

証券化における信用リスクと倒産隔離

横浜国立大学 高橋正彦

近年、我が国においては、企業(オリジネーター)の保有資産を活用したアセット・ファイナンスとしての資金調達手段の多様化や、資産のオフバランス化によるバランスシートのスリム化と財務体質の強化等を主目的として、資産担保証券(ABS)などの資産流動化・証券化(セキュライゼーション)の手法が、広く用いられるようになってきている。

資産流動化・証券化は、信用リスクをコントロールする金融技術(クレジット・エンジニアリング)としての性格を有している。そこで、コントロールの対象となる信用リスクは、①原資産から発生するキャッシュフローに係るリスクと、②仕組みの当事者に係るリスクに大別される。

このうち、①については、資産プール組成時のリスク分散や、種々の信用補完措置といった、統計的・確率論的手法を用いることにより、かなりの程度カバーすることができる。一方、②のリスクが最も先鋭なかたちで表れるのが、流動化・証券化後にオリジネーター等が破綻するケースである。

こうした究極的なリスクを回避するべく、仕組みを組成する際には、流動化・証券化スキームがオリジネーター等の倒産処理に巻き込まれない、という意味での「倒産隔離」(Bankruptcy Remoteness)を実現することが、極めて重要になる。この点は、主に流動化・証券化スキームの法的な構成(リーガル・エンジニアリング)の側面で、問題となる。

従来、流動化・証券化における倒産隔離を実現するための要件に関しては、「資産譲渡が売買か担保か」という観点から、「真正売買」(True Sale)性の問題として論じられることが多かった。ただ、こうした議論は、一部の専門家による解釈論のレベルにとどまっており、立法や判例による明確な基準の形成には至っていない。

こうしたなかで、最近、現実に、①日本リース(1998年9月)、②ライフ(2000年5月)、③マイカル(2001年9月)と、ABSオリジネーター等の破綻事例が相次いだ。これらのうち、特に直近のマイカルのケースについては、店舗賃借に係る入居保証金返還債権の証券化案件において、我が国では初のABSのデフォルトが発生した。さらに、同社グループの店舗不動産(ショッピングセンター)を対象とする、セール・アンド・リースバック型の商業用不動産担保証券(CMBS)の会社更生手続上の取扱いをめぐって、倒産法学者等の専門家の間で、激しい論争が展開されてきた。

そこで、本報告では、これらに対するケース・スタディーを踏まえて、金銭債権と不動産にわたる資産流動化・証券化と倒産隔離の問題に関し、最先端の議論を整理・検討する。併せて、現在進行中の倒産法制見直しのなかで行われつつある、関連の立法的対応についても、言及・提言を行うこととする。