

日本の証券化における倒産隔離

証券化は、証券化対象資産の信用力に依拠する資金調達方法であるため、証券化の仕組みは、対象資産の現保有者(オリジネーター)その他の取引関係者の倒産により当該仕組みが影響を受けないことを究極的な目的として組成される。したがって、証券化においては、証券化対象資産およびそれが生み出すキャッシュフローをオリジネーターその他の関係者の倒産の影響から可能な限り隔離することが重要となる。



上野 元、清水 拓也
西村ときわ法律事務所

証券化(本稿では、資産担証券(以下「ABS」という)やノン・リコース・ローンの組成を含む広義の証券化を意味するものとする)とは、キャッシュフローを生み出す資産を資本市場につなぐ仕組みといえる。証券化は、資金調達者から見れば、当該企業等が保有する証券化対象資産を当該企業から切り離し、その資産が生み出すキャッシュフローを原資とする金融商品を組成することにより資金調達を行う金融手法であり、投資家から見れば、証券化対象資産の管理および処分から生じる収益の分配を受ける仕組みである。

はじめに

証券化は、証券化対象資産の信用力に依拠する資金調達方法であり、証券化の仕組みは、対象資産の現保有者(オリジネーター)その他の取引関係者の倒産により当該仕組みが影響を受けないことを究極的な目的として組成される。したがって、証券化においては、証券化対象資産およびそれが生み出すキャッシュフローをオリジネーターその他の関係者の倒産の影響から可能な限り隔離することが重要となる。当然のことながら、かかる観点、他の国における証券化取引と同様に日本における証券化取引にも該当する。この点、①オリジネーターの倒産による影響を受けないか、②対象資産の取得者の倒産による影響を受けないか、という2つの点を検証することが有益である。誤解を避けるために付言すれば、他の国における証券化取引と同様、日本における証券化取引において意図される倒産隔離は、バンククラブシー・ブルーフではなく、バンククラブシー・リモートである。

オリジネーターの倒産からの隔離

オリジネーターの倒産からの隔離の有無に関して、日本における証券化においては、真正売買、否認権および詐害行為取消権、ならびにコミングリング・リスク等が主な問題としてある。

真正売買

(i) オリジネーターの倒産から隔離されているか否かを判断するにあたって重要となるのが、オリジネーターから対象資産の取得者(典型的には、ABSの発行体であるSPC、資産担保ローン(ノン・リコース・ローン)の借入人であるSPCや証券化対象資産にかかる信託受託者が存在し、以下「SPV」という)への証券化対象資産の移転が、真正売買(true sale)か否かという点である。真正売買という用語は多義的に用いられるが、日本における法的な意味での真正売買とは、仮に現保有者(またはその他の対象資産の旧所有者)に破産手続、会社更生手続、民事再生手続その他の倒産手続が開始されたとしても、管財人や裁判所等により、当該資産の移転が担保取引とみなされ、当該対象資産が現保有者(またはその他の対象資産の旧所有者)の資産として扱われない、ということの意味する。

真正売買であることは、日本における倒産法制との関係では、会社更生法に基づく会社更生手続において、対象資産に関してSPVが有する権利が更生担保権とは扱われないことが極めて重要である。すなわち、会社更生手続における更生担保権は、更生手続による制約を受け、更生計画が認可されるまで弁済がなされず、更生計画認可後においても、認可された更生計画に従ってのみ弁済がなされることになる。また、認可された更生計画において、債権額の減額や期限の猶予が定められることがある。したがって、証券化の対象資産に関してSPVの有する権利が、裁判所により更生担保権と認定された場合には、SPVは、証券化対象資産またはオリジネーターに対して有する権利につき、適時かつ全額の支払を請求し得ない可能性がある。

これに対し、他の倒産手続においては、真正売買は会社更生手続程は重要視されない。破産手続および民事再生手続においては、担保権は別除権として、原則として実体的な影響を受けない(なお、民事再生手続においては、一定期間担保権の実行の中止が命じられ、または再生手続の対象となっている再生債務者等が担保権の目的となっている財産の価額に相当する金銭を裁判所に納付して担保権の消滅させることができる点については留意する必要がある)。それ故、証券化対象資産の譲渡が担保目的の譲渡であるとみなされたとしても、当該資産の譲受人であるSPVは、当該資産により生み出されるキャッシュフローを適時かつ全額回収し得ることとなる。したがって、日本においては、オリジネーターが会社更生法が適用されない法人や自然人であることから、真正売買であることが重要視されない場合も存在する。

(ii) 一般的に、真正売買であるか否かを検討するにあたり、以下を含む事項が検討される。

- ① 当事者の意思
- ② 譲渡価格の相当性
- ③ 対象資産に関する権限の有無およびその内容

- ④ 対象資産に関するリスク負担の有無およびその内容
- ⑤ 対象資産に関する買戻権または買戻義務の有無およびその内容
- ⑥ 対抗要件の具備
- ⑦ 会計上のオフバランス化の有無

この点に関して確立した判例が存在しないこともあり、真正売買性を検討するにあたり、上記のいずれの要素に重視し、いずれの要素を重視しないのかについては、種々の見解が存在する。

なお、上記の要素に加え、証券化取引における真正売買性の分析にあたり(証券化対象資産の取得者としての)SPVのオリジネーターからの独立性を考慮する見解も存在する。確かに、オリジネーターがSPVに対して支配力を有していることにより、オリジネーターが事実上自由に行行使得る対象資産の買戻しオプションを有することになり、かかるオプションが真正売買性を否定する裁判所の判断を導くおそれもある。もっとも、親会社と完全子会社との間における売買取引が常に担保取引とされるとの結論は、明らかに不合理であろう。同様に、証券化取引においても、独立性の欠如により直ちに真正売買性を否定する必要はないと思われる。誤解を避けるために付言すれば、SPVのオリジネーターからの独立性が疑われる場合には、真正売買の問題ではなく、法人格否認の法理が適用されるか否かが問題となるケースも多いように思われる。

否認権・詐害行為取消権

日本の破産法、民事再生法および会社更生法においては、倒産した者がその者の債権者を害することを知って行った行為や、倒産した者が支払を停止した後または倒産手続の申立があった後に行った行為等について、その効力が管財人によって否認されることがある。また、日本の民法上、債務者が債権者を害することを知って行った行為について、債権者の詐害行為取消権の行使により取り消される場合がある。

したがって、オリジネーターからSPVに対する対象資産の譲渡が、破産法、民事再生法および会社更生法に基づき否認される場合、または民法に基づく詐害行為取消権の行使により取り消される場合には、対象資産がオリジネーターに取り戻され、SPVではなくオリジネーターに帰属することになってしまう。そこで、かかる否認または取消の対象とならないよう取引を組成することも、オリジネーターの倒産からの隔離のためには必要となる。

コミングリング・リスク

証券化にあたり、しばしばSPVが証券化対象資産からのキャッシュフローの管理および回収を自らは行わず、第三者に対して当該キャッシュフローの管理および回収を委託することがある。当該第三者が倒産した場合には、日本法上は、金銭について占有と所有が一致するというドグマから、当該SPVは当該第三者に対して回収金の引渡請求権という無担保の債権を有するに過ぎないことになる。無担保の破産債権は倒産手続において減額されることがほとんどであるから、当該SPVは回収金全額の回収を図ることができないこととなる。

特に日本における金銭債権を裏付けとする証券化においては、対象となる金銭債権の譲渡後において、SPVがオリジネーターに対して当初

のサービサーとして当該金銭債権から生じるキャッシュフローの管理および回収を委託することが通常であり、オリジネーターによって引き受けられるサービシング業務に関してコミングリング・リスクが存在することとなる。

対象資産の取得者の倒産からの隔離

対象資産の取得者であるSPVの倒産からの隔離のための方策は、①取得者がそもそも倒産状態に陥らないようするための方策、②取得者が倒産状態に陥ってしまった場合に倒産手続を開始させないようにするための方策、および③取得者について倒産手続が開始してしまった場合に投資家を保護するための方策の3つに分類することができよう。

取得者が倒産状態に陥らせないための方策としては、主に以下の事項が考えられる。

- ① 取得者の定款等の目的を制限し、対象資産の証券化以外の業務を禁止する等による取得者の特別目的会社化
- ② 従業員の雇用禁止
- ③ 合併等の組織法上の行為の禁止

①の特別目的会社化に関連し、対象資産の取得者は、当該証券化取引のために特別に設立された株式会社、合同会社または特定目的会社等が用いられ、かかる会社の株式または持分を有限責任中間法人またはチャリタブル・トラスト等がその株式を保有するケイマン法人等が保有するのが一般的である。なお、有限責任中間法人については、2006年6月2日に交付された一般社団法人および一般財団法人に関する法律が施行された場合には(当該法律は交付日から2年6月を超えない範囲において政令で定める日から施行される)、当該施行日において、何らの手続を要することなく一般社団法人となり、一般社団法人および一般財団法人に関する法律が適用されることとなる。一般社団法人は、(i)有限責任中間法人とは解散事由が異なり(有限責任中間法人では社員が一人となったことが解散事由とされるが、一般社団法人については社員が欠けたことが解散事由とされる)、(ii)決算公告が要求され(有限責任中間法人においては決算公告は要求されない)、また(iii)貸借対照表の負債額が200億円を超える大規模一般社団法人については会計監査人の設置が義務づけられる点等が有限責任中間法人とは異なる。この点、(ii)および(iii)の点に関連して、増加費用のためのキャッシュ・リザーブの積み増しを求める場合があり得るものの、一般社団法人および一般財団法人に関する法律の施行により有限責任中間法人が一般社団法人に移行した場合であっても、原則として当該中間法人が関与する証券化取引における倒産隔離性は維持されとの見解を表明している格付機関も存在するようである。

取得者が倒産状態に陥った場合においても取得者に倒産手続を開始させないための方策としては、主に以下の事項が考えられる。

- ① 独立取締役の選任(日本の証券化においては、公認会計士や司法書士等の専門家であることが多い)
- ② 倒産不申立誓約書の取得

このうち、②の倒産不申立誓約書の取得に関しては、取得者の債権者による倒産申立権の放棄と、取得者自身および/またはその取締役による倒産申立権の放棄の2つに分けられる。

取得者の債権者による倒産不申立誓約書に関しては、日本法上一般に有効と考えられている。もっとも、かかる誓約書は取引の目的に応じて一定の期間制限を設ける等、必要最低限の範囲に限られる場合のみ有効とすべきとも考えられている。これを受けて、債権者は、証券化商品(ABSやABL等)全て償還または返済された後1年と1日を経過するまでの期間に限り倒産手続の申立権を放棄することも多い。また、倒産申立権の放棄に反して倒産手続が申し立てられた場合の効果については、必ずしも倒産手続そのものが棄却されるわけではなく、単に損害賠償の問題になるに過ぎないとする見解も存在する。

次に、取得者自身による倒産申立権の放棄については、倒産手続が総債権者の公平を図るための公益的な手続であり、債務者自身による倒産申立権の放棄はかかる公益目的に反することを理由に、その効力が否定される可能性も存在する。また、取得者の取締役個人による倒産申立権の放棄についても、取締役が善管注意義務を負っており、かかる倒産申立権の放棄は善管注意義務に反することを理由に、その効力が否定される可能性も存在する。

上記の法的リスクは存在するものの、日本における証券化取引においては、取得者に関する倒産手続開始のリスクを軽減するために、しばしば上記の措置が採られている。

前述の倒産予防措置および倒産防止措置にもかかわらず、取得者に倒産手続が開始してしまった場合に投資家を保護するための方策としては、主に以下の事項が考えられる。

- ① 投資家のための担保権の設定
- ② 劣後特約

まず、担保権の設定に関しては、前述のとおり、取得者について開始した倒産手続が破産手続または民事再生手続である場合には、投資家が保有する担保権は原則として実体的な影響を受けないこととなる。他方で、取得者が株式会社である場合には、会社更生手続が開始する可能性が存在する。この場合、前述のとおり、投資家が保有する担保権は更生担保権として取得者の会社更生手続の制限に服し、更生計画に従って弁済を受けることとなる。なお、この点に関して、従前は、旧有限会社法に基づく有限会社が会社更生法の適用を受けないことから取得者として有限会社が用いられるケースが多く存在した。しかしながら、2006年5月1日の会社法の施行に伴い、有限会社法は廃止され、旧有限会社法に基づく有限会社は、現在は会社法上の株式会社として扱われるため、会社更生法の適用を受けることとなる。したがって、旧有限会社法に基づき設立された有限会社が会社更生法の適用を受けたくないとする場合には、合同会社等への組織変更が必要となる。

また、証券化商品が社債の形態をとる場合、担保付社債信託法の適用を受けることとなる。担保付社債を発行するためには、かかる法律の要求が満たされ、かつ、かかる法律の制限に服しなければならない。かかる法律の要求および制限が厳格かつ柔軟性に欠けるため、日本にお

西村ときわ法律事務所

〒107-6029 東京都港区赤坂1-12-32 アーク森ビル
(総合受付28階)

Tel: 03-5562-8500 (代表) Fax: 03-5561-9711 ~ 9714

URL: www.jurists.co.jp Email: info@jurists.co.jp

執行パートナー: 小杉 晃

弁護士合計(外国人弁護士を含む): 247名

言語: 日本語、英語、フランス語、中国語



西村ときわ法律事務所は、企業法務、金融法務、渉外業務、事業再生・倒産法務などの幅広い分野に豊富な経験と実績を有する国内最大級の大型法律事務所です。

企業活動関連:

合併・企業買収・企業提携/企業防衛・企業危機管理/
組織再編・再構築/ベンチャー関連/IT・電子商取引関連/
税法/不動産取引/環境法/独占禁止法

ファイナンス取引関連:

バンキング/証券業務/アセット・マネージメント/
証券化・流動化/アセット・ファイナンス取引/保険

争訟関連:

国際的争訟/国内商事・税務訴訟/不動産争訟/
特殊な審判事件・行政手続/国際通商事件

事業再生・破綻処理関連:

私的再建/民事再生/会社更生/法的清算

知的財産法関連:

特許法/著作権法/商標法

その他の活動:

行政機関等との協力/公益的活動

NISHIMURA
& PARTNERS

ける担保付社債は、キャピタル・マーケットにおいてほとんど発行されておらず、証券化市場においても同様にほとんど発行されていない。但し、資産の流動化に関する法律に基づく特定目的会社が発行する社債については、権利としては弱いが一般担保を付すことができる。

劣後特約とは、取得者の投資家以外の債権者が有する債権を投資家が有する債権に劣後させる合意であり、かかる合意が取得者に倒産手続が開始した場合であっても有効と解されれば、投資家は他の債権者に先立ち弁済を受けることができ、一定限度保護を受けることができよう。この点、2004年の破産法、民事再生法および会社更生法の改正により、約定劣後破産債権(破産債権者と破産者との間において、破産手続開始前に、当該債務者について破産手続が開始されたとすれば当該破産手続におけるその配当の順位が劣後的破産債権に後れる旨の合意がされた債権)、約定劣後再生債権および約定劣後更生債権の制度が創設された。約定劣後破産債権等は、破産手続における配当の順位において、劣後的破産債権、劣後的再生債権および劣後的更生債権に後れることとされるため、通常劣後的破産債権者、劣後的再生債権者または劣後的更生債権者に優先する一般破産債権者となる投資家は約定劣後破産債権等の債権者に優先して配当を受けることができ

る。そこで、取得者の投資家以外の債権者が有する債権を約定劣後破産債権とする旨を合意することにより、取得者の破産手続、民事再生手続および会社更生手続において、投資家が優先的に配当を受けられることとなる。

筆者紹介

上野 元

1999年に西村ときわ法律事務所に入所以来、ストラクチャード・ファイナンスや企業買収ファイナンスをはじめとするファイナンス取引を主に扱う。1997年に東京大学法学部法学士、2004年にハーバード大学ロースクール法学修士(LL.M.)を取得し、ニューヨークのスカンデン・アープス・スレート・マー・アンド・フロム法律事務所にて執務を経験。日本およびニューヨーク州の弁護士資格を有し、日英での著書・論文多数。

清水 拓也

1998年に早稲田大学法学部を卒業し、2001年に西村ときわ法律事務所に入所。証券化、アセット・ファイナンス、シンジケートローンをはじめとする様々なファイナンス取引を扱う。共著書に、「ファイナンス法大全アップデート」(商事法務、2006年)がある。



The full results of the annual Leading Lawyers survey were published in June 2006 in *Asialaw Leading Lawyers 2006*. To obtain a copy of this publication, please call +852 2842 6910 or email enquiries@alphk.com.