

証券化の進展に伴う諸問題 (倒産隔離の明確化等)

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

今回、証券取引研究会における研究報告と討議内容を整理し、若干の資料を添付した「証券取引法研究会研究記録」の第4号として、「証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）」を公表する。

この研究記録は、昨年5月9日の研究会で行われた浜田道代教授（名古屋大学）の報告内容と討議内容を整理したものであり、証券化の実例に関連して発生したオリジネーターの倒産事例、真正売買を巡る種々の問題点、それらに関する学界の論究等を取り上げている。今回の研究記録の公表が、これらの問題に関心を持たれる研究者や実務家の方々のお役に立てることを期待している。この研究記録は、当研究所のホームページ上にも公開しているので、広く多数の方々に御覧いただければ幸いである。

なお、このような研究成果の早期の公表を認めていただいた神崎克郎会長を始めとする研究会の先生方、特に、御多忙中にもかかわらず研究記録のとりまとめのために時間を割いていただいた浜田道代教授に心からお礼を申し上げます。

2004年6月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 関 要

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 2003年11月

報告者 森田章同志社大学教授

第2号「システム障害と損失補償問題」 2004年1月

報告者 山下友信東京大学教授

第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 2004年3月

報告者 前田雅弘京都大学教授

証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）

（平成15年 5 月 9 日開催）

報告者 浜 田 道 代
（名古屋大学教授）

目 次

1. 証券化の進展状況	1
2. オリジネーターの倒産例	3
日本リース事件	3
ライフ事件	4
マイカル事件	6
3. 真正売買か担保取引か.....	10
4. コミシングリング・リスク、サービサー・リスク.....	22
討 議.....	31
資 料.....	59

証券取引法研究会出席者（平成15年5月9日）

委 員	前 田 重 行	筑波大学教授（現 学習院大学教授）
〃	森 本 滋	京都大学教授
〃	浜 田 道 代	名古屋大学教授
〃	関 俊 彦	東北大学教授（現 法政大学法科大学院教授）
〃	森 田 章	同志社大学教授
〃	山 下 友 信	東京大学教授
〃	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
〃	吉 原 和 志	東北大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	神戸大学教授（現 早稲田大学教授）
〃	永 井 智 亮	野村證券法務部長
〃	園 田 成 晃	日興コーディアルグループ法務部次長
〃	細 川 健	大和證券グループ本社経営企画部次長
〃	堀 内 勇 世	大和総研制度調査室次長（現 制度調査部次長）
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会企画部課長
オブザーバー	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研究所	関 要	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所理事・主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所企画調整室次長 （現 兼主任研究員）
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局次長（現 局長）

証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)

関理事長 神崎先生がご欠席なので、先生ともご相談のうえ、本日は報告者の浜田先生に座長役も、お願いしたらどうかということになりました。浜田先生どうかよろしくお願いします。

浜田委員 それでは、まことにふつつかではございますけれども、報告者と司会者と両方の役を仰せつかりましたので、早速始めさせていただきます。1時間ぐらい報告させていただいて、あとはできるだけ皆様からいろいろお教を請いたいと思っております。

今回、私が担当することになりましたのは「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」です。この問題につきましては、私にとっては比較的新しい分野ではありますが、昨年研究成果を本にして出版されました前回の研究会において集団投資スキームについて勉強させていただきましたので、ちょっと土地カンが養えたのかなと思いながら、今回さらに勉強させていただく機会を得たことを喜んでいる次第でございます。

前回の研究会で扱いました問題はSPVといいますかビークルをどのようにつくるのかというあたりが中心だったものですから、まだ会社法的な素養をそのまま持ち込めるような感じがしたわけですが、倒産隔離の明確化の問題になってまいりますと、いよいよ勝手に違ってきます。どうも今回は、倒産法関係の先生方が華々しく戦いを繰り広げ活躍しておられるのを眺めて、その観戦結果を皆様方にご報告させていただくという程度のものになりそうでございますけれども、よろしくお願いいたします。

1. 証券化の進展状況

まず「証券化の進展状況」についてです。証券化がまさに進展している状況を何とか客観的にとらえられないかなと思いながら、資料を一生懸命探してみたのですが、日経新聞で見かけたデータ以上のものを探しだせま

せんでした。もしこういう方法があるのだということをご存じの方がおられましたら、ぜひお教えいただけるとありがたいのですが、どうやら資産流動化、証券化実績というのは、どこかの組織で正確な統計データを網羅的に集約しているという性格のものではなさそうだとということが分かってまいりました。特債法流動化実績は、経済産業省のホームページにおいても詳細なデータが公表されているのですけれども、特債法を使う流動化が全体の中で占める割合はむしろ減少気味でして、この数値だけ見ていたのでは全体の状況はよくわかりません。

平成13年に制定されました債権譲渡特例法による譲渡債権の総額はどこかに発表されておりますのでしょうか。約43兆円という数字を小林秀之先生が本に書いておられたのですが、そんなに多いのかと驚きながら、どこで正確な数字を確かめることができるのか、よくわかりません。それに債権譲渡特例法による場合についても、全部が流動化に使われているわけでもありませんでしょうし、いろいろ見てもよくわからなくて、結局日経の方で集計しているこのデータが一番もっともらしいという結論に私としては落ちついたわけでございます（補足：研究会の後、2004年4月22日に、証券化市場フォーラム事務局・日本銀行金融市場局が出された「証券化市場フォーラム・報告書」の28頁によれば、証券化市場における情報の開示が必ずしも充実していない現実に鑑み、日本銀行は2005年度末までの時限措置として「証券化市場の動向調査」を開始することにしたとのことです）。

そこでその日経のデータを見てまいりますと、2002年の国内での資産担保証券の発行額、資金調達額は約4兆7900億円で前年比35%増、過去最高になっています。新株発行を伴う資金調達額は4兆5300億円で、したがって資産担保証券による資金調達額の方が上回ったことになります。ちなみに、普通社債の発行額は7兆1500億円ということです。また、インターネットであれこれ見ておきますと、2001年度の発行額はその前年度に比べて68%増になっているというような数値も転がっていました。近年、非常に伸びていることは間違いないようです。

対象資産も随分広がってきているようでして、例えば熱海ビーチラインと

いう有料道路の通行料収入が証券化されたとか、ゴルフ場が証券化されたとかいう話が紹介されていました。

さて、以上のような証券化の進展に伴ってどのような問題が出てくるかということですが、何といたってもここ数年の大きな出来事は、実際に倒産した事例が出てきたということでしょう。証券化の仕組みは、オリジネーターが倒産した場合にどうなるのかということを考えながらつくり上げているのですけれども、実際に倒産した事例がようやくあらわれるようになってまいりましたので、そこでの問題解決の仕方をよく咀嚼したうえで、それをアレンジする段階に生かすというサイクルが実際に動き出したというのが、最近の進展に伴う問題あるいは議論の深化といえるのではないかと思います。

2. オリジネーターの倒産例

オリジネーターの倒産例として、日本リース事件と、ライフ事件、マイカル事件の3つを拾い出しました。ほかにも注目すべきものがあるようでしたら、この機会にお教えいただけるとありがたく存じます。

日本リース事件

第一は日本リース事件です。これは旧長銀系のノンバンクであり、リース業界大手で一番古いリース会社でした。それが、負債総額約2兆1803億円で倒産に至り、1998年9月27日東京地裁に会社更生法に基づく更生手続開始の申立てが行われました。同日、地裁は申立てを受理し、既存債務の弁済を禁止する保全処分を行いまして、経営陣は総退陣ということになりました。

この更生事件自体の解決といたしましては、リース事業部門は、結局GEキャピタル日本リース株式会社、これはGEキャピタルの子会社ですが、そこに更生計画によらないで営業譲渡がなされて片づいたようですし、不動産ファイナンス部門は更生計画の中に営業譲渡を含める形で問題処理がなされました。そこで残存資産でもって更生会社が事業を続けることになったようです。

証券化との関係で問題になりましたのは、リース料債権を証券化した、A B S（asset-backed securities）でした。同社は倒産の時点で10本のA B Sのオリジネーターになっておりまして、未償還残高は98年3月時点で約1600億円に上っていたということです。それがあったものですから、その倒産隔離が問題となりました。

このA B Sは、特定債権法の公告でもって第三者対抗要件を流動化の際に備えておりましたし、契約書にも真正売買性を示す文言が入れられておりました。が、弱点もありまして、①会計処理上リース資産はオンバランスになっていました。流動化したのはリース料債権だけだったのです。②それから優先部分と劣後部分に分けられているわけですが、20%から30%もの劣後部分について日本リースが保有しており、回収・抗弁リスクを一定程度日本リースが負担する形になっていました。③さらに、S P C—S P Vと統一して表現した方がいいのかもしれませんが—S P Vの取締役は同社の部長クラスの者が兼任していたため、独立性が不十分であったというような弱点も抱えていました。

保全管理人は9月25日に選任されましたが、真正売買については争わないという判断をいたしました。関係者の話し合いで、従来の口座振替分を維持して、日本リースがサービシング業務を継続するということで落ち着きました。法的にはサービサー交代の通知を行うけれども、バックアップ・サービサーから日本リースに対して取立ての再委任を行うという方法でもって、A B Sの関係者と和解がなされたということです。以上が、多分最初の事件ではないかと思います。

ライフ事件

続いて問題が起きたのが、また旧長銀系である大手信販会社のライフです。これは負債総額約9700億円ということで、当時、日本リースに次ぐ史上2番目の大型会社更生事件といわれたものでした。2000年5月19日に会社更生手続開始の申立てが行われ、債務弁済禁止や財産処分禁止等を内容とする

る保全処分命令が出され、保全管理人が選任されました。

このライフ事件におきましては、証券化との関係では、1999年に譲渡されたオートローン債権の信託方式による海外リパッケージA B Sが問題になりました。けれども、先ほどの日本リースの事件の先例があるので、基本的には同一の方向で処理がなされました。そもそも保全命令の段階においてサービシング業務に基づく回収金の引渡義務の履行が弁済禁止の適用除外とされており、もうスタートからそういう形で処理されていたのです。ちなみに、6月30日に会社更生手続開始決定がなされましたが、保全管理人の弁護士がそのまま管財人に選任されております。

このオートローン債権の証券化されたものですが、これにつきましても、①債権譲渡特例法による登記でもって第三者対抗要件が具備されていきました。②それから、ライフが信託銀行に信託的譲渡を行い、それによって取得した信託受益権をS P Vに真正に譲渡するという旨の規定がありまして、真正売買である旨のリーガル・オピニオンも付けてあったということです。③信託譲渡価格は当初元本相当額であり、優先受益権と劣後受益権に分割されていたわけですが、劣後割合は25%であり、優先部分はオフバランスされていました。ただし、債権全体の63%が回収された段階で、ライフはクリーンアップ・コールができるという条項も入っていました。

結局のところ保全管理人は、真正売買性については争いませんでした。そして、優先部分の社債償還期間が残り数カ月であったこともありましたので、日本リースの場合には一たんサービサーがバックアップ・サービサーに交代した上でもう一度再委任するという格好をとったわけですが、こちらではサービサー交代の発動猶予でもってA B S関係者からの合意を取りつけ、ライフがサービサー業務を継続して行うことになりました。

ということで、2つの事件ともに事なきを得て処理されました。なお、おまけみたいな話ですが、その後のライフ事件の顛末をみると、そこでもう一度証券化が生かされたという経緯がありました。

ライフ事件では、結局消費者金融会社のアイフルが乗り出してくることに

なりました。スポンサーとしてアイフルが選定され、そこにモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが提案していったようではありますが、証券化技術を活用したノンリコースの資金調達によって、LBOをする。その資金でもって一挙に会社更生の問題を解決してしまうという、そういうアレンジがなされてうまくいきました。平成13年3月にLBO（leveraged buy-out）がなされ、一たんはモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが3分の2、住友信託銀行が3分の1を出して、ノンリコースでもって資金が注入されました。アイフル自身もちろん新資本金を、700億円ばかりだったようではありますが、ライフに振り込みました。その他の貸付や、先ほどのノンリコース資金調達やら何やらを合わせまして、更生担保権者73社に約3010億円の一括弁済を行う。しかも3月27日にアイフルが資金を入れる、28日にはノンリコースの調達資金が入ると同時に、その日に更生担保権者73社に一括弁済がなされる。また29日には優先・一般更生債権者116社に1740億円がこれも一括弁済されて、これであっという間にライフの会社更生手続は終結してしまいました。このノンリコース調達は平成13年10月に証券化債権に仕組み直された上で、投資家に販売されたとのこと。

マイカル事件

倒産の3つ目の事例が大手スーパー、マイカルの事件です。

マイカルは、2001年9月14日、東京地裁に最初は民事再生手続の開始の申立てを行い、同日保全命令を受けました。負債は1兆6000億円、債権者数は約6000社ということで、これも非常に大型の倒産事件でした。しかもグループ企業数社も同時に申立てをしました。9月14日付で社長解任ということになり、民事再生法でいくのか、それとも会社更生がいいのかということ巡って、再建の主導権争いも内部であったようで、随分ごたごたしました。結局のところ、11月22日になった会社更生手続開始を申し立てることになりました。民事再生の申立てから始まったのですが、会社更生事件に移行することになりました。

東京地裁は、マイカルほか9社の更生手続の開始決定を2001年の年末、12月31日にしております。管財人は岡田元也イオン株式会社の社長であり、もう1人の管財人は瀬戸英雄弁護士です。瀬戸弁護士はマイカルの民事再生のときの監督委員であり、会社更生保全管理人を務め、続いて管財人を引き受けられました。この両名の管財人のもとで、管財人代理ということで事業家5名、弁護士21名が選任されて具体的な作業に当たりました。

証券化との関係では、マイカルが1999年、2000年に行った証券化スキームによる店舗の流動化をどのように扱うかが大きな問題となりました。

先ほどの日本リース、ライフの事件とは違いまして、今度は商業用不動産モーゲージ担保証券（Commercial Mortgage Backed Securities）、CMB Sといわれますけれども、これの取扱いが問題になったわけです。店舗自身を証券化して資金調達をしながら、リースバックをしてもらって店舗をそのまま使い続ける、そういうタイプの証券化です。これをどう扱うかということについて、管財人側と、不動産証券化対象物件の資産管理会社、これがエイエム・リサーチ・アンド・レポートという株式会社ですが、この会社との間で、リースバックされた本件不動産の賃貸借契約について交渉が続けられたわけです。

現時点でどうなっているのかということろまではよく分からなかったのですが、少なくとも2002年10月1日付で管財人代理人がNBLに出された原稿によりますと、その時点では、少なくとも次のようになっていたようです。つまり、資産管理会社との協議を継続するのですけれども、その間の暫定的な措置として一応支払いはする。しかしその支払いは共益債権としての支払いではないということを、賃貸人および資産管理会社に対してはっきりさせた上で一応支払いは続けるという処理をしながら協議をしていますということが書かれておりました。協議が続けられているわけですが、その中で法学者を巻き込んだ論争が起こっており、見解が対立しているという状況にあります。

以上、オリジネーターの倒産例についてざっと見てまいったわけなのですが、今回の証券化の進展に伴う諸問題について報告するにあたり、資料として3つばかり事前に用意させていただいたものを、事務局から早速に皆様へ速達でお送りいただきました。それらも参照しながら続けてお話しさせていただきたいと思います。

一橋大学の山本和彦さんが「証券化と倒産法」ということでお書きになったものがあります。これはこの春2003年3月1日に「ジュリスト」で出されたものでして、私が見た中ではこのテーマについての一番新しいまとまった論考であるように思ったものですから、まずこれを資料1（後掲「資料2」）とさせていただきました。

ここでは「証券化と倒産法」というテーマに関する様々な問題が取り上げられています。私自身が今回いただいたテーマが「諸問題」ということなので、この論考はこの分野でどのような問題があるのかを把握する上で大変参考にさせていただきました。この山本さんの論考を見てまいりますと、まずIで「証券化における倒産隔離」の問題を一般的に書かれた後、IIで「真正売買（true sale）の問題」を論じ、IIIでは「資産売却否認の問題」、安く売り過ぎて皆さんに迷惑をかけるという類の問題を取り上げておられます。IVは「賃料債権譲渡制限の問題」、Vは「コミングリング・リスクの問題」、VIは「SPCの倒産の問題」と、項目としては6番目までですが内容的には合計5つの問題を取り上げていらっしゃいます。

山本さんは、先ほどのマイカルの事件についていろいろ活発に論争されている中に積極的に加わっておられるお1人ですし、この間この関連のテーマで随分たくさんの論文を書いておられます。そのような方が最近の論文で問題の在処について以上のような整理をしていらっしゃいますことは、私にとっても大いに参考にさせていただきます。

この5つの問題のうち「資産売却否認の問題」は、従来日本の学説・判例は、適正価格による売買であっても不動産を売って金銭などにしてしまった場合には否認権の対象になり得るとしていたため、証券化の際に障害になる

という問題です。この問題については、法制審議会倒産法部会の破産法分科会では、適正価格による不動産売却についての否認可能性を制限したかどうか、立法でもってこの問題を解決したかどうかということも検討されているそうですから、そちらの方で片づくかもしれない問題という位置付けになるかと思います。

「賃料債権譲渡制限の問題」は、破産法63条等一連の条文において、賃料債権の譲渡については、対抗できる範囲を当期と次期のものに限定している、それが問題になるという話ですけれども、これも法の改正で削除したかどうかということで検討が進んでいるということです。そういう方向で片づいてしまうのかもしれませんが。

となりますと、残る問題のうちの1つは「真正売買の問題」になります。これは、なかなか今すぐに立法で決着をつけるというようなことにはなりそうもありません。まさにマイカルの事件等々において、現在非常にホットな 이슈になってきているという問題であります。小林秀之さんのご紹介のものを見ておきますと、アメリカではこれを立法的に何とか解決しようという動きも一時あったようにお書きになっておられますけれども、その後進んだという話は出てきておりません。ですからまだアメリカでも、膨大な判例法を前提に何が真正売買か、担保かという議論をしながら、それを踏まえながらアレンジするというところでやっているのではないかと思います。日本でも、少なくとも当面はそれについて悩まなくてはならない大きな問題であり続けるということだろうと思います。

それから、残りました問題の2つ目が「コミングリング・リスクの問題」です。これも、法的に考え出すと本当によくわからなくなる難しい問題です。

最後は「SPCの倒産の問題」です。SPCあるいはSPVですね、これが倒産してしまいますと、それでアレンジしたものが壊れてしまうことになるわけですからこれも困ります。したがってこれももう1つのbankruptcy remoteの問題ということになります。ただ、この問題については資産流動化法による特定目的会社やらを使ってもきちんと押さえられるような制度が

できています。また実際には特定目的会社の利用はそれほど芳しくはないようで、相変わらずケイマンのSPVなどが使われているようですけれども、そちらの方はそちらの方でまたその問題は生じないような仕組みになっております。いずれにしましても、SPVの倒産手続を開始する申立てがなされては困るというような話は現実にはまだ生じてきておりません。

以上の次第ですし、先ほど申し上げました日本リース事件、ライフ事件、マイカル事件などを見ておりましても、やはり深刻な問題として今まさに議論しなければならない問題として浮上しているのは、「真正売買の問題」と「コミングリング・リスクの問題」だろうと見当をつけました。そこで以下は、この2つの問題についてもう少し見ていきたいと思います。

3. 真正売買か担保取引か

真正売買か担保取引かという問題は、まさにマイカル事件において見解が対立するに至っている問題です。レジュメにはどのように論争が展開されてきているかについて少し書き出しておきました。

マイカル事件は、2001年12月31日に会社更生手続の開始決定がなされているのですけれども、それからしばらくたった2002年5月20日、京都大学教授の山本克己さんが「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」を公表しておられます。これは、更生管財人の瀬戸英雄氏の依頼に基づいて不動産証券化の法的性格を分析されたもので、「金融法務事情」（1646号）にその概要が紹介されています。この意見書は、2002年6月6日に日本経済新聞が記事に取り上げたくらいに、話題を呼びました。

これに対して、早速6月26日に、今度は新堂先生が「山本意見書に対する見解書」というものを出されております。これは資産管理会社であるエイエム・リサーチ・アンド・レポートの方の依頼に基づいて作成され公表されたものでして、これも「金融法務事情」の7月25日号（1649号）に概要が公表されています。

この両者は、それぞれ対立する双方の当事者からの依頼を受けて公表され

たものですが、続いて2002年7月24日付けで、先ほども論文を拝見しました一橋大学の山本和彦さんが「マイカル証券化スキームの更生手続における処遇について」を出しておられまして、これまた9月15日になってからですが「金融法務事情」（1653号）に、今回は全文掲載ということで、詳細なものが載せられています。山本和彦さんも、結論としては新堂先生と同じような立場でして、それをさらに詳細に書かれたということになっているわけです。そうしましたところ、今度は2002年10月1日に管財人代理弁護士の加藤慎さんと上田裕康さんが「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」をお書きになりました。これも、自分たちの立場を公表し、皆さんに材料を提供していきたいということで、NBL746号に掲載されています。

以上はマイカルの事件に直接に関連して出されたものですがけれども、同じような時期に出されたものとして、1つには、2002年6月15日と7月1日なのですがけれども、弁護士の後藤出さんが執筆された「資産流動化取引における「真正売買」（上下）」の論文がNBL（739号、740号）から出されております。この後藤さんの論文は、事業再生研究機構証券化問題委員会の報告という形になっております。皆さんで研究会をもたれ、その第1項目として執筆されたということです。この研究会は2001年の秋以降、数回の会議を開いて議論したということだそうですから、まさにマイカルの事件等々が具体的に問題になっている時期に、切実感を抱きながらこの問題を皆さんで議論されたのではないかと想像いたします。

この機構の代表理事は、伊藤眞先生と高木新二郎先生ですし、理事としては弁護士、実務家、官僚などの方々が入っており、その中には山本克己さんもいらっしゃいます。山本克己さんや伊藤眞先生など、ひょっとしたら皆さん同じところで議論されていたのかもしれない。機構の理事が証券化問題委員会のメンバーになられたのかどうかはよくわかりませんが、皆さん割合に横の連絡がいい状況でこの問題を議論しておられたご様子でして、しかし結論的には、マイカルの事件についての意見の表明としては立場が分かれる格好になられたのかな、などと勝手な推測をしておりますが、も

しもどなたかお話しければ教えていただければと思います。

続いて、2002年10月25日と11月5日には伊藤眞先生自身も「証券化と倒産法理（上下）」という形で「金融法務事情」（1657号、1658号）に発表しておられます。これも今回の資料2（後掲「資料3」）という形で皆様のところにお配りさせていただきました。伊藤先生は、自分は具体的な問題のことについて論じるわけではない、事実関係やら何やらいろいろあるだろうからといって、一歩置いた形で書いてはいらっしゃるのですが、しかし具体的事件の解決のあり方を述べるものではないと断りながら、問題点はきちっと指摘されておられます。それを読むと、新堂先生や山本和彦さんと同様な立場でお書きになっておられることがよくわかります。

そして、一番最近のものとしては、先ほども見ましたとおり、山本和彦さんが「ジュリスト」にお書きになった論文が出ているということであります。

さて、真正売買なのか担保取引なのかということが一体なぜ問題になるのかということですが、これは皆さん先刻ご承知の方ばかりかと思えます。単に確認ということで申し上げますと、山本さんの「ジュリスト」論文の15ページから16ページあたりのところにまとめてありますので、そのあたりをご覧くださいながら聞いていただければと思います。やはり最大の問題は、会社更生法においては担保権者も巻き込む構造になっていることです。もしも売買だということになりますと、取戻権が認められ、要するに会社更生手続に無関係でいられます。それが担保だということになりますと、担保がついているから安心だと思っても、担保権者も巻き込む手続が始まってしまえば、担保権についても権利内容の変更がなされる可能性だって出てくるわけですし、債務の一部免除であるとか、弁済猶予であるとか、そういうことに応じろというような議論になってきかねないというところがあります。

破産法、民事再生法の方で処理されることになりますと、担保権は別除権として扱われますので、その影響は相対的には小さいといえます。ただし、民事再生手続でも担保権消滅請求の可能性はあります。

いずれにしても一番大きいのは、会社更生法が担保権者も巻き込む手続に

なっている、それをどうするのかという問題があるものですから、売買か担保かという判断が重要なものになってくるといわけです。

それから、山本さん自身も少し離れたところで指摘されておられるのですが、証券化にあってはキャッシュフローをいかに押さえるかというところが重要な問題になるわけですから、倒産ということになりましたときに、担保ですとキャッシュフローが止まるのが困る点になってきます。担保権者に対する弁済は更生手続開始ということになりますと禁止されますから、投資家への償還ができなくなってくるわけです。このような次第で、真正売買か担保かということが大きな問題にならざるを得ないことになるわけです。

この真正売買の問題については、アメリカではtrue saleの問題として長らく論じられてきました。アメリカでは、日本と比べても、この問題はいっそう深刻にならざるをえない構造になっているようです。1つには、真正売買でないとみなされた場合に、日本であれば、それならば譲渡担保ですねということで、一応担保の方で受けとめることができますけれども、アメリカの場合は真正売買でないとみなされますと、担保としての対抗要件が具備されていないではないかということになって、一挙に無担保債権者に転落する恐れだってあるのだそうです。もう1つは、日本でも、会社更生手続が開始されますと、担保権者に対する弁済はもちろん禁止されるわけですが、アメリカでは、倒産の申立てがなされると同時に担保権の実行は自動的に停止することになっています。オートマティック・ステイといわれているものでして、これにより直ちにキャッシュフローがそこで滞ってしまう事態になります。そういう意味で、アメリカにおいては、まさに深刻な問題としてtrue saleの問題が議論されてきております。

アメリカでの処理はといえば、これは州法の問題であるとされておりまして、その判断は裁判所がもちろん行うわけです。アメリカの判例は非常に多く、州ごとに少しずつニュアンスに差があります。何といたっても判例法なものですから、それを踏まえた形で、必ず売買と認定されるように最初のアレンジをしよう、仕組みをつくろうということになりますと、皆さん大変苦労

していらっしゃる。法律事務所から、true sale opinionというものを得てかかるわけなのですけれども、それが外れた場合のリスクは非常に大きくて苦労されていらっしゃるものですから、true saleになるファクターは何かということで、このあたりについては様々な形で整理がなされたりしてきているようであります。

日本においても証券化の仕組みをどのように作っていったらよいかについて議論され始めた当初、一体何を基準にしたらいいのかということで、皆様お困りになったのだろうと思います。日本としてもアメリカのものを参考にしながら、日本の判例なども多少念頭に置きながら、売買と認定されるようなものを考えていかなければならない。

そういう状況の中で、レジュメの4ページに上げておきましたが、1992年の早い段階で田中幸弘さんが「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点（上下）売買か担保か」という論文をNBL（510号、511号）に書かれました。田中さんは、実はこれ以前にも別のところに同じようなことをいわれていたのですけれども、ここで多くの方の目に触れる形で発表されたということのようです。内容的には、担保性が強いファクターを6つ挙げるということをなさったわけです。よくぞ思い切ってこういう整理をなされたものだというくらい大変な作業だったのだろうと思います。何も手がかりがない中で、こういう格好で発表されたものですから、これがあちらこちらで結構引用されるようになりました。そういう意味で一定の役割を果たしたということになるのかもしれない。

田中さんが挙げられた担保性が強いファクターは次の6つです。①担保である旨を当事者が合意する。②譲渡される資産の特定性が緩い。緩ければ担保性が強くなるという意味です。③第三者対抗要件具備が不完全である。④資産価値と譲渡代金が不均衡である。⑤当該譲渡について相当部分の買戻条件がついている。⑥資産がオフバランス化されていない。

このようなものを列挙されたわけですが、これについては、ご自身も後になってから、このときに挙げたものは、担保取引と評価されないための仕組

みをどう構築するかという視点を過度に強調していたかもしれないというようにことをいわれております。それから②と③の特定性の問題とか第三者對抗要件具備の問題は担保取引であっても必要なファクターなのではないか。92年当時は苦勞されたけれども、その後、特債法であるとか債権譲渡特例法であるとかが出てきて問題に対処しやすくなったという面もあります。したがって、これで完璧だとはご本人だっと思っていらっしゃるのかもしれませんが、しかし何か手がかりが欲しいという需要に応える形で、使いやすい形でこういう列挙の仕方をされたものですから、随分世の中に広まりました。

また、堀裕さん、山川萬次郎さんという弁護士の方々が、同じような時期にNBL（508号）に「指名債権群の譲渡を伴う証券化取引の倒産手続上の取扱い」という論文を公表されています。それまでの最高裁判例のあり方であるとか、リースの法的性質の問題としてそのころ問題になってきたようなところを丹念に踏まえて、随分早い時期にきちんとした論文をお書きになっておられると感心しながら読ませていただいたのですけれども、最後のところで使いやすいメルクマールを皆さんに提供するという形で4つのものを出しておられます。つまり、①当事者の契約意思、②債権取立機能あるいは債権取立事務の帰属、③債権譲渡の對抗要件の具備、④売買代金決済のシステム（償還権の有無および償還の範囲）の4つを挙げておられます。

あと、同じようなアプローチをとられている方として小林秀之を挙げておきました。小林さんは既に94年に行われた座談会においても、田中さんたちのこういうアプローチにいろいろコメントしながら、あそこを変えたら、ここを変えたらという形で修正をかけたり追加をしていく、そういうアプローチで臨んでおられました。比較的最近、2002年12月に出された本（『資産流動化の仕組みと実務』新日本法規）におきましても、現段階での彼のバージョンとして6つを挙げておられます。①契約書全体からの当事者の合理的な意思、これが一番重要だということをいわれているわけですが、もう少し読み進むと、次のファクターというような位置付けでもって、②から⑥までを挙げておられます。②對抗要件の具備、③譲渡価格の妥当性、④対象資産の

質と比較したリコース率の合理性、それから⑤会計上のオフバランス化、⑥SPCの独立性の確保、こういったことをいわれています。

それからまた、基準という形で出されたもう1つのものとして、高見進さんが金融法学会で、神田先生が司会をされて行われたシンポジウムで述べられたものがあります（金融法研究資料編（17））。この論文は本当に詳細に緻密に、まさに学者の論文という形で論じておられるもので、この問題に関するとてもすぐれた参考資料として、多くのことを学べる論文だと思います。ただ、何が基準になるかという結論はといいますと、会社更生については、有機的の一体価値保存性、目的物の事業供用性、事業参加性を重視して判断していくといわれています。したがって、こういう基準を持ち出してくると、例えばマイカルのようなセール・アンド・リースバックの証券化は難しくなるのかなという気もいたしますし、実際にアレンジするときに使う指標としては、現場では多少お困りになるのではないかなというような印象も持ったりしたことです。

同じシンポジウムでは瀬川信久さんも報告をされておられるわけですが、瀬川さんは倒産法の問題は高見先生へと譲りながら、ご自分も少しその問題に触れておられます。その際に、瀬川さんも事業活動へ目的物が供されているか、それから権利取得者が現権利者の事業活動からの収益を引当財産としているかを重要なメルクマールとすべきだと述べておられますので、高見、瀬川両者議論の上、割合によく似た感覚でもってシンポジウムの報告をされたのではないかと思います。ちなみに、瀬川さんの報告の中では、一言、我が国では売買か担保かという問題の立て方が適切ではないように思われるという叙述があります。その点の真意が私はよく読み取れなかったのですが、そのような表現があったところは気になったといいますか印象に残りました。

さて、それまでそういった形で議論が展開されていたところへ、先ほどの2002年5月20日の山本克己さんの方の意見書が出たということになります。ここで目に飛び込んでまいりましたのは、「真正売買か否かという問題提起

は適切でない」という表現でして、この叙述は瀬川さんと同じような発想でなされたのであろうか、山本さんの方はどのような真意でこのようにお考えなのであろうかというようなことを思ったのですけれども、いずれにしましてもその一文は脇に除いておくことにしまして、更生担保権化の要件としては、山本さんは3つの要件を示しておられます。

①融資の返済義務。②返済義務を履行できないときは資産が第三者に売却され、支払原資が調達されることが予定されていること。資産の担保性というようにいわれています。③としては、要件②が①に従属しているということ。担保の附従性です。これら3つの要件を挙げながら、本件のマイカルのケースについて判断されています。そして、特に①の点についての議論だと思うのですが、15年間の賃料支払いの形式でもって融資を返済することになっている。賃料の設置はファイナンス・リース料に類似した方式によっていて、15年間の賃料ですべて賄えることになっている。したがって、これは担保であり、更生担保権化されるべきであるという結論を出されています。

この山本さんのものよりも後藤論文の方が雑誌には後に出たことになりませんが、議論としては後藤さんの研究会の報告の方が早かったか、相前後していたということになろうと思います。後藤さんの論文はといいますと、ここで重視されているのは、担保目的の認定、つまり被担保債務の存在と、資産譲渡が債務弁済確保手段としてなされたことの認定です。それから、買戻権があれば担保物の受戻権に類似するわけですから、被担保債権の存在が認定される可能性は大きくなるでしょう。買戻権がないとなると、さらに契約内外の事情を総合的に判断して認定するといわれています。また、弁済確保手段としてなされたことの認定に関しては、判例は資産価額と代金の不均衡を重視しているなどということを指摘しておられます。

いずれにしましても、被担保債務が存在しているということ、それから資産譲渡は債務の弁済確保手段としてなされたということ、こういうことが重要であるということとして、後藤さんの発想法と先ほどの山本克己さんのものとは、どこか一脈通じるところがないわけではないように感じます。

次に、2002年6月26日に出された新堂先生のものですが、これは、非常に厳しく山本意見書の問題点を指摘しておられる。完膚無きまでにノックアウトというような感じの迫力でおかしい点を突いておられます。そもそも、山本克己さんは不動産証券化の法律構成について誤っている。不動産証券化の場合にはオリジネーターがまず信託をして、それから信託会社から信託受益権をもらってそれをSPCに持っていくと誰しもが思っている。ところが山本克己さんは、オリジネーターが信託会社から融資をしてもらう、それからSPCが信託会社に求償権を持つ等というように、全然違う法律構成を前提に議論を展開している。だから証券化の基本がわかっていないのではないかといい方で、まず批判をされているのが、最初の前置きの部分なのです。

本体の更生担保権になるかどうかの判断の部分については、山本克己さんが出された3つの要件について、新堂先生は否定されるわけではありません。もう少し洗練するというのもおかしいのですが、言い換えをしておられます。

山本克己さんのいう①融資の返済義務は、新堂先生にいわせれば、要するに「被担保債務の存在」ということである。②返済義務を履行できないときは資産が第三者に売却され、支払原資が調達されることが予定されているという、資産の担保性の要件については、新堂先生はこれは「担保の存在」ということであると置きかえられています。さらに、③につきましては、「担保の附従性」であろうというようにいいかえられています。デフォルトを起こさない限り担保権の実行はできないというスキームになっているということでないかと指摘されるのです。

こういう形で要件を立てることには新堂先生は反対されないのですが、その3要件の当てはめが「間違っている」とまで書かれています。

まず①の要件なのですが、賃貸借期間中の賃料総額が決まっていない。マイカルの証券化においては総額は出てこない。だから、返済すべき金額は決まっていない。マイカル等は賃借しなければ賃料支払い義務はないわけですし、賃借不可能となった場合には賃料支払い義務は消滅するというこ

とになっている、買戻義務もない。だから、どう考えても被担保債務はないといわれるわけです。それから③の担保の附従性の点では、マイカルが承諾しなくてもいつでも売却できるということになっている。だから、3要件を当てはめて、これは更生担保権になるという判断はとれないというように述べておられます。

それから、山本克己さんの論文の中（4ページの一番下の行）で、本件の場合賃料の設置はファイナンス・リース料に類似した方式によっているといっているところについてですが、ファイナンス・リース料に類似した性格と山本さんが指摘しておられるのは、最高裁平成7年4月14日判決を踏まえた議論をされているのでしょう。つまり、リースの扱いについては判例でも随分問題になっていたわけですが、とうとう最高裁判決が出ました。最高裁によりますと、①リース料の総額が決まっている、②全コスト回収可能な額になっている、そして③いかなる場合でもユーザーは支払い義務を免れないという、こういった場合は、リースといっても、ファイナンス・リースであり、結局これは融資であるというわけです。けれども新堂先生は、本件の場合は最高裁の要件を満たしていないというように、これについてもまた事実を事細かく挙げながら反論しておられます。

次は、2002年7月24日に出されました山本和彦さんの意見です。ここでは譲渡担保権の構成とファイナンス・リースの構成について詳細に検討しておられます。

その後に伊藤先生のもので出されております。伊藤先生もオリジネーターに買戻権がある場合や対象資産の価値のオリジネーターによる消尽の場合などのほか、被担保債権の存在を決定的に重視するという基準でもってこの問題を論じておられます。

さらに、今度は管財人代理弁護士の方々が、なぜ自分たちは問題にするのかということを論じているものを見ますと、今回のマイカルの証券化については、長期一括賃貸借契約であった、対象物件がプールされている、長期間の解約禁止がある、賃料がSPCのコストに基づいて決定されている、

競業避止義務がある、高額の違約金がある等々、いろいろな細かい点を指摘しながら、やはり少し普通のものとは違うのではないか。だから自分たちは更生担保権になると判断したいということを綿々と書かれています。要するに、当該ABSはマイカルの信用に依存したものとしか考えられないから、更生担保権になるというように判断しておられます。

これに対しては、同じく弁護士である坂井豊さんという方が2002年11月に「銀行法務」(611号)において、実務的な観点からこの問題について触れておられます。そして管財人代理弁護士の方々の主張については、いずれを見ても、やはり当事者の契約自由の原則からいって許されるものなのではないかというようなことを論じておられます。

何しろこのあたりの議論はこのように錯綜しておりまして、なかなか結論としてこうだという形で整理しがたい状況の中で、何とか整理しようと皆さんがもがいているという感じを受けました。山本和彦さんは先ほどお配りしました2003年の論文(「証券化と倒産法」ジュリスト、No.1240)の17ページで、現段階での整理をまとめた形で書いておられますので、ここでご紹介しておきたいと思います。(後掲「資料2」参照)

この山本和彦さんの整理によりますと、譲渡担保やリースは倒産手続において担保として扱われているわけで、それとの比較からして、被担保債権が構成されなければ担保とは認められないというのが出発点です。被担保債権が構成される場合とはどういう場合かについては、①、②、③が挙げられています。

①自動的にまたはSPCの一方的意思表示により、当初売却額あるいはそれプラス・アルファでのオリジネーターの買戻義務が認められる場合は、狭義の譲渡担保に相当しますから、被担保債権が構成されます。②オリジネーターに買戻権が付与され、かつ買戻価額が買戻時の市場価額よりも相当に安価である場合は、従来売渡担保と言ってきたものに相当しますから、被担保債権が構成されます。③対象資産に関連してオリジネーターが何らかの金銭支払義務を負い、かつその支払義務が資産の存否・利用可能性等にかかわら

ず認められる場合は、ファイナンス・リースに相当しますから、被担保債権が構成されます。ですから、この①、②、③がなければ担保には当たらないといえます。

逆に、仮に被担保債権に相当するものが構成されたとしても、さらに次のようなことがあれば、なお担保とは認め難いことになります。つまり、SPCがオリジネーターの債務不履行の有無にかかわらず対象資産を自由に処分できる場合、それからオリジネーターの一方的意思表示による買戻権を認めていない場合、こういう場合はなお担保とは認め難いのではないかといわれています。

これが最も最近に、これでどうだと世の中に対して、整理した形で問うている基準とっていいのではないかと思います。が、何れにしてもよく分かりません。皆様方はどのようにお考えになられるのか、ここで教えてくださいたいと思います。

多少の感想を付け加えますと、山本和彦さんは、よくぞここまで整理されたと思います。彼は、昔の議論はアメリカ法の議論の影響を受けたものであるといっています。これに対して最近有力になってきているのは、後藤さんの説も伊藤眞先生のものもご自身のものもそうなのですけれども、被担保債権の存在の有無を重視して担保と構成する要件を検討していくものです。日本独自のこれまでの判例の蓄積、学説の蓄積の上に、アメリカ法に頼らない形で判断基準を立てていこうという意欲が見えて頼もしく思えます。同時に、そうはいってもアメリカの議論は、政策判断等にあたってはいろいろ参考になることが多いわけで、距離を置きながらも真摯に学ぶべきものは学びながらやっていった方がいいのではないかと。例えば、小林秀之さんは昔ながらの発想法の延長みたいな形で判断基準を並べていらっしゃるのですけれども、実際にアレンジするという立場からいきますと、こういう方法は案外役に立つのかもしれないという気がします。私としてもどう判断していいのかよくわからない部分ですので、皆様に教えていただければと思っている次第です。

なお、先ほどもご紹介しました坂井さんの論文において、一言苦言をされ

ておられまして、確かにそうなのではないかと思ったものですから、レジュメに記しておきました。つまり、マイカルの問題は何とか話合いで解決できないかと、管財人の方々は探っておられます。多少賃料を安くしてもらうとか、不都合なところを少し変えてもらって管財人としての職務を全うすることをねらっているようではすけれども、しかし当事者の話合いの中で、とにかくこの問題限りという形で決着がつけられることになり、基準が明確になるという方向での貢献がないとすると、今後の証券化の発展という点では、むしろ困ったことになる。したがって、基準が明確になるような形での問題解決をお願いしたいし、それについての関係者の責任は重大であると指摘されています。

そういう意味でも、マイカルについて最後にはどういう決着がつけられるのかを引き続き見守っていきたいと思っていますが、現段階でどうなっているのかはよくわかりません（補足：研究会の後になってからで申し訳ないのですが、2002年12月21日日本経済新聞11頁に次の記事があるのを見つけました。「会社更生手続き中のマイカルが店舗を裏付けに発行していた2本の証券化商品が債権カットの対象外になることが分かった。発行額は908億円。マイカルと投資家側代理人が証券化商品を債権カットの対象としない「共益債権」とすることで合意し、東京地裁が承認した。」もっとも、次の合意も伴っていました。すなわち、この記事によれば、「今回マイカルが支払う賃借料を従来の水準より2割弱上げることに加えて、マイカルが差し入れた約300億円の入居保証金を元利払いなどに充てることも決まった。マイカルにとっては今回契約を一括から店舗ごとに切り換えたため、店舗の閉鎖などが容易になる利点がある。賃借料については4年後に再協議することで合意した」）。

4. コミングリング・リスク、サービサー・リスク

次に、コミングリング・リスク、それからサービサー・リスクの問題を扱いたいと思います。

このコミングリング・リスクについては、マイカルの事例はセール・アンド・リースバックに関する店舗の証券化の話ですから、コミングリング・リ

スクは問題にならなかったのですが、日本リース、ライフの事例は、実はこちらが問題となるようなケースでした。

ただ、当事者の合意によって問題が解決されました。もしも、あのような形で当事者の合意ができないということになると、法的にはなかなか難しい問題になります。また、日本リース事件でも、初めから簡単にそういう解決ができたわけではなく、実は、当初は混乱があったようです。

オリジネーターは、リース債権やら何やらを譲渡するわけですが、その後、取立回収やら何やらのサービサーとしての業務をそのまま続けるケースが圧倒的に多いようです。したがってオリジネーターの倒産はつまりサービサーの倒産ということにもなるわけです。サービサーが倒産したがゆえの問題点は、サービサーを最初からオリジネーターと別の人にしておけば、別個の問題として論じられる。たとえ別人であっても、サービサーが倒産すれば同じようにコミングリング・リスクの問題は生じるわけですが、通常はオリジネーターと一致するものですから、オリジネーターが倒産すると即サービサーの倒産であり、コミングリングの問題が出てくるという構造になっているわけですし、まさに日本リース、ライフ事件で深刻な問題になりかねなかったのは、こちらの方でした。

こういう問題が生じるものですから、普通は、サービサーの契約において、例えば一応日本リースにそのままお願いしますといいながらも、何か問題が生じたときにはサービサーを別の人にかえるという仕組み、つまりバックアップ・サービサーを用意しておくということになっています。

日本リースにおいてもそういう契約がありましたので、最初は、SPC側はサービサー契約を解除してバックアップ・サービサーに引き継ぐということを考えました。しかし、すぐには引き継げないものですから、とりあえず、SPC名義の口座へリース料を振り込んでくれと、リースの顧客に通知を出したのです。一方、日本リースの保全管理人は、従来どおり当社名義の口座に送金してくださいという通知を出しました。ほかにも日本リースに融資をして、債権譲渡担保を受けたという金融機関がありまして、その複数の

金融機関も対抗要件具備のための債権譲渡通知を出すというようなことをしたわけです。ですから、債務者であるリース顧客は混乱してしまいまして、一体どこへ支払ったらよいのかということになりました。また、中には一部はこっちに、一部はこちらという指示もあったりしてますます複雑になりました。このような混乱時には弁済供託ができるわけですから、弁済供託に動いた人もいたようです。けれども、多くはどこへ払ったらよいか分からないから払わないということになりました。そうするとキャッシュフローが止まってしまうことになりますから、格付会社が格付を見直すということを出しました。倒産してしまうような会社であっても、証券化商品ということになりますと格付は大体皆トリプルAはとって出していましたが、これでは危ないということになり格付を下げるかという話にまで出たわけです。

そこで焦ったABSの関係者が協議をしまして、契約に基づいて引継ぎを受けたバックアップ・サービサーから日本リースに回収業務をもう一度再委託するということと、それら収入は皆共益債権としてSPCに支払うということについて和解が成立して、東京地裁の許可も受けました。そして、関係者が全部連名でもって従来どおり日本リースあてに直接払ってくださいと、リース債権の債務者に通知をしました。これによってことなきを得て、格付機関は、結局トリプルAの格付を据え置いたという結末になりました。終わりは良かったのですが、途中は皆冷や冷やしたということのようです。

こういうときのためにバックアップ・サービサーがあるのですが、実際にはすぐ動けるわけではありません。こういうのをコールド・バックアップ・サービサーというのだそうです。コールド・バックアップ・サービサーでは、結局本当に動ける人を雇って指揮監督に当たらざるを得ないことになります。そうではなくて、初めからホットなサービサーを置いておいた方がいいのではないかとありますが、いつもスタンバイしているのではコストもかかりますし、そういうことができるのは同業の他社しかいません。同業者が常に真横にしながらホットな状況でスタンバイしているということになりますと、顧客リストや回収ノウハウが流出するという問題もあります。バックア

ップ・サービサーにかえればいいといっても、実は簡単な話でないのです。

こういう困った問題が生じることがいよいよ認識されるようになったのですけれども、この問題について、比較的早い時期から詳細にきちんと論じた論文としては、まず佐藤正謙さんが1995年にN B L（576号など）出されたものが光っているという印象を受けました。アメリカでは既にこのような問題への方策が工夫されているのですが、日本でも問題になるのではないかとということが具体的に指摘されています。アメリカでとられている具体的な方策としては、①まずS P Vのコントロールに服する専用口座あてに送金してもらうように最初から指示しておくという方式があり、②次にサービサーの自己口座への入金を認めるけれども、1日か2日程度の短期間で専用口座の方に転送金することを義務づけておくという方式があり、③最初は②の方式でいくけれども、格付が一定値以下になると①に移行するという方式もあるということを、佐藤さんは紹介しておられます。

この問題について、日本では金銭は取戻権の対象とならないと解されていますから、破産債権、更生債権になってしまいます。取立委任契約は双方未履行の双務契約になりますから、管財人の解除・履行引受の選択権に服します。そして、履行引受を選択すればS P Vがその後有する引渡請求権は共益債権になりますけれども、その前に、コミングリングしてしまったものについては、やはり大きな問題になるのではないかと。こういうことを、佐藤さんは1995年段階ですでにきちんと指摘して論じておられます。

さて、佐藤論文の後、この問題について立ち入った形で詳しく論じているものとしては、青山善充先生と小川万里絵さんが1996年に出された「債権流動化におけるサービサー・リスクについて」という論文があります（金融研究、第15巻第2号）。これは大いに参考になると思ったものですから、本日の資料につけさせていただきました。

青山・小川論文も指摘しているのですが、このコミングリング・リスクの問題、サービサー・リスクの問題は、先ほどのtrue saleの問題と違いまして、日本の方がよほど深刻なのです。その理由はといいますと、まず、アメリカ

ではサービサーが自身の資金が混入しない専用口座を設定すればSPVの優先権が確保されるということになっているようです。しかし、日本ではそういう扱いは確立しておりません。そうした方がいいのではないかという議論はあるかもしれませんが、サービサーがこれはこのSPV用のものだという形で別口座を設けていたとしても、サービサーの名前の口座である限りは優先権は認められないという議論が出てきかねないところが日本では大いにあります。

それから、アメリカの場合は、債権回収に小切手が広く用いられているために、あて先を変更した小切手送付用の封筒を顧客に発送すれば、それでもって回収先を変更することができないわけではない。もちろん、混乱が生じるでしょうから望ましいことではないには違いないのですが、やろうと思えば小切手による支払いという慣行を踏まえて対応がとれるのです。現にアメリカでは、サービサーの交代はそれほど珍しいことではないそうです。ところが、日本の場合は、リース料債権についても、大体の顧客は口座振替を行っております。口座の変更をしようと思えば、大変に厄介になってくるということです。具体的にどのくらい大変かということなども詳細に調べて書いてあります。実際にも、日本リースにしたところでライフにしたところで、結局同じ人にサービサーを頼んだわけです。実際にさて変えるということになると、アメリカ以上に日本は大変になるということなのです。

ではどうするかということとなりますが、日本においては、金銭に関しては占有イコール所有権の理論というのが従来定着してきております。このところが最大のネックになるのではないかとということで、青山・小川論文は、問屋の破産と取戻権の問題であるとか、回収金の分別管理の問題であるとか、保険代理店の保険料専用口座に関する判例の問題とか、いろいろなことを調べておられます。

実は私は、今回のテーマを引き受けましたときに、前回の研究会での担当テーマについて勉強したものが生きるテーマであろうと思いましたが、この問題にまで来ますと、実は前々回の研究会で「顧客資産の分別管理」のテー

マについてぶつかった問題と同じ問題にぶつかることが分かりました。あのときもそうだったのですが、これはなかなかの難問でして、相当のエネルギーを投じないとクリアな解決策には到達できないのではないかと考えています。しかし青山・小川論文は、一生懸命その難問に取り組んでおられます。

それに対して、櫻井英喜さんが1997年にこれについての問題を取り扱っておられるのですが（資産流動化研究Ⅲ号）、青山・小川論文を引用しながら、「しかしこれらの見解は、未だ先進的な研究に止まっている感が強く、実務的には受け入れられないと思われる」と、一言でけ飛ばしておられます。実際のところはそうだろうとは思いますが、こういう研究を青山・小川論文がなされたことは価値のあることだと思いますし、我々としては、ここら辺はしつこく考えていかななくてはいけないのではないかと考えております。

ところで、金銭の占有云々の問題は大きな問題ということでわきに置いておき、この青山・小川論文の中で、実際の提案でありながら実は革新的な提案といえるのではないかと考えて私自身大変おもしろく読ませていただきましたのが、この論文の74ページ以降の部分です。（青山善充・小川万里絵「債券流動化におけるサービサー・リスクについて」金融研究第15巻第6号）

「（2）口座振替契約の見直し

この場合、最も望ましいのは、バックアップ・サービサーへの振替先変更が、債務者側ではなく、サービサーからの通知によって可能となるような文言を、口座振替契約中に織り込むということであろう。このような方式が原債務者の利益を害することにならないかが問題の核心であるが、原債務者からみると、すでにサービサーに対してなされた自己の債務の弁済が無効とされることがなく、かつ、将来の弁済方法の変更がないということが重要であって、振替先の口座がどこであるかということはさほど重要でないといえるのではないだろうか。

現実にも、口座振替による回収を債権者以外の主体が行う場合¹⁰²⁾には、回収代行業者の口座に口座振替がなされることを、債権者－債務者間の基本契約に織り込んでいる例等がある。このようなケースでは、一般の債務者は、口座振替がどのような回収代行業者によりなされるかに関しては、さほど関心かないのではないかと想像される。したがって、債務者の免責要件に変化がないという条件が確保されたうえであれば、バックアップ・サービサーへの振替先変

更が、債務者の積極的な意思表示なくなされても、債務者保護の観点からの問題はないとしてよいのではないだろうか¹⁰³⁾。

また、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」でも、原債務者の二重弁済の危険を避けるため、公告により特定債権譲渡の対抗要件が備えられた場合には、特定事業者（オリジネーター）への回収委託を正当な理由がなければ解除できないとし、もし解除がなされた場合でも、特定事業者の弁済受領権限の消滅を善意無過失の原債務者に対抗できないとしている（同法9条1項、2項）。このように、旧サービスの受領権限消滅による二重弁済の危険を排除することは重要であるが、口座振替の場合には、債務者側の弁済行為について債務者の主観的な態様を考える余地がないから、新旧のサービスから銀行に二重の口座振替請求書が出されない限り、二重弁済の危険は少ないといえよう。」

先ほどの法理論上の大問題はわきに置いて、現実の問題は口座振替にあるわけですから、口座振替契約を見直せば何とかなのではないかというご提案なのです。つまり、この場合最も望ましいのは、バックアップ・サービスへの振替先変更が、債務者側ではなくて、サービスからの通知によって可能となるような文言を最初から口座振替契約上に織り込んでしまうということではどうかということです。

そうしますと、顧客である実際リースの債務者等と原債務者の利益を害することにならないかということがもちろん問題になるのですが、原債務者の側から見ると、既にサービスに対してなされた自己の債務の弁済が無効とされることがなく、かつ、将来の弁済方法の変更がないということの方が重要であって、振替先の口座がどこであるかということはさほど重要ではないといえるのではないかと思います。ですから、バックアップ・サービスへの振替先の変更は、債務者側の積極的な意思表示がなくてもやってしまっているのではないかと主張されるのです。

具体的な方法は、75ページで述べておられます。

「具体的な契約の変更方法としては、債務者が銀行に差し入れる預金口座振替依頼書に、収納企業としてサービスに加えてバックアップ・サービスの名前を明記し、さらに依頼書に、①サービスからの指示により、債務者の意思表示を確認することなく振替先企業を変更する

ことができることとする。②、①の指示は、バックアップ・サービサーによっても可能とする、という条項を記載しておくことが考えられる。もっとも、このような変更は、新規契約については比較的容易に導入され得るが、既に締結されている口座振替契約については差し替えなければならないという問題がある¹⁰⁴⁾。」

ですから、新しく始めるときには、新しいシステムでということで行えば、問題はないのではないかというご提案をされているわけです。

こういう発想法は相当に革新的で、なかなか創意工夫に溢れるいいご提案だと思うのですが、実はここでもう1つご紹介しておきたいと思っておりますのが、1996年に出された加藤靖論文です（名大法政論集165号）。実はこの著者は私が指導しました大変優秀な学生でして、修士の時代にこの論文を書いたのち、裁判官の方がいいと出していってしまいました。しかし実に緻密によく考えていると思います。

前々回の研究会で、私が顧客資産の分別管理のテーマを扱いましたときには、私の師である三宅先生がきわめて示唆に富んだものを書かれていましたので、それを世に紹介するだけでも報告をさせていただく価値があるのではないかと感じておりました。今回のテーマにつきましては、私の弟子が一生懸命考えましたものを1つご紹介して、今日の報告を終わりたいと思います。

彼がこの論文でどういうことをいっているかといいますと、有価証券法理というのは実によくできているので、その一番いい部分を取り入れる形でシステムを考えるべきだということなのです。つまり、債務者保護が譲受人に与える影響とその解決については有価証券法理を使えというわけです。債権譲渡がなされますと、債務者側としては間違っ払ってしまうおそれがどうしても生じます。現行民法のように、第三者対抗要件と債務者対抗要件が、債務者への通知・債務者への承諾という形で一体化している法制の下では、譲渡人に取立委任することを強制するという方法、あるいは通知があるまでは、譲渡人に弁済すれば債務者が免責されることを正面から認める方法によって、債務者の保護を図るということになります。前者の、譲渡人に取立委

任することを強制する方法は、特償法が採用している方法です。それから、通知があるまでは譲渡人に弁済すれば債務者が免責されることを正面から認めるという方法は、フランスのダイイ法が採用しています。いずれにしても、こうなりますと、譲渡人がサービサーとして残らなくてはならなくなってしまい、三角関係が形成されます。

しかし、有価証券の方を見ると、民法の指名債権譲渡のルールによる場合とは異なって、この問題は既に合理的に解決されています。なぜかといえば、債務者は証券の所持人に支払うことになっているわけですから、譲渡があろうとなかろうと、債務者の支払い方法は変更がありません。債務者にとって有価証券を使うということは、譲渡に影響されない支払い方法を獲得する、それによる免責も獲得するという意味を持っています。ですから、譲受人は譲渡を債務者に通知するとかいったことをする必要は一切ありません。何も方法が変わらないから何の連絡も要らないと、こういうことになるというわけです。

そうであれば、これを使えないかということになります。有価証券を利用するということは、権利移転面において便利だというだけにとどまりません。権利行使面においては、債務者の関与を避けて通れないわけですが、有価証券の利用は、権利行使面でも利点の多い仕組みであることを考えなければいけない。つまり、過誤払いのおそれも、債権の譲受人が弁済を受けられないという不利益も、ともに解消しているというわけです。ですから、指名債権の決済の場面においても、この有価証券の特徴を生かすということを考えたらいということになります。

それではどうしたらいいかといいますと、要するに、ここにももう1つダミーをつくれればよいのです。債権の譲渡人、譲受人にかわって債務者から弁済を受けるダミー会社をつくれればいい。債務者からダミー会社が弁済を受け取り、ダミー会社の責任で権利者のもとに入金をする。ダミー会社は弁済受領権限をもち、債務者は当然に免責されるというようにすればいいのです。このダミー会社を「債権決済仲介システム」と名づければいいというのが彼

の提案です。有価証券の場合は証券という紙切れを媒介に債務者と債権者が結び付いていたわけですが、それをダミー会社、債権決済仲介システムを媒介に結び付くように組み替えればいいと提案するわけです。

ちなみに、以上が決済の部分についてですが、加藤案は、特債法はできたけれども債権譲渡特例法はできない時代に考案したものですから、債権譲渡の方式についてもいろいろ考えております。これにつきましては、山川萬次郎弁護士のアイデアを高く評価して、それを多少アレンジし直した提案をしています。つまり、債権譲渡があった場合の確定日付のある証書による通知を受け取る専門家をつくるわけです。これを通知受領代理人とします。その通知受領代理人に確定日付による通知をすれば、それで対抗力が得られるというような仕組みを考えていたのです。そして、この通知受領代理人と債権決済仲介システムをドッキングされれば、すべての問題が一挙に片づくことになります。権利譲渡の方の問題も権利の実行の方の問題も両方片づきますと、こういうアイデアだったのです。

その後、権利譲渡についてだけ、権利の実行とは切り離れた形で、一般法的な債権譲渡特例法ができました。一遍できてしまったものを今度もう一回、加藤案のいうような形でアレンジし直すというのは、現実にはなかなか困難になるかとは思うのですけれども、債権譲渡の対抗要件をどういうように具備させたらよいのかという問題を考えるときに、それだけを考えるのでなく、債務の弁済の方の問題も合わせて解決できるシステムをつくっておいたならば、もっと合理的な仕組みになりえていたのではないかと、私は彼の論文を読みながら思っている次第です。

以上で私の報告を終わらせていただきます。ご静聴有り難うございました。ここで、10分ほど休憩をとりまして、討議をいたしたいと思います。

討 議

浜田委員 それでは、再開いたします。お話をいろいろ出していただき、何でも教えていただけるとありがたく思います。

森本委員 マイカルはちょっと特殊だと思うのです。従来はリース債権とか何かで特償法がベースになったものが多かったと思うのですが、これについては、例えば賃料の総額はわからないが、要するに社債だから元利金の償還方法はきちっとしているはずなのですよ。

浜田委員 それは、SPVから出された社債の話であって、SPVとマイカルとの関係というのは、信託した店舗の信託受益権をSPVに売っているわけです。何もそんなことをしなくても、初めから不動産店舗を売ればいいわけで、不動産であれ信託受益権であれSPVに売ったということで同じことになるのですが、山本克己さんは余りそのところは意識しないで、複雑な構成そのままに法律を構成してしまったものですから新堂先生に批判されてしまいました。けれども、単にこれは税金対策だと思ったらいいのです。なぜ一遍信託にして受益権をSPVに渡すかといえば、そういう形をとった方が、不動産登記であるとか、登録免許税であるとか、取得税であるとか、いろいろなものが安くなるのです。それだけのことから、税金対策部分を外して法律的にだけ考えますと、要するに店舗をSPVに売ったのと同じことになるのです。それをリースバックしている、賃貸借契約をしているというだけの話であって、社債はといえばSPVの社債が出ているのです。

森本委員 賃料債権が支払い原資になるというのですが、賃料債権の総額がわからないとかいわれたら、どういうスキームなのかと思ったのですが。

浜田委員 私も丹念に条項を調べたわけではありませんが、確かに賃料ははっきりしているのですけれども、その総額がはっきりしていない。

森本委員 ただ、どこかで賃料と店舗を売っても元利金にはほとんど足りないという説明はなかったですか、そうだとしたらそんな社債とはどんな社債かと思ったのですけれども。

浜田委員 複雑な構成になっていて、簡単に説明するのが難しいのですが、最後はペイするようになっているわけですが、いざというときには外に売却することによって元利金を払えるようにするということが含まれておりました。要するにマイカルに融資をして、その弁済金だけで社債権者に払

っていくというのではないということのようです。

神田委員 抽象的にいいますと、私もよくわかっているわけではないのですが、一般的には流動化の典型例という場合には、対象となる資産があって、一番わかりやすいのは債権ですね。たとえばオリジネーターがたくさん債権を持っています、それをSPCに移します。そこは、true saleか何かで、SPCに移す。債権譲渡です。けれども、取立てはオリジネーターが引き続き行うという仕組みです。これは、不動産の場合でも、普通の証券化の典型的な例の場合には、不動産をやっとSPCに移しまして、その不動産はインカム・プロデュースングのもので、例えばオフィスビルであれば賃料が毎月入ってくるわけでして、その賃料収入が投資家へのキャッシュフローに充てられる。そのお金をどう流すかは、さっきの話であります、最初のオリジネーターが賃料を取り立てて渡すか、あるいは別のルートで流すならば別のルートでその賃料を送金するというのが普通だと思います。

ところが、マイカルのスキームの場合は、ちょっと特殊なのは、この不動産をまず信託に入れまして、マイカルが当初信託受益権を取得して、それをSPCだったと思いますが、それに譲渡して、SPCがその受益権を引当てに多分社債を出したと思うのです。それで止まりませんで、不動産をもう一遍マイカルに賃貸借しまして、マイカルはそれをサブリースすることによって賃料収入を得て、その賃料収入でもって受益権の配当にしていたように思います。ですから、true saleの点についていいますと、普通は証券化の対象資産がtrue saleで譲渡されるのですが、マイカルの場合は、一遍持っていた不動産がまた戻ってきて、それがサブリースされた賃料をもって、譲渡ではなくて信託の形式をとってはいるのですけれども、最初にそれをされた受益権の配当原資に充てられたという、そこが複雑なような気がします。

浜田委員 ただ、先ほども少しいいましたけれども、不動産をSPVに直接渡すということは余りされていなくて、マイカルのように一たんは信託会社、信託銀行に信託譲渡をして、その受益権をSPVに持っていくというのは、ほとんど当たり前であるというような叙述をみました。

神田委員 そんなに当たり前ではないと思いますが。

浜田委員 日本では、ということです。

神田委員 日本では当たり前というか、そんなに沢山はないと思いますが、信託を使う場合の1つの流れではあるように思います。

浜田委員 その理由はいったい何かと私も思っていたのですが、これは、1つには、サブリースしている先の賃借人たちにとって、うちの建物を今回はケイマンにある会社に譲渡しましたなどという、みんな何事かと思うけれども、信託銀行に譲渡しましたという、みんな余り奇異に思わないという、そんな理由にもならないような心理的なことをいわれる方もありますけれども、より大きな理由としては、要するに税金対策であると言われています。信託の場合は非常に優遇されているものですから、複雑に見えるけれども、一たんそういうように置きかえた方が税金対策になる。そういうことなのだろうと私は理解しました。

ですから、true saleの問題やら何やらを考える際には、そういうステップをとっていることは、除外して考えてもほとんど同じといってもいいくらいの話なのかなと理解しました。そういう意味で、山本克己さんが三角形の構成にしながら論じておられるよりは、新堂先生がいわれるように、一遍こっちからこっちへ行って、あとはこっちとこっちの問題というように置きかえられた方が、私としては理解しやすかったのです。

神田委員 一般論になるのですが、債権の場合でも同じことは一応いえて、税制上の特典がなければ、一遍移したと、しかしまた戻して取り立てているというケースと、移しっ放しにしてただ取立てだけしているというケースは同じかといわれますと、最初は同じかもしれませんが、戻したという要素があって、スキーム全体として見た場合には違うではないかという議論も当然あると思います。不動産が一遍行って戻ってくるのですよね、完全に。

浜田委員 マイカル自身が店舗として使っているわけです。

神田委員 サブリースで出していますけれども、一遍出したものがまた戻ってきているわけで、正確にいうと、信託銀行へ行って、信託銀行から賃貸に

行って……。

浜田委員 まあ、そこは除いて考えますと……。

神田委員 ですから、債権の例でいいますと、債権はSPCに譲渡したけれども、SPCからまた自分に譲渡してもらって取り立てているようなもので……。「ような」というあいまいな表現で申し訳ありませんが。

浜田委員 マイカル自身、いろいろとサブリースもしているのでしょうけれども、自分自身の店舗としても使っているわけです。ですから、自分自身が賃借人でもあるわけです。ですから、集合債権だという要素は、サブリースの分については少しあるかもしれませんが、マイカルの事例では比重が乏しく、メインは自分自身が借りている。そういうわけではなかったのですか。

神田委員 私は自分自身の部分は少ないと思っていたのですが、正確にはNBLの「なぜ我々は」に出ていたと思います。

浜田委員 はい、いろいろ複雑な契約になっているようでした。

神田委員 ポイントとしては、伝統的なやり方と違うところで戻っているところがあるように思います。

浜田委員 そうですか。何をどうということではないのですけれども、何を間違えたのかなという。

神田委員 間違えたのではなくて、それが日本のこの手のパターンでは、1つの決まった形になりつつあったようなのですけれども、それには、いわれたように税制上の理由とかいろんなことがあったのでしょうか、true sale問題というところについては、戻るところ、それが問題の性質を変えるというところが、余り意識されなかったと思うのです。

浜田委員 私もよく知らないで、たまに出てくるものを見ているだけですが、いわゆるCMBSというのは、こういうマイカルみたいなものをいうのかなと思ってしまったのですが、あの形はそう一般的ではないのですか。

神田委員 日本版CMBSといえば、信託銀行が絡むものは、おっしゃるように、税制上の理由から、まあ一般的といってもいいかもしれません。ただ、

そう件数が多いわけではないように思いますが。

浜田委員 基本は、スーパー等が自分の店舗を売却してしまって、自分が賃借人になってしまうということですね、サブリースの部分を除きますとね。

神田委員 普通は、アメリカの商業不動産の証券化というのは、私がオフィスを持っています。それで、賃貸人、テナントがいっぱいいて、私がそれをSPCに譲渡します。その後、私は使いません。あと賃料を私に取り立てて渡すか、直接振り込ませるか、これは第2の問題です。

浜田委員 それだと非常に分りやすいですね。今回の場合は、それとは違うパターンであり、それをアメリカでやったのではなく、日本のマイカルがやってみたわけですね。

神田委員 オーダーメイド商品ですから、いろいろな仕組みがありえますけれども、典型的には今申し上げた形だと思います。

浜田委員 確かに管財人の立場からすると、マイカルが、証券化する前も後も同じように使っているわけです。それなのに急に、ここの部分は更生担保権でなくて、アンタッチャブルな領域になってしまったのだといわれると、何とかならないものかと、職務に熱心な管財人だったら思うということはよくわかります。

神田委員 1つ補足させていただきたいのですが、この手の問題で、いつも商法をやっている人間から見ると、この論争の基準によると、手形割引というのはどうなるのだろうかという点です。手形割引の場合はフル・リコースでありまして、権利どころか、手形法上の遡求義務に加えて銀取約定上の買戻し義務まで負っているわけです。それでも売買だといっているのですけれども、大丈夫なのか。当事者が銀取約定上、売買といっているから売買だといっているのですけれども。

手形割引については、少なくとも銀行が行うものについては、昭和52年のひな型改訂以降、売買説が確立しています。でも、この基準に当てはめられたらかなり怪しいのではないかなって来るように思うのですけれども、どうなのでしょう。

浜田委員 ですから、逆にこの問題を論じるときに、では手形ではという議論を持ち出して、微妙な読みをする方々もおられる。そうなると、何か縦割りの世界ではない中で基準をならしていかななくてはならないのかという感じがしてまいります。

前田(雅)委員 真正売買か担保取引かを区別するときのメルクマールとしまして、当事者の意思というのは、どういう位置付けになると考えればよいのでしょうか。幾つかの見解は、当事者の意思を重視しますし、比較的最近の見解でも、小林秀之先生もこれを重視されている。しかし、担保としての客観的な要素が幾つか積み上がれば、幾ら当事者が売買といっても売買でないというのであれば、結局当事者の意思とはいっても、それは当事者の主観によるのではなくて、客観的に判断したときの合理的な意思はこうであろうということになるのではないか。そうすると、当事者の意思というのは独立のメルクマールとして挙げる意味はほとんどなくなってしまうのですが、浜田先生は、当事者の意思というのをどのように位置付けられるのでしょうか。

浜田委員 アメリカの判例などでも、当事者の意思ということを強調する州と、そうでない州とがあるようですけれども、それがどのくらい違うのかというのは、今の前田さんのような観点からいうと、やっぱりよくわからなくなる話です。小林さんも当事者の意思を別格扱いしておられるのですが、その別格扱いの意味は、当事者の意思があればそれですべて終わりだということではないわけですから、やや性格の違うものです。おっしゃるとおりの印象を私も持ちます。

森本委員 先ほどいわれた手形の場合には、銀取約定書で明確にしたから、当事者の意思で売買だと、手形関係者は納得してしまったのですよね、最高裁の……。

浜田委員 当てはめるとよくわかる。

黒沼委員 山本克己さんの論文とか、あるいは伊藤先生、岡本先生の論文で書かれているように、倒産手続を開始した場合には、もう当事者の意思などというのは関係ないのだという方がむしろ説得力があるように思うのです。

当事者の意思というメルクマールというのはすべて外してしまう方が、倒産法の法理からいうと筋なのかなという感じがするのですが。

浜田委員 もちろん、倒産法的な再構成という言葉をつし伊藤先生も使っているんじゃないかなと思うのですけれども、まさに再構成なので、意思にもかかわらず再構成ということなのですが、しかし、少なくとも当事者が担保だというときには担保を認めればそれでいいわけですね。当事者が担保だといっているのに売買だという必要はありますか。

黒沼委員 それは、倒産手続が始まるときにそのようにいうメリットがあるとか、ないということでしょうか。

浜田委員 当事者が担保だというときはそう扱うということだと思いますし、それから当事者が売買のつもりで一生懸命組み立てたものを、そうでない扱いをするにも、それなりの理由が必要なのではないですか。その理由を考えていくときには、何も当事者の意思がなくてもいいのではないかという発想にもなりがちでしょうけれども、やはり再構成をするときには、当事者の意思にもかかわらずそうするのだという、公益的な観点あるいは倒産法的な秩序からいって、どうしてもこうせざるを得ないのだという強いものがないと変えられない。そういう意味において、当事者の意思というものを一本の柱に立てておく意味はあるのではないのでしょうか。ほかのものとは一緒に並べられない要素だという意味では、黒沼さんのおっしゃるとおりだと思うのですけれども。

森田委員 こういうものは法テク商品ですね。だから、法的技術を使って物権的構成というのをできるだけ使って、倒産法上も生き延びられるように一生懸命つくるわけでしょう。だから、それを失敗しただけの問題なのか、基本的にそういうような商品づくりをするときに、どうしても何かが障害になっているというように考えるかどうかですかね。これは一般化できる何か内在的な問題があるのか、たまたま失敗したというか、失敗していないけれども、税法上は失敗にならざるを得なかったのか。税法がいけないのだということかもしれませんけれども、制度論として考えたときに、どこを直せば

いいのかな、あるいは直す必要はないのかとか、その辺はどうでしょうか。

浜田委員 当事者が譲渡だといっているのに、日本の判例は、いや、それは担保だから清算せよという再構成をしたわけですし、それはいかにも丸取りでひどい状況だから、清算せよということでしょう。

森田委員 法律の専門家なら、まさに法テク商品だから、そうならないように極端にいったらケイマンを使うなどしてやるべきであるといえないのでしょうか。それをきょう取り上げられたことの結論としての意味は、だったらケイマンにいきましょうというのか、税法を改正すべきこととなるのか、売買構成は当事者の意思で認めるべきですというようになるのか。

浜田委員 true saleかどうかという問題については、ケイマンでつくろうが日本でつくろうが変わらないと思っていいのではないのでしょうか。倒産法上更生担保権と扱うかどうかという問題は、証券化に特有の問題ではありません。一般論として、ほかのものと整合的に考えていかななくてはならない問題です。ケイマンでやってみたり、SPVでやってみたり、要するに当事者といっても実は証券化のツールでしかない、ビークルにすぎないという問題は、証券化に特有な問題ですけれども、それが売買なのか、それとも更生担保権なのかというのは、何も証券化に特有の問題ではないという前提で議論しなくてはいけないのではないかと思います。

森田委員 結局は、そういう意味で商品をつくらなければ、しょうがないわけですね。

浜田委員 そうです。ですから、これまでの昭和41年判決であるとか、平成7年判決であるとか、いろいろな判例を踏まえながらつじつまの合うような説明をしていく。そういうことを、特に最近の議論はしっかり踏まえながらなされている。かつては、アメリカがこうだからという形で、日本もそれに見合ったような基準をパラパラパラッと並べていたのですが、最近は日本のほかの判例との整合性を非常に意識しておられる。これが最近の変化といえるのかなと思います。

森田委員 そうだと思うのですが、今の経産省が何でも法律をつくりますか

ら、それと同じように、この場合のために売買はこうなのだという、そういうようなものをつくる立法ということは、むしろ余り考えるべきではないと、こういうことですね。

浜田委員 そうしてもらった方が、仕組みをつくる者としてはうれしいということにはなるのでしょうか。

森田委員 その辺をどうお考えなのかなと思います。

関委員 もし契約で当事者間で決められるならば、例えばこの取引はtrue saleかどうか分かりませんが、別条件があります、更生担保権があります、両方異存はありませんと決めておいたらどうなのですか。結局そこには、当事者の意思としては全く問題ないのだけれども、第三者が入ってきたときにそれが崩れるか崩れないかということではないか。

浜田委員 当事者の意思といっても、部長や課長さんをSPVの役員に置いてという場合は、SPVの独立性が足りないなどという議論になったりもするわけです。そうはいっても、そこから先、そのアレンジでもって証券を買ってくれる人がいたわけですから、だからやはり契約の自由だという議論もなりたちうる……。

関委員 倒産手続の公共性といいますか、そういうようなものがどこまで当事者として出せるかというのは、大きな一般的な問題の中の1つなのです。

浜田委員 だから、難しいのでしょうか。

神田委員 従来、商法というか、証券化の中で示してきた議論は、リコースの有無という点については、先ほどいいました手形割引はどうなるのだというような議論です。今おっしゃった独立性という点では、従来100%子会社という例で、100%子会社に物を売ったら売買でないというのかどうかという議論をしてきました。経済実質としては、子会社は全然独立していないわけです、今の役員の例と同じですけれども。しかし、従来は、当事者が売買という場合には、例外的に最近何かあるかもしれませんが、原則は売買取引と考えてきました。ですから、先ほど森田先生がいわれたことでいうと、「議論してくれるのはいいけれども、どうしろというのだ。実務的には、こ

れ以上一体どうしたら真正売買となりそれを確保できるといえるのか」というところが最大の悩みなのです。今やっている以上にやりようがない……。

浜田委員 ですから、こうやったら担保と見られる、こうやったら大丈夫という、そういう基準が皆欲しいのです。思い切ってそういうものを出される方がいますと、意外にもあちこちで引用されて、とりあえずそれに従ってやっていくというような話になります。リコース率も20%~30%というような数字が出ると、実務上はまあ、それに従っていこうかという話になるわけです。

森本委員 事実関係はわからないけれども、レジュメの4ページの一番下、山本克己君がまとめたもの、先ほどの、恐らく賃料の設定なのでしょうね。それがファイナンス・リース料に類似したという、ファイナンス・リースの場合には基本的にそれで全部賄えてしまう。

浜田委員 はい。しかも、対象のリースの物件がその後壊れようが何しようが、全部払わなくてはいけないということになっているわけです。

森本委員 それは、この事実関係が正しいわけですね。

浜田委員 それは、新堂先生が違うというようにいわれているわけです。

森本委員 だから、これが不思議でしょうがないのです。これは、日本語で書いてあるのに、こんなところで意見の対立があるとはどういうことだということ、だから先ほどの話もあって、ちょっとそこがはっきりしない。何でこんなに根本的なことが違うのかがちょっと分からないという……。

浜田委員 山本さんについては割合にあっさりと「金融法務事情」が概要を書いているだけです。本当はもっと詳しく書かれていたのかもしれませんが。何しろ新堂先生のパンチは強いものですから、少し気の毒になってしまうくらいです。

森本委員 15年間の賃料支払いがあったら、賃料総額が決まっているはずなのですよね。これは変額にする期間が決まっているのか。

浜田委員 実はかなり複雑な契約になっています。しかも、こういう場合にはこう、ああいう場合にはこうという、いろんな条項が積み重なったような

話ですので、山本さんはこういうように読まれたわけであり、山本さんも類似した方式によっているというだけで、ファイナンス・リースの最高裁の判例の要件をこれでびたりと満たしているのだということまで論証しておられるわけではないのです。その点、新堂先生の反論の方が、よく効いているという感じは受けました。

山下委員 不動産はリースの場合と全然違うような気がするのですけれども。

森本委員 これは不動産でも店舗だけで。

浜田委員 土地もある。

山下委員 土地だと、ますます……。

森本委員 私は土地のない上物だけだと思ったのです。15年が短くても、安っぽいものだったら15年ちがうかと思ったのですが、彼に好意的に読めるわけです。土地を入れるといかにこういう時代でもどうか。やっぱりちょっとこれはミスったものという気がする。

永井委員 契約書自体は見ていませんので正確にはわかりませんが、これは多分、リファイナンスがしょっちゅう起こるようになっていて、リファイナンスごとに賃料を改定していく、3年ごとに賃料相場を見た上で改定をしていきますという話があり、SPCなどに売った代金を何かの計算に基づいて出すということではないのではないかと思います。平成7年の最高裁の事例は詳しくはわかりませんが、通常の建設機械や何かを事実上割賦販売のような形で売するようなリースとは全然違うということがあって、その総額については変動要因があるということがどうも新堂先生の一番いわれたところだったと思われます。

浜田委員 リファイナンスができないと、賃料を市場相場でもう一回決め直す、そうすることによって今度は売りやすくなるわけです。市場相場にしておかないと売れないわけですから、というような条項も入っていたりとか、なかなか仕組みが複雑にできていまして、そう簡単に被担保債務が認定できて、総額がこれだけだということが算出できるというものではないという意味で、新堂先生のいわれるとおりではないかという話なのです。

永井委員 先ほど神田先生がいわれたように、普通のオフィスビルなどですと、転用もしやすいのですが、マイカルのスーパー店舗で、転用が難しいということで、多分売却代金なども非常に難しいのだという気がいたします。

浜田委員 そうですね。

森本委員 だからこそ戻るときに、またちょっと悩ましい問題が起こるだろうと……。汎用性があれば、完全に先にサブリース・ベースの、こっち側だったら関係者にしかサブリースが出ていないと。

浜田委員 その地でスーパーをやりたい人とか、別のお店をやりたい人とか、いずれにしても限られてきますね。

森本委員 自分の関係者を丸ごとリースバック、店舗をこっち側へ持ってきたら、小売りというのは形だけではないかという批判があるということを先ほどいわれたわけですね。

浜田委員 そうです。その点、日本リースの件やライフの件は、分り易い証券化タイプのものであるのに対して、店舗の証券化は、しかも自分自身が使う店舗がメインということになりますと、管財人からみて釈然としない思いがあるというのは、確かにそうであろうと思います。しかし、それを避けるために一生懸命つくった仕組みの当事者の意思を無視して、更生担保権になったといえるのかどうかという話ですね。その内容が一方的な不公正なものであり、オリジネーターの都合ばかりが優先して、相手側のことを全然考えていないものかという、一応証券を買うという人たちがいたということ、結局そこがポイントです。

森田委員 次の議題に行って、コミングリングというような問題でも、それ用の口座をつくっておくとか、そういうようなテクニックで何か分別勘定のようにできないかとか、一応それをすればよいのか。それも認められないのですか。

浜田委員 分別勘定したものについて、それが同じ日本リースなら日本リースなのだけれども、これはSPV用というようにつくったのだということだけで優先権が認められるかという、日本の法令の下ではまだそれほど確か

ではないのではないですか。保険会社などの場合は、業法で規制があるから認めようかというような判例がやっと出ている程度ではないですか。

神田委員 最近、いろいろと判例が出ています。マンションの管理組合のケースとか、弁護士が依頼者から預かった金銭であるとか、4件ぐらい立て続けにあったと思いますが……。

山下委員 損害保険代理店の開設する保険料保管専用口座の帰属については、最高裁判決が2月に出て、従来は、保険会社に帰属するとしていたのですが、これをひっくり返して、保険料を受け取る代理店がまずお金を受け取るのだから、まさに金銭の所有権は代理店にあったのであって、出捐者は代理店なのであるから代理店に帰属するということを判示しています。ですから専用口座で名義を区別していてもだめだということです

森田委員 専用名義にしてもダメなのですか。ますます商品づくりが難しくなりますね。

浜田委員 そうなので、この問題は本当に根が深いですね。

山下委員 最高裁は、一たん代理店側のお客からお金で受け取って、それを口座に入金したというシチュエーションだから、金銭の所有権は代理店にまずあったのだという考え方か、逆にいえば、直に口座に振込みで入るような場合は、反対解釈ができる余地もあるのかなとも思いますが。

浜田委員 では、前の判例が、100%ひっくり返ったわけではないのかもしれない。

山下委員 ええ、ちょっとそこら辺が理解の難しいところということなのではないかと思います。

浜田委員 最近あちこちでこういう問題が出てきています。結局、根っこは同じ問題です。本当に金銭というものは、占有イコール所有という図式でしかとらえ切れないものかどうかという問題が噴出しているということになりますと、そんな先進的な議論はしたって始まらないという弁護士さんの指摘もありますけれども、やはり考えてみなくてはいけないのではないかという気はするのです。

山下委員 青山先生と小川さんの論文の最後のところで紹介された、口座振替の依頼書であらかじめ決めておけばいいのではないかというのは、これもまさに当事者はそういう意思を持っていても、倒産法上対応できるかという問題は生じないですか。サービサーからバックアップ・サービサーの方へ変えろというのは、(少し補足していただけますか) 結局それは倒産したからそういう変更をするわけでしょう？

浜田委員 だけれども、その後受け取るものについては、もうコミングルしないことがはっきりするわけです。

山下委員 そのとおりに効力が認められればそうだけれども、受取先の口座を変えるきっかけはやっぱり倒産だということで、どこかで紹介のあった倒産条項、解除条項ですか、倒産があったら契約解除するという条項は、倒産法上代行できないよというのと何か似たような問題が生じないかとも思っています。

将来、顧客の方から入金されてくるものもオリジネーターの管財人としては責任財産に取り込もうという発想であると、当然文句をいうはずですよ。将来のものは要求しませんというスタンスであれば問題ないと思うのですが、一応こちらが受任者だったのだからというようなことにすると、押さえたいと思うかもしれない。

委任がずっと続けられるかどうかということですが、それは解除はできると思う。それで当然終了することになるのですが。

浜田委員 サービサーとしての業務だけについて見れば、双務契約でいいのでしょうが、その大もとの賃料債権がtrue saleかどうかという別の問題がもう1つかかってくるわけです。

山下委員 それはもちろん。

神田委員 将来の話をするのであれば、債務者はだれに払っていいかわけわからないわけで、それは加藤さんがお書きになったような有価証券法理の応用でとかいう、そういう問題があると思うのですけれども、ここで問題になっているのは払う人の方ではなくて、山下さんがいわれているように、入っ

たお金はだ誰のものかというのが問題で、当初サービサーの倒産財団に入るのか、事後払われるものは口座変更が有効かどうかも含めて入らないのかという問題ですよね。それと、既払のものと分けていえば、既に払い込まれたものがサービサー名の預金口座に入っていた場合には、それが成り立つということですから、そっちの方も議論しないといけない。これに対して、免責されるかという問題の方については、比較的簡単であって、大体免責されると思うのです。わからずに払っているわけですから。

浜田委員 少し障害がありますと、誰に払うか分からないから払わないといってみんなサボり出す。このサボりが恐ろしいというのが現実問題になるわけですから、そういうことは一切いわせない仕組みは有意義であるということにもなると思います。

加藤さんの、債権決済仲介システムというのは、例えば全銀協などが、絶対に倒産しないものとして1つそれをつくるというものです。それ自身が倒産したら困りますからね。

神田委員 いや、絶対といってもそもそもバンクラプトシー・リモートとは絶対倒産しないというのと同じような話で、サービサー側がつぶれた場合が問題であって、債務者の免責が問題ではないのです。

浜田委員 倒産ということを考えなくても済むような支払い先を1つ作って、そこに全部の口座をつくって、そこが皆振り分けて、この人にも、あの人にも配るというアイデアです。

神田委員 セキュライゼーションの仕組みを作る感覚からいいますと、そういうものをつくる方が安全であれば、もともとオリジネーターにサービサーはさせない。オリジネーターが倒産してコミングリング・リスクがあるなら、バンクラプトシー・リモートなサービサーを最初から使うはずなのです。ですから、結局コストの問題ですけれども、オリジネーターが倒産してもサービサーを続けるということになる、SPC自体は箱にすぎず通常は人手はありませんので……。

浜田委員 サービサーの業務はいろいろあるわけですから。ちっとも支払わない

者に督促をしたりとか、リース物件だったら何か問題が起きたらどうかとか、そういういろいろなものがあるわけですから、それをオリジネーターにそのまま頼み続けるということは、加藤案でももちろん前提にしています。要するに、現金の振込先だけ1点それに絞った形で、しかしだれでも使えるような仕組みを、例えば日本に1個あればいい位のつもりで作ったらどうかといっているのです。

神田委員 それならば、どこかに若干書いてありましたけれども、アメリカの商業不動産などの場合には、これは個々の仕組みによって違いますけれども、キャッシュフローというか賃料の流れはサービサーも何も通らないで、いきなりSPCの口座等にいきます。ですから、サービサー名義の口座を一遍通すからいけないのです。

浜田委員 SPCにするためには債権譲渡がありますね。そのときに、口座の振込先を変えなくてはならなくなりますね、債務者が。

神田委員 いや最初からリース料はXという口座に振り込んでくださいという形でやるとした場合に、Xという口座がだれの名義かというのが問題だと思います。それがサービサーの名義ですと、サービサーが倒産したときに、コミングリングが生じるのではないかということが問題になり、別口口座でやったらいいかどうかという、別口口座けれども同じAという人の名義だったら問題ではないかというのがここでの問題なのです。しかし、Aの名義の口座ではなくて、最初からXという口座は、もう全然別の人の、SPCの名義でもいいですし、全然違う人の名義でもいいですが、にしておいて、Xという口座に賃料の振込みをお願いしますということを最初の賃貸借契約に書くようにすれば……。

浜田委員 そうそう、それだけなのです。

神田委員 債務者の免責という方の問題について先ほどお話があったようですけれども、それは問題ではない。この問題は債務者の免責ではなくて、サービサーという言葉を使うとすれば、倒産したときのサービサーの倒産財団に属するかどうかという方が本質的な問題なのです。

浜田委員　そうです。

神田委員　ですから、もしそちらの角度から、加藤さんがいわれているとすれば、それはわかるわけです。

浜田委員　そうですね。だから、どちらも同じシステムで、両方の目的に対して役に立つということであって、もちろん債務者にも便利になるわけですし、債務者に、支払先がわからないから支払わないということを言わせない仕組みという意味でもあるわけですし、要するに債権が譲渡されようとうとうと、債務者は払うだけなのですから、少なくともお金の振込先としてはどこでも構わない。それによって免責されるのであれば、何でも構わない。そこを基本に組み立ててあるのが有価証券です。

神田委員　ちょっとそちらを強調し過ぎるのはどうか。私にいわせればそこは二次的な問題である。もっといいたいことは、現にそういう仕組みが使われていないというのは理由があるので、それは何かということだと思うのです。

浜田委員　それは、こういうシステムの方がいいのだから、みんなでこういうシステムをつくろうということで、大勢の関係者が動かないとこれはできない仕組みですね。

神田委員　いや別に1つである必要はないと思いますが。

浜田委員　日本に1つである必要はないけれども、沢山なくても……。

神田委員　トリプルAのある人の名義を使えばいいわけです。要するに、名義がバンクruptcy・リモートであればいいわけです。もしその発想がそうだとすれば。

浜田委員　みんなが信用するというのは、いつまでたっても大丈夫と、信用するのか……。

森本委員　日本はオリジネーター・イコール・サービサーですが、そのオリジネーターが倒産したときのことをいろいろいっているのですから、極端に言えば、オリジネーター・イコール・サービサー自身の専用口座というのを、先ほちょっと途中でいわれたけれども、SPC自身の口座にしておけばそ

れでいいわけです。

浜田委員 最初に債権が発生したときには、どこのSPCに譲渡するかなどということは決まっていない段階です。それが、ある程度経ってから、この債権とこの債権をピックアップして、1つまとめてこのSPCに売りましょうという話になるわけですから、最初からこっちの方に振り込んでくださいという契約にはできません。途中で債権譲渡があったときに、今度は振込先をかえてくださいといわなくてはならないのです。それを不要にしようということです。

森本委員 もちろん最初に契約するときには、そうやって譲渡するかもしれないし、しないかもわからぬものを、全部そこに置かなければいけない。

浜田委員 手形を使うということはそういうことであって、手形を振り出しておいてもらうけれども、その後、自分が満期まで持っているかもしれないし、譲渡するかもわからないわけです。でも手形を出しておいてもらうということは、要するに債務者にとっては、所持人に払うという支払いルールになりますということを最初に納得してもらって、債権・債務関係を構築するということです。だから、指名債権についても、最初から弁済金の振込先はここです、ダミー会社ですということにする。要するに口座を持って指示どおりに振り分けるということしかやらない会社にすればよい、こういうアイデアです。

神田委員 私が手形を振り出す場合には、どこへ送金するかというと、私の銀行の当座預金に入れておく。その手形が落ちるときに、そこから支払われて、私は免責になる、手形が回ってきて、払うわけです。問題は、私がBという人に手形を振り出して、Bという人がCに割り引いてもらって、Bが倒産しますよね。そうすると、さっきの森本さんの話ではないですけども、Cは手形を維持できるのか、倒産法上のリキャラクタライゼーション（再構成）が起きたら、担保だということになりますと会社更生手続では担保も止まってしまう。したがって、やっぱりB、C問題は解決しないと思うのです。私は手形の弁済金を当座預金にさえ入れておけば、免責なのです。手形のア

ナロジーでいえば、重要な問題B、C問題であって、私の免責問題でありません。Bが倒産したときに、割引したCがどうなるかです。

浜田委員 この場合は、私の当座預金を置いている銀行とは一体として考えればよろしいわけです。私のために払ってくれるからです。実際は銀行に当座預金を置いておいて、そこから払ってもらうわけですがけれども、私イコール当座預金の持っている銀行と見たらいいわけです。

神田委員 私の免責は全然どうでもいいのです、私にいわせれば。今問題なのはBかCかという問題、Bの破産財団に属するのかどうかということではないでしょうか。

浜田委員 私にかわって払う銀行としては、Bに払うのか、Cに払うのか、どっちに払ったら免責されるのかという問題が本来は生じるはずなのですが、要するに手形交換に回ってきたら決済すればそれでいいだけの話です。何故そうなっているかという、手形を所持しているものに支払えばいいというルールができてから、BかCか悩まなくても済むということなのです。だから、まさに何も気にしないでいいというのが利点なのですから、紙切れを使わない場合にもそれと同じようなものをつくり上げることができないか……。

神田委員 それはやっぱりA側の免責の問題です。先ほどからの繰り返しになりますが、その問題があることは否定しませんが、より本質的な問題は、Bの倒産財団に属するの、Cのものなのかということなので、そっちの方は全然解決していない。さっきの言葉でいうと、Bが倒産したときに、手形はCのものなのか、Bの倒産財団に属するのかが問題なのです。

浜田委員 ダミー会社が振り分けるとすることによってその問題を回避しようというわけです。もしも債務者がBに支払うとすれば、Bが倒産したときにはコミングリングの問題が生じますね。だけれども、ダミー会社に支払っている限り、コミングルはしないわけです……。

森本委員 ……かどうかが問題だとおっしゃっているのですね。

山下委員 誰に帰属するかを決めなくてはいけないから、結果ではない。

森本委員 つまり、専用口座を設置すれば大丈夫ですという国なら問題ないのですね。そんな国ならそんなのは要らないわけです。専用口座を設定していたら危ないから、ダミーの名前にしても、これはダミーの口座だけれどもこちらだというようにつながるから、我が国では管財人としてはこっちに行こうというだろうし、本当に大丈夫ですかというのを心配されているわけです。だから、浜田さんが専用口座を設定すればいいではないかという頭があるから、こうした方が余計はつきりするということですか。

浜田委員 そうではありません。さっきも申しましたように、加藤さんのアイデアは、それに加えて、債権譲渡の対抗関係も通知受領代理人という形でもって処理しようとしています。そしてその通知受領代理人と、弁済のためのダミー会社をドッキングしているわけです。ですから、そのダミー会社に債権譲渡を通知をすることでもって、第三者対抗要件も決まってしまうのが前提となっています。ですから、ダミー会社は迷わずに、通知されたとおりに渡せばよいという結果になるのです。

神田委員 この問題では、第三者対抗要件を満たしていても、なお売買ではなくて担保とみられるかというのがポイントです。真正売買か担保かという問題は、売買としての第三者対抗要件を満たしている場合の問題です。

浜田委員 それはさきほど挙げた問題の方であって、つまりオリジネーターの倒産の問題です。真正売買か担保かの問題ですね。今扱っているのは、サービサーが倒産した場合の問題です。両者は違う問題です。

神田委員 サービサーが倒産した場合は大丈夫です。

浜田委員 でも、サービサーが倒産した場合には、それはtrue saleかどうかという問題ではなくて、コミングルの問題が生じます。

神田委員 そうですね。ただ、第三者対抗要件を満たしているかとおっしゃったから、第三者対抗要件を満たしているかどうかは……。

浜田委員 第三者対抗要件を満たしているかどうかは、true saleか担保かの問題と直結しないですね。一要素として考えられていた時代はありますけれ

ども、譲渡担保だって対抗要件は要るわけですから。

神田委員 そのとおりですが、今ここで議論している問題とも関係ない。

浜田委員 ダミー会社に弁済されたものは、だれのお金なのかということがわからないというようにおっしゃったものですから。

森本委員 形式的にはわかるけれども、それが倒産法上も認められるかどうかの話なのです。

浜田委員 だから、true saleの問題とコミングリングの問題をコミングルしているわけですね。でも、両者は一応別の問題ではないかと思います。

森本委員 浜田さんがいっていることは、専用口座を設けたらきちんとできますという法制度をベースにして、それをよりはっきりさせたいという以上の何かあるかなというように感じたのです。

浜田委員 専用口座という場合には、私自身の口座を幾つか持って、そのうちの1つの口座は、SPVへの送金用の方だけ集めるとというのが専用口座の話です。全然別の第三者のところに送金してきたものが私の現金とコミングルするという問題は生じないわけです。

森本委員 でも、例えば最初にいわれたSPVを利用したものについて、債権決済仲介システムに浜田さん名義の口座に例えば10あるとしたら、そのうち2は全然債権譲渡しないものでそのまま浜田さんの個人のものであり、残りの3と5がSPVの甲とSPVの乙のものであるというようにしたらはっきりするでだろうと、こういっているわけですか。

浜田委員 いいえ、一たんは全部ダミー会社のお金になってしまって、それからダミー会社がそれを振り分ける。

森本委員 なってしまう理由がわからぬわけです。どうしてそれが……。

浜田委員 それは、債権者の方から受領権限を委託されているからです。

森本委員 それは受領権限だけであって、権利者ではないわけです。

浜田委員 権利者ではありません。

森本委員 権利者として10は浜田さんのもの、20は私のものと、こういうようになるわけでしょう？ だからそこで、浜田さんの債権者が……。

浜田委員 債務者をAとして、譲渡人をBとして、譲受人をCとしますと、AからするとBのものかCのものかはよくわからないわけです。

森本委員 それは免責の話という形で、それはどうでもいいのです。

浜田委員 BとCの間においてどちらが権利者かということは、Aは知りませんが、ダミー会社は知っているわけです、通知を受けるわけですから。

森本委員 それは私法上の話であって、倒産上、それが確保されるかどうかの議論ではないという話。BもCも倒産してかかったら何の心配もないわけです。Bが倒産したときに、Bの第3債権者というか、管財人がかかっているかどうかということ。そのときに、SPVは100%子会社ではないかどうかのこの関係があるからいいよという、それだけのことで、同じことなのです。

浜田委員 でもそれは、true saleか担保かという問題で、金銭であろうが何であろうが生じる問題ですよ。

神田委員 true sale問題は前半で、今は帰属の方です。

浜田委員 コミングルの問題は、今の仕組みで解消できるのではないかという意味です。

森本委員 専用口座を設定すればいいという流れをよりはっきりするという意味で私もそうかなと思うけど、そこがあいまいだと言われたときに、そこをどこまではっきりするか不安だなというのが神田さんの最初のご質問で。

浜田委員 専用口座というのは、私自身の名前の口座だからということなのです。違う人の口座だったらコミングルするとはいいません。

神田委員 まあ、名称は……。

吉原委員 サービサーに専用口座をつくりなさいと要求して、それをつくったら、払い込みますというように一方的に解決したらそれで済むような気がするのですが、それではだめなのですか。

浜田委員 それをやっているのが保険業法なわけです。

吉原委員 なぜそういう声が出ているかという問題で……。

浜田委員 そうです。だから、そうするのが1つの対策になるのではないか。

吉原委員 それが一番単純なのですから、余りそういう声が上がっていないものですから。

浜田委員 少なくとも、アメリカでもそうですよね。専用口座があれば、それは一応優先権があるというように扱われていますから、その点はアメリカ並みにはなります。

前田(重)委員 前々回報告された、例の分別管理の問題ですね。あの問題と同じように考えればという話でしょう？ 結局同じように、この問題も立法化すれば、同じ結果が得られるのですかね。

浜田委員 そうですね。顧客資産の分別管理のところは立法的に解決してしまっただけですね。ですから、事実上の問題としては余り起こらなくなりました。そのかわり分別管理は、証券会社としては大変な思いでやっているわけでしょう。

前田(重)委員 吉原さん指摘はそういうことですか？

吉原委員 はい。

浜田委員 だから、この問題についても立法で解決すれば、当面やり過ごせるのではないかという話です。せめて専用口座の場合には、優先権を認めるぐらいのところまではやったらどうか。

神田委員 その立法論なのですが、どういう立法論なのですか。例えば私が私名義で、A銀行の預金口座を持っていますね。そこでもう1つ、浜田先生から送金いただく分を、同じ私名義で、同じA銀行から専用口座に、専用と2文字つければ、私が倒産したときこっちの口座のお金はセーフと……。そういう結果をえるためには、どう立法化できるのか、全く立法のしようがないのではないのでしょうか……。

前田(重)委員 証券の場合は、分別管理の問題ですが、金は、信託銀行に預託するというやり方をやるわけでしょう？

神田委員 証取法の分別保管の改正は、信託であって専用口座ではないですよ。

前田(重)委員 そうですね。あの方法を持ち込むということは、我が国では

大変ですね。

浜田委員 そうですね、信託までするということになると大変です。まあ、証券会社はしようがないと覚悟して、踏み切られましたけれども。一般的に全部信託銀行に一々持っていかななくてはならない仕組みをつくり上げるというのも大変ですね。

前田(重)委員 お金が入ってくる場合に、一般財産に混入するのを防ぐという問題はどこでも出てくるわけでしょうか？

浜田委員 どこでも出てくる問題ですし、最近ますますそういう問題が増えています……。

前田(重)委員 それをどうやって合理的にやるかという問題ですよ。

浜田委員 そうです。サービス経済化が進むということは、そういう問題がしょっちゅう生じるようになるということです。

森田委員 専用口座がなければいけないものとしてね。

前田(重)委員 だから、銀行側にすると、口座を分けて、別段預金のように扱うことになるのでしょうか？ しかし、あれは受け入れる銀行側にとっての話ですね。

森田委員 簡単に差押え禁止財産ができるわけですかね。

前田(重)委員 別段預金にしても差押えを防ぐことはできません。

森本委員 アメリカでは確保されているというか、これはどういう形で確保されるのですか。8ページの2段目のところですね。専用口座を設定すれば優先権が確保されるのは、立法でということですか、それとも判例法？

浜田委員 アメリカではおそらくこういう場合には信託法理の適用があることになって、専用口座により分別管理がなされている限り優先権が確保されるのはむしろ当然という考え方なのではないかと思います。アメリカではコミングルが生じていたとしてもある程度までは保護される扱いになることが、NBLの佐藤正謙論文において詳しく説明されていました。

山下委員 下級審でとりあえず保険会社が取戻権をとめられていたのは、あれは一応保険業法に専用口座をつくれという規制が法律であったからです。

今度の最高裁は、それを取っ払った後の事案なものですから、そうすると契約で専用口座をつくって、それを優先して確保しようとするのは、まずちょっと難しい。まさにサービサーの方で何かやる必要があり、また、例のマンションのような話と一貫性があるのかどうかも問題となります。

神田委員 今の下級審の流れは、専用口座ならいいという流れではなくて、理論構成だけいえば、預金者はだれかということの問題にしているのです。ですから、今の例でいうと、私の名前の預金だけれども、これの預金者は実は浜田先生だという認定ができれば……。

森田委員 トラストの考え方ですね。

神田委員 系統はいろいろ4種類ぐらいある。マンションの管理組合とか、弁護士がお客さんから預かった着し金を自分の名義にしたもの、それから、あと2つぐらいあったと思います。山下先生がおっしゃった保険のパターンが専用口座ということだったのですよね。分別とかいう話は、むしろ、最高裁の昭和43年判決の間屋の破産の考え方と、これはお金ではないですけども、こっちの流れのほうですね。

前田(重)委員 銀行の一般財産から区別するために、別段預金の制度が使えません。

神田委員 別段預金については、預金者がだれかよくわからないという問題があります……。

前田(重)委員 確かに別段預金は銀行側の便宜のために使われるわけで、特定の預金者のための制度というわけではありませんね。

永井委員 違う話題ですけども、青山先生の論文の最後の結びの注のところで、「サービサーの交替について実務的な問題」と書いてあります。バックアップがついていても、交替するようなところは恐らく信用不安があるからだとかいうことになるので、どういう時点で交替すればいいのかという問題の指摘があります。

例えば事前に格付けの低下のような客観的条項を規定しておくのも1つの方法であろうと書いてありますが、実務的には、デフォルト条項の定め方な

ども、例えば格付けが一定に下がったらというのはあるのですが、多くの場合、違う格付機関がダウングレードをすることによって別のトリガーが引かれてしまい、信用不安のうわさが強まるとかいうことが多いと思われます。そうすると、交替をする条件が非常に難しいので、おそらく実務としてはなかなかできません。

スタンダード・アンド・プアーズの論文を読んでいませんけれども、トラスト自身が解決するのではないかなと思ったりもいたします。特に昨今のように再生を前提にしたような法的処理ができるようになりますと、いつの時点でトリガーを引くのかを、だれが決めるのかという客観性がなくなっていく。デフォルトのトリガーがどんどん早まっていくことになります。これをどう解決したらいいのか、特に格付機関などといっても、複数の格付機関によっていろいろな格付を出すのは自由ですから、それによって別のデフォルトが起こるようなこともあるわけです。伊藤先生も、債務超過の状態になったらというようにいろいろいわれるのですが、どういうときに実際の倒産状態であると判断するのが正しいのか。SPCが発行していると、SPCが本当は決めるということですが、実際にはそこが非常に悩みです。

私募で機関投資家を相手にこういうものを発行している場合には余り問題にはならない。先ほどいわれたように当事者同士が理解できますから、契約の合意条項でというのが一般的ですけれども、これが、公募で一般の債券保有者が出てくるということになるとそれ自体理解できないという問題も結び付いてきて、何が一体倒産条項として、あるいはデフォルト条項に定めるのがいいのかということが非常に悩ましいと思っていますところ。複数のものを付ければ何とかなるのではないかというのも、なかなか実際はできないということです。

森本委員 アメリカの交代の基準はどのようなのですか、結構あるのですか。

永井委員 アメリカではそういうのはドライに考えてできますよね。

森田委員 要するに、お金、キャッシュフローが止まるという可能性が起こったときを考えると、サービスの信用が落ちたって、今のように確実に流

れが保たれていけば関係ないわけです。ですから、単に信用リスクだけでいくのかなというような気もするのです。

浜田委員 口座管理がしっかりしていれば。

森田委員 いればね。サービサーが現実にいるはずという仕組みであれば、別にサービサーが危なくなっただっていいのではないか、実際にキャッシュフローが止まる可能性のあるところで動くということでもいいのではないか。それでどれだけ違いがあるのか知りませんが、観念的には、アプローチの方向としては違うなと思うのです。

浜田委員 再生でいく限りはみんな、引き続き同じサービサーで行くんだというのが日本的な慣行になっていったらすると、余りそういうところで悩まなくてもいいのかもしれない。

いろいろと難しい問題ばかりですが、そろそろ終わる時間になりました。本日は、いろいろと随分たくさんお教えいただきまして、ありがとうございました。それでは、本日の研究会はこれで終了させていただきます。

2003年 5 月 9 日

「証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）」

証券取引法研究会 浜田 道代

I 証券化の進展状況

日本経済新聞社の集計結果（2003年 1 月27日 日本経済新聞 1 面）

2002年の国内での資産担保証券の発行額、資金調達額は約 4 兆7900億円。前年35%増
過去最高

新株発行を伴う資金調達額 約 4 兆5300億円
普通社債の発行額 約 7兆1500億円（資産担保証券は約 7 割）

II オリジネーターの倒産例

日本リース事件

1998年 9 月27日 東京地裁に会社更生法に基づく更生手続開始の申立て

同日、地裁は申立てを受理 既存債務の弁済を禁止する保全処分命令
経営陣は総退陣

9 月29日 保全管理人選任

リース料債権を証券化（ABS）していたものの倒産隔離が問題となった。

保全管理人は、真正売買につき争わず。関係者の話し合いで、従来の口座振替網を維持し、
日本リースがサービシング業務を継続することとなった。

ライフ事件

2000年5月19日に会社更生手続開始の申立て
債務弁済禁止や財産処分禁止等を含む保全処分命令
弁護士を保全管理人に選任

6月30日 会社更生手続開始決定
保全管理人の弁護士が、そのまま管財人に選任される。

1999年に譲渡されたオートローン債権の信託方式による海外パッケージABS
保全命令において、サービシング業務に基づく回収金の引渡義務の履行が、
弁済禁止の適用除外とされた。

保全管理人は真正売買性に付き争わず、
優先部分の社債償還期間が残り数ヶ月であったこともあり、サービサー交代の発動猶予
をABS関係者から取り付け、ライフがサービサー業務を継続して行うこととした。

マイカル事件

2001年9月14日 東京地裁へ民事再生手続の開始を申立て
同日保全命令を受ける。

11月22日、手続移行のため、会社更生手続開始を申立て
12月31日 東京地裁、マイカルほか9社の更生手続開始決定

管財人 岡田元也イオン株式会社社長
瀬戸英雄弁護士（マイカル民事再生監督委員、会社更生保全管理人）
管財人代理 事業家5名、弁護士21名を選任

1999年、2000年に行った証券化スキームによる店舗の流動化を
どのように取り扱うべきかが問題となった。
CMBS商業用不動産モーゲージ担保证券(Commercial Mortgage Backed Securities)

管財人側と、
不動産証券化対象物件の資産管理会社であるエイエムリサーチアンドレポート株式
会社との間で、本件不動産の賃貸借契約につき交渉が続けられる。

法学者を巻き込んで論争が生じている。見解が対立

III 真正売買か担保取引か

2002年5月20日 京都大学教授 山本克己

「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」

更生管財人瀬戸英雄氏の依頼に基づき、この不動産証券化の法的性格を分析

「「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」の概要」

金融法務事情1646号32頁（2002年6月25日）

6月6日日本経済新聞でこの報告書を取り上げている。

6月26日 新堂幸司 東大名誉教授

「山本意見書に対する見解書」

資産管理会社の依頼に基づき作成、公表

マイカル・グループ証券化に関する「山本意見書に対する見解書」の概要」

金融法務事情1649号17頁（2002年7月25日）

7月24日 山本和彦 一橋大学教授

「マイカル証券化スキームの更生手続における処遇について

金融法務事情1653号44頁（2002年9月15日）において全文掲載

10月1日 加藤慎一 上田裕康 管財人代理弁護士

「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」 NBL746号31頁（2002年）

6月15日・7月1日

後藤出「資産流動化取引における「真正売買」（上下）」

NBL739号（2002年）62頁、740号76頁

10月25日・11月5日

伊藤眞「証券化と倒産法理（上下）」

金融法務事情1657号（2002年）6頁、1658号82頁

2003年3月1日

山本和彦「証券化と倒産法」ジュリスト1240号15頁

田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点（上下）売買か担保か」

NBL510号（1992年）38頁、511号31頁

担保性が強いファクター

- ①担保である旨を当事者が合意
- ②譲渡される資産の特定性がゆるい。
- ③第三者対抗要件具備が不完全
- ④資産価値と譲渡代金が不均衡
- ⑤当該譲渡について相当部分の買戻条件がついている
- ⑥資産がオフバランス化されていない。

堀裕＝山川萬次郎「指名債権群の譲渡を伴う証券化取引の倒産手続上の取扱い」

NBL508号（1992年）17頁

売買か担保取引かの判断のメルクマール

- ①当事者の契約意思
- ②債権取立機能あるいは債権取立事務の帰属
- ③債権譲渡の対抗要件の具備
- ④売買代金決済のシステム（償還権の有無および償還の範囲）

小林秀之編著『資産流動化の仕組みと実務 倒産隔離と近時の立法』

新日本法規（2002年12月4日）

- ①契約書全体からの当事者の合理的な意思
- ②対抗要件の具備
- ③譲渡価格の妥当性
- ④対象資産の質と比較したリコース率の合理性（劣後ないし買戻部分）
- ⑤会計上のオフバランス化
- ⑥SPCの独立性の確保

高見 進「流動化・証券化の法律問題（2）---倒産法---

金融法研究・資料編（17）

会社更生については、

有機的・一体価値保存性、目的物の事業供用性、事業参加性を重視
（セール・アンド・リースバックの場合？）

山本克己「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」

真正売買か否かという問題提起は適切でない。

更生担保権化の要件は次のように考えるべき

- ①融資の返済義務
- ②返済義務を履行できないときは資産が第三者に売却され、
支払原資が調達されることが予定されている（資産の担保性）
- ③要件②が①に従属（担保の附従性）

本件では、①15年間の賃料支払いの形式

賃料の設置はファイナンスリース料に類似した方式によっている。

後藤論文（下78頁以下）

担保目的の認定＝被担保債務の存在と、
資産譲渡が債務弁済確保手段としてなされたことの認定
買戻権があれば、担保物の受戻権に類似、
被担保債権の存在が認定される可能性大
買戻権がなければ、さらに契約内外の事情を総合的に判断して認定
弁済確保手段としてなされたことの認定
資産価額と代金の不均衡を判例は重視

新堂幸司「山本意見書に対する見解書」

山本は、3要件の当てはめが間違っている

①賃貸借期間中の賃料総額が決まっている

--返済すべき金額が決まっていない。

マイカル等は賃借しなくなれば賃料支払い義務なし。

賃借不可能となった場合、賃料支払い義務は消滅

買戻義務なし

③マイカルの承諾無く、いつでも売却可

ファイナンスリース料と類似の性格----の部分について

最高裁平成7.4.14

①リース料総額が決まっている

②全コスト回収可能の額

③いかなる場合でもユーザーは支払義務を免れない

本件においては、最高裁の要件を満たしていない。

山本和彦「マイカル証券化スキームの更生手続における処遇について

譲渡担保権構成とファイナンスリース構成について詳細に検討

伊藤真論文（下84以下）

オリジネーターに買戻権がある場合や

対象資産の価値のオリジネーターによる消尽の場合などのほか、

被担保債権の存在を決定的に重視

加藤慎＝上田裕康「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」

長期一括賃貸借契約

対象物件のプール性

長期間の解約禁止

賃料がSPCのコストに基づいて決定されること

競業避止義務の存在

高額の違約金

当該ABSはマイカルの信用に依存

坂井豊「不動産の有効活用策としての流動化のスキーム」

銀行法務21No. 611（2002年11月号）15頁

しかし当事者の契約自由の原則から許容されるものなのではないか。

山本2003年論文 17頁以下

譲渡担保、リース＝倒産手続において担保として扱われている それとの比較
被担保債権が構成されなければ担保とは認められない。

それが構成される場合

- ①自動的にまたはSPCの一方的意思表示により、
当初売却額（ $+ \alpha$ ）でのオリジネーターの買戻義務が認められる場合
（狭義の譲渡担保に相当する場合）
 - ②オリジネーターに買戻権が付与され、かつ、
買戻価額が買戻時の市場価額よりも相当に安価である場合
（売渡担保に相当する場合）
 - ③対象資産に関連してオリジネーターが何らかの金銭支払義務を負い、
かつ、その支払い義務が資産の存否・利用可能性等にかかわらず
認められる場合（ファイナンス・リースに相当する場合）
- ①②③がなければ担保に当たらない

仮に被担保債権に相当するものが構成されたととしても、さらに、
SPCがオリジネーターの債務不履行の有無にかかわらず
対象資産を自由に処分できる場合や
（債務不履行まで担保権者が担保目的物を自由に処分できないのは、
担保設定者の受戻権の裏返し 担保の本質）
オリジネーターの一方的意思表示による買戻権を認めていない場合は、
（後藤説、伊藤説と異なり、買戻権は担保性の十分条件ではなく、
必要条件（買戻義務や買戻価格の廉価性等がなければ担保と認めがたい）
なお担保とは認めがたい。

坂井豊「不動産の有効活用策としての流動化のスキーム」

加藤＝上田論文 話し合い解決の方向を示唆

基準明確化なしに賃料低減で解決では、リーディングケースとならない
予測可能性が立たなくなる。 関係者の責任重大

IV コミシングリング・リスク、サービサー・リスク

日本リース事件

SPCはサービサー契約を解除、バックアップサービサーへの引継を準備しながら、
今後はSPC名義の口座へリース料を振り込むように、リースの顧客に通知

日本リースの保全管理人は、従来通り謄写名義の口座に送金するよう通知

日本リースへの融資に伴う債権譲渡担保を受けたとする複数金融機関も、
対抗要件具備のための債権譲渡通知が行われた。

債務者は混乱、多くのリース債務者は当面の支払を停止した。弁済供託の動きも。
格付けを下げる方向で見直す意向が発表される。

この間、ABS関係者が協議。契約に基づいて引継を受けたバックアップサービサーから
日本リースに原債権の回収業務を再委託することとし、共益債権としてSPCに支払う。

東京地裁の許可を受けたうえ、10月23日までに和解成立。

関係者連名で、従来通り日本リース宛てに直接払うようリース債権の債務者に通知。

格付け機関はAAAの格付けを据え置いた。

佐藤正謙「金融資産の証券化に伴う実務上の問題点（１）～（６）」NBL568号、571号、
573号、574号、576号（1995年9月1日）、578号

ほとんどの証券化取引において、オリジネーターがサービサーとして
債権回収等の資産管理業務を代行
オリジネーターによる回収金の一時保管ないし自己の別資金との混合という
事態が生じる。

アメリカでは、

- ①SPVのコントロールに服する専用口座宛てに送金してもらうよう指示
- ②自己口座への入金を認めるが、
1日から2日程度の短期間で専用口座へ転送金することを義務づける
- ③格付けが一定値以下になると、②から①へ移行

日本では、金銭は取戻権の対象にならないと解されている。

破産債権、更生債権となる。

取立委任契約は双方未履行の双務契約。

管財人の解除・履行引受の選択権に服する。

履行引受を選択すれば、SPVが爾後有する引渡請求権は共益債権。

青山善充＝小川万里絵「債権流動化におけるサービサー・リスクについて」
金融研究15巻2号45頁（1996年）

アメリカでは、サービサー自身の資金が混入しない専用口座を設定すれば、SPVの優先権が確保される。

また、債権回収に小切手が広く用いられるために、宛先を変更した小切手送付用の封筒を顧客に発送することにより、回収先を変更することができる。

アメリカではサービサーの交代は珍しくない。

日本では口座振替によるため、コミングリングリスクの問題が大きい。

金銭に関しては「占有＝所有権」理論　これが問題

問屋の破産と取戻権の問題

回収金の分別管理　保険代理店の保険料専用口座に関する判例

．．．．

浜田----「顧客資産の分別管理」で考えてみた問題

櫻井英喜「資産流動化に際してのサービサー・リスクおよびその回避手段に関する一考察」
資産流動化研究Vol. III　（1997.5）117頁

青山小川論文を引用

「しかしこれらの見解は、未だ先進的な研究に止まっている感が強く、実務的には受け入れられないと思われる。」

青山小川論文の最も革新的かつ実地的な提案----74頁以下

加藤　靖

「指名債権譲渡の対抗要件に関する一考察（１）（２）

----債権担保化・債権流動化と、特定債権法の一般化・有価証券法理の応用----

名大法政論集165号104頁（1996年7月）、166号（1996年10月）

債務者保護が譲受人に与える影響とその解決----有価証券法理の応用

「債券決済仲介システム」の提唱

特集・金融リスクをめぐる法的課題

証券化と倒産法

一橋大学教授

山本和彦

Yamamoto Kazuhiko

I 証券化における倒産隔離
(bankruptcy remote)

証券化取引とは、資金の調達を望む企業（「オリジネータ」と呼ばれる）が自己の保有する資産（金銭債権、不動産、知的財産権等）を受け皿となる別法人（「SPV（Special Purpose Vehicle）」と呼ばれる）に譲渡し、当該別法人（SPV）がその資産から生じる収益を引当てにその資産の信用力のみを裏付けとした証券（「資産担保証券：ABS（Asset-Backed Securities）」と呼ばれる）を投資家に発行して資本市場から直接資金を調達する取引である¹⁾（資産流動化取引とも呼ばれる）。SPVとしては、特別目的会社（SPC：Special Purpose Company）や信託会社（信託銀行）が代表的なものである。このうち、前者の取引は、オリジネータが対象資産をSPCに売却し、SPCが投資家にABSを発行してその資金により右売却代金を支払うものである²⁾。他方、後者の取引は、オリジネータが対象資産を信託会社に信

託譲渡し、それと引換えに取得した信託受益権を投資家に売却するか、SPCに売却し、SPCに売却した場合には、やはりSPCがABSを発行して資金を調達するというものである³⁾（なお、以下の叙述では、特段の相違がない限り、仕組みの単純な前者の取引〔譲渡方式〕を念頭に置く）。

以上のような証券化取引が行われる主な目的としては、安定したキャッシュフローを生む資産のみを引当てにした方が企業全体を引当てにするよりも、安価な資金調達が可能になる点がある⁴⁾。したがって、この取引がオリジネータの倒産の影響を受けないこと、換言すれば、譲渡された資産がオリジネータの倒産手続上、その手続の対象とされないことが証券化取引の骨格をなすことになる。このように、オリジネータの倒産手続の効果を遮断することを倒産隔離（bankruptcy remote）と呼ぶ。もちろん企業が有する特定の資産を引当てにした資金調達としては担保取引も考えられ、担保取引は当該資産に加えて債務者の一般資産も責任財産となるので、より資金調

1) その意義や仕組みの詳細については、例えば、大垣尚司『ストラクチャード・ファイナンス入門』（日本経済新聞社、1997年）59頁以下、大橋和彦『証券化の知識』（日本経済新聞社、2001年）35頁以下など参照。

2) SPCとしては、資産流動化法上の特定目的会社とそれ以外の法人（株式会社等）が考えられる。それに応じて、発行されるABSとしては、特定目的会社の資産対応証券（特定社債・優先出資）（資産の流動化に関する法律2条2項）や通常の株式会社の社債・CP等がある。

3) 前者は譲渡方式、後者は信託方式と呼ばれる（後藤出「資産流動化取引における『真正売買』」(出) NBL 739号（2002年）63頁参照）。

4) このほかの証券化取引のメリットとしては、リスク移転、オフバランス化、手元資金の増加等のメリットが挙げられる（大橋・前掲注1）55頁以下など参照）。

達に有利なものとも思われる。しかし、その最大の問題点は、債務者（正確には担保目的物所有者）の倒産の場合にある。すなわち、倒産法は、会社更生法における更生担保権制度を代表に、担保権についても権利行使の制限や権利内容の変更の可能性を認めている⁵⁾。そのような可能性が多かれ少なかれ証券化取引の目的を阻害することは否めない。そこで、証券化取引においては、信用リスクのコントロールとして、倒産隔離の仕組みを設けることが必要不可欠の課題となる。

以上のように、倒産隔離は証券化取引の不可欠の前提をなすものであるが、日本の倒産法制の中で倒産隔離を図るに際しては、いくつかの問題点がある。現在、周知のように、倒産法制は抜本改正の最中であり、その中で問題の解決が図られつつある点もあるが、なお未解決に止まるものもある。本稿は、倒産法改正の動向も踏まえながら、上記のような問題点を整理し、概観するものである。以下では、真正売買と担保取引の区分の問題（II）、対象資産売却の否認の問題（III）、倒産手続との関係で対抗できる質料債権譲渡の範囲が限定される問題（IV）、オリジネータによる代理回収金とその倒産手続において一般債権者の配当対象となりうるコミングリング・リスクの問題（V）、SPC 自体の倒産に関する問題（VI）について、順次問題点及び解決の方向性を概観する。なお、問題点の鳥瞰を主たる目的とする本稿の性質上、参考文献の引用は最小限に止めることとする⁶⁾。

II 真正売買(true sale)の問題

倒産隔離において最も重要な問題となるのが、対象資産の SPV への譲渡が真の売買とされるか、担保取引として再構成されるか、という点である。上述のように、担保取引として構成されると、SPV（およびその背後にいる投資家）は倒産手続上担保権者として扱われることになり、証券化取引にとって様々な不都合が生じる。例えば、オリジネータに更生手続が開始すると⁷⁾、担保権者に対する弁済は禁止されるので、キャッシュフローが止まることになり、原則として投資家に対する償還が不可能となる⁸⁾。また、更生計画において、担保権者としての SPV の権利内容が変更されて、債務の一部が免除され、またはその弁済が猶予されれば、やはり投資家に対する償還が不可能となりかねない。このような事態が発生する可能性があるとするれば、倒産隔離は不十分と評価されざるをえず、ABS の高い格付けによる安価な資金調達という証券化取引の目的は達成できなくなろう。他方、当該譲渡が真の売買であるとすれば、対象資産は既にオリジネータの資産ではなく、当然にその倒産手続の影響を受けないことになる。ここに当該資産譲渡が売買であるか担保取引であるかが決定的な重要性をもってくることになる。そして、この問題は、アメリカにおける同種の問題類型に倣って、真正売買 (true sale) の問題と呼ばれている⁹⁾。

この問題に対するアプローチは様々なもの

5) 破産法・民事再生法では、担保権は別除権として扱われ、その影響は相対的に小さい。ただ、再生手続でも担保権消滅請求の可能性があるし、破産法の改正論の中では任意売却による担保権の消滅及び換価代金の財団組入れの制度等が議論されている（『破産法等の見直しに関する中間試案』（以下、「中間試案」という）「第1部第12の2(3)」別冊 NBL 74 号（2002 年）18 頁以下参照）。

6) なお、「証券化と倒産法」という本稿の題目からすれば、倒産手続における証券化の利用の問題についても論及すべきであるが、筆者の能力および紙幅の関係からふれることはできない。この点について、具体的な事例に基づき問題を検討されるものとして、栗田雅裕・佐藤正謙「消費者金融会社アイフルによる更生会社である信販会社ライブの買収——倒産手続における流動化・証券化の活用事例」NBL 743 号（2002 年）18 頁以下参照。

7) 手続開始前でも弁済禁止の保全処分が発動される可能性はある。また、再生手続でも、担保権実行中止命令等が発令される場合には同様にキャッシュフローが止まる可能性がある。

8) 証券化取引に際しては、様々な信用補完措置・流動性補完措置が講じられることが一般的であるが（その手法については、大垣・前掲注 1）246 頁以下など参照）、それには限界もある。

9) この点を扱う論稿は数多いが、最近のものとして、後藤・前掲注 3）62 頁以下・同「資産流動化取引における『真正売買』(下)」NBL 740 号 76 頁以下、伊藤眞「証券化と倒産法理——破産隔離と倒産法の再構成の意義と限界(以下)」金法 1657 号（2002 年）6 頁以下・1658 号 82 頁以下およびそこに掲記の文献を参照。

がありうるが、結局、取引当事者が売買として認識しているものについて、他の諸般の要素からそれを融資+担保取引として再構成することができるか否かという点に帰着すると考えられる。換言すれば、当該取引を担保取引として擬制ないし再構成できる基準いかにあることであるが¹⁰⁾、この点については大きく2つの基本的な考え方があるように思われる¹¹⁾。従来の多数の見解は、アメリカの議論の影響を受けたものか¹²⁾、各種のファクターを考慮して（特にリスクの移転の有無という観点を重視して）担保性の有無を判断するものであった¹³⁾。そこで考慮されるファクターは論者により様々であるが、主なものとして、当事者の契約意思、資産価値と譲渡代金との均衡、対抗要件の具備、買戻特約、信用補充比率、債権取立機能などが挙げられている。これに対し、最近有力となっている見解は、被担保債権の存在の有無を重視して、担保と構成する要件を検討するものである。例えば、後藤出弁護士は、SPCの買戻権があれば被担保債権の存在が認定できるし、それ以外の場合でも当事者間の契約内容（買戻義務、回収金の引渡義務、清算義務等の定め）により返還義務の有無を判断される（後藤・前掲注9）（p78頁以下）。また、伊藤眞教授も、これを取引の実体法的再構成または倒産法的再構成の問題としながら、オリジネータに買戻権がある場

合や対象資産の価値のオリジネータによる消滅の場合などのほか、被担保債権の存在を決定的に重視される¹⁴⁾（伊藤・前掲注9）（p84頁以下）¹⁵⁾。

私見も、後者の近時の有力説の理解を支持するものである¹⁶⁾。倒産手続において担保として扱われている譲渡担保やリース等との比較でも、何らかの形で被担保債権が構成されなければ、そもそも担保とは認められない。そのような被担保債権が構成される場合としては、①自動的にまたはSPCの一方的意思表示により、当初売却価額（+α）でのオリジネータの買戻義務が認められる場合（狭義の譲渡担保に相当する場合）、②オリジネータに買戻権が付与され、かつ、買戻価額が買戻時の市場価額よりも相当に安価である場合¹⁷⁾（売渡担保に相当する場合）、③対象資産に関連してオリジネータが何らかの金銭支払義務を負い、かつ、その支払義務が資産の存否・利用可能性等にかかわらず認められる場合¹⁸⁾（ファイナンス・リースに相当する場合）が考えられる。換言すれば、オリジネータによる対象資産の買戻義務・買戻権が認められず、また対象資産の利用等とは無関係の、オリジネータからSPCへのキャッシュフローがないとすれば、それは担保には当たらないと考えてよいと思われる。また、仮に被担保債権に相当するものが構成されたととしても、さらに、SPCがオリジネ

10) 後掲注15) 33頁における山本克己教授の議論として、従来の真正売買か否かという問題設定は適切ではなく、「更生担保権化の要件」を論ずべしとされるものも同趣旨であろうか。

11) やや観点を異にするものとして、目的物の事業供用性および担保権者の事業参加性をメルクマールとされる高見教授の見解がある（高見進「流動化・証券化の法律問題(2)」金融法研究18号（2002年）40頁参照）。

12) 後藤・前掲注3) (h) 64頁によれば、アメリカの判例は、明示された当事者の意思を重視するものと「その取引に含まれる売買の要素、担保貸付の要素を総合的に判断する」ものとに分かれるとされる。

13) 堀裕＝山川萬次郎「指名債権群の譲渡を伴う証券化取引の倒産手続上の取扱い」NBL508号（1992年）17頁、田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点(h)——売買か担保か」NBL510号（1992年）43頁、椿寿夫ほか「〔座談会〕債権譲渡担保から債権売買へ——その法理と実務上の諸問題」金法1387号（1994年）86頁〔小林秀之発言〕など参照。

14) 伊藤・前掲注9) (f) 87頁は、「被担保債権とみなされるべきものが存在しない以上、倒産法的再構成の余地はなく」と論じられている。

15) 融資の返済義務、資産の担保性、担保の従属性を要件とされる山本克己教授の見解も、被担保債権の存在を決定的に重視される点で、同様の説に属すると見られる（『『マイカル・グループの不動産証券化についての意見書』の概要』金法1646号（2002年）33頁による）。

16) 私見の詳細については、個別案件との関係ではあるが、山本和彦「マイカル証券化スキームの更生手続における処遇について」金法1653号（2002年）44頁以下参照。

17) この場合には、オリジネータは買戻しをしなければ経済的に損となるので、実質的には、買戻義務がある場合と同じと考えることができる。

18) 例えば、セール・アンド・リースバックの場合に賃料支払義務が物件の利用可能性にかかわらず認められる場合や債権の証券化の場合に回収金支払義務が実際の回収のいかんにかかわらず認められる場合などがこれに当たろう。

ータの債務不履行の有無にかかわらず対象資産を自由に処分できる場合¹⁹⁾やオリジネータの一方的意思表示による買戻権を認めていない場合²⁰⁾は、なお担保とは認め難い。

以上のような議論は、不動産等の証券化においてしばしば見られるセール・アンド・リースバックの手法が用いられる場合²¹⁾でも、同様に妥当する。この場合には、対象資産の譲渡後も賃料という形でオリジネータからSPCへのキャッシュフローがあり、かつ、それがオリジネータの事業の影響を直接受けるものであるから、倒産隔離を認め難いとする見方もありうる²²⁾。しかし、上記①～③のような要素が認められないとすれば、やはり被担保債権の存在は認め難い。特に、③について、対象不動産を利用できなければ賃料の支払義務が消滅するものとされ、右利用と賃料支払とが対価関係にあると認められる場合²³⁾には、SPCがオリジネータの信用リスクを負っているとは言えないので、当該キャッシュフローを借入債務の弁済と構成することはできず、担保取引と考えることはできないであろう²⁴⁾。

Ⅲ 資産売却否認の問題

Ⅱで見たような要件に従って対象物件の譲渡が担保ではないと判断されれば、証券化取引は原則としてオリジネータの倒産手続の影響を受けないが、なお問題となるのは、当該譲渡の否認の可能性である。すなわち、当該資産譲渡行為がいわゆる危機時期に行われた場合には、それが危機否認の対象となる可能性があるし、右時期以前でもオリジネータが

詐害意思を有していたような場合には故意否認の可能性がある。さらに、譲渡行為自体は否認されない場合でも、譲渡に基づき具備された対抗要件が否認される余地があろう。いずれにしても、譲渡行為ないし対抗要件が否認されれば、対象物件は倒産手続上オリジネータの所有に帰するものと扱われ、倒産隔離は達成されない結果となる。そこで、倒産隔離を論じるについては、この否認の問題を検討しておく必要がある²⁵⁾。

そこで、まず譲渡行為自体の否認の可否であるが、この点については、当該譲渡が適正な対価に基づくものであるか否かで分けて考える必要がある。仮に対価が適正でない場合（つまり、廉価に譲渡された場合）には、それが危機否認または故意否認の対象となることに異論はない。この場合、債権を対象とする取引において、対象債権群の適正な貸倒率を控除することは価格の適正さを害しない（むしろより適正な市場価格を構成する）と考えられるが、それを超えて（オリジネータの信用補完措置の一環としてであっても）代金の一部が劣後化されているような場合は、その劣後化された代金の回収可能性を考慮して、対価の適正性を判断する必要がある。

第2に、仮に対価の適正性が認定されても、適正価格売買の否認の問題がある。従来の判例は不動産について適正価格の売買も否認の対象となるものとし²⁶⁾、それが責任財産としての強固性を根拠とするものであるとすれば、債権についても否認対象となりうると考えられる²⁷⁾。このような判例に対しては、一般に、適正価格売買には原則として詐害意思を否定

19) 債務不履行までは担保権者が担保目的物を自由に処分できないことは、担保設定者の受戻権の裏返しであり、担保の本質であると考えられる。

20) 上述のように、後藤説・伊藤説はともに、買戻権の存在により担保性を認められるが、私見は、買戻権は担保性の十分条件ではなく必要条件であると考ええるものである（買戻権があっても、買戻義務や買戻価格の廉価性等がなければなお担保性は認め難い）。

21) 小野傑「わが国における不動産証券化の状況——米国との対比」自正51巻11号（2000年）104頁参照。

22) 例えば、高見教授の基準によれば、このような場合は、事業供用性・事業参加性が認められやすくなるかもしれない（高見・前掲注11）41頁参照）。

23) リース取引の双方未履行性を判例が否定するにおいて、最も重視されているのがこの点であると思われる（山本・前掲注16）50頁）。

24) 伊藤・前掲注9）(f)87頁参照。

25) 以下の叙述に関してより詳細な私見については、山本和彦「債権流動化と否認権」金判1060号（1999年）169頁以下参照。

26) 大判昭和8・4・15民集12巻637頁。詐害行為取消権について同旨、最判昭和39・11・17民集18巻9号1851頁。

すべきであるとの批判があり²⁸⁾、また証券化との関係では、実質的危機時期にある者が債権等の流動化により事業を再建する途を閉ざすものとの批判もあった²⁹⁾。そして、現在検討が進められている破産法改正の中では、適正価格売買について、その否認を制限する方向で提案がされている。すなわち、不動産その他の重要財産の処分行為で、破産者が相手方から相当な対価を得ているものについては、①隠匿、無償供与、「特定の債権者に対する特別の利益の供与」その他の破産債権者を害する処分をする破産者の意思、および②相手方³⁰⁾の右意思に関する悪意を否認の要件とするものである³¹⁾。一般的に言えば、このような改正によって適正価格に基づく証券化取引が否認の対象とされる危険はなくなると見られるが、なお上記「特別利益の供与」が要件化されれば、財務内容改善目的の証券化等が否認されるおそれ残るとも解釈されうる点で、さらに検討を要しよう³²⁾。

最後に、資産譲渡行為本体が否認の対象とならない場合も、譲渡に係る対抗要件が別途否認の対象となる可能性がある。すなわち、不動産の所有権移転登記や債権譲渡登記または債権譲渡の確定日付通知等がオリジネータの支払停止または手続開始申立後で、かつ、原因行為から15日経過後にされた場合は、当該対抗要件具備行為が否認され(破74条、会更88条、民再129条)、その資産譲渡が倒産手

続に対抗できなくなるおそれがある。その意味で、対抗要件を具備しない証券化スキームは倒産隔離が極めて不十分なものとなるが、この点は債権譲渡特例法により基本的に解決されたものと考えられる³³⁾。

Ⅳ 賃料債権譲渡制限の問題

ⅡおよびⅢは、証券化対象財産の譲渡に関する一般的な論点であるが、より限定的な問題点として、賃料債権を譲渡する場合の倒産隔離の点がある。問題は、破産法63条およびその準用規定(民再51条、会更63条)の存在にある。これらの規定は、破産者等を賃貸人とする賃貸借契約における賃料債権の譲渡について、それが倒産手続との関係で対抗できる範囲を手続開始時の当期および次期のものに限定する。これを証券化の局面にあてはめてみれば、賃料が長期にわたって譲渡の対象とされたとしても、オリジネータの倒産の場合には、当期・次期分しか倒産手続には対抗できず、それを超えた部分には倒産手続の効力が及ぶことを意味し、そこでの倒産隔離は極めて脆弱なものとならざるをえない。そこで、賃料債権の証券化を進めるとする観点からは、この点について何らかの対策を講じる必要があることになるとされる³⁴⁾。

ただ、この点については、現在、破産法等

27) この点につき、山本・前掲注25)170頁参照。

28) 伊藤真『破産法[全訂第3版補訂版]』(有斐閣、2001年)347頁、林屋礼二ほか編『破産法』(有斐閣、1993年)167頁[福永有利]など参照。否認を認めるには、責任財産を減少させようとする意図など特別の事情を必要と解される。

29) 井上聡「証券化取引に関する倒産法改正の論点」NBL738号(2002年)17頁参照。立法論として、適正価格による資産処分は故意否認の対象から外したうえで、極めて悪質なケースについて解釈上の例外を認めれば足りるものとされる。

30) 証券化の場合、この相手方を誰と考えるかが問題となる。SPCかその背後にある投資家かが問題となるが、やはりSPCを基準と考えざるをえないように思われる(山本・前掲注25)170頁参照)。

31) 中間試案「第3部第4の1(3)①」別冊NBL74号35頁参照。なお、支払停止または破産等の申立てという形式的危機時期以降は、本文のような特別の悪意を要しない点に注意を要する(中間試案「第3部第4の1(3)②」参照)。

32) この点については、山本和彦「否認権・相殺権」ジュリ1236号(2002年)52頁参照。

33) この点については、山本・前掲注25)171頁以下参照。

34) この点については、井上・前掲注29)19頁以下参照。但し、この点については真に議論の実益があるのか、やや不透明な部分もある。すなわち、不動産の賃料に関していえば、実務上は不動産自体を証券化することが一般的であり、賃料のみの証券化は余り問題とならないとも言われる。また、リース料について言えば、ファイナンス・リースの場合は、判例はそれを金融取引と理解しているため(最判平成7・4・14民集49巻4号1063頁)、そもそも賃料にはあらず破産法63条等は被らないとも解されるし、オペレーティング・リースなどは双方未履行契約とされ、リース料が財団等に入ってこない場合には管財人等は当然契約の解除を選択するものと考えられ、いずれにしてもオリジネータの倒産が影響せざるをえない。このようなことを考えれば、果たしてこれらの規定が真に証券化の障害となっているのか、さらに慎重な検討が必要であるようにも思われる。

の改正論の中で、破産法 63 条等を削除する方向で検討が進められている³⁵⁾。そもそも破産法 63 条はドイツの旧破産法に由来する規定であったが、ドイツ法においては、通常不動産の処分や強制執行による処分の場合にも同様の期間制限を設けており、その点で一貫しているが³⁶⁾、日本法はこれを破産の局面に限定して採用したものであり、合理性に乏しいと考えられるためである。この点に対しては、倒産債務者は財産管理の負担（固定資産税等）のみを負い、収益が SPC に移転することは公平に反し、事業の再建を害するとの批判がありうる³⁷⁾。このような批判には確かにもっともな面もあるが、なお通常売買や執行の場合と倒産の場合とを区別する合理的な理由にはならないと思われる³⁸⁾。このような観点から、現在の改正論の方向が実現するとすれば、賃料債権等の証券化の局面でも倒産隔離が進展することになる。

V コミシングリング・リスクの問題

以上に述べてきたように、証券化取引と倒産手続の関係で最も問題となるのは、対象資産の譲渡取引の側面であるが、なお他に倒産隔離が問題となりうる場面として、譲渡後の資産の管理、特に対象が債権である場合に、オリジネータがサービサーを兼ねることによって生じる問題がある³⁹⁾。すなわち、債権譲渡後もオリジネータが当該債権を回収する事務を受任することが多いとされるが、その場

合においてオリジネータが回収金を SPC に引き渡す前に倒産すると、当該回収金にはオリジネータの倒産手続の効力が及ぶことになり、その限りで倒産隔離が機能しないことになる。これがいわゆるコミシングリング・リスクの問題である⁴⁰⁾。

このようなリスクを排除するためには、オリジネータが専用の預金口座を設けるなどして回収金を分別管理している場合には、SPC に取戻権を認めることが考えられる⁴¹⁾。このような取扱いは、例えば、自己の名義で顧客のために有価証券を買い入れた証券ブローカーが当該顧客に証券を引き渡す前に破産した場合において当該顧客に問屋の取戻権を認めた判例（最判昭和 43・7・11 民集 22 巻 7 号 1462 頁）や、保険会社のために保険代理店が保険契約者から受領した保険料について当該代理店が当該保険会社のために開設した専用口座に保管していた場合に当該代理店の破産に際して当該預金の当該保険会社への帰属を認めた裁判例（東京地判昭和 63・3・29 金法 1220 号 30 頁、同昭和 63・7・27 金法 1220 号 34 頁）などにも、同様の問題意識が表れているところである。さらに広く問題を捉えれば、公共工事における前払金保証制度における前払専用口座について信託契約の成立を認めて建築会社の倒産の影響が及ばないとした近時の判例（最判平成 14・1・17 民集 56 巻 1 号 20 頁）や保険会社の特別勘定について特別勘定契約者のために特別の先取特権を認めるべきものとする立法論⁴²⁾なども同様の方向性を示して

35) 中間試案「第 3 部第 1 の 1(2)イ」別冊 NBL 74 号 30 頁参照。なお、その理由の 1 つとして、オペレイティング・リースのリース料債権等の証券化のマイナス材料になる点が例示されている（「中間試案補足説明」別冊 NBL 74 号 111 頁参照）。このような立法を既に提案していた見解として、井上・前掲注 29) 21 頁参照。

36) この点の詳細につき、山本和彦「判批」判評 482 号（判時 1664 号）（1999 年）36 頁参照。

37) また、破産手続においては不動産等の処分が困難となるという面もあろう。

38) 売買や執行の場合、確かに買受人は自己の意思で（賃料処分の事実を前提に）買受けを決断する（その意味で保護の必要が小さい）のに対し、管財人等にはそのような任意性が認められないとして区別する議論があるかもしれない。しかし、この場合も、倒産債権者を基準に考えれば、そのような財産を責任財産として融資等をする際に、そのような賃料処分の可能性を常に念頭に置くべきとするルールが前提にされれば、区別の根拠としての合理性には疑問があろう。

39) なお、論理的には、第三者をサービサーとした場合にも、当該第三者が倒産する局面では同様のリスクが存在するので、これはオリジネータの倒産リスクを超えたより一般的な問題である。

40) このような問題が証券化に止まらず様々なストラクチャード・ファイナンス一般に生じることについては、井上・前掲注 29) 22 頁参照。

41) このような立法提案について、井上・前掲注 29) 23 頁以下参照。

42) このような方向性については、平成 13 年 6 月 26 日金融審議会金融分科会第 2 部会「生命保険をめぐる総合的な検討に関する中間報告」参照。

いるものと言える。証券化の局面についてのみ破産法の中で立法することは困難と思われるが、今後、一般的な視点から、上記のような様々な同旨の問題について最も適切な法律構成および要件化を模索し、適切な投資家・受益者等の保護のスキームを実現していく必要があると思われる。

VI SPCの倒産の問題

以上に述べてきた問題は、いずれもオリジネータが倒産した場合に、その倒産手続の影響を証券化取引に及ぼさない法律構成の工夫であった。ただ、証券化と倒産の問題を考えるとときには、証券化取引のもう一方の主体であるSPCの倒産という事態も考えておく必要がある。第1に、証券化取引の媒体ないし導管にすぎないSPCについては、そもそもそれが倒産手続に入らないような工夫が重要と考えられる。これが倒産申立放棄条項の問題である。第2に、SPCが複数の証券化スキームに関与している場合、各スキームの債権者が各スキームの対象資産にのみ権利を有すること、換言すれば他のスキームの対象資産には手を出せないものとする仕組みが重要となる。これが責任財産限定特約の問題である。第3に、これは必ずしも証券化に固有の問題ではないが、証券化取引では各債権間に優先劣後の関係を人為的に組成する場合が多いところ、そのような関係をSPCの倒産手続の中にも反映する工夫が問題となる。これが劣後条項の効力の問題である。以下では、それぞれの問題について簡単に概観する。

まず、倒産申立放棄条項の問題である⁴³⁾。SPCが倒産手続に入ると、証券化スキーム全体が崩壊してしまうので、それを避けるため、投資家から得た資金の運用制限や社債発行以

外の債務負担行為の禁止などSPCがそもそも倒産状態に陥らないように様々な手当てがされるのが一般的である。しかし、それでも何らかの事情でSPCが支払不能等の状態になったときにも、倒産手続を排除する工夫として、証券化契約においてSPCの倒産申立てを放棄する条項が設けられることが多いとされる。問題はこのような条項の効力いかにある。まず、債権者の申立権の放棄については、不執行の合意の一環として原則として有効なものと考えられるが、対象債権者の属性や放棄の期間等によっては、公序に反する可能性もあろう。他方、債務者の倒産申立権の放棄については、自己申立ておよび準自己申立てが債権者保護の趣旨を含む公益的なものであるとすれば、それを放棄させることは强行法規に反し、認められないものと解される。その意味で、日本法上は、いったん倒産状態に陥ったSPCを倒産手続に入らせない方途には限界があるということになろう⁴⁴⁾。

次に、責任財産限定特約の効力の問題である⁴⁵⁾。責任財産限定特約は、証券化取引以外でも用いられているが⁴⁶⁾、証券化の局面では、1つのSPCが複数のシリーズのABSを発行する場合に、各シリーズのABSは他のシリーズの対象資産を債務の引当てとしない旨の取決めがされる形で利用される。このような特約は一般に不執行の特約として効力を認められ、仮にそれに反して強制執行がされる場合には、債務者は第三者異議の訴えによって右執行を排除できるものと解されている。問題はこのような特約の倒産手続における効力の点にあるが、個別執行においてその効力が認められる以上、包括執行手続でもその効力を認めることが自然である。ただ、このような合意は対象資産を限定した一種の劣後化の合意であり、いわゆる劣後ローンについては明文規定

43) この問題に関する詳細な検討については、山本和彦「債権流動化のスキームにおけるSPCの倒産手続防止措置」金融研究17巻2号(1998年)105頁以下参照。

44) ただ、自己申立てに倒産原因を必要としないアメリカ法とは異なり、日本法上は倒産原因の必要性が申立ての濫用防止機能を果たすと考えられ、日米の制度評価は総合的な視点でされる必要がある点に特に注意を要する。この点につき、山本・前掲注43)116頁参照。

45) この点については、山本・前掲注43)124頁以下、山田誠一「責任財産限定特約」ジュリ1217号(2002年)47頁以下、井上・前掲注29)25頁以下など参照。

46) 山田・前掲注45)48頁以下によれば、証券化の他にも、信託受託者の第三者に対する債務の限定やいわゆるノン・リコース・ローンの借入れにおいて用いられるとされる。

を設ける方向であること⁴⁷⁾、具体的な場面における配当の方法については様々な議論があること⁴⁸⁾などを考えると、将来的には、立法により何らかの対処が図られることが望ましいと言えよう⁴⁹⁾。

最後に、劣後条項の効力の問題である⁵⁰⁾。この点については、既に若干ふれたように（注47）参照）、現在、立法的な解決が検討されている。そこでは、合意による劣後債権は、劣後的破産債権に後れ、株主の権利に優先するものとして取り扱われることが明らかにされている⁵¹⁾。このような改正提案が実現すれば、SPCの倒産手続においても、証券化取引において定められた優先劣後の関係が基本的に尊重されることになり、信用補完措置の実効性が担保されることとなる。

VII おわりに

証券化取引は、現代の錬金術とも呼ばれ⁵²⁾、企業の資金調達の方法として今や必要不可欠なものとなっている。その取引は、アメリカやその影響の強い国々のみならず、経済的にアメリカから遠い国、例えばフランスなどでも盛んに行われるようになってきている⁵³⁾。その意味で、証券化における倒産隔離のあり方は、各国経済の競争力を左右しかねない問題であり、一般的に言えば、それを可及的に実効的なものとする方向で立法論・解釈論が展開されるべきであることは間違いない。

しかし、一部の極端な論者の主張するように、例えば、「当事者が皆売買と考えているのであるから、その取引は売買でよいのだ」というような法解釈はやはり採り難い。少なくとも、第三者の利害が直接関係する倒産の場面では、何らかの法的再構成の余地⁵⁴⁾があることは否定し難いと思われる。そして、実体法制・倒産法制が各国においてまちまちである現状においては、そのような再構成の範囲もまちまちにならざるをえない⁵⁵⁾。しかし、ここで重要であることは、どのような点に倒産リスクがあり、それを避けるために何をすべきかが可及的に明確になっていることであると考えられる。金融技術の進歩は、リスクが明確に画定される限りにおいて、それを取引の内部に取り込む多様な手法をもたらしめているからである。その意味で、本稿における証券化と倒産法に関連する立法・議論等の整理がそのようなリスクの明確化になにがしかの寄与をもたらすことができれば、望外の幸いである。

資料2は、筆者の山本和彦教授および（株）有斐閣「ジュリスト」編集部からの許諾を得て転載しております。

47) 中間試案「第3部第2の3(2)」別冊NBL74号32頁以下参照。

48) この問題に関する詳細な検討につき、山田・前掲注45) 49頁以下参照。

49) 破産法に規定するか、上記問題が典型的に発生する局面を規律する個別法（例えば、信託法や資産流動化法等）に規定するか、なども検討すべき課題であろう。

50) この問題に関する詳細な検討については、山本克己「債権劣化の約定と倒産処理手続——立法論的検討」ジュリ1217号（2002年）53頁以下、井上・前掲注29) 26頁以下など参照。なお、実務的には優先劣後関係を構築するために、複数のSPCを組成する場合もあるようである。

51) 再生手続・更生手続では、劣後の手続債権の制度を廃止したため、実際の規律はやや複雑な構造になっており、なお未確定の部分もあるが、基本的には契約上の優先権の順位を倒産手続でもそのまま尊重しようとするものであることは、山本克己「各種債権の優先順位」ジュリ1236号（2002年）26頁以下参照。

52) 伊藤・前掲注9) (1) 6頁参照。

53) フランスにおいて、証券化はtitrisationと呼ばれ、1988年12月23日法による債権共同基金（fonds communs de créance : FCC）制度（日本のSPC法に該当するもの）の導入およびその度重なる改正によって盛んとなり、特に不動産の証券化が大規模に行われているようである。

54) これが、倒産手続の場面に固有な再構成、すなわち倒産法的再構成（伊藤・前掲注9) (1) 10頁以下）に止まるか否かについては、なお議論の余地はありえよう。

55) 例えば、フランス法においては、その倒産法制における否認権の強力さに鑑み、倒産隔離（résistance à la faillite）の問題としては、否認の点が中心的に論じられているようである。

証券化と倒産法理(上)

破産隔離と倒産法的再構成の意義と限界

東京大学教授

伊藤 眞

現代の「鍊金術」とも呼ばれる資産の証券化は、オリジネーターと呼ばれる企業にとって資金調達の方法として多くの利点が認められる。また、投資家の側からみても、投資にかかる元利金の回収が企業経営の動向に左右されない点で、証券化のもつ意義は大きい。法的には、こうした利点は、「破産隔離」と呼ばれる手法によって実現されるものであるが、その中心をなすのが、対象資産のオリジネーターからSPV等への移転である。

しかし、当該資産が事業の維持存続にとって重要なものであるだけ、オリジネーターについて民事再生や会社更生などの再建型倒産処理手続が開始されたときに、再生債務者等や更生管財人とSPVや投資家との間の対立が先鋭化する。SPV側は対象資産はもはやオリジネーターのものではなく、共益債権などの形でその収益価値がSPVに引き渡されるべきことを主張するのに対して、更生管財人等の側は、対象資産が依然としてオリジネーターに帰属し、ただSPVや投資家はその投資資金を回収できる地位にとどまるとして、更生担保権などの取扱いを主張する。

このような対立は、最近のマイカル更生事件でも双方の側からの意見書の形で表面化しているところであるが、本論文は、「倒産法的再構成」という基本原理から破産隔離が認められる限界を考察しようとするものである。

■ 問題の所在

資産証券化(注1)は、現代の「鍊金術」と呼ばれる(注2)。企業が事業資金を調達しようとするときには、資産の売却、金融機関からの借入れ、あるいは株式の発行などさまざまな手段が考えられるが、優良な資産を保有し、かつ、市場における信用度の高い企業ほど、選択しうる資金調達の手段は多様である。その選択にあたって企業が最も重視するのは、金利など資金調達の費用である。一般には、資金調達の費用が低ければ低いほど借手である企業にとっては、好ましい選択になる。市場における信用度が高くない企業の場合には、比較的高い金利

などで資金を調達しなければならないが、この種の企業にとっても、より低い費用での資金調達が望ましいことに変わりはない。もちろん、資金調達の費用水準は、市場における需要供給の関係、貸倒れの危険などの諸要素によって決定されるのが通常であるが、かりに借手企業が倒産しても、投資の回収が何らの影響を受けないことが保障されているのであれば、倒産の危険がないとはいえない企業であつても、比較的低い費用での資金調達が可能になる。資産証券化が鍊金術と呼ばれるのは、それがこうした可能性を秘めているためである(注3)。

資産証券化のごく大まかな構造を捉えれば、その価値の金錢化が予定される企業の資産、たとえば売掛債権や賃貸用不動産などの価値を化体するものとして社債などの証券が発行される。しかし、その資産を保有する企業（オリジネーターと呼ばれる）自身が証券を発行する方式では、いくつかの問題が生じる。

第一は、当該証券が当該資産の価値そのものを化体するものとみなされないことである。社債自体は企業の財産全体を責任財産とするものであり、たとえ担保付社債であっても、社債権そのものは、会社の総財産を責任財産とする権利である。したがって、この場合の社債権は、当該資産の価値そのものではな

- 目次●
- 問題の所在
- 破産隔離に関する従来の議論
- 倒産法の再構成の意義と限界（以上本号）
- 破産隔離と倒産法の再構成の可能性
- おわりに（次号掲載予定）

く、会社の将来収益を含む会社財産全体の価値を引当てとしたものと考えられる。このことは、将来収益の見込みが高いとはいえない企業にとっては、社債自体の価値も市場において高く評価されず、したがって、低い金利での資金調達が可能になることを意味する。第二に、かりにオリジネーターの倒産という投資家にとって最悪の事態が生じたときに、社債権者は、他の一般債権者と同様に平等弁済に甘んじざるをえないし、また、担保付社債権であっても、会社更生手続における更生担保権の地位などを代表例とする、さまざまな手続的制約や権利内容の変更可能性が存在する。

このような問題の発生を回避するために考えられたのが、当該資産の保有のみを目的とする別法人を設立し、オリジネーターがSPV (Special Purpose Vehicle) と呼ばれる別法人に当該資産を譲渡することによって事業資金を調達し、SPVは、当該資産からの収益を引当てとする証券を発行して買受代金を調達する。こうした仕組みを取れば、投資家によって購入される証券は、オリジネーターの事業全体の収益力とは関わりのない、当該資産の価値のみを引当てとしたものとなり、また、証券上の権利は、オリジネーターの倒産による影響を受けないものとなる。これが証券化の仕組みの中核をなす破産隔離 (bankruptcy remote) と呼ばれるものである。

もともと、破産隔離のために当該資産がSPVに譲渡され、その収益や換価金がSPV自身の収入として、証券に対する利払いや元本償還に充てられるといても、資産の価値を現金化するためには、何らかの意味での事業活動が不可欠である。資産が売掛債権であるときには、その取立や取立金の管理がここでいう事業活動に当たるとし、また、賃貸用不動産であるときには、不動産の維持管理や賃料の收受が事業活動に当たる。しかし、SPV自身は、そのための組織などをもつことを予定していないので、こうした事業活動は、SPVから委託を受けて、オリジネーターが行なうことが

多い（注4）。証券化の対象となる資産がオリジネーターにとって最も重要な資産であることを前提とすると、ここで次のような結果が生じる。

すなわち、事業活動を行ない、その結果として債務負担の可能性のあるオリジネーターについては、引当てとなる資産が乏しいものとなり、事業活動を行わず、したがって証券の利払いおよび償還以外の債務負担の可能性のないSPVについては、資産のみが存在する（注5）。いわば、債務負担の主体と責任財産の主体とが分離された結果となる。そこで、かりにオリジネーターについて破産、民事再生、あるいは会社更生などの倒産処理手続が開始されたときに、SPVに譲渡された資産を破産財団所屬財産、再生債務者の財産、あるいは更生会社の財産（以下、これらを総括して、「倒産債務者財産」と呼ぶ）とみなすべきかどうかが問題となる。これを肯定するとすれば、証券化が目的とした破産隔離はその意義を失うことになるが、これを否定するとすれば、

オリジネーターが負担した債務については、その主たる引当財産が存在せず、債権者はその権利の満足を受ける術を見出すことができない(注6)。証券化と倒産法理との関わりにおける最も根本的問題がここに存在する。

もちろん、証券化と倒産法理との関わりから生じる問題としては、適正価格による資産売却の否認可能性、質料債権やリース債権の譲渡の対抗力(破産法六三条など)、債権回収代理人たるオリジネーターによって管理される金銭にかかるコミングリング・リスク、責任限定特約あるいは劣後化条項の有効性などがある(注7)。しかし、このうちかなりのものについては、立法的解決を図る方向での検討が進められており(注8)、本論文では、もっぱら上記の根本的問題に限定して考察を行なう。

また、証券化の仕組みとしては、対象財産の種類、あるいは資産そのものをオリジネーターからSPVに譲渡するか、それともいったん資産をオリジネー

ターから信託会社に譲渡して、その対価としてオリジネーターが取得した信託受益権をSPVに譲渡する方式による差異などがあるが、ここでは検討の対象を根本的問題に限定するため

二 破産隔離に関する従来の議論

証券化の仕組みと倒産法理の関わりが、オリジネーターからSPVへの資産譲渡が売買に当たるか、それとも担保設定とみなされるかという、いわゆる真正売買論として開始されたことはよく知られたところである。

これはそもそも証券化の仕組み自体がアメリカ法において発達したことを反映したものであるが(注10)、わが国においても、売買とみなされれば、対象財産は倒産債務者財産とされないのに対して、担保とされれば、対象財産自体は倒産債務者財産の一部となり、それにかかるSPVの権利は、担保権実行中止命令などの手続的制約、担保権消滅請求による換価権の剝奪、あるいは更生担保権とされることによる被担保債権の実体的変更などに服する。したがって、ア

に、資産そのものをSPVに移転する方式を原則として対象とし、また資産の種類としては、比較的一般に議論される賃貸用不動産と集合債権を想定する(注9)。

アメリカにおいては、売買であれば対抗要件の具備が要求されないのに対して、担保であればそれが求められるなどの違いはあるものの、真正売買論がわが国においても破産隔離の成否を決める基準として議論されたことも相当の意味を有する(注11)。

真正売買論としてわが国において展開された議論では、当事者の合意内容、価格の均衡、貸借対照表における記載、買戻特約の有無、あるいは信用補完措置の程度などを基準として、対象財産がオリジネーターのものとはみなせるか、それともSPVに帰属しているのかを決定しようとする。これらの要素について個別的に検討する前に、売買とされるか担保設定とされるかについて、法律上どのような違いがあるかを整理してみよう。

う。対象財産やそれに代わる信託受益権が売買によってオリジネーターからSPVに譲渡されれば、売買代金やその変形物が倒産債務者財産を構成することはあっても、対象財産自体は倒産債務者財産の構成物とはなりえない。否認の可能性を別として(注12)、債権者が自らの債権についての責任財産として当該対象財産を期待しえないことが、財産の譲受人に取戻権(破産法八七条、民事再生法五二条一項、会社更生法六二条)を認める根拠でもある。このことは、手続的性質が清算型であろうと、再建型であろうと、何ら変わりはない。対象財産が債権者にとつての責任財産に属しない以上、財産の譲受人の権利行使などに対する制限を設けることは、合理的理由を欠くからである。

これに対して対象財産が倒産債務者財産を構成するものであれば、たとえそれが担保権の目的となっていないときであって、手続的目的を実現するのに必要な範囲で、当該対象財産に対する債権者や担保権者の権利

行使を制限することが正当化される。制限の内容としては、担保権の実行中止、換価権の剝奪、被担保債権の変更などさまざまなものがあるが、いずれの場合でも、対象財産が倒産債務者財産に含まれることが共通の前提となっている。売買によって対象財産が倒産債務者財産から逸出しているか、それとも担保権の設定にもかかわらず対象財産が倒産債務者財産にとどまっているかの本質の違いがここにある。対象財産が担保目的物であり、倒産債務者財産にとどまっている限り、その価値のうち被担保債権額を超える剰余部分は、一般債権者に対する責任財産になるし、担保権者が負担する清算義務も一般債権者からみれば、このような性質をもつものである(注13)。責任財産として復帰(譲渡担保や売渡担保の場合)または帰属(所有権留保やリースの場合)することが予定されている場合には、一般債権者がそれを責任財産として期待することが合理的とみなされ、担保目的物と構成される(注14)。

他方、被担保債権の面から担保権を考察すると、担保権が被担保債権の満足を確保するための法律上の権利であることから、物上保証人の場合を別として、担保権者が担保権設定者に対して金銭債権をもっていることが必要である。このことは、設定者が担保目的物のみならず、その一般財産をもって担保権者に対する責任を負っていることを意味する。たとえ法的形式として被担保債権が存在しないとしていても、後に述べるような法的再構成によって被担保債権の存在が擬制されるためには、担保目的物のみならず、一般財産をもって設定者が担保権者に対して責任を負担していることとみなされることが必要である。信用補完措置などによって一般財産をもってオリジネーターがSPVに対して責任を負っているとするれば、SPVがオリジネーターに対して被担保債権をもっているものとして扱おうとする議論は、このような考え方に基づくものである。もちろん、当事者自身が選択する法的形式によって、被担保債

権の存在および責任財産に対する担保権設定が認められれば、倒産手続においてもそれを担保として取り扱うことに問題は無い。しかし、当事者がそのような法的形式を選択せず、たとえば資産の移転について売買的方式

三 倒産法的再構成の意義と限界

私的自治あるいは契約自由の原則のもとでは、いかなる権利を設定するか、その内容をどのようなものとするかは、当事者の意思に委ねられるのが原則である。したがって、ある財産についてその所有権を相手方契約当事者に移転するか、それとも相手方当事者のために担保権を設定するかなどは、契約当事者間の合意によって決定される。しかし、これまで真正売買論についてみたように、当事者の合意にもかかわらず、権利義務の内容が異なったものとされる可能性が存在する。これを本論文では、法律の再構成と呼ぶことにする。これに近いものとしては、民法上の債権者取消権、倒産処理法上の否認権、あるいは相殺制限などがあり、最終的な

を採り、また、金銭の交付についてその対価の形式を採ったときに、それを担保設定とみなせるかどうかは、法律の再構成が可能かどうかによって決せられる。

目的である債権者の公平の実現、責任財産の回復、あるいは利害関係人への配分の最大化などの目的に法律の再構成との共通性が見出せる。もっとも、否認などは、実定法上の制度としてその要件が定められているが、法律の再構成は、実定法の規定に根拠をもたず、もっぱら条理に基づく解釈論としてその可能性が認められるにすぎない。

広義の法律の再構成のなかには、いかなる理由に基づいて再構成を行なうかによっていくつかの種類が分けられる。たとえば、譲渡担保について考えると、古典的な所有権構成では認められない担保権者の清算義務や設定者の受戻権を認めるために担保権構成が一般的になった

と理解されるが(注15)、これは主として設定者の利益保護という実体法上の理由から法律上の再構成が行なわれているものと思われる。もちろん、譲渡担保の担保的構成は、たんに実体法上の局面だけではなく、第三者異議の訴えの異議原因や破産法上の取戻権の根拠など、手続法上の局面でも問題となるが(注16)、その出発点は実体法上の再構成であり、この種の再構成を実体法的再構成と呼ぶことにする。

譲渡担保の一種とされる売渡担保も、売買および再売買の予約または買戻しの形式を採って行なわれるが(注17)、当事者の意思、売買代金額と目的物の価との均衡、再売買または買戻しまでの期間などを考慮し、譲渡担保と同様にこれを担保として取り扱うことが合理的であるとされる(注18)。この場合にも、当事者が売買の形式を採ったにもかかわらず、担保の設定とみなされ、再売買代金請求権が被担保債権と構成されるわけであるが、これは清算義務の発生や受戻権存続という実体

法上の法律効果を導き出すための再構成であり、実体法的再構成の性質をもつ。

実体法的再構成によってある権利が担保権として扱われるときには、それが民事執行手続や倒産処理手続にも反映されるのが原則であるが、所有権留保の例にみられるように、実体法的再構成が手続法的再構成に結び付かない場合もみられる。所有権留保についても、実体法的には、担保権の一種とされ、留保売主の清算義務や留保買主の受戻権などを認めることが一般に承認されているが(注19)、手続的には、たとえば、留保買主の占有下にある目的物に対する強制執行に対して、留保売主がその所有権に基づいて第三者異議の訴えを提起できるとされ(注20)、あるいは留保買主の破産に際して留保売主が取戻権を行使できるとされていることは、民事執行手続や破産手続との関係では、留保所有権が担保権として再構成されないことを意味している。これは、当事者間の合意に従って留保売主に所有権が帰属することを認めて

も、民事執行や破産手続の目的実現が妨げられるとまではいえないとの理由による。これに対して、会社更生手続においては、留保売主の権利が更生担保権とされているのは、同様に手続の目的実現との関係を重視したものである。このことから、再構成は、手続の目的実現と密接不可分に結び付いていることが理解されよう。

同じく法律再構成に属するものであるが、以上の実体法的再構成と区別されるべきものとして、倒産法的再構成がある。破産を始めとする倒産処理手続においては、手続開始前に有効に行なわれた法律行為の効力を尊重し、管財人や再生債務者も法律行為の結果たる権利義務に拘束されるのが原則である。倒産処理制度が、手続開始時を基準時として倒産債務者をめぐる権利義務関係を公平に取り扱うことを基本とするものであることを考えれば、この原則の意義が理解されよう。取引の安全や法律関係の安定の要請を考えると、この原則の妥当性には疑いを入れない。しかし、場合に

よっては、資産価値を最大限のものとしてそれを利害関係人に配分しようとする制度の目的を実現し、また破産債権者その他の利害関係人間の公平を回復するために、利害関係人の権利義務が変更ないし修正される場合がある(注21)。破産についてこれを見ると、双方未履行双務契約について破産管財人が解除権を行使する場合(破産法五九条一項)、破産宣告前の行為について破産管財人が否認権を行使する場合(同法七二条以下)、あるいは相殺権が制限されたりする場合(同法一〇四条)がこれに当たる。

また、同様の理由から、利害関係人の権利義務がその本来のものと異なった内容のものとして扱われることがある。従来の破産法学においては、これについて統一的な理論構成がなされていないが、本論文では、これを倒産法的再構成と呼ぶこととする(注22)。倒産法的再構成を正当化する根拠は、上記のように、手続の目的を実現し、利害関係人間の公平を回復することであるが、とくに倒産

法的再構成によって不利益を受ける利害関係人の地位を考えれば、再構成を忍受すべき正当な理由が存在することが前提となる。否認や相殺制限の場合には、破産者の経済状態が危機に陥った後の時期に、権利を取得したり、弁済を受けたりしたことが、不利益を忍受すべき正当な理由に当たるとし、双方未履行双務契約の解除の場合には、破産宣告の時点で浮動的不契約関係にあることが正当な理由に当たる。同様に、倒産法的再構成の場合にも、再構成による不利益を忍受すべき正当な理由が存在しなければ、たんにそれが破産債権者などの利益になるというだけの理由から再構成が認められるべきではない。以下、現在の判例および学説上認められている倒産法的再構成の例に即して、このことを説明する。

(注1) 証券化についても、広義または狭義によってさまざまな捉え方があがる(大垣尚司「証券化のスキームとその実態」金融法研究資料編(三頁、四頁(二〇〇一年))、以下では「

いわゆる資産証券化を検討の対象とする。資産の種類別にみた証券化の仕組みについては、「特集」対象資産別にみる証券化・流動化の実務」債権管理九七号三六頁以下(二〇〇二年)参照。

(注2) Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization, 1 Stanford Journal of Law, Business & Finance 133 (1994).

(注3) Schwarcz・前掲注2一三六頁、一三七頁。

(注4) もちろん、オリジネーター以外の第三者に管理を委託することもありうる。片岡義広「不動産の証券化」自由と正義五一巻一一号八四頁、九三頁(二〇〇〇年)参照。

(注5) SPVについて債務負担の可能性や債務超過に陥る危険が皆無とはいえず、したがって倒産処理手続開始予防措置を講じる必要性はある。破産申立権の放棄など、具体的な問題については、山本和彦「債権流動化のスキームにおけるSPCの倒産手続防止措置」金融研究一七巻二号一〇五頁(一九九八年)参照。

(注6) LoPucki, The Death of

Liability, 106 The Yale L. J. 127, 128 (1996) において、証券化が債務者の judgment proof 化の方策の一つとして分析されているのは、こうしたことを背景としたものである。債権者の種類として、オリジネーターの事業活動に起因する不法行為債権者を想定したときに、問題の深刻さが理解されよう。

(注7) 瀬川信久「流動化・証券化の法律問題(1)―資産の移転と証券の発行・流通―」金融法研究資料編(八七頁、八九頁(二〇〇一年))、井上聡「証券化取引に関する倒産法改正の論点」NBL七三八号一七頁(二〇〇二年)参照。

(注8) 非公刊のものであるが、事業再生研究機構証券化問題委員会(世話人代表坂井秀行)から法制審議会倒産法部会破産法分科会宛てに立法提案がなされ、また同分科会においては、適正価格による不動産売却についての否認可能性の制限、破産法六三条および一〇三条の削除などが検討されている(「破産法等の見直しに関する中間試案」第3部第4の1(3)、同第1の1(2)イ参照)。

(注9) 信託方式において信託会

社からオリジネーターに附与される信託受益権は、信託利益すなわち対象財産の収益価値の全部または一部を体化し、信託終了時に対象財産の返還を受ける権利をも内容とするものである(四宮和夫「信託法」二八頁(一九五八年))、三菱信託銀行信託研究会編著「信託の法務と実務」四一五頁(一九九〇年)、証券化のなかでオリジネーターからSPVに信託受益権が譲渡されているときには、信託受益権が倒産債務者財産を構成するのか、それともSPV固有の財産となるのかという形で問題が発生するので、視点を破産隔離に限定する限り、対象財産そのものがオリジネーターからSPVに譲渡される場合との本質的な違いはない。

(注10) すでに古典となった文献として、Shenker & Colletta, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, 69 Texas L. Rev. 1369 (1991)がある。また、邦語の文献としては、角紀代恵「証券化における債権の売買と担保のための移転(1)」「(3)」NBL六五九号八頁、六六〇号二七頁、六六一号二〇頁(一九九

年)が詳しい。

(注11) 田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡を見る視点」(B) NBL五二〇号三八頁、四三頁(一九九二年)、後藤出「資産流動化取引における「真正売買」」(B) NBL七三九号六二頁、六三頁(二〇〇二年)、宗田親彦「会社更生手続の新展開」二八頁(二〇〇二年)参照。

(注12) 山本和彦「債権流動化と否認権」金融・商事判例一〇六〇号一六九頁(一九九九年)参照。

(注13) 民事再生手続上の担保権消滅請求制度は、このことを前提として、目的物が事業再生のために不可欠なときに、担保権者の換価権発動を制限し、優先弁済権が把握する価値を与えつつ、担保権を消滅させようとするものである。伊藤眞はか「研究会・民事再生法(6)ジュリスト一九六号一〇四頁、一〇九頁(二〇〇一年)における松下淳一発言参照。

(注14) 同じく譲渡担保と呼ばれても、手形の譲渡担保の場合には、担保手形が裏書人に復帰することが予定されていないために、裏書人の責任財産に属するものとすべきではない。ただ

し、通説および下級審裁判例は担保権説を採る。詳細については、伊藤眞「破産法(全訂第3版補訂版)」三〇八頁(二〇〇一年)参照。

(注15) 柚木馨「高木多喜男「担保物権法(第三版)」五四六頁以下(一九八二年)参照。

(注16) 柚木「高木・前掲注15五七三頁以下、中野貞一郎「民事執行法(新訂4版)」二八五頁(二〇〇〇年)、伊藤・前掲注14二七七頁、三〇五頁など参照。

(注17) 柚木「高木・前掲注15五四八頁。

(注18) 生熊長幸「買戻し・再売買予約の機能と効用」加藤一郎「林良平編「担保法大系(4)」四四六頁、四七四頁(一九八五年)。もっとも、かつては法形式の違いを重視して、譲渡担保と売渡担保とを区別する考え方が一般的であった。我妻米「民法研究IV」一二三頁以下(一九六七年)参照。

(注19) 柚木「高木・前掲注15五八〇頁。

(注20) 最一小判昭49・7・18(民集二八巻五号七四二頁・本誌七二九号三二頁)は、「動産の割賦払約款付売買契約において、代金完済に至るまで目的物

の所有権が売主に留保され、買主に対する所有権の移転は右代金完済を停止条件とする旨の合意がなされているときは、代金完済に至るまでの間に買主の債権者が目的物に対して強制執行に及んだとしても、売主あるいは右売主から目的物を買受けた第三者は、所有権に基づいて第三者異議の訴を提起し、その執行の排除を求めることができる」と判示する。詳細については、中野・前掲注16二九一頁参照。

破産手続における留保売主の権利を別除権とするか、それとも取戻権とするかについては、考え方が分かれる。斎藤秀夫はか「注解破産法(第三版)(B)」六〇三頁(一九九八年)参照。これに対して、会社更生手続において留保売主の権利が更生担保権として扱われることについては、ほぼ異論がなく、最三小判昭57・3・30(民集三六巻三号四八四頁・本誌一〇〇四号四六頁)もこれを前提としている(山本克己「更生手続と所有権留保」判例タイムズ八六号二八三頁(一九九五年))。

(注21) 水元宏典「倒産法における一般実体法の規制原理」(二〇〇二年、とくに一四四頁以下参照。

(注22) 「ハシンボジウム」資産流動化・証券化の実態と法理」金融法研究一八号三頁、四一頁(二〇〇二年)において高見進教授が、「民法上の売買」や「民法上の担保」と区別して、「倒産法上の売買」や「倒産法上の担保」という概念を立てておられるのも、同様の趣旨かと理解される。

(いとう まこと)



証券化と倒産法理(下) 破産隔離と倒産法的再構成の意義と限界

東京大学教授

伊藤 眞

目 倒産法的再構成の意義と限界(承前)

1 リース契約の取扱い

リース契約、とくにわが国においてファイナンス・リースと呼ばれる契約は、リース会社が目的物の所有者(サブライヤー)から目的物件を買い受け、これをユーザーに使用させてその対価たるリース料の支払いを受ける内容のものである。

ユーザーについて破産手続などが開始された場合においてリース契約がどのように取り扱われるかについては、双方未履行双務契約性肯定説と否定説とが長らく対立していたが(注23)、最高裁判例は、会社更生の事案において否定説を採ることを明

らかにした(注24)。その結果として、リース会社は、本来の契約関係からいえば、更生会社たるユーザーから本来の弁済期に従ってリース料の支払を受けることができたはずであるが、せいぜいのところ、リース料債権を被担保債権として目的物についての更生担保権者として、更生計画に沿った満足を受ける地位を認められるにすぎないこととなった(注25)。

最高裁判例が双方未履行双務契約性否定説を採ったことについては、いくつかの理由があるが、その中心となるのは、次の点であると考えられる。すなわち、第一に、いわゆるフル・ベ

ィアウト方式のリースにおいては、所有権は形式的にリース会社に帰属するものの、ユーザーが目的物の実質的価値を使い尽くすことが予定され、したがって、目的物を更生会社たるユーザーの財産として扱っても不当ではないことである。第二に、リース料債権は、ユーザーが目的物の使用を継続するかどうかに関わりなく発生し、目的物使用の対価とはみなされない。したがって、リース会社は、リース契約時にリース料債権総額相当額を与信し、目的物を担保としてリース料を回収しているとみても不当ではないことである(注26)。第一および第二の理由を総合すると、リース契約に基づく本来の権利義務の内容を変

更し、各期の使用の対価として更生会社たるユーザーがリース会社にリース料を支払うのではなく、目的物を更生会社の財産としたうえで、それについて担保権をもつリース会社の権利を更生担保権として取り扱い、更生計画による満足を与えることについて、リース会社がそれを受忍すべき正当な理由があるとするのが、最高裁判例の背後にある考え方であろう。

2 破産条項の取扱い

さまざまな契約類型において、一方当事者に手形不渡、破産申立て、あるいは支払停止など、資力喪失を象徴する事由が生じたときに、一方当事者がその義務の履行についての期限の

利益をもっているときであつても、請求に基づいて、または当然に相手方当事者がその利益を喪失させ、契約の解除権を行使できる、契約が当然解除されたものとみなす、あるいはそれを前提としてすでに一方当事者に引き渡されている契約の目的物を取り戻すことができるなどの条項が置かれることがある。この種の条項（「破産条項」と呼ぶ）については、その倒産処理手続上の効力がしばしば問題となる。次に述べるように、いくつかの場面では、この種の条項が実体法上有効であることを前提としつつも、倒産処理手続においてはその効力が否定されることがある。したがって、これも倒産処理手続上の倒産法的再構成の例と考えられる。

- 目次●
- 一 問題の所在
 - 二 破産隔離に関する従来の議論（以上一六五七号）
 - 三 倒産法的再構成の意義と限界（一六五七号、および本号）
 - 四 破産隔離と倒産法的再構成の可能性
 - 五 おわりに（以上本号）

第一は、会社更生手続において所有権留保条項付売買契約における破産条項の効力が否定される場合である。周知のように、前掲（注20）第三小判昭57・3・30は、破産条項の効力を否定し、解除を前提として留保売主が留保買主から目的物の占有を回収することを認めない。したがって、この場合には、実体法上有効な破産条項の効力が、会社更生手続上での倒産法的再構成の結果として、その効力を否定されたものであるが、その理由は、次のように考えられる。

会社更生手続においては、特定財産上の担保権は更生担保権とされ、本来の権利行使権能を認められず、更生計画による満足を受けることを強制される（会社更生法一二三条一項、一二四条一項など）。ここで更生担保権とされるのは、法文上では抵当権などの典型担保権であるが、現在の判例、学説および実務上では、譲渡担保や所有権留保などの非典型担保についても、このような取扱いが類推適用されることが承認されてい

る。そこで、所有権留保売主としては、いったん会社更生手続が開始されれば、その権利の実行についてこのような制限を課されることが予想されるので、それを免れるために、会社更生手続が開始されるための前提条件である会社更生申立てなどを理由とする破産条項を定め、手続開始前にその効力を発動させることによって、更生担保権としての制限を回避しようとするものである。したがって、会社更生において留保売主のための破産条項の効力を否定した上記最高裁判例は、特定財産上の担保権の実行権能を更生担保権という形で制限しようとする会社更生手続の基本目的が、破産条項によって潜脱ないし回避されることを防ごうとするものと理解される（注27）。

第二に、同じく破産条項であっても、双方未履行双務契約についてそれが問題となることがある。双方未履行双務契約については、会社更生法一〇三条一項や破産法五九条一項によって管財人に契約の履行が解除かの選択権が認められている。こ

れは、更生会社や破産財団にとって負担となる契約はこれを解除し、利益となる契約はその履行を選択する自由を認めるという、更生手続や破産手続の目的を達成するために管財人に特別の権能を認めたものである。しかし、この場合にも、契約中に含まれる破産条項の効力が認められるとすれば、会社更生申立てや破産申立ての事実が生じた時点で、契約は解除されることとなり、管財人の選択権はその実効性を失うことになる。現在の通説が、この場合における破産条項の効力を否定すべきものとしているのは（注28）、こうした点を考慮した結果にほかならない。

以上に述べた第一および第二のいずれの場合においても、破産条項の効力が否定されるという形で倒産法的再構成が行なわれることは、担保権についての権利行使の制約や、管財人の契約解除に関する選択権保障など、会社更生または破産手続の基本的目的が破産条項の効力によって損なわれるからにほかならない。

3 倒産法的再構成の基本原則と合理的限界

以上、リース契約および破産条項の取扱いについて述べたところを総合すると、倒産法的再構成の基本原則とその合理的限界は、以下のように整理される。まず、①一定の法律行為の形式が採られているにもかかわらず、その結果として成立する権利義務が、実体とは異なったものになっており、かつ、法形式どおりの権利義務を認めることが、破産債権者や更生債権者などの合理的期待を裏切る結果となる場合には、法形式による権利義務とは異なる倒産法的再構成がなされる可能性がある。リース契約の文言にもかかわらず、リース目的物がユーザーに帰属するものとされ、またリース料債権が各期における目的物使用の対価ではなく、リース契約時に一括して発生し、ただ、目的物の価値によって担保されているとされるのは、このような考え方によるものである。ただし、②その場合でも、倒産法的再構成が契約の相手方など、

利害関係人の権利との公平を害しないかどうか注意到注意する必要がある。

また、③破産条項についてみたように、ある法形式を認めることが破産や会社更生手続の規定を回避または潜脱する結果となり、手続の目的実現を妨げるものとみなされる場合には、やはり倒産法的再構成の対象となり、法形式どおりの法律効果の発生が否定されることがある。ただし、この場合には、同様の目的を達するために設けられている他の制度、とくに否認制度との関係を考慮する必要がある。

倒産法的再構成は、以上のような視点から考えられるべきものであるが、先に述べた売渡担保などの場合と異なると、倒産処理手続外の実体法領域において有効と認められる法律行為の効果是否定または変更するもので、取引の安全に大きな影響を与える。したがって、上記のような基本原則が適用される場合以外には、安易にこれを行なうべきものではない。このことを前提として、証券化の仕組みの

中核たる破産隔離について担保設定とみなす再構成が可能かどうか

四 破産隔離と倒産法的再構成の可能性

まず、対象財産の倒産債務者財産への帰属性を検討する。所有権留保では所有権が留保され、また譲渡担保および売渡担保においては、債務者から担保権者に所有権が移転する法形式が採られるにもかかわらず、なお所有権が設定者の責任財産に帰属するとみなされるのは、対象財産に対する物的支配権が設定者に残っていると考えられるからにはかならない。たとえば所有権留保については、売買代金完済とともに所有権が留保買主に移転することが予定されており、したがって、所有権が売主に留保されている期間内であっても、買主は、代金完済を条件とする所有権を取得しているとみなされ、その意味で条件付所有権の目的物が買主の責任財産を構成し、売主の留保所有権は実体法上担保権と再構成され、倒産手続上別除権や更生担保権として扱われる可能性がある。留保買主の債権者の視点か

うか、あるいはどのような条件があれば可能かを検討する。

らみても、条件付所有権が買主に帰属する以上、その目的物を責任財産として期待することが合理的とみなされる。また、譲渡担保の場合には、受戻権や清算義務を根拠として、いわゆる譲渡担保の担保的構成に基づいて譲渡担保権者には所有権形式の担保権が、設定者には設定者留保権が帰属するとされ、この設定者留保権を根拠として、対象財産が設定者の責任財産を構成する。したがって、設定者の倒産の場合にも、譲渡担保権者の権利は別除権や更生担保権として扱われる。証券化の場合でも、買戻権ないし実質的にこれに相当するような権利がオリジネーターに附与されており、オリジネーターの意思に基づく所有権の回復が予定されているような場合には、この根拠に基づく再構成がありうる。これは、実体法的再構成の倒産手続への反映である。これに対して、リース取引の

場合には、対象財産上の権利関係は必ずしも明確ではない。すでに述べたようにリース物件の所有権は終始リース会社側に帰属するものとして予定され、ユーザーに移転することはない。にもかかわらず、現在の実務がリース物件がユーザーの責任財産に属することを暗黙の前提として、リース会社の権利を別除権や更生担保権として扱っているのは、いわゆるフル・ペイアウト方式のリースにおいては、所有権は形式的にリース会社に帰属するものの、ユーザーが目的物の実質的価値を使い尽くすことが予定され、したがって、目的物を更生会社たるユーザーの財産として扱っても不当ではないことを踏まえたものである。

所有権留保や譲渡担保とは異なっており、所有権の移転や復帰は当事者間の合意では何ら予定されていないにもかかわらず、このような結論を導いているのは、倒産法の再構成以外の何者でもない。それが許されるのは、目的物の価値のほとんどすべてがユーザーによって使い尽

くされることが予定されるのであれば、リース会社に留保されている所有権は、その実体をもたないものであり、使用価値と交換価値とを把握する所有権としての性質をもつものではなく、他の目的のために所有権の法形式が利用されているとみることができるためである（注29）。ユーザーの債権者からみても、目的物の価値がユーザーの事業のなかで使い尽くされるのであれば、目的物をユーザーの責任財産に属するものと期待するのが自然といえよう。

もっとも、動産賃貸借の法形式を採る場合でも、賃貸借期間に動産の価値が使い尽くされることが想定されえないわけではなく、リースとどのように区別できるかが問題となる。たしかに、財産の価値のみに着目する限り、純粹の動産賃貸借でも対象動産が賃借人の責任財産に帰属するとみることが適当な場合があることを否定できない。しかし、ここで②の基準たる公平が問題となる。リースの場合には、契約両当事者の意思としては、いかなる意味でも所有権を

リース会社からユーザーに移転する合意がなく、この点が所有権留保や譲渡担保などと異なる。にもかかわらず対象財産の価値がユーザーのもとにおいて使い尽くされることをもってユーザーに所有権が帰属するのと同様の取扱いをするためには、それが公平に合致する事情が存在しなければならぬ。

前掲（注24）最二小判平7・4・14において、「右リース契約においては、リース料債務は契約の成立と同時にその全額について発生し、リース料の支払が毎月一定額によることと約定されている。それはユーザーに対して期限の利益を与えるものにすぎず、各月のリース物件の使用と各月のリース料の支払とは対価関係に立つものではない」と判示されている部分が、その事情に対応するものと理解される。

すなわち、リース会社は、各期の使用に対応したリース料債権をもつのではなく、全額についてリース料債権をもっているのであるから、ユーザーが期限の利益を失ったときには、ただ

ちにその債権を被担保債権として目的物について優先弁済権を主張し、またユーザーの責任財産全体について権利行使をすることができると。この点がリースと動産賃貸借との違いである。動産賃貸借の場合であれば、賃借人の権利行使の範囲は、あくまで現在および過去の賃料債権相当額であり、かりに賃料債務の不履行が発生しても、それ以上将来の賃料についてまで権利行使をすることはできない。平常時において債権全額の権利行使が認められる以上、それが被担保債権とみなされて、対象財産をユーザーの責任財産に属する担保目的物と扱われても公平に反するとはいえないというのが、最高裁判決の趣旨と理解される。

上記の基準に照らして証券化における破産隔離の仕組みを考えると、以下のような結論になる。リース債権やクレジット債権の証券化においては、代金の支払を対価として債権そのものがオリジネーターからSPVに移転される。このときに、オリジネーターが代金相当額を支払

ることによってSPVから譲渡債権全体を買い戻す権利が認められているのであれば、売渡担保の場合と同様に実体法的再構成の可能性があり、売買の法形式にもかかわらず対象債権はオリジネーターの責任財産に帰属するものであり、SPVが売買代金に相当する被担保債権をもち、対象債権はその担保目的物とみなされる可能性が存在する。

しかし、譲渡債権のうち取立不能のものなどについてオリジネーターの買戻義務が定められているにすぎない場合には、それは種類物売買における瑕疵担保責任の問題にすぎず(注30)、対象債権の帰属に影響するものではない。要は、譲渡債権全体についてオリジネーターが買戻権という権能の行使を通じて、支配権能を留保しているとみられるかどうかが基準となる。

次にリースの場合のように、いかなる意味でも当事者が対象財産の移転を予定していないが、帰属主体とされない当事者によってその価値が使い尽くされることを理由として倒産法的

再構成がなされ、対象財産の責任財産への帰属が擬制される可能性がある。しかし、債権証券化の仕組みでは、対象債権の価値はもっぱらSPVによって発行される証券の元利償還に充てられることが予定されており、オリジネーターがそれを使い尽くすことは考えられない。もっとも、先に述べたように対象債権の取立についてオリジネーターがサビサーとなることによって、取立金の保管などをオリジネーターが委ねられることはありうるが、その場合でもオリジネーターがSPVに取立金を引き渡すことが予定されている限り、対象債権の価値がオリジネーターによって使い尽くされることを意味するものではない。ただし、取立金の保管についてそれがオリジネーターの一般財産に混入し、オリジネーターの事業資金として使用される可能性が認められるようなときには、上記の意味で、対象債権の価値をオリジネーターが使用するとみなされ、対象債権自体がオリジネーターの責任財産に属するものとされるおそれがある(注31)。しかし、そのような場合を除いて、第二の基準、すなわち責任財産とみなすことが公平に合致するかどうかを検討するまでもなく、対象財産のオリジネーターへの帰属は否定される。

次に、賃貸用不動産の証券化について検討する。債権の証券化の場合と同様に、売主たるオリジネーターが買戻権を附与されているときには、実体法的再構成に基づいてオリジネーターに対象財産についての支配権が残っているものとして、当該不動産がオリジネーターの責任財産に帰属し、買戻代金債権が被担保債権とみなされる可能性がある。とくに、買戻権の行使価格が行使時の時価ではなく、当初の価格であるときには、この可能性が高い。

さらに、かりに買戻権という形でオリジネーターに対象不動産についての実質的支配権が存在しないときであっても、対象不動産の価値がオリジネーターに帰属しているとみられる事情がないかどうかの問題となる。債権の証券化の場合と同様に、

たとえばオリジネーターがSPVへの譲渡後も対象不動産の管理や賃料の收受を委ねられ、その賃料がオリジネーターの一般財産と分別管理されず、しかもオリジネーターの事業資金として使用されうるなどの事情が存在するときには、倒産法的再構成に基づいて、所有権移転の形式にもかかわらず、対象財産が責任財産に帰属するものとして、SPVの権利が担保権として扱われる可能性がある。

もっとも、リースについて述べたように、SPVの権利が担保権とされるためには、その被担保債権を指定することができ、担保権として扱うことが公平に合致するとみられる事情が存在しなければならぬ。被担保債権が指定されるためには、SPVが買取りにあたって出捐した金銭の一括返済を求める権能を有すること、およびその権能に対応するものとしてオリジネーターが対象不動産のみならず、一般財産全体をもって責任を負っていることが必要である。

オリジネーターがその所有す

る賃貸用不動産をSPVに譲渡
し、その管理および賃料の收受
を委ねられ、オリジネーターか
ら引き渡される賃料がSPVが
発行した証券元利金の償還に充
てられる場合について考えてみ
ると、SPVがオリジネーター
に対してもつ権能は、各期の賃
料引渡請求権のみであり、それ
を超えて、SPVが対象不動産

譲受にあたって出捐した金銭、
すなわち代金相当額の金銭の一
括返済を求める権能を有してい
るわけではない。また、オリジ
ネーターについて信用不安が生
じたときに備えて設置される、
いわゆるバックアップ・サビー
サーの存在を考えれば、オリジ
ネーターに対する賃料引渡請求
権の存在すらも証券化にとって
本質的な要素ではない。した
がって、ファイナンス・リース
の場合と異なっており、かりに対象
不動産の価値についてみれば、
それがオリジネーターの責任財
産に帰属するような外観を呈す
る場合であっても、被担保債権
とみなされるべきものが存在し
ない以上、倒産法的再構成の余
地はなく、賃貸用不動産の証券

化において、対象不動産をオリ
ジネーターの責任財産に属する
担保目的物として、SPVの権
利を担保権と構成する合理的理
由はない。

なお、不動産証券化の仕組み
のなかでは、セール・アンド・
リースバックという手法が用い
られることがある(注32)。

いったんオリジネーターから不
動産を譲り受けたSPVが、当
該不動産をオリジネーターに賃
貸し、オリジネーターが不動産
を利用した事業収入をもってS
PVに賃料を支払い、SPV
は、その賃料収入を証券の償還
に充てるものである。先の例の
場合には、オリジネーターは自
ら賃借人となるわけではなく、
不動産の管理および賃料の收受
に当たるにすぎず、したがっ
て、SPVにとっての賃料収入
は、オリジネーターの経営状態
などによって直接左右されるも
のではない。これに対して、
セール・アンド・リースバック
の場合には、オリジネーター自
身が賃借人となるところから、
賃料収入はオリジネーターの事
業経営に直接に依存するものと

なり、オリジネーターの事業経
営が破綻すれば、賃料収入が確
保できず、SPVの証券償還に
も支障を生じる。この意味で、
証券の償還およびその前提とな
るSPVの賃料債権の回収は、
オリジネーターの事業経営、言
い換えればその責任財産に依存
している。

それでは、SPVの権利を賃
料債権全体を被担保債権とし、
対象不動産を担保目的物とする
担保権とみなすことができるだ
ろうか。対象不動産がオリジ
ネーターに賃貸され、その使用
価値がオリジネーターの事業活
動のなかで具体化され、すなわ
ち賃貸期間中とはいえ目的物の
価値がオリジネーターによって
把握されていること、およびS
PVの賃料債権の弁済がオリジ
ネーターの責任財産に直接依存
していることを考えれば、この
ような再構成も可能なようにみ
える。しかし、SPVのオリジ
ネーターに対する債権は、あく
まで各期の賃料債権であり、た
とえ各期の賃料債権の弁済が怠
られたときといえども、SPV
がオリジネーターに対して賃貸

期間全体に対応する金額の弁済
を求める権能をもっているもの
ではないことを考えれば、この
ような再構成は公平に反する。
ファイナンス・リースについ
て述べたように、債権者とされ
るべき者がその債権全額を一括
して返済を求める権能をもつて
いるからこそ、その権能を被担
保債権と構成し、対象財産を担
保目的物と構成することが公平
に合致するのであり、そのよう
な権能をもたないにもかかわらず、
被担保債権および担保目的
物とする倒産法的再構成は、債
権者とされる者、すなわちSP
Vの利益を不当に害する結果と
なる。もちろん、賃料収入がオ
リジネーターの事業経営にか
かっている以上、オリジネー
ターの経営状態は資産の評価に
影響せざるをえず、ひいては、
証券に対する格付にも反映され
ることになるが、それは資産評
価の問題であり、倒産法的再構
成の根拠となるものではない。

最後に第三の基準、すなわち
証券化が倒産処理手続の規定を
回避または潜脱し、手続の目的
実現を妨げるものでないかどうか

かを検討する。破産条項については、このような理由から倒産法的再構成が行なわれ、その効力が否定されるが、証券化については、責任財産からの視点が問題となる。とくに、オリジネーター自身がリースバックを受けて、対象財産をその事業活動に使用する仕組みの場合には、事業活動から生じる債務負担についての責任を回避または潜脱するために対象財産をSPVに移転して、資金調達をしているとみなされるのであれば、倒産法的再構成を行ない、対象財産をオリジネーターのものとしたうえでSPVの権利を融資確保のための担保権とみなす可能性が生じる。ただし、このような可能性が問題となるのは、対象資産の譲渡時にオリジネーターが債務超過の状態にあった場合に限定される。なぜならば、平常時においては、オリジネーターにとってどのような形で資金調達をするかは、その判断に委ねられるべきものである。その結果として行なわれた証券化のための資産譲渡に対して倒産法的再構成を加えるべき

理由はない。これに対して、オリジネーターが債務超過に陥っているときには、倒産法秩序の目的に照らして、責任財産を維持することがオリジネーターに要請されているとして、資産譲渡を責任財産から隔離することを認めず、対象資産がなお倒産債務者財産に属するとの倒産法的再構成を検討する余地がある。

しかし、本論文においては、証券化のための資産譲渡に関してこのような理由からの倒産法的再構成は否定すべきものと考

五 おわりに

証券化、とくにそのなかにおける破産隔離の取扱いについては、具体的事件をめぐって見解が対立している。本論文は、あくまで一般論を検討するものであり、具体的事件の解決のあり方を述べるものではないが、本論文の考え方を前提として、具体的事件をめぐって発表された見解の問題を指摘してみた。株式会社マイカルほかその関連会社九社については、平成三年一月三十一日会社更生開始

える。たしかに、債務超過状態において責任財産を維持するところは、倒産法秩序の要請するところである。しかし、法は、その要請を実現するために、一定の要件を設けて故意否認または危機否認などの可能性を認めているのであり、債務超過状態における資産譲渡であるとの理由から倒産法的再構成を認めることは、こうした否認制度の趣旨を曖昧にしてしまうからである。この要請に基づく制度を強化するとすれば、否認制度の拡充を検討すべきである。

決定がなされ、現在更生手続中であるが、そのなかでセル・アンド・リースバックを内容とする証券化の仕組みについて、SPVのもつ賃料債権を共益債権として扱うべきか、それとも更生担保権として扱うべきかという形で議論が展開されている。それぞれの立場から提出されたと報じられている意見ないし見解(注33)を材料として、本論文の立場から論評を加えた

本件は、オリジネーターが信託銀行に対して対象不動産を譲渡してその対価として信託受益権の設定を受け、それをSPVに譲渡してその代金で資金調達をするものである。SPVは、そのために証券を発行するが、その元利金の償還は、信託銀行から不動産を賃借したオリジネーターからの賃借料の支払によることが予定されている。これについてSPVの権利を更生担保権とする「意見書」の骨子は次のようなものである。

すなわち、SPVが発行する証券の償還は、オリジネーターの事業収入、言い換えればオリジネーターの信用に依存している。これは、証券化によってSPVが調達した資金についてオリジネーターが隠れた返還義務を負っていることを意味する。その隠れた返還義務は、法律的には、SPVと一体である信託銀行に対する賃料支払義務として現れる。すなわち、オリジネーターは、信託銀行から信託受益権相当額の融資を受け、賃料の支払の形でその返済を行なう。そして、オリジネーターの

事業が不振となり、そのSPVに対する債務の履行ができなくなったときには、信託受託者たる信託銀行がその資産を売却して証券に対する償還を行なうことになっているから、これが被担保債権の債務不履行における担保権の実行に当たるといふ。

これに対して「反論書」では、オリジネーターから信託銀行に支払われる賃料総額はあらかじめ定まっているものではなく、また予定されている期間の賃料や解約違約金を合計してもとうてい証券全額の償還に足りないこと、あくまで賃料はオリジネーターが目的物を使用する対価であり、使用と切り離されたものではないことなどを述べる。

この論争のなかで、賃料の改定がありうるか、あるいは賃料総額と違約金を合計したものが証券の償還に足りるものであるかどうかは、事実認識にかかるところであるから、ここで論評の限りではない。その点を別として、この論争のなかでは、なぜ対象不動産またはその価値代替物たる信託受益権が更生会社の

財産とみなされるか、また信託銀行が更生会社に対して被担保債権をもっていると構成することとが公平に反しないかなどの、基本的視点が十分に踏まえられていないことを指摘できる。

本論文のなかで論じたように、対象不動産がオリジネーターたる更生会社の財産であり、SPVや信託銀行の財産ではないと実体的または倒産法的に再構成されるためには、買戻権などの形でオリジネーターが所有権を回復することが予定されているか、またはそのような仕組みが採られないときにも、オリジネーターが対象不動産の価値を自らの利益のために費消することが認められていることが必要である。本件は、

セル・アンド・リースバックの事実で、オリジネーターたる更生会社は、目的物を自らの事業活動のために使用することが認められてはいるが、目的物の使用価値は、賃料という形でオリジネーターから信託銀行に償還することが予定されており、オリジネーターが目的物の使用価値を一定期間にわたって支配

するとは認められない。この点から、対象不動産が更生会社の財産であり、信託銀行やSPVがそれについて担保権をもつと再構成することは困難ではないかと思われる。

また、信託銀行が信託受益権附与の形でオリジネーターに対して経済的利益を供与していること、および賃料債権の形でオリジネーターから信託銀行に対して各期に金銭の支払がなされることは間違いがないが、それが供与された経済的利益を回収するための法律上一个の被担保債権およびその弁済とみなされるためには、オリジネーターの債務不履行に際して、各期の賃料債権としてではなく、一個の債権として一括した権利行使が認められていなければならない。

しかし、公に報じられているところからみる限り、このような可能性は存在しないようであり、だとすれば、公平の見地からみても、信託銀行が供与資金返済のためにオリジネーターに対して被担保債権をもつと再構成することも困難ではないかと思われる。

また、先に第三の基準についてみたように、債務超過状態において証券化のための資産譲渡がなされたことを理由として、SPVの権利を担保権とする議論も考えられないではないが、被担保債権の構成に問題があり、また、根本的には、債務超過状態における責任財産の維持は、否認制度に委ねられるべきものであることを考慮すると、

かりに本件の事実でオリジネーターが資産譲渡時に債務超過の状態にあったとしても、それを理由として倒産法的再構成を行ない、対象財産がオリジネーターの責任財産に属するものとして信託銀行やSPVの権利を更生担保権とすることは困難ではないかと思われる。

具体的事実については、正確な情報をもたないためにこれ以上の言及を避けることとするが、いずれにしても、証券化における破産隔離を認めるかどうかについては、責任財産や担保権、そして倒産法的再構成の限界という、基本原則を十分に意識した議論を展開することが必要と信じる次第である。

(注23) 詳細については、伊藤・前掲注14二四二頁参照。

(注24) 最一小判平7・4・14(民集四九卷四号一〇六三頁・本誌一四二五号六頁)。

(注25) ただし、最高裁判決は、双方未履行双務契約性を否定するのみであり、更生担保権としての地位を認めているわけではない。更生担保権とするための法律構成については、いくつものものが考えられるが(山本和彦「ファイナンス・リース契約と会社更生手続」NBL五七四号六頁、一一頁(一九九五年)参照)、ここではいわゆる隠れたる所有権留保説を前提として、以下の議論を進める。

(注26) 八木良一「最高裁判所判例解説」法曹時報五〇巻三号二四五頁、二五七頁(一九九八年)においても、本判決はリース契約一般ではなく、ファイナンス・リースの特性を重視したものであることが指摘されている。

(注27) このような理解は、すでに加茂紀久男「最高裁判所判例解説」法曹時報三七巻一一号二四五頁、二五九頁(一九八五年)や竹下守夫「判例解説」判例タイムズ五〇五号二七八頁、

二八〇頁(一九八三年)で示されているところである。

(注28) 伊藤・前掲注14二二〇頁、二二二頁参照。東京地判平10・12・8(判例タイムズ一〇一一号二八四頁)は、売買契約に関する破産条項解除について、「本件解除特約は、双務契約である売買契約を相手側の判断で一方向的に解除し得るという内容の特約であるから、売手と買手の双方が債務を履行していない段階を想定すると、その判断により契約の維持か解除かを選択しうる破産管財人の解除権(破産法五九条)と抵触し、右権限を無意味にするものであることは明らかである」と判示する。

(注29) 前掲注24最一小判平7・4・14では、「ファイナンス・リース契約は、リース期間満了時にリース物件に残存価値はないものとみて、リース業者がリース物件の取得費その他の投下資本の全額を回収できるようにリース料が算定されているものであって」とする判決理由部分がこれに対応する。

(注30) 瀬川・前掲注7九四頁参照。
(注31) Schwartz, The Univer-

sal Language of International Securitization, 12 Duke J. of Comparative & International Law 284, 294 (2002). また、佐藤正謙「金融資産の証券化に伴う実務上の諸問題(5)」NBL五七六号五八頁、六一頁(一九九五年)は、「とりあえずオリジネーターによる債権回収、一般口座への入金・混合を認めつつ、一定期間経過後、SPVへの譲渡債権の回収金に相当する金額をSPV名義の別口座へ転送金するよう義務づけることが考えられる」と指摘する。

(注32) 小野傑「わが国における不動産証券化の状況」自由と正義五一巻一一号九八頁、一〇四頁(二〇〇〇年)によると、わが国における商業用不動産証券化の多くは、この方式によって行われるとされる。

(注33) 「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」の概要「本誌一六四六号三二頁(二〇〇二年)、日経公社債情報一三四一八頁(二〇〇二年)」、「マイカル・グループ証券化に関する「山本意見書」に対する見解書」の概要「本誌一六四九号一七頁(二〇〇二年)」による。また校正時までに、山本

和彦「マイカル証券化スキームの更生手続における処置について」本誌一六五三号四四頁(二〇〇二年)、加藤慎「上田裕康「なぜわれわれはマイカルCMBを問題にするのか」NBL七四六号三一頁(二〇〇二年)」に接したが、個別事件に深く立ち入ることを避けるため、ここでは検討の対象としない。

(いとう まこと)

資料3は、筆者の伊藤眞教授および(株)金融財政事情研究会「旬刊金融法務事情」編集部からの許諾を得て転載しております。

証券取引法研究会メンバー

(平成16年4月現在)

会 長	神 崎 克 郎	関西学院大学教授
委 員	龍 田 節	同志社大学教授
〃	前 田 重 行	学習院大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
〃	浜 田 道 代	名古屋大学教授
〃	関 俊 彦	法政大学法科大学院教授
〃	森 田 章	同志社大学教授
〃	山 下 友 信	東京大学教授
〃	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
〃	吉 原 和 志	東北大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	永 井 智 亮	野村證券法務部長
〃	園 田 成 晃	日興コーディアルグループ法務部次長
〃	細 川 健	大和證券グループ本社経営企画部次長
〃	堀 内 勇 世	大和総研制度調査部次長
〃	長 友 英 資	東京証券取引所常務取締役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会企画部課長
オブザーバー	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	関 要	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所理事・主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員兼企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料310円(2002年8月)

証券取引法研究会編

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

証券取引法研究会編

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料340円(1998年9月)

証券取引法研究会国際部会編

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料310円(1996年6月)

証券取引法研究会国際部会編

コーポレート・ガバナンス

ーアメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究ー

証券取引法研究会国際部会訳編

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

外国証券関係法令集 当研究所訳編

アメリカ I 1933年証券法、1934年証券取引所法

A5判 179頁 2,548円 送料310円(1990年10月)

アメリカ II 1933年証券法規則

A5判 241頁 3,567円 送料310円(1996年4月)

アメリカ IV 1939年信託証券法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法他

A5判 213頁 3,364円 送料310円(1992年7月)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料310円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料310円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

B5判 57頁 525円 送料210円(2003年11月)

第2号 システム障害と損失補償問題

B5判 66頁 525円 送料210円(2004年1月)

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

B5判 69頁 525円 送料210円(2004年3月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
なお、当研究所の出版物案内は研究所のホームページ<http://www.jsri.or.jp/>
にてご覧いただけます。)

証券取引法研究会研究記録 第4号

証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）

平成16年6月15日

定価（本体500円＋税）

編者	証券取引法研究会
発行者	財団法人 日本証券経済研究所
	東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
	東京証券会館内 〒103-0025
	電話 03(3669)0737 代表
	URL : http://www.jsri.or.jp/