

論 説

アメリカにおける収益型不動産担保制度(2・完)
——コマーシャルモーゲージ制度の発展過程——

青 木 則 幸

- | | | |
|---|--------|--|
| 第 I 章 序論 | 2 | コマーシャルモーゲージの倒産事例におけるモーゲージの位置づけ |
| 第 II 章 コマーシャルモーゲージの概念—アメリカにおける収益型担保制度の基本的設計 | 3 | コマーシャルモーゲージ制度に求められる収益型担保制度としての機能—モーゲージ実体法に投げ返された課題 |
| 第 III 章 商業用不動産担保取引構造の展開とコマーシャルモーゲージ制度 | 第 4 節 | コマーシャルモーゲージ制度と証券化 (第 IV 年代) |
| 第 1 節 従来の取引構造 (第 I 年代) (以上, 36 卷 2 号) | 1 | コマーシャルモーゲージの証券化 |
| 第 2 節 取引構造の再編の過程 (第 II、第 III 年代) | 2 | 証券化取引におけるコマーシャルモーゲージと当事者の利害関係 |
| 1 取引構造の再編のはじまり (第 II 年代) | 3 | 証券化の対象資産としてのコマーシャルモーゲージとその収益型担保制度としての基本設計 |
| 2 金融規制緩和期の取引構造 (第 III 年代) | 第 IV 章 | 結語 (以上, 本号) |
| 第 3 節 取引構造の再編とモーゲージ制度の機能 | | |
| 1 債務不履行におけるコマーシャルモーゲージの機能 | | |

第 2 節 取引構造の再編の過程 (第 II、第 III 年代)

前節で検討したように、第 I 年代の商業用不動産モーゲージにおいては、収益型担保制度としてのコマーシャルモーゲージ制度は成立していなかった。くりかえしになるが (本稿第 II 章 1 参照)、商業用不動産を目的財

産とするモーゲージが、全てコマーシャルモーゲージ制度というわけではない。一定の共通の実態をもつ取引類型を前提に、一定の共通の基本的設計をもつに至った商業用不動産モーゲージが、コマーシャルモーゲージ制度なのである。

本節と次節では、収益型担保制度としてのコマーシャルモーゲージの成立を可能にしたポリシーの転回を検討する。このうち、本節では、コマーシャルモーゲージ制度の前提となった取引類型（いわば、コマーシャルモーゲージ取引）の出現過程に着目し、検討をすすめる。

第I年代においては、過剰担保となる（=LTV率の低かった）農地モーゲージ貸付を前提とした、設定者保護のポリシーが看取された。すなわち、「目的不動産の価値の上昇分は、債務不履行後であっても、可及的に、設定者（=所有者）に帰属させる」というポリシーである。

ポリシーの転回が生じた要因は、端的にいえば、商業用不動産モーゲージ貸付の領域において、過剰担保権者（oversecured creditor）との利害関係を想定した設定者保護のポリシーの妥当しない取引実態が生じたことである。すなわち、貸主が不足担保権者（undersecured creditor）である商業用不動産モーゲージ貸付が、正常業務として出現したことにある。

不足担保権者が、典型的に（ないし判例上頻繁に）みられたのは、不動産の市場価値（交換価値）の著しい低下がみられる1980年代後半のことである。この時期には、1980年代前半に生じた商業用不動産ブームの破綻（いわゆる「第2次S&L危機」）があったからである。

しかしながら、アメリカの場合、不足担保権者の出現は、単なる商業用不動産ブームの破綻の結果というわけではない。ブーム発生前から発生していた（それにもかかわらず、ブーム期の巨額の資金流入の蔭に隠れていた）商業不動産金融（取引）の構造的な変化がそこに存在するというべきである。

やや先回りして言えば、この新たな取引構造が、証券化という金融手法を導入することでブーム後急速な回復を遂げた、現在のアメリカの商業用

不動産金融市場の基礎をなしているというべきである (次章参照)。

設定者保護重視からの脱却というポリシーの転回は、第Ⅱ年代 (高いインフレ率と不況による商業用不動産金融の逼迫期) と第Ⅲ年代 (商業用不動産ブームによる商業用不動産金融の緩和期) という正反対の市況をまたいで形成された取引構造の再編 (ないし取引実態の変化) の理解なしには、論じえない。

1 取引構造の再編のはじまり (第Ⅱ年代)

(1) 高インフレ期の商業用不動産モーゲージ市場

1960年代半ば以降、アメリカ経済は、循環的に生じる高い率のインフレと、それに惹起される不況の時代を迎える (第Ⅱ年代)⁽¹⁾。

商業用不動産モーゲージ貸付において、新たな取引構造をもつ取引類型の出現は、この時期に始まる。

その直接的な原因は、パーマメント貸主の不在という現象が生じたことである。すなわち、伝統的な長期固定利率モーゲージの魅力が減少した結果、従来パーマメント貸主として商業用不動産モーゲージ貸付における主要な貸主であった生保や商業銀行などの金融機関が、モーゲージ貸付を行わなくなったのである⁽²⁾。

(1) See, MODERN REAL ESTATE FINANCE AND LAND TRANSFER: A TRANSACTIONAL APPROACH 284 (Michael T. Madison, Robert M. Zinman & Steven W. Bender eds. 2nd ed. 1999) [hereinafter MODERN REAL ESTATE FINANCE]. ただし、第Ⅱ年代の商業用不動産市場においても、次のようなサイクルがあったことが指摘されている。まず、1971年から1973年にかけて、住宅市場を中心とした開発ブームが発生し、商業用不動産市場もその影響があったとされる。このブームによる過剰供給の結果、1974年から1975年にかけては、不動産市場が低迷状態となった。この間、過剰在庫が発生し、商業地域のオフィスの空室率は増加傾向となった。収益性が圧迫されたにもかかわらずインフレによって営業費や不動産税などの費用は上昇し、投資利回りは減少した。その後、1977年～1978年中期には、過剰在庫は需要に吸収され、商業用不動産の採算性も金利と営業費の安定により改善傾向がみられた。大井達雄「アメリカの商業不動産市場」立命館経営学38巻2号81頁(1999年)84頁以下。

長期固定利率を基礎とする商業用不動産モーゲージ貸付の魅力が減少した要因については、上記期間のモーゲージによる実質上の利回りであるインフレ調整利回り (inflation adjusted return) が低利 (low rate) であったことが指摘される。Strumの研究によると「固定利率・長期モーゲージから得られる換算利率 (CPI-adjusted interest) は、1950年代に創出されたローンについては平均3.51%であったが、1960年代には平均2.15%に、1970年～1975年には、1.73%に減少した。かかる現象は、契約上の利率 (contract interest rate) の推移とは反比例的であった。契約上の利率は、1951年～1959年には平均5.02%、1960年代には平均6.58%、1970年～1975年には平均9.34%と推移した」⁽³⁾のどという。

かかる長期固定利率モーゲージの魅力の低下に伴い、従来、長期固定利率の商業用不動産モーゲージ貸主として商業用不動産金融市場に参加してきた生保、商業銀行等は、インフレ調整のメカニズムをもつ商業用不動産投資手法を模索しはじめる。これが、取引構造再編の端緒となったのである⁽⁴⁾。

もちろん、インフレによる長期固定利率モーゲージの魅力の減少は、(収益型不動産である) 商業用不動産を目的とするモーゲージ貸付のみなら

(2) See, Report of Committee on Mortgage Law and Practice, *Disposition of Rents and Profits after Mortgage Default*, 2 REAL PROP. PROB. & TR. J. 601, 601 (1967) ; Francis P. Gunning & Frank E. Roegge, *Contemporary Real Estate Financing Techniques*, 3 REAL PROP. PROB. & TR. J. 325 (1968) ; Frank E. Roegge, Gerard J. Talbot & Robert M. Zinman, *Real Estate Equity Investments and the Institutional Lender: Nothing Ventured, Nothing Gained*, 39 FORDHAM L. REV. 579, 583-589 (1971) ; Jeffrey L. Licht, *The Clog on the Equity of Redemption and Its Effect on Modern Real Estate Finance*, 60 ST. JOHN'S L. REV. 452, 454-458 (1986).

(3) Brian J. Strum, *Long-Term Fixed Rate Mortgages*, FINANCING REAL ESTATE DURING THE INFLATIONARY 80S 23 (Strum ed. 1981) (Brookings Institute提供のデータをもとに分析したものであるとする)。See also, James C. Downs, *Real Interest Rates Short-Change Lenders*, NATIONAL REAL ESTATE INVESTOR 26 (1980) ; Licht, *Id.* at 454.

(4) See, *supra* note 2 and accompanying text.

ず、住宅等の非収益型不動産モーゲージ貸付をも直撃した。

商業用不動産に限定せず、不動産モーゲージ貸付を全体として捉えた場合、第Ⅱ年代以降、従来パーマネント貸主であった機関投資家がいかなる構造をもつ代替的不動産金融取引を開拓していったのかについては、Madisonらの研究が詳しい⁽⁶⁾。それによると、1960年代後半以降、現在に至るまでに、4つに分類されうるモーゲージ取引構造が伝統的な長期固定金利モーゲージ貸付の代替取引として本格化したのだという。すなわち、①純粋な負債金融 (debt financing)⁽⁶⁾、②パーティシペイティング・モーゲージ (participating mortgage)⁽⁷⁾、③潜在的エクイティ (potential equity)⁽⁸⁾、④純粋なエクイティ金融 (equity financing)⁽⁹⁾である。

このように、モーゲージ市場全体の取引構造再編は、多岐にわたる。現在のモーゲージ契約においては、住宅モーゲージにおいても、コマーシャルモーゲージにおいても、これらの手法を複合的に用いた複雑な内容となっている場合が少なくない。

(5) THE LAW OF REAL ESTATE FINANCING ¶15.05 [4][d], and at 5-203 (Michael T. Madison, Jeffery R. Dwyer & Steven W. Bender eds. Revised ed. 1999) [hereinafter LAW OF REAL ESTATE FINANCING]; MODERN REAL ESTATE FINANCE, *supra* note 1, at 284-87.

(6) *Id.* 利息につき固定利率の約定のあるモーゲージ貸付 (Fixed Rate Mortgage)。および、変動利率であっても、その利率がモーゲージのパフォーマンスに連動しない (=プライムレートに連動するなど) モーゲージ貸付 (Variable Rate Mortgage)。

(7) *Id.* 利息につき変動利率の約定があり、その利率がモーゲージのパフォーマンスに連動するモーゲージ貸付。Contingent Interest MortgageおよびShared Appreciation Mortgageがこれにあたる。基本的には住宅モーゲージの領域で展開してきた取引類型である。ただし、近年ではコマーシャルモーゲージに応用する事案もあるようである。この点、本稿では十分な検討をなしえなかった。いずれ機会があれば補正したい。

(8) *Id.* 転換モーゲージ (Convertible Mortgage)。本稿第三章第2節2(2)で詳述する。

(9) *Id.* ジョイントベンチャー (Joint Venture)。本稿第二章第2節1(2)で詳述する。

特筆すべきは、商業用不動産のような収益型不動産と、住宅のような非収益型不動産で、異なる方向性を持ち始めたことである。すなわち、住宅モーゲージ貸主は、変動利率モーゲージ（上述①類型）を中心に、モーゲージによって担保される債権の利息についてインフレ調整機能をもつ利率の合意をなす途を模索しはじめた。それに対し、商業用不動産モーゲージは、目的不動産の収益率をモーゲージ利回りに反映させる方法を模索した。具体的には、貸主が、モーゲージによって付保された債権とは別個に、目的不動産の持分（所有権）を取得する、商業用不動産ジョイントベンチャー（上述④類型）への傾倒という形で、取引構造再編への最初の一步を踏み出すのである⁽¹⁰⁾。

（2）商業用不動産金融におけるジョイントベンチャーへの傾倒とコマーシャルモーゲージ取引の成立

第Ⅱ年代の問題状況を受けて、1960年代後半以降、（従来、商業用不動産を目的とするモーゲージのパーマネント貸主であった）金融機関と、（従来、モーゲージ貸付によって資金調達を行っていた借主である）デイベロッパー等の商業用不動産所有者との間で、新たな金融取引が試みられるようになる。すなわち、借主が、貸主に対し、モーゲージの利息に加え、目的不動産から発生する収益の持分を譲渡（売却）するという構造である⁽¹¹⁾。

第Ⅱ年代において、かかる機能を担ったのは、いわゆる商業用不動産ジョイントベンチャー（real estate joint venture）⁽¹²⁾と呼ばれる取引構造であ

(10) *See, Id.* at 5-35.

(11) 形式的には、モーゲージ権者が不動産所有権の持分に関する権利を保有するという形をとる。生保等が、不動産所有権の持分を投資目的で保有する取引は、第二次大戦前にも見られた。

(12) 沿革的には、ジョイントベンチャーは、モーゲージ貸付（いわゆる「デット・ファイナンス」）とは別個の取引構造であり、モーゲージ制度とは別個に形成されてきた制度である。*See, Gunning & Roegge, supra* note 2, at 330（ジョイントベンチャーを商業用不動産モーゲージ貸付と抱き合わせ（tie-in）で用いる可能性について言及した初期の研究）；Brian J. Strum, *Today's Real Estate Financing Climate—Some of the Causes and Some of Problems*, 13 REAL

る。

商業用不動産ジョイント・ベンチャーとは、商業用不動産金融の手法の一つであるが、貸主が投資家として、目的不動産事業の持分権を取得する、いわゆる「エクイティ・ファイナンス」の一種である。すなわち、(貸主が別途の契約によって行う) モーゲージ目的不動産である商業用不動産(開発物件)を唯一の資産とするジョイントベンチャーを設立し、そのジョイントベンチャーのエクイティ資本(equity capital)による資金調達という手法で資金調達を行うことである。

ジョイントベンチャーは、利益追求の目的のために複数の主体が協力関係に入るといふ、経済的状況ないし目的を表す概念であり、具体的な法制度を意味する概念ではないとされる⁽¹³⁾。法的には、商業用不動産ジョイントベンチャーは、リミテッド・パートナーシップの形態をとることが多い⁽¹⁴⁾。

パートナーシップとは、二人以上の人が共同所有者として設立した営業目的の組織で、法人格をもつかどうかについては争いがある。法人もパートナーとして参加できること、設立が簡単で、かつ、税法上の利点が得られることなどが特徴とされる。パートナーとしては、経営に携わり、無限責任をもつゼネラル・パートナーと、経営に参画せず、資金拠出分のみの責任に限定されたリミテッド・パートナーに分けられる⁽¹⁵⁾。

PROP. PROB. & TR. J. 757, at 757-58; Licht, *supra* note 2, at 457-58.

(13) ただし、争いがある。See, Roegge & Zinman, *supra* note 2, at 590-596.

(14) モーゲージ権者が、エクイティ資本に投資をするというのであれば、理論的には、ジョイントベンチャーを法人(corporation)として設立するのがもっとも合目的であるということになる。しかしながら、実際に、ジョイントベンチャーを法人にすることは、稀であるばかりか、その経済的目的を達成する上で弊害が多いものと考えられている。本文でも述べるように、これには、税制が深く関与している。See, Roegge & Zinman, *supra* note 2, at 597-600; Licht, *supra* note 2, at 486-490; MODERN REAL ESTATE FINANCE, *supra* note 1, at 297.

(15) リミテッド・パートナーシップおよび商業用不動産との関係については、わが国においても、次のような研究がある。福島宏「米国における商業用不動産ファイナンスの進展」財界観測52巻8号60頁(1987年)、オメルベニー・ア

商業用不動産ジョイントベンチャーの法形式として、リミテッド・パートナーシップが選択される理由としては、次の3つの利点が指摘されている。

第1に、独立の営業活動を行っているにもかかわらず、直接課税の対象とされない。これは、パートナーシップが法人格を有しない結果、パートナーシップの事業上の利益や損失が各パートナーに遡り、契約上の合意内容に基づいて分配されると解されるためである。

商業用不動産開発など大きな投資金額を要し、収益化まで年数がかかるようなプロジェクトでは、当初赤字が続くことが多い。その間の損失がリミテッド・パートナーの課税所得から控除され、節税効果をもたらすことになる⁽¹⁶⁾。なお、このような節税効果 (tax shelter) が得られるのは、(すなわち、融資を受けたパートナーシップ資産を減価見積もりをなしうる基準 (basis) で獲得することができるのは) リミテッド・パートナーがゼネラル・パートナーに対して有する債権が、完全にノンリコースである場合のみである⁽¹⁷⁾。

第2に、資金調達的面においても、独自に負債調達を行うことで、親会社の財務内容の悪化を軽減できるという利点がある。パートナーシップに

ンド・マイヤーズ法律事務所 (渡邊光誠訳) 「米国不動産資産のコントロールと流動化」際商22巻11号1211頁 (1994年), 大井・前掲注 (2), 大杉謙一「法人 (団体) の立法のあり方について・覚書—米国におけるリミテッド・ライアビリティー・パートナーシップ, リミテッド・ライアビリティー・カンパニーの法制定に見る州際競争のダイナミズムを参考に」IMES Discussion Paper 2000-J-7 (2000年), 大杉謙一「米国におけるリミテッド・ライアビリティー・カンパニーおよびリミテッド・ライアビリティー・パートナーシップについて—閉鎖会社立法への一提言」金融研究2001年1月号163頁。本稿もこれらの業績に負うところが大きい。

(16) もっとも、1986年の税制改革により、条件が厳しくなり、従来のような大幅なメリットを享受することは難しくなった。

(17) See, Frederick H. Robinson, *Nonrecourse Indebtedness*, 11 VA. TAX REV. 1 (1991), n. 13; GRANT S. NELSON & DALE A. WHITMAN, 1 REAL ESTATE FINANCE LAW 17-18 (3rd ed. 1993). なお、ノンリコースについては、後掲注 (21) 参照。

対する持分比率に応じて親会社に連結されるためである。

第3に、(商業用不動産ジョイントベンチャーとして用いられるパートナーシップの機能が、その持分の分配にある点で) パートナーシップの持分は、必ずしも出資金額に拘束されないという利点がある。当事者の契約内容次第で自由な構成ができるのである。商業用不動産ジョイントベンチャーにおいては、目的財産を売却した純利益を貸主と借主で対等に分配するという内容が典型的であるとされる⁽¹⁸⁾。

第Ⅱ年代においては、かかる取引構造が、貸主にとっての「インフレ・ヘッジ」として採用されたのである。すなわち、(借主からいえば) モーゲージ貸付を得るための誘因 (inducement) として用いられたのである⁽¹⁹⁾。

高インフレの進行とともに、商業用不動産モーゲージ貸主は、ジョイントベンチャーへの傾倒の度合いを高めていく⁽²⁰⁾。

このような商業用不動産ジョイントベンチャーへの傾倒の結果、そこで用いられる商業用不動産モーゲージに、共通の特徴が発生する。すなわち、①モーゲージ目的財産を唯一の重要な資産とするジョイントベンチャーを借主とし、②(ジョイントベンチャーの持分権の形で) 事業性をもつ商業用不動産から発生する収益の持分を与えられた貸主が、貸主が出資する金額について全額を被担保債権とする第1順位のモーゲージの設定を受けて、貸付を行う。ただし、③そのモーゲージには、ノンリコース条項が付

(18) John J. Goes, Brian J. Strum & Robert Zinman, *Real Estate Financing Techniques: What Now*, 9 REAL PROP., PROB. & TR. J. 611, 630-31 (1974).

(19) See, Jerome Siegman & Richard C. Linqanti, *The Convertible, participating Mortgage: Planning Opportunities and Legal Pitfalls in Structuring the Transaction*, 54 U. COLO. L. REV. 295, 299 (1983) (その結果、モーゲージ貸主は、理論的には、(モーゲージ貸付における) 貸主であると同時に、(借主たるジョイントベンチャーのリミテッド・パートナーとして) 借主でもあるという特殊な地位に置かれることになる)。

(20) とりわけ1979年から1981年にかけては、実務家の間で、何らかのエクイティ持分権なくしては、モーゲージ貸付は不可能であるというコンセンサスがあったのだという。See, LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, ¶15.05 [4] [a].

されている、という取引類型である⁽²¹⁾。

このような取引構造は、(従来、建設ローンが担ってきたような)開発ないし改良を目的とする商業用不動産開発プロジェクト、(パーマネントローンが担ってきたような)すでにキャッシュフローを発生させている完成後の物件の購入・運営を目的とする商業用不動産物件のいずれにも妥当するものであった⁽²²⁾。

(3) コマーシャルモーゲージ取引の出現と当事者の利害関係の変化

以上のような、商業用不動産モーゲージを用いつつ、モーゲージ権者に目的財産たる商業用不動産の収益持分を直接に保有させるメカニズムをもつ取引類型が、コマーシャルモーゲージ取引なのである。

コマーシャルモーゲージ取引は、商業用不動産モーゲージの設定を伴う取引である。それにもかかわらず、当該取引における資金供給者(=コマーシャルモーゲージ権者)は、商業用不動産モーゲージの実行によって得られる換価金の100%ないしそれ以上の金額を出資していることが、めずらしくない。資金供給者は、商業用不動産プロジェクトの事業持分権(=商業用不動産ジョイントベンチャーとして用いられるリミテッド・パートナーシップの持分権など)の保有を前提とする。その結果、将来発生する収益(=キャッシュフロー)を含めた事業の価値の評価を基礎に投下資本を

(21) 既述(第三章第1節2)のように、モーゲージ権者は、通常、(モーゲージの実行の結果全額を回収することができない場合に)不足金判決を得て、設定者に対し、人的責任を追及することができる。ノンリコース条項とは、モーゲージ権者が人的責任追及権を放棄する旨の合意である。従来から、コマーシャルモーゲージは、大半が、このノンリコース条項の付いたノンリコース・ローン(nonrecourse loan)であったとされる。David Alan Richards, "Gradable and Tradable": *The Securitization of Commercial Real Estate Mortgages*, 16 REAL EST. L. J. 99, 111 (1987); HISTORY OF THE EIGHTIES—LESSONS FOR THE FUTURE (William R. Watson ed. 1995) [hereinafter FDIC REPORT]; Michael L. Molinaro, *Single-Asset Real Estate Bankruptcies: Curbing an Abuse of the Bankruptcy Process*, 24 UCC L. J. 161, 164 (1991); Robinson, *supra* note 17, at 4.

(22) See, LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, ¶5.05 [4] [d].

判断するからである⁽²³⁾。

後述(第Ⅲ章第3節1)のように、投下資本のすべてがモーゲージの被担保債権を構成するわけではない。そうではあるが、事業持分権がモーゲージ貸付を得るための誘因であるという経済的実態に鑑みれば、コマーシャルモーゲージ設定者は、その誘因を与えることによって、LTV率100%以上のモーゲージ貸付を引き出したということも可能であろう。つまり、コマーシャルモーゲージは、本来的な(正常型業務としての)不足担保取引であるといえることができるのである。

むしろ、かかる取引構造におけるモーゲージの機能は、従来の担保制度の目的である債権の保全ないし債権者保護のメカニズムだけでは、説明しきれない。コマーシャルモーゲージ取引は、貸主に、収益の持分(sharing profit)および当初からの騰貴の可能性といったリターンおよび損失のリスクについての緻密な計算と、その引き受けを要求する、投資のメカニズムの性質を有しているのである⁽²⁴⁾。

一方、コマーシャルモーゲージ取引において、設定者は、当該持分権に投下した資本を超えて、人的責任を追及されない。ノンリコース条項が付されているためである。その結果、設定者も、(債務不履行の発生に至る前、その才覚によって事業を経営するという側面はあるものの)事実上、目的事業に対する出資額を放棄するだけで、当該事業からの離脱を図ることができる。しかも、設定者の出資額(割合)は、コマーシャルモーゲージ権者の出資額(割合)の増加に反比例して、減少しているのである。

ここにおいて、モーゲージによって十分に保護された債権者と、その暴利行為の脅威にさらされる債務者というモーゲージ貸付取引における伝統的な利害関係の構造は妥当しない。今日のコマーシャルモーゲージ制度が、収益型担保制度としての制度設計をもっている基礎には、かかる当事者の利害関係の構造の変化があるものというべきである。

(23) *Id.*

(24) *See, Roegge & Zinman, supra note 2, at 597-98; Licht, supra note 2, at 488.*

この意味で、インフレ・ヘッジの機能を担わされるべく登場した商業用不動産ジョイントベンチャーは、今日の収益型担保制度としてのコマーシャルモーゲージ制度の沿革であるというべきである。

2 金融規制緩和期の取引構造（第Ⅲ年代）

(1) 商業用不動産ブーム期のコマーシャルモーゲージ・マーケット（第Ⅲ年代とは）

高インフレとそれに伴う不況（recession）という特徴をもつ第Ⅱ年代は、（スタグフレーションに至った）1981年～1982年の期間を最後に、終息に向かう。続く第Ⅲ年代は、激しい商業用不動産ブームによる商業用不動産金融の緩和期という性質をもつ⁽²⁵⁾。

このような商業用不動産の建設ラッシュは、当初（1981年～1985年頃）は、実体経済に則した性質を持つものであったようである。

Sadlerの研究によると、1980年代初期においては、社会経済的ないし人口統計的な要素が、強力な商業不動産の需要を生み出していたのだという。国内のサービス産業が拡大したので、ホワイトカラー・オフィススペースの雇用が、1975年における4500万から1985年の6000万近くまで増加した。同じ時期に、女性的大幅に労働市場に進出し始めた。彼女らは主としてオフィススペースの雇用へと進出した。職を持つ女性のパーセンテージは1970年における38%から1985年の44%まで増加した。さらに、労働者ひとりあたりに用いられるオフィススペースの広さが、166平方フィートから229平方フィートにまで拡大した。1972年から1986年の間にある⁽²⁶⁾。

(25) See, Gerald Fogelson, '80s Mentality Must Adjust to the '90s Industry, NATL. REAL ESTATE INVESTOR, Aug. 1993, at 82; Alex E. Sadler, *The Inherent Ambiguity of Commercial Real Estate Values*, 13 VA. TAX REV. 787, 788-89 (1994).

(26) Sadler, *Id.* at 788-798. See also, Bill Saporito, *Real Estate's Low Rise Future*, FORTUNE, Jan. 28, 1991, at 40; Anthony Downs, *The Fundamental Shift in Real Estate Finance from a Capital Surplus in the 1980s to a Capital Shortage in the*

しかし、1985年を境に、商業用不動産金融市場は、実体経済を離れた商業用不動産金融ブームという性質を帯びるようになる。

すなわち、オフィスの空室率は、1985年には、20%以上へと上昇し、10年間は19.5%を上回ったままであった。ホワイトカラー雇用の成長率は、1984年をピークとして、減少に転じた。そして、商業不動産からの有効な賃料は急激な下落を示すようになった⁽²⁷⁾。

それにもかかわらず、商業不動産の建設ブームは続いたのである。1986年から1991年にかけて、商業銀行によって創出された全ての資産の64%が不動産関連であった。また、銀行のトータルのローンポートフォリオにおける不動産ローンのパーセンテージは、1984年における25%から1989年における37%に上昇した⁽²⁸⁾。

そして、このようなブームは、歪みを大きくしつつ、1989年頃まで持続したのである。1980年と1989年の間に、53.8億平方フィートの新たなオフィススペースが、貸主による融資を受け、デイベロッパによって建設された。1970年代には銀行によって創出された商業モーゲージが平均で年300億ドルから400億ドルの間であったのに対して、1987年には、1800億ドルに達した。銀行の投資ポートフォリオにおける不動産ローンのパーセンテージは、1984年には25%であったものが1989年には37%に増加した⁽²⁹⁾。

このような1980年代のアメリカにおける商業不動産ブームの要因については、様々な分析がなされているが、最大の要因として指摘されるのは、金融規制緩和である⁽³⁰⁾。なかでも、当時の取引実態を知る上で重要なのは、従来住宅モーゲージ貸付専門の金融機関であったS&L等のいわゆるスリフト産業 (thrift) に、商業用不動産へのモーゲージ貸付ないし投資を

1990s, BOND MARKET RESEARCH-REAL ESTATE (Salomon Brothers, Inc. New York, NY), May 1991, at 4.

(27) *Id.*

(28) *Id.*

(29) *Id.*

(30) *Id.*

認めたことごとである⁽³¹⁾。

すなわち、Dipository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980⁽³²⁾およびGarn-St Germain Depository Institutions Act of 1982⁽³³⁾が、スリフト産業の規制緩和を行い、S&Lおよび相互貯蓄銀行が、その住宅モーゲージのポートフォリオを (balance) するために、商業不動産ローンを創出することを可能にした。

当時のスリフトは、いわゆる第1次S&L危機を乗り越えたばかりの疲弊した金融機関であった⁽³⁴⁾。そのため、スリフトの多くは、ハイ・リスク、ハイ・イールドのコマーシャルモーゲージ貸付を行うことで、急成長戦略をとったのである⁽³⁵⁾。

多くのS&Lは、商業用不動産ブームの終焉する1980年代終盤に、次々と破綻した (第2次S&L危機)。しかしながら、スリフト産業が崩壊する前、スリフトは、不動産市場に資本を氾濫させたのである⁽³⁶⁾。

1980年から1989年まで、スリフトによって保有される商業モーゲージの量は、616億ドルから1363億ドルにまで増加した。さらに、スリフト全体のモーゲージポートフォリオの割合は、1980年の10.2%から1987年の17.5%に増加した⁽³⁷⁾。

(31) *Id.*

(32) Pub. L. No. 96-221, 94 Stat. 132 (1980) (codified in various sections of 12 U. S. C.).

(33) Pub. L. No. 97-320, 96 Stat. 1469 (1982) (codified in various sections of 12 U. S. C.).

(34) 前提的状况については、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」早稲田法学会誌51巻1頁 (2001年) 24頁以下を参照されたい。

(35) *See*, Alex M. Azar II, Note, *FIRREA : Controlling Savings and Loan Association Credit Risk through Capital Standards and Asset Restrictions*, 100 *YALE L. J.* 149, 152-53 (1990).

(36) *See*, Saporito, *supra* note 26, at 40 ; R. DAN BRUMBAUGH, *THRIFTS UNDER SIEGE* (1988) ; Arnold G. Danielson, *Prescription for an Ailing Industry: Eliminate Gimmicks, Simplify Rules*, *THE AM. BANKER*, May 20, 1991, at 4.

(37) *Id.*

その間、S&L等の新参の金融機関との激しい競争の中で、生保や商業銀行といった伝統的な資金供給者の中にも、商業用不動産金融市場に積極的に参入するものも多かったのである⁽³⁸⁾。

(2) 金融規制緩和期におけるコマーシャルモーゲージ取引構造の実態

高インフレ期の終息した第Ⅲ年代、モーゲージ・マネーの逼迫という状況の緩和によって、利率 (interest rates) は低下しはじめた。このような市況を受けて、インフレ・ヘッジのためのequity-sharingの必要性は、以前より議論されることが少なくなった⁽³⁹⁾。

たとえば、1983年～1988年の期間に、アメリカの生保が商業用不動産に課した固定金利の加重平均は、12.46%から、9.70%に低下した。それにもなつて、ジョイントベンチャー関連の貸付は減少した。1983年においては、すべてのローンのうち6.2%がジョイントベンチャーであったのに対して、1988年には、1.9%にすぎなくなった⁽⁴⁰⁾。

それでは、高インフレ時 (第Ⅱ年代) が終わったことで、第Ⅱ年代に登場したコマーシャルモーゲージは、その役割を終えたのであろうか (すなわち、商業用不動産金融は、再び、第Ⅰ年代における商業用不動産モーゲージ貸付の時代になったのであろうか)。そうではないのである。次の現象を捉える必要がある。

第1に、金融規制緩和によって市場に参入した新たな機関投資家が、第Ⅱ年代に発生した取引構造を引き継いだことである。

とりわけ、S&Lは、急成長戦略の観点から、(パーマネント貸付の融資予約を伴わない) 建設ローンを基礎に、短期 (通常2～3年) で、対象となる

(38) *Id.*

(39) LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, ¶11.03.

(40) *See*, American Council of Life Ins., INVESTMENT BULLETIN No. 1065, table A (April 10, 1989), No. 874, table 3 (May 8, 1984), No. 1065, table 3 (April 10, 1989). なお、商業用不動産モーゲージのみならず生保が保有する全種類のローンを含むデータである。コマーシャルモーゲージに限定した有効な統計は入手しえなかった。

プロジェクトを購入 (acquisition) し、開発 (development) し、売却 (sale) する (ADS financeと呼ばれる) という内容のジョイントベンチャーへの (コマーシャルモーゲージを用いた) 投資を積極的に行っていく⁽⁴¹⁾。

かかる取引は、従来の建設ローンとパーマネントローンの両方のリスクを引き受けるハイリスク・ハイイールドの取引である。

Crockettらの研究によると、第Ⅲ年代におけるテキサス州⁽⁴²⁾のS&Lのコマーシャルモーゲージ取引の実態は、次のようなものであったという。「小規模S&Lが採用した取引構造は、次のような形のエクイティ・パーティシペーションローンであった。S&Lの100%子会社であるサービス会社 (service corporation) を設立し、そのサービス会社が不動産ディベロッパーとの間でジョイントベンチャーないしリミテッド・パートナーシップを形成するという取引である。ディベロッパーがゼネラル・パートナーとなり、サービス会社がりミテッド・パートナーとなる。サービス会社の financial obligationはパートナーシップに対する出資額の範囲に限定されることになる。サービス会社の出資額は、1000ドル程度の名目的な金額 (nominal funds) に過ぎない場合が多い。その上で、親会社であるS&Lは、そのパートナーシップに融資を提供する (extend a loan)。利率は、プライムレート (commercial bank prime) に連動した変動利率である。しかしながら、利回りは、付加・増加される (accrue)。多くの事例において、パートナーシップは、プロジェクトが完成 (complete) するまで、S&Lに対して元利を含めた一切の弁済を行わない。S&Lは当該目的財産上に第1順位のリーエンを保有している。ローンが償還期を終えるまで、S&Lは直接的なエクイティ参加 (direct equity participation) をしない。S&Lは、

(41) See, John Crockett, Clifford Fry & Paul Horvitz, *Are S&L Participations in Real Estate Ventures Too Risky?*, REAL EST. REV. Summer 1985, 54, at 56; David E. Grogan, *Acquisition, Development, and Construction Loans: Some Implications of Equity Financing*, 73 VA. L. REV. 243 (1987).

(42) なお、テキサス州は、カリフォルニア州と並んで、S&L危機の激しい地域であった。See, FDIC REPORT, *supra* note 21, at 298.

親会社、サービス会社共に、プロジェクトについて、何らの責任を負わない。金融上の責任 (financial liability) は、ディベロッパー次第である。ただし、パートナーシップにおけるサービス会社の通常の投資は別である。パートナーシップがプロジェクトを売却しその売却代金 (proceeds) を受領するときに、S&Lはローンを決済し、増加利率を受領するのである。そのうえで、ディベロッパーとサービス会社は、プロジェクトの売却額とプロジェクトのトータル・コストの差額を、(典型的には) 対等に分配するのである。」⁽⁴³⁾

実際、リミテッド・パートナーシップの利用は、1981年から1985年にかけて、5倍に成長し、1985年の(ブームの)ピーク時には、(リミテッド・パートナーシップへの)新規資本の導入が160億ドルに達した⁽⁴⁴⁾。(その後、ブームの破綻によって、1989年には、15億ドルにまで激減した。)

第2に、ジョイントベンチャーへの傾倒から離れた生保等の伝統的な商業用不動産貸主も、応用形というべきコマーシャルモーゲージ取引を利用するようになる。転換モーゲージ (convertible mortgage)⁽⁴⁵⁾と呼ばれる取引構造である。

Oharenkoは、転換モーゲージについて、次のような案件を紹介している。「M. Bennet Development Co. は、200,000平方フィートのオフィスビルをイリノイ州ノースブルックに建設する計画を立案した。ディベロッパーのプロジェクト・コストは、土地・建物の利潤を含めて、20,000,000ドルであった。18ヶ月後にプロジェクトが完成し、その後は2,310,000ドルのnet operating income⁽⁴⁶⁾を発生させるものと計画されていた。この収益は年間6%の率で増大すると想定されていた。9.25%の現在価値化利回り (capitalization rate) に基づいて、当該財産は、最大25,000,000ドルの価値

(43) Crockett, *supra* note 41, at 55.

(44) *See*, FDIC REPORT, *supra* note 21, at 000.

(45) Madisonらの類型によると、③類型にあたる。前掲注(8)参照。

(46) NOIとも呼ばれる。BARRON'S, DICTIONARY OF REAL ESTATE TERMS, 276 (2000).

を有するものと鑑定評価されていた。Sporock Pension Fund Advisorsが、次のような契約内容 (terms) に基づいて、当該財産のためのモーゲージ貸付を引き受けることに合意した。すなわち、①被担保債権額20,000,000.ドル (不動産の鑑定評価額の80%であるが、プロジェクト・コストの100%)、②デット・カバレッジ・レシオは110%、③利回りについては、10.5%の固定利率の利息 (interest-only coupon rate) に加え、キャッシュフローの80%を与える。すなわち、貸主は、7年後に、ローンをエクイティ持分の80%に転換する権利を有する。⁽⁴⁷⁾

転換モーゲージは、(長期固定利率のパーマネントローンの性質をもつ) 商業用不動産モーゲージ貸付を中心とする取引である。そこに、特定の日(ないし、一定期間である場合もある)に、モーゲージ目的財産の一部ないし全部を買取る権利(以下、転換権と呼ぶ)を貸主に与える合意 (separate option agreement) が別途に付される⁽⁴⁸⁾。

この転換権は、経済的実態に鑑みれば、(商業用不動産ジョイントベンチャーにおける) 事業持分権同様、利息の代替的利益としての性質をもつ。

転換権は、理論的には、モーゲージの通常の利息として(被担保債権に含めて) 規定されうる。しかしながら、その場合、各州における高利(usury)の禁止規定や、モーゲージ権者の暴行行為の阻止を目的として形成されたエクイティ上の受戻権の遵守原則 (clogging doctrine) に抵触する可能性が高い。そこで、転換権をモーゲージとは別個の契約として、そこに約因に鑑みた正当事由を盛り込むのが一般的である⁽⁴⁹⁾。

(47) LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, ¶ 11.03 [1].

(48) *See*, LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, ¶ 11.03 [1].

(49) *See*, LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, at ¶ 11.03 [2] [b]; John C. Murray, *Clogging Revisited*, 33 REAL PROP. PROB. & TR. J. 279, 280-85. *See also*, *In re Merten*, 164 B. R. 641 (Bankr. S. D. Cal. 1994); *Star Enter. v. Thomas*, 783 F. Supp. 1564, 1568 (D. R. I. 1992); *Coursey v. Fairchild*, 436 P. 2d 35, 39 (Okla. 1967); *Lewis v. Frank Love, Ltd.*, 1 All E. R. 446 (Ch. 1961); *Doerr*, 303 A. 2d at 909; *Barr v. Granahan*, 38 N. W. 2d 705 (Wis. 1949); *Hopping v. Baldrige*, 266 P. 469 (Okla. 1928).

すなわち、資金供給者が、商業用不動産プロジェクトを経営する事業に出資し一定のリスクをとることの対価として、転換権を取得するという理論である。そして、ここで正当性事由として採られるのが、ノンリコース条項によって借主の損失をいくらか負担することによって、借主によって所有される事業 (business) のコントロールをいくらか獲得するという取引構造である⁽⁵⁰⁾。

このような必要性から、転換モーゲージにおいても、やはり、「①モーゲージ目的財産を唯一の重要な資産とするパートナーシップを借主とし、②事業性をもつ商業用不動産から発生する収益の持分を与えられた貸主が、貸主が出資する金額について全額を被担保債権とする第1順位のモーゲージの設定を受けて、貸付を行う。ただし、③そのモーゲージには、ノンリコース条項が付されている」という取引実態が採用されているのである (商業用不動産ジョイントベンチャーについて第三章第2節1(2)参照)。

(3) 当事者の利害関係

以上のように、第Ⅲ年代においては、商業用不動産プロジェクトの事業持分権を譲渡する構造の取引 (商業用不動産ジョイントベンチャー) の定着に加え、(事業持分権同様、エクイティ的性質をもつ) 転換権の譲渡という構造をとる取引実態が出現した。いずれも、商業用不動産プロジェクトの持分権をモーゲージ権者に与える取引構造をもつコマーシャルモーゲージ取引である。

第Ⅱ年代に出現したコマーシャルモーゲージ取引は、第Ⅲ年代に至って、定着をみたというべきである。その目的は、当初は、(高インフレ時たる第Ⅱ年代における) インフレ・ヘッジの機能を担わせることであった。そして、高インフレが沈静化し商業用不動産ブームを迎えた第Ⅲ年代において、激化した金融機関の貸付競争の中で、(モーゲージ貸付自体の低金利

(50) See, Jerome Siegman & Richard C. Linquanti, *The Convertible, participating Mortgage: Planning Opportunities and Legal Pitfalls in Structuring the Transaction*, 54 U. COLO. L. REV. 295, 299-321 (1983).

を前提に) 借主に誘因を与えるための制度として踏襲されたのである。

ここにおいて、(投資のメカニズムとしての性質を基礎とする) 本来的な不足担保取引としての利害関係(第Ⅲ章第2節1(3))が、第Ⅲ年代に引き継がれたのである。

第3節 取引構造の再編とモーゲージ制度の機能

前節で検討したように、第Ⅱ年代から第Ⅲ年代にかけて、商業用不動産金融取引の領域に、コマーシャルモーゲージ取引と呼ぶべき新たな実態をもつ取引類型が出現した。これは、モーゲージ目的財産たる商業用不動産プロジェクトの一定の持分(商業用不動産ジョイントベンチャーにおける事業持分権ないし転換モーゲージにおける転換権)を、モーゲージ権者に譲渡する取引構造をもつ類型である。

ここで疑問が生じるのは、このような不動産収益に対する投資という性質を持つコマーシャルモーゲージ取引において、そこで用いられるモーゲージが、どの程度、またどのように、担保として機能しているのか、ということである。

この問題が典型的にあらわれるのは、借主が債務不履行に陥っている場合であり、とりわけ、破綻した借主が破産ないし倒産手続の開始を申し立てた場合である。

本節では、コマーシャルモーゲージ取引において用いられる商業用不動産モーゲージ⁽⁵¹⁾の機能に着目し、検討をすすめる。

1 債務不履行におけるコマーシャルモーゲージの機能

コマーシャルモーゲージ取引では、モーゲージ被担保債権の利息が低率に抑えられ、そのかわりに、事業持分権ないし転換権がコマーシャルモー

(51) 以下本文では、かかるモーゲージをコマーシャルモーゲージと呼ぶ。蒸気取引類型において用いられるモーゲージに一定の共通の基本的設計をもたせたものが、現在のコマーシャルモーゲージ精度であるからである(第Ⅱ章1)。

ゲージ権者に譲渡される。

実態上、かかる取引における事業持分権・転換権は、利息の代替利益としての経済的性質をもつ。しかしながら、これらの権利の法的性質は利息と一線を画するものである。

利息債権はモーゲージの被担保債権の一部である。それに対し、事業持分権・転換権は、理論上、モーゲージの約因と別個の権利である。所有権(エクイティ)的性質をもち、当然ながら、モーゲージによって担保されるものではない。

かかる差異にもかかわらず、事業持分権・転換権が、実質上、利息の代替的利益としての性質をもちうるのは、なぜであろうか。

ここで考えるべきは次の事実である。すなわち、コマーシャルモーゲージ権者は、事業持分権者・転換権者であると同時に、目的事業(=商業用不動産プロジェクトを経営し、収益を発生させる事業)の主要な財産(=その中心は商業用不動産)にモーゲージの設定を受けているのである。ゆえに、コマーシャルモーゲージ権者は、債務不履行に際して当該モーゲージを実行する権限をもつ。

実行がなされた場合、商業用不動産という事業継続に不可欠な財産を失った従前の事業(典型的には、リミテッド・パートナーシップ)は、確実に破綻する。これはコマーシャルモーゲージ権者にとっても、自身が保有する事業持分権・転換権の実質上の無価値かを意味する。しかし、一方で、コマーシャルモーゲージ権者は、モーゲージ権者として、当該主要不動産の売却益から投下資本の回収を図るか、あるいは、自ら買受人となりその所有権を取得するのである。それに対し、コマーシャルモーゲージ設定者のもとには、無価値化した事業持分権しか残らない。

もっとも、コマーシャルモーゲージ取引におけるモーゲージ権者の出資額は、目的不動産の売却価格を超えている場合が多い(第Ⅲ章第2節1(3)および同節2(3))。このような場合、モーゲージの直接的な効力が、コマーシャルモーゲージ権者の投下資本回収にかかる債権を十分に保全す

るとはいいがたい。コマーシャルモーゲージが投資のメカニズムとしての性質をもつゆえんである。そのため、事業の継続・収益性の改善が、実行手続を開始したコマーシャルモーゲージ権者の最大の課題となる⁽⁵²⁾。

また、かかる取引実態の考慮から、債務不履行に際し、いきなりコマーシャルモーゲージの実行が開始される事案はまれである。まずは従前の経営者たる設定者の手による収益性の改善が図られる。(コマーシャルモーゲージの事実上の効力を背景に)コマーシャルモーゲージ権者主導で行われるワークアウト (workout) と呼ばれる私的整理である⁽⁵³⁾。

かかるワークアウトに失敗した場合に、コマーシャルモーゲージ権者は、モーゲージを実行し、上述の効力を発生させるのである。したがって、コマーシャルモーゲージ権者が実行手続を開始するのは、いよいよ事業の経営者を交替させる必要の生じた場合であり、第三者(ないし自ら)に事業の経営を引き継がせる前提としてなされるものである。

このように、コマーシャルモーゲージの実行は、(債務不履行を発生せしめた従前の事業経営者たる)設定者を、目的事業から排除するという事実上の効力をもつ。(事業持分権・転換権の法的性質にもかかわらず)コマーシャルモーゲージが商業用不動産プロジェクトの担保手段として用いられるのは、かかる機能を担わせるためである。

(52) 既述(第Ⅲ章第1節3)のように、モーゲージの実行手続は、開始から完了まで相当の時間を要する。この間に目的財産たる商業用不動産プロジェクトの事業性が失われたのでは、コマーシャルモーゲージ権者は、投下資本の回収を十分に図ることができない。そこで、実行手続開始後も(少なくとも、設定者に事業を継続させるか、あるいは、)第三者(場合によっては債権者自身)に事業の経営を引き継がせ、収益性の改善にあたらせる必要があるのである。ここから、収益型担保制度としての機能が要請されることになる。本稿第Ⅲ章第3節3で後述する。

(53) See, LAW OF REAL ESTATE FINANCING, *supra* note 5, ¶12.01 [2]. 私的整理において用いられる手段自体には、目的財産の第三者への売却、ローン期間の変更、貸主による目的財産の占有の開始、モーゲージの実行の代わりとしての目的財産の移転、設定者の協力によって効果的にモーゲージの実行を行う、など、多様な手法が含まれるという。

2 コマーシャルモーゲージの倒産事例におけるモーゲージの位置づけ

(1) 問題意識の端緒

それでは、コマーシャルモーゲージは、コマーシャルモーゲージ設定者が商業用不動産プロジェクトの経営に失敗し、倒産事件の開始を申立てた場合にも、予定される効力を発揮できるのでしょうか。じつは、1970年代以降の倒産事件における一連の判例によって、この点についても、危険性が潜んでいることが明らかになったのである。そこで問題となったのは、コマーシャルモーゲージ取引において採用された合意条項、すなわちノンリコース条項であった⁽⁵⁴⁾。

この点、問題意識の端緒をなしたリーディング・ケースは、*In re Pine Gate Associate Ltd*事件判決 (1976年)⁽⁵⁵⁾ (以下、*Pine Gate*事件判決と呼ぶ) であるとされる。同判決は、1898年倒産法⁽⁵⁶⁾ (以下、旧倒産法と呼ぶ) のもとで発生した倒産事件である。ここでは、ノンリコース条項が問題となった。

従来、ノンリコース条項は、貸主・借主間で予め締結される合意であっ

(54) なお、倒産法の議論においては、コマーシャルモーゲージが問題となった事例をSingle Asset Real Estate事件と呼ぶ (SARE事件と略称される)。SARE事例については、わが国の研究業績の中にも、(主として連邦倒産法の改正に関して) 紹介例がある。藤平克彦=ナタナエル・ラーソン「米国連邦破産法の改正について」*金法*1405頁24頁 (1994年) 26頁以下、松下淳一「『全国破産法調査委員会報告書』の概要と『議会への勧告』の全訳 (下) 一米国連邦破産法の立法論の動向一」*ジュリ*1138号93頁 (1998年) 99頁以下、倉部真由美「アメリカ連邦倒産法における担保権実行の制限 (二・完) 一自動的停止をめぐる議論の変遷一」*民商*123巻4 = 5号732頁 (2001年) 744頁以下、山本研「再建型倒産手続における担保不足債権者の処遇と担保権消滅請求制度一アメリカ倒産手続における組分けをめぐる議論を手がかりとして一」櫻井古稀『倒産法学の軌跡と展望』(成文堂・2001年) 425頁以下等。また、体系書における記述として、高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』(商事法務研究会・1996年) 331頁以下等参照。

(55) 2 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 1478 (Bankr. N. D. Ga. 1976).

(56) Sections 401-526. Act of July 1, 1898, ch. 541, 30 Stat. 544, as added June 22, 1938, ch. 575, § 1, 52 Stat. 916-929.

て、第三者に不利益をもたらす性質を持たないため、その有効性については、まったく争いがなかった。しかしながら、本件の判示を受けて、ノンリコース条項の存在が、貸主に、衡平上の救済を必要とするような不利益をもたらす可能性が、認識されるようになったのである。

Pine Gate事件判決の事案の概要は、次のとおりである。

借主は、賃貸マンション (apartment project) を唯一の資産とするリミテッド・パートナーシップであった。借主は、融資の弁済として貸主 (生保2社) に対し、約束手形を振り出し、その担保として、賃貸マンション上にノンリコース条項のあるモーゲージ (コマーシャルモーゲージ) を設定していた。

借主は、旧倒産法 XII 章⁽⁵⁷⁾に基づく再建計画 (plan of arrangement) として、目的財産の鑑定額 (現在価値) のみを貸主に支払う計画案を提出した。その金額は、被担保債権額をはるかに下回る額であった。

貸主は、計画案の受諾投票 (旧倒産法 § 461 (11) (c)) による当該計画案の拒絶を主張した。その根拠として、債務が完全に弁済されるか、あるいは、目的財産の引渡しを受けない限り、その担保権についての「適切な保護」を受け得ないと主張。

本件裁判所は、「目的財産の (ノンリコース) 債権者に対する譲渡が被担保債権を消滅させるのだとしたら、当該被担保債権は不動産の価値と同額であるといわなければならない。それゆえ、債権者が不動産の引渡し (return) と引き換えに目的財産の鑑定額 (appraised value of the property)

(57) 旧連邦倒産法 XII 章は、再建型の倒産手続を規定していた。しかしながら、アメリカの旧連邦破産法のもとでは、今日のように、倒産事件 (再建型事件) が、頻繁にみられたわけではない。Pine Gate事件判決に指摘されるように、1938年から1974年までの間に、旧連邦破産法 XII 章にもとづく倒産事件に関する裁判例は、(公表されている限りで) わずか7件しか存在しない。このような状況に変化をもたらしたのは、コマーシャルモーゲージの破綻事例であるとされる。See, H. Miles Cohn, *Single Asset Chapter 11 Cases*, 26 TULSA L. J. 523, 524-55 (1991). なお、クラムダウン制度については、(現行法に関する) 本文の説明を参照されたい。

の現金を受領する場合、その債権者は被担保債権額を受領したと認められる」⁽⁵⁸⁾と判示。本件貸主は、無担保債権者として投票する権利を有しないと結論付けた。

コマーシャルモーゲージにおける目的財産の価値は、倒産手続開始時の目的不動産の鑑定価額と必ずしも同じではないのである。上述のように、コマーシャルモーゲージ取引においては、事業持分権、転換権の介在によって、その目的財産の価値の評価が、商業用不動産事業全体、すなわち、目的財産の売却による換価金のみならず収益の価値を含めた価値となっているのである。このようなリスク（目的不動産の倒産手続時の鑑定価格と、モーゲージの被担保債権額の基礎となっている鑑定価格の乖離）が顕著であるのは、（第Ⅲ年代のS&Lが積極的に行った）開発・建設段階に設定された目的不動産が未完成であるコマーシャルモーゲージであるが、目的不動産完成の場合でも、（程度の差はあるものの）同様のリスクが存在する。ノンリコース条項は、かかる価値認識を基礎にして、（上述の収益持分の譲渡の構造との関係上）なされた合意なのである。

しかしながら、倒産事件の開始が申し立てられた場合、上記 *In re Pine Gate* 事件判決の法理に従えば、ノンリコース貸付を行った担保不足債権者（＝第Ⅱ年代以降の典型的なコマーシャルモーゲージ権者）は、被担保債権額に関わらず、倒産事件開始時の目的不動産の鑑定額を超える金額の回収の途を一切閉ざされることになる。

(2) 1978年連邦倒産法における解決策（§ 1111 (b)）

Pine Gate が提起した問題状況に鑑み、1978年連邦倒産法⁽⁵⁹⁾は、倒産法の枠組みにおいての救済を与えるべく、§ 1111 (b) (1) を規定した。同条は、原則として、「財団財産によって担保される債権は、その担保権者が、

(58) *In re Pine Gate Associate Ltd*, *supra* note 55, at 1484.

(59) 11 U. S. C. (以下、本稿では、米倒として引用する。) なお、本文で引用する連邦倒産法の条文の訳出にあたっては、高木・前掲注 (54) および藤平＝ラソン・前掲注 (54) を参照させていただいた。

担保権実行による他に債務者に対してリコース (recourse) なし得るかどうにかかわらず、リコースの権利がある場合と同様、本法 § 502に基づき、認容され、また不認容とされる」旨を規定する。

現行倒産法においても、ノンリコース条項がある場合、担保権者は、担保目的財産の価値を超える被担保債権について権利を主張できないのが原則である (米倒 § 502 (b) (1))⁽⁶⁰⁾。米倒 § 1111 (b) (1) は、第11章手続において、この原則を覆す例外規定である。コマーシャルモーゲージ権者は、ノンリコース貸付をなした場合でも、被担保債権のうち (依然として、倒産事件開始時の鑑定価額であるとされる) 担保目的財産の価値を超える部分について、ノンリコース条項が存在しない場合と同様、無担保債権者としての権利を行使できることになる。

コマーシャルモーゲージ権者にとって、倒産手続において無担保債権者としての権利を行使できるメリットは、申し立てられた再建事件 (米倒第11章) の棄却ないし清算事件 (米倒第7章) への移行命令 (米倒 § 1112 (b)) を獲得する可能性を持つことである。

倒産事件開始の申立てがあった場合、債務者ないし一定の利害関係人によって、再建計画案 (the plan of reorganization) が提出される。再建計画案は、破産債務者に対する債権 (claim) および持分権 (interest) を組分けし (米倒 § 1123 (a) (1))、それぞれ特定された組ごとに、そこに属する債権・権利の処遇を規定するという仕組みをとる。そして、計画案の遂行の結果不利益を受ける組による投票 (vote) と、そこでの受諾 (accept) が、(裁判所による) 当該再建計画案の認可の要件となっている (米倒 §

(60) § 502 (b) は、「(一定の例外を除き) 債権に対し異議があった場合、破産裁判所は通知と審問の手続を経て、申立日現在における債権額を合衆国法定通貨により確定して、その債権を認容する。ただし、以下の各号に相当する場合を除く」旨規定し、(1) ~ (9) 号の例外を列挙する。その (1) 号は、次のように規定する。「(1) 債権が合意または法令により、未確定 (条件付) または弁済期未到来以外の理由で、債務者およびその財産に対して強行できないとされているものであるとき」。

1129 (a) (8))。提出されたすべての計画案が認可されず、かつこれに代わる計画案または修正計画案を提出するために提出期限を延長することも認められない場合には、利害関係人等の申立てに基づき、破産裁判所が棄却ないし移行命令を出すことがあるのである。

不利益を受ける組における投票においては、その組に属する債権額の3分の2以上、かつ、投票権をもつ債権者数の過半数以上によって受諾された場合、その組は計画案を受諾したものとみなされる(米倒§ 1126 (c))。

通常、コマーシャルモーゲージの場合、貸主の不足担保債権額が、破産債務者に対する無担保債権の圧倒的多数を占める。かかる担保不足債権が無担保債権としての処遇を受ける以上(米倒§ 1111 (b))、コマーシャルモーゲージ権者は、容易に(担保不足債権の組の受諾拒絶の投票結果を導き)倒産事件(第11章)の棄却・移行(米倒§ 1112 (b))を獲得できるということになる。

しかしながら、現実には、クラムダウン制度が、コマーシャルモーゲージの上記棄却・移行の獲得の可能性を不確実なものにしているとの問題点が指摘されている。クラムダウン制度とは、再建計画案によって、不利益を受ける組を複数創設する組分けがなされている場合、そのうちひとつでも再建計画案を受諾した組があると、裁判所の裁量で、当該計画案を認可することができるとする制度である(米倒§ § 1129 (a) (10), (b) (1))。債務者等は、同じ処遇を受ける無担保債権を、一般債権者の保有する無担保債権の組と、コマーシャルモーゲージ権者の保有する不足担保債権の組と、分割して組分けすることで、クラムダウン制度に基づく再建計画案の認可を受けることができる。つまり、組分けを通して、受諾投票における有利のための操作、いわゆるゲリマンダリング(gerrymandering)が可能となるのである⁽⁶¹⁾。

(61) なお、ゲリマンダリングそのものは、倒産法制の一般の問題であって、商業用不動産に関する事例に限られない。一般には、第2、第3、第4、第5、第6、第8、第11巡回区連邦控訴裁判所は、受諾投票において(最低限1組)受

このような倒産法制におけるコマーシャルモーゲージの処遇の曖昧さに乗じて、ワークアウトに失敗した借主、ないし、ワークアウトの交渉において有利にことを進めようとする借主は、コマーシャルモーゲージに関する倒産事件開始の申立ての試みを盛んに行うようになった⁽⁶²⁾。

このことは、貸主に、主の財産のあらゆる要素を担保目的財産として把握していなければならないという認識を生じさせた⁽⁶³⁾。

(3) 問題意識の深化 (§ 362 (d) 論)

さらに、商業用不動産モーゲージ権者は、(1978年連邦倒産法によって規定された)かかる倒産法制の枠組み内での救済措置が、それ自体、コマーシャルモーゲージ権者にとっての本質的な問題解決にならないのではないかという危機感を次第に募らせていく。すなわち、コマーシャルモーゲージにおいては、リミテッド・パートナーシップの倒産事件開始の申立てが、それ自体、債権者に打撃を与えるものであるとの問題意識である。

諾する組を確保するゲリマンダリング目的のみの組分けを認めないとされている。しかしながら、少なくとも第7巡回区連邦控訴裁判所は、分割的組分けを原則とする。この点で不明確さが残るとされていた。このような問題が、商業用不動産モーゲージ貸付との関係で生じた先例としては、*Matter of Greystone III Joint Venture*, 995 F. 2d 1274 (5th Cir. 1991) がある。倒産法制の点では、議論が盛んな領域であるが、本稿の目的からは紹介にとどめざるを得ない。なお、この議論について、わが国における研究では、山本・前掲注(54) 423頁が詳しい。

(62) 「新たな借主シンドローム (new debtor syndrome)」と呼ばれる。SAREに潜む詐害性に言及した先例として、*Little Creek Dev. Co. v. Commonwealth Mortgage Corp. (In re Little Creek Dev. Co.)*, 779 F. 2d 1068, 1072 (5th Cir. 1986). があげられる。本件事例は、宅地の開発を行うディベロッパー自体を借主とする事例であるが、借主が債務不履行に陥り、私的整理 (workout) の試みも失敗した後、貸主によるフォークロージャーの直前に、借主が目的不動産を倒産手続の申立てのために設立されたリミテッド・パートナーシップに譲渡したというものであった。

(63) Joshua Stein, *Mortgage Loan Structures for the 1990s*, REAL EST. REV. Spring 1994, 15, at 17 (貸主は、収益性を含む事業を担保目的財産としているにもかかわらず、目的財産の一部のみについてしかリーエンを保有していないことが困難な手法であることを学んだ、とする。).

ここで問題視されるのは自動的停止の効力である。というのは、貸主側が、最終的に再建事件の棄却を勝ち得たとしても、判決に至るまでには、長い時間を要するのが常である。この長い期間、自動的停止 (米倒 § 362) の効力は、当該コマーシャルモーゲージに及び続けるのである。

目的財産たるプロジェクトの価値の下落のリスクは、コマーシャルモーゲージ権者が負っているのであるが、債務者が倒産事件の開始を申し立てるリスクは計算外であり、コマーシャルモーゲージ権者にとって不測の損害である⁽⁶⁴⁾。

コマーシャルモーゲージ権者が、自動的停止によって被る損害の補償を求める手段として、連邦倒産法は、自動的停止からの救済 (自動的停止の終了、取消、修正、条件の付加等) (米倒 § 362 (d)) という手続を規定している。

自動的停止からの救済の要件として、1978年連邦倒産法は、2つの規定をおいていた。①当該財産につき権利を有する者の権利につき適切な保護が欠けるなどの理由 (cause) がある場合 (米倒 § 362 (d) (1))、および、②停止された行為の対象となる財産について、債務者がその財産について担保余剰価値 (equity) を持っていない場合でかつその財産が効果的な再建のために必要でない場合 (米倒 § 362 (d) (2)) である。

また、(第11章手続においては) 倒産事件の開始が、破産債務者の bad faith によって申し立てられた場合、担保権者は、申立ての却下、ないし自動的停止からの救済⁽⁶⁵⁾を受けることができるとされている。しかしなが

(64) James L. Lipscomb & Alan J. Robin, *Impact of Bankruptcy on Workouts and New Investments*, 31 REAL PROP. PROB. & TR. J. 669 (1997).

(65) 連邦倒産法362条は、すべての再建計画が「誠実 (good faith)」に提出されることを要件とする。また、「原因」があれば、自動的停止からの救済を与えることができると規定する (米倒 § 362 (d) (1))。この「原因」がいかなるものであるのか、定義されていないため、多くの裁判所は、「誠実」の原則を、「原因」を決定する判断基準として用い、自動的停止からの救済の付与や倒産事件申立ての却下の効果を与えるのである。See, *Id.*

ら、明らかに詐害的な事例⁽⁶⁶⁾を除いて、SAREの債務者たるリミテッド・パートナーシップ等が倒産事件の開始を申し立てることが、good faithを欠くのかどうか、判然としない場合が多い⁽⁶⁷⁾。

それでは、上述の問題意識、すなわち、不足担保権者が目的財産の実行の遅延そのものを損害として、自動的停止からの救済を申し立てることができるのか。

この点、不足担保権者が目的財産の実行の遅延の補償を求める権利を有するとの判示を最初に行った（破産裁判所レベルの）判例は、Pine Lake事件判決⁽⁶⁸⁾であるとされる⁽⁶⁹⁾。その後、第9巡回区連邦控訴裁判所が、*In re American Mariner Industries, Inc.*事件判決⁽⁷⁰⁾において、連邦控訴裁判所として初めてこの問題に取り組んだ。同判決は、かかる遅延による適切な保護の必要性を肯定したのであるが、その後、連邦控訴裁判所判決のレベルで見解が分かれた⁽⁷¹⁾。第4巡回区連邦控訴裁判所は、*Grundy National Bank v. Tandem Mining Corp.*事件判決⁽⁷²⁾において、American Mariner事件判決を支持する。しかし、第8巡回区連邦控訴裁判所は、*In re Briggs Transportation Co.*事件判決⁽⁷³⁾において、異なる見解にたったのである。

このような貸主側の問題意識（危機感）を決定的なものにしたのは、1986年の連邦最高裁判決である*United Savings Association of Texas v. Timbers of Inwood Forest Associates, Ltd.*事件判決⁽⁷⁴⁾であった。

(66) *Id.*

(67) *Id.*

(68) 19 B. R. 819 (Bankr. S. D. N. Y. 1982).

(69) *See*, J. Kevin Bird, *Adequate Protection of Time Value for Undersecured Creditors During the Automatic Stay in Bankruptcy: Where are we after American Mariner?*, 2 BANK. DEV. J. 341, 351.

(70) 734 F. 2d 426, 12 B. C. D. 227 (9th Cir. 1984).

(71) *See*, Note: "Adequate Protection" and The Availability of Postpetition Interest to Undersecured Creditors in Bankruptcy, 100 HARV. L. REV. 1106, 1111 (1987).

(72) 754 F. 2d 1436 (4th Cir. 1985).

(73) 780 F. 2d 1339 (8th Cir. 1985).

(74) 484 U. S. 365 (1988).

本判決の事例は、次のようなものである。借主 (Timber) は、テキサス州で188戸の賃貸マンション (apartment complex) を経営するリミテッド・パートナーシップであった。借主は、貸主 (S&L) から元本410万ドルの融資を受け、その弁済として、満期10年の約束手形を1982年6月に振り出した。その約束手形は、借主の保有する賃貸マンションに設定された担保信託および賃料譲渡によって付保されていた。借主は、1984年8月から債務不履行に陥った。貸主が借主に対し、何度か、フォークロージャーを開始する旨の通知 (notice) を行った。しかし、実際にフォークロージャーが開始される前の1985年3月4日、借主は第11章事件の開始を申し立てた。1984年3月18日、貸主は、その担保権について適切な保護 (adequate protection) (米倒 § 362 (d) (1)) を欠くことを理由に、自動的停止からの救済 (relief from the automatic stay) (米倒 § 362 (a)) を破産裁判所に申し立てた。

破産裁判所は、次のような方法で、自動的停止からの救済を認めた。すなわち、倒産事件開始の申立ての6ヶ月後⁽⁷⁵⁾の市場価値を基準に、(フォークロージャーによって実現されたはずの) 目的不動産の推定価格を\$4,250,000と定め、その(市場利率である) 年利12%の価額の支払い(月賦)を借主に命じたのである。それを条件に、自動的停止の効力を維持するという決定である。同破産裁判所は、上記金額を倒産事件開始後の賃料にあたと位置づける。

借主は地方裁判所に上訴 (appeal) し、貸主も交差上訴 (cross-appeal)。地方裁判所は、上訴を棄却したが、その後控訴され、第5巡回区連邦控訴裁判所は、全裁判官一致で破棄。連邦最高裁が、「自動的停止の効力の結果生じるモーゲージ目的財産のフォークロージャーの遅延を原因に、自動的停止からの救済としての補償 (compensation under 11 U. S. C. § 362 (d) (1)) が認められるか」を判断するためとして、移送を (certiorari) 命じ

(75) 申立て時ではなく、申立ての6ヶ月後を基準としたのは、フォークロージャーがなされた場合の平均的な遅れを考慮に入れたためであった。

た。

連邦最高裁は、「争点は、債務不履行の発生後に担保権者が担保目的財産の占有を開始し、その収益を被担保債権に充当する権利が、適切な保護の適用を受ける権利にあたるか否かという点」であり、その判断にあたっては、連邦倒産法の中で担保権者の権利について規定する他の条項の文言、および、その規定の効力による実態的な処遇に鑑みて判断しなければならないとする。

そのうえで、連邦最高裁は、次のように判示する⁽⁷⁶⁾。「もし、目的財産の収益が適切な保護の対象となるとすれば、債務者が目的財産に残余価値 (equity) を持っていない場合 (すなわち、債権者が不足担保権者である場合) すべてに、自動的停止からの救済が与えられることになる。しかし、これは、「(A) 債務者が目的財産に残余価値 (equity) を持っていない場合 (すなわち、債権者が不足担保権者である場合)、かつ、(B) 目的財産が効果的な再建に必要とはいえない場合」に、裁判所が救済を与えるべき旨を規定する § 362 (d) に反する結果となる (§ 362 (d) (2) を、實際上無意味にするものである)」。

連邦最高裁の見解は、コマーシャルモーゲージにおける上述の問題が、現行倒産法制においては、まったく解決しないことを意味する。本判決は、第11章事件の手続において適切な保護を受ける利益 (merit) を有するのは、手続開始時点における担保目的財産の現在価値であることを明言

(76) 他に次のような検討をしている。①米倒 § 506 (b) は、過剰担保の場合、その範囲で、債権契約上の合意に基づく利息、合理的報酬、実費、負担について担保権が認める旨を規定する。連邦最高裁は、この規定を、「事件開始申立後に発生した権利は、担保余剰 (equity cushion) からのみ支払われうる」旨の規定であると解釈する。そして、それゆえ、そのような余剰を持たない不足担保権者は、事件開始後の権利を認めない一般原則 (米倒 § 502 (b) (2)) に服するのだとする。②コマーシャルモーゲージに含まれる賃料譲渡の規定は、米倒 § 552 (b) によって有効であるが、それは当該賃料譲渡が「パーフェクト」である場合に限られる。本件の賃料譲渡は、「パーフェクト」であるための要件を欠く。

するものである。そして、コマーシャルモーゲージ権者が救済を受ける途は倒産法制の枠組みでの（不確実性の残る）§ 1111 (b) に基づく手段しかなく、それによって生じる遅延に関しては、全く救済されないことがはっきりしたのである。

このことから、コマーシャルモーゲージ権者の関心は、倒産法制の枠組みの中での解決よりも、むしろ、倒産法制の枠組みからの離脱そのものにあるというべきである。

3 コマーシャルモーゲージ制度に求められる収益型担保制度としての機能—モーゲージ実体法に投げ返された課題

以上の議論から、新たな取引類型としてのコマーシャルモーゲージに求められるモーゲージ法の制度設計については、ひとつのモデルが認識される。すなわち、コマーシャルモーゲージ権者は、債務不履行に際し、①目的財産をどのような形で換価するのかを決定しそれを実行する権限をもち、②その期間中必要となる目的不動産のキャッシュフローを保持し、③それらの権限について、倒産法制の干渉を許さない実行手続を持たねばならないのである⁽⁷⁷⁾。

第II章で検討したとおり、(リステイトメントに整理されているような権利担保としての) 現在のコマーシャルモーゲージにおける収益型担保制度としての基本的設計を構成しているのは、3種類の執行権限である。すなわち、①債務不履行の発生後直ちに、(賃料上の権利担保の執行として) 第三債務者等に通知をすることによって、賃料を收取する権限、②債務者が目的不動産の占有・管理を放棄している場合、ないし、債務者との合意が成立する場合、債権者は(自ら、または、代理人によって)「占有を有するモーゲージ権者」として、目的財産の占有を開始する権限、③裁判所の監督

(77) See, Frederick Z. Lodge, Robert E. Michael & Christopher S. Dewees, *Bankruptcy Remote Structures in Mortgage Loans*, 10 PROBATE & PROPERTY 49 (1996).

のもと、目的不動産の管理を設定者から第三者ないしモーゲージ権者に移し、適正な管理を図りつつ、収益の執行を行う権限、である。かかる現在のコマーシャルモーゲージにおける収益型担保制度としての制度設計は、かかるコマーシャルモーゲージの取引実態を前提として選択されたというべきである。

もっとも、前節で検討したように、これらの権限は、第Ⅰ年代においては、極めて限定的な形でしか認められなかった。すなわち、債務者が現実には目的不動産の管理を放棄するような兆表がある場合にのみ、「占有を有するモーゲージ権者」制度、および収益管理人制度の利用が可能であり、賃料譲渡の合意は、このような制度の基礎となる実体権にすぎなかったのである。

このことから、コマーシャルモーゲージという取引実態におけるモーゲージ制度が、不動産収益との関係で、いかなる法的性質をもち、いかなる実行手続を予定しているのかという点について、激しい議論が生じる。

筆者は、前稿において、まさにこの時期（1974年～1990年代初頭）に、（各州法にもとづいてモーゲージの付加的条項として規定される）賃料譲渡の合意が、モーゲージの効力を不動産収益に及ぼす実体権として確立されていたことを明らかにした。簡潔に整理すると、第Ⅱ、第Ⅲ年代当時、次のような法理の展開が認められるのである。

従来の（＝本稿の整理でいう第Ⅰ年代の）賃料譲渡の合意は、（合意文書の文言がいかなる内容であろうとも）モーゲージの付加的担保（additional security）とみなされた。そして、その場合、賃料譲渡は、モーゲージ法の理論に従って、モーゲージ権者が現実には目的不動産の占有を開始する要件（＝設定者に放棄が見られる場合にのみ）を充たす場合の、モーゲージ権者による目的不動産の占有権原であるとみなされてきたのである。

それが、1974年のIn re Ventura-Louise事件判決⁽⁷⁸⁾を嚆矢とする破産裁

(78) Great West Life Assurance Co. v. Rothman (In re Ventura-Louise Properties), 490 F. 2d 1141, 1145 (9th Cir. 1974).

判所の判例に主導される形で、法理の見直しの激しい議論が展開される。とりわけ、議論が激しかったのは（第Ⅲ年代の商業用不動産ブームが破綻を迎えた）1980年代後半であった⁽⁷⁹⁾。

かかる議論は、コマーシャルモーゲージの取引実態に関する議論から、モーゲージ実体法の研究に投げ返された議論というべきであろう。

第4節 コマーシャルモーゲージ制度と証券化（第Ⅳ年代）

ここまで検討してきたように、（コマーシャルモーゲージの特徴のひとつである）ノンリコース条項が用いられるようになったのは、コマーシャルモーゲージの証券化が本格化する約25年前から一般化したものであった。（その沿革および収益型不動産との関係については既に検討した。）したがって、ノンリコース条項は、証券化の属性というよりは、コマーシャルモーゲージそのものに属性があるというべきである。

しかし、わが国では、コマーシャルモーゲージの証券化（CMBS）の前提としてノンリコース制度が論じられているところであるし、CMBSの前提としてノンリコースが必要となることには異論が無い。

そこで、本稿では、最後に、これまで論じてきたコマーシャルモーゲージが、どのように証券化されたのか、そしてそのことは、コマーシャルモーゲージにとっていかなる意味を持つものなのかを、検討したい。

なお、コマーシャルモーゲージの証券化時代（第Ⅳ年代）は、現在に続く年代である。第Ⅳ年代の検討としては、1990年代後半から2000年代前半にいたる市況と、そこにおけるコマーシャルモーゲージの取引実態・法理までも検討対象とすべきかもしれない。しかし、かかる最新の状況は、コマーシャルモーゲージの証券化の基礎の上に展開しているものであるし、その展開すべてをここで詳細に検討する余裕は無い。

(79) 以上の議論状況については、拙稿「アメリカ法における賃料譲渡制度の史的考察—カリフォルニア州における法理の展開を中心に (1)～(5・完)」(早稲田大学)法研論集95号～101号(2000年～2002年)を参照されたい。

ここでは、商業用不動産市場の領域への証券化の導入という方向性を打ち出したと思われる1990年代前半までの取引実態を第IV年代の範囲と捉え、検討を進め、その後の状況については、別稿に譲りたい⁽⁸⁰⁾。

1 コマーシャルモーゲージの証券化

証券化とは、従来資本市場の投資の対象とならなかった資産を、ストラクチャード・ファイナンスの技法を駆使することによって、資本市場に売却することである。そのルーツは、アメリカにおける住宅モーゲージの証券化である⁽⁸¹⁾。

コマーシャルモーゲージが、証券化の対象となったのは、概ね1990年代初頭のことである。1980年代にも若干の試みがあったものの、ほとんど受け入れられなかった。

当初、商業用不動産の証券化がほとんど進行しなかった原因は、端的に言えば、住宅モーゲージ（という資産を資本市場に売却するための技法である）証券化のために用いられたストラクチャード・ファイナンスの技術が、コマーシャルモーゲージを資本市場に受け入れさせるための技法と異なっており、なおかつ、コマーシャルモーゲージのための技法を開発する必要がそれほど存在しなかったことである。具体的には、3つの原因が指摘されている。

第1に、第III年代におけるコマーシャルモーゲージ・ブームである。すなわち、1980年代のコマーシャルモーゲージについては、わざわざコストをかけて新たな取引を開拓するまでもなく、“従来の”⁽⁸²⁾取引によって、十分な金融が維持される状況であったのである。

(80) 付言すると、近年では、当初より証券化を想定したコマーシャルモーゲージが創出されることも珍しくない。

(81) ただし、周知のように、証券化の定義については、なお争いのあるところである。

(82) ただし、本稿で第I年代と位置づけてきた1960年代前半以前の取引とは異なることに注意が必要である。

第2に、前者の根拠について、しばしば言及されるのが、証券化する場合の対象資産となるモーゲージの経済的性質の相違である。第2節で検討したように、1965年に始まる高インフレ時代(第II年代)に、コマーシャルモーゲージは、住宅モーゲージ等とは異なる独自の取引構造を獲得し始める。すなわち、コマーシャルモーゲージは、目的財産の価値であると認識されてきた収益そのものをモーゲージの利回りに反映させる手法を取り入れ始めるのである。かかる差異のために、目的財産の均質性・(第三債務者のステータスに基づく保険統計を利用した)統計的予見可能性に依拠して運営されていた初期の住宅モーゲージの証券化の手法が妥当しない⁽⁸³⁾。

第3に、もうひとつ重要な相違と考えられてきたのは、住宅モーゲージの証券化に与えられてきた政府機関による政策的保護制度⁽⁸⁴⁾が、コマーシャルモーゲージには適用されなかったことである⁽⁸⁵⁾。

第III年代にも、コマーシャルモーゲージの証券化の試みは存在した⁽⁸⁶⁾も

(83) John C. Murray, *The Lender's Guide to Single Asset Real Estate Bankruptcies*, 31 REAL PROP. PROB. & TR. J. 393, 393 (1996) (ブームの対象となったのは、ノンリコーススペースのシングル・アセット・リミテッド・パートナーシップであったとする); John L. Goodman, Jr., *The Future Supply of Mortgage Credit*, REAL EST. REV. Spring 1992, 35, at 44 (商業モーゲージのサイズや期間の不均質がモーゲージのプール化を阻んでいる。); Ann M. Burkhardt, *Lenders and Land*, 64 MO. L. REV. 249, 276 (1999) (商業用不動産およびローンは、住宅不動産およびローンに比べて統一性を欠いていた。その結果、商業不動産貸付市場は歴史的に、統一的な引受け基準やローンドキュメンテーションをもってこなかった。いずれも、証券化されたプールにおけるモーゲージの投資家評価 (investor evaluation) に不可欠である。)

(84) 拙稿・前掲注(34)を参照されたい。

(85) See, Joseph C. Shenker and Anthony J. Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, 69 TEX. L. REV. 1369, 1398-99 (1991); Burkhardt, *supra* note 83, n159. (連邦政府は、伝統的に、住宅市場ほどには、商業不動産市場に関心を持ってこなかった。それゆえ、連邦政府は、住宅市場に対しては、モーゲージの買取りや保証、プール化といったものを提供したが、商業市場に対しては、そのようなサポートを提供しなかったのである。)

(86) とりわけ、コマーシャルモーゲージの評価・格付の点に関しては、1980年

の、コマーシャルモーゲージ・ブームによる資金の過剰流入の中で、証券化を現実を試みる必要性は必ずしも認識されてこなかったのである。

アメリカでコマーシャルモーゲージの証券化が本格化するの、ようやく1990年代になってからのことである⁽⁸⁷⁾。

まず、上述のコマーシャルモーゲージ・ブームは、1988年を最後に、完全に消滅する。さらに、上述のブームの終焉は、機関投資家の信用状況に対する不振を招き、その結果、金融機関に対する規制の強化という事態を生ぜしめた。このことも、コマーシャルモーゲージの証券化の重要な動機となったとの指摘されているところである⁽⁸⁸⁾。

かかる経済状況からの要請が高まる中、コマーシャルモーゲージの証券化の大きな契機ないし弾みとなる取引が出現する。RTC⁽⁸⁹⁾が1991年から1994年にかけて発行した一連のCMBSである。

(本来住宅金融機関であったS&Lまでが積極的にコマーシャルモーゲージに投資した80年代のコマーシャルモーゲージ・ブームの結果として) 破綻した金

代半ば以降第三年代のうちに確立されており、それが第四年代の基礎になっているというべきである。See, Shenker & Colletta, *Id.* at 1401-02; Burkhart, *supra* note 83, n. 160 (当時、信用格付機関は、商業モーゲージの評価と格付を開始した。それらの機関が10年間住宅モーゲージで培ってきた手法である。格付が商業モーゲージ証券に利用可能となったことで、それらの証券ははるかに売却しやすいものとなった。) ; C. Wade Cooper, *Commercial Real Estate Securitization*, 1994 ABI JNL LEXIS 2819 (パブリック・マーケットにおけるCMBSの出現において重要なファクターは、当該証券が、少なくとも一つ以上の格付機関による格付を取得していることである。)

(87) たとえば、金子晃三「本格化する米国の商業不動産証券化」財界観測59巻10号82頁(1994年)88頁、小野傑「わが国における不動産証券化の状況——米国との対比」自正51巻98頁(2000年)100頁を参照。

(88) See, Shenker & Colletta, *supra* note 85, at 1403-07; Alan Kronovet, *An Overview of Commercial Mortgage Backed Securitization: The Devil Is in the Details*, 1 N. C. BANKING INST. 288 (1997); Georgette C. Poindexter, *Subordinated Rolling Equity: Analyzing Real Estate Loan Default in the ERA of Securitization*, 50 EMORY L. J. 519 (2001).

(89) RTC (Resolution Trust Corporation) は、破綻したS&Lの整理・清算を目的として1989年に設立され、1995年にその業務を終えた。

融機関の不良債権には、大量のコマーシャルモーゲージが含まれていた。RTCは、この大量のコマーシャルモーゲージを処分する任務を担っていたのである⁽⁹⁰⁾。CMBSのはずみとなったのは、このRTCの参加であった⁽⁹¹⁾。

RTCは、ほとんど破綻したスリフト機関を引き継いだ。そのため、RTCは、常に増え続ける商業不動産の目録にどう対処するかという問題に直面した⁽⁹²⁾。RTCの商業不動産の目録には、performingモーゲージとnon-performingモーゲージの両方が含まれていた⁽⁹³⁾。

最初、RTCは、見込まれる買主に対して、“take-it-or-leave-it”という硬直的な姿勢をとった。RTCは、疲弊していない(non-distressed)市場における鑑定価値の90%以上の価値、および、FIRREAで定義された疲弊市場における鑑定価値の95%以上で不動産を売却する一般的ポリシーを実行した。その結果、RTCは、ほとんどその資産を売却できなかった⁽⁹⁴⁾。

RTCがその資産を売却できないことについては、批判が高まる。売却

(90) See, Shenker & Colleta, *supra* note 85, at 1404 (RTCは、破綻した貯蓄金融機関から譲り受けたモーゲージローンおよび不動産の巨大なポートフォリオを保有してきた。1990年10月時点で、RTCは770億ドルのさまざまな種類の証券化なしの資産を保有していた)。

(91) See, *Id.*; David P. Jacob & Kimbell R. Duncan, *Commercial Mortgage-Backed Securities*, *The HANDBOOK OF MORTGAGE BACKED SECURITIES* 491 (Frank J. Fabozzi ed., 4th ed. 1995).

(92) See, Kronovet, *supra* note 88, at 295-96; Brian A. Ciochetti & Timothy J. Riddiough, *Understanding Commercial Mortgage Securitization and Its Impact on Debt Financing for Retail Centers*, 3 *J. SHOPPING CENTER RES.* 49, 65 (1996).

(93) See, Kronovet, *supra* note 88, 295-96.

(94) See, Sadler, *supra* note 25, at 793-98; Wayne M. Josel, Note, *The Resolution Trust Corporation: Waste Management and the S&L Crisis*, 59 *FORDHAM L. REV.* S339, S348-50 (1991); Leonard Sahling, *Managing the Cleanup of the Thrift Crisis*, *REAL ESTATE REV.*, Winter 1993, 54; Thomas A. Rose, PLI Order No. A4-4295, *Resolution Trust Corporation: Bankruptcies, Liquidations, and Sales of Assets, The RTC: Its Purpose and Operation*, 533 *PLI/Comm* 65, 76 (1990).

が遅々として進まなかったのに対応して、RTCは、売却困難な資産を管財人の手元から動かすために、4つの手法を採用した⁽⁹⁵⁾。

第1に、RTCは購入価格を引き下げ、見込まれる買主に対して融資を提供した。

第2に、1990年6月、RTCは、規模の経済 (economies of scale) を実現し、解決の手続き (resolution process) を促進するための努力の一環として、「バルク」セール (=事業用資産包括譲渡) ないし「ポートフォリオ」セール・プログラムを実行した。このプログラムのもとで、RTCは、不動産の束 (bundles) を市場売買 (market) したのである。この手法においては、パッケージに含まれる個々の不動産について潜在的な買主に対して相当の減額を提供することになった。

第3に、RTCは、売却困難な不動産資産の処分のために、オークションをも用いた。幅広いマーケティング・キャンペーンによって、RTCはもっとも高い入札価格を得ようとした。この売却技術では、RTCは、不動産の交換価値の最大30-50%を受け取るようになった。

かかる状況の中で、第4に、1990年10月、RTCの監理委員会は、RTCが現住および非現住住宅モーゲージローンや商業モーゲージローンを含むあらゆる種類の金融資産を証券化することを許容する計画案を承認した。RTCがコマーシャルモーゲージについて、証券化の手法を採用した理由について、当時RTCの証券化の担当者であったBaconは、議会 (下院) 公聴会において次のように証言している。「われわれは、他の種類の資産 (主に住宅モーゲージ) についての経験から、証券化が、ローンの売却を促進させるものであること、および、継続的なマーケティング・アプローチを可能にするものであることを学んだのである。これは、ローンをそのまま売却する (whole loan sales) というわれわれの従来手法では、不可能であった。」⁽⁹⁶⁾。

(95) *Id.*

(96) Secondary Market for Commercial Real Estate Loans : Hearing before the

(コマーシャルモーゲージについていえば), 1991年8月, RTCは, 最初の集合住宅の証券化を完了した。1992年2月に, 集合住宅ではない最初の証券化が, それに続いた⁽⁹⁷⁾。

1991年以来, RTCは166億ドル以上のCMBSを発行した。1992年のピーク時には, 91億ドルのCMBSを発行した⁽⁹⁸⁾。プライベートラベルの市場は, (RTC発行前の) 1990年の16億ドルから, 1994年の178億ドルに, 著しく発展した。1994年には, RTCが22億ドルのCMBSを発行した。

2 証券化取引におけるコマーシャルモーゲージと当事者の利害関係

商業用不動産の証券化, ないし, コマーシャルモーゲージの証券化で, もっとも重要な要素は, 対象資産であるコマーシャルモーゲージの目的不動産である商業用不動産のキャッシュフローであるとされる。

このように説明すると, コマーシャルモーゲージの証券化とは, 目的不動産の賃料債権のような資産のみを証券化 (=ストラクチャード・ファイナンスの手法で資本市場に売却) しているかのような印象を与えるかもしれない。

しかし, かかる印象は誤りであるといわざるを得ない。

コマーシャルモーゲージの対象資産は, 本稿でこれまで検討してきたようなコマーシャルモーゲージである。すなわち, コマーシャルモーゲージの証券化とは, 貸主に収益の持分を与えるメカニズムを持つモーゲージの証券化なのである。

このことは, コマーシャルモーゲージ証券化の沿革からも明らかである。上述のように, コマーシャルモーゲージの証券化のルーツは, (S&L

Subcomm. on Policy Research and Insurance of the Comm. on Banking, Financing and Urban Affairs, H. R. 102nd Cong. 2-5 (May 6, 1992) (statement of Kenneth J. Bacon, Director of Securitization of the Resolution Trust Corporation).

(97) See, Poindexter, *supra* note 88, at 530.

(98) *Id.*

等の参加により) 1980年代に大量に発生したコマーシャルモーゲージを抱え込んだRTCのバルクセールの代替手法としての証券化なのである。そこでの証券化対象資産は、前節で検討したようなコマーシャルモーゲージそのものである。

したがって、コマーシャルモーゲージの証券化とは、第Ⅱ年代以来形成されてきたコマーシャルモーゲージの投資性を基礎に、相対市場から、資本市場へのシフトを実現したものというべきである。

3 証券化の対象資産としてのコマーシャルモーゲージとその収益型担保制度としての基本設計

それでは、第Ⅳ年代のコマーシャルモーゲージの制度設計には、いかなる展開がみられるのか。すなわち、証券化は、コマーシャルモーゲージという取引類型の展開において、いかなる意味をもつのか。

端的に言えば、第Ⅲ年代に明らかになっていたコマーシャルモーゲージの機能が確認され、(証券化の導入によって、その方向性が確認された結果) 強化されたのである。

具体的には、次の2つの展開をあげることができる。

第1に、1994年連邦倒産法改正法⁽⁹⁹⁾によって、SARE事件 (single-asset real estate) について、自働的停止からの救済を認める規定が新設された。

同改正法 § 362 (d) (3) は、一定のSARE事例について、自働的停止の解除と担保権の実行を認める。すなわち、「SAREに対する (a) 項による担保権者の権利行使の停止について、救済命令の日の後90日以内 (または相当の理由があるために、この90日以内に、裁判所が伸長した期間内) に、次の行為がなされなかった場合に……利害関係人の申立てにより、通知と審問の機会を経て、裁判所は自働的停止の解除・取消・修正・条件の付与などの方法により、救済を求めねばならない。(A) 合理的な期間内に認可

(99) Pub. L. No. 103-394, 108 Stat. 4106 (enacted on Oct. 22, 1994).

されることが合理的に予測される計画案を債務者が提出しない場合、(B) 債務者がモーゲージ債権者に対して、その把握する担保価値に対する公正な市場利率に等しい利率による利息の月賦払いを開始しなかった場合。」と規定する。このSAREについては、§ 101 (51B) に次の定義を規定する。「SAREとは、4世帯以下の住居を除く、単一の不動産またはプロジェクトによって構成される不動産であって、それが債務者の総収入の大部分を構成し、その不動産経営に付随する業務以外、債務者が重要な業務を行わないものをいう。ただし、無条件確定担保債務の総額が400万ドルを超えるものを除く。」とする。

これは、前節2で検討したコマーシャルモーゲージにおけるノンリコース条項付モーゲージの問題状況を、コマーシャルモーゲージの倒産法制から隔離の容認によって解決しようとするものである⁽¹⁰⁰⁾。ただし、無条件確定担保債務の総額が400万ドルを超えるコマーシャルモーゲージについては、適用除外(=その結果、倒産法制に取り込まれる。)の規定があるなど、コマーシャルモーゲージによって求められる機能という点からは不完全と言わざるをえない。この点については、1990年代後半になって盛んに議論され、1998年から続いている(ただし、未だに実現していない)連邦倒産法の新たな改正立法の試みにも反映されているところである⁽¹⁰¹⁾。

第2に、州法レベルでの賃料譲渡制度や、収益管理制度の議論が展開される。この議論の結果、賃料譲渡制度の法理は、UCC第9編の人的財産担保制度類似の権利担保制度として再構成されるようになる。すなわち、不動産モーゲージと共に登記される時点を第三者対抗要件とし、債務不履行の発生を効力発生要件とする。その効力は将来(債務不履行発生後)発生する賃料債権群全体およびその換価金(proceeds)に及び、債務者に対する通知等によって実行される。また、賃料譲渡は、不動産の付加的担保

(100) See, Scott Carlisle, *Single Asset Real Estate in Chapter 11: Secured Creditors' Perspective and the Need for Reform*, 1 AM. BANKR. INST. L. REV. 133, 143 (1993).

(101) 興味深い議論であるので、稿を改めて紹介・検討する予定である。

であると解されているため、不動産モーゲージ実行手続の完了によってその効力を失う。この新法理は、1990年代には、各州の制定法の立法という形で、次第に普及・定着を見せ始める⁽¹⁰²⁾。

本稿第2章の検討素材としたリストメントは、この1990年代の傾向を整理したものなのである⁽¹⁰³⁾。

第IV章 結 語

以上、本稿では、現在のアメリカでは、いかなる制度設計をもつ収益型担保制度が用いられており、それは、いかなる取引構造を前提に、選択されてきたのか、という問題を検討してきた。

現在のアメリカにおけるコマーシャルモーゲージは、賃料譲渡制度の効力を実体法的根拠として、①債務不履行の発生後、担保権者が（第三債務者等に対する通知といった担保権者の負担の軽い要件の具備によって）直ちに収益を収取することのできる権限、②「占有を有するモーゲージ権者」制度ないし③裁判所による収益管理人の指名を受けることによって、（コマーシャルモーゲージの実行の前提として）商業用不動産事業の経営をコントロールする権限を認める収益型担保制度である（第II章）。

しかしながら、伝統的な商業用不動産モーゲージ貸付取引（第I年代）

(102) 詳細については、拙稿「アメリカにおける賃料譲渡制度の現状」（早稲田大学）法研論集94号（2000年）、および、拙稿・前掲注（76）を参照されたい。

(103) また、1994年連邦倒産法改正法によって改正された米倒§552（b）は「…債務者が手続開始前に担保権設定契約を締結した場合において、その契約によって設定された担保権の効力が、手続開始前に債務者が取得した財産、担保不動産の賃料、ホテル・モーテルその他の宿泊料債権に対しても及ぶとされている場合には、その担保権は、その担保権設定契約が定める範囲内において、手続開始後に財団が取得した賃料その他の支払金にも及ぶ。ただし、裁判所が通知と審問の機会を経て、衡平の観点から別異に定めたときは、その限りではない。」と規定する。これも、モーゲージ実体法についての議論状況を反映したものである。

におけるモーゲージ制度は収益型担保制度としての設計を有していなかった。①通知により直ちに賃料の収取を開始する権限は認められず、②「占有を有するモーゲージ権者」制度および、③収益管理人制度も、現実に債務不履行が発生した段階で、債務者の合意があるか、あるいは、債務者による目的不動産の管理の放棄ないし収益の浪費が認められる場合のみ、利用が可能であった。これは、制定法によって延長された受戻期間（statutory redemption）が終結するまで、目的不動産の使用・収益の権能を設定者に留めるポリシーが貫かれていたからである（第Ⅲ章第1節）。

このようなポリシーに転回をもたらしたのは、モーゲージを用いた新たな商業用不動産モーゲージ取引類型、つまり、コマーシャルモーゲージ取引の登場であった。コマーシャルモーゲージは、借主が、貸主に対し、モーゲージの利息に加え、目的不動産から収益を発生させる事業の持分権を譲渡する構造をもつ。これは、高インフレ時である第Ⅱ年代に、インフレ・ヘッジの機能を担わされるべく登場した取引構造であるが、商業用不動産ブーム期の第Ⅲ年代において、激しい競争にさらされた金融機関の商業用不動産金融手法として広く定着をみせる。かかる取引実態は、モーゲージ貸付の法形式を伴うにもかかわらず、目的不動産の実行としての売却によって得られる換価金の100%ないしそれ以上の金額を被担保債権とする、正常型業務としての不足担保取引であるということが出来る。すなわち、コマーシャルモーゲージは、債権者保護のメカニズムだけでは、説明しきれない、投資のメカニズムの性質を有するモーゲージである（第Ⅲ章第2節）。

かかる取引実態において、モーゲージに求められるのは、債務不履行の後、貸主が目的不動産事業の経営をコントロールする基礎をなす実行権限の付与である。すなわち、投資対象としての商業用不動産プロジェクトを、新たな経営者に引き継がせるべく、従前の経営者たる設定者を排除する権限である。コマーシャルモーゲージが収益型担保制度としての制度設計をもつに至ったのは、以上の取引構造を前提に、そこから要請される機

能を担わせるべく選択されたものであるというべきである（第Ⅲ章第3節）。

そして、証券化（CMBS）は、このような取引構造を受け継ぐことによって、商業用不動産の収益性を資本市場におく。すなわち、（第Ⅱ年代以来形成されてきた）コマーシャルモーゲージの投資性を基礎に、相対市場から、資本市場へのシフトを実現したものである（第Ⅲ章第4節）。

この点、アメリカにおける、かかるポリシーの転回は（賃料債権に対する抵当権の物上代位を全面的に肯定する判例法の展開の中で）不動産収益の担保化に関するポリシーに動揺の見られるわが国にとって、示唆に富む経験である。

いうまでもなく、抵当権の実行権限の拡大による収益型担保制度化は、債務者ないし劣後債権者等の第三者の権利に抵触する。この点、単に、目的不動産が収益性を重要な価値要素とする不動産であるからというだけでは、かかる実行権限の拡大のポリシーを選択する根拠として不十分であるように思われる。抵当権が実行されるまでの間、目的不動産の使用収益（商業用不動産の場合、当該商業用不動産事業の経営であると考えうる）は、設定者の才覚に委ねられるべき性質をもつからである。

それでは、いかなる場合に、（抵当権の実行とは別異に）担保権者による目的不動産の使用収益への干渉が認められるべきか。（アメリカ第Ⅰ年代にもみられるような）債務者による目的不動産の管理の放棄・浪費、あるいは、抵当権の執行妨害（を予め排除する）といった事由もひとつの答えにはなりうるが、それだけが答えではあるまい。本稿で検討したコマーシャルモーゲージに見られるような取引実態の出現は、十分に、ポリシーの転回の基礎となりうるのである。そして、現に、商業用不動産の証券化の導入が進行しつつある今日、かかる取引実態は、今後のわが国でも見られるであろうものである。

もっとも、このようなポリシーの転回の可能性の問題と、そのようなポ

リシーから要請される機能を担うべき法理・制度の問題は、別である⁽¹⁰⁴⁾。つぎに検討すべき課題であるが、アメリカのコマーシャルモーゲージにおいて、収益型担保制度が選択されたポリシーを検討するという本稿の課題とは、趣を異にするので、稿を改めて論ずることにしたい。

また、本稿の問題意識については、アメリカ法だけでなく、イギリス法をも比較の対象とすることが有効であると思われる。イギリスにおいては、古くから事業のゴーイング・コンサーンの価値を把握する担保制度であるフローティング・チャージ制度において、レシーバー制度が注目されてきた。さらに、近時、このフローティング・チャージ制度を利用したホール・ビジネス・セキュライゼーションと呼ばれる（商業用不動産事業を含む）事業の証券化の取引構造が導入されるなど、新たな展開をみせているのである。次稿の検討課題とする。

〔附記〕

- (1) 本稿は、早稲田大学特定課題研究助成費による研究成果の一部である(2002A-808および2003A-514)。
- (2) 本稿分載(1)校了後、井下田英樹「米国の競売制度の特色とわが国の制度論への示唆(上)(下)」NBL750号、同751号(2002年)に接した。

(104) コマーシャルモーゲージのような取引類型を想定するのであれば、当然、抵当権設定当初から、不動産収益の担保化が問題とされるはずである。このような基礎にたつて、解釈論上、立法論上の検討を進めていく必要がある。なお、この点、アメリカの議論状況については、拙稿・前掲注(76)を参照されたい。