

## 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。

一般に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当てを施している。

- 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、ペナルティーを盛り込んだ取り決めが手当てされる。
- 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る。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ため、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る。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場合が多いと考えられる。

### 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（タームシート、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

◆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