

## 1. はじめに

日本の証券化市場は、1993年の特定債権法の施行を出発点とすると、ほぼ10年の歩みを体験したことになる。この間、日本の金融システムは1997年から1998年にかけての危機など大きな動揺を経験してきたが、そうした中であって証券化市場は着実に地歩を固めてきた珍しい例とってよいだろう。不良債権処理問題など、債権流動化自体に対する関心が高まる出来事があったとはいえ、過去5年程度で市場規模が約5倍に拡大したのは、証券化市場が自立的な発展・展開を可能とするような要因が存在していたためであろう。もっとも総額では5兆円程度（社債市場の2～3%）にとどまっており、水準という点に関しては、その変化の程度ほどの評価を与えることはできない。

多くの論者が指摘するように、証券化商品はそれを成立させるためには多くの制約をクリアしなければならない、その限りにおいては決して使い勝手のよいスキームとはいえない<sup>1</sup>。（たとえ形式的にせよ）株式会社の設立が比較的容易であるのとは対比的である。その要件を一言でいってしまえば、「リスクの小さい商品を作る」ということになるだろう。このことは、本来的にリスクが小さい投資機会を確保するという一面と、他の要因からの影響を排除するという一面がある。日本での証券化の最初の根拠法となった特定債権法は、前者に関しては対象債権をリース債権・クレジットカード債権に限定することにより、また、後者については仕組み規制を制度化することにより対応した。さらにいえば、特定債権法に続いて制定された関連法規群も、いずれかの問題をより精緻に取り扱うことを主眼としたものが多い。

しかし、こうした条件を満たすような（証券化にとって都合のよい）投資機会が豊富に存在するとは限らない。金融システム内に凝着した不良債権に対処するために債権流動化に注目が集まったという事実が一方にあったとはいえ、これらが有望な証券化商品として実現するものでなかったことが明らかだろう。不良債権のように今となってはだれの目にも明らかなケースは論外であるとしても、それ以外にも特定債権法が準備したスキームだけでは不十分であることが次第に明らかになってきていた。このため、不動産共同事業法やサービサー法など隙間を埋めるような新たな立法が行われていった。また、これまでにない新たな原資産を証券化しようという試みも行われるようになってきている。こうした動きは証券化市場の可能性を拡大するものである半面、従来の証券化スキームだけでは対応できないケースが登場するなど、今後の方向性を不透明にする要素も含んでいる。たとえば、知的財産権の証券化は原債権の拡大だけでなく、それに応じた固有のスキームが案出

された一例といえるだろう。

証券化スキームは、利害関係の調整・利益配分・リスク配分の中の微妙な均衡の上に構築される。そのため、新種の原債権を流動化しようとするれば、単に既存の公式に当てはめるだけではなく、原債権の属性、投資家・資金調達者の意思決定・行動を考慮に入れた新たなスキームが必要となることが多い。

本稿は最近、注目を集めるようになった事業の証券化（Whole Business Securitisation）を取り上げ、それが定着しつつある証券化の概念に大きな変化をもたらす可能性があるのではないかという一部の指摘を念頭に置きつつ、その特徴・構造を考察・整理し、証券化市場の今後の展開を予測する一助としたい。学問的観点から事業の証券化を見たときに問題となるのは、それが通常の証券化とどのように異なるのかという論点、そして、もし異なる外観を持つとすればなぜそうした形状になるのかという論点の二つが問題となるだろうが、本稿では主として第一の観点到この問題にアプローチし、第二の問題点については別の機会において改めて考察したい<sup>2</sup>。

## 2. 通常の証券化と事業の証券化

事業の証券化（Whole Business Securitisation、以下 WBS）は、近年、英国でのフランチャイズパブチェーンの資金調達手段として導入されたのを機に注目されるようになり、また、日本においても、レジャー産業（パチンコなど遊技施設、ホテルチェーンなど）を中心に新たな資金調達手段として関心が高まっている<sup>3</sup>。

ただ、その発祥を遡っていくと、1994年、スウェーデンで実施された不動産モーゲージを原資産としたスキームが WBS の原型であるといわれており、また、明確に WBS スキームとしての確立を見たのは英国の老人ホーム事業(1995年)であったというのがほぼ通説になっている<sup>4</sup>。

### 2. 1 通常の証券化

WBS の特性を抽出するためにまず通常の証券化（Securitisation、以下 SEC）のプロセスを次のような単純なバランスシート（BS1 から BS3）であらわすことにしよう。なお、以下に示すバランスシートはすべて経済全体を部門別に統合したものであり、部門間での取引は捨象している。

BS1 : 家計（投資家）は保有する資本 100 のうち 20 を企業に出資し、残りの 80 を現金（流動性）として保有する。他方、企業は家計からの出資を資本として受け入れ、企業活動のために固有資本 20 を保有する。ここで固有資産とは将来にわたってキャッシュフロー（以下 CF）を生む可能性を持つ資産のことをいい、典型的には不動産・リース債権など

がある。

固有資産の経済的な価値を手に入れるためには、企業は CF が実現する将来時点まで待たなければならない。よって、労働者を雇用するなどの企業活動を行おうとしても、現時点において固有資産の価値を転用することはできない。つまり、非流動的な固有資産によってその時点での支出性向を満たすことはできないのである。他方、家計はすぐに支出可能な現金(流動性)を持っている。

もし、家計が流動性を直ちに利用する必要を感じなければ、家計の流動性を企業の非流動性を交換させる余地があり、それによってより効率的な資源配分を達成することができるかもしれない。これはいくつかの方法によって実現可能である。

固有資産をそのままの形で家計に販売し、家計がそれを消費するのも一つの方法である。企業は販売収入をそのまま貸金支払いにあてればよい(固有資産が農作物であるような場合を想定すればよい)。また、かりに家計が現金支出をしない場合でも(=掛売りの場合)、企業は商業手形の形で貸金支払いを行えばよい。

しかし、固有資産が消費不可能である場合にはこの方法は使えない。そのときには、たとえば、企業が家計から現金 20 を借入れ、固有資産の将来収益で返済することが考えられる (BS1')。

BS1 :	企業		家計 (投資家)
	固有資産 20	資本 20	現金 80
			出資 20

BS1' :	企業		家計 (投資家)
	固有資産 20	借入 20	現金 60
	現金 20	資本 20	出資 20
			貸出 20

証券化はこれと同等の効果を異なる手法によって実現させようとするものであり、次の BS2、BS3 によって記述することができる。

**BS2** : 企業は証券発行専門体 (発行 SPV) を設立し、SPV は証券を発行して家計に販売して、家計から現金を得る。

**BS3** : 企業は固有資産を SPV に売却 (譲渡) する。家計の保有する証券は SPV の保有する固有資産から発生する CF に対する請求権を表象する。

BS2 :	発行 SPV		家計 (投資家)
	現金 20	証券 20	証券 20
			資本 100
			現金 60
			出資 20

BS3 :	企業		発行 SPV		家計 (投資家)
	現金 20	資本 20	固有資産 20	証券 20	証券 20
					資本 100
					現金 60
					出資 20

BS3では、BS1'から企業の固有資産をSPVのバランスシートに移転し、さらに、企業の借入と家計の貸出がSPVの証券に置き換えられていることに注意しよう。つまり、証券化とは、企業の持つ固有資産の現在価値（CFの現在価値）を媒介にして、家計と企業の間で流動性(現金)を移転させるための方法であるということができる。加えて、次の点にも注意しておくべきであろう。

1. 現時点で存在する経済価値（消費可能な財）に基づく金融取引ではないという意味で、証券化を支える金融原理は長期金融であり、したがって、それは投資銀行業務に関わることになる（川口(1966)）。
2. 証券化によって企業のバランスシートに変化が生じるのは、資産側であって負債側ではない。しばしば、証券化は資金調達経路の一つであるといわれるが、それはSPVのバランスシートを含めて考えたときに成立する議論である。むしろ資産の流動性を高め資産運用の自由度を確保することが証券化の主眼である。
3. 企業は新たに入手した現金を、固有資産の収益を超える収益率で運用しなければならない。そうでなければ証券化を行うメリットはない。
4. SPVは固有資産を運用する能力を持っていない。よって、固有資産からCFを実現させ、かつ、確実に収受する機能を何らかの形で準備しなければならない。企業がSPVから委託を受けて固有資産を運用するか、CFの収受をサービサーに委託するか、家計の指示に基づいて運用する等の方法が必要になる。

## 2. 2 事業の証券化

次にWBSについて同様の方法で考えてみよう。ただし、WBSについては定番のスキームがあるわけではないので、ここでは今のところ典型的と思われるスキームを前提に考え

る。また、説明の必要上、企業を「親企業」と標記する<sup>5</sup>。

BS4 :	親企業	家計 (投資家)
	固有資産 20 (+skill)	現金 80 出資 20
	資本 20	資本 100
BS5 :	親企業	事業 SPV
	出資 20 (+skill)	固有資産 20 現金 80
	資本 20	借入 90 資本 10
	発行 SPV	家計 (投資家)
	貸出 90	証券 80 出資 20
	証券 80 資本 10	資本 100

BS4 : WBS の場合も端緒は BS 1 に等しい。唯一の (しかし重要な) 相違は、親企業自身が固有資産を用いる能力 (skill) を独占的に所有しているという点である。この skill は権利義務の対象となる法的存在ではなく、むろんバランスシートには現れない。しかし、固有資産の現在価値を決める CF が実現するかどうかは、skill と固有資産を組み合わせることができるかどうかに決定的に依存している。

よって、時間が経過するだけでは CF は実現せず、親企業自身が固有資産に能動的に働きかける必要がある。親企業はその skill を持っているが資金が調達できないとき、WBS が有効なのである。

言い換えれば、親企業の目的は CF の現在価値を現時点で手に入れることではなく、skill を固有資産に組み合わせることで CF を発生させる前提を作ることである。このため、CF の実現という観点から見たとき skill と固有資産の間に存在する経済的関係を切り離して考えることはできないということになるが、これについては後段で改めて考察する。

BS 5 : 親企業は二つの 100% 子会社 (事業 SPV、発行 SPV) を設立する<sup>6</sup>。発行 SPV は家計に証券を発行して得た現金を事業 SPV にリコースローンとして貸し付ける。事業 SPV は借入金により親企業から固有資産を購入する。このとき、借入額は固有資産の価額より大きくなる。事業 SPV はその差額を現金として保有し、親企業の持つ skill を雇用して固有資産の事業化を行う。

家計の保有する証券の裏づけは発行 SPV が保有する事業 SPV に対する貸出債権であるが、その真の源泉は skill と固有資産の組み合わせによって実現が期待される CF である。企業を「物理的な投入物と生産技術など企業が保有する技術を組み合わせる新たな価値を

作り出す仕組み」と定義するならば、このスキームは将来にわたって企業が生産活動を継続してゆくこと自体の経済価値を資本市場に反映させることにほかならず、これが「事業の証券化」と称されるゆえんである<sup>7</sup>。

また、この例では資産価値に対する借入の比率（Loan to Value ratio, LTV）は1より大きくなっている。WBS では固有資産の属性が事業内容と密接に関連しているため、それを他の用途に転用できる余地は少ない。このため転売価格（市場価格）が小さくなり、LTV が大きくなってしまふ。もし将来の事業成果を完全に予測できれば、その現在価値（理論価格）が固有資産の市場価格になるから、LTV は小さくなる可能性がある。しかし、現実にはその大きさを現時点で評価できないため、LTV 値で判断すればリスクの高い投資機会となる。ここにも、固有資産よりも skill の将来性を重視するという WBS の特質が現れている<sup>8</sup>。

## 2. 3 証券化による社会的便益

この経済には家計が直ちに消費できる財が存在しない。したがって、自然に対して働きかけをして生存に必要な財貨を手に入れる必要がある。SEC では、企業が入手した現金（BS3 参照）で財（たとえば食料）を調達し家計に販売すれば利益を得ることができ、その利益の一部を家計に還元できた。同様に WBS でも、親企業と事業 SPV が財を調達する事業を行えばよい。SEC、WBS を問わず証券化は、こうした交換を通じて固有資産を最終消費機会に転換することによって、社会的便益を発生させている。このことは、証券化が金融取引の一形態であり、そして金融取引とは異時点間の消費機会の交換であるという経済原則を言い換えたものにすぎない<sup>9</sup>。

## 3. 事業の証券化の特徴

金融原理としての本質的相違はないとしても、SEC と WBS にはいくつかの技術的相違があることはバランスシートからもわかるだろう。このバランスシート上の相違を単なる現象面の相違として軽視してはならない。なぜなら、バランスシートは資金循環メカニズムの内的構造を表しているから、そこに違いがあるということは、リスクの配分・希少資源の配分等の金融機能が、異なる過程によって実現されていることになるからである。

投資家が引き受けたいと考えるリスクと、企業が転嫁させたいと考えるリスクはともに多種多様であり、それらを効率的に対応づけるためには、リスクの種類に応じた適切な市場を構築しなければならない。金融手法としての WBS と SEC の相違は、そうした多様性を金融市場がどのように受け止めているかに関連しているのである。以下、重要と思われる

る相違について順次、論じていきたい。なお、後に掲げる総括表を適宜参照されたい。

### 3. 1 全体構造の相違

#### (1) 通常証券化

BS3を統合して左右の事項を適宜相殺すると、BS3'を得る。相殺可能な項目(括弧で表示)を取り除いて考えると、結局、経済に存在する資源(資本100)が現金(80)と固有資産(20)として利用されていることになるが、これはBS1を同様に統合・相殺したBS1'と本質的に等しい(網掛け部分)。ただし、企業部門についていえば、固有資産が現金に置換され、家計については現金が証券と現金に分割される。すなわち、家計は現金20の利用を企業にゆだね、その報酬として固有資産からのCFを受け取るという取引関係が資産金融(asset finance)に他ならない。なお、BS1'において、資本20と出資20を相殺すると、資本100=固有資産20+貯蓄(現金80)という関係を得るが、これは総供給=総需要というマクロ的恒等関係に対応していることにも注意してほしい。

BS3'		BS1'	
現金 20	(資本 20)	固有資産 20	(資本 20)
固有資産 20	(証券 20)	現金 80	資本 100
(証券 20)	資本 100	(出資 20)	
現金 60			
(出資 20)			

#### (2) 事業の証券化

事業の証券化に関してはBS5を統合・相殺してみればよい。SECと同様、資本100が現金80と固有資産20に対応することが確認できる。

BS5'	
(出資 20)	(資本 20)
固有資産 20	(借入 90)
現金 80	(資本 10)
(貸出 90)	(証券 80)
	(資本 10)
(証券 80)	資本 100
(出資 20)	

しかし、WBS については次の点に注意が必要である。第一に、固有資産と現金が同一組織内（事業 SPV）にとどまっていること、つまり、家計が保有していた現金 80 は事業 SPV を通じて利用されるという構造になっている。第二に、家計に対する報酬の出所は発行 SPV が保有する貸出債権である。この点に着目すれば家計が保有する証券は貸出債権に基づく asset finance の手段であるといえる。第三に、発行 SPV の貸出債権は、事業 SPV に対する通常の貸出（リコースローン）であり、それは固有資産と現金の双方を利用した事業活動の収益によって償還される。

さて、SEC において企業のバランスシートに変化が生じるのは資産側であった（固有資産が現金に置き換わる）。このことは、SEC が必ずしも資金調達という意味合いを持つだけではないことを意味する。前述したように、固有資産を SPV に譲渡して得た現金（new money）は固有資産を上回る収益率で運用しなければならないが、これを達成するためには new money の用途が固有資産の属性に制約されてはならない。むしろ、固有資産とは独立の用途が予定されることが多い。たとえば、賃貸マンションを証券化して得た new money を用いて新たな宅地開発を行うケース、クレジットカード債権を証券化して新たな顧客開拓に向けるケースがこれに相当する。事実、new money が企業に帰属する一方、固有資産が SPV に帰属するのは、企業による資産運用の自由度を確保するためである。

これに対し、WBS では、現金と固有資産はともに事業 SPV の意思決定のもとで用いられるから、結果的に new money の用途は固有資産の属性に制約されることになる。つまり、WBS は固有資産と skill の潜在的な経済価値を実現させるための資金調達手段であるという特性を持っているということができよう。

### 3. 2 移転・譲渡資産に関する相違

一般に、証券化は原資産を SPV に移転・譲渡するところからスタートするが、証券化をめぐる論争の大半はこの譲渡プロセスに関連している<sup>10</sup>。SEC も WBS も、企業（または親企業）から固有資産が SPV（または事業 SPV）に移転されるという点では違いはない。しかし、SEC の固有資産はそれ自身が CF 生成能力を備えているという意味で自立性が高い。たとえば、人通りの多い道路に設置された自動販売機を原資産とし、その売り上げを CF と考えればその意味が理解できるだろう。この場合、CF そのものを発生させるための仕組みよりも、売り上げを確実に回収（サービシング）するための仕組みを構築することのほうが重要になるかもしれない。ブランドの証券化の場合も、他の企業が特定のブランドを自立的に利用することによって収益が発生するのであり、ブランド開発者が継続的に関与するわけではない。

他方、WBS では固有資産が自立的に CF を生み出すことは予定されておらず、そのため固有資産自体の経済価値は大きくなりえない。先の例に即していえば、人通りの多い道路わきに自動販売機を置くスペースを保有しているが、機械を購入する資金がないといった



場合である<sup>11</sup>。CF を創出するためには、現金（skill を実現させるために用いられる）と組み合わせて事業を継続させなければならない。つまり、CF の源泉は親企業の skill であり固有資産はそのための手段であるから、譲渡される固有資産は「CF を生み出す資産を譲渡する」という証券化の原則には合致しない。逆に、SEC においては投資家の保有する証券を裏づける資産と譲渡資産が一致することはいうまでもない。

この結果、投資家が負担するリスクの種類も異なってくる。すなわち、SEC の場合は固有資産の収益変動リスクであるのに対し、WBS の場合には発行 SPV の貸出債権のデフォルトリスクであり、それは事業 SPV の業績変動リスクに依存する。

しかしより重要なことは、投資家がどのようなリスクから遮断されるか、ということであろう。なぜならば、証券化を含め金融市場のもっとも重要な機能は、投資家が負担しようとするリスクを割り当て、そうでないリスクは割り当てないというリスク配分機能であるからである。

SEC の投資家は譲渡資産の収益変動以外のリスクからは遮断されており、企業（＝オリジネータ）の破綻リスクからは独立である。このことが SEC の金融商品としての魅力を高める一因であることは指摘するまでもない。一方、WBS は貸出債権を用いているため、事業 SPV の経営に関わるリスクを遮断することはできない。

もちろん、事業 SPV が複数事業を平行して行っており、その中の特定事業のみを対象としたプロジェクトファイナンス型の貸出が行われれば、この問題は回避できるかもしれない。また、事業 SPV は、特定・単独の事業だけを営む企業体であるから、親企業の経営リスクからは切り離されているようにも見える。しかし WBS を行う親企業の多くは、特定・単独の事業に特化した skill を持つ企業であることが多く、結果的に投資家は親企業の事業継続能力に関わるリスクを負担することになる。問題はこのリスクが譲渡資産の現在価値に反映されないという点であるのだが、これは投資家保護に関して重要な意味合いを持つので改めて触れることにしよう<sup>12</sup>。

### 3. 3 オリジネータに関する相違

証券化におけるオリジネータの定義については、論者によって若干の表現上の相違が見られる。いくつか例を挙げると、「資産の譲渡人」（三國(1999)）、「ローン組成者」（Kendall(1996)）、「原債権を作り出す者、その後、保有資産を売却して資金調達を行う者」（木下(2003)）、「資産流動化・証券化の起動者、バランスシートの左側の資産を利用した資金調達を行う」（高橋(2003)）、「保有する資産を分離して資金調達をはかる者」（(財)日本資産流動化研究所の一般投資家向けパンフレット）などである。しかし、

- (1)資産を分離・売却する、
- (2)それによって資金調達を行う、

という二つの要素がオリジネータを性格づけているという意味では、ほぼ理解が共有され

ていると考えてよい。

このような標準的な定義に従って WBS を考えてみるとどうだろうか。WBS スキームを「起動」するのは親企業であり、資産を事業 SPV に「分離・譲渡」する。そして、一連の取引を通じて事業を遂行するための「資金調達」を行うから、親企業はオリジネータとしての要件を満たしていそうである。

しかし、BS5 を見れば必ずしもそうはいえないことがわかる。「資金調達」しているのは、発行 SPV から資金を借り入れる事業 SPV であって、親企業ではない。しかし、事業 SPV もまた、固有資産を譲渡する主体ではなく「譲渡される」主体であることに留意すれば、やはりオリジネータと呼ぶことはできない(表1参照)<sup>13</sup>。

表1 オリジネータの要件

オリジネータの要件	親企業	事業 SPV
要件1 (資産の分離・売却)	○	×
要件2 (資金調達)	×	○

ここで、CF の源泉という意味での資産に目を向けてみよう。SEC では、譲渡される資産の自立性が高いから、要件1は言い換えれば「CF の源泉の分離」と同義であり、それゆえオリジネータの倒産隔離・真正売買が問題になる。他方、資産の自立性を欠く WBS では、要件1はそれだけでは「CF の源泉の分離」を保障しない。しかしながら、先述したように、WBS における CF の源泉は、親企業から分離された固有資産を(事業 SPV が得た現金を利用して)経営する事業能力であり、元来親企業に帰属する能力である。また、WBS スキームを起動するのはいうまでもなく親企業であり、かつ、事業 SPV は親企業の 100%子会社であるという関係も考慮すれば、当面は、親企業が WBS のオリジネータであると考えておいても特段の不都合はない。逆に、オリジネータの二つの要件を事業 SPV との間で機能分化させているところに WBS の独創があると考えられるべきかもしれない。よって、本稿では親企業をオリジネータとして以下の議論を進めることにしよう。

### 3. 4 オリジネータと SPV の関係についての相違

SEC では、オリジネータと SPV は倒産隔離措置によって関係が切断される。むしろそれには要件が必要であり、たとえば、たとえば企業会計審議会(1998)は、(1)資産の譲渡価格が適正、(2)譲渡資産から生じる収益は証券保有者のみが享受する、(3)SPV がこうした目的に沿って運営される、ときに両者は切断されていると推定するものとした。

それに対して、事業の継続性の確保という点において事業 SPV とオリジネータは緊密な相互依存関係にあり、かつそれを制度的に担保するためオリジネータは二つの SPV と資本関係を持つ。両者の関係を能動的に切断する SEC に対して、WBS では積極的に経済関係を維持することによってスキームが成立している<sup>14</sup>。つまり、事業 SPV は証券保有者と直接的関係がなく、また、発行 SPV は資産譲渡を受けていないから、上の基準に当てはめれば、いずれもオリジネータとの連結が否定できないことになる。

このような相違は、CF を創出する機能が実質的にどの主体に帰属するかの相違によって生じている。すなわち、SEC では、譲渡資産の自立性が高いので、それを保有する SPV が CF 創出にとって第一義的な存在ということになる。期中におけるオリジネータの役割は二次的なものへと後退するのみならず、譲渡資産の自立性をより確実に担保するため譲渡資産に対するオリジネータの影響力を積極的に排除することが望ましい。もっとも、オリジネータは証券化スキームを起動する主体であるから、平時において自らスキームを否定するように行動することはないだろう。したがって、関心は倒産時などステイクホルダー間の利害が錯綜する場合に向けられるのである。

しかし、WBS においては譲渡資産の自立性が低く、事業 SPV に移転しただけでは価値が実現しない。このため、事業 SPV はなんらかの形で親企業の skill を取り込まなければならない。事業 SPV が親企業に譲渡資産をリースする、事業 SPV が譲渡資産を経営する能力をオリジネータから雇用するといった措置が必要になるだろう。どのような方法をとるにせよ、親企業が事業 SPV に対する影響力を積極的に行使することによって譲渡資産の自立性を補完し、証券化の前提となる CF を作り出す前提条件を形作るのである<sup>15</sup>。

したがって、倒産隔離措置が問題になるということは、オリジネータの継続性よりも譲渡資産の自立性・継続性が重視するという SEC の哲学を反映しているといえる。対象的に WBS ではオリジネータ(親企業)の継続性が本質的に重要になるのである<sup>16</sup>。能見(2003)が指摘するように、SEC の SPV は利益を享受するもの(所有者)の存在しない財産を作り出すための器であるとすれば、WBS の SPV(特に事業 SPV)は利益を享受するものを特定するための器であると言えるかもしれない。

### 3. 5 投資家保護に関する相違

前節で述べたことは、投資家保護という観点からも検討が可能である。というのは、WBS において発行される証券の価値は事業から生じる CF に依存しているが、譲渡資産と skill の将来価値に依存する CF を数量化することは容易ではない。第一に、skill の金銭的評価が困難である。第二に譲渡資産の評価額は、単独で借入の担保になりえるほどには大きくない。すなわち、譲渡資産と skill が CF の源泉であるという定性的関係を、証券価値という定量的関係として投資家に認識させることはきわめて難しい。SEC は自立性の高い譲渡資産を抽出することで証券価値を確定できるという利点があるのだが、WBS はそれを欠

いているのである。

このことは、投資家保護に深く関わっている。SECにおける投資家保護措置はCFに対する投資家の請求権を確立し、契約の完了や免責事項以外の事由によらない限り請求権が失われないことを担保する。そのためには、将来の請求権に影響を与えると予想されるすべての要因を投資家に開示しなければならず、また、開示されなかった要因による請求権の修正・変動は無効である。これらを実現させるための法的技術が倒産隔離措置や真正売買であることは周知のとおりであり、事実、証券化市場の発展とともに数多くの論考が重ねられてきた<sup>17</sup>。

ところが、WBSについては、SECを対象としたこうした議論はあてはまらない。その理由の一つには、SECのようにオリジネータを単一の主体として考えることができないという問題がある。原理的には、オリジネータの機能が親企業と事業SPVに分割されるのだから、両者の破綻リスクを発行SPVから隔離すればよいのかもしれない。しかし、事業SPVの破綻リスクを分離することにはほとんど意味がない。なぜなら、事業SPVは債務超過になると（＝借入の返済ができなくなると）倒産するが、それは発行SPVの貸出債権が不良債権化することであり、必然的に投資家の保有する証券の価値も毀損されることになる。すなわち、WBSの構造上、事業SPVの破綻リスクは分離できないのである<sup>18</sup>。

では、親企業を対象とした倒産隔離はどうだろうか。親企業に対する倒産隔離とは、譲渡資産に関するものとskillに関するものに分けて考えなければならない。前者についてはSECに関する標準的な議論が適用できるかもしれない。後者に関する倒産隔離とは、何らかの環境変化の際、固有資産を用いたCF創出以外の目的にskillを転用してはならないということになるのだが、これが現実に可能かという問題が残る。たとえば、当該skillを持つ労働者（親企業に雇用されている）が、倒産時に離職・転職することを制約できるだろうか。言い換えれば、譲渡資産・skillの双方を含むCF創出過程を、投資家保護の名目のもとで管理できるかどうかという問題である。

実際、譲渡資産の自立性が小さいという条件下では、親企業の譲渡資産への影響力を切断してしまうことは、投資家にとって望ましいわけではない。このため、WBSにおいてはSECにおけるtrue saleに比して、譲渡資産を投資家の利益に合致するように管理できることがスキームに商品性に大きく関わっている。このことをtrue controlと呼ぶ（Gasser(2000)）。

True controlを確保することは容易ではないが、たとえば英国では浮動担保に関わる管理レシーバ制度をWBSに応用する方向での検討が進んでいる<sup>19</sup>。また、オランダの自動車リース会社Interleasing Nederlandのスキーム(2003)では、リース債権を事業SPVに移転する際に、法的な移転完了手続きをリース契約終了時まで遅らせることで、オリジネータとの譲渡資産との経済的関係を維持するという工夫がなされた。これがいかなる意味においてもtrue saleに該当しないことは明らかだろう。

管理レシーバ制度はWBSにとって非常に魅力的ではあるが、それが制度として存在し

ない国々も少なくない。このような場合には、投資家の利益を代表すべき行動することが明示されている信託組織 (Trustee) に親企業の株式を保有するという形式も考えられ、英国の WBS でもこれが併用されることが多い。しかしその実効性が必ずしも担保されているわけではない(Ambery(2003))。

総括表

分類	比較項目	通常の証券化 (SEC)	事業の証券化 (WBS)
全体構造	資源の動き	資本(100)が現金(80)と固有資産(20)として用いられる	
	家計の行動	現金(20)を証券に転換	現金(80)を証券に転換
	家計の報酬	発行 SPV の固有資産の CF	発行 SPV の持つ貸出債権
	CF の源泉	固有資産	固有資産と現金の組み合わせ
	new money の用途	制限はない	固有資産と組み合わせ
	目的	資産の自由度確保	資金調達
譲渡資産	譲渡資産	固 有 資 産	
	譲渡の方向	企業 → 発行 SPV	親企業 → 事業 SPV
	自立性	高 い	低 い
	証券の裏づけとの関係	一致	不一致
	投資家のリスク	固有資産の収益実現リスク	事業 SPV の業績変動リスク
SPV オリジネータと	オリジネータ	企 業	親企業？
	SPV との関係	遮 断	維 持
	オリジネータの継続性	二次的	本質的
投資家	投資家保護	True sale	True control Trustee の利用

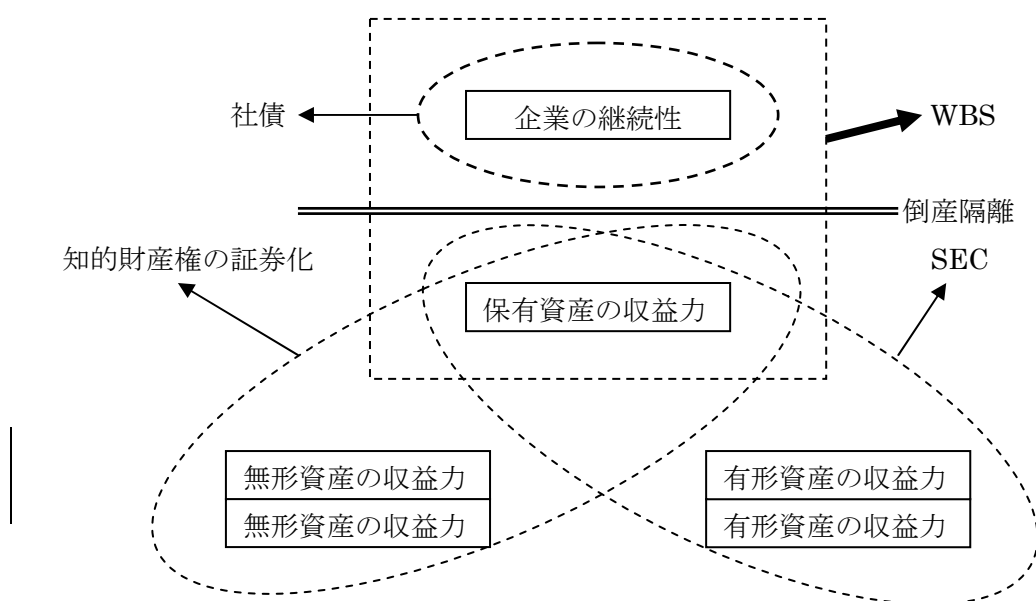
#### 4 両証券化の相互関係

総括表を見る限り、WBS がこれまでの「証券化の概念に収まりきれず、その再整理」を必要とするという木下(2003)の指摘は正当である。特に、譲渡資産やオリジネータ、SPV に関する両者の相違は、それらが SEC スキームの中核部分に関わるだけに、WBS の登場

によって新たな金融手法が確立されつつあるという指摘には注目したい。

実際、WBS がこれまでの金融手法がカバーしてこなかった領域を取り込んだ手法であるということは、次のようにしても知ることができる。企業ファイナンスとは資本市場を用いた企業価値の実現にほかならないが、これには二つの問題を解決しておかなければならない。一つは、企業価値をどのような尺度にとって測定するかであり、株価総額を持って企業価値の代理変数とするのはその一例である。もう一つの問題は、企業価値の源泉を何に求めるかであり、証券化をめぐる議論の多くはこの点に集中している。投資家にとって投資する価値のある企業とは、第一に、長期にわたる収益機会を提供することができる継続性を持ち、第二に、収益の母体となる資産を保有している企業であろう。さらに細かくいえば保有資産の収益力は、有形資産に起因する収益と無形資産に起因する収益に分割できるだろう（図1）。

図1 WBS の位置づけ



社債や銀行借入などは企業の継続性に対する信用供与であり、当然のことながら、企業の継続性に影響を与えるすべての要因をすべて包含することが暗黙のうちに想定されている。

SEC は企業の保有資産うち有形資産を対象としたファイナンス方法である。また、知的財産権の証券化は、特許やブランドなど無形資産だが権利の対象が法的に確定できる収益源を対象としたファイナンス方法である。これらはいずれも企業の継続性との間に倒産隔離措置を講じることが可能であるという意味において、典型的な **asset finance** である<sup>20</sup>。

これに対して WBS は企業（親企業）の継続性と保有資産の収益力を結合させたファイナンス手法と位置づけることができるのではないだろうか。そこでは、事業 SPV が親企業からの影響を受けないような法的帰属点として機能すると同時に、親企業の skill の受け皿となることによって固有資産の価値実現をはかるのである。また、発行 SPV に貸出債権を保有させ、投資家には貸出債権に対する請求権を持たせることにより、貸出債権を裏づけとする信用供与（すなわち **asset finance**）という側面を与えることができ、同時に発行 SPV による事業主体の企業活動全体に対する信用供与（すなわち **corporate finance**）という側面を兼ね備えた金融手法ということになる。

CF は保有資産を用いた事業活動から発生するから、ここでいう継続性とは企業全体のそれというよりは、当該の事業(部門)の継続性として狭義に考えたほうが実態に即しているかもしれない。したがって、論理的には、親企業が倒産しても当該事業部門が何らかの方法で継続できれば、WBS スキームを維持できるということになる。しかし、これまでの実績を見る限りでは、WBS を行う企業はさまざまな事業を多角的に経営している企業というよりは、単一の事業に特化したノウハウを持った企業であることが多く、やはり親企業の継続性が保有資産の収益力に優越するというべきであろう。WBS において、主たる信用は親企業の継続性に対して供与されるのも、WBS が親企業の継続性を重視したスキームであることの証左である<sup>21</sup>。これらのことは、二つの SPV を用いなければならない理由を示していると同時に、WBS が **corporate finance** の色彩を帯びていることを強く示唆するのである<sup>22</sup>。

## 5 組織的アンバンドリングと事業の証券化

### 5. 1 金融機能の組織的アンバンドリング

以上の議論を総合するとき、われわれは資金循環経路としての WBS をどのように理解できるだろうか。総括表に挙げた WBS のさまざまな特徴をさらに集約すると、WBS の特質を次の二点に絞り込むことができる。第一に WBS は **corporate finance** と **asset finance** を両面併せ持つ資金循環経路であるという点、第二に譲渡資産の性質と親企業の skill の関係が SEC とは対照的だという点である。そして、このように議論を整理すると、WBS は間接金融を基本としそれを組織的にアンバンドリングしたスキームであると結論することができるのである。

組織的アンバンドリングとは、間接金融システムにおいて金融仲介機関が果たしている機能を、複数の別組織に割り当てることによって実現するアンバンドリングの形態のことをいう<sup>23</sup>。間接金融は、借手から得た本源的証券のリスクをコントロールすることによってよりリスクの小さな派生証券に転換するという資産転換機能と、流動性を貸手から借手へ還流させる流動性供給機能の二機能から構成されている。銀行を例にとれば、借手の経

営状態・担保を審査する貸出部門が資産転換機能を担っており、預金を集約する預金部門が流動性供給機能を持つ。貸手(預金者)が保有する預金調書は最終的には借手の経済的成果に裏づけられているが、預金者自身はそのことを認識する必要がない。金融仲介機関は自己勘定においてそうしたリスク管理を行うサービスを提供する経済主体なのである。

ここで、WBSには、投資家が保有する証券は最終的には親企業の経済的成果に裏づけられているが、投資家自身はそのことを認識する必要がないという関係があるということを、金融仲介機関の役割と対応させてみよう。

図2 組織的アンバンドリング

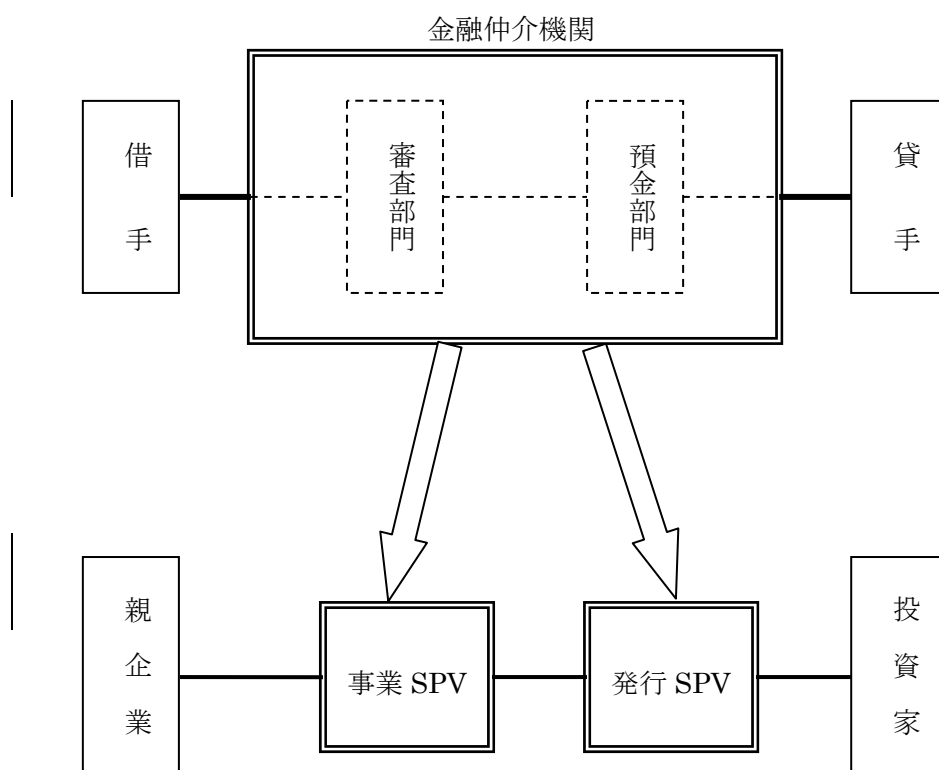


図2を見ると、事業SPVは間接金融における資産変換機能に等しい機能を持っていると考えることができる。すなわち、親企業が固有資産を利用するskillが親企業内部に存在すると判断されるときに限り、事業SPVは固有資産とskillを結合させる場を提供する。それによって、親企業のもとでは不十分な担保価値しか持たなかった固有資産を、信用供与の対象となる期待収益の高い資産へと転換することが可能になるのである(図2)。

一方、発行SPVの役割は、金融仲介機関が自己勘定でリスク管理を行うという部分に置換して考えればよい。つまり、発行SPVはその名称が示すとおり、投資家から流動性を集約し、事業SPVに還流させる役割を持っているが、これは金融仲介機関において貸出審査



をクリアした借手に預金が振り向けられるのと等しい。

発行 SPV の視野に入る親企業の像は、それが直接であるのか事業 SPV を経由しているかによって、大きく異なってくる。事業 SPV を経由しない場合の親企業の姿は担保物件を持たない信用力の乏しい借手であり、流動性の供給は不可能である。しかし、事業 SPV を経由した親企業は、CF 実現の可能性を持つ優良な借手ということになる。

WBS を SEC の相違を理解する鍵は、なぜ WBS は事業 SPV と発行 SPV という二つの SPV を必要とするかを正しく理解することだろう。そしてその手がかりになるのが間接金融の組織的アンバンドリングという視点である。このように考えることによって、WBS スキームの際立った特徴である事業 SPV・発行 SPV の存在を、それぞれ間接金融を構成する二つの機能に対応づけて理解することが可能になった。この意味において、WBS は従来の SEC の意味合いを変化させつつあるという指摘は正しい。ただし、それは相対的に間接金融的側面が重視された証券化スキームであると理解したほうがよいかもしれない<sup>24</sup>。

このように議論は一見、奇異に移るかもしれないが、証券化に代表される資産金融と金融仲介機関の接近という現象は実はヨーロッパを中心に着実に進捗している。たとえば、国際決済銀行(BIS)は、2002 年に公表した証券化に関する報告書 (BIS(2002))の中で、*socialized lending* という貸出形態について言及している。これはプロジェクトファイナンス (*project finance*)、オブジェクトファイナンス (*object finance*)、コモディティファイナンス (*commodities finance*) と不動産関連融資 (*income-producing real estate* と *high-volatility commercial estate*) を含み、いずれも借手の企業業績全体 (*broader commercial enterprise*、もしくは *broader ongoing operation* と表現されている)ではなく、特定の事業から生じる CF のみを返済融資とする貸出をいう。これらは広い意味で *asset finance* であり銀行が積極的に展開している業務領域であるが、それによるリスクの過小評価を防止するのが BIS の目指すところであり、このことはとりもなおさず、資産金融と金融仲介機関の接近を物語っている。もっとも、伝統的に銀行のプレゼンスの高いドイツでは、証券化の導入に際しさまざまなハードルがある。たとえば、借手の情報について銀行に課される厳格な守秘義務は、不良債権の証券化を難しくする一因であるが、これらについても順次改善が図られると予想されている。

さらに、WBC 内の間接金融的要素の存在は法的な観点から解釈することもできる。親企業のように重要な *skill* を持つ企業の場合、いわゆる営業の価値は固有資産の価値の総額を超えている。しかし、こうした客観的意義の営業それ自体は権利の目的とはなりえず、したがって、そのままでは担保になりえない。このため(親)企業が事業目的を達成するには、何らかの方法で権利の対象となる財産を擬制しなければならない。その手続きの前段はまず、事業 SPV に所有者の存在しない財産を譲渡移転することであり、これによって、親企業の影響を排除することができる。その後、事業 SPV は *skill* を(親)企業から雇用して固有資産の収益を実現させるのである。発行 SPV は結果的に固有資産と *skill* の組み合わせに対して信用を供与するのである<sup>25</sup>。

## 6 結論と展望

本稿の目的は事業の証券化がこれまでの証券化概念に転換を迫る重大な事象であるかどうか、両者に違いがあるとすればそれは何かを検討することであった。この疑問に対して、本稿が与える当面の回答は次のとおりである。

- (1) 事業の証券化の構造は通常の証券化とは明らかに異なっている。相違する点は多岐にわたるが、中でも譲渡資産の性格・オリジネータ・SPVの機能に関する違いが重要である。したがって、証券化の公式をそのまま当てはめるだけでは事業の証券化の姿を理解することはできない。
- (2) しかし、事業の証券化によってもたらされる資金循環構造を詳細に検討すると、そこには伝統的な **corporate finance** の要素が強く反映されている。つまり、証券化の概念をブレイクスルーしたというよりは、間接金融の技術と証券化の技術の新たな組み合わせとして登場したと考えるべきである。

最後に今後進められるべき研究の方向性について付言しておきたい。本稿は **WBS** の間接金融的要素を抽出することについては一定の結果を導くことができたが、残された最大の問題はやはり、「なぜ間接金融と **WBS** が近接するようになったのか」という問いに答えることであろう。この問いに答えるためには、**BS1** や **BS5** のようにマクロ的な資金循環構造やリスク配分経路、債権債務関係の移転という側面から **WBS** を観察するだけでは不十分である。このため、**SEC**、**WBS** の形態上の相違が企業財務上の意思決定にどのように影響するのか、より具体的にはどちらが有利なのか、という点については十分な理解にはいたっていない。実際、**BS5** を素直に眺めてみれば、それが親企業による社債の発行、あるいはグループ企業としてファイナンス会社や銀行を持つコングロマリットと本質的にどこが違うのか、という疑問が生じるのはごく自然である。

この問題を取り扱うためには、**WBS** が登場してきた過程において、企業がどのような意思決定を行ったのか、なにが **WBS** 導入の動機だったのか、さらには、**WBS** が英国において一定の広がりを見せているということを前提にするならば、資本市場は **WBS** のどの要素をポジティブに評価しているのか、といった事柄について事実の確認と立論を行う必要がある。つまり、市場で観察される事実に基づき帰納的に考えていくことが有益であろう。

こうした方法論を実行する一つの手段は、**WBS** に関連する金融商品についての有力格付け会社のレポートなどを検討することである。なぜなら、格付けはその性格上、対象商品の利点・欠点を明示する必要があり、そこには市場（投資家）の **WBS** に対する評価が相当程度反映されていると考えられるからである。

筆者に関して言えばこの作業はまだ予備的な段階にとどまっているが、いくつかの示唆

はすでに得られている。たとえば、SEC においては資産をオリジネータから切り離すことが投資家の利益を確保する方法であり、それが SEC の最大の特徴であると考えられている。しかし、同じ目的を達成するそれ以外の方法が存在しないということが立証されているわけではない。原債権の属性や制度的制約に照らし合わせた時、もしほかの手段があるか、あるいは資産のオフバランス化が何らかの理由によって望ましくないならばあえて標準的な SEC にこだわる必要はない。つまり、「証券化」という言葉をそのスキームと一体化させて固定的に考えなくてもよいのである。貸出債権と *asset finance* の組み合わせ、複合的な SPV の利用という WBS の特徴の中に、資本市場はどのような価値を見出しているのか。ここに WBS の将来性を占う鍵が隠されているのではないだろうか。今後は、こうした方向に沿ってさらなる議論の積み重ねが進むものと確信し、かつ期待する。

#### 参考文献

- 岡崎哲二、星岳雄、2002、1980 年代の銀行経営、「平成バブルの研究」(上)第七章 (村松岐夫・奥野正寛編、東洋経済新報社)
- 川口 弘、1966、金融論、筑摩書房
- 木下正俊、2003、私の資産流動化教室 ー健全な市場のための資産流動化論、西田書店
- 小林卓泰、2003、知的財産の証券化・流動化取引に関する法的・実務的問題(1)~(7)、  
「NBL」 no.756-765
- 高橋正彦、2004、証券化の法と経済学、NTT 出版
- 、2004、証券化をめぐる倒産法理の展開、「証券経済学会会報」第 39 号
- 中島弘雅、1999、イギリス倒産手続における担保権の処遇 ー再建型企業倒産手続を中心にー、民商法雑誌第 120 巻
- 能見善久、2003、法人の法的意義の再検討、NBL,no.767
- 深浦厚之、2001、債権流動化の研究視覚 ーアンバンドリングをめぐるー、  
「証券経済研究」第 26 号
- 、2003、債権流動化の理論構造、日本評論社
- 藤瀬祐司、2004、知的財産権を対象とする流動化取引の展望、「NBL」 no.786
- 三國仁司、1999、資産・債権流動化の実務必携、金融財政事情研究会  
月刊「レジャー産業資料」2004 年 4 月号
- Ambery, R.,2003, Securitisation in the UK:The Final Frontier,  
*IFLR-International Financial Review*, 1 July 2003
- BLACK DAWSON WALDRON,2004,Whole Business Securitisation
- Eisbruck,J., Credit Analysis of Intellectual Property Securitization,  
in “*From ideas to ASSET*”, Berman,B.,(ed.), John Wiley&Sons

- Kendall,L.,Fishman,M.,1996,*A Primer on Securitization*, The MIT Press
- Gasser,R.,2000, European secondary market perspective : Whole business securitization : The new corporate finance, UBS Warburg
- Harris,H.,2004, on Whole Business Securitization,  
<http://www.webcom.com/offshore/solomons/artwholesecuritisation.htm>
- Lovells,2002, Intellectual property securitization : a new asset class for Japan (client note), Lovells.
- Rajendra,G.,2002,The use of securitization as an alternative funding tool for European corporates, *The European Restructuring and Insolvency Guide 2002-2003*, Deutchsh Bank
- Welsher,E.,Penrose,J.,2004、 Securitization of “New Asset” Classes:A Rating Approach, *The Journal of Structured Finance*, Summer
- World Trade Executive, 2004, *Securitization in Europe: 2004*

---

<sup>1</sup> 標準的な証券化スキームに関する文献は数多いが、直近までの展開を網羅的にまとめたものとして高橋(2004)が適当である。

<sup>2</sup> 日本の証券化市場の現状について簡単に触れておこう。特定債権法が成立した当時、一部には証券化市場の導入が日本の金融市場の閉塞感を一気に打開する契機となるのではないかという楽観論があった。しかし、金融取引としての証券化は、将来にわたる収益機会の現在価値を現時点での資本市場において実現させる手法であるから、不良債権など収益期待の持てない資産が証券化の対象資産となることはありえない。また、証券化に比較的積極的なノンバンクであっても資金調達を目的とするケースは少なく、むしろ、資本市場への情報発信経路として認識される傾向が強い。このことは、資本市場に参加している投資家に対して投資機会としての魅力を強調し、証券化以外の手段による資本市場からの資金調達を容易に進めようという意図があることを示している。このため、現在のところ日本の証券化市場はいろいろな意味で機関投資家など“プロ”の投資家を中心となった市場になっている。この点、資産担保証券の流通市場が成熟しているアメリカとは大きく異なっている。

<sup>3</sup> WBS の基本的な構造については Gasser(2000)が要領のよい解説を与えている。最近の解説としては Harris(2004)があるが必ずしも詳細には立ち入っていない。日本の例についてはたとえば月刊「レジャー産業資料」2004年4月号に基本的なスキームの解説があるが、以下に取り上げるようなWBSとは細部において異なっており、純粹に「証券化」とはいえない部分もあるので注意を要する。なお、イタリアはWBSを見据えた関連法律の改正を行う準備を進めているが、その原案を見ると標準的なWBSの構造をかなり忠実に写し取ったものになっている。WBSの構造を理解するには格好の教材だろう(World Trade Executive(2003))。

<sup>4</sup> その後の英国のWBSとしては、Welcome Break(高速道路サービスエリア、1997年と1998年)、Punch Tavern(フランチャイズパブ、1998年)、Road Chef(高速道路サービスエリア、1998年)、Unique Pub(ホテル、1999年)、Tussauds(博物館、1999年)、Westminster Healthcare(介護サービス、1999年)、Real Useful Theater(劇場、2000年)などがある。また、北欧諸国のフィンランドでは事業の証券化のための新たな立法を行い、森林事業の証券化を2002年に実施した(World Trade Executive(2004))。英国国営放送(BBC)の本社ビルの証券化は事業の証券化の事例ではないが基本的スキームはそれに近い。すなわち、BBCが本社ビルのリース権をSPVに売却し、BBCはリースバックにより引き続きビルを使用する。SPVはMorgan-Stanlyから融資を受けるが、重要なのはMSが貸出債権をさらに別のSPV(Juturna)に譲渡し、Juturnaがそれに基づく証券を発行するのである。なお、通常、証券化市場の統計は原債権によって区分されるため、WBSの市

---

場規模を単独で知ることは難しい(Rajendra(2002))。

<sup>5</sup> 標準的な WBS スキームについては BLACK DAWSON WALDRON (2004)、Lovells(2002)などを参照せよ。

<sup>6</sup> 事業 SPV は借入 SPV と呼ばれることもある。

<sup>7</sup> これを「継続企業価値」と呼ぶことがある。これに対してその時点で企業が保有する換価可能な営業用資産に基づく企業価値を「清算価値」と呼ぶ。

<sup>8</sup> 英国の葬儀会社 Dignity Funeral は発行 SPV が直接に貸出を行い、発行 SPV は貸出債権に基づく証券を発行するというスキームを立ち上げたが、これは事業 SPV を省略した形といえよう。

<sup>9</sup> E, Welsher, J, Penrose(2004)は証券化商品のレーティングにおいて重要なのは、そのスキームによって供給されるサービスに対する需要が存在するかどうかであると述べている。

<sup>10</sup> 後に触れる「オリジネータ(原債権者)」という言葉もこの事実に起因する。

<sup>11</sup> フィンランドの森林開発会社 Stra Enso が 2003 年に森林資源に基づく事業の証券化を行った。森林資源は気候が激変しない限り原資産としては価値が安定しているため、事業の証券化には向いているといわれている。ただ、このスキームの LTV は 0.75 と低い。これは森林事業が 30 年を超える長期スキームであり不確実性が大きいためこのままでは魅力的な商品が作れないと考えられたためである。

<sup>12</sup> このため、WBS においては事業の安定性が重視される。たとえば、BLACK DAWSON WALDRON(2004)や Harris(2004)は、競争相手が少ないことや景気変動からある程度独立であるような事業が WBS には適していると指摘している。ちなみに英国でこれまでに立ち上げられた WBS を見ると、レストラン・パブ・高速道路サービスエリアの飲食店・老人介護施設・博物館などが多いが、実際にこれらの条件を満たしているかどうかは微妙である。日本ではレジャー産業において WBS 導入の機運が高いが、そうした産業が「不況に強い」とされることをかんがみればうなずける部分もある。ここから類推すれば、これは先端技術の特許権を対象とした証券化がなかなか進まないのは、陳腐化リスクのコントロールが難しいことも原因だろう。

<sup>13</sup> 発行 SPV はいずれの要因にも無関係であるから、ここでは考慮の対象とはならない。

<sup>14</sup> このことはオリジネータがスキームに一切関知しないということを意味しない。事業が SPV からオリジネータに委託される場合を想定すればよい。

<sup>15</sup> オリジネータが事業 SPV から原資産運用を委託される場合は、skill はオリジネータに帰属する。しかし、重要なのは SEC においてはオリジネータの skill から離れたとしてもなお、CF が生まれることが前提となっているという点である。むしろ、SEC においても事実上はオリジネータの原資産運用能力が最終的な CF を創出しているという見方も可能である。この限りにおいて、倒産隔離措置の意味を過度に強調してはならないのだが、少なくとも法的・制度的には両者は厳密に分離できるかということは WBS との対比においては重要な点である。

<sup>16</sup> 市役所がオリジネータとなって公営住宅の家賃を証券化しようとしたスウェーデンのスキーム(1999)では、当初、通常の証券化(モーゲージ債権の証券化)を援用する予定であった。ところがスウェーデンの国内法は倒産隔離された SPV への資産売却を禁じていた。加えて、技術的に、家賃管理には市役所当局が深く関与することが必要だったため、倒産隔離のない SPV への資産売却・オリジネータの skill 重視という WBS の原型が形作られた。

<sup>17</sup> 倒産隔離措置をめぐる諸問題についてはたとえば高橋(2004)参照のこと。

<sup>18</sup> 事業 SPV の経営者が事業 SPV の資産を持ち逃げするといったケースを考えると、法的措置によって資産を回収すれば証券の償還が継続できる。しかし、事業 SPV が経営困難に陥るという通常の破綻を考えれば本文のような議論が可能である。

<sup>19</sup> ただし、この制度は企業の倒産手続き全般についての制度であり、WBS との関連だけをことさら強調することはすべきではない。管理レシーバをはじめ英国の倒産法理については中島(1999)がわかりやすい。それによれば、英国には日米のように企業・事業の存続を視野に入れた倒産法制がかつては存在しなかった。しかし、倒産企業を倒産時点での価値に基づいて清算してしまうよりも、そのまま事業を継続させた後に継続企業として売却したほうが有利であるという指摘が、特に金融機関(銀行)から提議されるようになった。そのためには企業の継続に寄与するさまざまな要素を、倒産時の債権債務関係を調整しつつ管理する必要があるが生じこのため、企業の

---

現在および将来の全財産を浮動担保として設定しておくのである。浮動担保は企業の継続に寄与する要素のうち、倒産に瀕したときに担保として認識される対象である。したがって、企業が問題なく運営されているときには問題にはならない。債権者はこの浮動担保とそれを管理する管理レシーバを活用して企業を継続させるのである。ただし、浮動担保は最終的には企業価値の換価が目的となっているという意味ではあくまで倒産手続きの一環である。ただ、英国政府はこのような債権者に有利な制度（creditor friendly）が借手である企業に過度に不利に作用し、企業再生手続きを阻害するかもしれないという懸念を持っていた。このため、2004年9月に管理レシーバー制度は原則として廃止された。しかし、すでに一定の規模に成長したWBS市場に配慮し、いくつかの要件のもとで管理レシーバーを利用できる余地も残されている。いずれにしても、今後の推移が注目される。

<sup>20</sup> 本稿の趣旨と関係の深い話題として知的財産権の証券化とWBSの違いを一点だけ指摘しておこう。知的財産権の証券化では多くの場合、信託が利用される。すなわちブランドなどの知的財産権を信託銀行等に信託し、知的財産権の原所有者は信託受益権を投資家に販売する（このとき、信託受益権を再度SPVである信託銀行等に譲渡するという方法もある）。いずれにしても、受託財産が法的に確定されることが必要であり、日本では信託業法の改正整備により知的財産権の信託も可能になったと解釈されている。問題は経営ノウハウといったあいまいな要素をどのように取り扱うかであり、ここにWBSが登場する余地がある。むしろ、経営ノウハウがビジネス特許として具体化されれば事情は変わってくる。なお、平成5年の改正不正競争防止法においては営業秘密が損害賠償請求の対象となった。これによって、独立の財産権として認知されたわけではないが、ノウハウに対して一定の法的保護がなされるようになったことは、今後の展開を考える上で重要なステップである。

<sup>21</sup> Eisbruck(2002)は、裏づけ資産の評価額に対して調達額（ここでは借入額）が十分小さければこうしたスキームが親企業を上回る格付けを得ることができるとするが、WBSについてこの条件はあてはまらない。

<sup>22</sup> 事業PSVは“形式上”親企業と事業主体を分離する（＝保有資産を親企業から移転させる）。原理的にはこれによって特定の事業リスクのみが抽出されるのだが、事業SPVの法人格が否認されればむしろ実効性はない。なお、WBSを単純にasset financeとして理解すべきではないという感覚は実務者の間ではすでに存在する。たとえば、藤瀬(2004)は知的所有権の流動化について述べた論考の中で、「知的財産権の流動化は、単なるアセットファイナンスとして捉えるのではなくWBSとして捉える必要がある」と述べており、WBSとasset financeを別のものであるとして理解している。

<sup>23</sup> 組織的アンバンドリングについては深浦（2001）参照のこと。

<sup>24</sup> こうした理解は必ずしも突飛ではない。たとえば、日本でのWBS第一号案件を手がけた東京スター銀行の担当者は当該スキームを「ノンリコースローン案件」として認識しており、銀行の果たす役割が強調されている。Gasser(2000)も同様の理解をしている。

<sup>25</sup> 2004年10月、企業の持つ売掛債権に対して当座貸越を設定するというスキームがみずほ銀行によって開発された。売掛債権は通常の証券化で多用される原債権だが、なんらかの理由で直接SPVに移転できないとき（今回の例では債務者からの同意の問題があった）、売掛債権を企業に残したまま銀行がその範囲内で信用を供与しようというものである。これによって銀行は売掛債権のみに裏づけられたが信用供与を行い、銀行自身は預金や株式によって投資家から資金を調達することになる。形状は異なるがWBSとの類似性が認められる。