

# アメリカにおける最近の流動化破綻事例

渡辺宏之\*

## 1. はじめに

本稿は、最近問題となった、アメリカにおける資産流動化破綻事例を紹介・分析したものである<sup>1</sup>。

資産流動化（securitization）が高度に進展したアメリカでは、破綻事例もこれまで色々と発生しており<sup>2</sup>、破綻事例が生じるたびに試行錯誤を繰り返しながらノウハウを蓄積してきた。もちろん、流動化案件の全体に占める破綻事例の割合は微々たるものであり、そうした意味では、金融商品としての流動化商品は比較的事故の少ない商品といえる。しかしながら、オリジネーター（originator=原債権者）からSPV（特別目的媒体）に資産を譲渡し、対象資産がオリジネーターから倒産隔離（bankruptcy remote）されていることが前提とされ、しかも取引額が一般の金融商品と比して相当に大きいことが通常である流動化において、破綻事例は関係者の特別な注目を集めざるを得ない。同様の失敗が繰り返されないように十分な対応策が望まれるものである<sup>3</sup>。

従来、流動化スキームの破綻に関する問題を考察するにあたっては、SPVへの資産の譲渡が「真正売買（true sale）」とみなされて担保取引ではなく法的に売却と認定され、流動化対象資産がオリジネーターから倒産隔離（bankruptcy remote）されていたか否が専

ら問題とされてきた<sup>4</sup>。しかしながら、流動化のオリジネーター（原債権者）が倒産状態となった場合に、オリジネーターを兼ねるサービサー（servicer = 債権回収業者）が所在不明となってしまったり、代替のサービサーが見つからなかった場合の問題についてはほとんど論じられてこなかった<sup>5</sup>。オリジネーター倒産時に規制機関が介入した場合の問題等についても同様である。

本稿で取り扱った諸ケースはまさにそうした“盲点”ともいべき問題をめぐって生じたものであり、具体的には、Nextcard事件、Conseco事件、Heilig Meyers事件、National Century Healthcare事件、Hollywood Funding事件を取り上げて紹介・検討する。

## 2. 破綻事例

### (1) Nextcard

Nextcard社はインターネット上でクレジットカードローンを行う金融業者であり、2件の流動化を行ってそれぞれ投資適格の格付を得ていたが、経済の低迷からクレジットカード利用者の破綻が増加してクレジットカード流動化のパフォーマンスが悪化し、また、Nextcardはインターネット上のクレジットカードローン会社であったため、ネット上の詐欺（fraud）による損害もパフォーマンスの悪化に影響していた。

NextBankはNextcardの子会社として、クレジットカード債権の流動化により資金調達を専ら行っていたが、詐欺による損失をク

\* 早稲田大学COE助教授

レジットロスとして計上することを命じられたために大幅な資本不足に陥った。2002年2月に、OCC（Office of the Comptroller of Currency, 通貨監督局）はNextBank社を閉鎖し、FDIC（Federal Deposit Insurance Corporation, 連邦預金保険公社）をレシーバー（receiver, 財産保全管理人）として任命した。NextcardはOCCからの要請もあり、クレジットカード業務を売却しようとしたが売却先は見つからなかった。

Nextcardがレシーバーシップ（receiver-ship, 財産保全管理手続）に入ったことは、ABSの早期償還事由（amortization event）に該当し、本来であればABSは直ちに償還手続きに入らなければならなかった。しかしながら、FDICは対象資産の価値を維持するため、契約に基づくABSの早期償還を5カ月ほど停止させた。

FDICによるレシーバーシップもまた、Nextcardの債権の回収を十分に行うことができなかった。FDICはNextcardの資産を売却しようと試みたが、一方で資産価値を維持しようとしたため買い手との価格の交渉が折り合わず、結局資産の売却に失敗した。

その間、Nextcardの流動化対象資産であるクレジットカード債権は、預金者により次々と銀行預金と相殺され、対象資産の質は悪化していった。

2002年3月、NextcardはFDICとのサービシング契約の修正に乗り出し、クレジットカード資産に対するある程度の管理業務と技術サポートを継続することに合意した。事業およびサービシングを継続させるため、投資家は大幅な損失を余儀なくされた。

サービシングのコストが流動化の契約書で定められた上限を超えてしまい、そのコストをFDICが負担し続けるかどうかわからなかったことも本件流動化の破綻要因として挙げられる。FDICは回収に必要なだけのスタッフを雇い続けることを忌避したかあるいは不可能であったのではないと思われる。

流動化のトラスティであったBank of New Yorkも明確なバックアップサービスのプランを出せなかったことも本件流動化の破綻理由として挙げられる。

規制機関であるFDICの介入が、流動化スキーム破綻の要因となったケースである。

## (2) Conseco

Consecoはマニファクチャードハウジングのローンを行う金融会社であり、アメリカにおけるマニファクチャードハウジングローンの50%ほどのシェアを占めており業界では支配的な存在だった。Consecoはマニファクチャードハウジングローン債権の流動化を行い、投資適格の格付を付与されていた。

2002年になり経営状態が悪化したために、Consecoは債務のリストラクチャリングを行い会社の建て直しを図ったが、流動性資金が枯渇してしまった状況で会社は倒産へと向かってゆき、12月に破産の申立を行った。

投資家が最も懸念したのは、Consecoは同種のローンの半分近くを行っていたために、Consecoが破産した場合、誰が実際に業務を引き継ぐのかということだった。

流動化対象資産は依然として隔離されており、誰もそれを攻撃した者はいなかったが、Consecoは大きすぎたためにバックアップサービサーを見つけることも困難だった。トラスティには銀行がなっていたが、マニファクチャードハウジングローンの回収を行う準備ができていなかった。もちろんトラスティらはConsecoの資産の買い手を探していたが、それは困難な状況だった。

オリジネーター兼サービサーの業界における圧倒的地位が災いして代替サービサーを見つけることができず、流動化スキームが破綻したケースである。

流動化スキームが破綻した後も、代替のサービサーがでてこないためにConsecoはサービシングを継続し、会社の再生のためには利益を得る必要があるとして、サービシ

グ・フィーの大幅な上昇を主張した。仮にもしそのことが認められるならば、流動化の契約内容が実質的に変更されることになり、この点に関して破産裁判所がどのような判断を下すかについても注目されたが、2003年6月にConsecoの対象資産とサービシング業務は、Green Tee Investment Holdingsに移管された。

### (3) Heilig Meyers<sup>6</sup>

Heilig Meyersはバージニアを本拠とする家具販売業者であり、家具の分割払売掛債権を1998年に流動化していた。流動化はクラスAとクラスBの二つのクラスに分けて行われ、それぞれAAAとAの格付が付与されていた。

業況悪化のため、2000年の8月16日に、Heilig Meyersは数社の関連会社とともに連邦破産法のチャプターイレブンの申立を行った。申立には、Heilig Meyersの全店舗のほぼ3分の1を占める、302店舗の閉鎖の要請も含まれていた。破産の申立はABSの早期償還の事由となった。

破産の申立と同時に、オリジネーター兼サービサーであるHeilig Meyersはサービサーの地位を辞任することを企図していた。流動化取引のトラスティーであったFirst Unionは、OSI Portfolio ServicesおよびNCOと共にサービシング業務を引き継ぎ、2000年10月17日、Heilig Meyersは正式にサービサーの地位を辞任し、First Unionがサービサーの地位を引き継ぐことになった。しかしサービサーであるHeilig Meyersがほとんど全ての店舗を閉鎖することを決定したため、回収についてさらなる困難が発生することになった。買掛債務を有する顧客は、支払先である店舗が閉鎖されたため支払いの意思を有していても支払うことが困難な状況となり、そのうちに回収自体が困難な状況へと事態は悪化していった。

Heilig Meyersの対象資産に関する定期的なレポートは、常に資産の状況は問題がなく

良好であるとの報告を行っており、実際、資産自体にもストラクチャーにも特に問題は見当らなかった。

サービシングの特殊性のため代替サービサーが業務を引き継ぐことができず、流動化スキームが破綻したケースである。

### (4) National Century Healthcare<sup>7</sup>

National Century Health Care（以下、National Centuryと略記）はヘルスケア事業を行う会社であった。National Centuryにより流動化された債券には当初AAAの格付が付与されていたが、子会社との間で仮装の取引を繰り返していたにすぎなかった。会社は2002年10月に破綻したが、資産のプールの中身を調べてみたら、実際はほとんど何もない状態であった。

会社が破綻する直前に、投資家から受取金の正当性について疑問が出てきたことがあったが、格付機関はレビューを行って何も問題はないとのコメントを行った。しかし、結局その直後に、大幅な格下げを行うこととなった。格付機関はもちろんデューディリジェンスを行っていたが、重要な事実が隠されていた。全くの詐欺（fraud）のケースである。

本件ではトラスティーの役割が問題視された。トラスティーは債券保有者を保護し、全ての支払が正確に行われていることを確かめ、回収した資金を本来の場所に戻すことが任務であると考えられている。しかしながら、本件においては、格付機関によれば、トラスティーであるBank Oneが、National Centuryの行動を容認し積立金のほとんどを使い果たしてしまうことをやめさせず、また、同じくトラスティーであったJP MorganもNational Centuryが積立金を費消することを一定期間黙認したとされている。

積立金がNational Centuryにより新たな売掛金を購入するために使用されたことは明白であるが、流動化取引の契約によれば、債券保有者の許可がなければ、積立金はそもそもそのような目的に使用されてはならないはず

のものであった。

格付機関は、トラスティーは発行者の行動が取引の原則に従っていることを確認する責任があると主張している。しかし、トラスティーであったBank OneとJP Morganはそのようには考えていない。彼らは、トラスティーとしての自分たちの役割は限られており、専らNational Centuryの指示に従って自らの業務を遂行していただけどと主張している。Bank Oneに至っては、資金の運用の誤りを追及してNational Centuryを訴えている。

単純な詐欺のケースではあるが、格付が付され、また著名な金融機関がトラスティーを務めていたことから、トラスティーの役割と意義がクローズアップされることになった。

#### (5) **Hollywood Funding**<sup>8</sup>

Hollywood Film Productionに対する将来債権を、Flashpointと名付けられたSPVが流動化し、ほとんどの債券はQuadrant Capitalと呼ばれる英国を本拠とする投資会社により保有されていた。この流動化取引は、AAA（トリプルA）の格付を有する保険会社であるLexington Capital（大手保険会社グループであるAIG Groupに所属）による保険により信用補完がなされていた。慣行的に、流動化取引がAAA格付の保証者によって保証されている場合は、当該ABS自体の格付もAAAとなっていた。

取引の構造としては、一定数の映画を製作して一定数の知的財産を創造する契約となっており、契約通り映画が製作されれば、その知的財産から生じるキャッシュフローにより債務を返済できることになっていた。ただし、契約通りに映画が製作されなければ、債務の返済の原資となるキャッシュフローが不足するため、保険契約が締結された。

ところが、映画が製作されなかったため、Lexington Capitalは保険契約に基づき、2001年3月に保険金の支払いを拒絶し、その結果流動化スキームは破綻した。

Lexington側は、「保証契約」と「保険契

約」の相違を主張した。問題となった信用補完は「保険」(insurance)であって「保証」(guarantee)ではなく<sup>9</sup>、映画が製作されなかったため支払いはできないということである。実際、Lexingtonの主張は、同様のケースにおいて英国の裁判所が行った判示に従うものだった。

特殊な保険契約において使用された文言が、必ずしも流動化に関して適切でなかったために、信用補完が行われず、流動化スキームが破綻したケースである。

### 3. 考 察

本稿で取り上げたConseco, Heilig Meyersの事件（破綻事例）は、サービサーの特殊性に関するものである。

「Conseco事件」では、オリジネーター・サービサーであるConsecoの業界で占める地位が大きすぎて、代替のサービサーが長期間見つからなかったことが、流動化スキーム破綻の要因となった。なお、Consecoはサービシングを継続しつつ、会社の再生のためにサービシングフィーの大幅な上昇を主張したが、流動化スキームはオリジネーターからの倒産隔離 (bankruptcy-remote) を前提としているにもかかわらず、破産手続を契機としたそのような「契約内容の実質的変更」が認められるならば、流動化の位置づけ自体の再考を余儀なくされることになる。後述のクレジットカード債権の流動化案件である「First Consumers事件」においては、実際にOCCがその職権に基づきサービシングフィーを変更させた<sup>(注)</sup>。

(注) In the matter of First Consumers National Bank, Beaverton, Oregon, Consent Order, Dept. of the Treasury, Office of the Comptroller of the Currency (15 Apr. 2003).

「Heilig Meyers事件」においては、サービシング業務のあり方の特殊性が問題となった。Heilig Meyers事件の教訓としては、特別のサービシングを必要とするような資産は、

特別のサービシングを必要としなかったりあるいはサービシングの移転に関して少なくとも最低限の基準を有するような、通常の流動化スキームには適合しないということである。

Heilig Meyersの流動化における資産の譲渡はtrue saleとみなされており、SPVとなったtrust（信託）にも問題はなく、受取債権は非常に上質のものであった。しかし、これらの優れたスキームが機能せず破綻に至ったことが本件の特色である。いかに優れたスキームを構築しても、資金を回収すべきサービサーが不明となってしまうたり機能しないのでは、流動化スキームは破綻してしまうのである。

「National Century Healthcare事件」においては、National Century自身による詐欺（フロード）が問題となったが、トラスティの役割を改めて浮き彫りにすることになった。National Centuryは、格付機関をも欺いていたことが明らかになった。流動化において、こうした詐欺の可能性をゼロにすることは不可能であるかもしれないが、モニタリングに関するトラスティの役割が改めて考え直される結果となった。流動化スキームにおけるトラスティは、債券の保有者のために業務を行っている前提であるが、その具体的な業務が、指示に従って入金管理をしていれば免責されるのか、あるいはモニタリング機能までも要求されるのが争点となる。これは、流動化におけるフロードのリスクを、投資家が負うかトラスティが負うかの問題と対応する。もちろん、投資家保護の立場からは、トラスティに高度のモニタリング義務を持たせる方が望ましいことは言うまでもない。一方で、仮にトラスティに特段のモニタリング義務がないとしたならば、投資家はフロードに関するリスクを直接に抱えることになる。

なお、新聞報道によれば、アメリカにおける本件流動化の破綻を契機に、わが国における信託業務の解禁論に一石が投じられたとの

ことである<sup>10</sup>。私見を述べるならば、本件破綻事例は、わが国においても流動化スキームのトラスティの位置づけとその義務・責任を論じ再確認する契機とすべきであって、信託業の事業会社への解禁という政策的問題と直接リンクさせずに、十分な議論が尽くされることが望ましいと考える。

「Hollywood Funding 事件」は、流動化スキームをめぐる保険契約の文言に関する解釈の相違が明暗を分けた事例である。こうしたケースは非常に特殊で稀なものと思われるが、信用補完に関しては、一つの契約文言の解釈に関する

解釈の相違により、流動化スキームが破綻する可能性があることを示したケースである。今後、知的財産<sup>11</sup>やそこから生じるロイヤリティの流動化が進展していった場合、本件のような信用補完に関する問題はますます重要性を増してゆくことが考えられる。

本稿で取り上げた以上の流動化破綻事例は、全て格付機関による格付が付され、しかも当初は比較的高い格付が付与されていることにも注意を要する。そして、多くの場合について、流動化の対象債権がtrue sale（真正売買）となっている旨の、弁護士等のオピニオンも付されていたと推察される。

これらの破綻事例は、対象債権に問題がなく、SPVその他のスキームのそれぞれにも問題がなくとも、回収を行うべきサービサーがいなくなってしまうたり、サービサーの交替がスムーズに行われなければ、流動化スキームは破綻しうることを示唆している。2003年に破綻した、ヘルスケア事業を営むDVIの流動化のケースにおいても、倒産手続の過程でサービサーの交換がスムーズに行われなかったことが、流動化スキーム破綻の原因といわれている。

また、Nextcard事件のように、クレジットカード債権の流動化に銀行破綻が絡み、規制機関が乗り出してABSの早期償還が留保

されるようなことが行われた場合、預金者による預金債権とクレジットカード債務との相殺が行われて、流動化対象債権が著しく減少してしまう事態が生じうる<sup>12</sup>。

従来、流動化スキームの破綻に関する問題を考察するにあたっては、真正売買（true sale）に関する問題やそれに関連して実体的併合（substantive consolidation）<sup>13</sup>、等の問題が中心に論じられてきた。サービスに関する問題も重要な問題として論じられてきたが、サービスの適格やスムーズな交替に関する議論が中心であり、サービスが所在不明となってしまうたり、代替サービスが見つからなかったり、あるいは規制機関が介入した場合の問題についてはほとんど論じられてこず、本稿で取り扱った諸ケースはまさにそうした“盲点”ともいべき問題をめぐって生じたものである。

資産流動化（securitization）においては対象資産のオリジネーター（原債権者）からの倒産隔離が肝要であることはもちろんであるが、本稿で取り上げた破綻事例からの教訓は、最近の流動化スキームの破綻は真正売買等よりもむしろプリミティブなあるいは思いがけない原因により引き起こされているということである。そうした失敗事例からの示唆を元に、流動化スキームにおけるリスクについて、再度見直しを行ってゆくべきであろう。

## 注

- 1 本稿の作成に当たっては、財団法人日本資産流動化研究所（2003年3月に解散）において開催された「海外の資産流動化に関する調査研究委員会」（顧問：上村達男教授・神田秀樹教授，委員長：弥永真生教授）における調査の一環として2003年1月に行われ、筆者も同行した英米調査（小野傑弁護士，小林秀之教授を中心とする）におけるヒアリングを参考としている。当財団および当委員会の関係諸氏にはこの場を借りて厚く御礼申し上げたい。
- 2 アメリカにおけるこれまでの流動化破綻事例に関する文献としては、Moody's Investors Service発行の以下の諸レポートが有益であ

る。Bullet Proof Structures Revisited : Bankruptcies and a Market Hangover Test Securitizations' Mettle (Structured Finance Special Report, August 30 2002); When Good Deals Go Bad: Recent Ratings Volatility and ABCP Securities Arbitrage Programs (Structured Finance Special Report, May 4 2001); Bullet Proof Structures Dented: Case Studies of Problem ABS Transactions (Structured Finance Special Report, March 7 1997).

- 3 わが国における“流動化破綻事例”としては、1998年9月の「日本リース」、2000年5月の「ライフ」、2003年9月のマイカルの例が存在するが、ABS (Asset Backed Securities = 資産流動化証券) が実際にデフォルトとなったのはマイカルのケースのみであり、前二者は正確には「オリジネーターの倒産によりABSがデフォルトの危機に瀕した」例であった。前二者のこれら両ケースでは、原債権の譲渡が真正売買か否かにつき多少の疑義が持たれたものの、裁判所の了解のもとに真正売買として処理され、最終的にABSのデフォルトが回避された。木下正俊「初めてのABSデフォルトに思う—資産流動化序論の序（その4）—」SFI会報33号41頁以下（日本資産流動化研究所，2001年）参照。なお、以上のケースの分析については、小林秀之「マイカル証券化と倒産隔離」NBL768号33頁（2003年）、高橋正彦「証券化と倒産隔離」証券経済学会年報38号（2003年）。
- 4 「真正売買（true sale）」が問題になったアメリカでの代表的な流動化破綻事例としては、「LTV事件」がある。LTV事件について解説・論評したわが国の文献として、小林秀之「資産流動化と倒産隔離」（青山善充ほか編『現代社会における民事手続法の展開（石川明先生古希祝賀）下巻』，商事法務研究会，2002年，所収）等を参照。
- 5 サービスに関する問題も重要な問題として論じられてきたが、サービスの適格やスムーズな交替に関する議論が中心であった。
- 6 See, Moody's Investors Service, Moody's Downgrades Six Classes of Heilig-Meyers' Asset-Backed Securitizations (Global Credit Research Rating Action, Feb 28 2001).
- 7 See, Trustee Roles Targeted for Review, Asset Backed Alert (2002.11.15); Stung Investors Suspect Fraud by National Century, Asset Backed Alert (2002.11.8); Holders May Boot National Century as Servicer,

Asset Backed Alert (2002.11.1).

- 8 See, Moody's Investors Service, Moody's Confirms the Ratings Assigned to Asset Backed Capital Limited, Asset-Backed Capital Finance LLC and Asset Backed Capital Finance Inc. (Global Credit Research Rating Action, Feb 22 2001); Standard and Poor's, S&P downgraded Hollywood Funding 4 from AAA to BB (Press Release, March, 30, 2001).
- 9 本件流動化スキームにおいて用いられた信用補完の形式は、実質的に「保証」の性格を有する専門保険である「モノライン保険」(“monoline insurance”)ではなく、通常の性格の保険である「マルチライン保険」(“multi-line insurance”)であった。流動化スキームにおいてしばしば用いられる「モノライン保険」(monoline insurance)については、W.Michael Slattery, The Monoline Insurance Industry's Advances in Financial Guaranty of Securitization and Current US Securitization Activity『資産流動化研究Vol.Ⅲ』(日本資産流動化研究所, 1997年)15頁以下、および、中村光男「流動化市場の拡大と金融保証専門保険会社(モノライン)の役割」『資産流動化研究Vol.IX』(日本資産流動化研究所, 2003年)241頁以下を参照。
- 10 信託業の解禁を求めてきたわが国の事業会社は、流動化商品等の取引が活発になるため信託業の解禁を歓迎しているが、信託銀行サイドは、受託者としてのノウハウがない事業会社に信託業務を行わせれば、National Centuryのケースと同様の問題が起きかねないとして、流動化における「トラスティー」の事業会社への解禁に反対の姿勢を見せているとのことである。参照：「米でABSデフォルト発生 信託会社のあり方問う声」日経金融新聞(2003年4月23日)。
- 11 「知的財産」の流動化については、渡辺宏之『資産流動化対象資産としての知的財産(特許庁委託産業財産権推進事業報告書)』(2004年4月, 財団法人知的財産研究所), および、新井誠・渡辺宏之『知的財産権の信託』(知的財産研究所IIP論集8, 雄松堂, 2004年4月)を参照。
- 12 2002年5月に、First Consumers National Bank(以下、First Consumersと略記する)により行われたクレジットカード債権の流動化案件も大幅な格付の低下を余儀なくされた。これは、First Consumersの親会社であるSpiegel社がクレジットカード業務からの撤退を宣言し、Spiegel社がOCCとの間でFirst

Consumersの残された業務について協議を開始したため、FDICによるレシーバーシップが予見されたためである。

なお、2003年には、First consumersの4件の流動化案件は早期償還が行われ、同年にはConsecoおよびFingerhutの流動化案件の早期償還も含めて計6件の早期償還が行われた。それ以前の10年間には、2000年のHeilig Meyers関連の2件、2002年のNextcard関連の2件の計4件しか早期償還が行われていないことを考慮すると、特筆すべき事態であるといえる。Banc One, ABS Yearbook, at 29 (January 2004).

- 13 「実体的併合(substantive consolidation)」とは、複数の倒産手続を実体的に一体として取り扱うものであり、流動化の局面では、SPVがオリジネーターからの独立性において不十分であれば、管財人によってSPVの法人格否認請求がなされて流動化対象資産が破産財団に組み込まれる可能性がある。