

「事業の証券化」と動産・債権譲渡特例法

1. はじめに

日本における証券化市場の発展は、1998年の債権譲渡特例法の施行によって急速な発展を遂げ、現在に至るオリジネーター・投資家両層の拡大を招来した、という見解に対し関係者の間で異論はないであろう。この当時の本邦金融機関の不良債権処理や資産削減の動きともあいまって、急速に高まりつつあった証券化市場への期待に応じて登場した本法律は、その正式な名称^(注1)に表現されているように、民法の債権譲渡に関する第三者対抗要件の具備を指定法務局への債権譲渡登記による、より簡易な手続きで可能にし、その後の指名金銭債権の流動化一般に対して多大な貢献を果たしてきたのである。

一方で、足下の証券化市場の状況を見ると、市場の拡大を先導してきたリース料債権やクレジット債権などの金銭債権（以下、「旧特債法債権^(注2)」）の流動化は、投資家の旺盛な買いニーズに支えられたスプレッドの縮小にも関わらず、発行はむしろ沈静化のトレンドにある。

この背景には、マクロ経済全般及び金融環境の改善に伴って、旧特債法債権流動化の主要なオリジネーターであるノンバンクセクターの資金調達余力の拡大・調達コストの低減といった現在の状況と、おそらく無縁ではないと推測される。

こうした「(一部の)オリジネーターの証券化意欲の相対的後退」と「スプレッドのタイト化による投資家にとって運用難の継続・深化」という現象の中、市場では次世代の証券化対象資産のターゲットとして、「事業の証券化」が話題にのぼることが多くなって来ている。以下本稿では、「事業の証券化」についてその概容を解説しつつ、10月3日に施行された「動産・債権譲渡特例法^(注3)」を踏まえて、日本における今後の可能性を論じていきたい。

(注1) 正確には「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」

(注2) 特債法は、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」の略称であり、平成5年6月1日から施行され、リース・クレジット事業者の資産流動化に際して投資家の保護を図る資産流動化の法的枠組の構築のため制定された。その後、資産の流動化は、平成10年の債権譲渡特例法、資産流動化法の制定などにより法整備が着々と進み、リース・クレジット債権に限定した特定債権法の必要性につき様々な観点から検討された結果、平成16年12月30日の改正信託業法の施行をもって、附則第2条の規定に基づき廃止となった。

(注3) 正しくは「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」

2. 英国の事例に見る事業の証券化と法制度

「事業の証券化」については、現在のところ論者によって日本における今後の進展に関しての期待が多種多様であり、市場のコンセンサスもいまだ固まらないため、明確な定義は容易ではない。ただ、今のところ巷間喧伝されることの多い英国における事例^(注4)を基にした「事業の証券化」は、ある意味で英国独特の倒産処理（法制）に依拠したスキームと言えなくもないのが現実であろう。このため、他の法的管轄においては、その実現可能性については一定の留保が付かざるを得ず、また同様の事例が他の地域では報告されることが少ないことは、おそらくその証左ではないかと考えられる。

90年代以降の事業の証券化の英国での勃興に関連し、「フローティングチャージ（Floating Charge, 浮動担保^(注5)）」と「管理レシーバー（Administrative Receiver^(注6)）」の二つが、一種のキーワードとして取り上げられる場合が多い。ここでは、紙幅の関係で深くは触れないが、英国で事業の証券化が進んだ背景としては、この「管理レシーバー」を通じて、裁判所の関与無しに債権者が債務者の倒産処理をコントロールすることを可能ならしめている英国の1986年倒産法（Insolvency Act）の存在についての指摘が可能であろう。これによって、事業者の法的破綻の局面においても、事業が継続されている限りにおいては、「事業の証券化」にかか

る投資家＝債権者は、債権者主導の管理レシーバーによる債権回収を継続可能であり、裁判所の選任した管財人などによって当初の想定キャッシュフローに人為的な制限（手続き的な制約や権利内容の変更）を加えられることを回避できるのである。

この英国における「事業の証券化」の特徴を勘案すると、同様のスキームに関して日本での実現の可能性について、やや消極的に考えざるを得ないだろう。日本の倒産法制は、債権者平等の観点から裁判所（及びその選任した管財人など）による統制が厳しく、また倒産法的再構成^(注7)の余地が残されていることが前提とされねばならない。

もっとも、このような現実—倒産法制の違いによる障害・限界があるのであれば、おのずとその範囲内においてどのような取引であれば、法制に即した「事業証券化」またはそれと類似した金融取引が可能になるかが検討されることになるであろう。

(注4) バブ事業の証券化事例は有名だが、この他に私立病院、ホテル、テーマパーク、空港、道路関連施設などの事例が存在する。

(注5) 浮動担保と同様の効果をもつ制度として、日本にも企業担保法に基づく企業担保権がある。90年代の前半までに発行された社債の一部には、企業担保権が設定されたものがいくつか存在していたが、近時は利用例がほとんど無いようだ。なお、企業担保法と浮動担保の関係については、ジュリスト1238号「財団抵当制度拡張・改善のための立法課題」（近江幸治）、銀行法務21・628/629号「企業担保権の効力強化と担保価値把握の確実化」（松田佳久）を参照。

(注6) 英国におけるレシーバー制度については、早稲田法学79巻1号「イギリスにおける浮動担保制度の再評価について」（青木則幸）参照。

(注7) 証券化関連の倒産法的再構成については、金融法務事情1657/1658号「証券化と倒産法理」（伊藤真）参照。

3.日本における実例

とはいえ、日本においてもすでにいくつかの案件が、「事業の証券化」として公表されている。代表的な事例としては、02年5月の熱海ビーチライン（日興シティグループ証券）、03年1月の日東興業のゴルフ場（ゴールドマンサックス）、04年3月の箱根ターンパイク（マコーリー銀行/日本政策投資銀行）などが例としてあげられよう^(注8)。

それぞれの証券化対象となる資産の特徴に応じた工夫がなされていることは当然だが、ただ「事業の証券化」との性格は持つものの、一方で通常の「不動産の証券化」に類似している、という印象は否めない部分もある。もっとも、「不動産の証券化」自体を「ある特定の不動産（またはその集合体）を倒産隔離されたSPCに譲渡し、その資産から創出されるキャッシュフロー（賃料のように資産を活用することによって得られる果実とその売却によるキャッシュ）を引き当てとする」と定義するならば、それ自体、「不動産賃貸事業の証券化^(注9)」との言い換えも可能であるといえよう。言葉の定義にこれ以上深入りすることはここでは避けるが、こうした倒産隔離性を満たしたヴィークルに対して一定の収益の稼得が見込まれる資産の真正な譲渡が可能であり、かつその資産からのキャッシュフローの予見可能性が相応に高いとみなされるならば、日本における「事業の証券化」の実行も十分に可能であり、またすでに実現されていると言えるだろう。

(注8) この他、事業から生じるキャッシュフローに注目した案件として、東京スター銀行が工場栽培農業事業、パチンコホール事業、冠婚葬祭事業等へのファイナンスで事業証券化の手法を活用している事例（http://www.tokyostarbank.co.jp/profile/pdf/050831_2.pdf）がある。

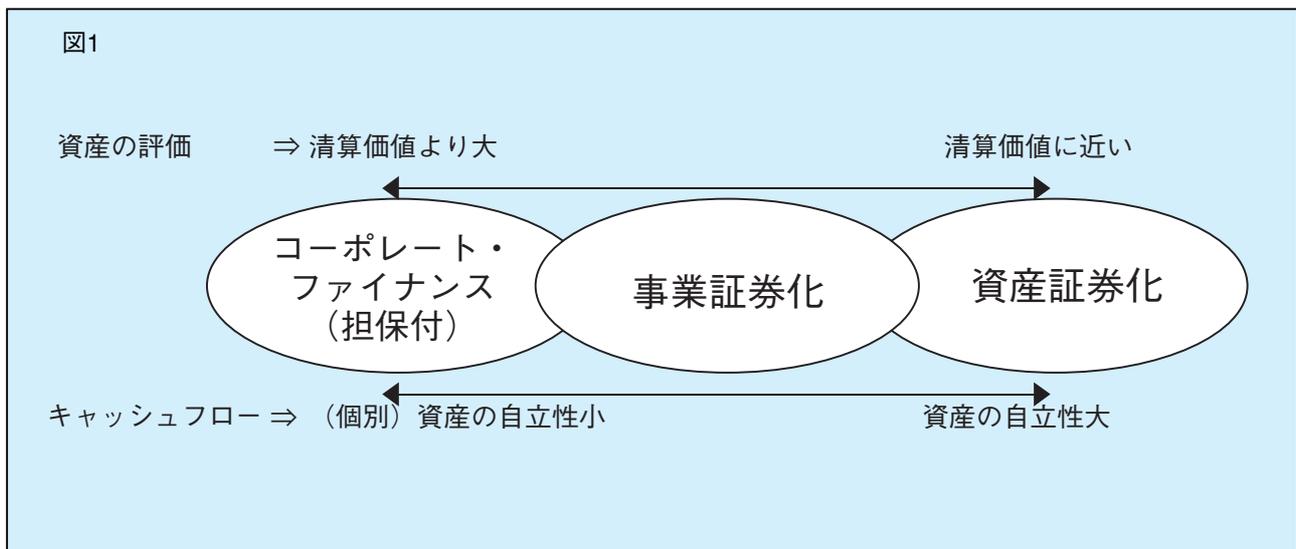
(注9) 一般に、資産証券化の場合には、現実に予定されているキャッシュフローを基に、様々なストレスシナリオによるキャッシュフローを想定し、テストされる。これを不動産の証券化の場合で敷衍すると、賃料のトラックレコードを参考に「中長期的に達成可能・安定的なキャッシュフロー」を想定することとなる。この際、対象不動産の形質・用途等によって、当該不動産に係るプロパティマネージャーの執行能力が相対的に無視できないものと考えられる場合もあるだろう。こうした視点を導入することはまさに「不動産賃貸事業の証券化」と呼ぶべきアプローチとなる。金融財政事情05/07/18「不動産金融の本質は「事業」に対するファイナンス」（三國仁司）参照。

4.「事業の証券化」のコンセプトとその課題

では、ここで改めて事業証券化のコンセプトを整理しつつ、資産証券化との対比でより事業性を帯びている、と考えられる場合、どのような課題があるかについて検討してみたい。

まず、そもそも一般に証券化に適した資産とはどのようなものか振り返ってみよう。実際に、対象とされている資産の代表的な例としては、パフォーマンスの安定している小口多数の旧特債法債権プールや、空室が出た場合にもテナントの代替可能性が高いオフィスビルなどがあげられよう。経済的にワークする証券化が可能であるかどうかについては、このように資産からのキャッシュフローがどの程度の蓋然性をもって予見可能であるかに尽きるのである。もちろん、キャッシュフローの創出能力という観点は、通常の企業に対する格付けでも重要なポイントである。これを踏まえて、簡単に整理すると図1のようになるだろう。

図1



誤解を恐れず単純化すると、一定のキャッシュフローが個別の資産から「自立的にもたらされる」ものであると考えられる程度によって、コーポレート・ファイナンスと資産証券化は区別され、その場合の各資産（または、その集合体）の価値の評価は、資産自体の清算価値として評価されるか、集合体としてゴーイング・コンサーンとしての利用価値としての評価になるか、に分かれることになる。事業の証券化の場合には、この中間に落ちるものと観念され、どのようなアプローチでのキャッシュフロー及び譲渡資産の評価が妥当であるかは個別に検討されることとなる。

こうしてみた場合には、事業の証券化のコンセプト自体は非常にシンプルであり、決して特段難解なものではない。キャッシュフローの予見可能性が相応に高い、とみなされる案件であれば、その証券化に係る実現可能性について、検討の俎上に乗せることは可能であろう。一般に、予見可能性については、参入障壁、規制（免許・登録・許可）^(注10)、競争環境全般、収益の源泉の分散、などの事業全体としての安定性の見地から検討がなされることとなる。また、譲渡資産に関連する運営の容易さ・代替者の確保については、オリジネーターリスクから切り離されたスキームとしても安定性を確保可能かどうかの観点から、別途重要なポイントとなる。

ただ、より具体的なファイナンス・スキームに落とし込もうとした場合には、方法論としてクリアすべき課題—ことに、第2節で見たとおり、事業の証券化の主体（債務者）に関して、その債務弁済能力が低下し法的手続きによる倒産処理を余儀なくされた場合における債権者の権利の帰趨に関する予見不可能な部分（債権者の権利保護に一定の制約を予想せざるを得ないこと）—については検討の余地を残しているのである。

この点に関しては、従来の証券化で用いられるSPCがどのような制約を持っていたのかについて考えをめぐらせると、その理解の一助となるだろう。端的には、SPC自体が倒産しない—倒産隔離性（Bankruptcy Remoteness）の確保の問題として取り上げられることが多い—ための手当てについてである。

SPCの倒産隔離性については、一般の証券化スキームにおいては、

- ① SPCの資本関係がスキーム関係者から遮断されている。
- ② SPCの取締役は外部^{しょうへい} 招聘の中立的な役員で構成され、人的関係も遮断されている。
- ③ SPCの事業目的は譲受資産に関連するものに限定され、また証券化による調達以外の債務を負わない。
- ④ 関係当事者によるSPCに対する破産などの申立権の放棄。

などが基本的な要件として指摘できる。

このうち①、②および③については「倒産予防措置」（支払い不能など、倒産状態自体が発生しないようにする措置）、④については、「倒産手続防止措置」（倒産状態が発生していても、倒産手続を開始させないようにする措置）^(注11)と考えることができる。①と②については、当初のスキーム上のテクニカルな問題として、対応にはさほどの困難さは伴わないとしても、課題となるのは③及び④についてである。「事業の

証券化」という裏付資産の性格上、これがどのように充足可能か—当然のことではあるが、SPCが事業を継続していくことが前提となる以上、関係当事者の限定（追加的債務負担の禁止をコベナンツとして設定したとしても、事業に関連する取引先がその過程で債権者となりうることについてはどのように手当てするか、等々）は、通常の証券化ほど容易に達成可能ではないかもしれない。さらに、オリジネーターが事業の運営を実体として継続する場合、通常証券化で行われているような事務委任という形で裁量を含まないような契約関係とすることが可能かどうかについても、同様に論点となろう。オリジネーターに裁量の余地がある場合でSPCとの一体性が認められる場合には、SPCに係る法人格否認の法理を含めて倒産隔離性に対する疑義が生まれる余地があるかもしれない。

また、例えば事業に必要な資産として譲り受けた資産に関して、所有者としての賠償責任をSPCが負うような事態が想定^(注12)されるのか否かについては、倒産予防措置上、看過し得えないリスクである。こうしたリスクに関しては、譲受資産がシンプルであれば、保険によるカバーなどを含めて対応可能であるが、資産の質・量が多岐にわたる場合にSPCが潜在的に負うこととなるリスクに関しては事前の排除につき十分な検討が必要になるであろう。

このように、不動産証券化における「賃料」、旧特債法債権証券化における「回収金」のように、キャッシュフローとその生成の過程が単純に定義できず、また譲渡される資産についてバラエティに富む事業の証券化においては、純粹に事業に関連した資産を一体化した譲り受けをSPCで行う^(注13)スキームについて、限定的な方向で考えざるを得ない、と言うべきかもしれない。

(注10) なお、規制については一般に参入障壁による事業の安定性という面では好ましいと考えられるものの、事業の種類によっては、証券化スキーム上手当てされるべき一定事由発生時における事業者の交代に関して、規制による障害（事業の承継の可否など）が存在しないかどうか注意を要する。

(注11) 『金融研究』（日本銀行金融研究所）第17巻第2号「債権流動化のスキームにおけるSPCの倒産手続防止措置」（山本和彦）参照。

(注12) 民法第七百七十七条「土地の工作物の設置又は保存に瑕疵があることによって他人に損害を生じたときは、その工作物の占有者は、被害者に対してその損害を賠償する責任を負う。ただし、占有者が損害の発生を防止するのに必要な注意をしたときは、所有者がその損害を賠償しなければならない。」

(注13) 05年10月2日の日本経済新聞報道によると、法制審議会の信託法改正試案を受け、「経済産業省が法務省と事業を負債ごとまとめて信託する制度作り」に着手^(注14)とされている。制度改正によって、事業の証券化の信託スキームによる実現の可能性を示唆するものとして、今後の動向が注目される。

5. 今後の方向性～「動産・債権譲渡特例法」の利用について

第1節で述べたように、10月3日に「動産・債権譲渡特例法」が施行された。本法律の施行によって、法人が行なう動産の譲渡について、登記によって対抗要件を備えることを可能とする動産譲渡登記制度^(注14)を創設し、また債務者不特定の将来債権譲渡についても、同様に登記によって第三者対抗要件を具備することが可能となった。

動産及び債務者不特定の将来債権譲渡に関して、登記による対抗要件の具備が可能になったことは、「一定の設定者が保有する全資産が担保対象^(注15)」とまでには及ばないものの、事業自体のアウトプットである「在庫」及び「取引先に対して保有する将来債権」の譲り受けを行う^(注16)ことによって、かなりの程度「事業の証券化」と似通った効果を実現可能になると考えられる。つまり、新しい譲渡登記制度を活用して、SPCが動産や将来債権を譲り受けることによって、新たな証券化のスキームとするものである。

こうしたスキームの場合、「債務履行の確実性」という格付けの観点からは、どのように考えられるのであろうか。オリジネーターからSPCが譲り受ける資産については、前項までの議論と異なり不動産や設備といったハードアセットは含まず^(注17)、在庫・将来債権といった譲受資産から、どの程度の確度をもってキャッシュフローが実現し、債務が問題なく履行されると考えるべきか、に焦点が絞られる。まず、保守的ではあるがオーソドックスな考え方としては、オリジネーターの格付けをシーリングとするアプローチがあろう。証券化対象となっている将来債権の実現＝対象事業自体の継続可能性という前提のもと、オリジネーター破綻後も事業が継続されることによるタイムリーペイメントの実現を見込まないという考え方になる。換言すれば、本スキームはオリジネーターの信用力（格付け）に全面的に依存するものと捉える考え方である、とも言えよう。

一方で、将来債権譲渡などによる証券化スキームによって、オリジネーターの従来格付けよりも高い格付けが取得可能かどうかについては、今後の検討課題である。事業から発生する将来債権譲渡に関連して、

第三者対抗要件が具備可能とされた以上は、オリジネーターの法的な破綻の際にも、(否認権行使の場合は除き) 管財人に対抗可能であるとの見解がとられることが予想される。一方で、こうしたスキーム上の倒産隔離措置によって、どの程度オリジネーターの信用力と切り離されていると考えられるかについては、譲受資産に関する個別性が強い以上、その後の展開の予想についても同様であり個々の事案ごとに検討、と言わざるを得ないだろう。以下には、こうしたスキームの格付けを個別に判断する際の今後の予想される論点について列挙する。

- ・ 法的手続きによるオリジネーターの破綻後も、証券化対象となっているオリジネーターの営業が継続される蓋然性は、どの程度想定されるのか。
- ・ オリジネーター破綻後の対象事業(=譲受資産)のパフォーマンスについては、事前の予想に対してどの程度の影響が考えられるか。
- ・ オリジネーターの破綻後に新たなスポンサーへの営業譲渡が行われた場合にも、当該営業の譲受人に対しては将来債権譲渡による権利を対抗可能なのか。^(注18)
- ・ 証券化の場合、常にポイントとされる取引先などからの相殺リスクや、回収金のコミンゲルリスク等について、どのような事前の手当て(オリジネーターの権能の外部委任による代替など)が可能であるか。

なお、こうした個別のスキーム自体に係るリスクとは別に、そもそも当該資産の譲渡自体が、オリジネーターの従来の格付けに与える影響度について別途検討する必要がある。本来、債権者に対する弁済原資となるべき将来のキャッシュフローは、そもそも従来の格付けに織り込まれているわけであり、この原資が譲渡されることによって組み替わることとなるオリジネーターの事後の予想される状況(調達資金の用途を含む財務構成)については、十分な格付け上の注意が払われることとなるであろう。

(注14) 動産譲渡制度詳細については、<http://www.moj.go.jp/MINJI/minji97.html>参照

(注15) 平成15年1月公表の、「企業法制研究会(担保制度研究会)報告書～「不動産担保」から「事業の収益性に着目した資金調達」へ～」(<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g30128bj.pdf>)を参照。

(注16) 実際に、「我が国初の動産登記制度を活用したシンジケートローン型アセット・ベスト・レンディングへの取組み」として、商工中央金庫と福岡銀行がABL案件の実施を公表している。http://www.shokochukin.go.jp/news/nl_siloan_abl.htmlを参照。

(注17) ハードアセットの譲渡を含まないことは、証券化のスキーム上においてはコスト面では非常に有利に働くことが予想される。

(注18) 現状、法人格に連続性・一体性が認められない営業譲渡の場合には対抗困難とする説が有力のようであるが、今後の議論の深化を待ちたい。なお、本論点については、ジュリスト1283号「座談会：動産、債券譲渡担保における公示制度の整備」参照。

チーフアナリスト 杉山 成夫