

論 説

# 事業性ある資産の証券化における 「真正売買」の意義

——アメリカにおける「フューチャー・キャッシュフローの  
証券化」が提起した問題を中心に——

青 木 則 幸

第I章 序 論

第II章 「フューチャー・キャッシュ  
フローの証券化」の現状と  
問題点

A 「フューチャー・キャッシュフ  
ローの証券化」における「フ  
ューチャー・キャッシュフロー」  
の意義

B 「フューチャー・キャッシュフ  
ローの証券化」の問題点

C 小 括

第III章 アメリカにおけるトゥルー・  
セール論の再検討

A 証券化におけるトゥルー・セ  
ールの意義

B 証券化におけるトゥルー・セ  
ール論の展開

C 安全領域を逸脱せざるを得ない  
取引事例における裁判所の真正  
売買性判断

第IV章 結 語

## 第I章 序 論

近年、わが国においても、事業の収益性ないしキャッシュフローに着目した金融手法に関心が高まっている<sup>(1)</sup>。この点、対象資産のキャッシュフ

---

(1) わが国の最近の議論状況については、内田貴「《シンポジウム》変容する担保法制度—理論と政策」金融法研究（資料編）18号57頁（2002年）60頁以下および金融法研究19号31頁（2003年）36頁以下、企業法制研究会（担保制度研究会）報告書「「不動産担保」から「事業の収益性に着目した資金調達」へ」（2003年）8頁以下、道垣内弘人他座談会「資金調達手法の多様化と新しい担

ローに着目しつつ資本市場からの資金調達を可能とする金融手法である証券化は、事業の収益性に着目した金融手法として機能しうるはずである<sup>(2)</sup>。

この点、アメリカにおいては、このような金融手法のひとつとして、「フューチャー・キャッシュフロー (future cash flows)」ないし「フューチャー・フロー (future flows)」の証券化と呼ばれる萌芽的性質をもつ「事業の証券化」取引が存在する。

この取引は、アメリカ法の適用を前提に<sup>(3)</sup>、実質上、1990年代になって出現した証券化取引である。理論的典型としては、トゥルー・セール・ストラクチャーを用いて説明される。すなわち、フューチャー・キャッシュフローないしコマーシャルモーゲージのオリジネーターが、当該対象資産をSPVに真正に売却する (true sale)。そのうえで、SPVが市場に対して証券を発行するのである。

ところが、トゥルー・セール・ストラクチャーを用いて、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」を行う場合、トゥルー・セール性について、問題となる要素があるとの指摘が少なくない。かかる指摘の根底にあるのは、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」が、信用補完を厚くせざるを得ない状況にある (やや特殊な) 取引領域であるという点である。

周知のように、アメリカにおいては、証券化におけるトゥルー・セール論として、(債権を中心とする) 財産の譲渡に際して、その性質が担保か売

保制度」ジュリスト1238号2頁(2003年)などを参照。

(2) なお、企業法制度研究会報告書・前掲注(1)19頁以下に、事業収益と証券化の関係に関する言及がある。

(3) とりわけフューチャー・キャッシュフローの証券化は、オリジネーターが外国企業であることが多い。したがって、実務上、「準拠法」は、アメリカ法に限られず、イギリス法や現地法あるいは第三国(ケイマン諸島など)の法律であることも多いようである。しかし、本稿では、(実務家ではない筆者の限界もあって)かかる実務的側面には立ち入らない。理論的典型として議論されているアメリカ法を準拠法とする場合に限って検討を進める。すなわち、オリジネーターが、在米子会社などを通じ、アメリカで証券化を行う場合である。

買かが問題となった裁判例の分析が盛んに行われてきた。その結果、損失のリスクの移転，所有者としての利益の移転，目的財産の管理の移転といった判断要素が抽出されてきた<sup>(4)</sup>。

かかる議論は、「少なくとも、この線を越えなければ、売買の意思でなしたはずの契約を、裁判所によって、担保の意思ありと再構成（recharacterization）されるおそれはない」という安全領域（safe harbor）を抽出するのに成功したと評価することができる。この判断基準は、法律

---

(4) アメリカの証券化におけるトゥルー・セール論に関するわが国の研究としては、以下が詳しい。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(2)(3)(4・完)」NBL660号27頁，661号20頁，662号37頁（1999年），日本資産流動化研究所編『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』（2000年），小林秀之「マイカル証券化と倒産隔離」NBL768号33頁（2003年）。

また、アメリカの証券化におけるトゥルー・セール論の影響下に、わが国においても、証券化における「真正売買」が論じられてきた。堀裕＝山川萬次郎「指名債権群の譲渡を伴う証券化取引の倒産手続上の取扱い」NBL508号12頁（1992年），田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡をみる視点」NBL510号38頁（1992年），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関係」法律時報70巻4号78頁（1998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—」伊藤喜寿『現時法学の理論と実践』71頁（2001年），小林秀之「担保権の倒産法的変容」新堂古稀『民事訴訟法理論の新たな構築（下）』527頁（2001年），瀬川信久「流動化・証券化の法律問題（1）—資産の移転と証券の発効・流通—」金融法研究・資料編（17）87頁（2001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17巻120頁（2001年），日本資産流動化研究所編『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』（2001年）49頁以下，小林秀之「資産流動化と倒産隔離」石川古稀『現代社会における民事手続法の展開（下）』（2002年）など。

さらに、近年では、マイカル事件に関連して、わが国の証券化の倒産隔離における真正売買の意義が議論された。山本克己「マイカル・グループの不動産証券化についての意見書」日経公社債情報1341号8頁（2002年），小野傑「マイカルの証券化とトゥルーセール」金法1648号1頁（2002年），「マイカル・グループ証券化に関する『山本意見書に対する見解』の概要」金法1649号17頁（2002年），「マイカル証券化スキームに関する山本和彦教授意見書の全文」金法1653号44頁（2002年），マイカル法律管財人団「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」NBL746号31頁（2002年），小林秀之「マイカル証券化と倒産隔離」NBL768号33頁（2003年）など。

意見書を通して、格付機関の判断にも反映され、証券化の促進の一大要因となっている<sup>(5)</sup>。

しかしながら、フューチャー・キャッシュフローの証券化は、その性質上、どうしてもその安全領域を出なければならぬ必要性の高い特殊な領域の証券化取引なのである。

本稿の関心は、かかる特殊な取引領域において、アメリカのトゥルー・セール論が、如何に機能しているのか、という点にある。

以下本稿では、まず、事業収益に着目した金融手法のひとつとしての「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の意義を検討し、その特殊性を明らかにする。すなわち、なぜ（トゥルー・セール論の成果である）安全領域を出て、裁判所においてトゥルー・セール性を否定される恐れのある条項を含めた仕組みを必要とするのかを検討する（第Ⅱ章）。そのうえで、かかる取引において、トゥルー・セール論における裁判例の分析が、いかなる示唆をもたらすのか、検討を試みる（第Ⅲ章）。

## 第Ⅱ章 「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の現状と問題点

### A 「フューチャー・キャッシュフローの証券化」における「フューチャー・キャッシュフロー」の意義

#### 1 フューチャー・キャッシュフローの意義に関する疑問点

まず、「フューチャー・キャッシュフロー」（ないし「フューチャー・フロー」）とは、いかなる意味であろうか。

---

(5) 法律意見書との関係を指摘するものとしては、次の文献が有益である。  
Tribar Opinion Comm., *Special Report by The TriBar Opinion Committee: Opinions in the Bankruptcy Context: Rating Agency, Structured Financing, and Chapter 11 Transactions*, 46 BUS. LAW. 717 (1991). わが国の文献としては、以下を参照。後藤出「資産流動化取引における「真正売買」(上)」NBL739号62頁(2002年)64頁以下。

この点、「フューチャー・キャッシュフロー」を法的に定義すれば、キャッシュフロー（＝事業（project）ないし取引（transaction）から発生する金銭（cash）<sup>(6)</sup>）についての将来権（＝土地またはその他の財産についての権利であるが、現在その財産の占有・収益の権利を享受できず、期限の到来や条件が成就した時点で初めて現実の占有・収益を享受することができる権利）<sup>(7)</sup>）ということになる。

一般に、この将来権としてのフューチャー・キャッシュフローは、「債権（receivable）と異なる概念である」と説明される。しかし、その根拠は次のように説明される。「債権も、将来発生するキャッシュフローを表象する権利であることにはかわりはない。しかし、前者は、キャッシュフローを発生させる原因事由が、既に発生したものであるのに対し、後者は未発生のものである」。この説明は、フューチャー・キャッシュフローの証券化に関して見られる典型的な説明である。債権（receivable）と将来債権（future receivable）との相違を重視した説明であり、債権とキャッシュフローの意義に違いを認めるものではない。実際、諸文献においても、「将来債権（future receivable）」と「フューチャー・キャッシュフロー」ないし「フューチャー・フロー（future flow）」は、同じ意味で用いられている<sup>(8)</sup>。

しかしながら、その「フューチャー・キャッシュフロー」の「証券化」という場合、証券化の対象が、上記のような広義の将来権であるのかどうかについては、検討の余地がある。

わが国でも広く知られているように、アメリカ法において、債権譲渡

(6) See, BLACK'S LAW DICTIONARY 208 (7th ed. 1999).

(7) *Id.*, at 685. および、田中英夫編『英米法辞典』（東京大学出版会・1991年）371頁。

(8) See, Claire A. Hill, *Latin American Securitization: The Case Of The Disappearing Political Risk*, 38 VA. J. INT'L L. 293, 302-03 (1998) ; Thomas J. Gordon, *Securitization of Executory Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sales*, 67 U. CHI. L. REV. 1317, at 1318-19 (2000).

は、(本来州法によって規定されるべき法律関係であるが) UCC第9編<sup>(9)</sup>によって、全米でほぼ統一的な法理の適用を受ける。本来、UCC第9編は、担保取引のための制定法であるが、売掛債権については、担保としての譲渡のみならず、売買としての譲渡にも、適用がある。そして、UCC第9編は、その最初の公式草案である1952年法典依頼、一貫して、爾後取得財産条項(1999年法典以前、1999年法典いずれもUCC § 9-204)を承認してきたのである。これは、売掛債権の譲渡についても、同じであり、担保目的であると否とを問わず適用される。

それでは、爾後取得財産条項を活用した証券化は、すべてフューチャー・キャッシュフロー・セキュリタイゼーションに当たるのであろうか。問題は、この点にある。次に、アメリカの議論において「フューチャー・キャッシュフロー・セキュリタイゼーション」であるとして論じられている取引類型を概観しよう。

## 2 「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の取引類型

現在、アメリカで議論されているフューチャー・キャッシュフローの証券化には、3つの取引類型が存在する。

第1に、1980年代後半から、アメリカの機関投資家が、南米を中心とした発展途上国に投資を行う際に利用し始めたスキームである。沿革としては、最も歴史の古い類型である。

最初の事例は、メキシコの電話会社であるTelMexが、アメリカのAT&Tとの間で行う国際電話事業の(現在および将来の)キャッシュフロ

(9) UCC第9編の起草は1947年に始まった。最初に発表された公式草案は1952年法典である。その後も改正作業が継続され、1962年法典、1972年法典、1999年法典が重要である。現状は、1972年法典から1999年法典への移行期にあたる。とりわけ、1999年法典は、編成そのものの変更を伴う大掛かりな改正であった。本稿で、UCC第9編の条文を引用するにあたっては、(煩わしさを覚悟のうえで)1999年法典成立前の条文と1999年法典の条文を併記することにする。

一を証券化したものであるという。すなわち、TelMexが将来保有することになる、アメリカ人消費者を債務者とする国際電話料金債権を、アメリカにおいて、証券化したのである。

南米の事業の資金調達においては、従来、(アメリカをはじめとする)外国の金融機関・機関投資家が、現地の国家や企業に直接融資を行うというのが、一般的であった。しかし、1980年代初頭から半ばにかけて、多くの債務不履行が発生し、アメリカの金融機関・機関投資家は、南米における「ポリティカル・リスク (political risk)」を恐れるようになった。すなわち、南米の企業は、外貨を獲得したり、国外に持ち出したりすることが困難であるとか、債務の履行やその他の契約の重要な要素がなされず、強制履行 (enforce) を求める途も存在しないことがあるといったリスクである。

TelMexの事例に代表される初期のフューチャー・キャッシュフローの証券化は、かかるポリティカル・リスクの回避を主たる目的として、導入されたものであると考えられる<sup>(10)</sup>。

第2の類型として、石油、ガス、金などの天然資源の採掘事業を対象とするものがある。本稿で検討しようとする事業性ある資産の証券化手法としての「フューチャー・キャッシュフロー」の証券化である。第1の類型同様、アメリカの機関投資家が、南米における事業に対する投資手法として利用されることが多く、海外で行われるものについては、ポリティカル・リスクと無縁であるわけではない。しかし、この類型の証券化は、石油・ガス採掘事業を中心に、アメリカ国内の案件においても用いられることがある<sup>(11)</sup>。

---

(10) See, Hill, *supra* note 8, at 304-311. 第1類型の証券化は、堅実な取引であり、その成功が、同じく南米を中心する第2類型の証券化を誘発したとの指摘がある。ただ、案件数はそれほど多くないようである。Id. at 308 (同様の案件として、いずれもアメリカ政府の行政機関である“Ex-Im”および“OPIC”の案件を紹介する。)

事業性ある資産の証券化手法として「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の可能性を示唆した初期の研究としてしばしば引用されるのは、Schwarcz教授の1994年論文である<sup>(12)</sup>。同論文は、「証券化の可能性は、債権 (receivable) に限られない。証券化の法技術は、近年・・・それ自体は弁済を伴う権利 (rights to payment) を構成しないが、時間をかけて少しずつそのような権利を発生させる資産について利用されるようになった。かかる「将来権」に対する証券化の潜在的 가능성は無限大に近い。」とする<sup>(13)</sup>。

実際、1993年には、次の2件の証券化が格付を取得し、当時、実務家筋で注目を集めたようである<sup>(14)</sup>。

- 
- (11) Charles E. Harrell, James L. Rice III and W. Robert Shearer, *Securitization of Oil, Gas, and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques*, 52 BUS. LAW. 885 (1997).
- (12) Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J.L. BUS. & FIN. 133 (1994). Schwarczは、かかる領域におけるフューチャー・キャッシュフローの証券化の典型的スキームを次のように説明する。①オリジネーターが、ニューヨーク州法の適用を受けるマスター・トラストの形式で、SPVを設立し、現在および将来の債権 (receivable) をすべてそこに譲渡する。②対象債権の債務者はSPVの名義で開設された在外口座 (offshore account) に弁済をする。③SPVはデット型証券を発行してオリジネーターから債権を買取る。④債権から発生したキャッシュフローは、上記債券の償還に充てられる。
- (13) *Id.*, at 152-53 (証券化の可能性は、鉱物資源の産出に伴う支払 (payments) を対象とする金融取引として資本市場証券 (capital market securities) を発行する取引から、南米の熱帯雨林における材木・農作物から得られる将来の収益 (future revenues) の証券化まで、幅広く広がる、とする)。
- (14) *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, 539 (1995) [hereinafter *Financing Techniques*]; Charles E. Harrell, James L. Rice III and W. Robert Shearer, *Securitization of Oil, Gas, and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques*, 52 BUS. LAW. 885 (1997); Lois R. Lupica, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, 76 TEX. L. REV. 595, at n.30 (1998). なお、ラテンアメリカの会社とアメリカの機関投資家の間で、フューチャー・キャッシュフローの証券化が試みられるようになったのは、1980年代半ば以降であると言われる。*See*, Hill, *supra* note 8, at 295 n.7 (1998).

ひとつは、Pacific Lumber Co.をオリジネーターとする証券化である。Pacific Lumber Co.の100%子会社であるSPVが、元本金額で3億8500万ドルの証券（償還期限を2015年、利回り7.95%のTimber Collateralized Note）を私募で発行した。この証券には、ふたつの担保が付いていた。ひとつは、各国にある179,000の地域から伐採される材木で、Pacific Lumber Co.からSPVに「売却」されたものであった。もうひとつは、Pacific Lumber Co.による債務の引き受け（assumption of debt）であった。具体的には、SPVが材木をPacific Lumber Co.に売却して収益を発生させるという仕組みになっており、同時に、Pacific Lumber Co. がSPVのサービスとして材木の管理・販売を行うというサービス契約を締結していた。証券の信用格付けにあたって重視されたのは、かかる仕組みにおいて予想される材木の売却益であった。オリジネーターの信用格付けが、Moody'sでB3, Standard & Poor'sでB+であったのに対し、SPVの発行した証券（collateralized note）は、Moody'sでBaa2, Standard & Poor'sでBBBであったとのことである<sup>(15)</sup>。

もうひとつは、メキシコの国有石油会社であるPemexをオリジネーターとする証券化である。証券化の対象となった資産は、原油の輸出を行うPemexの子会社（majority owned subsidiary）であるP.M.I. Comerico International, S.A. de C.V.が<sup>3</sup>、原油の売買の結果アメリカ企業10社に対して保有することになる将来債権であった。Pemexは、ケイマン諸島法に基づきPemex Receivables U.S. Master Trustを設立し、右将来債権の「譲渡」によって3億6600万ドルを調達した。Pemex Receivables U.S. Master Trustは、1993-1シリーズというの証券（利回り7.52%の信託証書（trust certificates））を、アメリカの投資家に対して私募で発行した。その際、右対象資産を裏づけとしたのみならず、信用補完として、一定の償還期にキャッシュフローが不十分であった場合にCitibank, N.A.による信用

---

(15) See, *Financing Techniques*, *Id.* at 539; Harrell et al., *Id.* at 889.

状の発行を受けることができる旨の合意が付されていた。この証券は、Standard & Poor'sからAの格付を取得したとのことである<sup>(16)</sup>。

この2例は、事業性ある資産を対象とする「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の2つの原型となっているとされる。すなわち、前者は、収益を生み出す事業（operational assets）そのものの証券化であり、後者は、収益を生み出す事業たる資産から派生する資産の証券化である。

類型的特徴として確認しておきたいのは、この類型の「フューチャー・キャッシュフロー・セキュライゼーション」と呼ばれる取引は、現在のところ、専ら、石油、ガス、金などの天然資源の採掘事業に留まっているということである。

事業性のある資産を広義に捉えると、「(事業の結果として)収益を発生させる財産ないしそこから発生する収益」ということになる。この場合、設備リース債権（equipment leases）、売掛債権などの取引上発生する債権（trade receivables）、医療施設および医療債権（health care receivables）、オフィスビルや商業施設のような商業用不動産（commercial real estate）、プロジェクトファイナンスにおける参加融資債権（project receivables）なども含まれる<sup>(17)</sup>。もちろん、これらの財産についても、担保化や証券化が可能である。実際に、それぞれの領域で取引の展開も見られるところである。しかしながら、これまでのアメリカの議論において、これらを包摂する概念として、「フューチャー・キャッシュフロー」の証券化という概念を用いた例は存在しない。

このように、「フューチャー・キャッシュフロー」という（法的には）相当広義の用語を用いるにもかかわらず、現在のアメリカの議論において、「フューチャー・キャッシュフロー」の証券化という場合の事業性ある資産（operational assets）とは、専ら天然資源の採掘事業である。そして、その証券化とは、天然資源採掘事業の証券化か、あるいは、右事業か

---

(16) See, *Financing Techniques*, *Id.* at 539; Harrell et al., *Id.* at 904-06.

(17) See, Harrell et al., *Id.* 889.

ら発生する債権の証券化のことである。

第3に、アメリカ国内における知的財産の証券化の取引領域がある。

嚆矢となったのは、歌手のデビット・ボウイが保有する音楽著作権（music royalty）を証券化した事例であるという<sup>(18)</sup>。これは、ボウイのレコード原盤権と、音楽著作権をSPVに譲渡（トゥルー・セール）し、生保1社に対する私募の形でABSを発行したものであるという。

このタイプの証券化は、フューチャー・キャッシュフローの証券化ではあるけれども、対象資産の事業性は乏しい。すなわち、キャッシュフローの発生は、将来のレコードの売却という条件に服する（したがって、フューチャー・キャッシュフローということになる）。しかし、その条件の成就に、オリジネーターはあまり関与しないのである。著作物のプロモーションについて、オリジネーターの関与が指摘されているものの、それは、信用補完との関係で考慮される程度のものである<sup>(19)</sup>。

知的財産の証券化手法としてのフューチャー・キャッシュフローの証券化は、従来の金融取引において信用を創出しなかった財産について、証券化の手法を用いることにより、それを実現したという点に意義があるといえよう<sup>(20)</sup>。

(18) その他、アメリカにおける知的財産権の証券化の状況については、渡辺宏之「知的資産の流動化と知的財産会計（上）（下）」特許ニュース10814号および10851号（2002年）、小林卓泰「知的財産の証券化・流動化取引に関する法的・実務的問題（1）～（7・完）」NBL756号27頁～同765号57頁（2003年）などが詳しい。

(19) See, The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, *New Developments in Structured Finance*, 56 BUS. LAW. 95, 125 (2000) [hereinafter New Developments].

(20) なお、知的財産の証券化については、注目を浴びている割には、ほとんど実現しない証券化との批判がある。See, Andy Serwer, *A Sequel to the Bowie Bonds: Supreme Securities*, FORTUNE, June 8, 1998, at 313; Teresa N. Kerr, COMMENT: *Bowie Bonding in the Music Biz: Will Music Royalty Securitization*

### 3 検 討

以上のように、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」とは、爾後取得財産条項を含む取引をすべて包摂する概念ではない。

もっとも、このことは、「フューチャー・キャッシュフロー」という概念が、爾後取得財産条項を含む債権譲渡をすべて包摂しきれないためではない。概念としては、広義の概念なのである。しかしながら、性質的には「フューチャー・キャッシュフロー」という概念に属するような財産であっても、他の個別具体的な概念・制度によって証券化がなされるものについては、わざわざ「フューチャー・キャッシュフロー」というあいまいな概念で整理するには及ばないということのようである。このことは、アメリカの議論を検討素材とする本稿でも、前提とせざるを得ない。

したがって、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」には、従来、何らかの理由で担保その他の金融取引の目的財産となりにくかった財産を、「フューチャー・キャッシュフロー」という概念に置き換えることに

---

*be the Key to the Gold for Music Industry Participants?*, 7 UCLA ENT. L. REV. 367, 393-396 (2000). 信用リスクについてのサンプリングが困難であるため、結局は個々の案件ごとに「テラー・メイド」せざるを得ないのであり、そのようなコストを支払って証券化の実益がある著作権はそれほど多くないというのである。

このような分析を裏付けるかのように、投資家サイドにおいても次のような指摘がある。知的財産の証券化はこれまでのところ、ほとんど生保に対する私募であったとのことであるが、その生保にも、「知財の証券化はセカンダリー・マーケットを形成するほど大きな市場ではなく、それゆえ、市況やその保険責任の状況に応じて、ポートフォリオを調整できないならならぬ生保にとって不利な投資商品である」との見方があるのだという。

知財の証券化の今後の見通しについては、楽観的な観測も散見され、今後の検討を要するところである。しかしながら、少なくとも現状においては、それほど進展がないというのが実情のようである。PTC Research Foundation of Franklin Pierce Law Center, *Appendix 5-The Secondary Market Function*, 41 J.L. & TECH. 429 (2002) (Conseco Capital MarketsのDouglas McCoy氏の発言として、「知財のABSは、十分に流動化できない (illiquid)。知財のABSについて、知っている人々は多くない。この種のビジネスの売主・買主の世界は、小さい。))。

よって、(証券化という)金融取引の対象として捕捉しようとする趣旨が根底にあるというべきである。

この点で、わが国における将来債権の証券化の議論とは、一線を画するものであることを、念頭に置く必要がある。

以下、本稿では、天然資源の採掘事業における収益の証券化を素材に、フューチャー・キャッシュフローの証券化に関する法的問題点と、その解決の可能性について、検討を試みたい。

## B 「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の問題点

事業性を有する資産を「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の手法によって証券化することについては、次のような問題点が指摘されているところである。

上述のように、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」は、事業の完成後に発生する収益(＝フューチャー・キャッシュフロー)について、トゥルー・セールを行うという仕組みをとる。しかし、そのトゥルー・セール性の確保について、不安要素が多いとする指摘が少なくないのである<sup>(21)</sup>。

かかる指摘の根底にあるのは、かかる天然資源の開発プロジェクトのリスク<sup>(22)</sup>が、一般的な証券化よりも高いことである。リスクに関して、次の

(21) See, Gordon, *supra* note 8, at 1338-39; Marke Raines & Gabrielle Wong, *Aspects of Securitization of Future Cash Flows Under English and New York Law*, 12 DUKE J. COMP. & INT'L L. 453, 459 (2002); Carl S. Bjerre, *Project Finance, Securitization and Consensuality*, 12 DUKE J. COMP. & INT'L L. 411, 416-17 (2002).

(22) Harrellらは、天然資源の開発プロジェクトのリスクについては、次のような判断要素があるとする。まず、証券化スキームについて、次の5つの要素を判断しなければならない。①目的財産の経営(management)および運営者(operator)が、リザーブを産出・開発するに十分な能力を有しているのか(経営能力に関するリスク)。②取引の資本構成との関係で(a)産出されるリザーブの割合、(b)SPVがリザーブを完全に開発するのに必要な資金をもっているか否か、(c)確定埋蔵量と推定年間産出量の割合から産出される Reserve Life Index(リザーブの性質に関するリスク)などのリスクを算定し

ような要素が指摘されている。

第1に、対象資産の内容について、2種類のリスクが存在する。すなわち、①採掘と埋蔵量。証券化対象たるフューチャー・キャッシュフローの価値は、産出されるリザーブ（＝埋蔵物など、産出されうる天然資源）の量・質・産出期間に依拠する。したがって、かかるフューチャー・キャッシュフローを裏づけとする証券にとって、これらの要素は、重要なリスクとなりうる。②価格。リザーブがキャッシュフローになるためには、採掘されただけではなく、売却されねばならない。これには、将来の市況が大きく影響する。

第2に、③対象資産であるフューチャー・キャッシュフローは、文字通り、将来発生する財産である。当該財産を発生させる事業者の経営・運営能力が重要である。

第3に、フューチャー・キャッシュフローの証券化は、外国に所在する天然資源採掘事業を対象とする場合が少なくない。そのような場合には、④通貨・為替リスクが伴う。⑤加えて、南米など政情不安の地にある天然資源を採掘する事業に関する証券化の場合、ポリティカル・リスクを考慮に入れねばならない（ポリティカル・リスク）。

以上のリスクに鑑みて、しばしば非常に手厚い信用補完措置が講じられ

---

なければならない。③事業の収益と、予想される支出の比率。④レバレッジ率、⑤事業の粗利益。また、埋蔵資源そのものに関して、3つのリスクを判断しなければならない。①生産リスク（＝ある年の採掘量が、その年の債務額を上回るか）、②埋蔵量リスク、③開発リスク。Harrell, *supra* note 14, at 898-99.

- (23) その原因については、次のような原因によるリスクの高さが指摘されている。対象となる事業の質が、石油やガスの採掘など、自然条件に左右されやすいものであることが少なくない。かかる事業においては、石油埋蔵量が投資家の評価の対象となった予測よりも、はるかに少ないといったリスクが存在する。原油市場など、天然資源の市場は、しばしば価格変動が激しい。環境法制などの改正によって、コストや産出量が大きく変わる恐れがある。See, Gordon, *supra* note 8, at 1338-39.

る<sup>(23)</sup>。とりわけ、過剰担保や、高い率のリコースは、トゥルー・セール性を否定する要因となりうる<sup>(24)</sup>。

また、債務返済率（債務の元利に充当すべきキャッシュフローの率）や、オリジネーターの財政状況やその債権を発生させる能力の維持を監視する趣旨の合意をなすことが多い。これらも、担保性を推認させるというのである<sup>(25)</sup>。

### C 小 括

以上の検討から、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」におけるトゥルー・セールの不確実さは、次のような問題状況を示しているものといえよう。

まず、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」とは、将来債権の証券化一般を意味するのではない。既に確立したスキームを用いることができるものについては、それぞれの個性に応じた合意（および、そこに適用される法理）が検討されている。「フューチャー・キャッシュフロー」という曖昧で広範な概念を用いるのは、右のような確立したスキームを持たず、対象資産の譲渡に適用される法制度についてもあいまいなものについてである。

それゆえに、現在「フューチャー・キャッシュフローの証券化」という概念で論じられる証券化取引は、未だ安定したスキームや市場を持たない取引であって、その分、未知の要因のあるリスクも多い。かかる対象資産を市場に受け入れられるようなレベルで証券化するためには、手厚い信用補完措置が必要になる。

---

(24) *See, Id.*; Raines & Wong, *supra* note 21, at 462-63 (2002); Bjerre, *supra* note 21, at 416.

(25) *Id.*

### 第三章 アメリカにおけるトゥルー・セール論の再検討

前章で検討したように、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」という概念で捉えられる証券化取引は、事業の収益性に着目した取引の中でも、とりわけ、リスクの高い取引であり、市場に受け入れられるために、信用補完を厚くする必要に迫られることが多い。

ところが、これに抵触するのが、従来論じられてきた証券化におけるトゥルー・セール論である。

本章では、アメリカにおけるトゥルー・セールの議論を再検討する。その上で、フューチャー・キャッシュフローの問題状況を解決する可能性として、如何なる方向性が存在するのか、検討を試みる。

#### A 証券化におけるトゥルー・セールの意義

まず、トゥルー・セールは、如何なる目的をもって証券化の仕組みに導入されるのか。

むろん、担保か売買かの一般的区別基準（その意味でのトゥルー・セール性）が必要とされる場面は、証券化の仕組みにおいてもいくつか存在する<sup>(26)</sup>。

---

(26) 特殊アメリカ的な目的としては、登録制度の多元性の歪みをつく「トラステイズ・アタック (trustee's attack)」の回避という目的が指摘されている。すなわち、アメリカ法においては、モーゲージ証券など、真性売買と担保のための譲渡とで求められる公示手段（モーゲージ法に基づく登録手続きと、UCC第9編に基づく登録手続きなど）が異なる場合がある。この場合、裁判所による譲渡の性質の再構成の判断が、債権譲渡の（適切な）対抗要件そのものを喪失させる結果となる。本稿では、この問題には、これ以上立ち入らない。

なお、とりあげる検討素材について付言しておく、以下に検討する要素に加えて、会計基準との関係が問題とされうる。しかし、直接には関係がないとみるのが支配的であるのに加え、独自の論点も多いので、本稿では立ち入らない。

(27) アメリカ連邦倒産法に基づけば、(倒産)債務者が保有する全ての財産は、

証券化に普遍的な問題としては、対象資産の価値の重要部分を構成するキャッシュフローの安定という目的がある。すなわち、オリジネーターが（企業再建型の）倒産手続きに入った場合、管財人の介入によって、キャッシュフローが狂うのである。いわゆる倒産隔離（bankruptcy-remote）の問題である<sup>(27)</sup>。

因みに、倒産隔離の要件としては、3つの要素が指摘される。①譲渡の法的性質が、トウラー・セールであり、破産裁判所による（担保への）再構成の対象とならないこと（上述）に加え、②破産裁判所による実態的併

---

倒産事件開始の申立ての時点で、財団財産となる（米倒 § 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、譲渡人の財団財産に編入されることとなる。そして、財団財産に編入された財産に関しては、申立てによる倒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（米倒 § 362）。もちろん、倒産事件開始前に設定されていた（対抗要件を具備した）担保権が、債務者の倒産事件の開始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裁判所の許可が必要とされている（米倒 § 363 (c) (2)）。しかしながら、当該債権のキャッシュフローは、倒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（米倒 § 361）、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（米倒 § 363 (e)）、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、倒産事件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。See, Bottini, 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) ; Shupack, *On Boundaries and Definitions: A Commentary On Dean Baird*, 80 VA. L. REV. 2273, 2296-97 (1994) ; Gregory R. Salathe, Note, *Reducing Health Care Costs Through Hospital Accounts Receivable Securitization*, 80 VA. L. REV. 549, 554-55 (1994) ; Kirk Cypel, Comment, *Federal Assignment-Backed Securities (Fast-Backs) : Financing Accounts Receivable Through Securitization*, 27 LOY. L. REV. 1195, 1200-01 (1994). 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。これが「倒産隔離 (bankruptcy remote)」と呼ばれる要素である。

合 (substantive consolidation) の対象とならないこと, ③詐害的譲渡の対象とならないこと, である。(2)実態的併合および(3)詐害的譲渡と異なり, (1)トゥルー・セール性が否定された場合の証券化への影響は, 元本部分にまで及ぶものではない。すなわち, トゥルー・セール性が否定されたところで, 担保権者と看做されるSPVは, 無担保権者になるわけではないのである<sup>(28)</sup>。しかしながら, 対象資産のキャッシュフローを重要な要素とする証券化取引における影響は甚大なのである<sup>(29)</sup>。

それでは, 証券化に関して, かかるトゥルー・セール性を確保するためには, 何が必要なのか。これは, 1990年代のアメリカの議論を中心に, 盛んに論じられた課題である<sup>(30)</sup>。

---

(28) ただし, 対抗要件の問題については, 前掲注 (26) 参照。

(29) 前掲注 (27) 参照。

(30) 裁判例から判断基準を抽出する議論 (=証券化におけるトゥルー・セール論) について, 本稿で参照しえた文献は, 以下のとおりである。PETER H. WEIL, ASSET-BASED LENDING: AN INTRODUCTORY GUIDE TO SECURED FINANCING 190-95 (1989); Steven L. Schwarcz, *Structured Finance: The New Way to Securitize Assets*, 11 CARDOZO L. REV. 607 (1990); Robert D. Aicher & William J. Fellerhoff, *Characterization of a Transfer of Receivables as a Sale or Secured Loan upon the Bankruptcy of the Transferor*, 65 AM. BANKR. L.J. 181, 182-84 (1991); Thomas E. Plank, *The True Sale of Loans and the Role of Recourse*, 14 GEO. MASON U. L. REV. 287 (1991); Stephen I. Glover, *Structured Finance Goes Chapter 11: Asset Securitization by Reorganizing Companies*, 47 BUS. LAW. 611 (1992); Financing Techniques, *supra* note 14, at 543; Derrick Allen Dyer, *The Impact of Dilution in Asset Securitization: Commercial Separation Anxiety*, 66 MISS. L.J. 407 (1996); Peter V. Pantaleo et al., *Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets*, 52 BUS. LAW. 159, 159 (1996); Jeffrey E. Bjork, *Seeking Predictability in Bankruptcy: An Alternative to Judicial Recharacterization in Structured Financing*, 14 BANKR. DEV. J. 119, 125 (1997); David Gray Carlson, *The Rotten Foundations of Securitization*, 39 WM. & MARY L. REV. 1055, 1063-64 (1998); Lois R. Lupica, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, 76 TEX. L. REV. 595 (1998) [hereinafter Lupica 1998]; Jessica L. Debruin, *Corporate Law: Recent Developments in and Legal Implications of Accounting for Securitizations*, 1999 ANN. SURV. AM. L. 367, 380-84 (1999); Gordon, *supra* note 8, at 1330-34; Lois R. Lupica,

もっとも、この議論が開始された1990年代初頭の段階では、証券化取引における（オリジネーターからSPVへの債権譲渡について）裁判例は存在しなかった。しかし、学説は、債権譲渡を伴う各種の取引に関する裁判例の分析を盛んに行い、一般的基準としてのトゥルー・セール性の判断基準の抽出を試みた。すなわち、各種の取引実態において、当事者自ら担保取引ではないと合意しておきながら、その後の裁判で、担保としての実態を推認されてしまう事態が生じうるのか、という点の分析を試みたのである。（この意味で、アメリカのトゥルー・セール論は、トゥルー・セール性の判断基準論というよりは、非トゥルー・セール性の判断基準論という性質を濃くもっている。以下、証券化におけるトゥルー・セール論と呼ぶ。）

## B 証券化におけるトゥルー・セール論の展開

### 1 先 例

証券化におけるトゥルー・セール論が先例とする<sup>(31)</sup>のは、1979年に第3巡回区連邦控訴裁判所によって判示されたMajor's Furniture事件判決<sup>(32)</sup>である。本件では、家具小売商Xが、その売掛債権を金融会社Yに継続的に売却し、資金調達を行っていた（1973年6月18日付で作成された合意文書に基づく）。その後、当該継続的契約関係が（事実上）解消され、回収金の一部の帰属をめぐる右合意内容が争われたという事案である。右合意文書は、当事者の意思が「XがYに売掛債権を「売却（sell）」する」

---

*Circumvention of the Bankruptcy Process: The Statutory Institutionalization of Securitization*, 33 CONN. L. REV. 199, 213-15 (2000) [hereinafter Lupica 2000]; Peter J. Lahny IV, *Asset Securitization: A Discussion of the Traditional Bankruptcy Attacks and an Analysis of the Next Potential Attack, Substantive Consolidation*, 9 AM. BANKR. INST. L. REV. 815 (2001); Minh Van Ngo, *Agency Costs and the Demand and Supply of Secured Debt and Asset Securitization*, 19 YALE J. ON REG. 413, 459-64 (2002).

(31) See, Plank, *Id.* 314; Bjork, *Id.* 130; Gordon, *supra* note 8, at 1330.

(32) Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp., 602 F.2d 538 (3d Cir. 1979).

ことにあることを明記していた。しかし、同時に、譲渡されたすべての売掛債権について、YがXに求償する権限（＝「完全なりコース」）を認め、各売掛債権がXによって完全に履行されるべき旨の保証（warrant）を求めていた（それゆえ、本件の売掛債権は、正確には、動産担保証券（chattel paper）（UCC1972年法典§9-105）としての性質をもつ。）。また、譲渡された個別の売掛債権のうち、60日以上履行遅滞が発生したものについて、YがXに買戻しを要求する権利（＝買戻特約）を認めていた。この買戻特約は、Xにとって不利な内容であった。X→Yの譲渡に際しては一定の割引価格が適用されるのに対して、Y→Xの買戻しに際しては（履行遅滞に陥っている）債務者が負担する債務の全額をもって引受けねばならないことになっていたのである。

1973年6月以降、右合意に基づいて、600本以上の個別売掛債権がYに譲渡され、そのうち73本がXによる買戻しの対象となった。Xは、1975年6月30日以降売掛債権の譲渡を止めていた。しかし、同年10月7日になって、Yから買戻特約の不履行を宣言（declare）されたため、Xは、本件訴訟を提起した。①売掛債権譲渡が（UCC第9編に基づく）担保であることの確認、および、そうすると清算義務（UCC1972年法典§9-502(2)）が生じ、譲渡と買戻しの利ざやが清算の対象となるため、②Yが取得した余剰金の返還を求めたのである。

本件判決は、争点を「「売買」がどのような場合に売買でなく担保（secured loan）とされるか」であると捉えたうえで、次のように判示した。「Yは、契約書の文言は、「売買（sale）」と「買い戻し（repurchase）」しかなく、当事者の意図は売買であると主張しているが、裁判所が「真正売買（true sale）」か「担保（security interest）」かを決定する任務を負う。」そのうえで、本件譲渡契約に、①フル・リコース（full recourse）条項、②各売掛債権についての保証を、③保証金（reserve）、④60日以上支払いがない売掛債権については費用を含めて「買い戻す（repurchase）」義務、YからXへの手紙により、一方的に契約条件を変更していること、

を挙げ、「Yは、譲渡人の債務不履行のリスクしか負わず、すべてのリスクをXに残しており、所有者としてのリスクないし義務を負っていない。」と判示した。

本判決を先例とするのは、本件事案に含まれる個別の条項に対する判断が有益であるばかりでなく、右のような判断枠組みそのものを明示した点にある。そして、証券化におけるトゥルー・セール論は、かかる判断枠組みを念頭に、その判断要素の抽出作業に取り掛かったのである。

## 2 取引実態における判断要素の抽出

以降の判例の蓄積を基礎に、アメリカ法におけるトゥルー・セール性の判断基準として、学説上、次のような判断基準が抽出されてきた。

### a 「リコース」

かかる要素の具体的判断基準として最も重要と考えられてきたのは、損失のリスク（Risk of Loss）に関する、いわゆる「リコース」に関する合意である。

#### ① 狭義の「リコース」

「リコース」とは、もともと、アメリカにおける伝統的な非占有担保制度であるモーゲージ法理の中で形成されてきた概念である<sup>(33)</sup>。モーゲージ権者は、モーゲージの実行手続きによって被担保債権の全額を回収できない場合、不足金判決（deficiency judgment）<sup>(34)</sup>を得て、モーゲージ設定者に対して人的責任を追及することができる。このように、担保権の実行に

(33) See, REAL ESTATE FINANCE LAW §2.1 (Grant S. Nelson & Dale A. Whitman ed. 4th ed. 2001). なお、周知のように、現在のアメリカ法では、モーゲージの法理が適用されるのは、不動産を目的財産とする場合である。しかしながら、UCC第9編成立前は、動産の非占有担保としても、モーゲージ制度が機能していた。

(34) 担保目的財産の処分代金が、支払われるべき債務額に不足する場合に、その不足額について担保権設定者に対して人的責任（personal liability）を負担させる判決である。Id.

よって被担保債権を十分に回収できない担保権者が、担保権設定者の人的責任を追及する権利のことを「リコース (= 求償権)」という。モーゲージにもとづく担保権者であれば(「ノンリコース条項」と呼ばれる特約によって排除しない限り)当然に有する権利である。

「リコース」が、債権譲渡に関して、真正譲渡か担保かの区別の基準となりうることは、夙に、UCC第9編の起草段階で論じられていたことである<sup>(35)</sup>。

UCC第9編は、(最初の公式草案である1952年法典の段階から)売掛債権(および1972年法典成立前における「契約上の権利」)について、担保としての譲渡のみならず、真正譲渡をも、「担保取引 (secured transaction)」ないし「担保権 (security interest)」として<sup>(36)</sup>包摂してきた。UCC第9編のもとで、両者の差異は、「デフォルト (default)」規定(1999年法典成立前の第5章、1999年法典における第6章)にある。(少なくとも、売買譲渡への適用がない動産担保権などを念頭に置いた場合)UCC第9編のデフォルト規定は、文字通り、債務不履行における担保権の実行手続きに関する規定である。ところが、売掛債権について真正譲渡を包摂した結果、特別規定が策定されるに至った。すなわち「担保権を生ぜしめた基礎たる取引が売掛債権、(契約上の権利)または動産担保証券の売買である場合には、担保に関する合意にその旨の定めがある場合にのみ、債務者は超過額について権利を有し、不足額について責任を負う」との規定である(1999年法典成立前のUCC § § 9-502 (2), 504 (2), 1999年法典のUCC § § 9-608 (b), 615)。「担保権」という名にも拘らず売買の実態を承認する故に、清算義務を原

---

(35) See, *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.*, 602 F.2d 545. See also, Mancini, *supra* note 30, at 879.

(36) なお、この点について問題となったのが、*Octagon Gas Sys., Inc. v. Rimmer (In re Meridian Reserve, Inc.)*, 995 F.2d 948 (10th Cir. 1993) 事件判決が巻き起こした波紋である。しかし、この問題については、1999年法典によって、立法的に解決されたとみることができ(1999年法典 § 9-318 (a))。本稿では、立ち入らない。

則から外しているのである。

右規定の解釈に関して、UCC第9編の主要な起草者であるGilmoreは、次のように説く。すなわち、「UCC第9編は、いかなる場合に売掛債権・契約上の権利・動産担保証券の譲渡が担保のために (for security) なされるのか、そして、いかなる場合に売買 (sale) であるのか、ということについて、言及を試みない。「フル・リコース (full recourse)」と「ノー・リコース (no recourse)」の間には無数の段階があるため、担保としての譲渡か売買かの決定は、裁判所に委ねるのが最善の策である。」としたうえで、「回収不能の売掛債権についてチャージ・バック (charge-back) ないしリコースの権利が存在しない場合、そして、不足金判決 (claim for a deficiency) を求める権利が存在しない場合、当該取引は売買と判示されるべきであり、UCC第9編第5章 (=デフォルト規定) の射程外と判示されるべきである。回収不能の売掛債権についてチャージ・バックの権利ないし不足金判決を求める権利が存在する場合、当該取引は担保と判示され、第5章がされなければならない。」<sup>(37)</sup>と述べる。このように、Gilmoreの見解は、少なくとも、フル・リコースがある場合、当該売掛債権の譲渡を担保と解するものであったとみることができる<sup>(38)</sup>。

裁判例において、リコースの程度に着目した先例は、前掲のMajor's事件判決である<sup>(39)</sup>。上述のように、同事件の合意には、「完全なリコース (full recourse)」の合意があった。以降、裁判例の蓄積によって、少なくとも「単一では最重要の要素」であることが明らかにされていった<sup>(40)</sup>。

加えて、直接的な「リコース」条項が存在しない事案であっても、「保

(37) GRANT GILMORE, 2 SECURITY INTERESTS IN PERSONAL PROPERTY 1230 (1965).

(38) See, Aicher, *supra* note 30, at 190; Mancini, *supra* note 30, at 880; Bjork, *supra* note 30, at n.26. *But cf.* Plank, *supra* note 30, at 320-22.

(39) See, Schwarcz, *supra* note 30, at 621; Aicher, *Id.* 186; Ngo, *supra* note 30, at 156.

(40) See, Financing Technique, *supra* note 14, at 543; Gordon, *supra* note 8, at 1333.

証」(a.②参照)や「買戻し」(a.③参照)といった異なる法形式をとりつつ、(リコース条項同様に)損失のリスクの移転がない場合には、やはり裁判所によって担保取引としての意思を推認される可能性の高いことが明らかにされていった。

## ② 弁済保証条項

狭義のリコース条項同様に、損失のリスクが移転していないことを示す事実として、判例上トゥルー・セール性の否定の根拠となると判断要素とされてきたのは、弁済を「保証 (guaranteeないしwarranty)」する旨の条項である<sup>(41)</sup>。すなわち、譲渡目的債権の元利に債務不履行が生じた場合に備え、譲渡人が債務者の元利の弁済について保証をしているという事実があった場合、担保取引の意思を推認させるとする基準である。なお、保証は、債権譲渡に関する契約における条項でなくとも、すなわち、別途の保証契約であっても、同様とされる<sup>(42)</sup>。

証券化のトゥルー・セール論において、保証がトゥルー・セール性の否定を推認させる判断要素となりうる可能性を示した先例も、前掲Major's Furniture事件判決である。ただし、同判決では、(既述のように)保証条項だけでなく、同時に、(狭義の)リコース条項も存在する事案であった。

その後、1983年のIn re S.O.A.W. Enterprises事件判決<sup>(43)</sup>においては、(狭義のリコース条項である)求償権や不足金判決に関する合意は見られない。本件事案が、いわゆるローン・パーティシペーションのかたちをとった事案であり、少なくとも契約締結段階においては、資金需要者A(=不動産販売業者かつ不動産売買代金与信者)と供給者Y(=金融機関)が、共に

(41) See, Aicher, *supra* note 30, at 187.

(42) See, In re Bowen, 5 U.C.C. Rep. Serv. (Callaghan) 261-62 (Bankr. D. Or. 1968); Malone v. Celeron Oil & Gas Co. (In re Currie), 57 B.R. 224, 225 (Bankr. M.D. La. 1986); Dewhirst v. Citibank (Arizona) (In re Contractor's Equipment Supply Co.), 861 F.2d 241, 245 (9th Cir. 1988).

(43) Castle Rock Industrial Bank v. S.O.A.W. Enterprises (In re S.O.A.W. Enterprises), 32 B.R. 279, 282-83 (Bankr. W.D. Tex. 1983)

貸主（参加融資者）の関係である旨の合意をなしていたからである。Aの破綻・倒産手続きにおいて、Aの管財人Xは、右契約がAの有する売買代金債権を目的財産とするY→Aの担保貸付であると主張。右合意がローン・パーティシペーションか、それとも、担保取引を意図したものが問題となった。本件判決は、「保証」契約の存在を根拠として、実質的な損失のリスクの移転を否定し、当事者の担保取引の意思を推認したのである。

さらに、（同じくパーティシペーションの形をとった合意の性質が問題となった）1987年のIn re Woodson Co.事件判決<sup>(44)</sup>も、右In re S.O.A.W. Enterprise事件判決を引用しつつ当事者の担保取引の意思を推認した。ここでの根拠となったのも、対象債権の債務者の弁済の如何にかかわらず（参加融資者であるはずの）資金需要者が資金供給者に毎月利息分を支払う旨の保証であった。

### ③ 「買戻し」条項・「譲渡目的債権差換え」条項

また、一種の「買戻特約」も、リコース同様の作用を果たし、損失のリスクが移転していないことを示す事実として、判例上トゥルー・セール性の否定の根拠となると判断要素とされてきた<sup>(45)</sup>。すなわち、譲渡目的債権について債務不履行が発生した場合に、譲受人が譲渡人に当該債権の買戻しを請求する権利を有する旨の特約条項である。同様の特約としては、債務不履行が発生した債権を譲渡人が引き取り、かわりに別の債権を差し入れる特約も見られるところである。

かかる判断要素の先例となったのは、これもまた、前掲Major's Furniture事件判決であった。繰り返しになるが、リコース条項や保証条項とともに、合意されていた内容であった。その後も、リコース条項 (a.①) ないし支払保証条項 (a.②) と共に、右「買戻し」特約をつけた債権

(44) Fireman's Fund Ins. Cos. v. Grover (In re Woodson Co.), 813 F.2d 266, 272 (9th Cir. 1987).

(45) See, Aicher, *supra* note 30, at 186-87; Gordon, *supra* note 8, at 1333-34.

譲渡契約について、裁判所が当事者の担保取引の意思を推認した裁判例が蓄積されている<sup>(46)</sup>。

以上のように、(広義の)「リコース」が、損失のリスク (Risk of Loss) の移転という点で、もっとも重要な判断要素となっていることは、争いがない。しかしながら、同時に、担保か売買かの一般的な判断基準としては、次の2つの点で、限界があることも、知られている。

第1に、(リコース条項が実質上も不存在であることが、売買のはずの契約を担保と再構成されるリスクを減ずることに争いはないものの) リコース条項があることが、必ずしも、担保たる経済的取引実態を示す根拠とはならないことである<sup>(47)</sup>。

この点で、先例的価値を有するのは、(UCC第9編成立前の先例であるが) 1933年のGeneral Motors Acceptance Corp. v. Mid-West Chevrolet事件判決<sup>(48)</sup>である<sup>(49)</sup>。本件では、契約締結段階において、次のような(口頭による)合意がなされていた。すなわち、「Y(金融会社)が、X(自動車ディーラーかつ売買代金与信者)に4年間の間毎年50万ドルの貸付 (loan) を行う。借主は、担保として、自動車の売却代金に関する条件付売買契約証書(→UCC第9編成立前の制度にもとづく、一種の所有権留保によって付保された売買代金債権)を、Yに預ける (deposit)。右条件付売買契約はXによって無条件に裏書され、完全なリコースがなされる。」といった合意である。本件で争われたのは、その利息に相当する金額であった。Xは、右契約が文字通り担保であり、そうすると本件利息は高利にあたると主張した。そ

---

(46) See, *Bear v. Coben* (In re Golden Plan of Cal., Inc.), 829 F.2d 705, 708-09 n.2 (9th Cir. 1986); *Ables v. Major Funding Corp.* (In re Major Funding Corp.), 82 B.R. 443, 449 (Bankr. S.D. Tex. 1987).

(47) See also, *Aicher*, *supra* note 30, at 188;

(48) *General Motors Acceptance Corp. v. Mid-West Chevrolet*, 66 F.2d 1 (10th Cir. 1933).

(49) See, *Plank*, *supra* note 30, at 337.

れに対して、Yは、(上記合意内容にもかかわらず) 本件合意は、条件付売買証書の売却を意味し、利息相当額は、売買契約における約因 (consideration) としての対価であると主張した。そして、本件判決は、(上記のように) 100%のリコース条項があったにもかかわらず、(また、口頭の合意で担保であるという意思表示がなされていたにもかかわらず) 同契約を売買の実態をもつものと判示しているのである。以降も、リコースがあるにもかかわらずトゥルー・セール性を推認した裁判例は少なくない<sup>(50)</sup>。

第2に、経済的実態の側面として、どの程度のパーセンテージのリコースがあれば、危険領域となるのかが、明確な線引きが困難であることである<sup>(51)</sup>。

なお、この点に関しては、次のような指摘がある。すなわち、一般に、経済的実態との関係で考えた場合、リコースには、次の4類型があるという。①元本の回収不能 (uncollectibility) に関するリコース、②利息の変動に起因するリスクないし期待される回収率よりも低いことに起因するリスクを除去するためのリコース、③収益保護 (yield protection) のためのリコース、④信用の質にかかわらない保証としてのリコースである。そして、前2者 (①②) については、売買としての合意を再構成される恐れが高く、後2者 (③④) については、裁判所の判断基準としては採用されないとする見解である<sup>(52)</sup>。

#### b 譲渡目的財産の対価の算出方式

また、(損失のリスクの移転の有無に関して) 対価として譲渡人に譲渡目的財産のフェア・バリューが与えられているかという判断要素が指摘され

(50) See e.g., *Starker v. Heckart*, 267 P.2d 219 (Or. 1954); *Indian Lake Estates, Inc. v. Special Inv. Inc.*, 154 So.2d 883 (Fla. Dist. Ct. App. 1963); *Investors Thrift v. AMA Corp.*, 63 Cal. 157 (Cal. Ct. App. 1967); *Goldstein v. Madison Nat'l Bank*, 807 F. 2d 1070 (D.C. Cir. 1986).

(51) See, Harrell, *supra* note 14, at 917.

(52) 1 SECURITIZATION OF FINANCIAL ASSETS § 5.03 (Jason H. P. Kravitt, ed. 2d ed. 1996).

ている。すなわち、譲渡目的財産の対価が、市場価値 (fair value) に見合うように算出されているのかが問題となる<sup>(53)</sup>。

価格決定方式が、売買か担保かの区別の基準となった先例としては、夙に、1916年の連邦最高裁判決であるHome Bond Co.事件判決<sup>(54)</sup>がある<sup>(55)</sup>。事案の概要はこうである。ふたつの会社A1・2 (→後の倒産手続きにおいて併合され、ひとつの財団を構成している。)が、Yと「売掛債権をYに売却する」旨の契約を締結し、資金調達を行った。その後、Aの破綻・倒産手続きに際して、管財人Xは、「YとAの取引は実質上売掛債権の売買にはあたらず、単に金銭の貸付 (loan) を構成するに過ぎない」「そうだとすれば、実質年利24%を超えることになり、不法な高利 (usury) に該当する」と主張。その根拠となったのは、(譲渡後も譲渡人A1・2が売掛債権の回収等のサービス業務を継続することになっていたところ)「サービス業務手数料 (Service Charge)」という名目で合意されていた報酬であった。連邦最高裁は、右合意内容から担保取引の意思を推認した連邦控訴裁判所の判決を支持。上訴を棄却した。

証券化のトゥルー・セール論において、UCC第9編に基づく債権譲渡について、この判断基準の抽出の基礎となったのは、前掲Major's Furniture事件判決であった。そこから、「商事貸付合意 (commercial loan agreement) においてみられる種類の変動利率インデックス (例えば、プライムレートなど) に基づく価格決定は、担保ローンを推認させ得る。購入価格が債権の期待される回収ではなく実際の回収を反映して適及的に調整される場合、当該価格決定方式は、担保ローンを推認させる要素となりうる。」「真正譲渡に対してもっとも近い手段としては、SPVは、SPVの資金

(53) See, Schwarcz, *supra* note 30, at 622; Aicher, *supra* note 30, at 162; Financing Technique, *supra* note 14, at 546; Ngo, *supra* note 30, at 158.

(54) Home Bond Co. v. McChesney, 239 U.S. 573 (1916).

(55) See, Steven L. Schwarcz, *supra* note 30, at 622 n.51 (1990).; Glover, *supra* note 30, at n.39. See also, Dorothy v. Commonwealth Commercial Co., 116 N.E. 143 (Ill. 1917).

調達コストをカバーするよう計算された割引額で、債権を購入することになる。割引額は、各売買で固定され、実際の資金調達コストをカバーするために遡及的に調整されないことになる。」<sup>(56)</sup>といった判断要素が抽出されたのである。

その後、前掲In re Woodson Co.事件判決<sup>(57)</sup>でも、算定基準が問題とされた。また、1992年に判示されたIn re Coronet Capital事件判決<sup>(58)</sup>も、やはり、独立した鑑定人によって公正な市場価値で設定された売却価格といえるかどうかを判断基準とした。

### c 所有者としての利益の移転

リスクのみならず所有者としての利益が譲渡人に残っているという要素も、担保を推認させる要素となる。ここでの主たる問題は、譲渡人が「余剰を回収する権利 (any surplus collections)」を保持する、譲渡人が買戻す権利を有する、あるいは、譲渡人が他の資産を譲渡対象資産と取り替える権利を有するといった判断要素である<sup>(59)</sup>。

#### ① 余剰金を回収する権利

譲渡人が「余剰を回収する権利 (any surplus collections)」を保持することも、所有者としての利益の移転の欠如を伺わせ、担保取引としての意図を推認させる判断要素となりうる。

先例的意義を有するのは、1980年のIn re Nixon Mach事件判決<sup>(60)</sup>である<sup>(61)</sup>。機械の販売業者（→後に倒産）が機械の売買代金債権（＝売却した機械によって付保されており、動産担保証券としての性質をもつ）を金融会社に売却する旨の契約のトゥルー・セール性が争われた事案である。ただし、本件には、別途、売買目的債権に債務不履行が発生した場合に、譲受人が譲渡人

(56) Aicher, *supra* note 30, at 193.

(57) In Fireman's Fund Insurance Cos. v. Grover (In re Woodson Co.).

(58) In re Coronet Capital Co., 142 B.R. 78, 80 (Bankr. S.D.N.Y. 1992).

(59) See, Schwarcz, *supra* note 30, at 622 ; Lupica2000, *supra* note 30, at 213.

(60) In re Nixon Mach. Co., 6 B.R. 847 (Bankr. E.D. Tenn. 1980).

(61) See, Schwarcz, *Id.* 622.

に対して「フル・リコース」を請求する権利を有する旨の特約<sup>(62)</sup>も存在した（上述a.①参照）。

1982年のIn re Evergreen Valley Resort事件判決<sup>(63)</sup>もまた、譲渡債権が一定額に達しない場合には譲渡人が不足額を補填する（pay the balance）旨の合意（a.②）がある事案においてであるが、余剰金を回収する権利を判断要素として認定した。

本件の事案はこうである。X（会社）は、Yに12000ドルの債務を負い、その担保として、Aの保有する不動産にモーゲージを設定していた。その後、Xは、Yの合意のもと、モーゲージ目的不動産を売却し、現金で支払われた代金の一部を右被担保債権に充当すると共に、その後に支払われる代金の当座預金口座（reserve account）についての預金債権を、「20万ドルに充るまで」という条件でYに譲渡した。なお、右受取勘定には、モーゲージ目的不動産の売却前においても、約束手形としてYに交付されていた被担保債権の引落がなされるべき預金口座であった。また、右口座には、銀行に対する担保として、引落額の20%に相当する金額が留保されていた。その後Xが倒産手続きを開始し、自ら「占有を有する債務者」となった。倒産事件開始時点における余剰金が破産財団に属するか否かが争われたのが本件である。本判決は、譲渡債権が一定額に達しない場合には譲渡人が不足額を補填する（pay the balance）旨の合意（a.②）を重要な判断要素としつつ、加えて、口座内の預金をすべて譲渡したのではないことを、担保の意思を推認する判断基準に挙げた。

さらに、同年のIn re Hurricane Elkhorn Coal Corp事件判決<sup>(64)</sup>は、リコース条項や保証条項のような損失のリスクの移転の不存在を匂わせる条項が存在しない事案について、当事者の担保取引の意思を推認した。

## ② 「買戻し」特約

(62) *Id.* 848.

(63) In re Evergreen Valley Resort, 23 B.R. 659 (Bankr. D. Maine 1982).

(64) In re Hurricane Elkhorn Coal Corp., 19 B.R. 609 (Bankr. W.D. Ky. 1982).

上述のように、「買戻し」条項は、リコースの一種として、損失のリスクの移転の一要因となることが多い(a.③)。しかしながら、目的財産の価値に余剰が発生した場合に、譲渡人が目的財産を買い戻す権利を有する旨の「買戻し」条項は、所有者の利益の移転の問題となる。

かかる判断要素の抽出に際しては、アメリカの担保制度に関する各制定法における債務者の担保財産受戻権に関する規定が参照されたようである<sup>(65)</sup>。たとえば、UCC第9編は、人的財産担保権について、「担保権者が・・・担保財産を処分し、もしくは処分のための契約を締結するまで、または、・・・債務が消滅するまで、債務者ないしその他の担保権者は、(被担保債権、各種費用等を支払って)担保目的財産を受戻することができる」と規定してきた(1999年法典前の§9-506、1999年法典§9-623も同様)。さらに(各州によって規定される不統一の制定法であるが)不動産モーゲージに関する各州の制定法においては、受戻制度は、平均して1年程度の「制定法上の受戻期間(statutory redemption)」を規定する強行法規によって、政策的に保護されてきた<sup>(66)</sup>。以上の制定法における受戻し制度を背景に、「受戻しないし買戻しの権利が存在しないことは、債権譲渡のトゥルー・セール性を推認させるに有利な要素(factor)である」という認識がもたれるに至ったのである<sup>(67)</sup>。

#### d 目的財産の支配(control)の移転

さらに、(決定的な要素というわけではないが)譲渡後、譲渡人が譲渡目的債権の回収などのサービス業務を継続していることが、担保としての当事者の意思を推認させやすいとの指摘がある。

これは、一般的に言って、資産の完全な譲渡と譲渡資産に譲渡人が支配

(65) See, Schwarcz, *supra* note 30, at 622; Lupica2000, *supra* note 30, at n81.

(66) 制定法上の受戻権制度については、拙稿「アメリカにおける収益型不動産担保制度(1) —コマーシャルモーゲージ制度の発展過程」比較法学36巻2号1頁(2003年)38頁以下およびそこで引用した諸文献を参照されたい。

(67) かかる判断要素を用いた裁判例としては、*Levin v. City Trust Co. (In re Joseph Kanner Hat Co.)*, 482 F.2d 937, 940 (2d Cir. 1973)。がある。

(control) を維持していることは矛盾するという趣旨である。とりわけ、譲渡人の一般財産と、サービス業務によって回収した換価金 (proceeds) が混合 (commingle) しているような場合には、担保取引としての意思を推認させやすいとされる<sup>(68)</sup>。

もっとも、目的財産の支配の移転がないからといって、それだけで (すなわち、上述a. およびb. の損失のリスクや利益の移転が認められるにもかかわらず) 売買としての意思を否定される判断要素にはならないようである。裁判例においても、目的財産の支配の移転を判断要素として言及するものも少なくない。しかしながら、必ず、別に損失のリスクや利益の移転についての判断が存在する<sup>(69)</sup>。

### 3 証券化におけるトゥルー・セール論の意義と「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の問題状況

証券化のトゥルー・セールの確保を目的とした、以上の判例研究は、主として、1980年代後半から1990年代半ば頃を中心に積極的に展開された。そして1990年代半ばには、概ね上述の判断基準が抽出されるに至った<sup>(70)</sup>。それ以降の研究をみても、上述の判断基準自体については、今のところ、若干の新たな裁判例を付け加える程度に留まっている。

証券化におけるトゥルー・セール論が、一般的に売買か担保かを区別するための議論として、上述の判断基準を抽出したことには、一部に批判もある。代表的な例としては、(アメリカ連邦倒産法の研究者である) Carlson の1998年論文<sup>(71)</sup>を挙げることができる。「真正売買と担保の線引きにあた

(68) See, Aicher, *supra* note 30, at 193.

(69) 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) ; In Ables v. Major Funding Corp. (In re Major Funding Corp.), *supra* note.

(70) かかる判断基準を簡潔にまとめ、アメリカの実務家にとっての指針となると評価されるのは、Financing Techniques, *supra* note 14.である。この点については、小林2003年論文・前掲注(4) 38頁以下参照。

り、裁判所は、契約そのものにおける胡散臭い自己に有利な供述に対して、疑念を膨らませてきた。かわって、裁判所は、取引のエッセンスを発見するという形式を貫いてきた。」ことを前提として認めつつも、ノンリコースといった具体的な基準は「不幸にして、譲受人が主張してきた、ラインをぼやかすようないろいろな種類のデバイス」にすぎず、真の判断基準は、裁判所による「市場の変動のリスクをだれが負担するかについての判断で決まる」とする（→なお、Carlsonは、加えて、破産裁判所の特殊性も主張する）。その根拠として、ノンリコース条項がある場合でも、必ずしも担保と推認されるわけではないことをあげる。しかしながら、かかる批判は、証券化におけるトゥルー・セール論の意義を正確に捉えた批判であるとはいえない。

大方の学説は、トゥルー・セール論による判断基準の抽出の意義を認める。「少なくとも、この線を越えなければ、売買の意思でなしたはずの契約を、裁判所によって、担保の意思ありと再構成（recharacterization）されるおそれはない」という安全領域（safe harbor）を抽出するのに成功したと評価することができるとの認識である<sup>(72)</sup>。さらに、かかる議論の方向性は、倒産法の改正立法による一定の「トゥルー・セール・セーフ・ハーバー」の創設に向かうとする<sup>(73)</sup>。

「フューチャー・キャッシュフローの証券化」の領域においても、かかるトゥルー・セール論の意義を忠実に反映した見解が見られる。たとえば、Gordonの2000年論文は、証券化のトゥルー・セール論において、リ

(71) David Gray Carlson, *The Rotten Foundations of Securitization*, 39 WM. & MARY L. REV. 1055, 1063-64 (1998).

(72) See, Schwarcz, *supra* note 30, at 619, New Developments, *supra* note 19, at 102.

(73) Steven L. Schwarcz, *The Impact of Bankruptcy Reform on "True Sale" Determination In Securitization Transactions*, 7 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 353 (2002). なお、これまでの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』587頁（信山社・2000年）が詳しい。

コースの判断基準が最も重視されているとの認識を基礎に<sup>(74)</sup>、リコースないしそれと同様の実質をもつ条項を排除すべきであると説く。すなわち、「リコースを提供するかわりに、フューチャー・キャッシュフローの証券化はリスクをその価格（price）に計上すべきである。」とする。その上で、次のように続ける。リコースなどの信用補完措置を欠く結果、その価値が大幅に下がれば、コストのかからない資金調達手段にはなりえず、オリジネーターは証券化による資金調達の経済的効果を失うかもしれない。しかし、それは、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」のスキームの限界であると<sup>(75)</sup>。Gordonの見解は、トゥルー・セールの意義を正面から捉え、それに忠実に従った見解であるといえよう。

しかし、疑問も残る。真正売買か担保かの区別の基準を抽出する意義としては首肯できるが、はたしてそんなに窮屈なものだろうか。安全領域に留まる（＝トゥルー・セール論で抽出された要素を含まない）契約によって、市場に受け入れられる証券化取引を組成できるのであれば、問題がない。しかし、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」においては、それが困難な場合もありうるのである。そのような場合（＝セオリーどおりにいかない場合）に、真正売買の判断基準はいかに作用するのであろうか。

### C 安全領域を逸脱せざるを得ない取引事例における 裁判所の真正売買性判断

ここでは、上述の状況における判断基準として、アメリカの裁判例においても、「主観的意思」が、安全領域を留まらない場合の補充的判断基準として活用されうることを指摘しておきたい。

このような可能性を示す裁判例として注目されている<sup>(76)</sup>のは、1986年の

(74) Gordon, *supra* note 8, at 1334.

(75) *Id.* 1342-43.

(76) See, Jeanne L. Schroeder, *Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.*, 46 SYRACUSE L. REV. 999,

In the Matter of Bevill事件判決<sup>(77)</sup>である。

本件は、いわゆる「レポ (Repo)」取引<sup>(78)</sup>において、譲渡のトゥルー・セール性が問題となった事案である。「レポ」とは、典型的には、次のような仕組みをもつ金融取引である。譲渡人 (S) から譲受人 (B) に証券 (security) が、現物売買 (present conveyance) される。その際、対価として、現金 (cash) の交付とともに、買戻し特約が付けられる。すなわち、Bが将来において同等の証券 (equivalent security) を売却し、それをSが買い取ることを要求する未履行契約である。

本件は、Bの破綻・倒産手続き (米倒第11章) において、レポ契約 (レポおよびリバースレポに関する合意) に基づく権利の帰属が争われた事案である。その重要な争点は、レポ契約に基づく権利が売買か、担保かという点であった。

本件では、合意内容として次のような条項の存在が認定されていた。① 売買価格ないし元本にあたる金額に加え、利息に当たる固定利率の金額の合意がある。② 買戻し特約がある。③ 買戻し権が行使されない場合、譲受人は通知なくして譲渡目的証券を最善の価格で売却する旨の合意がある。④ 譲渡人は譲渡目的証券の利回りに対する権利 (coupon interest) を保持している。⑤ (リバースレポの場合) 譲受人は、市況に応じて、付加的なマージンを要求する権利を有する。⑥ (レポの場合) 差換特約がある。

---

1010-14 (1996); Pantaleo, *supra* note 30, at 196; Bjork, *supra* note 30, at 134-36.

(77) Cohen v. Army Moral Support Fund, 67 B.R. 557 (Bankr. D. N.J. 1986).

(78) Repoとは、Repurchase Agreementの略語である。もともと、レポ市場は、20世紀のはじめにFEDによってつくられた取引であるが、活発に利用されるようになったのは、1970年代後半以降であるという。アメリカにおけるレポ取引およびその経済的機能については、次の文献を参照。SECURITIES LENDING REPURCHASE AGREEMENTS 15 (Frank J. Fabozzi ed. 1997)。および、マーシャ・スティガム (榊原英資監訳) 『レポ・リバース市場—貸し債券市場の実務』 (東洋経済新報社・1990年)、エレン・テイラー (日本興業銀行総合資金部訳) 『レポ市場ガイド—米国レポ取引の実際』 21頁以下 (金融財政事情研究会・1997年)。

本判決は、次のように判示した。「レポおよびリバースレポは、混合的な (hybrid) 取引であり、担保の種類にも売買の種類にも、ぴったりとは当てはまらない。」「レポおよびリバースレポ取引が、担保に似た機能を担っているのは疑いのない事実である。」しかしながら、「レポおよびリバースレポの合意の適切な性質は、個々の取引における経済的実態の評価のみに依拠するものではない。そうではなく、当該取引が行われる市場全体 (entire market) の文脈に照らして判断される当事者の意思が、決定的な判断要素 (controlling consideration) である。」。

Bevill事件判決を先例とし、レポをトゥルー・セールとする判断は、その後の裁判例にも、受け継がれている<sup>(79)</sup>。

本判決は、一見、証券化におけるトゥルー・セール論の基礎的な立場に矛盾するようにもみえるかもしれない。しかしながら、本判決も、単なる契約文言上の宣言のみから当事者の意思を推認しているわけではない。やはり経済的取引実態を考慮して当事者の意思を(黙示の意思を含め)判断しているのである。そのうえで、既存の個別の要素に依拠するのではなく、「市場全体における位置づけ」という判断基準を用いているのである。すなわち、証券化におけるトゥルー・セール論が抽出した基準は、安全領域の確保に尽きる。ここで抽出した要素たる条項を含む取引が、直ちに真正売買性を否定されるわけではない。その場合には、原則に戻って、(当該取引の市場の実態を背景とした) 個別の経済的実態が考慮されるのである。そして、「この要素が存在しなければ安全」というセーフ・ハーバーを形成するような判断要素には至らないものの、個別の経済的実態においては、取引当事者の意思が十分に考慮される要素であるといえよう<sup>(80)</sup>。

(79) See, *Wyle v. Howard, Weil, Labouisse Friedrichs (In re Hamilton Taft & Co.)*, No. C95-1612-SI, 1995 U.S. Dist LEXIS 15576, at \*8 (N.D. Cal. Oct. 12, 1995); *Jonas v. Farmers Bros. Co. (In re Comark)*, 145 B.R. 47, 53 (Bankr. 9th Cir. 1992) (citing *Cohen*, 67 B.R. at 586-87).

(80) かかる当事者の意思の重要性については、イギリス法におけるトゥルー・セールの判断基準からも伺われるところである。See, *Welsh Dev. Agency v.*

## 第IV章 結 語

以上、本稿では、事業性ある証券化の基礎として、類似の裁判例からトゥルー・セール判断基準を抽出する議論（＝証券化におけるトゥルー・セール論）に必要性を認めつつ、それでもあえて安全領域を逸脱した証券化取引を必要とする領域において、当事者の意思が補充的に機能することを検討してきた。

証券化におけるトゥルー・セール論の意義は、売買か担保かの確定的な境界線を抽出することにあるわけではない。少なくとも、この線を越えなければ、担保と再構成されることがない、という安全領域の境界線を抽出することにあるのである。そして、その安全領域の境界線の外側においても、証券化取引は不可能ではないのである。もちろん、安全領域の外側であるから、必ずしも、真正売買の意思を再構成されないという保証のない、未知の領域である。しかしながら、一定の経済的合理性を有する取引であって、当事者の意思が明確であれば、担保取引によく見られる合意条項・取引の経済的実態を構成する要素があるからといって、直ちに、当事者の意思が否定されるわけではないのである。

もちろん、さらに進んで、当該経済的合理性について、何らかの基準

---

Export Fin. Co., 1992 BCLC 148, 1992 BCC 270 (C.A. 1991)。また、わが国の議論においても、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1072号48頁（1995年）53頁以下。

が、安全領域を画する新たな判断要素として抽出されるのであれば、それに越したことはない。しかし、そこに至るまでには、隙間領域がある。「フューチャー・キャッシュフローの証券化」がアメリカの証券化におけるトゥルー・セール論に提起した問題からの示唆は、この点にあらう。

近年、わが国においても、マイカル事件をひとつの契機として、わが国の裁判例の中から「真正売買」の判断基準を抽出しようとする議論が急展開を見せている<sup>(81)</sup>。このような方向性に与するにしても、そこで抽出した(従来の裁判例に基づく)判断要素を如何に位置づけるか(→とくに取引当事者の意思の関係で)という点には、慎重を要する。証券化には、(わが国の資金調達手段の多様化の要請を受けた)「事業の収益性に注目した金融取引」のような、従来の経験の乏しい新たな取引領域を担わせることが、期待されているからである。この点で、上述のアメリカの議論は、まさにわが国がこれから直面しうる問題状況を先取りした議論であるといえ、示唆に富む。

さて、残された問題は、あえて安全領域を逸脱したトゥルー・セール・ストラクチャーをとらざるを得ないという証券化取引が、事業性ある資産の証券化市場全体においてどの程度一般的な問題状況なのかという点である。本稿では、事業収益に着目した証券化取引として、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」のみを取り上げてきた。そして、「フューチャー・キャッシュフローの証券化」という仕組みを用いる事業性ある資産の証券化は、萌芽的性質をもつやや特殊な領域なのである。少なくとも、現在の議論においては、天然資源の採掘を目的としたプロジェクトの証券化のみを指定した領域である。一定の定着をみせ、もはや「フューチャー・キャッシュフロー」という概念で整理する必要なくなった取引領域をも素材に加え、事業性ある資産の証券化一般における位置づけを検討する必要がある。次稿の課題とする。

---

(81) 前掲注(4)参照。

〔付記〕 本稿は、早稲田大学特定課題研究助成費（2003A-514）による研究成果の一部である。