

第4章 信用補完

神 田 秀 樹

1 はじめに

信用補完の効果を有する仕組みにはさまざまなものがある。典型的には、証券化・流動化において用いられる各種の仕組みがある。一般に、証券化・流動化における信用補完の仕組みとしては、外部補完と内部補完に分類され、前者の例として、保証（スタンドバイ信用状を含む）、保険、担保、デリバティブなどがあり、後者の例として、スプレッド勘定、超過担保、優先劣後構造などがあるといわれている。本稿では、これらのうちで、責任財産限定特約との関係で生じる法的問題と、日本でもっとも利用されていると見受けられる優先劣後構造についての若干の法的問題を簡単に取り上げる。

また、より一般的に保証と同じまたは類似の機能を果たす仕組みとしては、各種の担保、表明保証条項、説明義務、コンフォート・レターなどが見受けられるが、本稿では、最後のものの中でいわゆるキープウェル条項について、簡単に取り上げる。

本稿の問題関心は、基本的な民事実体法上のルールとの関係で生じうるような問題点のいくつかについて述べることにある。

2 責任財産限定特約と保証等

責任財産限定特約にもさまざまなものがあるようであるが、一般に、流動化・証券化において用いられるようなものは、次のような特徴を備えていると言われている（以下は、寺山大祐「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」金融研究2001年4月号171頁以下による）。

責任財産限定特約とは、特定の資産が生み出すキャッシュ・フローのみを返済原資とすることを担保するために債務者（通常はいわゆる特別目的会社の形態をとる。以下「SPC」という）と投資家（債権者）との間で締結される契約のなかに置かれる契約条項をいう。具体的には、次のような特徴があるといわれている（寺山・上掲）。

①投資家（債権者）の債権の引当財産は、SPC（特別目的会社）（債務者）が発行する証券（債

権)の裏付けとなるSPCの特定の資産に限定され、投資家はSPCが保有する他の資産からは弁済を受けられない。

②投資家はSPCの当該特定資産以外の資産に対して強制執行を申し立てる権利を予め放棄する。

③証券の元金・利息等で未払額がある場合には、その未払額に相当する債権については、一定の期間(保証契約がある場合には、保証債務が履行されないことが法的に確定したことを条件とする)の経過後に投資家はそれを放棄する。

④投資家は、一定の期間、破産手続・民事再生手続・会社更生手続等の開始の申立てをしない。

このような責任財産限定特約の法的な意味および有効性については議論があるが、ここでは、こうした責任財産限定特約がついた債務について第三者が保証をしたような場合に、それは保証の附従性を定める民法448条との関係でどのような意味を有するかという問題点についてだけ指摘をしておきたい。

すなわち、民法448条は、「保証人の負担が債務の目的又は態様において主たる債務より重いときは、これを主たる債務の限度に減縮する」と定めている。そこで、主債務が責任財産限定特約によって限定されると保証債務も縮減されるのではないかという問題がある。

この点について、寺山・上掲は、責任財産限定特約は、債権者である投資家と主たる債務者であるSPCとの特約であり、主債務の元利金支払債務のうち特定の資産から弁済されない債務を「責任なき債務」ないし「自然債務」とするものととらえることができるとしたうえで、主債務のうちで特定資産から弁済されない債務がそのような「責任なき債務」ないし「自然債務」となった場合に、保証債務が「責任なき債務」ないし「自然債務」となるか否かは、保証契約の趣旨、すなわち保証人が保証契約締結時にどのような予測を有していたかによると述べる。そして、保証人がこれを認識していた場合には、主債務がそのような状態になったとしてもその効果は保証債務には及ばない(保証債務にはそうした限定は及ばない)と解し、このことは民法448条に反するものではないと解している。なお、保証人のSPCに対する求償権についてはそれを限定する必要があるが、この点については、予め保証契約において明記しておけばその有効性について問題は生じないと述べている。

仮にもし、以上に述べた点において、保証を用いることに難点があるとされるような場合には、保証ではなく、別の仕組みを利用することが必要となる。たとえば、損害担保契約を用いることが考えられるが、その場合には、債権(資産担保証券)が譲渡されたような場合に、損害担保契約に基づく債務は当然に移転するわけではないため(保証債務と異なり随伴性がない)、この点について対応をする必要があると指摘されている(その他、保険契約を利用する方法もありうる。以上について、寺山・上掲)。

なお、実際の事例においては、保証なのかその他の性質なのかは必ずしも判然としないような場合もありうるように見受けられる。たとえば、実際に用いられるいわゆるモノラインによる信用補完契約を見ると、ニューヨーク州法を準拠法とするものがあるが、その性質は判然としないように思われる。

3 優先劣後構造

(1) 概要と若干の一般的な問題

優先劣後構造は、日本の流動化・証券化においてもっともよく利用されている信用補完の仕組みであり、流動化・証券化以外のファイナンスにおいてもよく利用されていると見受けられる。

債権を劣後させる基本的な仕組みは、昔から金融機関の劣後ローンや劣後債において利用されてきた「停止条件付債権」という特約である。すなわち、債権者Cは債務者Dとの間で、一定の事実が発生したような場合においては、Dを債務者とする他の債権に係る債務が満足を受けることを停止条件としてCの債権に係る債務の弁済を受けることができると定めておくという仕組みである。

この点に関連して、平成16年に改正された破産法は、新しく約定劣後債権という制度を導入し、その99条2項において「破産債権者と破産者との間において、破産手続開始前に、当該債務者について破産手続が開始されたとすれば当該破産手続におけるその配当の順位が劣後的破産債権に後れる旨の合意がされた債権（以下「約定劣後破産債権」という）は、劣後的破産債権に後れる」と定めている（民事再生手続や会社更生手続についても同様の制度が導入されている）。

この制度の適用について、立案担当者の解説においては、改正前の劣後ローンも改正後の劣後的破産債権に該当すると述べられている（小川秀樹編著『一问一答 新しい破産法』148頁〔平成16年〕）。

この制度については、いくつかの問題ないし課題がある。たとえば第1に、上記の例でいえば、この制度は、Cの債権をDに対する他の債権と比べて劣後させるという場合を想定しているが、Dに対する債権のなかでいわば最下位とする合意までしか想定していない。したがって、いわゆる超劣後（株式—通常は優先株式—と同順位まで劣後させたいような場合）については、この制度ではカバーされておらず、従来の停止条件付債権という構成をとる必要がある。

また、第2に、この制度はいわゆる絶対的劣後だけを認めるものと思われる。すなわち、Cの債権をDに対するその他の債権すべてに劣後させることだけを想定しているものと思われ

る。そうだとすれば、Cの債権を特定の債権に対してだけ劣後させたいというような場合には、やはり従来の停止条件付債権という構成に頼ることになるものと考えられる。

そこで、以上を流動化・証券化における実務に即して検討すると、現在の実務はおおむね次のような状況にあるように見受けられる。

(2) 典型的な例その1 (流動化・証券化一般)

たとえば、信託を利用した流動化・証券化スキームの場合、信託受益権を複層化して優先劣後構造を作ることになるが、スケジュールに従った優先受益権の元本・配当の支払、公租公課・信託報酬・信託費用の支払がなされた後の残額が劣後受益権の元本・配当として交付されることによって優先受益権の信用補完が行われるのが通常である。

具体的には、一定の劣後状態発生事由（裏付資産のデフォルト率が高まった場合など）が発生した場合には、各期日における劣後受益権への配当が停止され、その分、優先受益権の元本償還に充当されることにより、早期に優先受益権の元本の償還を図ることで信用補完が行われる。

この点について、社債やローンのスキームの場合には、劣後特約により、後順位のトランシェ（債権）の支払を劣後させることにより、上位トランシェ（債権）の信用補完が行われる。実際の例を見ると、たとえば、社債要項において、「本要項に基づきB号社債の元利金支払請求権の効力は、本要項に基づき支払われるべきA号社債の元利金全額が支払われたことが成就したときにのみ発生する」などと定め、停止条件付債権の構成がとられていることが多いようである。

なお、裏付資産となる金銭債権にデフォルトが生じた場合、一定の限度までオリジネーターが元本額での買戻権を有し、あるいは買戻義務を負担することによって信用補完が行われることもある。また、特にABCP（資産担保CPスキーム）などでは、裏付資産が毀損し、証券化商品の元利金の支払原資が不足する場合に、金融機関がコミットメントライン（融資枠契約）を供与することで、信用補完が行われることもある。

(3) 典型的な例その2 (不動産の流動化・証券化)

不動産の流動化・証券化にはいろいろなスキームがあるが、典型的な匿名組合を利用した仕組みの場合には、SPCが不動産を取得し、投資家（債権者）からノン・リコースの（責任財産限定特約付の）借入れをし（ローンや債券の形をとる）、それを信用補完するためにいわば劣後部分として匿名組合契約を締結する（匿名組合員が劣後債権者となる）。

このようなスキームにおいては、たとえば、第1に、SPCの資金管理ルールとして、アセット・

マネージャー（スポンサーであることもある）および匿名組合員への支払の劣後化、SPCの維持費用リザーブ金・元利払留保勘定への積立て（次回の利払期日における元利払額の積立てがなされる例が多いようである）等が定められる。第2に、アセット・マネージャーは、SPCの保有する不動産の運用を実質的に行う者であるため、SPCからアセット・マネージャーに対する金銭の支払は、貸付人に対する支払に劣後するのが一般的である。第3に、一定の事由（期限の利益喪失事由その他の信用悪化事由として定められる）が生じた場合においては、SPCからアセット・マネージャーに対する金銭の支払が中止されるのが一般的である。ローンが完済されるまで匿名組合出資者（匿名組合員、以下同じ）への金銭の分配がなされないスキームである場合には、匿名組合出資者への金銭の分配の規定は置かれませんが、匿名組合出資者に対する金銭の分配がなされるようなスキームの場合には、アセット・マネージャーに対する金銭の支払と同様にその金銭の分配が中止されるのが一般的である。

そして、匿名組合出資者はいわばequityとしてdebtを補完する役割を担うことになるため、貸付実行以前に匿名組合出資がなされ（ローン契約上、貸付実行の前提条件として匿名組合出資がなされていることが定められる）、匿名組合出資者に対する金銭の支払は貸付債権に劣後し、約定劣後破産債権とするという合意がなされるのが一般的である。この点について、ローンが完済されるまで匿名組合出資者への金銭の分配がなされないスキームの場合は、支払期限の到来の有無を問わず一切の債権が優先債権ということになるが、匿名組合出資者への金銭の分配がなされるスキームの場合には、「支払期限の到来した貸付人の借入人に対する一切の債権」を優先債権と定め、また、アセット・マネージャーに対する支払がなされた後の残額の範囲のみで金銭の分配がなされる旨の規定がなされるのが通常である。以上のほか、いわゆる開発型の不動産証券化スキームにおいては、一定の事由（コストオーバーラン・タイムオーバーラン等）が生じた場合に、匿名組合出資者に一定の範囲で追加出資を行わせるスキームもある。

なお、アセット・マネジメント・フィーを匿名組合出資者に対する配当より倒産時においても優先させるために、相対劣後的構成を取らざるをえない場合があるとされているようである。その場合には、約定劣後破産債権とはせずに停止条件付構成として、アセット・マネジメント・フィーに優先する債務（匿名組合出資者に対する配当を除く）の完済を停止条件としてアセット・マネジメント・フィーが発生するとする構成をとることになる。

（4） 匿名組合に関するその他の問題

以上の劣後に関する法律構成という問題のほかにも、匿名組合を利用した流動化・証券化スキームについては、さまざまな法的な問題がある。基本的な民事実体法上のルールとの関係で問題となる一例としては、たとえば、匿名組合員が締結する上記のような劣後特約が商法541

条3号との関係で問題とならないかという点がある。商法541条は、匿名組合契約の終了事由を定めた規定であるが、3号によれば「営業者又は匿名組合員が破産手続開始の決定を受けたこと」によって匿名組合契約は終了する。そこで、匿名組合員が利益の分配請求権を有しており、それに劣後特約を付したような場合、営業者または匿名組合員が破産するとその停止条件性は失われてしまうのではないかということが問題となる。この点については、必ずしも明らかとはいえないが、商法のこの規定は、停止条件性を失わせる趣旨までを有するものではないと解されているようである（西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全〔下〕』295-297頁〔川上嘉彦=小口光〕（平成15年）参照）。

4 キープウェル条項

キープウェルと呼ばれる取決めは、典型的には、たとえば、子会社が社債を発行するような場合において親会社の子会社との間で子会社の財務の健全性を約束するといった形で利用されているといわれるが、その法的な性質は明確とはいえない。

筆者が知るかぎり、この点についての判例は存在しないが、税務上の紛争との関係で、国税不服審判所（以下「審判所」という）の裁決例がある（国税不服審判所平成14年5月24日裁決・裁決事例集63号454頁）。

この事例は、同裁決によれば、審査請求人（以下「請求人」という）がオランダ王国に所在するG（請求人は同社の発行済株式のすべてを保有。以下「G社」という）の発行する債券等の保証等をした対価につき、租税特別措置法第66条の4〔国外関連者との取引に係る課税の特例〕に規定する独立企業間価格が存在するか、あるいはその算定が可能か否かが主たる争点とされた事案である。

この事例において、請求人は、G社の発行した債券について親会社としてキープウェルを合意していたが、この合意について、次のように主張した。

「原処分庁は、一般に「キープウェル契約」と称される親子間の契約が存在することを明示して発行される子会社の債券に対して、格付会社が、親会社の保証が付された債券と同様に、親会社の債券と同じ格付けを付与していることから、本件各キープウェル契約の締結等と保証取引との間の経済的効果に差はないと主張する。

しかしながら、格付会社によれば、子会社に対する親会社のコントロールが弱い場合には、たとえキープウェル契約が存在していても親会社の債券と同等の格付けを取得できるとは限らないのであって、親会社の債券と同等の格付けを取得できるのは、キープウェル契約が存在するからではなく、「緊密な親子関係」の存在を背景に子会社自身の信用力が向上するからであり、

親会社の保証を得て債券を発行する場合に親会社の債券と同等の格付けを取得できることは経済的な意味が異なる。

したがって、本件〔キープウェル〕取引と保証取引とは、法的効果のみならず、経済的効果が全く異なり、これを保証取引とみなして独立企業間価格を算定することは誤りであるから、本件各更正処分はいずれも違法である。」

これに対して、審判所は、次のように判示した。

「請求人から提出された本件各キープウェル契約書等によれば、本件各キープウェル契約は、G社が債券を発行する際に同社と請求人との間で締結されたものであること、その内容は、〔1〕請求人は、G社の全株式を保有すること、〔2〕請求人は、G社の純資産の額を1万米ドル以上に維持すること、〔3〕請求人は、G社が債務を返済するに足りる流動性資産を持たない場合には十分な資金を供与すること等をG社に約したものであり、これによって、G社は、その発行に係る債券を償還することができない場合には、請求人に対して償還資金の供与を求める契約上の権利を有していること、さらに、G社は、同社の発行する債券の購入者に債券発行目論見書を交付して、本件各キープウェル契約の内容及び同社が債券を償還することができない場合には清算人等を通じて同社の請求人に対する本件各キープウェル契約上の権利を行使できることを周知していることが認められる。

一方、保証取引は、保証人が債券発行会社より保証の委託を受けて、債券購入者に対して保証を行い、債券発行会社に債務不履行があった場合には、債券購入者は、保証人に直接保証履行の請求を行い、保証人は債務者に保証を履行する契約である。

そうすると、本件各キープウェル契約の締結等は、保証取引とは契約形態は異なるものの、本件各キープウェル契約の締結等により、請求人は債券購入者に対して実質的に保証があったとした場合と同程度の法的責任を負い、その結果として、G社は、本件各保証取引による保証があったとした場合と同等の格付けを取得し、債券を発行することが可能になったと認められる。」

本件は税法上の事例ではあるものの、日本における所得課税は当該取引の私法上の性質にしたがって行われることが一般的であり、上記の判示は、興味深い先例である。

キープウェル契約については、ケースごとにその法的な性質や内容が検討されるべきものと考えられる。諸外国においても、それが当該国における保証と同じ法的効果があるかどうかについては見解は分かれているようである（一般に英米では保証とは別のものと解されており、ドイツやフランスでは保証と解された判例があるようである）（たとえば、Philip R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2nd ed. at 404-405 (2007) 参照）。