

## 資産流動化関連法制の問題点に関する論点整理

### 1. 問題の所在

わが国においては、近年、資産の流動化を促進するため、様々な法制度の整備が行われてきている。しかし、こうした法制度の整備にもかかわらず、資産の流動化は、未だ広い範囲の投資家に十分に浸透しているとは必ずしもいえない状況にある。このように、資産の流動化が十分に浸透しない原因としては、流動化の対象となる資産によっては、キャッシュフローをベースとして収益を考える発想が根付いていないこと、諸外国と比較して必要以上にプライバシーを重視する傾向があると指摘されることなど、わが国固有の慣習・文化的な要因を挙げることがも可能である。しかし、こうした要因と並んで、現行の資産流動化に関する法制度に問題点があるために、資産の流動化の促進が十分に図られないという側面もあるものと考えられる。

そこで、当委員会は、本「論点整理」において、現行の資産流動化関連法制についての問題点を検討することとし、以下、全般的な問題点とその考えられる改善の方向性の一例及び個別の法律に関する問題点とその考えられる改善の方向性を、それぞれ列挙することとする。

なお、本「論点整理」は、本年 4 月に自由民主党が実施した「債権、不動産流動化促進に関するアンケート」に対する当委員会の回答を基にして取りまとめたものであり、現行の資産流動化関連法制の問題点を網羅的に挙げるものではなく、また、問題の論理的順序や重要性に応じて整理されたものではないが、資産流動化関連法制の改正がわが国における喫緊の課題となっている現状に鑑み、今後の議論の方向性を示す一助として提言するものである。

### 2. 全般的な問題点と改善の方向性

- 特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC法）、特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特債法）、不動産特定共同事業法といった資産の流動化に関する各法律が統一性なく制定されており、十分な連携がとれていない。

- 流動化に関する規制のあり方としては、情報開示の充実を図った上で、仕組み段階での規制は撤廃ないし大幅緩和し、多様な商品の設計を可能とすべきである。情報開示については、単に「必要事項をカバーしていればよい」ということではなく、「分かりやすい」ものとするのが、特に新規商品について必要である。このような情報開示を前提として、例えば個人も流動化商品を購入できるような単位金額を認めることにより、投資家の裾野を広げていくべきである。
- 民法、商法、破産法等の一般法は、流動化に関しては、不明確な点が少なくなく、立法によって改善すべき点がある。
- ある法律ができたために、手続その他のコストが増え、法律に拾い上げられなかった周辺領域の取引がやりにくくなるというような事態が生じることは、避けるべきである。
- 私法や業法の改正を行うだけでなく、税制面の見直しを行うことが重要である。

### 3. 個別の法律に関する問題点と改善の方向性

#### (1) 法例 12 条

- 債権譲渡の対抗要件として、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（債権譲渡特例法）では登記を、特債法では公告を、利用することがそれぞれ認められているが、その規定が適用されるのは債権譲渡の対抗要件の準拠法が日本法となるときに限られる。また、債権譲渡の対抗要件の準拠法は、法例 12 条により、債務者の住所地法とされている。したがって、債務者が外国に住所を有する場合には、その住所地法である外国法が準拠法となり、その法律の定める対抗要件を具備しなければならない。このため、流動化しようとする債権の中に、外国に住所を有する債務者に対するものが含まれている場合には、日本での登記又は公告によっては対抗要件が具備できず、当該外国法による対抗要件を別途具備しなければならない。現実には、このようなことはコストの点で実際的ではないので、債権（非居住者向け債権を含む）の流動化のために一層確実な法的インフラを提供するためには、法例 12 条の改正が必要となる。

#### (2) 税制

- SPC 法上の SPC は流動化のための道具としての箱にすぎないものであるため、SPC への資産の移転についての登録免許税等が軽減されているが、中途半端である。この趣旨が認められている以上、全額免除すべきである。

- S P C 法上の S P C の支払配当の損金算入に係る現行の要件が合理的なものかどうか疑問がある。この要件は、R E I T を念頭に置いたものと説明されているようだが、現行の S P C 法はそのようなタイプの取引を念頭に置いていない。さらに、支払配当の損金算入の要件が不明確である。例えば、数種類の特定社債を発行する場合に、そのうち1種類のみを1億円以上公募すれば要件を満たすのか、また逆に、数種類を公募して、その合計額が1億円に達する場合は要件を満たすのか、特定社債・優先出資証券を当初は適格機関投資家のみが引き受け、その直後に適格機関投資家以外の者に転売した場合も要件を満たすのか等がはっきりしない。
- 不動産の信託については、受益権の優先劣後構造をとることにつき、いわゆる土地信託通達（国税庁通達「信託受益権が分割される土地信託に関する所得税、法人税、消費税並びに相続税及び贈与税の取扱いについて」）との関連で、税法上の取扱いを明確にする必要がある。

### （３）S P C 法

- S P C 法上の投資家保護措置として説明されるものの多くは、総じて、不動産関連資産の流動化（優先出資証券の発行を伴うことが多いと理解される）を想定すればある程度理解できるが、金銭債権の流動化（特定社債の発行のみのケースがほとんどであろう）との関係では必ずしも合理的とは思われぬ結果をもたらしている。このあたりの差異を同法上の規制のあり方に反映させることはできないか。
- マルチセラー形式での資産担保証券の発行を念頭に置いた場合、資産流動化計画においては、2回目以降の発行スケジュールについてはある程度の予定を記載するととどめ、その後の調整は確定手続に委ねることも可能である。しかし、優先出資申込証及び特定社債申込証への記載事項として、複数回発行を予定する場合には、他の発行に関する一定の情報（特定社債であれば、総額、各特定社債の金額、利率、償還方法等）の記載が要求されている。したがって、資産流動化計画に関する運用を一定程度柔軟にしたとしても、申込証の作成段階で将来の発行分についてまで上記内容を確定することが要求され、結局時期を異にする複数発行が実際上不可能になってしまう。むしろ、すでに存在する資産担保証券保有者の利益を害しないこと（責任財産の限定等）を条件に、その後の自由な発行を認める途を残して、実質的な投資家保護と効率的な資金調達との両立を図る方が実効的かつ有意義なのではないかと思われる。
- 資産流動化計画の意義につき、投資家に対するディスクロージャーの観点から説明されることがあるが、証券取引法の開示規制と重複する面がある一方、内容的には中途半端であり、これをディスクロージャーの観点から説明することは困難では

ないか。資産流動化計画は、むしろ商法・税法上の特例付与のための最低条件をクリアしていることを確認するための手段にすぎないとの位置付けを明確にし、その規制を大幅緩和すべきである。

- S P C 法上の S P C の最低資本金額は 300 万円とされているが、S P C は流動化の手段としての器にすぎず、その資本金も信用の基礎としての意義も實際上認められないのであるから、最低資本金額は大幅に引き下げることが妥当である。また、会計監査人による監査が義務付けられている点も、コストを増加させる要因となっている。
- 優先出資証券の意義・内容は、商法上の優先株に準じて説明されることが多いようだが、不動産の流動化におけるエクイティ部分に係る投資家が典型的に要求するであろう権利内容を、かかる枠組みを通じて十分に提供できているか、疑問がないではない（例えば、配当可能利益又は残余財産のほとんど全額を優先出資社員に交付するような優先の定めは可能か等）。
- 優先出資の発行の時期は、株式会社の新株発行の時期（払込期日の翌日）と異なり、設立時の株式発行の場合と同様、優先出資の発行の登記の日とされている。設立時の株式発行の実務においては、払込取扱機関は登記簿謄本の提出を受けた上で払込金を引き渡すのが通常であるが、登記簿謄本は、登記申請から約 10 日後でないことと交付されないため、S P C 法を用いたスキームにおいては、オリジネーターはこの間資金を受け取ることができないこととなる。これに対し、商法に基づく新株発行の場合には、払込取扱機関は払込期日の翌日（新株発行の日）に、変更登記前でも発行会社の支払請求に応じるのが通例であり、かかる払込取扱機関の取扱いを考慮すれば、優先出資の発行については、少なくとも株式会社の新株発行の時期と同様の規定とするか、できれば払込取扱機関への払込と同時に優先出資の発行がなされることにして、できるだけ早期の資金受領を可能とすべきである。
- 配当をスキームに合わせて利用できるようにするため、優先出資につき、配当に関する規定を弾力化する必要がある。
- 優先出資社員に取締役解任権及び解任後の選任権を定款によっても排除しえない権利として留保している点について、オリジネーターが優先出資を保有することが倒産隔離の問題から困難であるという問題点があり、改善を要する。また、実際にも、優先出資社員に取締役任免権が一定の範囲内で認められていることは困難な問題を生じることが多い。案件によっては、優先出資社員の立場を完全な passive investor とする（優先出資社員の議決権の有無及び範囲は定款で任意に定めうとする等）余地を残してもよいではないか。
- 優先出資は、最終段階でしか消却できないため、計画期間中に徐々に消却する等

の手段が取りえない。優先出資証券の消却時期をより柔軟なものとする必要がある。

- 金融機関による優先出資証券の取得割合が 10%（又は 5%）を超える場合、独禁法に基づく公正取引委員会の認可が必要とされている。しかし、流動化案件における投資目的に基づくエクイティ証券の取得に、かかる独禁法上の規制を課す意義は乏しい。生保等がエクイティ部分の有力な投資家として想定されている現状とも合わない。
- S P C 法上の S P C が借入れることのできるローンの範囲が限定的すぎる。ローンの借入れに関する規制を緩和すべきである。
- 特定社債のための一般担保を当事者の約定によって制限し、責任財産限定特約を付することができることを明確化すべきである。
- 特定社債権者が一般担保権に基づき S P C 法上の S P C の資産に対して担保権実行の申立を行うことは可能か。あるいは、他の債権者による強制執行・担保権実施の際に配当要求を行い、又は S P C の倒産手続において優先配当を受けられるに止まるものか、明確でない。
- S P C 法 111 条 6 項によれば、特定社債管理会社は、同条 1 項又は 4 項に掲げる行為をするために必要があるときは、当該特定社債を発行した S P C の業務及び財産の状況を調査することができる」とされているが、かかる規定の趣旨として、特定社債管理会社は、特定資産の管理・運用・処分状況について注意深くモニターすることが（S P C 法上）期待されているのか、また、この点の解釈が、特定社債管理会社の責任の範囲を考える上で、どのような影響を及ぼしうるのかが明らかでない。
- 不動産の流動化の場合、tail period（予定償還日から最終償還日までの期間を指し、当該期間中に、最終償還日における社債の元本償還原資の調達を目的に、対象資産に係るリファイナンス又は売却処分等に従事することが企図されている）において、対象資産処分に係るイニシアチブを社債権者側に握らせることを企図して、社債条項上、かかるリファイナンス又は売却処分等の関連する事項につき社債権者集会の決議を必要とすることが、海外ではよく行われる。この場合に、「社債権者ノ利害二重大ナル関係ヲ有スル事項」（S P C 法 113 条、商法 319 条参照）として、実際に社債権者集会を招集することが可能と考えてよいか、明らかでない。
- 社債権者集会について、数号のクラスに分けて A B S を発行した場合において、ある号の社債について期限の利益が喪失したとき、すべての号につき最も劣後する社債の利率に統一・変更し、1 個の社債権者集会を開催する旨の社債条項の規定の有効性を立法的に明確化することが考えられる。
- S P C 法上の S P C は、1 つの資産流動化計画において、種類又は発行の時期を

異なる優先出資証券又は特定社債を発行することができる」とされており、これを受けて、近時、優先劣後の定めのある数種の特定社債が発行されるケースが増えてきているが、この場合、特定社債要項上、優先劣後性を確保するためにどのような規定に拠るべきか、明らかでない。

- A B C P 以外は、プログラム方式による発行が制約されているが、このような制約を課す意味はあるか。責任財産限定特約の有効性にかかわる点は、同方式を禁止する理由にはならないのではないかと（仮に同特約の有効性に疑問が残るとしても、スキームの組み方次第では投資家保護上特に弊害をきたすことなく商品設計することは可能。例えば、シリーズ発行毎に S P C 法上の S P C に譲渡される特定資産の質を常に均質に保つことを格付の条件とする等。特債法に基づく A B S の発行において、すでにこのような方法がとられている）。
- S P C 法では、他業禁止、借入制限、特定資産の処分制限、余裕金運用の制限等、S P C の倒産を誘発する虞のある一定の行為を禁止ないし制限する措置がとられているが、格付機関が S P C の bankruptcy remoteness を認める上で通常要求すべき基準を満たすための手当では（例えば出訴制限）特段採られていない。市場参加者の創意工夫に委ねられるべき問題として位置付けられているようだが、実務的には、結局ケイマン S P C に依拠せざるをえない（国内の S P C 法上の S P C の持株会社としての機能を果たしてもらおう）状況が続いている。したがって、日本版チャリタブル・トラスト又はスペシャル・パーパス・トラストとでも呼ぶべき仕組みを導入すべきである。

#### （４）不動産特定共同事業法

- 一般大衆を投資家とする場合にはやむをえないとしても、機関投資家向けの場合には不要な規制が多い。また、投資家が S P C 法上の S P C を設立し、これを匿名組合の営業者とすることも困難である。利用する約款もいちいち許可の対象となっているので、柔軟な契約を迅速に締結できないという問題がある。
- R E I T を可能とするような法制を整備すべきである。

#### （５）民法・債権譲渡特例法

- 債権譲渡特例法において、譲受人に債務者への通知権限を認めた点は大いに評価されるべきである。しかし、債務者に対し登記事項証明書を交付して通知することにより対債務者対抗要件を具備することとされているが、いざ債務者対抗要件の具備が必要となった場合に登記事項証明書の交付を受けて通知することは、民法 467 条 1 項の通知に比して負担が大きいし、実務的にうまく機能しない可能性もある（内

容証明郵便は利用できないのではないか)。債務者対抗要件の通知については、登記事項証明書の交付ではなく登記番号のリファレンス等による簡易化できないか。また、登記事項証明書が必要であるとするとしても、これをすぐに取得・交付できない場合には、(登記の概要及び登記事項証明書を取得し次第発送する旨等の)一定の記載をした通知書をまず発送し、かつ合理的期間内に登記事項証明書を後日交付すれば登記の日付をもって債務者対抗要件が具備となる旨の解釈を同法に明記できないか。

- 債権譲渡と抗弁の切断は、金融機関の保有する貸付金債権の流動化では最も重要な論点の1つであり、かつ実際に流動化が十分行われていない理由でもある。流動化の場合に限定してでも、債務者の利益と譲受人の利益を適切に調整する立法が必要である。

#### (6) 破産法、会社更生法

- 否認対象行為の要件を明確化するため、ordinary course of business という概念を導入し、売買が否認されない場合の要件を明確化することや、否認の対象となる「担保ノ供与」の要件を明確化することが考えられる。また、従来判例法は、適正価格で行う不動産の売却を否認の対象としているが、対価が適正である限りは債務者の責任財産、ひいては一般債権者の利益を害することはないから、その売買は原則として否認できないと解すべきであり、この点を明文化することが考えられる。
- 破産法 63 条及び会社更生法 106 条に関して、ファイナンスリース契約の場合には(残価が高く設定されたオートリースのような場合を含む)これらが適用されない旨の例外規定を明文で設けることが考えられる。
- 委任契約の取消不能の合意の有効性、会社更生申立等を原因とする委任契約の解約の有効性については、特に後者に関して立法により明確にする必要がある。
- 複数のクラスの証券を発行する場合にあるクラスが他のクラスへ影響を及ぼさないようにするため、リミテッド・リコース条項の有効性を明確にする必要がある。
- アメリカのように銀行等の金融機関の倒産につき倒産法上の特例を設けることにより、ローン・パーティシペーションの投資家が保護を受けうるような制度を創設することが考えられる。

#### (7) 担保附社債信託法(担信法)

- S P C が社債を発行する場合にその裏付けとなる資産を担保化するためには、現在の担信法にはいくつかの不備がある。例えば、担保の対象を限定列挙している点

(証書による債権質しか債権担保とできない)は、法改正が必要である。また、ABSの期中において、デフォルト事由が生じていない限り、担保目的物に係る支払の全部又は一部を担保設定者たるSPCが一旦受領し、(社債に係る支払に先んじて)諸費用等の支払に充てた後、残額を受託会社に交付するようなスキームに関し、「担保ヲ変更スルコト」(担信法 75 条)に当たるとして社債権者集会の決議を要するとすると、担信法に基づきABSを発行することは実務上極めて困難になる。上記流用行為につき予め信託契約証書で明定されている場合、担保権の内容自体が当初からそのようなものとして定まっている、あるいは担保権の設定対象が元々そのような限定を付されたものであると考え、当該合意に従い事後に行われる担保目的物に係るキャッシュフローの流用行為は「担保ヲ変更スルコト」に当たらず、したがって、社債権者集会の決議を要しない旨明確にできないか。担保の処分についても同様の問題がある。

- 担信法の適用範囲については、明確でない点がある。具体的には、社債の準拠法及び発行地が外国であり、その発行者が外国法人であれば、担保物が日本にあっても、(担保権の準拠法が日本法になるものの)同法の適用はないという解釈が一般的であるものの、例えば、発行者が日本法人であっても同様に解されるのか等法文上明確でない点が多く、明確化が望まれる(なお、当事者の合意で担信法の適用を排除することにより法律関係を明確化することはできないと解されるが、この考え方で今後もよいのか検討の必要がある)。

#### (8) 信託法

- 信託を利用した流動化のインフラ整備として、信託受益権の有価証券化に関する法規定を整備すべきである。
- 金銭については、信託法 28 条に基づき帳簿上の分別しかしていないのが通常であるが、受託者が破産したときに信託財産の独立性が守られるか疑問があり、手当てが必要である。
- 受益者(投資家)の有限責任性を明確にする一方、受託者の責任を信託財産に限定するため、信託法 36 条についての特則を設ける必要がある。

#### (9) 債権管理回収業に関する特別措置法(サービサー法)

- 対象債権の中に、ノンバンクの消費者ローン、無担保事業者ローンなども含めるべきである。
- オリジネーターが行うサービシングについては、サービサー免許がなくても弁護



士法上問題ないことを明確にすべきである。

- サービス業の許可を受けていない者一般について、対象債権が争訟性あるものについて、サービス業の許可を受けている者に再委任すれば、本人から業として債権取立・回収を請負っても弁護士法上問題ないことを明確にすべきである。さもないと、バックアップ・サービスの設置にコストがかかり、流動化手法の利用に支障をきたすおそれがある。

#### (10) 特定融資枠契約に関する法律

- S P C 法上の S P C を対象に加える必要がある。

#### (11) 不動産又は不動産を担保とした貸付債権の流動化に関連する法制

- 建物賃貸借契約の条件変更及び更新の有無の予測の困難

借地借家法 32 条は、当事者が何時でも賃料増減請求をすることを認め、また、減額請求をしない旨の特約を無効としている。また、同法 28 条は、正当事由がない限り更新の拒絶を認めないとしているが、正当事由が認められる場合は限定的であり、また、いかなる場合に正当事由が認められるかも予測が困難である。こうした問題については、現在定期借家制度を導入することで改善が図られる見込みであるが、現在の定期借家制度の案では、同制度は既存の借家には及ばないこととされているので、資産流動化の促進の観点からは、これだけでは不十分であり、既存の借家法制における正当事由を法文上、より明確にすることが必要である。また、賃料増減請求事件については、現行法では調停案に従う旨の合意は申立後にされたものに限り有効とされている等の問題があり、賃料に争いがある場合の早期解決の制度を設けることが必要である。

- 取引コストの存在

登録免許税は引き下げられたとはいえまだ高く、一般に、これについては手数料の発想にすべきではないか。すなわち、法務局の不動産登記事務をまかなうコストを不動産の登録免許税でカバーできればそれで足りるとすべきではないかと考えられる。また、不動産取得税の存在意義についても再検討すべきではないかと考えられる。

- 区画整理の硬直性

虫食い地区については、区画整理による集約化により空間の質を高めることが必要であるが、従来の区画整理では、土地区画整理法 89 条の解釈が硬直的であるため、原位置換地主義にとらわれて柔軟な対応がなされていない。

- 借地契約の硬直性

定期借地権の存続期間は、通常の借地権については 50 年以上、事業用借地権については 10 年以上 20 年以下とされており、20 年から 50 年の間の定期借地権の設定が不可能である。また、規定の仕方も、更新ができず再契約ならよいとなっており、必ずしも適切ではない。

- 埋蔵文化財

埋蔵文化財の発掘調査費用が行政の指導により開発者負担とされており、埋蔵文化財が出てきた場合のリスクがきわめて大きいため、そのリスクを何らかの方法で分散させる必要がある。

- 宅地建物取引業法と S P C の関係

不動産流動化において用いられる S P C が対象不動産の売却に従事する場合に、宅建業の免許を取得する必要があるか。S P C 法上の S P C の場合は、かかる免許を要しない旨手当てされているが、その他の S P C の場合はどうか。また、信託受益権のリパッケージスキームの場合（対象不動産は信託銀行に信託され、S P C 自体は当該信託に係る受益権を保有する）はどうか。少なくともこの場合は宅建業の免許を要しないと解する余地はないか。

(12) その他

- 担保権実行手続を簡便にし、かつ、透明性を高め、一般の人が競落しうる基盤をさらに整える必要がある。
- 不動産登記について、登記簿を電子化・磁気化するとともに申請手続をオンライン化し、隔地者間で抵当権設定と代金支払の同時履行ができるようなファイリング制度を導入できないか。
- バックアップ・サービサーや S P C の管理業務を銀行法の付随業務に列挙する等の方法により、これらの業務を業法上行うことができるよう明確化し、また、商品開発・販売のレベルにおいて、可能な限り銀行、証券子会社及び信託子会社が連携して行動できるようにすることが望ましい（流動化においては、信託を間に置いたり出口が証券になるなど複雑なプロセスをたどるといった特徴があるため）。

以 上