

資産流動化取引における真正譲渡 と担保としての譲渡

吉 田 光 碩

1 資産流動化・証券化

資産の流動化・証券化は金融機関にとって、いまやその中核業務の一部を占めるようになって⁽¹⁾いる。資産の流動化・証券化とは、「一般企業や金融機関等が自己の保有する売掛債権やリース・クレジット債権その他の特定資産を特別目的会社（Special Purpose Company SPC）等の特別目的機関（Special Purpose Vehicle SPV）に譲渡し、特別目的機関が当該譲渡を受けた資産を小口化したり、あるいは、当該資産が将来生み出すキャッシュフローという当該特定資産自体だけの信用力を背景として証券を発行したりした上で、そのように小口化された資産や証券を市場において不特定多数の投資家に販売するなどの方法により、資本市場から直接資金調達をはかる資金調達の一手法⁽²⁾」であると説明される。

そして、その機能に着目して「①裏付け資産の信用リスクを、②分解・

(1) 日本での証券化商品の発行状況は、推計値で、95年頃までは2000億円未満であったが、97年に1兆円を超え、04年には5兆7000億円に達している（池尾和人編著『市場型間接金融の経済分析』169頁〔川村雄介〕日本評論社2006年）。その後、06年には発行額はピークを迎え、その額は10兆円に届く勢いであったが、サブプライム問題の表面化を受けて、その後は減少し、08年には4兆円程度となっている（大垣尚司「金融と法」第20講法教350号93頁）。

加工し、③市場に再分配するファイナンス手法」をさし、より具体的には、「①オリジネーター（以下、引用文献の表記に合わせて「オリジネータ」と記載することもある——筆者注）が創出し、保有していた裏付け資産の信用リスクおよびキャッシュフロー（Cash flow）を、②流動化業務のみに携わる『器』（Special Purpose Vehicle (SPV),あるいは単にビークル（Vehicle））を経由することでオリジネーターの信用リスクから遮断（オフバランス化）し、同時に必要に応じて信用補完等の金融技術を応用して分解・加工することにより、③その信用リスクを負担し、また、そのキャッシュフローのみを償還原資とする投資商品を組成して、これを投資家が取得することに資するというファイナンス手法である」とされ、その特色として、「従来の間接金融においては、ファイナンスを仲介する金融機関が、債務者営業（オリジネーション, Origination）、与信審査、資金負担、債権の管理・回収、信用リスク負担まで行っていたが、流動化スキームにおいてはこれらの機能が、オリジネーションはオリジネーターに、対象資産の審査はオリジネーターやアレンジャー・格付機関などに、債権の管理回収はサービサー（通常はオリジネーターが兼ねる）に、資金負担および信用リスク負担は投資家にとりという具合に分解（アンバンドリング）され、これら各参加者が果たすそれぞれの機能によって一つのファイナンスが再構築（リストラクチャリング）される。金融機能がバラバラに分解される過程では各参加者の専門性を通じた効率化が期待されるため、ファイナンス市場全体のコスト削減、効率化、ひいては最適な資本配分が可能となる」といわれる。⁽³⁾

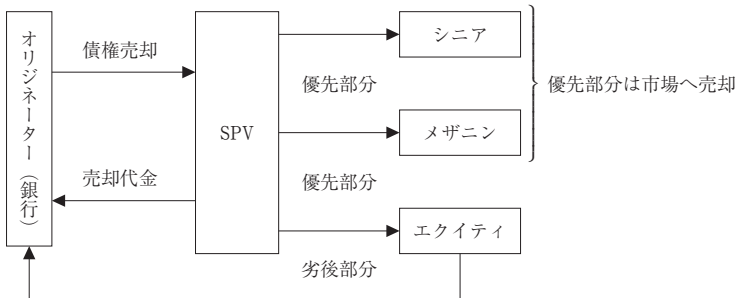
上記のような定義だけではわかりにくいので、債権流動化を例にした

(2) 資産流動化実務研究会編『資産流動化の法律と実務』（新日本法規1998年）212頁。

(3) みずほ信託銀行編『債権流動化の法律と実務』（金融財政事情研究会2005年）7頁、10頁。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

【図1】債権流動化の仕組み



劣後部分はオリジネーターによる取得が一般的

(池尾和人編『市場型間接金融の決済システム』44頁を一部修正)

資産流動化の仕組みの大きなイメージをつかんでおこう。図1は銀行がその有するローン債権を流動化することをイメージしたものである。

①銀行は自己の有するローンの束をSPVに売却する。②SPVは買ったローンの束を、弁済に関して優先・劣後の枠に分類・加工し（加工されたそれぞれの枠を「トランシェ」とよぶ）、その優先部分を市場に売却して買い取り資金を調達する。そして、最劣後部分（エクイティ）は通常オリジネーターが買い戻す。③SPVは市場から調達した資金で、優先部分の買い取り代金を支払う、というものである。

ここで重要なのは、SPVが買い取った部分がオリジネーターの資産からオフバランスできること、オリジネーターの倒産リスクが完全に遮断されていることである。オフバランスできなければ、オリジネーターの自己資本比率、ひいてはROA（return on asset 総資産利益率）が改善されず、ローン債権売却の最重要目的が達成されないこととなり、またオリジネーター倒産の際に、買い取ったローン債権が倒産手続きに組み込まれて劣化してしまうようでは、市場に大きな混乱をもたらす、仕組み自体が成り立たなくなるからである。

2 アメリカでの倒産隔離の状況

上記の問題のうち、売却資産がオリジネーターからオフバランスできるかどうかの問題は、法律問題も絡むが、主として会計上の問題である。これに対してオリジネーターの倒産リスクからの遮断の問題は、極めて法律的な問題である。そこで、市場型間接金融の仕組みを創りあげた本家のアメリカでは、この問題がどのように対応されているのかを知っておく必要がある。

角紀代恵教授はこの点について「SPV について倒産隔離を確保するためには、まず、SPV の活動を移転された資産保有に関連するものに制限するなど、SPV 自体が、その活動の結果、支払不能に陥り、ために、倒産法上の諸手続に服することがないように仕組まなければならない」⁽⁴⁾、「次いで、スポンサー（オリジネーターと同義——筆者注）等、SPV 以外の法主体の倒産によって、証券所持人への支払が悪影響をこうむらないように、SPV は、他の法主体の倒産からも十分に隔離されていなければならない。このためには、たとえば、①SPV の資産が、スポンサー等の倒産に際して、それらの資産に実質的に併合される（substantively consolidated）ことがない、②SPV への資産の移転は、(ア)第三者対抗要件を具備しており、かつ、(イ)売買（sale）であって、担保のための移転（transfer for security）ではない、③SPV への資産の移転が倒産法上の否認権の対象とならない……などの要件を満たさなければならない」とする。本稿で問題とするのは、上記の指摘のうち、主として②の問題である。

さて角教授は、アメリカ法特有の問題として、UCC 第9編によれば、「MBS（住宅などの担保付債権〔モーゲージ〕を証券化したもの一筆

(4) 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)」
NBL659号8頁。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

者注)にあっては、……SPVは、モーゲージの債務者が振り出した証券を占有していない。すると、スポンサーからSPVへのモーゲージの移転が担保のためであると、管財人は、破産法544条(b)項によって、スポンサーからSPVへのモーゲージの移転を否認することができ、ために、SPVは、買主としての立場から、一挙に、無担保債権者に転落することになる。これに対して、スポンサーからSPVへのモーゲージの移転が売買であると、SPVは、たとえ、証券を占有していなくても、買主としての地位を管財人に否認されることはない⁽⁵⁾」ので、当該取引が担保として認定されるのと、売買として認定されるのとでは、SPVひいては証券の購入者の地位は、まったく異なった扱いとなる。

角教授は1978年から1997年までの14件の判例を分析し、まずFASB (Financial Accounting Standards Board 財務会計基準審議会)が定める財務会計諸基準は、倒産事件における売買と担保のための移転の区別に対して、今後、影響を与えうるかについては、懐疑的にならざるをえないとし、売買と担保のための移転を区別する最も重要な要件は、リコースの有無であるとする⁽⁶⁾。

勝田信篤准教授は、アメリカにおける債権の流動化(債権の売買)と譲渡担保を分けるメルクマールとしては、以下の7つがあげられていると述べる。

すなわち、①書類によって示された当事者の意図、②資産の売主に対するリコースの有無、③オリジネーターに留保された権利の存在、④独立した評価人によって公正な市場価格で設定された売買価格、⑤譲受人が所有権の移転に伴う利益と負担を負っているか、⑥譲受人が資産の支配と制御の権能を持っているか、⑦サービシングリスク、コミングルリスクの問題、の7つである。

(5) 角・前掲(注4)論文(2)NBL660号29頁。

(6) 角・前掲(注4)論文(4)NBL662号41頁。

そして、①については、裁判所は契約に用いられた文言よりも、その裏にある当事者の意思を発見しようとするのが、一般的であるとする。②については、角論文と同じく、取引におけるリコースの有無は、担保か売買かのメルクマールとして最も重視される要素であるとするが、リコースの有無が単独で売買か担保化の決定的な要素となるのではなく、あくまでも総合的な判断のための一要素にすぎないとする。③については、SPVが移転された資産に対して自由に支配する権利を持っていないときは、担保の可能性があるとする。

④では、公正な市場価格に基づくものであれば、取引は売買と考えられるということだが、スキームのコストは控除されるので、どの程度が適正な控除額とされるかがキーポイントとなるとする。⑤の本来の考え方は、譲渡資産の全部について売買か担保かを判断するが、そうしたリスク・経済価値アプローチのみでは取引を把握しきれなくなってきた、金融資産に関する財務構成要素に対する支配が移転した場合に、その要素についてオフバランスを認めるという財務構成要素アプローチが生まれたが、そのようなアプローチを取った場合には、リスクが完全に譲受人に移っていることは要求されないから、譲受人にリスクが移っていないからといって担保であるとは即断できないとする。⑥は、財務会計上のアプローチであり、FASBの基準に基づくものだが、会計基準と法律学の立場は同じではないから、基準としての客観性がはっきりしないため、困難な問題を伴うという⁽⁷⁾。⑦については、多くの判例は、売主がサービサーを兼ねる場合は、取り立てた換価金が分別管理されておらず、売主の他の資金と混ざっている（コミングル）ことが多いことを指摘し、売主が継続して、譲渡された手形の取立てをすることは、売買よりも貸付の証拠となるとしているようである⁽⁸⁾。

(7) おそらく角・前掲（注4）論文（NBL662号41頁）と同じく、会計基準は法的判断基準に影響を与えうるかということについて、懐疑の念を抱いていることだろう。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

以上のとおり、アメリカでは各種の要素を総合判断して売買か担保かを決めるが、これを決めるのは連邦破産裁判所である。とすると、破産手続きが開始して、管財人がSPVの資産取得について、担保であると主張することによって、⁽⁹⁾ はじめて破産裁判所が担保であるか売買であるかを審査することになる。そして、当該取引が担保と認定されると、倒産手続の中では、無担保債権者と同じ扱いとされるから、多数の投資家が被害を受けることになる。

そこで、アメリカでは、1998年以来、米国議会が「トゥルー・セール・セーフハーバー (true sale safe harbor)」の創設を含む、連邦破産法改正法案が審議されてきた。その内容は、証券化の関係でなされた一定の資産の譲渡につき、トゥルー・セール性を推定しようというものであるが、上院と下院でほぼ同様の内容の法案が可決され、2002年夏に両院協議委員会で法案が承認されたが、立法化は、セーフハーバー・ルールと⁽¹⁰⁾は無関係の事情によって頓挫してしまったという。

3 日本での状況

(1) 証券化が取り入れられる以前

日本でも、譲渡担保や、買戻・再売買の予約など、所有権移転の形式をとりながら担保の目的で譲渡された場合などは、形式より実質を考慮⁽¹¹⁾して担保として処遇される。

(8) 勝田信篤「証券化取引における真正売買と倒産隔離」千葉大学法学論集19巻1号257頁以下。

(9) 管財人のこのような主張は、特に、トラスティーズ・アタック (trustee's attack) とよばれる (角・前掲 (注4) 論文(2) NBL660号29頁)。

(10) (財)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1分冊〕「トゥルー・セールに関するセーフハーバー・ルールの立法状況 (紹介)」320頁 (青木則之)。なお、当時の改正案の英文内容については、小林秀之＝山田明美「資産流動化と米国倒産法改正」(佐々木吉男追悼『民事紛争の解決と手続』信山社2000年) 594頁参照。

譲渡担保については、その法律構成について様々な見解が提示されている。最近では所有権移転構成や、純粋な所有権移転否定説ではなく、所有権が設定者、担保権者のどちらにあるかを厳格に判断せず、担保としての実質に着目した見解が多数（授權説，設定者留保権説，期待権説など）を占めるとされる。⁽¹²⁾

判例も民法175条の存在にもかかわらず、古くから譲渡担保契約の効力を認め、特に、仮登記担保に関する最判昭42・11・16民集21巻9号2430頁から最大判昭49・10・23民集28巻7号1473頁にいたる一連の判例の影響を受けて、担保としての実質を重視した判例法理を形成してきた。

しかし、どのような場合に担保として認定されるかの基準については、代物弁済と譲渡担保との区別について我妻栄博士が、「既存の債務のために特定の物の所有権を移転する場合にも、単に担保の目的でなされるときは、譲渡担保となり、代物弁済とはならない。然し、具体的の場合に、当事者がいずれの契約をしたかを判定することは、さまで困難ではないであろう」と述べた⁽¹³⁾こともあってか、学説ではこれまで詳しく検討されてこなかったように思える。⁽¹⁴⁾

ただ、当事者間で買戻特約付売買契約が締結され、一筆の土地と建物は本登記が経由されたが、残る三筆の土地には現況が宅地でありながら地目が「畑」であったので仮登記を経由したという事案で、契約を買戻特約付売買や仮登記担保契約ではなく、帰属清算型の譲渡担保と認定した東京高判平元・7・25判時1320号99頁が、学説から注目された。椿寿夫教授は、この判決以前に買戻や再売買予約ではなく、譲渡担保である

(11) わが国における譲渡担保の発展史については、近江幸治『担保制度の研究』（成文堂1989年）41頁以下参照。

(12) 川井健『民法概論2（物権）〔第2版〕』（有斐閣2005年）460頁。

(13) 我妻・『新訂債権総論』（岩波書店1964年）302頁。

(14) 後藤出弁護士が担保目的を認定する根拠となる間接事実を下級審判決の分析から得ようとした（後藤「資産流動化取引における『真正売買』（下）」NBL740号77頁）のは、数少ない例に属するのではないか。

と認定した判決例が東京地判昭45・5・25判時617号68頁を皮切りに、6件の下級審判例が存在することを紹介したうえで、「買戻や再売買予約には、……担保目的とまったく無関係なものもあるが、それらを除けば、いわゆる売渡担保における担保物取戻の側面にはかならない。そして、これまで売渡担保と呼ばれてきたものは、真正売買（ただしごく限られていよう）と譲渡担保とに両極分化されるべきで」あると主張^(15,16)するのに対し、鳥谷部茂教授は、①本判決は、本契約において譲渡担保であるための要件事実をどのように認定して譲渡担保であるとしたのか、何故に売渡担保や仮登記担保や抵当権ではなく譲渡担保でなければならなかったのか、②買戻特約付売買を譲渡担保と認定したことはどのような意味をもつのか、③本判決は譲渡担保と認定するにつき、何の理由も示さず、買戻特約付売買と譲渡担保との異同についてもまったく言及していない、などを問題として指摘し、「譲渡担保につき所有権非移転構成が支配的である今日、所有権が移転せず清算を伴う譲渡担保と所有権が移転し清算義務を生じないと一般的に考えられている買戻特約付売買とは大きい隔たりがあり、それらの関係を説明せずに認定という方法を用いることは大きな問題を残すことになるであろう」と述べている。⁽¹⁷⁾

両者の見解の相違は、「売買か担保か」の問題ではなく、その中間的な形態を認めるべきか否かの問題に関するものである。いずれにしても、判決は認定の理由と、認定判断の基準を示しておくべきだったように思える。

売渡担保よりもさらに担保的ではないが、担保的機能も有するものがファイナンス・リースである。約款の中では所有権はあくまでリース会

(15) 椿・“判批”リマークス1号51頁。

(16) 同様の考え方は、高木多喜男『担保物権法〔第4版〕』（有斐閣2005年）332頁、道垣内弘人『担保物権法〔第3版〕』（有斐閣2008年）298頁でも示されている。

(17) 鳥谷部・“判批”法時63巻6号47頁以下。

社に帰属し、ユーザーはリース期間にリース料の全額を支払っても、所有権はあくまでリース会社に帰属して、ユーザーが継続的にリース対象物を利用したい場合は、低額な料金を再リースされることになっている。

リース契約によってリース物件の引渡しを受けた後、ユーザーにつき会社更生手続の開始決定があった場合について、最判平7・4・14民集49巻4号1063頁は、「いわゆるフルペイアウト方式によるファイナンス・リース契約において、リース物件の引渡しを受けたユーザーにつき会社更生手続の開始決定があったときは、未払のリース料債権はその全額が更生債権となり、リース業者はこれを更正手続によらないで請求することはできない」と判示した。判決はその理由として、「右の方式によるファイナンス・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、その実質はユーザーに対して金融上の便宜を付与するものであるから、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ても、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。したがって、会社更生手続の開始決定の時点において、未払のリース料債権は、期限未到来のものをも含めてその全額が会社更生法102条（現行法2条8項——筆者注）にいう会社更生手続開始前の原因に基づいて生じた財産上の請求権に当たるといふべきである」としている。そして、担当調査官は「本判決は、X（リース業者——筆者注）がフルペイアウト方式であることを自認していたことでもあり、ファイナンス・リース契約の中でも金融取引的な性格が最も典型的なものを探り上げる形で前記の判断をしたものと推測され、その理由説示からみても、フルペイアウト方式でないファイナンス・リース契約については直ちに逆の結論を示唆するのではないと考えられる」と説明し、必ずしも

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

フルペイアウト方式でなくとも判決の射程は及びうると解説している。⁽¹⁸⁾

以上からすれば、わが国で真正譲渡でなく、担保であると判断する基準は、譲渡担保その他の所有権移転型の担保と見ることができるか、あるいはファイナンス・リース契約と認定できるかということに集約されそうである。

(2) 証券化取引における判断基準

わが国で最初に証券化取引における倒産隔離の問題を扱ったのは、おそらく田中幸弘氏であろう。同氏は債権の流動化に限ってであるが、担保性が推認されうる要素として、①当該譲渡が担保のためである旨が契約書上当事者間で合意されている、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行為が不完全である、④譲渡される資産の価値と「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当該譲渡がなされても売主の貸借対照表から当該資産がオフバランスされていない、の6項目をあげ、これらのファクターを⁽¹⁹⁾満たさない場合は、売買とみなしてよいとする。

田中氏の議論は、明らかにアメリカ法の判断基準を見据えて、当時のわが国における債権譲渡実務での第三者対抗要件留保取引の常態化を勘案しながら、基準を考えたものであろう。

これに対して、高見進教授は、①当事者の契約意思は重要だが、流動化・証券化のための資産譲渡の相手方は、原保有者が仕組みを仕上げる上で作り出した器あるいは導管であるSPCであるので、その意思を重視することはなお問題が残るとし、②資産の特定性については、担保取引であってもそれが必要となるから、基準としての価値に疑問を抱く。また、③対抗要件の具備については、1998年に制定された債権譲渡特例

(18) 八木良一「判例解説」最判解民平成7年度412頁。

(19) 田中・「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点(上)」NBL510号43頁。

法の制定によって、対抗要件の具備は容易になっていることを指摘する。さらに、④譲渡された資産の価値と売買価格とのバランスの問題は、それ自体としては、原保有者倒産の際の否認権の問題であるとする。そして、⑤相当部分の買戻条件がついていても、それは譲渡される資産の売主が将来の債務者の資力を担保したことになるだけで、SPCへの資産譲渡を売買と判断することの妨げにはならないと批判する、また、⑥オフバランスは少なくとも倒産隔離の有無が重要となるので、一種の循環論法になるおそれを指摘する。

そのような観点から高見教授は、以下のように倒産整理の形態ごとに担保であるか、売買であるかを判断すべきとする。

(ア) 会社更生の場合、「担保権者の権利行使が会社更生において制約されるのは、担保権が実行されてしまえば事業の維持継続が困難になること、とくに有機的一体として構成されている企業財産のなかでその一部をなす担保目的物について担保権が実行されてしまえば、継続企業価値を保持したまま会社の維持更生を行なうことが困難になるためである（有機的一体価値保存性）」とし、「流動化・証券化のための資産譲渡は、基本的には資産の客観的な価値を当てにした仕組みであり、資産の原保有者である会社の継続的な事業経営からの収入を当てにしているものではない。また、資産譲渡が有機的一体としての継続企業価値を構成するものでもない。資産譲渡の仕組みが形式的にも実質的にも事業供用性あるいは事業参加性を排除している場合には、原保有者が経済的に破綻し会社更生が開始された場合に、会社更生法上その資産譲受人を担保権者として扱うことは妥当とは思われない」とする。

(イ) 民事再生の場合には、「SPCに譲渡した資産について、担保権消滅の許可（民事再生法148条）を申し立てることができるかが問題となりうる。流動化・証券化のための資産譲渡は、基本的には資産の客観的な価値を当てにした仕組みであり、原保有者である会社の継続的な事業経営からの収入を当てにしているものではないので、SPCに対して譲

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

渡された資産は、再生債務者の事業に欠くことができないものである場合には当たらないはずである」とし、「かりに資産譲渡を担保権設定と把握しても担保権消滅の許可の対象には当たらない」とする。

そして、(ウ) 破産の場合には、「資産の流動化・証券化のための譲渡を担保権の設定と考えても、SPCは少なくとも別除権をもつことになるので、原所有者破産の影響を直接には受け⁽²⁰⁾ない」とする。

この考え方は、会社更生の場合にのみ担保か否かの判断の影響を受け、「資産譲渡の仕組みが形式的にも実質的にも事業供用性あるいは事業参加性を排除している場合には」担保と評価することは妥当でないとするのであるが、まさにそのような仕組みになっているかどうかの実質判断がさらに必要となるので、そのための判断基準が必要となるように思われる。

4 わが国で真正売買性が問題となった事例

(1) 概要

これまで特に会社更生事件で証券化スキームが担保であるかどうか問題となったものが以下の3例ある。

すなわち、(1) 1998年の日本リース会社更生事件では、リース料債権の証券化の倒産隔離が問題となった。この流動化スキームには次のような真正売買性を弱める要素が存在した。①SPCに譲渡されたのはリース料債権だけで、リース資産は日本リースの資産として計上されていた。②20ないし30%の劣後部分は日本リースが保有して、回収・抗弁リスクを日本リースが負担していた。③SPCの取締役は、日本リースの部長クラスの従業員が兼務して、SPCの独立性が十分確保されていなかった。

(20) 以上について高見「流動化・証券化の法律問題(2)——倒産法——」
金融法研究〔資料編(17)〕127頁以下。

しかし、結果的には関係者間で話し合いがもたれ、真正譲渡性を認めることで、和解が整った。

(2) 2000年の大手信販会社ライフの会社更生事件では、オートローン債権の信託方式による海外リパッケージABSが問題となったが、同社の業務の円滑な遂行とわが国の流動化スキームに対する国際的信頼性確保の観点から、保全管理人は真正売買性について争わないという決断⁽²¹⁾をした。

(3) 2001年の年末に会社更生の申立てをしたマイカル・グループ事件では、グループの保有する店舗用資産がまとめて証券化されていたが、この証券化スキームについて真正売買性が問題となって、著名学者の意見書が複数出され、関連する論評も多く公表された。

以下ではこれについて検討する。

(2) マイカル証券化のスキーム

証券化の対象となったのは、マイカル・グループの10店舗とその敷地、敷地利用権である。仕組みとしては、①オリジネーターが本店店舗等をX信託銀行に信託譲渡。オリジネーターはX信託銀行から信託受益権を取得。②X信託銀行はオリジネーターに本店店舗等をリースバック。③オリジネーターは信託受益権をY社（SPC1）に譲渡し、④Y社は信託受益権の購入資金を、A社・B社（SPC2）、C銀行からの融資と優先株式の発行により調達。SPC2は受益権を引当に社債発行によって市場から資金を調達するというものである。

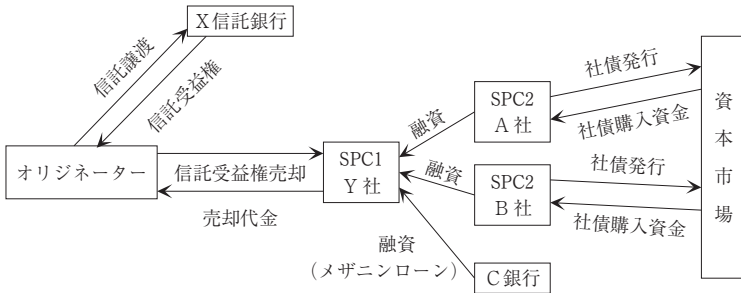
(ア) 山本克己教授の意見書

最初に公表されたのは、管財人団の依頼による山本克己教授の意見書

(21) 両事件の概要については、小林秀之「資産流動化と倒産隔離」石川明古希『現代社会における民事手続法の展開（下）』（商事法務2002年）413頁以下参照。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

【図2】 マイカル・グループの証券化の仕組み



(金法1646号33頁を一部修正)

の概要である。⁽²²⁾

意見書はまず、「真正売買問題として論じられている問題は、実は、従来、更生法上、譲渡担保権者や所有権留保売主の地位を、取戻権者と更正担保権者の何れとみるのか、という形で議論されてきた問題と同じものである。つまり、真正売買か否かという問題設定自体が適切さを欠く」とする。

その上で、更正担保権として扱うためには、「オリジネータが証券化により調達した資金の返済義務を負っていることが必要不可欠である（要件①）」とし、そして「その名目はともあれ、その弁済金が資産対応証券の支払……原資として用いられることが予定されていれば、その債務は経済的には融資の返済債務とみなしてよい」とする。そして「オリジネータがこの返済義務を履行できないとき（その信用リスクが現実化したとき）には、証券化された資産が第三者に売却され、その売却代金から、資産対応証券の支払原資が調達されることが予定されていることが必要である（要件②）」とする。さらに「更生担保権化できるため

(22) 意見書の概要は金法1646号32頁に掲載され、より詳しい抄録が日経公社債情報1341号7頁に掲載されている。

には、資産対応証券の弁済原資の調達という点では、オリジネータの信用が第一で、資産はそれを補完する二次的なものである必要がある。つまり、要件②は要件①との関係で従属的なものでなければならないのである（要件③）」とする。

そして本件の償還スキームは(ア)オリジネータ各社の賃借期間が20年間で設定されるが、資産対応証券は5年で償還期限が到来し、償還のための資産対応証券の発行が都合4回繰り返されることが予定されているとみる（償還スキーム①）。そして(イ)債務の弁済がうまくいかなかったときは、X信託銀行が信託財産を換価し、その換価代金を信託受益権の償還に充てることによって、本件資産対応証券の償還原資を調達する（償還スキーム②）。さらに(ウ)資産対応証券のリファイナンスができれば、最初の15年間はオリジネータからの賃貸借の解除を制限し、賃料を原資として資産対応証券の利払いと償還を行い、その後はオリジネータ各社が対象店舗等の全部を一括してしか解約できないようにして、償還・利払いの原資を確保しようとしている。そして、第二次の証券発行によるリファイナンスがされなかったときは、賃料は当初賃料から「推定市場賃料」に当然増額され、残りの15年間で資産対応証券の償還・利払いの原資が確保できるように設定されていると考える（償還スキーム③）というもので、「この融資の返済債務（利息の支払債務を含む）に相当するオリジネータ各社の債務は、賃貸借契約の20年間の賃料（途中からは推定市場賃料）債務である。つまり、賃料はここでは信用供与に対する返済としての意味を持たされており、フルペイドアウト方式によるファイナンス・リースにおけるリース料と類似の性格を有している」として、結論として「オリジネータに対する融資者は信託会社である。SPC（図にいうSPC1のこと——筆者注）がオリジネータに対して信託受益権売買代金という形で融資金を立替払する。SPCは信託会社に対して信託受益権という形で求償権を有する」というように考えることによって、要件①から③は充足され、本件スキームに基づく未払賃料債権は更生担

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

保権と評価すべきであるとする。

(イ) 新堂幸司教授の見解書

山本克己意見書に対しては、証券化対象物件の資産管理会社の依頼により、新堂幸司教授が「山本意見書に対する見解書」を公表した⁽²³⁾。

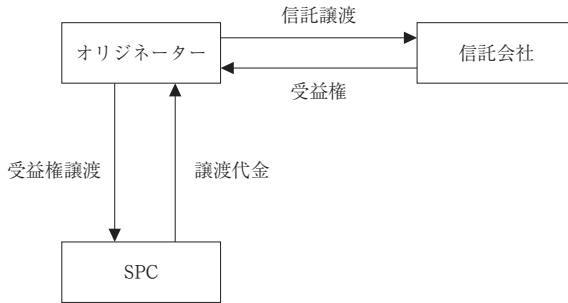
新堂教授は山本意見書には a) 不動産証券化の法律構成について誤りがあり、b) 山本意見書が述べる更生担保権該当性の基準に立脚しても、本件証券化の仕組みの分析および本件証券化のあてはめがいずれも誤っており、本件証券化について更生担保権的構成はとりえず、賃料債権は共益債権となると主張する。さらに、c) 山本意見書がオリジネーターの債務がファイナンス・リースにおけるリース料債務に類似すると述べる点についても誤っているとする。

a) について、新堂教授は、本件スキームが基本的に【図3】のような仕組みであるのに山本意見書は【図4】のように再構成しているが、このような法律構成は、契約当事者の有する意思からも、果たしている役割からもかけ離れたもので、構成に無理があるとする。

b) について新堂教授は、本件スキームでは、①賃貸借期間中の賃料総額が決まっていないから、マイカル等が返済すべき金額も決まっていないこと、②マイカル等は本件不動産を賃借しなくなった場合、賃料支払義務を一切負わない約定となっていること、③マイカル等は受益権の買戻義務を一切負っておらず、したがって、本件証券化により調達した資金の返済義務を負っているとは考えられないことをあげて、山本意見書がいう「要件①」を満たしていないとし、また本件スキームではマイカル等のデフォルト（賃料不払い）がなくても、いつでもマイカル等の承諾なく本件不動産（本件受益権）を売却できることになっているから、本件スキームが「要件③」を充足していないことが明らかであるとする。

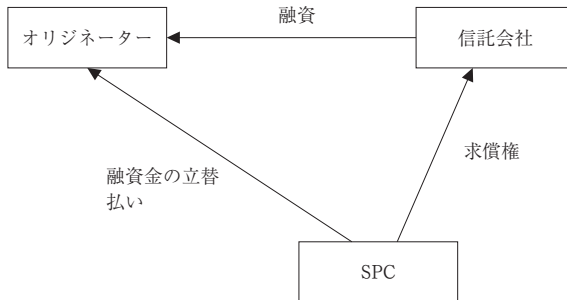
(23) その概要は金法1649号17頁に掲載されている。

【図3】 本件スキームの基本構造



(金法1649号18頁より)

【図4】 山本意見書の法律構成



(出典同一)

さらにc)についても、前掲の平成7年最判はリース料債権の全額がリース契約時に発生していることをもって更生債権（更生担保権）になると判示したが、①本件においては、リファイナンスごとに賃料が改訂されることになっており、賃料総額は決まっていないし、②賃貸借期間の賃料によって、SPCが投下資本全額を回収することはできず、③賃借人が中途解約禁止規定に違反して解約となった場合でも、最大で48ヵ月分の賃料相当額しか支払義務を負わないから、最高裁判決のあげる要件を満たしておらず、賃料債権はファイナンス・リースにおけるリース

料債権とは明らかに異なるというものである。

(ウ) 山本和彦教授の意見書

最後に山本和彦教授の意見書が公表された。この意見書は、これまでの意見書、見解書とは異なり、その全文が雑誌に公開された⁽²⁴⁾。同意見書は、山本克己意見書と同様に、「いわゆる資産の流動化・証券化が問題となる際には、その取引が真正譲渡であったか担保取引であったか、というアメリカ法的な問題設定に基づき、暗黙のうちにアメリカ法上の基準を念頭に置いて議論が展開されることも多いようであるが、そのようなアプローチは、日本法の解釈論としては必ずしも妥当でないと思われる」とし、「日本法には、独自の担保制度があり、担保権の概念があり、そして一定の取引が担保として位置づけられるかどうかを判断してきた歴史、従来の判例や学説の積み重ねがある。この問題も、その見かけ上の新規性に関わらず、そのような議論の積み重ねに基づき、従来の議論との整合性をもって検討していくべきであろう」とする。

そして、狭義の譲渡担保と売渡担保についてその要件を検討したうえで、本件スキームに当てはめて、「本件契約上、オリジネータであるマイカル等に買戻義務はなく、形式的な意味での被担保債権は成立していない」し、「本件信託契約では、債務者の債務不履行以外の場合でも、受託者に信託財産を処分する権利が認められている」から、狭義の譲渡担保の要素としての補充性も満たしているとは言い難いとする。また、「本件信託契約には、信託契約の解約・終了を定める条項はあるものの、……いずれも解約できるのは受託者又は受益者だけであり、委託者（オリジネータ）の解約権が認められていない。したがって、債務者であるはずのオリジネータには受戻権が認められていないことになる」として、狭義の譲渡担保には当てはまらないとする。

(24) 金法1653号44頁。

また、かりに売渡担保として構成できるかについて、債務者の買戻権は存在せず、買戻価格についても、鑑定評価に基づく市場価格が基準とされていて、買戻のインセンティブに欠けるものといえるから、「隠れた被担保債権」の存在を認めることもできないとする。

さらに、ファイナンス・リースとして構成できるかについて、本件スキームは、賃貸借期間中に賃料から投下資本が回収できる保障がなく、また物件の使用が困難になった場合に残存リース料相当額の支払を定める条項は存在せず、その意味でも物件の利用と賃料の支払が対価関係に立っていることは明らかであるから、ファイナンス・リースとしての要件も満たしていないとする。

(エ) マイカル管財人団の再反論

新堂幸司見解書、山本和彦意見書に対してマイカル管財人団は、詳細な反論を展開している。⁽²⁵⁾

その内容は、おおよそ以下のようなものである。すなわち、a) 本件スキームではオリジネータの直近の営業実績だけに基づいて負担可能賃料を算定しているが、そのこと自体が、当該ショッピングセンターの代替性が制限されていることを前提としたものにほかならない、b) オリジネータの負担可能賃料を算出し、その評価をもとにして譲渡価格を定めているにもかかわらず、その負担可能賃料に基づく賃料額により賃貸借契約は締結されていない、c) 賃貸借契約書の条項上、マイカル CMBS による資金調達が続く限り、SPC の運営コストに基づく賃料設定がなされ、他方リファイナンスができなくなった場合には、あらかじめ定められた高額の賃料を支払うということが明確に規定されているが、この二重の仕組みは、営業状態が安定している間は利払いだけを行い、信用

(25) 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」NBL746号31頁。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

不安が生じた場合には元利金を返済するというローンの返済約定と何ら変わりがない、d)当初5年間の暫定賃料とその後10年間の「推定市場賃料」を合計し、これに最劣後化された差入保証金返還請求権を加えると、譲渡代金である約1595億円に利息相当額を合わせても、これをすでに上回る金額となる、e)不動産(建物)賃貸借契約は、通常物件ごとに締結されるが、マイカルCMBSではスキームごとに目的不動産10店舗を一体とし、一つの賃貸借契約として締結されている。このような形態は、個々の建物の価値を引当にした資金調達ではなく、マイカルグループの営業を信用の引当てとし、そのうちの10店舗分の営業力を評価した資金の調達であると考えられることができる、など、本件スキームの各契約条項の問題点を指摘し、「マイカルCMBSには、不動産流動化案件として必ずしも一般的な内容ではない契約条項が多数含まれており、それが、目的不動産の所有権が移転した上で売却先から賃借している関係であるとは認め難いものとしている。また、長期の賃貸借により拘束され、もしリファイナンスができなければ、あらかじめ約定した『賃料』によって支払総額が譲渡価格に充つるように仕組まれている。すなわち、契約の形式上は信託譲渡契約であり賃貸借契約であり、信託受益権の譲渡契約であっても、マイカルが自らの資産を担保として資金調達を行ったローンであると考えることが経済実態に合致している」と主張する。

(オ) 事件の結末

事件は、賃料債権を共益債権とすることで和解が成立した。⁽²⁶⁾

5 マイカル事件を契機に展開された議論

(1) アメリカ法基準か日本法基準か

証券化における譲渡か担保かの判定基準については、当初は田中幸弘

(26) 小林秀之「マイカル証券化と倒産隔離」NBL768号40頁。

氏のように、アメリカ法基準を日本の法状況に合せて修正するという立場が実務の主流を占めた。⁽²⁷⁾

ところがマイカル事件では両山本意見書がアメリカ法的アプローチを否定して（新堂見解書もその点を非難するわけではない）、わが国における譲渡担保権などに関する従来の判例学説を重視すべきだとしている⁽²⁸⁾ことが、注目され、議論されている。

小林秀之教授は3意見書とも、類似の基準によりながら、結論が逆になっている点を捉えて、「あてはめの際に使用したマイカル事件の事情が異なるせいもあるとしても、客観的な証券化スキーム自体をあてはめの対象にしており、当事者間で特別な取決めが裏にあったとかいう事情をあてはめの対象としていない以上、結論が逆になるのでは基準として必ずしも有効に機能していない」と述べ、結論として「諸外国、特に英米のわが国よりも先になされた議論を参考にしつつ、わが国の基準定立を図るべきだろう」と述べる。⁽²⁹⁾

これに対して佐藤正謙氏は「基準適用の対象となる事実関係についての理解・認識が異なる場合に結論が異なることはむしろ至極当然のことであり、この事自体が、当該基準の合理性を直ちに疑わしめることには

(27) 後藤出弁護士は「日本においても、米国におけると同様、各資産流動化取引において、案件の法律顧問を務める法律事務所から真正売買を確認する法律意見書を求めることが通例となっている。そのため資産流動化取引の組成に携わる弁護士も、……実務のなかで真正売買のメルクマールにつき検討を重ねてきた。……現在では多くの実務家が、前記の判断要素のうち、特に、(i)当事者の契約意思、(ii)買戻特約（売主の買戻義務、買戻権）、(iii)信用補完比率等を重視し、当該事件におけるこれらの要素を総合的に判断して、真正売買性を結論づけているようである」と述べている（後藤・前掲注14論文（上）NBL739号64頁）。

(28) 前掲（注20）論文ではっきりと述べたわけではないが、高見教授は両山本意見書に近い見解であったように思える。

(29) 小林・前掲（注26）論文36, 37頁。同旨は前掲（注10）（財）日本資産流動化研究所の報告書425頁にも述べられている。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

ならない」と批判し⁽³⁰⁾、「従来型アプローチ（アメリカ法アプローチ—筆者注）と近時有力説（両山本意見書—筆者注）に示される考え方は、相互に排斥し合う関係に立つものではなく、むしろ両立し得るもの」と解し、「要件事実論的に言えば、近時有力説における『被担保債権の存在』及び『担保目的物の存在』は、担保取引に係る主要事実と相当し又はこれに準ずるものと解される一方、従来型アプローチにおいて挙げられる様々なファクターは、こうした（主要）事実の認定を基礎づける間接事実群（又は、かかる間接事実群を整理・分類する際のキーワード）に相当するものと理解される」との考え方を述べる⁽³¹⁾。

佐藤氏のこの見解は、簡潔ではあるが要点をついており、勝田信篤准教授はこれに賛同した上で⁽³²⁾、会計基準も含めて13のメルクマールを提示する。坂井豊弁護士が「確かに、従前の流動化における真正譲渡性をめぐる議論において、アメリカ法的な真正譲渡の要件がそのまま日本の倒産法上も妥当するかのような議論が散見されたのは事実であるが、強いて弁護すれば、譲渡担保権、ファイナンスリース等の非典型担保を網羅する更正担保権の基準が確立されていない一方で、従前の非典型担保の基準のみを流動化案件にあてはめた場合、たとえば、被担保債権の不存在の一事のみをもって、担保性を否定することに対する『居心地』の悪さに起因したものであり、今後、より精密な基準が確立されることが不動産流動化の法的安定性の維持のために望まれるものである」と述べ⁽³³⁾るのも同様の趣旨かと思われる。

(30) 佐藤・前掲（注10）報告書434頁。

(31) 佐藤・同報告書432頁。

(32) 勝田・前掲（注8）論文285頁。

(33) 坂井・「不動産の有効活用策としての流動化のスキーム」銀法611号18頁。

(2) 実体法的再構成, 倒産法的再構成

マイカル事件の意見書合戦ともいえる状況に触発されて、伊藤眞教授は、「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するという目的をもって以下のような主張を展開している。⁽³⁴⁾

まず用語の定義であるが、当事者の合意にもかかわらず権利義務の内容が合意と異なったものとされる可能性が存在し、このような再構成を「法律的再構成」と名づける。そして、「法律的再構成」のなかでも、譲渡担保における担保的構成のようなものを「実体法的再構成」とよぶ一方、倒産処理手続において「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」があり、「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は異なった内容のものとして扱われることが」あって、後者を「倒産法的再構成」とよぶ。そして、「倒産法的再構成を正当化する根拠は、……手続の目的を実現し、利害関係人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、再構成を受忍すべき正当な理由が存在することが前提となる」とする。

そのうえで、ファイナンス・リースは「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」、リース会社の権利を別除権や更正担保権として扱うような「結論を導いているのは、倒産法的再構成以外の何者でもない」とする。そしてマイカル事件については、「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法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

(34) 伊藤・「証券化と倒産処理法（上・下）」金法1657号6頁、1658号82頁。

資産流動化取引における真正譲渡と担保としての譲渡

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、セール・アンド・リースバックの事案で、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のは困難ではないか」と結論する。

この伊藤論文のみでは「倒産法的再構成」の正確な意義がつかみにくい⁽³⁵⁾が、ファイナンス・リースに関する前掲の平成7年最高裁判決の評釈で、伊藤教授が以下のように述べていることが参考になる。すなわち「従来の議論としては、リース目的物自体を担保目的物とし、所有権留保構成を採るものと、更生会社の目的物使用権を担保目的物とし、それについて質権等の担保権の成立を認めるものがある」が、「いずれについても難点がある」とする。

そして、「難点があるものの、現在のリース契約を前提とする限りは、リース会社の担保権について所有権留保構成を採らざるをえない。その内容としては、契約全体の趣旨から、フルペイアウト方式のファイナンス・リースについては、リース期間中は目的物の実質的所有権がユーザーに帰属し、ユーザーは、目的物が持つ使用価値の本質的部分を消費する物的権利を有する。リース会社が持つ所有権は、所有権本来の支配権を内容とするものではなく、ただ、リース料債権の弁済を確保するために、債務不履行に際して目的物を引き揚げ、換価し、それについて優先弁済を受けるという担保目的を持つとみることとなる。もっとも、リー

(35) 伊藤・“判批”金法1428号62頁。

ス期間が満了すれば、実質的所有権はリース会社に復帰する」と説明する。

この考え方の最大の難点は、リース期間中の実質的所有権がユーザーに帰属するとしながら、なぜリース料を払い終わって、リース期間が満了すれば再び所有権がリース会社に復帰するといえるのかの説明がつかないことである。

この難点を克服するために提唱されていたのが、ユーザーには一貫して所有権は帰属せず、目的物の使用権のみがユーザーに帰属し、リース会社はこの「使用権」を担保にとっているとする説であったのではないか。そして、伊藤教授は、このような説明のつかない構成をとることになった結果、「倒産法的再構成」という概念を持ち出したのではないか。

ファイナンス・リースについて判例がリース料債権を更生債権（更生担保権）として処遇したことを説明するには、伊藤教授が紹介するように、対象物についての所有権留保構成をとる方法と、対象物自体は実質的にも形式的にもリース会社にあり、ユーザーにはその「使用権」という財産的利益のみがあって、この「使用権」をリース会社が担保にとっているとの構成がありうる。教授のような説明の仕方をするのであれば、後者の法律構成を用いるほかないはずである。

逆に所有権留保構成をとって、目的物の実質的所有権はユーザーに帰属すると判断する場合は、それは「倒産法的再構成」ではなく、まさに「実体法的再構成」をしているということになるだろう。そうだとすれば、現在実務が行っている、リース期間満了後の再リース契約は、実体法的には無効であり、リース会社が得る再リース料は不当利得返還の対象となると考えることも可能となるだろう。