

ノンバンク債権の証券化とオリジネーター破綻

横浜国立大学 高橋 正彦

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っては、多くの理論的・実務的な問題点が残されている。

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CMBS（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。

将来発生すべき債権の譲渡・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、法制審議会で2011年4月に部会決定された「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」のなかでも、論点の一つとして取り上げられた。

ノンバンクに特有の法的問題として、いわゆる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。

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、エスエフシーの案件では、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いという、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。

武富士（消費者金融）の格下げにより、同社のABSの早期償還事由に抵触したため、償還スケジュールが前倒しされたが、それが同社の資金繰りを逼迫させ、破綻の引き金にもなった。結果的に、同社の社債等の投資家にも影響を及ぼすことになった。

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、現実の個別案件によっては、そのような前提を一般化することには、やや無理がある。本報告では、そうした諸論点に関して、幅広く整理・検討を行う。