

<自由論題>

証券化における信用リスクの分配

高橋正彦(横浜国立大学)

債権譲渡ファイナンス(金銭債権譲渡の形態をとる金融取引の総称)のなかでも、債権流動化・証券化は、クレジット・エンジニアリング(信用工学)としての性格を有する。これらに関して、①対象債権が既発生債権か将来債権か、それらの混合か、②債権譲渡が真正売買か譲渡担保か、③主な信用リスクの所在が原債務者かオリジネーター(原債権保有者)か外部信用補完者か、などといった座標軸により、基本的な類型を整理できる。そのうえで、クレジット・エンジニアリングの手法によって、どのような信用リスクがどのような仕組みにより加工され、どの当事者に分配されているのかを分析すれば、個別の証券化案件の特徴や、関連する法制度・規制等の問題点を明らかにする契機ともなり得る。

例えば、最近注目されている具体的な論点の一つとして、モラルハザードを回避するため、オリジネーターが原債権の信用リスクの一定割合を保有することを義務付ける、リスク・リテンション規制が挙げられる。金融庁は先頃、パブリック・コメントの手続きに付した、銀行等の自己資本比率規制に関する告示の改正案で、この規制の導入・強化を打ち出した。しかし、これに対しては、①原債権に係る信用リスクの投資家等、多数当事者への分散という、証券化の本来の目的に反する、②我が国での立法事実や、モラルハザード回避の実効性が不明、③国際協調の観点からも、この規制を行う理由がない、④法律ではなく金融庁告示レベルで、証券化の自由度を制約するのは疑問、⑤一部の証券化取引を不当に差別的に扱ってしまう懸念があるなどと、実務界等から強い批判が寄せられた。

もう一つの論点として、今般の民法(債権法)改正に向けて、法制審議会で白熱した議論が行われた、将来債権譲渡の効力の範囲という問題のなかでも、将来債権譲渡の後に、譲渡人に倒産手続が開始された場合において、倒産管財人の下で発生する債権の帰属という例がある。これは、将来債権の証券化後、当該証券化商品の償還期前に、債権譲渡人であるオリジネーターが倒産した場合に、投資家等は、将来債権譲渡の効力を管財人に対抗できるか、といったかたちで具体化する。この種の問題は、オリジネーターに係る異時点間での信用リスク発生の場合に、関係当事者(SPV等の債権譲受人・投資家と、その他の一般債権者)間で、当該リスクをどのように公平に分配すべきかという、法制度設計の問題といえるが、今回は具体的な立法に至らず、大きな法的不確実性が残されている。