

我が国における資産流動化の展開と法制整備

高橋 正彦*

要 約

我が国における最近の資産流動化法制のフロントランナーとして、特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律，93年6月施行）があり，同法の下で，リース・クレジット債権の流動化・証券化が活発化してきている。

これに加え，「日本版ビッグバン」に向けた「資産担保証券（A B S）など債権等の流動化」（金融制度調査会答申，97年6月）という政策目的や，当面の不良債権問題への対応の要請もあって，このところ，資産流動化・証券化を促進するための一連の法制整備が進展してきている。

すなわち，① S P C 法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律，98年9月施行），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，98年10月施行），③ サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法，99年2月施行），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，99年5月施行）と出資法改正，⑤ 金融システム改革法（98年12月施行）と証券取引法改正などであり，これらにより，資産流動化・証券化が一段と進展することが期待される。

ただ，既存の特定債権法との関係を含め，関連各法の相互の交錯により，流動化法制が全体としてどのように整備され，どのような問題点が残されているのかについては，必ずしも十分にクリアーになっているとはいえない。

一方，最近，我が国でも，A B S オリジネーターの経営破綻の事例が発生した。今回のケースでは，幸いにして，投資家が実損を被るというハードランディングは回避された。ただ，債権流動化に内在するリーガル・リスクの問題を克服し，「倒産隔離」（Bankruptcy Remoteness）を実現するためには，現在進行中の倒産法制改正のなかで，立法的な手当てを行うことが有効な方策となり得る。

さらに，現在，「ビッグバン後のビッグバン」を展望し，幅広い金融サービスに対する包括的・整合的なルールを確立するため，金融サービス法の制定を視野に入れた検討が行われつつある。一方，消費者取引の適正化という見地から，消費者契約法の制定に向けた議論も行われている。

ただ，現時点では，こうした市場横断的立法と，個別の流動化・証券化法制との関係などについて，どのように考えていくべきかという点に関しては，十分な議論が行われていない。

我が国における今後の金融システム改革の意義と，そのなかにおける資産流動化・証券化の進展の重要性に鑑みれば，目先の政策的要請にとどまらず，21世紀に向けた長期的・大局的な視点に立って，あるべき流動化・証券化法制のグランドデザインを構想していく

* （財）日本資産流動化研究所 調査部長

ことが求められているといえよう。

I. はじめに

近年、我が国においては、企業の保有資産を活用した資金調達手段の多様化や、資産のオフバランス化によるバランスシートのスリム化と財務体質の強化、また、銀行にとっての国際決済銀行（B I S）の自己資本比率規制対策などを目的として、資産担保型証券（A B S）などの流動化・証券化（セキュライゼーション）の手法が広く活用されるようになってきている。

また、金融技術としても、資産流動化・証券化、またはその上位概念ともいえるストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）^{（注1）}は、デリバティブ（金融派生商品）等と並ぶ最先端分野とみられている。

この関連では、包括的な公式統計は十分整備されていないが、最近のある試算によると、我が国の資産流動化・証券化残高は、銀行の貸出債権流動化等を中心に、合計20兆円程度にまで拡大してきている。

ここで、A B S（Asset-backed Securities）とは、オリジネーターと呼ばれる原債権者（原債権の回収にあたるサービサーを兼ねることが

多い）から、仕組み上の媒体である S P C（Special Purpose Company、特別目的会社）等の S P V（Special Purpose Vehicle）が、多数の債権等の資産を譲り受け、それらの資産からのキャッシュフローを裏付けとして発行する証券（社債・C P＜コマーシャル・ペーパー＞）であり、証券化商品の典型的形態となっている。

最近、「日本版ビッグバン」に向けた資産流動化の促進や、当面の不良債権問題への対応という政策的要請を受けて、法制・会計面等での各種のインフラ整備が着実に進展してきている。一方、直近の特筆すべき事項として、A B Sの有力オリジネーターに会社更生法が適用されるという、我が国の証券化史上初のケースも発生した。

このように、我が国における資産流動化・証券化は、現在、市場規模・参加者層の厚み等の面で急速に発展しつつあり、また、制度面・実務面でも、新たな段階を迎えているといえる。そこで、本稿では、①我が国における流動化・証券化の現状に関し、ノンバンク（預金等を

^{（注1）} 「流動化」と「証券化」という言葉は、一般に、類義語として明確に区別されないまま、「流動化・証券化」というように、一括りで使われることが多い。

ただ、厳密には、資産の証券化は、Securitizationという英語に対応し、通常は有価証券化とほぼ同義で用いられる。これに対し、流動化は、「担保不動産の流動化」といった一般的な用語法のほか、擬似証券化（後述の特定債権法上の小口債権等）、相対型流動化（貸出債権のバルクセール等）などから、典型的な証券化までを含む意味で使われる。

さらに、「ストラクチャード・ファイナンス」は、仕組みを使う金融技術という広義の概念であり、内容としては、流動化・証券化を包摂する。

すなわち、上位概念から取って整理すると、①ストラクチャード・ファイナンス、②流動化、③証券化の順になるといえる。

流動化・証券化等の概念規定と経済的な意義付けに関しては、大垣尚司『ストラクチャード・ファイナンス入門』（日本経済新聞社、97年6月）、および、深浦厚之「流動化と証券化—マクロ経済の視点から—」、日本資産流動化研究所、『S F I 会報』第23号（99年6月）を参照。

受け入れずに資金の与信業務を営む企業）の債権流動化を例にとって概観するとともに、②関連する最近の主な法制整備についてフォロー・評価し、③ABSオリジネーターの破綻事例を通して、債権流動化に内在するリスクの問題を

検討したうえで、④今後のあるべき法制整備の方向性についても、一応の展望を試みたい。

なお、本稿の内容につき、意見にわたる部分は筆者の私見であり、(財)日本資産流動化研究所としての公式見解ではない。

II. 特定債権法と債権流動化

我が国における資産流動化分野での法制の系譜としては、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。

また、比較的近年においては、住宅金融専門会社等が住宅ローン債権信託（73年）、住宅抵当証券（74年）による資金調達を行った。一方、不動産担保付貸出債権以外の資産の流動化としては、リース会社が動産信託という方法で流動化を行う動きがあり、動産信託による信託受益権の投資家向けの販売も行われた（87年）。その後リース会社が債権買取り目的の会社を設立し、資産譲渡による資金調達を行うという、現在広くみられる形態に近い資産流動化も始まった（92年）。

このような我が国における資産流動化の前史を受けて、最近の本格的な法制整備のフロントランナーといえる法律として制定されたのが、特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律、93年6月1日施行）である。

II-1. 特定債権法の概要^(注2)

特定債権法は、①特定債権（一定要件に該当するリース・クレジット債権）の流動化目的の譲渡に関し、民法とは別の簡易な第三者・債務者対抗要件具備手段として、新たに公告制度を導入する（第7条）とともに、②主として投資家保護の見地から、債権譲渡計画の確認（第6

条）と個別流動化案件の届出（第3条）、および、それらに対する公的な調査に関して規定し、さらに、③流動化商品の商品性に関する制約や、関係当事者（SPC・商品の販売業者）に対する許可および一定の行為規制についても定めている。

指名債権（債権者が特定している債権）は原則として譲渡可能であるが、譲受人が債権の移転を債務者またはそれ以外の第三者に主張するには、そのための法律要件である対抗要件が必要となる。民法第467条は、譲渡人から債務者への通知または債務者の承諾を債務者対抗要件とし、第三者対抗要件としては、この通知・承諾が確定日付のある証書によるものであることを要するとしている。ただ、流動化目的で多数の債権を一括譲渡する場合、個別にこのような対抗要件を具備することは煩雑で費用も嵩み、従来、この点が債権流動化を行うに際しての実務上の大きな障害となっていた。

上記①の公告制度は、この障害を立法的に克服し、債権流動化を促進するために導入されたものであり、その反面で、②・③の各種調査・規制等は、仕組みの複雑な流動化商品の投資家の保護等を図るために必要なルールとして定められたものである。このように、特定債権法は、流動化促進法と規制法という両面の性格を併せ持っており、その意味で、ある程度自己完結的な法体系を成しているともいえる。

^(注2) 特定債権法の概要については、通商産業省産業政策局取引信用室編『特定債権法の解説—特定債権等に係る事業の規制に関する法律—』（通商産業調査会、95年8月）を参照。

なお、上記②の調査（いわゆる6条・3条調査）については、通商産業大臣の指定調査機関（特定債権法第12条）として、(財)勤日本資産流動化研究所が指定されている。同研究所は、格付機関による格付とは別の公的・中立的な立場から本調査を行うほか、資産流動化・証券化全般に関する調査・研究や広報活動等にも携わっており、この分野における我が国唯一の専門機関として、多くの実績を挙げつつある。

II-2. 特定債権法制定の背景

リース・クレジット会社等のノンバンクは、産業としての性格から、大量の資金を必要とするにもかかわらず、従来、出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律、54年6月23日施行）^{（注3）}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も発行できなかった。そのなかで、ノンバンクは、いわゆるバブル崩壊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」（90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となった。

特定債権法は、このような事情を背景に、米国等海外での資産流動化の発展の経験^{（注4）}をも踏まえ、ノンバンクに対し、間接金融に代わる新たな資金調達の道を拓くという政策目的の下

で制定に至ったものである^{（注5）}。また、これと併せて、93年7月には、ノンバンクのCP発行も解禁された。

なお、こうしたノンバンクの資金調達問題とは別に、当時、今回の日本版ビッグバンの前段階となった、いわゆる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」に関する議論があった。これは、証券取引法（48年施行）上の有価証券の定義に関し、現行の限定列举主義を改めて幅広い概念規定を導入し、ABS等の流動化・証券化商品なども、そのなかに包括的に取り込むというものであった。しかし、この構想は結局実現せず、前述のように、リース・クレジット債権の流動化を対象とする単行法である特定債権法の制定が先行するかたちとなったのである。

このような経緯もあって、特定債権法は、当初、有価証券にはあたらない流動化商品である小口債権（譲渡方式・信託方式・組合方式）から出発した。これに加えて、96年4月より、政令によって、証券取引法上の有価証券である資産担保型証券（ABS=AB社債・ABCP）も認められたため、同法は、対象資産は限定されているものの、我が国初の本格的な流動化・証券化法制と評価し得るものとなった。その後も、規制緩和等の観点から、今日に至るまで、累次にわたり関係省令・通達等の改正が行われ

（注3） 出資法は、詐欺まがい金融商法で社会問題となった保全経済会事件を直接の機縁として制定されたという特異な経緯があるが、我が国の金融制度上、重要な地位を占めている。

すなわち、同法は、①金融制度の根幹に関わる金融法、②金融分野における消費者保護法、③金融犯罪に係る刑罰法規、という一般的・基本的な性格を有しており、銀行法と表裏一体を成す法律であるともいえる（片岡義広「出資法と証券化をめぐる諸問題—出資法の規制構造とリース・クレジット会社等の資金調達規制を中心に—」上・下」、『商事法務』No.1381・1382（95年2月・3月）を参照）。

（注4） 米国における資産流動化・証券化の発展に関しては、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号を参照。

（注5） リース・クレジット債権は、一般的な属性としても、小口・分散・均質的であるうえ、キャッシュフローが安定的で統計的把握に馴染みやすく、流動化商品の利回りの源泉となる利率相当分が相対的に厚いなどの点で、債権プールとしての流動化の対象として適しているといえる。

なお、資産のオフバランス化の観点からは、我が国の企業会計上、割賦・クレジット債権がオンバランス資産であるのに対し、リースの場合は、原則として、バランスシートに計上されるのはリース物件であり、債権ではない。このため、リース債権の流動化は、通常オフバランス化効果を伴わず、専ら資金調達目的で行われることが多い。

てきている。

II-3. 特定債権法下の債権流動化

特定債権法の施行以来98年末までの6年弱の間に、同法に基づく債権流動化による累計の資金調達額は約8兆円に上っているが、特に最近では、毎年倍増ペースで増加してきており、97年度だけで約3兆円に達している。また、ストック・ベースでの市場規模を示す未償還残高は、98年末時点で2兆6千億円弱となっているが、これは、リース・クレジット債権の総残高の1割弱に相当する(図1)(図2)。

この背景には、従来銀行借入への依存度が高かったリース・クレジット会社等のオリジネーター側で、近時の銀行の「貸し渋り」傾向もあって、資金調達手段多様化のニーズが高まっている一方、個別案件のスキーム組成(ストラクチャリング)および商品販売を行うアレンジャー側でも、多くの銀行や証券会社などが、新たなビジネス・チャンスを求めてこの分野に積極的に参入している、といった事情がある。

最近における特定債権法に基づく流動化・証

券化案件にみられる主な特徴として、次のような点を挙げることができる。

すなわち、①流動化を行うオリジネーターの裾野が、実績のある大手企業から新規の中堅リース・クレジット会社等まで、かなり広がってきていること、②流動化対象の債権の種類が、従来のリース債権・オートローン債権等からショッピングクレジット債権等にまで拡大していること、③アレンジャー銀行によるバックアップライン(流動性補完のためのローン・コミットメント)を付した汎用タイプのABCプログラム、高格付を有する損害保険会社による元利払保証等の手厚い外部信用補完措置を施したAB社債、原債権の追加譲渡(リボルビング)方式を採用したAB社債など、商品の仕組みも精緻化・多様化していること、④海外での資金調達ソースを求めて、米国・ユーロ市場等での汎用ABCプログラムの利用やAB社債の起債が増加していることに伴い、外資系アレンジャーの進出も目立ってきていること、などである。

現在では、リース・クレジット業界等にとつ

図1 特定債権法下の資産流動化実績

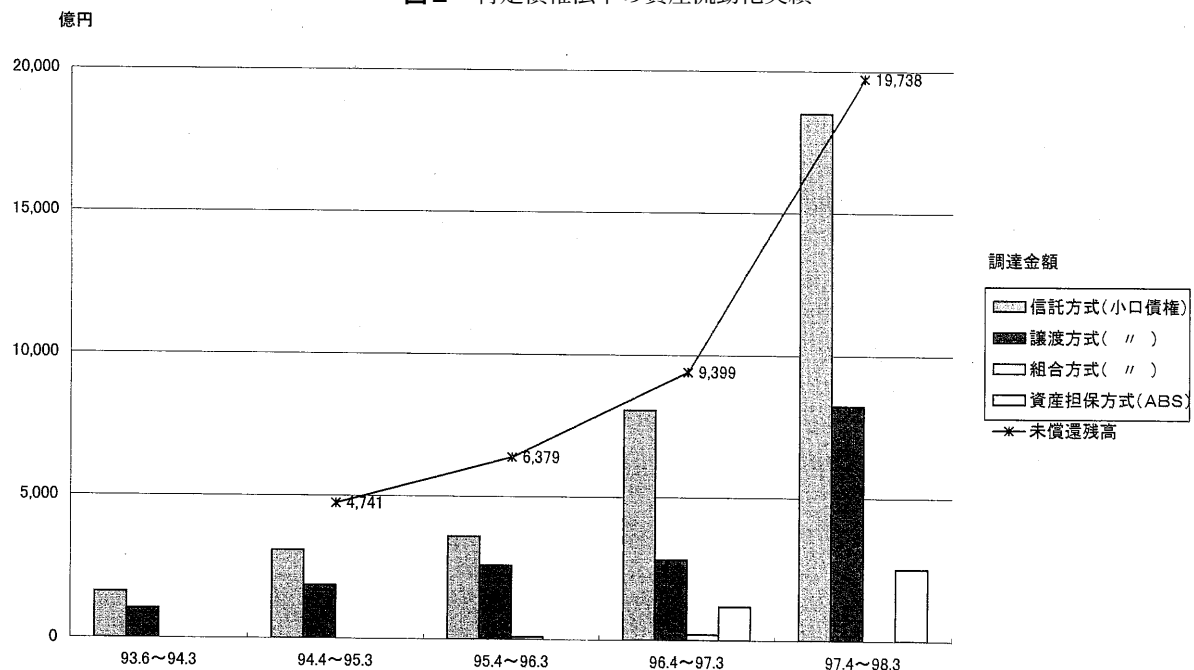
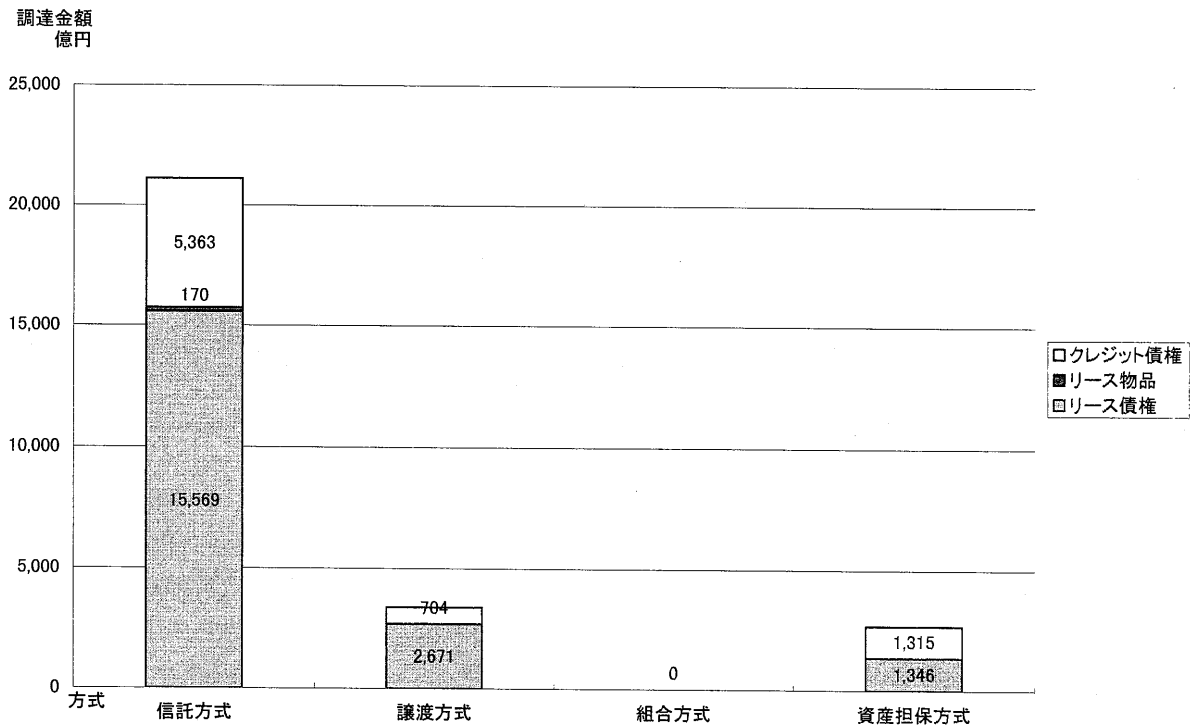


図2 特定債権法下の流動化の対象資産別内訳
(98. 4～98. 12)



て、流動化・証券化は、自社の保有資産の信用力を活用した有利な資金調達手段として、十分に定着をみているといえる。また、我が国の流動化・証券化商品のストラクチャリングにおいて、特定債権法に基づくスキームは、一種のデファクト・スタンダードとしての役割を果たしてきており、国内外の格付機関や投資家等からも、高い評価を得るに至っている^(注6)。

特定債権法に基づく資産流動化は、前述のように、リース・クレジット会社等の資金調達手段の多様化に資するというだけにとどまらず、優良資産のキャッシュフローに裏付けられた流動化・証券化商品という、新しい金融商品を投資家に提供するものでもある^(注7)。

さらに、マクロ的な観点からみると、現在、リース産業は民間設備投資の、またクレジット

産業は民間消費支出の、それぞれ1割程度を占めている。こうした状況を前提とすると、最近の資産流動化の活発化により、これらの産業の原料ともいえる資金源について、調達の順便化・多様化やコスト低減が図られれば、リース・クレジット料率の低下等を通じて、間接的に設備投資や個人消費を下支えすることにもつながる。このように、特定債権法に基づく資産流動化は、国民経済的にみても、重要な意義を有するものといえよう。

(注6) 例えば、米国系の格付機関やユーロ市場等における有力な投資家などの間でも、特定債権法は“MITI Law”の名称で広く知られており、本法に基づいて海外市場で発行されABSは、一般に、信頼性の高い商品としての定評を得ている。

III. 最近の流動化法制整備^(注8)

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（97年6月）は、金融商品・業務・組織形態の自由化・多様化という課題に向けた具体的事項のひとつとして、持株会社制度の活用、デリバティブの取扱いなどと並び、「資産担保証券（ABS）など債権等の流動化」を挙げた。

こうした政策的要請に加え、最近における不良債権問題への対応^(注9)という側面からも、このところ、以下のように、特定債権法に続き、債権等の流動化・証券化を促進するための一連の法制整備が相次いで行われてきている。

III-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）

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、本法上の法人である特定目的会社の制度を創設した。

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（資本金300万円以上、取締役1名以上等）と税制上の優遇措置（設立時の登録税の軽減、不動産取得時の登録免許税と不動産取得税の50%軽減、不動産取得時の特別土地保有税の非課税、配当可能所得の9割超の配当等を要件とする配当の法人税に係る損金算入

^(注7) 特定債権法に基づく流動化・証券化商品の販売先に関しては、特段の制約が定められているわけではないが、実際にABSを購入する投資家は、専ら広義の金融機関等を中心とする機関投資家層となっている。

ABSについては、既発債を売買するセカンダリー・マーケットがまだ形成されていないこともあって、同格付の普通社債より発行利回りが若干高いという「ABSプレミアム」が存在するといわれる。また、発行体の信用に基づく公社債等と、基本的に譲渡債権のキャッシュフローを裏付けとするABSでは、商品としての信用度の源泉やリスクの所在・分散度、景気変動からの影響度合い等が異なり、ABSの格付には、本来、下方硬直性があるはずであると考えられる。このため、機関投資家にとって、高格付のABSに投資することは、buy and holdを前提としても、自社の運用ポートフォリオを構成するうえで、積極的な意味があるといえる（「インタビュー明治生命保険相互会社」、日本資産流動化研究所『SFI会報』第21号（98年12月）を参照）。

一方、小口債権については、機関投資家以外の事業会社や一部の個人投資家等にも販売されている。

^(注8) 流動化・証券化に関わる最近の一連の法制整備に関しては、各方面で広く解説等が行われている。個別法の立法担当者による公式的な解説書として、片山さつき『SPC法とは何か 資産の証券化と流動化に向けて』（日経BP社、98年8月）、法務省民事局参事官室・第四課編『Q&A 債権譲渡特例法』（商事法務研究会、98年7月）を参照。

^(注9) 不良債権、あるいはその担保不動産の流動化のためにABSのような証券化の手法を活用することは、不動産市場と証券市場の間に導管を通し、不動産取引に資金を流入させやすくするという狙いがあり、複数の担保付貸出債権を特定の投資家に相対でまとめて売却するバルクセルなどより一歩進んだ方法といえる（後述するサービスラーとしての適格性の問題は別論）。

ただ、それ自体では本来キャッシュフローを生まない更地などの不動産は、証券化の原資産として適しているとはいえない。また、担保不動産を売却・換価してABSの償還資金を捻出するのであれば、処分しやすい良質な物件の方が対象として適している。担保不動産の複雑な権利関係をどの程度整理・調整できるか等にもよるが、もともと処分が困難な資産を証券化の対象とすることには、自ずから限界がある。

扱いなど）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・同実施計画等の独自のディスクロージャー制度を新たに導入した。98年9月1日施行。

III-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）

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（第467条・第468条）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。

本法は、あくまで対抗要件立法として制定されたものであり、将来債権の譲渡の有効性や、譲渡禁止特約の第三者効など、債権譲渡固有の問題は、民法自体の解釈論に委ねられている。98年10月1日施行。

III-3. サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法）

いわゆる非弁行為を禁じる弁護士法（第72条・第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等の債権管理回収業を、一定要件（資本金5億円以上、常務に従事する取締役が弁護士を加えること、暴力団の関与を排除すること等）の下で、許可を受けた株式会社に認めた。

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特殊なもので、米国におけるスペシャル・サービサーに近いが、付随業務として、正常債権の回収を行うこともできる。ただ、流動化・証券化において正常債権の回収にあたるサービサーは、もともと弁護士法に抵触するものではないため、本法上の債

権回収会社である必要はない。

99年2月1日施行後、4月6日には、4社が本法上の債権回収会社として初の営業許可を受け、その後も、債権回収会社の営業許可が続いている。

III-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）

前述の出資法によって禁止されていた貸金業者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（資本金10億円以上、登録制、会計の整理とディスクロージャー、モニタリング等の監督）の下で解禁する。

本法・政省令に基づき、貸金業者自体による社債・CP発行のほか、SPC等を通じたABSS（社債・CP）発行による貸付資金の受入れも登録の対象とされるため、その範囲で流動化・証券化と関連する。

本法の制定に関しては、ノンバンクという特定業態の資金調達のレベルにとどまらず、我が国の金融行政の統制型から市場型への変革という大きな流れのなかに位置付けることができる。

本法がノンバンクの債権流動化・証券化に対してどの程度のインパクトを与えるか、あるいは、主に、企業自体の信用に基づく普通社債の発行を促進する結果になるのかという点については、法施行（99年5月20日）後の実務の動向を見定める必要がある。ただ、現在の社債市場の状況を前提とすると、普通社債を発行できる貸金業者は実質的に限られるため、本法の施行により、消費者金融大手等を中心に、貸付資金調達目的のノンバンクABS発行のインセンティブが高まることも予想される。

III-5. 証券取引法改正

日本版ビッグバンの法制面での中核となる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、98年12月1日施行）により、銀行法等と並び、多岐にわたり

改正された。主な改正点は、①参入規制、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・ネット等に及ぶ。

資産流動化・証券化との関連では、SPC法の施行に伴い、同法上の資産対応証券が証券取引法上の有価証券に追加指定された。

IV. 特定債権法と流動化関連新法

ここで、前述した流動化関連の各種新法のなかでも、特に適用範囲が広いうえ、先行して施行され、流動化・証券化実務への影響も大きいと考えられるSPC法と債権譲渡特例法に関して、特定債権法との関連・比較の観点から、若干検討を加えておきたい。

両法は、ABS等発行のための器であるSPCと、指名金銭債権譲渡の対抗要件という、流動化・証券化実務上不可欠の法技術に関して包括的に規定した、商法・民法の特例法である。指名金銭債権の一種である特定債権（リース・クレジット債権）の流動化のための単行法である特定債権法とは、その部分で適用範囲が重複し、これにより、リース・クレジット会社等にとっては、債権流動化の仕組みの組成上、従来と比べて選択の幅が広がることになる。

IV-1. 特定債権法とSPC法

特定債権法により公認されたABS等の証券化が、SPC法によって、より包括的なかたちで我が国の法体系のなかに取り込まれたことの意義は大きい。

本稿執筆時点で、SPC法の適用案件としては、不動産（外国人向けサービスアパートメント、ショッピングセンター等）を原資産とするものが先行したあと、特定債権法上の特定債権等を対象とする案件も数件現れているが、現状では、SPC法の使い勝手等について論評するのは、時期尚早と思われる。ただ、本法に基づいて指名金銭債権の流動化を行う場合について、従来、次のような点が実務家等から批判的に指摘されている。

すなわち、①不動産と指名金銭債権という性

格の異なる資産を併せて対象としているため、規定の定め方がややリダンダントになっていること、②資産流動化計画については、策定目的や証券取引法上のディスクロージャーとの関係が曖昧であるうえ、同計画の記載事項が煩雑・詳細であること、③投資家保護に対する配慮が大きい（ディスクロージャー、専門家によるチェック、会計監査等）反面で、オリジネーター側にとってはコスト増の可能性があること、④資産流動化計画に記載されていない案件を追加する手続が煩雑であり、いわゆるマルチセラータイプの仕組みには使いにくいこと、⑤SPCとオリジネーターとの資本関係の切断に関しては、既存の商法・倒産法上の体系から特に改善されていないこと^(注10)、などである^(注11)。

一方、SPC法の施行に伴い、特定債権法との規制の整合性を確保する見地等から、特定債権法・同法施行令が一部改正（98年9月1日施行）された。これにより、①SPC法上の特定目的会社も、特定債権法上のSPCである特定債権等譲受業者とみなして、公告制度を利用できることとする、②特定債権法上の特定事業者（オリジネーター）がSPC法上の特定目的会社を利用する場合には、特定債権法上の3条届出は不要とする、という手当てが行われた。

さらに、特定債権法関連通達の改正（98年11月2日）により、多岐にわたる規制緩和等も行われた。そのうちの主な事項のひとつとして、SPC法上の流動化対象資産に信託受益権が明示的に加えられたこととの整合性を図る観点等から、特定債権法上も、いわゆる国内リパッケージ方式が可能となったことが挙げられる。これは、特定債権を特定債権等譲受業者に譲渡

し、組成された小口債権を投資者（一種の S P C）に販売し、当該投資者が小口債権を基に有価証券（リパッケージ A B S）を発行する方式である。

これらの措置により、今後、リース・クレジット債権の流動化が一段と活発化することが期待される。

IV-2. 特定債権法と債権譲渡特例法

債権譲渡特例法は、リース・クレジット債権に限らず、幅広い種類の指名金銭債権の多数譲渡による流動化を促進することを主たる政策目的として、特定債権法上の公告と同様、債権譲渡の簡易な対抗要件具備手段である電子的方法による債権譲渡登記制度を創設した。

法施行後、当初においては、本制度を利用する法人数は、予想されていたほど多くないなかで、債権譲渡担保のための登記が比較的活発に行われてきた模様であるが、今後は、主に特定債権法対象外の債権の流動化を目的とする利用も増加するものと予想される。ただ、流動化目的での債権譲渡登記の利用に際しては、次のような点に留意する必要がある。

すなわち、①リース・クレジット債権の場合、民法上の通知・承諾、特定債権法上の公告、本法上の債権譲渡登記という3種類の債権譲渡の対抗要件が並立するため、これらの対抗要件の競合の問題が避けられないほか、二重譲渡等を防ぐための確認も煩雑化すること、②債権譲渡登記だけでは、公告と異なり、第三者対抗要件しか具備できないため、後述するオリジネーターの破綻等によるリーガル・リスクの保全としては十分には機能し得ない可能性があり^(注12)、また、債務者による相殺等の抗弁も切断できないこと、③（必須）登記事項が多いため、事務的な対応が煩項であるほか、利用にあたっては、多くの場合、一定のシステム投資が必要になること、などである。

このほか、今後の問題として、例えば、従来サイレント（対抗要件具備留保）で行われることが多かった銀行借入等の担保としての債権譲渡担保について、債権譲渡登記により当初から対抗要件が具備されるケースが増えると、借入企業にとっては、その分、流動化の対象として利用できる債権が実質的に制約されてしまう、ということも起こり得ると考えられる。

(注10) 後述する倒産隔離や資産のオフバランス化のための方策のひとつとして、オリジネーターと S P C との間の資本関係等を切断することが必要になる。従来、特定債権法スキームをはじめとする証券化案件においては、この資本関係の切断を図るため、ケイマン諸島等の海外で S P C 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広く用いられている。

チャリタブル・トラストとは、ケイマン諸島等の信託会社が S P C の株式を引き受けて信託財産とし、慈善団体を受益者とする信託を信託宣言によって設定するという、英米法に特有の法技術である。この信託には委託者は存在せず、取引の当事者との資本関係は切断されることになる。

S P C 法によっても、資本関係の切断に関しては、既存の法体系と基本的には変わりはない。このため、今後同法上の特定目的会社を用いて A B S を仕組む場合も、従来と同様、チャリタブル・トラストを利用したケイマン S P C の日本子会社として特定目的会社を設立する、といった方法が主流になるものと予想される。

なお、ケイマン S P C およびチャリタブル・トラストに関しては、佐藤正謙「証券化取引におけるチャリタブル・トラストの役割」、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第13号（96年12月）、および、竹中一郎「S P C s in the Cayman Islands」、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第19号（98年6月）を参照。

(注11) 新聞報道（『日本経済新聞』99年3月11日）によれば、自由民主党は、不動産の流動化を促進する見地から、S P C 法の改正作業に着手した。検討課題としては、①不動産取得時の登録免許税と不動産取得税を全額免税とすること、②資産対応証券の販売につき、証券会社だけでなく不動産会社にも解禁すること、などが挙げられているといわれる。

(注12) 後出（注20）参照。なお、それ以外の論点もあり得る。

また、債権譲渡特例法により、第三者対抗要件と債務者対抗要件が分離された結果、今後のサイレントによる債権譲渡においては、両対抗要件具備の条件に差を設ける、二段階の対抗要件具備留保方式（第三者対抗要件具備→債務者対抗要件具備）も行われるようになる、との見

方もある。

いずれにしても、債権譲渡特例法が今後どのように利用され、債権流動化・証券化にどのような影響を及ぼしていくかについて見定めるためには、今後の実務の動向をさらに注視していく必要がある。

V. 債権流動化に内在するリスク

ところで、債権流動化・証券化、あるいはストラクチャード・ファイナンスは、前述のとおり、デリバティブズ等と並ぶ現代の最先端金融技術であるが、一方で、様々なリスクの固まりでもある。

主に投資家の立場からみた債権流動化・証券化に内在する主要なリスクは、二つの類型に大別できる。すなわち、①投資家への元利金償還の源泉となる原債権のキャッシュフローが貸倒れ等により毀損するリスク、および、②流動化・証券化の仕組みに関与する各当事者（オリジネーター、SPC、外部信用補完者等）が破綻した場合のリスクである。

このうち、原債権のキャッシュフローに係るリスクは、仕組みの組成上、債権を抽出する際にリスクを分散したり、種々の信用補完措置^(注13)を講じることなどにより、かなりの程度カバーすることができる。このため、現実の問題となるリスクは、関係当事者の破綻の場合に集約的に表れることになる。

その典型例は、流動化・証券化後にオリジネーター（通常の場合、原債権の回収にあたるサービサーを兼ねる）が破綻するケースである。

この場合、当面の原債権回収に支障を来したり、回収金がサービサー自身の資金と混和（コミングリング）するなどの、いわゆるサービサー・リスクが発生する。さらに、オリジネーターの倒産処理手続に譲渡債権・回収金やSPCが組み込まれ、結果的に投資家が一般債権者として扱われて、本来の元利金償還を受けられなくなるというリーガル・リスクも顕現化する。

こうした究極的なリーガル・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等の倒産処理に巻き込まれないという意味での「倒産隔離」（Bankruptcy Remoteness）を実現することが極めて重要になる。

前述した一連の法制整備のうち、特定債権法、SPC法、債権譲渡特例法などは、一面からみれば、流動化・証券化における倒産隔離を実現するため、実体法上重要な意味を持つ原債権の「真正売買」（True Sale）性や対抗要件具備等に係る法的なツールについて、立法により個別に整備しようとするものともいえる。

ただ、我が国では、この分野で先行する米国^(注14)等と異なり、従来、債権流動化・証券化後

^(注13) 流動化・証券化における信用補完(Credit Enhancement)措置としては、損害保険会社による金融保証等の外部信用補完のほか、内部信用補完として、①優先・劣後方式、②スプレッド積立勘定、③超過譲渡方式、④追加譲渡方式、⑤リコース方式などがある。

このうち、優先・劣後方式は、原債権からのキャッシュフローを優先的に振り向けられる優先部分と、残余部分を割り当てられる劣後部分とに総額を分割したうえ、優先部分を投資家に販売し、劣後部分は通常オリジネーターが保有して信用リスクのバッファーとする方法で、債権流動化に特に有効な信用補完措置として、広く用いられている。

のオリジネーターの倒産といった顕著な事例は発生していなかったため、リーディングケースといえる判例もない。この結果、これまでのところ、倒産隔離を確実に実現するための一般的で明確な基準が存在するとはいえないのが実情である。

因みに、97年11月、北海道拓殖銀行のアパートローン債権を証券化したA B Sがユーロ市場で発行された直後、オリジネーターである拓銀の破綻が表面化した。この際には、拓銀側が全証券を買入消却したため、実質的に意味のある前例とはならなかった^(注15)。

VI. A B S オリジネーターの破綻事例

98年9月末、日本長期信用銀行の関連ノンバンクで、リース業界大手である(株)日本リースが会社更生法に基づく更生手続開始の申立てを行い、同年11月末、更生手続開始決定がなされた。

日本リースは、我が国におけるリース債権の流動化・証券化の先駆者的な存在であり、主要なプレーヤーであった。同社、および同じく更生手続開始の申立てを行った子会社の(株)日本リースオートは、ユーロ・国内発行、公募・私募を含め、これまで10本のA B Sのオリジネーターとなっており、98年3月末時点での全A B Sの未償還残高は約1600億円に上ったといわれる。いずれも、特定債権法に基づく案件として、同法上の公告（同法第7条）により原債権譲渡の対抗要件を具備しており、格付機関（Moody's, S & P, R & I）から最上位格付A

AAを取得していた。

本件は、日本企業であるA B S オリジネーターの破綻事例として、実質的に初のケースであり、我が国における債権流動化・証券化にとって、極めて重要な意味を持つ試金石といえるものである^(注16)。

IV-1. 今回のケースの事実経過

98年9月27日、日本リースは東京地方裁判所に更生手続開始の申立てを行い、同地裁は同日、本申立てを受理のうえ、同社に対して既存債務の弁済を禁止する保全処分を行った。経営陣は総退陣し、9月29日、保全管理人が選任された。

日本リースをオリジネーターとするA B SのS P C（ユーロA B Sでは、信託受益権リパッ

^(注14) 米国の証券化において、オリジネーターが倒産した事例は、従来少なからずあるが、それによって証券化の仕組み自体が破綻し、投資家が不測の損失を被ったというケースは、まだ発生していないといわれる。

なお、米国の証券化におけるオリジネーター破綻の具体的事例については、加藤雅士「米国の証券化における破綻事例と考察～S & P社のレポートを参考に～」、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第19号（98年6月）を参照。

^(注15) なお、日本長期信用銀行は、米国企業向け貸出債権を流動化して海外投資家向けに募集したA B Sにつき、自行の特別公的管理に伴う海外撤退により、オペレーションの継続が困難化するため、99年3月、期限前償還した。

^(注16) 日本リース・日本リースオートの会社更生申立てと、A B Sに係る原債権回収に関して、オリジネーター側の実務における当事者として直接関わった立場からレビューしたものとして、芝田修「オリジネーターの会社更生申立とリース料回収」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol.V（99年3月）を参照。

また、本件に対し、主に法的な観点から論評したものとして、「インタビュー西村総合法律事務所」、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第21号（98年12月）、および、小野傑「証券化・流動化における主要な法律上の論点と関連する近時の立法」、『月刊資本市場』No.159（98年11月）を参照。

ケースのスキームとなっており、長銀信託がSPVとして機能するが、以下ではSPCと呼称）は、オリジネーターにサービスとして引続き原債権の回収を行わせるための取立委託につき、特定債権法と契約上の定めに基づいて、契約解除を行った。これを受けて、SPCは、オリジネーターに代わって債権回収を行うバックアップ・サービス（ユーロABSでは、米投資銀行のバンカース・トラストを予定）への引継ぎを準備しながら、大半のケースでは、原債権の債務者である各リース顧客に対し、「今後はSPC名義の口座にリース料を振り込むよう」との通知を発出した。

一方、日本リースの保全面理人は、各顧客に対し、「従来どおり当社名義の口座に送金するよう」との通知を発出した。また、これとは別に、日本リースへの融資に伴う債権譲渡担保として同社から債権を譲り受けたとする複数の金融機関からも、対抗要件具備のための債権譲渡通知が行われた。この結果、これらの様々な通知を受けた債務者の間に混乱が広がり、当面の債権回収のパフォーマンスが悪化する懸念が生じた^(注17)ため、一部の格付機関は、同社のABSに関し、「格下げの方向で見直す」（クレジット・ウォッチ）と発表した。

この間、本件ABSの関係当事者（ユーロABSの場合、日本リース保全面理人、長銀信託、バンカース・トラスト）は、事態を收拾するために協議を重ねた。この結果、SPCに譲渡された原債権の回収業務については、契約に基づいて引継ぎを受けたバックアップ・サービスから日本リースに再委託し、同社は回収したリース料を会社更生法上の共益債権（同法第

208条）としてSPCに支払うという内容で、東京地裁の許可を受けたうえ、全ABSにつき、10月23日までに関係者間の和解が成立した。

これを受けて、関係者は連名（ユーロABSの場合、日本リース保全面理人と長銀信託）で、譲渡リース債権の債務者に対し、「従来どおり日本リース宛てに直接支払うよう」という内容の通知をあらためて発出した。

こうして、日本リースがサービスに復帰し、本件は当面の決着をみた。その後、99年1月23日に至り、世界最大のノンバンクといわれる米国のGEキャピタルが日本リースのリース事業を買収する、との発表が行われた。買収計画は予定どおり実行され、3月1日、GEキャピタルは日本リースのリース事業部門を取得し、新生日本リースが営業活動を再開した^(注18)。

今回のGEキャピタルによる日本リースの事業買収については、更生中の金融会社が健全資産を譲渡する営業譲渡型会社更生としての我が国初といえるケースであり、今後の金融機関のひとつの更生モデルになるもの、との見方もある。

IV-2. 今回のケースに対する評価

今回のケースは、前述のとおり、我が国の債権流動化・証券化にとって試金石といえるものである。ここで、GEキャピタルによる事業買収の前までの本件の展開に対して、一応の評価を行ってみたい。

まず第一に、関係当事者の迅速な対応により、ABSの仕組みが破綻して投資家が実損を被るというハードランディングが回避されたことの意味は大きい。もしそうした事態を回避で

^(注17) 本件において、リース債権譲渡やリース料の支払先について、様々な通知が発出されたため、二重払いの不安などから、多くのリース債務者が当面の支払いを停止した。

また、リース債務者のなかには、債権者不確知による弁済供託（民法第494条）を行おうとする動きも広がった。ただ、流動化・証券化のためにSPCに譲渡された債権については、特定債権法上の公告制度の裏付けとなっている書面閲覧（同法第8条、後述）により、譲渡の事実を確認できることもあり、法務局で実際に受理された例はそれほど多くなかった模様である（芝田修・前掲論文参照）。

^(注18) 日本リースオートについては、GEキャピタルが同社の債務全額を一括弁済したため、99年3月4日付で更生計画の実施も完了し、東京地裁から更生手続の終結決定を受けた。

きなければ、国内のＡＢＳ全般に対する投資家層の信用が損なわれ、我が国における債権流動化・証券化の発展が阻害される恐れもあった。

因みに、大きな混乱なくサービサーに復帰した日本リースからＳＰＣに対し、約定どおりの回収金支払いが履行された。こうした事実を確認したうえ、格付機関は、本件ＡＢＳに対するＡＡＡの格付を据え置いた。

第二に、本件については、前述のように和解というかたちで決着が図られたが、その前提としては、関係当事者間に、原債権譲渡の真正売買性や対抗要件具備の有効性といった証券化の基本的仕組みについて、共通の理解が存在したと推測される。

すなわち、和解とは、本来、当事者間に存在する紛争を互いに譲歩して解決することをいうが、今回のケースでは、関係者間に権利関係について重大な争いがあったわけではなく、債務

者の混乱を深刻化させないことを目的としたものであり、このような構成がとられたのは、会社更生法上、和解に関しては裁判所の許可を得られる（同法第43条1項・第54条6号）からにすぎないと考えられる。

第三に、特定債権法上の公告による第三者・債務者対抗要件の実効性が、現実の事例のなかで試されたことは、実務的な観点からみて重要な意味がある。今回、オリジネーターとの取立委託契約につき、「正当な理由がある場合」（特定債権法第9条）としてＳＰＣサイドから解除し、原債権の債務者に対し、その旨を直接通知することにより支払先の変更を依頼した。これは、公告の債務者対抗要件としての効力が実務上顕現化した、初のケースといえる（注19）（注20）また、これに伴い、公告制度の裏付けとなっている書面閲覧システム（同法第8条）についても、今回、利害関係人による閲覧の事例が多数

（注19） 今回ＳＰＣから原債権の各債務者宛てに発出された支払先変更通知では、日本リースの資金調達目的でＳＰＣに債権が譲渡され、対抗要件は特定債権法上の公告により既に具備されていると、正当に説明されている。

しかし当該債権譲渡が証券化のための真正売買であるとの説明はなされていないため、多くの債務者にとっては、この通知の文面だけでは、金融機関からの債権譲渡担保の対抗要件具備としての債権譲渡通知と明確に区別することは困難であったのではないかと考えられる。

この点について、各債務者からＳＰＣサイドに個別に照会があれば、必要な補足説明が行われた。しかし、例えば、総合商社の法務部に在籍する企業法務の専門家ですら、「今回の案件で、特定債権法や公告制度の存在を初めて知った」旨述べている（「座談会債権譲渡法制度の改革と実務―債権譲渡特例法と取引実務をめぐって―〔上・下〕」、『Credit & Law』No.112・113（99年1月・2月）を参照）ほか、上記の支払先変更通知の内容についても、当時の新聞報道には、明らかな誤解に基づくと思われる記事もみられた。

従来、特定債権法上の公告の効果が現実に表面化した例はなかったこともあり、このような事態になったのはやむを得ない面もある。ただ、今回の経験を踏まえ、関係当事者としては、流動化・証券化の基本的な仕組みについて、リース・クレジット債権の債務者など、広く一般に理解を求めていくよう、努めていくことが必要であろう。

（注20） 本件のようなケースにおけるＳＰＣへの多数の債権譲渡につき、当初、特定債権法上の公告ではなく、債権譲渡特例法上の債権譲渡登記により、第三者対抗要件のみを具備していた場合を想定すると、オリジネーターとの取立委託契約の解除に伴うＳＰＣから各原債務者への通知は、単なる支払先変更通知ではなく、上記特例法上の債務者対抗要件具備手段である登記事項証明書を交付した通知として行う必要がある。

この場合破産や更生手続開始の申立て後に行われた対抗要件具備行為が、管財人によるいわゆる対抗要件否認（破産法第74条・会社更生法第80条）の対象となる可能性があるか、という点が法的な問題となり得る。

また、この点がクリアされたとしても、法務局で登記事項証明書の交付を受けたうえ、各原債務者への通知を内容証明郵便で送達することは、特に原債務者が多数に上る場合、事務的に煩雑で費用も嵩み、実務上の障害となる懸念がある。

発生した。

IV-3. 残された課題——法的な問題点

今回のケースをめぐる、法的な側面から議論の対象となり得る基本的な論点のうち、第一の点は、SPC側からの取立委託契約解除の有効性に関する問題である。

この問題については、所有権留保付割賦販売契約につき、買主に更生手続開始申立原因となるべき事実が生じたことを解除事由とする特約の有効性を否定した最高裁判例^(注21)に関して、判旨の射程範囲を広く解する論者も、従来、一部に存在した。

しかし、①上記最高裁判例と債権流動化・証券化に関わる取立委託契約とでは、事案が大きく異なること、②取立委託などの準委任契約は、当事者間の信頼関係を前提とするもので、それが崩れれば、本来、自由に解除できる性格のものであること、③オリジネーターへの取立委託は、原債権のキャッシュフローがABS等の投資家までスムーズに流れるようにするための効率に配慮した仕組みのひとつであること、④上記判例後に施行された特定債権法は、原債権者保護とのバランスに配慮しながら、一定条件下で、取立委託契約を解除できる旨明示的に定めていること、などを考慮すると、この場合の契約解除の有効性について、一般的に疑問を呈する余地はないと考えられる。

次に、この問題と連続する第二の論点は、取立委託契約解除のための「正当な理由」（特定債権法第9条）の範囲に関する問題である。

ここでの「正当な理由」の意味については、従来、「特定事業者の信用状況が著しく悪化した場合などで、特定債権の回収事務の遂行が困難であるとき、またはそのおそれがあるとき、

投資者保護の観点から、取立委託契約を解除して、特定債権等譲受業者自ら債権回収にあたるなどの措置を講じることが必要な場合」と説明されている^(注22)。

これまで、流動化・証券化に関する一般的な契約書では、破産（清算型）や会社更生（再建型）等、各種の倒産申立ては、取立委託の解除事由として同等に定められており、実務上、その点の是非が問題とされた例はない。

今回のケースのような処理が当初から想定されるのであれば、オリジネーターへの取立委託を必ずしも解除しなくてよいと考える余地はあるかも知れない。しかし、今後については、同じく会社更生の場合であっても、今回と同様の解決が図られるかどうかは、予断を許さない。むしろ、当初は更生手続開始の申立てが行われても、結局、清算型の手続に移行するケースも十分あり得る。

また、更生手続開始申立て・既存債務弁済禁止の保全処分後に弁済のあった流動化対象債権について、保全管理人はSPCに支払う義務があるが、仮にその義務を怠ると、当該債権が更生債権化してしまうリスクも否定できない。

一般的に、会社更生の場合、経営再建を目指すオリジネーターには、主に顧客基盤を維持するため、サービサーとしての地位にとどまりたいとの誘因が働きやすく、現実的・政策的判断から、そのような事情に配慮すべき場合もあり得よう^(注23)。

しかし、上記のようなリスク等を勘案すると、今回のケースをひとつの前例として考慮するとしても、今後の流動化・証券化スキームにおいて、オリジネーターとの取立委託契約の解除事由としての倒産申立てに関し、清算型と再建型の場合とで異なった取扱いをするべきであ

(注21) 82年3月30日、『最高裁判所民事判例集』36巻3号484ページ。

(注22) 通商産業省産業政策局取引信用室編・前掲書40ページを参照。

(注23) 奥野善彦・日本リース管財人は、「今回の案件で最も苦勞したことは、ABSのリース料支払先を日本リースに一本化する作業で、これについて合意が成立しなければ、現在ではなかった」と述懐している（「会社更生に“営業譲渡型”」、『ニッキン』99年2月19日）。

るとの議論には、少々無理があると考えられる。

IV-4. 残された課題—実務上の問題点

今回のケースを通じて表面化した主たる実務上の課題のうち、第一の点は、バックアップ・サービサーのタイプとその適性の問題である。

今回のユーロABSにおいて、バックアップ・サービサーを予定されていたバンカース・トラストは、証券化スキーム組成時に高格付を有していたものの、国内の多数のリース債権を自ら回収する実務能力を持たない、いわゆるコールド・サービサーにあたる。現実にはバックアップの必要が生じた場合には、実際の回収業務を行うサブ・サービサーを新たに選任し、バンカース・トラストはマスター・サービサーとして、サブ・サービサーの指揮・監督にあたるという仕組みが予定されていたものとみられる。

オリジネーター＝サービサーの経営破綻時における原債権回収の円滑・機動的な引継ぎという観点からは、一般論として、自ら迅速に回収業務に従事できるホット・サービサーを当初から設定しておくことが望ましいといえる。ただ、そのためには、回収業務移管に関わる電算システムの事前の整備や、多数の債務者に対し、SPCサイドから所要の通知・依頼を行うための事務的な体制の準備などが必要となり、それに伴うコストアップ要因も軽視できな

い^(注24)。また、現実には、そのようなホット・サービサーとしての適性を有する先は同業他社等に限られ、実務上、顧客リストや回収ノウハウの流出等の問題が生じる懸念もある。

今後は、今回のケースを参考事例として、個別のスキームの特性に応じて、適切な回収引継ぎの仕組みと、それにふさわしいバックアップ・サービサーにつき、十分吟味して選定するとともに、電算システムや事務体制の面でも、必要な整備を行うことが求められよう。なお、前述のサービサー法の施行により、同法に基づく専門の債権回収会社を流動化・証券化スキーム上のバックアップ・サービサーとして活用するということも、選択肢のひとつになり得ると考えられる^(注25)。

バックアップ・サービサーへの回収業務の移管に関しては、サービサーのタイプ・適性の点とは別に、第二の実務上の課題として、原債権の回収・決済手段に関わる問題がある。

我が国では、今回のケースでのリース料をはじめ、企業による多数債務者からの定期的な代金回収手段として、預金口座自動振替が広く利用されている。銀行と債務者との間の自動振替契約には収納企業の記入欄があり、回収者が特定されているため、サービサーを交替するには、当該契約を変更しなければならない。

ただ、現実には、流動化対象の多数の債権に係

(注24) 最近みられるように、1件あたりでは少額のショッピングクレジット債権などを原資産として、大ロットのABSを組成しようとする、当然、譲渡債権数が10万件単位と膨大な数に上るうえ、債務者も、法人ではなく一般消費者となる。このような場合、回収業務移管に伴う所要の通知等を行うための事務的な準備には、より大きな負担がかかることになる。

(注25) 前述のとおり、流動化・証券化において正常債権の回収にあたるサービサー（バックアップ・サービサーを含む）は、本来、サービサー法上の債権回収会社である必要はない。

ただ、同法上の債権回収会社であれば、不良化した特定債権も自ら回収することができる。また、特定債権法を離れた一般論として、債権回収会社を債権譲渡の当初から活用すれば、例えば、正常債権と不良債権を同時に流動化することなども行いやすくなると考えられる（小野傑「債権管理回収業に関する特別措置法（いわゆるサービサー法）の概要と関連する法的問題、『ジュリスト』No.1151（99年3月）を参照）。

なお、今後の展望として、オリジネーターの業務のアウトソーシングを一段と推進し、流動化以前から、営業債権の管理・回収を別会社であるバックオフィス会社ないしスーパー・サービサーに委託することとすれば、債権流動化・証券化にあたり、個別にバックアップ・サービサーを設置する必要はなくなるとも考えられる（三國仁司「資産・債権流動化におけるサービサー・リスクの回避策について」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. V（99年3月）を参照）。

る全債務者についてこの手続を行うためには、数か月程度かかると推測され、この点が、バックアップ・サービサーへの移行に際して、ひとつのネックとなり得る。また、その間の回収手段としては、口座振込で代替することとなるが、これは、各債務者に新たな事務負担を強いることになり、結果的に、債権回収パフォーマンスの一時的な悪化を招く懸念もある。

第三の実務上の課題は、証券化スキームにおける関係当事者の相互関係の問題である。今回のケースでは、オリジネーター、アレンジャー、SPCの事務代行者、バックアップ・サービサー、社債管理会社といった主要な関係当事者が同一の銀行・企業グループに属してい

るスキームがあった。このような例は、従来、我が国の他社オリジネーターのABS等でも、少なからずみられる。

こうした同一グループによる証券化スキームには、①当初のストラクチャリングを円滑に行いやすい、②オリジネーターの破綻などの有事の際に関係当事者が結束して対応できる、といったメリットがある。その反面で、①特に有事の際、特定当事者が利益相反に類する立場に立たされる可能性がある、②関係当事者の経営危機等のリスクがグループ内の他の当事者に波及しかねないという意味で、一種のシステミック・リスクが潜在する、といったデメリットも無視できないと考えられる。

VII. 倒産隔離の実現と倒産法制

ABSオリジネーターの破綻に関連した法的・実務上の課題として、前述した問題点は、いずれも、以前から実務家等の間で認識されていたが、今回の日本リースのケースを通じて、あらためて顕在化したものである。今後の流動化・証券化において、倒産隔離の実現を目指すためには、こうした問題点を克服していかなければならない。

VII-1. スキーム組成上の改善

前述の課題のうち、実務上の問題点に関しては、今回の経験を踏まえた投資家や格付機関、外部信用補完機関等の要請を受けて、新たな証券化スキームの組成にあたり、いくつかの工夫が行われるようになってきている。

特定債権法上のABSについて、直近の事例をみると、①当初から、オリジネーター・アレンジャーとは別グループで、自ら実働でき

るバックアップ・サービサーを選任しておく^(注26)、②正・副2社の社債管理会社を設定する、などのスキーム上の改善が試みられている。また、このほかにも、③譲渡債権の回収パフォーマンスに関する投資家向けの継続開示につき、従来の半期ベースから月次ベースでの開示に変更する、といった動きもみられるようになっている。

投資家サイドに配慮して、証券化スキームをより手厚いものにすることは、反面で、オリジネーターにとっての資金調達コストを押し上げることにもつながる。また、スキームの組成にあたっては、配慮すべき個別の条件もあり、絶対的・普遍的な基準が存在するわけではない。

それでも、今回のケースのような現実の事例をきっかけとして、ストラクチャリング上の改善を積み重ね、特に倒産隔離の観点からの基準をより明確にしていくことには、実務上、重要

^(注26) 最近では、ABSのオリジネーターである同業のリース会社どうしで、相互にバックアップ・サービサーとなるケースも現れてきている。また、その場合、顧客リストや回収ノウハウの流出等を回避するため、同業者ではないマスター・サービサーないしコントローラーを介在させる事例もみられる。

な意味があると思われる。

VII-2. 債権流動化と倒産法制整備

倒産隔離実現のための基準を明確化し、金融取引分野での法的不確実性を除去していくためには、仕組みの組成上の工夫も重要ではあるが、それだけでは十分とはいえない。この点、我が国では、判例の蓄積を待つには時間がかかる（今回のケースも、実務上重要な先例ではあるが、判例とはならない）こともあり、こうした問題を解決するためには、しかるべく立法上の手当てを行うことが必要と考えられる。

前述のとおり、流動化・証券化に関する最近の一連の法制整備は、倒産隔離の観点からも有用な実体法上のツールを整えるものではあるが、オリジネーター等の経営破綻といった究極的なリーガル・リスクに対処するためには、倒産法（破産法・会社更生法等）レベルでの立法的対応が何より有効な方策となり得る。

時あたかも、目下、法務省を中心に、我が国の倒産法制の全面改正に向けた検討が行われつつあり、2000年以降、新法制に段階的に移行す

る予定となっている。この機を捉え、債権者平等の原則などの倒産法上の理念と、債権流動化・証券化等をめぐる金融取引の安全の要請との調和に十分配慮したうえで、関係者により適切な対応が行われることが望まれる^(注27)。

債権流動化・証券化と倒産法制をめぐる問題点は、極めて多岐にわたる。このうち、主な論点としては、①債権譲渡に係る真正売買・譲渡担保の区別のメルクマール、②倒産管財人の第三者性の見直し、③債権の適正価格による譲渡と管財人の否認権、④金融機関の貸出債権等の流動化と相殺権、⑤劣後債権の取扱い、⑥クロスボーダーの流動化・証券化と国際倒産、などが挙げられる。

これらの論点に関しては、今回の倒産法制改正のなかで、明文の規定を置くべきか、また、どのようなかたちで規定するのが望ましいか、という立法技術上の問題も残されている。ただ、いずれにしても、現在は、流動化・証券化と倒産法制との関わりを明確に認識したうえで、倒産隔離実現のための指針を確立するべく、真剣な検討を行うべき時であると考える。

VIII. おわりに

資産流動化・証券化の進展は、企業の資金調達手段の多様化と財務体質の改善、不良債権や不動産の流動化のための有用な手法の提供、といった直接的な効果をもたらすにとどまらない。それは、例えば、信用リスクのコントロール

や、金融仲介機能のアンバンドリング（分解）などを通じた今後の金融業の方向性への影響あるいは、いわゆる市場型間接金融への移行に際する触媒としての役割^(注28)という観点からみても、我が国の経済・金融システムに多大なイ

^(注27) 法制審議会倒産法部会は、96年10月から倒産法制の全面的な見直しのための審議を行ってきたが、97年12月、事務局である法務省民事局参事官室がそれまでの審議を踏まえた「倒産法制に関する改正検討事項」を公表し、関係各界に対して意見照会を行った。

これに対し、日本資産流動化研究所では、この分野における有力な専門家の協力を得て精力的な議論を行った結果、上記の改正検討事項のうち、債権流動化・証券化実務に関わる問題点に関して意見・提言を取りまとめ、98年5月末、法務省に提出した。

同研究所における議論の対象は、①法人に対する倒産処理手続、②個人（自然人）に対する倒産処理手続、③国際倒産、④倒産実体法、⑤その他、という改正検討事項の全部門に及び、個別に意見・提言を行った項目も極めて多岐にわたる。

ンパクトを与える契機となり得るものである。

今後の資産流動化・証券化のさらなる発展のためには、①オリジネーター・SPC・投資家等、各主体での電算システムの整備・改善、②証券化対象資産の拡大^(注29)と商品スキームの一層の精緻化・多様化、③ABSのセカンダリー・マーケットの育成、④商品性等のディスクロージャーの充実、⑤格付機関による格付の高度化などの点で、実務関係者による地道な取り組みが求められる。また、⑥今後、郵便貯金・簡易保険資金の運用対象や、日本銀行の金融調節

対象にABSが加えられれば、投資サイドでの新たな有力プレーヤーの登場という意味で、証券化商品市場に大きな影響を与えるものと期待される。

こうした実務上の取組みに加え、流動化・証券化を支える制度面でのインフラ整備にも、引き続き重要な意味が認められる^(注30)。この点に関して、本稿で考察したとおり、目下、関係する法制整備がかなり進展してきていることに対しては、一定の評価を与えることができる。

ただ、前述したように、関連新法が実務にど

(注28) 97年7月に大蔵省を事務局として設置された各省庁等の共同勉強会である「新しい金融の流れに関する懇談会」での検討の結果98年6月に「論点整理」が公表された。この論点整理のなかで、我が国の金融システムは、従来型の銀行を中心とする間接金融から、より市場型に近い間接金融システムに移行していくことが望ましい、との共通認識が示された。

ここでいう市場型間接金融とは、①資本市場を中心とし、②マネー投資信託等の集団投資スキーム(Collective Investment Scheme)を通じて、家計の資金を間接的に資本市場に流入させるとともに、③ファイナンス・カンパニー(ノンバンク・銀行等)が社債・CP等の発行により資本市場から資金を調達して企業に貸出を行う、といった形態を指している(池尾和人「市場型間接金融の時代」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. V (99年3月)を参照)。

この場合、上記③のファイナンス・カンパニーによる資本市場からの資金調達に際し、貸出債権等を原資産とするABS(社債・OP)の発行によるということも、有力な方法となり得る。この結果、市場型間接金融システムにおいて、資産流動化・証券化は、マクロのマネーフロー上、重要なルートとしての地位を占める可能性がある。

ただし、ここでのファイナンス・カンパニーとしてノンバンクを想定すると、社債(AB社債を含む)発行によって調達した資金で貸付を行うためには、前述したノンバンク社債発行法の制定および出資法改正が制度上の前提となる。

また、現状では、リース・クレジット会社等のノンバンクの多くは、バブル崩壊後の不良債権処理の過程で、本業回帰・営業貸付撤退を進めている。一方、銀行の貸出債権の流動化・証券化は、ほぼ専ら、BIS規制対策(リスクアセット・ベースのオフバランス化)として行われてきているのが実情であり、新規貸出の原資として活用されているとはいいいがたい。

このような現状では、市場型間接金融システムにおいて、資産流動化・証券化の手法も活用した新たな金融仲介者となるファイナンス・カンパニーとして、どのような主体が中心的な役割を担うことになるのかについては、必ずしも明らかに予想することはできない。

ただ、今般のノンバンク社債発行法制定と出資法改正を受けて、ノンバンクの資産流動化・証券化に先鞭をつけた特定債権法が、今後の市場型間接金融への移行に際して、ひとつの架け橋としての役割を果たすことも考えられる。

(注29) 流動化・証券化対象資産として、従来広く行われている特定債権法によるリース・クレジット債権、事業会社の売掛債権、銀行の企業向け貸出債権、SPC法による不動産等に加えて、最近、銀行の個人向け住宅ローンの証券化の試みも現れている。

この分野の先進国である米国では、住宅ローンを対象とするMBS(Mortgage-backed Securities)が証券化発展の幡矢となった(遠藤幸彦・前掲論文参照)が、我が国でも、今後、MBS類似の証券化が発展する可能性がある。また、ノンバンク社債発行法の制定等を受けて、消費者ローンなどの証券化も進展することが予想される。

の程度受け入れられていくか、特定債権法等の既存の法制を含む関連各法が相互にどのように交錯し、どのような問題点が残されているのか、などの点については、現状では十分にクリアになっているとはいえ、今後の推移を見極めていく必要がある。また、債権流動化に内在するリスクの問題を克服するためには、現在進行中の倒産法制改正のなかで、立法的な対応を行うことが有効であることも、既に指摘したとおりである。

さらに、現在、金融システム改革法等による改革の後に到来する「ビッグバン後のビッグバン」を展望し、投資家保護等の観点から、幅広い金融サービスに対する包括的・整合的なルールを確立するため、いわゆる「金融サービス法」の制定を視野に入れた検討が行われている^(注31)。一方、これとは別に、消費者取引（消費者と事業者の間の取引）の適正化という見地から、「消費者契約法」の制定に向けた議論も行われつつある^(注32)。

現時点では、市場横断的な立法となる金融サービス法および消費者契約法と、現行の証券取引法や、特定債権法、SPC法、債権譲渡特例法等の個別の証券化法制との関係について、どのように考えていくべきかという点に関しては、必ずしも十分な議論が行われているとはいえない。

我が国にとっての今後の金融システム改革の意義と、そのなかにおける資産流動化・証券化の進展の重要性に鑑みれば、目先の政策的要請にとどまらず、21世紀に向けた長期的・大局的な視点に立って、あるべき流動化・証券化法制のグランドデザインを真摯に構想していくことが、今こそ求められているといえよう。

^(注30) このところ、債権流動化・証券化に関連する会計基準面での整備も進展してきている。

すなわち、流動化に伴う金融資産のオフバランス化に関しては、従来、明確で包括的な会計基準は定められていなかった。企業会計審議会は、96年7月以降、米国の財務会計基準書（SFAS）や国際会計基準（IAS）なども参考とし、これらの点に関して審議を行ってきたが、99年1月22日、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表した。

条件付きの金融資産の譲渡については、①リスク・経済価値アプローチ（金融資産に内包されるリスクと経済価値のほぼ全部が他に移転した場合に、当該金融資産のバランスシートからの消滅を認識する方法）と、②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、移転した当該構成要素の消滅と、留保される構成要素の存続を認識する方法）がある。上記の意見書は、このうち②の財務構成要素アプローチを採用した。

そのうえで、上記意見書は、オフバランス化を認めるための基準として、①譲渡された金融資産に対する譲受人の契約上の権利が、譲渡人およびその債権者から法的に保全されていること、②譲受人が、譲渡された金融資産の契約上の権利を、直接または間接に通常の方法で享受できること、③譲渡人が、譲渡した金融資産をその満期日前に買い戻す権利・義務を実質的に有していないこと、という3要件を示した。

一方、連結会計基準に関して、企業会計審議会は、97年6月6日公表の「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」を受け、98年10月30日、「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」を公表した。

これらにより、企業グループの経営・財政状態を企業会計に適切に反映させるため、連結の範囲に関して、支配力基準が導入された。特に、流動化に係るSPCに関しては、取引の実態に着目し、「SPCが、適正な価額で譲り受けた資産から生ずる収益を、当該SPCが発行する証券の所有者に享受させることを目的として設立されており、SPCの事業がその目的に従って適切に遂行されているときは、当該SPCに対する出資者および資産を譲渡した会社から独立しているものと認め、出資者等の子会社に該当しないものと推定する」とされた。

参 考 文 献

- 上記の各（注）で引用した文献のほかの主なもの、および、本稿に先行する拙稿として、以下のものがある。
1. 日本資産流動化研究所『平成10年度資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』（3分冊），99年5月
 2. 日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. V（99年3月）所収各論文
 3. 高橋正彦「英国の金融規制改革と証券化の現状について」，日本資産流動化研究所『S F I 会報』第17号（97年12月）
 4. 高橋正彦「貸出債権証券化とイングランド銀行」，日本資産流動化研究所「資産流動化研究」Vol. IV（98年3月）
 5. 高橋正彦「英国における証券化と規制・監督—金融サービス法とイングランド銀行—」，日本証券経済研究所『証券経済研究』第13号（98年5月）
 6. 高橋正彦「債権流動化・証券化と倒産法制の見直しについて」，日本資産流動化研究所『S F I 会報』第19号（98年6月）
 7. 高橋正彦「債権流動化促進 リスク軽減へ倒産法整備」，『日本経済新聞』98年6月30日，「経済教室」
 8. 高橋正彦「証券化は『魔法の杖』ではない」，『論争東洋経済』98年7月号

（注31） 前述した「新しい金融の流れに関する懇談会」の論点整理では、「縦割り型の業法中心の法体系を見直し，市場メカニズムや金融取引の参加者の自己規律を前提とした利用者本位の法制・ルールとしていくことが，多様なイノベーションを促すことにもなり，円滑で効率的な金融取引と十全な利用者保護を図るためにも重要である」と述べられている。

また，金融審議会では，98年10月の総会において，21世紀の金融取引やサービスのあり方を検討課題のひとつとすることが決定され，98年12月には，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，いわゆる金融サービス法を視野に入れた検討のための部会が設置され，前述の論点整理を叩き台とする議論が開始された。

金融サービス法構想と資産流動化・証券化との関連について，金融法の専門家の間では，例えば，証券取引法の再構成をめぐる，かつての「幅広い有価証券概念」論との相違や，集団投資スキームに対するルールとの関連といった視点から，若干の議論が行われている（「座談会 金融サービス法への展望と課題」，『金融法務事情』No.1535（99年1月）を参照）。ただ，現状では，この点に関し，論者の間でコンセンサスが形成されているとはいえない。

なお，金融サービス法の有力なモデルとして挙げられることが多い英国における証券化に対するルールに関して，高橋正彦「英国における証券化と規制・監督—金融サービス法とイングランド銀行—」，日本証券経済研究所『証券経済研究』第13号（98年5月），および，高橋正彦「貸出債権証券化とイングランド銀行」，日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. IV（98年3月）を参照。

（注32） 国民生活審議会の消費者政策部会は，99年1月，「消費者契約法（仮称）の制定に向けて」と題した最終報告書をまとめた。同法は，消費者契約に関する業界横断的な共通ルールであり，既存の製造物責任（PL）法と並ぶ消費者保護法の両輪として，基本法である民法と個別業法の間位置付けられるものである。

上記の最終報告書は，こうした消費者契約法の骨格を示すとともに，消費者取引に関する紛争処理制度など，同法の実効性を確保するための方策も提示した。しかし，産業界のなかには，同法に対する疑問の声が少なくないこともあり，当面，同法案の国会提出は見送られた。

金融商品・サービスをめぐる消費者保護に関しては，消費者契約法が個別既存法上のルールをどのようなかたちで集約していくのかに加え，もう一方の市場横断的立法である金融サービス法とどのように交錯していくのかについても，現時点では，明確な展望が示されているとはいえないように思われる。この点に関しては，今後とも十分に議論を尽くしていくことが必要であろう。

9. 高橋正彦「特定債権法をめぐる諸問題」,
リース事業協会『L E A S E』99年2月号
10. 高橋正彦「新段階を迎える資産流動化」, 日
本経済研究所『日経研月報』99年3月号
11. 高橋正彦「債権流動化とリーガル・リス
ク」, 『証券経済学会年報』第34号(99年5
月)