

## SF 商品におけるカントリーシーリングの格付方法の新設と ABCP プログラムの格付方法の変更にあたり意見募集

株式会社日本格付研究所（JCR）では、ストラクチャード・ファイナンス商品（SF 商品）におけるカントリーシーリングの取扱いにかかる格付方法の新設と ABCP プログラムの格付方法の変更を検討していますので、以下のとおりその概要をお知らせするとともに、格付方法の案に対する意見を募集します。

### 1.概要

#### (1) ストラクチャード・ファイナンス商品におけるカントリーシーリングの取扱い

JCR では、近年クロスボーダーの金融商品に対する格付ニーズの増加を受け、SF 商品におけるカントリーシーリングの取扱いにかかる格付方法を定めることとした。本格付方法の案では、SF 商品の格付がソブリンの発行体格付とカントリーシーリングから受ける制約について別添・意見募集案 1 のとおりまとめている。

#### (2) ABCP プログラム

また JCR では、現行の ABCP プログラムの格付方法に、金銭債権を裏付けとした優先劣後構造による内部信用補完型の ABCP プログラムの格付方法を追加し、別添・意見募集案 2 のとおり変更することを検討している。

### 2.今後の予定

JCR では本件に関する意見募集を行う。意見は 5 月 23 日まで弊社ウェブサイトの『お問い合わせ』コーナーへのメールで受け付ける。その後 1 週間程度をかけ格付方法として確定させる予定である。なお、本件の格付方法の変更にあたり、既存の個別の格付で見直しが必要となるものはないと JCR ではみている。

(担当) 荘司 秀行・菊池 理恵子

#### ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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、結果的正確性、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、JCR の格付は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。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っており、JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、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。

#### ■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

#### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

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

## 意見募集案 1

### ストラクチャード・ファイナンス商品におけるカントリーシーリングの取扱い

政治経済の低迷や混乱に伴うソブリンの信用力悪化や外貨換金・送金に対する制限は、その国や地域に関係するストラクチャード・ファイナンス商品（SF 商品）の元利払いに影響を与える場合がある。JCR では SF 商品格付<sup>1</sup>に際し、ソブリンの発行体格付およびカントリーシーリングを以下のように考慮する。なお、ここではキャッシュフローの源泉が単一の国に所在している SF 商品を前提としている。

#### 1. ソブリンリスク

##### (1) 一国の経済に与える影響

過去の事例を見ると、ソブリン危機は、各国によって状況に差はあるものの、GDP や失業率の悪化、物価の著しい変動、資本の国外流出など社会的、経済的な混乱を伴ってきた。政府は、主として経済、通貨、金融市場の安定化を目的として銀行預金の封鎖、外貨の国外持ち出し制限などを行い、民間企業の外貨建債務の支払いに対して政府による直接的あるいは間接的な制限を加えることがあるが、2010年のギリシャのように、グローバル化の進展に伴ってソブリンがデフォルトした場合でも外貨取引規制を回避する事例も見られる。

##### (2) SF 商品の信用力に与える影響

ソブリン危機は、経済環境の悪化や混乱に伴い SF 商品に対してもスキーム関係者の信用力低下や裏付資産のパフォーマンス悪化、さらには金融システムの取引制限措置等による元利払いの停止、といった状況を引き起こす可能性があるが、ソブリン危機による影響の度合いはスキーム関係者や裏付資産の種類などにより異なる。

これは、SF 商品が裏付資産の内容や分散度、償還スケジュール、サービサーや口座開設金融機関などの関係者、信用補完措置など、当初のスキーム設計によって関係者や投資家の要望やリスク許容度に柔軟に対応できるという特徴を有するためであり、過去の事例では柔軟な償還スケジュールを設定するなどスキーム上の手当てによりソブリン危機の下でもデフォルトを免れることもあった。

#### 2. SF 商品格付におけるカントリーシーリングの取扱い

##### (1) 関連するソブリン

SF 商品は、SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体）や信用補完措置といった「仕組」を使う金融取引であり、その格付に際して、JCR は「キャッシュフロー分析」、「スキーム関係者の業務遂行能力」、「倒産隔離」の3点を大きな評価のポイントとして考えている。すなわち、SF 商品では、キャッシュフローの源泉である裏付資産、業務遂行や信用補完などを担うスキーム関係者、

<sup>1</sup> プロジェクトファイナンス・アセットファイナンス・J-REIT の格付を含む。リパッケージ商品・クレジットリンク商品・フルサポート型 ABCP などについては、ウィークリンク・アプローチにより関係当事者の信用リスクを SF 商品格付にリンクさせていることから、その関係当事者のコーポレート格付の手法に準じる。

SPV（完全に倒産隔離されているかを問わず）の所在国のソブリンが関係する。

#### ①裏付資産の所在国

ソブリンのデフォルトが発生する状況では、政治や経済の著しい混乱や低迷などを通じて SF 商品の裏付資産のパフォーマンスが大きな影響を受けると予想されることから、SF 商品の格付を検討する上では、裏付資産所在国のソブリンの影響を第一に検討することになる。

#### ②スキーム関係者の所在国

経済混乱や外貨規制などによりサービサーや口座開設先金融機関が機能できなくなった場合には、SF 商品のキャッシュフローが滞って期限までの支払い（タイムリーペイメント）を順守できなくなる可能性がある。ただし、そのようなリスクが顕在化した際に、後継サービサーや他の金融機関に業務の委任先を移転することができる場合には、当該国のソブリンの影響を低減できることもある。

#### ③SPV の所在国

SPV は、裏付資産を保有する主体であるものの、あくまで SF 商品のスキーム上の「器」として利用されているにすぎないため、例えば、以下の場合には SPV 所在国のソブリンの影響は限定的であると考えられる。

- 当該国が、米国、ユーロ圏、日本など主要通貨を採用している先進国であり、外貨換金・送金リスクが限定的である。
- 当該国が、ケイマンのようなオフショア・センターとして評価が確立されており、外貨換金・送金リスクが限定的である。
- 経済混乱や外貨規制などのリスクが顕現化した場合に、SF 取引を他の国に設立された SPV に移転することが可能である。

### (2) ソブリン格付の制約

SF 商品の信用力は、裏付資産所在国のソブリンのデフォルトにより直接または間接に影響を受けうる。デフォルトに伴う債務免除などの政治介入や経済環境の悪化（GDP 成長率、失業率、金利など）は、多くの場合裏付資産のパフォーマンスを低下させて返済原資を減少させる。さらに、金融システムの混乱に伴う預金封鎖が発生した場合には、返済原資に問題がなくとも、契約に基づく返済期限までに元利払いを履行することが困難になる場合もありうる。

裏付資産所在国のソブリン格付が低く、デフォルトの可能性が高まっている場合、SF 商品の格付は裏付資産所在国のソブリン格付の制約を受けることとなり、これを超える格付の可否はソブリンのデフォルトに伴う環境変化に対する耐性を個別に検討して決定することになる。信用力の低い個人向けローン（ノンプライムローン）を裏付とする消費者ローン ABS や、営業活動が国内限定の法人向けローンを裏付とする CLO など、ソブリンのデフォルトに伴う環境変化に対する耐性が低いと判断される SF 商品については、裏付資産所在国のソブリン格付が高い場合でも、裏付資産所在国のソブリン格付を超える格付の可能性は小さくなる。

スキーム関係者や SPV の所在国が裏付資産の所在国と異なる場合には、それらのソブリン格付による制約を合わせて検討する。

### (3) カントリーシーリングの制約

SF 商品の格付とカントリーシーリングの関係を考える場合、一国内で SF 取引が完結し、かつ当該国の自国通貨建ての SF 商品を除き、ソブリンの信用力に加えて当該国の外貨換金・送金リスクに対するスキーム上の手当を評価する必要がある。なぜなら、ソブリン危機に伴い外貨との交換や海外への送金が規制されると、外貨建債務の元利払いが困難になる可能性があるが、そのリスクは、例えば下記のようなスキーム上の手当により低減できる場合があるからである。

- オフショアでのリザーブ勘定の設定
- オフショアにおける外貨スワップ、第三者保証や保険
- 柔軟な利払い・償還スケジュール

ただし、過去のソブリン危機や金融危機において課された規制や制限は国や時代によって違いがあり、将来どのような規制や制限が課されるかどうか一律に予測することは難しい。従って、SF 商品の格付は原則として裏付資産所在国のカントリーシーリングが上限になるが、外貨換金・送金リスクに対するスキーム上の手当を個別に評価した結果、そのリスクの低減が認められる場合には例外的にこれを超える格付が可能になると考えられる。

以上

(参考) JCR のソブリン格付およびカントリーシーリングの考え方

ー格付の方法「ソブリン・準ソブリン」(最終更新日: 2014 年 11 月 7 日) より抜粋ー

#### ■ ソブリンの信用格付

ソブリンの発行体格付は、国家の負う債務の履行能力および返済意思を等級で示したものである。ソブリンの借入主体は、それぞれの国家が定めた法規範によって異なるが、通常は政府または中央銀行である。ソブリンと事業法人などとの主な違いは、ソブリンが主権者であることに起因したもので、徴税権や通貨発行権を有している、通常、倒産法制に服さず国家の消滅もありえない、などである。個別債務の格付は、約定内容や選択的な債務不履行などから債務ごとに履行の確実性に違いが生じる可能性があるため、発行体格付と異なる場合がある。なお、ソブリン格付の記号などは、「格付の種類と記号の定義」に準じている。

#### • 自国通貨建と外貨建格付

ソブリン債務者は、債務返済の財源となる税収を確保する徴税権、そして通貨発行権を有している。外貨建債務を返済する財源の確保には、自国通貨の外貨への交換や市場からの外貨調達が必要となるが、自国通貨建については、こうした制約が少ない。このようなリスクの相違を考慮して、格付にノッチ差を付けることがあり、この場合は通常、自国通貨建格付が外貨建格付を上回る。ノッチ差の評価には、徴税権や通貨発行権の行使を左右する財政および金融の状況、国内金融市場の発展度、外貨準備の保有高、為替の制約を受けにくい通貨同盟やペッグ制の採用などを考慮している。

## ■ カントリーシーリング

カントリーシーリングはある国に所在する企業などが債務の返済のために行う自国通貨から外貨への交換や外貨の国外送金などの外貨取引に対して、当局が制限を加える蓋然性の評価である。カントリーシーリングは、企業などの外貨建格付の上限を示すものであり、ソブリンの外貨建格付を上回る場合が多い。

外貨建格付を対象としているのは、通常、外貨は自国通貨と比べて当局自らの権限による調達や発行が難しく、外貨建債務の返済の資金繰りなどに支障を来した場合、企業などの外貨取引に対して制限を課すことがあるためである。

カントリーシーリングの設定は、採用通貨、通貨制度、貿易決済及び資本取引規制、経済政策、対外債務、これまでの政府の対応状況などを総合的に評価して決定する。通常、ソブリンの外貨建格付から 0～3 ノッチ程度上回るが、米国、ユーロ圏、日本など主要通貨を採用している国は制限を加える蓋然性が極めて小さいことから前述のノッチ幅の制約を受けない場合もある。

例外的ではあるが、国際開発金融機関など当局間における重要な取り決めがある、国外に所在する親会社などから強い支援がある場合などは所在国のカントリーシーリングを超えることがある。

### ◆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

## 意見募集案 2

### ABCP プログラム

#### 1. 対象商品の概要

ABCP（アセット・バックド・コマーシャルペーパー）とは、金銭債権を中心とした資産を裏付として、SPC が CP を発行するものである。一般に、現状日本国内で発行されている ABCP プログラムの多くは、銀行などの金融機関が、その取引先が保有する金銭債権などの資産を買い取るために設立したものとなっている。

#### 2. 一般的なスキーム

金融機関がスポンサーとなって多数の取引先企業が資産売却人となる ABCP プログラムを、マルチセラー型と呼ぶ。これに対して、特定の企業が自らの保有する資産を譲渡するためだけに SPC を設立し、ABCP を発行するというシングルセラー型と呼ばれる形態も存在する。

SPC による買取り対象として取り上げられている資産は、プログラムによって異なるが、多岐に及んでいる。SPC の発行する ABCP がその買取りに係る資金調達手段であるため、短期の金融資産が中心となるが、売掛債権・手形債権（電子記録債権を含む）、リース料債権、診療報酬債権、住宅金融公庫融資の代理受領権などが例として挙げられ、信託受益権の形で SPC が購入する形態がとられることもある。

SPC 自体の会社形態としては、他の証券化案件と同様にスポンサー及びセラーから倒産隔離された形で設立される。一般的には、ケイマン法人またはその東京支店が発行体となる場合が多く見受けられるが、本邦における合同会社や株式会社を発行体としている場合もある。

現状、日本で発行されている ABCP に関しては、スポンサーによる 100% の信用補完及び流動性補完が付されている場合（フルサポート型と呼ぶ）が主流を占めているが、一部では優先劣後構造により信用力が高められた金銭債権などを裏付けとする内部信用補完型も組成されている。

#### 3. 格付のポイント

##### （1）フルサポート型

スポンサーによる 100% の信用補完及び流動性補完が付されているフルサポート型の ABCP の格付については、バックアップラインの出し手であるスポンサーの格付に基本的に連動することとなる。格付付与の際のポイントとしては、SPC 自体の倒産隔離性、及び ABCP の償還に必要な流動性補完、信用補完の提供がスムーズかつタイムリーに行われるような契約書上の取り決めなどを精査することが中心となる。

検証に要する主な資料は以下のとおりである。

ABCP に係る商品説明書

SPC 設立に関する関連諸契約書

ABCP の流動性及び信用補完に関する契約書（バックアップライン契約など）

## (2) 内部信用補完型<sup>1</sup>

優先劣後構造による内部信用補完型の ABCP の格付は、基本的に優先部分の信用力に連動することとなり、その際、ABCP の格付に見合う劣後水準が適切に設定されているかどうかについて資産種類ごとに定めている格付の方法に準拠して検証する。

具体的にカードショッピングによるマンスリークリア債権を裏付資産とする場合を例にとり、格付分析の概要を以下に示す。

(「割賦債権・カードショッピングクレジット債権」参照)

想定されるリスクとその評価

### (i)信用リスク・キャンセルリスク

原債務者の信用悪化や引落口座における残高の不足等により、証券化対象債権の回収が予定通りに行われない可能性がある。また、原債務者がクレジット契約を取り消した場合に、債権が消滅するリスク(希薄化リスク)が生じうる。

### (ii)コミングリング・リスク

マンスリークリア債権は1回払いの債権であり、通常、その支払日は特定の日に集中しているため、受託者等からサービシング事務の委任を受けたオリジネーターが倒産した場合、回収金の損失(コミングリング・ロス)は最大で、当該債権回収期間における回収額全額となる。

必要劣後金額の算定

マンスリークリア債権は、その性質上一般的に小口多数分散が図られているので、原債権のデフォルトにより発生すると想定される損失額は、大数の法則を用いた小口多数アプローチ(大数アプローチ)をベースにしたストレステストにより計算する。

(i)母体債権のヒストリカルデータから貸倒率、キャンセル率を算出する。

(ii)母体債権・証券化対象債権プールの構成比別データから、母体債権・証券化対象債権プールの特性を把握するとともに、両者を比較することにより、ストレス倍率を決定する際の参考とする。

(iii)母体債権のヒストリカルデータより、貸倒率等の推移を確認し、分析を行うにあたってのベースケースを決定する。

(iv)期中のキャッシュフローに対し一定のストレスをかけた貸倒率等を発生させたうえで、必要な劣後金額を求める。ストレス後の水準は、ベースケースを定数倍したもの、ヒストリカルデータの標準偏差の定数倍をベースケースに加えるものなど複数あり、個別の案件に応じて適切とみなされる水準を採用する。ストレス倍率は、通常の割賦債権と同様の水準を基本としつつ、母体債権、証券化対象債権の属性などの定性要因も考慮して決定する。特にマンスリークリア債権では、格付の対象は証券化商品の償還期日における元本償還の確実性であることから、ある月の入金額が激減すると、タイムリーペイメントが守られないこととなる。このようなスキームの証券化では、ストレス倍率は、ある月の入金額が激減しても翌月以降の入金額が回復すれば元本毀損を生じない長期の証券化商品よりも、強い水準に設定することが適当である。

(v)コミングリング・リスクに対応する劣後が設定されているか、そうでない場合には証券化商品

<sup>1</sup> スポンサーが ABCP の一部のみ信用補完・流動性補完を提供するパーシャルサポート型についても、スキームの特性に応じて内部信用補完型の格付方法を適用することがある。

の格付に対する制約を検証する。マンスリークリア債権では、コミングリング・ロスは最大で当該債権回収期間における回収額全額となり、一般にオリジネーターの格付が ABCP プログラムの格付の上限となるが、スキーム関係者からの倒産隔離措置やバックアップサービサーの設置などのスキーム上の手当てにより当該リスクを低減できる場合がある。

(vi)当初サービサーがデフォルトなどの理由により回収業務を通常通り行えない状況を回避するため、回収業務をバックアップサービサーに引き継ぐ上で必要となる資金が現金準備金として積み立てられることを確認する。

上記に加えて、SPC 自体の倒産隔離性、裏付資産のパフォーマンス悪化をはじめとした各種トリガーの妥当性、さらに裏付資産と ABCP の償還期限のマッチング及び SPC 負担の諸費用に備えた現金準備金など流動性補完の十分性を精査する。

以上を踏まえて、検証に要する主な資料は以下のとおりである。

ABCP に係る商品説明書

SPC 設立に関する関連諸契約書

裏付債権の与信、債権管理、回収プロセスにかかる関連資料

母体債権のヒストリカルデータ及び属性データ

証券化対象債権の譲渡又は信託にかかる契約書

#### 4. モニタリングのポイント

フルサポート型については、スポンサーの信用力及びスキームの変更の有無をモニタリングすることになり、スポンサーの格付変更があった後、遅滞なく当該 ABCP プログラムのレビューを行う。

内部信用補完型については、原則として月次貸倒率など裏付資産のパフォーマンス、劣後比率の動き、スキーム関係者の業務遂行能力を恒常的にモニタリングすることに加えて、定期または臨時のレビューにより、裏付資産のパフォーマンスや経済状況に鑑みてベースレートなど格付の前提条件を必要に応じて見直し、残存期間を考慮しながら当該前提条件に基づきキャッシュフロー分析を行う。

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