

資産証券化取引における債権譲渡の分析の視点

——アメリカにおける債権譲渡法制度の改正をめぐる議論を中心に——

青 木 則 幸

(目次)

- I 序論
- II 資産証券化取引の発展と債権譲渡法制の改革の必要性
 - 一 アメリカにおける資産証券化取引
 - 二 資産証券化取引における債権譲渡の機能
 - 三 資産証券化取引の機能と従来のアメリカの債権譲渡法制
- III UCC第九編の改正とその射程
 - 一 資産証券化取引に関する改正の趣旨
 - 二 タスクフォースの議論と改正UCC第九編
 - 三 UCC第九編の改正と資産証券化取引
- IV 債権譲渡の経済的目的に関する問題の解決
 - 一 連邦破産法改正法案
 - 二 連邦破産法の立法趣旨と資産証券化取引に関する議論
 - 三 連邦破産法改正法案の妥当性
- V 結語

I 序論

資産証券化取引⁽¹⁾においては、債権譲渡が重要な機能を担う。すなわち、資産証券化取引においては、典型的には、証券化によって資金調達を試みる企業等の主体（以下、オリジネーターと呼ぶ）が、資産担保証券（以下、ABSと呼ぶ）を発行するために設立された特別目的会社（以下、SPVと呼ぶ）に、証券化の対象となる資産である多数の債権を譲渡する。このような債権譲渡が資産証券化取引を構成する主要な要素の一角を占めているのである。

資産証券化における債権譲渡の機能に着目した場合、検討課題とされてきたのが、オリジネーターの信用力と切り離された、当該債権そのものの信用力に基づいた資産金融の実現のために、オリジネーターの信用力と証券化の対象となる債権自体の信用力をどのように有効に切断するかという問題である。これは、とりわけ、効果からみると、債権譲渡の原因が「債権の売買」のためか「担保」のためかで、会社更生法上の取り扱いに顕著な差が見られることに関して取り上げられてきた問題である。⁽²⁾この問題に関して、これまでわが国においては、売買のための債権譲渡と担保のための債権譲渡をいかなる基準で区別するのかという枠組みでの議論がなされてきた。⁽³⁾

しかしながら、資産証券化においてなされる債権譲渡に、売買のための債権譲渡と同様の法形式（いわゆる真正譲渡（true sale）としての法形式）が必要とされるとしても、⁽⁴⁾そのことで、ただちに、資産証券化における債権譲渡が（従来の通常の売買という経済的利用目的をもつ取引と担保のための取引との区別の基準から抽出した）真正譲渡としての性質をもつ必要があるとすることには、なお検討の余地があるといわざるを得ない。⁽⁵⁾

担保や取立てという特殊な目的をもつ債権譲渡も、法形式の面では通常の債権譲渡のかたちを基礎とする。同様に、債権譲渡の法形式と経済的利用目的は、別に考える必要がある。⁽⁶⁾そして、資産証券化取引の実態に鑑みると、

そこでの債権譲渡の経済的利用目的は、伝統的な通常の売買を目的とする債権譲渡とは、必ずしも一致しないのである。なぜなら、(仮に、これまで指摘されてきたような基準に照らせば売買と推認される債権譲渡であっても)資産証券化における債権譲渡は、オリジネーターからSPVに対してなされるものであるが、通常SPVは証券化という特別目的のために技術的に設立されるものにすぎず、実態は、いわばオリジネーターのペーパーカンパニーであることが多いからである。実際、証券化取引においては、債権の譲受人であるSPVが(売買としての債権譲渡の譲受人であるにもかかわらず)独自の利益を追求することは予定されていないであろう。

したがって、資産証券化取引のための債権譲渡における真正譲渡の問題は、資産証券化取引における破産隔離という特殊な経済的利用目的のために、通常の売買目的でなされる債権譲渡類似の法形式が求められているという問題であると考えるべきである。

だとすれば、証券化取引における債権譲渡に関しては、「当該債権譲渡が、いかなる要素を盛り込めば、売買のための債権譲渡と推認されるか(＝売買か担保かという債権譲渡の種類の違い)」という視点から検討を行うのは、必ずしも妥当ではないと思われる。そうではなく、当該債権譲渡に、売買のための債権譲渡類似の法形式を付与することが可能か、可能であるとして、そのような法形式を付与することがどこまで認められるのか、という視点で検討を行うべきである。そして、その前提となるのが、正常業務としての資産証券化のための債権譲渡という取引が存在することである。すなわち、売買でもないのに売買のための債権譲渡類似の法形式をもつ取引が正常である根拠と、そのような正当化要素をもたない取引との区別の基準が明らかにされる必要があるのである。とりわけ、資産証券化のための債権譲渡が、売買目的類似の法形式をもつことが求められているのが、破産隔離(＝更正手続の回避)という、用いられ方によっては危険な機能を担っていることから、正当化要素・区別の基準を明らかにする必要はなおさ

ら大きいといえる。

この点、資産証券化の先進国であるアメリカでは、資産証券化取引のための債権譲渡を新たな商事取引慣行における正常な業務とみて、①経済的利用目的が担保であると売買であるとを問わず、統一商事法典（UNIFORM COMMERCIAL CODE）以下、UCCと呼ぶ）第九編にもとづく確実な債権譲渡法理を付与するとともに、②資産証券化のために譲渡された債権が破産財団に属さないよう連邦破産法を改正し、③資産証券化のための債権譲渡とそれ以外の債権譲渡を区別する基準として、格付機関の投資適格格付の取得の有無を用いるとする、一連の（資産証券化のための債権譲渡に関する）法改正が進行中である⁹⁾。

本稿では、（わが国における証券化について上述の視点からの検討を加える前提として）アメリカにおける右の法改正に向けた議論を素材として、①アメリカでは、資産証券化取引がいかなる正当化要素をもって正常な業務と認められたのか（第II章）、②それを前提にいかなる法理をもって（またどの程度）当該債権譲渡に破産隔離を可能とする法形式を提供したのか（UCC第九編改正につき第三章、連邦破産法改正につき第四章）、③正当化要素をもつ資産証券化のための債権譲渡と、そうではない債権譲渡の区別を（正当化要素との関係で）なぜ格付機関に求めようとしているのか（第四章）、を検討する。

II 資産証券化取引の発展と債権譲渡法制の改革の必要性

一 アメリカにおける資産証券化取引

アメリカでは、一九八〇年代以来、資産証券化取引（Asset Securitization Transaction）が急激な拡大が続いている。¹⁰⁾

資産証券化取引とは、(少なくとも一九九〇年代以降のアメリカの文献においては)概ね次のような取引であると捉えられている。すなわち、①(収益の発生を伴う)優良な資産を保有する企業(オリジネーター)が、その資産の(物的)信用に依拠して資金調達を行うことを意図して、②当該資産の買取りと、その資産の価値を表象する証券であるABSを発行し資本市場において売却することのみを目的とするSPVを設立し、③当該資産をSPVに譲渡し、ABSの発行によって資本市場から調達された資金を対価として受け取る、という取引である。⁽¹¹⁾

かかる取引の対象となる資産が債権(群)であることから、資産証券化取引とは、一定の債権の価値に依拠した資本市場からの資金調達を目的とした債権譲渡(以下、証券化目的の債権譲渡と呼ぶ)を含む取引である。

ただし、ここで付言しておかなければならないのは、「証券化」という用語が、一九七〇年代の後半に登場して以来、最近では、研究者や実務家の間においても、定着した用語となつてきてはいるものの、その概念については、流動的な側面があるということである。これは、証券化の急激な発展に関係があると思われる。

(広義の)「証券化」のルーツは(一九六〇年代の政策的立法によって基礎が築かれ、一九七〇年代に実現した)資本市場におけるモーゲージ担保証券(Mortgage-Backed Securities、以下、MBSと呼ぶ)の発行を伴う取引である(最近の資産証券化取引と区別して、モーゲージ証券化取引と呼ばれる⁽¹³⁾)。さらに、そのMBSを発行する取引は、住宅金融機関の資産たるモーゲージ債権を流動化させる政策的立法努力にルーツをもち、それは戦前にまでさかのぼる⁽¹⁴⁾。このMBSに関する取引の対象となつたのは、S&L(savings and loan association)のような住宅金融機関や銀行といった金融機関の保有する不動産担保付債権であり、その多くは、FHA(Federal Housing Administration)等の政府機関による信用保証とGNMA(Government National Mortgage Association)等の政府系機関によるMBSのキャッシュフローそのものの保証の両方を受けたうえで証券化された。これらの金融機関には、連邦破産法上の破

産がありえず(破⁸ 109 (b) (iii))、また、証券化の対象となった債権が貸倒れになったとしても右のような国家的保証のおかげで、資本市場における投資家が深刻な損害を受ける可能性もなかった。⁽¹⁵⁾したがって、当初の(モーゲージ)証券化取引においては、オリジネーターの破産が投資家に及ぼす影響や、当該債権譲渡の性質には、あまり関心が向けられていなかったものと思われる。それよりも、従来流動化しづらかった資産(≡不動産担保付債権)を流動化し、一般の資本市場から資金調達をなすようにする現象として注目を浴びていたのである。⁽¹⁶⁾

しかし、「証券化」は、一九八〇年代に入って急速な展開を示す。それは、右のモーゲージ証券化取引の量的な増加にとどまらず、住宅不動産担保付債権以外の多様な資産の証券化取引(商業モーゲージ証券化取引・資産証券化取引)、および、金融機関以外の民間企業の資金調達手段としての証券化(≡非金融機関をオリジネーターとする証券化)への展開でもあった。今日、資産証券化取引の対象となる資産は、多様な産業における企業が保有する、売掛債権、モーゲージ、学生ローン、クレジットカード債権、コマースナルローンなどの債権であり、さらに、従来にはない資産の証券化が増加を続けており、最近の資産証券化には、健康保険債権(health care receivable)、航空券債権、映画およびその配給債権、recreational vehicle loans、設備リース、自動車リースなどが含まれる。⁽¹⁷⁾

そして、資産証券化取引にかかる展開のなかで、資産証券化取引における、資本市場からの資金調達をなすために、上述のような一定の仕組みをもつ側面が注目されるに至ったのである。以下、本稿では、(とくにお断りしない限り)一九八〇年代後半以降の、ABSの発行を伴う資産証券化取引を念頭に検討を進めていく。

二 資産証券化取引における債権譲渡の機能

1 資産証券化取引の機能

資産証券化取引を以上のような概念で捉える場合、資産証券化取引における債権譲渡はいかなる性質をもつのであろうか。資産証券化取引は、上述のような一定の仕組みをもつ取引である。したがって、その仕組みの一環としての債権譲渡の機能を検討するためには、その前提として、かかる仕組みがいかなる機能を担っているのかを検討する必要がある。すなわち、資金調達を試みる企業は、いかなるメリットを狙って、上述のような仕組みをつくり、資産証券化取引をなす必要があるのであろうか。

証券化取引のオリジネーターとなる企業にとつて、資産証券化取引をなす最終的な目的は、A B S の発行による資
本市場からの資金調達をなすことである。

この点、資本市場からの資金調達という点では、オリジネーター自身が負債証券などを発行して、資本市場から資金調達も考えられる。しかし、これでは、オリジネーター自身の信用状況全体が市場による評価の対象となる。すなわち、投資家は、当該企業の発行する負債証券を買うべきか否かについて、企業全体の信用を対象とした判断をなすのである。このような評価のもとでは、資金調達を試みる企業が、優良な資産をもっているにもかかわらず、当該資産以外のところに問題があつて、高い評価を得ることができない場合、当該企業は、優良な資産を保有しているにもかかわらず、資本市場からの資金調達をなすことができない（あるいは、利率等の点で極めて不利な条件でしか資金調達をなすことができない）。

それに対して、資産証券化取引においては、市場の評価の対象となるのは、その仕組みの中で、S P V に譲渡された資産のみである。なぜなら、将来、投資家に償還されるために用いられるのは、オリジネーターから譲渡された資産たる債権から発生する収益であり、それゆえ、投資家はこれらの債権に基づいて発生するキャッシュフローのみに利害関係をもつのであり、オリジネーターの財務状況を考慮に入れたり、監視したりする必要がないのである。¹⁸⁾この

ように、オリジネーターに対する信用リスクが、ABSの信用リスクからの分離される結果、小規模であったり、不安定であったり、財政的に弱体化している企業が、大規模で安定していて財政的に健全な会社に対して提供されるのとネットで同様の条件で資金調達をなしうる可能性が生じる。これによって、当該企業は、より速いペースで事業を拡大したり、事業の継続や長期の開発のために、利率等の点でより条件の良い資金調達をなしうる可能性を獲得できるかもしれないのである⁽¹⁹⁾。

さらに、オリジネーターが直接資本市場からの資金調達をできないわけではない場合でも、メリットがある。すなわち、市場の評価の対象となるSPVに譲渡する債権の質と量を調整することにより、市場の選好に合わせた投資商品作り（リスクマネジメント）をなしうるのである⁽²⁰⁾。

このように、（オリジネーターの見地から見た場合）資産証券化の機能とは、特定の資産を企業本体の信用から分離し、その価値を市場に仰ぐことによって、資金調達の可能性を拡大したり、（利率等の点で）より条件のよい資金調達をなしうるという点にある。

実質上、アメリカの資本市場において、かかる「市場における評価」の役割を担っているのは、「格付機関（*ratings agency*）」と呼ばれる機関である⁽²¹⁾。すなわち、ほとんどの投資家は、投資をなそうとする会社の財務状況を調査するに十分な時間も情報源もない。そのため、それらの投資家は、投資家が付与された投資物件上で受け入れる最小限のリターンを判断しつつ付与された格付に依拠し、当該金融商品を買うかどうか決定する。このような格付を付与するのが、格付機関なのである。格付機関は、国家による規制を受ける政府系機関ではなく、その情報提供の事業を通して、広く投資家の間で受け入れられてきた、いくつかの独立の民間企業である⁽²²⁾。すなわち、格付機関による格付とは、（その評価能力について市場に評価された機関による評価という形で表れた）市場による評価の間接的な発現

とすべきなのである。

したがって、資産証券化の経済的目的は、実際には、当該資産にふさわしい格付の取得にあると考えられる。すなわち、本来「投資適格」格付を取得しうる価値の資産を持ちながら、何らかの事情でオリジネーター自身の負債証券としては投資適格格付を取得できない（あるいは、依頼格付を取得するコストをかけられない）場合に、投資適格格付を取得しうる負債証券を発行するSPVを通して、当該資産の価値について望ましい格付を取得することが、資産証券化取引の機能（経済的利用目的）であると考えられる²³。

そして、一九八〇年代後半以降のアメリカにおいて、現実に資産証券化取引が銀行等の間接金融機関を貸主とする担保取引（いわゆる間接金融）を凌駕する勢いで増加したことは、諸企業が保有する資産の価値が、担保目的財産として評価される（間接金融機関による評価）よりも、ABSの価値を構成する財産として格付機関によって評価される（市場による評価）²⁴のほうが、（資産証券化のために要するコストを差し引いてもなお）望ましいということを示しているといえそうである。

2 資産証券化取引から求められる債権譲渡の機能

資産証券化取引の機能が以上のようなものであるとすれば、その仕組みの一環としての債権譲渡には、いかなる機能が担われるのであろうか。この点の検討には、他の種類の目的で利用される債権譲渡との比較が有益であろう。

まず、企業が、担保のためになされる債権譲渡（集合債権譲渡担保）によって、当該資産（債権群）の信用に依拠した資金調達を試みる場合を考えてみよう。一見すると、この場合でも、上述の資産証券化取引の経済的利用目的が達成されそうである。すなわち、資本市場で売却される証券に、企業の特定の資産たる債権群を集合債権譲渡担保として付保すれば、貸主（資本市場における投資家）は、特定の資産の信用に依拠した与信を行うことになり、そ

の評価の対象は、企業全体の信用ではなく、特定の資産のものであるように思われる。また、担保に付する債権群の構成次第で、証券の買主である市場の評価を調整（リリスク・マネジメント）することも可能であろう。従来、集合債権譲渡担保を確実に利用するのに有用な法形式をもつ債権譲渡法制度をもたなかったわが国と異なり、アメリカにおいては、既に一九六〇年代から、集合債権譲渡担保を確実に実現することのできる制定法が存在していた。UCC第九編である。だとすれば、資産証券化の仕組みを用いずとも、担保のための債権譲渡によって（当該債権を目的財産とする担保付の負債証券を発行するなどして）資本市場からの資金調達が可能であるともいえそうである。²⁵⁾

しかしながら、民間企業が実際に債権群の信用に依拠した資本市場からの資金調達を行うにあたって、伝統的な担保取引ではなく、（一定の仕組みを構築するコストをかけてまで）資産証券化取引という複雑な仕組みを用いる新たな取引が発展したことは、担保目的の債権譲渡には担いきれなかつた機能の存在を示唆している。それは、伝統的な担保貸付取引とは異なり、資産証券化取引が予定する資金提供者が、担保目的財産の交換価値に関心をもつ間接金融機関等の貸主ではなく、裏付けとなる資産のキャッシュフローに関心をもつ資本市場における投資家であることに起因するものである。というのは、担保目的で債権譲渡がなされる場合と、資産証券化取引でなされる場合では、権利関係が大きく異なる局面があるのである。それは、債権譲渡担保による担保権設定者ないし資産証券化取引におけるオリジネーターが破産を申し立てた場合である。

アメリカ連邦破産法に基づけば、破産債務者が保有する全ての資産は、破産申立ての時点で、財団財産となる（破産法 § 541）。これは、担保目的財産であっても例外ではないため、担保目的で譲渡された債権は、譲渡人の破産財団に編入されることとなる。そして、破産財団に編入された財産に関しては、破産申立てによる破産事件開始時点から、自動的停止の効力に服し、債権者の個別的権利行使は禁止される（破産法 § 362）。もちろん、破産前に設定されていた

(對抗要件を具備した) 担保権が、債務者の破産によって無効化されるわけではない。とりわけ、現金担保財産については、その費消しやすさから、管財人が使用する場合に権利者の同意ないし裁判所の許可が必要とされている(破産法 § 363 (c) (2))。しかしながら、当該債権のキャッシュフローは、破産事件の開始時点から滞ることになる。これは再建事件においては、相当の期間に及びうる。さらに、代替的担保の提供等の適切な保護の提供によって(破産法 § 541)、管財人が現金担保財産の使用について裁判所の許可を得た場合には(破産法 § 541(c))、もはや従前のキャッシュフローは期待し得ない。資本市場において、このようなキャッシュフローの停滞は、深刻な問題である。実際、格付機関は、破産の影響を受けそうな債権については、相当厳しい評価をなす。⁽²⁶⁾

このことから、一定の資産の価値に依拠しつつ資本市場からの資金調達を実現するためには、市場による評価の対象となる資産のキャッシュフローが、資金調達者の破産の影響を受けないことが必要とされるのである。このような機能は「破産隔離 (bankruptcy remote)」と呼ばれる。そして、資産証券化取引の仕組みにおける債権譲渡は、このような機能を担う債権譲渡でなければならない。すなわち、譲渡人の保有する債権に担保権を附着させるだけの債権譲渡ではなく、譲受人への実質的な移転を伴う債権譲渡である必要があるのである。

かかる機能を担いうる性質に鑑みて、アメリカでは、資産証券化取引において求められる債権譲渡は、しばしば「真正譲渡 (true sale)」と呼ばれてきた。しかしながら、Schwartz 教授がすでに一九九〇年の論文において指摘するように、「真正譲渡」という用語は、誤解を招きやすい (misleading) ものである。⁽²⁷⁾

本来、真正譲渡とは、絶対的譲渡 (absolute assignment) と同様、通常の売買目的でなされる債権譲渡のことである。たしかに、譲渡人から譲受人に売買の目的で債権譲渡が問題なくなされた場合、債権譲渡の後に譲渡人が破産に陥ったとしても、当該債権はもはや譲渡人の破産財団に編入されることはない。オリジネーター (譲渡人) と SPV

(譲受人)の間に、かかる譲渡が認められれば、それによって、資産証券化取引で求められる破産隔離の機能が果たされると期待される。売買のために債権譲渡は、所有権の完全な移転(divestiture)であり、譲渡人はもはや財産におけるいかなる権利、権原、ないし利益をもたないとされるからである。

しかしながら、資産証券化の仕組みの一環として導入が求められる「真正譲渡」たる債権譲渡の機能が、売買の目的でなされる債権譲渡と、まったく同じであるかどうかは、疑問なのである。このことを明らかにするために、次に、通常の債権譲渡を用いる伝統的な取引慣行とされるファクタリング取引における債権譲渡の機能と、資産証券化取引におけるそれとはいかなる関係にあるか、見てみよう。

ファクタリング取引とは、もつとも純粹な形においては、債権買取業者(ファクター)による、ファクタリング契約をなした当事者(クライアント)からの売掛債権の単なる買取りを意味する。ファクタリング取引は、アメリカにおける繊維産業における取引慣行として発展してきたため、現在でも取引対象となる債権のほとんどは繊維産業における商品の売買から発生する売掛債権である。クライアントは、「売掛債権債務者(カストマー)の支払の財務的無能力」を除いて、当該債権の無弁済のリスクをすべて引受ける。ファクターは、買取られた債権の対価を、契約に基づいて算出された日(average monthly date)に、月ベースで支払う。カストマー(＝第三債務者)は、ファクター(＝譲受人)に対する債権の売却の通知を直接(直ちに)受ける。そして、全ての弁済を直接にファクターに対してなすように指図される⁽²⁸⁾。

ファクタリング取引において、ファクターは典型的には、クライアントから債権を割引で買取ることによって利益を追求する、先在する金融会社である。それに対して、証券化は通常、倒産隔離を目的とするSPVの設立を伴う。そのSPVがオリジネーターから債権を買取り、ABSを資本市場に対して発行するのである。ファクターが損失の

リスクを減ずるための回収において自身の専門技術に依拠するのに対して、SPVは、予測されるデフォルト率の質を有する債権の買い取りを通してそのリスクを減少させるのである。⁽²⁹⁾

このように、典型的な売買のための債権譲渡（＝真正譲渡）と、資産証券化における債権譲渡では、経済的利用目的が異なっている。⁽³⁰⁾そして、このような限界事例においては、（一定の経済的利用目的を意味するはずの）売買の概念自体が、相対化するのである。すなわち、Schwartz教授の言葉を借りれば、「債権譲渡は、ある目的（purpose）のためには売買（sale）となり、他の目的のためには売買とならない」のである。⁽³¹⁾したがって、資産証券化における債権譲渡を「真正譲渡」と呼ぶのは、破産隔離のために売買と推認するという程度の意味しかもたない。端的にいえば、破産隔離の機能を担いうる債権譲渡ということの言い換えに過ぎないのである。

以上の検討から、資産証券化取引における債権譲渡に求められる機能は、明らかである。すなわち、資産証券化取引が（依拠する資産の交換価値のみならず）キャッシュフローに関心をもつ資本市場から（その評価に基づく）資金調達を行う取引であることから、当該債権譲渡には、破産隔離の機能が求められているのである。アメリカでは、当該債権譲渡を「真正譲渡」という概念で捉えるが、それは、単にかかると倒産隔離の機能を担いうる債権譲渡という意味に過ぎない。

それでは、アメリカの債権譲渡法制度のもとでは、資産証券化における債権譲渡に倒産隔離の機能を担わせることが可能であったのか。この点については、大きな問題があった。次にこの点に関する議論を検討する。

三 資産証券化取引の機能と従来のアメリカの債権譲渡法制

1 債権譲渡の法形式に関する問題点

資産証券化取引における債権譲渡の分析の視点（青木則幸）

アメリカ法は、譲渡される債権の種類によって、適用される法律が異なる可能性のある債権譲渡法制度を採用してきた。①譲渡される債権が、「売掛債権 (account receivable)」ないし「動産抵当証券 (chattel paper)」に該当するとされる場合、当該譲渡に適用されるのは、常にUCC第九編であった。UCC第九編は、動産および権利(両者を併せて、「人的財産 (personal property)」と呼ぶ)を目的財産とする担保制度について規定する法律である (UCC § 9-102(1) (a))。したがって、本来、担保目的での譲渡ではない売買目的の債権譲渡とは、一見無関係に見える。しかし、UCC第九編は、上記の概念に該当する人的財産に関しては、適用対象としてきた (UCC § 9-102 (1) (b))⁽³²⁾。ただし、「売掛債権」の定義は、財貨の売却ないしリースあるいはサービスの提供から生じる債権に限定されており (UCC § 9-106)、たとえ金銭債権であっても、それ以外の原因で生じた債権は、この概念に入らない。②右類型に該当せず「一般無形財産 (general intangible)」と呼ばれる類型で把握される債権は (UCC § 9-106)、その目的が担保としての譲渡である場合のみ、UCC第九編の適用があるとされる (UCC § 9-102 (1) (b))。したがって、一般無形財産の譲渡が、担保の場合、「売掛債権」や「動産抵当証券」が担保の目的で譲渡される場合と同じ法理が適用されることになるが、売買の場合、不統一な州法の適用を受けることになる。

かかる債権譲渡法制度のもとでは、譲渡目的の債権の種類や目的を見誤ったり、当該カテゴリーの譲渡に適用されるはずの法形式の判断を誤った場合、当該債権譲渡は、適切な對抗要件を具備したり、権利・権原の移転を達成できなかったりして、当事者の意図する債権譲渡を達成できないおそれがある⁽³³⁾。これでは、倒産隔離の機能を担いうるか否かということ以前の問題として、そもそも第三者に対抗し得る有効な債権譲渡をなしえない可能性があったのである⁽³⁴⁾。

2 債権譲渡の経済的利用目的に関する問題点

上述のように、資産証券化における債権譲渡は、単に有効になされるだけでは不十分で、破産隔離という機能を担いようものでなければならぬ。従来のアメリカ法において、かかる債権譲渡は可能であったのだろうか。⁽³⁵⁾

いかなる財産が破産財団に帰属するのにかについては、連邦破産法の規定による（破産法）。しかし、その対象となる破産債務者の保有する財産（あるいは保有していた財産）については、いかなる権利関係が生じているのかは、当該権利関係について適用される各州法（非破産法）に基づくとされている。⁽³⁶⁾破産債務者が破産事件開始前に保有していた売掛債権を証券化していた（証券化の目的でSPVに譲渡していた）場合、当該取引の効力について適用されるのは、当該州法として施行されたUCC第九編である。この場合、権利関係（権利の帰趨）については、明確な規範が提供される。しかし、UCC第九編は、いかなる取引においてなされた債権譲渡が、譲渡人の保有する債権への担保権の設定という効果をもつに過ぎないのかという点については、何ら規定をもたないのである。したがって、右判断は、裁判所の個別具体的な判断に服することになる。

では、裁判例上いかなる債権譲渡が、譲渡人の債権上に担保権を設定するにすぎないと判断されてきたのか。資産証券化取引との関係で、かかる裁判所の判断基準が議論されたのは、一九九〇年代以降である。⁽³⁷⁾この議論で抽出されたといった、債権譲渡を担保と推認する裁判所の判断基準は、概ね次の七点に整理することができる。

まず、譲渡された債権から実際に回収された金額が予想より少ない事例を想定した取引上の要素として、①譲受人の譲渡人に対して求め得るリコースの率が高い場合には、担保と推認される可能性が高いことが指摘される。これは、多くの論者が最重要に位置付ける要素である。⁽³⁸⁾逆に、回収金額が多い場合を想定して、②譲渡人が、債権回収余剰金（excess collections）に対する権利を保持していることや、③譲渡人が、譲渡された債権の回復（redeem）ない

し買戻す (repurchase) 権利ないし特約 (option) を有していることも、裁判所に担保を推認させる要素となる点が指摘されている。また、④譲渡される債権の価格決定方式 (pricing mechanism) が、期待される債権回収金額ではなく、実際の回収金額を反映して適及的に調整される方式であったり、変動利率インデックス (例えば、プライムレートなど) に基づく方式であることも、担保を推認させる要素であると指摘される。⁽⁴¹⁾ これらは、いわば譲渡される債権の価値の移転に程度に関する要素である。これらに関して問題とされるのは、資産証券化取引において、譲渡人が「譲渡される債権が一定の適格基準を充たす」旨を表示し、その保証 (warranty) をなす事例が多い点である (いわゆるクレジット・リコース)。この場合、それが、回収についての全面的な (general) 意思表示および保証でなく、当該債権が売却された時点での状態 (condition) に限定されていれば、裁判所によって担保と推認される程度のリコースにはあたらないと考えられている。その理由として、当該保証が、製品 (product) の売主によって通常提供される保証 (warranty) と違うはないといふべきである (UCC §§ 2-312, 2-313, 2-314, 2-315) 点⁽⁴²⁾があげられる。

また、⑤譲渡人が債権の回収を管理 (control) する権限を保有することも、担保を推認させる要素として指摘される。⁽⁴³⁾ この要素との関係で問題となるのが、資産証券化取引においては、オリジネーター (＝譲渡人) がしばしば債権回収代理人 (collection agent) に指名される点である。これについて、Schwartz 教授は、(1) 確立された基準 (established standard) に照らして、債権回収代理人たる譲渡人が、譲受人の代理人 (agent) として行動していると認められ、(2) 譲渡人が右サービスの対価として独立当事者間の手数料 (arm's length fee) 相当額を受領しており、(3) 譲渡人がいつでも譲渡人の替わりに自身や第三者を債権回収代理人に指名できる権利を有している場合には、当該債権譲渡は、売買としての性質と矛盾せず、担保と推認されるべきではないとする。また、(オリジネーターが代理人として行動する前提として) 回収した資金とオリジネーターの一般財産との混同が生じないようにする必要⁽⁴⁴⁾があることが指

摘される。これについては、オリジネーターが回収した金銭を分離していても、SPVへの送金を意図的に遅らせつつ信託的に保有しているような場合でも、同様の問題が生じるとされる。⁽⁴⁴⁾

さらに、当事者の意図に関して、⑥譲渡人が帳簿上、譲渡として処理しているか否かという点や、⑦当事者の意思表示も、判断要素となるとされる。ただし、注意しなければならないのは、当事者が主観的には売買を意図し、それを裏付ける言動が見られたとしても、当該取引の経済的な機能を客観的に分析すれば担保にあたる場合には、(当事者の主観的意図はどうあれ)担保と判断されるということである。⁽⁴⁶⁾そして、裁判所は、これらの要素を個別具体的にかつ複合的に判断していることが、明らかにされていったのである。⁽⁴⁷⁾

これら一連の議論から、アメリカでは、債権譲渡の効力(Ⅱ譲渡人の保有する債権に担保権を設定する効果しかもたないか否か)に関する裁判所の判断基準について、次のようなコンセンサスもたれているとすべきである。すなわち、裁判所は、(債権譲渡の効果に関する問題ではあるが)法形式(對抗要件の具備等、権利の帰趨を決する規範)とは峻別されるべき、実態的な経済的利用目的によって判断してきたのだというコンセンサスである。⁽⁴⁸⁾

裁判所が債権譲渡を担保と推認する判断基準を、このように捉えた場合、資産証券化における債権譲渡が破産隔離の機能を担いうる確実性は乏しいものといわざるをえなかった。不統一な州の判例法に基づく(Ⅱ州の裁判所による判断)ことに起因する判断基準の不明確さに加えて、当事者の意図が判断の要素の一部に過ぎないこと(Ⅲ当事者が売買のための譲渡を意図していても、上述の基準に照らし、実態的な経済的利用目的が担保であれば担保と推認されること)から、資産証券化における債権譲渡が破産隔離の機能を担いうるか否かには、不確実性がつきまっていたのである。当然、このような債権譲渡の法形式上の混乱の可能性は、市場(格付機関)から仕組みのリスクであると受け止められ、ABSが市場に受け入れられる要件を厳しくした。⁽⁴⁹⁾

さらに、一九九三年になって、この問題に関する裁判所の判断基準に対する注目をあらためて喚起する裁判例があらわれる。第一〇巡回区連邦控訴裁判所によって判示された Octagon Gas Sys., Inc. v. Rimmer 事件判決⁽⁵⁰⁾である。Octagon 事件判決の事例で問題となった債権譲渡は売掛債権の譲渡であったが、右判決は、UCC 第九編が担保権の定義に売掛債権の譲受人の権利を含めており、また、担保目的財産の定義にも譲渡された売掛債権の定義を含めて、これを理由として、「売掛債権は、對抗要件の具備の如何を問わず、また譲渡に関する状況について判断するまでもなく、破産財団の一部を構成する資産である」との判示を行った。

Octagon 事件判決が採用した見解は、上述の研究によって明らかにされた従来の裁判例の立場とは、完全に基礎を異にするものであった。Octagon 事件判決の見解によれば、(UCC 第九編の適用がある) 売掛債権の譲渡はすべて担保としての効力しかもたないことになる。これは、明らかに上述の裁判例の分析と異なるものである。

Octagon 事件判決に対しては、売買目的の債権譲渡を UCC 第九編に包摂した趣旨を取り違えているとして、多くの批判が展開された。⁽⁵¹⁾ 裁判例においても、第九巡回区連邦控訴裁判所および第三巡回区連邦控訴裁判所が、右判決に同意しない旨の判示を行った。また、UCC の Permanent Editorial Board (以下 PEB と呼ぶ) は、一九九四年六月一〇日付けで、UCC § 9-102 の Official Comment として「§ 9-102 その他の UCC 第九編の規定は、売掛債権ないし動産抵当証券の所有権の譲渡 (transfer) を妨げることを意図していない。売掛債権ないし動産抵当証券の特定の移転が、売買 (sale) を構成するか、それとも (融資におけるような) 担保目的の譲渡を構成するかという点に関しては、UCC 第九編の射程外 (not governed) である。UCC 第九編が売掛債権ないし動産抵当証券の売買と、それらによって担保される融資の両方に適用されるのは、主として、UCC 第九編のパフォーマンス準則に包摂するためである。売掛債権ないし動産抵当証券の買主の権利を包摂して『担保権 (security interest)』という用語を用い

たり、売掛債権ないし動産抵当証券の買主を包摂して『担保権者 (secured party)』という用語を用いたり、売却された売掛債権ないし動産抵当証券を包摂して『担保目的財産 (collateral)』という用語を用いたりするのは、以上の目的を達成するための起草技術に過ぎず、売買か担保かの決定を目的とするものではない」という見解を明らかにした。⁽⁵⁴⁾ さらに、オクラホマ州⁽⁵⁵⁾、ユタ州⁽⁵⁶⁾、テキサス州では、(次章で検討する UCC 第九編モデルコードの全面改正を待たず) UCC 第九編を施行する州法を部分的に改正し、売掛債権ないし動産抵当証券の売買に UCC 第九編が適用されることをもって、売買としての性質付けがなされる効果をもつわけではないことを制定法化した。

しかしながら、少なくとも第一〇巡回区の法域においては、(UCC 第九編の右 Comment には法的拘束力があるわけではなく、また、同法域の諸州において同 Comment を制定法化した例も見られなかったことから) Octagon 事件判決に先例拘束性があるものと考えられた。かかる議論を受けて、格付機関も、Octagon 事件判決以降、従来の法制のもとで、第一〇巡回区連邦控訴裁判所の管轄法域と、それ以外で区別をなす対応をなしてきた。⁽⁵⁸⁾

3 立法論への展開

以上のように、アメリカでは、資産証券化取引における機能(＝倒産隔離)を担いうる法理の可能性について、二つの側面で分析がなされていった。第一に、法形式の問題であり、第二に、経済的利用目的である。そして、それぞれの側面について現行法では解決し難い問題が抽出されていった結果、それぞれの側面について、別個の立法論へと展開する。

第一の問題の立法論的対処としては、二つの方向性があり得る。担保のための債権譲渡以外の債権譲渡を UCC 第九編の射程から除外する方向と、従来の売掛債権に該当しない債権の債権譲渡を一般的に UCC 第九編に包摂する方向である。資産証券化取引との関係で主張されたのは、実際には、後者の方向性のみである。これは、担保目的の債

権譲渡のために策定された制度とはいえ、ほぼ全米における統一的な法理として定着しているUCC第九編の登録制度が、資産証券化取引においても有用と考えられたためである。⁵⁹⁾

一方、第二の問題についても、二つの方向性があり得る。州法において、従来の判例上の基準を制定法化する方向性と、(資産証券化における債権譲渡の破産隔離という機能に鑑み) 端的に連邦破産法を改正する方向性である。この問題については、現在、後者の方向性の改正法案が議会で審議されており、この法案の是非をめぐり両見解が対立している状況である。

以下では、それぞれの立法論をめぐる議論を検討していく。

III UCC第九編の改正とその射程

一 資産証券化取引に関する改正の趣旨

前章で検討した問題を前提に、最初になされた立法に関する議論は、UCC第九編の改正に向けられたものであった。一九九〇年、PEBは、そのスポンサーである American Law Institute (アメリカ法曹協会、以下ALIと呼ぶ) および National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (統一州法委員全国会議、以下NCCUSLと呼ぶ) の協力を得て、UCC第九編の研究委員会 (Study Group) を設立した。研究委員会は、一九九二年二月一日付で報告書 (以下、研究委員会報告書と呼ぶ) を提出し、個別の条文について改正の方向性を示すとともに、改正に向けて起草委員会 (Drafting Committee) を発足させることを勧告した。一九九三年に設立された起草委員会は一九九三年から一九九八年まで一五回の会合をもった。起草委員会による改正草案は一九九六年五月に開催されたALIの年次総会で議論され、一九九七年に完成、一九九八年にALI、NCCUSLに提出され、一九九八年

七月三〇日付けで承認された。同草案は、二〇〇一年七月以降、順次各州法として施行されていく過程にある。⁽⁶⁰⁾

改正の目的は、UCC第九編が商事金融慣行における変化に追いつくことであり、それによつて、商事金融市場に、より大きな確実性を提供することであつたとされる。⁽⁶¹⁾ かかる改正の指針が提示された研究委員会報告書において、資産証券化取引に関して、次のような勧告がなされた。すなわち、①「UCC第九編は、その範疇に、金銭の支払 (payment of money) のための一般無形財産 (general intangible) の売却を含めるべき」であるが、②「同時に、起草委員会は、拡張される射程が、UCC第九編による規制 (regulation) が実用的でないかあるいは不必要な債権の売買 (たとえば、参加融資その他の、金融機関 (financial institutions) による債権の売買、および、おそらくは他のクラスの職業貸主による売買) を包摂しない旨を、確約すべきである」という勧告である。⁽⁶²⁾ これは、①の部分から明らかたとおり) 資産証券化取引を新たに形成されてきた重要な取引慣行とみて、従来の債権譲渡制度の法形式に關する問題点 (本稿第II章三一で詳述) の解決に向けられた勧告であつた。

では、かかる証券化のための改正の勧告に、その射程についての条件 (②の部分) がつけられているのはなぜだろうか。この点を理解するには、前提として、従来のUCC第九編が、売買の目的でなされる債権譲渡を一定の範囲で (人的財産担保法であるUCC第九編に) 包摂する必要性を認めながら、その範囲を売掛債権および動産抵当証券に限定してきた理由を、知っておく必要がある。

まず、包摂の理由は、売掛債権 (および動産抵当証券) 担保取引が、しばしば当該売掛債権を割引額で売却することにより達成されたこと、および、売却と担保取引を区別することが困難であつたことであるとされる。⁽⁶³⁾ すなわち、売買のための売掛債権の譲渡がUCC第九編に包摂されたのは、起草当時 (一九六〇年代) 実際に金融取引慣行として成立していた売掛債権譲渡担保取引を念頭に、(売買か担保かの区別の困難を前提として) 当該担保取引の法形式

上の阻害要因を排除することが目的であったのである。⁽⁶⁴⁾この点、わが国のように、（非典型担保である）債権譲渡担保が、明文規定のある「債権譲渡」の法理を借りるのではない点に留意する必要がある。いわば、債権譲渡担保（類似の内容の）明文規定を、担保取引の促進のために、売買のための譲渡にも適用している（「担保権」の概念の拡張による包摂）にすぎないのである。したがって、結果的に、UCC第九編が債権譲渡の一般法理のような有用性をもつに至ったといえども、その趣旨は、担保取引の効率性を阻害しないという点にあったにすぎない。

逆に、限定の理由は、売掛債権と他の権利（＝一般無形財産）を区別せず、いずれの権利の売買のための譲渡をも、UCC第九編に包摂するとすれば、その適用範囲があまりにも広範になるということであった。とりわけ、これらの権利の中には、（研究委員会報告書が指摘する参加融資取引のように）UCC第九編以外の法制度によって、十分に機能している正常な取引もあった。また、UCC第九編には、権利担保を阻害しないという趣旨から、債権譲渡禁止特約を禁ずる規定（UCC§9-318）のように、債権譲渡の一般法理とするには必ずしも適さない規定も存在する。包摂の趣旨が、上述のようなものである以上、限定は、必然的な結果であったともいえる。

研究委員会報告書が右勧告に、射程に関する条件をつけたのも、このような趣旨にもとづく。すなわち、資産証券化取引という新たに出現した尊重すべき取引慣行を阻害しないために、UCC第九編の改正が必要であるが、そのために別の既存の取引慣行を阻害する結果になってはならないという趣旨である。

研究委員会報告書によって指針が示された課題を解決する改正案として、二つの方向性の議論が展開された。一つは、売掛債権の概念を拡大する手法であり、もう一つは、売掛債権以外に、一般無形財産のうち金銭債権であるものを支払無形財産（payment intangible）という新たな概念で捉える手法である。後述するように、最終的に、起草委員会によって採用されたのは、両者の折衷的手法である。

二 タスクフォースの議論と改正UCC第九編

起草委員会の委員の一人であるWeise教授が、当初から、売掛債権の概念の拡大を主張したのに対し、それに異を唱え、支払無形財産の概念の創設による解決を目指したのは、一九九四年および一九九五年に、UCC第九編に包摂すべき一般無形財産の売買としての債権譲渡の範囲について起草委員会に勧告を行うことを目的に、American Bar Association（アメリカ法曹協会、以下ABAと呼ぶ）内に設置された、タスクフォース（Task Force）と呼ばれる研究会であった。⁽⁶⁵⁾

タスクフォースには、一〇〇名近い実務法律家（lawyer）が参加し、それぞれが専門とする取引から改正法に期待される機能を論じ合った。とりわけ、参加融資取引（loan participation）⁽⁶⁶⁾を専門とする実務法律家と、資産証券化取引を専門とする実務法律家が、激しい議論を戦わせ、あるべき改正UCC第九編の姿を模索したのである。UCC第九編の改正が、一九七二年改正後、急激な展開を見せた取引慣行に「追いつくこと」である以上、取引実務に精通したこれらの法律家の議論は、改正UCC第九編の姿を決めるのに、重要な示唆を与えたと考えられる。

タスクフォースの問題意識は、主として、先に引用した研究委員会報告書の②の部分であった。既述のように、資産証券化取引が、債権譲渡の権利関係を確実に決するため、UCC第九編の適用を望むのに対し、参加融資取引は、UCC第九編の関与を望まない。参加融資市場の参加人は、参加融資取引における権利関係を決するための従来法の構造を、円滑な市場運営のために必要とされる法的安定性を十分充たしているものと考えてきたのである。これらの参加人はまた、破産手続からの保護を必要としなかった。⁽⁶⁷⁾資産証券化取引においては、参加融資取引において譲渡される債権とまったく同じ種類のものが対象となることがあり、こちらのほうにはUCC第九編の適用が求められる。⁽⁶⁸⁾このため、両者の対立が先鋭化したのである。

タスクフォースが最初にとつた立場、すなわち、タスクフォースが一九九四年にUCC第九編起草委員会に対する意見書としてまとめた改正案(以下、九四年改正案と呼ぶ)は、(売掛債権の概念を現状維持したまま)一般無形財産のうち、金銭債権にあたるものを全てを「支払無形財産」という新たな概念で捉えるという改正案であった。そのうえで、支払無形財産の譲渡にUCC第九編の法理を適用するか否かを、当事者自身が選択するという構成をとる。すなわち、支払無形財産に関しては、当該譲渡の目的が担保であるのか売買であるのかを問わず、当事者がUCC第九編の法理の適用を望むかどうかで、UCC第九編の適用の可否を決するとする改正案である。したがって、債権譲渡が、資産証券化取引においてなされる場合にも、参加融資取引においてなされる場合にも、UCC第九編が適用されることになる。そのうえで、証券化取引としての債権譲渡を行う者は、UCC第九編の適用を望み、参加融資取引としての債権譲渡を行う者は、適用除外を望むであろうということを前提に、「担保か売買かという問題のみならず、証券化のための売買か参加融資のための売買かという問題を含めて」譲渡の性質にとらわれない包括的解決」が期待できるものとされていた。このように、九四年改正案では、「金銭の支払のための一般無形財産の売却を全てUCC第九編に編入する」が、「その際の取引が、当該無形財産が生み出された時点で、債権譲渡がUCC第九編から除外される旨を文書によって規定しうる」ように改正法案が規定されるべきことが勧告されたのである。⁽¹⁰⁾

しかし、この九四年改正案は、その後のタスクフォースの議論の中で、大方の支持を得ることができなかった。⁽¹¹⁾その理由は、主として、参加融資取引に関する、次のような批判であった。すなわち、①参加融資取引においては、当該債権譲渡がUCC第九編の適用を受けないことを選択すること自体が負担となる。②とりわけ、譲渡される金銭債権の創設時にその選択をなさなければならぬとすると、支払無形財産が発生後になしうるであろう取引の範囲が硬直化する。参加しないし不参加が当該無形財産の譲渡の時点でなされたとしたら、タイトルを確認するシステムとして

UCC第九編の登録システムを用いる許容性が失われるであろう、というものであった。

タスクフォースは、一九九五年にまとめた報告書において、九四年改正案を放棄した。それにかわって、同報告書は、次のような改正案（以下、九五年改正案と呼ぶ）を勧告する内容となっている。すなわち、（従来どおりの売掛債権概念に該当しない金銭債権がすべて支払無形財産に該当することを前提に）一定層の参加者を、「金融機関（Financial Institutions）」と定義し、「金融機関」の間の支払無形財産の売買については、取引がなされた時点で自動的にパーフェクションが具備されるとする改正案である。この改正案では、従来のような客体（債権の種類）による区別ではなく、取引主体による区別となるため、いかなる取引主体が「金融機関」に該当するのかが、重要な問題となる。同報告は、この点について、原型を示したのみで、とりわけ周縁部においていかなる区別の基準を設けるか、明確な見解を示すことができなかった。

結局、起草委員会は、この「自動的パーフェクション」というが概念を部分的には取り入れたものの、九五年改正案を全面的には採用しなかった。起草委員会が採用したのは、Weise教授らが主張した、売掛債権の概念の拡大する改正案であった。すなわち、資産証券化の対象となり得る実質上ほとんど全ての金銭債権を、売掛債権の概念に包摂したのである（Rev. UCC § 9-102 (a) (2)）。一方、一般無形財産のうち、金銭債権については、とくに支払無形財産という概念を創設した（Rev. UCC § 9-102 (a) (61)）。もともと、拡大された売掛債権の概念に該当するものは、そもそも一般無形財産に該当しないため、タスクフォースの改正案に比べて、相当に狭い概念となっている。そして、この支払無形財産に関しては、参加融資取引に配慮した規定が策定されている⁽⁷³⁾。

なお、資産証券化取引の目的物となりうる実質上全ての種類の債権がUCC第九編に包摂されることになったといっても、Octagon事件判決の見解のように、それらが全て担保としての譲渡の性質をもつとされたのでは、資産証

券化取引には困難ないし不可能になる（本稿第Ⅱ章三参照）。Rev. UCC § 9-318 (a) は、収益発生型資産を売却した債務者が売却された資産に法的ないしエクイティ上の利益を保持しないと規定することによって、Octagon 事件判決を変更した⁽⁷⁴⁾。これは、一九九二年の段階で出されていた UCC § 9-102 cmt. 2 に法的拘束力を持たせたものである。

三 UCC 第九編の改正と資産証券化取引

UCC 第九編の九八年改正の議論の過程においては、いかなる債権譲渡にいかなる法形式を付与するかという点について、UCC 第九編が起草されたときと同様のポリシーが見て取れる。本来担保のための債権譲渡の法形式の統一を目的とする UCC 第九編に、（売掛債権の取引慣行における担保目的と売買目的の債権譲渡の区別の困難から）担保目的の債権譲渡の円滑化のために、売買のための債権譲渡を包摂したのと同じポリシーである。すなわち、アメリカの債権譲渡法制度の策定は、正常業務と認められる一定の債権譲渡取引（類型）を抽出し、それに必要とされる法形式をいかなる範囲でいかに付与するかというかたちで検討されてきたといえるのである。参加融資取引と証券化取引の衝突はその結果である。すなわち、資産証券化における債権譲渡を正常な業務とみとめ、他の正常な業務としての債権譲渡である参加融資取引における債権譲渡の効率性を損なわないよう慎重に配慮しながら、その範囲内において、証券化取引のために UCC 第九編が改正されたのである。

その結果、九八年改正を経た UCC 第九編は、売掛債権の概念を拡大し、（資産証券化取引の対象として考えられる）ほとんど全ての債権をその範囲に含めた。資産証券化取引との関係で見た場合、売買か担保かを問わず、UCC 第九編の適用を受けることの主たる効果は、UCC 第九編のパーフェクションと優劣ルールが、「SPV がオリジネーターの債権者、資産の譲受人、およびオリジネーターの破産管財人に優先をもつかどうか」を決することになる

ということである。貸付証書の登録のための新たなルールは、登録によって、証券化取引の適切な對抗要件の具備を容易にするものである。登録によるパーフェクションが、証券化取引におけるパーフェクションの主たる手段となるであろう一方で、いくつかのタイプの取引にはさらに特別な準則が適用されることになる。すなわち、二つの例外があるものの、UCC第九編の適用を受ける売買をパーフェクトにするルールは伝統的な担保権のためのものと同じである。⁽⁷⁵⁾ 例外は、支払無形財産の売買と約束手形は自動的にパーフェクトにされ (Rev. UCC §§ 9-309 (3)-(4), 9-310 (b) (2))、貸付証書の登録ないし証券 (instrument) の占有の必要はない (Rev. UCC § 9-330 (d))。これらの例外は、SPVがパーフェクションに必要な手続を取っていなかったとしても、証券化取引においてなされるこれらの資産の譲渡が、劣後債権者や (破産申立て時点でリーエンを獲得する) 破産管財人に劣後することはない (Rev. UCC § 9-312 (a))。以上のように、UCC第九編の改正によって、少なくとも担保のための譲渡か、売買のための譲渡かで、権利関係が大幅に異なるという不確実性は取り除かれたと見るべきである。このことは、証券化にとっても、従来の法制度に起因する混乱の一部が解決されたということができる。

しかしながら、これで、資産証券化取引に求められる債権譲渡の機能を担うに十分な債権譲渡法制度が整備されたとは言いがたいのである。というのは、UCC第九編は、資産証券化取引のための債権譲渡を一九八〇年代半ば以降急激に発展した新たな取引慣行とみて、そのために求められる債権譲渡法理を提供するものではあるけれども、その射程は、法形式の部分にとどまるというべきである。すなわち、UCC第九編は、当該法形式を用いる債権譲渡がいかなる目的で用いられたと解するべきかについては、何ら規定をもたないのである。

本章では、かかる改正UCC第九編の射程を前提に、射程外とされた問題の解決に向けられた議論を検討する。

IV 債権譲渡の経済的的目的に関する問題の解決

一 連邦破産法改正法案

前章で検討したように、UCC第九編の改正は、従来の債権譲渡の法形式における不確実性を除去し、資産証券化の法的安定性に貢献するものである。

しかしながら、改正後もなお、不確実性が残る問題がある。それは、オリジネーターからSPVへの債権譲渡が、売買ではなく、担保のためのものであるとみなされる可能性である。第II章で検討したように、オリジネーターの破産事例において、当該債権譲渡が担保の目的であると判断された場合、当該債権はオリジネーターの破産財団に組み込まれ、そのキャッシュフローが滞ることになる。これは、資産証券化取引においては、重大な問題であった。

改正後も、この点について、UCC第九編は何らの規定をもたない。これは、前章で検討したように、同法の改正が、もつぱら、債権譲渡の法形式に向けられたものであるからである。当該譲渡が売買の目的でなされるのか、担保の目的でなされるのかは、法形式ではなく、経済的利用目的の問題なのである。そして、この問題の判断は、依然として裁判所の個別的な判断に依拠せざるを得ず、証券化される資産が、資本市場において、本来の価値よりも低く評価される要因となっている。

現在、この問題の解決に向けて、興味深い法案が審議されている。連邦破産法§541改正法案である。⁽⁷⁶⁾ この法案が可決されれば、証券化取引において譲渡された資産が、債務者の「財団」から除外されることになる。すなわち、破産事件開始前に、債務者によって、資産証券化と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、破産財団に編入されないというのである。そして「資産証券化(asset-backed securitization)」とは、適格主体に譲

渡された適格資産がその証券の償還の源泉として用いられ、かかる証券のすくなくとも一つのクラスないしトランシェが、その証券が最初に発行者によって発行されたときに、ひとつ以上の公認格付機関 (nationally recognized securities rating organizations) による投資適格格付を取得している取引である、と定義されている。

この法案（とほぼ同内容の法案）が、最初に登場したのは一九九八年である。⁽¹⁷⁾ なかなか可決されない背景には、直接、間接に次のような批判の展開がある。

まず、直接的な批判として、司法委員会での証言において、⁽¹⁸⁾ 教授が述べたような「格付機関および私的な当事者は、資産が破産財団財産であるか否かの法的決定をなす権限を与えられるべきではない。本条項はまた州の権利をも妨げる。州法に基づいて売買されない取引は、連邦破産法によって売買であると取り扱われるべきではない。財団および無担保債権者の損害を与えることになるからである」という批判がある。

これは、ひとつには、従来、当該債権譲渡の対象となった資産が、破産財団に含まれるか否かは、破産裁判所が、州法を適用しつつ判断してきたところ、改正法案を可決すれば、格付機関という民間機関が（州法や破産裁判所にかわって）債権譲渡の性質を決定する権限をもつことになる、とする批判である。

たしかに、右改正法案が可決されれば、これまで、州法上認められる権利を破産裁判所が尊重するというシステムとの関係においては、例外を設けることになる。すなわち、たとえ従来の州法（判例法）上の判断基準に基づけば売買のための譲渡ではない（＝破産財団からの除外は認められない）とされる債権譲渡でも、当該譲渡が資産証券化を意図するオリジネーターによるSPVへの譲渡であって、譲渡された資産に関して発行されたABSが投資適格を獲得すれば、当該資産はオリジネーターの破産財団から除外されることになる。

しかしながら、連邦破産法上の明文規定によるこのような例外は、現にいくつか存在するところである。⁽¹⁹⁾ 州法上の

基準にかわつて、連邦破産法上独自の判断基準を設けたからといつて、特に問題にはならないはずである。

それにもかかわらず、このような批判がなされる背後には、そもそも、証券化取引が破産隔離を志向する取引であることが、アメリカの破産法制度の趣旨に反するとする（主として破産法学者からの）批判の展開がある。すなわち、資産証券化取引は、破産手続の回避（waiver）を目的とした取引であり、そのような目的でなされる債権譲渡を容易にするような債権譲渡法制度上の規定（UCC第九編）は、連邦破産法の立法趣旨に抵触するとする批判である。

二 連邦破産法の立法趣旨と資産証券化取引に関する議論

UCC第九編の改正の議論が、担保制度を促進する方向で展開されていく中で、破産財団の確保に重きをおく伝統的な破産法の立法政策（policy）についての見解を重視する論者から、一連の批判が展開されてきた。⁽⁸⁰⁾これらの論者の多くは、強化された担保制度全般を攻撃の対象とし、担保権の促進を趣旨とする一九九八年のUCC第九編の改正そのものに対して異議を唱えるが、UCC第九編の九八年改正に含まれる証券化制度の促進を企図する側面に対しても、以下のような批判を展開する。

破産財団確保の要請との関係で、資産証券化取引が、直接言及されたのは、一九九四年のBaum教授の論文が最初である。⁽⁸¹⁾ Baum教授は、資産証券化が、後に実現する債権を、当該将来の収入源の価値の即時の支払に変えるという効果をもつ点をとりあげる。そのうえで、資産が証券化された後にオリジネーターが破産を申し立てた場合、破産財団に編入されるのは、当該債権ではなく、その現金であるところ、浪費される危険性が高い点を問題とする。

次いで、LoPucki教授が一九九六年の論文⁽⁸²⁾において、資産証券化は、借入の代用制度であると同時に、無資力を利

用した債務者の責任逃れのための新たな強力な戦略 (judgment-proof strategy) となる危険性があると主張する。すなわち、責任を負う (liability-generating) 主体が、事業における価値ある資産をほとんど所有しないようにする戦略として、用いられているのだという指摘である。

さらに、Warner 教授は二〇〇一年の論文の中で、資産証券化取引が債権という収益を発生させる資産の譲渡を含む点が、特に連邦破産法第一章(再建事件) 手続に大きなダメージを与える危険性を指摘する。すなわち、再建事件において、担保権者の権利が、自動的停止と現金担保財産のルールによって調整されるのは、破産法の立法趣旨によって担保権者の権利を全ての債務者の利害関係人のよりよい状態のために調整されることが要求されるからである。それに対して、資産証券化がなされた場合、当該資産は破産財団に編入されず、債務者は、現金担保財産を利用するために適切な保護提供することの難しさに直面するかわりに、現金担保財産を何も保有していないというはるかに困難な問題に直面することになる、とする。そして、連邦破産法は、債務者、債権者、被用者、および広範な共同体の便益のために再建を促進する連邦の立法政策を具体化したものである。再建を不可能にする州法は、破産手続において尊重されるべきではないと主張する。

また、Warner 教授は、資産証券化が、資金調達者がオリジネーターの破産の効果を避けることを可能にするために企図された、破産手続回避戦略であり、連邦破産法の立法趣旨そのものに反する点をも指摘する。⁽⁸³⁾そして、連邦破産法には、否認権限(破 § 547 (b)) や未履行契約およびリースにおける ipso facto (行為の性質そのもの) 条項の無効化といった、破産手続回避戦略を無効化する準則があり(破 §§ 365 (b) (2), 365 (e) (1), 541 (c) (1))、UCC 第九編の九八年改正がこれらの準則から、破産手続において受け入れられないものであると主張する。

Lupica 教授も、同様に二〇〇一年の論文において、資産証券化の結果として生じる破産財団におけるキャッシュ

フローを生み出す資産である現金担保財産の減少が、破産債務者の再建の可能性を著しく減少させるとして、資産証券化のための債権譲渡の危険性を指摘する⁽⁸⁴⁾。その理由について、Lupica教授は次のように説明する。従来、連邦破産法は、担保権を含む非破産法上の財産権を尊重するという前提にちながら、担保権者の権利行使に一定の制限を課することで、破産債務者の再建の可能性をも保護してきた。すなわち、連邦破産法第一章に基づく事業再建の目的を達成するために、破産債務者は債権からのキャッシュフローを必要とする（破産法 § 363 (c) (1)）。これらの債権は、債務者のリハビリテーションの過程の間、取引債権者、被用者、消費者債権者、その他の無担保債権者に支払うために用いられる唯一の現金ないし現金同等財産である。連邦破産法が破産手続における担保権に関して、担保権者が、担保目的財産そのものを受け取るのではなく、担保目的財産の価値を受け取る権利もつにすぎず、代替的担保財産ないし他のいくつかの「明白に同等な」利益の形で、「適切な保護」（破産法 § 361）を提供されるにすぎない（破産法 § 361 (3), 1129 (b) (2) (B)）としてきたのは、そのためである。それに対して、資産証券化において債務者が売却した財産はもとより破産財団に含まれない。オリジネーターの流動資産が、債務者がその再建を交渉中債務者を支えるために利用できる破産財団の一部にならない場合、再建は実行不可能となるであろうし、事業は失敗に帰するであろう。

また、Lupica教授は、「ある資産譲渡が売却かローンのための担保目的物の譲渡かという問題は、州の判例法に基づいてなされるべきエクイティ上の決定である」ことから、資産証券化のための債権譲渡が売却のためのものであるとは容易に認められないであろうことによる歯止めを期待を示す⁽⁸⁵⁾。しかし、連邦破産法 § 361 に関する上述の改正法案が可決されれば、このような歯止めは期待できなくなることから、「(同改正案は) 債券市場と、無制限の真正譲渡のリーガルオペニオンを提供できないことに関心をもつ法律事務所によるロビー活動の結果である。何人かの修正を

支持者の自信にもかかわらず、この条項は、確立した破産ポリシーの体系を引き裂こうとするものであり、既存の法の明確化でも、技術的な修正でもない」と批判を展開する。⁽⁸⁶⁾

以上のように、これまで、伝統的な破産立法政策を重視する見解から、証券化取引に向けられてきた批判は、①流動性の乏しい資産が、破産手続の前に流動化することによって、破産に瀕した債務者の浪費を誘発する危険性、②債務者の破産財団を減少させ、究極的には、破産財団をゼロにすることによって一般債務者が害される危険性、③破産財団における現金担保財産の減少によって、第一一章手続による再建の可能性が減少する危険性、にまとめることができる。

これらの批判を分析する際に注意しなければならないのは、債権譲渡の詐害性が問題とされているのではないという点である。すなわち、資産証券化においては、譲渡される債権の対価として、市場の評価に基づく公平価値(fair value)が支払われるため、詐害性はほとんど問題になり得ないのである。⁽⁸⁷⁾ また、上述の連邦破産法 § 541 改正法案との関係で考えても、仮に同法案が可決されたとしても、詐害的譲渡であれば、当該債権譲渡が破産裁判所によって否認されるであろうことに、変わりはないはずである。

このような観点から①、②の批判を分析した場合、これらの批判は、単に悪用の可能性があることを指摘するものにとすぎず、資産証券化取引の問題点(あるいは、資産証券化を促進する法制度を整備していくべきではないことの根拠)を指摘しているとはいえないと評価されるべきである。すなわち、①の批判に対しては、あらゆる債権譲渡によって、債権の譲渡人は対価としての現金を受領するけれども、そのことによって、受領した現金の価値を保存するといった何らかの債務を負うわけではないというHarris教授・Moony弁護士指摘が反論となる。⁽⁸⁸⁾ また、②の批判に対しては、証券化の手法が悪用されるおそれがないわけではないが、そのようなおそれがあることは、担保取引や

本来的な売買のための債権譲渡の場合と同じであり、さらに悪用される蓋然性はこれらの取引よりも低いという反論が可能である。なぜなら、資産証券化取引における債権譲渡の対価を決定するのは、間接金融機関ではなく市場による評価の発現たる格付機関による評価であるからである。⁽⁸⁹⁾

批判の核心は、結局のところ、③の批判にみられるような、再建をめぐる経済政策上の見解の対立に帰着するといふことができそうである。すなわち、従来連邦破産法が採用してきた、裁判所主導の再建手続がどこまで尊重されるべきかという問題である。この点、資産証券化取引との関係において、Harris教授・Moony弁護士は次のような指摘をなす。すなわち、破産法第一章による再建手続は、もともと成功率が低く、結局は清算事件に変更されることが多い点を指摘し、その上で、③の批判は、資産証券化を行わない場合、債務者がそれと同じ条件で担保取引（による資金調達）をなすことができるかのような仮定にたっているが、実際にはそうではないことを指摘する。⁽⁹⁰⁾これは重要な指摘である。すなわち、事前の当事者の合意によって、破産手続によるよりも成功率の高い再建の可能性があるにもかかわらず、当該合意が事後に連邦破産法第一章に基づく（あまり成功率の高くない）再建手続を害するおそれがあるからというだけで、その可能性が損なわれてしまってもよいのかという問題にいきつくのである。

少なくとも、市場による評価という正当化要素をもつ（＝正常業務たる）資産証券化取引に関して、当該取引を容易にすることが究極的には連邦破産法第一章にもとづく再建手続を不利にするからといって、ただちに否定されるべきではないと考える。このことは、アメリカにおいても比較的容易にコンセンサスを得られるのではないだろうか。⁽⁹¹⁾

三 連邦破産法改正法案の妥当性

以上のように、資産証券化のための債権譲渡を認めるべきか否かは、そもそも資産証券化取引における債権譲渡の経済的機能（＝破産隔離のための債権譲渡）そのものを肯定するかという問題に根ざす問題である。

この問題の全体的な行方についてはなお活発な議論がなされているところであるけれども、少なくとも証券化に関しては、一定のコンセンサスが得られるものと考えられることができる。すなわち、資産証券化取引における債権譲渡では、譲渡人は対価、それも、市場による評価を仰いだ結果の適正な市場価格における対価を得ており、市場による評価を仰ぐ証券化取引自体がコストの低い資金調達を可能にするなど、合理的な存在意義をもつ。このことから、資産証券化取引における債権譲渡は、十分に正常業務であり得るといえるのであり、問題なのは、かかる正常業務としての債権譲渡とそうではない債権譲渡の区別である。

そして、正常業務としての資産証券化のための債権譲渡と、そうではない、類似の仕組みを用いながら正常業務とはいえない目的をもつ債権譲渡との区別の基準は、詐欺的譲渡でないことに加え、当該債権譲渡が市場に向けられたものか否かという基準で区別することが重要である。すなわち、実質上市場における評価の機能を担う格付機関によって区別されるべきなのである。というのは、第二章で検討したように、（少なくともアメリカにおいては）資産証券化における債権譲渡の機能たる破産隔離の機能を担いうるか否かは、法形式ではなく、純粹に経済的利用目的によって区別されてきた。そして、資産証券化取引における債権譲渡の経済的利用目的は、（市場による評価を正当化要素とする）資本市場からの資金調達の前提となる破産隔離である。だとすれば、かかる業務が正常か否かの判断は、まさに市場に受入れられるか否かという点にあるのであって、その最も実効的な判断は、市場の評価の発現たる格付（＝投資適格格付を取得しているか否か）によるべきなのである。

V 結語

以上のように、アメリカ(いわゆる真正譲渡に関する議論)においては、資産証券化のための債権譲渡を単に売買のための債権譲渡として位置付けているわけではない。一定の商事取引慣行(類型)を、他の債権譲渡を伴う取引慣行との関係に配慮しつつ、慎重にその性質および求められる法理を検討しているというべきである。

このような債権譲渡の分析の視点は、従来から見られたものである。すなわち、一九六〇年のUCC第九編の策定に際しても、(利用目的としては)担保のための債権譲渡の効率性を阻害しないために、かかる債権譲渡が売買の形でなされることの多い一定の種類の債権について、売買の形をとる債権譲渡にも担保の場合と同じ法形式(=UCC第九編)を適用してきたという経緯があった。九八年改正は、このような伝統を背景に、資産証券化のための債権譲渡の効率性を阻害しないために、(当該債権譲渡が、利用目的としては、売買のためになされるものでないことを知りながら)一定の種類の債権についてUCC第九編を適用することによって構築してきた安定した債権譲渡の法形式を提供した(=経済的利用目的からいえば、本来、売買のための債権譲渡ではない債権譲渡に、売買のための債権譲渡と同じ法形式を与えた)のである。

そして、このような資産証券化のための債権譲渡の機能として認識されたのが、破産隔離であった。破産隔離は、破産手続の回避を連邦破産法が容認するという側面をもつ。したがって、かかる機能をもった債権譲渡を無条件に認めるわけにはいかない。何らかの正当化要素が必要である(もし、この正当化要素が認められないとすれば、法形式面での証券化のための債権譲渡の促進を企図した改正UCC第九編自体の方向性が否定されることになってしま

う)。いわば、資産証券化取引が正常業務型債権譲渡であることが必要とされる。そして、資産証券化取引において、正当化要素とされたのが、債権の売りや、執行妨害のような詐害的譲渡ではなく、特定の資産の価値に対する市場における評価を基礎とした資本市場からの資金調達を可能にする手段としてコンセンサスを得ていることである。破産回避の手法として批判される最近の（商事）取引慣行のなかでも、証券化取引に関しては、比較的多くのコンセンサスが得られているものといえよう。

アメリカにおいて残る未解決の問題は、このような正当化要素をもつ、（いわば新たな正常業務としての）資産証券化のための債権譲渡と、そうでない債権譲渡の区別の基準である。この問題の解決のために現在審議中の破産法の改正案においては、二つの基準が示されている。一つは、明らかな詐害的譲渡を除外する規定の適用であり、もう一つが、格付機関に投資適格格付を付与されるとの基準である。

この基準は、これまでに検討した、資産証券化のための債権譲渡の機能に鑑みれば、妥当な判断基準であるといふべきである。

繰り返しになるが、資産証券化のための債権譲渡の機能は、破産隔離にあつて、（本来、破産政策に反して否定されるはずの）そのような機能が正当化されるのは、当該債権譲渡が、特定の資産の価値について市場の評価（≡実質上、格付機関の評価）を受けることを前提に、資本市場からの資金調達を可能にするからなのである。したがつて、かかる正当化要素をもつ債権譲渡と、そうではない（≡したがつて、破産政策上肯定され難い）債権譲渡の区別の基準は、（詐害的意図の有無は当然として）市場が受け入れるか（≡格付機関が投資適格の評価を下すか）という点にあるべきなのである。

わが国においても、今後、資産証券化のための債権譲渡が、正常業務としての債権譲渡となりうるか、なり得るとして、その機能はいかなるものであり、また、非正常業務型債権譲渡といかなる基準で区別をなすべきかという視点での検討が必要であると考ええる。真正譲渡（Ⅱ売買のための債権譲渡と同じ取り扱い）の認定基準に関する問題の解決は、証券化実現のために不可欠であるけれども、それはあくまで右の機能との関係での正当化要素（Ⅱ正常業務であることのコセンサス）を基礎に、それに立脚した問題なのである。

本稿では、分析の視点を提唱するという意味で、序論的考察にとどまらざるをえない。具体的検討はすべて今後の課題である。さらに、（広義の）「証券化」には、多くの概念がありえ、最近の展開の中でも、とりわけ収益不動産の証券化が重要な位置付けをしめると考える。しかし、本稿では（不動産ではなく指名債権を念頭においた）資産証券化取引に限定したうえでアメリカの議論を検討してきたにとどまる。比較法の対象としてのアメリカ法についても、さらなる検討を行う予定である。

- (1) たびたび指摘されてきたように、広義の「証券化」には、広狭さまざまな定義があり、未だ、個別具体的な取引事例の検討なくしてはまとめきれない状況にあるといえる。本稿では、証券化における債権譲渡の機能に着目した検討を試みるべく、指名債権の証券化を念頭において証券化取引を検討素材とする。以下では、これを、アメリカの議論で頻繁に用いられる Asset Securitization Transaction という用語を借りて、「資産証券化取引」と呼ぶ。
- (2) 堀裕Ⅱ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」NB L五〇八号二頁、一四頁（一九九二年）、田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点」NB L五一〇号三八頁、四二頁（一九九二年）、宗田親彦「債権の証券化と倒産手続——債権の証券化の Bankruptcy Remote について——」伊藤乾喜寿記念『現時法学の理論と実践』七一頁、八一頁（二〇〇一年）、小林秀之「担保権の倒産法的変容」新堂幸司古稀記念『民事訴訟法理論の新たな構築（下）』五二七頁、五五二頁（二〇〇一年）、高見進「流動化・証券化の法律問題(2)——倒産法——」金融法研究資料編一七卷二二〇頁、二二二頁以下（二〇〇一年）。
- (3) 区別の基準についてこれまで示されてきたのは、次のような要素である。堀、山川弁護士は、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（償還の有無および償還の範囲）を示される。堀川山川前掲注、一七頁。また、田中助教授は「担保と推認される要素として、①当該債権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第三者對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」が均衡されていない、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バランスシートから当該資産がオフバランスとされていない」といった基準を示される。田中・前掲注（二）四三頁。宮川氏は、田中助教授のメルクマールに「賛成したい」としながらも、⑤については、銀行取引における手形割引における買戻特約付売買に関しては広義の担保の意味があるとしても一応保留し、かわって、被担保債権が存在し完済され取引が終了した際には当該資産の残部が無償で再譲渡されることを付加すべき、とされる。宮川不可止「債権譲渡と債権売買、担保のための債権譲渡の關係」法律時報七〇巻四号七八頁（一九九八年）。また、小林教授も、田中助教授の基準を基礎としつつ、「流動化の仕組みを全体として見て、契約書の文言通り「債権譲渡」と解するか、「譲渡担保」と読み直すかという当事者の客観的・合理的意思の探求が必要になる。最初に考慮すべきは、①契約書上に表示されている当事者の意思であり、契約書での性質決定と共に全体として担保的構成（清算）の存否であろう。その他の重要な要素として、②對抗要件の具備、③公正な市場価格を反映した譲渡価格であるか、④リコース・買戻しの比率、⑤会計上のオフバランス化、⑥SPCの独立性の確保、などが目安となるファクターになってくる」と再構成される。小林・前掲注（二）五五七頁。なお、以上のような、従来の議論に対する反論として、瀬川信久「流動化・証券化の法律問題（一）——資産の移転と証券の発効・流通——」金融法研究（17）八七頁、一〇一頁（二〇〇一年）がある。

(4) 高見・前掲注（二）一四〇頁原注（3）（格付機関が倒産隔離ができていないと評価すればその時点で資産の流動化・証券化はできなくなる）。

(5) 小野弁護士は、「証券化においては原資産をオリジネーターから切り離して器すなわち、SPVに移すことが不可欠であるが、一般の債権譲渡とは異なる状況が存在する。その結果、原資産の譲渡行為が譲渡担保や売渡担保など担保目的とみなされないかといういわゆる真正譲渡の問題がなされることになる。しかしながら、正常の取引である場合に当事者の主観的意思により売買か担保借入かは基本的に決まるものであり、付帯する条件が、当事者のかかる主観的意思から離れて法律構成に大きく影響するというものではない」とされ、「今後とも緊急時取引型と証券化を峻別する議論が展開される必要がある」と主張される。小野傑「資産流動化・証券化に対する法的視点」ジュリー一〇七二号四八頁、五三頁以下（一九九五年）。

(6) 近江幸治「担保物権法」三一八頁以下（新版補正版、弘文堂・二〇〇〇年）、および『民法講義Ⅳ（債権法総論）』二九四頁以下（第二版、成文堂・二〇〇〇年）。

(7) UCC第九編は「Permanent Edition Board」によって、しばしばモデルコードの改正がなされている。とりわけ第九編との関係では、一九九二年改正と、一九九八年改正が、重要である。現行法と呼ぶべきは、二〇〇一年七月以降各州法によって施行されている一九九八年改正によるUCC第九編である。しかし、本稿では、便宜上、一九七二年改正以前ものを「旧UCC第九編」、一九九八年改正以降のものを「改正U

資産証券化取引における債権譲渡の分析の視点（青木則幸）

- UCC第九編 (Rev. UCC § 9-XXX) と呼ぶ。その間のUCC第九編を単に「UCC第九編 (UCC § 9-XXX) 」と呼ぶ。
- (8) 11 U. S. C. A. (1993 & 2001 Cumulative Annual Pocket Part). 名称の訳出に争いがあるが、本稿では「アメリカ連邦破産法」(被§ XXX) と呼ぶ。
- (9) UCC第九編の一九九八年改正については、米国商事法・金融法実務研究会「米国統一商事法典第九章(一九九八年度版)の紹介(一)——(一・完) 国際商事法務二七巻六号六一八頁、同七号七七七八頁、同九号一〇三九頁、同一〇号一一七五頁、同一二号一三八頁、同一二号一四三四頁(以上、一九九九年)、二八巻一三六頁、同二号一八四頁、同三三三三〇頁、四号四三六頁、五号五八〇頁(以上、二〇〇〇年)、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(四・完) NBL六二二七頁(一九九九年)、鈴木淳人「米国統一商事法典第九編の改正について——債権譲渡に係る對抗要件の自動的具備の問題を中心に」日銀金融研究 Discussion Paper No. 99-12 (一九九九年)、角紀代恵「統一商事法典第九編の改正について」日銀金融研究 Discussion Paper No. 98-17 (一九九八年)、亀田浩一郎「UCC第九編登録制度改革について」法律論叢六九巻六号一頁(一九九七年)といった先行業績が、連邦破産法の改正案については、小林秀之、山田明美「資産流動化と米国倒産法改正」佐々木追悼『民事紛争の解決と手続』五八七頁(信山社・二〇〇〇年)が、また、両方にわたる研究として、財団法人産業研究所「米国における資産流動化の破綻事例等に関する調査研究」(二〇〇〇年)がある。
- (10) Lunca, Revised Article 9, *Securitization Transactions and the Bankruptcy Dynamic*, 9 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 287, at n.30 (2001) (ABSの発効残高は、一九八五年の二〇億ドルから、一九九九年には一八五〇億ドルに成長した)。
- (11) See generally, Shenker & Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, 69 Tex. L. Rev. 1369, 1383-88 (1991).
- (12) 「証券化(securitization)」という文言自体は、一九七七年、ウォールストリートジャーナル紙の「Heard on the Street」というコラム(アン・モロー氏担当)で、ロンモンブラザースがバンクオブアメリカの第一号のモーゲージ・パススルー証券を引受けた事例に関して用いられたのが、はじめであるとされる。ケンドール・フィッシュマン(日本興業銀行産業調査部他訳)『証券化の基礎と応用』(東洋経済新報社・二〇〇〇年)三七頁。
- (13) See ROSENTHAL & OCAMPO, *SECURITIZATION OF CREDIT: INSIDE THE NEW TECHNOLOGY OF FINANCE* 4 (1988). (ローゼンタール・オカンプ(藤原英朗訳)『新しい証券化技術』五頁以下(東洋経済新報社・一九八九年)) ; Shenker & Colletta, *supra* note 11, at 1383-88 (1991).
- (14) 筆者は前稿において、このルーツに関する検討を行った。拙稿「アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程——住宅モーゲージ市場の展開との関係を中心に」早誌五一巻一頁(二〇〇〇年)。
- (15) G N M A等の政府機関の保証は、政府機関同様、国家的保護を受ける。See e.g., 12 U. S. C. § 1721 (9) (1) (2001).
- (16) 一九八〇年代以前の文献では「容易に現金化できる資産を二次市場で取引される証券に変形する」として説明するものが多かった。See e.g., *Changes in Our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit: Hearings before the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 100th Cong., 1st Sess., at 177* (1988); Benveniste & Berger, *Securitization with Recourse*, 11 J. Banking & Fin. 403, 403

- (1987). Greenbaum & Thakor. *Bank Funding Modes: Securitization Versus Deposits*. 11 J. BANKING & FIN. 379, 379 (1987). さらに広く「融資 (loan) であり金融資産を証券化する」ことや好む傾向」をめぐり定義をめぐらされた。See, e.g., Hearings on Securitization, *Id.* at 123 (statement of Sen. William Proxmire); *id.* at 133 (statement of Lowell L. Bryan, McKinsey & Co.). また同様「証券の発行の形や手段をめぐり借入取引」といった広義の定義「*レバレッジ・ファイナンス*」をめぐらされた。See, e.g., ROSENTHAL & OCMARPO, *Id.* at 3; Richards, "Gradable and Tradable": The Securitization of Commercial Real Estate Mortgages, 16 REAL EST. L.J. 99, 99 (1987).
- (17) Lupica, *supra* note 10, at 292. また「アメリカにおける A/B の発行額および種類の増加について紹介する最近の邦文文献として、財団法人産業研究所・前掲注(6)一五頁以下参照。
- (18) See, Salathe, Note, *Reducing Health Care Costs Through Hospital Accounts Receivable Securitization*, 80 VA. L. REV. 549, 554-55 (1994).
- (19) See, Lupica, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, 76 TEX. L. REV. 595, at 614 (1998). (ダブル A より低い信用格付を付与された企業にとって、証券化による利率の節約は「伝統的な商事貸付取引よりもなるかに良いものでも得る」)
- (20) See, Lupica, *Id.* at 611-13
- (21) See, Schwarz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J.L. BUS. & FIN. 133 (1994) (なお、右論文の紹介を目的とする邦文文献として「シムワルツ「セキュリティ・ゼーション」の法と経済学——金融取引の利益とリスクの分割をめぐり考察——(一七)「J」NBL1580号三五頁(一九九五年)が、Shupack, *On Boundaries and Definitions: A Commentary On Dean Bardt*, 80 VA. L. REV. 2273, 2296-97 (1994); Botkin, Jr., *Comment, An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, 30 SAN DIEGO L. REV. 579, 611 (1993); Salathe, Note, *Reducing Health Care Costs Through Hospital Accounts Receivable Securitization*, 80 VA. L. REV. 549, 554-55 (1994).
- (22) 行政当局による格付機関の規制制度として「一九七五年にのらにたい導入された Nationality Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) 制度がある。しかし、格付機関の信頼性は、「淘汰・再編の歴史を辿り、競争への恐怖こそ、格付事業の高い質を維持する最善のインセンティブ」であるというコンセンサスに支えられているという。三浦后美「アメリカにおける格付」森脇彬編「現代債券格付論」二〇九頁(二一九頁(税務経理協会・二〇〇〇年))。
- (23) See, Schwarz, *supra* note 21, at 136-7
- (24) なお、証券化取引が現実には急増したことの意義については、これ以外に、オフバランスシートの資金調達機会を与える、新たな資金調達手段に対するブーム、といった機能ないしメリットの存在が指摘されている。また、わが国においても、とりわけオフバランス化の機能が盛んに紹介されてきたところである。しかしながら、資産証券化取引という枠組みで考える場合、オリジネーターは金融機関とは限らず、必ずしも全ての取引に妥当する機能であるとはいえない。(このことから Schwarz 教授は「これらのメリットを間接的な便益 (indirect benefit) と位置付けている。Id. at 141-44) 本稿では、資産証券化取引の主たる機能であるところを市場の評価との関係で検討をすすめていく。
- (25) See, The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, *Structured Financing*

- Techniques*, 50 Bus. Law, 527, n. 43 (1995)(hereinafter N. Y. C. Bar Report).
- (26) Shupack, *supra* note 21, at 2296
- (27) Schwarz, *Structured Finance: The New Way to Securitize Assets*, 11 *Cornozo Law Review* 607, 618-620 (1990).
- (28) See *WEL. FACT IN ASSET BASED FINANCING: A TRANSACTIONAL GUIDE* § 27.01 [1] (Matthew Bender ed., 1985). なお、わが国におけるファクタリング取引の概念とは必ずしも一致してゐないことに注意が必要である。
- (29) See Schwarz, *supra* note 21, at 144-46
- (30) もっとも、証券化とファクタリングの機能の差異は、いくつかの事例において、曖昧でありうることが指摘されている。たとえば、SPVが、証券の発行のかわりに資本市場ではない資金源から資金を借り入るような場合、あるいは、ファクターが資本市場証券の発行によって自身の資金調達をなす場合、違いはほとんどないと思われる。 *Id.* at 144-46.
- (31) See Schwarz, *supra* note 27, at 619.
- (32) UCC § 1-210(37)は、「担保権」とは、「動産または不動産の附従物であつて、債務の支払または履行を担保するものをいう」と定義し、これには「UCC第九編の適用を受ける売掛債権または動産抵当証券の買主の権利も含まれる」とする。
- (33) なお、譲渡される債権の種類による法形式の相違に関して、ここで付言しておくなければならないのは、ABSによつて資本市場からの資金調達を行う資産証券化取引と、MBSによるモーゲージ証券化取引の違いに留意する必要があるということである。本来モーゲージは不動産担保権であつて、その譲渡には、人的財産に関する制定法であるUCC第九編ではなく、各州の不動産担保法制度が適用されるはずである(UCC § 9-104 (3))。それにもかかわらず、MBSの裏付けをなす資産群を形成するためのモーゲージの譲渡(たとえば、コマーシャルモーゲージにおけるオリジネーターからSPVへのモーゲージの譲渡)が、UCC第九編の適用を受けるのは、当該モーゲージが「証券(instrument)」とみなされているからである。各州の不動産法は、相当に不統一で、統一性が要求される資本市場になじまないのはいうまでもない。したがつて、モーゲージの証券化のためには、このUCC第九編の証券の概念の適用することが重要な課題となる。同じUCC第九編にもありながら、この証券の對抗要件の具備には、一般無形財産や動産抵当証券とは異なる手続が要求される。すなわち、後者が、貸付証券(「financial statement」)の登録(filing)という手続を用いるのに対し、前者は当該証券の占有が必要とされるのである。典型的なMBSのアレンジメントにおいては、証券化の後、オリジネーターがサービスマスターを継続するため、証券たるモーゲージはSPVに引き渡されず依然としてオリジネーターが占有している場合が多い。そのため、当該証券が売買された後にサービスマスターに引き渡されず依然として占有されていると、担保のための譲渡でありながら譲受人が對抗要件の具備に必要な占有を取得しない状態であると解されるのでは、権利関係に大きな相違が出る。それに対して、SPVに譲渡されるのが、ABSの目的である売掛債権・動産抵当証券の概念に該当する債権である場合、譲渡の目的が売買であつても担保目的財産の譲渡であつても、貸付証券の登録によつて對抗要件を具備する点に違いはない。本稿は、債権の証券化を主たる検討課題として、不動産に関する権利の証券化に特有の問題に関しては、別に検討する必要がある点を指

摘するにとどめる。なおMBSをめぐる問題に関しては、角教授による詳しい研究がある。角・前掲注(15)論文。

(34) See, Schwartz, *supra* note 21, at n. 90.

(35) SPVの法的性質に関して、実質的併合 (substantive consolidation) とした問題もある。ここでは、債権譲渡の性質そのものから生じる問題をとりあげる。

(36) See, *Brunner v. United States*, 440 U.S. 48, 54-55 (1979). (現行連邦破産法施行前の判決であるが、その判示が現行法にも妥当することについては、争いがなご)

- (37) Schwartz, *supra* note 27, at 618-624 (主要な要素としては①リコース、②譲渡された債権を買戻す権利、③譲渡される債権の価格決定方式、④債権の回収の管理をめぐり)。Acher, *characterization of a Transfer of Receivables*, 65 *AN BANKER*, L.J. 181, 186-94(1991) (①売主に対するリコース、②売主によるサービス業務の保留、③第三債務者の信用調査の欠如や、④回収を上回る売主の権利、⑤買戻しオプションの保留、⑥価格決定期間の一方的変更権、⑦資産の一方的変更権をあげ、これらの要素から判断される結果と一致する場合にのみ⑧当事者の意図を示す言動が考慮されるとする)；Glover, *Structured Finance Goes Chapter 11: Asset Securitization by Reorganizing Companies*, 47 *BUS LAW*, 611, at n. 38 (1992) (①価格決定方式、②リコース、③取り戻し、④債権の管理をあげる)；N.Y.C. Bar Report, at 542-47 (①リコースの性質を程度の評価によって推知される、「損失のリスク」がSPVに移転された程度を最も重要な要素とし、他に、②譲渡人による所有権の便益の保留の程度、③譲渡人に保持される譲渡資産の譲渡後のコントロールの程度、④譲渡人の帳簿上の譲渡の会計処理、⑤明示された当事者の意図をあげる)；Dyer, *The Impact of Dilution in Asset Securitization: Commercial Separation Anxiety*, 66 *MISS. L.J.* 407, 449-51(1996) (①取引におけるリコースの程度 (the amount of recourse in the transaction) が高くなることを顕著な要素とし、他に②オリジネーターが過剰担保のコモダを取り戻すために、譲渡された債権の回収額が購入価額を超える場合、その余剰を取り戻す権利を保持すること (Dyer弁護士は、これを「所有権の便益 ("benefits of ownership") の保留」と呼ぶ) の二点をあげる)；Gordon, *Securitization of Executory Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sales*, 67 *U. CHI. L. REV.* 1317, 1330-07 (2000) (①文書上の立証を当事者の意図の存在を当然の前提とし、その上で、②オリジネーターに対するリコースの存在、③証券化された資産の余剰に対する権利、④資産の譲渡の後にSPVに対する債務をオリジネーターが保有する程度、⑤破産裁判所のエクイティ上の権限の存在といった諸要素が考慮されること)。
- (38) See, *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.*, 602 F.2d 538 (3d Cir. 1979). 多くの論者が重要な要素と位置付ける。See, *Supra* note 37 and accompanying text. また、角・前掲注(9)論文(四)四〇頁以下。ただし、各論者のリコースの概念には、幅があることに注意が必要である。広義のものは、本文①-④をリコースのバリエーションとして捉えよう。N.Y.C. Bar Report, at 543-46.
- (39) See e.g., *Levin v. City Trust Co. (In re Joseph Kanner Hat Co.)*, 482 F.2d 937, 940 (2d Cir. 1973); *Gold Coast Leasing Co. v. California Carrots, Inc.*, 93 Cal. App. 3d 274, 155 Cal. Rptr. 511, 514 (1979). In re *Nixon Mach. Co.*, 6 B.R. 847 (Bankr. E.D. Tenn. 1980). In re *Evergreen Valley Resort, 23 B.R. 659* (Bankr. D. Maine 1982). In re *Hurricane Elkhorn Coal Corp.*, 19 B.R. 609 (Bankr. W.D. Ky. 1982). In re *Evergreen Valley Resort, Inc.*, 23

- B.R. 659, 661 (Bankr. D. Me. 1982); First Nat'l Bank v. Hurricane Elkhorn Coal Corp. II (*In re Hurricane Elkhorn Coal Corp.* II), 19 B.R. 609, 617 (Bankr. W.D. Ky. 1982); Hassett v. Sprague Elec. Co. (*In re O.P.M. Leasing Servs., Inc.*), 30 B.R. 642, 646-48 (Bankr. S.D.N.Y. 1983)
- (40) *See e. g.*, Levin v. City Trust Co. 940 (2d Cir. 1973); Malone v. Cletron Oil & Gas Co. (*In re Currie*), 57 B.R. 224, 225 (Bankr. M.D. La. 1986); *In re Evergreen Valley Resort, Inc.*, *Id.* at 661 (Bankr. D. Me. 1982).
- (41) *See e. g.*, Major's Furniture Mart v. Castle Credit Corp., *supra* note 38, at 546 (3d Cir. 1979); Home Bond Co., 239 U.S. at 573, 576; Fireman's Fund Ins. Cos. v. Grover, 813 F.2d 266 (9th Cir. 1987)
- (42) *See* Schwarz, *supra* note 27, at 621; Alcher, *supra* note, 37 at 189-91
- (43) *See e. g.*, Southern Rock, Inc. v. B & B Auto Supply, 711 F.2d 683, 685 (5th Cir. 1983); Petron Trading Co. v. Hydrocarbon Trading & Transport Co., 663 F. Supp. 1153, 1159 (E.D. Pa. 1986); Ables v. Major Funding Corp. (*In re Major Funding Corp.*), 82 B.R. 443 (Bankr. S.D. Tex. 1987).
- (44) Schwarz, *supra* note 27, at 623.
- (45) *See e. g.*, Lyon v. Tywood Corp., 239 A.2d 819, 821 (Pa. 1968); First Nat'l Bank v. Hurricane Elkhorn Coal Corp. II, *Supra* note 39, at 616 Bear v. Cohen (*In re Golden Plan of Calif., Inc.*), 829 F.2d 705, 709, 710 n.3 (9th Cir. 1986); *In re First City Mortgage Co.*, 69 B.R. 765, 767 (Bankr. N.D. Tex. 1987); Goldstein v. Madison Nat'l Bank, 89 B.R. 274, 277 (D.D.C. 1988); Major's Furniture Mart v. Castle Credit Corp., *Supra* note 38, at 544-45 (3d Cir. 1979)
- (46) *See* The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, *supra* note 25, at 542. (採れてはならぬものは「裁判所が担保取引の真正譲渡の性質を決定するべきであらう。そして裁判所は、当事者が選択して用いた文言 (word) の形式について司法審査 (judicial review) の機能を実践することとが妨げられなければならない」という点) , Lupica, *supra* note 10, n. 50.
- (47) *See* Schwarz, *supra* note 27, at 624.
- (48) アメリカの議論では、資産証券化取引との関係で担保か売買かの区別の基準を論じなければならない問題意識は、(契約文言やその他の言動等から推認される)当事者の意図を超えて、裁判所による当該取引の経済的実態の分析に基づいて判断される点(当事者の意思が判断の一要素としかならないこと)にあると考えられている。この点、わが国の議論とやや分析の視点が異なる点に注意すべきである。わが国では、對抗要件の具備等の法形式の問題を、真正譲渡か担保かの判断の要素として、他の要素と並列的に議論してきた。前掲注(3)参照。その理由について、小林教授は「片岡弁護士は「對抗要件の問題は、本来トウルー・セールとは無関係と考えてよろしいのですか。ただ、對抗要件具備の有無がトウルー・セールの性に事実上影響が出るというところかと思うのですが」という質問に対して「当事者の合理的意思の一つの徴表として考えた場合に、いくつかあるメルクマールのうち、やはり對抗要件を具備しないというのは、それなりの別の理由があるのではないか」という要素として、やはり影響してくるのだと思うのです。」と述べられている。椿寿夫はか座談会「債権譲渡担保から債券売買へ——その法理と実務上の諸問題——」(金法一三三七号五五頁、八六頁(一九九四年))。このような従来の議論に対して瀧川教授は、(具体的な効果と

の関係で日米の議論を比較したうえで) わが国で売買か担保かの議論が意味をもつのは、自動的停止と倒産手続における権利行使の制約の点にどう異なるか(「対抗要件の具備が弱く」という要件は、この意味での売買か担保かのメルクマールにするべきはない、と主張される。瀬川・前掲注(33)・101頁(11001年)。

(49) Shupack, *Making Reversed Article 9 Safe for Scrutinizations: A Brief History*, 73 AM. BANKR. L.J. 167, 169 (1999). (これを他の種類の債権の売却に求められる真正譲渡のセロニオン性「セロニオン性」から「獲得セロニオン性」に高レベルのセロニオン性とする)

(50) Octagon Gas Sys. Inc. v. Rimmer (*In re Meridian Reserve, Inc.*), 995 F.2d 948 (10th Cir. 1993). (X(債権譲受人)はA(債権譲渡人)に破産債務者が所有するガス工場によって生産されるガスの売却の換価金における権利(interest)を獲得していた。Aは後に破産を申立て、第一章破産手続(再建事件)を開始した。再建のプランに基づいて、債務者Aはガス工場を担保権者Yに譲渡した。YがXの権利を認めることを拒んだため、訴訟が生じた。破産裁判所および地区裁判所はいずれもXの権利はAの破産財団の一部にはなっていないとして、X勝訴の判示をなした。第一〇巡回区連邦控訴裁判所は、売却債権ないし動産抵当証券の絶対的譲渡の有効性を求める当事者にとって厄介な理由付けを用い「この判決を破産手続に差戻す」とした)

(51) See e.g., TriBar Opinion Committee, *Security Interest Opinions*, 49 Bus. Law. 364, 370 n.30 (1993); Plank, *Secret Cows and Workhorses: The Sale of Accounts and Chattel Paper under the U.C.C. and the Effects of Violating a Fundamental Drafting Principle*, 26 CONN. L. REV. 397, 453-61 (1994).

(52) *In re Contractors Equip. Supply Co.*, 861 F.2d 241 (9th Cir. 1988).

(53) Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp., *supra* note 38

(54) UCC § 9-102 cmt. 2.

(55) OKLA. STAT. TIT. 12A, 9-102 (Supp. 1999).

(56) UTAH CODE ANN. § 70A-9-102 (1997).

(57) TEX. BUS. & COM. CODE ANN. § 9.102 (West 1991 & Supp. 1999).

(58) See Plank, *supra* note 51, at 459 n.278.

(59) See Shupack, *supra* note 49, at 169; Warner, *The Amt. Bankruptcy Act: Reversed Article 9 and Bankruptcy*, 9 AM. BANKR. INSTR. L. REV. 3, 79 (2001).

(60) UCC § 9-101 cmt. 2. See Smith, *An Introduction to Reversed UCC Article 9*, The New ARTICLE 9 UNIFORM COMMERCIAL CODE 17, 17-18 (Corinne Cooper ed., 2d ed. 1999).

(61) See Weisse, *An Overview of Reversed UCC Article 9*, The New ARTICLE 9 UNIFORM COMMERCIAL CODE 1, 1-2 (Corinne Cooper ed., 2d ed. 1999); Scott Pryor, *Reversed Uniform Commercial Code Article 9: Impact in Bankruptcy*, 7 AM. BANKR. INSTR. L. REV. 465, 467 (1999).

(62) See PEB STUDY GROUP UNIFORM COMMERCIAL CODE ARTICLE 9 REPORT (DECEMBER 1, 1992), 43-48 (1992). なお、角・前掲注(35) 111頁以下、鈴木・前掲注(35) 111頁以下参照。

資産証券化取引における債権譲渡の分析の視点(青木則幸)

- (63) UCC § 9-102 cmt. 2（売掛債権や動産抵当証券に基づく商事金融取引においては、単なる担保権の設定と譲渡行為との境界線が曖昧であるため、実際に担保権設定を目的とするものであったか否かを問わず、かかる動産の売買についても本規定を適用するものである）
- (64) Warner, *supra* note 59, at 79 (2001).
- (65) 証券化資産金融に関するタスクフォース (Securitized Asset Financing) は、一九九四年の議論を意見書 (Memorandum) に、一九九五年の議論を報告書 (Report) にまとめ、UCC第九編起草委員会に対する勧告を行った。しかし、これらの文書は、いずれも公表されていない (unpublished memorandum/report on file with The American Bankruptcy Law Journal)。本稿におけるタスクフォースの議論に関する記述は、主として Shupack, *supra* note 49, に依拠している。Shupack論文は、Zaretsky氏 (故人) と共にタスクフォースの共同報告者であった Shupack教授が、タスクフォースにおける議論の過程を紹介する趣旨で発表されたものである。See, *Id.*, at 859.
- (66) 参加融資 (loan participation; participation loan と同義である) とは、複数の貸主による融資であり、主幹銀行 (lead bank) と呼ばれる参加銀行一行によってサービスマ業務 (取り立てなど) が行われる。債務者が、個々の銀行の法定融資可能額 (銀行の資本の最大一〇%) を超えるような巨額の融資を必要としている場合に、融資の途を与えるものである。See, BARROW'S DICTIONARY OF FINANCE AND INVESTMENT TERMS 434 (Downes ed., 5th ed., 1998).
- (67) See, Shupack, *supra* note 49, at 171; Schwarz, *A Fundamental Inquiry Into the Statutory Rulemaking Process of Private Legislatures*, 29 Ga. L. Rev. 909, 954 (1995)
- (68) See, Shupack, *Id.* at n. 19.
- (69) UCC第九編の規定が当該取引に適用されるのか否かについて、当事者が選択をする可能性に基礎をおいていた。この案は、後に一九九五年度の勧告において「包括的解決案」と呼ばれることになる。See, *Id.* at n. 20.
- (70) See, *Id.* at n. 22.
- (71) Shupack教授は、このような批判的なりアクションの一つとして、Meredith Jackson 弁護士からタスクフォースに提出された書簡を引用する。「謹んで提言させていただきますが、タスクフォースは間違った小道に迷い込んでしまったようです。タスクフォースは、この問題の影響を受ける二種類のプレーヤーが存在することを記しています。ひとつのグループは、主として大規模な商事貸主です。大規模商事貸主は、主としてシンプルで独立的な syndication desk に興味をもちます。他のグループは、主として成長めざましい証券化市場における発行者および投資家です。このグループはUCC第九編が提供する確実性と取引コストの削減の獲得により興味を示します。…支持基盤に役立つようにすれば、無形財産に焦点をあてるよりも、債権者—債務者に焦点をあてるべきと提言します。」*Id.* n. 23.
- (72) 実質上ほとんどすべてであるが、依然としてグレーエリアが残るとの指摘もある。See, Shupack, *supra* note 49, at 176.
- (73) UCC第九編に包摂された以上、UCC第九編に基づいて具備されることになるパーフェクションに関して、自動的パーフェクションという新たな概念を導入した (Rev. UCC § 9-309 (3)(4), 9-310 (b) (2))。また、UCC第九編の強行規定である譲渡禁止特約の禁止について、明

- (85) See, *Lupica, Circumvention of the Bankruptcy Process*, 33 *CONN. L. REV.* 199, 225(2000).
- (86) *Lupica, supra note 10*, at 322.
- (87) 「この点については、批判論者のほうでも異論がないものと思われる。批判論者の側から端的に指摘するものとして、LoPucki, *supra note 82*, at 28 (破産財団がS.P.Vから資産を取り戻すためには、破産隔離体が「善意で (good faith) かつ合理的な等価を対価として」譲渡を受けなかったという) ことが、判決債権者によって証明されなければならない。このことは、買主が財産の公正な市場価値を完全に支払った対等取引 (arms-length) に関しては、ほとんどもりやうにならう) がある。」
- (88) Harris and Mooney, Jr., *Revised Article 9 Meets the Bankruptcy Code, Policy and Impact*, 9 *AM BANK. INST. L. REV.* 85, at n.60 (2001). なお、Harris 教授、Mooney 弁護士と共に改正UCC第九編の起草委員会の報告者 (Reporter) としてもいた。
- (89) Schwarz, *The Inherent Irrationality of Judgment Proofing*, 52 *STAN. L. REV.* 1, at 12-17 (1999) (「証券化その他の金融技術が悪用されるかもしれない可能性は、その全体的な正当性の基礎を崩すことにはならないうえである。」)
- (90) Harris and Mooney, Jr., *supra note 88*, at 111-14.
- (91) See, Schwarz, *supra note 10*, at 597-99; Picker, *supra note 10*, at 645-49, 679.

〔付記〕

本稿は、日本学術振興会より科学研究費補助金 (特別研究員奨励費、平成二二年度～平成一四年度) の交付を受けた研究の一部である。