

証券化商品に係わるコミングリング・リスク

1. はじめに

93年の特債法制定によって実質的なスタートとなった日本の証券化市場は、住宅金融公庫によるMBSの発行もカウントに入れた場合、すでに普通社債を凌駕する規模へと拡大しつつある。こうした中、少なくとも報道等を含めた公表された情報で確認可能である限り、本邦において、格付けを付されて発行された証券化商品がデフォルトに陥った事例はないものと推測されている。

改めて指摘するまでもないことではあるが、証券化による資金調達のメリットは、倒産隔離の施された一定のSPVに対して、適切に譲渡（真正譲渡）された資産からのキャッシュフローのみを引き当てとした「仕組み」によってオリジネーターの信用力に依存しない調達を可能とするところにある。通常、金銭債権の単純譲渡であれば、資産の所有権の譲受人への移転に伴って、譲渡人の信用リスクとの関係は当然に切断されることが想定される一方、証券化商品の組成にあたっては、譲渡人＝オリジネーターの破綻時にもその法的な根拠に疑義が差し挟まれることのないよう、証券化商品の前提ともいえる譲渡の正当性を脅かすこととなる要素を、事前に排除しておくことに細心の注意が払われる。つまり、金銭債権の証券化商品の投資家にとっては、あくまで集合体としての譲渡資産に関する信用リスク（通常の場合、優先劣後構造にて一定の信用補完はなされている）を負うとしても、スキーム組成時の手当てによって排除可能なリスクは、極力事前に排除しておくべきである、というのが証券化商品に関する一般的な理解であろう。

オリジネーター破綻時の備えとしてもう一つの重要な問題が、コミングリング・リスクへの対応である。一般にSPVへの債権譲渡後においても、オリジネーターが営業上、債務者＝顧客としての関係継続を希望し、かつオリジネーターが従前通りの通常の営業を継続する限りにおいては、譲渡された債権に係る回収のコストや実効性の面からも、引き続きオリジネーターがその任にあたることが望ましいことは事実である。こうした考え方から、通常債権譲渡実行後も、オリジネーターが引続きサービシング（管理・回収）業務の受任者として債務者に相対することとなり、その位置づけに変化はないような外観を備える。

この証券化に係る債権譲渡後の管理・回収業務がスムーズに行われること、との引換えに、オリジネーターの破綻時においては、本来証券化商品のSPV、ひいては投資家に帰属すべき債権からの回収金について、オリジネーター固有の現金との混同＝コミングリングが発生してしまうリスクを負うこととなる。この結果、最悪の場合SPVはオリジネーターに対する回収金引渡請求権のみを有する無担保一般債権者の地位におかれる可能性を考慮する必要がある、との見解が従来から一般的であった。実際に、JCRが格付けしてきたほとんどの金銭債権の証券化案件においても、オリジネーターの手元に滞留すると想定される回収金に対応したコミングリング対応劣後（証券化スキームの回収スケジュールに依存するが、例えばリース料債権の流動化の場合、月次回収金の2ヶ月分に設定されることが多い）が、譲渡債

権のデフォルトに対応した劣後と別に設定されてきたのも事実である。本稿は、このような従前の JCR 見解に関し、ノンバンクをオリジネーターとする証券化案件に関して、その仕組みによる対応と破綻時において想定されるシナリオを再検討したうえでの一定の修正を加えることを意図したものである。

2. 新しいコミングリング・リスクに関する基準～コミングリング対応格付けトリガーの導入

証券化商品の償還可能性に関する評価は、本来確率の問題に帰結されるべきものである。そうした観点からは、予想される各シナリオについて、定量的な判断のみに依拠すべきであり、定性的な要因からは切り離されていることが必要であるとの考え方が一般的であり、こうしたことから、コミングリング・リスクという事前の予想が困難な事象については、オリジネーターの破綻時には、必ず生起するものとしての手当てが要求されていたのは事実である。ただ、オリジネーターの証券化実施後の状況に関して、なんらかの価値判断を付け加えることは一切不可能である、との結論には見直しの余地があると JCR では考えたことが、今回の基準見直しの契機となった。

もっとも、従前の考え方がやや保守的に過ぎるとしても、その度合いについての確率的な評価は困難であることは既述の通りである。あくまで「条件付の当初留保」という形で、仕組み上の一定の工夫により一定の条件が成就した場合においては、従前通りの要件が満たされることが手当てされていない限り、格付け上従前と変わらない判断を行うことはできない。オリジネーター自身の格付けを中心にした JCR の評価によって、証券化商品の格付けの際に当初必要とされる要件について差異を設けることが可能であるかを慎重に検討し、以下のような結論に達した。

① オリジネーターに一定以上の格付けが付与されている場合には、証券化期間中というタイムホライズンの中では、一定の確率での信用力の悪化/格下げはあったとしても、破綻に至る蓋然性自体は少ないと判断可能である。

② オリジネーターの格付けが格下げされた場合においても、ある一定のレベル（これがコミングリング対応トリガー水準となる）に留まる限り、その時点で証券化商品に関連し拠出が必要となる金額に係る流動性は十分であると予想可能である。

③ 証券化商品の組成時点において、一定以上の格付けが付与されているオリジネーターであれば、その営業基盤等で当該業界における一定レベルの優位性を有しているとの判断が含まれる場合が通常である。この場合、仮になんらかの事由により法的な破綻に至ったとしても、証券化商品の投資家の権利を無視した一方的な手続きが取られる蓋然性は相対的には低く、再建型の破綻処理の中で先例に従った和解が行われる可能性について、一定の評価が可能である場合もある。（ただし、実際の格付けのレベルに織り込むまでは困難であると JCR では考えている。）

新しい基準は、上記のようなオリジネーターが破綻し、コミングリング・ロスが発生するに至るまでの各ポイントにおける個々のオリジネーターに関する JCR の判断により、証券化商品の格付けに影響を与えるレベルには至らないコミングリング・ロスに関する当初留保の仕組みを取り入れることが可能である、との観点に立つものである。具体的には、以下のような観点につきオリジネーターが要件を満た

す場合においては、当初必要とされるコミングリング対応劣後を、コミングリング対応トリガーの設定によって、その抵触時まで留保する条項を許容する形で格付け基準を修正することとした。

(1) 基準修正の適用対象となるオリジネーター

今回の修正が適用可能となるオリジネーターとしては、原則として証券化商品組成の段階で JCR から一定の長期優先債務の格付けを取得しているノンバンク、という基準を設ける。原則として、A レンジ以上の企業が想定される。この背景には、当初の格付け水準が一定以上であれば、そもそも破綻に至る蓋然性が減少するという考えがあり、また後述するトリガーにヒットして、留保されているコミングル対応劣後金額を差し入れる必要性が生起する確率が低いとの判断である。なお、この当初基準においては、(2) ②のトリガー基準と同様の定性的な要因が考慮される可能性を排しないものとしている。

(2) トリガー基準の設定について

上記の適用対象となるオリジネーターの証券化案件において、実際にコミングリング対応トリガーについては、「オリジネーターの長期優先債務の格付けが原則 BBB で方向性がネガティブとなった場合」に設定（それを下回ることとなった場合も含む）することとする。この格付けによるトリガーが発動された場合には、当初の契約書で約定された、コミングリング・ロスに対応する金額の追加的な拠出を 30 日以内に行う、または JCR が認容する水準の前払いを回収金の受領スケジュールに対応して行うなどの仕組み上の手当てを要求するものである。トリガー水準は原則 BBB とするものの、ノッチ差については、下記のような個別の要因に従って総合的に判断し、差異が設けられる可能性を否定しない。

① オリジネーターの資金調達における証券化依存度

証券化依存度が高い場合には、トリガー抵触時のオリジネーターの資金調達余力との兼ね合いから、高いレベルのトリガーが適用される可能性がある。

② その他、事業基盤や株主等グループ会社からの支援を含めた定性的評価

なお、格付け対象の証券化商品の発行額に比して、一時的に回収金としてオリジネーターの手元に滞留する金額の比率が著しく高い案件（例えば、マンスリークリアのクレジットカード債権など）の場合、必ずしも本基準の適用対象とならない可能性がある。

以上