

事業の証券化

1. 事業証券化の概要

事業の証券化とは、「資産」(売掛債権、リース料債権等々)ではなく、「事業」そのものから生み出されるキャッシュフロー(或いは、そのキャッシュフローの中に資産売却等から生み出されるキャッシュフローを含めることもある)を引き当てとしたファイナンス手法である。

担保付コーポレートファイナンスと資産の証券化の両方の特徴を有したハイブリッドな性格を有し、裏付けとなる資産は、債務償還期限内における当該事業から生み出されると予想されるキャッシュフローの総和、担保の対象とされる事業会社の株式、主要資産(生産設備、販売設備等)となる。

対象となりやすい事業は、以下の特徴を備えるケースが多くなっている。

- ①キャッシュフローや収益の水準が高い。
- ②参入障壁、シェアが高い等の理由で事業並びにキャッシュフローの安定性が見通しやすい。
- ③事業運営者を第三者に交代させることが不可能ではない。
- ④債権者側のコントロール行使のタイミング、モニタリングの実効性を損なわないように、変化のスピードが比較的緩やかな事業。

2. 一般的なスキーム

証券化の対象である当該事業からのキャッシュフロー(将来の資産の売却も含めた予想可能なキャッシュフロー)に基づいて債務(債券、ローン等)の弁済が確保されるように次のような手立てを施している。

- ①スポンサー企業から当該事業を分離し、スポンサー企業の法的倒産手続きに巻き込まれにくいように倒産隔離措置を講じる。
- ②事業会社(Opco)においても、それ自身に法的倒産手続きがなされにくいように、また、債権者側にとって予期せぬ事業リスクを負うことが無いように事業目的、合併や分社化などの組織変更などにつき制限を加えて事業会社自体が一種のSPC(当該事業に特化した特別目的会社)に近い性格となるような措置を講じる。
- ③資金調達のためのビークル(SPC、信託など)が設けられ、ここにおいても倒産隔離措置、キャッシュフロー混同を防止する措置が設けられる。
- ④事業からのキャッシュフローが当初の想定と近い形で安定的にあがるようなインセンティブ、ペナルティを盛り込んだ取り決めを手当てされる。
- ⑤想定を下回る業績に陥った場合を考え、当該事業の継続性を確保するために事業を継続できるような仕組み、後継者の選定を手当てする。
- ⑥一時的な資金繰りやリファイナンスリスクで事業の継続性が損なわれないように、流動性補完措置や

市場リスク（金利、為替等）のヘッジを講じる。

3. 格付のポイント

(1) 格付分析のフレームワークは、

- ① 当該事業の分析
- ② 法務と経済合理性の観点から見た仕組み全体の頑健性の分析
- ③ 事業からのキャッシュフローの分析
- ④ 案件固有の問題点と対策に関する分析
- ⑤ 資産売却が将来のキャッシュフローに予定されている場合はその評価と実現可能性の分析から構成されます。①においては、事業の動向、特徴、業界構造、競争といった外的要因と、当該事業のポジショニング、競争力、売上やチャンネルの構成、経営能力、事業計画、資産価値やレバレッジといった内的要因についてそれぞれ詳細に分析を行う。

(2) SPC 等の倒産隔離措置、元々のスポンサーからの法的隔離といった証券化で留意される事項に加えて、次のようなリスクを想定し、債務償還への影響の分析を行う。

- ① 事業から生まれるキャッシュフローの低下リスクとこれに備えた手当て
- ② 参入障壁が低下するリスク、並びに、競合によるマージン低下のリスク
- ③ 当初の事業運営者やスポンサーに事業の継続性が依存していて影響を受けるリスク。

(3) 日本では、英国の浮動担保（フローティングチャージ）のような制度がない、会社更生手続においては担保権の行使が制限されたり、管財人による契約の解除リスク等が想定され、法的に完全な倒産隔離措置を講ずることは困難とされています。したがって、債権者の制限等の種々の方策によって倒産申し立てや会社更生手続に持ち込まれる可能性はあってもその蓋然性をなるべく小さくしようという手だてがとられ、法的な側面と経済合理性の側面をあわせて仕組みの頑健性をみていく必要がある。

(4) 前述のような、事業リスクを内在させている特徴に鑑み、事業の推移を定期的にモニタリングしたり、業績が低迷する場合には状況に応じて段階的に改善策を講じさせ、その進捗をモニタリングしていく必要性が、通常の資産の証券化に比較して高くなる。

4. 主な必要資料

- (1) 事業会社、当該事業に関する資料（産業動向、事業計画、財務諸表等）
- (2) オリジネーター（スポンサー）に関する資料（財務諸表等）
- (3) スキームに関する資料（タムシート、法律意見書、税務意見書等）

参考レポート 「事業の証券化と動産・債権譲渡特例法」



以上