

(最終更新日：2016年6月1日)

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¹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、

¹ 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て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て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