

証券化と倒産隔離をめぐる理論状況

高橋 正彦（横浜国立大学）

資産流動化・証券化は、本来、信用リスクをコントロールする金融技術という意味で、クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての性格を有している。特に、リーガル・エンジニアリング（法工学）的な観点からは、流動化・証券化スキームがオリジネーター（原資産保有者）の倒産手続に巻き込まれない、という意味での「倒産隔離」(Bankruptcy Remoteness) 性を実現することが重要となる。

この意味での倒産隔離性の法的構造は、オリジネーターからSPV（特別目的媒体）への資産譲渡に係る対抗要件の具備、資産譲渡の「真正売買」(True Sale) 性、倒産管財人による否認リスクの回避、という3段階から成っている。これらのなかでも、真正売買性、すなわち、「資産譲渡が売買か担保か」という問題が、中心的な論点として議論されてきた。こうした法的な真正売買性（逆にいえば担保取引性）の程度は、経済的には、オリジネーターの信用リスクの遮断（逆にいえば残存）の程度を反映しており、資産流動化の本質に関わる要素といえる。

従来の真正売買論は、米国での議論の影響も受けて、真正売買性のメルクマールとなる様々なファクターに関して、総合的に判断するというものであった。ただ、最近では、真正売買をめぐる議論は、新たな方向に展開し、一段と深化してきている。

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

こうした近時の有力説が重視する担保権の要件は、民事訴訟に関わる要件事実論でいえば、担保取引に係る主要事実に対応する。一方、従来の真正売買論が挙げる様々なファクターは、そうした主要事実を基礎付ける間接事実群に対応する。両者は、排斥し合うものではなく、両立・補完し得るものと考えられる。今後は、様々な種類の流動化スキームに応じた真正売買性の要件を、主に間接事実群のレベルで構築していくことが課題となろう。

なお、2005年初に施行された新・破産法には、資産流動化・証券化に関連する規定が含まれており、これらにより、法的不確実性がある程度低減された。ただ、流動化・証券化と倒産隔離をめぐるっては、真正売買性の基準を含め、残された問題も少なくない。