

平成 23 年資産流動化法改正と 不動産流動化取引への影響について



山中 淳二

長島・大野・常松法律事務所
弁護士



本村 彩

長島・大野・常松法律事務所
弁護士
前金融庁総務企画局市場課専門官



近藤 喜将

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

1. はじめに

平成 23 年 5 月 17 日に、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立した。同法においては、金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）等と並んで、資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号）（以下、「資産流動化法」という。）についても改正され、同改正部分については、平成 23 年 11 月 24 日から施行されている。

本稿では、不動産流動化実務に大きな影響を与えられると思われる資産流動化法に関する改正（以下、「本改正」という。）について、主要な改正・整備項目の各内容並びに同改正の施行に伴って改正・施行された資産の流動化に関する法律施行令（以下、「改正資産流動化法施行令」という。）及び同施行規則（以下、「改正資産流動化法施行規則」という。）の内容を概説し、不動産流動化取引への影響について検討を行うことにする。なお、本稿における意見にわたる部分は筆者らの個人的見解であり、筆者らが所属する又は所属したいかなる団体の意見をも表明するものではない。

2. 本改正の概要

本改正では、資産流動化スキームの弾力化を図る観点から、資産流動化スキームについて、主に、①資産流動化計画の変更に係る手続の緩和、②資産の取得に係る規制の見直し、③資金調達に係る規制の見直し、④イスラム債の発行に活用することのできる社債的受益権の発行条件の整備が行われている。本稿では、特定目的会社を利用した不動産流動化取引を念頭に、①乃至③について取り上げることとする。

3. 資産流動化計画の変更に 係る手続の緩和

（1）資産流動化計画の変更届出義務の一部免除

本改正前の資産流動化法においては、特定目的会社が提出した資産流動化計画に変更があった場合には、資産流動化計画のどの記載事項の変更であるかを問わず、全ての変更について、所定の期間内に内閣総理大臣に届け出なければならないとされていた（資産流動化法第 9 条）。本改正では、資産流動化計画の変更に伴う事務負担等の軽減を

図る観点から、資産流動化計画の「軽微な変更」について変更の届出義務が免除された（本改正後の資産流動化法（以下、「改正資産流動化法」という。）第9条ただし書き）。変更の届出義務が免除される「軽微な変更」の具体的な内容については、改正資産流動化法施行規則において、優先出資・特定社債の発行時期、特定資産の取得時期等、資産流動化スキームの根幹に関わらない事項であって投資者保護の観点から重要性の低いと考えられる事項が限定列挙された上で、これらの事項に係る変更が「軽微な変更」として定められている（改正資産流動化法施行規則第26条の2）。

これにより、資産流動化計画について軽微な変更のみが行われた場合には、当局への資産流動化計画の変更届出は一切不要となるほか、軽微な変更と軽微な変更に関しない変更が同時に行われた場合についても、軽微な変更に関しない変更についてのみ届出を行えば足りることになる。もっとも、後者の場合については、軽微な変更について、任意の記載事項として届出書に記載することまでが禁止されるわけではないものと考えられる。

（2）資産流動化計画の変更に係る改定手続の創設

本改正前の資産流動化法においては、資産流動化計画の変更には原則として社員総会の決議や利害関係人の全員の事前承諾が必要とされるなど、その手続が煩雑であるとの指摘がなされていた。本改正では、変更手続の事務負担等の軽減を図る観点から、資産流動化スキームの根幹に関わらない事項であって投資者保護の観点から重要性の低いと考えられる一定の事項（特定社債、優先出資の発行時期や資金用途等）について、予め資産流動化計画においてその内容を変更するための要件及び手続（改定手続）を定めておくことにより、当

該要件及び手続に従って資産流動化計画を変更することが可能とされた（改正資産流動化法第151条第3項第3号、改正資産流動化法施行規則第79条第2項第2号）。

これにより、例えば、資産流動化計画の確定的な内容の定め^{注1}をおいた事項について、その内容を変更するための要件として一定のトリガー事由を定め、変更するための手続として取締役の決定を定めておくことにより、当該トリガー事由が発生したときに、取締役の決定により、当該事項の内容を変更することが可能となると考えられる。

4. 特定目的会社による資産の取得に係る規制の見直し

（1）「従たる特定資産」に係る特例制度の創設

本改正前の資産流動化法においては、およそ全ての「特定資産」について、特定資産の信託設定義務、特定資産に係る譲受け契約書等の当局への提出義務、資産対応証券の募集時の特定資産の価格調査の結果の通知義務等の各種規制が一律に課される建付けとなっていたため、ホテルやサービスアパートメントの家具等の軽微な資産について、「特定資産」として流動化の対象とすることが事実上難しいとされていた。本改正では、特定資産である不動産に付随する動産等を念頭に、新たに「従たる特定資産」という概念が導入され、従たる特定資産について、上記特定資産に係る各種規制が免除される等の特例が創設された。

「従たる特定資産」の定義については、「不動産その他の特定資産に付随して用いられる特定資産であって、価値及び使用の方法に照らし投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定め

注1

本改正前より存在する資産流動化計画の内容の「確定」手続と今回新たに規定された「改定」手続の違いについて、パブコメ回答（平成23年11月11日付「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」をいう。以下同じ。）No.33乃至35では、「改定」とは、資産流動化計画の所定の記載事項について確定的な内容の定めがある場合においてその内容を変更することをいい、「確定」とは、資産流動化計画の所定の記載事項について確定的な内容の定めがない場合においてその内容を定めることをいうとされている。

るもの」とされている（改正資産流動化法第4条第3項第3号）。これを受けて、改正資産流動化法施行規則では、「特定資産（不動産（不動産に関する所有権以外の権利を含む。以下この条において同じ。）…又は不動産を信託する信託の受益権に限る（以下…『特定不動産等』という。）」に付随して用いられる特定資産（不動産又は不動産を信託する信託の受益権を除く。）であって、「当該特定不動産等に係る不動産と一体として使用されるものであること」、「当該特定不動産等について行う資産の流動化に係る業務の収益の確保に寄与するものであること」とのいずれの要件をも満たすもの、とされている（改正資産流動化法施行規則第6条の2）^{注2}。

かかる「従たる特定資産」の要件はいずれも定性的であり、条文の文言だけではその該当性の判定が必ずしも容易ではないことから、これらの要件の解釈について正確に理解することが重要となる。以下、「従たる特定資産」への該当性に係る要件の解釈指針として、特に重要になるとと思われるパブコメ回答を概説する。

① 「不動産を信託する信託の受益権」

パブコメ回答によれば、「主要な信託財産が不動産である信託の受益権については、当該信託の受益権の信託財産に動産や金銭が含まれる場合であっても…信託不動産の管理・処分等に当たり合理的に必要と認められる範囲である限り、『不動産を信託する信託の受益権』に該当するとされており、かかる信託受益権に付随して用いられる動産等も、他の要件を満たす限り「従たる特定資産」に該当する（パブコメ回答 No.1 参照）。

② 「付随して用いられる特定資産」

パブコメ回答によれば、従たる特定資産の「特定不動産等…に付随して用いられる」という要件は、特定不動産等との主従関係を求めるものであり、具体的には、①流動化における機能的な主従の関係、及び②経済的な主従の関係が必要とされる。①流動化における機能的な主従の関係とは、特定不動産等が特定目的会社の特定資産として保有されていなければ、従たる特定資産の取得、管理又は処分も行われまいであろうといった関係であり、また、②経済的な主従の関係の有無については、従たる特定資産から生じるキャッシュフローや流動化の目的や態様、投資者の投資の目的等を総合的に勘案して判断されるべきものとされている（パブコメ回答 No. 6 及び 7 参照）。

③ 「特定不動産等に係る不動産と一体として使用されるもの」

パブコメ回答によれば、「当該特定不動産等に係る不動産と一体として使用されるもの」という要件は、不動産（特定不動産等が不動産を信託する信託の受益権の場合には当該不動産）や従たる特定資産の実際の使用方法に着目して、従たる特定資産が不動産と一体として使用されるものであることを求めるものとされている。そして、一体として使用されるものといえるか否かは、不動産の使用目的（不動産を用いて行われる事業内容を含む。）や従たる特定資産の種類・機能、場所的近接性（従たる特定資産が有体物である場合）等、実際の使用状況に係る諸事情を総合的に勘案して判断されるべきものとされている（パブコメ回答 No.7 等参照）。

注2

なお、「従たる特定資産」の要件の充足性の具体例については、パブコメ回答 No.18 乃至 21 を参照。例えば、ホテル内に備え付けられた什器備品等は基本的に「従たる特定資産」への該当性が認められるとされている。

また、一体性の判断については、必ずしも物理的な一体性までは必要なく、機能的な一体性で足りる場合もあり得るとされている（パブコメ回答 No.8 参照）。そして、「一体として使用」の主体については、特定目的会社が特定不動産等を第三者に一括賃貸又は管理委託している場合には、実際に当該不動産や従たる特定資産を使用する者（マスターレシーヤオペレーター、その他ユーザー）について判断されるべきものとされている（パブコメ回答 No.9 参照）。

④ 「資産の流動化に係る業務の収益の確保に寄与するもの」

パブコメ回答によれば、「当該特定不動産等について行う資産の流動化に係る業務の収益の確保に寄与するものであること」という要件は、特定目的会社レベルでの特定資産の管理又は処分による収益に着目して、従たる特定資産が、特定不動産等の収益の創出に貢献するものであることを求めるものとされている。そして、特定不動産等の収益の創出に貢献するものといえるか否かは、従たる特定資産の種類・機能や管理の方法等を総合的に勘案して判断されるべきものとされている。但し、従たる特定資産自体の管理又は処分による具体的な収益を得られることまでは必要とされていない（パブコメ回答 No.7 参照）。

（2）新たな特定資産の追加取得

従前、特定目的会社は、特定の資産を流動化することを目的として特別法に基づき設立される法人であって、資金運用型のヴィークルではないことから、原則として特定資産の追加取得は認められな

いと解されてきた。他方で、既存の特定目的会社に特定資産を追加取得させることで特定目的会社の設立や運営コストを節減するといったメリットがあることや、資産流動化法上、特定資産の追加取得の禁止が明文化されていないこと、特定資産の追加取得に伴う資産流動化計画の変更には利害関係人全員の同意が必要であることから追加取得を認めても投資家を害するおそれは少ないことを指摘し、特定目的会社による特定資産の追加取得は認められるべきであるとの指摘がされてきたところである。

本改正では、改正資産流動化法施行規則第 29 条第 3 項において、特定目的会社が、資産流動化計画における特定資産の内容欄に掲げる事項を変更した場合で、かつ、新たな特定資産が資産流動化計画に特定資産として記載された場合は、新たな特定資産に係る譲受契約書の副本等を資産流動化計画変更届出書に添付しなければならない旨が定められ、特定目的会社による特定資産の追加取得が認められることを前提とした規定が置かれた。また、パブコメ回答では、この点について、業務開始届出時に記載又は記録されていなかった資産について、利害関係人全員の承諾により資産流動化計画を変更して新たに特定資産として追加した上で取得することは、当該新たな特定資産と既存の特定資産との関連性の有無を問わず原則として可能であるとされ、特定目的会社が資産流動化法上、特定資産を追加取得できることが明確化された（パブコメ回答 No.36 乃至 44 参照）^{注3}。

これにより、資産流動化スキームの幅が広がることが想定される。例えば、特定目的会社の既存の特定資産の状況が悪化しリファイナンスが難しいよ

注 3

例えば、不動産信託受益権や匿名組合出資持分等の資産を追加して取得することが可能である。もっとも、例外的に、特定資産が宅地建物取引業法上の宅地又は建物である場合には、それらが既存の特定資産と密接関連性を有しない限り、新たな特定資産として取得することは、原則として認められないとされている点には注意が必要である（次稿において詳説予定）。なお、新たな特定資産が既存の特定資産と密接関連性を有するか否かは、既存の特定資産との地理的な近接性、追加取得しようとする宅地・建物の機能・役割、追加取得に係る経緯等を総合的に勘案して判断されるものとされている。

うな場合に、新たに優良な資産を追加取得することによって、特定目的会社の資産のポートフォリオを改善し、リファイナンスを行いやすくすることが考えられる。また、例えば、親 SPC を特定目的会社とし、子 SPC をいわゆる GK-TK スキームにおける GK として、親 SPC である特定目的会社が子 SPC に対する匿名組合出資持分を追加取得していくような、ダブル SPC スキームを組成することも可能となると考えられる^{注4}。

(3) 特定資産が不動産の場合の価格調査義務の廃止

本改正前の資産流動化法では、特定目的会社が資産対応証券の募集に際して投資者へ通知を行うにあたり、特定資産が不動産である場合には、特定資産たる不動産について不動産鑑定士による鑑定評価を取得した上で、さらに当該鑑定評価を踏まえた第三者による調査が必要とされていたため、二重の負担が生じていた。そこで、本改正では、特定資産が不動産である場合であっても、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえた第三者による調査を不要とし、不動産鑑定士による鑑定評価の評価額を通知すれば足りることとされた（改正資産流動化法第 40 条第 1 項第 8 号イ）^{注5}。

また、本改正では、特定資産が、不動産である場合のみならず、不動産信託受益権である場合も第三者による調査を不要とし、不動産鑑定士による鑑定評価で足りるものとされた。具体的には、「信託の受益権であって土地若しくは建物又は前号に掲げる権利のみを信託するもの（受益権の数が一であるものに限る。）」について、第三者価格調査の対象とされず、鑑定評価の対象とされた（改

正資産流動化法施行令第 15 条第 1 項第 2 号）。「土地若しくは建物又は前号に掲げる権利のみを信託」の解釈については、パブコメ回答では、信託財産に金銭や動産等が含まれている場合であっても、特定資産である信託受益権の取得代金の支払いが、実質的に信託不動産の価値に相当する対価の支払いと同視できるような場合（例えば、敷金・保証金、未払租税や前受賃料等の名目で精算や債務の承継が行われる場合）や信託受益権の価値と鑑定評価の対象となる信託不動産の価値が実質的に同視できるような場合（例えば、動産等の価値が軽微である場合）には、これに該当するものとされている（パブコメ回答 No.62 乃至 65 参照）。また、「受益権の数が一であるものに限る」の趣旨については、パブコメ回答では、不動産を信託する信託の受益権が複数に分割されている場合には、当該受益権の価値は、信託財産である不動産の鑑定評価額とは必ずしも一致しないことから、第三者価格調査により当該受益権の価値について優先劣後構造や分割に伴う影響等を考慮した特別な評価を行わせる必要があるためとされている（パブコメ回答 No.67 参照）。

(4) 特定資産の譲受け等における譲渡人等の通知義務の廃止

本改正前の資産流動化法では、特定目的会社が、資産流動化計画に従い特定資産を譲り受けようとする場合には、その譲受けに係る契約書に、当該特定資産の譲渡人が、当該特定資産に係る資産対応証券に関する有価証券届出書等に記載すべき重要な事項につき、譲受人たる当該特定目的会社に告知する義務を有する旨の記載がないときは、当該特定資産を譲り受けてはならないとされていた。

注 4

なお、子 SPC である GK の社員持分については、従来どおり一般社団法人等が保有することを想定している。

注 5

なお、従来は不動産鑑定士の欠格要件について法令上の定めはなかったが、改正資産流動化法施行令第 15 条第 2 項では、本改正前の第三者価格調査を行う不動産鑑定士の欠格要件にない、当該特定目的会社の役員（役員が法人であるときは、その社員）又は使用人及び不動産の鑑定評価に関する法律に基づく不適格事由のある不動産鑑定士を欠格要件として定めている。

同様に、特定目的会社が、信託受益権を譲り受けようとする場合や特定資産に係る業務委託を行う場合についても、当該信託に係る契約書や業務委託契約書等において、一定の告知義務の記載が求められていた。従前よりかかる告知義務の記載は商慣習上特異であるとの批判が多かったところであり、本改正においては、これらの規定は削除された。

5. 特定目的会社の資金調達に係る規制の見直し

本改正前より、特定目的会社は、①特定資産を取得するために必要な資金の借入れとしての「特定目的借入れ」（本改正後は「特定借入れ」に名称が変更）及び②特定資産の取得を本来的な目的としない、いわゆる「その他借入れ」に限って、借入れが認められてきた。本改正後においても、特定目的会社による借入れに係る以上の基本的な枠組み自体は変更されていない。もっとも、特定目的借入れ及びその他借入れを行うための要件等は、本改正によって変更がなされている。以下、各借入れの類型毎に当該借入れを行うための要件の改正点を概説する。

（１）特定目的借入れ（特定借入れ）に係る改正

本改正では、本改正前の資産流動化法における特定目的借入れについて、「特定資産を取得するため」との用途制限が撤廃され、上述のとおり名称も「特定借入れ」に変更された（改正資産流動化法第2条第12項、第210条）。既存の特定目的借入れに係る債務の弁済に充てるために特定目的借入

れを行うことの可否（特定目的借入れによるリファイナンスの可否）については、上述の用途制限との関係で議論のあったところであるが、本改正によって、特定目的借入れの用途制限が削除され、特定目的借入れによるリファイナンスが可能である点が明確化された（パブコメ回答 No.78 参照）。

また、「特定借入れ」については、本改正後も引き続き、借入れの要件として、借入先が適格機関投資家に限定されていること、及び資産流動化計画において借入れの限度額が定められていることが求められているので、留意が必要である（改正資産流動化法第210条各号）。

（２）その他借入れに係る改正

本改正では、債務履行借入れ（「特定社債、特定約束手形又は特定借入れに係る債務の履行に充てるための資金の借入れ」、改正資産流動化法第211条第1号）については、ロールオーバーを繰り返すこと等により特定資産の取得を恒久的にファイナンスすることを防止する観点から、新たに、当初の借入れからロールオーバーされた最後の借入れの返済までの総借入期間に係る制限（1年以内）が追加された。また、債務履行借入れ以外の借入れについては、特定資産の取得を本来的な目的としない一時的な借入れや付随的な借入れに限定されることを明確化する観点から、「資産対応証券の発行又は特定借入れを行う場合における一時的な資金繰りのために資金の借入れを行う場合その他投資者の保護に反しない場合として内閣府令で定める場合」に限り行うことができることとされた（同第2号）^{注6}。

注6

「一時的な資金繰りのため」というのはその他借入れを行うための要件としての一例にすぎない。つまり「一時的な資金繰りのため」との要件を満たす場合であっても、その他借入れを行う場合には当該要件に加えて改正資産流動化法施行規則第94条各号の要件を全て満たす必要がある（パブコメ回答 No.73 参照）。他方、「一時的な資金繰りのため」との要件は、改正資産流動化法施行規則第94条の各要件に追加して要求されるものではなく、同条各号に掲げる要件の全てが満たされる場合には、「一時的な資金繰りのため」との要件を満たす必要はないとされる（パブコメ回答 No.74 参照）。さらに、「一時的な資金繰りのため」との要件について、パブコメ回答によれば、その他借入れによって得られた資金が特定資産の取得に充てられない限り、借入期間に制約はないとされ、他方でその他借入れによって得られた資金が一時的であっても特定資産の取得に充てられた場合には、可能な限り早期に資産対応証券の発行又は特定借入れの実行等により弁済されるべきものとされる（パブコメ回答 No.70 及び 71 参照）。

更に、本改正前は、その他借入れの借入先は適格機関投資家に限定されていたが、資産流動化スキームにおける資金調達円滑化・安定化の観点から、かかる借入先要件は削除され、適格機関投資家以外の者からの借入れも可能とされた（本改正前の資産流動化法施行規則第94条第2号、パブコメ回答 No.76 参照）。

6. 特定資産の管理・処分により得られる金銭を原資とする特定資産の取得

従前、特定資産の管理・処分により得られる金銭をもって資産を取得する行為や、このようにして取得された特定資産の管理・処分によって得られた金銭をもって投資者への配当等を行う行為は、「資産の流動化」（資産流動化法第2条第2項）の定義に該当しないとして、認められないと解されてきた。

本改正では、特定目的会社が、特定資産の管理又は処分により得られる金銭の全部又は一部を他の特定資産の取得に係る資金の全部又は一部に充てることを予定する場合には、その旨を資産流動化計画等に記載することを定めており（改正資産流動化法施行規則第19条第4号等）、特定資産の管理・処分により得られる金銭を原資として特定資産の取得することが可能であることを前提とした規定が置かれた。この点について、パブコメ回答では、特定資産の管理又は処分により得られる金銭

をもって、当該特定資産又は他の特定資産の取得又は管理に係る資金に充てることができる旨が明確化されている（パブコメ回答 No.51 参照）。

これにより、特定資産の取得等の原資として、例えば、特定資産の管理・処分により得られる金銭、例えば特定資産の売却代金や減価償却費相当分の現金等を充てることが可能となり、特定資産取得のための資金調達が柔軟化するものと考えられる。

7. おわりに

以上、主に改正資産流動化法、改正資産流動化法施行令、改正資産流動化法施行規則及びパブコメ回答を基に、特に不動産流動化取引と関連性のある点を中心に資産流動化法の改正点について概説してきた。本改正は、原則として既存の特定目的会社にも適用されるため、本改正後に新たに設立される特定目的会社に限らず、既存の特定目的会社も本改正後の各制度を利用することが可能である。本改正後の新たな資産流動化スキームを実用化していく過程で、様々な論点や解釈上の問題等が生じるものと思われるが、今後の実務の蓄積等を通じて、これらについての取扱いや解釈が明確化され、本改正による更なる投資家の保護と不動産流動化取引の推進の両立が実現されることを期待したい。

やまなか じゅんじ

1998年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所、2005年DUKE大学ロースクール卒業。2005年9月から2006年9月までKirkland & Ellis LLP (Los Angeles Office) にて勤務。現在は、不動産開発、不動産ファンドやJREITの組成、不動産関連会社に関するM&A案件、CMBSなどの不動産証券化案件、その他不動産に関する取引を全般的に取り扱っている。

もとむら あや

2001年東京大学法学部卒業、2002年長島・大野・常松法律事務所入所、2008年Columbia Law School 卒業。2009年7月から2012年1月まで金融庁総務企画局市場課に出向し、金商法や投信法、資産流動化法の改正を担当。不動産ファンドやJ-REIT等の不動産流動化・証券化案件のほか、投資信託・投資顧問等のアセットマネジメント分野、金融規制全般を取り扱っている。

こんどう よしまさ

2004年に東京大学法学部卒業後、2006年まで東京国税局管内税務署等に所属。2007年長島・大野・常松法律事務所入所。現在は、不動産ファンドやJREITの組成等の不動産流動化・証券化取引その他不動産取引全般、不動産取引に関する紛争解決のほか、金融レギュレーションの分野等を取り扱っている。