてどのように認識され取り扱われているのか考えてみよう。

(14) 英国において事業の証券化が老人ホーム等の養護施設を対象に始まり、パブ、ホテル、チェーンストア等の事業に拡大していったことの主な理由として、これらの事業では、事業を引き継ぐ代替マネジャーが見つかる可能性が高いことが指摘されている（西村総合法律事務所 [2003] 225, 226頁）。

(1) 証券化における倒産隔離の意義

既述のように、証券化は、オリジネーターの信用力によらず特定の資産または事業の生み出す収益やキャッシュフローのみを裏づけに（したがって収益性の高い資産や事業を対象とする場合にはより有利な条件で）資金調達を行うことが目的であり、そこに意義がある。このように考えると、それを実現するためには、特定の資産または事業の収益やキャッシュフローがスキームに関与する者の「負」の影響を受けないことが前提条件となる。「負」の影響の究極的なものが倒産の影響であり、その影響から特定の資産または事業の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が証券化にとってきわめて重要な意義を有することになる。ここで倒産隔離という場合、最もあり得るケースとしてオリジネーターの倒産⁽¹⁵⁾が対象となるが、SPVの倒産も可能性は少ないにしても排除はできない。そしてこの両者を主な対象として、倒産隔離のための様々な措置が講じられることになる。

(2) 標準的な証券化と事業の証券化における倒産隔離の意義と形態

証券化における倒産隔離の主たる対象のうち、SPVの倒産隔離については、標準的な証券化であれ事業の証券化であれ、基本的に同様の措置が講じられるものと思われる。すなわち、まずSPVの倒産を予防するために、①SPVによる他業の制限、②SPVの独立性確保⁽¹⁶⁾、等の措置がとられる。またSPVの倒産手続きの申立てを防止するために、③債権者や取締役による倒産申立て禁止の特約、④SPV自身による倒産申立ての阻止⁽¹⁷⁾、⑤責任財産限定特約、

(15) オリジネーターはサービサーを兼ねていることが一般的であることから、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が、本稿ではサービサーの倒産については触れないこととする。

(16) 米国での事業の証券化においては、オリジネーターはSPVを子会社として設立するとされているが（西村総合法律事務所 [2003] 231頁）、SPVの倒産隔離の観点から問題はないのか疑問なしとしない。

等の措置がとられる。

これに対し、オリジネーターの倒産隔離については、標準的な証券化と事業の証券化とではスキームそのものが異なることから、基本的な考え方が異なり、具体的な措置も異なるものとなっている。

すなわち、標準的な証券化においては、オリジネーターからSPVに譲渡された資産がオリジネーターの倒産財団に組み込まれることのないように、当該資産譲渡を真正売買と構成するために種々の工夫が講じられる⁽¹⁸⁾。そこでは売却した資産に対するオリジネーターの関与の排除が最も重要な要素となる。これに対し、事業の証券化においては、オリジネーターから事業SPVへの事業用資産の譲渡については真正売買を構成するとしても、事業の生み出す収益を確保するためには事業の継続が必須の要件であり、そのためにはノウハウを有するオリジネーターに事業経営を委託することが有用であることから、標準的な証券化におけるようなオリジネーターの関与を排除するという形で倒産隔離を図ることはそもそも成り立たない。

このように事業の証券化におけるオリジネーターの倒産隔離については、標準的な証券化におけるそれと基本的に異なる状況となるが、これを統一的に理解するためには、改めて事業の証券化の意義に立ち返って考えることが肝要であろう。すなわち、事業の証券化は、事業の生み出す収益を裏づけとする資金調達手法であり、そこで重要なのは事業の継続価値の維持である。その際、オリジネーターの有する経営ノウハウが有用であることから、これに事業経営が委託されるが、オリジネーターの関与が求められるのは、あく

(17) SPVへの出資持分のチャリタブル・トラスト（わが国の資産流動化法にもとづく特定持分信託も同様）により、持分権の行使が阻止される。なお、米国での事業の証券化において、オリジネーターが子会社として設立した事業SPVの株式を発行SPVに譲渡するのも同様の趣旨が含まれているものと思われる。

(18) 被担保債権の存在が疑われ担保取引として再構成されることのないように、資産売買契約につき細心の注意を払うことが中心的な課題となる。

までも事業の継続価値が維持される限りにおいてのみであって、仮にオリジネーターの関与によりそれが損なわれる場合には、むしろ関与を排除することが必要となる。このことが事業の証券化におけるオリジネーターの倒産隔離の意義であり、一定の要件のもとに管理レシーバーないし代替マネジャーに事業の経営を移管することにより、事業の継続価値の維持が図られるのである（「True Control」）。

このように考えると、投資者の視点からみても、標準的な証券化と事業の証券化には共通する特徴があるように思われる。すなわち、標準的な証券化であれ事業の証券化であれ、投資者の利益を適切に保護するためには、期待キャッシュフローの源泉の独立性を極力確保する措置が講じられていることが必要である。標準的な証券化では、期待キャッシュフローの源泉が「独立の資産」にあることから「True Sale」を通じる倒産隔離措置が重視されるのに対し、事業の証券化では、期待キャッシュフローの源泉が「独立の事業」にあることから管理レシーバーや代替マネジャーへの事業経営の移管による事業の継続という「True Control」が重視されていると理解することができるのである。

4. 市場型間接金融における金融手法の融合化と個性化

市場型間接金融とは、日本版ビッグバン後の金融システム改革の中で、その重要性が指摘された金融手法であり、銀行の預金と貸出を通ずる伝統的な間接金融が、銀行対借手企業、銀行対預金者というように相対取引により行われるのに対し、市場型間接金融は、市場での取引を通じて行われる間接金融のことである。そして、上述の標準的な証券化と事業の証券化を含む証券化は、投資信託やファンドなどととも*に*いわゆる集団投資スキーム⁽¹⁹⁾として、市場型間接金融の中核をなす金融手法であると捉えることができる^{(20) (21)}。ただし、市場型間接金融は、集団投資スキームがその全てではない。伝統的な

間接金融による資金調達手法である貸出の市場取引化も拡大しつつある。貸付債権の市場での売買を前提とするシンジケート・ローン⁽²²⁾やシンジケート・ローン方式で行われるプロジェクト・ファイナンスがその代表的なものである。こうした貸出の市場取引化も市場型間接金融の重要な一角を占めている。

以下では、貸出の市場取引化について若干敷衍した上で、市場型間接金融における証券化と貸出との関係等について一つの整理を試みることにした

(19) 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（1999年7月）は、次のように整理しており参考になる。

「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。」

(20) 証券化等の先端的金融と市場型間接金融との関係を含め、日本版ビッグバン後の金融システム改革を鳥瞰した木下 [2006] を参照。

(21) 事業の証券化について、深浦 [2005 a] は「事業の証券化は間接金融を基本としそれを組織的にアンバンドリングしたスキームであると結論することができる」（130頁）、「証券化の概念をプレイクスルーしたというよりは、間接金融の技術と証券化の技術の新たな組み合わせとして登場したと考えるべきである」（131頁）と指摘するとともに、深浦 [2005 b] は、「証券化の発展型というよりは銀行貸出の亜種として理解する余地があるのではないか」（3、4頁）と述べている。この点について、筆者は、事業の証券化に限らず、SPVの発行する証券はオリジネーターのリスクを変換した間接証券と捉えることができることから、証券化一般が間接金融の機能をアンバンドリングしたスキームであると考えている（木下 [2004] 83～87頁）。また、事業の証券化は「証券化の発展型」か「銀行貸出の亜種」かについては、既述の倒産隔離の議論や後述の検討を踏まえると、前者と捉えることに説得力を感じる。

(22) 借手企業から委任を受けたアレンジャーと呼ばれる銀行が複数の金融機関を勧誘して協調融資団（シンジケート団）を組成し、同一の契約書に全当事者が調印し同一の条件により信用供与を行う融資のことをいう。プロジェクト・ファイナンスにおいても、シンジケート・ローン方式が採られることが少なくない。

い。

(1) 貸出の市場取引化

銀行貸出は、伝統的な間接金融の代表的なビジネスモデルとして、わが国では半世紀以上に亘って圧倒的なウェイトを維持してきた。しかし、1980年代半ばのバブル経済とその後のバブルの崩壊の中で、相対取引を特徴とする貸出により資金を供給してきた銀行は、借手の信用リスクを一手に引き受けることとなり、不良債権問題に長年苦しむこととなった。こうした苦い経験をもとに、貸出債権(およびリスク)の移転についての取組みが行われてきた。貸出債権の一括売却やローン・パーティシペーション⁽²³⁾などがそれである。さらには、こうした貸出債権やリスクの一回性の移転にとどまらず、貸出債権の市場での売買・流通を前提としたシンジケート・ローンやシンジケート・ローン方式で行われることが少なくないプロジェクト・ファイナンスも拡大している。このうち、プロジェクト・ファイナンスは、特定のプロジェクト(事業)に対する貸出であり、その元利払いの原資が当該プロジェクトから生み出される収益やキャッシュフローに限定され、プロジェクトのスポンサー(オリジネーター)に対する償還請求権のない貸出のことをいうのが一般的である。このようなプロジェクト・ファイナンスの特徴、すなわちオリジネーターの信用力によることなく、特定の事業の収益力を裏づけとする資金調達であるという点では、事業の証券化とも共通する面が少なくない。

(2) 市場型間接金融における証券化と貸出との融合化と個性化

このように見てくると、市場型間接金融が全体として促進される中で、そ

(23) ある金融機関が保有する貸付債権について、債権債務関係を移転させずに、貸付債権の経済的利益とリスクを他の金融機関に移転するもので、わが国では1996年6月に解禁された。

れを構成する集団投資スキームや貸出の市場取引化等の取引手法が多様化してきていることが分かる。とくに集団投資スキームの重要な一翼を担う証券化において、従来の標準的な証券化から事業の証券化へとウィングが広がる一方で、貸出の市場取引化においても、シンジケート・ローン方式によるプロジェクト・ファイナンスが活発に行われるなど、証券化と貸出との境界は益々狭くなってきているように見える。とくにプロジェクト・ファイナンスは、ローン方式が一般的とされる中で、近時ボンド方式（プロジェクト・ボンド）⁽²⁴⁾についての検討が行われるに至っていることからすると、とりわけ事業の証券化とプロジェクト・ファイナンスとは単なる用語の違いに過ぎないのではないかとの幻覚に襲われるほどである。

このように、市場型間接金融における証券化と貸出との融合が進んでいるように見える中で、それぞれの違くないし個性を明らかにしておくことには一定の意義があると考えられる。

そこで、伝統的な直接金融と間接金融のほか、市場型間接金融を構成する代表的な金融手法として証券化とプロジェクト・ファイナンスを対象とし、このうち証券化を標準的な証券化（これをさらに①確定債権を対象とするものと②将来債権を対象とするものに分類）と事業の証券化に分けて検討してみよう。その際、既述の議論をもとに、①返済原資の裏づけの態様（事業、確定債権、将来債権）、②最終的借手（オリジネーター）の影響の度合い（借手の信用リスク、キャッシュフローへの関与、裏づけ資産・事業の個性）、の二つの視点を切り口として、それぞれの特徴を整理してみたのが（図表3）である。

これをもとに、最も類似性が強いと見られる事業の証券化とプロジェクト・ファイナンスを中心に、それぞれの類似点と相違点を確認すると、以下

(24) 赤羽貴・加畑直之「プロジェクト・ボンドによるPFI事業資金の調達（上）（下）」商事法務No.1734, 1735は、英国で行われているプロジェクト・ボンド方式によるPFI事業資金の調達について、わが国への導入の可能性と法的問題を詳細に検討している。

(図表3) 各種金融方式の特徴

(CFはキャッシュフローの略)

返済の裏づけ		金融方式	最終的借手（オリジネーター）の 影響度合い		
			信用リスク	CFへの 関与	裏づけ資産・ 事業の個性
未確定CF および 確定CF	事業	伝統的な直接金融・間接金融	大	大	大
		プロジェクト・ファイナンス	限定	限定・中	大
		事業の証券化	限定	限定・小	比較的小
	将来債権	標準的証券化②	無（排除）	限定・小	小
確定CF	確定債権	標準的証券化①	無（排除）	無（排除）	小

の諸点が指摘できそうである。

第一に、伝統的な直接金融および間接金融（相対型）は、最終的借手の事業全体を裏づけとする金融手法であり、最終的借手の信用リスクを資金提供者（投資者）が引き受けるほか、返済原資となるキャッシュフローの生成に借手が関与していること、返済原資となるキャッシュフローを生み出す資産や事業は借手と密接不可分であり個性が大きいこと、といった特徴を有する点において、他の金融手法とは際立っている。

第二に、こうした伝統的な直接金融・間接金融の対極に位置するのが確定債権を対象とする標準的証券化①である。標準的証券化①は、資金提供者（投資者）が最終的借手の信用リスクを負担しないこと、最終的借手のキャッシュフローへの関与が排除されていること、裏づけ資産はリース債権、クレジット債権、住宅ローン債権等、標準化され個性の小さいものが一般的であること、といった特徴を有している。

第三に、事業の証券化とプロジェクト・ファイナンスは、上記の伝統的な直接金融・間接金融と標準的証券化①との中間に位置し、類似性が比較的大きいと考えられる。すなわち、両者は、いずれも特定の事業が生み出すキャッシュ

フローを返済原資としている点や資金提供者による最終的借手の信用リスクの負担が限定されている点においては共通性がある。しかし両者には、裏づけ事業の個性やキャッシュフローに対する借手の関与の大きさにおいて相違がみられる。すなわち、プロジェクト・ファイナンスにおいては、比較的风险の高い新規事業の立上げに伴う資金調達を目的に実行されるのが一般的であり、このため期待キャッシュフローの実現について、資金提供者はオリジネーターに対し一定のコミットメントを求めるのが取引慣行とされている⁽²⁵⁾。これに対し、事業の証券化においては、不動産の証券化における開発型証券化のような新規の事業を対象とするケースもなくはないものの、通常は既存の事業を対象とし、かつ事業の継続価値を維持するために、管理レシーバーないし代替マネジャーへの円滑な経営移管を前提としていることから、比較的个人性の小さい事業が対象とされている⁽²⁶⁾。

なお、標準的証券化^②は、未確定の将来キャッシュフローを裏づけとすることやオリジネーターの影響度合い等の点で事業の証券化との類似性が小さいが、証券化の対象そのものが基本的に異なる。

第四に、このようにみてくると、深浦 [2005 b] の言葉を借りるならば、その主張とは異なり、事業の証券化は、「銀行貸出の亜種」というよりは「標準的証券化の発展型ないし応用型」と捉えることが適当と考えられる⁽²⁷⁾。

(25) 西村総合法律事務所 [2003] 第9章第2節「プロジェクト・ファイナンス」は、「銀行の融資に際し、スポンサーが一定の責任を負担する旨の文書を差し入れることがある。」とし、具体的には一定の不作為義務や作為義務を定めた経営指導念書を差し入れることのほか、スポンサーとSPVとの間で劣後ローン契約や追加出資契約等が締結されることがあるとしている（391, 392頁）。

(26) 脚注14を参照。

(27) 脚注21を参照。

5. おわりに

本稿では、事業の証券化の意義と特徴について、標準的な証券化との比較を通じて考察するとともに、他の金融手法との関係をも含めて全体の位置づけについて一つの整理を示した。ここでの暫定的な結論を改めて確認すると次のようになる。すなわち、事業の証券化は、標準的な証券化との相違点が少なからず存在する一方、プロジェクト・ファイナンスとの類似点が少なくないものの、オリジネーターの「負」の影響を排除することにより返済原資となるキャッシュフローを守るという証券化の基本的な思想を体現ものである。このことからすると、事業の証券化は、「貸出の亜種」というよりは、やはり「証券化の発展型ないし応用型」と捉えるのが適当であろうということである。

ただし、市場型間接金融の分野では、今まさに急激なイノベーションが進行しており、これからも多くの斬新な金融手法が登場してくるだろう。それによって様々な金融手法の融合化がさらに進むものと予想されるが、そうした中であって、各種の金融手法の意義や特徴を見極めていくことが益々重要になるものと思われる。

(2007年1月24日稿了)

(主要参考文献——著者50音順)

- 青木則幸 [2003 a] 「英国における事業の証券化とフローティング・チャージ制度」, 『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』, 日本資産流動化研究所
- 青木則幸 [2003 b] 「事業の証券化における将来債権譲渡の位置づけについて」, 『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』, 日本資産流動化研究所

- 尼寺啓人 [2004] 「証券化マーケット解説術〔8〕」, 「金融ビジネス」 8月号
- 木下正俊 [2004] 『私の資産流動化教室—健全な市場のための資産流動化論』,
西田書店
- 木下正俊 [2005] 「事業の証券化の意義と特徴—深浦報告へのコメントを兼ねて」 日本経済学会報告
- 木下正俊 [2006] 「金融システム改革と先端金融の推進—主として法制整備の視点からの鳥瞰—」 「広島法科大学院論集」 第2号
- 渋谷陽一郎 [2004] 『証券化のリーガルリスク』, 日本評論社
- 道垣内弘人ほか [2003] 「座談会 資金調達手法の多様化と新しい担保制度」
「ジュリスト」 No.1238
- 西村総合法律事務所編 [2003] 『ファイナンス法大全』 第7章第5節4 「事業の証券化 (Whole Business Securitization)」, 商事法務
- 西村ときわ法律事務所編 [2006] 『ファイナンス法大全アップデート』 第6章第1節 「事業の証券化」, 商事法務
- 深浦厚之 [2003] 『債権流動化の理論構造』, 日本評論社
- 深浦厚之 [2005 a] 「通常の証券化, 事業の証券化と間接金融」, 「証券経済研究」 第49号, 日本証券経済研究所
- 深浦厚之 [2005 b] 「経済学・法律学・経営学から見た事業の証券化」 日本経済学会報告
- 渡辺宏之 [2002] 「事業の証券化 (Whole Business Securitisation) について」,
「SFI会報」 第37号, 日本資産流動化研究所