

証券化と倒産隔離をめぐる理論状況

高橋正彦

要 旨

資産流動化・証券化スキームがオリジネーターの倒産手続に巻き込まれないという意味での倒産隔離性の法的構造は、①オリジネーターから SPV への資産譲渡に係る対抗要件の具備、②資産譲渡の真正売買性、③倒産管財人による否認リスクの回避、という三段階から成っている。これらのなかでも、真正売買性、すなわち、「資産譲渡が売買か担保か」という問題が、中心的な論点として議論されてきた。従来真正売買論は、真正売買性のメルクマールとなる様々なファクターを総合的に判断するというものであった。

2001年9月に経営破綻したマイカルの会社更生事件において、同社グループが保有していた店舗不動産の証券化（CMBS）案件の真正売買性をめぐり、倒産法学者等による論争が展開された。そのなかで、従来真正売買論を批判し、譲渡担保に関する判例・学説に従って、①被担保債権の存在、②担保目的物の処分に係る実行権と補充性、③設定者による受戻権という三要件により判断するべきである、との見解が主張された。

こうした近時の有力説が重視する担保権の要件は、担保取引に係る主要事実に相当する一方、従来真正売買論が挙げる様々なファクターは、そうした主要事実を基礎付ける間接事実群に相当する。両者は、排斥し合うものではなく、両立・補完し得るものである。

なお、2005年初に施行された新・破産法には、流動化・証券化に関連する規定が含まれている。これにより、法的不確実性がある程度低減されたが、残された問題も少なくない。

目 次

- I. はじめに
- II. 倒産隔離性の法的構造
- III. 真正売買論の展開
 - 1. 従来の真正売買論
 - 2. マイカルCMBS論争の経緯
 - 3. マイカルCMBS論争の総括と真正売買論の

- 方向性
- IV. 新・破産法と証券化との関連
 - 1. 賃料債権の処分に係る破産債権者への対抗力の制約の削除
 - 2. 不動産等の適正価格での売却に対する否認要件の整備

I. はじめに

資産流動化・証券化は、オリジネーター（原資産保有者）から、仕組み上の媒体であるSPC（特別目的会社）等のSPV（特別目的媒体）に、指名金銭債権や不動産等の資産を移転し、それらの資産から生じるキャッシュフローを裏付けとして、ABS（資産担保証券）等の流動化・証券化商品を発行するという、先端的な金融技術である。

2005年の我が国の証券化商品発行額は、前年比70%増の8.6兆円を記録した（ドイツ証券調べ）。我が国初のABSが発行された1994年11月から約11年で、発行額（フロー）ベースでは、普通社債（2005年の発行額6.8兆円）を上回る規模にまで、拡大したことになる。最近では、住宅ローンの証券化商品（RMBS）が市場拡大を牽引しており、商業用不動産関連（CMBS等）や、リース債権、クレジット債権を裏付けとするABSなどが、これに続いている。

ところで、拙著『証券化の法と経済学』（NTT出版、2004年6月）第3章「証券化と倒産法制」等で強調したように、資産流動化・証券化は、本来、信用リスクをコントロールする金融技術という意味で、クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての性格を有して

いる。すなわち、典型的な流動化・証券化スキームにおいては、その資産流動化（Asset-backed）性と仕組み（Structured）性に基づき、①SPVへの資産譲渡（信託を含む）により、オリジネーターの信用リスクから基本的に切り離されており、②対象資産の信用力（多くの場合、各種の信用補完措置によって、信用度・安全性が高められる）のみが、投資家にとっての引当てとなるということが、その本質的な要素となっている。

このような資産流動化・証券化の基本的な仕組みのなかで、上記①のオリジネーターの信用リスクが最も先鋭なかたちで表れるのが、オリジネーター（債権流動化の場合、通常、原債権の回収にあたるサービサーを兼ねる）が経済的に破綻し、遂に倒産に至るケースである。ABS等の流動化・証券化スキームにおいて、オリジネーターが法的倒産手続（清算型の破産、再建型の会社更生・民事再生等）に入った場合、SPVに譲渡されたはずの流動化対象資産が倒産財団に取り込まれてしまい、SPVやABS等の投資家が倒産手続のなかでしか弁済を受けられないことになる。ABS等のデフォルト（債務不履行）を引き起こしかねない¹⁾。

こうした究極的なリスクを回避するべく、仕組みを組成する際には、流動化・証券化スキ-

ムがオリジネーターの倒産処理手続に巻き込まれない、という意味での法的な「倒産隔離」(Bankruptcy Remoteness)²⁾ または「耐倒産性」を実現することが、極めて重要となる³⁾。このように、クレジット・エンジニアリングとしての資産流動化・証券化のなかでも、特に、法的な倒産隔離を図る局面では、リーガル・エンジニアリング(法工学)的な性格が、より強まることになる。流動化・証券化スキームがオリジネーター＝サービサーの信用リスクから確実に切り離されているか、また、オリジネーターの信用悪化の最も深刻な事態である倒産の場合において、その状態をどのように処理し、債権者・担保権者との間の権利・義務の調整を行うかという問題は、本来、民法(前者)・倒産法(後者)など、一般私法の領域におけるリーガル・マターに他ならないからである。

我が国では、近年の証券化市場の発展につれて、実際に、ABSのオリジネーター＝サービサー等の倒産事例が、いくつか発生した。すなわち、①日本リース・日本リースオート(1998年9月27日申立て、会社更生)、②ライフ(2000年5月19日申立て、会社更生)、③フットワークエクスプレス(2001年3月4日申立て、民事再生→会社更生)、④マイカル(2001年9月14日申立て、民事再生→会社更生)、⑤アエル・ナイス(2003年9月30日申立て、会社更生)といったケースである⁴⁾。ただし、これらは、いずれも裁判には至っていないため、判例になっているわけではない。

これらのケースのなかで、大手スーパーマーケットのマイカルを単独の債務者とし、マイカル北海道(現・ポスフル)が有する入居保証金返還債権を証券化したABSが、我が国の証券化商品としては初のデフォルトとなったが、

これは、極めて例外的な事例である。また、同社グループが保有する店舗不動産を証券化した案件(マイカルCMBS)の倒産隔離性(後述の真正売買性)をめぐることは、後述するとおり、証券化の専門家ではない倒産法学者等も広く巻き込んで、活発な論争が展開された。ただ、その後は、ABSのオリジネーター等の倒産事例がしばらく発生していない⁵⁾⁶⁾こともあり、資産流動化・証券化と倒産隔離性をめぐって、建設的な議論が一段と進展しているとはいえない。

そうしたなかで、本稿では、まず、資産流動化・証券化における倒産隔離性の法的構造に関して、再確認する。そのうえで、なかでも重要な真正売買性の要件をめぐる、マイカルCMBS論争を主な題材としながら、踏み込んだ考察を行う。その際、関連する過去の判例についても、適宜言及・検討する。さらに、新・破産法のなかで、流動化・証券化と倒産隔離性に関連する論点に関して、あらためて検討・評価を行うこととする⁷⁾。

II. 倒産隔離性の法的構造

前述したような、資産流動化・証券化スキームがオリジネーターの倒産手続に巻き込まれないという意味での倒産隔離性は、流動化・証券化という金融技術の出発点であり、仕組みの中核でもある、オリジネーターからSPVへの資産の譲渡に関する諸要件に依存する。そうした資産譲渡に関わる倒産隔離性の法的構造は、①対抗要件の具備、②真正売買性、③倒産管財人による否認のリスクの回避、という三段階から成っているといえる。

すなわち、まず第一に、オリジネーターが倒

産した場合、オリジネーターからSPVへの資産の譲渡（信託を含む）について、対抗要件を具備していなければ、SPVは、一般の倒産債権者（破産債権者、更生債権者等）として扱われ、資産譲渡の効力を倒産管財人に対抗できない。この結果、ABS等のデフォルトは必至となり、投資家の権利は大きく損なわれることになる。こうした帰結に関しては、資産譲渡が真正売買であるか担保取引であるかを問わない。ただ、特に、新しい金融技術・取引である資産流動化・証券化が実務上定着・普及していくために、特定債権法上の公告や、（動産・）債権譲渡特例法上の債権譲渡登記など、対抗要件制度の整備が大きな役割を果たしてきた。

なお、SPVやABS等の投資家からみて、オリジネーターの管財人は、契約上、直接の相手方ではないため、その管財人に資産譲渡の効力を対抗できるかどうかということは、第三者対抗要件の問題となる。一方、債権流動化の案件において、オリジネーター＝サービサーの倒産により、オリジネーターがサービシングを継続できなくなり、バックアップ・サービサーが稼働する事態が生じた場合には、SPVから原債権者に対し、直接支払いを要請することになり、そのためには、債務者対抗要件の具備が必要となる。

この点に関して、特定債権法上の公告によれば、適用対象はリース・クレジット債権に限られるものの、当初から第三者・債務者対抗要件を同時に具備できたが、同法は2004年末に廃止された。これに対し、現在、広く利用されている動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記のみによっては、第三者対抗要件しか具備できないため、実際に、多くの債権流動化案件において、当初には、債務者対抗要件が具備されない

ままになっているとみられる。そのため、今後、具体的な案件において、オリジネーター＝サービサーが倒産し、バックアップ・サービサーが稼働する必要が生じる場合には、そうした切迫した事態のなかで、あらためて債務者対抗要件の具備（債権譲渡登記の登記事項証明書を交付した債務者への通知・承諾）を行わなければならない。

資産譲渡の対抗要件が具備されている場合、第二に、資産譲渡の真正売買（True Sale）性、すなわち、「資産譲渡が売買か担保か」（債権の場合、「債権譲渡か債権譲渡担保か」ということが問題となり、この点が、従来、倒産隔離に関する最も中心的な論点として議論されてきた。前述のとおり、オリジネーターの倒産手続のなかで、管財人により、SPVへの資産譲渡が実質的な担保取引として扱われると、対象資産に対する本来の権利（所有権等）は、SPVに移転しておらず、オリジネーターに残っているとみなされ、当該資産が倒産財団に取り込まれてしまいかねないからである。この点に関しては、特に、会社更生手続に入ったオリジネーターに対してSPVが有する権利が、更生担保権となるかどうかというかたちで、問題となることが多い⁸⁾⁹⁾。

法的には、（真正）売買と（譲渡）担保とは異なる取引であり、通常の流動化・証券化案件の契約において、明文で、資産譲渡を担保取引として定めることは考えられない。しかし、アセット・ファイナンスとしての資産流動化・証券化の経済的実態に着目すると、流動化目的でのSPVへの資産譲渡は、譲渡担保¹⁰⁾による借入れなどの担保付きの資金調達と、いわばグラデーション（濃淡）を成して、連続的に境界を接する取引ともいえる。

ここでいうグラデーションが意味するものは、法的には、真正売買性（逆にいえば担保取引性）の程度、また、経済的には、オリジネーターの信用リスクの遮断（逆にいえば残存）の程度の差である。担保付きの資金調達の場合、担保（担保物権、またはその対象物件）は、債務者（受信者）による債務の弁済を確保・補強するために、債務者に本来の権利（所有権等）を留保しながら、債権者（与信者）に提供される手段に過ぎない。債権者は、一義的には、債務者自体の信用力を引当てとしており、言い換えれば、そのような取引は、債務者の信用リスクの影響から遮断されていない。債務者が倒産した場合に、債権者の権利（担保付き債権）が、更生担保権等として、債務者の倒産手続に組み込まれるということは、そうした性格を有する担保取引の法的な帰結である¹¹⁾。資産流動化スキームにおいて、このような帰結を回避するためには、担保取引とみられないよう、（真正）売買として、対象資産をSPVに疑義なく移転し、オリジネーターの信用リスクを遮断する必要がある。この点こそが、資産流動化（Asset-backed）性の本質的な要素である。

ただ、個別案件の契約の全体的な解釈としては、結局、売買から担保に至るグラデーションのなかでの程度の問題となり、実質的にどちらの取引に属すると判別するべきか、必ずしも明確でない場合があり得る。そのように、現実の流動化・証券化スキームにおいて、売買という法的形式と、実質的な担保取引性という経済的実態との間に、乖離の可能性の問題が存在することが、真正売買論を観念論ではなく、実務上意味のある、実践的な議論としている所以である。

こうした真正売買性の要件を充たした場合であっても、さらに第三の問題として、倒産法

上、オリジネーターの倒産管財人により、SPVへの資産譲渡の効力が否認されるリスクは残る。この点をクリアーできなければ、倒産隔離が完全に実現されたとはいえない。

否認権（＜新＞破産法第160条以下、会社更生法上もほぼ同様）とは、倒産実体法における債権者平等の原則（破産法第194条2項、会社更生法第168条1項）に基づき、破産宣告前になされた破産債権者を害すべき行為について、実体私法上は有効に成立していても、その効力を破産財団との関係において失わせ、一旦財団から失われた財産を財団に回復する権利である。否認の類型には、故意否認、危機否認、および無償否認があり、流動化における資産譲渡については、このうち、故意否認と危機否認が問題となる。両者に共通する要件としては、通常、①有害性（全債権者を害する行為、および偏頗行為）、②不当性、③破産者の行為であること、が挙げられる。

従来の判例（例えば、大判昭和8年4月15日、最判昭和46年7月16日）・通説は、不動産の適正価格による売却に関して、不動産が金銭化されると、費消・隠匿されやすくなり、財産の一般担保力を低下させるとして、否認の余地を認めていた。こうした判例理論に対しては、従来から、多くの批判があった。また、金銭債権については、同様の判例はなかったものの、例えば、債権流動化における金銭債権の適正価格による譲渡の場合について、どのように考えるべきかが問題とされてきた¹²⁾。この問題に関しては、後述するとおり、近時、新・破産法により、立法的な対応が行われるに至った。

翻って、資産流動化・証券化スキームの倒産隔離性が現実に深刻な問題となるのは、もとより、個別案件のオリジネーターが法的な倒産手

続に入る場合である。ただ、倒産隔離性の要件の問題は、すべてが倒産法特有の論点に関わるというわけではない。すなわち、前述の三段階の要件のうち、第一の対抗要件の具備については、資産譲渡の効力の管財人への対抗力の問題とはいっても、もともと、民法ないしその特別法（動産・債権譲渡特例法等）のレベルの論点である。また、第二の真正売買性に関しては、前述のとおり、会社更生の場合、更生手続に入ったオリジネーターに対するSPVの権利が更生担保権となるかどうか、というかたちで現実の問題となる。ただ、「更生担保権の要件」という論点の形式をとっても、その前提となる「売買か担保か」の判断は、あくまで実体私法（民法）上の問題であり、本来、実体私法上、売買と認められる取引が、会社更生法（その他の倒産諸法）上のみ、担保と扱われることはないはずである¹³⁾。これらの要件に対し、第三の要件である管財人による否認のリスクの回避に関しては、前述のとおり、倒産法における債権者平等の原則に基づき、法的倒産時の代表的な有事規制とされる、否認権に関わる論点である。ただ、否認権は、倒産実体法に特有の制度とはいっても、民法上の債権者による詐害行為取消権（民法第424条）と実質的に連続する制度であり、両者の関係については、後述するとおり、新・破産法の施行後においても、問題が残されている。

Ⅲ. 真正売買論の展開¹⁴⁾

1. 従来の真正売買論

一般に、ある資産の譲渡取引が、真正な譲渡（売買）か、または実質的な担保設定か、とい

う問題自体は、前述の譲渡担保をめぐる判例・学説を含め、以前から議論されてきている。そうした問題設定に関しては、資産流動化・証券化取引においても、基本的に異なることはない。

ただ、譲渡担保の場合については、前述のとおり、当事者間では実質的な担保設定が意図されているにもかかわらず、権利の移転ないし資産の譲渡（売買）という過大な法形式が採られている。そのため、判例・学説は、債権担保という実質に近づけるべく、担保権の構成（「譲渡→担保取引」という再構成）のための努力を行ってきた。

一方、資産流動化・証券化においては、通常、当事者間では、真正な譲渡（売買）が意図されている。ただ、流動化・証券化スキームには、①譲渡先がSPVであること、②債権流動化の場合、譲渡人であるオリジネーターが、サービサーを兼ねたり、信用補完措置として劣後部分を保有したりすることなどにより、譲渡資産に一定の関与を続けることが多いこと、③スキーム全体として、複雑な仕組み性を有していることなど、特有の事情が存在する。そのため、個別案件によっては、オリジネーターの信用リスクが十分に遮断されていないのではないか、とみられる余地もあり得、そうした事情に配慮した議論が必要となった。

我が国での流動化・証券化の草創期において、個別案件の契約の解釈として、当事者の意思を確認するにあたり、契約書の文言だけでなく、取引の実態も斟酌する必要があるということから、その際、どのような事項に重点を置いて判断するべきか、ということが論じられた。その代表的な見解は、（真正）売買であることを明確にするメルクマールとして、次のような

ファクターを挙げた¹⁵⁾。すなわち、①売買である旨の契約書上・当事者間の合意、②譲渡資産の特定性、③第三者対抗要件の具備、④譲渡価格の妥当性、⑤リコース（譲渡資産の買戻し等）率の妥当性、⑥会計上のオフバランス化、という6項目である¹⁶⁾。総合判断として、これらのファクターが強まるほど、真正売買に傾くことになる。

こうした見解は、証券化の先進国である米国での True Sale に関する議論¹⁷⁾の影響を受けた面もあるが、我が国における担保権の要件の問題を意識していたとみられる。因みに、上記の6項目のうち、④については、公正な市場価格より割安な価格で譲渡されていると、実質的な担保の掛け目分が織り込まれているとみられやすくなる。⑤については、リコース率が高いと、信用補完は手厚くなる反面、オリジネーターの信用リスクから十分に切り離されていないとみられやすくなる。⑥については、オリジネーターが対象資産を会計上オフバランス処理していれば、法的にも真正売買であると推認されやすくなる。

こうした見解に対しては、その後、次のような批判がなされている¹⁸⁾。例えば、上記①については、導管に過ぎないSPVの意思を尊重することは疑問、②については、売買であっても譲渡担保であっても、対象資産の特定性は同程度に必要、③については、第三者対抗要件の具備は、売買であっても譲渡担保であっても必要、などの指摘である。これらのうち、少なくとも②・③の点については、「売買か担保か」という論点の枠組みに関わる批判として、妥当な指摘と考えられる。

なお、証券化実務においては、米国での慣行に倣い、格付機関は、ABS等の格付にあたり、

当該案件に関与した弁護士による真正売買に関する意見書、いわゆるトゥルーセール・オピニオンを徴求する、ということが行われている。そうした意見書における真正売買性に関する分析手法は、概ね、前述のような総合判断的アプローチを採用し、特に、当事者の契約意思、買戻特約（売主の買戻義務、買戻権）、信用補完比率等を重視しているといわれる。このことは、個別案件の真正売買性を評価するうえで、具体的な取引条件を幅広く取り上げ、総合的に判断する方法が、実務に馴染みやすいことを示している。

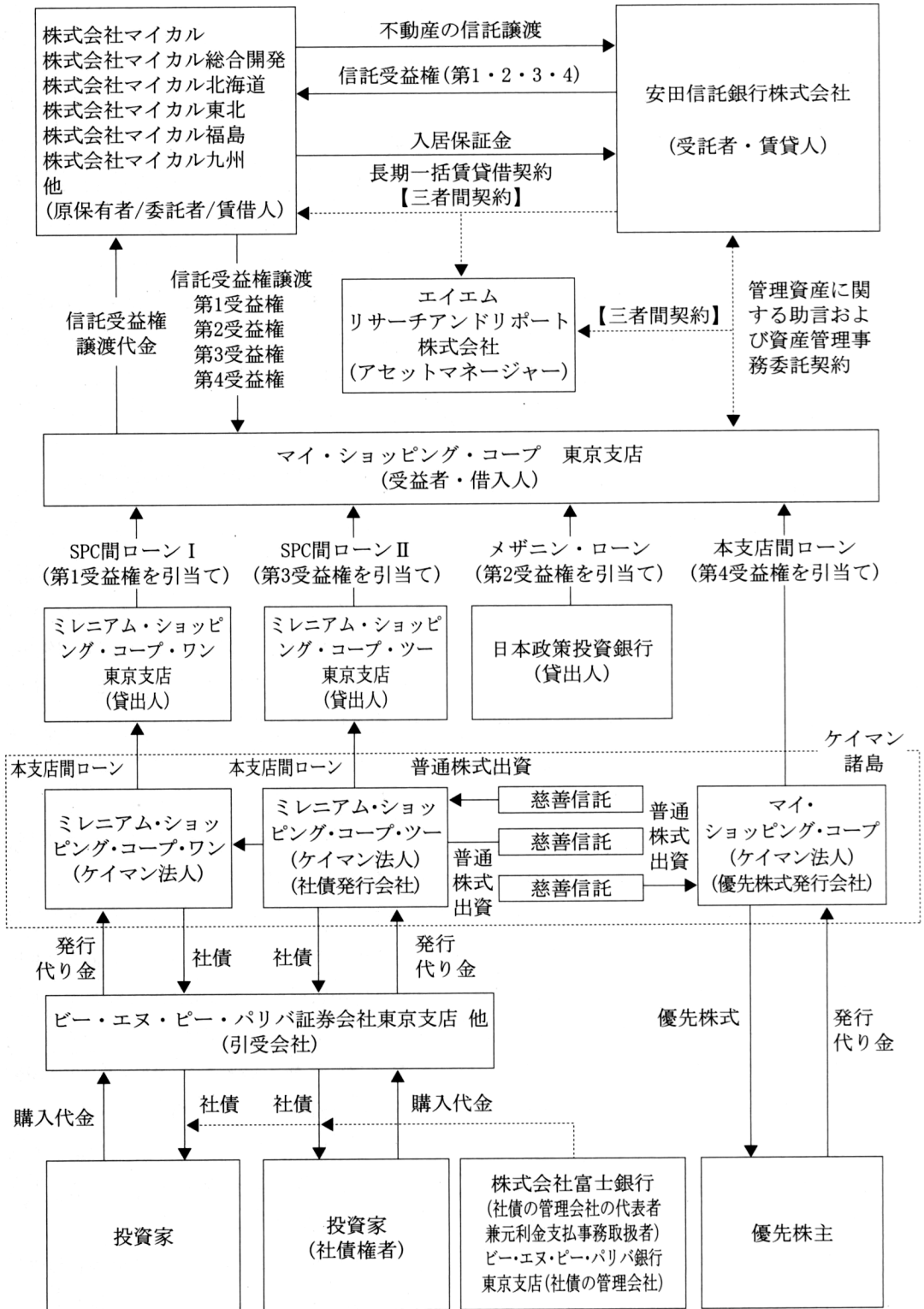
2. マイカル CMBS 論争の経緯

前述のとおり、大手スーパーマーケットの(株)マイカルは、2001年9月14日、東京地方裁判所に民事再生手続の申立てを行い、その後、会社更生手続に移行した。同社は、1999年と2000年に、店舗不動産（ショッピングセンター、各10店舗）を対象として、商業用不動産担保証券（CMBS）による2件の証券化を行っていた。

本件では、不動産または不動産担保付き債権の証券化によくみられる、セール・アンド・リースバック型と呼ばれる方式が採られた。具体的には、①オリジネーターであるマイカル・グループが店舗不動産を信託銀行に信託（セール）し、②SPCが別のSPC2社と銀行から融資を受けて信託受益権を購入し、③別のSPC2社は社債発行により資金調達を行い、④オリジネーターは信託銀行から同物件を賃借（リースバック）し、店舗として使用し続ける、というスキームである（図表1）。

マイカルの倒産後、これらの店舗の賃貸借契約や賃料の引下げに関して、同社の管財人と投

図表1 マイカル・グループの店舗不動産証券化のスキーム



資家側の交渉が続けられていた。この間、格付機関により、本件CMBSの格下げは行われたものの、オリジネーターから信託銀行への賃料支払いは継続されていた。

同管財人からの依頼を受け、2002年5月20日、山本克己・京都大学教授は、「本件証券化は仕組みに問題があり、倒産リスクが遮断されていない」、「店舗の賃料債権は更生担保権として扱われるべきである」との意見書を提出した¹⁹⁾。同教授は、従来の総合判断的な真正売買論の問題設定について、「米国での議論に引きずられたもの」として批判した。そのうえで、更生担保権化の要件として、これまでの譲渡担保等の要件論に準じて、①融資の返済義務（隠れた債務を含む）の存在、②流動化資産の担保性、③担保の附従性、という三要件を基準とするべきである、とした。

これに対し、新堂幸司・東京大学名誉教授等は、投資家側・資産管理会社の依頼を受けて、同年6月26日付けで、山本克己意見書を批判する見解書を公表した²⁰⁾。同見解書は、山本克己意見書による上記の三要件の是非自体には踏み込まなかったものの、その事実認定と当てはめの点で誤りがあるとして、「本件賃料債権は、更生担保権ではなく、共益債権²¹⁾として扱われるべきである」とした。

さらに、山本和彦・一橋大学教授は、7月24日付けの意見書により、結論において、新堂等意見書を支持した²²⁾。同教授は、山本克己教授と結論は異なるものの、立論としては同様に、従来の真正売買論を批判し、日本法の担保制度や担保権の要件論と整合的な議論が必要であるとした。また、譲渡担保の基準として、①被担保債権の存在（売渡担保の場合は、隠れた被担保債権で可）、②担保目的物を債務不履行時に

処分できる実行権、および、それまでは処分できない補充性、③設定者による受戻権、という三要件を挙げた。そのうえで、本件CMBSスキームに関して、セール（信託）の部分が譲渡担保に該当するかどうか、および、リースバック（賃貸借）の部分がファイナンス・リース²³⁾に該当するかどうかについて、検討を行った。その結果、本件CMBSについては、譲渡担保にもファイナンス・リースにも該当しないと結論付けた。

一方、マイカル法律管財人団は、10月1日、あらためて、山本克己意見書と同旨の見解を表明した²⁴⁾。ここでは、真正売買か担保取引かの一般的な基準設定は行っていない。ただ、本件契約には、不動産の証券化案件として、対象物件のセール（信託）の譲渡価格、リースバック（賃貸借）の賃料などにおいて、それぞれ経済合理的とはいえない要素がみられると指摘し、経済的実態からみて、本件スキームが担保付きの借入取引の性格を有していることを示唆した。

その後、こうした論争ないし意見書合戦に触発されるかたちで、伊藤眞・東京大学教授が、証券化と倒産法理論に関して、論文を発表した²⁵⁾。同教授は、前述の両山本教授とは異なり、真正売買論の意義を積極的に評価している。そのうえで、契約上の当事者の合意にかかわらず、権利義務関係が異なった性格のものとなる可能性があり、こうした法律的再構成（recharacterization）には、実体法的再構成と倒産法的再構成があるとする²⁶⁾。そのうち、後者について、利害関係人の権利の公平を害する場合や、倒産手続の回避・潜脱に当たる場合には、契約による実体法上の法律構成が、倒産法的な考慮によって再構成（例えば「売買→担

保取引」など)されることがあり得るが、取引の安全との関係で、それを安易に認めるべきではないとする。こうした一般論に基づいて、マイカルの本件CMBSに関しては、「対象不動産は更生会社の財産であり、信託銀行やSPCは、それに対して担保権を持つ」と再構成することは困難である、とした。

このように、会社更生手続上の本件CMBSの取扱いをめぐる、オリジネーター・投資家の両サイドを中心に、異なった主張が真っ向から対立した。しかし、その後、2002年末近くに至り、マイカル管財人側と投資家代理人側との間で、本件賃料債権を共益債権とすることで、ようやく和解が成立し、東京地方裁判所の許可も得られた²⁷⁾、と伝えられた。この決着の具体的内容については、①管財人と投資家側が、和解および新たな賃貸借契約を締結する、②新賃貸借契約では、管財人が契約当事者となるため、賃料債権は共益債権となる、③旧契約に比べ、当面の賃料は上昇する一方、将来の賃料引上げ条項を破棄する、というものと伝えられている。

以上のように、本件の論争は、もともと、マイカル管財人側からの依頼を受けた山本克己教授の意見書から始まった。その背景には、本件店舗に係る信託銀行の賃料債権について、更生担保権として扱う可能性を示唆することにより、賃貸借契約の継続や賃料に関する交渉を有利に運ぼうとする、管財人側の思惑があった、と推測する報道もみられた。

そうしたなかで、上記の決着により、結局、賃料債権について、更生担保権ではなく共益債権と扱われることによって、当面、本件CMBSのデフォルトの危機が回避されることになった。この点については、不動産の流動化

を含む証券化への信頼維持の観点から、前向きに評価できると思われる。一方、マイカル側は、今後の営業にあたり、既存の店舗を使用し続けるかどうかの選択の自由を得たうえ、賃料減額請求権も行使できることになった。このように、投資家側は名を取り、管財人側は実を取ったともいえる。

その後、マイカルは、イオン(株)傘下で経営再建を進めてきたが、2005年12月31日、東京地方裁判所から会社更生手続の終結決定を受けた、と発表した。約2,000億円に上った債務の弁済をほぼ完了し、当初計画を7年前倒しで実現した。2006年に数店舗を新規出店する方針と伝えられている。

3. マイカルCMBS論争の総括と真正売買論の方向性

(1) 本件論争の評価

マイカルCMBSをめぐる論争が、前述のような個別案件としての決着に、具体的にどのような影響を与えたのかについては、必ずしも明らかにされてはいない。ただ、本件論争は、資産譲渡の真正売買性の要件という、資産流動化・証券化における本質的・核心的な問題が、現実の案件との関連で正面から議論された、我が国では実質的に初めてのケースとなったといえる。

前述したような従来の真正売買論は、これまで、「証券化村」のなかでの限られた専門家による内輪の議論とみられがちであった。また、法律学者や弁護士等のなかでも、対象分野による専門分化が進んできており、金融法や証券化の専門家と倒産法の専門家との間では、真正売買や倒産隔離などの問題をめぐって、互いに議論が噛み合いにくい、といった傾向もあった。

そうしたなかで、本件において、一部の証券化の専門家だけでなく、第一線の倒産法学者等も巻き込んで、活発な論争が展開されたことにより、この問題をめぐる議論が、従来よりも深化したと評価できる。ただ、この論争によっても、なお、真正売買に関わる諸論点が十分に詰められたとはいえない。また、個別案件としての本件の決着もあって、その後、真正売買に関して、建設的な議論が一段と進展しているともいえない。こうした現状において、以下では、前述の内容と一部重複するが、本件論争における様々な見解をあらためて総括し、それを出発点として、今後の真正売買論の方向性を展望する。

(2) 両山本教授の見解

本件論争において重要な役割を果たした両山本教授と新堂名誉教授、伊藤教授は、いずれも著名な民事訴訟法・倒産法学者であり、証券化村的な議論には、もともとあまり拘泥していなかった。特に両山本教授は、前述のとおり、従来の総合判断的な真正売買論に対し、米国流の議論の影響を受けたものとして批判した。そのうえで、本件における真正売買の問題とは、会社更生手続上、更生担保権として扱われるかどうかという問題であり、更生担保権とは、担保権そのものではなく、特定の会社財産によって担保されている債権を指す概念である以上、更生担保権とみなされる被担保債権の存否を探求することが重要であるとした²⁸⁾。

こうした基本的な考え方に立ったうえで、例えば、山本和彦教授は、前述のとおり、譲渡担保に関する判例²⁹⁾・学説に従って、①被担保債権の存在、②担保目的物を債務不履行時に処分できる実行権、および、それまでは処分できな

い補充性、③設定者による受戻権、という三要件が当該流動化・証券化スキームに存在するかどうかによって、真正売買性を判断するべきであるとした。

山本和彦意見書によれば、これらの要件のうち、特に重要な上記①については、流動化・証券化スキームでは、契約上、被担保債権の存在を明示的に認識できることはないが、オリジネーターが対象資産の買戻義務を負っている場合には、こうした義務に基づく売買代金債権が、SPVのオリジネーターに対する実質的な貸付債権とみなされ、被担保債権が存在するとされる。また、SPVへの資産譲渡後に、オリジネーターが買戻権を有し、かつ、オリジネーターが、一定期間経過後に当該資産を買い戻さざるを得ない立場に置かれる場合には、いわば隠れた被担保債務を負っているといえ、売渡担保と同様の取引になるとされる。

こうした考え方は、我が国の担保法制や、オーソドックスな担保権の要件論と整合的で、大方の民法・倒産法学者が共有する理論的なフレームワークにも、馴染みやすいといえる。特に、論争の口火を切った山本克己教授は、本件CMBSの更生手続上の取扱いが裁判で争われる可能性を前提に、ツールセール・オピニオンを徴求する格付機関ではなく、倒産事件を担当する裁判所を仮想的な読み手として想定したのではないかと推測される。その後の意見書等に、従来型の総合判断的な真正売買論者が直接参加しなかったこともあり、論争は、基本的に、同教授の立論と同じ土俵上で展開されることになった。

ただ、両山本教授や新堂名誉教授等の見解は、類似の基準に依拠しながら、結論においては逆になっている。これに対して、民事訴訟

法・倒産法学者のなかにも、「基準としての有効性自体に疑問が生じる」とする批判がある³⁰⁾。

さらに、より本質的な問題点として、本来、担保取引であるとの認定がなされて、初めて被担保債権の探索が開始されるのであり、被担保債権の存在から担保取引性を導くのは、本末転倒ではないかと考えられる。また、譲渡担保の要件に関する判例・学説は、担保権一般の本質的要素を含んでいるとはいえ、資産譲渡という過大な法形式から、債権担保という実質に近づけるといふ、担保権的構成とともに、形成されてきたものである。こうした譲渡担保の要件を、(当事者の意図としては、通常、) SPV への真正な資産譲渡(売買)から出発し、また、多様で複雑な仕組みを有する資産流動化・証券化スキームに、ほぼそのまま当てはめることが適当かどうか、疑問がないとはいえない。実際にも、指名金銭債権をSPCに譲渡し、それを裏付けにABSを発行するという、一般的なスキームの証券化案件に対し、上記の三要件を適用しても、ほとんどの場合、担保取引性を導くことは困難と考えられる³¹⁾。

また、更生担保権の定義(前掲・会社更生法第2条10項)において、「担保権の被担保債権」という場合の担保権について、前出の判例(最判昭和41年4月28日)は、譲渡担保を含むという趣旨の判示を行っているが、こうした考え方は、本来、譲渡担保以外の非典型担保にも妥当するはずである。実際に、近時、例えば担保目的の信託³²⁾など、経済的実態において担保性を推定し得る、新しい形態の様々な取引が行われるようになってきている。

前述したように、更生担保権の要件、あるいは、更生担保権が共益債権かという問題設定

は、一見、倒産法上の論点のようにみえるが、その前提となる「売買か担保か」の判断は、本来、実体私法(民法)上の問題である。資産流動化・証券化スキームにおける資産譲渡の法的性質を考えるにあたっては、(実質的な)被担保債権の存在という視点からではなく、売買から担保に至るグラデーションのなかで、正面から、真正売買か担保取引かを論じる手法の方が適切であり、筋も通っているのではないかと考えられる。そうした分析手法は、証券化実務にも馴染みやすく、弁護士による多くのツールセール・オピニオンに採用されていることについては、前述したとおりである。

なお、付随する論点として、売渡担保については、会社更生手続上、隠れた被担保債権を更生担保権として扱う必要があるのか、という疑問もある。このほか、山本和彦教授は、本件CMBSのセール・アンド・リースバック方式におけるリースバックの部分について、ファイナンス・リース取引との対比を重視している。ただ、ファイナンス・リースは、前述のとおり、機械類等の物品を対象とする、フルペイアウト・解約不可のリースであり、本件のような不動産の証券化の場合とは、論じられてきた状況が明らかに異なる。

前述のように、両山本教授は、証券化村とその周辺で形成されてきた総合判断的な真正売買論を、米国の議論に影響されたものとして批判した。ただ、両教授等の立論は、米国で確立し、グローバルに発展しつつある流動化・証券化取引に対し、「更生担保権の要件→譲渡担保の要件→被担保債権の存在」という、我が国における従来型の担保権の要件論を、形式論理的に、ほぼそのまま当てはめようとする、「倒産法村」的な発想に拘泥したものではなかった

か、と言わざるを得ない。

(3) 伊藤教授の見解

前述した伊藤眞教授の見解は、両山本教授の所説とは異なり、倒産手続の基本的目的の実現という観点から、真正売買に関して論じるものであり、その際のキーワードとして、「倒産法的再構成」という概念を提示している。

同教授によると、倒産法的再構成とは、①契約当事者により一定の法形式がとられていても、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、当該法形式どおりの権利義務を認めることが、(破産の場合、)破産債権者等の合理的期待に反する場合には、当該法形式どおりの結果とは異なる権利義務が構成される、②そのような再構成は、契約の相手方等の利害関係人の権利との公平を害しない場合に限り認められる、③ある法形式を認めることが倒産手続を回避・潜脱する結果となり、当該手続の目的実現を妨げるとみなされるときにも、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、というものである。ただ、倒産法的再構成は、実体法の領域で有効と認められた法律行為の効果を、倒産手続において否定・変更するものであり、取引の安全に多大な影響を与えるため、安易に行われるべきではないとする。

このような考え方に立って、同教授は、金銭債権の証券化の場合に関し、オリジネーターが譲渡債権の全体を買い戻す(フルリコース)権利を有し、こうした買戻権を通じて、当該債権について支配権を留保しているかどうか、主な基準となるとする。また、不動産の証券化の場合に関しては、金銭債権の場合と同様に、オリジネーターに買戻権が付与されている場合に

は、当該不動産への支配権が残っているとみなされ、特に、買戻権の行使価格が、行使時の時価ではなく、当初の売買価格であるときには、倒産法的再構成が適用される可能性が高いとする。

こうした伊藤教授の基本的な考え方は、証券化におけるオリジネーターからSPVへの資産譲渡と、破産債権者等にとっての引当(責任)財産との関係、または、倒産手続の目的と取引の安全との調整という観点から、倒産法的再構成という概念を軸に、理論的枠組みを構築しようとするものといえる。

ただ、何度か前述したように、「売買か担保か」という真正売買性の判断は、本来、実体私法(民法)レベルでの契約の解釈の問題に帰着し、その意味で、実体法的再構成の問題として、ほぼ完結するものと考えられる。また、倒産実体法のレベルでも、強行規定として明文の要件が法定されている否認や相殺制限から説明できるものに限って、実体法上の取扱いからの変容を正当化できるのではないかと、との批判もあり得る³³⁾。

さらに、伊藤教授が倒産法的再構成の証券化への適用を想定している場面は、他の説においても真正売買性が否定され、かつ、平時においても、真正売買と認めることが適当でないような状況である。こうしたことから、証券化と真正売買の関係では、敢えて倒産法的再構成という概念を提示する必要があるのか、疑問が残る。

(4) 今後の真正売買論の方向性

マイカルCMBS論争の後、真正売買に関する議論の基本的な枠組みとしては、両山本教授のような考え方が有力になってきているように

窺われる。ただ、そうした見解による担保権の要件を、流動化・証券化案件の真正売買性の判断に適用する場合の問題点に関しては、既に、指摘したとおりである。一方、従来の総合判断的な真正売買論については、一部の判断項目の見直しは必要としても、真正売買性ないし担保取引性の判断基準として有効であり、実務に馴染みやすいことも、何度か前述したとおりである。

こうした両者の考え方は、真正売買性の判断へのアプローチの方法が異なっており、特に、両山本教授が従来の真正売買論を批判したこともあって、相互に対立しているようにもみえる。しかし、本当にそのように考えなければならぬのか、議論の原点に立ち返って、検討し直してみる必要がある。

従来、実務法曹界で重視されてきた要件事実論が、近時、民法等の私法学界においても、あらためて注目されるようになってきている³⁴⁾。要件事実の問題とは、民事訴訟において、原告・被告のそれぞれが、自らの主張を通すためには、当該事件において、どのような法律上の要件(法律要件)に該当する具体的事実(要件事実)を主張・立証すればよいか、という問題である。一般的に、法律問題は、法律要件に当てはめて論じられるべきであり、我が国の民事裁判実務も、実定法としての法律要件事実を厳密に分析し、法律構成することを基本としている。流動化・証券化実務における法律問題に関しても、こうした裁判規範としての実定法に基づいて、検討されるべきである。

こうした要件事実論に基づいて、あらためて考えてみると、両山本教授のような近時の有力説が重視する、担保権の要件(被担保債権の存在、担保目的物の処分に係る実行権と補充性、

設定者による受戻権)は、一般的な担保取引に係る主要事実に相当するといえる。一方、従来の真正売買論が挙げる様々なファクターは、そうした主要事実を基礎付ける間接事実群に相当すると理解できる。このように、両者の考え方は、立論の方法は異なるものの、いずれも、「資産譲渡が売買か担保か」という同じ大枠の問題設定のなかで、互いに排斥し合うものではなく、むしろ、相互に両立・補完し得るものと考えらるべきである³⁵⁾。

このような理論的フレームワークは、従来の証券化村や倒産法村的な議論の狭い枠組みを越えて、資産流動化・証券化スキームに、一般的に妥当するものと考えられる。ただ、流動化・証券化スキームは、大別して、①対象資産が金銭債権か不動産か、それ以外か、②SPVがSPCか信託かに分類でき、さらに、具体的なスキームのバリエーションは、極めて多岐にわたっている。そうした多様な種類の流動化・証券化スキームの真正売買性を判断するにあたっては、上記の基本的なフレームワークのなかで、主に間接事実群に相当する様々なファクターの検討に際し、各ファクターの選択や重点の置き方などについて、個別的にきめ細かい対応が必要になると考えられる。

例えば、信託方式の流動化・証券化の場合、一般に、信託法上の信託財産の独立性(受託者からの倒産隔離、委託者または受益者からの倒産隔離)や、担保目的の信託といった、特有の論点がある。また、いわゆる信託リパッケージ(信託受益権をSPCに譲渡し、それを裏付けとしてABSを発行)のスキームの場合、原資産の信託譲渡と受益権の売却という二つの譲渡が行われる。そこで、どのような要件の下に、どの譲渡を担保目的とみなし、誰を更生担保権者

として扱うか、という点を検討しなければならない。

また、不動産の流動化・証券化の場合、優先劣後方式に基づくオリジネーターによる信用補完という、債権流動化で一般的に用いられる仕組みを、必ずしも有しない。また、譲渡人の買戻権や買戻義務において、金銭債権の場合と大きな相違があるほか、譲渡人による譲渡不動産の賃借・管理という、特有の重要な仕組みがある³⁶⁾。

この点に関して、マイカルCMBS案件が、いわば真正売買性の限界的事例として、論争の対象となった理由は、主に、店舗不動産のセール・アンド・リースバック方式という仕組みにあった。すなわち、本件CMBSの経済実態面における上記の間接事実群として、①対象物件の信託譲渡（セール）価格の妥当性、②賃貸借契約（リースバック）の賃料の妥当性、③CMBSの投資家へのキャッシュフローが、オリジネーター（リースバックの賃借人）の資力に依存している面があること、④これらの背景として、オリジネーターが対象物件を使用し続けることが暗黙の前提となっていることなどについて、特に考慮を求められることになる。本件論争のなかで、マイカル法律管財人団が主に問題としたのも、このような経済的実態に関する論点であった。こうした論点に関して検討することは、SPVの意思の探求を通じて、その背後にあり、本件スキームの実質的な当事者である投資家が、本当に取ろうとしたリスクは何であったか、という核心的な問題を追求することにもつながる。

今後は、前述のような基本的なフレームワークのなかで、各類型のスキームに応じた真正売買性の要件を、主に間接事実群のレベルで構築

していくことが、流動化・証券化における真正売買・倒産隔離をめぐる法務・実務にとって、重要な課題となろう³⁷⁾。

IV. 新・破産法と証券化との関連

破産法は、清算型倒産手続法であるとともに、倒産諸法の基本法でもある。民事再生法の制定（1999年12月）、新・会社更生法の制定（2002年12月）等にくく、倒産法制の全面的な見直しの総仕上げとして、新・破産法が2005年1月1日に施行された。今回の立法は、旧・破産法を、手続法・実体法の両面にわたって、約80年振りに全面改正するとともに、現代語化を行ったものである。本法の倒産実体法の部分には、次のとおり、資産流動化・証券化に関連する規定が含まれており、実務への影響等の観点から、注目に値する。

1. 賃料債権の処分に係る破産債権者への対抗力の制約の削除

旧・破産法第63条1項によれば、賃料債権の処分は、賃貸人の破産宣告時を基準として、当期および次期のもの以外、破産債権者に対抗できず、同条2項により、賃料債権の譲受人は、その後の賃料につき、破産債権者として、損害賠償を請求できるに過ぎなかった（同条には、会社更生法と民事再生法に準用規定があった）。また、旧・同法第59条1項によれば、双方未履行の双務契約において、管財人に解除権が認められていた。リース債権の流動化・証券化において、リース債権を譲渡したオリジネーターがその後破産した場合に、これらの規定が適用されるとすれば、こうした流動化・証券化は成立し得ない、という問題があった。

新・破産法では、旧法第63条が削除されたため、流動化・証券化実務の立場からは、従来の問題が立法的に解決されたことになる。一方、倒産手続の観点からは、無制限に賃料前払いや賃料処分を認めると、結果的に、破産財団には賃料が全く残らず、維持管理の義務だけが残ってしまう、という場合も生じると懸念されている³⁸⁾。

2. 不動産等の適正価格での売却に対する否認要件の整備

前述したとおり、従来の判例（大判昭和8年4月15日、最判昭和46年7月16日）・通説は、不動産の適正価格による売却に関して、不動産が金銭化されると、費消・隠匿されやすくなり、財産の一般担保力を低下させるとして、否認の余地を認めていた。こうした判例理論に対しては、従来から、多くの批判があった。また、金銭債権については、同様の判例はなかったものの、例えば、債権流動化における金銭債権の適正価格による譲渡の場合について、どのように考えるべきかが問題とされてきた。

新・破産法第161条は、不動産等の適正価格での売却に対して、否認できる場合を限定した。本条により、例外的に否認できる場合は、次のとおりである。①当該行為が、不動産の金銭への換価その他の処分による財産の種類の変更により、破産者において隠匿、無償の供与その他の破産債権者を害する処分（「隠匿等の処分」という）をするおそれを現に生じさせるものであること。②破産者が隠匿等の処分をする意思を有していたこと。③処分の相手方が、破産者が隠匿等の処分をする意思を有していたことを知っていたこと。

この規定により、従来の判例・通説よりは、

適正価格での資産処分に対する不当な萎縮効果が除去され、資産流動化・証券化取引にとっても、法的不確実性が低減されたといえる。ただ、上記①における「財産の種類の変更」は、従来の判例理論を明文規定に取り込んでしまったものであるうえ、文言上、「財産」の範囲は、不動産に限定されていない。また、「（隠匿、無償の供与）その他の破産債権者を害する処分」に該当する行為がどのようなものであるのかは、解釈に委ねられている。さらに、③についても、財産の譲受人が危機時期にある企業について行った調査（デュー・ディリジェンス）が詳しいものであるほど、「破産者が隠匿等の処分をする意思を有していたことを知っていた」（悪意）と認定されやすくなりかねない。

なお、前述のとおり、否認権は、倒産実体法に特有の有事規制のための制度とはいっても、民法上の詐害行為取消権（民法第424条）と、実質的に連続する制度である。新・破産法の施行後も、民法第424条は従前のままである。同条については、適正価格での売却も、原則として詐害行為であり、また、譲受人が自らの善意の立証責任を負うと解されている。

資産流動化・証券化や、それを活用した企業再生という観点からは、適正価格での財産処分については、常に担保価値の毀損は生じないという解釈論を展開するとともに、それを民法第424条の解釈にも及ぼしていくことが必要であろう³⁹⁾。

注

1) 後述の真正売買性との関連で、オリジネーターの管財人により、SPVへの資産譲渡が実質的な担保取引とみなされたような場合、SPVのオリジネーターに対する権利は、破産手続や民事再生手続では、別除権として扱われ、同手続外での権利行使が許されるが、一回的に権利実現され、利払い等に影響が及ぶことになる。

一方、会社更生手続では、更生担保権として扱われ、一般の更生債権より優遇されるとしても、同手続のなか

に組み込まれる。その結果、キャッシュフローが止まったり、投資家の権利が削減されたりして、ABS等のデフォルトは必至となる。このように、株式会社のみなかでも、大企業を再建するための大錠ともいうべき会社更生法は、担保権者を含む債権者に対する制約が強く、SPVが実質的な担保権者とみなされた場合、流動化・証券化スキームにとっての影響は、より深刻なものとなる。

拙著第3章第1節(注10)を参照。

- 2) 倒産隔離に十分配慮して、流動化・証券化スキームを組成した場合でも、オリジネーター＝サービサーの倒産に伴い、原資産のパフォーマンスが劣化(債権の延滞・貸倒率の上昇等)して、キャッシュフローに悪影響を及ぼす可能性がある。個別の流動化・証券化案件において、そうしたリスクを回避・排除できるかどうかということ、法的な倒産隔離性とは別の問題である。

また、法的な意味での倒産隔離という言葉も、論者により、多義的に用いられることがある。例えば、オリジネーター＝サービサーの倒産の影響ではなく、SPC自体の倒産防止と、倒産の場合の投資家保護といった問題も含む。具体的には、①資本関係など、オリジネーターによるSPCの支配の切断、②SPCの倒産申立て制限条項(Non-petition Clause)、③同一SPCによるABSの複数発行の場合に、各ABSと引当資産を紐付けするための、責任財産限定特約(Limited Recourse)の有効性などが、主な論点となる。

なお、オリジネーターとしてではなく、サービサーとしての倒産リスクは、特に、サービサー・リスクと呼ばれる。例えば、①当面のサービング(債権の管理・回収)上の障害に対しては、バックアップ・サービサー(後継サービサー)の設置、②回収金がサービサー自身の資金と混交するというコミングリング・リスクに対しては、委託回収金の専用口座による分別管理や、現金準備勘定の設定等の措置が講じられる。

拙著第3章第1節(注9)・(注11)を参照。

- 3) 英国等では、資産の証券化と並んで、事業の証券化(WBS=Whole Business Securitisation<英国表記>)も活発に行われている。これは、特定の資産ではなく、様々な事業全体から生じる将来キャッシュフローを証券化するものであり、これまでの具体的事例としては、パブ・チェーン、水道事業、ヘルスケア(医療・介護)関連などが多い。

我が国でも、事業の証券化に類する試みとして、最近、①民営の有料道路に係る将来の通行料金収入の証券化、②民事再生計画認可後のゴルフ場運営会社に対する担保付貸付債権の証券化、③時間貸し駐車場の駐車料金収入を裏付けとするノンリコース・ローン、④パチンコホールの売上金収入を裏付けとするノンリコース・ローンや証券化などが行われている。

今後、伝統的な事業金融と資産証券化との中間領域において、事業の証券化に類する金融手法が本格化していくものと予想される。一方、こうした手法においては、譲渡資産の自立性より、オリジネーター(親企業)の継続性が重要となり、本稿で扱う真正売買や倒産隔離に関する議論は、ある程度、変容を余儀なくされる。この点

については、新たな検討を加えることが必要になると考えられる。

- 4) ABSのオリジネーター等の破綻事例の詳細については、拙著第3章第3節を参照。
5) 長野県所在の中堅消費者金融会社である(株)ティーシーエムは、2004年3月17日、東京地方裁判所より、会社更生法上の保全管理命令を受けた。同社は、資金調達手段として、集合債権譲渡担保とともに、営業貸付債権の流動化手法であるABLを採用していた。これは、投資家からのノンリコース・ローン(企業自体のリスク負担を伴わず、対象資産の信用力のみを引当てとする借入れ)の形態で資金調達を行うものであり、アセット・ファイナンス(資産を活用した資金調達)の一種ではあるが、厳密に言えば、証券化とは異なる。

本件においては、ABSのオリジネーター＝サービサーの倒産の場合と同様に、債権譲渡(信託)の真正売買性や、バックアップ・サービサーへのサービングの引継ぎなどをめぐって、問題が生じた。保全管理段階では、当初、SPVに相当する信託銀行と投資家との間で、①ティーシーエムにサービングを再委託すること、②保全管理人は、申立て後の回収金の送金を再開すること、などを内容とする和解契約の締結を模索していた。こうした対応には、前出の日本リースの事案等に先例がある。

しかし、この和解契約の交渉が難航したため、ABL元金およびその他諸費用額の追加金銭信託を行うことにより、信託銀行にノンリコース・ローンの借入れを一括で期限前弁済させ、信託譲渡した営業貸付債権の返還を受けることとした。こうした対応が可能であったのは、入札手続を経てスポンサー候補に決定していた、大手消費者金融会社のアイフル(株)に十分な資金力があり、同社との協議によって、追加金銭信託の実行を決定することができたためである。

本件の詳細な内容と経緯については、三村藤明・大島義孝・井出ゆり「会社更生手続における集合債権譲渡担保とABL—更生会社ティーシーエムの事例報告(1)(2)」『NBL』No.820・821(2005年11月)を参照。

- 6) 通信ベンチャー企業の実成電電(株)は、2005年10月3日、東京地方裁判所に民事再生手続の申立てを行い、同地裁は、10月17日に同手続開始を決定した。同社グループでは、協力会社2社(同社との資本関係のない、一種のSPC)が、同社向けに設備機器をリースすることを目的として、年8~10%の高配当を謳い、主に個人投資家を対象に、匿名組合方式のファンドにより、出資を募っていた。直近に至るまで、第1号から第21号にわたり、約1万9,000人の一般投資家から、総額490億円に上る事業資金の出資を集めていたが、今回の事態を受け、その配当金の支払いが停止された。本件の被害件数・金額は、2001年に発生した、マイカル発行の個人向け社債のデフォルト以来となる、大規模なものである。なお、平成電電は、2005年1月期まで3期連続で、監査法人によるチェックを受けず、実質的に未監査の決算を公表していたことが判明した。

匿名組合契約とは、投資家(匿名組合員)が営業者に対して金銭等を出資し、営業者が営業から得られる損益

の一定割合を匿名組合員に分配することを約するものである(商法第535条以下)。匿名組合出資により、不特定多数の者から資金を集めた場合でも、その営業目的が投資ではなく、設備賃貸等の事業である場合には、ラーメンファンド(ラーメン店からの収益を配当)やアイドルファンド(新人アイドルタレントの写真集等からの収益を配当)などと同様、証券取引法上のみなし有価証券とはされないほか、金融商品販売法の適用対象にもならない。元本償還を約束しなければ、出資法にも抵触しない。このように、投資家保護のための制度に不備があるなかで、今回のような事態が発生したことは、包括的な金融商品取引法(2006年の通常国会に法案提出)の制定の必要性が高いことを、あらためて示したのもといえる。

また、匿名組合出資者が拠出した金銭等は、営業者の財産となるため、今回の平成電電グループのファンドへの出資者は、実質的な最大債権者でありながら、同社の倒産手続からは、排除されてしまう。このため、同社の倒産手続において、匿名組合員の立場が正当に保護されるかどうかについては、不安が残る。

本件のファンドに関しては、「SPC法(現・資産流動化法)を使った資産証券化商品」などと説明されていたと伝えられている。一般に、「証券化」という言葉は、論者により、かなり多義的に用いられるようになっており、例えば、上記のラーメンファンドが、「ラーメンの証券化」などと呼ばれることもある。そうした文脈のなかでは、本件のファンドについても、広い意味で、リース債権の証券化商品に類するものとするのは、全くの誤りとはいえないかも知れない。しかし、本件は、前述のとおり、単なる匿名組合方式の出資スキームに過ぎず、本来の資産証券化商品とは異なる。少なくとも、「SPC法を使った」という説明は、明らかに事実と反するものである。

本件の概要については、「平成電電破綻で匿名組合出資の投資家保護策欠如が露呈」『金融財政事情』2005年10月24日号を参照。

- 7) 本稿は、拙著第3章の直近時点での補論に相当する。拙著と重複する部分の記述はなるべく簡略化する一方で、最新の動向等について、適宜加筆・補足することにより、議論をさらに深めることとする。

なお、本稿の記述にあたっては、井上聡氏(弁護士、長島・大野・常松法律事務所)から、個別論点に関して、親しくご教示をいただいた。ここに記して感謝を申し上げます。

- 8) 前掲(注1)を参照。
 9) 更生担保権とは、更生手続開始当時、更生会社の財産につき存する担保権の被担保債権であって、更生手続開始前の原因に基づいて生じたもの、または会社更生法第2条8項各号に掲げるもの(更生債権)のうち、当該担保権の目的である財産の価額が更生手続開始の時点における時価であるとした場合における当該担保権によって担保された範囲のものをいう(会社更生法第2条10項)。
 10) 債権担保の目的で、債権者に属するある財産権を一旦債権者に移転させ、債権者が債務を弁済したときにそれを返還する、という形式の物的担保を譲渡担保と呼ぶ。

質権や抵当権等の法定担保権(典型担保)と異なり、民法には規定されておらず、取引の慣行から形成され、判例・学説によって認められた、非典型担保の代表的なものであり、実務上、動産、不動産、金銭債権など、幅広い財産権を対象とする担保取引として、重要な機能を果たしている。

広義の譲渡担保のうち、資金を調達しようとする者が目的物を他の者に売却し、売却代金をもってその資金に充てるとともに、一定期間内に目的物を再び買い戻すという方法で行われ、当事者間に被担保債権についての明示的な債権債務関係が存在しないものを、売渡担保という。それに対し、狭義の譲渡担保においては、当事者間に債権債務関係があり、これを担保する手段として、財産権の移転が行われる。

このように、債権担保のために、担保目的に限定された担保物権を用いずに、所有権や金銭債権等の財産権そのものを移転するところに、譲渡担保の矛盾した内容や、複雑な法律問題の出発点がある。こうした譲渡担保に対して、近年の学説・判例は、財産権の移転という形式への拘泥をできる限り退けて、債権担保という実質に近づけようとする、担保権の構成のための努力を行ってきた。ただし、こうした学説・判例の議論が対象としてきたのは、実質的な物的担保である譲渡担保取引であり、流動化目的でのSPVへの資産譲渡ではない。

譲渡担保に関する実務、判例、学説による法規範の形成の経緯については、清水誠「譲渡担保」『別冊法学セミナー 基本法コンメンタール 物権』(2005年10月)を参照。

- 11) 更生担保権の定義規定(会社更生法第2条10項<前掲(注9)>)において、「担保権の被担保債権」という場合の担保権は、特別の先取特権、質権、抵当権、商法上の留置権とされている。しかし、この点に関して、判例(最判昭和41年4月28日)は、債務者(譲渡担保設定者)に会社更生手続が開始した場合について、債権者(譲渡担保権利者)に所有権に基づく取戻権を認めず、更生担保権者に準じた権利行使をなすべきであるとしており、多くの学説もこれを支持している。なお、債務者の破産の場合については、直接の判例はないが、債権者に別除権を認めるか、または、破産管財人から被担保債権を弁済して目的物を確保できる、とする見解が有力である。
- このように、会社更生の場合、典型担保・非典型担保を問わず、更生手続の開始当時、更生会社の財産に設定された担保権の被担保債権が、更生担保権となる。破産・民事再生の場合の別除権についても、同様である。すなわち、更生担保権や別除権の基本的な要件は、もともと担保付きの債権であったかどうかということにかかっており、その判断は、倒産法(破産法、会社更生法、民事再生法等)上の問題というより、本来、民事一般法(民法)上の問題であるといえる。
- 12) 例えば、井上聡「証券化取引に関する倒産法改正の論点」『NBL』No.738(2002年6月)を参照。
 13) 小野傑「マイカルの証券化とトゥルーセール」『金融法事情』No.1648(2002年7月)を参照。
 14) これまでの真正売買論(マイカルCMBS論争を含む)の概観については、①渋谷陽一郎『証券化のリーガルリ

- スク』(日本評論社、2004年8月)第13章、②小野傑・有吉尚哉「真正売買に関する議論の整理と考察」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』(商事法務、2006年2月)第5章第3節1を参照。
- 15) 田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点(上・下)」「NBL」No.510・511(1992年11月・12月)を参照。
- 16) この6項目に近いが、そのなかから譲渡資産の特定性をはずし、SPCの独立性を追加する見解として、小林秀之「資産流動化と倒産隔離」、日本資産流動化研究所『平成13年度第1回SFIセミナー「資産流動化スキームの倒産隔離の観点からの考察」——信託に焦点をあてて——』(2001年9月11日)ほかを参照。
- なお、小野・有吉・前掲論文は、このような考え方を「要件符合重視説」と呼んでいる。
- 17) 米国の倒産法制においては、自動停止(Automatic Stay)制度があり(連邦倒産法第362条)、清算・更生手続ともに、倒産申立てによって、担保権の実行が停止してしまう。また、真正売買性が否定されると、対抗要件の関係で、担保付き債権ではなく、無担保債権の扱いになってしまうことも多い。そのため、米国の証券化実務では、倒産隔離の実現のために、真正売買性の問題が、とりわけ重要な意味を持つことになる。
- 米国では、資産の譲渡がTrue Sale(真正売買)であるか、Secured Loan(担保貸付)であるかは、州法上の問題とされ、その判断は裁判所に委ねられているため、これが争点となった判例は、数多く存在する。真正売買か担保貸付かの判断基準に関して、米国の判例には、大別して二つの傾向がある。すなわち、①明示された当事者の意思を主な判断要素とする判例群、②明示的な当事者の意思に加え、当該取引に含まれる売買的要素、担保貸付的要素を総合的に判断する判例群である。このうち、②に属する判例は、真正売買であれば、資産についてのリスク、利益、支配が買主に移転しているはずであるという前提の下、それらの移転を疑わしめる事情を幅広く考慮する。これらのうち、いくつかの事情がある場合には、当事者の意思が売買と表示されていたとしても、それに全面的に依拠することなく、それらの真正売買性を疑わしめる要素を総合的に検討して判断している。
- 因みに、「真正売買」という言葉はTrue Saleに、同様に、「倒産隔離」という言葉はBankruptcy Remotenessに対応しており、こうした議論の枠組みが、もともと、米国での議論の影響を受けていたことを示している。
- 米国における真正売買論の状況については、後藤出「資産流動化取引における『真正売買』(上・下)」「NBL」No.739・740(2002年6月・7月)を参照。
- 18) ①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——」、金融法学会『金融法研究』資料編(17)(2001年9月)、②高見進「流動化・証券化の法律問題(2)——倒産法——」、金融法学会『金融法研究』資料編(17)(2001年9月)を参照。
- 19) 「『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」No.1646(2002年6月)を参照。
- 20) 「『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」No.1649(2002年7月)を参照。
- 21) 共益債権とは、会社更生手続開始後に生じた利害関係人の共同利益のための出費に係る債権のことで、更生手続によらず、随時弁済を受けられる。そのなかには、会社再建目的に沿って、会社の事業の継続に要する費用、または、それから派生する債権が含まれる。
- 22) 「『マイカル証券化スキームに関する山本和彦教授意見書の全文』」「金融法務事情」No.1653(2002年9月)を参照。
- 23) ファイナンス・リースは、機械類等の物品を対象とする、フルペイアウト(リース会社は、リース料により、物品の取得費用と金利相当分をほぼ全額回収)・解約不可のリースで、金融取引の実態を有する。ファイナンス・リースのユーザー(レシー)の会社更生手続において、リース会社(レッサー)のリース料債権は、更生担保権として扱われるのが、判例(最判平成7年4月14日)・通説である。
- 24) マイカル法律管財人団(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」「NBL」No.746(2002年10月)を参照。
- 25) 伊藤真「証券化と倒産法理(上・下)——倒産隔離と倒産法の再構成の意義と限界——」「金融法務事情」No.1657・1658(2002年10月・11月)を参照。
- 26) 実体法的再構成の一例として、(注10)で前述した、譲渡担保に関する担保権の構成が挙げられる。
- 27) 会社更生法上、和解に関しては、裁判所の許可を得られるとされる(旧・会社更生法第43条1項・第54条6号)。
- 28) 小野・有吉・前掲論文は、このような考え方を「被担保債権存否重視説」と呼んでいる。また、両山本教授の意見書のほかに、同様の考え方に立脚する論考として、後藤出・前掲論文を参照。ただ、同論文は、マイカルCMBSを直接の分析対象としたものではない。
- 29) 最判昭和46年3月25日は、譲渡担保の要件として、次の点を挙げた。これらは、担保権の本質的な要素を含んだものともいえる。すなわち、①法律上の被担保債権の存在(資産譲受人に対する買戻義務・追加信託義務等)、②設定者(債務者または物上保証人)から債権者に目的物を譲渡する合意、③金銭債務を弁済すれば、設定者に目的物の所有権が復帰する(受戻権)合意、④金銭債務の不履行が生じると、債権者に所有権が確定的に帰属する合意、という要件である。
- また、本判例は、譲渡担保の実行にあたり、目的物(本事実では不動産)の価額と被担保債権との差額(通常、前者の方が大きい)がある場合、清算(精算)を要するとし、債権者への目的物の引渡しと債務者への清算金の支払いは、同時履行の関係に立つとした。
- 30) ①小林秀之「真正売買に関する英米倒産法制研究の意義」、日本資産流動化研究所『平成14年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第一分冊 海外の資産流動化に関する調査研究委員会報告書——法制編』(2003年3月)第3部第2章第4節、②同「マイカル証

券化と倒産隔離」『NBL』No.768 (2003年9月)を参照。

- 31) 後藤出・前掲論文は、金銭債権の証券化の標準的なスキームを想定したうえで、譲渡担保の要件と同様の基準を適用し、担保取引性を認定することは困難である、と結論付けている。
- 32) 信託は、それによって移転する財産権の行使を担保目的に限定することにより、担保的機能を営むことも可能である。現実の取引において、こうした機能に着目して、担保目的の信託が用いられることがある。例えば、信託財産を構成する財産権の行使を担保目的に制約してなされる信託や、受益者による受託者に対する受益権の行使を制約することにより、信託を担保目的で用いることなどである。
- 33) ただし、倒産実務家のなかには、会社更生のような再建型の倒産手続に関しては、経済的には貸付と同様であるにもかかわらず、更生手続に服さない権利を与えるなど、会社再建の目的上、認めがたい取引の効力を否定するべきである、という議論も存在するようである。流動化・証券化の場合、現実には、オリジネーターが倒産しないと論点にならないため、現象的には、倒産手続上、どのように扱われるか、という問題として認識されがちであるとはいえる。このことは、実際には、実体法的再構成と倒産法的再構成の境界が明確でない場合もあることを示している。
- 34) 要件事実論に関する最近の著作として、大塚直・後藤卷則・山野目章夫編『要件事実論と民法学との対話』(商事法務, 2005年9月)を参照。
- 35) 佐藤正謙「真正売買をめぐる問題」, 日本資産流動化研究所『平成14年度 資産流動化と投資家保護に関する

調査報告書 第一分冊 海外の資産流動化に関する調査研究委員会報告書——法制編』(2003年3月)第3部第2章第5節を参照。

- 36) 後藤出・前掲論文を参照。
 - 37) 証券化の母国である米国では、1998年の連邦議会以降、資産流動化・証券化における倒産隔離の基準を立法的に明確化するため、連邦倒産法の改正案が提出され、審議されてきた。具体的には、倒産財団を構成する財産の範囲に関する連邦倒産法第541条を改正し、債務者によって、資産流動化の関係で適格な主体に譲渡された資産は、適格な資産とみなされ、倒産財団に編入されない、とするものであった。これは、「セーフ・ハーバー・ルール」(True Sale Safe Harbor)と呼ばれる。その後、何度か、ほぼ同様の内容の法案が提出・審議されてきたが、これまでのところ、まだ成立に至っていない。
- 一方、我が国では、真正売買性の基準は、法律の条文として明文化しにくいうえ、法務省などに、民法レベルの担保の認定の問題との認識があることもあり、後述の新・破産法にも、こうした論点に関する規定は盛り込まれなかった。
- 38) 小川秀樹・沖野真己・石川功造・益本広史・三上徹・吉元利行・北秀昭・河野玄逸「新しい破産法の実務と理論」(座談会)『NBL』No.788 (2004年7月)を参照。
 - 39) 山中真人「新しい法制度の証券化・事業再生実務への影響——破産法・証券取引法の改正、個人情報保護法など」『NBL』No.798 (2004年12月)を参照。
- (横浜国立大学大学院国際社会科学研究所教授)