

## DODD-FRANK金融改革法と 30年目の証券法開示責任制度の改革

——撤廃された格付機関の証券法§11専門家責任免除ルール（下）

大澤 和人

### Ⅲ. 改正の評釈と法理の解説

#### 2. ブール・パフォーマンスの実績情報と格付けモデル

##### (i) 未検証な格付けメソッドロジックの問題

格付機関は、証券化では発行者の提供するローン・ファイル情報及び引受証券会社の提供するローン・プールの損益パフォーマンス用に集計された実績情報をベースに格付審査する。格付機関は、提供情報が重要な点で正確で、誤りや欠けたところのないとする発行者の表明を情報利用の前提とし、その正確性についての内部あるいは第三者によ

るDD確認の検証作業をしてこなかった。プール・パフォーマンส์情報は、証券化ローン・プールのデフォルト確率推定のため、格付けモデル（デフォルト発生規模とタイミングと各リスク・収益指標に関する格付け別ストレス係数）を適用して利用されるが、そのモデルと格付けメソッドロジは一般に格付け基準レポートして公開されてきた。パフォーマンส์情報と想定モデルが入手できれば、誰もが同様なシミュレーション方法を使えば、同様なデフォルト推定を計算できる。計算結果は、証券の期限通りの元金返済確率を示し、信用リスクの大きさに応じた3文字記号を使ってグレード分けされ、信用格付けと呼ばれる。記号化されたリスクの中に、発行者の提供情報は所与の条件とされ、その正確性は未確認・未検証のまま、見えなくなつて埋没する。

大雑把に言えば、会社Xが別の会社Yを新設し、財産（ローン債権）の一部を分割譲渡しようとするが、その購入代価の取得のため、Yが証券を発行する。Xは証券の支払い能力評価を格付機関に委ね、証券募集をZに委託する。譲渡財産は、証券の発行時には決定されておらず、証券発行時に個別に確定される。それでは何のリスクを評価するのか。Xの保有する証券化されようとする資産と同種の資産プールについての延滞・貸倒・償却後の回収率のパフォーマンス実績値をもとに、証券化資産の債権プールのデフォルト発生確率に関する将来予測を試みる。証券化資産プールのデフォルト確率推定の確からしさは、証券化譲渡される資産が分析に使われた資産と同種であり、将来起こりえる過去と同様な経済環境に対して、同じパフォーマンส์を示すことを前提にする。したがって、証券化譲渡資産は、分析資産プールと同じ経営方針のもと、それまでと変更のない貸付基準や回収方針で貸し出され与信管理される資産でなければならない。格付け作業では、過去数年分の年間の貸倒実績値や貸出後の貸倒推移実績と累積から、証券化資産のパフォーマンส์を予測を求める。具体的に言えば、貸倒率が安定的で年1%であるとき、それに3倍のストレスを掛けて3%の貸倒の発生にも耐えられる資産プールをAAA、2.5倍でAA、2倍でAと決めて、必要な譲渡資

産額を決定する。譲渡される資産の額の決定のひとつの方法として、証券の発行元本額（例えば1000）に対する譲渡資産の元本総額の超過担保掛目（例えば1200）が使われる。リスク収益尺度は貸倒値だけではなく、金利収益（超過利潤）変動、元本返済率変動、繰上げ弁済率などさまざまなリスク収益パラメーターが使われ、それぞれにストレスを加えてどれだけ収益・返済率が減少するか単純な標準モデルにされる。企業格付けが評価時に固定され変えられない現状の財務経営実態を分析するのに対して、譲渡する資産と超過譲渡額やパフォーマンズ状況が悪化した場合には返済方法や支払い優先順位を変えるなど、調達条件が自由に調整できるので、望む格付けが得られる。

仮に過去パフォーマンス実績値自体には計算の誤りがない場合に、Xがこれまで貸した実績のなかった信用リスクの低い層への貸出をした場合の将来パフォーマンスを予測するのに、従来の所得証明のある財務上健全な借り手に貸されたローンのパフォーマンス実績を基にモデル計算されて超過譲渡額（すなわち証券発行募集額）が決定されたら、という問題が生じるのか。証券発行時まで、個別の譲渡財産は確定されない。Xの提供情報の正確性は、計算情報自体には誤りがなくとも、資産の同質性をすり替えたり、貸付方針が適正にまもられていなかったり、適格ローン以外が譲渡されて譲渡者の表明・保証違反が巨額に発生すれば、分析対象の前提相違となる。

クレジット会社が財産の一部を新設会社に譲渡し、同時に証券を発行する場合に、どの程度の資産査定DD調査・確認作業があれば、そうした取引が会社法上許されるか。将来予測は、事実の確認をするDDの性格とは相容れない。格付機関は、証券規制監督機関からNRSRO称号のもと、事実上シミュレーション・モデルによる検査結果を安全記号で表示する市場の検査役を肩代わりする商習慣が定着していた。3社寡占の格付け市場で、ほぼ同じデフォルト予測結果が得られるような格付けメソッドロジールが利用される。違うモデルを使えば、発行者に不利な結果が得られたら、市場シェアをうしなうことになる。

(ii) プール・パフォーマンス情報の検証

財産譲渡者の提供するプール情報の正確性について、どのような制度上の保護が計られているか。格付機関は発行者あるいは証券会社から格付け委任を受け、関係当事者である。しかし格付機関は発行者が提供し利用された情報に關する独自DDの要不要について、自らの格付審査手続きのなかで黙して語っていないかった。

ローン・プールのパフォーマンスのデータベース機能の計算プログラミングが正しく設計され、不実表示を生むように誰もが操作したり関与できないかどうかの検証作業は、証券会社の証券法§11及び同§12のDD調査義務に委ねられるだけとなる。証券会社DDの結果は、重大な問題がない限りリスクファクターへの記述を含めて非公開とされてきた。あえて届出書あるいは目論見書に記載されることはなかった。紛争が起こったときには、責任回避のためDD抗弁として、検証作業した事実と証券の価値に重大な影響を与える検証不備の結果が見つからなかったことの証明を要する。しかしここで証券会社DDとは、譲受人が譲渡直後に第三者に委託して調査する譲渡された財産に関するDDで、譲渡ローンの個別の発生・存在、権利移転、譲渡適格要件を満たした貸付で業務方針に違反する貸付や例外承認貸付ではないことの確認検証作業であって、格付けモデルにインプットされパフォーマンス実績の計算ではない。DDF法は、発行者や証券引受業者に、第三者DD結果報告で見つかった点(貸付や回収業務方針の違反や不備、例外承認ローンの処理などについて)のDD報告の明らかにする情報の不一致なき完全さに関する公開が求められ、DD委託調査の提供者に審査事実の証明を求めるが、プール情報とモデルに投入する利用法(メソッドロジーの一部)について規定を設けてはいない。

証券化の引受証券会社は、単独による場合が多く、発行前の引受審査作業において、発行者の費用軽減から、プール・パフォーマンス集計結果の検証については、限定された数のローンのサンプル・チェックにとどめて、第三者D

D委託をせず、発行者との募集勧誘・引受合意の表明・保証条項によってカバーしてきたのが実情である。格付機関の審査は譲渡資産が確定される証券発行前になされる。D F法は、審査に利用する発行者情報についての譲渡債権に係るDDのないままの利用を回避し、注意義務に関して初めて規制を設けて第三者DDを求めるが、具体的に譲渡資産ではないプールのパフォーマンス情報の扱いについてまで踏み込んでいない。

### 3. まとめ…残された今後の課題

■ 格付機関は外部者として情報を収集して証券発行者の信用力を評価してきた。証券化においても、発行者との委任の秘密契約に従って非公開情報を取得して利用できる実質取引部外者ではない立場にありながら、開示情報の外部者の立場を固持して、証券法の開示責任当事者から政策的に外されることに成功してきた。重大な利益相反とDDのない提供情報の利用の現実が、政策変更を迫った。

■ 格付機関は監督機関が規制に利用し始めてから30年たつて初めて公認会計士と同順位に並ぶゲートキーパーとして位置づけられ、単独にあるいは場合によっては共同行為者として、私的訴権及び監督機関の法執行に服すことになった。本来、証券化格付け規制に止められるべきところ、不正被害の大波はエンロン事件ですら責任が及ばなかった社債格付けまで一連托生に新たな責任フレームワークに飲み込んでしまった。

■ 他方、信用評価という意見が、ゲートキーパーに求められた譲渡財産や譲渡者に係る事実の再確認というDDの特性とは、性格を異にする。市場のコンセンサスとして扱われる一機関の格付けモデルやメソッドロジは意見そのものの本体であって、その欠陥や不備についてまで、私人あるいは行政監督機関が違法性を証明しうるか。証明を容易にできる明白にされた手続き上の瑕疵やコンプライアンス違反でない限り、一貫性と整合性が維持された意見に対

して、結果においてデフォルト予測を誤ったからといって、何に違反や違法性の請求原因をもとめられるか。格付けが言論の自由が楯を与える意見という性格ではないことを証明しなければならない。

■ 議会はDF法 § 929 Mにより、証券詐欺の共同補助者に責任を課するための心的状況テストのラインをネグリジェンス手前の *reckless* まで緩やかに後退させ、SECの法執行権限を許可して、辛づる式責任追求の途を開いたが、私訴権立法については慎重になった。議会は2008年 *Stoneridge* 判例が否定した開示文書作成に関与のない共同補助者の10b-5違反の共謀責任 *aiding and abetting liability* について即座に再考を迫るため、2009年にS. 15551 証券詐欺違反の共同補助責任法を提案し、下院はDF法の最終のつめの2010年4月、同様の提案H. R. 5042を出した。通過したDF法上院案に、証券詐欺共同補助者に対する2次役者責任の私訴権を盛り込むよう提案がなされたが、制定された場合の計り知れない影響についての1年の政府の事前調査を定めた。異論もだが方向性は固まった感がある。そんな議会の動きの影響を受け、2010年6月、連邦最高裁はミューチャル・ファンドの運用助言者の目論見書作成関与の共同責任を求める事件の上告を認め、2010年末時点で審理係属している。<sup>(9)</sup> 投資顧問業界までもがざわめきたった。クラス・アクションの餌食となる2次責任共謀者はどこまで広げられるのか。法は目論見書作成サービスを提供する当事者範囲の職種を列挙するのか。公認会計士の監査証明、格付機関の意見、10b-5弁護士意見、また証券会社のDD審査なくして証券は発行されない。証券の完成のためにはそれら専門家の承認が証券発行の先行条件となる。ゲートキーパーのネグリジェンスを防ぎ、違反の抑止的效果を期待し、2次関与者の見て見ぬ振りする責任追求のため、最高裁判決適用を変えるよう、議会は私訴権立法にひた走る。立法動機は詐欺を可能にした会計士や弁護士<sup>(10)</sup>の2次役者の活躍が目立った、投資家に巨額の損失を引き起こしたマドフ事件<sup>(11)</sup>の回避といわれる。信用危機による後始末訴訟が大挙して救済を求めて裁判所に押し寄せている。しかし *Stoneridge* 法理が立ちふさが

る。このままでは1995年クラスアクションの濫訴を防止するため証券詐欺の訴答基準の敷居を高くしたPSLR Aの前に、門前払いで全滅が見える。

■ D F法§ 929 P (b)は、証券法、取引所法、投資顧問法の反詐欺条項を改正し、SECにより提起される以下証券法§ 17違反の訴えあるいは手続きの管轄権をアメリカ裁判所に付与した。証券取引が海外で起こり、外人投資家だけが関わる場合であっても、違反を助成するに重大な足がかりとみなされる行為がアメリカでなされたり、アメリカに予期しうる重大な影響を及ぼす行為が海外で起こる場合をさす。同条項は、2010年 *Morrison v. National Australia Bank*<sup>(2)</sup>判決で退けられた10b-5の域外適用の行為・効果テスト（国際的な証券詐欺で、不正がアメリカで起こったりアメリカに重大な影響が出る場合、外国投資家に10(b)訴訟の提起を許可するかどうか）基準を上書きし、SECの提訴権を明白に許可する。域外適用はSECによる訴に限られるが、議会は近いうちに、反詐欺条項による証券違反について個人投資家の私訴権をどの程度にまで拡張しうるかを検討する。

制定から1年——さまざまな法律をモザイク状に詰め込んだDF法は、施行にむけて積み残した法律の様子見の試行錯誤が続く。共同幫助責任と域外適用の2つの10b-5私訴権が結びついたところに、DF法がいきつく先のグローバルに起こる証券詐欺の防止対策というフレームワークが浮き彫りにされる。

#### IV. 概括と日本の法規制へのハーモニゼーション

##### 1. まとめ

本稿は以下を疑問点として、それに解決策を示した2010年証券法の開示改革立法の動機付けとなる制度欠陥問題の所在と認識に明らかにし、立法経緯の背景と史的分析を補足している。

a. 新設会社に財産譲渡（引受）あるいは会社分割と同様の効果で財産が移転される場合に、なぜ証券化だけが特別扱いされたのか、財産評価の検査無しに許可されてきたのか。

b. 証券法の虚偽表示にかかる従来の開示責任規制は、抑止になったか。

c. 証券法改革はなぜ格付機関をゲートキーパーと定義して開示当事者に列挙したのか。

(i) 格付機関は証券法11条責任に範囲指定されていなかった。訴訟適格性を欠いたため、格付機関は30年間、証券監督機関ルールで開示責任から免除されてきた。したがって証券法が求めるDD注意義務の抗弁さえ不要とされた。

(ii) 格付機関は発行者によって秘密合意に従い格付け審査のために提供される届出書に含まれない情報を完全なものと扱い、そうした情報について規制上DD義務が求められる届出書に含まれない情報を提供情報は、届出書あるいは発行目論見書に含まれることが強制されず、開示規制を受けなかった。そのため不实表示の疑念が生じても、誰も証明できず、責められない。

(iii) さらに取引所法10bの証券詐欺禁止条項についても、悪意の存在が証明されなければ、裁判法理で言論自由の憲法上の権利が保護されてき。

(iv) 投資家は投資適格であれば、開示対象とされない格付け審査のための発行者提供情報の質を問わないで、格付けに全面信頼する。

(v) 新設会社へ譲渡される財産の評価は、法律上検査を受ける義務がなく、検証責任が発生しなかった。



d. 10兆ドルを超えるモーゲージ証券市場で、自主規制に委ね、無検査、無検証の情報にもとづく証券を流通させ、数兆ドルの損失が生じて市場破綻を招いた結果、1933〜34年以來の証券法と証券取引所法の証券定義規定の見直しと虚偽開示責任論の抜本的制度改革が必要となった。さらに虚偽開示を幫助する2次責任を追求できるように制度設計を試みようとする。

#### (1) モーゲージ制度とファイナンスの法規制

モーゲージ制度というとき、消費貸借当事者の2つの側面があり、それぞれに違った法領域がある。ひとつが貸し手と借り手の間のローン契約にいたる意思形成と成立プロセスに生じる契約法あるいは消費者保護の政策的な面で、もうひとつは借り手に対する資金の提供のための貸し手の資金調達の面である。貸し手は資金がなければ、貸付を業とすることはできない。通常、モーゲージの貸し手は金融機関あるいはモーゲージ貸付事業者である。預金預け入れ機関である場合の貸し手は、モーゲージという超長期資金のファイナンスを、経営戦略上、消費寄託を本質とする比較的期間の短い預金に依存することは許されない。監督規制による明白な縛りがなくても、預金という性質上、モーゲージ債務者の信用リスク、不動産市況のリスク、金利変動リスク、流動性（換金処分）リスクを預金者に移転することはできない。預金をモーゲージ貸付に利用するというのであれば、業務上、預金の元利金を保護するに十二分な資本と流動性を備える必要が生じる。さもなくば、金融機関として証券市場から退場させられるからである。

したがって、モーゲージ貸付資金のためのファイナンスは、担保仕債かモーゲージ貸付だけの使途制限の誓約を受けた担保証券の発行に依存することになる。モーゲージ制度のもうひとつの側面は、貸し手の証券の発行・募集にかかる発行人や関係する専門家の開示責任や証券詐欺に関連する。この2つの業務が同時に結合しなければ、モーゲージ貸付は生まれない。2つは別々の関係のない取引であるが、資金調達がモーゲージ・ローンを拠り所にするた

め、上流から下流へと一連の業務として連係し、貸付の質がファイナンスに影響を与え、逆にファイナンスの条件が貸付業務方針に影響を与える。証券の返済資金はまず借り手から流れてきて、回収業者により一時的に蓄えられ、証券受託者によって計算され、証券所持人に引き渡される。水量が投資家の要求通りに満ちていけばよいが、不足し始めれば、次回ファイナンスの条件が悪化し、それが貸し付け条件に反映される。

モーゲージ制度というとき、2つの異なる側面の制度設計を伴い、片方だけでは機能しない。本研究では、モーゲージ制度のファイナンスの面について、証券の法規則に関連する分野に焦点を当てる。

貸し手の一定期間に貸し出された類似の性格のモーゲージ・ローンを束ねた特定の集合財産（わが国の別の概念との誤解を避けるため、以下では「集合」を「プール」と呼ぶ。）をファイナンスしようとするための手法を検討するとき、選択できるいくつかのパターンがある。①無担保社債、②担保社債、③引当財産を特定集合財産に限定し、発行者に返済責任を求めないノンリコース担保社債、④ファイナンスの目的となるモーゲージ・ローン・プールに独立した法的主体性を持たせて財産体とするために新設会社を設立し、そこに財産譲渡して、貸し手に対してノンリコースの証券を発行させて譲り受けをファイナンスし、かつ新設会社はそれ以外に負債を取らないことを定款で拘束し、追加の債務負担の決定を特別決議とする。⑤前記の新設会社の証券で、モーゲージ・ローン・プールからの返済金で証券の期日通りの返済に遅滞が生じた場合の補充の保証責任を含めた譲渡者に対する全額リコース責任を伴う証券。会社法は③④⑤の手法を想定しておらず、規制は証券の法規則に委ねられる。

③のモーゲージ・ローン・プールとしての独立財産体を構成しないノンリコース社債は、契約では成立されることは可能で理論上ありえても、貸し手の倒産手続きでの担保財産の扱い及び担保財産が財団財産に組み込まれた場合と請求制限された権利の性質決定に不透明さが残る。最悪の事態ではリコースのある担保社債よりも弁済率が落ちる恐

れもありえ、契約の効力が不確定ゆえ現実的には利用されることはない。

④は証券化を意味し、2008年まで世界中の金融機関で現実的に採られた貸し手共通の選択肢となった。証券化では引当財産が一般財源と区別されることが完全でなければ、貸し手が倒産処理手続きに置かれたとき、証券所持人の権利は担保社債と同じクラスの扱いになる。そこでファイナンスされようとする1000を超えるモーゲージ・ローン・プールに対する証券所持人の権利を確保し、証券発行ためだけの会社が新設される。証券所持人の権利は、新設された証券発行会社の財産だけに限定されることが可能になり、契約責任の点からは、譲渡者の財源に対して請求する権利は封じられる。証券化においては財産プールに対する権利の確保を強固にするため、社債というより、譲渡財産に対する量的分割された持ち分権的権利を表象した証券の形式が採られ、特定の期限を有して元利金返済を条件とする金銭的負債の特性である債務不履行事由をもたない。期限の利益喪失事由もなく、それを理由に強制すること一般的に許されない。すなわち証券化では財産リスクをそのまま引き受けている。持ち分権が一種別のクラスで、単一利害で一致する証券所持人は全体として総意があれば、財産管理の受託者を通じて証券発行人の財産に対してだけ執行が許可され、譲渡者の一般財産に対する2重起訴を禁じる特約付証券となる。契約による責任制限が設けられても、故意の不実表示の不法行為まで排除することはできないが、譲渡人にまで救済を求めようとするれば、譲渡者の共謀や統一的指示、悪意ある行為の損害との因果関係の証明を要し、外部の投資家が譲渡の内部関係証拠が得られなければ、立証は容易ではない。

証券化に分類される証券は、アメリカ市場だけで住宅モーゲージ証券だけで7.5兆ドル（政府機関の保証付を含める）、商業用不動産モーゲージが2.5兆ドルで、10兆ドルは年間GDPの2/3を越える金額の証券市場になっていた。ヨーロッパではリーマン危機以前から⑤のカバード・ボンドの発行が大きく成長し、2009年末の市場規模は2.4兆

ルールに達していた。<sup>(93)</sup> アメリカの信用危機で、証券化譲渡財産についての不実表示により質の悪い財産を故意に移転する貸し手のモラル・ハザード行為を抑止し、証券化の固有の不備を補うため、貸し手に最終責任を負担させようとするカバード・ボンドの利用はさらに活発となった。アメリカではカバード・ボンド法 H. R. 4884 が 2010 年 3 月下院議員により提案されたが審議未了で廃案となり、2010 年においてさえ、カバード・ボンドの発行は実験的な数件しかなかった。カバード・ボンドは独立の財産体を構成するというのではなく、会計上はオンバランス・シートのままで倒産保護柵を確保し、補充責任の請求権は無担保の一般債権の扱いとするとところに特徴がある。ヨーロッパの利用国では発行者倒産において、カバールールに対する投資家の権利が認められる立法がなされており、独立財産体の設立を要しない。アメリカでは倒産処理だけでなく、金融機関倒産の場合、預金保険法での破たん処理の扱いも固める必要がある。<sup>(94)</sup> 2010 年末現在、わが国銀行も検討をしているが、発行をためらっている。

(2) 証券法の開示規制が使えなかった不実表示を伴う証券化—譲渡代価評価方法と現実の譲渡財産

新設会社と財産譲渡のふたつのキーワードがあるとき、会社法は債権者保護の点から争点になりうる警告を与えてくれる。その 2 つに不実表示が重なるとき、どんな現実が出現するかは想像に難くないが、会社法も証券の法規則も未然に防御できる抑止力ある規制はなかった。わが国において、証券化発行するプロセスで、新設会社の設立と財産譲受と同時の証券発行において、公募の形式であっても、事業譲渡でもなく、現物出資でもないもので、他方、財産引受あるいは事後設立の点から懸念はあったが、検査役の財産の検査は求められなかった。アメリカの商習慣がパッケージで移植され、会社法ルール適用について厳格に運用されることがなかった。虚偽の開示責任については証券法の定める義務規定に委ねられることになる。

譲渡財産ルールは、証券募集で証券が効力を生じる直前に決定される。譲渡適格要件を満たせば、直前に貸出が実

行されたモーゲージまでが含まれる。そのため財産プールの元本総額に対する証券の販売額、すなわち譲渡価額は、譲渡される財産プールと同質であることを前提に、譲渡者が格付機関に提供する過去実績のプールのパフォーマンส์情報をベースにして、格付けによって決定される。格付機関は格付委託者との間の守秘義務契約にもとづき、届出書に含まれる開示対象外の情報も利用することがあるが、提供情報に虚偽がなく、重大な点で正確であり、不開示がないことの表明・保証に違反がないことを前提にし、開示対象外の情報の正確性について未検証のまま利用する。また貸付の引受決裁業務方針違反がなく、基準を満たして適正に与信承認された譲渡適格であることを前提にする。証券化について証券法とその規則は、開示された貸付方針に違反する例外承認（融資掛け目・職業・年収・与信スコア基準などの例外承認や適格を満たすための水増し不動産鑑定価格を含む。）がないことの第三者検証、及び開示範囲外の格付機関が秘密合意で利用するコンピューター計算されたパフォーマンス情報の正確性や集計プログラミング・ミスも存在しないことなどの検証あるいは監査を求めることがない。譲渡財産自体が取引履歴のない新規の貸出が大半であり、評価に使われるパフォーマンス情報は別の財産プールであり、事実の検証まで要しない。上場企業の財務監査であれば、全体としてのシステム監査が含まれる場合が多いが、証券化譲渡のために事業の一部について抽出された財産プールについてデータベース計算照合がなされることはない。2010年の金融制度改革法制定前後まで、証券法の規則は格付機関に提供され、格付け評価に利用される情報について第三者DDを求めていることがなかった。

譲渡された財産が実在することや二重譲渡のない事実の確認については、証券会社の引受責任の一環のDDとして、証券発行後の数ヶ月の間に、外部の検査会社に委託して全体の2〜3%がサンプル検査により行われる。場合により、当事者の要望で簡単な例外承認貸付チェックを含むことがある。その報告結果は証券の担保を管理する受託者には報告されるが、届出書（したがって目論見書）に含められず、検査証明は開示範囲にない。証券の所持人はその情報を

閲覧する権限は契約上、許されていない。格付機関は現実の譲渡財産プールDD結果報告の共有を求めないので、通常提供されることはない。

貸付に引受基準違反の貸付が発見されれば、その債権について譲受人は譲渡の無効を主張し、契約を解除し、返還・元本額での買取を求めることが譲渡契約上許される。しかしながら現実にはそれが発見されるのは、モーゲージ・ローンの返済が長期に滞った場合に、原因を調査したときとなり、個別のローンに貸付違反があったことの証明は、証拠となる譲渡プール財産に対して直接の権利を有しない証券所持人には困難である。モーゲージ・ローンの原契約は、債権回収業務のためにサービサーに保管されており、担保管理受託者にさえ、利用可能な状況には置かれていない。したがって、譲渡者が違反を自ら認めるか否かにかかわらず、譲渡の解除の理由はともかくとして、任意にローンの返還を同意してくれない限り、投資家が受託者をして、訴訟による救済を求めることは、訴答における主張さえ十分に説得力がなく、困難な状態に置かれる。各投資家には契約上の資格要件として、提訴権さえ認められないケースもある。その結果、2010年秋以降、膨大な数の貸付基準違反（不適格債権譲渡）疑惑で買取を求められて訴えでられる事例が相次ぎ、証明において困難に直面している。

（3）制度上の欠陥と証券化の一大疑問—なぜ投資家が購入できたのか

貸付の引受承認基準通りの貸付でなく業務違反があり譲渡適格を満たさない財産であったら、業務リ違反リスクは投資家が負わされる。引受承認基準は届出書に開示されるので、違反を発見し証明することができるとは言える。証券化財産と類似プールのパフォーマンス実績計算値が事務ミスやエラー、それとも故意により正確ではなかったら、証券化の譲渡プールの評価は根本から覆される。証券化譲渡財産プールとは異なる性質でフィルタリングされて選ばれたプールの実績値が使われた場合、推

定家結果には意味がない。その不実表示リスクや不適正なリスクは証券投資家に負担させられる。クレジット・スコア700以上しか貸していなかった金融機関には700以上のスコア債務者のパフォーマンス実績値しかない。新たに640まで引き下げたプールを証券化するとき、700以上の実績値を使って、違う性質のプールの将来パフォーマンスを合理的に予測することができるのか。融資掛け目80%を上限として融資してきた業者が100%以内に基準を変えたら、どれくらい悪化するか実証されていない。しかもそれらの集計値が正しくプログラミングされたデータベースかのシステム監査はなされていないから、不実表示をしても発見される術がない状況で、単に譲渡者に対する信頼だけで、証券化される。

こうした事実がここで明白に指摘される以前に、当事者や証券会社、格付機関以外にも知られていた事実だとすれば、証券化の証券の法規制の設計に携わった証券規制制定機関や会社法の学者が関係したとすれば彼らは、国の経済発展が優先されたかどうかは知らないが、なぜ口を噤んだのかという疑問が生じる。目論見書を読めば、そうした無検証データ使用リスクを推察できないレベルではないだろう。他方、証券化におけるリスクの生じる重大なプロセスが届出書や目論見書に明白に記載されていないかつたので、投資市場が個別の悪意がある場合を除き、一般に知りえなかったという主張は否定されないだろう。この不開示の責任は誰にあるのか。従来の規制では、その点まで開示が求められていたのか。引受証券会社は、コンピューター計算データ監査について、証券法11条のDD義務を積極的抗弁をもって負わないのか。それとも表明・保証を信頼すれば足りるのか。

例外承認の検査やパフォーマンス情報は開示の対象とされない。パフォーマンス情報はシリーズもののモーゲージ証券の基本発行目論見書の個別取引の補足目論見書に含まれ、目論見書情報として開示規制上扱われるが、格付け審査で使われた秘密情報合意にもとづき提供された情報がどこまで限定されるかは不透明である。従来の法規制では、格



付けに関する開示の記載としてまで義務付けられていない。

それでは投資家は、譲受人検査を省いて、DDのなき無審査の譲渡について、譲渡人の譲渡財産の質に関する表明・保証だけを頼りに投資できたのか。投資家は、世界中の投資業界は投資適格格付けに全面依拠したと言われる。<sup>(95)</sup>

信用格付機関は、証券法の規制の範囲外で、自由に意見を發表する報道メディアの特権を利用して営業し、発行者から提供された情報が正しいという前提で自らの評価をおこない、譲渡資産についていっさいのDD義務を負うことがなかった。証券法も委任契約上も、格付機関が発行当事者側の関係者にあたる地位を与えず、格付機関は投資家と同じ目線で部外者として証券の元利金支払い能力を評価するに過ぎない立場を主張する。証券法を根拠に、開示違反の当事者として格付機関を提訴することが認められない。

格付機関はまた引受基準の適合審査を行うおうとすれば、できる立場にあつたが、それを任務とはしていなかった。その上元利金支払いの債務不履行確率を推定する格付けモデルの選択を誤つたら、全く現実を反映しない結果となる。格付機関は格付けが発行当事者の表明事実の確認といった性質ではなく、単なる将来予測と位置づけ、格付けが言論自由が保護する単なる意見であると抗弁して、明らかに誤つた格付けであろうと、民事上の不実表示のネグリジェンス責任さえも無視できる営業上の法的保護権益を確保していた。

証券化プロセスは以下の状況でなされていた。①発行者の格付機関に提供する（届出書に含まれない開示規制対象外の）情報についての第三者の検証のない事実に関する不実表示、②開示された貸付の引受承認基準無視の不適格な例外貸付、③財産プールのパフォーマンス予測のベースに使われる性格に類似性のないローン・プールのパフォーマンス集計値で、かつ未監査集計情報への依拠、④デフォルト予測に使われる不適正で根拠のない確率モデルの採用と市場の共通利用。これらは、届出書に含まれ開示責任規制を受ける発行者情報ではなく、また第三者機関の外部意



見のベースとなるモデルにすぎないので、発行目論見書のリスク・ファクター注記すらなされていなかった。

これらが組み合わさって発行された証券は、入力された情報がためなら出力された結果は的外れで、評価される経済的価値を瞬く間に失った。証券の法規制はあまりに無防備などころか、関係者に責任が発生しないよう格付けという免疫地帯を通過することで、モーゲージ証券市場全体が格付けという規制の軸となる届出書の外に作られた共通認識に統一指揮された謀略的詐欺市場と変容する結果を招いた。証券のストラクチャリングは募集・引受に関与する証券会社であり、格付けは共通する証券の価値の認定に使われたにすぎない。謀略への参加の悪意がそれぞれの取引のパーツ的役割を果たしたにすぎない関係当事者にあつたわけではない。証券法は投資家救済に役にたたず、不実表示のコモンローの救済の手さえ及ばない範囲で実行された。

その結果、開示範囲外で譲渡人の提供した事実に関する重大な不実表示が発覚すると、証券の価値は抛り所を失って消滅する。数ヶ月の間に、10兆ドルの市場が瓦礫の山となる。これが2007年半ばにアメリカ証券市場で現実起こった現象であり、回復不能な損失をもたらし、世界中を信用危機に突き落とし、証券会社数社を消し去った。

全体のスキームを策略し、資金使途が違法に使用されない点についてDD義務が及ぶ証券会社は、不実表示の悪意を持って、発行者と「ぐる」で共謀のある一味だったのか。証券法開示ルールは、開示当事者に対する責任を規定するが、共謀による共同の第2次責任まで負わせない。証券会社は配布した発行目論見書記載事項について、証券法12(a)条項の責任を負い、さらに同11条DD義務を免れることは許されない。CDOについては、発行済みモーゲージ証券のリパッケージであり、取引所法10(b)の詐欺禁止条項適用が理論的にありえる。しかし、CDOでは証券会社がモーゲージ証券を集めて格付機関に持ち込み、担保証券全体に格付けのデフォルト発生シミュレーション・モデルを適用して経済数字モデルの遊びをただけにすぎない。CDO発行者は購入して保有するモーゲージ証券それぞれの

開示責任を負わない。担保証券に虚偽の開示があつて証券が評価不能になり、売却不能の評価損が発生しても、証券会社の独自開発モデルでなく、市場で共通して利用される公開された格付けモデルが使われる以上、損害との関連は格付け防火壁で遮断され、詐欺のサイエンターの証明は困難となる。客観的な市場化されてしまった誰にも入手可能な格付けモデルがあるから、証券発行しようとするば、使われるほか選択肢がない。モーゲージの不実表示には無関係な証券会社が格付けモデルの使用だけでは、損害発生についての悪意はみられない。

2010年までの証券の法規制のフレームワークでは、格付機関はいかなる責任適格にはあたらない。たつたそれだけの証券法の小さな放置された穴が、巨額の富を消滅させ、莫大な数の訴訟を引き起こすことになった。2000年以降、デリヴァティブズを組み込んだストラクチャード・プロダクトに関連して、Frank Partnoy はルール 436(g) の抜け穴について問題指摘していたが、事件の起こる数年前の一言コメントにすぎず、重大な信用市場崩壊を招くという分析は見られなかった。

大恐慌で証券の虚偽開示が理由で証券市場が暴落し、その欠陥を補う制度が1933年証券法、1934年証券取引所法であつた。2007年には届出書外での虚偽の開示の危機が再来した。従来の規制に服す証券は、株式と社債だけだったが、証券法が規制の別庭を準備した証券化でスキヤンダルは起きた。モーゲージ証券化を引き金とした信用危機の原因究明のために議会と証券規制監督官はすばやく動き、数多くの公聴会を通じて確信を得て、2010年半ばに証券法開示規則と証券取引所法の立法改革を行い、証券の定義規定を変更し、規制を強化した。

格付機関は、30年間監督機関ルールにより証券法11条義務免除を受けてきたが、2010年証券法改革で免除ルールが撤廃され、監査人と同様に発行当事者の立場に置かれ、ゲートキーパーとして位置づけられた。他方、証券が定め通りに返済できる能力があるか否かの信用意見に過ぎない格付けに、全く別の作業である審査のために提供され、

場合により届出書に含まれない情報についてさえ正確性を検証するDD義務を負わせることが、格付機関の付随的存  
在意義なのか、疑問が生まれる。

2007年終わり以降、格付機関に対しては証券法11条責任、コモントローの注意義務違反のある不実表示を理由に、  
年金基金から賠償請求訴訟が多発し続けており、その数は爆発的に増加している。2007年以前、目を引く訴訟は  
数年間に1件の頻度だった。モーゲージ証券の訴えの多くが、憲法修正第1条を理由に投資家請求が棄却され、敗訴  
の連続が議会を改革に突き動かした。証券の暴落の問題は、発行者（財産譲渡者）の不実表示の単独行為だけでは成  
立しない。格付け機関やその他関係者の幫助の第2次役者の責任を求める私訴権を許可すべきか、今後立法課題が残  
された。

#### （4）真正売買と不実表示

市場は真正売買の法的評価というもうひとつの前提に依拠し、成立していた。<sup>(46)</sup> 真正売買の法解釈が問題ではない。  
それが想定した現実の認識の誤りにある。意見書には、想定としてさえ含まれてはいない。

意見書の世界と現実とは、全く異なっていた。譲渡財産についての事実に関する譲渡者の表明・保証違反の不実表示  
に対して、真正売買は全くの無防備で、法律意見ではそうした不実表示が起こりえる状況を想定外とした。意見者は  
届出書に含まれ、AAA格付け取得のため、格付機関は真正売買の法解釈の理論的完全性を求めたが、情報提供者の  
事実の表明・保証には信頼をおき、不実の表示が起こりえることは格付けの前提とされなかった。虚偽の開示がなさ  
れてしまえば、ストラクチャー上損失について合理的見積もり不能で、違反行為は過去実績に基づく確率手法による  
超過譲渡による数量的な補完には相容れない。

したがって表明・保証の契約条項違反に対して買取あるいは差替え義務が譲渡者に課されることで対応されたにす

ぎない。買取・差替えは、譲渡者の財務が健全で、適格違反を譲受者あるいは投資家から指摘されて違反を認める以前に、任意に買取・差替される場合にのみ機能する。違反は譲渡債権プール全体のパフォーマンスが著しく悪化し、重大な何かが起こったことの兆候がみられない限り、違反を発見して証明することはできない。譲受側がローン・フাইルを所持していない以上、違反懸念があっても、証明することができない。したがって譲渡人の信用が悪化し、買取・差替え義務を果たせないほどの財務状況になって、プールのパフォーマンスに異常が見られたときには、裁判外で違反を指摘されてもそれを自認することはなく、紛争に発展してしまつて、譲受側の対応としては時すでに遅すぎる結果となる。譲渡人は、譲渡者の倒産手続きでは、買取・差替え義務は履行不能となる義務となる。

真正売買が完成されているという前提ができあがると、それを満たす土台の部分の不実表示がないことの条件が満たされているかの確認、検査の必要性については無視された。

(5) 違法な詐欺貸付と譲渡の手続き上の不備による譲渡無効

本稿は、モーゲージの証券によるファイナンス制度の欠陥と改革を分析対象とするが、モーゲージ契約の成立に瑕疵ある債権については扱わない。発行者の違法な詐欺貸付の問題は、開示において事実を隠蔽するので虚偽開示と結びつき、ファイナンスしたいがために虚偽開示の重大な動機付けとなる。証券化では開示された与信承認基準に反する不適格債権の譲渡については、譲渡を解除したり、買取請求で処理される。しかし発行者が破綻してしまえば、詐欺貸付では回収疑念が生じて、回復を見込みようがなくなる。本稿は証券の法規制に限定し、この問題まで論じていない。

また2010年9月以降に大手金融機関の間で住宅モーゲージ証券化の共通の商慣習とされるほど蔓延が明らかになったのが、モーゲージ・ノートの裏書の連続性のない移転、タイトル移転の確定できない譲渡の手続き不備問題で

ある。本稿は、有効な譲渡の効力の否定、権利者を証明できず執行不能といった譲渡の瑕疵に係る問題についても分析対象としない。債務不履行が発生し、差押処分しようとするとき、裁判所により執行許可がでなければ、投資家は譲渡者に対してノンリコースゆえモーゲージ以外に請求権を有せず、手続き不備による譲渡の解除無効が買取請求の訴えにより回復をはかるしかなくなる。

しかしながら、手続き瑕疵は個別ローンについて証明を要し、説得力ある陳述の壁が訴答をパスさせない。差押処分が禁じられれば、証券化は無担保となる。証券の所持人は直接財産権に対する権利を有しないので、訴え提起のため調査することが許されず、損失規模は不透明となる。値下がった物件に対する権利さえ追求できなくなり、ローンが債務不履行になって初めて、重大なストラクチャー上の欠陥が現れる。

譲渡財産の発生・存在を危うくする詐欺貸付や財産権の譲渡無効の問題は、証券の開示という問題の解決ですむというより、住宅モーゲージ証券市場全体が証券詐欺かという構造的な根幹的な欠陥の問題とある。買取請求が全体の譲渡額の数%であれば、譲渡者の財力で自ら契約違反を認めて対応されてきた。しかしその無効の規模が全体の2割、3割となれば、譲渡者にはもはや違反を認めることはできなくなり、裁判上の争いになる。争いは、不実表示、譲渡無効、詐欺貸付の問題を含み、請求原因が拡大される。証券投資家にとって、どのような救済法理に発展するか、訴訟は2010年半ばから急増した場借りで、解決の出口の行く先は読めない。

(6) representations and warranties 条項の法的性質をめぐる意思形成過程における過失のある不実表示の不法行為上の救済について

Dodd-Frank 金融制度改革法は、SFPの信用格付けサービス提供者に証券法上の開示義務に関連して、財産買主側の due diligence の中位義務一端を負わせて番犬役の責任当事者に組み込み、不実表示を防止する仕組みを目論ん

だ。回避策はそれだけでは留まらなかった。証券開示に関するルール設定権を議会により委ねられたSECは、立法による予防措置の備えに並行して、放任されてきた詐欺的な表示を含む譲渡契約に対して対策を打ち出した。その努力は立法1年前から、M & Aや営業譲渡、証券化などで通常使われる譲渡契約雛形の *representations and warranties* (以下「R & W」と呼ぶ。) 条項<sup>97</sup>を不実表示の枠組みのなかでどのように予防的に機能させるかという点からの腐心のルール作りに表れた。<sup>98</sup>

RMB Sなど特定の財産プールを証券市場を通じてファイナンスするための取引の法的性格は、信託譲渡された財産体に係る不可分持分を表象する受益証券の形態をとる。その性格は、米国法をよりどころにする取引界においては、発行者の担保付社債という信託財産に対する直接的な権利が認められない形式ではなく、ひとつの取引に係る投資家全体を信託財産に対する権利者とする証券にある。個別の投資家は、信託財産に対して自らの不可分の持分の財産権に直接に権利行使することは許されないから、わが国の制限目的の専ら譲受会社の社債の制度と著しい違いはなく、社債発行者がそれ以外に財産も有せず、資本をもたない。したがって、いずれの法的形式をとろうとも、請求権は信託財産以外には責任財産を制限され、証券の元利金支払いにつき信託財産の不履行リスクをそのまま(優先支払い順序に従って)引き受けるノンリコースの証券と呼ばれる。

信託譲渡された特定財産にかかる不実表示は(不可分共有持分証券ゆえ)そのまま証券の(譲渡者の過失ですまされるか故意が証明されるかはさておき)詐欺的表示となり、証券開示や譲渡財産の報告に係る内部統制の規制が生まれる。財産譲受人あるいは信託受託者の証券発行側の当事者は、信託財産の個々の債権の存在につき、表示違反がないか、譲渡適格債権であるかの *assurance* (通常、会計業務の商慣習では監査と訳され、第三者検証による監査による質的保証をいう。)を得る手立ては、千を超えるモーゲージのひとつひとつ個別に全部につき、適格調査をすること

が費用的にも時間的にも現実的ではない。そのため、R & Wの真実性に関する調査は全体の数%にあたる債権の無作為サンプリング調査の監査によることになる。<sup>(9)</sup> 全部であれば、譲渡後すなわち証券発行直後に監査といっても数ヶ月を要してしまう。また調達費用あるいは実際の売買価額を効率性をなくすほど大きくしてしまう。その結果、信託受託者ら権利移転を受ける者は、譲渡モーゲージの事実の表示に関して、譲渡適格であることに不実のない譲渡者表明 representations や財産の信用の質に関して債務不履行が生じていないなどの担保責任 warranties の真実性に事実上全面的に信頼することを甘受するはかなくなる。

ノンリコースであるがゆえ、また個別資産の全面的監査ができないことが、譲渡財産に関するR & Wとその信頼すなわち信義則と公平な取引が取引のベースとなる。買主側が売主と条件交渉できるだけの専門の知識をもって交渉できる立場にあれば、売主R & Wの表示の信頼のためには、資産内容の調査の注意義務が求められる。証券法も due diligence 義務を定め、発行手続き上の業務として due diligence を組み込んでいる。証券化信託財産の譲渡者がどの州で営業していても信託受託者は証券発行の地である New York 州にて業務する金融機関が使われることが一般的である。同州法では、企業買収や事業譲渡に係る証券の売買、銀行ローンなどについて、直接売り手側を調査できる立場にあり、騙されないほどの専門の知識を有する場合には、特に未監査の財務諸表に対する注意義務の先例が確立されている。専門知識を有する買主は、売主R & Wに due diligence なく依拠することは許されず、過失ある不実表示は詐欺の請求根拠とならないという判例法理が確立されている。<sup>(10)</sup> それが、業務上 due diligence が義務付けられている理由である。しかしR & Wについての監査が非現実な対象資産であることから、証券の発行手続きの中で業務化された due diligence は、R & W詐欺あるいは不実表示の過失についての正当な信頼の請求原因を法律上認める程度かどうかの注意判定基準にすぎなくなる。



証券発行に関連する財産の譲渡の取引相手は、契約条件について交渉能力を持たない一般の個人投資家ではない。資金運用を専門とする他人の財産を運用受託する機関投資家が相手であり、また証券発行者である財産譲渡者、財産信託受託者、証券引受人、信用格付け会社ら関係当事者が証券に係る専門家ゆえ、買主側が売主側の事実表示の真实性の表明に注意を欠いて信頼しても、その信頼は合理的ではなく、法律上正当とは認められない<sup>⑩</sup>。売主に不実表示の過失があったからといって、専門家としての信頼が不当であれば、契約前の意思形成過程における不実の説明義務違反に対して、契約上の救済が認められる正当な根拠になるわけではない。買主注意せよの格言どおり、買主側が詐欺請求する場合には、due diligence の注意義務を免れるわけではない。ゆえに第三者に個別の譲渡債権の監査業務を委託して結果報告を受けるのがSFPの業界発行慣行である。契約外の不法行為を原因とする救済を求めれば、過失相殺を伴う補填的賠償によることになる。

Representations と warranty の法的性格は別物であり、真実を表明しているから、その担保責任を問うためのドラフティングのテクニックから、慣習上、組み合わせられてきたとされる。R & Wの結合されて表記されるふたつの法概念について、契約成立を目ざす契約当事者の意思は、対象とする財産についての事実をありのまま表示する売主義務Rと表示に反して質が伴わない場合の権利侵害に対する担保責任Rの別次元のふたつの救済の効果を意図する条項に分けられるものではない。

Representations は、発行者の事実（法的な存在、売主の会計書類、事業に必要な免許の取得、適法に業務していること、違法な業務に携わっていないこと、一定額を超える訴訟が係属していないなど）に関する表示の他、譲渡モーゲージ・ローンに関する事実の表示があり、それについての不実の表示がないことについて譲渡者が表明 representations するようになる。財産に係る representations は、モーゲージ・ローンの発生や存在の確認、金利や



金利設定方法、返済期限や繰上げ返済方法、返済金額等の融資条件につき電子媒体のローン・ファイルと契約書に不一致がないこと、債務者ID情報や住所の認証や所得情報などの電子媒体と契約書付随情報に不一致のないことの実表示を含む。事実表示に反する表示や注意を欠く表示がなされたら、証券の価値の評価は、営業財産や現物出資の報告に重大な虚偽があると同様に、評価ベースの信頼を根底から失うことになる。

Warranty は法的分析を通して原則が形成されてきたが、R & W は、M & A や営業財産の売買の契約作成の慣習上、単に法律英語特有な冗漫にして並べられ、当事者意思に曖昧さが残る表現にして、売買契約が完了して代金決済された後は、表示違反に対する買主の意思表示の瑕疵による（契約不成立を主張して）取消しを求めることまで譲渡契約上予定されておらず、その旨の規定を置いていない。売主は、warranties 条項により証券発行直後の数ヶ月以内の due diligence により発見された質の不適合につき、取消や賠償に替えて、譲渡適格債権との差替さもなく譲渡代価での買取を請求できる担保責任を負うに過ぎない。千もの特定な債権とはいえ、モーゲージ・ローンは同質であり、どれであろうと同程度の損益パフォーマンスが合理的に期待できれば、代替できる点で不特定な性格をもつ。W 条項は R の真実性に対する不実表示の担保責任であっても、支払い能力の質的保証でもない。過失が証明される representations 違反であっても、misrepresentation 不実表示の故意が証明が可能であっても、契約上、発生した損害に対する賠償による救済までは予定されていない。したがって契約成立前の意思形成における情報提供の信義則や誠実義務違反の不法行為で処理されることになる。

R & W の不実表示の救済は、黙示の信義則の違反を含む契約違反、詐欺勧誘、過失ある不実表示、不当利得、indemnity による補償を請求原因として、填補賠償、買取の特定履行や解除を求めることになる。R & W に関して住宅モーゲージ証券化訴訟は、個々のローン・レベルの質についての R & W と譲渡取引全体のレベルでの R & W に分かれる。<sup>(10)</sup>

R & W条項は、その効果として取消権の放棄特約まで明示してはいないが、売却された一部の証券（すなわち結果的に信託財産の一部の譲渡を伴う）を解約したり、ひとたび譲渡されて一月後には収益が投資家に分配されてしまった後には、譲渡や証券発行の一連の取引を取り消すことは非現実であり、差替（代替がなければ金銭による買取）による予定上限額を決めた担保責任で処理されるのが穏当であろう。そもそも不適格というだけで、損害は発生していない状況であれば、事実の表明違反にすぎない。<sup>(10)</sup>ただしR & W条項は、譲受人（財産の受託者）のみと合意された項目にすぎない。証券が発行された時点で、その証券の所持人個々は、信託財産である不適格モグージ買取りや差替の直接の請求を許されない。また債権者集会の意思決定が無い限り、個別証券の償還請求は許されない。<sup>(11)</sup>

事実に関して不実のない表示は、契約成立に誘い導くための成立前の譲渡者の説明義務の一環であり、一旦契約が成立してしまえば、その表示義務違反による取消しの効力は終了し、取消権が譲渡契約にそのまま引き継がれる………<sup>(12)</sup>効果は規定されていない。取消権放棄の問題ではない。意思表示の瑕疵に係る救済につき、譲渡契約の効力にもとづくいずれかの求償が認められない。他方、救済はコモロー上の不法行為賠償によることまで妨げられない。<sup>(13)</sup>補償については、事実表示の違反が重大であれば、故意なき過失の不実表示 misrepresentation 法理に類似する。ただし互いに商人であり、誠実と公平を前提とする商取引であっても、売主の事実表示に全幅の信頼を寄せることは許されず、買主には調査義務が課される。譲渡者 representations を鵜呑みにして信頼すれば、買主として注意を欠くことになって請求が封じられ、さらに注意に reckless が見つければ、重過失の抗弁により主張は根底から崩されうる。warranties 条項は、譲渡不適格債権が混在する場合、契約違反に対する契約上の救済として、適格債権との差替あるいは不適格債権の買取の担保責任を発生させられるが、理論上契約額に超えるコモロー上の不実表示の賠償請求まで排除するものではないものの、warranties による買取の上限額が予定されている契約では、責任限定特約として強

制力が認められる。

譲渡（権利移転）終了後に、売主が表示された譲渡適格債権との差替責任の履行あるいは売買代価で買取するだけの信用が保証されれば、買主は損失は被らない。住宅モーゲージで始まったSFPの証券市場は、創設から15年、市場参入の門戸を譲渡者としてのR&Wに信頼を置いて、その信用を引き受けられるに適した金融機関にだけ開いていた。90年代の半ば以降、サブプライム・モーゲージがRMBSとして最上級格付けを取得して証券市場で発行が許されたとき、信用の濫用の歯止めは取り外された。その結果、実取引界は不都合な矛盾が露呈した。債務者の所得や信用状況について不実表示までする売主の事業状況は、そもそも故意の虚偽であっただけに、差し替えてできるだけ譲渡に適格な債権を保有していった。不実表示が許される制度環境があり、その制度を濫用できる機会があったから、そうしたファイナンスの市場が成立可能になったといえる。信用をよりどころにするwarrantyどころか、信頼を前提にできる信義則の守られる市場ではなかった。

## 2. 日本が直面する証券法規則のハーモニゼーション

先述の不実表示違反が起こった規制環境を開示規制の点で分析しなすと、①発行者が表明・保証して格付機関に提供する（届出書に含まれない開示規制対象外の）情報に関して第三者による事実の検証の不要、②開示された貸付の引受承認基準通りに貸付されたか、どの程度の例外承認された不適格譲渡があるかについて検証の不要、③（届出書に含まれない開示規制対象外の）財産プールのパフォーマンス予測のベースに使われプールのパフォーマンス集計値とそのプログラミングの検証あるいは再確認計算の不要、④デフォルト予測に使われる確率モデルの経済的合理性に関する証明責任の不要。これらについては、届出書に含まれる発行者情報ではなく、第三者機関の外部意見のべ

スとなるモデルにすぎないので、開示規制を受けず、発行目論見書のリスク・ファクターに記載義務がない。

証券市場において、そうした証券の法規制のない環境がそろっているとき、第三者による検証があらうとなかろうと、譲渡者の譲渡財産に関する事実の表明・保証に違反しないこと、事実について不実表示がないこと、開示された業務方針と異なる違反貸付の例外承認がないこと、経済予測のための数値データが恣意的に選択されることなく信頼性があること、予測モデルが経済的妥当性があることなどについて、疑念なく信じてモーゲージ市場が成立していた。どこかに一儲けする目的の違反者が表れることは想定して規制制定されていない。規制監督機関や議会が、証券法規則の領域に予防的規制網をはるべきと判断して規制に積極的になれば、起こっていない紛争に対して、経済コストの増加と効率性低下を招くとする関係業界の強い反対にあうことが予想された。規制のない市場の効率性とコスト低下と事件の起こった場合の損失規模をどう考量することができるか。

アメリカは信用危機発生後の2007年秋以降、原因分析を進めて2010年夏に改革立法した。今も証券の法規制の抜本改革を進めているアメリカでは、改革の身から何が欠陥と認識したかを推察できる。そのアメリカの立法・規制制定機関においてでさえ、上記③の問題が未だに理解されていない。アメリカの学者は市場の欠陥について正しい現実認識ができておらず、あるいは焦点を誤り、またメディアや議会が取り上げる格付け手数料発行者支払いモデルの欠陥に拘泥するあまり、信用危機に対する改革とめざす市場社会モデルの青写真を誤って描く。2009年の時点で、アメリカばかりか、ヨーロッパ、日本の制度改革に關与する学者は誰も、アメリカの2010年の金融制度改革法が、証券定義の目的変更とゲートキーパー責任の修正にメスをいれることによるドラスチックな問題解決策を提示することを予想するものはいなかった。2009年に証券規制制定機関が提案規則を發布していたというのに、注視したものは見られなかった。そのくらいに、現実の分析に疎く、しかし現実の一部をみて、理想郷のパラダイムを

議論する。

こうして問題の根は発見され、今日状況の問題は認識された。アメリカでは、既に解決策が提示された。問題が正しく認識できれば、制度設計上の修復的解決策の答えを導くのは難しくない。具体的方法論をどうするかが課題であるが、それは法律的問題ではない。

上に説明する規制環境はアメリカに限った状況ではない。制度設計をそのまま移植した日本の環境にすっかりあてはまる。アメリカは証券開示をますます厳格にする法規制の抜本改革に解決を求め、欧州は詳細な開示では全ての欠陥が埋められないという立場から、担保財産の開示、監視、差替えを金融機関に課すカバード・ボンドによる2重リコース責任に解決の途を見出した。日本だけが無言を貫いている。そのため、従来の証券化の商慣習の上述の①～⑤環境がそのまま据え置かれている。改革に乗り出さないのは、規制がなくても、違反が起こりえないという疑念なき信念が揺らいでいないのか、疑問の視点を持った金融監督機関のコメントは未だ聞かれない。

本研究は、改革の中身を検討することで危機の発生可能性の原因を説明しようとする。現状を正しく認識し、不備の部分と理由を明白にできなければ、規制のフレームワーク自体が歪んでしまう。そして歪んだ行為規範に結びつく。アメリカでは信用危機直後から、投資家と証券発行アレンジ側との緊張関係が劇的に高まり、かつて考えられなかった証券法11条及び12(a)条項を原因とする責任追求の訴えが急増している。わが国では、歴史的にみて、格付機関に対する虚偽の開示や金商法違反はおろか、異例な詐欺事件を除けば、証券会社の虚偽の目論見書の利用事件すらみあたらない。分析の材料は乏しい。アメリカの法改革の具体的なポイントが、わが国市場が破壊的危機に直面する前に、どのような形で摂取されるか、それとも証券の制度設計変更をしないか。新たなゲートキーパー責任制度を再構築するうえで、わが国独自の制度設計するのか先に進めたどの国の制度を摂取するのか、本研究が参考となることを期待

したい。

### 3. 財産法の理論研究から証券の法規制と裁判法理の分野に

2000年前後まで、モーゲージ証券の法規制に関する学者の研究意識は、主にモーゲージの譲渡に関する財産法的側面だけにおかれていた。その頃には証券化譲渡者に破綻がたびたび起こっていても、会社法や証券の法規制に関連付けて問題意識をもつ学者はいなかった。<sup>(10)</sup> 第三者に対して譲渡の法律効果をどう確定するかがテーマであり、法律上の権利の確保が完全にできれば、理論上問題は起こりえないことが前提とされた。取引は法律上の脈絡で真正売買さえ確定できれば、完成されたと考えられた。真正売買とは、財産を新設会社に譲渡する会社が倒産手続きにおかれ、財産権が譲渡者から法律上完全に切り離せ、倒産手続きで影響を受けず、管財人の手の届かないところへ財産権移転が完了しているという理論上の構築を言い、具体的には財産譲渡に係る裁判例を分析した上での法律意見書に示される取引の評価をいう。<sup>(11)</sup>

財産権にかかる権利が一体として譲渡され、有価主権化され、証券発行をともないながら、なぜ財産権分野以外に研究が展開されなかったのか。譲渡者の譲渡財産に関する事実について予防できない不実表示を想定外として、会社ガバナンス、業務執行、証券の法規制規制の上で、起こりえる現実的問題をなぜ研究対象にしなかったのか。

本研究は理論的分析に執着してきた学者が研究テーマにしてこなかったあるいは証券発行・流通において無視されてきた現実の問題に焦点をあて、それが何であったかを解明している。資本市場発展を目指す政策に対して、学者も情報入手先の影響や研究委託を受けたりして、常に中立でいられるわけではない。もし証券法の欠陥の及ぼす影響について既に研究され指摘されて、規則制定に反映されていれば、制度上の悪用から生まれたモーゲージ証券を震源と

する信用危機は軽くすんだかもしれない。

一部の学者はサブプライム・モーゲージ証券危機発生以降、格付機関に対する紛争の証券上の性質と社債とは異次元扱いとした structured finance 証券の裁判法理の新たな事実認定に注目し、研究論題にした。また信用危機後、多くの若手学者が、モーゲージ証券化を論題とし、発行者の格付け手数料支払いモデルの欠陥の分析と新たな市場規制フレームワーク構築をテーマとした。<sup>(10)</sup>

2007年後半以降数年間にいっせいに噴出したモーゲージ証券の訴訟は、証券所持人である投資家による譲渡者や証券会社、格付機関、モーゲージ証券担保受託機関に対する違法行為判断を巡る訴えで、その数は100に及ぶ。それらの訴えの根拠を証券法におく訴訟とは別に、借り手債務者個人の詐欺貸付の救済を求める訴訟もあり、その数は数え切れない。学者や実務家は貸し手・譲渡者の破綻からの法的隔壁の理論的強固さを分析する研究に明け暮れたが、証券法と不法行為の故意の不実表示 negligent misrepresentation を請求原因とする訴えの可能性について、全く研究の外に置かれた。

訴えは、証券法11条（発行届出書に係る重要事項に関する発行者及び関係専門家の虚偽開示責任）・12条(a)項（発行目論見書にかかる虚偽開示と証券引受会社責任）・15条（発行者を支配する者の責任）、17条（詐欺の証券販売・募集の責任を定める詐欺禁止条項で、黙示の私訴権について裁判所の立場は不透明である。）証券取引所法10条(b)項（詐欺禁止条項）・同20条（支配者責任）、ルール10(b)5及びコモンローの虚偽の開示に係る。証券の法を請求根拠とする十分な数の訴訟が提起され、判決にいたる数は限られるが、現実の実取引界で何が起っていたかを知るには十分である。

2010年証券法及び取引所法、それらの関連ルールの新規の制定や修正を伴う改革は、それら現実に起こった紛



争を防止するため、完全ではないにしろ、役立つ。ただ市場規制を立法すれば、必ずDD費用と時間と手間を増大させて証券化の効率性を殺いでしまい、そのコスト転化は借り手に転嫁されるといった懸念が関係者から提起される。立法後の市場モニターは規制監督機関の任務であり、この点もわが国にない制度である。

- (88) *SEC v. Mozilo, et al.*, CV09-03994JFW (C.D. Cal. Western Div. Aug.10, Aug.30, 2010). Memo in support of Defendant motions for summary judgment. 破綻したカントリーワイドのオーナー経営者はRMBS担保のサブプライム・モーゲージについて不実表示や不開示を示す事実はなかったと主張するが、開示された与信方針と証券化されたそれとは変更があったほど重大な違いや例外承認が常態化していた。紛争の経緯については拙著「米金融機関株主代表訴訟と証券詐欺にみる申立て却下の訴答要件をめぐる判例法理」IBL 36巻10号(2008年)。
- (89) D.F.法 § 932(a)(8) (15 U.S.C. § 78o-7<sup>(s)</sup>).
- (90) *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 78 U.S.L.W. 3271 (U.S. June 28, 2010)
- (91) 拙著「Madoff証券詐欺への詐害行為法理の適用と訴訟原因消滅時効」NBL 89号(2009-02-01)
- (92) *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, U.S., No. 08-1191 (June 24, 2010) は場所をベースにする線引きライン・テストを採用した。ルール 10b-5 及び § 10(b) の反詐欺条項のいずれも主な条項が域外適用規定を有しておらず (§ 10(b) は域外の効力について明白な定めを欠く)、国内の取引所に上場された証券の取引及びそれ以外の証券の国内取引にのみ § 10(b) が適用されると判決した。
- (93) *European Mortgage Federation / European Covered Bond Council (ECBC)* 公開情報によれば、2009年末カバード・ボンド残高24兆ユーロで、そのうちドイツが7195億ユーロを占め、ヨーロッパ中央銀行の市場オペレーションの適格担保証券の扱いを受けている。2009年の発行額は5288億ユーロであった。ヨーロッパでカバード・ボンドが大きな市場を形成していた背景として、カバード・ボンドがドイツで巨大市場の *pfandbrief* に由来することやフラ



ンス証券化においても銀行が発行者では *fonds commun de créances* により譲渡しないまま管理責任を負う商品構造をとっており、なじみやすさが上げられる。カバード・ボンド発行銀行は、会計上オンバランスのままカバー・プールを保有し、証券は発行者の債務として扱われ、開示責任を負い、カバード・プールの支配権を継続して有し、管理監視責任を負っており、投資家の利益のために資産を入れ替える権限があたえられる。これらは証券化と比較すれば、全く反対の性格である。

(94) カバード・ボンドの詳細については、Steven L. Schwarcz, *The Conundrum of Covered Bonds*, 66 *Bus. Law.* (May 2010) の発刊予定

(95) CDOは複雑すぎてリスク分析に手間がかかり、格付けに依存するのは投資家の利益であるとは、Sachiko Isoda Peterson, *Subprime mortgage crisis, directors and officers insurance, and personal liability*, 4 *Entrep. Bus. L. J.* 221, 231 (2009). Isodaは投資家に分析能力がなくても購入することについて、専門家の意見を信頼して投資することを疑問視しておらず、格付け利用のベネフィットを説いていると見られる。

(96) アメリカ真正売買の判断基準に関する論考については、青木則幸「事業性ある資産の証券化における『真正売買』の意義」比較法学 37-2、136頁（注）30に整理される。青木則幸「資産証券化取引における債権譲渡の分析の視点」早稲田法学 52 巻31頁以下参照。

(97) わが国の法学者及び法律実務界の間では「表明・保証」と訳され、その法的性質を巡って議論されてきたが、民法改正においては不実表示について契約履行段階での解消を認めない取引慣行から新設が見送られ、同様に表明保証も現行法との関係の明確化の提案がなされなかったことから、中間試案に取り上げられなかった。内田貴・民法改正のいま（商事法務、2013年7月）。

(98) わが国においても表明保証条項については、企業買収を巡って、渡邊拓「企業買収契約における表明保証違反と重過失免責—東京地裁平成18年1月17日判決を素材として」横浜国際経済法学 19（2）（2010年12月）1頁、越知保見「買主、注意せよ」から「売主、開示せよ」への契約観の転換—債権法改正の基本方針の詐欺・不実表示・情報提供義務・債務不履行概念と表明保証・東京地判平成18年1月17日判決の総合的検討」早法 86（3）（2011）1頁、水島治「企

業買収における売主の表明・保証違反に関して売手の買収会社に対する損害補償義務が肯定された事例」立命館法学 307 号(2006年3月) 285頁、國友順市「表明保証責任に関する若干の考察―判例を素材として」龍法 44 巻 4 号(2012) 321頁、金融法委員会「債権法改正に関する論点整理(不実表示)」(2010年7月14日)を含め、債権法改正議論のなかで、信義則上の情報提供義務と位置づけるなどの検討がなされた。内田貴「債権法の新時代―債権法改正の基本方針」の概要」(商事法務、2009年) 53頁他。

- (99) R & W 違反が譲渡全体に広がっていることの立証のため、サンプリングによる統計的に科学的根拠ある専門家意見について、証拠として用いて確からしい価値の Frye 基準 Frye v. United States, 293 F. 1013 (D.C. Cir. 1923) に従い認めると Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, 509 U.S. 579 (1993) による連邦証拠規則の原則で否定するかの分析は MBIA Ins. Corp. v. Countrywide Home Loans, 1602825/2008 (N.Y. Sup. Ct. Dec. 22, 2010)。サンプリングは略式判決では認められる場合もあると述べたのは Syncora v. EMC, 1:09-cv-3106 (S.D.N.Y. Nov. 22, 2010)。

- (100) CBS v. Ziff Davis Pub. Ct. App. 553 N.E.2d 997 (1990); Merrill Lynch v. Allegheny Energy, 500 F.3d 171 (2d Cir. 2007)。R & W 条項はそれまで証券の売買契約など金融取引を巡るドラフティングの技術として英米法の法律実務家の間で取り上げられていたが、warranty については先例が乏しかった。1980年代以降、未監査のベンチャー企業 M & A が増え、warranty に関し定義した CBS v. Ziff Davis Pub. 事件を期に、売主 R & W への正当な信頼を請求根拠と認める買主の訴えに研究に焦点があたり、2000年代になり論文は数多く公表されている。

- (101) 詐欺による訴えで、買主のローン監査に関する注意義務違反がなければ、R & W 条項に対する合理的な信頼を法律上認めることは必要とせず DDJ Management LLC v. Rhone Group LLC, 931 N.E.2d 87, 91 (N.Y. 2010) 判決が適用された Ambac Assur. Corp. v. DLJ Mortgage Capital, Inc., No. 600070/2010 (N.Y. Sup. Ct.) は、専門家であれば due diligence 注意義務が果たされなければ representations 請求は認められなかった。MBIA Ins. Corp. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., No. 601324/2009 (N.Y. Sup. Ct. Apr. 7, 2010) は、注意義務に関連して詐欺の抗弁は認められなかった。R & W 条項詐欺訴えの棄却申立を退けるために DDJ Management 法理を適用したのが MBIA Ins. Corp. v. GMAC Mortgage LLC, No. 600837/2010E (N.Y. Sup. Ct. Dec. 14, 2010) ; MBIA Ins. Corp. v. Credit

Suisse Sec. (USA) LLC, 603751/2009 (N.Y. Sup. Ct. July 12, 2010). 不実の記載が財産権そのものを対象とするのではなく、社債の信用の不実記載が問われたCDOを巡っては、投資家といえども機関投資家であれば、発行目論見書記載の事実を確認できる立場にある専門家の注意義務から、発行目論見書に関するCDOに係り、発行目論見書に関する過失ある不実表示の請求は退けられた。M&T Bank Corp. v. Gemstone CDO VII, Ltd., 68 A.D.3d 1747 (N.Y. App. Div. Dec. 30, 2009). 不実表示を理由とする訴えは棄却され、訴答について認められた争点は、CDO運用会社の信託義務違反を問われた事件であった。

- (102) warrantyについてはCBS v. Ziff-Davis Pub.に定義され、その後、先例として確立された。warranty条項に関する契約及び不法行為の法的性質についての判例法理の整理の通り<sup>102)</sup> Mathew J. Duchemin, *Whether Reliance on the Warranty is required in a common law action for breach of an express warranty*, 82.3 Marq. L. Rev. 689 (1999) 脚。
- (103) 住宅ローン証券化R&Wの請求原因は「Victor Vital and Aiesha Redmond, Mortgage-Backed Securities Litigation: Claims and Defensive Strategies, Comm. & Bus., 12-3 (Spring 2011)」。
- (104) RMBsに係るR&Wに関する注意義務以外を争点とする訴訟を整理する点の通り。

詐欺と同様に、RMBsに不実表示について信義則と公正な取引にもとづく過失がある場合の契約外の請求も、正当な信頼の証明を求められる。United Guaranty Mortgage Indemnity, Co. v. Countrywide Financial, Corp., 660 F. Supp. 2d 1163 (C.D. Cal. 2009).

不実表示について契約を成立させた詐欺勧誘による請求を認容した初めの事件は、MBIA Ins. Corp. v. Countrywide Home Loans, Inc. et al., No. 602825/2008 (N.Y. Sup. Ct. July 13, 2009).

過失ある不実表示請求が契約違反にまつて請求と競合する場合には「MBIA v. Res. Funding Co. LLC, No. 603552/2008 (N.Y. Sup. Ct. Nov. 9, 2010).

解除に基づく請求は、Ambac Assurance Corp. v. EMC Mtg. Corp., 2009 WL 559468 (S.D.N.Y.). 原状に復帰させる填補賠償の訴えには、Ambac Assurance Corp. v. EMC Mtg. Corp., 2009 WL 559468 (S.D.N.Y.).

売主が故意の不実表示により買主を騙さうとしたり、売主が契約上のrepresentationsについて虚偽いあることを悪意が

証明される場合には、売主は（テラウエー州法が制限する）詐欺による取消請求による救済を免れなす。ABRY Partners V, L.P. et al. v. F&W Acquisition LLC et al., 891 A.2d 1032 (2006).

契約上の第三者として直接の受益者にあたる金融保険会社の原告適格について、U.S. Bank N.A. v. GreenPoint Mortgage Funding, Inc., No. 600352/2009 (N.Y. Sup. Ct. Mar. 3, 2010). 財産の信託委託者の原告適格について、U.S. Bank N.A. v. GreenPoint Mortgage Funding, Inc., No. 600352/2009 (N.Y. Sup. Ct. Mar. 3, 2010).

R & W 請求は、証券の損害を保険する保険会社との州法上の特別な信託関係を認めざる判決は、MBIA Ins. Corp. v. GMAC Mortgage LLC, No. 600837/2010E (N.Y. Sup. Ct. Dec. 14, 2010); MBIA Ins. Corp. v. Countywide Home Loans, Inc., No. 602825/2008 (N.Y. Sup. Ct. Apr. 27, 2010).

直接責任は、この場合には、親会社に対する代替責任による追求は、Ambac Assur. Corp. v. EMC Mort. Corp., 1:08-cv-9464 (S.D.N.Y. Feb. 8, 2011); Syncora v. EMC, 1:09-cv-3106 (S.D.N.Y. Nov. 22, 2010); MBIA Ins. Corp. v. Countywide Home Loans, 602825/2008 (N.Y. Sup. Ct. Apr. 29, 2010).

(105) 債権者集会決議との関連から投資家の原告適格について検討が必要となる。有価証券届出書（発行目論見書）によれば、投資家は持分の25%以上の賛同がなければ、権利を主張することが許されないと規定され、訴えが却下される。Greenwich Fin. Servs. Distressed Mortg. Fund 3, LLC v. Countywide Fin. Corp., No. 650474/08 (N.Y. Sup. Ct. N.Y. County October 13, 2010).

(106) Glenn D. West and W.Benton Lewis, Jr., "Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability — Can Your Contractual Deal Ever Really Be The 'Entire Deal'?" 9 Bus. Law. 999 (Aug. 2009)

(107) 紹介すれば枚挙にいとまがないので、ここでは代表的な学者を名上げる。財産法のアプローチから真正売買を sacred cow と呼んで神聖不可侵な概念と揶揄した Thomas E. Plank は、商事法と倒産法の視点から売買の確定を巡る問題を提起する数多くの長文の論文が発表してきた。1990年代に Octagon Gas や鉄鋼会社の LTV が破綻したさいも、証券化は契約法と破産法の交錯の点からしか論じられることがなかった。（破産法との関係から David Gary Carlson は証券化の腐った礎と表現して財産権の移転について論じた。）証券化の分野に限り信じられないほどの数の長文の研究のある最

も知られた学者Steven L. Schwarczは、その確信的な主張の仕方から証券化の契約書の作成実務に従事していた経験をもつと推測されるが、90年代は財産法分野に視点を置いていたが、2000年以降において視点は市場の変貌にあわせて様変わりし、市場リスクについて論ずるものが増えた。2008年Schwarczはサブプライム・モーゲージ危機の市場の失敗の下人分析を試みるにあたり、開示制度の欠陥をしてみたが、証券の法規制に言い及ぶことはなかった。会社法は、財産の譲渡を伴う新設会社の証券発行について無言である。アメリカの大学法律雑誌に掲載された財産法の点からの証券化論文のタイトルを紹介するだけで数十頁に及ぶのでここでは省略する。

2000年代になると、不当な条件による違法貸付に焦点をあて、債権譲渡に伴う抗弁権の切断に関する債務者保護の法政策視点からの論文が相次ぎ、その数は数十を超えた。(拙著・サブプライムの実相の308頁以下の参考文献表参照。)2008年以降で証券化破綻が引き金となった信用危機の原因究明と新たな法規制についての展望を多くの学者が検討したが、証券関係法を直接取り扱った論文はなく、2007年後半より証券会社や格付機関に対する投資家の訴訟が急増するにつれ、事例研究はなされたが、証券法に穴があるという指摘はFrank Partovなど数人に限られた。Dodd-Frank金融改革法で、目的的是であるが証券法や取引所法にて証券の定義の見直しをした上で、証券の範囲を拡張し、発行開示に関するゲートキーパー制度において格付機関の開示責任免除ルールを撤廃した決着方法は、どの学者の視界の範囲にはなく、誰も予想をしていない結末だったといえる。

わが国では90年代に角紀代恵がアメリカの債権譲渡に関する代表事例について概説していた(「証券化における債権の売買と担保のための移転」NBL662号37頁)。2002年のマイカル破綻を巡って証券化の扱いについて伊藤眞、新堂幸司、山本克己、山本和彦ら破産法学者が論じて注目を集め、それを題材にしてまとめたのが勝田信篤だったが、実務取引界にとって目新しい視点はなく、証券の法的分析アプローチは見あたらなかった。青木則幸は、証券化に関連して海外の法律事情について財産法の視点から基本となる商事法を集中的に研究し、真正売買の要件を含めて2000年から10年近くにわたり十数本の研究ノートを発表したが、証券の法制度に研究対象になかった。

浜田道代は、2004年「証券化の進展に伴う諸問題」について証券取引法研究会(日本証券経済研究所)にて発表の場をもったが、学会が経済団体から依頼されて報告した証券化学習の成果にすぎず、マイカル事件についての公刊論

文をあげただけで、会社法、証券取引法に関するアプローチは全く視界に入っていなかった。

- (108) Special Report by the TriBar Opinion Committee, *Opinions in the Bankruptcy Context: Rating Agency, Structured Financing, and Chapter 11 Transactions*, 46 The Bus. Law. 717 (1991)

- (109) 格付機関に対する証券法に基づく裁判法理の展開については、前掲注の参考文献参照。新たな市場規制モデルについては、注1参照。