

証券化とオリジネーター破綻をめぐる諸論点

高橋 正彦（横浜国立大学）

近年、我が国では、消費者金融や商工ローン等のノンバンクを中心に、証券化案件のオリジネーター（原資産保有者）の破綻事例が続発している。現状では、大数の法則に基づいてリスク分散や信用補完を行った、オーソドックスなABS（資産担保証券）等の証券化商品のデフォルト（債務不履行）は、僅少にとどまっている。ただ、証券化とオリジネーター破綻をめぐるのは、以下のとおり、多くの理論的・実務的な問題点が残されている。

これらのなかでも、法的・実務的に最も基本的な問題点である、真正売買や倒産隔離の要件に関しては、2002年頃に倒産法学者等の中で展開された「マイカルCMB S（商業用不動産担保証券）論争」以降、議論が十分に深められているとはいえない。

将来発生する債権の譲渡・証券化後に、譲渡人（オリジネーター）が倒産した場合、当該将来債権譲渡がどのように取り扱われるべきかについては、民法・倒産法上の新たな問題点として、活発に議論されるようになってきている。現在、法制審議会で審議中の民法（債権法）改正のなかでも、注目される論点の一つといえる。

ノンバンクの証券化に特有の問題として、従来の利息制限法と出資法上の上限金利間のグレーゾーン金利の貸付債権の証券化案件に関して、債務者からの過払金返還請求の相手方などの問題点が顕在化している。この点について、下級審の判断は分かれており、判例としても確立していない。消費者金融大手である武富士の破綻もあり、同業他社への過払金返還請求は、引続き高水準で推移している。

ノンバンクの証券化におけるオリジネーターの破綻事例のなかで、最近、レタスカード（消費者金融）による架空貸付債権の混入、エスエフシー（商工ローン）による貸付債権の二重譲渡という、フロード（詐欺）案件も発生した。前者の事案では、投資家は多額の損失を被った。後者の事案は、2010年9月の日本振興銀行の破綻と、我が国の預金保険制度上、初のペイオフ発動の一因にもなった。

この両社の証券化案件では、サービサー法上の債権回収会社が、破綻したオリジネーターに代わって債権回収を行うバックアップ・サービサーとして、実際に発動された。このうち、エスエフシーによる不動産担保ローンの証券化案件では、バックアップ・サービサーの発動が遅れ、現金準備金も不十分であったため、ABSの利払いが約定期日どおりに行われなかったという、流動性リスクが顕現化した。これを受けて、格付機関は当該ABSを大幅に格下げした。

クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての証券化の仕組みは、本来、オリジネーターの破綻等による信用力の変化から、影響を受けにくいように設計されているはずである。しかし、以上のように、現実の個別案件によっては、そうした影響を軽視できない場合もある。本報告では、そのような諸論点に関して、幅広く整理・検討を行う。