

投資ファンド

1. 本格付方法の対象と位置付け

(1) 対象となる商品

本格付方法の対象となる商品は、多数の投資家から集めた資金をプールして、資産運用の専門家が一定の運用方針に従って様々な企業や資産に投資し、投資先から受ける利息や配当、売却利益を投資家に還元する、資産運用型の集団投資スキームとしての投資ファンドである。

(2) 格付評価の対象

投資ファンドを格付する場合の格付評価の対象には、投資ファンドが負っている借入金や債券の弁済義務の他、信託受益権や組合出資に関して債務とみなされる償還義務も含まれる（以下、本稿では格付対象を総称して「債務」とする）。格付では基本的に、規定の利息が期日通りに支払われること及び元本が満期までに全額弁済されることの確実性を評価するが、契約の定めにより投資に対する成果を元本償還と配当のトータルで評価することが妥当である場合には、信託受益権または組合出資の元本相当額が期間満了日までに全額支払われることの確実性を評価することもある。

格付の種類は基本的には個別債務格付となる。しかし、実質的にゴーイング・コンサーンとみなすことができる投資ファンドが継続反復して資金調達を行う場合には、当該投資ファンドに対して発行体格付を付与することがある。

(3) 位置付け

本格付方法は、資産運用型の集団投資スキームに該当する投資ファンド全般に対する格付の総則を示す。投資ファンドには、形態の面で公募ファンドと私募ファンド、上場と非上場などの別が存在し、また、投資戦略の面で伝統的な投資、オルタナティブ投資などの分類が存在する。オルタナティブ投資には、投資対象に注目して不動産投資ファンドやプライベートエクイティファンド、メザニンファンド、商品ファンドなどと呼ばれるものや、デリバティブをはじめとする多様な投資手法を駆使するヘッジファンドがある。日本格付研究所（JCR）では、これらの投資ファンドのうち、特定の種類のものについては個別に格付方法を制定することがある。各種のファンドの格付にあたっては、本格付方法と当該個別の格付方法をあわせて参照することになる。なお、住宅ローン債権や不動産など特定の資産から生じるキャッシュフローを裏付けに組成された資産の流動化・証券化商品を投資対象とする投資ファンドについても同様である。

2. 評価の枠組み

投資ファンドの評価は、ポートフォリオ分析、財務分析、およびファンド運営能力の評価を主要な要素とし、これに入手可能情報や関係者の評価などの補完的な要素を加味して行う。

主要な3要素のうち、ポートフォリオ分析は、投資戦略、投資対象の種類、投資のスタイルなど、ファンドの投資につき運営者等からあらかじめ示された方針および実際の投資内容をもとに、ポートフォリオのキャッシュフロー創出力と資産価値の安定性および損失発生の可能性を評価するものである。財務分析では、あらかじめ設定された財務目標値やコベナント、および実際の財務内容をもとに、債務弁済の原資の準備状況の評価する。ファンド運営能力の評価は、ファンド運営者へのインタビューなどをもとに、ポートフォリオと財務の健全性が中長期にわたり確保できるかどうかを評価するものである。

3. ポートフォリオ分析

(1) 考え方

格付対象となる債務の弁済原資について、投資ファンドが保有する資産から得られるキャッシュフローもしくは資産価値を裏付けとするリファイナンスに依拠する場合には、投資期間中の投資パフォーマンスやポートフォリオの処分価値にかかる見積もりが重要となる。債務弁済の確実性を評価するという目的から、分析では収益性の高低よりも安定性に重きを置く。

(2) 投資パフォーマンス・ポートフォリオ特性

ポートフォリオ分析ではまず、投資対象を取り巻くマーケット環境、過去のトラックレコード、資産としての質、ポートフォリオの分散状況などを確認する。そのうえで期待収益率と変動性（標準偏差）、相関を見積もるが、貸付金や債券を投資対象とする投資ファンドの場合には、個々の投資対象に対するデフォルト率とデフォルト時の回収率を見積もる。それらの見積もりに基づき、JCRが格付水準ごとに定めた発生確率に応じて投資パフォーマンスを算出することによって債務弁済に関する耐性を評価する。この過程において確認するポイントは次のとおりである。

① マーケット環境

ポートフォリオのリスクの有無や所在を把握するため、主として投資対象の資産タイプに応じて次の事項を確認する。

- ・ 投資パフォーマンスに関連する指標や指数
- ・ マーケットにおける需給の状況
- ・ マーケット関係者の動向、投資家のスタンス
- ・ 金融政策の動向
- ・ 法律や税制（改正の動きも含む）
- ・ 為替に関する見通し（投資対象が調達した通貨と異なる通貨の場合）

② 過去のトラックレコード

投資対象またはそれに類似する資産に関し、価格推移などの過去のトラックレコードを確認する。これにより、平常時における平均的な収益水準や変動性のほか、景気後退局面やリーマンショックのようなイベント発生時におけるパフォーマンスの傾向を把握する。

③ 資産の質

資産の質の分析では、ポートフォリオに組み入れられる資産等が投資対象となる資産タイプの中でもどのような優位性を持っているか、あるいは、どのようなリスク・リターンの特徴を有するかを把握する。例えば、不動産では、立地上の優位性や建物のスペックによってストレス局面での流動性に違いが生じることがある。またベンチャー企業へのエクイティ投資においても、創業期のシードから、IPO を控えたレイターといったステージによってリスクとリターンに大きな差があるものと考えられる。

④ ポートフォリオの分散

ポートフォリオの分散の分析では、投資件数の多寡、資産タイプや所在エリア、業種などのばらつき、特定の投資先への集中度を確認する。一般に、投資額の規模が大きいほど分散度は高い傾向にあることに加えて、資金調達やファンド運営にかかるコスト負担力も高い傾向にある。この点から、規模が大きい投資ファンドについては収益性やポートフォリオの安定性に関しポジティブに評価できるケースが多いであろう。

⑤ デフォルト率と回収率

投資対象となる資産が貸付金や債券の場合、ポートフォリオの評価においては CDO の格付方法を援用することとなる。具体的には、ファンドが想定するモデルポートフォリオの債務者について、JCR の格付が既に付与されている場合、当該債務者に付与されている長期発行体格付を参照し、格付に対応したデフォルト率を割り当てる。一方で JCR の格付が付与されていない場合は、原則として、当該債務者の業界担当アナリストによるシャドーレーティングにより、想定されるデフォルト率を決定する。なお、シャドーレーティング以外にも、JCR デフォルト率推定モデル、他社格付とのマッピング、オリジネーター保有の内部格付・推定デフォルト率、外部スコアリングモデルにより導出されるデフォルト率などの利用の方法を採用する場合もある。

債務者がデフォルトした際の回収率については、同種の投資対象にかかる回収実績や担保の設定状況、他社格付における見積もり、オリジネーターによるスコアリングモデルなどによって見積もりが可能な場合もある。

(3) 処分価値

ポートフォリオ分析において用いる投資対象の処分価値は、投資対象の売買市場での流動性に大きく左右されるが、ときに時間的制約がある中で処分を余儀なくされる状況も想定して評価する。非上場株式や不動産、船舶、航空機など、売買市場を通じてタイムリーかつ客観的に示される価格を見出

しにくい資産タイプでは専門家による評価を適宜参照することになるが、一定の不確実性が含まれている可能性に留意して保守的な評価を行うことがある。

(4) ストレステスト

ポートフォリオ分析では、過去の平均的な収益率や変動性、相関等をベースにしたリスクの把握に加えて、マーケット環境の悪化を想定したストレスシナリオによる感応度分析を行い、これにより債務弁済に対するポートフォリオの価値や財務状態の耐性を確認する。

ストレス状況を勘案した分析は、ファンドの投資期間を投資初期、投資実行期、投資回収期といったステージに分けて行うこともある。投資初期と投資回収期ではポートフォリオの規模が相対的に小さく、分散が十分に確保されないことがあるためである。

4. 財務分析

(1) 考え方

投資ファンドの投資パフォーマンスの変動性は概して大きい。財務分析では、投資ファンドが投資パフォーマンスの変動に対する耐性を適切に有し債務弁済の原資を確実に確保できるかどうかを評価する。負債調達によってレバレッジが高まると、投資パフォーマンスの変動に伴うリスクが増幅されるため、分析ではレバレッジの度合いとそのコントロールが重要な評価ポイントとなる。また、債務弁済の確実性という観点から、弁済期日に資金が十分に手当てされるような資金流動性にかかる財務運営上の仕組みの有無・強度も重要な評価ポイントとなる。

(2) レバレッジ

レバレッジの分析では、資産と負債の比率である LTV (Loan to Value) や超過担保比率などを財務の安定性を図る指標として用いる。投資ファンドによっては、一定の LTV 水準等をトリガーとして、その水準に抵触している場合にはエクイティ投資家への配当停止やキャッシュスイープによる債務の強制弁済、担保処分などの措置をとることが財務運営ルールで定められている。そのような場合には、基本的には当該トリガー水準を目安に投資ファンドの運営が行われるとの前提を置き分析を行う。それぞれの投資ファンドが備えるべき LTV 水準は、投資パフォーマンスの変動性の高低によりまちまちである。LTV 水準の適切性は、投資対象の資産タイプや質、ポートフォリオの分散状況なども踏まえて判断する。

(3) 資金流動性

資金流動性の分析では、債務弁済やファンド運営費用等の支出に備えた現金準備金や、DSCR など元利金支払いの余裕度を測る指標による財務制限条項、債務弁済にかかるマチュリティアダプターの平準化など、流動性を確保する財務上の仕組みや運営方針に着目する。融資枠（コミットメントライン）の設定も含め金融機関との良好な取引関係と強固なレンダーフォーメーションなどを有し金融機関からの財務支援が期待できる場合、またエクイティ投資家に対する追加のキャピタルコールを強い拘束力

をもって流動性補完に充当できる場合には、レンダーや流動性提供者の財務的信用力が重要な評価ポイントとなることもある。ただし、平常時では関係者の分散が働いていると評価される資金調達構造であっても、リーマンショックのような市場の大きな変動が起きた場合には、急速に関係者の相関が高まる可能性がある。このため、ポートフォリオの急速な悪化と時期を同じくしてレンダーや流動性補完の提供者も財務悪化に陥ってしまうような事態を念頭に置いて分析を行う。

5. ファンド運営能力

(1) 考え方

ファンド運営能力の分析では、投資ファンドのアセットマネージャー（AM）のファンド運営における目利き能力・管理能力、財務運営、ガバナンスなどの各分野の能力を評価する。その際は、AMのファンド運営実績やAMのスポンサーの関連ビジネスにおける実績がベースになる。

(2) 目利き能力・管理能力

ポートフォリオを構築する上で、とりわけ、ベンチャー企業などの未上場株式や不動産など個別性が強い上に客観的な評価が難しいアセットタイプの場合には、業界におけるネットワークやポジション、投資の目利きなどが求められる。また投資実行後においても、例えば、業績が不芳な出資先企業に対するステップインやサポート、不動産価値を維持するためのプロパティマネジメント、ヘッジファンドで行われるようなリスクヘッジ取引などが適切に運用されるかどうか投資パフォーマンスを大きく左右することも想定される。

(3) 財務運営

財務的安定性に関しては、レバレッジや流動性などに関する財務コベナントのみならず、一定の保守性をもった規律ある財務運営がなされるかどうか、またレンダーやエクイティ投資家との良好な関係を元に想定通りに資金調達を実現し続けることができるかどうか、その遂行能力に対する評価が重要となるため、AMの運用実績については格付上の重要な要素となる。

(4) ガバナンス

投資期間中にわたってファンド運営の安定性が維持されるためには、AMにおいてガバナンス体制が整備されていることや十分な知識と経験を有する人員が確保されていることが必要である。特定の人物に過度に依存していないかを含めた投資に係る意思決定のプロセスや投資リスクの管理、コンプライアンス、関係者との利益相反に関する独立した委員会の設置など、一定の規律と透明性が確保された運営体制が確保されていることが望ましい。

(5) スポンサーサポート

投資ファンドの運営がAMのスポンサーのビジネスに密接に関わる場合には、スポンサーが有するネットワークやレピュテーションを活かして、投資ファンドに対する投資機会の提供、デットもしくはエクイティでの財務的支援、AMへの人材派遣などのサポートの強度を評価する。AMとしての実績

が不十分であっても、スポンサーの関連ビジネスにおける実績やスポンサーサポートへの期待を評価に反映できるケースも想定されるが、他方では、利益相反の管理体制についても留意が必要である。

6. その他の評価項目

(1) 情報入手の可能性

J-REIT や上場インフラファンドなどの公募ファンドでは、一般に情報開示レベルが高く、投資パフォーマンスやファンド運営にかかる透明性が確保されていることを前提に評価することが可能である。一方、未上場株式など公開情報が乏しい資産を投資対象とする場合やファンド運営に関する過去の実績を含む情報開示が乏しい私募ファンドでは、AMをはじめとする関係者から客観的で信頼性のある情報を十分に得られることが評価の前提となり、そのような情報提供も十分に得られない場合には格付を付与できないこともある。

(2) スキーム関係者

投資ファンドに対する評価にあたっては、ポートフォリオの状況や財務状態のみならず、エクイティ投資家も含めたスキーム関係者の信用や実績、業界におけるポジションも重要な評価ポイントとなる場合もあり、適宜格付上の判断に織り込まれる。

例えば、エクイティ投資家やレンダーが投資ファンドへの参画を意思決定する際、投資方針や運用手法に対する期待のみならず、AM やスポンサーの信用や実績も重要な判断要素となることが一般的であろう。そのため、業界における信用を毀損しないよう、目標とする投資成果の実現に向けて AM のみならずスポンサーも投資ファンドに一定程度関与していくことが期待される。

エクイティ投資家やレンダーにとっても、業界におけるネットワークや信用がなければ、有望な投資ファンドには参画できないことも少なくない。このような事情を踏まえると、例えば、投資パフォーマンスが芳しくない状況下でも当初のコミットメント通りに出資を実行する、あるいは財務支援を継続するといった財務的安定性にかかわる期待もその信用や実績をベースに評価できることもある。

7. 総合評価

投資ファンドに対する格付は、先述のとおり、ポートフォリオ分析、財務分析、およびファンド運営能力の評価を主要な要素とし、これに入手可能情報や関係者の評価などの補完的な要素を踏まえて総合的に判断するが、投資ファンドの形態は様々であることから、各要素の比重は形態により異なってくる。

例えば、上場株式や公社債などマーケットとの相関が高く、客観的な取引価格を参照できる資産を投資対象とする場合や、多数の同質な債務者プールに関するヒストリカルデータを元に大数プールアプローチによるリスク評価が可能である場合、個々のローン債権に関するデフォルト率や回収率を元にポートフォリオ全体の想定損失額を算出する CDO アプローチが可能である場合などでは、確率・統計的アプローチによる定量的なポートフォリオ分析と財務分析を重視する度合いが高まる。

他方、投資先の個別性が強いプライベートエクイティファンドや特定の専門性の高い資産（船舶・航空機・インフラ資産等）への投資を行うファンドでは、AMの能力によって投資成果に大きな差が生じることもあり、一般的な定量分析によって適切にリスク評価を行うことは難しいケースも想定される。このような場合に、関係者からコミットされた財務的サポートや過去の実績と信用に基づくAMのファンド運営能力に対する評価を重視する度合いが高まる。

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