



Newsletter

ATSUMI & SAKAI
www.aplawjapan.com

2024年5月9日

No.FIN_013

証券化ビジネスをめぐる最新動向

執筆者：弁護士 [谷崎 研一](#)／弁護士 [木村 勇人](#)／

弁護士 [加地 弘典](#)／アイルランド共和国弁護士* [キーラン・ローズ](#)

*但し、日本における外国法事務弁護士の登録はありません。

証券化ビジネスをめぐる最新動向

本稿はChambers and Partners Global Practice Guide Securitisation 2024に寄稿した記事(英文)をもとに、若干のアップデートを加え、国内の読者の参考に供するものです。

第一 はじめに

1. 証券化とは何か

日本において、証券化商品は、原則として負債性の資金調達手段であるとされています。法文で用いられる「資産証券化商品」(金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号)295条3項)は、負債性の金融商品である債券、信託受益権、コマーシャル・ペーパーに、資産の流動化に関する法律(平成10年法律第105号)に規定する優先出資証券及び新優先出資引受権証券を加えたものであり、概ねこのような認識に沿う内容となっています。

また、出資持分の性質又はこれに類似する性質を持つものは、信託受益権を除くほか、証券化商品に該当しないとされる傾向にあります。例えば、商法(明治32年法律第48号)535条に定める匿名組合契約に基づき匿名組合員が営業者に対して取得する出資金は、上記の「資産証券化商品」から除外されています。

これらを踏まえ、以下では、不動産証券化に関する部分を除き、証券化商品が負債性の資金調達手段であることを前提とします。

2. 証券化の現状

現在証券化が最も行われているのは不動産です。低金利により低コストで不動産を取得することが可能で、不動産投資のリターンが高かったからです。しかし、金融環境は変化しています。

長期金利の代表的な指標である新発 10 年国債の過去 10 年間の利回りは、マイナスとなった時期（2016 年 1 月～11 月の一部・2019 年 1 月～2020 年 3 月の一部）を除き、0～0.7%台と低水準で推移しています。この利回りは、2023 年 10 月に 1%に迫りました。現在は 0.8%台ですが、趨勢的に金利が上昇するとする見方が多いようです。

3. 仕組債と証券化

証券化商品と近似する商品と考えられてきたものに仕組債があります。

しかし両者は大きく異なります。

仕組債は、普通社債の利息の支払又は償還の条件としてデリバティブを組み込んだものであり、組み込まれたデリバティブ取引に基づく権利を裏付資産とする金融商品です。

他方、証券化商品は、(a)所有者から譲渡される金銭債権その他の資産を裏付資産とすること又は (b)第三者が保有する資産の信用状態の変化に起因する損失の危険の全部又は一部を当該第三者から発行者に移転させる契約が締結されていることを要素とする金融商品と認識されています。また、証券化商品の発行者は、(c)法的に倒産隔離された法人（すなわち、特別目的会社又は信託の受託者）であると認識されています。法文で用いられる「資産証券化商品」の定義も、これらの認識に沿う内容となっています（例えば、金融商品取引業等に関する内閣府令 295 条 3 項）。

そのため、(1)(a)の裏付資産が存在せず、かつ、(b)の契約が締結されていない場合には、仕組債は、証券化商品ではありません。また、(2)発行者が(c)の法人でない仕組債は、証券化商品ではありません。もっとも(3)(a)の裏付資産が存在し、又は(b)の契約が締結されている場合、(c)の法人が発行した仕組債は、証券化商品に該当するものとして分類されています。

例えばシンセティック CDO は仕組債であり、かつ、証券化商品であるものとされています。

証券化商品に当たらない仕組債は、高い利回りを可能とする一方で、株価や為替などの変動に連鎖して償還条件が変わってくるなど、複雑な商品性を有しています。例えば、日経平均リンク債は、元本については、償還までの期間に、一定の事由（例えば、日経平均株価が当初価格よりも一定割合減少すること、一般にノックインといわれる）が発生しない場合には全額償還される一方、一度でもノックインすれば日経平均と連動した額（ただし元本を上限とする）で償還されます。

仕組債は投資経験が十分ではない場合、そのリスクを正確に判断することは困難であり、特に個人投資家に販売するには適切ではない旨が指摘されてきました。

2023 年、金融庁は、複数の銀行や証券会社に対して、仕組債の販売方法に関して行政処分を発しました。さらに同年の金商法改正で金融機関の説明義務が重くなりました（令和 5 年改正後金融商品取引法第 37 条の 2 第 2 項）。

複数の金融機関では、個人投資家向けに仕組債の販売を中止するところも出てきています。金利が趨勢的に上昇する環境もあり、今後は仕組債の個人向け販売は減少するようと思われます。

これに対して、様々なリスクとリターンの選択が可能な証券化商品はむしろ有望といえるでしょう。

第二 分散型と集中型の新たなプラットフォーム

1. 分散と集中

オリジネーターの金融機関にとって、証券化はローンシンジケーションや私募債と同様の出口戦略です。幅広い投資家層へのアクセスの機会の確保が重要となります。

この点について、一方で中央集権的記録機関を介さない分散化の手法が現れています。セキュリティ・トークンを用いて、個人投資家に小口で販売する手法です。これは私募債のプレースメントをより小口化し、広く投資家を求める方向といえるでしょう。

他方で、中央集権型取引所に情報を集中し相対取引を市場取引に近づける集中化の動きがあります。貸出債権の取引所取引です。

それぞれについて、見てゆきます。

2. セキュリティ・トークン（分散型プラットフォーム）

(1) セキュリティ・トークンに関する規制

日本では、セキュリティ・トークンそのものは法律で定義されていません。しかし、金融商品取引法に規定される「第一項有価証券」に該当するセキュリティ・トークンは、同法において「電子記録移転権利」と呼ばれています。「電子記録移転権利」とは、有価証券に表示された権利のうち、電子情報処理組織を使用して譲渡することができる財産的価値として表示されたものをいいます。「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値」とは、一般的にはブロックチェーン等の分散型台帳技術を指すと考えられています。

(2) セキュリティ・トークンの目的

セキュリティ・トークンを用いて、個人投資家がリアルタイムで取引を行うことが期待されています。また、事務コストの低減、業務の効率化、取引の利便性の向上が期待できます。セキュリティ・トークンによる取引コストの低減により、投資単位をより小さくすることが可能となり、個人投資家の拡大を促進することができるでしょう。

(3) セキュリティ・トークンのプロジェクト

セキュリティ・トークンのプロジェクトは、不動産と債券を中心に活況を呈しています。

(a) 不動産

2021年7月、「ケネディクス不動産トークン渋谷神南」が発行されました。このプロジェクトは、不動産担保証券トークンを発行するものでした。東京でも有数の高級住宅街である渋谷にある1棟の住宅を投資対象にしています。各投資家は200万円以上を投資する必要がありましたが、過去の不動産投資案件と比較すると小額であるため、個人投資家にとっては比較的購入しやすい規模でした。

さらに、2021年11月にローンチした「不動産デジタル証券 神戸アイランド物流センター」では、個人投資家の最低投資額は1人あたり約50万円以上と見直されました。

ケネディクスでは不動産トークンプロジェクトを拡大し、2024年2月、裏付け資産1,000億円を超えたと報道されています。¹

さらに、最近では、個人投資家に訴求するため、当該不動産にテナントとして入居しているレストランの優待券、ホテルの宿泊券も付与されるセキュリティ・トークンも販売されています。

また、2023年12月25日には、セキュリティ・トークンの二次流通市場である「START」と呼ばれる取引市場が、日本で初めて開業しました。

(b) 債券

2021年5月、SBI証券が自ら発行する社債のセキュリティ・トークン募集を開始しました。この案件は、個人投資家を対象としているため、最低投資金額は10万円となっています。

2024年、大和証券グループが全額電子マネーで払込可能なセキュリティ・トークン社債10億円を募集しました。²またソニー銀行は米ドル建てセキュリティ・トークン債を発行する³など、債権分野でのセキュリティ・トークンは個人投資家向けにすそ野を広げています。

(4) 証券化とセキュリティ・トークン（出口戦略 個人投資家向け）

従来取引所に上場されたJ-REIT以外に個人投資家に販売する証券化商品はありませんでした。小口商品はロットが小さいという点で機関投資家に不向きであり、コストがかかるという点で、個人投資家にも販売が困難でした。しかし、セキュリティ・トークンにより、コスト削減が可能になり、投資家のすそ野を個人投資家まで広げることが可能になるでしょう。

3. ローン債権の取引所取引（中央集権型プラットフォーム）

(1) 東京金融取引所の計画

2025年を目途として東京金融取引所でのローン債権の取引が予定されています。⁴取引は相対で行われますが、情報を集中することで、ローンの売買が活発化する可能性があります。東京金融取引所によれば、その子会社が貸出債権取引のあらたなプラットフォームを構築し、国内の様々な規模の金融機関や外国の金融機関の間での貸出債権の取引の場を提供します。具体的には①掲示板を設置し、金融機関の間で、具体的なローンの購入希望、売却希望等の意向や取引希望を情報交換します。②ローン組成の交渉段階から事前に選定した取引相手との間で各種の情報共有が可能になります。③またユーザー間でローン売買についての交渉を行うことができます。④そして取引は電子契約で行われ、ドキュメンテーションの迅速化も図られるでしょう。

(2) ローン債権取引とシンジケートローン

従来、銀行が単独では与信できないローンをオリジネートする際の代表的なスキームが、シンジケート団を組成してリスクを分散するシンジケートローンでした。ローンの取引所取引はシンジケートローンに代わるより大規模なリスク分散のプラットフォームになるものと位置づけることができます。

¹ Re-port 2024年2月28日記事

<https://www.re-port.net/article/news/0000075056/>

² 大和証券グループ本社プレスリリース

https://www.tr.mufg.jp/ippan/release/pdf_mutb/240221_1.pdf

³ 日経新聞 2024年3月4日報道

⁴ 日経新聞 2023年11月27日報道

(3) 証券化との関係

貸出債権の相対売買はいわばローンの分割販売です。これを一層大規模化して、プール化してトランシェ分けして販売するのが証券化といえます。貸出債権の取引所での取引は証券化の一步手前にあり、大規模な証券化の到来を促進するものと言えるでしょう。機関投資家向けのプラットフォームとして機能することで大規模ローンが活発に組成されれば、シンジケートローン組成の際に相対で参加を打診する代わりに、取引所を通じて参加銀行を募ることになるでしょう。

第三 伴走支援と原資産の拡大

1. 伴走支援

近時、金融機関に期待されている伴走支援とは金融機関が企業の事業内容にコミットしつつ金融的支援をすることを意味します。金融機関による伴走支援とはローンの引き当てを固定資産以外、すなわち事業そのものに見出そうとする試みといえます。また伴走支援は再生ファイナンスにも共通する視点でもあります。伴走支援を通じて証券化の対象となる原資産が拡大すると考えることもできます。

個別の有形資産の価値を把握する融資は、企業活動とは無関係にその清算価値の一部を把握するものであり、金融機関にとって債務者の事業内容の把握に大きな関心を払うインセンティブは強いとはいえませんでした。

しかし有形固定資産を有しないスタートアップ企業や中小企業に金融の途を開くため、固定資産の価値に依存しないローン創出が課題となっています。また（旧）東証一部上場企業の時価総額の30%以上が無形資産であり、これが金融に生かされていないという指摘もありました。

2. ABL

在庫や売掛債権等の流動資産を担保とする ABL (Asset Based Lending) が注目されています。しかし流動資産を担保として取得する際に慣習的に用いられている手法である譲渡担保権について明文の規定がなく、その法的効果に明確でない点があり、ABL を活用するための支障となっていました。

そこで法務省の制審議会担保法制部会において担保規制の見直しが検討され、2023 年 1 月 20 日に公表された「担保法制の見直しに関する中間試案」では動産・債権譲渡担保権を法典化し、複数の金融機関から融資を受けることを可能にするために同一の動産・債権の上に重複して担保権（第二順位以下の担保権）を設定できること、根担保権（不特定の債権を被担保債権とする担保）のためにも譲渡担保権を設定できることを明文化することが提言されています。

3. 企業価値担保権（事業性融資）

岸田内閣において、保証や不動産担保に依存しない形の融資や事業全体を担保とした成長資金の調達を可能とする仕組みづくり等を通じて、成長資金の調達環境を整備することが閣議決定されました。これを受けて、金融庁は金融審議会に「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、その審議の結果が 2023 年 2 月 10 日に報告書の形で公表されました。

同報告書では、会社の総財産（無形資産を含む事業価値）を担保目的財産とする事業成長担保権を創設し、担保権の実行時には、裁判所に選任された管財人が事業の継続を前提に、スポンサーへ承継

すること、与信金融機関は融資後も継続的に事業の状況をフォローアップすること（伴走型融資）が提案されています。

2024年3月15日、民法の特例法の位置づけで同報告書の提案を礎として「事業性融資の推進に関する法律」（以下、法案とします。）が2024年通常国会で法案提出されました。⁵

法案では企業価値保権（事業性融資）の推進のため、金融庁に事業性融資推進本部を設置することが提案されています（法案5条、242条）⁶

企業価値担保権（事業性融資）は変動する事業価値そのものの価値を把握するものです。与信管理のためには、債務者のビジネスをモニターし、支援するインセンティブが必然的に強くなるでしょう。スタートアップ、プロジェクトファイナンス、LBO、事業再生、事業承継にかかわるファイナンスが利用局面として想定されています。

証券化商品の文脈では事業証券化、また中小ロットの事業成長担保権ローンをポートフォリオとするCLOにより証券化する道が開かれる可能性があるでしょう。

4. 知財金融

これに関連する動きとして、特許庁は、地域金融機関（地銀）向けに中小企業等の知的財産を活用したビジネス全体を評価した「知財ビジネス評価書」や中小企業等の知的財産を踏まえた経営課題に対する解決策をまとめた「知財ビジネス提案書」を提供し、知財金融を促進しています。また、「独立行政法人工業所有権情報・研修館」（英文名：National Center for Industrial Property Information and Training）（略称：INPIT）が全国47都道府県に「知財総合支援窓口」を設定し、中小企業等が抱える様々な経営課題について、自社のアイデア、技術、ブランドなどの「知的財産」の側面から支援しています。事業制度担保権が立法化された際には、知財金融により蓄積したノウハウも活用して、中小企業向け融資がより一層活発化することが期待されます。

5. 再生ビジネス

コロナ禍の下で金利も約定弁済もない救済融資が行われました。ゼロゼロ融資と呼ばれ、総額で40兆円以上あると言われ、不良債権化したゼロゼロ融資が既に2兆円を超えているという見方もあります。⁷ゼロゼロ融資が雪だるま式に膨張しなかったのは、マイナス金利政策が継続したからといえるでしょう。

しかし冒頭述べたように今後利上げが不可避な環境となっています。

様々な見方がありますが、中小企業向けの不良債権処理が金融機関にとって大きなテーマとも言われています。

では不良債権処理にどのような金融スキームが利用できるのでしょうか。

⁵ 事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」が提案した事業成長担保権は法案では企業価値担保権とされています。

金融庁「事業性融資の推進等に関する法律案 説明資料」

<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/02/setsumei.pdf>

⁶ 「事業性融資の推進等に関する法律案」

<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/02/houritsuanriyuu.pdf>

⁷ 日経新聞 2023年11月7日報道

まず、かつて日本の金融機関は、バブル経済の破綻によって大量の不良債権を保有することとなりました。これらの不良債権は、バルクセールの方法により、1990年代末から2000年代位初頭にかけて簿価と比較して極めて低廉な価格で売却されました。当初外資系ファンドが設立した特別目的会社を買主として行われましたが、①「資産の流動化に関する法律」が施行されたことにより、税務メリットがある特別目的会社である「特定目的会社」が利用できることとなったこと、②「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（現：動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）（平成10年法律第104号）」が施行されたことにより、債権譲渡の対抗要件を具備する方法として、債権譲渡登記が可能となったこと、③「債権管理回収業に関する特別措置法（平成10年法律第126号）」が施行されたことにより、同法に基づいて設立された複数の債権回収会社が新たな買主候補として登場したこと等により急速に拡大し、収束しました。①から③までの制度は、現在も不良債権を含む金銭債権の取引において利用可能となっています。

現在では、バルクセールの手法に加え、優先劣後構造等の信用補完の仕組みを取り入れた証券化の手法を活用して優先部分を投資家に販売して不良債権をオフバランス化することが考えられるでしょう。

また、不良債権とまでは分類されない、比較的与信リスクの高いローンについて、ハイイールド債、あるいはレバレッジドローンの市場が創出される可能性があります。与信管理のノウハウが蓄積されていない環境ではミドルリスクの与信先に対して適切なリターンをもたらすローンの創出は困難でしたが、今後はそうした市場が拡大する余地があります。ここでも証券化の手法による与信ポートフォリオ管理（CPM：Credit Portfolio Management）が考えられるでしょう。

第四 結び

リーマンショック以降、日本では証券化の動きは停滞していました。それはあまりにも金利が低すぎたために、債券投資の魅力が低かったこと、また証券化を行うための取引コストを吸収できなかったことが一因と思われます。しかし、そうした環境下でも証券化の対象となる資産は供給されており、今後証券化の新しい市場の形成が進むでしょう。

以上

原文

<https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/securitisation-2024/japan>

執筆者

弁護士 [谷崎 研一](#) (パートナー、第二東京弁護士会)
Email: kenichi.tanizaki@aplav.jp

弁護士 [木村 勇人](#) (パートナー、第二東京弁護士会)
Email: hayato.kimura@aplav.jp

弁護士 [加地 弘典](#) (オブ・カウンセル、第二東京弁護士会)
Email: hirofumi.kaji@aplav.jp

アイルランド共和国弁護士* [キーラン・ローズ](#) (オブ・カウンセル)
Email: ciaran.rose@aplav.jp

*但し、日本における外国法事務弁護士の登録はありません。

お問い合わせ先

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。
渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 ファイナンスプラクティスグループ
Email: fpg@aplav.jp

当事務所のニュースレターをご希望の方は[ニュースレター配信申込フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)よりご覧いただけます。

このニュースレターは、現行の又は予想される規制を網羅的に解説したものではなく、著者が重要だと考える部分に限って、その概要を記載したものです。このニュースレターに記載されている意見は著者個人の意見であり、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業（「渥美坂井」）の見解を示すものではありません。著者は明白な誤りを避けるよう合理的な努力は行いましたが、著者も渥美坂井もこのニュースレターの正確性を保証するものではありません。著者も渥美坂井も読者がこのニュースレターに依拠することによって生じる損害を賠償する責任を負いません。取引を行う場合には、このニュースレターに依拠せずに渥美坂井の弁護士にご相談ください。