

SPC 法の改正と証券化の潮流

2000年5月23日、SPC法の改正案（資産の流動化に関する法律）が衆議院で可決され、公布日（5月31日）から起算して6カ月を超えない範囲内で施行される予定である。本稿では、当改正案の要点を概説し、急拡大しつつある資産担保証券（Asset-backed Securities: ABS）市場への影響と今後の展望について検討する。

1. SPC法の登場とその影響

我が国においては、幅広い資産を証券化できる導管体¹を法的に位置づける制度は、長年要望されながらも、なかなか実現されていなかった。しかし、住宅金融専門会社（住専）の不良債権処理問題を契機として、担保不動産や債権の流動化に関する総合的な対策が強く求められたこと、日本版金融ビッグバンを進める具体的な施策に関する論議においても、資産担保証券（ABS）市場整備のための法制度確立が提唱されたことから、1997年後半にSPC法案の方向性が急ピッチで議論されることとなった。

「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」、通称SPC法は、大蔵省が1997年9月に発足した「SPC法のあり方に関する懇談会」での論議（1998年2月に中間整理を公表）のあと、1998年3月に法案が衆参両院に同時上程、6月には成立・公布、9月に施行された²。

1) SPC法を活用した証券化商品の動向

SPC法が施行された1998年9月から2000年3月末までに、関東財務局に登録されたSPCは37件、そのうち不動産又は不動産の信託受益権を特定資産とするSPCは17件となっている。資産流動化計画に記載される上限額でみた資産対応証券（特定社債と優先出資証券の両方を指す）の発行額は、合計で約2.15兆円に達している。

特定資産のうちリース債権はSPC9件、発行上限額5,200億円と、特定債権法による流動化商品と同様、高いシェアを占めているが、99年末頃から不動産及び不動産の信託受益権

¹ 証券化商品を発行するうえで、二重課税（法人レベルの法人税と投資家レベルでの配当への課税）が回避されるような主体。証券化商品を発行するために資産を移転する器ともいえ、会社形態であれば、通常「特別目的会社」Special Purpose Company (SPC)と呼ばれる。

² SPC法案成立の過程と論点については、橋本基美「我が国における資産流動化を巡る法整備の動き」『資本市場クォーターリー』1998年春号参照。

■ 資本市場クォーターリー 2000年 夏

を特定資産とする SPC の設立が徐々に多くなっている。不動産関連 SPC の発行上限額は約 5,900 億円を占めている。具体的な不動産の種類別にみると、賃貸オフィスビル、賃貸マンション、銀行店舗、小売店舗などの他、アサヒビールの東京工場（大森海岸開発特別目的会社による証券化、証券発行額 400 億円）なども含まれており、かなり多様である。

これらの既存 SPC の中で、さくら銀行と三井海上火災保険が設立した「エス・エム・エー・シー」は、国内初のマルチセラー方式として、複数のオリジネーター（原資産保有者）からさくら信託銀行の信託勘定、そして SPC に金銭債権を集め（プール）、定期的に繰り返し特定約束手形（Asset-backed Commercial Paper: ABCP）を発行することを目指している（したがって、証券発行額の上限が 5000 億円と大きく設定されている）。

表 1 SPC 登録の状況（2000年 3月まで）

■ 関東財務局						
登録名	登録日	オリジネーター	特定資産	発行上限	計画期間	
1 高輪アパートメント	1998年 11月	森村産業、フォレストヴィレッジ	賃貸マンション	110 億円	7年間	
2 染井野エス・シー	1999年 1月	東急不動産	ショッピングセンター	90 億円	10年間	
3 マジェスティール・アセット・ファンディング	1999年 1月	NTTリース	リース料債権	500 億円	7年間	
4 オリコショップ	1999年 1月	オリエントコーポレーション	割賦債権	700 億円	7年間	
5 センチュリー・アセット・ファンディング	1999年 2月	センチュリー・リビング・システム	リース料債権	200 億円	7年間	
6 ネットワーク・キャピタル	1999年 3月	住友銀行	銀行店舗	440 億円	5年6ヶ月	
7 オリコショップ・シリーズ・ツー	1999年 5月	オリエントコーポレーション	ショッピングクレジット債権	600 億円	6年間	
8 ケイシープライム・アセットファンディング	1999年 6月	国内信販会社	オートローン債権	1,000 億円	10年間	
9 サンフラワー・ファンディング	1999年 6月	昭和リース	リース料債権	1,500 億円	20年間	
10 パシフィック・センチュリー・レディデンシャル・ワン	1999年 6月	シティ・ライト・デベロップメント他	賃貸マンション	160 億円	15年間	
11 エスシーエル・エンタープライズ	1999年 6月	住商リース	リース料債権	500 億円	8年間	
12 オラクルアルファ	1999年 6月	オリエントコーポレーション	オートローン債権	500 億円	7年間	
13 共同住宅証券化	1999年 6月	スタート	賃貸マンション	3 億円	7年間	
14 エムシーエル・ジャパン・ファンディング	1999年 8月	三菱オートクレジット	自動車クレジット債権	300 億円	6年間	
15 オリコショップ・バージョン・スリー	1999年 9月	オリエントコーポレーション	割賦債権	600 億円	6年間	
16 エス・エム・エー・シー	1999年 9月	未確定	指名金銭債権	5,000 億円	20年間	
17 スターキャピタル	1999年 9月	日本生命	賃貸オフィスビル	500 億円	50年間	
18 トロピカルホールディングス	1999年 9月	日本ビル・デベロップメント	賃貸オフィスビル	140 億円	11年間	
19 エス・ティー・ピー・エル・ファンディング	1999年 11月	住信リース	リース債権	1,000 億円	20年間	
20 エスシーエル・インターナショナル	1999年 11月	住商リース	リース料債権	400 億円	8年間	
21 ティーイー・ファンディング	1999年 12月	東芝クレジット	リース料債権	500 億円	10年間	
22 大森海岸開発	1999年 12月	アサヒビール	工場敷地	400 億円	12年間	
23 ネオパス川崎	1999年 12月	日本土地建物	賃貸オフィスビル	36 億円	12年6ヶ月	
24 ナカバヤシ	1999年 12月	個人	土地建物	0.35 億円	4年6ヶ月	
25 オラクルベータ	2000年 1月	オリエントコーポレーション	オートローン債権	500 億円	7年間	
26 ビーオーティーエル・アセット・ファンディング	2000年 1月	東銀リース	リース料債権	300 億円	8年間	
27 エフ・エル・エー・アセット・ファンディング	2000年 1月	富士通リース	リース料債権	300 億円	20年間	
28 エーシーエスカードファンディング	2000年 1月	イオンクレジット	カードクレジット債権	150 億円	8年間	
29 フォレスター	2000年 2月	ジャスコ他	建物	840 億円	31年6ヶ月	
30 ミレニアム・キャピタル	2000年 2月	第一生命	土地建物	500 億円	50年間	
31 ミレニアム・レジデンシャル	2000年 2月	三井不動産	分譲マンション	300 億円	5年間	
32 オリコショップ・リエス	2000年 2月	オリエントコーポレーション	指名金銭債権	600 億円	6年間	
33 ファンド・ワン	2000年 2月	三井不動産・住友生命	土地建物	900 億円	20年間	
34 オーキッド・プロパティーズ	2000年 2月	オーキッド・プロパティーズ	土地建物	450 億円	10年間	
35 ふそうファンディング	2000年 3月	東銀リース	自動車割賦販売債権	500 億円	7年間	
36 アーパニティーキャピタル	2000年 3月	日本生命	賃貸オフィスビル	500 億円	8年間	
37 レッドライオンズキャピタル	2000年 3月	安田生命	土地建物	550 億円	20年間	
合 計				21,569 億円		

■ 北海道財務局					
登録名	登録日	オリジネーター	特定資産	発行上限	計画期間
1 ニューズ高砂	1999年 8月	高砂興産	複合商業ビル	1.8 億円	6年間
2 ニューズフォレスト	1999年 12月	ニューズ不動産投資顧問	複合商業ビル	1.8 億円	10年間

注1：申請者の住所は、特定目的会社登記簿上の本店の所在地を記載することになっている。

（出所）財団法人民間都市開発推進機構「Real Estate Securitization」2000年 5月号

2) CMBS 市場を切り開いた SPC 法

SPC 法は、先行していたリース・クレジット債権を裏付けとした我が国の資産担保証券（ABS）市場に、証券化商品のキャッシュフロー源泉となる資産の種類の多様化という形で新たな一頁を開いた。また、それまで基本的には所有権の小口化と有価証券でない組合持分という形態で商品が組成されていた不動産証券化の分野に、有価証券としての商業不動産ローン抵当証券（Commercial Mortgage-backed Securities; CMBS）の市場が創設されたという点でも画期的である。事業法人を含む発行体の視点にたてば、企業全体の信用格付けが低下していたり、あるいは格付けは低下していないが多額の新規設備投資が求められるといったケースにおいて、使用している不動産を活用してセール・アンド・リースバック方式で機動的な資金調達を行うことが可能になった³。

一方、SPC 法の制定機運を急速に高めたのは、不良債権の担保不動産を処分・流動化するという政策意図であった。その点からすれば、これまで SPC 法上のスキームにより証券化されたのが、事業法人や生命保険会社の保有していた比較的優良な資産が中心であり、切迫した資金調達ニーズを有するケースも多いものの、銀行・ノンバンクの問題債権の最終処理に活用されているわけではない点は、若干思惑違いともいえる。

SPC 法については、運用段階になって問題点もいくつか指摘された。まず、資産流動化計画の登録を求められることにより証券発行のフレキシビリティが失われること、登録の事前審査に時間がかかること、資本金などのコストがかかること、などの点である。例えば、資産流動化計画の変更に関しては、現行法では、①変更の内容が軽微な場合、②一般投資者の保護に反しないことが明らかな場合であって、あらかじめ金融再生委員会の承認を受けたときしか、資産流動化計画を変更することができないとしていた。また、現行法では、資産流動化計画と別に、登録時に資産流動化実施計画（現行法第 6 条）が必要であり、総理府令・大蔵省令で定めるところにより、特定資産譲受け契約書案、管理委託契約の概要など、証券化に係る業務の具体的内容を記載することが義務づけられている。

また、いわゆるバンクラプシー・リモート（倒産隔離）の問題も指摘された。国内 SPC では、証券化のストラクチャーで一般に用いられる英米法上の慈善信託（チャリタブル・トラスト）に相当する仕組みがつくれず、オリジネーターの倒産リスクから SPC 社債への投資家を隔絶することができない。これによって社債発行時の格付けが影響を受けるため、実務上、海外 SPC を経由したスキームを組成せざるを得ないといわれている。

もうひとつの問題は、不動産の証券化を SPC で行う場合、不動産譲渡に係る課税が重いということである。現行の不動産税制では、SPC に資産を移転するときに、SPC に対して

³ セール・アンド・リースバック（資産を SPC に売却してバランスシートの資産の部から外すが、SPC からの賃借という形で使用は継続する）は、米国などでもしばしば用いられるファイナンス手法である。我が国の事例では、SPC が発行する劣後債や優先出資証券を購入する投資家層が十分でないためオリジネーターが保有せざるを得ない（オリジネーターが「完全な売却にたくない」願望を有するため意図的に保有するケースもあるという）ため、真正な売買とはみなされないケースがあるといわれている。

登録免許税・不動産取得税で譲渡額の4.5%が課税され、譲渡側にも譲渡益課税が生じる。この取得税制の問題は、今回の改正では対応が図られなかったところである。

2. SPC法の改正 ～「資産流動化法」の概要

次世代の金融サービスに関わる横断的なルールづくりを目指した金融審議会（大蔵大臣の諮問機関）では、第一部会内に「集団投資スキームワーキンググループ」を設置して、約10カ月間の検討を行った後、1999年12月21日に第二次中間整理を公表し、その中で投資信託法の改正とともにSPC法の改正について方向性を示した⁴。この答申が、今回の改正法に強く反映されている。

SPC法の改正法案は、投資信託法の改正法案と合わせて2000年3月17日に閣議決定され、その後、ともに5月23日に衆議院で可決・成立した。以下、主要な改正点を概説する。

1) 資産流動化の制度確立を目指す改正SPC法

改正法ではまず、金融危機に対応する特別法としての色彩が強かったSPC法の目的を「資産流動化の制度確立」という一般的・永続的な目標へと転換し、名称も「資産の流動化に関する法律」と改めた⁵。通称資産流動化法の第1条では、「特定目的会社または特定目的信託を用いて資産の流動化を行う制度を確立し、これらを用いた資産の流動化が適正に行われることを確保するとともに、資産の流動化の一環として発行される各種証券の購入者等の保護を図ることにより、一般投資者による投資を容易に」することを法の目的としている。

「資産の流動化」の定義については、「特定目的会社が資産対応証券の発行若しくは特定目的借入れにより得られる金銭をもって資産を取得し、又は信託会社若しくは信託業務を営む銀行その他の金融機関が資産の信託を受けて受益証券を発行し、これらの資産の管理及び処分により得られる金銭をもって」、借入・社債に対する債務の履行、優先出資証券に対する利益配当などを行う一連の行為、とされている（改正法第2条第2項）。

流動化対象となる資産（SPCで取得可能な資産）の種類も、現行SPC法においては①不動産、②指名金銭債権、③前2号に掲げるものを信託する信託受益権のみ、とされていたが、広く財産権一般へと拡大する。改正法第2条第1項では、「資産の流動化に係る業務として、特定目的会社を取得した資産又は受託信託会社等が取得した資産」を特定資産の

⁴ 集団投資スキームの解説と第二次中間整理の内容については、関雄太「日本版不動産投資信託の導入論議について」『資本市場クォーターリー』2000年冬号を参照。また投資信託法の改正については関雄太「運用対象を拡大する投資信託法改正案」『資本市場クォーターリー』2000年春号を参照。

⁵ 施行後5年を経過したのちにSPC制度について再検討を行うとしていた現行法の附則第2条は削除された。

定義としている。

ただし、SPCの資産取得には改正後も一定の制約があり、まず、民法上の任意組合契約の出資持分、商法上の匿名組合契約の出資持分、金銭の信託受益権、その他の総理府令で定めるものを取得することはできない（第151条第1項）。また、SPCは同一法人の発行済み株式または出資持分（どちらも議決権がある場合に限る）を、当該株式等の総数または総理府令で定める率を超えて取得・所有してはならない（同条第2項）。さらに、SPCの持分の過半数を有する法人の発行済み株式または出資持分を取得・所有してはならない（同条第3項）。

2) 簡素化される特定目的会社の設立

改正法では、特定目的会社の設立に際して、登録制を金融再生委員会への届出制に変更する（第3条1項、現行法第4条を削除）。この届出を「業務開始届出」と呼び、商号、営業所の名称及び所在地、役員の名指及び住所などを記載した届出書を提出し、定款、資産流動化計画、特定資産の譲受けに係る予約その他の契約関連書類を添付しなければならない（第3条2-3項）。特定目的会社の定款記載事項から資産流動化計画は除外される一方で、資産流動化計画について、すべての特定社員⁶の承認を受けなければならないこととなった（第6条）。資産対応証券の発行に先だって特定資産の取得等を行うときには、届出に係る事項のうち一定のもの（特定事項と呼ぶ。詳細は総理府令で定める）の記載を省略することができるものとした（第7条）。

資産流動化計画は、社員総会の決議によらなければ変更できない（第118条の2）。また、特定資産の内容と取得時期については、社員総会決議によっても変更はできない。

資産流動化計画の変更があった場合には、適切な期間内の届出が求められ（第9条）、同じ特定目的会社で新たな資産流動化計画に基づく資産流動化を行うときも同様に届出が求められる（第11条）。また、特定目的会社の特定資本の最低額は、300万円から10万円に引き下げられる（第19条）。

これらの改正は、運用実務上指摘されていたいくつかの問題点を解消し、利便性を高めようとの配慮からなされたものと見られる。

3) 特定持分信託の創設による倒産隔離の強化

特定社員による権利行使を制限するため、特定持分を社員総会の承認をうけないで信託することができるものとした（第31条の2）。その際、特定持分の信託に係る契約には、次

⁶「特定社員」はSPCの出資持分を有する者をいい、原則としていかなる場合にもSPCに関する議決権を有する（通常の場合、発起人が特定社員となる）。この他、SPCには、SPCが発行する優先出資証券に投資する「優先出資社員」が存在する。

に掲げる条件を付さなければならない（第31条の2第2項）。

- ①信託の目的が、特定目的会社の資産の流動化に係る業務が円滑に行われるよう特定持分を管理するものであること
- ②資産流動化計画の計画期間を信託期間とすること
- ③信託財産の管理について受託者に対して指図ができないこと
- ④委託者または受託者が、信託期間中に信託の解除を行わないこと。
- ⑤委託者または受託者が、信託期間中に信託財産の管理方法を変更しないこと

現行法では、実質面はさておき通常の場合特定社員が発起人となっており、特定社債発行時に、格付機関がSPCからオリジネーターが完全に倒産隔離しているとみなさない可能性がある点が論点となっていた。そこで、改正法では、特定持分の信託制度をつくって、SPC資産とオリジネーターとの隔離をより完全な形にすることにしたものである。

4) 優先出資社員の権利

優先出資証券の発行については、今回改正により商法の株式に関する規定の多くが準用されるようになり、時価発行（現行法では額面発行のみ）、消却・併合が可能（現行法では資産流動化計画終了時に消却が可能のみ）になったほか、単位未満優先出資制度が創設される（第37条、第38条の2、第48～49条）。また、優先出資社員の議決権は、改正により法定ではなくなり、現行法では優先出資社員の中核的な権利とされている取締役の選任・解任についても、議決権を当然には付与されないこととなる（現行第65条を削除）。

取締役の選任または解任を目的とする社員総会の招集については、定款でこれを請求できないようにすることが可能となる（第54条第3項）。同様に、取締役の選任・解任に関連する事項を社員総会の議題とできないように、定款で定めることも可能となる（第56条第4項）。

また、社員総会における優先出資社員のみなし賛成を認める規定が導入される。優先出資社員が社員総会に出席せず、かつ議決権を行使しないときは、当該優先出資社員はその社員総会に提出された議案について賛成とみなす旨を定款に定めることができる（第60条）。

従来、SPCにおける優先出資社員は、株式会社における優先株主よりは若干幅広い権利をもつものと理解されていたが、実質的にはいわゆる純粋投資家に近い存在であり、SPC自体も器としての機能しかもたないことから、経営・意志決定に関して投資家のガバナンスと手続を徹底するあまり、SPCを活用することのメリットが失われないようにする必要がある。また、現行法では、優先出資社員が社員総会を招集して取締役を解任し、意思に沿う者を取締役に就任させるなどの行為も可能ではないかとの指摘があり、SPCの安定性を強めるとの配慮もあったようである。

なお、資産流動化計画違反について、社員等に社員総会決議の取消訴権と取締役の行為

差止請求権が付与される（第61条の2、第76条の2）。

5) SPC の業務

特定資産の管理及び処分に係る業務については、原則として信託会社等に信託しなければならない（第144条）。現行の第144条では、(a)当該SPCに当該資産を譲り渡したものの、すなわちオリジネーターと、(b)当該資産の適正な管理処分に足る財産的基礎及び人的構成を有するものが管理処分に携われる、としているが、この役割を原則的には信託銀行に担わせるということになる。ただし、(a)不動産、(b)指名債権、(c)その他登記等により第三者対抗要件を備えるもののうち総理府令で定める資産、については、現行法同様、オリジネーターもしくは当該資産に対して適正な管理能力を有するものも、管理処分を受託することができる（第144条4項）。

資産対応証券の募集等⁷に係る業務について、特定目的会社の取締役または使用人が行うことを禁止する（第150条の2）。一方で、特定資産の譲渡人（オリジネーター）が、金融再生委員会への届出により資産対応証券の募集等の取扱いを行うことができるようになる（第150条の3～第150条の4）⁸。

6) 緩和されるSPCの借入制限

SPCは、特定資産を取得するために必要な資金を、①資産流動化計画において借入限度額を定め、②その借入先が銀行その他総理府令で定めるものである場合に、借り入れることができることとなった（第150条の6）。

また、資産流動化計画に定めるところにより「転換特定社債」「新優先出資引受権付特定社債」も発行可能となる（第113条の2～第113条の5）。前者については株式会社における転換社債に関する商法の関連規定が、後者については新株引受権付社債に関する商法の関連規定が、それぞれ準用される。

現行法では、SPCは原則として資金の借入はできないとされており（現行法第151条）、資産対応証券発行までのつなぎ資金など、限定的に借り入れが許されるにすぎなかった。改正法の施行後は、いわゆるパーマネントの資金調達手段として、社債の他に融資を受けることも可能となり、SPC社債の発行規模や発行市場の動向などを考慮しながら、融資・社債の両方で資金調達を構成することも行われるのではないかと考えられる。

なお、現行法第112条では、SPCの特定社債権者には一般担保権を認めている。すなわち、社債権者は当該SPCの財産について、他の債権者に先だって自己の債権の弁済を受ける権

⁷ 証券取引法第2条第3項に規定する有価証券の募集または有価証券の私募を指す。

⁸ 募集等の取扱いを行う譲渡人には、証券取引法における取引報告書の交付（証取法第41条）、不正取引の禁止規定（同第42条など）、損失補填禁止規定（同第42条の2）などが準用される。

利があり、これは民法にある一般の先取特権に次ぐ優先順位である。改正法では、上記の借入に関する緩和を考慮し、現行の第112条第1項に「ただし、資産流動化計画をもって別段の定めをすることを妨げない」との但書を付加している。

7) 信託型スキームの導入～特定目的信託制度の創設

「特定目的信託」とは、資産流動化法に基づいて設立された信託であって、資産の流動化を行うことを目的とし、かつ、信託契約の締結時において委託者が有する信託受益権を分割して複数のものに取得させることを目的とするものをいう（第2条12項）。特定目的信託による資産流動化に関する基本的事項を定めた計画を「資産信託流動化計画」と呼ぶ（現行SPC制度の資産流動化計画に相当、同条第13項）。特定目的信託制度の概要は下記のとおりである。

(1) 届出と特定目的信託契約

特定目的信託の受託者である（受託信託会社）は、資産信託流動化計画等を金融再生委員会に届け出て、特定目的信託契約を締結することができる（第164条）。特定目的信託契約は、SPCで定款にあたるものであり、①特定目的信託たる旨、②資産信託流動化計画、③原委託者の義務に関する事項、④受託信託会社に対する費用の償還および損害の補償に関する事項、⑤信託報酬の計算並びにその支払方法に関する事項、⑥公告の方法などを定めなければならない（第168条）。資産信託流動化計画には、①信託契約期間に関する事項、②特定資産の内容や価額に関する事項、③受益権に関する事項（利益処分など）、④特定資産の管理及び処分に関する事項、⑤受託信託会社が行う資金借入等に関する事項などを記載しなければならない（第165条）。

(2) 受益権の譲渡と権利者の権利

特定目的信託の受益権は、受益証券をもって表示しなければならず、したがって、発行証券も受益証券1種類のみが認められる（第173条1項）。受益権の譲渡は可能だが、記名式の受益証券については、特定目的信託契約において適格機関投資家⁹以外へのものへの譲渡を制限することができる（第172条）。

特定目的信託の受益者及び委託者の権利は、権利者集会のみがその決議により行使できることとする（第179条）。権利者集会は、1/1000以上の元本持分を有する受益証券の権利者の中から、1人または数人の代表権利者を選任し、重要事項以外の権利行使を委託できる（第193条）。すなわち、権利者集会において代表権利者を選任した場合には、代表権利者に属する受益者の権利は、代表権利者のみが行使できることとなる（第195条第1項）。

⁹ 証券取引法第2条第3項第1号に規定する有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として大蔵省令で定めるものを指す。

代表権利者がいない場合には、受託信託会社等は特定信託管理者を選任することができる（第 199 条）。その他、権利者集会等に関する規定は第 182 条～第 192 条にまとめられている。

実務上、どのように権利者集会が運営されるかは、現時点では明確に想像がつかないところではあるが、権利者集会に係るコストなどを考慮して、代表権利者や特定信託管理者が選任されるケースが多くなるのではないかと考えられる。

なお、受託信託会社等が法令又は特定目的信託契約に違反する行為を行い、これにより信託財産等に損害が生じる可能性がある場合においては、各受益証券の権利者は、権利者集会の権限を定めた第 179 条の規定にも関わらず、受託信託会社等に対する差止を請求することができる（第 201 条）。また、受益証券の権利者には、信託財産の管理方法の変更請求権も付与される（第 202 条）。

（3）受託信託会社等の権利・義務など

受託信託会社等は受益証券の権利者のために、忠実義務及び善管注意義務を負うこととなる一方、信託財産のために負担した公租公課など費用に対する償還請求権、信託報酬請求権などを有する（第 219 条、第 220 条）。また、信託財産が不動産である場合などを想定し、管理または処分に係る業務を適正な遂行能力を有するものに委託することもできるとした（第 223 条）。

特定目的信託の受益証券の引受に関しては、受託信託会社等は、受託者の利益享受の禁止規定（信託法第 9 条）にも関わらず、特定目的信託契約の定めに従い、固有財産により証券業の業務である有価証券の引受行為（証券取引法第 2 条第 8 項第 4 号）を行うことができるものとした（第 224 条第 1 項）。この場合において、受託信託会社が受益証券の全部を取得したときには、相当の時期に処分しなければならない（同条第 2 項）。

また、特定目的信託の原委託者（オリジネーター）は、あらかじめ金融再生委員会への届出によって、受益証券の募集等の取扱いをすることができる（第 225 条）。これは SPC スキームで特定資産の譲渡人が募集等の取扱いをできるのと同様である。

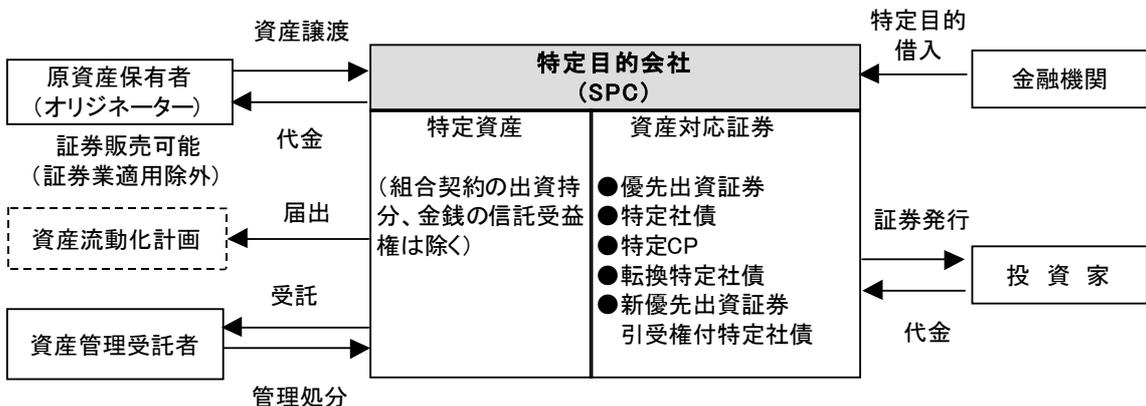
この他、受託信託会社等は、毎年一回、特定目的信託の信託財産について財務諸表と管理運用に係る報告書を作成しなければならない（第 203 条～第 207 条に計算書類、閲覧に関する規定）。

（4）特定目的信託の影響

特定目的信託制度の創設は、特定債権法に基づく債権流動化のうち信託方式が大部分を占めていることなどに鑑み、信託という証券化のためのビークル（器、導管体）を位置づけることを狙ったものと考えられる。流動化される資産が不動産であるとき、取得時にかかる登録免許税・不動産取得税の問題から、不動産を先に信託し、信託受益権を SPC に売却するという形ですでに信託が活用されていたことを考えると、改正法の施行後には特定目的信託も相当活用されるとみてよいであろう。ただし、会社型スキームによる従来の SPC

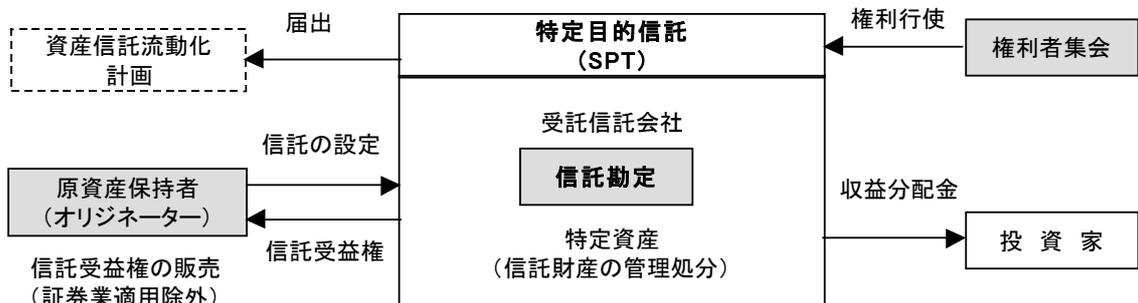
制度においても、優先出資証券が発行可能であり、改正法施行後に借入れも認められることから、資金調達の柔軟さ・多様さという点でメリットはある。

図1 特定目的会社制度の仕組み



(出所) 大蔵省資料より野村総合研究所作成

図2 特定目的信託制度の仕組み



(出所) 大蔵省資料より野村総合研究所作成

3. 今後の展望

1) 活発化する資産担保証券（ABS）発行

SPC 法の改正で予想される影響の第一は、ABS 市場のさらなる活性化が期待されるということである。

我が国における本格的な ABS 市場は、1993 年 6 月の特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）の施行によって、ノンバンクの所有するリース・クレジット債権の流動化という形で幕開けし、1996 年 4 月から追加された「資産担保型証券方式」によって、証券取引法上の有価証券である社債（ABS）及び CP（ABCP）も発行可能となった。特定債権法による流動化商品発行実績を振り返ってみると、1998 年度までの資金調達総額は 9.5 兆円を超えており、SPC 法方式によっても流動化が可能になった 1999 年度を除き、この数年の間に非常に活発化してきたことがわかる。1998 年 10 月に施行された債権譲渡特例法（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）¹⁰、1999 年 2 月に施行されたサービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法）¹¹、1999 年 5 月に施行されたノンバンク社債法（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）など法的環境の整備も、我が国 ABS 市場の成長に寄与しつつあるといえよう。

これに対して、SPC 法による証券化商品は、まだ 2 兆円前後しか発行されていないが、施行後まだ 1 年半しか経過していない時点での実績であり、かなりの急発進である。この他に、海外に設立する SPC を活用した証券化商品なども組成されており、我が国において広義の ABS 市場規模は順調に成長しているといえるだろう。

今後、連結会計・時価会計に関する制度変更などをにらんで、企業における資産効率の向上ニーズはより高まることが予想されている。したがって、潜在的に流動化の可能性がある資産量は依然として大きく、SPC 法の利便性が高まることによって、我が国の証券化市場のすそ野はさらに拡大していくのではないかとと思われる。不良債権の担保不動産については、大部分がキャッシュフローを生み得る資産になっていないと言われていることなどから、格付けを取得した SPC 社債という形態で証券化されるケースは限定されよう。

¹⁰ 債権譲渡特例法の概要については、橋本基美「我が国における資産流動化を巡る法整備の動き」『資本市場クォーターリー』1998 年春号参照。

¹¹ サービサー法の概要については、飯村慎一「日米のサービサーについて」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号参照。なお、サービサー業の営業を認められた会社（2000 年 4 月末までに 33 社が設立されている）の名称などは、法務省のホームページ（<http://www.moj.go.jp/>）で確認することができる。

表2 リース・クレジット債権流動化の状況

(単位:件、億円)

年度	信託方式		譲渡方式		組合方式		資産担保型証券		合計		
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	
リース債権	94	NA	1,206	NA	1,712	0	0	-	-	NA	2,918
	95	77	1,393	74	1,935	4	58	-	-	155	3,386
	96	237	5,183	99	2,283	7	176	8	585	351	8,227
	97	562	13,628	178	7,102	0	0	17	2,032	757	22,762
	98	910	23,621	153	4,589	0	0	19	2,648	1,082	30,858
	99	633	16,921	87	2,643	0	0	7	1,315	727	20,879
リース物品	94	NA	359	0	0	0	0	-	-	NA	359
	95	12	324	0	0	0	0	-	-	12	324
	96	12	290	0	0	0	0	0	0	12	290
	97	12	261	0	0	0	0	-	-	12	261
	98	12	218	0	0	0	0	0	0	12	218
	99	12	235	0	0	0	0	0	0	12	235
クレジット債権	94	NA	1,520	NA	150	0	0	-	-	NA	1,670
	95	60	1,885	3	655	3	31	-	-	66	2,571
	96	114	2,571	11	534	3	24	2	600	130	3,729
	97	155	4,625	17	1,115	0	0	2	488	174	6,228
	98	176	6,441	5	1,158	0	0	11	1,784	192	9,383
	99	174	8,849	4	924	0	0	12	1,522	190	11,295
合計	94	NA	3,085	NA	1,862	0	0	-	-	NA	4,947
	95	149	3,602	77	2,590	*5	89	-	-	*231	6,281
	96	*353	8,044	110	2,817	*7	200	10	1,185	*480	12,246
	97	729	18,514	195	8,217	0	0	19	2,520	943	29,251
	98	1,098	30,280	158	5,747	0	0	30	4,432	1,286	40,459
	99	819	26,005	91	3,567	0	0	19	2,837	929	32,409

- ・ 譲渡方式：特定事業者（リース・クレジット会社等）が特定債権等を特定債権等譲受業者（許可制により設立され、特定債権譲受業以外の他業は原則禁止される会社）に譲渡し、この譲渡代金の支払債権を小口にして販売する方式
- ・ 信託方式：特定債権等を信託銀行に信託し、信託受益権を小口債権として投資家に販売する方式
- ・ 組合方式：特定債権等を投資家が設立した商法上の匿名組合または民法上の任意組合に譲渡する方式。
- ・ 資産担保方式：特定債権等譲受業者が譲り受けた資産を担保として社債やCPを発行する方式。

注1：*印は一件の流動化でリース債権と割賦債権を流動化したものがあり、件数合計では重複を排除。

注2：クレジット債権には割賦債権を含む。

(出所) 通産省取引信用室、財団法人日本資産流動化研究所より野村総合研究所作成

2) 真正売買を判断する会計処理ルール

SPC法の運用に関わる一部の問題については、法制度論とは別に、自主規制レベル、実務レベルでの検討も、随時進められている。

日本公認会計士協会は、SPCを使った不動産の証券化において、オリジネーターとSPCとの間の真正な売買とみなせない例が多いという格付機関・監査法人等からの指摘に対応して、新しい会計処理ルールを策定し、早ければ2000年8月より導入すると公表した。

新ルールの草案では、オリジネーターが特定資産総額の 5%程度以上の金額に相当する優先出資証券（SPC のエクイティ部分）を保有した場合には、SPC への売却とみなさないとしている。SPC 活用ニーズの多くは、特に上場企業の資産のオフバランス化にあると目される一方で、相対的にリスクの高い優先出資証券には投資家が少ないとされていたことから、この新ルール案が公表された当初は、証券化の事例が急減するのではないかと懸念された。しかし、ABS 市場の拡大にともなって、超低金利から運用難という課題を持つ機関投資家の一部が徐々に優先出資証券への投資を増やしているといわれており、すでに会計士協会の提示した新基準をみたした証券化案件も出ていることから、この新ルールによって受ける影響はそれほどネガティブなものにはならないとの見方も出てきており、今後の動向が注目される。

3) 新たな証券化の潮流

待望された SPC 制度が創設され、今回の法改正のような改善も図られることで、我が国の証券化市場は前進をみせつつある。金融の証券化は、米国で 1970 年代から起きてきた大きな潮流であり、我が国でも必然的な流れと考えられてきた。しかし、これまでの経緯をみると、日本における証券化が、米国とはかなり異なった発展経路をたどりそうなことが徐々に明らかになってきた。

米国では、歴史的に住宅ローン抵当証券（Residential Mortgage-backed Securities; MBS もしくは RMBS）の普及が証券化市場の発展をリードし、その後、MBS で得られた経験が自動車ローンやクレジットカード債権などの証券化に応用された。1990 年代に入ってから、証券化には技術的に困難さが伴うといわれていた商業不動産向けの貸付が、RTC（整理信託公社）の不良債権担保不動産の処分などを契機に、徐々に証券化されていった経緯がある。米国における不動産抵当貸付全体にしめる証券化商品の発行残高（ここでは証券化率と呼ぶ）をみると、現在でも集合住宅や商業用不動産に対する貸付の証券化率は、住宅ローンの証券化率をかなり下回っている。

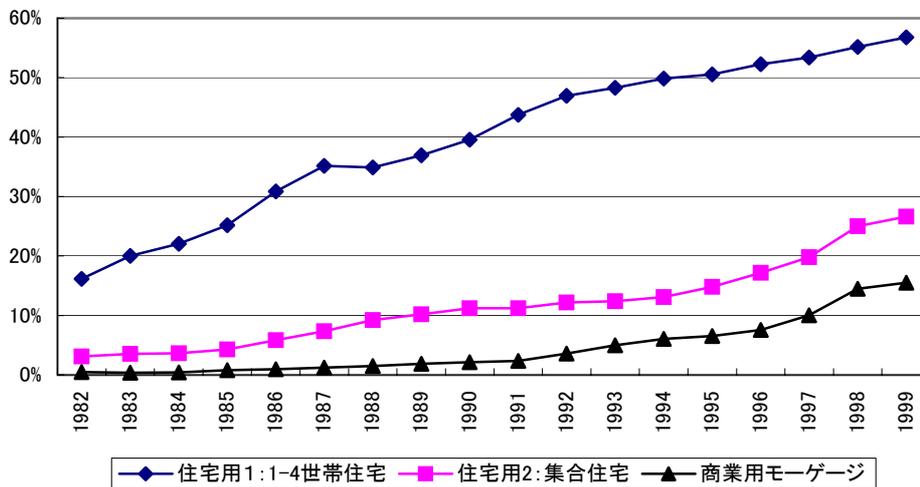
一方、我が国では、前述のようにリース・クレジット債権の証券化が先行し、その後に商業不動産の賃料債権が続いている。住宅ローン債権は、信託方式でいったん流動化が試みられたものの 90 年代にはいって新規の商品化が止まり¹²、その後最近になって ABS 形態で 2 件の発行（オリジネーター：1999 年 6 月三和銀行、2000 年 4 月富士銀行）があったにすぎない¹³。米国との市場構造の違い、金融取引の性質の違いもよく把握した上で、今後の

¹² 住宅ローン債権信託は、制度としては 1973 年にスタートし、1991 年度末には約 4,000 億円の市場規模まで発展した。しかし、主たるオリジネーターであった住専の破綻が相次ぎ、銀行においては住宅ローンの BIS 規制上リスクウェイトが 50%と一般貸付債権よりも低く、利ざやも大きいことから、オフバランスするインセンティブに欠け、新たな証券化のニーズが発生しなくなってしまったと考えられている。

¹³ 今後、住宅金融公庫が MBS の発行を構想していること（2000 年度中に貸付られた住宅ローンをまとめてプール化し、2001 年 2-3 月に約 500 億円の MBS を発行する計画）は注目される。

証券化の流れをみていく必要がある。

図3 米国における不動産抵当貸付の証券化率推移



(出所) FRB "Flow of Funds Account"より野村総合研究所作成

ある資産の証券化が普及する条件として、①伝統的な貸し手における貸し渋りの発生によってその分野で切実な資金不足が生じること、②投資家が高い利回りの運用先を求めるようになること、③アレンジャー（インベストメントバンク）にとっても十分な利ざやが得られること、④規制当局や立法者が証券化を許容・推進するような法制度改正を行うこと、があげられる¹⁴。したがって、法制度の改革は十分条件ではなく、各プレイヤーがそれぞれ証券化に対してインセンティブを持つような金融市場の環境が発生していることが必要である。SPC 法改正後の我が国資本市場においては、こうしたニーズを発見し、商品化していくアレンジャー機能を担う金融機関の役割が、より重要になっていくのではないかと考えられる。

(関 雄太)

¹⁴ Leon. T. Kendall 「証券化：米国ファイナンスの新時代」 (Leon. T. Kendall & Michael J. Fishman 編『証券化の基礎と応用』東洋経済新報社所収)