

# 証券化取引における倒産隔離に関する論点整理

## Summary of Issues on Bankruptcy Remoteness in Securitization Transactions

高橋 円香

### 〈論文要旨〉

本論文では、資産の証券化スキームにおける「倒産隔離」に焦点を当て、これに係る議論の論点を整理するものである。ある資産を譲渡する形で証券化する場合、当該資産の譲渡性の確保・証券化資産としての独立性の確保および受け皿となるピークルであるSPCの独立性の確保のために「倒産隔離」措置が取られる。この措置をめぐっては証券化取引が登場した1990年～2000年代にかけて、証券化対象資産の原所有者すなわち「オリジネーター」の倒産事例においてその担保物件としての認定に関して様々な議論がなされた。

筆者は倒産隔離の問題を過去幾度にわたって会計制度、とりわけSPCの連結基準と証券化対象資産のオフバランス規定に関連させその制度理論を検討してきた。そこでの結論は司法判断の俎上に挙がりながらも明確な見解がなされてこなかった倒産隔離に代表されるような、証券化取引のリスク管理の補助的役割を会計制度が担っているというものである。

そこで本論文では日本における倒産隔離をめぐる議論の論点を整理するため、これまでの筆者の研究の再整理とともに、日本リースの事例を取り上げ、今後の証券化取引のかかる会計制度に係る問題の前提論点の整理としたい。

### 〈キーワード〉

資産証券化、Special Purpose Company (SPC)、オリジネーター、倒産隔離、真正売買性

## 1. はじめに

本論文では、資産の証券化スキームにおける倒産隔離に焦点を当て、これに係る議論の論点を整理するものである。ある資産を譲渡する形で証券化する場合、当該資産の譲渡性の確保・証券化資産としての独立性の確保・受け皿となるピークルである特別目的事業体 (Special Purpose Company-SPC) の独立性の確保のために倒産隔離措置が取られる。この措置をめぐっては

証券化取引が登場した1990年～2000年代にかけて、証券化対象資産の原所有者すなわち「オリジネーター」の倒産事例においてその担保物件としての認定に関して様々な議論がなされた。

筆者はこの証券化における倒産隔離の問題を過去幾度にわたって会計制度、とりわけSPCの連結基準と証券化対象資産のオフバランス規定に関連させその制度理論を検討してきた（高橋円香2007、同2015、同2019）。そこでの結論は曖昧な、すなわち司法判断の俎上に挙がりながらも明確な見解がなされてこなかった倒産隔離に代表されるような、証券化取引のリスク管理の不十分さへの補助的役割を会計制度が担っているというものである。

そこで本論文では日本における倒産隔離をめぐる議論の論点を整理するための端緒として、これまでの筆者の研究の再整理とともに、日本リースの事例を取り上げ、今後の証券化取引にかかる会計制度に係る問題の前提論点の整理としたい。

## 2 倒産隔離概論

### 2.1 倒産隔離

倒産隔離とは、「関係当事者の誰かが倒産しても、投資家にあらかじめ定められたとおりのキャッシュフローが支払われ、元金利息の償還が確実に行われることをスキーム上担保することを意味する」（不動産証券化協会2009、16）。資産の証券化においては、資産のみの信用力で資金調達を行う手段であるから、「オリジネーターやビークルそのものの倒産による直接の影響を排除することが求められる」（不動産証券化協会2009、16）ものであり、証券化において「倒産隔離が絶対的要件の一つ」（小林2002、16）となっている。証券化事業において、倒産隔離がなされずにオリジネーターが倒産した場合、原資産の譲渡が売買ではなく担保として認識され、オリジネーターの破産管財人等が対象不動産を差し押さえることになり、SPCは利払い、配当、元本償還のための原資を失うことになってしまう。加えてこのような原資産は、危険性の観点から証券化の対象には不向きな資産となり、幅広く資金を調達することが困難になってしまうのである（佐藤2005、91）。

この倒産隔離について、小林氏は著書のなかで以下のように述べている（小林2002、8）。

投資家が資産の信用力に基づいて投資している以上、オリジネーターの倒産手続に巻き込まれない基準、すなわち、倒産隔離の基準が明確化され、そのリスクを計算できることが必要です。

（中略）

しかし、倒産隔離の基準については、立法どころか判例も集積されておらず、基準についての議論自体、筆者の論考を含めごくわずかしが存在しません。倒産隔離の基準について一応のコンセンサスも出来ていないわが国の現状では、その不明確さのリスクが資産流

動化のコストにはね返り、関係者全体の負担になってきています。

つまり、資産の流動化・証券化事業における倒産隔離に係る明確な基準が存在しておらず、倒産隔離をめぐる議論も少なく、さらに司法による判断もなされていないという現状にある。現時点においては、資産の流動化・証券化事業におけるオリジネーターからSPCへの資産譲渡が売買取引であるか否かという判断は、解釈論に頼らざるを得ない（小林2002、9）状況になっているのである。

さらに現状の議論状況について松下は以下のように評している（松下.2005、273-274）。

倒産隔離については、わが国では立法や裁判例による基準の確立がなされておらず、特定債権法施行以降のここ10年来、資産流動化を専門とする法律家や実務家を中心に、アメリカにおけるtrue saleをめぐる議論を参考にして、取引に含まれる売買の要素と担保的要素を総合的に検討し判断しようという取組みが行われてきた。これに対し、最近では、オリジネーターの破綻事例の発生による関心の高まりもあって、アメリカ法の下でのtrue saleをめぐる理論を直輸入するような問題設定は適切でないとの認識が、倒産法を専門とする学者を中心に表明されるとともに、倒産法に関するわが国の判例・学説の集積を踏まえて検討を加える論稿が多く発表されるようになった。

このように、倒産隔離をめぐる議論は倒産法上の議論が中心であることが明白である。こうした法学的見地による議論をもとに、こと会計においては、オリジネーターからの対象資産のオフバランス規定を見ていく必要があると考える。

## 2.2 倒産隔離3つのスキーム

小林.2002.では倒産隔離のファクターの一つとして、SPCの独立性の確保をあげている（小林2002、27）。SPCの資本金はオリジネーターが負担しているのが実状であり（小林2002、25）、これを排除すること、すなわちオリジネーターの支配力の排除（小林2002、25）が必要であると述べている。

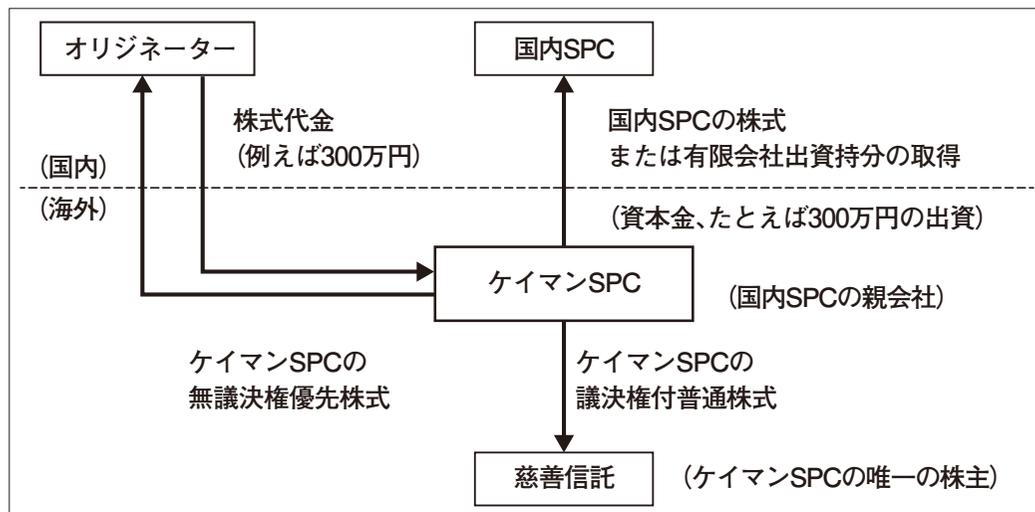
SPCの独立性を確保するために、証券化において実務上利用されているスキームが「倒産隔離スキーム」である。その仕組みは佐藤.2005.によれば、いかにSPCの資本について“親子の縁を切るか”であり、法律的な工夫により“子会社であって子会社でない”“親（会社）のない子（会社）”を作り出すことであるとされている（佐藤2005、92）。具体的には、「①海外のケイマンSPC・慈善信託等、②国内の有限責任中間法人、③資産流動化法による特定持分信託」を利用した3つのスキームがとられている（佐藤2005、92）。以下では、これら3つの倒産隔離のスキームがどのような仕組みによってオリジネーターの支配力を排除しているのかをみていく。

## 2.2.1 ケイマンSPC・慈善信託スキーム

このスキームは資産の証券化においてその利用が通例であり（佐藤2005、93）、これまでの実績として最も利用頻度の高い（不動産証券協会2009、18）スキームである。

まず、ケイマン諸島において現地弁護士がSPCを設立する。そのSPCの議決権付普通株式を信託会社に譲渡し、信託会社は宣言信託<sup>1</sup>という仕組みを使いその株式を慈善団体を受益者とする「慈善信託」に設定する。「信託期間が満了すると慈善団体に残余財産を寄付する」という慈善信託に基づき、議決権株式の形式的な所有者は慈善団体となり、オリジネーターと無関係の最終受益者が生まれることになる。オリジネーターはこのケイマンSPCが発行する無議決権優先株式を取得し、この株式払込代金をもってケイマンSPCは日本に設立する国内SPCの資本に出資する。日本につくられる国内SPCはケイマンSPCの100%子会社という形になり、結果オリジネーターとの資本関係は生じないことになる。

図表1 ケイマンSPC+慈善信託スキーム概念図



出所) 佐藤 2005、94. より筆者作成。

## 2.2.2 有限責任中間法人スキーム

有限責任中間法人は「基金の拠出者と議決権を有する社員とが、法的に分離している」(永井・さくら総合事務所2005、82)という制度に着目され利用されている。すなわち、オリジネーターが基金の拠出者になったとしても議決権を持つ社員をオリジネーターとは全く関係の無い者にすることが出来るのである。この特徴によって有限責任中間法人スキームでは、ケイマン

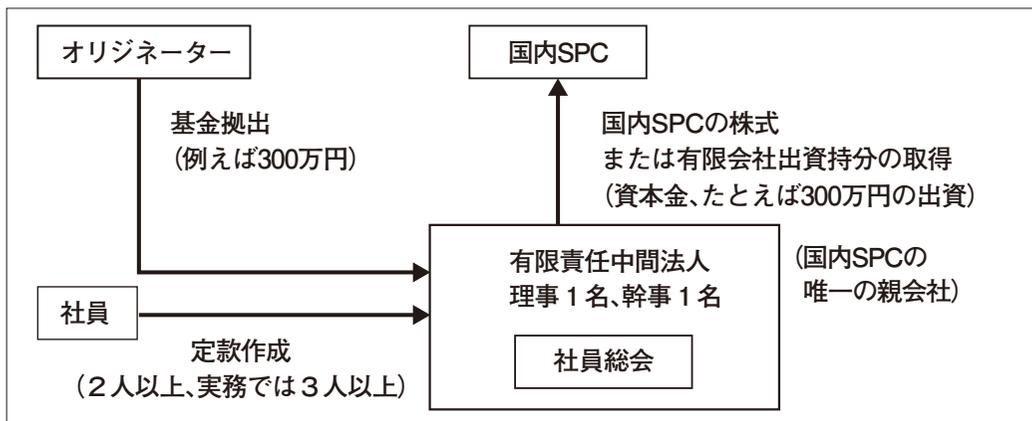
<sup>1</sup> 英米法特有の仕組み。財産を持っている者が自分を受託者として信託を設定する。日本では、信託譲渡によって信託設定する方式しか認められないのに対し、宣言によって信託設定する“宣言信託”が認められる。

SPC + 慈善信託スキームにおける慈善信託の役目を、基金の拠出者でない社員が担うということになるのである。

中間法人とは、2001年6月に成立した中間法人法に基づき「社員に共通する利益を図ることを目的とし、かつ剰余金を社員に分配することを目的としない社団」(中間法人法第2条1)である。そもそも、中間法人制度とは、法人格を取得することが出来なかった、同窓会、親睦団体などの公益を目的としない非営利の団体について、不動産登記や内部紛争、団体の債権者保護の問題から、その法人格の必要性が求められていたことにより成立した制度である(高中.2002、3)。

有限責任中間法人スキームの具体的な仕組みは、オリジネーターが有限責任中間法人の基金を拠出し、オリジネーターと無関係の2人以上の社員(通常は会計士、弁護士、司法書士、などのコンサルタント等が多い(小林2002、95))が有限中間法人を運営する形になる。機関としては社員総会、各々一人以上の理事、監事が置かれる。オリジネーターは基金の拠出をするのみであり、拠出者と社員との分離が可能である有限責任中間法人においては、オリジネーターが社員でなければ、同法人への議決権への影響はなく、また、オリジネーターが同法人の理事または監事でなければ、業務執行・意思決定にも影響は持たないということになり、オリジネーターとの関係が遮断されるという仕組みになっている。

図表2 有限中間法人スキーム概念図



出所) 図表1に同じ

### 2.2.3 特定持分信託スキーム

この特定持分信託とは、資産流動化法で認められた制度であり、「日本型慈善信託」(佐藤2005、96)ともいわれる制度である。TMKに係る持分(=「特定持分」<sup>2)</sup>)を信託会社に信託す

<sup>2</sup> 特定目的会社に対する出資であって、特定目的会社を設立する発起人が当該特定目的会社の設立の際に払込みを行った出資(SPC法第2条6)をいう。

るというものであるが、このスキームの特徴は、特定持分を信託する際に、社員総会の決議を必要としないこと（SPC法第33条1）、信託委託者はその信託受託者に指図が出来ないこと（同法第33条2の四）、委託者・受託者は信託期間中（同法第31条の二2項二では資産流動化計画期間中と定められている）に信託の変更を行なわないこと（同法第33条2の五）を条件としていることである。持分を信託会社に信託することで、ケイマンSPC＋慈善信託スキームにおける慈善信託と同様の効果が得られ、オリジネーターの影響を排除することが出来るとされている（不動産証券協会2009、18）。

しかしこの特定持分信託スキームは、「特定持分権者の有する議決権行使の重い責任を負うには、その報酬との関係で割が合わない（佐藤2005、97）」との理由で、実務上使用された例はあまりみられない。

### 2.3 倒産隔離スキームの問題点

以上のような倒産隔離スキームについて、いくつかの問題点が指摘できる。まずケイマンSPC＋慈善信託スキームについては、同スキームを利用する理由が日本の法規制を逃れるためのものであって、脱法行為ではないかという指摘（永井・さくら総合事務所.2005、9）が存在する。また有限責任中間法人スキームについても、資産の証券化への利用は「立法趣旨とは異なる」ものであるなどの指摘がある（永井・さくら総合事務所.2005、84）。加えて中間法人制度自体が行政改革の一環として施行された2008年一般社団・財団法人法<sup>3</sup>により廃止され、現在では有限責任中間法人はそのまま一般社団法人に移行している。つまり、証券化事業における倒産隔離のためのスキームについて、真に適切なスキームが現在のところ存在しているとはいい難い状況にあることが指摘できる。

証券化においては真正売買を確保するために、会計におけるオリジネーターからの対象資産のオフバランス規定や譲渡先であるSPCを子会社としないSPC連結に係る例外規定がその不確定さを保証しているのではないかと推察される。

## 3 日本リース事件

### 3.1 日本リース事件概要

以下では、証券化取引においてオリジネーターの倒産事例として挙げられる日本リースの事例をその概要と課題について、高橋正彦.2015および松下.2005をもとにみていく。本件は、資産担保証券<sup>4</sup>(Asset Backed Securities -ABS)のオリジネーター破綻事例として実質的に初のケースであり、わ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

<sup>3</sup> 『一般社団法人及び一般財団法人に関する法律』（平成十八年六月二日法律第四十八号）

<sup>4</sup> 商業用不動産担保ローンや住宅ローン、自動車ローン、リース、クレジットカードなどに関する貸付金債権などの資産を裏付けとして発行される証券をいう。

なったものである（高橋正彦.2015、268）。

日本長期信用銀行の関連ノンバンクである株式会社日本リースが、1998年9月27日、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30日、更生手続開始決定がなされた。日本リースは1992年からリース物件の証券化、1994年からリース債権の証券化を行っており、子会社の日本リースオートも10本のABSのオリジネーターとなっていた。

ABSスキームとしては、

- ①特定債権法<sup>5</sup>上のSPCである特定債権等譲受業者にリース債権を譲渡し、同譲受業者が国内でABSを発行したもの（同法上の資産担保型証券）
- ②同譲受業者にリース債権を譲渡し、組成された小口債権を海外SPCに譲渡し、同SPCが海外でABSを発行したもの（譲渡方式債権リパッケージ型）
- ③リース債権を信託銀行に信託し、優先受益権を海外SPCに譲渡し、同SPCがABSを発行したもの（信託方式小口債権（信託受益権）リパッケージ型）

であった。いずれも、格付機関から最上位格付けのAAAを取得していた。日本リースおよび日本リースオート同社の負債総額は約2兆3000億円に上り、わが国では最大規模の会社更生事件となった。

更生手続における実務的な最大の問題点は、1人の債務者（顧客）に対するリース料債権の中に、ABSを組成するリース料債権とそれ以外のリース料債権が混在していたために、ABSの債務者だけに通知することはその後のリース料の支払いなどに混乱が生じることであった。具体的には、日本リース側では、膨大な数に上るリース債権の債務者（顧客）のうち、ABSを組成するために譲渡されたリース債権の対象顧客と、それ以外の顧客とを、短時間のうちに分別して、適切に通知し分けることが困難な状態にあり、それを受け保全管理人は、全顧客に対し、「従来どおり当社名義の口座に支払うよう」と依頼する通知を発出した。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位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のである。

この間、本件ABSの関係当事者による協議が行われその結果、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・サービサー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（公正手続きによらないで管財人から随時弁済が受けられる債権であり再生計画に基づかず、いつでも任意に弁済を受けられるもの（安藤.2004、325））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

<sup>5</sup> 『特定債権等に係る事業の規制に関する法律』（平成四年六月五日法律第七十七号）平成十六年廃止

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。

このように若干のバックアップ・サービサーから、流動化スキームに従いリース契約の債務者宛に回収業務を行うサービサー交代の通知がなされ、バックアップ・サービサー業務を行うとしたが、保全管理人側は、倒産隔離と真正売買性を争わないほうが会社再建については好ましいという判断に立っていた。これは、会社再建のために従来通りの営業を継続することが不可欠であり、リース料債権の回収低下を防いでサービサー業務による収益を雇用確保につなげ、かつ、担保であると主張して真正売買性を否定することは、流動化スキーム自体の社会的信用を失うことになって好ましくないと考えたからである。また、特定債権法に基づく公告により債務者も含めた第三者対抗要件が具備され、契約書でも真正売買性を示す文言が明確にあり、日本リースはサービサーになる以外はリース料債権に対して支配権を持たないことが規定されていたことから、リース料債権の譲渡については、総合的な判断として真正売買として処理された。具体的には、関係者間の協議により、日本リースが従来の口座振替網維持によりサービシング業務を継続することが顧客の混乱を防ぎ、回収リスクの増大を避けられるという結論になった。

### 3.2 日本リース事件の評価

高橋正彦.2005.では日本リース事件について、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デフォルトが発生し、投資家が実担を被るという、ハードランディングが回避されたことの意味が大いにあること、第二に和解の前提として、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こと、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、重要な意味があると評価している。

## 4 論点整理と今後の研究課題

以上みてきたように、資産証券化取引において、倒産隔離措置は取引に関連する当事者にとって取引にかかるリスクを最小限に抑えるためにも必要不可欠な措置であり、取引の信頼性にも寄与する重要なものであることがいえる。

日本リース事件について、真正売買性や倒産隔離に係る具体的な議論はなされていないが、それをカバーしうる対応がとられたことが証券化取引の崩壊を回避し、日本における証券化取引黎明期におけるある種の見本となったといえる。すなわち資産証券化取引において倒産隔離措置の徹底が必要不可欠であることを裏付ける事例となったものといえる。

筆者はこの証券化における倒産隔離の問題を過去幾度にわたって会計制度、とりわけSPCの連結基準と証券化対象資産のオフバランス規定に関連させその制度理論を検討してきた（高橋

円香2007、同2015、同2019)。そこでの結論は曖昧な、すなわち司法判断の俎上に挙がりながらも明確な見解がなされてこなかった倒産隔離に代表されるような、証券化取引のリスク管理の不十分さへの補助的役割を会計制度が担っているというものである。

高橋円香.2019.では下記のようにその関係性を整理した。

会計においてはSPC連結規定と原資産のオリジネーターの貸借対照表上からのオフバランス規定の取り扱いが重要となる。SPC連結規定によって、オリジネーターと原資産の譲渡先であるSPCとの親子会社性が否定され、さらには非連結がオフバランス規定の条件の一つにもなっている。この規定は、先にあげた証券化における②仕組み関与する各当事者の行為や破たんに係るリスク、すなわち証券化における「倒産隔離」をコントロールするためと解される。なぜなら倒産隔離の是非について明確な判断がなされていないからである。証券化における倒産隔離については1998年の日本リースの証券化事例および2001年のマイカルグループの証券化事例において問題となったが、いずれも判例として明確な判断がなされておらず、いまだ証券化取引の根本的問題として残されたままである。

本稿はこうした検討の前提としての倒産隔離概念の再確認と、事例研究として日本リースの事例を取り上げた。倒産隔離概念と会計の関係性を整理し、特定の取引における会計の意義・役割を検討し、そもそもの会計の意義との差異を分析することを今後の課題としたい。

#### [参考・引用文献]

- 安藤一郎.2004.『新しい倒産法入門』三省堂。  
 小林秀之.2002.『資産流動化の仕組みと実務－倒産隔離と近時の立法－』新日本法規。  
 松下政昭.2005.「資産流動化による資金調達多様化と滞納処分—国税徴収法からみた倒産隔離の基準—」『税務大学校論叢』48号、平成17年6月29日、272～413  
 永沢徹・さくら総合事務所.2005.『第3版SPC & 匿名組合の法律・会計税務と評価』清文社。  
 社団法人不動産証券化協会.2009.『不動産証券化ハンドブック2009-2010』。  
 佐藤一雄.2005.『不動産証券化の実践 完全版』ダイヤモンド社。  
 高中正彦.2002.『ガイドブック中間法人法』税務経理協会。  
 高橋円香.2007.「SPCの連結と倒産隔離」『明治大学大学院商学研究論集』第26号、平成19年2月、383-402。  
 ————.2015.「資産証券化における会計制度の位置づけに関する考察」『文京学院大学経営学部経営論集』第25巻第1号、平成27年12月、51-67。  
 ————.2019.「SPE会計基準における資産の認識中止と連結規定の対立」『会計理論学会年報』No.33、2019年8月、50-57。  
 高橋正彦.2015.『証券化と債権譲渡ファイナンス』NTT出版。

(付記) 本論文の「2 倒産隔離概論」は、高橋円香.2015.を加筆・修正したものである。