

資産流動化証券の情報開示制度と今後の課題

桑木 小恵子

あらまし

近年、わが国では、資金調達手段が多様化しており、特に資産流動化・証券化証券（以下、資産流動化証券という）の増加が顕著である。資産流動化証券は、市場型間接金融を進めていくうえで期待されており、資金調達者、投資家のメリットに加え、金融システム全体にとってもメリットがあると言われている。証券化の発祥地である米国と比較すると市場規模が格段に小さく、プライマリーマーケット（発行市場）のみであり、セカンダリーマーケット（流動市場）は存在していない。しかし、このまま流動性を確保しないままでは、市場を通しての効果性は達成されず証券化市場の発展を阻害する恐れがあり、情報開示が必要である。しかし、資産流動化証券は往々にして複雑なスキームで設計されている場合が多いため投資家に容易に理解できるとは言い難く、投資家保護の観点から開示制度において資産内容的確な情報開示の整備が課題として捉えられる。

2001年に世界を震撼させた「エンロン経営破綻事件」は、情報開示の法的な規制の遅れを巧みに利用し、投資家に大きな損失を与えるという事態を引き起こした。そこで、本稿では、エポックとなったこのエンロン経営破綻事件の前後の米国、日本の資産流動化証券の開示制度とその変遷に焦点を当てて論じることとする。

米国においては、この「このエンロン経営破綻事件」以前まで、資産流動化証券による資金調達の市場規模の拡大に開示制度が追いついておらず、統一された開示制度は存在していなかったが、この経営破綻事件を重く受けとめ、異例のスピードで企業改革法(Sarbanes-Oxley

act: SOX法)、及び「Regulation AB」を施行し開示制度に対し改善を施している。ABS（資産流動化証券）に関連して特に注目すべき2つのポイントは、(i)分配と裏付資産プール情報のためのレポートとして「Form 10-D」を月次報告とし、(ii)発行者をこれまでの「SPE」ではなく資産の状況をより把握している「デポジター」とし開示義務を課したことである。このようなABSの実態により近づいた情報開示を整備されたことは、わが国においても参考に値するものである。

一方、わが国では、米国と比較すると市場規模は格段に小さいが、開示制度については米国より早く手当てされており、「資産の流動化に関する法律」による特定有価証券に対し、資産流動化証券の特殊性に応じた開示情報に重点が置かれ、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」が用意されている。しかし、実際に利用されている資産流動化証券の多くは、特定有価証券に該当しない場合が多いこと、特定有価証券に該当するか否かの基準が明確でないこと、及び一般信託受益証権や日本の開示規制が及ばない海外目的会社を用いたスキームで組成され開示情報が提供されていないという問題がある。

今般、証券市場全般に対し開示制度に対する改善策として、証券取引法が「金融商品取引法」に改組され投資家保護ルールの徹底を目的に開示制度が整備された。これに伴い特定有価証券の定義が明確にされたが、資産流動化証券の情報開示の制度に目を転じると、特定有価証券に該当しないスキームで発行された証券は、その特殊性を持ちながらも企業開示と同様の開示情報しか提供されないという立場は引き継がれ

たままである。また、実務において、資産流動化証券のスキーム上資産の状況をより把握しているのは、オリジネーターやサービサーであり、SPEが複雑な裏付資産（開示様式では管理資産呼ばれている）に対し開示能力を十分に有するのかが疑問である。こうした状況に鑑みると、わが国の裏付資産に対する情報開示の充実にいたるには未だなお課題は少なくない。

本稿は、筆者の「資産流動化証券の情報充実」という最終課題にむけた研究のため、わが国における資産流動化証券の情報開示制度と米国の制度を概観したものである。ここで、浮き彫りとなってきた問題点を今後の課題としていきたい。

はじめに

近年、わが国では、資金調達手段が多様化しており、特に資産流動化・証券化証券（以下、資産流動化証券という）の増加が顕著である。資産流動化証券は、市場型間接金融を進めていくうえで期待されており、資金調達者や投資家にとってのメリットに加え、金融システム全体にとってもメリットがあるといわれている。反面、往々にして複雑なスキームで設計されている場合が多いため、問題点が多く存在する。その主なものとして、リーガルリスクの存在と情報の非対称性がある。本稿では、後者に焦点をあてることとする。

金融取引は、しばしば、相対型（銀行中心金融システム）と市場型（市場中心型システム）に大別され、後者の場合には、多数の主体が取引所等の市場において金融取引を行うものである。

この市場型金融取引が、経済理論が想定する理想形としての完全競争市場が成立しているとしていると仮定すると、各経済主体が自由に市場取引に参加しパレート効率的な状況を実現することができるため情報開示について法制度を整備する意味がない。

しかし、現実の金融取引においては、情報開示の非対称性が存在し、情報開示が完全ではないという理由等から、完全競争市場の条件が成

立しているとはいえない¹。

米国の証券化市場は、かつて、法的に統一された開示制度は存在していなかったが、経済原理に近い形でABSにおける市場型金融取引が、パレート効率的な状態でプライマリーマーケット（発行市場）、セカンダリーマーケット（流通市場）ともに活況を呈していた。しかし、情報開示が完全ではなく、情報開示の法的な規制の遅れを巧みに利用した「エンロン経営破綻事件」が2001年に起きた。この事件は、投資家に多大な損失を与え、世界を震撼させた。そして、米証券取引所は、この経営破綻事件を重く受けとめ、異例のスピードで企業改革法（Sarbanes-Oxley act：SOX法）、及び「Regulation AB」を施行し、開示制度に対し改善を施している。こうした背景からも、市場型金融取引においては、経済理論が想定する完全競争市場の成立は難しく、情報の非対称性を緩和するために法律や制度等の環境や情報インフラを整備する必要がある。

「Regulation AB」は、資産の内容重視した月次報告書の要求や開示の主体の議論が焦点となる等、よりABSの経済実態に近い開示制度の充実が取り組まれている。

一方、わが国の証券化市場における発行額が増加しているとはいえ、米国と比較すると市場規模が格段に小さく、プライマリーマーケット（発行市場）のみであり、セカンダリーマーケット（流通市場）は存在していない。翻して見ると、投資家は、購入した有価証券を償還まで持ち続けなくてはならないという流動性リスクがある。資産流動化証券が市場において流動性を確保していない理由は、①これまで、わが国の資産流動化証券の対象となる債権は、必ずしも流通性を備えている必要がなかった（流通する場合にも、銀行間等、狭い市場のみ）、②縦割り行政や銀行と証券の業際規定が存在、という2つの制度上の問題があるといわれている。しかし、このまま、流動性を確保しない状態を続けていると、市場を通しての効率性は達成されず、証券化市場の発展を阻害する恐れがある。ひいては、グローバルな金融市場において、わが国の証券化市場が空洞化し、他国に資金が流出する可能性もある。このように、証券

¹ 柳川範之「証券化の役割と課題」1-12,RIET discussion paper series 05-j-029

化市場のさらなる発展には、資産流動化証券のセカンダリーマーケットを発達と継続開示の充実が喫緊の課題である。

今般、証券市場全般に対し開示制度に対する改善策として、証券取引法が「金融商品取引法」に改組され、様々な金融商品に包括的・横断的に適用されることとなった。本法は、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、貯蓄から投資に向けての市場横断確保および金融・資本市場の国際化への対応を図ることを目的とするものであり、投資家保護のための横断的な法制として、「利用者（投資者）」、「市場」および「国際化」がキーワードに開示制度が整備された。そこで、本稿では、エポックとなったこのエンロン経営破綻事件の前後の米国とわが国の資産流動化証券の開示制度とその変遷に焦点を当てて、次の2つの視点から概観することにする。第一の視点として、わが国の「金融商品取引法」の下における資産流動化証券のポジションを証券取引法からの変遷とともに確認し、上記にのべた「利用者（投資者）」、「市場」および「国際化」がキーワードとなるような政策が施されているのか。第二の視点として、米国の「Regulation AB」ように、ABSの実態により近づいた情報開示から、わが国にとって、参考に値するは何か。市場の成熟度や法制度の体系が異なる日米を一義的に比較することは、些か乱暴ではあり、明確な前提を論じる必要があるが、筆者には、未だ、その能力がない。ここでは、ABSのリーディングカントリーである米国をベンチマークに概観を試みるに留めた。

1. 資産流動化証券と情報開示制度の概要

1.1 資産流動化証券の概要

本章においては、資産流動化・証券化証券（以下、資産流動化証券；ABS²という）の情報開示について論議するために、その前提として、その

構造を理解するのに必要な範囲で、資産流動化証券の組成スキームを敷衍する。

ここで、用語の整理をしておきたい。わが国では資産証券化商品を総称してABS（Asset Backed Securities：資産流動化証券）といい広義のABSを意味する場合が多いが、資産証券化商品の発祥である米国では、資産証券化商品のうち、MBS（Mortgage backed Securities）とCDO³（Collateralized debt obligation）を除いたものをABS⁴といい、狭義の意味合いを持つ。本稿においては、特に断りがない限りわが国でいう「広義のABS」を「資産流動化証券」（「証券化商品」という用語で表現される場合も多い）として使用し、米国の制度でいう「狭義のABS」を「ABS」と使用する。なお、一般的に「資産流動化証券（広義のABS）」を「特定有価証券」と同義に扱う場合も多いが、後者は、金融商品取引法5条1項に規定する有価証券（2-2（2）①で述べている）を「特定有価証券」という。

（1）資産流動化証券の本質

企業が、資本市場において資金調達をする場合の方法として、株式、社債及びコマーシャルペーパー（CP）等は伝統的かつ代表的な方法であり基本的には発行企業の信用力そのものに依存する金融商品である。一方、資産流動化証券とは、資金調達しようとする企業の信用力ではなく当該企業から分離された資産の信用力が裏付けとなる特徴を有する金融商品である。つまり、金融機関や企業が保有する資産をオフバランス化して切り離し、その資産が将来生み出すキャッシュ・フローを支払金の原資として証券を発行し売却する方法である。資金調達のみを目的としているのであれば、わざわざ複雑な仕組みを利用せず、対象資産を直接売却するという方法も考えられる。しかし、資産流動化証券を組成する本質は、「資産リスクコントロール」できることにあり、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制の強化等がある。資産をバランスシートから切り離し

² ABS（Asset Backed Securities）資産担保証券、資産対応証券という場合も多い。なお、資産対応証券とは、資産流動化に関する法律第2条の特定社債および特定約束手形、優先出資、転換特定社債、新優先出資証券引受権付特定社債等の総称である。

³ CLOとCBOを総称してCDOと呼ぶ。なお、金融機関の有する企業向け貸出債権を証券化したものをCLO（Collateralized Loan Obligation）といい、企業の発行した債券を証券化したものをCBO（Collateralized Bond Obligation）という。

⁴ 狭義のABSの解釈を、一般に住宅ローン以外の金銭債権の資産証券化商品をABS（CLO、CMOはABSに包括される）とされている場合もある。

資産を圧縮すると経営効率が高まり総資産利益率（ROA：Return On Asset）などの財務指標が改善することとなる。これらのリスクコントロールを実現させるために、証券化の仕組みが利用されるのであるが、投資家サイドからは複雑なスキームで設計されている場合が多いため容易に理解できるとは言い難く情報の非対称性の緩和が望まれる。

（2）資産の流動化に関する法律の概要

わが国における近年の資産流動化証券の政策的背景は、1996年11月に橋本内閣が打ち出した金融システムの国際競争力強化のための規制緩和を中心とする新しい枠組み、「日本版ビッグバン」（金融システム改革）のうちの一項目、「資産担保証券⁵（ABS）など債権等の流動化」という政策、及びバブル崩壊後の多額の不良債権処理のための政策に遡る。これを受けて、1998年9月に「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）が施行、その後2000年5月に改正され、「資産の流動化に関する法律⁶」（資産流動化法、改正SPC法）として、インフラが整備された。同法に基づき設立される特別な法人のことを特定目的会社（以下、TMKという）、同信託のことを特定目的信託（以下、TMSという）といい、倒産隔離や法人税課税に関する支払い配当損金算入措置を導入することにより、二重課税を回避できるビークル（1.2（2）において述べている）が創設された。

（本法における「特定目的会社」と会社形態の「特別目的会社」（SPC：Special Purpose Corporation⁷）とは言葉が似ており、紛らわしいため注意していただきたい。SPC>TMK）

それぞれの特徴として、TMKでは、一般の株式会社と比較して組織上の簡素化が図られ、資産の運営管理等の業務は、外部に委託するものとされ、資産対応証券を発行する。TMSについては、権利者集会制度を創設し多数決による意

思決定を可能とするなど、信託方式で資産流動化を行う制度が整備されている。

（3）特定有価証券の意義

資産の流動化に関する法律に規定する特定社債券や優先出資証券等の資産対応証券、及び同法律に基づく特定目的信託の受益証券等、「投資信託および投資法人に関する法律」に規定する投資信託または外国投資信託の受益証券等、外国貸付債権信託受益証券等、原有価証券が特定有価証券である預託証券のほか、証券取引法施行令第3条の4第4号に掲げる権利⁸とこれらに準ずるものとして内閣府令で定めるもの等を特定有価証券といい、資産流動化証券の特殊性に応じた開示情報に重点が置かれ、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令⁹（以下、特定有価証券の内容等の開示府令という）」が用意されている。なお、わが国における有価証券を性質に応じて分類すると、「企業金融型証券」と「資産金融型証券」の2つに分かれる。前者は、企業としての発行体自体の信用力に依存する株券や社債券等であり、後者は、資産の流動化に関する法律に基づく「資産流動化型」と投資信託及び投資法人法による「運用型」に分類され、法定4ビークル（図1）とも呼ばれている。本章では、資産流動化型の開示制度の概要を敷衍することを目的としているため、運用型については言及していない。

また、「金融商品取引法」では、証券取引法において明文化されていなかった特定有価証券の定義が明確にされた（2-2（2）①で詳しく述べる）。

1.2 資産流動化証券の基本構造

資産流動化証券の本質であるリスクコントロールを実現させるための仕組みに関して、

⁵ 本稿では、ABSを資産流動化証券と使用しているが、ここでの政策では、資産担保証券と題されていた。なお、一般にはABSを資産担保証券と呼ぶことが多い。

⁶ 1998年6月公布、法105号、同年9月に、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が施行された後、2005年5月「特定目的会社による特定資産流動化に関する法律等の一部を改正する法律」により、同年11月「資産の流動化に関する法律」が施行された。

⁷ 本稿において、資産流動化法上の「特定目的会社」をTMS、会社形態の特別目的会社をSPCとして使用している。なお、「SPC法は、資産流動化法の通称として一般的に使用されているものであり後者の意味異なる。

⁸ 証券取引法施行令第3条の4第5号に掲げる特定有価証券を定める内閣府令（大令15号）

⁹ 平成5年3月3日大蔵省令第22号

デット形態のABS¹⁰の基本構造を例に、開示制度の議論上必要なオリジネーターとSPEの特徴を述べる。(図2)

(1) オリジネーター＝原資産保有者 (originator), (sponsor)

ABSの担保となる資産を保有していた当事者で、実質的な資金調達者であり、資産をSPEに移管した後も、債務者からの元金の回収業務を継続する場合がある。その役目をサービシング(servicing)と呼び、それを担当するものをサービサー(servicer)と呼ぶ(オリジネーター以外の者がサービサーとなることもあり得る)。

情報開示の議論においては、証券の発行者であるSPEが開示義務を負う(図9タイプIIを除く)が、通常の場合対象資産について自ら管理をしておらず、実質的には裏付け資産の状況を最も確に把握しているとはいえ、オリジネーター、サービサーや受託者等から資産の状況に関する情報を入手して開示を行っているの

が現状である。

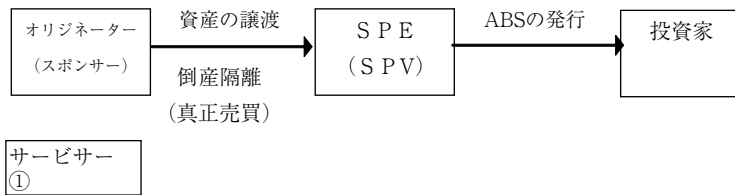
(2) SPE (Special Purpose Entity)

①SPEの意義と設立形態

資産流動化証券において、対象となる資産をオリジネーターのバウンスシートから分離するために用いられる組織であり、形式上、オリジネーターから分離譲渡された担保資産を保有し、資産流動化証券の証券を発行する主体であり、情報開示の主体でもある。なお、SPEは、SPV (Special Purpose Vehicle)、また、原資産と投資家を繋ぐ役割を担う「導管体」(conduit) や「ピークル」とも呼ばれる。本稿では、SPEという用語を基本的に使い、役割を担う器という意味で「ピークル」という用語を使用したい。また、導管性要件を満たすピークル「導管体」という用語を使用する。ここに、導管性要件を満たすものは、倒産隔離(bankruptcy remoteness)を具備し、二重課税(tax transparency)を回避できる要件をいう。

	会社型	契約信託型
資産流動化型 (資産流動化法)	特定目的会社	特定目的信託
資産運用型 (投信及び投資法人法)	投資法人	投資信託

図1 法定4ピークル



①SPEに代わって対象債権を管理し債権者から回収する事務(サービシング)を行なう。

図2 資産流動化証券の基本構造

*オリジネーターが特定の資産をSPEに譲渡し、SPEは資産流動化証券を発行し投資家から集められた資金をオリジネーターに資産の譲渡代金として支払う。SPEの設立形態により規制される開示制度が異なる。

¹⁰ 証券化スキームを通じて発行される証券等には、デット形態とエクイティ形態があり、投資家サイドにおいて、前者は社債等と同様に決められた期日に元金を受け取る権利を有している。後者は、優先出資証券等及び匿名組合、任意組合等の出資等であり、配当は事業の成果に左右される。

根拠法	資産流動化法	民法・商法・会社法・信託法
会社型	特定目的会社 (TMK)	「会社形態の SPC」株式会社 (有限会社)
契約型	特定目的信託 (TMS)	信託, 民法上の任意組合, 商法上の匿名組合

図3 SPEの設立形態

倒産隔離性	二重課税回避
中間法人・海外SPCと慈善信託・資産流動化法上のTMK及びTMS等により倒産隔離を図る	<ul style="list-style-type: none"> 任意組合・信託・匿名組合¹² 「パス・スルー課税 (SPE 自体が課税されない)」 資産流動化法上のTMK及びTMSでは、一定の要件を満たせば配当金の損金算入が認められる 「ベイ・スルー課税 (*①)」

図4 資産流動化型スキーム形態と導管性要件¹¹

(図3.4 社団法人不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック』, 2005年15頁を参考に作成)

(*①)「対象となる特定目的会社の要件」と「対象となる事業年度の要件」のすべてを満たした場合には、ベイ・スルー課税、すなわち、事業体自体をいったん課税の対象にしたうえで、投資家に支払った配当を損金に算入することにより、実質的に法人課税を排除する方式¹³ (租税特別措置法67条の14第1項、租税特別措置法施行令第39条の32の2)。

SPEの設立形態は、「資産流動化法に基づく特定目的会社 (TMK) 及び特定目的信託 (TMS)」（1.1(3)にて詳しく述べている）、「会社形態のSPC」、「信託」、「民法上の組合契約に基づく任意組合 (民法上の組合特例であるLPS及LLPを含む)」、「商法上の匿名組合契約に基づく匿名組合」などである (図3)。また、ピークルには導管性要件が求められ (図4)、設立形態により、それによって発行される証券の形態と根拠となる開示制度が異なる (図5)。

②実務上利用されているSPEの設立形態の概要

・「タイプI 資産流動化法に基づくTMK」

資産流動化法2条3項に基づいて設立された導管性要件 (一定の要件を満たした場合) が整えられたピークルである (1.1(3)で述べている)。発行証券は特定有価証券として、「特定有価証券の内容等の開示府令」が用意され、企業金融型の開示制度に

比べて開示制度の充実が図られている。設立にかかる手間が敬遠される傾向から、ピークルとして「タイプⅢ, Ⅳ」と比較すると利用が少ない。

・「タイプII 資産流動化法に基づくTMS」

資産流動化法2条13項に基づいて設立された信託型のピークルである (1.1(3)で述べている)。タイプIと同様に、一定の要件の下、ピークルとしての導管性要件が整うとともに、情報開示制度を充実する等の措置が講じられている。開示制度は、特定有価証券として「特定有価証券の内容等の開示府令」が用意され、企業金融型の開示制度に比べて、開示制度の充実が図られている。しかしながら実務上は、ほとんど利用されていない。利用されない理由としては、ベイ・スルーを満たすための要件¹⁴が厳格であり、一般の信託と比較すると、

¹¹ <資産運用型資産流動化スキーム形態と導管性要件>

倒産隔離	二重課税継続開示
倒産隔離規定なし	投信法上の投資法人・投資信託では、一定の要件を満たせば配当金の損金算入が認められる (ベイ・スルー)

¹² 実質的ベイ・スルーにするためSPCを営業者、投資家を匿名組合員とした匿名組合契約を締結するのが一般的である。

¹³ 藤瀬祐司「新しい流動化・証券化ヴェークルの基礎と実務」58頁, ピーエムジェイ, 2006年

¹⁴ 資産流動化法に基づく特定目的信託は、「特定信託」とされる (法人税法第2条29の3)。特定信託については、信託勘定を法人とみなし受託者を納税義務者とした法人課税が行われる。その上で、厳格な要件を満たした場合にのみ租税特別措置により配当の損金算入が認められる。(租税特別措置法第六十八條の三の三)

開示規制は、公募と私募とで異なる（詳しくは2.1で述べる）。公募の場合は、ビークルの設立形態によりそれぞれ適用される開示制度が異なり、「資産金融型」と「企業金融型」とに大別され、前者は、さらに資産流動化法に基づく「資産流動化型」と投資信託及び投資法人法による「運用型」に区別され、ここでは、「運用型」については言及しない。

開示制度分類	タイプ	設立形態	開示制度	開示の内容	発行される資産流動化証券の種類	利用度
資産金融型	I	特定目的会社 (TMK)	特定有価証券の内容等開示府令	資産内容重視	優先出資証券、特定社債券、特定約束手形 (特定有価証券)	タイプⅢ、Ⅳと比較すると少ない
	II	特定目的信託 (TMS)	特定有価証券の内容等開示府令	資産内容重視	信託受益証券 (特定有価証券)	ほとんど利用されていない
企業金融型	III	会社形態の SPC	企業内容等の開示府令 ¹⁵ (特定有価証券の内容等開示府令が適用される場合もある)	企業内容重視 (資産重視)	株式社債券出資持分	利用されている

<開示規制外>

タイプ	設立形態	開示制度	開示の内容	発行される資産流動化証券の種類	利用度
IV	信託	開示規制外 (*①)	—	信託受益権	最も多く利用されている

図5 資産流動化証券の形態と根拠となる開示制度

(*①) 旧・信託法の下では、受益権を有価証券と認めるか否かが明確ではなく、開示制度の適用外となっていたが、金融商品取引法では、信託受益権が有価証券として位置づけられた。信託受益権を私法上の有価証券化する、新・信託法上の受益証券発行信託については、金融商品取引法における内閣府令が待たれるところである。

ビークルとしての導管性要件が明瞭性に欠ける場合が多ためであろう。加えて、実務対応が困難な場合が多いためであろう。

・「タイプⅢ 会社形態のSPC」

(i) 「株式会社（有限会社）と匿名組合」

ビークルが株式会社（KK）または有限会社（YK）である場合には、普通法人¹⁶として税引き前収益（＝エクイティ収益）に対して法人税が課税される。そこで実務上は、株式会社（有限会社）で設立する場合には、二重課税を回避する

ため「特別目的会社（SPC）」を営業者、投資家を匿名組合員とした匿名組合契約を締結する手法が、多く利用されている。その中でも組成が簡便な有限会社が圧倒的に多かったが、会社法施行に伴って有限会社が設立できなくなったため、新しく導入された合同会社（GK）を利用する傾向がある（KK+TK、YK+TKと呼ばれることが多い）。匿名組合員に対する分配は損金算入されるため、SPCの税引き前利益をすべて分配することが可能

¹⁵ 1973年，大令5，正式名称は「企業等の内容等の開示に関する内閣府令」

¹⁶ 法人税法2条9号

となる（厳密には、均等割を考慮する必要がある）パス・スルーのビークル¹⁷として導管性を持たせることができる。

匿名組合員は営業者に対して支配権こそ有しないが、営業者に対する債権者として会社更生法適用の申立てを行うことが理論上可能となる。なお、株式会社をビークルとした場合も「特定有価証券の内容等の開示府令」が適用される場合があるが、その基準については、実質的な判断が必要となる。

(ii) 「海外SPCと慈善信託」

海外SPCとは、英領ケイマン諸島等のタックス・ヘイブン（租税回避地）に設立、慈善信託（charitable trust）によりその議決権を保有されるビークルをいう。このビークルを用いるストラクチャーは、標準的なものとしてわが国の資産流動化証券市場の黎明期から浸透している。倒産隔離と導管性が確保され、設立が簡便であることもあり、かつてはよく利用されていた。しかし、ケイマンSPCの組成・維持にかかるコスト・手間のほか、国際的な課税回避及びマネー・ロンダリング（資金洗浄）問題等により、今後もケイマンSPCを使い続けるのが妥当なのかは不透明な状況にある。

(iii) 「有限責任中間法人」

中間法人法によって、非公益かつ非営利目的の団体が法人格を取得できる「中間法人制度」を資産流動化証券のスキームに活用している。中間法人制度とは、「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であって、この法律により設立されたもの」と定義されている。基金拠出者と社員（＝議決権者）とが峻別されているので、出資はしても議決権を持たない結果として、資本関係を切断了た法人を作成することができる。海外SPCに比べてコストを低く設立

でき、すべて国内で完結できるので、海外SPCに代わるスキームとして利用が多くなってきている。（今後中間法人法が廃止となり、一般社団法人へ制度移行する。）

海外SPCに比べてコストを低く設立でき、すべて国内で完結できる等、海外SPCに代わるスキームとして利用が多くなってきている。

・「タイプIV 信託」

証券化に信託は必須ではないが、日本では多くの証券化取引に信託を利用している。非常にポピュラーで実務上の利用が多いものは、信託方式とSPC譲渡方式である。後者は、すなわち「信託リパッケージ方式」と呼ばれるスキームであり、オリジネーターが信託銀行等を受託者として原資産を信託設定し、信託設定の結果発生する信託受益権の一部をSPCに譲渡、SPCがそれを引き当てにABSを発行する形態が一般的になっている¹⁸。

信託が多用されるのには、様々な理由があろう。そのひとつとして、倒産隔離を「わかりやすい」形で確保しやすいという点が挙げられる。旧・信託法では、信託であるが故に、破産を含め、倒産手続の可能性は排除されている。新・信託法下では信託は破産可能になってしまう¹⁹。また、信託財産は受託者の名義となるが、受託者に自由に処分できる権利はなく、受託者から独立した財産となる。このため、「信託財産の独立性」と呼ばれているように、他のビークルと比較して倒産隔離に優れている。加えて、信託は「実質所得者課税の原則」²⁰が採用されており、ビークル（信託勘定）は原則として課税されない²¹（パス・スルー課税）であり、信託が利用されるその理由としては、明確に導管性要件が整いやすいためであろう。一方で、上述（図5）したように、金融商品取引法に関連した内閣府令の内

¹⁷ 法人税法基本通達14-1-3、所得税法基本通達36.37共21

¹⁸ 江川由紀雄『実践証券化入門』36-38頁、シグマベイズキャピタル、2007年

¹⁹ ドイツ証券 江川由紀雄『証券化市場コメンタリー』1月16日「新信託法は日本の証券化市場を変えるか（中）」、2007年

²⁰ 所得税法12条、法人税法11条

²¹ 所得税法13条、法人税法12条

容について注視していく必要がある。

1.3 問題の所在

証券取引法（金融商品取引法にも引き継がれている）は、資産流動化証券について、その特殊性に鑑みて、通常の有価証券より資産の詳細な情報開示を求め「特定有価証券の内容等の開示府令」が用意されている。ただ、上記（図5）からもわかるように、特定有価証券に該当しない「タイプⅢ」は、その特殊性を持ちながら、「特定有価証券の内容等の開示府令」が適用されるか否か実質的判断によるため、明確性の点で問題がある。判断が不明確な場合には、一般の企業開示と同様の開示情報しか提供されない。また、「タイプⅢ(ii)」は、日本の開示規制が及ばない海外目的会社を用いたスキーム組成のため、開示情報が提供されていないという問題がある。「タイプⅣ」は、信託受益権は一般的に開示規制対象外である。しかし、今般、金融商品取引法では、信託受益権が有価証券として位置づけられた結果、有価証券報告書（24条）による開示対象となるかどうか検討を要する。信託受益権を私法上の有価証券化する受益証券発行信託については、金融商品取引法における内閣府令の公布が待たれるところであるが、他のビートルやTMSの開示制度の議論との調和を図るべきではなかろうか。

実務上、特にTMSは、ほとんど利用されていない。判断基準が不明瞭かつ裁量行使を要求する制度であり、善管注意義務と相容れないと考えられているからであろうか。資産流動化法

の施行の背景に不良債権処理のための政策があり、同法が、不良債権の処理を含む広義の概念を含むことが要因であるのか、今後の課題としたい。

2. 資産流動化証券と情報開示制度の関係

前章において、資産流動化証券は、SPEの設立形態により発行される有価証券が異なり、規制される開示制度も異なることを概観した。ここでは、今般、証券市場全般に対し開示制度に対する改善策として、様々な金融商品に包括的・横断的に適用されることとなった「金融商品取引法」の下における資産流動化証券のポジションを証券取引法からの変遷とともに確認し、資産流動化証券開示制度の範囲を詳しく述べる。

2.1 証券取引法における有価証券の定義と開示規制

証券取引法2条（金融商品取引法に引き継がれている）に限定列举されている証券を「有価証券」という。有価証券は、公募債の発行開示として、募集・売出し²²（公募）に関して有価証券届出書（私募債の場合には、有価証券通知書²³）及び、継続開示として、有価証券報告書²⁴（私募債の場合は不要）を内閣総理大臣に提出すること義務付けられ²⁵これを公衆縦覧に供することになっており²⁶、発行者が「企業内容等の開示に関する内閣府令²⁷」に立脚した情報開示の義務を果たさなければならない。

²² 一般投資家を相手方として勧誘する場合

	発行開示・1億円以上の募集・売出し	発行開示・1千万円超の募集・売出し	継続開示
50名以上に勧誘*1（公募債）	有価証券届出書	有価証券通知書	有価証券報告書
50名未満に勧誘*2（私募債）	有価証券通知書	—	—

*1・適格投資家のみを相手方として50名以上に勧誘する場合は、プロ私募。

*2・50名未満の勧誘であっても6ヶ月間の通算により50名以上となる場合や、1億円未満の募集・売出しであっても1年間の通算により1億円以上となる場合等は、有価証券届出書の提出が必要（証取法2条3項）。金商法においても、現行の証取法における定義と同様としつつ、集団投資スキーム権利等の募集の定義を追加するとともに、募集の判定に当たり、一定の要件を満たす場合に勧誘の相手方から適格投資家を除外するための改正を行っている。

²³ 証券取引法5条1項

²⁴ 同法24条1項

²⁵ 同法4条1項

²⁶ 同法25条1項

²⁷ 昭和48年大蔵省第5号

同時に、募集・売出し勧誘資料として目論見書を使用することが義務付けられている²⁸。ここに、「目論見書」とは、有価証券の募集若しくは売出し又は同条第2項に規定する適格機関投資家向け証券の一般投資者向け勧誘のために、当該有価証券の発行者の事業その他の事項に関する説明を記載する文書であって相手方に交付し、又は相手方からの交付の請求があった場合に交付するものをいう²⁹。この目論見書は、有価証券届出書をベースに作成されるが、そのうち有価証券の発行者が、その事業上の秘密保持の必要性により、届出書類の一部を公衆縦覧に供しないことを内閣総理大臣に申請し承認を得た場合には、届出記載事項の一部を除くことができる。なお、有価証券のうち特定有価証券（2.2(2)①において詳しく述べる）は、証券取引法24条において適用除外とされ、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」が用意され、一般の有価証券とは異なる情報開示を提供する義務を負っている。

2.2 金融商品取引法における資産流動化証券の開示制度

(1) 金融商品取引法の概要

2006年6月7日に「証券取引法等の一部を改正する法律」（証券取引法等改正法）および「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が成立し6月14日に公布され、これにより証券取引法は全面的に改正されて「金融商品取引法（以下、金商法という）」となり、株式・債券といった伝統的な有価証券に限られない様々な金融商品に包括的・

横断的に適用される法制が整備され、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、貯蓄から投資に向けての市場機能の確保および金融・資本市場の国際化への対応を図ることを目的に開示制度が整備³⁰された。

同法は、主として情報開示規制に関して、証券・証書の発行が前提とされている「第1項有価証券」と証券・証書が発行されない権利「第2項有価証券」という定義が用いられている。

しかし、「第2項有価証券」は、公衆縦覧型の開示制度の対象外となっている。（本節2.2(2)②で詳しく述べる）。

また、既存の利用者保護法制の対象となっていない「集団投資スキーム」に対し、新たに「集団投資スキーム持分³¹」という包括的規定が設けられた。その結果、証券取引法の下で適用除外となっていた各種のファンドも金商法の規制の対象となることとなった。さらに、金融商品販売に関して誠実義務、適合性原則の遵守義務、取引態様の事前明示義務、書面交付義務といった行為規制を定められている³²。

(2) 有価証券に着目した分類

① 特定有価証券（第1項有価証券）

金商法の下での特定有価証券とは、「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報がその発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるもの」と定義³³が明確となった。

継続開示の観点からは、「第1項有価証券」として有価証券報告書の提出義務があり³⁴、毎年事業報告書を内閣総理大臣に提出する義務を有するとともに、投資家保護のため公衆縦覧型開示をより頻繁にかつ詳細な情報開示を行なわ

²⁸ 証券取引法13条3項

²⁹ 同法2条10項

³⁰ 今回の改正は、開示制度の整備のほか、取引所制度の整備として、罰金・課徴金が引き上げられた。同時に、銀行法、保険業法などの関係法律が改正され、利用者保護ルールについて、基本的に金融商品取引法と同様の規制が適用されるようになった。

³¹ 金商法2条2項5号・6号、集団投資スキーム持分とは、「民法上の組合契約に基づく権利」、「会社法上の匿名組合契約に基づく権利」「投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合契約（LPS契約）」、「限責任事業組合契約に関する法律に基づく有限責任事業組合契約LLP契約」「社団法人の社員権その他の権利」のうち、主に、(i)その権利を有する者（出資者）が出資・拠出した金銭（これに類するものとして政令で定めるものを含む。）を充てて、(ii)事業（出資対象事業）が行われ、(iii)出資対象事業から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利である、という三つの要素から構成されている。

³² 金商法36～44条

³³ 同法5条1項

³⁴ 証券取引法24条1項 有価証券報告書の提出義務 1. 証券取引所に上場されている有価証券 ii. 店頭登録されている有価証券 iii. 募集または売出しにあたり有価証券届出書または発行登録追補書類を提出した有価証券 iv. 所有者数が500人以上の株券または優先出資証券（ただし、資本金5億円未満の会社を除く）。

なくてはならない。開示内容としては、証券取引法の観点を引き継ぎ「資産の内容等を中心³⁵⁾」とすることとされ、「当該会社が行う資産の運用その他これに類似する事業に係る資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項」と規定し³⁶⁾、詳細な開示が要求されている。加えて、特定有価証券については、これまで、「その内容、発行形態、取引形態が多様であり、機械的に一律の開示規制を課しても投資者にとってわかりづらい場合がある。特定有価証券に関し、金商法を含めた法令等に基づいて提出される報告書等の中には、その記載内容が重複するものがある」との指摘から、投資者にとってわかりやすい情報提供の仕組みとするとともに、発行者の負担を軽減する観点から、特定有価証券に係る開示規制の適用について報告書代替書面制度が導入され、開示の充実が図られた。

② (第2項有価証券)

証券・証書が発行されない法2条2項の権利を前段で「有価証券表示権利」と定義し、それ以外を後段で信託受益権³⁷⁾、持分会社の社員権等が含まれるとしている。「第2項有価証券」については、公衆縦覧による開示の必要性に乏しいことから、原則として上記の開示規制は適用されない³⁸⁾。なお、投資者に対しては、金融商品取引業者等の行為規制である契約締結前の書面交付義務³⁹⁾を通じて情報提供がなされることとなる⁴⁰⁾。ただし、「第2項有価証券」のうち、集団投資スキーム権利等に係わる事業が主として有価証券に対する投資を事業⁴¹⁾とする集団投資スキーム権利等(以下、「有価証券投資事業権利等」という。)についての情報は、その集団投資スキーム等への直接の出資者はもとより、証券市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であることから、その投

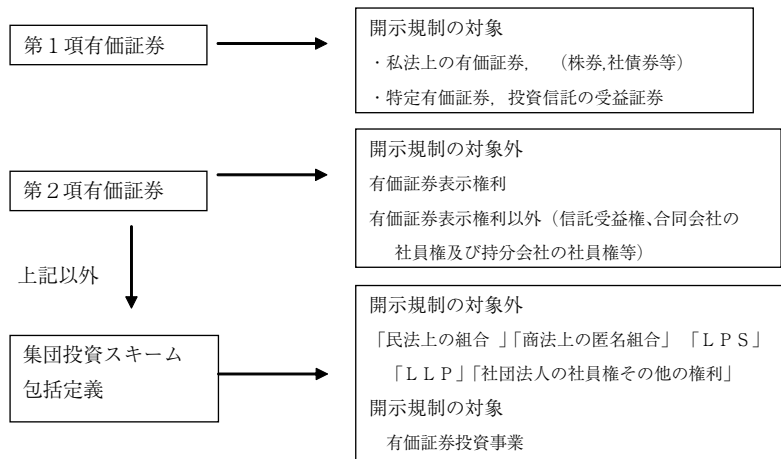


図6 有価証券の定義と開示規制対象範囲

* 集団投資スキーム持分の定義除外 (投資者全員が出資者・保険業法・その他投資者保護に欠く者)

³⁵⁾ 開示内容として、資産の内容に関する情報、その運用者・運用サービスの内容に関する情報について、詳細な開示が要求されている。(5条5項、24条5項、24条の4の7第3項、24条の5第3項)。

³⁶⁾ 金商法5条1項2号、条5項

³⁷⁾ 新・信託法に基づいて受益証券が発行されるもの以外のものもみなし有価証券とされる。

³⁸⁾ 金商法3条3号

³⁹⁾ 同法37条の3号

⁴⁰⁾ 谷口義幸他「企業内容開示制度の整備」, 商事法務NO.1773号, 40頁, 2006年

⁴¹⁾ 政令は、未だ公布されていないが、商事法務No.1773, 43頁において金融庁の谷口及び野口調整官による金融商品取引法制の解説(3)において「主として有価証券に対する投資を行う事業とは、その集団投資スキーム等の総出資総額の50%超を有価証券に投資する事業と規定する予定である。」と述べられている。

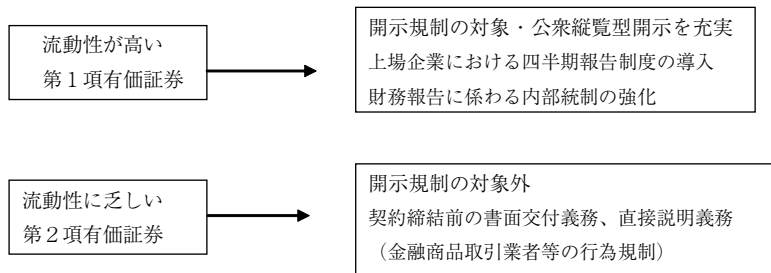


図7 有価証券の流動性に着目した開示制度

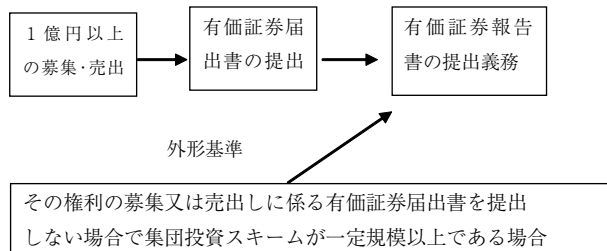


図8 有価証券投資事業権利等の開示制度

資運用の状況等の情報について定期的に開示させる必要性が高いと考えられ、開示規制の対象となる⁴² (図8)。

(3) 有価証券の性質と流動性に着目した開示制度

本節で見てきたとおり、金融商品取引法においては、有価証券の性質に応じて異なる開示規制を施した上で、「流動性」に着目した開示制度を施している。ここでは、図式にまとめてみる。(図6) (図7) (図8)

3. 特定有価証券の情報開示の実態

3.1 特定有価証券の発行者と開示義務との関係

資産流動化証券の情報開示については、当該証券の「発行者」が開示義務者となる。

①発行者概念と発行者

「発行者」とは、(i) 有価証券を発行し、又は

発行しようとする者（内閣府令で定める有価証券については、内閣府令で定める者）をいうものとし、(ii) 証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利で第2項の規定により有価証券とみなされるものについては、権利の種類ごとに内閣府令で定める時に当該権利を有価証券として発行するものとみなされている⁴³。ここでは、資産流動化証券の「発行者⁴⁴」を整理してみる。

(1) 問題の所在

「タイプII」を除き「発行者」は証券化スキームのピークルであり、すなわちSPEが開示義務を負う。1.2 (2) で述べたように、SPEは、通常の場合、対象資産について自ら管理をしておらず、実質的には裏付資産の状況を最も的確に把握しているとはいえず、オリジネーター・サービサーや受託者等から資産の状況に関する情報を入手して開示を行っているのが現状であり、開示制度において経済実態を反映していないとの問題がある。

一方、米国では、経済実態を反映した情報開示により近づけようと「Regulation AB」という

⁴² 金商法3条3号括弧書

⁴³ 金商法2条4項5、証券取引法2⑤、証券取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令8

⁴⁴ 特定有価証券の内閣府令の改定が待たれるが、発行者を現行法により金商法2条有価証券と対比させて記載している。

性質	分類	タイプ	設立形態	発行される 有価証券の種類	発行者（開示義務者）
資産 金融 型	資産 流動化 型	I	特定目的会社 (TMK)	優先出資証券 特定社債 特定約束手形 (特定有価証券)	当該特定有価証券を発行し、又は発行しようとする「TMK」
		II	特定目的信託 (TMS)	信託受益証券 (特定有価証券)	特定目的信託契約の「受託者」及び「原委託者」（定義府令 ⁴⁵ 8①・②一）（注）発行開示書類の提出義務は発行者である「受託者」及び「原委託者」が負い、継続開示書類の提出義務は「受託者」のみが負う
	資産 運用型	III	任意組合・ 匿名組合・ 有価証券投資事業 権利等	株式 社債 優先出資証券	当該組合契約によって成立する組合の、無限責任組合員（投資事業有限責任組合）・業務の執行を委任される組合員（任意組合）・営業者（匿名組合）
企業 金融 型		IV	会社形態の SPC	株式 社債 優先出資証券	当該株券（社債券、CP）を発行し、又は発行しようとする「会社」

図9 資産流動化証券の発行者

新しい基準が2004年12月に制定され、情報開示義務者である発行者概念を大きく旋回させ、これまでの「SPE」ではなく、資産の状況をより把握している「デポジター」に義務付けるなど、情報の非対称性の緩和を実現しようとしている。こうしたABSの実態により近づいた情報開示が整備されたことは、わが国においても同様の法規制の導入が検討されるべき時に来ていることを示唆している。「タイプII」については、発行者概念のパラダイムシフトの観点からは先行しており、2000年5月に改正された資産流動化法169条3号が、原委託者に対して、特定資産にかかる受益証券に関する有価証券届出書などに記載すべき重要な事項につき、受託信託会社等に告知する義務を定めていることを反映し「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」において特定目的信託契約の「受託者」及び「原委託者」が開示義務者となった。しかし図9の（注）のように、発行開示書類の提出義務は発行者である「受託者」及び「原委託者」が負い、継続開示書類の提出義務は「受託者」

のみが負うとされており、他のビークル同様「SPE」が開示義務を負い、継続開示における資産の状況について詳細に開示されるという趣旨ではないようである。加えて、「タイプII」はビークルとしての導管性要件が煩雑で整いにくいこともあり、実務上、ほとんど利用されていない。投資家保護のためのスキームの特殊性に配慮した情報開示の充実が図られているにもかかわらず、実際の利用が少ないのは、資産流動化証券の需要過多によるオリジネーター優位の現状に起因するものであろうかと推測される。

市場の成熟度や法制度の体系が異なる日米を一義的に比較することは、些か乱暴ではあるが、次章において米国の新しい基準を見てみる。

3.2 オリジネーターの情報開示の実態

オリジネーターは、特定有価証券の発行者ではないが、自らのアセットバウンス調整にSPEを利用することがある。「企業内容等の開示に関する内閣府令」を根拠法に、資産の内容では

⁴⁵ 証券取引法2条に規定する定義に関する内閣府令

なく、企業同様に自己の財務状況に対して、有価証券届出書（有価証券通知書）、有価証券報告書の提出義務が課せられている。（１）問題の所在、オリジネーターは、証券化スキームの組成の一般的な特徴から、シニア債、メザニン債、劣後債といった形でトランシェ分けされた債券のうち、劣後部分等を保有している場合が多い。劣後債は、アセットにデフォルトやクレジットイベント等が発生した際に、ファーストロスにあたる部分であるため、現行では、「当該資産を譲渡した会社の財務諸表上、その負担を適正に見積もり、必要な額を費用計上することとするとされる。」⁴⁶とされているのみであるが、当該資産のリスクは通常の金融資産よりかなり高いので相応の対応が必要になる。特に、オリジネーターに直接投資する投資家の対する情報の非対称性を緩和することが重要である。

米エンロンの発行したユーロ円債（外国で発行登録が為された円建て債権）がデフォルトとなり、当該社債を組み入れ運用していた債券型投資信託（MMF）が元本割れをし、エンロンの信用力に依存した社債の投資者が多大な損害を蒙った。このことから、オリジネーター地震の情報開示についても議論を重ねる必要がある。

3.3 SPEの情報開示の実態

資産流動化証券における特定有価証券の継続開示の実態を注視してみる。下記（図10）のような情報開示が、特定有価証券の「発行者」であるSPEに義務付けられている。

4. 米国における資産流動化証券に関する情報開示

4.1 米証券取引法における開示制度

米証券取引法下の有価証券の開示制度は、1933年の米国証券法⁴⁷（Securities Act of 1933）、1934年証券取引所法⁴⁸（Securities Exchange Act of 1934）に立脚し、米証券取引法13条において、年次報告書（Form 10-K）、四半期報告書（Form 10-Q）及び臨時報告書を米国証券取引委員会（U.S Securities and Exchange Commission）（以下「米SEC」という。）に提出することが義務付けられている。米証券取引法の範囲に含まれるABS⁴⁹も同法上の有価証券に該当し当然に上記の提出義務が課せられている。

米証券法が施行された当時は、金融のイノベーションにより発達した資産流動化証券が存在していなかったため事業会社を対象とした開示規制となっていた。その開示項目や頻度はABSにはなじまないとの指摘を受け、米SECは、資産流動化証券市場の特性をよりよく反映するために、開示制度をノー・アクションレター⁵⁰により数回修正をし、四半期報告書（Form 10-Q）の提出に代えてABSの分配が行なわれているごとに（主として毎月）、臨時報告（Form 8-K）の提出することが認められた。この臨時報告書には、サービシングや分配に関する報告書のコピーを提出することも認められていた。しかし、この分配が行なわれているごとに開示される臨時報告と、本来の異常な出来事の報告をするための通常の臨時報告とを容易に区別することが困難であることが、情報の非対称たる投資家からの批判された。

こうした批判やエンロン破綻事件を背景に、米SECは、2004年12月22日に、「Regulation AB⁵¹」という規則を発表した。これにより、ABSについての新しい報告書制度（分配報告書：Form 10-D）を制定し、2005年12月31日以降適用を義務付け、周期的な分配とプール性能情報のためのレポートとして機能するように、スタティック・プール分析の開示を明確にすることとした。

⁴⁶ 特別目的会社に資産を譲渡した会社が当該特別目的会社の発行した劣後債券を所有している場合等、原債務者の債務不履行又は資産価値の低下が生じたときに損失の全部又は一部の負担を行うこととなるときは、当該資産を譲渡した会社の財務諸表上、その負担を適正に見積もり必要な額を費用計上することとするとされる。

⁴⁷ ABSの登録届出の方式、開示内容の充実等、発行市場（primary market）を規制する。

⁴⁸ 取引・流通市場（secondary market）を規制する。

⁴⁹ 資産担保証券と訳される場合が多いが、ここでは資産流動化証券という。

⁵⁰ bank of auto trust 1995-A（aug.16,1995等）

⁵¹ Securities Act Release No. 8518（Dec. 22, 2004）[70 FR 1506]（the “ABS Adopting Release”）, <http://sec.gov/rules/final/33-8518fr.pdf>

①特定有価証券の開示に関する内閣府令 様式第8号2様式（有価証券報告書）

第1 管理資産の状況
1 概況
(1) 管理資産の流動化の形態及び基本的仕組み等 (2) 管理資産に係る法制度の概要
(3) 管理資産の基本的性格 (4) 管理資産の沿革 (5) 管理資産の関係法人
2 管理資産を構成する資産の概要
(1) 管理資産を構成する資産に係る法制度の概要 (2) 管理資産を構成する資産の原 保有者の事業の概要 (3) 管理資産を構成する資産の内容
(4) 管理資産を構成する資産の回収方法
3 管理及び運営の仕組み
(1) 資産管理等の概要 (2) 信用補完等 (3) 利害関係人との取引制限
4 証券所有者の権利
5 管理資産を構成する資産の状況
(1) 管理資産を構成する資産の管理の概況 (2) 損失及び延滞の状況(3) 収益状況の推移
第2 管理資産の経理状況
1 主な資産の内容 2 主な損益の内容 3 収入金（又は損失金）の処理
4 監査等の概要
第3 証券事務の概要
第4 発行者及び関係法人情報
1 発行者の状況
(1) 発行者の概況 (2) 事業の概況 (3) 営業の状況
(4) 設備の状況 (5) 経理の状況 (6) 企業集団の状況 (7) その他
2 原保有者その他関係法人の概況
(1) 名称、資本の額及び事業の内容 (2) 関係業務の概況
(3) 資本関係 (4) 経理の概況 (5) その他
第5 参考情報

図 10 <資産流動化証券の継続開示内容>

4.2 Regulation AB の特徴

①「Regulation AB」の範囲と開示制度

「Regulation AB」の内容は、(i)証券登録手続の改定、(ii)ABSの要件を報告する証券取引所法の改定、(iii)公認会計士による証明書を要求する、という3つの柱から構成されている⁵²。

米SEC登録手続（S-1とS-3）で発行されたABS

の定義に合致する資産流動化証券を本基準の適用範囲とし、私募債は適用外となる。

そして、最も重要なポイントは、証券登録手続の改定における登録用書類「Form S-3」において、分配とプール情報（(3)で詳しく述べる）のためのレポートとして「Form 10-D」を月次報告とした⁵³ことと、開示の主体である発行者（issuer）を「デポジター（資産の設定者：

⁵² Pricewater house Coopers「Understanding Regulation AB」2頁

⁵³ Regulation ABのItem1121分配レポートを「Form 10-D」に添付しなければならない。

depositor)」とした⁵⁴ことにあり、改定以前の「発行体 (issuing entity)」が開示義務者となっていた実態から大きく修正された。

②情報開示義務者

「デポジター⁵⁵」とは、原則として「プール資産を受領または買い付け、発行体にこれを移転または転売する事業体」と定義され、スポンサーから発行体へのプール資産の移転過程に介入する事業体が存在しない案件の場合には、対象資産のもともとの所有者 (sponsor) が「デポジター」であり、また、デポジター自体が「信託 (trust)」である場合には、当該信託に係るデポジターが当該ABSに関する「デポジター」であると規定されている⁵⁶。これらの主体は、証券化スキームのうち、実質的には裏付資産の状況を最も的確に把握している。また、同基準が、ABSのための開示要件ではなく、スポンサーとデポジターの定期的な報告や、プール性能データのための開示要件であるとしたことは、投資家が求める経済実態に即した資産の適切な情報開示の試金石になるであろう。

なお、米国基準では、すべてのABS案件の開示主体をSPEとしたわけではなく、SPEが「独立性の確保：ディスクリート⁵⁷」し支配力を排除できている場合に限定しており、発行者が、デポジターであって「ディスクリート」でない場合には、従前どおり、SPEが開示義務を負う⁵⁸。つまり、米国新基準では、「独立性の確保：スポンサーからの支配力の排除」を重視した開示義

務を負担させるものである。なお、マスタートラスト⁵⁹形式、資産の事後取得型、リボルビング型については、一定条件の下でディスクリートが認められる。

加えて注目すべきは、「Regulation AB」の範囲から不良債権処理が排除されていることである。

4.3 裏付資産のスタティック・プール分析

①分配報告書[From 10-D]

上記のとおり米SECは、「Regulation AB」によりABSについて「裏付資産のスタティックなプール分析と分配」の重要性を充分認識しているため、それらの分配とプール情報のための新しい報告書制度 (Form10-D) を制定し2005年12月31日以降に義務化した。スタティックなプール情報は、特定のタイプの資産で性能を提示することによって、投資家は総合的なポートフォリオデータを評価できることに有意義である。ここに、スタティック・プール分析⁶⁰とは、一定の基準 (例えばオリジネーションの年別) ごとに区分けされた資産のグループまたはプールに係る延滞および貸倒れデータや早期弁済データ等の情報である。また、ABSにより証券化される資産プールレベルは、(i)当該ABSと同一のアセットタイプに係るスポンサー⁶¹のポートフォリオ全体、(ii)スポンサーが過去に行った当該ABSと同一のアセットタイプの証券化案件、

⁵⁴ Securities Act of 1933 Rule191 (17CFR230.191)

⁵⁵ Regulation AB (17CFR229. 1101) Item1101 (e)

⁵⁶ 西村ときわ法律事務所『ファイナンス法大全アップデート』、商事法務2006年、468頁

⁵⁷ Asset - Backed Securities, Final Rule (Release No. 33 - 8518) Notwithstanding the requirement in paragraph (c)(1) of this section that the asset pool be a discrete pool of assets, the following are considered to be a discrete pool of assets for purposes of being considered an asset - backed security: 「discrete pool of assets」のDiscreteを西村ときわ西村ときわ法律事務所編 (2006)『ファイナンス法大全 アップデート』445頁では、「不連続の独立したプール」と訳され、大垣では、あらかじめ定められた条件に基づいて返済、資金化がなされる受動的な性質をもったものでなければならないことから「自己完結性」と訳された上、その意味するところが、金融資産自身が第三者による積極的な運用や市場価値の変化に依存せず、当初の約定に従って現金化していくものというニュアンスであると説明されている。

⁵⁸ 大垣尚司「企業開示と商品開示」金融研修研究センター、2006年、30頁において「米国基準では、比較的限定された金融資産の受動的証券化案件に限り、開示主体となる発行者が資産をSPVに設定した者であって、SPV自身ではないとされる。「自己完結性」が認められる場合はSPVは純粋に枠組みとして機能しているために、当該資産をSPVに最終的に移転したと考えられる主体に開示責任を負わせることが適切であるが、ABSの支払いを行うために、対象資産を市場で換価したり、積極的に運用したりする場合、処分者としてSPVが主体的、能動的な役割を果たすので、単なる枠組み以上の実体が認められることから、引き続き当該SPVを開示主体とすることが相当と考えたのであろう」と説明されている。

⁵⁹ マスタートラストは「信託銀行が年金基金のために提供するサービス」で、「複数の企業年金制度あるいは、複数の投資マネージャーを管理するために設定される単一の信託機構で、一つの信託銀行が年金資産の集中管理と会計報告の一元化を行う仕組み」と定義される。

⁶⁰ § 229.1105 (Item 1105) Static pool information

⁶¹ またはオリジネーターもしくはデポジター

(iii)当資産たる資産プールである。また、開示の具体的内容⁶²については、新規則案の段階では一律にすべてのレベルでの開示が要求されていた。しかしながら、明瞭性の原則から、却って不適切な開示であるため、「Regulation AB」では、資産プールの種別により開示内容が区分されている。

おわりに

本稿では、エポックとなったこのエンロン経営破綻事件後の米国の新しい開示制度「Regulation AB」と、わが国における資産流動化証券の開示制度を証券取引法と金融商品取引法の変遷に焦点を当てて概観した。

米国においては、エンロンやワールドコムを経営破綻事件以前まで、資産流動化証券による資金調達の世界規模の拡大に開示制度が追いついておらず、統一された開示制度は存在していなかったが、この経営破綻事件を重く受けとめ、異例のスピードで企業改革法(Sarbanes-Oxley act : SOX法)、及び「Regulation AB」を施行し、開示制度に対し改善を行った。ABSに関連して

特に注目すべき2つのポイントは、(i)分配と裏付資産プール情報のためのレポートとして「Form 10-D」を月次報告とし、(ii)発行者をこれまでの「SPE」ではなく資産の状況をより把握している「デポジター」とし、開示義務を課したことである。このようなABSの実態により近づいた情報開示を整備されたことは、わが国においても参考に値するものである。

わが国では、米国と比較すると市場規模は格段に小さいが、開示制度については米国より早く手当てされており、「資産の流動化に関する法律」による特定有価証券に対し、資産流動化証券の特殊性に応じた開示情報に重点が置かれ、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」が用意されている。しかし、実際に利用されている資産流動化証券の多くは、特定有価証券に該当しない場合が多いこと、特定有価証券に該当するか否かの基準が明確でないこと、及び一般信託受益権や日本の開示規制が及ばない海外目的会社を用いたスキームで組成され開示情報が提供されていないという問題がある。

今般、証券市場全般に対し開示制度に対する改善策として、証券取引法が「金融商品取引法」に改組され、投資家保護ルールの徹底を目的に

②分配報告書「From 10-D」開示項目

<p>Part1 分配に関する情報 (Distribution Information)</p> <p>① 分配及び実績に関する情報 (Distribution and Pool Performance Information)</p> <p>Part2 その他の情報 (Other Information)</p> <p>② 法的手続きに関する情報 (Legal Proceedings)</p> <p>有価証券の売買及びその売買益の使途 (Sales of Securities and Use of Proceeds)</p> <p>④ 上位債券のデフォルト状況 (Defaults Upon Senior Securities)</p> <p>⑤ 有価証券保持者の決議事項に関する情報 (Submission of Matters to a Vote of Security Holders)</p> <p>⑥ 共有財産に関する重要な債務者に関する情報 (Significant Obligor of Pool Assets)</p> <p>⑦ 重要な信用補完提供者に関する情報 (Significant Enhancement Provider Information)</p> <p>⑧ その他の情報 (Other Information)</p> <p>⑨ 付表 (Exhibits)</p> <p>⑩ 署名 (SIGNATURES)</p>

図11 分配報告書の概要Form 10-D開示項目⁶³

⁶² 「Regulation AB」 § 229.1105 (Item 1105) Static pool information

⁶³ Item 1117 of Regulation AB

開示制度が整備された。これに伴い特定有価証券の定義が明確にされたが、資産流動化証券の情報開示の制度に目を転じると、企業開示と同様の開示情報しか提供されないという立場は引き継がれたままである。

特に資産流動化証券は、ピークルの形態により適用される開示制度が異なっているが、金融商品取引法の目的は、現在の縦割業法を見直し、幅広い金融商品を対象とする法制を整備することであり資産流動化証券の開示制度においても、その目的に照らした横断的な方策が望まれる。

また、実務において、資産流動化証券のスキーム上、資産の状況をより把握しているのは、オリジネーターやサービサーであり、SPEが複雑な裏付資産（開示様式では管理資産と呼ばれている）に対し開示能力を十分に有するのかが疑問であり、資産流動化証券の経済実態に則した開示制度とはいい難い。

資産流動化証券は、市場型間接金融を進めていくうえで注目されている。さらなる発展のためには、資産流動化証券のセカンダリーマーケット（流動市場）が必要であると考えられる。なぜなら、一般的に、情報の非対称性が存在する状況では、情報優位者（発行サイド）が情報劣位者（投資家）に対し不十分な情報を提供してしまう懸念がある。ひいては、情報が非対称であると逆選択が生じ、市場を通しての効率性は達成されず、証券化市場の発展を阻害する恐れがあるためである。

セカンダリーマーケットを普及させるためには、情報の非対称性の緩和し、投資家が容易に理解できるような方策が望まれる。

本稿で浮き彫りとなってきた問題点を、金融・資本市場の国際化、及び個人投資家が貯蓄から投資へと運用形態を大きく変えていこうとしている昨今において、金融商品取引法に関連した内閣府令の下、「資産流動化証券の情報の充実」をどのように捉えていくかが筆者の今後の課題である。

引用・参考文献一覧

《米国文献》
 <基準書等>

Securities Act of 1933
 Securities Exchange Act of 1934
 Securities And Exchange Commission Asset-Backed Securities
 Regulation AB item1100-123 (2007年3月7日確認)
<http://sec.gov/rules/final/33-8518.htm>
 Sarbanes - Oxley act 2002
 Price water house Coopers. 『Understanding Regulation AB』,
 2006 (2007年3月7日確認)
<http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublishations.nsf/docid/45C3D32B50D85A408525703E005EAE9B>

<基準書等>

金融庁・金融審議会第一部会報告『証券市場の改革促進』,
 2002年
 改正証券取引法、金融商品取引法全条文、商事法務、
 2006年
 新日本法規、証券六法、18年度版
 日本銀行金融市場局『証券化市場フォーラム・報告書』,
 2004年

<訳書>

西村ときわ法律事務所『ファイナンス法大全アップデート』, 商事法務2006年, 445-502頁

<著書>

青木浩子『国際証券取引と開示規制』, 東京大学出版,
 2005年, 187-203頁
 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, 1997年
 河本一郎・大武泰南『証券取引法読本〔第4版補訂版〕』,
 有斐閣, 2004年, 44頁
 社団法人 不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブ
 ック』, 2005年, 15-32頁, 67-73頁
 高橋正彦『証券化の法と経済学』, NTT出版, 2004年, 10
 頁, 16頁, 71-99頁, 103頁
 渋谷洋一郎『証券化のリーガルリスク』日本評論社,
 2004年, 10-26頁, 111頁
 江川由紀雄『実践証券化入門』ジグマベイスキャピタル,
 2007年, 8-47

<論文等>

大垣尚司『企業開示と商品開示』金融研修研究センター,
 2006年 (2007年3月7日確認) <http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/houkokusyo.html>
 谷口義幸他「企業内容開示制度の整備」, 商事法務
 NO.1773号, 40頁, 2006年
 川北英隆「証券化商品に内在するリスク」『資産流動化研
 究Ⅶ』日本資産流動化研究所, 2001年
 黒沼悦郎『金融商品取引法の適用範囲と開示制度』商事
 法務研究会, 2006年
 小島宗一郎他「金融商品取引法の目的・定義規定」『商事
 法務』第1778号, 商事法務研究会, 2006年

柳川範之「証券化の役割と課題」1 - 2 頁, discussion
paper series 05-j-029

花水康「集団投資スキームの規制」『商事法務』第1778号,
商事法務研究会, 2006年

松尾直彦他「金融商品取引法制の概要」『商事法務』第
1771号, 商事法務研究会, 2006年

ドイツ証券 江川由紀雄「新信託法は日本の証券化市場
を変えるか(上)(中)」2006年, 2007年