

総論

1. ストラクチャード・ファイナンス商品等の区分

ストラクチャード・ファイナンス（Structured Finance：仕組み金融）は、SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体）や信用補完措置といった「仕組み」を使う金融取引を指し、証券化取引を包摂する広い概念である。バーゼル規制における証券化取引が①優先劣後構造の存在、②信用リスクの第三者への移転—の 2 点を要件としていることと比べ、より幅広い金融取引をカバーすると解されている。

JCR では、ストラクチャード・ファイナンス商品等を次の 2 つに大別している。

① 資産証券化商品（金融商品取引業等に関する内閣府令＜平成十九年内閣府令第五十二号＞の定義による）

- ・ リース料債権・オートローン債権・ショッピング債権・貸付債権を裏付資産とする証券化商品（狭義の ABS）
- ・ 住宅ローン債権を裏付資産とする証券化商品（RMBS）
- ・ 不動産を裏付資産とする証券化商品（CMBS）
- ・ シンセティック CDO
- ・ 手形債権・売掛債権・診療報酬債権を裏付資産とする短期証券化商品
- ・ ABCP プログラム（内部信用補完型・パーシャルサポート型）
- ・ 将来債権の証券化
- ・ その他上記に類するもの

② その他ストラクチャード・ファイナンス商品等

- ・ ABCP プログラム（フルサポート型）
- ・ リパッケージ商品（シングルクレジットの金融商品であって、原資産の信用状態が当該金融商品の信用状態と実質的に同一のもの）
- ・ プロジェクトファイナンスにかかる金融商品
- ・ アセットファイナンスにかかる金融商品（船舶ファイナンス・航空機ファイナンス・ABL（動産・売掛金等担保融資））
- ・ EETC
- ・ J-REIT
- ・ インフラファンド（上場インフラファンド・インフラファンド）
- ・ その他上記に類するもの

JCR は、格付付与に際し、個別のストラクチャード・ファイナンス商品等ごとに、実質的にシングルクレジットの金融商品に該当するかどうかといった観点からストラクチャーや商品の性質を検討し、資産証券化商品とその他ストラクチャード・ファイナンス商品等に振り分ける。

2. ストラクチャード・ファイナンス格付の種類と記号の定義

ストラクチャード・ファイナンス商品等にかかる格付の種類と記号の定義は、コーポレート等の信用格付の種類と記号の定義に準じる。すなわち、ストラクチャード・ファイナンス格付は、特定のストラクチャード・ファイナンス商品等について約定通り履行される確実性の程度を比較できるように等級をもって示すものである。

格付の種類については、独立した資産プールからのキャッシュフローを裏付とするストラクチャード・ファイナンス商品等には、基本的に個別債務格付を付与する。個別債務格付には、包括契約に基づき、SPV が反復継続して発行する金融商品に対するプログラム格付も含まれる。一方、実質的にゴーイング・コンサーンとみなすことができる SPV について、運用会社が広範な裁量をもってファンド運営を行い、継続的に資産の取得や処分、資金調達を行う場合には、当該 SPV の債務履行能力に対して発行体格付を付与することがある。なお、格付対象となる債務者（発行体）は、関係者からの倒産隔離やリミテッド・リコースが法的に確保されている場合には、法人格の単位のみならず、マルチイシュー型 SPV のシリーズやコンパートメント、信託勘定、投資事業等の単位で認識する。

JCR は、資産証券化商品の信用格付にストラクチャード・ファイナンスを示す識別子を付加するのではなく、同信用格付とコーポレート等の信用格付の相違点をニュースリリースまたはホームページに掲載するレポートの中で説明する。また、全ての種類の資産証券化商品に整合的にその格付記号を付与する。

3. ストラクチャード・ファイナンス格付を付与する金融商品の種類

ストラクチャード・ファイナンス格付を付与する対象は、社債・CP・信託受益権・電子記録債権など金融商品取引法上の有価証券（みなし有価証券を含む）、金銭の貸付（ローン）のほか、種類別の格付方法等で個別に定める金融商品などである¹。

4. ストラクチャード・ファイナンス格付の方法

(1) 格付の方法の位置づけと定期的な見直し

JCR のストラクチャード・ファイナンス格付の方法は、JCR の格付付与方針等にしがって定められており、JCR は、ストラクチャード・ファイナンス格付の方法を定期的に見直す。

JCR は、資産証券化商品に信用格付を付与する場合は、その商品を購入しようとする投資家はその信用格付の根拠を理解できるように、損失およびキャッシュフロー分析、ならびに資産証券化商品の信用格付の前提条件の変化に対する感応度分析に関する十分な情報を開示する。ただし、期間 1 年未満の短

¹ 履行責任を信託財産のみに限定した会社法施行規則第 2 条第 3 項第 17 号に基づく信託社債や、資産流動化法に基づく社債的受益権・特別社債的受益権（イスラム債）、貸出参加権にかかる債務、セキュリティトークン（電子記録移転権利）およびその他関連する金銭債務を含む。

期の資産証券化商品に関しては、感応度分析を行うのに適した場合を除き、感応度分析の対象とはしない。

(2) ストラクチャード・ファイナンス格付の基本的な考え方

ストラクチャード・ファイナンス商品等の設計は、個別商品ごとに千差万別であるが、ストラクチャード・ファイナンス商品等を評価するためのポイントは大きく分けて3つの点にまとめることができる。それは、「倒産隔離」、「キャッシュフロー分析」、「スキーム関係者の業務遂行能力」である。この3点を包括的に評価するためには、定量面と定性面の両面を見ることが必要であり、ストラクチャード・ファイナンス格付は、定量評価と定性評価の両方の分析を通じて付与する。したがって、定量評価に限定すれば「AAA」格相当と評価されたとしても、定性評価の結果、より低い格付を付与することがある。

ストラクチャード・ファイナンス格付は、基本的に債務不履行に陥る可能性の程度を示すものである。しかし、一定の条件の下で支払期日後の回収可能性を考慮した格付を付与する場合には、その旨を投資者が理解するための説明を記載することとする。また、裏付資産の信用力が一定以上であると評価できることを条件に、裏付資産たる金銭債権または金融商品の現状有姿交付により債務を履行する約定を含むストラクチャード・ファイナンス商品等に格付を付与する場合があるが、この場合もニュースリリースやレポートで当該格付の意味と限界を十分説明する。²

【評価のポイント】

① 倒産隔離

原保有者からSPVへの資産の譲渡が行われるタイプのストラクチャード・ファイナンスでは、原保有者の信用力から資産・債権を切断するための法的な仕組みが必要である。また、SPVはスキーム当事者から独立し、保有している資産や債権の悪化要因以外で倒産手続に入らないことが求められる。これらは倒産隔離（Bankruptcy Remoteness）と呼ばれる仕組み上の工夫で、キャッシュフロー分析などの前提となる。

(a) 真正な譲渡

倒産隔離を確保するための要件として、原保有者と譲渡した資産・債権の関係が切断されていることがあげられる。すなわち、原保有者が倒産したときに、当該譲渡が譲渡担保による金融取引とみなされず、また倒産法上もその売買が否認されないようにしなければならない（いわゆる「真正譲渡（True Sale）」の確保）。ストラクチャード・ファイナンス商品の元利払いは資産や債権から生じるキャッシュフローや価値に依存するので、SPVへの資産や債権の移転自体が否定されたり、元利払いのスケジュールが変更されることは問題である。したがって、当該譲渡が真正な譲渡であって、譲渡担保とした金融取引でないように構成することが不可欠であり、真正な譲渡かどうかの最終的な判断は資産や債権の内容やストラクチャー全体をみて総合的に判断することになる。なお、債権や資産の移転が詐害行為や偏頗行為、否認などの対象とならないことも留意している。

² 期中の約定金利がマイナスとなった場合に、利払い日の利払い額をゼロとしておき、元本償還日においてマイナス金利の累積額を元本削減により精算するストラクチャード・ファイナンス商品等については、上記の理由による元本削減をデフォルトとはみなさない。この点につき、JCRは個別の格付ごとに投資者がその旨を理解するための説明をレポート等に記載する。

(b) 対抗要件

原保有者が倒産した場合、銀行や取引先などの債権者は債権の保全・回収を図るため権利を主張し、様々な手段（法的手段に限らない）を講じてくる。法的な倒産手続においては裁判所が関与してくることもあり、その権利行使が著しく制限されることになる。そのため、当該債権や資産が SPV に移転していることに加え、こうした第三者に対して当該債権や資産の所有者であることを法的に主張でき、SPV への資産・債権の移転が原保有者の倒産から影響を受けないように、第三者対抗要件を具備しているかどうか確認する。

キャンセルや値引きなどにより当初の債権金額が減少する希薄化リスクや、原債務者が流動化対象債権を、反対債権をもって相殺することにより当初の債権金額が減少する相殺リスクは、特に単一債務者に対する債権の流動化において問題となる。このような債権の流動化商品の格付が原保有者の格付を超えるためには、債権譲渡に際して原保有者が原債務者に通知をし、または原債務者が承諾をすることで債務者対抗要件を具備することに加え、原債務者から抗弁の放棄をする書面を取得することなどにより、上記のリスクへの手当てをすることが必要となる。

(c) SPV の倒産隔離

原保有者が倒産した場合、SPV への資産・債権の移転が倒産手続に影響を受けないことだけでなく、SPV 自身もその手続から自由でなければならない。SPC 自体の倒産隔離について、JCR では、以下の項目をその要件と考えている。³

- ・ 事業の制限
- ・ 中立・独立な取締役
- ・ 資本関係の切断（株主権の不当行使の回避）

→ ケイマン SPC であれば、SPC の株式を信託財産として、現地の慈善団体を受益者とするチャリタブル・トラストを設定すること、国内 SPC であれば、出資の全額をケイマン SPC や一般社団法人、特定持分信託が保有することにより、取引関係者が SPC に対する議決権を保持しないようにすることが必要である。

- ・ 債権者からの倒産申立ての禁止

② キャッシュフロー分析

ストラクチャーの法的リスク分析、資産・債権のパフォーマンス評価や価値の査定、その他検討事項の分析を踏まえて、仕組み商品に関する信用補完と流動性補完の水準が検討される。これらは主として以下の観点を加味して検討する。

- ・ 資産や債権の特性（超過収益の水準、解約や期限前弁済の取り扱い、換価処分性など）
- ・ パフォーマンス（貸倒れ、延滞、債権の適格要件など）
- ・ リーガルリスク、フロードリ스크などの考慮（金利が引き下げられるリスク、既払金返還リスクなど）

³ 一部の法域では、取締役は一定の場合に会社に対して倒産手続を開始する義務を負う。このような法域に設立された SPV の場合は、SPV が支払不能状態に陥りうる事態を回避する措置の内容や、SPV に対して倒産手続が開始された場合の回収の見通し（SPV の全部または実質的に全部の財産に担保権を設定している債権者は、当該倒産手続に巻き込まれずに担保権を実行して債権回収を図ることができるような倒産法制が存在するか）を検討し、当該法域に即した証券化対象資産の保全の十分性を判断する。

- ・ プロジェクトや事業のキャッシュフロー創出力と安定性（事業性、オペレーターの能力など）
- ・ キャッシュフローの配分方法（シーケンシャル・ペイ、ファスト・ペイなど）
- ・ 仕組み商品の償還形態（パススルー型償還、ブレット型償還）
- ・ その他（サービサー交代、金利変動、期中の運営コストなど）

(a) 原債務者の信用悪化リスク

まず裏付債権または参照体が単数か、複数かに区分できる。またその数により、大数プールアプローチの対象か、CDO アプローチの対象かに区分される。原則として、債権プールを構成する原債務者数が 300 以上であり、個々の債権金額の、債権全体に占める割合（債務者集中）が一定の水準以下である場合には大数プールアプローチ、それ以外の場合には CDO アプローチを採用し分析を行うこととしている。裏付債権が複数の場合には、原債務者の貸し倒れや延滞などが生じるリスクをどのように定量的に把握し、どのように吸収あるいは回避していくかが問題となる。これらの問題に対して、ストラクチャー上、超過担保や優先劣後構造などの信用補完措置が講ぜられることが多い。

大数プールアプローチでは、債権プールを構成する小口多数の債務者に対して、すべて同じ特性を持つと仮定する。これより、ヒストリカルデータ・証券化期間などから債権プールの特性を推測し、プールを一つの塊とみなして必要劣後比率を算出する。

大数プールアプローチでは、債権プールの債務者に想定されるデフォルト率（ベースケース）をヒストリカルデータを参照して決定する。次にストレステストにより、期中予想されるキャッシュフローに対し一定のストレスをかけた貸倒・延滞・中途解約（または期限前返済）を発生させた上で、必要な劣後金額を求める。ストレス倍率は個別の格付方法で、原債務者の属性や格付に応じて標準的な倍率を示しているが、属性データ・ヒストリカルデータの確認により、譲渡債権が母体債権より信用力の面で劣ると判断される場合や、債務者属性もしくは裏付資産所在国の経済・事業環境に鑑みてデフォルト率の振幅が比較的大きいと判断される場合などには、標準的な倍率に追加してストレスをかける場合がある。

CDO アプローチでは大数プールアプローチと異なり、各原債務者個別にデフォルト率を割当て、この確率に基づきランダムに原債務者がデフォルトすると想定したモンテカルロ・シミュレーションを実行することにより劣後水準を算出する。

(b) コミングリングリスク

証券化対象となる債権プールからの回収金はサービサーのもとに一定期間滞留した後、SPV に送金される。サービサーが万一破綻した場合、回収金がサービサーの資産と混同され、引き渡しที่กำหนด通り行われないリスク（コミングリングリスク）が生じうる。JCR では原則として、証券化開始後任意の時点にサービサーが倒産した場合、回収不能となると想定される最も大きい金額をコミングリングリスク対応に必要な信用補完額としている。

(c) 現金準備金(流動性補完)

サービスが倒産等の理由により回収業務を通常どおり行えない状況に陥った時、回収業務をバックアップサービスに引き継いで、SPV に再び回収金が入金されるまでの期間に必要な資金が現金準備金として積立てられていることが、格付上必要である。

(d) 裏付資産の価値変動リスク

裏付資産の売却代金が債務の主な返済原資と想定されている場合、資産価値（現在価値と将来価値）の査定と価値変動リスクに対する信用補完が重要となる。例えば、不動産であれば、以下の諸点を踏まえながら、一般のおよび個別的要因を分析した上で、最終的な資産価値の査定を行っている。

- ・ マーケット分析
- ・ 対象不動産の質
- ・ プロパティ・マネジメント能力
- ・ テナントの状況（テナントの質とその分散度合）

また、裏付資産の価値変動リスクに対する信用補完の程度を評価する際、資産価値に対する債務の割合を示す LTV（Loan To Value）が重要な指標となる。最終的に格付を判断する上では、LTV の水準をベースとしつつ、例えば、不動産であれば、賃料収入低下、地価下落、建物の劣化など、償還期日までの「稼働収益」や「将来の売却価格」を変動（減少）させる種々のリスクを考慮する。

③ スキーム関係者の業務遂行能力

大数プール型の金銭債権証券化では通常、原保有者が SPV から回収を委託されるサービスを兼ねている。当該債権の性質に応じた回収のノウハウや経験、取引先との関係維持などの面で、原保有者が引き続き原債務者から債権回収を行ったほうが妥当なケースが大半であるため、原保有者が当初のサービスを兼ねることが一般的である。しかし、サービスが倒産などにより回収業務を行えなくなる事態に備え、あらかじめバックアップサービスを選定するか、サービス交代に必要な手続や体制などを明確にしておく必要がある。

(3) マーケットリスクを有するストラクチャード・ファイナンス商品等

利息や元本の支払額が株価、金利、為替レートその他の市場価格・指標等に応じて一定の計算式により決定されるような、マーケットリスクを有するストラクチャード・ファイナンス商品等については、マーケットリスクにより利息や元本の支払額がどのように変動するか分析を行ったうえで、当該ストラクチャード・ファイナンス商品等の約定通り履行される確実性に基づいて格付を付与する。マーケットリスクが当該ストラクチャード・ファイナンス商品の約定通り履行される確実性と相関性を有する場合は、その影響を織り込んで格付を付与する。なお、マーケットリスクが元本の支払額を大幅に減少させる約定のストラクチャード・ファイナンス商品等に対しては、格付を低位にとどめるか、もしくは格付を付与しないことがある。

(4) 利息・配当の繰り延べ条項を有するストラクチャード・ファイナンス商品等

社債利息や信託受益権配当の繰り延べ条項を有するストラクチャード・ファイナンス商品等の利息・配当については、公募のマルチクラス案件の最上位トランシェである場合を除き、利息・配当のタイムリーペイメント性を格付の対象としないことがある。この場合、JCR は個別の格付ごとに投資者がその旨を理解するための説明をレポート等に記載する。

利息・配当のタイムリーペイメント性を格付の対象としないストラクチャード・ファイナンス商品等では、利息・配当の繰り延べは契約上のデフォルト（債務不履行）には該当せず、繰り延べが行われたことだけをもって格付を「D」とすることはしない。

(5) 元本償還のみまたは利払いのみを格付の対象とするストラクチャード・ファイナンス商品等

利息・配当の額があらかじめ定められていない、実績配当型のストラクチャード・ファイナンス商品等については、格付の対象は元本償還（返済）の確実性のみとし、利息・配当の支払いの確実性は格付の対象としない。この点につき、JCR は個別の格付ごとに投資者がその旨を理解するための説明をレポート等に記載する。

RMBS 等の利息部分のキャッシュフローにより構成されるトランシェの格付では、金利リスクが十分に縮減されていることを前提として、支払いの優先順位や信用補完水準を踏まえ、規定の利息が支払われる確実性を評価する。

(6) ソブリン格付およびカントリーシーリングとの関係

ストラクチャード・ファイナンス格付は裏付資産所在国のソブリン格付の制約を受けるが、これを超える格付の可否は個別に検討して決定する。ストラクチャード・ファイナンス商品等が裏付資産所在国にとっての外貨建である場合には、原則として、当局の外貨取引制限の蓋然性を評価したカントリーシーリングが格付の上限となる。

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル