

になる。そこで、資産の流動化においては、オリジネーターが倒産しても流動化の対象資産に対してオリジネーターの債権者や破産管財人からの追及を受けない仕組み、つまりオリジネーターの信用リスクを遮断するための仕組みを構築することが必要となる。これは、売買や信託を用いることによって実現される。これが、「倒産隔離」¹¹と呼ばれる仕組みである。SPV は、倒産隔離を徹底するために用いられる器である。経営者の意図は別にして、どのような優良企業、健全経営をもってする医療機関であっても、将来の倒産の危険性がゼロであるとは決して言えないため、このような仕組みが必要となるのである。

オリジネーターは当該流動化のために用意された SPV に対象資産の所有権を移転するか、オリジネーターが対象資産に信託を設定し、信託会社に対する信託受益権を SPV に移転する（【図表 1】の①および①'）。SPV では、オリジネーターに対する支払資金の調達を行う必要が生じる。そこで、さまざまな金融商品を組成し、主に資本市場で投資家を募る（【図表 1】の②）。ここでは、すべての投資家が金融商品のリスクを独自に判断できるとは限らないため、格付け機関が発行される金融商品の格付けを行う。投資家は、格付けを参考として投資判断を行う。次に、投資家が金融商品の見返りに投資を行い（【図表 1】の③）、SPV がオリジネーターに調達した資金から支払いを行う（【図表 1】の④）。このように、オリジネーターから SPV に対する資産の移転の対価として得られるキャッシュが、オリジネーターにとっての資金調達となる。

なお、このような流動化のスキーム全体の組み立てと関係者間の調整を行う役割を担う者はアレンジャーと呼ばれ、投資会社や証券会社がこの機能を担う。

イ. スキームの種類

ここでは、SPV の法的形態と組成される金融商品の種類について説明する。

a) SPV の法的形態

SPV の法的形態には複数のものがある。大きくは会社型、信託型、組合型の 3 つに分かれる。二重課税を回避¹²できる主体であるか否かが異なるうえ、SPV の法的形態によって流動化のスキームの中で組成される金融商品の種類にも影響するから、どの法的形態を選択するかは、流動化を実施するうえで極めて重要な問題である。さらに、SPV の法的形態によって設立費用、運営のためのコストや負担が異なるため、どれを選択するかを慎重に決定する必要がある。

SPV の法的形態に関する根拠法令は、民法、商法、会社法といった一般法と、流動化のために制定された特別法とに分かれる。後者の例として、資産流動化法がある。

¹¹ 倒産隔離には、SPV のオリジネーターからの倒産隔離と、SPV 自体の倒産回避の二つの側面がある。

¹² 流動化のスキームにおいて、資産を保有する SPV に対して課税が行われ、税引後の利益から投資家に配当が行われると、投資家の段階でさらに法人税・所得税の課税が行われ、投資家からみて二重課税の問題が生じる。二重課税が生じると、投資家の投資利回りが低下するため、二重課税を回避するための仕組みが必要となる。具体的には、課税されない SPV の形態を用いる方法（パス・スルーと呼ばれる）と、SPV に課税される場合に投資家への移転利益について損金への算入を可能とする方法（ペイ・スルーと呼ばれる）の 2 つがある。