

博士論文

証券化の法と経済学

Law and Economics of Securitization

横浜国立大学附属図書館



11753596

寄贈者：高橋正彦

11753596
証券化の法と経済学

証券化法制・税制をめぐる学際的分析 ——『証券化の法と経済学』補論——

横浜国立大学 高橋 正彦

はしがき

資産流動化・証券化は、オリジネーター（原資産保有者）から、仕組み上の媒体であるSPC（特別目的会社）等のSPV（特別目的媒体）に、指名金銭債権や不動産等の資産を移転し、それらの資産から生じるキャッシュフローを裏付けとして、ABS（資産担保証券）等の流動化・証券化商品を発行するという、最先端の金融技術である。

この流動化・証券化に関わる概念規定について、上位概念から整理すると、①ストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）、②流動化、③証券化の順となる。また、これらを企業金融の側面から観察すると、アセット・ファイナンス（資産金融）と捉えられることになる。

資産流動化・証券化は、企業金融の実務面で、オリジネーターにとっての資金調達手段の多様化や資産のオフバランス化、投資家にとっての新たな投資対象の出現、アレンジャー（仕組みの組成者）等にとってのビジネス・チャンスの拡大など、各当事者に様々なメリットをもたらす。さらに、流動化・証券化は、マクロの金融・資本市場や金融システムに対しても、多くの局面において、少なからぬインパクトを与え得るものである。

我が国でも、流動化・証券化に対するニーズは大きく、最近の10年余りで、関連市場は順調に拡大してきている。2005年度上半期（4月～9月）の証券化商品の発行額は4兆円近くとなり、前年同期比50%増の高い伸びとなっている。

こうしたなかで、筆者は、2004年6月、NTT出版より、自著『証券化の法と経済学』（以下、拙著という）を刊行した。この拙著は、証券化に対する本邦初の学際的分析といえるものであり、①第1章「証券化と金融システム」、②第2章「証券化と金融法制」、③第3章「証券化と倒産法制」、④第4章「証券化と会計」、⑤第5章「証券化と税制」、⑥終章「証券化の法と経済学を目指して」、という構成となっている。

拙著に対しては、いくつかの書評で、いずれも好意的な評価をいただいた（注1）。また、こうした本格的な著書としては、多くの読者に受け入れられ、2005年4月には、第2刷の発行に至った。

ただ、拙著は、研究書であると同時に、大学院レベルのテキストとして利用されることも想定しており、その内容に関しては、全体的なバランス等に配慮して、やや抑制的な記述になっている部分もある。また、最初の刊行から1年余りが経過したが、現実の証券化市場・実務や、関連法制度等の進展については、日進月歩ならぬ「秒進分歩」（神田秀樹・東京大学教授）の状況にあり、拙著の内容も、放置しておけば、徐々に陳腐化していくこ

とは免れない。

そこで、本稿では、拙著の補論として、その内容を最新時点でアップデートするとともに、研究論文として、学際的な視点から、証券化に対する一段と踏み込んだ分析を試みる。それにより、「証券化の法と経済学」をさらに高度なものに進化させていきたい。

以下、本稿の構成は、①第1章「欧米における証券化の発展」、②第2章「我が国における証券化法制の整備」、③第3章「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」、④第4章「SPV等への法人税課税に関する論点整理」、という各章から成る。それぞれ、概ね、拙著の第1章、第2章、第3章、第5章の補論に相当するものである。

(注1) 拙著に対する書評としては、①『日本経済新聞』2004年8月1日、②『経済セミナー』2004年11月号(筆者:原田喜美枝)、③『証券アナリストジャーナル』2004年11月号(同:川北英隆)、④『ジュリスト』No.1280(2004年12月)(同:弥永真生)、⑤『証券経済研究』第48号(2004年12月)(同:原田喜美枝)、⑥『ARES』Vol.12(2004年12月)(同:巻島一郎)、という各稿がある(以上、敬称略)。

第1章 欧米における証券化の発展

はじめに

証券化は、1970年代から米国で発達した、最新の金融技術革新の一つである。1980年代に入ると、我が国を含め、米国以外の諸国でも証券化への関心が高まり、米国での経験・実情の紹介や、自国への導入に向けた調査・研究が行われた。ただ、その当時は、法律や税制等の制度的な問題などから、米国以外の諸国では、なかなか普及しなかった。しかし、主に1990年代以降、銀行等の金融機関の不良債権問題や、発展途上国や旧社会主義国の市場経済への移行などを契機に、制度改正を行ってでも障害を克服し、証券化を積極的に促進しようとする気運が各国で高まってきた。その結果、現在に至るまで、証券化市場は国際的に拡大してきている。

こうした流れのなかで、我が国でも、1990年代から、本格的な関連制度の整備が進んできたことに伴い、このところ、証券化市場は順調に発展してきている。この間、米国での証券化に関する翻訳書やサーベイ論文等が発表されたほか、最近では、証券化の分野での一般・実務家向けの解説書なども、少なからず刊行されている。ただ、証券化に関する制度等の日米比較について、正面から論じた著作は、それほど多くない。前掲の拙著でも、我が国の証券化市場・制度を中心的な考察対象としており、米国等との国際比較に関しては、所々で言及しているものの、あまり踏み込んではいない。

我が国や欧州諸国等の証券化のセカンドランナーズ諸国は、フロントランナーである米国の制度・実務を範としながらも、自国の法制度や取引慣行等に整合的なインフラを構築

するべく、それぞれ、独自の関連制度を整備してきた。そうした観点から、我が国の証券化に関する制度の特色を理解するためには、本来、歴史的な視点も含め、米国等との国際比較を行うことが有効であると考えられる。

そこで、本章では、米国を中心に、欧米諸国等における証券化の発展の経緯と現状を概観する。それによって、第2章以下で、我が国の証券化法制等に関する考察を行う際に前提となる、制度比較のための分析的視座や、市場の一層の発展に向けたインプリケーションを探ることとしたい（注1）（表1-1）。

第1節 米国における証券化の発展（注2）

1. 証券化の発祥の経緯

周知のとおり、証券化の発祥地は米国である。その背景には、様々な技術革新（イノベーション）をもたらしてきた、同国の豊かな経済力と企業の独創的な活力や、大規模な資本（証券）市場を中心とする直接金融の発達といった、基本的な要因があったと考えられる。それらに加えて、より直接的には、同国に特有の政策・制度の影響が、証券化の誕生と発展を促すことになった。

第一に、金融システムに関わる米国固有の規制として、金融機関の州際業務規制があった。すなわち、銀行やS&L（貯蓄貸付組合）等は、長い間、州の境を越えた営業（支店設置）を制限されていた。その背景として、連邦と各州とのバランスをめぐる政策的な調整は、合衆国（United States）として建国された米国にとって、不可避の問題であった。また、金融機関を強大化させるべきではないという、伝統的な考え方も根強かった。

具体的には、連邦法レベルで、マクファーデン法（1927年制定）により、商業銀行に対する州際業務規制が定められていた。また、州法によっては、同一州のなかで、単一の郡の範囲内のみで支店設置を制限したり、本店以外での営業を認めない（Unit Banking System）といった例もあった。その後、1980年代に至り、州際業務規制は、各州間の相互乗入れのかたちで、緩和されていった。さらに、連邦法レベルで、この規制が撤廃されたのは、ようやく1997年になってからのことである。このような金融機関の地理的拡張に対する従来の厳格な制約は、米国内での資金の偏在と、地域的なリスクの集中を招くことになった（注3）。

第二の米国の政策的特徴として、住宅政策の重視が挙げられる。個人の持ち家取得の促進は、米国的な市民生活の基本的要件として、政策上、高い優先順位が与えられてきた。そのため、住宅金融を担うS&Lには、預金金利等の面で、多くの優遇措置が認められてきた。特に、大恐慌後の失業増大と金融機関の破綻や、第二次世界大戦後の軍人の復員等に際して、円滑な住宅資金の供給と公的制度の整備が図られた。

こうした政策的背景の下で、大恐慌後のニューディール政策の一環として、1934年、

National Housing Act が成立した。これにより、それまで民間ベースで行われていたモーゲージ（不動産担保付貸付債権、この場合は住宅ローン債権）保険について、連邦住宅局（FHA）という公的機関が供給することになった。

次いで、1938 年には、FNMA（連邦抵当金庫、通称ファニーメイ）が設立された。これは、前述の州際業務規制によって、各州間で生じていた住宅資金の需給のアンバランスを調整することを目的とした公的機関である。その目的のために、FNMAは、公的な信用力を背景に、資本市場から調達した資金により、民間金融機関が実行したモーゲージを買い取り、これを他の金融機関に転売することを業務とした。これによって、後述のMBS（モーゲージ担保証券）の前に、一種のローン・セール（債権売買）市場として、モーゲージ（住宅ローン債権）自体の流通市場が形成されることになった。また、FNMAの買取適格モーゲージというかたちで、不統一であったモーゲージ契約の標準化が進んだことも、その後のMBS誕生の準備となったといえる。

1968 年に、FNMAの機能のうち、より公共的な性格の強い業務分野が、住宅都市開発省（HUD）の一部に移管されるかたちで、分離・設立されたのが、GNMA（政府抵当金庫、通称ジニーメイ）である。このGNMAは、1970 年に、民間金融機関から買い取ったFHA保証付きのモーゲージのプールを裏付けとして、財務省証券（国債）並みの高い信用力を有する証券を発行した。これが、MBSの第1号であり、証券化の嚆矢となったものである。

また、1970 年には、S&L業界の要請を受けて、FHLMC（連邦住宅金融抵当金庫、通称フレディーマック）が設立された。このFHLMCは、1971 年から、FHA等の公的機関の保証のないモーゲージを買い取り、MBSの発行を開始した。さらに、1981 年には、FNMAもMBSの発行を開始した。

その後、FNMAとFHLMCは、それぞれ1970年と1988年に民営化され、ニューヨーク証券取引所上場の株式会社となったが、政府支援企業（GSE=Government Sponsored Enterprise）として、主にMBSの発行と保証業務を行っている。一方、GNMAは、引き続き連邦政府機関の性格を有しているが、自らMBSを発行することは停止し、MBSへの保証業務に特化している。

このように、米国の証券化の前史・初期においては、金融機関の州際業務規制や、保証機関・SPV（特別目的媒体）としての公的機関（エージェンシー）の関与など、同国特有の政策・制度の影響が大きかった。その意味で、米国の証券化は、その当初において、自然発生的にではなく、政策主導型で創設されたといえる（注4）。また、モーゲージの流通（債権売買）市場の形成がMBSの誕生に先行したことなども、証券化市場の生成・発展過程という観点から、示唆的である。

2. 民間MBS・ABSの登場

米国では、前述した公的MBSの創設という初期段階に続き、民間レベルでのイノベーション等により、証券化が一段と発展することになった。

1975年頃、証券会社（投資銀行）のソロモン・ブラザーズのGNMA債トレーダーにより、民間版MBSのアイデアが構想された。グランター・トラスト（委託者課税信託）（注5）をSPVとして利用するなど、仕組み上の工夫を行って、新たにMBSを組成し、1977年、第1号債を発行した。

民間MBSの発行後も、その普及のためには、多くの問題が残されていた。すなわち、①新種の証券であったため、各州の証券法（ブルー・スカイ法）に規定がなく、当初は、限られた州でしか販売できなかった。②機関投資家の側で、社内の投資基準に抵触したり、通常の債券と異なる毎月償還の入金パターンに、バックオフィスが対応できない、といった問題が生じた。③裏付けとなるモーゲージが、金利低下局面等に期限前弁済されると、MBSも期限前償還されるなど、実際の満期が不安定であることも、投資家にとってはマイナス要因となった。こうした問題の多くは、その後、米国以外の諸国でも同様に、証券化の普及に際してネックとなったものである。

こうした問題を克服するべく、ソロモン・ブラザーズでは、MBSのアレンジャー・販売者として、オリジネーターであるS&Lとの関係構築や、投資家への情報提供体制の整備などを図った（注6）。1980年代に入ると、同社は、FHLMCと共同で市場開拓を行うことになり、その公的機関としてのステータスを利用することにより、州の証券法の問題などをクリアした。

しかし、グランター・トラストを用いた構造では、30年満期のMBSしか組成・発行できなかった。そこで、パススルー型（裏付資産から回収された元本を、全額そのまま、毎月・期の証券の元本償還に充当する方式）のキャッシュフローをもとに、複数のクラス（トランシェ）から構成され、償還時期をコントロールする仕組みのMBSであるCMOが、1983年に考案・組成された。こうしたスキーム上の改善によって、償還期間等の商品性が多様化したため、投資家層が拡大していった。

さらに、数年にわたる議会へのロビイング活動の結果、1986年、連邦税法（内国歳入法典）が改正され、REMICの制度が新設された。これは、モーゲージ・プールの受益権を複層化する仕組みに関して、一定要件の下で、法人税課税上の導管性を認めるものである。これにより、CMOに対する課税上の問題が立法的に解決された結果、住宅金融のかなりの部分をMBS・CMOが担うことになった。今日でも、CMOの大半は、REMIC適格の仕組みで発行されている（注7）。

こうしたMBSの経験をもとに、その基本的な構造を応用するかたちで、モーゲージ以外の金銭債権を証券化する、民間ベースのABS（資産担保証券）の組成が試みられるようになった（注8）。いくつかの試行錯誤を経て、1985年には、コンピューター・リース債権、および自動車（オート）ローン債権を裏付けとするABSが、それぞれ第1号として発行された。その後、ABSの対象債権の種類と発行額が、徐々に拡大していくことにな

った。

このように、民間MBS（CMOを含む）の登場・発展の過程では、ソロモン・ブラザーズなど、民間のプレーヤー達によるイノベーションが、大きな推進力となった。ただ、MBSに関しては、証券化の初期段階と同様、住宅政策との関わりから、公的機関や議会の関与・支援が、その発展に少なからぬ影響を与えた。とりわけ、グランター・トラストの利用や、REMIC・FASITの導入は、証券化の普及のために、法人税の二重課税の回避という意味で、課税上の透明性（Tax Transparency）の実現が重要であることを示している。

これに対し、ABSの登場・拡大に際しては、MBSに関わるような政策的配慮から離れ、民間ベースの創意工夫や、市場のニーズが前面に出るようになった。総じてみれば、米国における証券化の発展は、時代とともに、政策主導（Policy-driven）型から、市場主導（Market-driven）型に変化してきたといえる。

3. 証券化の発展の背景

前述のとおり、1980年代における米国の証券化の発展は、MBSへの公的機関や税制等の政策的な関わりを残しながらも、主に民間ベースで、供給側の金融技術革新と市場開拓努力によって推進された。それに加えて、当時の米国には、証券化の発展を支える様々な環境変化などの背景があった。

第一に、モーゲージ等の資産のオリジネーターである、銀行やS&Lといった間接金融機関を取り巻く環境が大きく変化した。特にS&Lは、短期の預金を原資として、30年満期・固定金利の住宅ローンを提供するという、短期調達・長期運用を行っていた。こうした運用・調達ミスマッチと、当時の預金金利規制の下で、1970年代後半に市場金利が高騰したため、預貸金利鞘が逆鞘に陥ったばかりでなく、預金者の資金がMMF（マネー・マネジメント・ファンド）等の高利回りの市場性金融商品に流出した。こうした本業の逆鞘と、預金者の金融機関離れ（Financial Disintermediation）による資金不足が、後のS&L危機を招く主因となった。このような資産と負債のミスマッチによる金利リスクを緩和・調節するための手段、または預金に代わる新たな資金調達手段として、MBSの活用がS&L等に受け入れられていくことになった。

また、米国の銀行等は、1980年代以降、発展途上国、エネルギー産業、M&A（企業の合併・買収）絡みのLBO（レバレッジド・バイ・アウト）、商業用不動産など、リスクの高い分野への貸付を増大させたため、不良債権問題が深刻化し、大手行の格付も悪化した。こうしたなかで、BISの自己資本比率規制が導入されたため、国際業務を営む銀行は、BIS規制ベースのリスクアセットである貸付債権をオフバランス化し、自己資本比率を高めるため、MBS等の証券化を活用するようになった（注9）。

第二に、1980年代には、普通社債（SB）など、伝統的な債券に対する投資家の不満が

高まった。発行体企業の倒産によるデフォルトではなくても、M&AやLBOの多発や、企業のリストラクチャリングの盛行等によって、投資家が保有する社債の価格が短期間のうちに下落するような事態が、しばしば発生したためである（注10）。この結果、そうしたイベントリスクを免れる債券として、資金調達者の経営能力に依存せず、資産から発生するキャッシュフローのみに支えられたMBSやABSへの人気は、投資家の間で相対的に高まることになった。

第三に、情報技術（IT）の発展が、金融技術の高度化を促進した。証券化のために、大数の法則に基づき、多数・小口の債権をプール化するためには、個々の債権に関する詳細なヒストリカル・データ等を蓄積することが前提となる。格付取得に際しては、優先・劣後方式における劣後比率等の信用補完水準について、精緻なモデルによって算定することが必須である。また、CMOのように、対象プールから発生するキャッシュフローを複数のトランシェに切り分けたり、原債務者の期限前弁済がMBS等の償還期間や価格に与える影響を分析したりすることも必要になる。これらを実際に行うためには、発達したコンピューターや通信技術の利用が不可欠である。

第四に、証券化商品の発行市場（プライマリー・マーケット）が拡大するためには、流通市場（セカンダリー・マーケット）が併行して整備される必要があった。MBSについては、FNMA等の公的機関が流通市場の発達に寄与したほか、民間の証券会社・投資銀行による市場開拓努力の成果も大きかった。また、ニューヨーク連邦準備銀行やDTC（Depository Trust Corporation）を通じて、券面の物理的な移動を伴わず、コンピューター上で取引・決済を行うブック・エントリー方式の採用も、証券の流動性を高めるために効果があった。

以上のように、証券化の発展過程では、公的機関の信用力の活用や、アレンジャー等の供給側での商品組成・販売促進努力が、一次的な起動力となった。それらに加えて、①オリジネーターが直面する金利・信用リスクをめぐる環境変化、②投資家による証券化商品の信用度に対する相対的な評価の高まり、③情報技術の発展、④流通市場の整備などが推進要因となった。これらは、いずれも、証券化という金融技術・商品・市場の特質をよく表している。こうした事象の多くは、我が国を含め、その後に証券化が進展した諸国でも共通してみられるが、米国では、他国に先駆けて、それらの事象が進行したといえる。

4. 証券化市場の近年の進展

米国における証券化は、1990年代以降、一段と進展してきた。コンピューター・リース債権やオートローン債権から始まったABSの対象資産が、同様に多数・小口・均質の債権プールを抽出しやすい、クレジットカード債権等のリテール（消費者金融等の個人向け）関連などにも多様化していった。また、もともとAAA等の高格付の取得を目的としていたABSが、不良債権の証券化など、他の目的のためにも利用されるようになった。

不良債権の証券化に関しては、S & L危機の收拾を目的に設立された公的機関である、RTC (Resolution Trust Corporation、整理信託公社) の果たした役割が大きかった。RTCは、債務超過に陥ったS & Lの資産・負債を接收し、公的資金の投入により預金者保護を図るとともに、資産の売却を通じて、公的資金をなるべく多く回収することを使命としていた。そうした不良債権等の資産の売却・流動化のために、RTCが証券化の手法を活用したことによって、市場が大きく拡大した。その典型例が、商業用不動産に対するモーゲージの証券化商品であるCMBSである(注11)。前述のとおり、総じてみれば、米国の証券化は、政策主導型から市場主導型に変化してきた。ただ、近年でも、不良債権の証券化という特殊性の強い分野では、公的機関による政策的な関与が、少なからぬインパクトを与えたといえる。

また、デリバティブ(金融派生商品)など、証券化と同時に進行していた金融技術革新との融合により、例えば、先物、オプション、スワップなど、MBS関連のデリバティブが発達した。このほか、金利と元本部分を分離し、別々の証券としたIO/PO (Interest Only/Principal Only)なども、よく用いられるようになった。

さらに、伝統的な商業銀行のコア業務である企業向け貸出(商工業ローン)も、流動化・証券化されるようになった。1990年代後半以降、商工業ローンを対象資産とするABSであるCLO(ローン担保証券)の発行が本格化した(注12)。また、シンジケート・ローン(複数の金融機関が、幹事行の取りまとめによって、同一の契約により実行する融資)の債権自体も、流通市場で売買されるようになった。前述のとおり、MBSの誕生の前に、モーゲージの流通(債権売買)市場の形成が先行したが、商工業ローンについては、証券化形態と債権売買形態の流動化が、併行的に進展してきた。

このように、商工業ローンの流動化・証券化が進んだこと背景には、①銀行にとって、投資適格企業向け貸出は、BIS規制上のリスクウェイトが高い割に、採算面での旨みがなくなってきたこと、②投資家が運用対象として企業向け貸出に注目するようになったこと、③そうしたなかで、銀行も、ローン・ポートフォリオを運用していかざるを得なくなったこと、といった事情があった。こうした変化は、銀行にとって、企業との相対型取引という伝統的なリレーションシップ・バンキングも、変質を余儀なくされてきていることを示している。

5. 証券化市場の現状(注13)

米国の証券化市場は、金利変動等の経済・金融情勢の影響を受けながらも、現在まで、概ね順調に拡大してきている。その市場規模は、欧州全体の約9倍、我が国の40倍以上と、世界でも突出している(表1-2)。また、質的にみても、商品の種類が多様で、発行・流通両市場が整備され、プロフェッショナルな市場参加者により活発な取引が行われるなど、高度に成熟した市場となっている。

米国における2004年中の証券化商品（公的・民間MBS/CMO、ABS）の発行額は、約2兆7,000億ドルに上り、財務省証券、地方債、社債等を含む債券（長期債）発行額全体の48.5%と、半分近くを占めている。そのうち、債券（長期債）発行額中のMBS/CMOのシェアが32.1%、ABSが16.4%となっている（表1-3）。発行額（フロー）ベースでは、同国の証券化市場は、債券市場全体のなかでも、既に中心的な存在になっているといえる。

2004年のMBS/CMO発行額の内訳シェアは、FNMA、FHLMC、GNMAという公的機関（エージェンシー）によるエージェンシーMBSが58%、同CMOが20%、民間MBS等が22%となっている（表1-4）。このように、米国の証券化の先駆けとなった公的モーゲージ関連証券が、現在でも引続き大きなウェイトを占めている。

一方、ABSについては、最初に発行された1985年から、発行額の増勢が続いてきており、特に1990年代半ば以降、著しく増加している。2004年中の発行額は、9,000億ドル近くに達したが、これは、1997年の5倍、2002年の2倍という高水準である。2004年末時点のABSの発行残高（ストック）を裏付資産別にみると、ホームエクイティローン（HEL）（注14）、クレジットカード、オートローンといった消費者金融関連の債権が、全体の60%を占めている。これに続くのは、CLO（ローン担保証券）・CBO（社債担保証券）の総称であるCDO（債務担保証券）のほか、学生ローン、設備リースなどである。発行額ベースでみると、最近、HELのウェイトが一段と高まっており、2005年に入ってから、ABS全体の過半を占める状況が続いている。

こうした発行市場の拡大と併行して、最近、流通市場での証券化商品の取引も活発化してきている。また、流通市場における価格形成の面でも、例えば、不動産関連のCMBS（商業用不動産担保証券）とREIT（不動産投信）について、財務省証券に対する利回りのスプレッド（プレミアム）をみると、両者のスプレッドは、同格付の場合、ほぼ平行な推移を示している。これは、流通市場が成熟・効率化し、各商品間の裁定が有効に働いていることを窺わせる（注15）。

6. 証券化市場に関わる最近の動き（注16）

米国の証券化市場に関わる最近の動きとして、①FNMA、FHLMCのあり方について、見直しの動きがあること、②証券取引委員会（SEC）がABSに関する新ルールを導入したこと、③CDO市場のリスクの拡大が注目されていることなどが、挙げられる。

第一に、米国のGSEのなかでも最大の規模を有するFNMAとFHLMCは、前述のとおり、民間金融機関がオリジネートした住宅ローン債権を買い取り、その転売または証券化の業務を行っている。また、この両機関は、近年、債権買取事業を拡大させるため、自らも債券発行を行っており、そうしたGSE債としてのFNMA債、FHLMC債の発行額・残高は、MBS/CMOとは別に、相当程度に拡大してきている。

GSEの債務には、明示的な政府保証は付されていないが、その公的役割に対する政策的配慮から、様々な特別扱いが認められており（注17）、一般に、GSE債には、暗黙の政府保証があるとみられている。一方、前述のとおり、FNMA、FHLMCとも、現在は、ニューヨーク証券取引所に上場する民間企業でもある。

このように特殊な存在であるFNMA、FHLMCが、自ら多額の債務を負いながら、業務・資産規模を拡大してきたことについては、金融市場の潜在的なリスクを高め、また、金融業界の公正な競争を阻害しているのではないかと、といった疑念が広く表明されるようになった。

こうしたなかで、2003年1月に、FHLMCが過去3年間の業績の修正を行うと公表したことを契機に、同年を通じて、FHLMCの不正会計問題が注目を集めることになった。連邦住宅貸付機関監督局（OFHEO）やSECによる会計検査の結果、2003年11月に決算修正が行われ、翌月、FHLMCは制裁金の支払いに合意した。さらに、2004年9月、OFHEOは、FNMAに関する特別調査報告を発表し、同様に不正会計があったことを指摘した。

このような問題を受けて、2005年の連邦議会では、GSE問題が、金融規制に関する中心的な論点の一つとなっている。そのなかでも、①GSEの資産規模に上限を設定すべきかどうか（注18）、②GSEの破綻処理に関する現行の曖昧な規定を見直すべきかどうか（注19）といった点が、主な議論の対象となっている。

こうした問題に関する議論は、FNMAやFHLMCの株価にマイナスの影響を与えたが、これまでのところ、住宅ローン市場またはMBS市場には、あまり大きな影響を及ぼしていない。また、GSE規制改革をめぐる議論でも、MBS市場の要である両機関による住宅ローン債権の買取・証券化業務自体について、大きな変更を加えようとする動きは、具体化していない。ただ、一部には、①民間MBS/CMOが発達した現在では、GSEを通じた証券化は役割を終えつつある、②そもそも住宅保有促進政策は、最適な資源配分を至める懸念がある、といった批判も聞かれる。

第二の動きとして、SECは、2004年12月15日、ABSの開示（ディスクロージャー）等に関する初めての包括的な連邦法規として、新たなルールを制定した（注20）。ABSの場合、発行体がSPC（特別目的会社）等であり、企業ではなく資産の信用度が裏付けとなっているなどの点で、一般事業会社の普通社債（SB）とは異なる。そのため、通常の社債を対象とする登録・開示等のルールは、実態にそぐわない面がある。従来、SECは、ノーアクションレターや法令解釈書簡、登録届出書の事前審査等を通じて、通常の社債に関する一般的な開示ルールを適宜修正してきた。また、個々の案件ごとに、その適用範囲を解釈により取捨選択しつつ、ABSの特性に適した開示がなされるよう、努めてきた。

今回の新ルールの制定は、SECがこれまで提示してきた修正開示ルールを成文化するとともに、新たに創設的なルールを策定することにより、これを補完するものである。これによって、ABSに関する開示ルールの透明性を高め、また、開示内容を充実させて、

市場の効率性と市場参加者の予測可能性を高めることが目的とされている。

今回のルール適用対象は、①主に発行市場を規制する証券法に基づく公募ABSの登録届出の方式、②開示内容の充実、③募集プロセスにおける情報伝播、④主に流通市場を規制する証券取引所法におけるABSの継続開示等の取扱い、といった広範囲にわたる。

SECによる今回のルール制定の特色として、①詳細で杓子定規な規制ではなく、原則（プリンシプル）ベースでルールが制定されたこと、②市場主導型のアプローチが採られたこと、③開示を通じた規制が基本とされていること、などが挙げられる。総じて、市場機能を重視・補強する方向で、ルールの形成が行われたといえる（注21）（注22）。

第三の動きに関わるCDO（債務担保証券）は、複数トランシェの債券とエクイティを発行し、その資金で、社債（CBO<社債担保証券>の場合）やローン（CLO<ローン担保証券>の場合）等をアクティブ運用する、という形態が一般的である。このほかの応用的な形態として、①ABSやMBSを裏付けとする、ストラクチャード・ファイナンスCDO、②社債、ローン、ABS、MBSを組み合わせたポートフォリオを裏付けとする、マルチセクターCDO、③他の複数のCDOを裏付けとする、CDOスクウェアード、④クレジット・デフォルト・スワップなどのクレジット・デリバティブを組み込んだ、シンセティックCDOなどもある。いずれも、一般的なMBSやABSから発展した、加工度の高い証券化商品である。

CDOの場合、一般的なABS等と比べ、裏付資産（CBOの場合の社債など）の数と分散の点で、大数の法則が働くには不十分であることが多い。そのため、その投資判断においては、裏付資産間の相関関係の程度が、特に問題となる。

2001年から2002年にかけて、多くのCDOが積極的に組み入れていた、低格付のハイイールド債のデフォルトが相次いだ結果、市場全体でのCDOの発行額が減少した。CDOの裏付資産ポートフォリオの分散度が過大評価されていた、すなわち、相関係数が過小評価されていたことが、市場関係者に認識されたのである。さらに、その後、CDO市場のリスク特性について、投資家の理解が十分ではないのではないか、といった懸念も高まってきた。

そうしたなかで、2005年5月5日、格付機関のS&Pが、米大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ（GM）とフォードの社債格付について、投資不適格級（ジャンク債）まで格下げした。その前後から、自動車セクターから徐々に波及するかたちで、米国の社債・ABS等のクレジット市場全体に、スプレッド拡大（債券価格低下・利回り上昇）の動きが広がった（注23）。

このような市場の波乱のなかで、投資家の資金がより上位の債券に逃避する動きが生じ、CDOにおいても、各トランシェ間の値動きの格差や、裏付資産に係る業種・企業間の相関係数の予想外の変化などがもたらされた。また、クレジット・デフォルト・スワップの価格に想定外の変動が生じ、それらを組み込んだシンセティックCDOにも、影響が及んだ。こうしたなかで、CDOやクレジット・デリバティブ市場に投資していたヘッジファ

ンドなど、大きな損失を被った投資家もあるといわれる。

今回のように、一部企業の格下げがクレジット市場全体の波乱を招いたことは、米国の成熟した金融市場においても、格付機関による大手企業の格下げなど、信用リスクの表面化に対して、投資家の潜在的な警戒感が高まっていることを示している。そのなかで、各種のCDOは、クレジット・エンジニアリングとしての証券化のなかでも、比較的新しい類型であるうえ、高度に加工された複雑な信用リスクを内包しているという点に特性がある。こうしたCDOは、米国においても、まだ十分な景気循環を経験しておらず、市場におけるテストという点でも、実績不足である。今後、今回のような市場環境の変動を通じて、投資家等の市場参加者の洗練性が高まっていくことにより、証券化市場の成熟度もさらに高まっていくものと、期待される。

第2節 欧州諸国における証券化の発展（注24）

1. 証券化法制の整備

欧州諸国における証券化に関する法制整備についてみると、米国と同様、既存の法制の枠内で対応してきた国々（英国、ドイツ）と、証券化を推進するために、特別法を制定してきた国々（フランス、ベルギー、スペイン、イタリア、ポルトガル、ルクセンブルク）との、二つのグループに大別することができる。なお、アジアでの我が国や韓国も、後者のグループに属する。

英国では、米国と同様、英米法系に属し、信託法理が発達しているうえ、もともと判例法系でもあるため、証券化への制度的な対応が比較的容易であった、という面がある。同国では、証券化商品の発行体は、他の証券の発行体と同様に、会社法（1985年）の適用を受ける。また、社債形態のABSの場合も、他の社債と同様の取扱いを受ける。なお、証券化商品は、金融サービス法（1986年）の規制対象である集団投資スキーム（Collective Investment Scheme）には該当しないことが、同法改正（1988年）により明確化され、その点は、金融サービス市場法（2000年）でも踏襲されている（注25）。

一方、フランスでは、1988年に、証券化法が施行された。同法は、世界的にみても、証券化に関する特別法の嚆矢といえる。同法は、施行当初、オリジネーターを金融機関に、対象資産も金融機関が保有する貸付債権等に限定していたが、その後の改正により、オリジネーターの制限は撤廃され、対象資産も金銭債権全般となったうえ、法律自体が通貨金融法典に組み込まれている。なお、同国では、債権譲渡の対抗要件に関し、簡易な方法で具備を可能とする特別法として、ダイイ法（1981年）が制定されていたが、上記の証券化法には、その仕組みがそのまま取り入れられている（表1-5）。

その後、欧州では、ベルギー（1992年）、スペイン（1998年）、イタリア（1999年）、ポルトガル（1999年）、ルクセンブルク（2003年）と、1990年代以降、大陸諸国で証券化関

連の特別法の制定が相次いでいる。こうした各国の特別法が規定する範囲は、①定義（対象資産、オリジネーター、SPV）、②資産流動化・証券化計画、③資産譲渡、④資産管理、⑤資産流動化・証券化商品、⑥倒産隔離等の安全対策、⑦監督などに及ぶ（表1-6）。

これらの証券化関連特別法の制定の背景として、初期においては、特定の産業に新たな資金調達手段を提供することを主な動機としていたのに対し、後期にかけては、不良債権の処理を主な目的とするものが増えてきた、という傾向が見てとれる。例えば、先発グループのうち、フランス証券化法（1988年）は、前述のとおり、施行当初、オリジネーターを金融機関に限定していた。その理由として、1980年代半ばの金融自由化の進展の下で、自由金利の市場商品の登場による預金吸収難に陥っていた金融機関に対し、新たな資金調達の道を拓く必要があったとされる。これに対し、後発グループのうち、韓国法（1998年）、イタリア法（1999年）は、ともに不良債権処理の促進を主な目的として制定され、実際に、法施行後に処理が加速したとされている。さらに、欧州大陸諸国の証券化では、近年、単なる不良債権処理にとどまらず、銀行の自己資本比率対策や、リスク・マネジメント上のニーズから、実施されるものが多くなっている。なお、我が国における証券化関連の法制整備等に関しても、同様の傾向を指摘することができるが、その点については、第2章で詳述する。

2. 証券化市場の現状

欧州における証券化商品の発行額は、6年連続で増加してきており、2004年には、前年比12.1%増の2,436億ユーロとなった（図1-1）。国別にみると、英国が全体の43%を占め、次いで、スペイン（14%）、イタリア（13%）、オランダ（9%）の順となっている。

証券化商品発行額の種類の内訳をみると、MBSが57%、ABSが43%の割合となっている。MBSの9割近くは、RMBS（住宅モーゲージの証券化商品）である。また、ABSの裏付資産としては、各種の売掛債権が最多（31%）を占める。CDOも多い（24%）が、そのうち9割以上が、クレジット・デリバティブを組み込んだ、シンセティックCDOとなっている。

欧州の証券化商品のなかで、汎欧州的な市場が形成されているのは、シンセティックCDOと、一部のCMBS（商業用不動産担保証券）にとどまっている。このほかについては、国によってかなり違いがあり、各国ごとに分断された市場が形成されている。

米国以外での初の証券化事例は、1985年、英国で発行されたRMBSである。英国は、現在でも、RMBSやCMBSを中心に、発行額において、欧州の証券化市場の半分近くを占めている。そのほか、同国に特徴的な証券化として、事業の証券化（WBS=Whole Business Securitisation<英国表記>）も活発に行われている。事業の証券化は、特定の資産ではなく、様々な事業全体から生じる将来キャッシュフローを証券化するものであり、これまでの具体的事例としては、パブ・チェーン、水道事業、ヘルスケア（医療・介護）

関連が多い。

英国における事業の証券化は、事業を遂行し、ボロワーとなる企業が倒産手続に入ること防止する仕組み、および、当該事業会社の保有資産に設定される浮動担保権（フローティング・チャージ）により、仮に当該事業会社が倒産しても、管理レシーバーを用いて、担保権者として、財産に対する支配を行えることが特徴とされる（注26）。

ところで、欧州では、資産が原保有者からオフバランス化されないという点で、本来の証券化とは異なるが、発行体が破綻しても倒産隔離性が確保される、カバードボンドという金融商品が活発に発行されている。欧州中央銀行（ECB）は、同商品を「オンバランスシート・セキュリタイゼーション」とも称している。2004年の発行額は、2,090億ユーロと、証券化商品と比べても、遜色のない規模となっている。

カバードボンドは、通常、銀行が発行する金融債であるが、特定の資産プールを担保として、超過担保を設定することにより、発行体の格付より高い格付を取得することが可能である。もともと、ドイツで100年以上前に誕生した、ファンドブリーフ（Phandbriefe）市場がその中心となっており、RMBSと同様、住宅モーゲージを担保とすることにより、同市場への比較的 low コストの資金調達手段として機能している。最近では、スペインやフランスでも、カバードボンドが活発に発行されているほか、通常の証券化市場が発達している英国においても、複数の銀行による発行例がみられるようになっている。

EU通貨統合（2002年1月から、ユーロ紙幣・硬貨の一般への流通が開始）以降、欧州各国間で、金融市場の流動性を競う動きがみられる。そのなかで、大型のカバードボンドの発行を可能とする法改正を行うことにより、市場の流動性を高め、金融機関等の資金調達コストを削減しようとする考え方が、イタリアなど他の諸国でも台頭している。一方、投資家にとっては、カバードボンドは、多くの証券化商品と同様、通常、高格付で、国債より利回りが高いことがメリットとなっている。

このように、欧州の証券化市場は、規模において、米国には遠く及ばないものの、独自の発展を遂げつつあり、我が国にとっても、参考となる点が少なくない。

（注1）本章は、①拙著第1・2章、②拙稿「日本における証券化の現状と展望」、堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム 9. 金融サービス』（NTT出版、2004年11月）第8章などの旧稿を前提とし、その補論となるものである。

（注2）米国における証券化の近年までの発展に関しては、遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に—」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第51号（1999年6月）を参照。なお、米国におけるMBSの内容等については、国土交通省「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会報告書」（2002年4月）で、詳しく紹介されている。

（注3）近年まで、米国の預金金利が、都市によってかなり異なっていたのは、従来の資金偏在の名残とされる。また、地域的なリスクの集中の代表例として、1980年代に、

石油価格の下落により、テキサス州の銀行が軒並み破綻に追い込まれ、他州の金融機関に救済されたケースが挙げられる。

(注4) 米国の証券化が、その当初において、政策主導型で創設されたとはいっても、英米法系に属する同国では、信託法理が発達しているうえ、判例の蓄積もあって、証券化に関する特別法が制定されることはなかった。証券化に関連する既存法制として、連邦投資会社法（1940年）、証券法（1933年）、証券取引所法（1934年）等があり、証券化商品については、これら各法の適用除外や弾力的な取扱いを認めることなどにより、対応されてきた。また、債権譲渡の対抗要件に関しても、統一商事法典（UCC=Uniform Commercial Code）第9編に基づき、貸付証書の登録という簡便な方法により、第三者対抗要件の具備が可能となっている。

(注5) グランター・トラスト（委託者課税信託）は、通常、親が子供に資産を移す際に用いられてきた。この形態で構成された信託は、米国の税法上、課税対象としてのエンティティーとはならず、そこから発生する所得は、委託者に課税される。こうした課税上の導管性が着目され、グランター・トラストは、証券化のためのSPVとして活用されることになった。

拙著第2章第5節4、および第5章第2節2を参照。

(注6) こうした市場開拓努力の中心を担ったのが、ソロモン・ブラザーズのMBSのチーフ・トレーダーであった、ルイス・ラニエリ（Lewis Ranieri）である。因みに、Securitizationという言葉は、ラニエリによる造語で、1977年の「ウォールストリートジャーナル」のインタビューで、初めて用いられたとされる。

(注7) その後、1996年には、FASITの制度の導入により、モーゲージ以外の金融資産についても、課税上、REMICと同様の取扱いが認められるようになった。

この点については、拙著第2章第5節4、および第5章第2節2を参照。

(注8) 拙著のはしがき（注1）で述べたとおり、米国では、その証券化の発展の経緯から、住宅ローン等の不動産ローン債権を対象とする証券化商品をMBSと呼び、それ以外の多様な資産を対象とする証券化商品をABSと総称して、名称のうえで、両者を区別している。それに対し、第2章で後述するように、我が国では、本格的な証券化の対象資産としては、リース債権やクレジット債権等が住宅ローン債権に先行したことから、一般に、有価証券形態の証券化商品全般をABSと総称し、MBSもそのなかに含めている。このように、証券化に関する日米の基本的な用語法にも、両国における証券化の歴史的な発展の経緯が反映されている。

(注9) 米国におけるBIS規制では、個人向けのモーゲージローンのリスクウェイトは50%であったにもかかわらず、銀行はMBSを利用した。それは、公的機関のMBSと交換することにより、リスクウェイトが0%（GNMAの場合）・20%（FNMAの場合）に低下したためである。

(注10) 例えば、1988年のRJRナビスコのLBOの際に、投資適格（格付BBB以上）

であった社債が、短期間のうちに、投機的水準とされるジャンクボンド（同BB以下）と化し、価格が大幅に下落した。これによって、債券を満期まで持ち切る（Buy and Hold）ことが多かった、生命保険会社等の機関投資家が損害を被った。

(注 11) CMBSと区別するために、従来、単にMBSと呼ばれてきた住宅モーゲージの証券化商品は、RMBSと称される。

(注 12) 最初のCLOは、1980年代後半に登場したが、当初はあまり普及しなかった。市場拡大の契機となったのは、英国ナットウェスト銀行をオリジネーターとして1996年に発行された、Rose (Repeat Offering Securitization Entity) No. 1というCLOである。本件が注目されたのは、対象債権が50億ドルと大規模であったうえ、自行の優良資産をオフバランス化した点にあった。

(注 13) 本項で引用する米国の証券化市場に関する諸数値等については、主に、淵田康之「欧米の市場型間接金融」、財務省財務総合政策研究所『「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会」報告書』（2005年8月）第6章によっている。

標記の研究会は、池尾和人・慶応義塾大学教授を座長として、2004年10月から2005年3月まで、7回にわたって行われ、著者もメンバーとして参加した。報告書の概要は、財務省のホームページに掲載されている。

(注 14) ホームエクイティローン（HEL）とは、個人が住宅に担保（抵当権）を設定し、銀行から住宅ローンを借り入れるとともに、資金用途自由のクレジットラインの供与を受けるもので、カードで借入・返済が行われる。これは、住宅モーゲージに付随する、米国特有の消費者金融の形態といえる。住宅ローンの返済が進んだり、住宅の市場価格が上昇したりすると、未使用の担保枠が拡大し、借入可能額が増えることになる。

米国では、昨今の住宅価格の上昇傾向もあり、証券化の原債権となるHELの供与枠が拡大してきており、これが金融面から個人消費を下支えしている面がある。ただ、今後については、住宅バブルの崩壊により、HELを裏付けとするABSのうち、特に低格付の部分のパフォーマンスが悪化することも懸念されている。

(注 15) 木下正俊『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、2004年3月）を参照。

(注 16) 本項の記述については、淵田康之・前掲論文を参照。

(注 17) こうした特別扱いとしては、①GSEに対する州・地方の法人所得税免除、②GSEが発行する証券のSEC登録免除、③GSE債に関しては銀行保有制限がないこと、などがある。

(注 18) 連邦準備制度理事会（FRB）と財務省が、GSEの資産規模に対する上限設定を主張している。

(注 19) GSEの破綻処理に関する規定が曖昧になっている現状では、FNMAやFHLMCの住宅金融における重要性と資産規模などから、政府は事実上、これらの機関

を破綻させられないであろう、という見方がある。そのことが、債券投資家からみて、これらの機関の信用力の裏付けとなっている面がある。格付機関も、GSEの破綻処理に関して、厳しい規定が制定された場合には、それが潜在的な格下げ要因になると表明している。

なお、公的金融機関に関する暗黙の政府保証と破綻処理規定の曖昧さという点では、我が国においても、住宅金融公庫などの財投機関について、同様の問題がある。特に、公法人の法的倒産能力に関する不透明性と、会社更生法の不適用という事情が、現状の住宅金融公庫RMB Sのように、当初は真正売買の構成をとらない、やや特殊なスキームを可能にした。

この点については、拙著第1章第4節4（注54）を参照。

(注20) 今回の新ルールは、law、rule、regulation という、異なるレベルの法規が包括された法令集である。その背景として、SECには、開示ルールの制定、修正、改廃等について、広範な権限が付与されている。

(注21) 我が国では、証券取引法上の公募ABS（資産流動化証券）の開示に関して、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」という特則が定められている。このほか、私募ABSや信託受益権形態の流動化商品の開示については、日本銀行金融市場局による「証券化市場フォーラム・報告書」（2004年4月22日）により、各商品ごとの情報開示のテンプレート（標準的な開示項目、推奨フォーマット）が提示されている。

拙著第1章第4節5.（5）を参照。

(注22) SECによる今回のABSの開示等に関する新ルールの概要については、上野元「米国のABSの開示等に関する新規則集について（1）」、『月刊資本市場』No.242（2005年10月）を参照。

(注23) 我が国のクレジット市場においても、米国自動車メーカー系ファイナンス会社がサムライ債（日本国内で発行される円建て外債）を発行していたこともあり、間接的な影響はあった。ただ、我が国の証券化市場では、活発な流通市場が存在せず、短期的な市場の変動を観測しにくいという事情もあるが、米国でみられたようなスプレッド拡大圧力は、限定的にしか発生しなかった。

(注24) 欧州諸国における証券化関連法制と証券化市場に関しては、①日本資産流動化研究所『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 第一分冊 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』（2003年3月）、②木下正俊・前掲書、③淵田康之・前掲論文を参照。これらのうち、①・②の文献は、欧米諸国のほか、韓国等の状況についても言及している。

(注25) 我が国での集団投資スキームの概念も、英国の金融サービス法に由来している。ただ、我が国では、この概念について、①多数の者から集めた資金をプールして、各種の資産に運用する、投資信託等の「資産運用型」、②特定の資産から生じるキャ

ッシュフローを組み替えて、多数の者に販売する、ABS等の「資産流動化型」という、二類型を含む広義で用いられることが多い。

英国の金融サービス法および金融サービス市場法では、上記①の類型のみを規制対象としての集団投資スキームとしてきた。ただ、将来、証券化商品が一般投資家にも幅広く販売されるようになれば、投資信託商品等と同様に、同法による厳格な発行規制等に服することになる可能性もある。

拙著第1章第4節2.(注41)を参照。

(注26) 我が国でも、事業の証券化に類する試みとして、最近、①民営の有料道路に係る将来の通行料金収入の証券化、②民事再生計画認可後のゴルフ場運営会社に対する担保付貸付債権の証券化、③時間貸し駐車場の駐車料金収入を裏付けとするノンリコース・ローン、④パチンコホールの売上金収入を裏付けとするノンリコース・ローンなどが行われている。

我が国では、法制度面の違いから、英国と同一の仕組みをとることは難しいとしても、伝統的な事業金融と資産証券化の中間領域において、事業の証券化に類する金融手法が、今後、本格化していくものと予想される。その際、有望な分野としては、通信事業、パチンコホール等の遊技場運営、医療、介護、冠婚葬祭サービス事業などが挙げられる。

一方、法的な観点からは、従来の資産流動化・証券化をめぐる真正売買や倒産隔離に関する議論(第3章で詳述)は、事業の証券化においては、ある程度、変容を余儀なくされる。この点については、新たな検討を加えることが必要になると考えられる。また、信託法の改正(第2章で詳述)に向けて、政府(法務省、経済産業省)内で、事業の信託を可能にするという試案も検討されている。これが実現すれば、事業の流動化・証券化や、事業育成・再生のための新たな制度的基盤になるものと期待される。

拙著第1章第2節1.(注19)を参照。

第2章 我が国における証券化法制の整備

はじめに

我が国の金融法制の整備は、この10年余りの間に、かなり進展してきた。個別の法律の整備については、それぞれ、歴史的な path dependence (経路依存性) に制約されながら、縦割り行政・立法の枠なかで、その時々々の政策目的等を反映して、「モザイク的發展」ないし「(個別) テーマ追及型」(神田秀樹・東京大学教授)ともいうべき、試行錯誤的なプロセスを辿ってきた。

これらの金融法制整備の多くを先導してきたのが、資産流動化・証券化関連の一連の立

法である。先端的なストラクチャード・ファイナンスとしての資産流動化・証券化は、法的な観点からみれば、多様な契約に基づく複雑な債権・債務関係の集合体であり、裏面からみれば、様々なリーガル・リスクの塊でもある。ABS (Asset-backed Securities) 等の流動化・証券化商品は、他の既存の金融商品と比べて、いわば Rule-backed Securities (上村達男・早稲田大学教授) としての性格を色濃く有しており、一国の法的総合力に支えられて、初めて成立し得る。そうした法的総合力が十分でなかった我が国では、資産流動化・証券化を政策的に導入・促進するために、第1章で前述した欧州大陸諸国等と同様に、いくつかの関連特別法が制定・整備され、それらが、より適用範囲の広い金融法制の整備につながってきた。

こうした近年の証券化関連を含む金融法制整備の経緯と、それらを規定してきた経路依存性に関して、予め整理・要約すれば、次のような点が挙げられる。①住宅ローン債権を裏付けとするMBS (モーゲージ担保証券) から証券化が始まった米国 (第1章で詳述) と異なり、我が国では、バブル崩壊後のノンバンクの資金調達問題に対応するため、1990年代前半に、リース・クレジット債権を対象とする特定債権法をフロントランナーとして、本格的な流動化・証券化関連の法制整備が始まった。②当時の金融制度改革をめぐる論議の一環として、「幅広い有価証券概念論」に基づく証券取引法の改正が議論されたが、十分には実現しなかった。③金融制度改革に続く「日本版ビッグバン」(金融システム改革) で、「ABS (資産担保証券) など債権等の流動化」などが掲げられたことから、1990年代後半に、一連のセカンドランナーズ立法が行われた。これらは、多かれ少なかれ、当時の喫緊の課題であった、不良債権問題への対応という政策的要請の影響を受けることになった。④ビッグバンの積み残しとなっていた「日本版金融サービス法」構想は、金融庁の発足など、行政側の現実的な事情もあり、当初の想定どおりには進展しなかった。金融サービス法への当面の第一歩として、2001年にかけて、集団投資スキーム法制の整備、および、金融商品の販売・勧誘ルールの整備が行われた。

現状に至る法制を全体としてみると、そうした経緯を反映して、立法趣旨が類似・近接する複数の特別法が並立する、「パッチワーク立法」的な状況になってきた面は否定できない。ただ、倒産法制 (第3章で詳述) については一応別として、少なくとも金融法制の領域においては、民法・商法等の特別法のレベルでの法制整備の進展により、流動化・証券化等の金融実務にとっての制度的な制約や、法的不確実性の多くが取り除かれてきた。こうした法的なインフラ整備が、近年の関連市場の発展を支える大きな要因になってきたことは、疑いない。

現在、流動化・証券化関連等の法制整備は、いわば第20年紀に入り、新たな局面に差し掛かってきている。比喩的な表現 (上村達男教授) を用いれば、富士山のような法的総合力の構成のなかで、頂上から上層部に相当する、各種のパッチワーク的な特別法から、広大な裾野を形成する基本法、すなわち、民法、信託法、商法 (会社法)、証券取引法、倒産法制などのレベルに、法整備の第一線が広がりつつある。さらに換言すれば、金融法制

は、単なる証券化対応等の個別整備の段階から、民事一般法レベルでの「大立法時代」を迎えつつある。こうした動きは、2001年度から2005年度までの5年間に、経済活動に関わる民事・刑事の基本法制について、明治時代以来の抜本的な法整備を集中的に行っていくという、法務省のプログラムに沿ったものである。我が国では、もともと、金融制度・システムの骨格は、膨大な関係法令の体系によって構成されている。現在の法制面での新たな動向は、我が国の今後の金融システムを支える制度的なインフラ整備としても、大いに注目される。

本章では、まず、流動化・証券化関連の各種特別法から、直近の金融法制整備に至る流れを振り返る。その際、拙著第2章と重複する部分の記述は極力簡略化する一方、最新の動向等について、適宜加筆・補足する。そのうえで、この10年余りの金融法制整備の過程に関して、この間の経済・金融情勢との相互作用や、金融制度・システム改革等との関連なども踏まえながら、法と経済学的な視点からの分析を試みることにする（注1）。

第1節 証券化法制整備の軌跡

1. 流動化前史

我が国における資産流動化分野での法制の系譜を振り返ると、古くは、昭和金融恐慌の時代に制定された、抵当証券法（1931年施行）まで遡ることができる。抵当証券は、一種の不動産抵当権付き貸付債権の流動化・証券化スキームともいえる。これは、証券化商品としては不完全ながら、固定化した債権の流動化を図ろうとする発想等において、その後、米国で開発されたMBSとも共通する面がある。ただ、抵当証券は、制度創設以来長らく、ほとんど利用されなかった。

その後、住宅金融専門会社（住専）の資金調達手段として、1973年から住宅ローン債権信託、1974年から住宅抵当証書のスキームにより、住宅ローン債権の流動化に類した取引が行われた。1987年には、リース物件の動産信託による流動化（リース・プロパティ信託）、1992年には、SPC類似の会社を用いたリース債権の流動化が始まった。一方、日本国有鉄道清算事業団が保有する土地の流動化目的で、1989年には信託方式が、1990年には不動産変換ローン方式が実施された。これらのスキームは、流動化前史としての意義はあったが、オリジネーターの信用度からの切断、資産譲渡の対抗要件、商品性の開示、市場での流通性などの点で、資産流動化商品としては、不完全なものであった。

2. フロントランナー立法

最近に至る本格的な法制整備のフロントランナーないし先駆けといえるのは、それぞれ指名金銭債権と不動産を対象とし、1990年代前半から半ばにかけて施行された、特定債権

法と不動産特定共同事業法である。前述の幅広い有価証券概念の構想が十分に実現をみないなかで、これらは、証券取引法の枠外で、すなわち、有価証券ではない流動化商品に関する個別の単行法として、制定された。

(1) 特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）

ノンバンクは、従来、出資法（1954年施行）により、債券発行による貸付資金の調達を制限されてきたほか、CP（コマーシャル・ペーパー）も発行できなかった。その結果、これらの企業は、資金調達手段として、銀行借入等にほぼ全面的に依存せざるを得なかった。そのなかで、ノンバンクは、バブル崩壊の直接のきっかけとなった、大蔵省通達「土地関連融資の抑制について」（1990年2月）の規制対象業種として、不動産業・建設業とともに指定され、銀行借入を抑制されたことから、多くの業者が資金繰りの逼迫に直面することになった。

こうしたなかで、特定債権法は、ノンバンクに新たな資金調達の道を拓くべく、同業界の要請を受けて、リース・クレジット債権の流動化を促進するとともに、投資家保護を図るため、1993年6月に施行された。

本法は、①特定事業者（オリジネーター〈原資産保有者〉に相当）による特定債権（リース・クレジット債権）等の流動化目的での譲渡に関し、民法上の債務者への通知・承諾（第467・468条）とは別に、簡易な第三者・債務者対抗要件具備手段として、新たに日刊新聞への公告制度と書面閲覧制度を導入した。一方、②主に投資家保護の観点から、半期ごとの債権譲渡計画の確認（6条確認）と、一定範囲内での個別流動化案件の届出、および、それらに対する仕組み規制等の公的な調査（3条調査）に関して規定した。さらに、③流動化商品（小口債権、資産担保型証券）の商品性に関する制約（最低販売単位、転売制限）や、関係当事者（特定債権等譲受業者〈SPC（特別目的会社）に相当〉、小口債権販売業者）に対する許可および一定の行為規制についても規定した。

本法は、我が国の資産流動化に、大きなブレイクスルーをもたらした。ただ、本法の基本的な構成・内容としては、その名称のとおり、指名金銭債権を小口化して譲渡するという、本来、一般私法に基づいて自由にできるはずの取引に対する、行政的な規制という性格が強い。また、債権流動化のブレイクスルーの直接的な契機となった公告制度に対しては、民法学者等からの批判もみられた（注2）。

(2) 不動産特定共同事業法

不動産特定共同事業法は、ワンルームマンション等の不動産投資スキームを対象として、投資商品の小口化と投資家保護を図るため、1995年4月に施行された。

本法は、「任意組合契約・匿名組合契約・賃貸方式の契約に基づいて、投資家が資産や金銭を出資し、業務を委託された不動産会社などの専門家が、その資産等を一括して不動産事業を行い、その事業から生じた収益を投資家に分配する」という不動産特定共同事業を

対象としている。そうした事業を規制し、投資家保護を図るため、本法は、①定義規定、②許可制、③業務規定、④監督規定、⑤罰則規定から構成されている。

不動産の証券化は、本来、不動産と金融の両取引が交錯・融合する分野である。しかし、本法は、不動産取引としての視点に偏っているうえ、行政的な規制色が強く、証券化に関する制度的な基盤としては、十分に機能しているとはいえない。

3. セカンドランナーズ立法

「日本版ビッグバン」の方向性を示した金融制度調査会答申（1997年6月）では、金融商品・業務・組織形態の自由化・多様化に向けた具体的事項の一つとして、「ABS（資産担保証券）など債権等の流動化」が挙げられた。また、政府・与党による「土地・債権流動化トータルプラン」（1998年4月発表）や「金融再生トータルプラン」（同年6月発表）などにより、当時、経済・金融面での大きな課題となっていた不良債権問題への対応策の一環として、資産流動化・証券化の手法を活用する、という政策的要請も示された。

こうした事情を背景として、特定債権法等に続き、さらに幅広く流動化・証券化を促進するうえで、セカンドランナーズともいえる一連の法制整備が、以下のように、1998年秋以降、相次いで行われた。

（1）SPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律）

1998年9月に施行されたSPC法は、特定資産（不動産、指名金銭債権、およびこれらを信託した信託受益権）を対象に、本法上のABSである資産対応証券（優先出資証券、特定社債券、特定約束手形）の発行により流動化するための器となるSPCとして、商法上の会社とは別に、本法上の法人である特定目的会社（TMK）の制度を創設した。

本法は、特定目的会社について、有限会社並みの簡素な設立要件・組織と、税制上の優遇措置（第4章で詳述）を規定した。また、投資家保護等の観点から、証券取引法による有価証券の開示規制とは別に、資産流動化計画・同実施計画等の本法独自のディスクロージャー制度を新たに導入した。

このように、本法は、SPCとして株式会社を利用する場合の最低資本金規制や事後設立規制、または有限会社を利用する場合の社債発行制限など、当時の商法（会社法）上の諸規制を回避する一方、そうしたアメに対するムチとして、証券化に関する諸規制を設けたものといえる。また、先行した特定債権法や不動産特定共同事業法と比べ、対象資産が拡大しているが、当時、政策上の優先度が高かった不良債権処理との関連から、（貸付債権の担保）不動産を重視しているように窺われ、その結果、指名金銭債権の証券化のためには、使い勝手が悪いといった批判も聞かれた。

（2）債権譲渡特例法（債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）

1998年10月に施行された債権譲渡特例法は、法人の指名金銭債権譲渡（流動化のほか、営業譲渡、債権譲渡担保等も含む）の対抗要件に関する民法の特例法として、①第三者対抗要件としての電子化された債権譲渡登記、②債務者対抗要件としての登記事項証明書を交付した債務者への通知・承諾を規定した。本法による債権譲渡の対抗要件は、民法上の通知・承諾、特定債権法上の公告と並立する。

本法上の債権譲渡登記の対象となる指名金銭債権は、特定債権法上の公告（リース・クレジット債権を対象）より格段に拡大しており、債権流動化の促進という観点からも、大きな意味があった。ただ、3種類の債権譲渡の対抗要件が並立することにより、これらの競合の問題が、より複雑化した。また、第三者対抗要件と債務者対抗要件が分離したため、実務上、債務者対抗要件が具備されないままとなる場合が多い。この結果、債務者にとっては、従来どおり、譲渡人との間で債務の存在が認識される一方、譲受人にとっては、債務者との間に債権が存在する、という相対的な関係が生じることになる。こうした事態は、新たな解釈論上の問題を惹起することにもなった。

（3）サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法）

1999年2月に施行されたサービサー法は、いわゆる非弁行為（弁護士以外の者が一般の法律事件に関する法律事務を取り扱うこと）を禁じる弁護士法第72・73条の特例として、①金融機関等の貸付債権、②特定債権法上の特定債権、③貸金業者の不動産担保付き事業者向けローンなど、本法上の特定金銭債権を対象とする債権管理回収業を、一定要件の下で、許可を受けた株式会社に認めた。

本法の改正法が、2001年9月に施行された。これにより、特定金銭債権の範囲に関して、①貸金業者のすべての貸付債権、②SPCが流動化対象として有する金銭債権、③法的倒産手続中の者が有する金銭債権などが追加された。

本法上の債権回収会社（サービサー）は、不良債権の回収を主目的とするが、正常債権の回収を行うこともできる。そのため、債権流動化・証券化におけるバックアップ・サービサー等として、本法上の債権回収会社を活用することも可能である。もっとも、通常の正常債権の流動化・証券化において、本法上の債権回収会社でなければサービシング（債権の管理・回収）ができないという局面は、オリジネーター＝サービサーが破綻して、サービシングを継続できなくなり、かつ、延滞債権の取立てを行わなければならないといった、例外的な状況に限られる。

なお、不良債権の流動化・証券化に関しては、金融機関等から不良債権を譲り受けるSPVに関して、譲り受けた他人の権利の実現を業とする非弁行為を禁じる弁護士法第73条との関係が整理されていない、という問題が残っている。

（4）ノンバンク社債発行法（金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律）

1999年5月に施行されたノンバンク社債発行法は、出資法によって禁止されていた、貸

金業者（ノンバンク）による貸付資金調達目的の社債発行について、同法改正に伴い、一定要件の下で解禁した。

本法に基づき、貸金業者自体による社債・CP発行のほか、SPC等を通じたABS発行による貸付資金の受入れも、本法による登録の対象とされるため、その範囲で、債権流動化・証券化と関連する。ただ、本法の立法趣旨は、本来、自由であるべきノンバンクによる資本市場からの資金調達に関する規制であって、現状では、本法が使い勝手の良い法律として、積極的に評価されているわけではない。

本法施行後、大手ノンバンクの普通社債のほか、消費者ローン等の貸付債権を流動化して貸付資金に充てるノンバンクABSも、ある程度の規模で発行されるようになってきている。ただ、本法上の資本金要件の高さ（10億円以上）などは、出資法改正（2000年6月施行）による罰則を伴う上限金利の引下げ（年40.004%→29.2%）などとも相俟って、消費者金融など、ノンバンク業界内の企業間格差を拡大させる一因にもなっている。

（5）金融システム改革法（金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律）

日本版ビッグバンの法制面での中核である本法は、1998年12月に施行され、これにより、24に及ぶ金融法・関係税法にわたる大改正が行われた。

これに伴う証券取引法の主な改正点は、①証券業への参入規制、②業務に関する規制、③組織形態、④行為・財務に関する規制、⑤セーフティ・ネットなどに及ぶ。そのうち、資産流動化・証券化との関連では、SPC法（現・資産流動化法）に基づく資産対応証券が、証券取引法で限定列挙されている有価証券に追加指定された。

4. 集団投資スキーム法制等の整備

前述した金融制度調査会のビッグバン答申等では、幅広い金融商品・サービスを対象とする金融の機能面に着目した横断的な法体系として、「日本版金融サービス法」に関する検討の必要性が指摘された。その後、13省庁等による「新しい金融の流れに関する懇談会」から公表された「論点整理」（1998年6月）では、我が国の金融システムは、従来型の銀行中心の間接金融から、資本市場がより大きな役割を果たす、「市場型間接金融」に移行していくことが望ましいとされた。また、金融法制に関しては、縦割型の業法中心の法体系を見直し、利用者本位の法制としていくべきである、と指摘された。

こうした方向性を引き継いで、金融審議会第一部会から公表された「中間整理（第一次）」（1999年7月）では、市場型間接金融において中心的な役割を担うべき「集団投資スキーム」（投資信託等の資産運用型、ABS等の資産流動化型）は、金融サービス法の適用対象としても、重要な地位を占めるべきであるとされた。しかし、金融庁の発足を控えた立法作業上の困難などの事情から、金融サービス法の早期制定という当初目標は後退を余儀なくされた。同審議会第一部会から公表された「中間整理（第二次）」（1999年12月）では、

金融サービス法への第一歩として、当面、集団投資スキーム法制の整備、および、金融商品の販売・勧誘ルールの整備を行う方針が表明された。

これらのうち、集団投資スキーム法制に関して、資産運用型については、投信法（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律）の改正、資産流動化型については、SPC法の改正によって、それぞれ対応することとされた。また、金融商品の販売・勧誘ルールに関しては、「小金融サービス法」ともいわれる金融商品販売法が、新たに制定されることになった。これらのいわゆる「金融インフラ3法」は、資産流動化・証券化法制の整備という観点からみると、いわば「第三の波」とも呼ぶべきものである。

（1）資産流動化法（資産の流動化に関する法律）

SPC法は、次のように、大幅に改正され、法律名も資産流動化法に改称されたうえ、2000年11月に施行された。

①対象資産の財産権一般への拡大、特定目的会社の登録制から届出制への変更と、最低資本金の引下げ（300万円→10万円）など、様々な規制緩和を行ったほか、②新たに、特定目的会社の倒産隔離のための特定持分信託や、信託型の資産流動化スキームである特定目的信託（TMS）の制度を導入した。

これらのうち、②の特定持分信託や特定目的信託の導入などは、その後の新・信託業法や信託法改正の先駆けとなった面もある。もっとも、これまでのところ、特定持分信託、特定目的信託ともに、実務上は、あまり利用されていない。

（2）改正投信法（投資信託及び投資法人に関する法律）

投信法は、次のように改正され、法律名も改称されたうえ、2000年11月に施行された。

①主として有価証券とされていた対象資産を不動産等にまで拡大し、不動産投信（日本版REIT）を可能としたほか、②運用業者に関する認可規定を整備し、③受託者責任の明確化など、投資家保護のための規定を充実するとともに、④信託銀行による運用スキーム（委託者非指図型投資信託）を創設した。

これらのうち、特に③・④の点については、資産流動化法と同様、新・信託業法や信託法改正の先駆けとなった（注3）。さらに、今回の資産流動化法と改正投信法の制定に伴い、法人税制上も、注目すべき措置が講じられた（第4章で詳述）。

改正投信法施行後、新しい不動産ファンドである不動産投信が登場し、現在に至るまで、上場REITや非上場の私募ファンド（後述の「TK（匿名組合）+YK（有限会社）」スキームなど）を含め、市場規模は順調に拡大してきている。なお、既存法制の不動産特定共同事業法も引続き並存しているが、REITやTK+YKスキームに比べれば、利用事例は少ない。

（3）金融商品販売法（金融商品の販売等に関する法律）

2001年4月に施行された金融商品販売法は、次のように、金融商品販売業者に顧客に対する説明を義務付け、説明義務違反によって生じた損害の賠償責任を民法（不法行為）の特例として認めることなどにより、資産運用関係の金融サービスの利用者保護を図るものである。業者と顧客（消費者）との間の現実的な情報・交渉力の非対称性に着目し、対等な当事者間の関係を前提とする民法の原則に修正を加える点で、同時に施行された消費者契約法とも、共通の性格を有している。

①金融商品については、預貯金、信託、保険、有価証券等（資産流動化・証券化商品も含む）を幅広く対象とし、②金融商品販売業者に対し、金融商品のリスク等に係る重要事項の説明を義務付け、③業者が顧客にそうした重要事項を説明しなかったときは、損害賠償責任を負うものとし、元本欠損額をその損害額と推定する。さらに、④業者は、一定のコンプライアンス事項を含む勧誘方針を策定・公表しなければならない。

本法により、顧客（被害者）が金融商品販売業者（加害者）に対し、民事訴訟によって損害賠償請求を行う場合、民法上の原則による場合と比べ、一定程度、立証責任が軽減されている。ただ、上記②・③の点に係る金融商品販売業者の説明義務違反については、現在でも、原告側である顧客が立証しなければならないため、被害者の救済のためには、十分とはいえない。また、④の勧誘方針の策定・公表についても、現状では、多くの場合、形式的な運用にとどまり、実効的なルールとしては、十分に機能していないと批判されている。

5. 特定債権法の廃止等への動き

フロントランナー立法である特定債権法は、SPC法・資産流動化法や債権譲渡特例法など、より適用範囲の広い後発の関連法制が整備されていくなかで、約10年にわたって、実質的な法改正を施されてこなかったため、結果的に、いわば周回遅れのランナーになってしまった。特に、仕組み規制など、事前的・重層的な規制は、資産流動化商品が萌芽期にあった本法施行当時においては、合理的な意義があったが、その後、流動化・証券化の進展につれて、むしろ、リース・クレジット債権の流動化の阻害要因になっている、との指摘も聞かれるようになった。

以下のように、特定債権法は先般廃止されたが、我が国の資産流動化の歴史を作ってきた同法が、表舞台から静かに退場したことには、象徴的な意味がある。これは、流動化・証券化関連法制の第20年への区切りを示しており、新・信託業法とともに、今後の新たな法制整備につながるものである。その意味で、「第四の波」の幕開けといってもよい。

(1) 産業金融部会中間報告

産業構造審議会の「産業金融部会中間報告—中堅・中小企業のための新たな金融機能の創造に向けて—」（2003年6月）は、特定債権法、資産流動化法、ノンバンク社債発行法に

関して、制度改正を提言した。そのうち、特定債権法については、次のように、オリジネーター等にとっての使い勝手を改善するため、大幅な法改正を行うという方向が示された。

①本法の対象となる特定債権に、貸金業者の有する貸付債権と、ファクタリングにより譲渡された売掛債権を追加したうえ、②信託方式の小口債権以外は、本法の対象から除外し、③新たな信託型ビークルとして、流動化専門信託会社制度を実現させ、④仕組み規制を撤廃する。

(2) 新・信託業法と特定債権法廃止

特定債権法の所管官庁であり、産業構造審議会の事務局でもある経済産業省は、2003年夏にかけて、前述した「いいとこ取り」の改正による延命策から、本法を廃止する方向に、方針を転換した。このように、同省が短期間で方針転換した理由・背景については、未だに明らかにされていない。ただ、本法の存続・廃止をめぐることは、以前から、同省の内外で、両論が錯綜していたものと推測される。

2004年3月、信託業法（1923年制定）の約80年振りの本格的な改正として、新・信託業法案が通常国会に上程された。本法案の主眼は、①本法上の受託可能財産の範囲を、知的財産権等を含むすべての財産権に拡大すること、②信託銀行等の金融機関以外の者も、信託業を行えるようにすること、③行為規制のうち、受託者責任（善管注意義務、忠実義務、分別管理義務）について、先行した資産流動化法や改正投信法と同様に、規定を明確化することなどである。

加えて、本法案の附則のなかに、特定債権法の廃止が盛り込まれた。特定債権法上の債権流動化の大半は、信託方式の小口債権（信託受益権形態の流動化商品）により行われてきた。そのため、同法の役割のかなりの部分について、新・信託業法上、裁量性の低い管理型信託会社と、信託受益権販売業者の制度によって代替できる、という面はある。ただ、今回のような変則的な立法技術による特定債権法の廃止は、本来、新・信託業法の制定の必然的帰結とはいえない（注4）。

本法案は、2004年の通常国会では成立しなかったが、同年秋の臨時国会で継続審議となり、11月26日に成立後、12月30日に施行された（注5）（注6）。

6. 今後の関連法制整備の展望

前述したとおり、現在、流動化・証券化関連等の法制整備の第一線は、以下のように、民法、信託法、商法（会社法）、証券取引法、倒産法制など、基本法のレベルに広がりつつある。今後、こうした法整備が進展していくにつれて、特別法レベルの各種の既存法制も、大きな影響を受けていくことになるものと、展望される。

なお、これらのほか、最近の個別立法をめぐる動きとして、①証券取引法の改正（2004年12月1日施行）により、不動産投資のための私募ファンドなどに広く用いられる「TK

「+YKスキーム」等に関して、商法上の匿名組合契約の出資持分が、みなし有価証券化された(注7)。②個人情報保護法(2005年4月1日全面施行)による個人データの第三者提供と債権譲渡との関連について、内閣府により、あらためて本人(債務者)の同意を得る必要はないとする、債権流動化に配慮した見解が示された(注8)。③金融先物取引法の改正(2005年7月1日施行)により、縦割型業法の隙間になっていた外為証拠金取引業者に対し、新たに規制が定められた。こうした個別・場当たりの立法は、包括的な投資サービス法の制定の必要性に関して、一般の認識を高めることになった(注9)。これらの立法は、本来、流動化・証券化を直接の対象とはしていないが、間接的に関連し、また、今後のより広範な金融法制整備にもつながっていくものである。

(1) 新・破産法

倒産法制の全面的な見直しの一環として、2004年5月、新・破産法が成立し、2005年1月1日に施行された。

本法の倒産実体法の部分には、①不動産等の適正価格での売却に対する否認要件の整備、②賃料債権の処分に係る破産債権者への対抗力の制約の削除、といった条項が含まれている。これらにより、資産流動化・証券化取引にとっての法的不確実性が、ある程度低減したといえる。ただ、流動化・証券化と倒産法制との関わりとして最も本質的な、真正売買・倒産隔離性の要件を含め、残された問題も多い(第3章で詳述)。

(2) 信託法の改正

信託業法に続き、信託法(1923年制定)の約80年振りの全面改正に関して、2005年7月15日、法制審議会信託法部会が、「信託法改正要綱試案」を公表した。2006年の通常国会に法案が提出される予定である。

上記の要綱試案は、①総則関係、②信託財産関係、③受託者関係、④受益者・受益権関係、⑤委託者関係、⑥信託の変更関係、⑦信託の終了関係、⑧いわゆる民事信託を主として念頭に置いた規律関係、⑨いわゆる商事信託を主として念頭に置いた規律関係、⑩特殊な類型の信託関係、から構成されている。

これらのなかで、SPVとして信託を用い、信託受益権形態で流動化を行う、信託型スキームによる流動化・証券化に関わる論点として、①受託者からの倒産隔離、②委託者または受益者からの倒産隔離、③信託財産の破綻リスクの分担、④受託者責任(フィデューシャリー・デューティ)に関する任意規定化、⑤多数受益者に関する規律、⑥信託法の守備範囲などが挙げられる(注10)。

また、信託に関する基本法である本法が全面改正されれば、関連法である新・信託業法、信託兼営法、資産流動化法、改正投信法なども、(再)改正されることになるのは、必至である(注11)。

(3) 投資サービス法

金融審議会において、前述の金融サービス法構想は、しばらく棚上げされていたが、同審議会第一部会において、2004年9月より、あらためて議論が開始された。同審議会は、その後、銀行・保険以外（販売・勧誘ルールについては、銀行・保険も含む）のすべての金融サービスを横断的にカバーする、投資サービス法（仮称）の制定と、本法への証券取引法の改組を目指して、検討を行ってきた。

こうした審議を受けて、2005年7月7日に公表された「中間整理」は、①投資サービス法の対象範囲、②規制内容、③集団投資スキーム（ファンド）、④市場のあり方、⑤ルールの実効性の確保（エンフォースメント）、から構成されている。当面、この中間整理をもとに、2006年の通常国会への法案提出に向けて、金融庁で作業が行われていくことになる（注12）。

投資サービス法が制定されれば、証券取引法だけでなく、販売・勧誘ルールについて先行して制定された金融商品販売法も、そのなかに改組・吸収されることになる。そこでは、「有価証券」という基本概念自体についても、前述の幅広い有価証券概念を超えて、より広範な「投資商品」に取って代わられることが想定されている（注13）。また、投信法など、既存の集団投資スキーム（ファンド）関連法制についても、規制の内容ごとに機能別・横断的にルールが再整理されるなど、広く影響が及ぶものと予想される（注14）（注15）。

(4) 新・会社法

法制審議会会社法（現代化関係）部会が、2003年10月に公表した「会社法制の現代化に関する要綱試案」は、商法第2編「会社」、有限会社法、商法特例法を、新しい会社法に再編成するとともに、規制緩和、制度間の不均衡の是正、規律の強化などを図るため、様々な実質的改正を行う方針を打ち出した。2004年12月の「要綱案」、2005年2月の「要綱」を経て、2005年の通常国会に会社法案が提出され、同年6月29日に成立、7月26日に公布された。2006年5月頃に施行される予定である。この新・会社法、および、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律は、現在進行中の法務省による基本法制の整備のなかで、最大の成果といえるものである。

新・会社法には、会社法制の実質的改正事項として、①事後設立規制の撤廃（注16）、②有限会社制度の廃止（注17）、③最低資本金規制の撤廃、④擬似外国会社の取扱い（注18）、⑤日本版LLC（合同会社）の導入（注19）、⑥社債発行会社の多様化（注20）などが含まれている。これらは、資産流動化・証券化の中心的な仕組みであるSPCに関する法制としても、極めて重要な意味を有している。

また、本法が施行されれば、証券化・SPC法制としての資産流動化法などは、近い将来、規制側面のみが浮き彫りにされることになり、かつての特定債権法と同様、その存在意義を問われることになりかねない（注21）。証券化基盤整備立法としての新たな基本的枠組みの設定など、抜本的な改正を迫られることになるものと予想される。

(5) 動産・債権譲渡特例法（債権譲渡特例法の改正）

2004年10月、債権譲渡特例法の改正案が臨時国会に提出され、11月25日、動産・債権譲渡特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）として成立し、2005年10月3日に施行された。

本法によって、法人による動産・債権譲渡に関して、①動産譲渡登記制度（動産譲渡の対抗要件である引渡し＜民法第178条＞があったものとみなされる）が創設されるほか、②債務者が不特定の将来債権譲渡についても、債権譲渡登記によって第三者対抗要件を具備できることになった。

これらのうち、前者により、機械設備等のリース物件や、在庫品等の集合動産などについて、流動化への道が拓かれる可能性がある。また、後者は、将来債権譲渡に関して残されていた問題について、立法的に解決しようとしたものである。これは、将来発生する売上げ（売掛債権）、賃料収入、ロイヤルティ収入など、様々な将来キャッシュフローの流動化に資するものである。

動産譲渡公示に関して先行する制度として、米国における動産担保の統一法の性格を有する統一商事法典（UCC）第9編があり、包括的なルールを定めている。一方、我が国の今回の制度は、譲渡の目的について、担保目的等には限定しなかったものの、UCCほどに踏み込んだものではない。また、先行する占有改定（引渡しの一態様）による隠れた譲渡担保に対し、動産譲渡登記に優先的効力を与えるかどうかについても、立法過程では議論の対象となったが、結局、導入には至らなかった。

企業にとって、所有する動産は、不動産や売掛債権等と並ぶ資産価値を有しながら、資金調達面において、これまで添え担保の域を出なかった。動産の流動化・証券化など、アセット・ファイナンスの手法を活用した資金調達の実現に向けて、この際、もう少し発想の転換があってもよかったのではないかと思われる。実際、現状では、動産譲渡登記がなされた動産の譲受人による即時取得（民法第192条）の問題もあり、実務において、動産の流動化への取組みが、大きな流れになっているようには窺われない（注22）（注23）。

(6) 電子債権法

産業構造審議会・産業金融部会の「金融システム化に関する検討小委員会報告書（案）—電子債権について—」（2004年4月）は、売掛債権等の電子的な取扱いについて、現行実務の法的安定性を明らかにするとともに、将来的な電子債権のあり方に関して検討を行い、電子債権法（仮称）の立法化への方向性について提言した。2004年12月には、沖縄県で電子手形の実証実験が実施された。その後、経済産業省「電子債権を活用したビジネスモデル検討ワーキンググループ」の報告書、「電子債権構想——IT社会における経済・金融インフラの構築を目指して——」（2005年4月13日）が公表された。

電子債権による新しいビジネスモデルとしては、①ローン債権売買市場の活性化、②一

括決済方式、③手形の電子化、④CMS（キャッシュ・マネジメント・システム）、⑤金融機関融資の電子化、⑥ノンバンク融資の電子化などが挙げられている（注24）。

一方、後述の金融改革プログラム（2004年12月公表）において、「ITの戦略的活用」が掲げられたことを踏まえ、金融審議会・金融分科会の下に設置された「情報技術革新と金融制度に関するワーキンググループ」で、電子債権法制のあり方に関する検討が行われた。これを受けて、同ワーキンググループの座長メモ、「金融システム面からみた電子債権法制に関する議論の整理」（2005年7月6日）が公表された。

上記の座長メモのなかで、電子債権は、「指名債権とも手形債権とも異なる新しい債権であり、売買等の原因契約とは別個に、電子的手段により発生・譲渡されるもの」と位置付けられている。また、電子債権が期待された効果を顕現するために、金融システム面から求められる基本的視点として、「柔軟」、「簡素」、「成長」、「信頼」が掲げられ、具体的な電子債権法制等に係る各論点が整理された（注25）。

その後、法務省において、民・商法学者や金融実務家等による研究会が発足し、民事法制（民法第3編〈債権編〉の領域に相当）の観点から、電子債権法の立法に向けた検討の準備作業が進められている。近い将来、同法の制定が実現すれば、債権流動化に関する法務・実務にも、大きなインパクトを与えるものと考えられる。また、電子債権譲渡の対抗要件に関して、動産・債権譲渡特例法との調整が必要になると予想される。

7. 金融改革プログラムと関連法制整備の方向性

（1）金融改革プログラム

金融庁は、不良債権問題の打開など、緊急対応型の金融行政から脱し、金融機関の競争力や利用者の満足度を高める「活力重視型」に転換することを目指して、2004年12月24日、新たに「金融改革プログラム—金融サービス立国への挑戦—」を公表した。続いて、2005年3月には、具体的な手順を示す工程表も公表した。このプログラムは、2005年3月末までの「金融再生プログラム」に続き、同年4月以降、2年間の金融行政の指針となるものである。

金融改革プログラムの要点としては、①銀行、証券、保険など、業態の垣根をまたぐ金融コングロマリット（複合企業体）化に適合する法制や検査・監督体制の構築、②地域密着型の金融の推進、③利用者保護のための投資サービス法の制定（前述）、④電子資金決済など、情報技術関連の法整備（前述の電子債権法等に相当）、⑤検査で金融機関を評定する評価制度の導入、などが挙げられる。

上記①の金融コングロマリット化に関しては、そうした金融機関の経営監督のための「金融コングロマリット監督指針」を作成し、2005年7月から適用することになった。2006年度から、金融審議会で、「金融コングロマリット法」の検討を始める予定である。

このように、銀行・証券・保険会社間での横断的な再編・融合や、金融機関の総合化を

前提に法整備を行うことは、米国のグラム・リーチ・ブライリー法（1999年金融制度改革法）や、ジョイント・フォーラム（バーゼル委員会、IOSCO、IAISで構成）が発出した「金融コングロマリットの監督」（1999年）などの影響を受けたものとみられる。なお、こうした動きは、これまでの銀行・証券分離の原則（証券取引法第65条1項）の空洞化の延長線上にもある（注26）。

また、実際にも、金融界では、メガバンク・グループの一角である三井住友フィナンシャルグループと、大手証券の大和証券グループとの統合交渉が行われるなど、「範囲の経済性」（Economies of Scope）や、業態を超えたシナジー（相乗）効果等を狙って、コングロマリット化への動きが進みつつある。一方、逆方向の動きとして、世界的な金融コングロマリットの代表例とされるシティグループは、2005年1月、生命保険・年金部門の売却を発表するなど、むしろ「選択と集中」の方向に軌道修正し始めている。

金融業に限らず、一般に、コングロマリット形態の企業の株式時価総額が、企業が保有している個々の事業の事業価値の合計より低くなるという、「コングロマリット・ディスカウント」と呼ばれる現象がしばしばみられる。その背景には、複雑・巨大化した組織は、ガバナンスが難しくなり、経営の非効率性を招きやすいという認識がある。また、国内市場では、メガバンク等の銀行の潜在的支配力は大きく、総合化に伴い、利益相反や抱合せ販売等のリスクが顕在化する懸念もある。この点については、アームズ・レングス・ルールやファイアー・ウォール規制など、適切な弊害防止措置をとることが必要になる（注27）。

金融改革プログラムに対しては、金融コングロマリット化に関する論点以外にも、様々な批判が可能である。ただし、バブル崩壊後の不良債権問題や金融システム不安など、後ろ向きへの対応に追われてきた金融行政が、ペイオフ全面解禁や、産業再生機構による債権買取り終了というタイミングで、ようやく前向きに転じたことの意味は小さくない。

金融改革プログラムでは、「間接金融から直接金融、市場型間接金融へ」、「銀行にリスクが過度に集中する構造の是正」、「貯蓄から投資へ」といった改革の方向が志向されている。これらは、前述した日本版ビッグバンや、「新しい金融の流れに関する懇談会」の論点整理、さらに、「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇談会」の報告書、「金融システムと行政の将来ビジョン——豊かで多彩な日本を支えるために——」（2002年7月）などとも、基本的に一致する。特に、金融システムの転換という観点からは、市場型間接金融を含む複線的金融システムへの移行という方向性が重要である。

（2）金融法制整備の方向性

金融改革プログラムが、あらためて投資サービス法の制定を掲げたことは、これまでの法制整備の経緯とも整合的であり、基本的に妥当といえる。次の段階として、銀行・保険分野も含めた、本来の金融サービス法の制定までも視野に入れて、検討を行っていくことが望ましい。

一方、金融機関の経営体制や業務のあり方を規律する金融コングロマリット法に関して

は、主に利用者保護や業者・取引ルールに関する規制である投資サービス法との関わりが問題となり得る。将来的には、金融サービス法がコングロマリット法をも取り込んでいくことになるのか、といった方向性についても不透明である（注28）。

さらに、金融改革プログラムとは別に立法の準備が進められてきた、前述した信託法の改正や新・会社法なども、市場型間接金融や集団投資スキームとの関わり大きいフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）や、SPV等に関する法制として、重要な意義を有する。また、それらは、投資サービス法や、将来の金融サービス法とも、密接に関連するはずである（注29）。

信託法、会社法等は法務省、投資サービス法、金融サービス法等は金融庁と、それぞれ所管官庁は異なる。しかし、金融改革プログラムが志向する金融システムの転換を支えるインフラとして、今後の金融法制を整備していくためには、従来の縦割り行政・立法の枠を越えて、望ましいグランドデザインを真摯に描いていくことが必要となろう。

第2節 証券化法制整備の立法過程に関する分析

前節では、我が国における資産流動化・証券化関連の各種特別法の制定から、最近の基本法レベルでの改正等に至るまで、この10年余りの期間を中心に、金融法制整備の流れを振り返ってきた。その際、単なる個別法の概説にとどまらず、各法間の関係や、その時々々の経済的背景、政策的要請との関わりなどについても、適宜言及してきた（表2-1）（図2-1）。

一般論として、近年の情報技術（IT）革新や、そのなかでの金融イノベーションの動きは、金融市場や金融機関による資金仲介等の機能を高め得るものである。そうしたなかで、それらの制度的基盤（インフラ）となるべき金融法制が直面する課題に関しては、①新しい金融技術・取引の支援、②リスク・マネジメント、③投資家保護といった視点から、整理することができる（注30）。

資産流動化・証券化は、正に、そうした金融イノベーションや、新しい金融技術・取引の代表例である。米国で先行して発展した証券化（第1章で詳述）が、1990年代以降、我が国でも定着・発展してきた経緯は、法と経済または制度と実務との間で、相互作用ないしフィードバックのメカニズムが働くなかで、新しい金融技術・取引が一国の金融システムに受容されていく過程として、典型的な事例といえる（図2-2）。それは、法と経済学的な観点からの研究対象としても、極めて興味深い題材を提供している（注31）。

我が国の流動化・証券化関連法制の整備の軌跡を大きく跡付けると、①実務的・政策的な要請によって、個別の特別法が制定され、②それらがより一般的な法理に影響を与え、③各特別法の一部の整備をもたらし、④続いて、基本法の見直しにまで波及し、⑤さらに、既存の個別法が逆に影響を受け、または基本法に取り込まれていく、というダイナミックな立法ないし法形成過程が進行しつつあるといえる。

本章で詳述してきた「フロントランナー立法→セカンドランナーズ立法→第三の波→第四の波」といった法制整備の発展段階は、上記の立法過程に概ね対応している（注32）。また、それは、流動化・証券化市場の発展・高度化と並行・往復するかたちで、進展してきた（注33）。こうした法制整備の発展過程については、前述の比喩的表現（富士山の頂上→裾野）で言い換えることもできる。ただ、このような立法過程は、当初から、中長期的なシナリオに沿って進行してきたわけではなく、前述のとおり、path dependence（経路依存性）に制約されながら、その時々政策目的等を反映して、モザイク的発展ないしテーマ追及型ともいえるべき、試行錯誤的なプロセスを辿ってきた。富士山の頂上から裾野に向けて、一直線に下山してきたのではなく、足元の地形や気象条件、他の登山者の足取り等にも影響されながら、ジグザグに、かつペースを変えつつ、「8合目→5号目→裾野」というように、徐々に下りてきたといえる。

流動化・証券化関連法制の整備を起動してきた、その当時の経済的背景や、政策的要請に関して、あらためて振り返ると、次のように整理することができる。①バブル崩壊後のノンバンクの資金調達問題への対応として、リース・クレジット業界の資金調達手段の多様化を図るため、特定債権法という単行法が制定された。②SPC法や債権譲渡特例法などは、日本版ビッグバンの改革項目と線表（工程表）に取り込まれるかたちで立法され、その後、使い勝手を改善するため、さらに改正されることになった。これらは、特定債権法という既存法を前提とし、それを超えるため、特別法ではあるが、より適用範囲の広い法律となった。一方、SPC法やサービサー法などは、不良債権処理の促進という、当時の喫緊の政策的要請による影響を受けることになった。このように、ビッグバンの理念自体が、不良債権問題への対応のため、ある程度、変質を余儀なくされたともいえる。③不良債権処理や金融システム不安の問題にある程度目途がつき、金融改革プログラムにより、金融行政が有事モードから平時モードに切り替わるなかで、これまで棚上げされていた、横断的な金融（投資）サービス法構想が、ようやく動き出した。

バブル崩壊後、1990年代以降の我が国の経済状況のなかで、間接金融から直接金融、または市場型間接金融への移行を志向する、前向きの金融システム改革（1990年代前半の金融制度改革→同後半のビッグバン→「新しい金融の流れに関する懇談会」の論点整理→「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇談会」の報告書→現在の金融改革プログラム）と、後ろ向きの不良債権処理や金融機関の破綻処理等のプルーデンス政策（金融システムの安定化や信用秩序の維持を図る政策）とが、互いに影響・交錯し合いながら、進められてきた（注34）。流動化・証券化法制の整備も、こうした大きな政策の枠組みに取り込まれながら、進行してきた面がある。そのことは、資産流動化・証券化の金融システムに対するインパクト（拙著第1章第4節を参照）が、政治・行政レベルでも正当に認識され、流動化・証券化の推進が、政策上の高い優先順位を与えられてきたことを示している。

このように、我が国の流動化・証券化法制の整備は、基本的に、市場主導（Market-driven）型というより、政策主導（Policy-driven）型で、行われてきたといえる。ただ、例えば、

前述のとおり、特定債権法は、リース・クレジット業界の要望を、同業界の所管官庁である通商産業省（当時）が汲み上げ、立法化に向けて精力的に動いたことから、制定に至った。また、SPC法や債権譲渡特例法などの制定をめぐっては、ビッグバンの改革メニューとしての品揃えと、不良債権処理への政策的対応という側面に加え、当時、貸し渋り（クレジット・クランチ）といわれた、銀行等による信用収縮の状況のなかで、広範な業種の企業に、流動化・証券化という新たな資金調達手段を利用できるようにしてほしい、という経済界からの要請もあった。実際にも、1997～98年頃の貸し渋りへの対応策として、多くの借り手企業が資金調達手段を多様化しようとしたことが、流動化・証券化の発展のための大きな契機となった。こうした行政と経済界との関係は、前述した法制整備と流動化・証券化市場の発展・高度化との並行・往復関係とも、ほぼ重なるものである。

ただ、政策主導型とはいっても、具体的な法制整備への対応は、基本的に、縦割り行政・立法の枠内で行われた。例えば、個別立法を主導した主体をみると、特定債権法は前述の通商産業省、不動産特定共同事業法は建設省（当時）、SPC法は大蔵省（当時）、債権譲渡特例法は法務省、サービサー法とノンバンク社債発行法は、与党による議員立法（前者は法務省、後者は大蔵省がサポート）というように、区々であった。その結果、前述したようなパッチワーク立法の状況を避けることができなかった。また、フロントランナーである特定債権法は、縦割り行政・立法の壁のなかで、十分な改正等を施されなかったため、相対的な使い勝手が低下し、やがて、立法を要請したリース・クレジット業界からも見放され、結局、廃止に追い込まれることになった（注35）。こうした縦割り立法の弊害は、現在の基本法レベルでの法改正でも、払拭されていない（注36）。

流動化・証券化関連に限らず、以前に比べ、近年の経済関係などの諸立法では、法案作成に至る過程で、所管官庁等が、関連業界等の実務家や専門家から、きめ細かく意見・要望を吸い上げるよう、努めることが多くなってきたように窺われる。そうした努力を怠ると、せっかく新設された制度があまり使われず、といった事態を招きかねない（注37）。今後も、パブリックコメントの実効的な活用などにより、立法過程の透明性を高めるとともに、実務上のニーズの汲上げを図っていくことが必要と考えられる。

なお、我が国では、これまで、流動化・証券化関連の法的な問題点が、裁判で直接争われたケースはない（オリジネーターの破綻に関し、第3章で詳述）。そのため、現在のところ、英米両国等と異なり、判例が関連立法に影響を及ぼす事例は、ほとんど存在しない。一方、体系性と安定性が求められる法制度が、「秒進分歩」で変化し続ける現実の金融市場に追い付いていく際に、常に一定のタイムラグが生じることは避けられない。そうしたなかで、法制度と現実のギャップを埋めるためには、弁護士など、実務法曹による創造的な法解釈論の展開と、それを踏まえた立法の整備という、フィードバックのプロセスが不可欠となる（注38）（注39）。

また、前述のように、現在、大立法時代が到来しているのは、もともと、民事・刑事の基本法制について、明治時代以来の大改正を集中的に行おうとする、法務省のプログラム

に沿ったものである。金融法制の領域で、新・会社法の制定や信託法の改正などが進んでいるのも、そのような大きな流れのなかにある。流動化・証券化関連の既存法制などは、いわば、何本かの中小の源流として、そうした基本法制の大河に注ぎ込みつつある。そうした動きは、我が国でも、資産流動化・証券化が、米国等から導入された新種の金融技術から、日常的に行われる普通の取引となり、金融実務に定着してきていることを象徴しているともいえる。ただ一方で、そうした基本法のレベルでは、従来の特別法レベルでの法制整備と比べ、流動化・証券化法制としての様々な政策的配慮などが、一般的な規定のなかに埋没・希薄化しやすくなる、という面も否定できない。

こうしたなかで、我が国では、今後とも、流動化・証券化の分野を含め、金融法制の整備と金融システムの活性化を一段と進めていく必要がある。そのためには、立法・行政関係者、研究者、弁護士等の専門家、各種の市場関係者・実務家などが積極的に協働していくことが、これまで以上に求められよう（注40）。

（注1）本章は、拙著第2章の直近時点での補論に相当する。そのほか、本章に先行する最近の拙稿として、次のものがある。①「資産流動化・証券化をめぐる法整備の現状と展望」、不動産証券化協会『ARE S』Vol.12（2004年12月）、②「金融改革プログラムと関連法制整備」、日本金融学会2005年度春季大会・自由論題報告論文（2005年5月）、③「新段階を迎える証券化法制」、住宅金融公庫『住宅金融月報』No.641（2005年6月）、④「市場型間接金融と金融・証券法制」、証券経済学会第63回全国大会・自由論題報告論文（2005年6月）、⑤「証券化関連法制整備の経緯と現状」、早稲田大学ビジネス情報アカデミー特別講座コース「信託とファイナンス」講義資料論文（2005年9月）、⑥「証券化と信託」、信託経済研究会『信託機能の新たな展開』（信託協会、2005年11月）。

このほか、本章の記述にあたっては、小野傑「証券化におけるリーガルリスクと証券化関連法制について」、財務省財務総合政策研究所『「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会」報告書』（2005年8月）ヒアリング論文編1.を、随時参照した。

なお、井上聡氏（弁護士、長島・大野・常松法律事務所）からは、個別論点に関して、親しくご教示をいただいた。ここに記して感謝を申し上げる。

（注2）特定債権法は、規制法的な色彩が強いとはいえ、公告制度の導入など、一般私法（民法）の特別法という側面も有していた。そうした同法の性格への配慮もあって、通商産業省（当時）での立法作業には、現職の裁判官から同省に出向した担当官も関与した。

特定債権法上の公告制度は、「みなし対抗要件」ともいわれるように、一種の法律上の擬制としての性格を有していた。こうした公告制度に対して、民法学者等から批判されたのは、①公告が公示の機能を十分に果たし得るか、また、書面の閲覧に

より二重のアクセスが必要になることの負担をどう考えるか、②二重譲渡等の場合に、民法上の通知と公告との競合・優劣関係をどう処理するか、③債務者が原債権者に有していた抗弁権（反対債権による相殺の抗弁権等）が、債務者が知らないうちに切断される結果となるのは、妥当ではないのではないか、といった点であった。これらのなかでも、特に③の点は、みなし対抗要件でありながら、第三者対抗要件と債務者対抗要件を同時に具備できるという、公告制度のメリットに対する最も本質的な批判であった。ただ、実際には、このような批判が現実問題となるケースは、ほとんど発生しなかった。

拙著第2章第2節1.（注9）を参照。

（注3）資産流動化法と改正投信法は、特別法のレベルではあるが、新・信託業法や信託法改正を先取りして、「新しい集団投資スキームの法理」または「商事信託の法理」を、いち早く立法化した。その意味で、2000年は、「信託制度改革の元年」ともいわれる。

神田秀樹「わが国信託制度の将来」、『信託』222号（2005年5月）を参照。

（注4）産業構造審議会の産業金融部会中間報告（2003年6月）で示された、特定債権法改正の方向性のうち、流動化専門信託会社制度の実現は、新・信託業法の制定を前提としていた。その後、前述のとおり、経済産業省内で、短期間のうちに、特定債権法を廃止する方向に方針が転換された。そうした経緯もあり、同省としては、同法廃止法案を正面から国会に上程することは避けたい、という思惑があった。一方、信託業法を所管する金融庁には、他の喫緊の案件への対応に追われ、同法改正のための内部体制を十分に整えられない、という事情があった。こうした両省庁の利害関係が微妙に一致した結果、経済産業省の担当官が金融庁に短期間出向し、新・信託業法案の策定に携わるとともに、特定債権法の廃止を目立たないかたちで実現するため、新・信託業法案の附則に便乗する、という立法技術をとったといわれる。

こうした挿話は、金融法制整備の最前線における担当官庁間の相互依存関係や、担当官の行動様式を窺わせる一例として、興味深い。

なお、特定債権法の廃止に伴い、同法が目玉であった公告制度も廃止された。これにより、民法上の通知・承諾、債権譲渡特例法上の債権譲渡登記とともに、3種類の債権譲渡の対抗要件制度が並立するという複雑な状況は、整理・改善された。一方、簡易な方法で、第三者・債務者対抗要件をともに具備できる手段が失われたことになる。現在のところ、リース・クレジット債権の流動化案件において、オリジネーター＝サービサーが破綻するケースは新たに発生していないため、実務上、特に支障は生じていない模様である。ただ、今後、オリジネーターが破綻してサービシングを継続できなくなり、バックアップ・サービサーが稼働する事態が生じた場合には、SPVから原債務者に対し、直接支払いを要請することになる。その際、債務者対抗要件が必要になるが、そうした事態になって、同対抗要件を当初から具

備できないことの問題点が、あらためて表面化する可能性もある。

- (注5) 新・信託業法の概要と実務への影響等については、①中山裕人・細川昭子「改正信託業法の概要——信託活用のニーズに対応——」、『金融法務事情』No. 1728 (2005年1月)、②同「改正信託業法の概要」、『NBL』No. 802 (2005年2月)、③同「改正信託業法の概要」、『商事法務』No. 1721 (2005年2月)、④進藤功・渡邊雅之・小林賢「改正信託業法の信託実務への影響」、『金融法務事情』No. 1731 (2005年2月)、⑤同「改正信託業法の信託実務への影響(2)」、『金融法務事情』No. 1737 (2005年4月)、⑥井上聡「改正信託業法における実務上の留意点」、『金融財政事情』2005年3月7日号、⑦永田俊一編『信託改革——金融ビジネスはこう変わる』(日本経済新聞社、2005年5月)を参照。
- (注6) 新・信託業法の施行後、利益相反規制や業務委託規制が広範・厳格に過ぎる点などが、実務上、批判されている。また、同法の関連業務規制に服する業者のうち、信託契約代理店、信託受益権販売業者の登録件数は、多数に上っている。一方、信託業の新たな担い手である信託会社については、2005年秋の時点で、運用型の免許件数、管理型(流動化專業など)の登録件数とも、数件にとどまっている。
- (注7) ①進藤功・渡邊雅之「匿名組合契約の出資持分のみなし有価証券化と「TK+YKスキーム」への影響」、『金融法務事情』No. 1729 (2005年2月)、②森順子「みなし有価証券と信託受益権の範囲の拡大と実務の対応——新しい金融商品の勧誘・販売の実務における影響——」、『商事法務』No. 1721 (2005年2月)を参照。
- (注8) 西方建一「債権譲渡に関する個人情報保護法23条の解釈上の取扱い」、『金融法務事情』No. 1728 (2005年1月)を参照。
- (注9) 大森泰人・神田秀樹・太田省三「投資サービス法の先駆けとしての金融先物取引法改正」(座談会)、『金融財政事情』2005年7月11日号を参照。
- (注10) このほか、信託法の改正により、事業(資産と負債を含む)の信託や、信託宣言(委託者と受託者が同一である信託)などが認められれば、流動化・証券化スキームの選択肢の拡大につながる可能性がある。ただ、そのためには、信託業法など、他の関連法の(再)整備も必要になる。
- (注11) 新・信託業法、信託法改正など、信託法制の大変革と、それらが実務に与える意味については、井上聡「信託をめぐる制度改正の動向——信託業法、担信法、信託法の改正と実務(上・中・下)」、『NBL』No. 811・813・814 (2005年6・7・8月)を参照。
- (注12) 2005年10月6日には、中間整理に対する意見(パブリックコメント)募集の結果と、投資サービス法をめぐる主要論点(案)が公表された。
- (注13) 投資サービス法のモデルとなっている、英国の金融サービス法・金融サービス市場法でも、「投資物件(Investments)」が中心的な概念となっている。また、米国の証券法・証券取引所法では、我が国の証券取引法と同様に、「証券(Securities)」

が限定列挙されている。ただ、そのなかの「投資契約 (Investment Contract)」に関する「ハウイ基準 (Howey Test)」や「危険資本基準 (Risk Capital Test)」、ノートに関する「同種の類似性基準 (Family Resemblance Test)」など、法的形式より経済実態を重視する証券性の判断基準により、集団投資スキームを含め、極めて幅広い商品が証券とされている。

中間整理では、こうした諸外国の例も参考として、投資サービス法の対象となる投資商品として、①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン (経済的効用) を期待してリスクを取るもの、といった基準の設定を試みている。そのうえで、投資商品の具体的な定義に関しては、投資家保護の観点から適当と考えられる商品について、集団投資スキーム等を含めて、可能な限り大きな括りで列挙するとともに、きめ細かい適用除外や商品指定ができるようにすることが適当である、としている。

(注 14) 中間整理において、投資サービス法の対象となる投資商品としての集団投資スキームは、前述の資産運用型 (ファンド) に属するもののうち、投資信託等の信託受益権 (投資商品のなかに別掲) 以外のものとされている。既存のファンド法制は、投信法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法など、各種の縦割型業法に分かれている。このほか、最近、投資以外の事業を行うための任意組合・匿名組合型スキームとして、新人アイドルタレントの写真集やラーメン店からの収益を配当する、「アイドルファンド」や「ラーメンファンド」なども行われるようになってきているが、これらに対する業法的な規制は、現状では存在しない。中間整理では、こうした不統一な状況を改善し、様々なファンドに関する規制を機能別・横断的に再整理していくことが望ましい、とされている。

これに対し、資産流動化型の集団投資スキームである流動化・証券化商品に関しては、中間整理では、特に踏み込んで検討されてはいない。ただ、投資サービス法の対象となる投資商品のなかに、特定社債 (資産流動化法上のABS)、ABL (資産流動化型の貸付債権) のほか、信託受益権の類型として、銀行等の貸付債権・それ以外の信託受益権、特定目的信託 (資産流動化法上の信託型流動化スキーム) などが含まれている。これらのなかでも、特に公募ABS (現行内閣府令上の資産流動化証券) については、投資サービス法の制定に際し、義務的な開示ルールが定められることになる。

このように、両類型の集団投資スキームに関して、中間整理による検討では、取り扱い方が異なっているが、これは、両者の重要性の差によるものとは考えられない。流動化・証券化商品に関する法制は、特定債権法の廃止後には、資産流動化法や動産・債権譲渡特例法などに集約されてきており、ファンド法制に比べ、規制の再整理の必要性が少なくなっている (新・会社法によるSPC関連規定の再整理については、後述) ことが考慮されたものと、推測される。

(注 15) 投資サービス法構想に関する解説・論評として、①犬飼重任「日本版金融サービス市場法」制定に向けての提言、『NIRA政策研究』2005年4月号、②新道仁信「投資サービス法の制定と資本市場への影響」、不動産証券化協会『ARE S』Vol. 15 (2005年5月)、③神田秀樹「投資サービス法への展望」、『月刊資本市場』No. 237 (2005年5月)、④同「投資サービス法に向けて」、『月刊資本市場』No. 239 (2005年7月)、⑤資本市場研究会編『投資サービス法への構想』(財経詳報社、2005年6月)、⑥大森泰人「投資サービス法の「現在」」、『金融財政事情』2005年8月1日号を参照。

(注 16) 現行商法第246条は、事後設立規制として、会社はその成立後2年以内に、その成立前より存在する財産で、営業のために継続して使用すべきものを資本の20分の1以上の対価で取得する契約を結ぶ場合、株主総会による特別決議等を要求している。この規定が、資産流動化スキームにおけるSPCによる資産取得行為にそのまま適用されると、不適切な結果を招くことになる。このような結果を回避するため、立法的手当てへの過渡期において、実務に配慮した解釈論も試みられた(一例として、金融法委員会「資産流動化における事後設立規制適用に関する解釈論」<2003年8月1日>を参照)。今回の新・会社法では、こうした最近の解釈論も踏まえた規制緩和措置として、事後設立規制が撤廃されることになった。

拙著第2章第5節2.(注36)を参照。

(注 17) 現行有限会社法上の有限会社には、商法上の株式会社と比べて、次のようなメリットがある。①最低資本金額(300万円)が少なく、組織も簡便である。②米国税法上、組合等と同様に、構成員課税(パススルー課税)の取扱いが認められている(「チェック・ザ・ボックス」ルールにおいて、構成員課税を選択した場合)。③商法特例法が適用されないため、負債額が200億円以上となっても、大会社としての規律を受けない。④決算公告等の手続上の制約を受けない。⑤内部関係において、定款自治の原則が適用される。⑥会社更生法が適用されない。

これらの一方で、有限会社には、現行法上、社債を発行できないなどの制約がある。ただ、ノンリコース・ローン(企業自体の負担を伴わず、対象資産の信用力のみを引当てとする借入)の受け皿となるボロワーSPC等としては、特に問題がない。そのため、主として、海外投資家によるキャピタルゲイン狙いの不動産投資の手法として、匿名組合と組み合わせるかたちで、有限会社がSPCとして用いられることが多い(いわゆる「TK+YKスキーム」)。

新・会社法では、有限会社制度が株式会社制度に統合され、有限会社と共通点を有する株式会社が可能となる一方、既存の有限会社は、特例有限会社という株式会社として存続することになる。その結果、こうした会社においては、現行の有限会社が有している、上記のようなSPCとしてのメリットの多く(例えば②・⑥)が減殺されることになる。

この点については、①藤瀬裕司「新しい会社法制とヴィークル選択（上・下）」、『NBL』No.814・815（2005年8月）、②赤上博人・渡邊雅之「新会社法による金融実務への影響と問題点 7. 証券化スキームへの影響と留意点」、『金融法務事情』No.1749（2005年9月）を参照。

(注 18) オリジネーターとSPCとの資本関係の切断を図る目的で、英領ケイマン諸島等でSPCを設立したうえ、チャリタブル・トラスト（慈善信託）の仕組みを活用するという手法が、証券化実務上、広く用いられてきた。典型的なスキームとしては、こうしたケイマンSPCの東京支店が国内で譲り受けた資産を裏付けとして、ABS（ABCPを含む）を発行することになる。

現行商法第482条においては、日本に本店を設け、または日本で営業をなすことを主たる目的とする外国会社は、内国会社と同一の規定に従う、と定められている。この条文の「同一ノ規定」の意義をめぐっては、会社の設立に関する規定を含むか否かについて、解釈上の争いがあり、上記のような証券化スキームにとって、支障になり得るものであった。ただ、同条の効果が不明確なこともあり、これまで、そうした問題は、曖昧なままにされてきた。

一方、新・会社法第821条では、日本に本店を置き、または日本において事業を行うことを主たる目的とする外国会社（擬似外国会社）は、日本において取引を継続してすることができず、これに違反して取引をした者は、相手方に対し、外国会社と連帯して、当該取引によって生じた債務を弁済する責任を負う、と規定された。

そこで、ケイマンSPCや、支店形態の外資系証券会社などに関して、擬似外国会社に該当するかどうか問題となり、新・会社法案の参議院での審議において、大きく取り上げられた。この点については、法務省の立法担当官から、当該外国会社が、①海外で資産を購入する場合、②海外で証券を発行する場合、③海外に所在する資産を日本の支店を通じて購入する場合、等のいずれかに該当する場合は、その他に日本国内で資産購入および証券発行を行う場合でも、擬似外国会社には該当しない、という見解が示されている（相澤哲編著『一問一答 新・会社法』＜商事法務、2005年7月＞）。こうした解釈は、現状の証券化スキームを是認するものではあるが、新・会社法第821条の文言解釈としては、やや難点があり、また、今後、裁判所による司法判断を拘束するものでもない。

なお、参議院法務委員会において、本条については、本法施行後における外国会社に与える影響等を踏まえ、必要に応じ、見直しを検討すること、という附帯決議がなされている。

この問題については、①神作裕之「新会社法の制定 会社法総則・擬似外国会社」、『ジュリスト』No.1295（2005年8月）、②赤上博人・渡邊雅之・前掲論文、③藤瀬裕司・前掲論文を参照。

(注 19) 新・会社法は、新たな会社類型として、日本版LLC（Limited Liability Company）

ともいわれる、合同会社の制度を新設した。合同会社は、既存の合名会社、合資会社とともに、「持分会社」と総称される。

合同会社には、次のような特質がある。①法人であり、全社員が出資の限度で有限責任を負う。②内部関係においては、組合と同様に、広く定款自治に委ねられている。③持分の譲渡については、他の全社員の一一致が要求される。④決算公告等の手続が要請されない。⑤会社更生法が適用されない。

このように、合同会社は、社員の地位が原則として業務執行者の地位と一体化している点を除けば、現行の有限会社と機能的に類似している。そのため、前述のように、SPCとしてのメリットが減殺される現行有限会社に代わり、今後、合同会社がボロワーSPCとして利用されることになる可能性がある（特に、上記⑤の点が重要）。さらに、後述のように、合同会社は、株式会社と同様、社債発行が認められるため、ABSを発行する発行体SPCとしても、利用することができる。

合同会社をSPCとして利用する場合、SPC+その議決権保有者という階層構造を前提とすれば、オリジネーターが基金を拠出して、中間法人法（2002年4月施行）に基づく有限責任中間法人を設立し、同中間法人が社員となって、合同会社を設立する、という形態が想定される。この場合について、SPCの倒産隔離（オリジネーターとの資本関係の切断）という観点からみると、ケイマンSPCにおける信託会社やチャリタブルトラストに相当するものはない。敢えていえば、議決権を持たない出資者を制度的に作り出せるという、有限責任中間法人の特質自体が、それらに対応していると考えられる。

また、合同会社に関しては、有限責任事業組合契約に関する法律（2005年8月1日施行）に基づく有限責任事業組合（日本版LLP<Limited Liability Partnership>）と同様の構成員課税（パススルー課税）の取扱いは、現在のところ、認められていない。ただ、合同会社へのエクイティ拠出は匿名組合出資によることができるため、現状のTK+YKスキームと同様に、TK+合同会社スキームをとれば、構成員課税と同様の効果を得ることができるとみられる。

なお、有限責任事業組合については、組合員全員が、組合を通じて共同事業を営むことが前提とされているほか、内部の意思決定や財産の分配等の点についても、制約が大きい。そのため、同組合は、資産保有等に特化し、自由な内部規律が要請される、流動化・証券化のためのSPVとしては、適さないと考えられる。

これらの点については、①藤瀬裕司・前掲論文、②赤上博人・渡邊雅之・前掲論文を参照。

(注 20) 現行有限会社法は、有限会社が社債を発行できないことを前提とする規定を置いている。また、合名会社、合資会社など、株式会社以外の法人が債券発行を行うことはできると解されているものの、商法、証券取引法等に明文の規定が存在しないため、実際には発行されてこなかった。

しかし、新・会社法は、社債を発行できる会社を限定していない。また、証券取引法や、社債等の振替に関する法律も、社債の発行体を株式会社限定していない。したがって、前述のように、合同会社等も社債を発行でき、それらは、証券取引法上の有価証券として取り扱われるほか、短期社債（CP）も含めて、振替決済の対象となる。

この点については、藤瀬裕司・前掲論文を参照。

(注 21) SPVをめぐっては、流動化・証券化関連法制の整備に伴って、様々な制度が利用できるようになってきており、次のように、それらの間で、競合が生じる事態となっている。

すなわち、①信託（特定目的信託を含む）vs. SPC（特別目的会社）、②新・信託業法下の信託 vs. SPC、③ケイマン・チャリタブルトラスト vs. 有限責任中間法人、④日本のSPC vs. 海外のSPC、⑤日本のSPC間での株式会社 vs. 有限会社 vs. 特定目的会社、⑥新・会社法下の株式会社 vs. 合同会社 vs. 特定目的会社、といった制度間競争が生じている。実際に、流動化・証券化スキームを組成する際には、これらのSPV（ビークル）間での選択を迫られることになる。

これらのなかで、例えば、特定目的会社は、SPC法・資産流動化法という特別法により、正に、証券化のためのSPCとして、特に創設されたものである。しかし、前述した新・会社法下の合同会社（それは、本来、SPCとしての利用を主目的としたものではないが）との対比では、そのメリットは相対的に後退し、むしろ、資産流動化計画の作成などの煩瑣な手続を要する点で、実務上、使い勝手が悪いと評価される可能性がある。もっとも、SPC法が、不良債権処理との関係から、もともと、（貸付債権の担保）不動産を重視していたことの名残として、資産流動化法でも、証券化対象資産が不動産（現物）である場合には、所有権移転に係る登録免許税と不動産取得税に関して、時限付きの軽減措置がとられている。そのため、今後、特定目的会社の利用は、不動産の証券化の場合に限られるようになる、との見方（藤瀬裕司・前掲論文）もある。

なお、藤瀬裕司「法人制度改革が資産の流動化に及ぼす影響」、『金融法務事情』No. 1727（2005年1月）も参照。

(注 22) 動産譲渡登記制度を利用した第1号案件は、福岡県の海産物加工卸会社に対する商工組合中央金庫（商工中金）と福岡銀行との協調融資である。両行は、同社への融資枠の設定に際し、昆布・煮干・海藻類などの商品在庫を譲渡担保にとり、動産譲渡登記を行った。さらに、同社の取引先に対する売掛債権を譲渡担保にとったうえ、幹事行である商工中金の口座に代金を集中して、その預金に質権を設定した（各担保は準共有）。

このように、本件融資の担保は、単なる集合動産担保（在庫を処分・換金）ではなく、借入企業による営業の継続を前提に、「在庫→（販売）→売掛債権→（回収）

→預金」という、一連の事業キャッシュフローを全体として捕捉するものである。その結果、売掛金の平均残高をベースに、融資枠を決めることが可能となったほか、貸出金利も、無担保融資より低く抑えられている。

米国では、借入企業が保有するあらゆる資産を担保にとるという、「全資産担保」の考え方が主流になっている。これは、企業の信用力ではなく、事業に使われる資産の価値に着目する、ABL (Asset-based Lending) と呼ばれる金融手法に沿ったものである。我が国でも、今回の商工中金・福岡銀行による協調融資案件は、そうした方向への試行という意味があり、中小企業金融に関する政策を所管する経済産業省により、ABL普及促進のためのモデル事業に指定されている。

こうした試みは、今後における資産担保貸出の一つの方向性を示している。また、それは、資産流動化・証券化とは異なるが、大きくみれば、アセット・ファイナンス（資産を活用した資金調達）の分野において、ノンリコース・ローン形態のABL (Asset-backed Loan) や、事業（全体）の証券化など、流動化・証券化の手法とも隣接する、新たな動きとして注目される。

今回の商工中金・福岡銀行による協調融資案件の概要については、「スタートした動産登記制度、資産担保貸出は融資慣行を変えるか」、『金融財政事情』2005年10月10日号を参照。

(注 23) 動産・債権譲渡特例法の概要と実務への影響等については、①植垣勝裕・高山崇彦・中原裕彦・坂田大吾「「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律の一部を改正する法律」の概説(1・2・3)」、『NBL』No. 802・803・804(2005年2・3月)、②同「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律の一部を改正する法律の概要(上・中・下)」、『金融法務事情』No. 1729・1730・1731(2005年2月)、③植垣勝裕・小林明彦・中村廉平・花井正志・前島頭吾・山野目章夫「新しい動産・債権譲渡登記制度と金融実務(上・下)」(座談会)、『金融法務事情』No. 1737・1738(2005年4・5月)を参照。

(注 24) 木原正裕・平田重敏・高橋秀充・佐藤良治・中村廉平・吉元利行「電子債権の期待と課題」、『NBL』No. 812(2005年7月)を参照。なお、電子債権の実現による企業の契約・決済や資金調達、銀行経営への影響などに関して展望した著作として、大垣尚司『電子債権 経済インフラに革命が起きる』(日本経済新聞社、2005年9月)を参照。

(注 25) 西方建一「「金融システム面からみた電子債権法制に関する議論の整理」(金融審議会情報技術革新WG座長メモ)の審議経緯および概要について」、『NBL』No. 816(2005年9月)を参照。

(注 26) 銀行・証券の分離原則と、その空洞化の経緯については、拙稿「銀行(と証券市場)」、米澤康博編『証券市場読本(第2版)』(東洋経済新報社、近刊)第8章第3節を参照。

(注 27) 金融コングロマリット化の動向と、関連する諸問題については、日本銀行信用機構局「金融サービス業のグループ化——主要国における金融コングロマリット化の動向——」、『日本銀行調査季報』2005年春（4月）号を参照。

(注 28) 投資サービス法または金融サービス法は、単なる取引（規制）法にとどまらず、規制内容として、業務範囲、参入規制、行為規制などを含んでいる。また、コングロマリット化の進行によって空洞化が加速される、銀行・証券の分離原則も、投資サービス法に吸収される証券取引法の金融組織原理に関わる条文（第65条1項）で規定されている。金融コングロマリット法の立法方法や、金融サービス法の射程距離にもよるが、銀行・保険分野も適用対象とする金融サービス法が実現する頃には、取引法と制度（組織）法の垣根がより低くなり、金融サービス法が金融コングロマリット法を取り込む、ということもあり得るのではないかと考えられる。

(注 29) 例えば、信託法の改正と投資サービス法が交錯する領域において、次のように、いくつかの論点が考えられる。

現状では、信託受益権について、証券取引法上の有価証券とされているものと、そうでないものが並存しているが、資本市場法制の適用に際し、両者の間で、異なる取扱いをしなければならないほど、実質的差異があるとは考えにくい。そこで、法制審議会信託法部会の信託法改正要綱試案では、商事信託関係の項目として、信託受益権全般の有価証券（受益証券）化が挙げられている。一方、前述のとおり、投資サービス法に関する金融審議会第一部会の中間整理では、同法の規制対象範囲として、投資商品という概念が、現行の証券取引法上の有価証券に取って代わることになり、そのなかには、信託受益権も含まれることになっている。この両者の関係について、これまでのところ、法制審議会と金融審議会のいずれからも、明確な説明は行われていない。

この点に関して、上記の改正要綱試案で掲げられている信託受益権の有価証券化は、権利の発生・移転・行使が証券によってなされることを必要とするという、私法上の有価証券化を意味していると考えられる。一方、投資サービス法上の投資商品は、証券取引法上の有価証券と同様に、開示規制、販売・勧誘規制等の対象とするための前提となる概念と理解される。

また、別の論点として、上記の改正要綱試案では、善管注意義務、忠実義務、自己執行義務、分別管理義務など、信託の受託者の義務に関するルールについては、大幅に任意規定化する方向が示されている。一方、市場型間接金融や集団投資スキームにおいては、金融（投資）サービスにおけるエージェンシー関係が重層化するため、広義の受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）の重要性が高まる。上記の中間整理では、そうした問題意識もあり、投資サービス法上の投資サービス業者に対する行為規制として、受託者責任に関して規定することになっているが、これらは、同法の規制法としての性格から、強行規定になるものと想定される。こ

のほか、新・信託業法にも、受託者の忠実義務と自己執行義務について、上記の改正要綱試案とはかなり異なる規制が定められているが、これらも強行規定性を有すると解される。

投資サービス法上の受託者責任は、前述のとおり、信託（業）法上の受託者の義務より広義の概念である。また、私法（取引ルール）の範疇に属する信託法と、業法・規制法（業者ルール）に属する信託業法・投資サービス法とでは、規定の目的・性格が異なり得る、ということも理解できる。しかし、このままでは、改正信託法による受託者の義務に関する規律は、実質的に、民事信託等にしか適用されないことになり、その分、同法のメリットが減殺されることになりかねない。

こうした各法の規定間の齟齬を避けるため、早晚、新・信託業法の再改正が俎上に上ってくるものと予想される。政策的な判断から、信託業法上の受託可能財産と信託業の担い手を拡大することが優先されたため、同法の改正が信託法に先行する結果になった。そうした事情が、今回のような事態を招いたともいえ、ある程度やむを得なかったかも知れない。ただ、それにしても、金融庁と法務省の間で、事前の意思疎通と相互調整が不十分だったのではないかと疑わせる。因みに、金融審議会第一部会での投資サービス法に関する審議においても、同部会の議事録（金融庁ホームページで公開）をみる限り、同法と信託（業）法上の受託者責任（義務）の関係などについて、十分に踏み込んだ議論が行われているようには窺われない。

この点については、井上聡・前掲（注11）論文を参照。

（注30）日本銀行企画局「金融イノベーションと金融法制」、『日本銀行調査季報』2005年冬（1月）号を参照。

（注31）流動化・証券化に関するものではないが、金融法の分野に関わる法と経済学的な研究の先駆的な事例となる業績として、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998年11月）を参照。

（注32）例えば、信託型流動化スキームをめぐる商事信託法制という観点からみると、この10年余りの金融法制の整備に関して、次のような段階的な立法過程に、あらためて整理し直すことができる。

①信託方式の債権流動化が、特定債権法上の小口債権の枠組みのなかに取り込まれた。②SPC法により、信託リパッケージ（信託受益権を特定目的会社に譲渡し、それを裏付けとしてABSを発行）のスキームが公認された。③資産流動化法による特定持分信託と特定目的信託の導入、改正投信法による委託者非指図型投資信託の創設などが、商事信託法制の先駆けとなった。④新・信託業法により、受託可能財産と信託業の担い手の拡大、受託者責任の明確化などが実現した。⑤信託法の改正により、民事・商事信託にわたる私法的な規律が、全面的に見直される。⑥信託法の改正を受けて、新・信託業法、信託兼営法、資産流動化法、改正投信法などの関連業法・特別法も、（再）改正されると見込まれる。

このように、信託関連法制は、「特定債権法（フロントランナー立法＝個別的な特別法の制定）→SPC法（セカンドランナーズ立法＝適用範囲の広い特別法の制定）→資産流動化法・改正投信法（第三の波＝特別法の改正）→新・信託業法（第四の波の幕開け＝一般業法の整備）→信託法の改正（第四の波の本格化＝基本的な私法ルールの整備）→新・信託業法等の再改正（第四の波を受けて、私法から業法・特別法に揺り戻し）」という立法過程を辿りつつある。

この間、研究者や法律家等の間で、商事信託や集団投資スキームに関する法理をめぐって、議論が行われてきた（例えば、商事信託研究会『商事信託法の研究——商事信託法要綱およびその説明』＜有斐閣、2001年3月＞）。このようにして形成されてきた法理が、前述のような立法のプロセスに取り込まれながら、徐々に深化・一般化しつつあるともいえる。

(注 33) 例えば、民法の特別法としての対抗要件立法という観点からみると、関連法制整備と流動化・証券化市場の発展・高度化は、次のような相互作用のなかで、これまで進展してきた。

①流動化目的で多数の指名金銭債権を一括譲渡する場合、民法上の対抗要件としては、旧債権者（譲渡人）から債務者への通知、または債務者の承諾（第三者対抗要件としては、確定日付のある証書による要）が必要であり、従来、この点が、債権流動化を行うにあたって、実務上の障害となっていた。②特定債権法による公告制度の導入が、そうした実務上の障害を克服するための突破口となり、リース・クレジット債権の流動化に、ブレイクスルーをもたらした。ただ、動産としてのリース物件（特定物品）については、公告制度の対象外であったため、流動化は進まなかった。③流動化・証券化市場の発展につれて、リース・クレジット債権以外の指名金銭債権の譲渡に関しても、同様に、簡易な対抗要件制度を実現してほしい、という実務界からの要請が高まった。④そうした要請を背景に、日本版ビッグバンのメニューとして、SPC法と実質的にワンセットとなるかたちで、債権譲渡特例法が制定され、幅広い指名金銭債権譲渡を対象とする債権譲渡登記制度が創設された。⑤流動化・証券化市場が一段と発展し、対象資産の拡大や、スキームの高度化・多様化が進むなかで、例えば、動産や将来債権の流動化に関して、対抗要件制度の一層の整備に向けた要請が高まった。⑥そうした要請を受けて、債権譲渡特例法が改正され（動産・債権譲渡特例法）、動産譲渡登記制度が創設されたほか、債務者不特定の将来債権譲渡についても、債権譲渡登記によって、対抗要件を具備できることになった。一方、特定債権法の廃止により、同法上の公告制度も廃止された。⑦創設されたばかりの動産譲渡登記制度の活用により、金融機関による協調融資として、集合動産（商品在庫）担保を含め、事業キャッシュフロー全体を捕捉する、新たな資産担保貸出の手法が試行された（注 22）を参照）。このようにみると、この10年余りの期間に、対抗要件立法と流動化・証券化等の市場・実務との間で、3往復に

及び、顕著な相互作用が働いてきたといえる。

民法・債権総論の分野で、債権譲渡は、もともと、講学・研究上の一大テーマである（例えば、①池田眞朗『債権譲渡の研究（増補二版）』＜弘文堂、2004年12月＞、②同『債権譲渡法理の展開』＜弘文堂、2001年7月＞を参照）。そのなかでも、中心的な論点である指名債権譲渡の対抗要件は、流動化・証券化にとって本質的な要素である、真正売買や倒産隔離（第3章で詳述）などを実現するため、重要な要件とされている。前述のとおり、現実には、特定債権法上の公告や、債権譲渡特例法上の債権譲渡登記は、債権流動化・証券化市場が拡大していくうえで、極めて大きな役割を果たしてきた。

ただし、こうした対抗要件制度の整備は、いまだに特別法の段階にとどまっており、大立法時代のなかでも、信託法や新・会社法などとは異なり、民法（典）自体の実質的・本格的な改正には及んでいない。例えば、直近の民法改正（2005年4月1日施行）は、現代語化が主目的で、実質的な改正は、貸金等根保証契約に関する諸規定の新設に限られている。

動産・債権譲渡特例法による動産譲渡登記や債権譲渡登記は、制度としては、法人による動産・指名金銭債権譲渡一般を対象とする。ただ、それらの制度は、特定債権法上の公告と同様、登録（ファイリング）型のみなし対抗要件制度であり、民法上の原則的な対抗要件である引渡しや通知・承諾との整合性については、問題が残されている。そのなかで、企業法務や金融実務において、そうした新しい対抗要件制度の利用が進んでいくことは、民法上の引渡しや通知・承諾の制度が、事実上、なし崩し的に空洞化していく結果を招きつつあるともいえる。

なお、指名金銭債権譲渡の対抗要件の問題とは別に、我が国では、企業の売掛債権の約半分（金額ベース）に、契約上、譲渡禁止特約が付されており、これが、現在でも、債権流動化取引の阻害要因として残っている（拙著第2章第2節1.（注7）を参照）。

民法（財産法）の分野のなかでも、動産・債権譲渡特例法や、前述の電子債権法の立法化の検討など、主に債権法の領域で、特別法の整備が進みつつある。一方、債権法と密接に関連する、担保物権法および民事執行制度については、2003年に行われた民法等の改正により、一応、見直しが終わっている。そのため、今後は、民法第3編（債権編）の本格的な改正が、立法上の課題として取り上げられる可能性が高いとみられる。

民事基本法制の整備の動向については、深山卓也「会社法の制定と今後の民事立法の課題」、『商事法務』No.1744（2005年10月）を参照。

（注34） 前述のように、本来、前向き金融システム改革である金融制度改革やビッグバンが、不良債権処理など、後ろ向きの対応を中心とするプルーデンス政策に影響された結果、その理念の面で、ある程度、変質を余儀なくされた。逆に、そうした喫

緊の政策的対応を取り込んだからこそ、金融システム改革を推進するうえで、政治・行政上の追い風を受けやすくなった、という面もある。

ただ、プルーデンス政策に影響されたビッグバンのメニューとして、SPC法等の流動化関連セカンドランナーズ立法が整備されたものの、これらの法制に基づいた流動化・証券化により、当時、不良債権処理が大きく進んだとはいえない。キャッシュフローが安定せず、適当な信用補完も困難な不良債権は、本来、証券化の本流となり得るものではない。立法政策的な意図はともかく、SPCや債権譲渡の対抗要件等に関する法制整備のみによって、そうした不良債権の証券化を促進することには、自ずと限度があることが示されたといえる。

なお、我が国における戦後の金融制度改革の流れに関して、包括的な考察・評価を行った著作として、西村吉正『日本の金融制度改革』（東洋経済新報社、2003年12月）を参照。

(注 35) 特定債権法は、通商産業省（当時）の所管業種であるリース・クレジット業界を対象とした単行法であり、もともと、いわば拡張余地の乏しい法律であった。同法に先を越された大蔵省（当時）が、捲土重来を期して立法化した、SPC法・資産流動化法など、より適用範囲の広い後発の法律に追い抜かれる結果になったのは、必然的な帰結ともいえる。10年余りという特定債権法の寿命は、資産流動化・証券化という先端分野における、市場・実務の変化の速さと、制度間競争の高まりを反映している。現在、個別の法制度の実務上の使い勝手が劣化していくサイクルは、さらに短期化する傾向にあるように窺われる。

(注 36) 新・信託業法、信託法改正、投資サービス法の間での齟齬の問題については、(注 29) で前述したとおり。このほか、例えば、金融庁（金融審議会）による投資サービス法構想では、様々な集団投資スキーム（ファンド）に対する規制の再整理が検討されているが、これに対し、金融庁以外に、個別のファンドを所管する経済産業省・農林水産省（商品ファンド）や国土交通省（不動産特定共同事業）は、警戒感を示している。このように、投資サービス法構想においては、懸念されていたとおり、販売・勧誘ルール適用をめぐる銀行・保険業界（預金・保険商品）等に関する業際問題と並び、官庁間の省際問題が厚い壁になりつつある。

(注 37) そのような事例として、例えば、資産流動化法において、鳴り物入りで導入された特定持分信託や特定目的信託が、実務上、あまり利用されていないことなどが挙げられる。これらについては、日本版チャリタブルトラストや、流動化に係る信託受益権の私法・証券取引法上の有価証券化という発想自体は、誤りではなかった。ただ、格付機関による評価や、信託銀行にとってのインセンティブなど、実務面でのきめ細かい事前調査の点で、十分ではなかったのではないかと推測される。

(注 38) 神田秀樹「推薦の言葉——高度な実務上の問題意識に裏打ちされた最先端の法的分析と法解釈論——」、西村総合法律事務所『ファイナンス法大全（上）』（商事法務、

2003年9月)を参照。

神田教授は、創造的解釈論に関して、次のようにも述べている。「実務法曹は、「制度」と市場の「現実」とのギャップへの対応を日々否応なしに迫られ、したがって、高度の専門的知識だけでなく、複雑な金融関連法規の適用関係を整理し、法的安定性・安全性の確保を図るとともに、時には従来の法律論の枠組みを超えるような精緻な解釈論を展開していく高い創造性が要求される。」

(注39) 流動化・証券化に関して、実務法曹により創造的解釈論が試みられた事例のうち、本章で前述した論点に関わるものとして、①SPCへの資産譲渡と事後設立規制、②税制面に配慮したTK+YKスキームの採用、③ケイマンSPCと擬似外国会社規制、④SPCへの有限責任中間法人の活用などがある。第3章で詳述する倒産法制の領域も含め、同様の事例は、他にも少なからず挙げられる。

この点については、小野傑・前掲論文を参照。

(注40) 2005年1月26日、経済産業省なども関わって、「流動化・証券化協議会」が任意団体として発足し、4月15日に設立記念総会が開催された。この協議会は、特定債権法上の指定調査機関であった、日本資産流動化研究所(2003年3月末に解散)の研究業務を実質的に引き継ぐもので、欧米で活動している「証券化フォーラム」(例えば、米国証券化フォーラム<ASF=American Securitization Forum>)的な組織をモデルとしている。

同協議会の設立趣意書によれば、「資産の流動化・証券化に関する様々な課題に関する議論・検討及びそれに基づく政策提言を行うとともに、学識者・実務家のネットワーク形成、セミナー等の開催等を行うことにより、資産の流動化・証券化の健全な発展を促す」ことが、目的として謳われている。

流動化・証券化に関わる研究者、専門家、実務家などは多岐にわたり、多様な機関に属しているため、直近では、流動化・証券化に関する様々な課題について、横断的に議論・検討し、政策提言を行う組織が存在していなかった。そうしたなかで設立された流動化・証券化協議会が、かつての日本資産流動化研究所と同様に、この分野における人的・組織的ネットワークの中心として、今後の関連法制整備等に際し、大きな推進力となることが期待される。実際に、設立後の同協議会は、資産流動化・証券化を推進する観点から、信託法の改正に関するパブリックコメントを作成・提出するなど、設立趣旨に沿った活動を行っている。

第3章 証券化と倒産隔離をめぐる理論状況

はじめに

拙著の第3章等で繰り返し強調したように、資産流動化・証券化は、信用リスクをコン

トロールする金融技術という意味で、クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての性格を有している。すなわち、典型的な流動化・証券化スキームにおいては、その資産流動化（Asset-backed）性と仕組み（Structured）性に基づき、①SPVへの資産譲渡（信託を含む）により、オリジネーターの信用リスクから基本的に切り離されており、②対象資産の信用力（多くの場合、各種の信用補完措置によって、信用度・安全性が高められる）のみが、投資家にとっての引当てとなるということが、その本質的な要素となっている。

このような資産流動化・証券化の基本的な仕組みのなかで、上記①のオリジネーターの信用リスクが最も先鋭なかたちで表れるのが、オリジネーター（債権流動化の場合、通常、原債権の回収にあたるサービサーを兼ねる）が経済的に破綻し、遂に倒産に至るケースである。ABS等の流動化・証券化スキームにおいて、オリジネーターが法的倒産手続（清算型の破産、再建型の会社更生・民事再生等）に入った場合、SPVに譲渡されたはずの流動化対象資産が倒産財団に取り込まれてしまい、SPVやABS等の投資家が倒産手続のなかでしか弁済を受けられないことになると、ABS等のデフォルト（債務不履行）を引き起こしかねない（注1）。

こうした究極的なリスクを回避するべく、仕組みを組成する際には、流動化・証券化スキームがオリジネーターの倒産処理手続に巻き込まれない、という意味での法的な「倒産隔離」（Bankruptcy Remoteness）（注2）または「耐倒産性」を実現することが、極めて重要となる。このように、クレジット・エンジニアリングとしての資産流動化・証券化のなかでも、特に、法的な倒産隔離を図る局面では、リーガル・エンジニアリング（法工学）的な性格が、より強まることになる。流動化・証券化スキームがオリジネーター＝サービサーの信用リスクから確実に切り離されているか、また、オリジネーターの信用悪化の最も深刻な事態である倒産の場合において、その状態をどのように処理し、債権者・担保権者との間の権利・義務の調整を行うかという問題は、本来、民法（前者）・倒産法（後者）など、一般私法の領域におけるリーガル・マターに他ならないからである。

我が国では、近年の証券化市場の発展につれて、実際に、ABSのオリジネーター＝サービサー等の倒産事例が、いくつか発生した。すなわち、①日本リース・日本リースオート（1998年9月27日申立て、会社更生）、②ライフ（2000年5月19日申立て、会社更生）、③フットワークエクスプレス（2001年3月4日申立て、民事再生→会社更生）、④マイカル（2001年9月14日申立て、民事再生→会社更生）、⑤アエル・ナイス（2003年9月30日申立て、会社更生）といったケースである（注3）。ただし、これらは、いずれも裁判には至っていないため、判例になっているわけではない。

これらのケースのなかで、大手スーパーマーケットのマイカルを単独の債務者とし、マイカル北海道（現・ポスフル）が有する入居保証金返還債権を証券化したABSが、我が国の証券化商品としては初のデフォルトとなったが、これは、極めて例外的な事例である。また、同社グループが保有する店舗不動産を証券化した案件（マイカルCMB S）の倒産隔離性（後述の真正売買性）をめぐっては、後述するとおり、証券化の専門家ではな

い倒産法学者等も広く巻き込んで、活発な論争が展開された。ただ、その後は、ABSのオリジネーター等の倒産事例がしばらく発生していない(注4)こともあり、資産流動化・証券化と倒産隔離性をめぐって、建設的な議論が一段と進展しているとはいえない。

そうしたなかで、本章では、まず、資産流動化・証券化における倒産隔離性の法的構造に関して、再確認する。そのうえで、なかでも重要な真正売買性の要件をめぐって、マイカルCMB S論争を主な題材としながら、踏み込んだ考察を行う。その際、関連する過去の判例についても、適宜言及・検討する。さらに、新・破産法(第2章で前述)のなかで、流動化・証券化と倒産隔離性に関連する論点に関して、あらためて検討・評価を行うこととする(注5)。

第1節 倒産隔離性の法的構造

前述したような、資産流動化・証券化スキームがオリジネーターの倒産手続に巻き込まれないという意味での倒産隔離性は、流動化・証券化という金融技術の出発点であり、仕組みの中核でもある、オリジネーターからSPVへの資産の譲渡に関する諸要件に依存する。そうした資産譲渡に関わる倒産隔離性の法的構造は、①対抗要件の具備、②真正売買性、③倒産管財人による否認のリスクの回避、という三段階から成っていると見える。

すなわち、まず第一に、オリジネーターが倒産した場合、オリジネーターからSPVへの資産の譲渡(信託を含む)について、対抗要件を具備していなければ、SPVは、一般の倒産債権者(破産債権者、更生債権者等)として扱われ、資産譲渡の効力を倒産管財人に対抗できない。この結果、ABS等のデフォルトは必至となり、投資家の権利は大きく損なわれることになる。こうした帰結に関しては、資産譲渡が真正売買であるか担保取引であるかを問わない。ただ、特に、新しい金融技術・取引である資産流動化・証券化が実務上定着・普及していくために、対抗要件制度の整備が大きな役割を果たしてきたことについては、第2章で詳述したとおりである。

なお、SPVやABS等の投資家からみて、オリジネーターの管財人は、契約上、直接の相手方ではないため、その管財人に資産譲渡の効力を対抗できるかどうかということは、第三者対抗要件の問題となる。一方、債権流動化の案件において、オリジネーター＝サービサーの倒産により、オリジネーターがサービシングを継続できなくなり、バックアップ・サービサーが稼働する事態が生じた場合には、SPVから原債務者に対し、直接支払いを要請することになり、そのためには、債務者対抗要件の具備が必要となる。

この点に関して、特定債権法上の公告によれば、適用対象はリース・クレジット債権に限られるものの、当初から第三者・債務者対抗要件を同時に具備できたが、同法は既に廃止された。これに対し、現在、広く利用されている動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記のみによっては、第三者対抗要件しか具備できないため、実際に、多くの債権流動化案件において、当初には、債務者対抗要件が具備されないままになっているとみられる。そ

のため、今後、具体的な案件において、オリジネーター＝サービサーが倒産し、バックアップ・サービサーが稼働する必要がある場合には、そうした切迫した事態のなかで、あらためて債務者対抗要件の具備（債権譲渡登記の登記事項証明書を交付した債務者への通知・承諾）を行わなければならない（注6）。

資産譲渡の対抗要件が具備されている場合、第二に、資産譲渡の真正売買（True Sale）性、すなわち、「資産譲渡が売買か担保か」（債権の場合、「債権譲渡か債権譲渡担保か」ということが問題となり、この点が、従来、倒産隔離に関する最も中心的な論点として議論されてきた。前述のとおり、オリジネーターの倒産手続のなかで、管財人により、SPVへの資産譲渡が実質的な担保取引として扱われると、対象資産に対する本来の権利（所有権等）は、SPVに移転しておらず、オリジネーターに残っているとみなされ、当該資産が倒産財団に取り込まれてしまいかねないからである。この点に関しては、特に、会社更生手続に入ったオリジネーターに対してSPVが有する権利が、更生担保権となるかどうかという点で、問題となることが多い（注7）（注8）。

法的には、（真正）売買と（譲渡）担保とは異なる取引であり、通常の流動化・証券化案件の契約において、明文で、資産譲渡を担保取引として定めることは考えられない。しかし、アセット・ファイナンス（資産を活用した資金調達）としての資産流動化・証券化の経済的実態に着目すると、流動化目的でのSPVへの資産譲渡は、譲渡担保（注9）による借入などの担保付きの資金調達と、いわばグラデーション（濃淡）を成して、連続的に境界を接する取引ともいえる。

ここでいうグラデーションが意味するものは、法的には、真正売買性（逆にいえば担保取引性）の程度、また、経済的には、オリジネーターの信用リスクの遮断（逆にいえば残存）の程度の差である。担保付きの資金調達の場合、担保（担保物権、またはその対象物件）は、債務者（受信者）による債務の弁済を確保・補強するために、債務者に本来の権利（所有権等）を留保しながら、債権者（与信者）に提供される手段に過ぎない。債権者は、一義的には、債務者自体の信用力を引当てとしており、言い換えれば、そのような取引は、債務者の信用リスクの影響から遮断されていない。債務者が倒産した場合に、債権者の権利（担保付き債権）が、更生担保権等として、債務者の倒産手続に組み込まれるということは、そうした性格を有する担保取引の法的な帰結である（注10）。資産流動化スキームにおいて、このような帰結を回避するためには、担保取引とみられないよう、（真正）売買として、対象資産をSPVに疑義なく移転し、オリジネーターの信用リスクを遮断する必要がある。この点こそが、資産流動化（Asset-backed）性の本質的な要素である。

ただ、個別案件の契約の全体的な解釈としては、結局、売買から担保に至るグラデーションのなかでの程度の問題となり、実質的にどちらの取引に属すると判別すべきか、必ずしも明確でない場合があり得る。そのように、現実の流動化・証券化スキームにおいて、売買という法的形式と、実質的な担保取引性という経済的実態との間に、乖離の可能性の問題が存在することが、真正売買論を観念論ではなく、実務上意味のある、実践的な議論

としている所以である。

こうした真正売買性の要件を充たした場合であっても、さらに第三の問題として、倒産法上、オリジネーターの倒産管財人により、SPVへの資産譲渡の効力が否認されるリスクは残る。この点をクリアできなければ、倒産隔離が完全に実現されたとはいえない。

否認権（＜新・＞破産法第 160 条以下、会社更生法上もほぼ同様）とは、倒産実体法における債権者平等の原則（破産法第 194 条 2 項、会社更生法第 168 条 1 項）に基づき、破産宣告前になされた破産債権者を害すべき行為について、実体私法上は有効に成立していても、その効力を破産財団との関係において失わせ、一旦財団から失われた財産を財団に回復する権利である。否認の類型には、故意否認、危機否認、および無償否認があり、流動化における資産譲渡については、このうち、故意否認と危機否認が問題となる。両者に共通する要件としては、通常、①有害性（全債権者を害する行為、および偏頗行為）、②不当性、③破産者の行為であること、が挙げられる。

従来判例（例えば、大判昭和 8 年 4 月 15 日、最判昭和 46 年 7 月 16 日）・通説は、不動産の適正価格による売却に関して、不動産が金銭化されると、費消・隠匿されやすくなり、財産の一般担保力を低下させるとして、否認の余地を認めていた。こうした判例理論に対しては、従来から、多くの批判があった。また、金銭債権については、同様の判例はなかったものの、例えば、債権流動化における金銭債権の適正価格による譲渡の場合について、どのように考えるべきかが問題とされてきた（注 11）。この問題に関しては、後述するとおり、近時、新・破産法により、立法的な対応が行われるに至った。

翻って、資産流動化・証券化スキームの倒産隔離性が現実に深刻な問題となるのは、もとより、個別案件のオリジネーターが法的な倒産手続に入る場合である。ただ、倒産隔離性の要件の問題は、すべてが倒産法特有の論点に関わるというわけではない。すなわち、前述の三段階の要件のうち、第一の対抗要件の具備については、資産譲渡の効力の管財人への対抗力の問題とはいっても、もともと、民法ないしその特別法（動産・債権譲渡特例法等）のレベルの論点である。また、第二の真正売買性に関しては、前述のとおり、会社更生の場合、更生手続に入ったオリジネーターに対する SPV の権利が更生担保権となるかどうか、というかたちで現実の問題となる。ただ、「更生担保権の要件」という論点のかたちをとっても、その前提となる「売買か担保か」の判断は、あくまで実体私法（民法）上の問題であり、本来、実体私法上、売買と認められる取引が、会社更生法（その他の倒産諸法）上のみ、担保と扱われることはないはずである（注 12）。これらの要件に対し、第三の要件である管財人による否認のリスクの回避に関しては、前述のとおり、倒産法における債権者平等の原則に基づき、法的倒産時の代表的な有事規制とされる、否認権に関わる論点である。ただ、否認権は、倒産実体法に特有の制度とはいっても、民法上の債権者による詐害行為取消権（民法第 424 条）と実質的に連続する制度であり、両者の関係については、後述するとおり、新・破産法の施行後においても、問題が残されている。

第2節 真正売買論の展開（注13）

1. 従来の真正売買論

一般に、ある資産の譲渡取引が、真正な譲渡（売買）か、または実質的な担保設定か、という問題自体は、前述の譲渡担保をめぐる判例・学説を含め、以前から議論されてきている。そうした問題設定に関しては、資産流動化・証券化取引においても、基本的に異なることはない。

ただ、譲渡担保の場合については、前述のとおり、当事者間では実質的な担保設定が意図されているにもかかわらず、権利の移転ないし資産の譲渡（売買）という過大な法形式が採られている。そのため、判例・学説は、債権担保という実質に近づけるべく、担保権的構成（「譲渡→担保取引」という再構成）のための努力を行ってきた。

一方、資産流動化・証券化においては、通常、当事者間では、真正な譲渡（売買）が意図されている。ただ、流動化・証券化スキームには、①譲渡先がSPVであること、②債権流動化の場合、譲渡人であるオリジネーターが、サービサーを兼ねたり、信用補完措置として劣後部分を保有したりすることなどにより、譲渡資産に一定の関与を続けることが多いこと、③スキーム全体として、複雑な仕組み性を有していることなど、特有の事情が存在する。そのため、個別案件によっては、オリジネーターの信用リスクが十分に遮断されていないのではないか、とみられる余地もあり得、そうした事情に配慮した議論が必要となった。

我が国での流動化・証券化の草創期において、個別案件の契約の解釈として、当事者の意思を確認するにあたり、契約書の文言だけでなく、取引の実態も斟酌する必要があるということから、その際、どのような事項に重点を置いて判断すべきか、ということが論じられた。その代表的な見解は、（真正）売買であることを明確にするメルクマールとして、次のようなファクターを挙げた（注14）。すなわち、①売買である旨の契約書上・当事者間の合意、②譲渡資産の特定性、③第三者対抗要件の具備、④譲渡価格の妥当性、⑤リコース（譲渡資産の買戻し等）率の妥当性、⑥会計上のオフバランス化、という6項目である（注15）。総合判断として、これらのファクターが強まるほど、真正売買に傾くことになる。

こうした見解は、証券化の先進国である米国（第1章で詳述）での True Sale に関する議論（注16）の影響を受けた面もあるが、我が国における担保権の要件の問題を意識していたとみられる。因みに、上記の6項目のうち、④については、公正な市場価格より割安な価格で譲渡されていると、実質的な担保の掛け目分が織り込まれているとみられやすくなる。⑤については、リコース率が高いと、信用補完は手厚くなる反面、オリジネーターの信用リスクから十分に切り離されていないとみられやすくなる。⑥については、オリジネーターが対象資産を会計上オフバランス処理していれば、法的にも真正売買であると推認されやすくなる。

こうした見解に対しては、その後、次のような批判がなされている（注17）。例えば、上記①については、導管に過ぎないSPVの意思を尊重することは疑問、②については、売買であっても譲渡担保であっても、対象資産の特定性は同程度に必要、③については、第三者対抗要件の具備は、売買であっても譲渡担保であっても必要、などの指摘である。これらのうち、少なくとも②・③の点については、「売買か担保か」という論点の枠組みに関わる批判として、妥当な指摘と考えられる。

なお、証券化実務においては、米国での慣行に倣い、格付機関は、ABS等の格付にあたり、当該案件に関与した弁護士による真正売買に関する意見書、いわゆるトゥルーセール・オピニオンを徴求する、ということが行われている。そうした意見書における真正売買性に関する分析手法は、概ね、前述のような総合判断的アプローチを採用し、特に、当事者の契約意思、買戻特約（売主の買戻義務、買戻権）、信用補完比率等を重視しているといわれる。このことは、個別案件の真正売買性を評価するうえで、具体的な取引条件を幅広く取り上げ、総合的に判断する方法が、実務に馴染みやすいことを示している。

2. マイカルCMBS論争の経緯

前述のとおり、大手スーパーマーケットの（株）マイカルは、2001年9月14日、東京地方裁判所に民事再生手続の申立てを行い、その後、会社更生手続に移行した。同社は、1999年と2000年に、店舗不動産（ショッピングセンター、各10店舗）を対象として、商業用不動産担保証券（CMBS）による2件の証券化を行っていた。

本件では、不動産または不動産担保付き債権の証券化によくみられる、セール・アンド・リースバック型と呼ばれる方式が採られた。具体的には、①オリジネーターであるマイカル・グループが店舗不動産を信託銀行に信託（セール）し、②SPCが別のSPC2社と銀行から融資を受けて信託受益権を購入し、③別のSPC2社は社債発行により資金調達を行い、④オリジネーターは信託銀行から同物件を賃借（リースバック）し、店舗として使用し続ける、というスキームである（図3-1）。

マイカルの倒産後、これらの店舗の賃貸借契約や賃料の引下げに関して、同社の管財人と投資家側の交渉が続けられていた。この間、格付機関により、本件CMBSの格下げは行われたものの、オリジネーターから信託銀行への賃料支払いは継続されていた。

同管財人からの依頼を受け、2002年5月20日、山本克己・京都大学教授は、「本件証券化は仕組みに問題があり、倒産リスクが遮断されていない」、「店舗の賃料債権は更生担保権として扱われるべきである」との意見書を提出した（注18）。同教授は、従来の総合判断的な真正売買論の問題設定について、「米国での議論に引きずられたもの」として批判した。そのうえで、更生担保権化の要件として、これまでの譲渡担保等の要件論に準じて、①融資の返済義務（隠れた債務を含む）の存在、②流動化資産の担保性、③担保の附従性、という三要件を基準とするべきである、とした。

これに対し、新堂幸司・東京大学名誉教授等は、投資家側・資産管理会社の依頼を受けて、同年6月26日付けで、山本克己意見書を批判する見解書を公表した(注19)。同見解書は、山本克己意見書による上記の三要件の是非自体には踏み込まなかったものの、その事実認定と当てはめの点で誤りがあるとして、「本件賃料債権は、更生担保権ではなく、共益債権(注20)として扱われるべきである」とした。

さらに、山本和彦・一橋大学教授は、7月24日付けの意見書により、結論において、新堂等意見書を支持した(注21)。同教授は、山本克己教授と結論は異なるものの、立論としては同様に、従来の真正売買論を批判し、日本法の担保制度や担保権の要件論と整合的な議論が必要であるとした。また、譲渡担保の基準として、①被担保債権の存在(売渡担保の場合は、隠れた被担保債権で可)、②担保目的物を債務不履行時に処分できる実行権、および、それまでは処分できない補充性、③設定者による受戻権、という三要件を挙げた。そのうえで、本件CMB Sスキームに関して、セール(信託)の部分が譲渡担保に該当するかどうか、および、リースバック(賃貸借)の部分がファイナンス・リース(注22)に該当するかどうかについて、検討を行った。その結果、本件CMB Sについては、譲渡担保にもファイナンス・リースにも該当しないと結論付けた。

一方、マイカル法律管財人団は、10月1日、あらためて、山本克己意見書と同旨の見解を表明した(注23)。ここでは、真正売買か担保取引かの一般的な基準設定は行っていない。ただ、本件契約には、不動産の証券化案件として、対象物件のセール(信託)の譲渡価格、リースバック(賃貸借)の賃料などにおいて、それぞれ経済合理的とはいえない要素がみられると指摘し、経済的実態からみて、本件スキームが担保付きの借入取引の性格を有していることを示唆した。

その後、こうした論争ないし意見書合戦に触発されるかたちで、伊藤眞・東京大学教授が、証券化と倒産法理論に関して、論文を発表した(注24)。同教授は、前述の両山本教授とは異なり、真正売買論の意義を積極的に評価している。そのうえで、契約上の当事者の合意にかかわらず、権利義務関係が異なった性格のものとする可能性があり、こうした法律的再構成(recharacterization)には、実体法的再構成と倒産法的再構成があるとする(注25)。そのうち、後者について、利害関係人の権利の公平を害する場合や、倒産手続の回避・潜脱に当たる場合には、契約による実体法上の法律構成が、倒産法的な考慮によって再構成(例えば「売買→担保取引」など)されることがあり得るが、取引の安全との関係で、それを安易に認めるべきではないとする。こうした一般論に基づいて、マイカルの本件CMB Sに関しては、「対象不動産は更生会社の財産であり、信託銀行やSPCは、それに対して担保権を持つ」と再構成することは困難である、とした。

このように、会社更生手続上の本件CMB Sの取扱いをめぐる、オリジネーター・投資家の両サイドを中心に、異なった主張が真っ向から対立した。しかし、その後、2002年末近くに至り、マイカル管財人側と投資家代理人側との間で、本件賃料債権を共益債権とすることで、ようやく和解が成立し、東京地方裁判所の許可も得られた(注26)、と伝えら

れた。この決着の具体的内容については、①管財人と投資家側が、和解および新たな賃貸借契約を締結する、②新賃貸借契約では、管財人が契約当事者となるため、賃料債権は共益債権となる、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、というものと伝えられている。

以上のように、本件の論争は、もともと、マイカル管財人側からの依頼を受けた山本克己教授の意見書から始まった。その背景には、本件店舗に係る信託銀行の賃料債権について、更生担保権として扱う可能性を示唆することにより、賃貸借契約の継続や賃料に関する交渉を有利に運ぼうとする、管財人側の思惑があった、と推測する報道もみられた。

そうしたなかで、上記の決着により、結局、賃料債権について、更生担保権ではなく共益債権と扱われることによって、当面、本件CMB Sのデフォルトの危機が回避されることになった。この点については、不動産の流動化を含む証券化への信頼維持の観点から、前向きに評価できると思われる。一方、マイカル側は、今後の営業にあたり、既存の店舗を使用し続けるかどうかの選択の自由を得たうえ、賃料減額請求権も行使できることになった。このように、投資家側は名を取り、管財人側は実を取ったともいえる。

3. マイカルCMB S論争の総括と真正売買論の方向性

(1) 本件論争の評価

マイカルCMB Sをめぐる論争が、前述のような個別案件としての決着に、具体的にどのような影響を与えたのかについては、必ずしも明らかにされてはいない。ただ、本件論争は、資産譲渡の真正売買性の要件という、資産流動化・証券化における本質的・核心的な問題が、現実の案件との関連で正面から議論された、我が国では実質的に初めてのケースとなったといえる。

前述したような従来の真正売買論は、これまで、「証券化村」のなかでの限られた専門家による内輪の議論とみられがちであった。また、法律学者や弁護士等のなかでも、対象分野による専門分化が進んできており、金融法や証券化の専門家と倒産法の専門家との間では、真正売買や倒産隔離などの問題をめぐって、互いに議論が噛み合いにくい、といった傾向もあった。

そうしたなかで、本件において、一部の証券化の専門家だけでなく、第一線の倒産法学者等も巻き込んで、活発な論争が展開されたことにより、この問題をめぐる議論が、従来よりも深化したと評価できる。ただ、この論争によっても、なお、真正売買に関わる諸論点が十分に詰められたとはいえない。また、個別案件としての本件の決着もあって、その後、真正売買に関して、建設的な議論が一段と進展しているともいえない。こうした現状において、以下では、前述の内容と一部重複するが、本件論争における様々な見解をあらためて総括し、それを出発点として、今後の真正売買論の方向性を展望する。

(2) 両山本教授の見解

本件論争において重要な役割を果たした両山本教授と新堂名誉教授、伊藤教授は、いずれも著名な民事訴訟法・倒産法学者であり、証券化村的な議論には、もともとあまり拘泥していなかった。特に両山本教授は、前述のとおり、従来の総合判断的な真正売買論に対し、米国流の議論の影響を受けたものとして批判した。そのうえで、本件における真正売買の問題とは、会社更生手続上、更生担保権として扱われるかどうかという問題であり、更生担保権とは、担保権そのものではなく、特定の会社財産によって担保されている債権を指す概念である以上、更生担保権とみなされる被担保債権の存否を探求することが重要であるとした（注27）。

こうした基本的な考え方に立ったうえで、例えば、山本和彦教授は、前述のとおり、譲渡担保に関する判例（注28）・学説に従って、①被担保債権の存在、②被担保目的物を債務不履行時に処分できる実行権、および、それまでは処分できない補充性、③設定者による受戻権、という三要件が当該流動化・証券化スキームに存在するかどうかによって、真正売買性を判断すべきであるとした。

山本和彦意見書によれば、これらの要件のうち、特に重要な上記①については、流動化・証券化スキームでは、契約上、被担保債権の存在を明示的に認識できることはないが、オリジネーターが対象資産の買戻義務を負っている場合には、こうした義務に基づく売買代金債権が、SPVのオリジネーターに対する実質的な貸付債権とみなされ、被担保債権が存在するとされる。また、SPVへの資産譲渡後に、オリジネーターが買戻権を有し、かつ、オリジネーターが、一定期間経過後に当該資産を買い戻さざるを得ない立場に置かれる場合には、いわば隠れた被担保債務を負っているといえ、売渡担保と同様の取引になるとされる。

こうした考え方は、我が国の担保法制や、オーソドックスな担保権の要件論と整合的で、大方の民法・倒産法学者が共有する理論的なフレームワークにも、馴染みやすいといえる。特に、論争の口火を切った山本克己教授は、本件CMB Sの更生手続上の取扱いが裁判で争われる可能性を前提に、トゥルーセール・オピニオンを徴求する格付機関ではなく、倒産事件を担当する裁判所を仮想的な読み手として想定したのではないかと推測される。その後の意見書等に、従来型の総合判断的な真正売買論者が直接参加しなかったこともあり、論争は、基本的に、同教授の立論と同じ土俵上で展開されることになった。

ただ、両山本教授や新堂名誉教授等の見解は、類似の基準に依拠しながら、結論においては逆になっている。これに対して、民事訴訟法・倒産法学者のなかにも、「基準としての有効性自体に疑問が生じる」とする批判がある（注29）。

さらに、より本質的な問題点として、本来、担保取引であるとの認定がなされて、初めて被担保債権の探索が開始されるのであり、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考えられる。また、譲渡担保の要件に関する判例・学説は、担保権一般の本質的要素を含んでいるとはいえ、資産譲渡という過大な法形式から、債権担保と

いう実質に近づけるといふ、担保権的構成とともに、形成されてきたものである。こうした譲渡担保の要件を、(当事者の意図としては、通常、)SPVへの真正な資産譲渡(売買)から出発し、また、多様で複雑な仕組みを有する資産流動化・証券化スキームに、ほぼそのまま当てはめることが適当かどうか、疑問がないとはいえない。実際にも、指名金銭債権をSPCに譲渡し、それを裏付けにABSを発行するという、一般的なスキームの証券化案件に対し、上記の三要件を適用しても、ほとんどの場合、担保取引性を導くことは困難と考えられる(注30)。

また、更生担保権の定義(前掲・会社更生法第2条10項)において、「担保権の被担保債権」という場合の担保権について、前出の判例(最判昭和41年4月28日)は、譲渡担保を含むという趣旨の判示を行っているが、こうした考え方は、本来、譲渡担保以外の非典型担保にも妥当するはずである。実際に、近時、例えば担保目的の信託(注31)など、経済的実態において担保性を推定し得る、新しい形態の様々な取引が行われるようになっている。

前述したように、更生担保権の要件、あるいは、更生担保権か共益債権かという問題設定は、一見、倒産法上の論点のようにみえるが、その前提となる「売買か担保か」の判断は、本来、実体私法(民法)上の問題である。資産流動化・証券化スキームにおける資産譲渡の法的性質を考えるにあたっては、(実質的な)被担保債権の存在という視点からではなく、売買から担保に至るグラデーシヨンのなかで、正面から、真正売買か担保取引かを論じる手法の方が適切であり、筋も通っているのではないかと考えられる。そうした分析手法は、証券化実務にも馴染みやすく、弁護士による多くのトゥルーセール・オピニオンに採用されていることについては、前述したとおりである。

なお、付随する論点として、売渡担保については、会社更生手続上、隠れた被担保債権を更生担保権として扱う必要があるのか、という疑問もある。このほか、山本和彦教授は、本件CMB Sのセール・アンド・リースバック方式におけるリースバックの部分について、ファイナンス・リース取引との対比を重視している。ただ、ファイナンス・リースは、前述のとおり、機械類等の物品を対象とする、フルペイアウト・解約不可のリースであり、本件のような不動産の証券化の場合とは、論じられてきた状況が明らかに異なる。

前述のように、両山本教授は、証券化村とその周辺で形成されてきた総合判断的な真正売買論を、米国の議論に影響されたものとして批判した。ただ、両教授等の立論は、米国で確立し、グローバルに発展しつつある流動化・証券化取引に対し、「更生担保権の要件→譲渡担保の要件→被担保債権の存在」という、我が国における従来型の担保権の要件論を、形式論理的に、ほぼそのまま当てはめようとする、「倒産法村」的な発想に拘泥したものではなかったか、と言わざるを得ない。

(3) 伊藤教授の見解

前述した伊藤眞教授の見解は、両山本教授の所説とは異なり、倒産手続の基本的目的の

実現という観点から、真正売買に関して論じるものであり、その際のキーワードとして、「倒産法的再構成」という概念を提示している。

同教授によると、倒産法的再構成とは、①契約当事者により一定の法形式がとられていても、その結果として成立する権利義務が実体とは異なったものになっており、かつ、当該法形式どおりの権利義務を認めることが、(破産の場合、)破産債権者等の合理的期待に反する場合には、当該法形式どおりの結果とは異なる権利義務が構成される、②そのような再構成は、契約の相手方等の利害関係人の権利との公平を害しない場合に限り認められる、③ある法形式を認めることが倒産手続を回避・潜脱する結果となり、当該手続の目的実現を妨げるとみなされるときにも、法形式どおりの法律効果の発生が否定されることがある、というものである。ただ、倒産法的再構成は、実体法の領域で有効と認められた法律行為の効果を、倒産手続において否定・変更するものであり、取引の安全に多大な影響を与えるため、安易に行われるべきではないとする。

このような考え方に立って、同教授は、金銭債権の証券化の場合に関し、オリジネーターが譲渡債権の全体を買い戻す(フルリコース)権利を有し、こうした買戻権を通じて、当該債権について支配権を留保しているかどうか、主な基準となるとする。また、不動産の証券化の場合に関しては、金銭債権の場合と同様に、オリジネーターに買戻権が付与されている場合には、当該不動産への支配権が残っているとみなされ、特に、買戻権の行使価格が、行使時の時価ではなく、当初の売買価格であるときには、倒産法的再構成が適用される可能性が高いとする。

こうした伊藤教授の基本的な考え方は、証券化におけるオリジネーターからSPVへの資産譲渡と、破産債権者等にとっての引当(責任)財産との関係、または、倒産手続の目的と取引の安全との調整という観点から、倒産法的再構成という概念を軸に、理論的枠組みを構築しようとするものといえる。

ただ、何度か前述したように、「売買か担保か」という真正売買性の判断は、本来、実体私法(民法)レベルでの契約の解釈の問題に帰着し、その意味で、実体法的再構成の問題として、ほぼ完結するものと考えられる。また、倒産実体法のレベルでも、強行規定として明文の要件が法定されている否認や相殺制限から説明できるものに限って、実体法上の取扱いからの変容を正当化できるのではないかと、との批判もあり得る(注32)。

さらに、伊藤教授が倒産法的再構成の証券化への適用を想定している場面は、他の説においても真正売買性が否定され、かつ、平時においても、真正売買と認めることが適当でないような状況である。こうしたことから、証券化と真正売買の関係では、敢えて倒産法的再構成という概念を提示する必要があるのか、疑問が残る。

(4) 今後の真正売買論の方向性

マイカルCMB S論争の後、真正売買に関する議論の基本的な枠組みとしては、両山本教授のような考え方が有力になってきているように窺われる。ただ、そうした見解による

担保権の要件を、流動化・証券化案件の真正売買性の判断に適用する場合の問題点に関しては、既に、指摘したとおりである。一方、従来の総合判断的な真正売買論については、一部の判断項目の見直しは必要としても、真正売買性ないし担保取引性の判断基準として有効であり、実務に馴染みやすいことも、何度か前述したとおりである。

こうした両者の考え方は、真正売買性の判断へのアプローチの方法が異なっており、特に、両山本教授が従来の真正売買論を批判したこともあって、相互に対立しているようにもみえる。しかし、本当にそのように考えなければならないのか、議論の原点に立ち返って、検討し直してみる必要がある。

従来、実務法曹界で重視されてきた要件事実論が、近時、民法等の私法学界においても、あらためて注目されるようになってきている(注33)。要件事実の問題とは、民事訴訟において、原告・被告のそれぞれが、自らの主張を通すためには、当該事件において、どのような法律上の要件(法律要件)に該当する具体的事実(要件事実)を主張・立証すればよいか、という問題である。一般的に、法律問題は、法律要件に当てはめて論じられるべきであり、我が国の民事裁判実務も、実定法としての法律要件事実を厳密に分析し、法律構成することを基本としている。流動化・証券化実務における法律問題に関しても、こうした裁判規範としての実定法に基づいて、検討されるべきである。

こうした要件事実論に基づいて、あらためて考えてみると、両山本教授のような近時の有力説が重視する、担保権の要件(被担保債権の存在、担保目的物の処分に係る実行権と補充性、設定者による受戻権)は、一般的な担保取引に係る主要事実と相当するといえる。一方、従来の真正売買論が挙げる様々なファクターは、そうした主要事実を基礎付ける間接事実群に相当すると理解できる。このように、両者の考え方は、立論の方法は異なるものの、いずれも、「資産譲渡が売買か担保か」という同じ大枠の問題設定のなかで、互いに排斥し合うものではなく、むしろ、相互に両立・補完し得るものと考えられるべきである(注34)。

このような理論的フレームワークは、従来の証券化村や倒産法村的な議論の狭い枠組みを越えて、資産流動化・証券化スキームに、一般的に妥当するものと考えられる。ただ、流動化・証券化スキームは、大別して、①対象資産が金銭債権か不動産か、それ以外か、②SPVがSPCか信託かに分類でき、さらに、具体的なスキームのバリエーションは、極めて多岐にわたっている。そうした多様な類型の流動化・証券化スキームの真正売買性を判断するにあたっては、上記の基本的なフレームワークのなかで、主に間接事実群に相当する様々なファクターの検討に際し、各ファクターの選択や重点の置き方などについて、個別的にきめ細かい対応が必要になると考えられる。

例えば、信託方式の流動化・証券化の場合、一般に、信託法上の信託財産の独立性(受託者からの倒産隔離、委託者または受益者からの倒産隔離)や、担保目的の信託といった、特有の論点がある。また、いわゆる信託リパッケージ(信託受益権をSPCに譲渡し、それを裏付けとしてABSを発行)のスキームの場合、原資産の信託譲渡と受益権の売却と

いう二つの譲渡が行われる。そこで、どのような要件の下に、どの譲渡を担保目的とみなし、誰を更生担保権者として扱うか、という点を検討しなければならない。

また、不動産の流動化・証券化の場合、優先劣後方式に基づくオリジネーターによる信用補完という、債権流動化で一般的に用いられる仕組みを、必ずしも有しない。また、譲渡人の買戻権や買戻義務において、金銭債権の場合と大きな相違があるほか、譲渡人による譲渡不動産の賃借・管理という、特有の重要な仕組みがある（注 35）。

この点に関して、マイカルCMB S 案件が、いわば真正売買性の限界的事例として、論争の対象となった理由は、主に、店舗不動産のセール・アンド・リースバック方式という仕組みにあった。すなわち、本件CMB S の経済実態面における上記の間接事実群として、①対象物件の信託譲渡（セール）価格の妥当性、②賃貸借契約（リースバック）の賃料の妥当性、③CMB S の投資家へのキャッシュフローが、オリジネーター（リースバックの賃借人）の資力に依存している面があること、④これらの背景として、オリジネーターが対象物件を使用し続けることが暗黙の前提となっていることなどについて、特に考慮を求められることになる。本件論争のなかで、マイカル法律管財人団が主に問題としたのも、このような経済的実態に関する論点であった。こうした論点に関して検討することは、SPVの意思の探求を通じて、その背後にあり、本件スキームの実質的な当事者である投資家が、本当に取ろうとしたリスクは何であったか、という核心的な問題を追求することにもつながる。

今後は、前述のような基本的なフレームワークのなかで、各類型のスキームに応じた真正売買性の要件を、主に間接事実群のレベルで構築していくことが、流動化・証券化における真正売買・倒産隔離をめぐる法務・実務にとって、重要な課題となる（注 36）。

第3節 新・破産法と証券化との関連

破産法は、清算型倒産手続法であるとともに、倒産諸法の基本法でもある。第2章で前述したとおり、倒産法制の全面的な見直しの総仕上げとして、新・破産法が2005年1月1日に施行された。今回の立法は、旧・破産法を、手続法・実体法の両面にわたって、約80年振りに全面改正するとともに、現代語化を行ったものである。本法の倒産実体法の部分には、次のとおり、資産流動化・証券化に関連する規定が含まれており、実務への影響等の観点から、注目に値する。

1. 賃料債権の処分に係る破産債権者への対抗力の制約の削除

旧・破産法第63条1項によれば、賃料債権の処分は、賃貸人の破産宣告時を基準として、当期および次期のもの以外、破産債権者に対抗できず、同条2項により、賃料債権の譲受人は、その後の賃料につき、破産債権者として、損害賠償を請求できるに過ぎなかった（同

条には、会社更生法と民事再生法に準用規定があった)。また、旧・同法第 59 条 1 項によれば、双方未履行の双務契約において、管財人に解除権が認められていた。リース債権の流動化・証券化において、リース債権を譲渡したオリジネーターがその後破産した場合に、これらの規定が適用されるとすれば、こうした流動化・証券化は成立し得ない、という問題があった。

新・破産法では、旧法第 63 条が削除されたため、流動化・証券化実務の立場からは、従来の問題が立法的に解決されたことになる。一方、倒産手続の観点からは、無制限に賃料前払いや賃料処分を認めると、結果的に、破産財団には賃料が全く残らず、維持管理の義務だけが残ってしまう、という場合も生じると懸念されている(注 37)。

2. 不動産等の適正価格での売却に対する否認要件の整備

前述したとおり、従来の判例(大判昭和 8 年 4 月 15 日、最判昭和 46 年 7 月 16 日)・通説は、不動産の適正価格による売却に関して、不動産が金銭化されると、費消・隠匿されやすくなり、財産の一般担保力を低下させるとして、否認の余地を認めていた。こうした判例理論に対しては、従来から、多くの批判があった。また、金銭債権については、同様の判例はなかったものの、例えば、債権流動化における金銭債権の適正価格による譲渡の場合について、どのように考えるべきかが問題とされてきた。

新・破産法第 161 条は、不動産等の適正価格での売却に対して、否認できる場合を限定した。本条により、例外的に否認できる場合は、次のとおりである。①当該行為が、不動産の金銭への換価その他の処分による財産の種類の変更により、破産者において隠匿、無償の供与その他の破産債権者を害する処分(「隠匿等の処分」という)をするおそれを現に生じさせるものであること。②破産者が隠匿等の処分をする意思を有していたこと。③処分の相手方が、破産者が隠匿等の処分をする意思を有していたことを知っていたこと。

この規定により、従来の判例・通説よりは、適正価格での資産処分に対する不当な萎縮効果が除去され、資産流動化・証券化取引にとっても、法的不確実性が低減されたといえる。ただ、上記①における「財産の種類の変更」は、従来の判例理論を明文規定に取り込んでしまったものであるうえ、文言上、「財産」の範囲は、不動産に限定されていない。また、「(隠匿、無償の供与)その他の破産債権者を害する処分」に該当する行為がどのようなものであるのかは、解釈に委ねられている。さらに、③についても、財産の譲受人が危機時期にある企業について行った調査(デュー・ディリジェンス)が詳しいものであるほど、「破産者が隠匿等の処分をする意思を有していたことを知っていた」(悪意)と認定されやすくなりかねない。

なお、前述のとおり、否認権は、倒産実体法に特有の有事規制のための制度とはいっても、民法上の詐害行為取消権(民法第 424 条)と、実質的に連続する制度である。新・破産法の施行後も、民法第 424 条は従前のままである。同条については、適正価格での売却

も、原則として詐害行為であり、また、譲受人が自らの善意の立証責任を負うと解されている。

資産流動化・証券化や、それを活用した企業再生という観点からは、適正価格での財産処分については、常に担保価値の毀損は生じないという解釈論を展開するとともに、それを民法第424条の解釈にも及ぼしていくことが必要であろう（注38）。

（注1）後述の真正売買性との関連で、オリジネーターの管財人により、SPVへの資産譲渡が実質的な担保取引とみなされたような場合、SPVのオリジネーターに対する権利は、破産手続や民事再生手続では、別除権として扱われ、同手続外での権利行使が許されるが、一次的に権利実現され、利払い等に影響が及ぶことになる。

一方、会社更生手続では、更生担保権として扱われ、一般の更生債権より優遇されるとしても、同手続のなかに組み込まれる。その結果、キャッシュフローが止まったり、投資家の権利が削減されたりして、ABS等のデフォルトは必至となる。このように、株式会社のなかでも、大企業を再建するための大鉈ともいべき会社更生法は、担保権者を含む債権者に対する制約が強く、SPVが実質的な担保権者とみなされた場合、流動化・証券化スキームにとっての影響は、より深刻なものとなる。

拙著第3章第1節（注10）を参照。

（注2）倒産隔離に十分配慮して、流動化・証券化スキームを組成した場合でも、オリジネーター＝サービサーの倒産に伴い、原資産のパフォーマンスが劣化（債権の延滞・貸倒率の上昇等）して、キャッシュフローに悪影響を及ぼす可能性がある。個別の流動化・証券化案件において、そうしたリスクを回避・排除できるかどうかということは、法的な倒産隔離性とは別の問題である。

また、法的な意味での倒産隔離という言葉も、論者により、多義的に用いられることがある。例えば、オリジネーター＝サービサーの倒産の影響ではなく、SPC自体の倒産防止と、倒産の場合の投資家保護といった問題も含む。具体的には、①資本関係など、オリジネーターによるSPCの支配の切断、②SPCの倒産申立て制限条項（Non-petition Clause）、③同一SPCによるABSの複数回発行の場合に、各ABSと引当資産を紐付けするための、責任財産限定特約（Limited Recourse）の有効性などが、主な論点となる。

なお、オリジネーターとしてではなく、サービサーとしての倒産リスクは、特に、サービサー・リスクと呼ばれる。例えば、①当面のサービシング（債権の管理・回収）上の障害に対しては、バックアップ・サービサー（後継サービサー）の設置、②回収金がサービサー自身の資金と混同するというコミングリング・リスクに対しては、委託回収金用の専用口座による分別管理や、現金準備勘定の設定等の措置が講じられる。

拙著第3章第1節(注9)・(注11)を参照。

(注3) ABSのオリジネーター等の破綻事例の詳細については、拙著第3章第3節を参照。

(注4) 通信ベンチャー企業の平成電電(株)は、2005年10月3日、東京地方裁判所に民事再生手続の申立てを行い、同地裁は、10月17日に同手続開始を決定した。同社グループでは、協力会社2社(同社との資本関係のない、一種のSPC)が、同社向けに設備機器をリースすることを目的として、年8%~10%の高配当を謳い、主に個人投資家を対象に、匿名組合方式のファンドにより、出資を募っていた。直近に至るまで、第1号から第21号にわたり、約1万9,000人の一般投資家から、総額490億円に上る事業資金の出資を集めていたが、今回の事態を受け、その配当金の支払いが停止された。本件の被害件数・金額は、2001年に発生した、マイカル発行の個人向け社債のデフォルト以来となる、大規模なものである。なお、平成電電は、2005年1月期まで3期連続で、監査法人によるチェックを受けず、実質的に未監査の決算を公表していたことが判明した。

匿名組合契約とは、投資家(匿名組合員)が営業者に対して金銭等を出資し、営業者が営業から得られる損益の一定割合を匿名組合員に分配することを約するものである(商法第535条以下)。匿名組合出資により、不特定多数の者から資金を集めた場合でも、その営業目的が投資ではなく、設備賃貸等の事業である場合には、ラーメンファンドやアイドルファンド(第2章で前述)などと同様、証券取引法上のみなし有価証券とはされないほか、金融商品販売法の適用対象にもならない。元本償還を約束しなければ、出資法にも抵触しない。このように、投資家保護のための制度に不備があるなかで、今回のような事態が発生したことは、包括的な投資サービス法(第2章で前述)の制定の必要性が高いことを、あらためて示したものともいえる。

また、匿名組合出資者が拋出した金銭等は、営業者の財産となるため、今回の平成電電グループのファンドへの出資者は、実質的な最大債権者でありながら、同社の倒産手続からは、排除されてしまう。このため、同社の倒産手続において、匿名組合員の立場が正当に保護されるかどうかについては、不安が残る。

本件のファンドに関しては、「SPC法(現・資産流動化法)を使った資産証券化商品」などと説明されていたと伝えられている。一般に、「証券化」という言葉は、論者により、かなり多義的に用いられるようになっており、例えば、上記のラーメンファンドなどが、「ラーメンの証券化」などと呼ばれることもある。そうした文脈のなかでは、本件のファンドについても、広い意味で、リース債権の証券化商品に類するものとするのは、全くの誤りとはいえないかも知れない。しかし、本件は、前述のとおり、単なる匿名組合方式の出資スキームに過ぎず、本来の資産証券化商品とは異なる。少なくとも、「SPC法を使った」という説明は、明らかに事実と反

するものである。

本件の概要については、「平成電電破綻で匿名組合出資の投資家保護策欠如が露呈」、『金融財政事情』2005年10月24日号を参照。

(注5) 本章は、拙著第3章の直近時点での補論に相当する。拙著と重複する部分の記述はなるべく簡略化する一方で、最新の動向等について、適宜加筆・補足することにより、議論をさらに深めることとする。

なお、本章の記述にあたっては、第2章と同様、井上聡氏（弁護士、長島・大野・常松法律事務所）から、個別論点に関して、親しくご教示をいただいた。ここに記して感謝を申し上げます。

(注6) 第2章第1節5. (注4) を参照。

(注7) 前掲(注1) を参照。

(注8) 更生担保権とは、更生手続開始当時、更生会社の財産につき存する担保権の被担保債権であって、更生手続開始前の原因に基づいて生じたもの、または会社更生法第2条8項各号に掲げるもの（更生債権）のうち、当該担保権の目的である財産の価額が更生手続開始の時ににおける時価であるとした場合における当該担保権によって担保された範囲のものをいう（会社更生法第2条10項）。

(注9) 債権担保の目的で、債務者に属するある財産権を一旦債権者に移転させ、債務者が債務を弁済したときにそれを返還する、という形式の物的担保を譲渡担保と呼ぶ。質権や抵当権等の法定担保物権（典型担保）と異なり、民法には規定されておらず、取引の慣行から形成され、判例・学説によって認められた、非典型担保の代表的なものであり、実務上、動産、不動産、金銭債権など、幅広い財産権を対象とする担保取引として、重要な機能を果たしている。

広義の譲渡担保のうち、資金を調達しようとする者が目的物を他の者に売却し、売却代金をもってその資金に充てるとともに、一定期間内に目的物を再び買い戻すという方法で行われ、当事者間に被担保債権についての明示的な債権債務関係が存在しないものを、売渡担保という。それに対し、狭義の譲渡担保においては、当事者間に債権債務関係があり、これを担保する手段として、財産権の移転が行われる。

このように、債権担保のために、担保目的に限定された担保物権を用いず、所有権や金銭債権等の財産権そのものを移転するところに、譲渡担保の矛盾した内容や、複雑な法律問題の出発点がある。こうした譲渡担保に対して、近年の学説・判例は、財産権の移転という形式への拘泥をできる限り退けて、債権担保という実質に近づけようとする、担保権的構成のための努力を行ってきた。ただし、こうした学説・判例の議論が対象としてきたのは、実質的な物的担保である譲渡担保取引であり、流動化目的でのSPVへの資産譲渡ではない。

譲渡担保に関する実務、判例、学説による法規範の形成の経緯については、清水誠「譲渡担保」、『別冊法学セミナー 基本法コンメンタール 物権』（2005年10月）

を参照。

(注 10) 更生担保権の定義規定（会社更生法第 2 条 10 項〈前掲（注 8）〉）において、「担保権の被担保債権」という場合の担保権は、特別の先取特権、質権、抵当権、商法上の留置権とされている。しかし、この点に関して、判例（最判昭和 41 年 4 月 28 日）は、債務者（譲渡担保設定者）に会社更生手続が開始した場合について、債権者（譲渡担保権利者）に所有権に基づく取戻権を認めず、更生担保権者に準じた権利行使をなすべきであるとしており、多くの学説もこれを支持している。なお、債務者の破産の場合については、直接の判例はないが、債権者に別除権を認めるか、または、破産管財人から被担保債権を弁済して目的物を確保できる、とする見解が有力である。

このように、会社更生の場合、典型担保・非典型担保を問わず、更生手続の開始当時、更生会社の財産に設定された担保権の被担保債権が、更生担保権となる。破産・民事再生の場合の別除権についても、同様である。すなわち、更生担保権や別除権の基本的な要件は、もともと担保付きの債権であったかどうかということにかかっており、その判断は、倒産法（破産法、会社更生法、民事再生法等）上の問題というより、本来、民事一般法（民法）上の問題であるといえる。

(注 11) 例えば、井上聡「証券化取引に関する倒産法改正の論点」、『NBL』No. 738（2002 年 6 月）を参照。

(注 12) 小野傑「マイカルの証券化とトゥルーセール」、『金融法務事情』No. 1648（2002 年 7 月）を参照。

(注 13) これまでの真正売買論（マイカル CMB S 論争を含む）の概観については、①渋谷陽一郎『証券化のリーガルリスク』（日本評論社、2004 年 8 月）第 13 章、②小野傑・有吉尚哉「真正売買に関する議論の整理と考察」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、近刊）第 7 章第 3 節 1. を参照。

(注 14) 田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点（上・下）」、『NBL』No. 510・511 号（1992 年 11 月・12 月）を参照。

(注 15) この 6 項目に近いが、そのなかから譲渡資産の特定性をはずし、SPC の独立性を追加する見解として、小林秀之「資産流動化と倒産隔離」、日本資産流動化研究所『平成 13 年度第 1 回 SFI セミナー「資産流動化スキームの倒産隔離の観点からの考察」——信託に焦点をあてて——』（2001 年 9 月 11 日）ほかを参照。

なお、小野・有吉・前掲論文は、このような考え方を「要件符合重視説」と呼んでいる。

(注 16) 米国の倒産法制においては、自動停止（Automatic Stay）制度があり（連邦倒産法第 362 条）、清算・更生手続ともに、倒産申立てによって、担保権の実行が停止してしまう。また、真正売買性が否定されると、対抗要件の関係で、担保付き債権ではなく、無担保債権の扱いになってしまうことも多い。そのため、米国の証券化実

務では、倒産隔離の実現のために、真正売買性の問題が、とりわけ重要な意味を持つことになる。

米国では、資産の譲渡が True Sale (真正売買) であるか、Secured Loan (担保貸付) であるかは、州法上の問題とされ、その判断は裁判所に委ねられているため、これが争点となった判例は、数多く存在する。真正売買か担保貸付かの判断基準に関して、米国の判例には、大別して二つの傾向がある。すなわち、①明示された当事者の意思を主な判断要素とする判例群、②明示的な当事者の意思に加え、当該取引に含まれる売買的要素、担保貸付的要素を総合的に判断する判例群である。このうち、②に属する判例は、真正売買であれば、資産についてのリスク、利益、支配が買主に移転しているはずであるという前提の下、それらの移転を疑わしめる事情を幅広く考慮する。これらのうち、いくつかの事情がある場合には、当事者の意思が売買と表示されていたとしても、それに全面的に依拠することなく、それらの真正売買性を疑わしめる要素を総合的に検討して判断している。

因みに、「真正売買」という言葉は True Sale に、同様に、「倒産隔離」という言葉は Bankruptcy Remoteness に対応しており、こうした議論の枠組みが、もともと、米国での議論の影響を受けていたことを示している。

米国における真正売買論の状況については、後藤出「資産流動化取引における『真正売買』(上・下)」、『NBL』No. 739・740 (2002年6月・7月)を参照。

(注 17) ①瀬川信久「流動化・証券化の法律問題(1)——資産の移転と証券の発行・流通——」、金融法学会『金融法研究』資料編(17)(2001年9月)、②高見進「流動化・証券化の法律問題(2)——倒産法——」、金融法学会『金融法研究』資料編(17)(2001年9月)を参照。

(注 18) 『「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」の概要』、『金融法務事情』No. 1646 (2002年6月)を参照。

(注 19) 「マイカル・グループ証券化に関する『山本意見書に対する見解書』の概要」、『金融法務事情』No. 1649 (2002年7月)を参照。

(注 20) 共益債権とは、会社更生手続開始後に生じた利害関係人の共同利益のための出費に係る債権のことで、更生手続によらず、随時弁済を受けられる。そのなかには、会社再建目的に沿って、会社の事業の継続に要する費用、または、それから派生する債権が含まれる。

(注 21) 「マイカル証券化スキームに関する山本和彦教授意見書の全文」、『金融法務事情』No. 1653 (2002年9月)を参照。

(注 22) ファイナンス・リースは、機械類等の物品を対象とする、フルペイアウト(リース会社は、リース料により、物品の取得費用と金利相当分をほぼ全額回収)・解約不可のリースで、金融取引の実態を有する。ファイナンス・リースのユーザー(レシー)の会社更生手続において、リース会社(レッサー)のリース料債権は、更生

担保権として扱われるのが、判例（最判平成7年4月14日）・通説である。

(注 23) マイカル法律管財人団（加藤慎・上田裕康）「なぜわれわれはマイカルCMB Sを問題にするのか」、『NBL』No. 746（2002年10月）を参照。

(注 24) 伊藤眞「証券化と倒産法理（上・下）——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（2002年10月・11月）を参照。

(注 25) 実体法的再構成の一例として、(注 9) で前述した、譲渡担保に関する担保権的構成が挙げられる。

(注 26) 会社更生法上、和解に関しては、裁判所の許可を得られるとされる（旧・会社更生法第43条1項・第54条6号）。

(注 27) 小野・有吉・前掲論文は、このような考え方を「被担保債権存否重視説」と呼んでいる。また、両山本教授の意見書のほかに、同様の考え方に立脚する論考として、後藤出・前掲論文を参照。ただ、同論文は、マイカルCMB Sを直接の分析対象としたものではない。

(注 28) 最判昭和46年3月25日は、譲渡担保の要件として、次の点を挙げた。これらは、担保権の本質的な要素を含んだものともいえる。すなわち、①法律上の被担保債権の存在（資産譲受人に対する買戻義務・追加信託義務等）、②設定者（債務者または物上保証人）から債権者に目的物を譲渡する合意、③金銭債務を弁済すれば、設定者に目的物の所有権が復帰する（受戻権）合意、④金銭債務の不履行が生じると、債権者に所有権が確定的に帰属する合意、という要件である。

また、本判例は、譲渡担保の実行にあたり、目的物（本事案では不動産）の価額と被担保債権との差額（通常、前者の方が大きい）がある場合、清算（精算）を要するとし、債権者への目的物の引渡しと債務者への清算金の支払いは、同時履行の関係に立つとした。

(注 29) ①小林秀之「真正売買に関する英米倒産法制研究の意義」、日本資産流動化研究所『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 第一分冊 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』（2003年3月）第3部第2章第4節、②同「マイカル証券化と倒産隔離」、『NBL』No. 768（2003年9月）を参照。

(注 30) 後藤出・前掲論文は、金銭債権の証券化の標準的なスキームを想定したうえで、譲渡担保の要件と同様の基準を適用し、担保取引性を認定することは困難であると結論付けている。

(注 31) 信託は、それによって移転する財産権の行使を担保目的に限定することにより、担保的機能を営むことも可能である。現実の取引において、こうした機能に着目して、担保目的の信託が用いられることがある。例えば、信託財産を構成する財産権の行使を担保目的に制約してなされる信託や、受益者による受託者に対する受益権の行使を制約することにより、信託を担保目的で用いることなどである。

(注 32) ただし、倒産実務家のなかには、会社更生のような再建型の倒産手続に関しては、

経済的には貸付と同様であるにもかかわらず、更生手続に服さない権利を与えるなど、会社再建の目的上、認めがたい取引の効力を否定すべきである、という議論も存在するようである。流動化・証券化の場合、現実には、オリジネーターが倒産しないと論点にならないため、現象的には、倒産手続上、どのように扱われるか、という問題として認識されがちであるとはいえる。このことは、実際には、実体法的再構成と倒産法的再構成の境界が明確でない場合もあることを示している。

(注 33) 要件事実論に関する最近の著作として、大塚直・後藤卷則・山野目章夫編『要件事実論と民法学との対話』(商事法務、2005年9月)を参照。

(注 34) 佐藤正謙「真正売買をめぐる問題」、日本資産流動化研究所『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 第一分冊 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』(2003年3月)第3部第2章第5節を参照。

(注 35) 後藤出・前掲論文を参照。

(注 36) 証券化の母国である米国では、1998年の連邦議会以降、資産流動化・証券化における倒産隔離の基準を立法的に明確化するため、連邦倒産法の改正案が提出され、審議されてきた。具体的には、倒産財団を構成する財産の範囲に関する連邦倒産法第541条を改正し、債務者によって、資産流動化の関係で適格な主体に譲渡された資産は、適格な資産とみなされ、倒産財団に編入されない、とするものであった。これは、「セーフ・ハーバー・ルール」(True Sale Safe Harbor)と呼ばれる。その後、何度か、ほぼ同様の内容の法案が提出・審議されてきたが、これまでのところ、まだ成立に至っていない。

一方、我が国では、真正売買性の基準は、法律の条文として明文化しにくいというえ、法務省などに、民法レベルの担保の認定の問題との認識があることもあり、後述の新・破産法にも、こうした論点に関する規定は盛り込まれなかった。

(注 37) 小川秀樹・沖野眞己・石川功造・益本広史・三上徹・吉元利行・北秀昭・河野玄逸「新しい破産法の実務と理論」(座談会)、『NBL』No. 788(2004年7月)を参照。

(注 38) 山中真人「新しい法制度の証券化・事業再生実務への影響——破産法・証券取引法の改正、個人情報保護法など」、『NBL』No. 798(2004年12月)を参照。

第4章 SPV等への法人税課税に関する論点整理

はじめに

資産流動化・証券化スキームにおいて、SPV(特別目的媒体)ないしビークルは、オリジネーターから資産を譲り受け、その資産(から発生するキャッシュフロー)を裏付けとして、流動化・証券化商品を組成・発行するための、必須の仕組みである。そうしたSPVの私法上の形態としては、会社型のSPC(特別目的会社)、信託型、組合理型など、様々

なものがある(注1)。個別案件において、アレンジャーがスキームを組成するに際しては、これらの各種のSPVのなかから、どの類型を採用すべきか、選択を迫られることになる(注2)。

こうしたSPVの選択にあたって、判断の基準としては、第2・3章で前述したとおり、①設立のためのコストや、組織・規制の簡便性、②オリジネーターとの資本関係の切断や、会社更生法の適用の有無等に関わる倒産隔離性、③社債を発行できる主体であるかどうか、といった点が考慮される。

これらの点と並び、実務上、重要なポイントとなるのが、SPVへの法人税課税のあり方の問題である。ABS等の償還益・利息に係る投資家への課税(投資家が法人の場合は法人税、個人の場合は所得税)に加えて、SPVの所得に対し、法人税が重ねて課税される場合には、オリジネーターにとっての資金調達コストや、投資家にとっての運用対象としての優位性などに、多大な影響が及ぶことになるからである(注3)。その意味での二重課税(Double Taxation)の回避、または、課税上の透明性(Tax Transparency)の確保は、流動化・証券化実務において、大きなテーマとなる。

一方、第2章でも前述したとおり、我が国では、最近、米国の制度に倣って、合同会社(日本版LLC)や、有限責任事業組合(日本版LLP)など、新しい組織形態が次々に創設されており、それに伴い、流動化・証券化スキームにとってのSPVの選択肢も、変化・拡大している。このように、我が国の会社・法人制度や、法人以外の事業体(エンティティ)制度は、大きな変革の時代を迎えているといえる。

こうしたなかで、流動化・証券化におけるSPVの選択は、オリジネーターやアレンジャーにとって、極めて実践的な課題である。それにとどまらず、特に課税上の透明性の観点から、SPVの選択の問題を検討することは、法人・非法人を含む各種の事業体に対する法人税課税のあり方という租税法上の問題、さらに、各種事業体制度自体のあり方という私法上の基本的な問題に関して、あらためて考察を行うことにもつながるものである。

そこで、本章では、会社等の法人、信託、組合といった各類型のSPVへの法人税課税の問題を検討することを通じて、各種事業体に対する法人税課税のあり方や、事業体制度のあり方に関して、論点整理を行うこととする(注4)。

第1節 法人税の納税義務者

法人税法第4条によると、法人税の納税義務者に関して、内国法人は、この法律により、法人税の納税義務があるとされる。このように、法人であることによって、法人税の納税義務者を決定するのが、我が国の法人税制の基本的な考え方である。さらに、法人格を有しない場合であっても、「人格のない社団」については、組合とは区別され、同条1項但書により、法人税の納税義務があるとされる。すなわち、事業活動を行う構成員とは独立して、団体としての実態が認められる場合には、法人税の納税義務者とされることになる。

このように、法人税の納税義務者とされると、その法人等につき、①各事業年度の所得、②清算所得、③退職年金等積立金が、課税所得とされる。

ただ、法人税法には、法人や人格のない社団に関する定義規定が存在しないため、それらの意義については、「借用概念」として、私法（民法）上の概念（後者については、「権利能力なき社団」）と同様に解されることになる（注5）。

法人とは、自然人（権利義務の主体である個人）以外のもので、法律上の権利義務の主体（権利能力を持つ主体）とされているものをいう。一定の目的の下に結合した人の集団や財産について、法人格が与えられる。その場合、そうした人の集団（社団）や財産（財団）に関し、その本質や社会的価値を探究する法人学説として、従来、法人は自然人と同様の実在であるとする法人実在説や、法人の活動はその背後にある個々の人間に帰せられるとする法人擬制説・法人否認説が対立してきた。これらの法人学説は、近代以降の欧州における政治思想と結び付いたものであった。ただ、最近では、そうした政治思想とは無関係に、人間集団の外部・内部関係を簡易に処理するための法技術という側面から、法人を捉えようとする傾向が強い。

我が国では、法人は法律によって成立するという、法人法定主義が採用されている（民法第33条）。現行法上、法人の種類としては、①民法上の公益法人である社団法人、財団法人、②商法に基づく営利（社団）法人である合名会社、合資会社、株式会社、および、有限会社法による有限会社、③特別法による法人として、公益も営利も目的としない中間法人、協同組合、公団、公社、公庫、社会福祉法人、宗教法人、学校法人などがある。これらのうち、②の会社については、第2章で前述したとおり、新・会社法（2006年5月頃施行）により、有限会社制度が廃止され、合同会社（日本版LLC）制度が新たに創設される。

権利能力なき社団とは、実質的には、社団法人と同様の実態を持ちながら、法人格のない団体のことをいう。判例（最判昭和39年10月15日）によれば、そうした社団としての団体であるための判断基準として、①団体としての組織を備えていること、②多数決の原則が行われていること、③構成員の変更にもかかわらず、団体そのものが存続すること、④代表の方法、総会の運営、財産の管理その他、団体としての主要な点が確定していることが挙げられる。

また、判例（福岡高判平成2年7月18日）は、法人格の意義・効果に関して、①取引の主体となり得ること、②訴訟当事者となること、③破産等の場合に、責任財産の範囲を画することを挙げている。前述のとおり、我が国の税制において、法人税の納税義務者とされるのは、基本的に法人である。さらに、団体としての実態（実体）が認められる「人格のない社団」（権利能力なき社団）が加えられているのは、そのような団体にも、民事法上、上記のような法人格の意義・効果が認められるのであれば、税制上も、法人並みの課税を行うことが公平である、という判断に基づいているものと考えられる。

一方、民法には、人の団体に関する規定として、社団（法人）とは別に、「（任意）組合」

がある。任意組合は、民法上の典型契約の一類型であり、各当事者が出資をなして共同の事業を営むことを約する合意によって成立する（民法第667条以下）。任意組合は、社団よりは団体性が弱く、民法上、法人とはされていない。その権利義務については、団体としての組合ではなく、各組合員の権利義務として構成されている。もっとも、現実に存在する人の団体については、多くの場合、社団か組合かを明瞭に画することは困難であるともいわれる。

社団においては、所得が団体に帰属し、構成員への分配がなされないのに対して、組合では、所得は構成員に直接帰属する。これを受けて、所得課税においても、団体としての組合自体は納税主体とはならず、構成員である各組合員の所得に対し、直接課税する（組合員が個人の場合は所得税、法人の場合は法人税）という、「構成員課税」ないし「パススルー課税」の取扱いがなされている。その場合、原則として、利益だけでなく、損失も各構成員にパススルーされ、構成員の他の所得と相殺されるため、その分、当該構成員にとって、タックス・メリットとなる。

前述のように、現実に存在する団体について、その実質的な団体性から、①社団法人（営利法人、公益法人）、②人格のない社団（権利能力なき社団）、③組合というように、その種類を峻別することは、かなり困難である。ただ、税制上は、そうした区別を行わず、個別に課税関係を考えることは、現実的ではない。そのため、法人税法は、ある程度形式的な割切りを行い、上記①・②については、法人税の納税義務者として、「団体課税」ないし「事業体課税」の対象とし、③については、構成員課税の取扱いとしたものと考えられる。

第2節 SPCと信託の法人税課税主体性

信託法上の信託とは、財産を有する者（委託者）が、信託契約または遺言によって、他人（受託者）に財産権（信託財産）を移転させ、一定の目的（信託目的）に従って、委託者本人のために（自益信託の場合）、または第三者（受益者）のために（他益信託の場合）、委託者をして、その財産権を管理（運用、改良、開発などを含む）または処分させる、という法律関係である。第2章で前述したとおり、現在、信託法の全面改正に向けた取組みが行われている。

我が国の税制上、信託財産の管理・処分から生じる所得は、原則として受益者または委託者のみにおいて課税され、信託あるいは受託者において、二重課税されることはない（注6）。このことは、一般に、信託の「パススルー課税」と呼ばれる。ただ、前述した組合に関するパススルー課税が構成員課税の性格を有するのに対し、信託に関しては、受益者に所得を分配する導管（conduit）に過ぎない、という考え方に基づいている。その意味で、信託のパススルー課税は、「課税上の導管性」ないし「信託導管論」とも呼ばれる。なお、実務上、受託者となる信託銀行、または、新・信託業法（第2章で前述）上の信託会社は、組合とは異なり、法人である株式会社である。

一方、我が国では、前述のとおり、商法上の会社をはじめとする法人は、原則として法人税の課税主体 (Taxable Entity) とされる。このため、例えば、株式会社レベルでの法人税と、その株主レベルでの配当への課税が重ねて行われる余地があるといった、前述の二重課税の問題が潜在する。

この結果、資産運用型 (投資信託等) や資産流動化型 (ABS等) の集団投資スキームにおけるSPVないしファンド、エンティティとして、会社型である投信法上の投資法人やSPCを用いる場合と、信託を用いる場合では、経済的な実体は類似しているにもかかわらず、法人税課税上の取扱いに、重大な差違が生じる可能性がある。

このような税制上の法人と信託との公平性・中立性に関する問題は、集団投資スキーム等の発展の長い歴史を有する米国においても、以前から議論され、今日まで、幾多の制度上の変遷を経てきている。

すなわち、第1章で前述したとおり、米国においては、我が国と同様、委託者課税信託 (グラントー・トラスト <Grantor Trust>) として構成された信託は、課税対象としてのエンティティとはならず、そこから発生する所得については、委託者に課税されることになっている。ただ、米国では、法人と信託との機能上の類似性に関して、早くから議論が行われてきた。その結果、判例や財務省規則により、利益追求の事業目的を有する信託や、受益権が複層化された信託などについては、州法上の信託であっても、連邦所得税法上の信託ではないとして、法人と同様に、二重課税の対象とされてきた。

一方で、米国では、投資信託や証券化など、集団投資スキーム形態の金融取引の支障とならないよう、法人や信託等の私法上の形式にかかわらず、内国歳入法典の規定により、課税上、実質的な導管 (支払配当の損金算入によるペイスルー課税) として扱われる仕組みが、逐次整備されてきた。すなわち、①RIC (Regulated Investment Company, 1936年)、②REIT (Real Estate Investment Trusts, 1960年)、③REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduits, 1986年)、④FAST (Financial Asset Securitization Investment Trusts, 1996年) などの諸制度が、そうした課税上の導管に該当するものである (注7)。

翻って、第2章で前述したとおり、我が国では、資産流動化法 (SPC法の改正) により、資産流動化型のSPVとして、同法上のSPCである会社型の特定目的会社に加え、信託型の特定目的信託が導入された。また、投信法の改正により、資産運用型のファンドの形態として、会社型 (投資法人) と従来の信託型 (委託者指図型投資信託) に加え、受託者たる信託銀行自らが運用するタイプの信託型 (委託者非指図型投資信託) が創設された。

この法改正に伴い、法人税制上も、注目すべき措置が講じられた。すなわち、特定目的信託および委託者非指図型投資信託 (両者は、法人税法第2条29号により、「特定信託」と呼ばれる) については、信託のパススルー課税の原則を適用せず、信託財産から生じる所得について法人税の課税対象とするが、所得の90%以上を分配していること等の要件を満たす場合には、実質的な導管として、支払配当の損金算入を認める、という取扱いが行

われることになった（注8）。

この税制改正により、資産流動化法上の特定目的会社と特定目的信託、および、投信法上の投資法人と投資信託（委託者非指図型）が、ともに事業体として法人税の課税対象とされたうえ、支払配当の損金算入というかたちで、実質的に二重課税の回避措置を講じられる。ただ、これは、パススルー課税というより、政策的な特例として、支払配当の損金算入が認められる、ペイスルー課税と呼ぶべきものである。この場合、事業体に損失が発生しても、その事業体段階で留保され、パススルー課税の場合のように、構成員の課税所得には影響を与えない。

このように、資産流動化法および投信法のなかでは、会社型・信託型スキームに対する法人税課税上の取扱いの整合性が一応図られており（注9）、従来に比べれば、一步前進と評価することもできる。しかし、特定目的会社以外のSPCを用いたABSや、委託者非指図型投資信託に該当しない合同運用金銭信託など、資産流動化法・投信法以外の類似の集団投資スキームに関しては、法人税課税上の整合性の問題について、現状では何ら手当てされていない。

こうしてみると、信託のパススルー課税の原則を修正したことは、我が国の信託課税における発想の転換であり、法人税制としても、「大きな橋を渡った」と評価できるとしても、現状では、ペイスルー課税の適用対象は限定的で、中途半端な制度にとどまっていると言わざるを得ない。なお、特定信託のうち、特定目的信託は、これまでの実務では、ほとんど利用されていない。その理由の一つとして、支払配当の損金算入の前提となる、所得の90%以上の分配という要件について、国税当局から否認されるリスクがあることが挙げられている。このように、限定的に適用されるペイスルー課税の制度自体、実際には、十分に機能していない。

前述の米国における課税上の導管制度の整備の経緯をあらためて振り返ると、支払配当の損金算入により二重課税を回避するとはいっても、いわば信託型から会社型に歩み寄るかたちで、信託のパススルー課税の原則から踏み出し、信託型SPV・ファンドの法人税課税主体性を限定的に認めるという措置は、我が国の今後の法人税制の方向性を展望するうえで、望ましい一歩といえるかどうか、疑問もある（注10）（注11）。

会社等の法人を一律に法人税の課税主体としたまま、信託のパススルー課税の原則に対して個別に例外を設けていく方法では、関連各法にわたる制度上の不整合を回避することは困難である。むしろ、将来的には、米国と同様、会社型・信託型等の私法上の形式にかかわらず、租税回避等を防ぐための一定の要件を満たすSPV・ファンドについては、課税上、実質的な導管として、ペイスルー課税を適用するような制度の実現を目指していくべきであろう（注12）。

なお、前述のとおり、新・会社法により、合同会社の制度が創設される。これは、米国のLLC（Limited Liability Company）に倣ったものであり、日本版LLCとも呼ばれる。第2章で前述したように、合同会社には、組織上、いくつかのメリットがあり、今回廃止

される有限会社に代わって、SPCとして利用されるようになるとみられている。

ただ、米国のLLCが、いわゆるチェック・ザ・ボックス規則 (Check the Box Regulation) により、パートナーシップ (我が国の組合に相当) と同様のパススルー (構成員) 課税の扱いを選択できるのに対し、合同会社については、法人税の課税対象になるものとみられている。その根拠としては、①法人であること、②利益の分配について、株式会社に準ずると規定されていること、などが挙げられている。このことは、現在の法人税法の下では、法人でありながら、構成員課税の取扱いを認めることが、かなり困難であることを示している。

第3節 優先劣後構造信託の取扱い

前述のとおり、我が国の現行税制では、信託導管論により、受益者が特定している場合には、受託者ではなく、受益者があたかも自ら信託財産を保有しているようにみなして、課税関係を考えることとなる。これを受けて、会計上も、信託受益権の保有・売却をもって、信託財産自体が保有・売却されるものとして処理されてきた。

しかし、資産流動化のための信託型スキームでは、通常、信用補完措置として、信託受益権が、弁済順位の優先する優先受益権と、劣後する劣後受益権に分割され、前者のみがSPC (いわゆる信託パッケージの場合) または投資家に販売される。この結果、当該受益権と信託財産は直接的なつながりを失い、優先受益者 (投資家) と劣後受益者 (通常はオリジネーター=委託者) とでは、元本上の比率と収益上の比率との対応関係が希薄化することになる。このような優先劣後構造信託に対して、従来の信託導管論をそのまま当てはめようとする、収益の帰属にあたり、必ず無理が生じる。

税制上の信託導管論をより具体的に規定しているものの一つとして、土地信託通達 (「信託受益権が分割される土地信託に関する所得税、法人税、消費税並びに相続税及び贈与税の取扱いについて」、1998年3月13日付) がある (注13)。同通達では、土地信託に係る受益権が分割・細分化される場合でも、信託導管論の適用の前提として、受益者が信託財産を所有している実態にあると認められるための要件が定められている。具体的には、信託受益権の量的分割の場合に関して、①受益権の分割口数、②最低分割金額、③分割された受益権の保有状況、④信託終了時に交付される信託財産の内容などから、判定されることになる (注14)。

これに対し、同通達では、元本受益権 (信託財産の元本を享受する権利) と収益受益権 (信託財産の収益を享受する権利) というように、質的に分割された信託の場合には、受益者が信託財産を所有している実態にあるとは認められなくなるため、適用対象とはならないと明記されている。

一方、優先・劣後受益権は、上記のような受益権の量的分割と、元本・収益受益権などの質的分割との、中間的な分割・複層化ともいえるが、その取扱いについては、同通達上、

何も定められていない。また、同通達が適用されない場合の取扱いについても、現行税法では何ら規定されていない。このように、現行税制上、優先劣後構造の信託はもともと想定されていなかったと推測され、こうした問題に関するルールは、極めて不明瞭になっていると言わざるを得ない（注15）。この結果、信託を利用した不動産流動化スキームの組成が事実上制約されたり、制度の整合性が十分に確保できない、といった問題が生じてきている（注16）。

不動産の流動化におけるエクイティ（劣後）部分とデット（優先）部分の場合ほど極端ではないが、債権流動化目的の優先劣後構造信託の場合に関しても、同様の問題を避けることはできない（注17）（注18）。当面、このような問題に対する現行税制上の対応策としては、①信託導管論の延長線上で考え、発生する問題点に対しては、個別に取扱いを定めていくこと、②ノンリコース・ローンによる調達と経済的実態としては類似しているとみて、金融取引として取り扱うこと、などが考えられる。

ただし、上記の対応策のうち、②のように、優先劣後構造の金銭債権信託を税務上、金融取引としてみることにすると、少なくとも、オリジネーターのオンバランス債権を対象とする場合には、会計上の取扱いとの齟齬が生じる。このため、現状では、①のような個別的な対応をとらざるを得ないが、信託を用いた資産流動化等の様々なスキームを総合的に取り扱ううえで、難点がある。例えば、優先劣後構造のなかでも、いくつかのバリエーションがあるが、それらをどのように取り扱うか、についてまでの詰めた議論が行われているわけではない。

これらに対し、立法論としては、③優先劣後構造信託のような受益者と信託財産とのつながりが希薄なものについては、SPVとしての信託を一旦課税主体とすることが考えられる。こうした考え方に関しては、前述のとおり、既に、一定範囲の信託型ビークルにつき、法人税課税主体性が認められたこともあり、今後の方向性として、それほど無理がないとはいえる。

このこととの関連では、前述のとおり、米国において、利益目的を有する信託のほか、受益権が複層化された信託などについては、法人と同様に二重課税の対象とされる一方、法人や信託等の形式にかかわらず、課税上、実質的な導管として扱われる仕組みが立法的に整備されてきた、という経緯が参考となる。こうした観点からも、我が国において、一定の要件を満たす会社型・信託型等のSPV・ファンドについて、課税上、実質的な導管として扱う制度の導入を検討する意義は大きいといえよう。

第4節 税制上の組合の取扱い

現行税制において、民法上の任意組合に対し、パススルー（構成員）課税の取扱いがとられていることについては、社団との関連で、前述したとおりである。

一方、商法上の匿名組合とは、当事者の一方（匿名組合員）が相手方（営業者）の営業

のために出資をし、相手方がその営業から生ずる利益を分配することを約する契約である（商法第 535 条以下）。出資者の名前が表面に出ないことから、匿名と呼ばれる。匿名組合の特徴としては、①出資された財産は営業者に帰属すること、②出資者は、匿名組合の事業から生じた利益を受ける債権（利益分配請求権）を有すること、③出資者は、匿名組合の終了時に、出資価額の返還を請求する債権（出資価額返還請求権）を有すること、④出資者は、営業者の事業に対する執行権は持たないが、営業監視権を有すること、という点が挙げられる。匿名組合とはいっても、その法的な性質は、共同事業のための組合というより、合資会社（無限責任社員と有限責任社員の 2 種類の社員から成る会社）と起源を同じくする、特別な契約である。

現行税制上、匿名組合は、前述の人格のない社団には含まれないとされている。したがって、匿名組合自体は、法人等として法人税課税を受けることはなく、匿名組合の損益は、その構成員である匿名組合員または営業者の損益として、課税されることになる。ただ、これは、任意組合のようなパススルー課税というより、匿名組合員への利益の分配を費用（損金）として認めるというもので、いわばペイスルー課税に近いものである。

第 2 章で前述したとおり、現在、不動産投資のための私募ファンドなどに、SPC にあたる有限会社を営業者とし、これに匿名組合によって出資するという、「TK（匿名組合）+YK（有限会社）スキーム」が広く用いられている。新・会社法施行後、これに代わり、「TK+合同会社スキーム」が用いられることになれば、合同会社自体にはパススルー課税の取扱いは認められないとしても、実質的に、それに近い効果を得ることができるとみられる。

なお、新しい事業体として、有限責任事業組合契約に関する法律（2005 年 8 月 1 日施行）に基づき、有限責任事業組合の制度が創設された。これは、米国の LLP (Limited Liability Partnership) に倣ったもので、日本版 LLP とも呼ばれる。有限責任事業組合は、民法上の任意組合の特例と位置付けられるものであり、その特徴としては、①構成員全員が有限責任であること、②内部自治原則（組織内部の取決めを自由に決めることができる）が認められることに加え、③税制面では、前述の合同会社（日本版 LLC）と異なり、パススルー（構成員）課税が適用されること、などが挙げられる。

ただ、第 2 章で前述したとおり、有限責任事業組合については、組合員全員が、組合を通じて共同事業を営むことが前提とされているほか、内部自治原則の反面で、内部の意思決定や財産の分配等についても、制約が大きい。そのため、資産保有等に特化し、自由な内部規律が要請される、資産流動化・証券化のための SPV としては、適さないと考えられる。

第 5 節 各種事業体の課税主体性に関する考え方

これまで検討してきたように、現行法人税制上、法人と信託の課税主体性などに関して

は、様々な問題が残されており、最近でも、制度上の大きな進展はみられない。一方、合同会社や有限責任事業組合など、新しい事業体が次々に創設されているものの、「法人→団体課税」、「信託→パススルー（導管）課税」、「組合→パススルー（構成員）課税」の原則など、従来からの税制面での硬直的な取扱い、基本的には、あまり変わっていないように窺われる。

こうしたなかで、流動化・証券化のためのSPVも含め、様々な事業体に関して、法人格の有無や実質的な団体性、営利性、共同事業性などを座標軸として、そのグラデーションを考えるとすると、例えば、次のような流れが想定される。すなわち、①会社型として、株式会社→（有限会社）→合同会社→特定目的会社（または投資法人）、②会社以外の法人等として、中間法人→公益法人→人格のない（権利能力なき）社団、③信託型として、特定目的信託（等の特定信託）→一般の信託、④組合理型として、匿名組合→有限責任事業組合→任意組合、などである。

このような各種の事業体のグラデーションに対して、一般論としては、会社等の法人、信託、組合といった私法上の形態にかかわらず、相互に整合的で、柔軟性のある法人税等の課税方法ないし課税主体性（団体課税→ペイスルー課税→パススルー〈構成員・導管〉課税）の制度を設計していくことが必要である。その際、二重課税の回避という意味での課税上の透明性の観点からは、上記の①・②・④の類型を問わず（信託税制のありかたは別論）、本来、構成員課税を広く採用することが望ましいといえる。

もとより、税制の設計には、理論的というより、政策的な配慮が必須であり、唯一の理想的な制度などは存在しない。また、現実には、課税の執行面での制約等を考慮する必要もある。それでも、各種の事業体を対象とする、理論的にも筋の通った、望ましい税制のあり方に関し、原点に立ち返って検討することは、租税法理論上の重要な課題である。ただ、実際には、そのような理論的な検討は、十分に行われているとはいえない。その意味で、SPVと法人税課税の問題を契機として、そうした検討・考察を試みることは、極めて有意義なことといえよう。

（注1）第2章で前述した、流動化のフロントランナー立法である特定債権法では、既に、同法上の流動化商品である小口債権の類型として、①譲渡（SPC）方式、②信託方式、③組合（商法上の匿名組合、民法上の任意組合）方式という、3種類のSPVを用いた方式が定められていた。

（注2）第2章（注21）で前述したとおり、現在、各種のSPVの間で、次のように、競争が生じる事態となっている。すなわち、①SPC vs. 信託（特定目的信託を含む）、②SPC vs. 新・信託業法下の信託、③ケイマン・チャリタブルトラスト vs. 有限責任中間法人、④日本のSPC vs. 海外のSPC、⑤日本のSPC間での株式会社 vs. 有限会社 vs. 特定目的会社、⑥新・会社法下の株式会社 vs. 合同会社 vs. 特定目的会社、といった制度間競争が生じている。これらの組合せのなかから、主なものに関

して、以下で概説する。

(注3) 例えば、SPCに所得が発生した場合、二重課税を避けられなければ、流動化・証券化スキームの全体から、法人税の課税額分のキャッシュフローが流出する。それがABS等の投資家に転嫁されれば、予定されていた（投資家段階での税引後の）元利金の償還額から、流出額分が削減される結果、最終的な運用利回りが低下する。その分をオリジネーター側でカバーしようとするれば、課税前の利回りを高く設定する必要があり、その結果、オリジネーターにとって、資金調達コストが上昇する。これらにより、オリジネーター・投資家の双方にとって、流動化・証券化のメリットが大きく減殺されることになる。

流動化・証券化スキームの組成に際しては、SPVの選択に伴う法人税課税の影響に関して、いわゆるタックス・プランニング的な考慮が不可欠となる。

(注4) 本章は、拙著第5章（第2節）の現時点での補論に相当する。本章第2・3節などについては、拙著の記述と重複する部分もあるが、組合型ビークルや、新しい組織形態等に関しても加筆・補足することにより、議論を補強しようとする。

本章の記述にあたっては、拙著第5章で引用した文献のほか、次の著作を随時参照した。①内田貴『民法I（第3版） 総則・物権総論』（東京大学出版会、2005年8月）、②能見善久『現代信託法』（有斐閣、2004年10月）、③占部裕典『信託課税法——その課題と展望』（清文社、2001年5月）、④平野嘉秋（編著）・三浦昭彦・秋坂朝則・村田英幸・山口斉昭『新しい法人制度 多様な事業体の法務・税務（改訂増補版）』（大蔵財務協会、2005年10月）、⑤平野嘉秋『Q&AによるLLP/LLCの法務・税務・会計』（税務研究会、2005年10月）、⑥水野忠恒「あらたな事業体に対する課税の検討（上・下）——アメリカ合衆国における法人と組合の区別を参照しつつ——」、『税研』121号・122号（2005年5月・7月）、⑦杉本茂ほか「特集17年度改正で流動化・証券化の税務はこう変わる」、『税務弘報』2005年6月号、⑧M. ショールズ、M. ウォルソン、M. エリクソン、E. メイデウ、T. シェブリン（著）、坂林孝郎（訳）『タックス・アンド・ビジネス・ストラテジー MBA 税務工学入門』（中央経済社、2001年12月）〈原著：Taxes and Business Strategy: A Planning Approach, Second Edition by Myron Scholes, 2002〉。

なお、平野嘉秋・日本大学教授からは、個別論点に関して、親しくご教示をいただいた。ここに記して感謝を申し上げる。

(注5) 租税法上用いられる私法的な概念に関し、租税法規により、個別に修正が加えられていない場合には、民法等の私法上の概念と同様の意義に解するというのが、学説・判例などの考え方である。これが、租税法における「借用概念」の理論であり、国家による公権力の行使に関わる公法の分野に属しながら、市場取引を規律する私法とも結び付く、租税法（学）の学際的な性格の一端を示している。ただ、そうした借用概念の場合、その意義については、民法学等の側の解釈に依存することにな

るため、租税法の側では、それ以上の詰めた議論を行わないという、思考停止に近い状況に陥りがちである。

(注6)「実質(所得者)課税の原則」に基づいて、所得税法第12・13条、法人税法第11・12条等は、信託財産に帰せられる収入・支出について、①受益者が特定している場合には受益者が、②受益者が特定していない場合、または存在していない場合には、委託者が、その信託財産を有するものとみなして、法律の規定を適用すると定めている。これらは、当該各条文の本文に規定されているため、実務上、「本文信託」と呼ばれる。

これらのうち、①の場合の受益者課税については、実質課税の原則に基づき、信託法の制定(1923年)当初の税制(所得税法)から、現在まで維持されている。また、②の場合の取扱いについては、当初の受託者課税から、1940年の税制改正以降、委託者課税に変更された。我が国の信託税制には、信託財産自体に課税するという発想がなかったために、このような取扱いをせざるを得なかったものと考えられる。ただ、②の場合には、委託者の手を離れた信託財産について、委託者が実質的に有しているとはいえないため、現在の規定のように、委託者課税を適用することには、本来、かなり無理がある。

さらに、各条文の但書において、一定範囲の集団的な信託(合同運用信託、投資信託、年金委託信託等)について、その収益が受益者に分配されたときに、受益者の所得として課税される。これらは、実務上、「但書信託」と呼ばれる。

ただし、さらにその例外として、後述するとおり、特定信託の収益については、本文信託でも但書信託でもなく、事業体課税の考え方から、法人税の課税対象とされることになった。

(注7)ここに挙げた米国における課税上の導管制度のうち、①RICは、有価証券等の投資会社で、一定の要件を満たすことを条件に、支払配当の損金算入が認められるものであり、②REITは、不動産投資を行う同様の投資組織に関する制度である。③REMICは、モーゲージ(不動産担保債権)・プールの受益権を複層化する仕組みに関する制度であり、④FASITは、同様の仕組みの対象資産を、モーゲージ以外の金融資産にまで拡大するものである。

(注8)SPC法・投信法改正に伴い、所得税法、法人税法、租税特別措置法、国税通則法にわたって、幅広い税制改正が行われた。

(注9)この措置の趣旨に関しては、次のような解説が行われている(「法令解説 特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部改正に伴う税法の改正」、『税理』Vol.43 No.10、2000年9月)。

特定目的信託と特定目的会社の主体が有する機能の類似性、および、投資信託と投資法人の主体が有する機能の類似性に着目し、同様の機能を有する主体には同様の課税を行うとする課税のバランス等に鑑み、これらの信託のうち一定のもの(特

定信託)については、特定目的会社および投資法人と同様、原則として法人税の課税対象とするのが相当である、との考え方によるものである。

具体的には、これらの信託の信託財産を有する受託者(信託会社)に対して、法人税を課すこととされた。ただ、信託財産からの所得は、受託者の他の所得から分けて課税されるため、実質的には、信託財産に対する課税である。

(注10) 信託型SPV・ファンドの法人税課税主体性を一定範囲内で認めるという措置には、集団投資スキームの形式を利用した損失の付替えまたは飛ばし(Loss Sharing)等を封じるという意図もあるものと推測される。ただ、そうした制度の濫用防止のためには、別途の対応も可能と思われる。

また、上記の措置の問題点として、①配当強制方式が商品設計に制約を加える懸念があること、②従来型の証券投資信託等には支払配当損金算入方式が適用されない点に、疑問もあること、③一定の信託について支払配当損金算入方式を採用したことにより、信託財産から生じた所得は、受益者の所得計算に反映されなくなること、などの点も指摘されている。

(注11) SPC法・投信法改正により、一定範囲の信託について、我が国では初めて、法人税の課税主体性が認められたが、米国と異なり、信託自体が、証券取引法上の有価証券の発行者や、開示(ディスクロージャー)の主体となるわけではない。証券取引法上、信託受益証券が同法第2条1項により有価証券になる場合には受託者が、同法第2条2項によりみなし有価証券になる場合には委託者が、そうした地位に立つことになる。

なお、第2章で前述した、法制審議会信託法部会による「信託法改正要綱試案」(2005年7月15日公表)でも、事業体としての信託の仕組みや信託財産そのものに、私法上の法主体性を認めるべきかどうかということまでは、検討課題とされていない。また、米国でも、そのような取扱いが認められていない。ただ、我が国において、一定範囲の信託に法人税課税主体性が認められたことは、信託そのものの私法上の法主体性という将来的な課題を考えるうえで、一つの契機になるものともいえる。

(注12) 投信法上の投資法人は、前述した米国のRICに相当するといえる。

(注13) 土地信託通達として先行する「土地信託に関する所得税、法人税並びに相続税及び贈与税の取扱いについて」(1986年7月9日付)によって、一定の条件を満たす土地信託であれば、受益者が信託財産を所有しているものとして、信託導管論が適用されることとされ、その条件の一つとして、受益権が分割・複層化されていないことが挙げられた。その理由については、「受益権の分割・細分化により受益権が株式や債券等のように転々流通することとなった場合には、信託財産と受益者の結び付きが希薄となり、受益者による信託財産そのものの所有という実質を失うことになる」と解されたからであると説明されている。

その後、土地の流動化や有効利用の推進等の見地から、投資単位を小口化するた

め、当初の信託受益権が分割される土地信託商品が創設されることに伴い、上記の1998年通達が発出されたものである。ただ、そこにおいても、基本的には、1986年通達の考え方が維持されているといえる。

(注14) 信託協会が国税庁から得た回答によると、①信託受益権の分割口数は50口以下、②最低分割金額は1,000万円、③受益権は原則として譲渡できない、④信託終了時に、受託者が信託財産を原則として現状のまま受益者に交付する、という商品は、土地信託通達の適用対象となる土地信託に該当する。

(注15) 税制面だけでなく、会計上の取扱いについても、信託に関する基準は明確でない。信託財産に関する受託者の会計処理基準については、信託法や信託業法には規定がなく、実際には、信託業界の実務慣行と監督当局の行政指導によって形成された信託慣行会計によってきたとされる。証券投資信託については、証券投資信託協会が定めた基準があるが、より一般的な信託会計基準を整備することが、今後の課題となる。

(注16) 例えば、神田秀樹「商事信託の法理について」(『信託法研究』第22号、1998年)は、租税法上の形式論が信託の仕組みに制約を課すのは本末転倒である、と批判している。

(注17) 税務面での取扱いとは別に、会計面では、優先劣後構造をとった資産の譲渡・信託により、資産の原保有者(オリジネーター)が当該資産のオフバランス化(消滅の認識)を行えるか、という問題がある。

不動産に関しては、日本公認会計士協会が、「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」(2000年7月公表)を作成した。本実務指針において、リスク・経済価値アプローチ(譲渡資産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転した場合に、当該譲渡資産の消滅を認識する方法)に基づき、流動化する不動産の譲渡時の適正な価額(時価)に対する譲渡人のリスク負担(劣後部分の保有等)の金額の割合が概ね5%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているものとして取り扱う、と定められた。

一方、指名金銭債権等の金融資産に関しては、企業会計審議会が公表した「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」(1999年1月公表)と、これを受けて日本公認会計士協会が作成した「金融商品会計に関する実務指針」(2002年9月公表)がある。これらにより、金融資産については、財務構成要素アプローチ(金融資産を構成する財務構成要素に対する支配が他に移転した場合に、当該移転した財務構成要素の消滅を認識し、留保される財務構成要素の存続を認識する方法)が採用された。この結果、指名金銭債権を優先劣後構造信託により流動化して、優先部分を投資家に販売し、劣後部分をオリジネーターが保有する場合には、優先受益権の部分のみ、オリジネーターのオフバランス化が可能となることになる。

このように、会計上のオフバランス化の基準において、不動産と金融資産の取扱いは異なっている。これは、不動産の場合には、リスクと経済価値が所有者と一体化していることや、金融資産に比べて時価の算定が容易でなく、流通性も劣るなどの特徴を考慮したもので、グローバル・スタンダードにも合致している。

(注18) 会計上も、優先劣後構造信託の場合の信託財産の取扱いについては、明確にされていない。この点に関して、信託法上、信託財産の所有者は受託者であるが、当該財産から生じる経済的な便益は受益者が享受することに着目すれば、信託を導管体とみるとしても、信託財産の導管性ではなく、損益の導管性のみを認めることが考えられる、とする見解がある。

この点については、秋葉賢一「信託を利用した流動化スキームと会計問題」(日本銀行金融研究所『金融研究』第17第4号、1998年10月)を参照。

表1-1 主要国の資産流動化年表

年	日 本	米 国	欧 州
1931	抵当証券法施行		
34		FNA(連邦住宅局)設立 —民間住宅ローンに保証	
38		FNMA(連邦抵当金庫)設立 —モーゲージの買取・転売	
44		VA(退役軍人局)設立 —退役軍人の住宅ローンに保証	
68		GNMA(政府抵当金庫)設立	
70		GNMA公募MBS発行	
71		FHLMC(連邦住宅金融抵当金庫)設立 FHLMC公募MBS発行	
73	住宅ローン債権信託		
74	住宅抵当証券発行		
77		民間私募MBS発行	
81		FNMA公募MBS発行	仏 ダイイ法施行 (対抗要件特例法)
83		FHLMC CMO発行	
85		コンピューターリース債権ABS オートローン債権ABS	英 MBS発行
86		FNMA CMBS発行	
87		REMIC導入(法人税法改正) クレジット債権ABS発行 FNMA CMO発行	
88	抵当証券業規制法施行		仏 証券化法施行
89			仏 ABS発行(公共事業貸付)
90			英 ABS発行(オートローン債権)
91		RTC CMBS発行	仏 MBS発行
93	特定債権法施行 —リース・クレジット債権流動化		
94	小口債権リパッケージABSの 海外発行解禁	GNMA CMO発行	仏 ABS(クレジットカード債権)
95			独 MBS発行 仏 ABS(消費者ローン債権)
96	ABS、ABCP国内発行解禁		独 ABS発行(リース債権) 仏 CMBS発行
98	SPC法施行 債権譲渡特例法施行		
99	サービサー法施行 民間MBS発行		
2000	SPC法改正(資産流動化法)		
2001	住宅金融公庫MBS発行 金融商品販売法施行 サービサー法改正施行	UCC(統一商法典)改正施行	

(出典) 木下正俊『私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——』

表1-2 市場型間接金融の規模比較

(単位10億ドル)

	米国	欧州	日本	日/米	日/欧
投資信託純資産残高 (2003年12月末)	7,969	4,593	349	0.04	0.07
証券化商品発行額	1,923	217	46	0.02	0.21
シンジケート・ローン 新規組成額	1,300	867	185	0.14	0.21

(注1) 米国の証券化商品はABS発行額とエージェンシーMBS発行額の合計。

(注2) 欧州の証券化商品発行額は2003年のもの。04年は第2四半期までの累計で1,540億ドル。

(注3) 米国のシンジケートローン組成額については概算値。

(注4) 欧州のシンジケートローン組成額については、欧州、中東、アフリカ地域の和。

(資料) ICI、Bond Market Association、CSFB、Loan Pricing Corporation、日本銀行

(出典) 淵田康之「欧米の市場型間接金融」

表1-3 米国における債券発行状況

(単位10億ドル、%)

	2003年	2004年	04年シェア
モーゲージ関連	3070.0	1760.0	32.1
エージェンシー債	1270.0	896.7	16.4
アセットバック	585.1	896.6	16.4
財務省証券	745.2	853.3	15.6
社債	764.6	711.0	13.0
地方債	382.8	360.3	6.6
合計	6817.7	5477.9	100.0

(注) エージェンシー債、財務省証券、社債、地方債は長期債のみ。モーゲージ関連債は、GNMA、FNMA及びFHLMCのモーゲージバック証券とCMO、及びエージェンシー以外によるMBS/CMO。エージェンシー債は、FHLB、フレディマック、ファニーメイ、サリーメイ、ファームクレジットシステム、テネシーバレー・オーソリティ発行の長期債のみ。アセットバックは公募及び私募を含む。財務省証券は非市場性国債を含まない。1989年以前のモーゲージ関連は、エージェンシー物のみ。

(出典) 淵田康之「欧米の市場型間接金融」

表1-4 モーゲージ関連証券の最近の動向

(単位10億ドル、%)

	2003	2004	04年シェア
エージェンシーMBS	2130.0	1020.0	57.8
ファニーメイ	1200.0	528.1	29.9
フレディマック	713.3	365.2	20.7
ジェニーメイ	216.7	126.7	7.2
エージェンシーCMO	596.0	357.8	20.3
民間モーゲージ関連	345.2	387.4	21.9
合計	3070.0	1765.2	100.0

(出所) The Bond Market Association

(出典) 淵田康之「欧米の市場型間接金融」

表 1-5 主要国の資産流動化法制の要点

日 本	フ ラ ン ス	米 国	英 国	ド イ ツ
<p>特別法を制定して資産流動化に対応</p> <p>特定債権法 (1993年6月施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・リース・クレジット債権等の流動化を規制。 ・債権等譲受業者、流動化商品販売業者を許可制とし、種々の行為規制を実施。 ・流動化スキームとして、譲渡方式、信託方式、組合方式、資産担保型証券の4種類を規定。 ・譲渡計画の届出を義務付け、一般投資者に販売するスキームについては、内容を調査し、投資者保護上問題があれば、変更を命令。 ・流動化商品の最低販売単位を設定 (5000万円) しているほか、商品の転売を制限。 ・適格な譲渡計画については、公告による第三者・債権者對抗要件の具備を可能化。 <p>資産流動化法 (2000年11月SPC法改正施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・流動化対象資産を財産権一般に拡大。 ・流動化スキームとして、従来の会社型 (特定目的会社<SPC>) に加え、信託型 (特定目的信託) を創設。 ・SPCの設立手続きを従来の登録制から届出制に簡素化するとともに、最低資本額を従来の300万円から10万円に引下げ。 ・資産流動化計画をSPCの定款事項から削除したほか、従来の登録制から届出制に簡素化するとともに、特別多数決による計画変更を可能化。 ・SPCの倒産隔離を図るため、特定持分信託制度 (「日本版慈善信託」) を創設。 ・新設された特定目的信託制度では、信託受益権の有価証券指定、投資者の集団的権利行使、受託者の忠実義務・善管注意義務等を規定。 ・開示規制等について証券取引法を適用。 	<p>証券化法 (1988年12月施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・銀行から債権を譲受け、それを引当に証券を発行する仕組みとして、債権共同ファンド(FCC)を認めると。 ・FCCは、債権のカストディアンとなる受寄理人と債権の取立・管理を行う管理会社が共同で設立。受寄理人は銀行または経済大臣が認可した機関である必要。 ・FCC設立には証券取引委員会の承認が必要。FCCは一回限り証券を発行できる。 ・FCCが取得する債権は、期間2年超等一定の要件を満たす必要。 ・FCCは一定の信用補完措置 (外部保証、優先劣後構造、超過担保のいずれか) をとる必要。 ・発行証券の最低券面額は1万フラン。 ・原債権の譲渡者は、債権譲渡後もサビカーとなり債権の取立を行う。 ・債権譲渡の對抗要件具備は、タイプ法と同様に、一覧表の交付で足り、債権者には書面で通知される。 <p>同法規制緩和 (1993年、98年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・債権譲渡者に保険会社を追加(93年)、その後業種規制を撤廃(98年)。 ・譲渡債権の期間制限を撤廃。 ・債権の追加取得制限を撤廃。 ・モーゲージの譲渡につき登記手続きを撤廃。 ・発行証券の最低券面額を5000フラン(93年)、1000フラン(98年)に順次引下げ。 ・信用補完措置に関する規定を撤廃。なお、同国では、証券化を次の三つに分類。 <ol style="list-style-type: none"> ①真正証券化：多数の原債権プールを譲渡 ②特定証券化：少数の原債権を譲渡 ③疑似証券化：一つの原債権を譲渡 	<p>連邦投資会社法 (1940年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券投資信託を対象に厳しい投資者保護規定を設置。 ・モーゲージ等特定の対象への投資は適用除外とすることを規定。 ・90年代初にSECは、一定の投資者保護要件を満たした仕組みにしては同法を適用しない旨を明確化。 <p>証券法 (1933年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・有価証券の公募発行に際し、SECへの登録届出書の届出義務を規定。 ・証券化については、信用度の高いABCPや一定のMBS等には適用を除外。 <p>証券取引所法 (1934年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券化商品も他の有価証券と同様の取扱い。ただし、運用面で次の対応。 <ul style="list-style-type: none"> ・発行開示について仕組みの開示を要求する一方、オリジネーター等スポンサーの財務諸表の開示は要求せず。 ・継続開示について、四半期報告書に代えて月次計算書の開示を容認。 	<p>会社法 (1985年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券化商品の発行体は、他の証券発行体と同様に規制。 ・最低資本金5万ポンド <p>金融サービス法 (1986年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・88年改正により、証券化商品は同法が規制する集団投資計画には該当せず、一般の社債としての規制を受ける旨を明確化。 <p>金融サービス市場法 (2000年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券化に関する上記の金融サービス法の取扱いを踏襲。 	<p>○最近までは証券化への取組みは活発ではなく、その背景にある事情として次の諸点が指摘されている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・抵当債券 (住宅ローンや長期事業貸付の原資) を調達する金融債の存在が大きく、同債券発行金融機関は、資産・負債がマッチングしているため、貸出債権を流動化するニーズが乏しいこと。 ・ユニバーサルバンキング・システムのものとして、貸し手・借り手とも融資への依存が強いこと。 ・金融当局も銀行・顧客間の伝統的な関係に変容をもたらすオフレパランスの証券化に消極的であったとみられること。

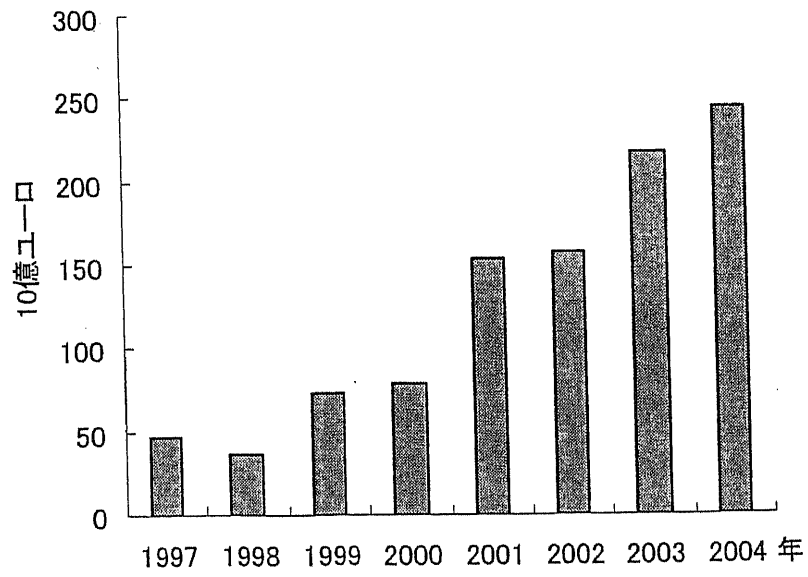
(出典) 木下正俊『私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——』

表 1-6 各国の資産流動化に関する特別法の概要

略称 (制定年月) (改正履歴)	フランス	ベルギー	スペイン	イタリア	ポルトガル	韓国	日本
対象資産 定	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
目的	流動化計画の作成(214-44条1項)	流動化計画の作成(214-44条1項)	流動化計画の作成(214-44条1項)	流動化計画の作成(214-44条1項)	流動化計画の作成(214-44条1項)	流動化計画の作成(214-44条1項)	流動化計画の作成(214-44条1項)
対象資産	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
SPV	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
資産譲渡	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
資産管理	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
流動化商品	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
倒産隔離等の安全対策	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画
監督	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画	流動化計画

(出典) 木下正俊『私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——』

図1-1 欧州における証券化商品発行額



(資料) European Securitisation Forum

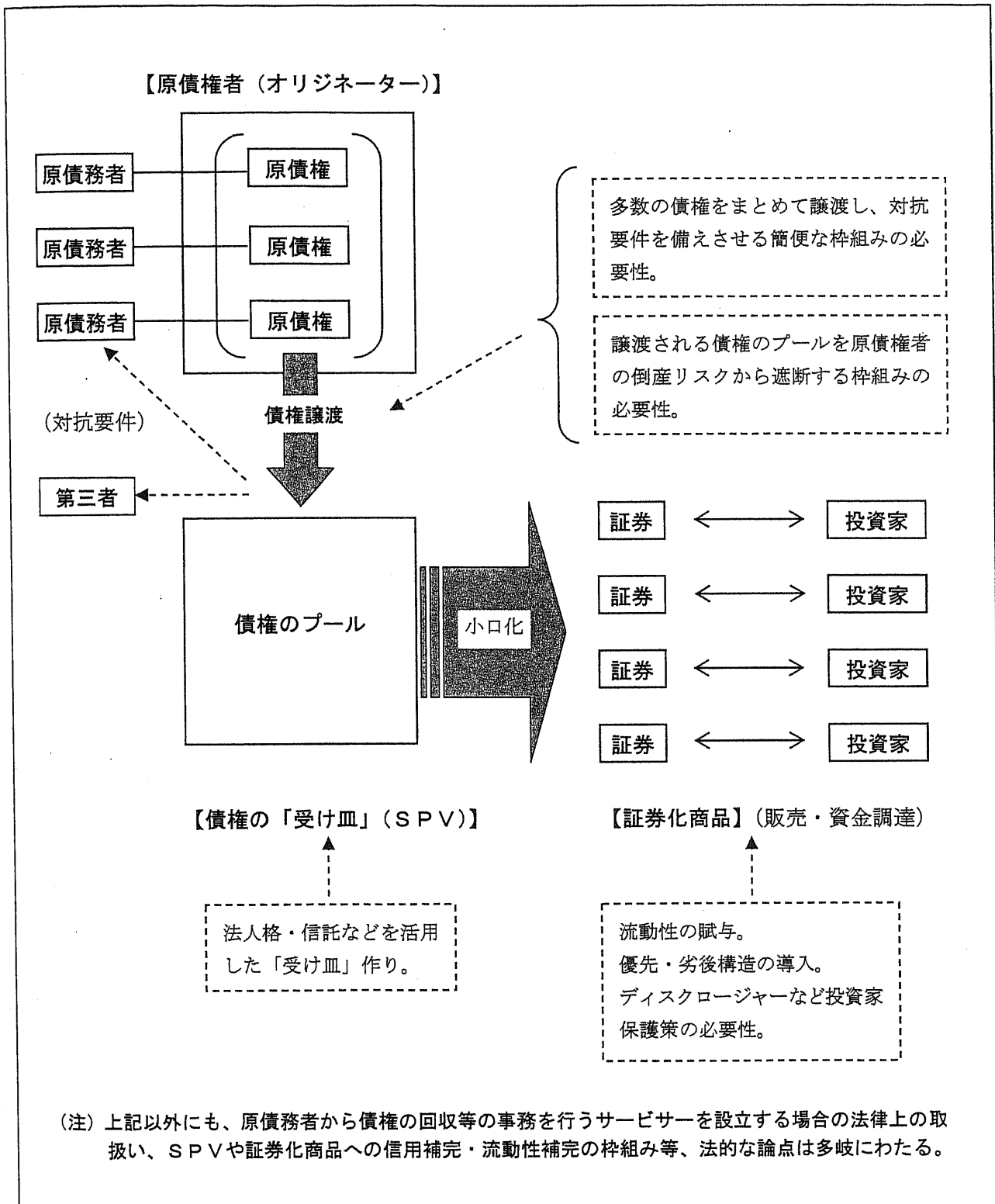
(出典) 淵田康之「欧米の市場型間接金融」

表2-1 近年の主な金融取引関連法制の動き

	法令	概要
1992年	特定債権法制定	・リース・クレジット債権の流動化（日刊新聞紙掲載による対抗要件具備）
1993年	商法改正	・社債発行限度額撤廃、社債管理会社の原則設置義務化
1997年	商法改正	・ストックオプション制度の導入
1998年	債権譲渡特例法制定	・法人の有する指名債権譲渡にかかる簡便な第三者対抗要件制度の創設
	投資信託法改正	・会社型投資信託、私募形態の投資信託の解禁
	S P C法制定	・債権流動化を目的とする会社の創設
	一括清算法制定	・金融機関を当事者の一方とする一括清算ネットティングの有効性確認
	サービサー法制定	・弁護士以外に債権回収業を解禁
1999年	特定融資枠契約に関する法律制定	・コミットメントライン契約の手数料に対する利息制限法・出資法の適用除外を明確化
2000年	資産流動化法制定	・流動化対象資産の拡大、S P C設立手続の緩和等を実現
	証券取引法改正	・開示制度の電子化
	投資信託法改正	・日本版REITの解禁
	金融商品販売法制定	・金融商品販売業者の説明義務等
2001年	商法改正	・金庫株解禁（自己株式の取得及び保有規制の緩和）
	商法改正	・種類株式制度の弾力化（議決権制限株式の許容、トラッキング・ストックの発行等） ・新株予約権の導入（新株予約権の単独発行容認、ストックオプション緩和）
	短期社債等振替法制定	・CPのペーパーレス化
2002年	商法改正	・種類株主による取締役等の選解任
	社債等振替法制定	・国債、社債等のペーパーレス化
2003年	民法、民事執行法改正	・債権質の効力発生要件緩和
2004年	商法改正	・電子公告制度の導入
	社債、株式等の振替に関する法律制定、商法改正	・株式等のペーパーレス化（株券不発行制度の導入等）
	破産法改正	・金融機関以外が当事者の一括清算ネットティングの有効性確認
	信託業法改正	・信託可能財産の範囲拡大

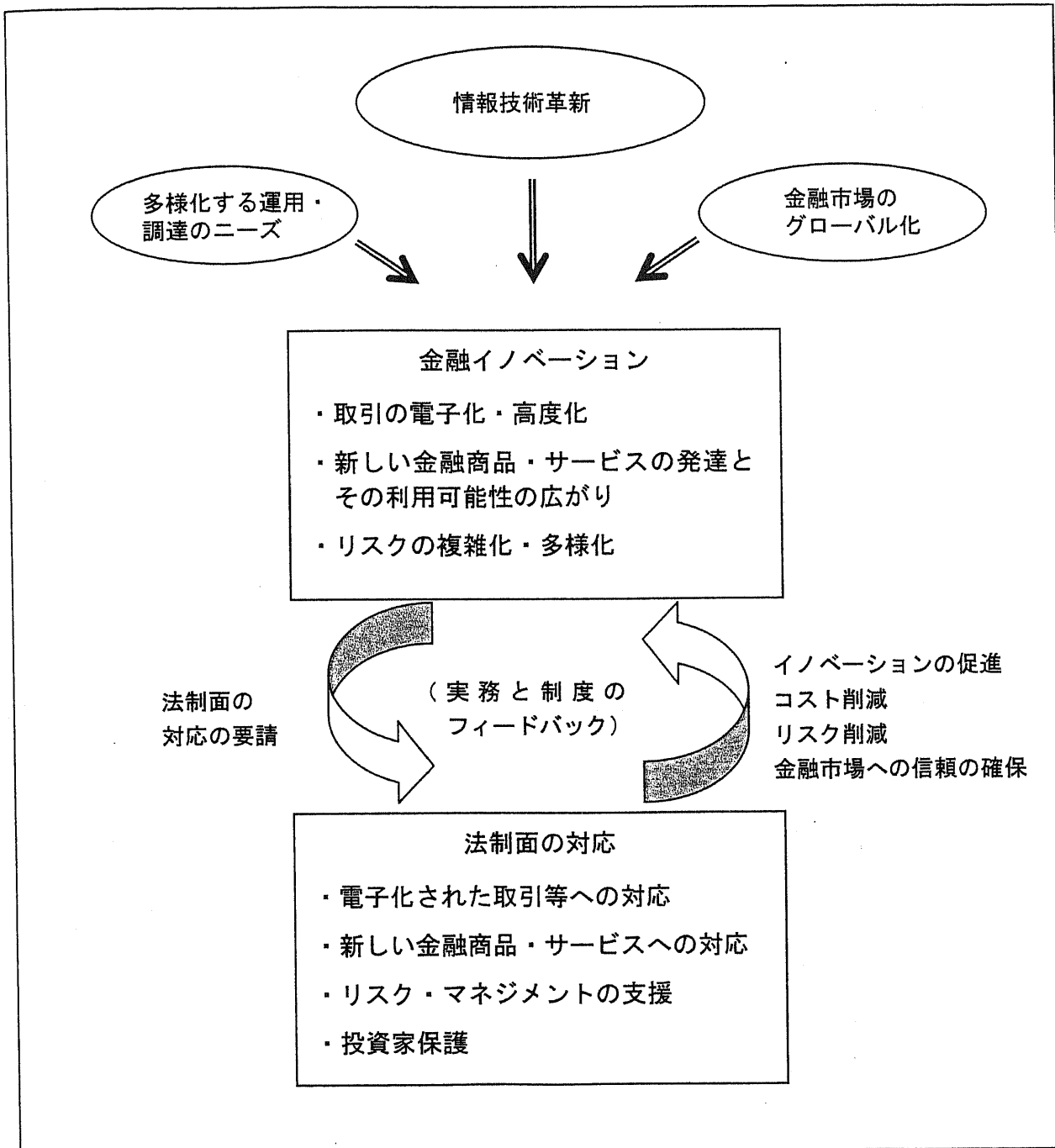
（出典）日本銀行企画局「金融イノベーションと金融法制」

図 2 - 1 証券化商品と法制



(出典) 日本銀行企画局「金融イノベーションと金融法制」

図 2-2 金融イノベーションと法制



(出典) 日本銀行企画局「金融イノベーションと金融法制」

図3-1 マイカル・グループの店舗不動産証券化のスキーム

