
ストラクチャード・ファイナンス商品等の格付プロセス

1. ストラクチャード・ファイナンス商品等の信用格付のプロセス

資産証券化商品およびその他の金融商品の格付に際しては、格付付与が検討される対象(以下、当該対象を「ストラクチャード・ファイナンス商品等」とします)を明確にした上で、譲渡される資産およびそのキャッシュフローの分析が行われることとなります。

なお、ストラクチャード・ファイナンス商品等の信用格付に要する期間は、譲渡資産の性質や商品自体の仕組みの複雑さや対象資産により多少の長短はありますが、正式なお申し込みを受けてから通常は2ヶ月(不動産は3ヶ月)程度です(添付資料参照)。

(1) 予備的ミーティング

ストラクチャード・ファイナンス商品等の信用格付では、まず予備的ミーティングにより、案件の仕組みや法的な論点、信用補完レベルを算出するための必要データの項目の確認などにより、ストラクチャード・ファイナンス商品等のリスクの所在について、どのように明確化していくことが可能かを議論することになります。

(2) 信用格付取得のお申し込みの受付

前述の予備的ミーティングを経て、作業日程等の調整が行われるなか、オリジネーターやアレンジャーにより、信用格付を取得して証券化を行うことが決定されると、信用格付の正式なお申し込みがなされます。

具体的には、「信用格付申込書」に必要事項を記入の上、お申し込みいただくこととなります。お申し込みを受け付けることにより、正式な格付作業が始められることとなります。

なお、「信用格付申込書」には守秘義務規定も記載されています。

(3) 担当格付アナリストの決定

お申し込みをいただき正式な格付作業が始められると、まず担当格付アナリストが決定されます。担当格付アナリストはアレンジャーの担当者等とコンタクトをとり、信用格付に必要な情報の提供を受けるとともに、信用格付に必要な分析を行うこととなります。

(4) 信用格付に必要な資料の受領等

信用格付に必要な下記の資料をご提出いただくこととなります。必要となる資料は、予備的ミーティングや信用格付作業を進めるなかで新たに出てくる場合もあります。その場合には、追加資料のご提出をお願いすることとなります。なお、対象資産の種類や信用格付の対象となる発行形態、あるいはスキームの参加者がJCR格付先か否かなどによって、必要となる資料の細目が異なります。

- ターム・シート(案件の概要説明書)
- 資産／債権に関するデータ
- 各種契約書
- オリジネーター／サービサーに関する資料など

(5) 分析・評価

ストラクチャード・ファイナンス商品等の信用格付は、裏付けとなる資産から発生するキャッシュフローを利払い及び償還の原資として確保し、投資家へと導く仕組みに内在するリスク等を評価したものです。したがって実質的な評価は、キャッシュフローが如何に投資家のために確保されるかという観点から、その仕組み全体に対してなされることとなります。

信用格付に際しての分析・評価の主たるポイントは後述(2. および3.)のとおりです。これらを総合的に評価して信用格付が決定されます。実際には証券化対象となる資産の性質に応じて、異なる手法が適用されます。ここでは、代表的な事例として、「金銭債権」と「不動産」の場合に分けて概要をご紹介します。

¹ JCRは、金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号)第295条第3項第1号に定める資産証券化商品に加え、ABCPプログラムやリパッケージ商品等の金融商品をストラクチャード・ファイナンス商品等と区分している。

なお、分析・評価にあたっては、必要に応じて関係当事者とのデュー・ディリジェンス・ミーティングを行います。また、適宜 JCR 独自に弁護士や公認会計士など専門家のアドバイスをを受けつつ、分析・評価を行っています。

- 資産の譲渡について(「真正譲渡の問題」)
- SPV(特別目的会社・信託等)について(「バンクランプシー・リモート性の問題」)
- 譲渡資産・譲渡債権について
- サービサーについて
- その他のスキーム参加者などについて

(6) 格付委員会による信用格付の決定

分析・評価により導出された信用格付提案は格付委員会において決定され、信用格付結果は通知書により申込者に通知されます。

信用格付は、予備格付を経て正式な信用格付(本格付)が決定されるケースが一般的です。予備格付は引受証券会社などが投資家に販売するために条件付きで信用格付を取得したいとの希望に基づいて行われ、予備格付決定時点までの情報に基づいて格付委員会で決定されます。したがって、ストラクチャーの内容がその後変更になった等の場合には、本信用格付を付与するタイミングでの予備格付からの変更もありうるようになります。

(7) 信用格付の公表

決定した信用格付は遅滞なく公表されます。「案件名」、「対象資産」、「当事者」、「信用格付事由」などの項目について記載した内容をホームページ等に掲載します。

また、格付基準など重要な変更を行う場合には、個別信用格付に適用する前に、あらかじめ、変更する旨及びその概要を公表します。ただし、やむを得ない事由がある場合は、当該事由、変更した旨及びその概要を個別信用格付と同時に公表する場合があります。

(8) 信用格付の見直し

信用格付を付与した投資商品については、償還されるまでの間、定期的または必要に応じてモニタリングを行っています。また、信用格付に影響を及ぼす可能性のある事象が発生した場合についてもその都度信用格付を見直し、結果に基づいて適切なタイミングで信用格付を公表します。見直しでは、資産や債権の価値やキャッシュフローに関するパフォーマンス、仕組みに関与する当事者の事務遂行能力を含めた状況の変化など、信用格付をモニタリングしていくことになります。信用格付の見直しには、それまで得られた全ての経験を反映させるほか、格付基準や信用格付の前提に変化があった場合もこれを反映させます。公表した信用格付の見直しを実施しない場合には、その旨及びその他必要な事項を遅滞なく公表します。

2. 金銭債権の場合の分析・評価のプロセス

(1) ストラクチャーの分析

(a) スキームの検討

- 発行形態に関する検討
- 信用補完方法に関する検討
- トリガーなどイベント発生時の対応に関する検討

(b) スキーム参加者の検討

- オリジネーターの信用力・与信方針・営業の状況等に関する検討
- 信用補完者、スワップ・カウンター・パーティー等の信用力の検討
- 受託者、事務代行者等の事務遂行能力の検討

- バックアップ・サービサー等への移行体制(システム対応等)の検討
(以上について、必要な場合には適宜デュー・ディリジェンス・ミーティングを実施)

(C) 法的側面からの検討

- 譲渡資産固有の法的論点の検討
- 関連契約書の検討
債権(信託)譲渡契約書、事務委託契約書、バックアップ・サービス契約書など

(2) 譲渡債権に関するキャッシュフロー分析と信用補完水準の検討

(a) 分析の前提条件の把握

- 譲渡債権の特性の把握
- キャッシュフローに影響する要因と譲渡債権の属性の把握
- キャッシュフローに影響する確率変数と属性別確率モデルの想定
- モデルに関するパラメーターの推定

(b) キャッシュフロー分析

- 多様なシナリオによるストレステスト²
- モンテカルロシミュレーション³ など

(3) 上記(1)～(2)の分析を踏まえ、

- (a) 多様なシナリオの設定とその対応の検討
- (b) 仕組み全体の総合評価(⇒格付決定)

3. 不動産の場合の分析・評価のプロセス

(1) ストラクチャーの分析

(a) スキームの検討

- 発行形態に関する検討
- 信用補完方法に関する検討
- トリガーなどイベント発生時の対応に関する検討

(b) スキーム参加者の検討

- マスターレシー、アセット・マネジャー(AM)、プロパティ・マネジャー(PM)など関係当事者の信用力・業務遂行能力に関する検討

(C) 法的側面からの検討

- 不動産固有の法的論点に関する検討
権利形態、敷金/保証金の取り扱いなど(必要に応じて法律意見書による確認)
- 関連契約書の検討
建物賃貸借契約書、資産管理処分委託契約書など

(d) 対象資産の出口戦略の検討

- テール期間設定に関する検討
- リファイナンス・物件売却等出口戦略に関する検討

² ストレステスト:ヒストリカルデータ等から得られたデフォルト率等の数倍の値を想定して行うスキームの頑健性を試す負荷テスト。シミュレーションの一種

³ モンテカルロシミュレーション:不確実な要素を伴う状況を分析するために乱数を発生させながら多数回試行を繰り返して目的の確率変数の分布を求めるシミュレーション

(2) 対象資産のキャッシュフロー分析と評価額の検討

(a) 対象資産の質の分析

- 建物劣化状況に関する検討
エンジニアリングレポートなど
- 耐震性能に関する検討
地震リスクレポートなど
- 有害物質による汚染に関する検討
環境レポートなど

(b) マーケット及び収益の分析

- 市場競争力、収益性、収支に関する検討
鑑定評価書、マーケットレポートなど

(c) 管理者による管理の状況の分析

- 過去の実績、方針、財務に関する検討
デュー・ディリジェンス・ミーティングなど

(3) 上記(1)～(2)の分析を踏まえ、

- (a) 多様なシナリオの設定とその対応の検討⁴
- (b) 仕組み全体とLTV⁴による総合評価(格付決定)

以上

⁴ LTV (Loan To Value) :対象資産の JCR 評価額に対する対象負債の割合

【ストラクチャード・ファイナンス商品等の信用格付プロセス】

