

高度ファイナンス取引…「倒産法の尽きた」ところにある契約法を考える

——証券化、デリバティブ取引、ルポ取引などをめぐって——

竹内康二

1 近時のファイナンス取引の一つの画像

(1) まずは、取引は、国境を越えた世界規模の資本市場で起こり、多数あるいは少数の高額投資家を巻き込むことである。しかし、投資家は、株式、債券、債権など金融資産からの収益、譲渡益、配当、残余財産分配を期待する受動的な投資家（個人、法人）である。ファイナンス取引の権利主体は、多くの場合に、多数投資家から拠出された資金あるいは資本そのものでしかないのに、これに権利主体性が付与される。まさに、資本として躍動し、資本の論理を極限に追求する。そして、投資家から拠出された資金あるいは資本そのものである権利主体に代わって、積極的に資金を管理、運営する自然人たる管理者、専門家が必要であるが、その者も、直ちに現金あるいは資本の直接の管理者、専門家（業務執行者）であることは少なく、いくつかの階層を構成する擬制された管理者、専門家を経て、いずれかの最終階層にある特定の優秀な自然人である管理者、専門家（業務執行者）に委ねられる。このような、自然人たる管理者、専門家は、投資家の利益の最大を追求することが使命である。これ以外の価値の追求は、その者にとって、おそらくまったくの無

用の事柄である。管理者、専門家は、成果に応じて、自らの報酬、対価を得る。つまり、その全体的特徴は、資金、資本を提供する者は、管理、運営、経営に関与をしない無責任の投資家であり、管理、運営、経営にあたる管理者、専門家は、資金、資本からの収益、譲渡益、配当、残余財産分配については責任を持つが、収益、譲渡益、配当、残余財産分配の源泉である現業、事業については無責任の管理者である。現業、事業の責任を負う者は、事業責任者、経営責任者として、別の個人が準備されているのである。しかし、事業責任者、経営責任者は、事業と経営につき、投資家、そして投資家の管理者、専門家により完全に支配される。譲って、事業、経営の全部を支配されない場合でも、事業、経営の重要資産、重要な収益関係は、支配される。思うに、ファイナンス取引の一大現象は、資本による支配（資本の委託を受けた管理者、専門家の支配）と、そのように支配する者の無責任である。つまり、「支配と責任の分離」（筆者の造語ではない。）が顕著となる。会社において、「所有と経営の分離」が一大現象であることと比較すれば、類似する点がないではないが、それでも、会社では、事業、財産の管理者（経営者）が常に責任（対会社責任、第三者責任）を負うことや、所有者（株主）が、時に、少数株主に対し（株主権濫用の責任 obligation of majority shareholder to minority. Zahn v. Transamerica Corporation, 162 F. 2d 36 (3rd Circuit, 1947)）債権者に対し（配当可能原資がない場合の責任など）、あるいは生活関係、環境関係の価値をめぐる従業員、地域社会などの利害関係者（stakeholders）に対して責任を負うこと（そのような法的構成が不可能ではないこと）と比べると、ファイナンス取引では、支配者（所有者、管理者、専門家）の積極的な無責任構造、無責任関係、つまり「支配と責任の分離」が鮮明である。

(2) 更に、なにかが強行法規であるかは、一義的に明確ではないから、ファイナンス取引では、まずは、契約による複雑で高度の独自の秩序を次々と設計し、実施し、強固な城壁を備えておくことの利点が計算され実行される。利益保護の城壁が不十分であれば、投資家への金融商品としての格付けが下がる。低い格付けでは、欠陥商品であり投資家から敬遠され、資金確保は失敗する。企画者（つまり、資金の管理、運営をなす専門家）は、手数料、中間利益追求の機会を喪失する。また、新たな事業や、再建をめざす事業、経営に与る必要資金が得られない。資本主義の全体にとってマイナスであるとも観念される。このような思惑、配慮から、時に過剰な防御措置、城壁を施した条項からなる多くのファイナンス取引があり、莫大な財貨が動いている。模倣され、頻繁化する。そして、このような取引の構造が、法的に妥当、適正であるかの公正な判断は、多くは、訴訟という費用と労苦と時間のかかる過程を必要とし、その実現は、勝訴という確度の低い出来事に頼らざるを得ない。特に訴訟が多くない我が国では、必然的に取引先行型、取引指導型となる。つまり、取引先行、先行現象の単純追従からなる「外観上の通説化」（筆者の造語）が鮮明である。裁判外で謳われる法遵守の思想も、相変わらず、その現状は、けが人を後に残して経済が進行するとの実情の前にむなしいところがあるが、ファイナンス取引においては、自主ルールそのものが、契約として成立し、かつ、緻密に構成されているので、「契約の遵守＝法の遵守」として捉えられており、契約法とは別に、一般法の遵守は、特に意識されない。

(3) ファイナンス取引の契約秩序と張り巡らされた城壁とは、実は、信用破綻の極限である倒産手続きにこそ向けられているといつて過言ではない。倒産手続を自己には無益有害なものとして回避し、倒産手続外に取引行動を置いて完璧に防御することにその心血をそそぐの感がある（「倒産隔離技法」。bankruptcy remote-ness）。倒産隔離技法の巧拙により金融商品の格付けが異なる。低い格付けでは、欠陥商品であり、先に触れたように投資家から敬遠され、関係者が満足しないと自覚される。そこで、倒産隔離技法をちりばめた多くのファイナンス取引が実行され、莫大な財貨が動く。片や、倒産法は、同じような物量、質に恵まれてい

ないし、その支持者も法律家や資本力のない者が多い。論理や、一般原則、そして法に頼らざるを得ない。また、その貫徹のための手法は、訴訟という費用と労苦と時間のかかる過程を必要とし、その実現は、勝訴という確度の低い出来事に頼らざるを得ない。そのために、今や倒産法は、法を旗印に掲げてはいるが、その現実の姿は、圧倒的な質量を誇るファイナンス取引の前に、影が薄い。あたかも屈しているかの様相を呈している。これに、即時対抗できる体制を準備できていない。思い返せば、リース取引の多くのもの（ファイナンスリース）や所有権留保取引が担保権であるとして倒産手続に取り込まれてきた歴史に比較すると、倒産手続から隔離される取引の隆盛はまさに逆向現象であり、その間の格差は大きい。

(4) 他方、間違いない事実として、ファイナンス取引を通じて、世界規模での投資家による資金投下を欠いたのでは、事業、経営が成り立たないことも等しく真実である。大きくいえば、資本主義が成り立たないという事実がある。この点は、現に多くの我が国企業が、このような投資家からの資金により、構造改革を進め、収益率を高め、企業価値を拡大し、また、倒産を瀬戸際で免れてきたことから容易にわかる。このような投資家、つまり利益を追求し、時に投機的で、そして優先権と無責任を欲して行動し城壁をもって防御している資本家（そして、その代弁者たる管理者、専門家）を、事業、経営の破綻に際して、他の利害関係者（取引先、一般債権者、労働債権者、税務・社会保険債権者、地域社会、企業不法行為債権者など）との関係において、投資家の当初の思惑通りに、倒産手続の外に置いて放置し、契約法の世界を貫徹させるのか、それとも、倒産手続に参加をさせて利害の調整、優先劣後の組み替えをするのかは、深刻な問題である。まるまる彼らの思惑通りではいけないが、おそらくは、他の同種の利害関係者のいずれかと寸分違わず同じという訳にもいくまい。法的性質論、理論主義から、「ゼロか一〇〇か」の区分けでいくのか、それとも、所詮は、金銭分配であるので、割合的解決でよいのか、結論は出ない。

(5) この小品は、ファイナンス取引を特に支援をする立場を約束しないで、自由な観点から発想をしたときの、倒産法からいくつかの叫びというべきものを記録しておくこととするものである。もとより、ファイナンス取引の直接の当事者（そして背景の一般投資家）の利益とそのほかの取引債権者など利害関係者の利益をどのように調和させるかは、容易ならざる問題である。倒産法の近代的で、かつ永遠の課題のひとつといってよい。ここで述べるのは、その調和を目指した発想、思いつきを越えない。あまり多くの注を加えていないのは、まずは筆者の力量のないことに由来するが、思いつきを明確にする趣旨でもある。

2 倒産隔離技法

(1) 倒産隔離技法の沿革

(a) この始まりは、単純な企業解体が主目的である破産法に加えて、企業の再建を目標とする会社更生の制度の誕生である。我が国での同制度の採用にあたり母法とされた米国連邦破産法は、その当時においては、債務者支援型（debtor friendly type、pro-debtor type）とすることができた。現在の連邦倒産法（二〇〇五年改正まで）に引き継がれている債権者に対する行動規制ルール（申立そのものによる自動的権利行使制限 automatic stay、破産を発動理由とする権利条項＝破産条項 bankruptcy clause、ipso facto clauseの無効、相殺の担保権化 secured status、相殺制限 right of setoff、財団の範囲 property of the estate、管財人による財団財産の確保・処分・使用 use, sale, or lease of property、現金担保の觀念 cash collateral、担保権消滅 sale free and clear of security interest、否認権 avoiding power、双務契約の解除あるいは履行選択など ex-ecutory contract）は、よく知られていることではあるが、これらの一部は（つまり十分ではなかったが）、我が国に継受された。

(b) しかし、米国におけるその後の変遷は、多くは金融資本の露骨な倒産嫌いの圧力を背景に、あるいは投資家保護を名目に、判例、立法活動を通じたせめぎあいの中から、前進後退を繰り返して、徐々に倒産隔離を容認する方向に向いたということが出来る。乱暴な叙述をすることは到底できないが、その要点は、①主として証券化による資金調達への擁護に活用されるが、目的財産と関連債権を倒産手続の外にはじき出す手法の肯定、②資金調達をした債務者自身あるいは目的財産を承継する権利主体に対して、倒産手続が開始されないようにする手法の肯定、③市場のある金融商品取引（市場の価格を基礎に派生的になされる市場外デリバティブ取引を含む。）における早期決済を図って、これら取引を管財人の手の及ぶ前に解除、清算する手法の肯定である。このような肯定見解が、制定法、判例の全体では、多数を占めつつあるということができよう（債権者支援型pro-creditor型）。国際的にもこの押し出し努力は、続いている（例えば、国連国際取引法委員会によるthe UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law）。

(c) 我が国では、米国でのこの動きを支持する資本（外資、内国資本）は、当然に、このような倒産隔離技法の我が国への輸入、内国化を必要とし、専ら、このように出来上がった英米の金融法実務家の同種の製品（契約あるいは立法例）の現実取引での活用（継受）を進めていったとみてよい。そして、大胆に言えば、訴訟による公然たる否定のない現状では、母法である英米での攻防（金融資本と倒産法曹）を背景に、取引分野では金融資本の論理を生かした内国化が既に実現している。いくつかの肯定的な立法も成立している。

(2) 倒産隔離技法の概要

(a) 財団外財産化による倒産手続代表者（いわゆるDIPを含む。）の管理の排除

これは、証券化securitizationあるいはもつと広義であるstructured financing (special purpose vehicleを

使いながら証券発行しないものを含めて。) に見る倒産隔離技法の特色をなす。証券化は、端的に言えば、資金の提供者（投資家）の要請・条件により、資金の調達者が最悪の事態に陥った時には、特定の財産を現金化できることを企図して、その特定の財産の所有権を、特別に設立した特別の機構、法人（あるいはその下に更に複数の階層をなした別の機構、法人SPVである。）に移転し、投資家は、そのような移転した財産からの収益、分配を先ずは期待し、最悪時には、これを引き当て（担保）とする金融（債券、株券、貸付など優先劣後において階層tranchingsを構成してSPVに投資した資金の調達者への提供）である。信託を利用して手法では、所有権ではなく信託受益権がSPVに移転する。目的財産が、資金の需要者の破綻に伴い、倒産手続財団とならないこと、倒産手続代表者によって管理され、あるいはその制限を受けることを拒否することが必要だと思われること、資金の調達者の目的、投資家の意思などを組み合わせて、最終的には、当初の投資家へ向けた投資（資金）の逆流（返済、分配）、市場での処分、別の投資家（事業者）の登場による同種取引（それまでの回収により縮小しているはずの規模による取引、あるいはその繰り返し）などをもつて終る、いわゆる出口戦略の実行をもつて終了する。総合的な文献は多々だが、The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York, Structured Financing Techniques, 50 the Business Lawyer 527 (1995)。米国の証券法関連の政府規則(Federal Regulations) 及び 17 CFR 229.1101から229.1123#b (Regulation AB) を参照。証券化に関して、参考となる最近の文献として、西村総合法律事務所編「ファイナンス法大全(上)(下)」及び坂井秀行・栗田口太郎「証券化と倒産」『講座倒産の法システム第四巻 倒産手続における新たな問題・特殊倒産手続』(二〇〇六)があり、我が国での議論が良くまとめられている。税法からの関心を示すものに、松下政昭「資産流動化による資金調達の多様化と滞納処分」(<http://www.ntc.nta.go.jp>)。

(b) 倒産権能の否定による倒産手続代表者の管理の排除

投資家の投資の元利回収、収益分配、残余財産分配の権利は、引き当て財産（目的財産）の権利主体が倒産手続の債務者とならない手法（倒産能力を否定する手法）をもって、まずは、困り込みがなされる。具体的には、譲渡者（資金の調達者、originator）と譲受人（目的物承継者、Special Purpose Vehicles、SPV）につき、定款、基本組織文書に倒産を避け、否定し、あるいは一方の倒産の影響を受けないように、また当該証券発行以外の他の業務を禁ずる定めを置く方法（破産申立権の放棄など）、権利主体の株主意見を支配する方法（株式所有、拒否権株取得、禁止条項covenantsなど）、権利主体の経営意思を支配する方法（取締役会の申立決議の制限、自己指名取締役の拒否権、同意条件）、実質的な手続効果を放棄させる方法（自動停止の放棄、責任財産限定条項など）、SPVの活動の制限、目的財産の他目的のための処分の禁止、債権者の申立の制限（待機期間の制限）などがある。これについて、既にいくつかの論考がある（例えば、山本和彦「資産流動化のスキームにおけるSPCの倒産手続防止措置」〔日本銀行金融研究所・金融研究一九八八年五月〕。なお、米国でも、譲渡者の倒産を機に、SPCの倒産事例が少なからず存在する（例えば、Towers Financial事件の「In re Towers Fin. Corp., No. 93-41558 (Bankr. S.D.N.Y. filed March 26, 1993)。」）。

(c) 即時清算による倒産手続代表者の管理・引受の排除

金融商品、取り分けて高度な取引である証券、商品、通貨、金利などの基本財産を基準に広義の市場で発生するデリバティブ取引などは、時価評価される場合と簿外取引に終わる場合とがある（企業会計基準第一〇号「金融商品に関する会計基準」、IV金融資産及び金融負債の貸借対照表価額等、四 デリバティブ取引により生じる正味の債権および債務、VIヘッジ会計など参照）。これらは、法律的には、双務契約であり、

双方未履行のものであるから、普通であれば、倒産手続代表者において、その財団、債権者全体への有利不利を考慮して、解除しあるいは履行選択することになる。しかし、金融商品に携わる資本の論理は、金融秩序維持、混乱回避、よいとこ取り排除（cherry-picking排除）の名目により、倒産と同時に（開始と同時に、申し立てと同時に別の別がありうる）、未履行契約の一方解除を認め、相殺原則を緩和して許容する相殺による清算の手法をとる。ここでは管財人の履行選択の余地はない。

3 米国での倒産隔離技法をめぐる攻防略史

(1) 倒産財団からの隔離をめぐる

証券化の手法に繋がるが、投資家の投資の引き当て財産の所有権を、特別目的の法人などに譲渡などをもって移転し、それを理由に倒産財団からの隔離を図り、投資家利益を確保する方法が問題となったのは、Octagon判決である（Octagon Gas Systems v. Rey T. Rimmer, 995 F.2d 948 (10th Cir. 1993)）。その結論は、目的債権は、担保物であり、倒産財団に属するといふものである。ここでは、実体法とも交錯するが、債務者の営業債権accountsを金融債務の引き当てとして債権者に譲渡をした事案における債務者が倒産したときに、当該営業債権が倒産財団に帰属し、結局、担保権者として処遇することになるか、の問題が提起されたものである。営業債権を含めて人的財産personal propertyの譲渡、担保をめぐる米国実体法（U.C.C. Revised Article 9）は、まず、広く定義された「担保取引」概念を基礎におく。つまり、形式その他の如何を問わない担保目的取引を広く担保とする（U.C.C. Article 1-201(35), 9-109(a)(1)）。更に、真正売買は、担保取引と別に成立しうるが、その真正売買であれば、このような広義の担保取引であれ、すべて、担保取引登録をさせる（厳密には、Article 9に服せよ。9-109(a)(3)）。更に、Octagon判決は、真正売買であつ

でも、担保取引であっても、その区分にかかわらず、Article 9に服する(そして、典型的對抗要件である登録がなければ對抗できない。)のであるから、その点からして、このような債権は、実体的にも担保となり、営業債権は倒産財団に属し、担保権としての制限に服する、と判断した。その背景は、広義の担保取引とは別に、もちろん真正売買が成立するが、その区分は、広範な担保定義を基礎に個別契約事実の問題とされ、仮に真正売買であっても、明文で、Article 9に服する以上は、担保であるという考えである。これにつき、賛否両論があり、連邦最高裁は、これまで何も判断をしていない。Octagon判決を不満に思うのは、もちろん金融資本であるが、その論理は、次のようなものである。すなわち、真正売買が実体に基づき存在するとすれば、仮に、Article 9に服して登録をしないと對抗できないとしても、對抗できる時には、目的財産は、もはや債務者(担保権設定者)の所有ではなく、倒産財産を構成しない、というものである。そして、少なくとも、人的財産の範囲では、その後米国の全州が採用したRevised Article 9において、その論理が採用されるに至った。すなわち、「売掛金、chattel paper、金銭債権、あるいは約束手形の譲渡をした者は、当該譲渡された担保物collateralにつき、法もしくは衡平法の権利を保有しない。」との規定である(Revised Article 9-318(a))。もちろん對抗要件を満たしていないと、債権者に対しては、債務者が権利を依然として権利者であるともなされる(同条(c)それでも債務者(物件提供者)の買戻権条項RA9-623が残っているので、全面解決とはいかない)。したがって、もしも真正売買の証明がつけば、對抗要件を満たしている時には、倒産手続外の財産を担保に確保したことになる(同条のComment (c))。またデラウェア州では、対象財産を拡大して、証券化の対象財産が債務者財産ではないことを宣言している。Asset-Backed Securities Facilitation Act, 6 Del. C. § 2703A。このような解決が正解であるのかは、今後を待つ必要があるが、真正売買を唱えても、所詮は、金銭を投下した者の投下金の回収の引き当てであるときには、広範な、かつ、実質的な担保概念(真正リースとの区分についても、詳細な基準がある。U.C.C. Article 1-203³⁾)からして、担保性を否定しがたい感じがある。真正売買を担保法に取り込んだ以上は、担保権と扱う結論が素直である。)

(2) 双務契約をめぐる

米国では、金融商品をめぐる双務契約の倒産代表者による履行引き受け、解除については、強力なロビイストの存在もあって、数次の改正法において、即時解除、清算、緩やかな相殺の許容が取引種類別に実現してきたが、今般の二〇〇五年連邦破産法改正によりおおむね金融資本の希望は、すべてまとまった感がある。結論は、契約相手の倒産に際し、他方当事者には、一般の自動的権利行使制限automatic stayの例外を認めて、即時の権利行使が認められ、解除、清算、ゆるやかな相殺による契約の整理が許容され、倒産手続代表者による履行引き受けの禁止が認められた。例えば、商品取引、証券取引から発生する証券業者、商品取引業者、金融機関、金融参加者、取引清算機構などの有する債権債務の相殺(11 U.S.C. § 362 (b)(6))、リボ取引関係者の当該取引からの債権債務の相殺(5)(c)、スワップ取引関係者の当該取引からの債権債務の相殺(5)(a)(2))などがその一例である。

(3) 倒産能力をめぐる

倒産能力の否定、制限に関する米国の状況は、紙数が足らず、また、筆者の能力が限られているので、ここでは、債務者の倒産申立を否定することはできないのが一般である」とを述べ、(TrBar Opinion Committee, Opinions in the Bankruptcy Context: Rating Agency, Structured Financing, and Chapter 11 Transactions, 46 Bus. Law. 717, 729-30, n. 50 (1991))、債権者による申立て制限「三六六日の申立て待機義務(二〇〇五年連邦破産法五四八条(a)(2)の「一年」から「二年」への改正により、今後は七三二日になるかもしれない)」、独立取締役制度などの実務上の工夫は省略させていただく。前記の山本和彦論文を参照。な

お、このような工夫を減殺するものとして、米国独自の倒産手続の実質併合 (substantive consolidation) の理論がある。つまり、債務者の倒産手続に、実質的な同一債務者というべき者を巻き込む手法であり、譲渡者の倒産にSPVが実体併合になれば、倒産隔離が破られる (前掲Tribar 725)。

4 わが国での論点、現状、取引実例

(a) 我が国においては、倒産能力の否定に関しては、引き当て財産を所有する特別目的の法人の設立を許容し、また、その規制を強化した立法 (資産の流動化に関する法律平成一〇年法律第一〇五号。なお、特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律によるスキームも存続する。) があるが、前記のようなスキームによる倒産能力否定型の倒産隔離をこれらの立法が許容しているかという点、解散事由として破産が掲げられている (一六〇条一項四号) ので、破産能力を否定することは許さないと趣旨と思われる。これ以外の同種の手法が許されるかは、明らかではない。解釈に委ねられているのであろう。もちろん、市場には、前記のような様々な手法による倒産隔離を有効とする法律家意見が回覧されているようである。

(b) また、真正売買というべき実体があるとして、これを動産及び債権の譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律にしたがって登記をすれば、おそらくは、倒産財団から隔離がなされる基礎は存在しよう。問題は、調達者に提供された資金につき本当に、真正売買 (true sale, absolute transfer) か、それとも担保取引かに尽きる。この問題設定は、我が国での売渡担保が担保権であるかという伝統的設問と同じである。証券化をめぐる当事者の意図は、単純な倒産法嫌いであることが多く、倒産法対策を秘めた真正売買の外観を装った担保取引であるというのが正直なところであろう。資金調達者からすれば出口を考えながら優良キャッシュフローを別の箱に入れて良い条件(低利)で資金を調達することが本音であるといつてよい。

逆に、資金提供者からすれば、コスト的にも物をもらうよりも、投下資金に利潤が上乘せとなって資金を得ることが本音である。また、同じく正直にいえば、こうしないと低率での資金が集まらない、調達者 (operator) の競争力が低下するということでもあろうか。ただし、担保権となってしまうのが基本ルールであれば、そのようなルールに従った営業、調達が可能であると思う。なぜなら、要は、目的財産からの期間的キャッシュフローの大きさ、流動性の補完者 (liquidity provider) の有無、確度の問題だからである。我が国で担保権とされた時の被害は、利息の期間制限などから、米国のそれより大きいと推測される (会社更生法二条一〇項。他方、U.S.C. §56(b)。筆者の結論は、後述するように個別案件の事実関係によるが、目的財産が集合債権である場合には、現金となって流動化が完成して終わるので、基本的に売買たりうるが、目的財産が基本財産とこれから生じる収益とである場合 (例えば不動産) には、基本財産返還の要素が残るので、基本的に担保取引ということになる。会計においても、同一支配グループとして、一定の基準に従い、証券化のスキームを連結財務諸表に開示させることが必要である。証券取引法にもとづく財務諸表規則八条七項によれば、特別目的会社は子会社に属さないから、連結財務諸表からは外れる (連結財務諸表規則五条、会社法施行規則四条も同じであり、連結計算書類にも妥当する)。ただし、連結財務諸表における子会社及び関連会社の範囲の決定に関する監査上の取扱い (監査委員会報告六〇号)、並びに同Q&A (Q一三)、企業会計基準適用指針第一五号「一定の特別目的会社に係る開示に関する適用指針」(平成一九年三月二九日) により、開示対象特別目的会社の概要、取引概要、取引金額の開示が必要である。参考までに、米国では SFAS 140, *Accounting for Transfer and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities* 及び Interpretation 46, *Consolidation of Variable Interest Entities, an Interpretation of ARB 51* (January 2003)。この中で、先の對抗要件特例法は、担保目的の譲渡であるかどうかを問わない譲渡の登録

を認める趣旨であるから、もしも真正売買の実体があれば、目的物は倒産財団から隔離され、登記に係わらず、実体がやはり担保であれば、對抗要件のある担保権となり、倒産手続に服することとなる。米国でも、いわゆるように、倒産隔離 (Bankruptcy remote) は、工夫をすれば倒産手続から遠ざかることができるが、倒産排除 (Bankruptcy proof) であることを意味しない (前掲 Structured Financing Techniques, 536, 585)。そもそも、担保であるか、真正売買かは、そして、法的性質の変更評価を受けるかは、調達者 (originator) が得る資金が目的財産の市場価値に等しいか、目的財産の種類 (事業用財産か)、被担保債権の存在 (存在すると解される場合を含む)、担保物処分価値による不足・剰余の清算義務、金利など市場口スを含めた担保物の価値減少・損害による追加義務や補填・賠償義務 (recourse) の存否、調達者の負担する追加拠出義務、調達者のSPV債務の補完義務あるいは最低純資産確保義務、譲渡後の目的物の管理・占有と受益の所在、調達者の買戻権・代替物提供権の有無、調達者による目的物やその果実の利用権・使用権 (短期性の資産の回転の有無)、目的物書類の権利者記載、帳簿・計算書類の記載の有無、などにかかる事実問題である。米国でも、真正売買の法令上の基準はなし (In re Joseph Kanner Hat Co., 482 F. 2d 937, 940 (2nd Cir. 1973))。このほか、倒産法の関心からは、対価が目的財産の市場価値に足りない時の詐害行為性、高度のレーティングを求め、資金調達者の優良資産を分離していけばいくほど、残余資産は劣悪資産から構成されるので、残余資産を引き当てとする調達者の債権者などの利害が害される問題性、資金調達者がサービサーで倒産をした時の譲受人 (SPV) への代わり金・代替物引渡し義務 (我が法では、担保権が及ばず、更生債権かもしれない。) とその履行の詐害行為、目的財産が調達者の中核事業であるときの問題性、証券化が未完成である時の双務契約双方未履行も指摘しておきたい。我が国でも、日本リース (originator兼servicerであった。) の会社更生に伴い証券化が問題となったが、マイカルグループの会社更生では、信託とリース

バックが絡んだ特殊性があるが、更生担保権問題が正面から取り上げられた (伊藤真「証券化と倒産法理」(Ⅱ)「金法一六五七—一六、一六五八—一八二。加藤慎・上田裕康「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」NB L七四六—三二一など)。私見は、調達者が受入資金 (既払額のあるときは、これを控除した残額) に向けて資金を逆流させる義務、あるいは逆流させて目的物を受戻す権利が実質的にあるとした時には、被担保債権を肯定できるというものである。特に事案は事業資金に係わるものであった。更生担保権説を支持したい。

(c) また、我が国では、いわゆる破産条項 (倒産申立をすると解除権が発生し、あるいは期限の利益が到来するなどの条項) が、米国の法のように (11 U.S.C. 541(c)) あらゆる場合に無効としてよいのか (その方向が正しいと思うが)、それとも会社更生のみの判例法 (最判昭和五七年三月三十一日民集三六卷三号四八四頁) であるのかは、いまだ確定的ではない。また、我が国では、申し立て後に開始決定がなされる構造であり、倒産申し立てだけでは債権者の権利行使が停止されないのが、automatic stayとしての問題はない。以上のような状況下で、金融商品の双務契約の問題では、かつて、あまり議論をされないままに成立している金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律 (平成一〇年法律一〇八号) があり、有価証券の店頭デリバティブ取引及びリボ取引の一括清算を許容している。今回の新破産法 (平成一六年法律第七五号) 第五八条、改正会社更生法第六三条 (平成一六年法律第七六号)、改正民事再生法第五一条 (同法) により、これとは別に、更に範囲を拡大して、市場の相場のある商品の未履行契約につき、当然の解除、市場のルールによる相殺、清算が、あたかも一般に許容されるかの条文が設けられるに至った。この一般規定は、守備範囲、適用領域があまりにも広い規定であり、これが倒産手続代表者の履行選択の権利をどこまで制限するかは、反対意見も相当にあるものと理解する。特に、事業会社の倒産につき、あらゆる金融商品契約 (特に

ヘッジ会計の要件を満たすものは、本来の正当な目的によるヘッジ手段の維持が望ましい。企業会計基準第一〇号「金融商品に関する会計基準」。また、会社計算規則二条三項二六号、一〇八条七項二号「繰延ヘッジ損益」を即時終了したのでは、事業会社は困窮するであろう。どのような当事者、どのような取引に、改正法を適用できるかは、慎重に解釈を進めるべきものと感じる。

ま と め

優秀で資本金のある金融機関などの行う高度のファイナンス取引は、おそらく倒産法をできる限り回避すべく多くの契約努力を続けるものと思われる。これに対するに、倒産法がどの程度の挽回を図ることができるか、あるいは橋頭堡を維持できるかは、すこぶる興味深い。元々、倒産法は、多くの利害関係人の多数、複雑な、かつ、相互に成り立たない関係を整理してきた。異なる多くの価値の間の適正配分を宣言し、それなりの支持を得てきた。近時の高度、精緻なファイナンス取引が個別具体的な倒産手続でどのように処遇されるのか、多少の修正を余儀なくされるのかを注目したい。