株式会社 日本格付研究所
Japan Credit Rating Agency, Ltd.

16-S-0025
2016 年 6 月 2 日

将来債権の証券化の格付方法新設にあたり意見募集

株式会社日本格付研究所（JCR）では、将来債権の証券化の格付方法新設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、格付方法に対する意見を募集します。

1. 概要

将来債権の証券化とは、オリジネーターが今後生まれる債権（将来債権）を譲渡し、この将来債権から発生するキャッシュフローを引き当てとした資金調達方法である。JCR は将来債権の流動化に対する格付ニーズが高まっていると判断し、これに関連した格付方法を別添のとおり新設することとした。

2. 今後の予定

JCR では本件に関する意見募集を行う。ご意見は 6 月 13 日まで弊社ウェブサイトの『お問い合せ』コーナーへのメールで受け付ける。今後 2 週間程度をかけ格付方法として確定する予定である。なお、本件は格付方法の新設であり、既存の個別格付で見直しが必要となるものはない見通しである。

（担当）本多　史裕・涛岡　由典・水川　雅義

■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ます。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、改変等をする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

将来債権の証券化（案）

1．将来債権の証券化とは

将来債権の証券化は、オリジネーターが、今後生まれる債権（将来債権）を譲渡し、この将来債権から発生するキャッシュフローを引当とした債券、信託受益権[1]を倒産隔離されたエンティティから発行する仕組みである。将来債権の証券化においては、証券化の実行時点で裏付け債権は金額的にはほとんど発生していないケースが多い。証券化商品の償還可能性は、証券化実行後、将来の一定の期間にわたって債権が発生し、回収される確からしさに影響される。従って、オリジネーターの事業運営能力とその継続性、及びオリジネーター自体の信用状態に依拠した証券化といえる。

将来債権の証券化は、キャッシュフローを裏付けとする点、強固なコベナンツの設定、キャッシュフローを隔離する仕組みといった点で、プロジェクトファイナンス、事業の証券化と類似した側面がある。他方で、将来債権の証券化では、物的担保はなく、通常の場合債権者によるステップインも想定されていない。海外、特に、ラテンアメリカ、アジアの事業会社で永年にわたる歴史がある。日本でも、地方自治体による廃棄物処理施設のレベニュー信託の事例や「事業の証券化」と呼ばれる案件にこうした事例をみることができる。

なお、本邦においては「将来債権が譲渡可能であること」及び「譲渡された場合に、発生とともに譲受人が当然に取得可能であること」については、既に判例法理において確立[2]されており、現在国会にて審議中の民法改正案においてもこの点は明確化[3]されているなど、アセットファイナンスへの更なる活用が期待されているところであるが、格付付与にあたっては各案件の法的管轄における個別の検討、判断が必要であることは言を待たない[4]。

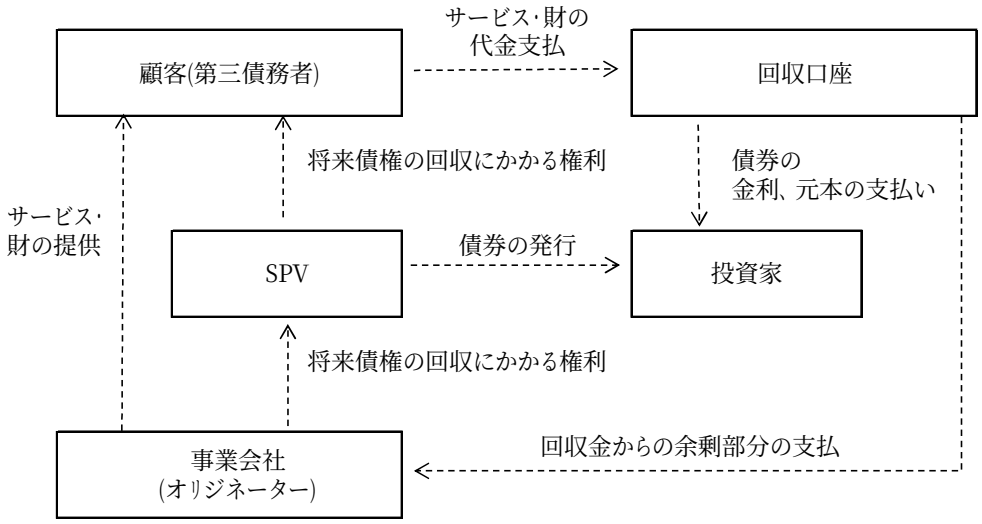
2．一般的なスキームと分析のポイント

（1）一般的なスキームと想定される事業

- オリジネーターがSPC（または信託）に将来債権を受領する権利を譲渡する。
- SPC（または信託）は将来債権を受領する権利を引き当てに、債券（または信託受益権）を投資家に発行する。
- オリジネーターは財、サービスの提供と販売を顧客（第三債務者）に対して継続して行う。また、オリジネーターが顧客から販売代金を回収する任に当たることもある。輸出前貸のような事例に典型的であるが、オフショアに回収専用口座を設け、トラステイの管理下に置くこともある。
- 財、サービスにもとづく代金を顧客（第三債務者）から回収し、予め定められたウォーターフォールの順に従い、支払っていく。剰余金はオリジネーターに引き渡される。

1 ABLの形態も想定される、借入も格付対象に含まれる。
2 前者については、平成11年1月29日民集53巻1号151頁、後者については最判平成13年11月22日民集55巻6号1056頁及び最判平成19年2月15日民集61巻1号243頁参照。
3 改正法案466条の6の1項及び2項
4 必要に応じて法律意見書の提出が求められる。また、オリジネーターの管財人のもとで全く新たに獲得された顧客からの売掛金が将来債権の証券化の回収金に帰属するものなのか否か、等、議論の余地が残るものもある。

スキームの例



将来債権の証券化における事業には以下のようなもの[5]が想定される。

・公益事業（水道、電力、ガス、ごみ処理）
・有料道路[6]
・鉄道、航空
・通信関係のインフラ（電波塔、等）
・市場性の高いコモディティの輸出（輸出前貸）

(2) 想定される種々のリスク

コモディティ・製品・サービスが製造、販売、購入され、キャッシュフローが生じる。将来債権の証券化は、こうしたビジネスフローとそこから生じるキャッシュフローに依存している。このため、以下のようなリスクが主なものとして想定される。

・オリジネーターの信用力の低下、破綻
・当該サービス、製品の売上（販売量、単価）の変動（季節性、景気、為替レート）
・当該サービス、製品の売上の著しい減少（テロ、疫病、為替、国際関係の変化）
・制度変更リスク
・クロスボーダー取引であれば、トランスファーアンドコンバータビリティリスク（国境を越えた資金移動の制約、為替レート変動[7]）
・クロスボーダー取引であれば、源泉徴収税（課税によるキャッシュフローの減少）

(3) 分析のポイント

JCR は、将来債権の証券化について、オリジネーターの信用力、事業の継続性、および、ストラクチャーによる回収確実性、ソブリンリスク等の４つの視点から分析する。

5 ただし、これらに限定されない。
6 有料道路は、将来にわたっても競合する道路がつくられないことが自治体等によって約束されているものが望ましい。また、道路、鉄道、航空では接続の有無も重要である。
7 Transfer & Convertibility Risk

① オリジネーターの信用力、流動性の評価
② 事業の継続性
（i） オリジネーター全体
（ii）証券化の対象となる事業の特徴

・ビジネスラインの構成、分散集中の度合い、顧客構成
・シェア、競合の状況
・季節性、景気変動との連動性
・回収経路の構成・構成者

③ ストラクチャーによる回収可能性
・倒産隔離措置
・真正譲渡
・超過担保
・トリガーの設定
・流動性補完措置
・信用補完措置
・為替リスクに対する備え、クッションの有無

④ クロスボーダー案件について、ソブリンリスク、トランスファーアンドコンバータビリティリスク

3．格付への反映

将来債権の証券化は、将来債権の発生とそこからの回収の確実性に依存している度合いが高いため、JCRでは、オリジネーターの信用力を基点に、事業の継続性、回収の確実性を考慮して、最終的なノッチアップのレベルを決める。また、オリジネーターの信用力が変動した場合などの際は、将来債権の証券化にかかる格付も見直され、変更される可能性がある。

（1）対象となる債権の特徴

対象となる債権は以下のいずれか、または複数の特徴が備えられている。①債権発生の背景となる経済活動は、社会、経済において極めて重要な役割を果たしているものであること、②人口、顧客数等からみて一定の需要の存在、設備稼働率を一定のレンジをもって予測することが可能であること、③販売先が 1 社又は少数である場合、信用力のある購入先との長期の販売契約が締結されていること、④公益事業（水道、電力、ガス、ごみ処理、鉄道、航空、等）で人々の生活、経済活動に不可欠なもの、等。

（2）事業者の特徴

オリジネーターについては、社会・経済にとって重要性が高く、仮に破綻するような状況でも清算型ではなく、再生・更生型の手続きがメインシナリオと考えられような事業者であることが望ましい。また、倒産法制の中でも DIP 型[8]の会社再生手続きの中で将来債権の譲渡の有効性が認められうるかどうかもあわせて重要である。オリジネーターの信用力が低下しても、財務のリストラクチャリングによって再生を進め、主要な事業を停止させない可能性が想定されうるかどうかが大切である。また、オリジネーターの再建のために、政府系の銀行によるリーダーシップ、大口の無担保債権者による協力が形成されるかどうかといった点も重要である。こうした要素は、ストレスがかかった状況下における運転資金の確保、事業再生時に無担保と有担保の債権における回収率の差異に影響することもありうるからである。

8 DIP は、Debtor in possesion の略、破綻時の現経営陣が引き続き会社の再建にあたるタイプの債務者主導型の手続き。民事再生はその代表的なもの。

(3) 当該事業の継続性

JCR は、オリジネーターが将来債権の証券化の裏付けとなっている事業の運営を継続する蓋然性が高いか否かを検討する。事業規模、経済性、これらを裏付けるデータの確認を通して、当該事業のオリジネーターにとっての重要性、位置付けを測り、評価に反映させる。損益分岐点が高く、改善の見通しが薄い事業であれば、事業の見直し、リストラクチャリングの中で、操業を低下させたり、事業の一部が打ち切られてしまう可能性もある。また、コモディティ価格の下落などをきっかけとして経済危機、政治危機が生じるような地域・国では生産、輸送に支障がでてくる可能性も想定しておく必要がある。

≪停止されにくい事業の特徴≫

・十分に採算を確保できるだけの需要がある
・市場シェアが高い
・操業率が高い、損益分岐点までかなり余裕がある
・代替製品・サービスが少ない
・許認可、特許、差別化などを背景に、高い単価設定が可能であったり、価格に下方抵抗力が認められる
・外部環境要因（為替、イベント）があっても、変動性が小さい、回復が期待できる
・オリジネーターの社内で重要性が高い事業や製品と認識されている
・政治・経済の面で比較的安定した国で生産、輸出されている
・外貨獲得手段として重要とみなされている

(4) オリジネーターの債務構成と証券化案件の位置づけ

証券化案件のコベナンツに抵触した場合、オリジネーターが無担保債務についてデフォルトに陥ったりした場合、将来債権の証券化にかかる債券等については加速度償還が行われることが約定されているのが通常である。こうした取り決めが効果を発揮するためには、オリジネーターが流動性を確保できる能力が高いこと、オリジネーターの債務構成において無担保債務が比較的多く存在することが望ましい。別の言い方をすると、将来債権の証券化にかかる債務が有利子債務に占める割合は小さいほうが回収可能性の観点からは好ましい。また、トリガーの設定と抵触時のリザーブ積み増し、加速償還の仕組みが効果を発揮するにはある程度の期間を要することにも注意が必要である。事業並びに事業者の特徴を評価し、仕組みが機能するような時間的余裕を期待できるのか否かを判断する[9]。

(5) ストレステスト

債権が発生するボリュームは季節、景気等によって変動することが多く、季節変動については予め、想定しておく。それ以外の要素、例えば、トレンドとその変化、あるは突発的な動きについては過去の例なども参考にしてストレスシナリオを作成し、キャッシュフローへの影響を考慮する。

≪想定されるストレスの例≫

・イベントリスク（天災、疫病、テロ、戦争、事故、政治的関係の悪化、不買運動、等）
・競合状況の変化（新規参入、代替品との競合）
・為替レート、景気変動などを背景とした需要の減少

9 将来債権の証券化に限った話ではないが、不正取引、粉飾会計等で急激な信用状態の変化、流動性の変化が懸念されるような事業者は対象外である。

（6）ノッチアップの考え方

オリジネーター毎にみた事業の継続性、対象事業の継続性、回収の確実性を考慮して、最終的なノッチアップのレベルを決める。将来債権の証券化は、物的担保の裏付け、EETC[10]にみられるような法規定による債権者保護は期待できないため、ノッチの上げ幅は通常は 3～4 ノッチ程度を想定[11]している。また、クロスボーダー案件の場合、トランスファーアンドコンバータビリティリスクの評価、オリジネーター所在国の自国通貨建てで想定した評価も参照してノッチ幅が決定される。無担保債権が比較的多額にあり、有担保債権のクッションが見込まれるケース、国営銀行や主要取引銀行等からの流動性供与が期待できるケースを想定すると、以下のような目安が考えられる。

DSCR の水準	ノッチアップの目安（幅）		
	事業の継続性が極めて高い	事業の継続性が普通	事業の継続性がやや低い
4x 以上	3～4 ノッチ	1～2 ノッチ	0～1 ノッチ
3x 以上、4x 未満	1～2 ノッチ	0～1 ノッチ	0 ノッチ
2x 以上、3x 未満	0～1 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ
2x 未満	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ

(注) こうしたノッチアップが有効となるのは、コベナンツ、トリガーの有効性、ストレスシナリオのもとでの耐性の確認などを前提としている。また、DSCR 算出の基となるキャッシュフローについてはスポンサーシナリオ以外に JCR が作成したものが用いられ、変動性等をふくめて調整が加えられる点に留意が必要である。

4．モニタリングにおけるポイント

前述のように、オリジネーターの信用力、事業の継続性、特定の路線の継続性、回収の確実性についての評価を継続して、格付のモニタリングを行う。証券化にかかる格付が見直され、変更される可能性があるのは、以下のような場合である。

・オリジネーターの信用力が変動した場合
・JCR の想定を超えて将来債権のボリュームが増加/減少して推移し、持続性が認められる場合
・クロスボーダー案件の場合、ソブリン格付、トランスファーアンドコンバータビリティリスクの評価に変化があった場合
・制度変更リスクの顕現化がみられる場合
・スワップカウンターティー、口座開設銀行等の信用力に変化があった場合
・信用補完、流動性補完が図られている仕組みの場合、これらの提供者の信用力に変動があった場合

以上

10 EETC(Enhanced Equipment Trust Certificate)は航空会社などの機材調達の手法の一つとして米国で開発、発展してきた金融商品。

11 例外的に、5～6 ノッチの引き上げも想定できるが、事業の継続性が極めて高く、キャッシュフローカバレッジもかなり厚い、また、カントリーシーリングにも抵触しない、等制約は厳しくなる。