



格付け対象商品（資産）の概要と格付けのポイント

（最終更新日：2007年3月29日）

証券化商品の分析・評価の手法については、「格付けプロセス」において金銭債権と不動産に分け概説していますが、証券化対象となる資産によって、また、格付けの対象とされる発行形態によって、格付けのポイントが多少異なります。したがって、各種類ごとにその「概要と特徴」および「格付けのポイント」について概説するとともに、格付け上提出を依頼している主な「必要資料」や「過去公表案件のリリース」、「関連用語」などを参考までに参照できるようにしました。

格付けのポイントについては、証券化商品全般に共通する重要なポイントである真正譲渡や倒産隔離の確保については満たされていることを前提に、その他のポイントを中心に概説しています。

[リース料債権](#)

[割賦債権・カードショッピングクレジット債権](#)

[住宅ローン債権](#)

[消費者ローン債権](#)

[CLO](#)

[シンセティックCDO](#)

[ABCPプログラム](#)

[診療報酬債権](#)

[売掛債権（手形債権/売掛金）](#)

[リパッケージ債](#)

[不動産](#)

[開発型不動産](#)

[事業の証券化](#)

リース料債権

1. 対象資産の概要

リース料債権とは、リース会社が顧客と締結したリース契約により発生した債権です。小口多数債権プール型の証券化商品の中で最もポピュラーな対象資産であり、件数・金額とも数多くの実績があります。リース資産を証券化している訳ではないので、リース料債権の証券化自体には会計上オフバランス効果はありませんが、主に資金調達手段の多様化を目的として多くのオリジネーター（リース会社）によって実行されています。

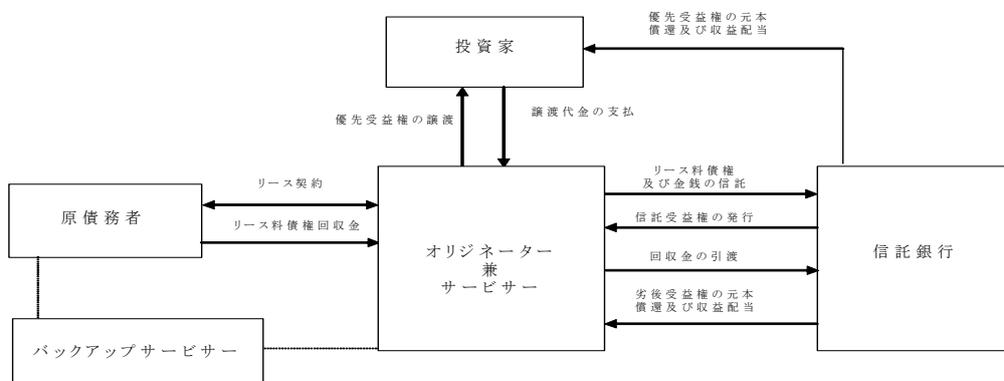
なお現状リース料債権の中でも証券化の対象とされているのは、リース料が投下資本のほぼ全額が回収されるよう設定されており、かつ中途解約が禁止されているなどの要件を満たすファイナンスリース契約に基づくものに限られています。

2. 一般的なスキーム

国内の投資家層が増え、ポピュラーな資産ということもあって、近年は信託受益権の形態で発行される場合が多くなっています。スキームの流れは以下のとおりです。

- (1) オリジネーターが原債務者に対して有するリース料債権を信託銀行に信託します。当該信託に際して、オリジネーターは特例法登記によって第三者対抗要件を具備します。
- (2) 信託銀行からオリジネーターに対して、優先受益権・劣後受益権が発行され、そのうち優先受益権を投資家宛に販売します。優先受益権の投資家への譲渡に際し、確定日付のある信託銀行の異議なき承諾により債務者及び第三者対抗要件を具備します。
- (3) 証券化期間中、オリジネーターがサービスとして原債務者から支払われるリース料を信託銀行へ送金、当該金銭を原資として、費用・受益権配当の支払い、受益権元本の償還を行います。

リース料として毎月一定金額が原債務者から口座引落しによって支払われることから、証券化商品の償還方法も多くの場合コントロールド・アモチゼーションとなっています。ただし、パフォーマンスの悪化やサービス（オリジネーター）の信用不安事由の発生をトリガーとしてパススルーによる早期償還に移行されます。



3. 格付けのポイント

格付けは、優先受益権に対して、「期日通りの受益権配当全額の支払いと、信託終了日までの受益権元本の全額償還の確実性」に対して付与されます。したがって、早期償還が行われるワーストケースを想定し、検証します。

(1)原債務者の信用悪化リスク

1 債務者グループの上限金額を設定し、300社以上の原債務者プールにて組成されるケースが一般的で、その場合、原債務者のデフォルトにより発生すると想定されるリスクは、母体プールのヒストリカルデータを参照し計算します。(小口多数アプローチ)

ヒストリカルデータより、貸倒率、延滞率などの推移を確認し、分析を行うにあたって採用すべきベースケースを求めます。各パラメータとも、ヒストリカルデータの平均値を基本として、過去からのトレンドや異常値の確認、またオリジネーターに対するヒアリングにより、必要に応じ証券化対象債権プールのパフォーマンスにより近い水準に修正します。

次にストレステストにより、期中予想されるキャッシュフローに対し一定のストレスをかけた貸倒・延滞などを発生させた上で、目標格付けを取得するのに必要な劣後水準を求めます。

ストレス倍率は原債務者属性・目標格付けに応じて以下の倍率を基本として、ヒストリカルデータ・属性データを確認した上で対象債権プールが母体債権プールより信用力の面で劣ると判断される場合などには、追加的にストレスをかけます。

	法人
AAA	5倍～
AA	4倍～
A	3倍～

リース料債権の場合、前述のとおり譲渡債権の切り出し時には1債務者あたりの上限金額割合を設定し小口分散が図られています。償還が進むに従って原債務者数が減少し上位を占める原債務者の信用力の影響が高まる可能性があります。こうした分散度合いや属性の変化も検証することが必要となります。

(2)コミングリングリスク

一般的にサービサーがデフォルトした場合回収不能となると想定される最も大きい金額を必要劣後受益権金額に加えることで対応します。回収金が混蔵する期間については、格付け対象となる証券化商品の回収金送金スケジュールに応じて算出されます。

4. 必要資料

(1)オリジネーターおよび外部信用補完者全般に関する資料 (JCRにて格付けを取得されていない場合)

- (a) 会社案内、対象商品パンフレット
- (b) 有価証券報告書または営業報告書などの財務資料（過去3年間）
- (c) 組織図、役員略歴、販売・営業の体制
- (d) 経営計画
- (e) 主要な関連会社とその業容
- (f) 金融機関別の借入金残高明細（できれば過去3～5年程度）

(2) オリジネーターのリース業務に関する資料～契約・与信関係

- (a) リース契約書雛形
- (b) 与信部門の組織、担当
- (c) 与信基準
- (d) 新規顧客の与信承認方針、手続
- (e) 管理システム及びそのバックアップ
- (f) 部門別（支店別）の残高、契約高、運用利回り（できれば過去3～5年間程度）

(3) オリジネーターのリース業務に関する資料～請求・延滞関係

- (a) 支払請求及び支払催告の方法
- (b) 支払管理の方法（システム対応、帳票類）
- (c) 延滞債権、貸倒債権の分類
- (d) 延滞の督促・取立て手続き、管理体制
- (e) 取立金の受入れ方法、データ処理
- (f) 延滞・貸倒に関する引当、償却方針

(4) 母体債権に関するデータ

- (a) 母体債権の月次ヒストリカルデータ（金額・件数：貸倒、延滞、中途解約等含む）
（過去3年～5年分）
- (b) スタティックヒストリカルデータ（金額・件数：貸倒、延滞、中途解約等含む）
- (c) 当初支払期間別構成
- (d) 残存期間別構成
- (e) 金額別構成
- (f) 金利別構成
- (g) リース料の支払方法別構成（口座振替・振り込みなど）
- (h) 債務者の資本金別構成、法人・個人の比率構成
- (i) 債務者の与信基準別構成
- (j) 地域別（また支店別などの）構成

(5) 譲渡対象債権に関するデータ

(a) 抽出に関するシステム・要件

(b) 譲渡対象債権の属性データ

- ① 当初支払期間別構成
- ② 残存期間別構成
- ③ 金額別構成
- ④ 金利別構成
- ⑤ リース料の支払方法別構成（口座振替・振り込みなど）
- ⑥ 債務者の資本金別構成、法人・個人の比率構成
- ⑦ 債務者の与信基準別構成
- ⑧ 地域別（また支店別などの）構成

(c) 譲渡対象債権の個別データ（契約毎及び債務者毎）

- ① 当初契約額
- ② 残存支払回数
- ③ 1回あたりの支払額
- ④ 最終支払月
- ⑤ 当初支払期間約定金利

5. 主な公表案件

第1回三井住友銀オートリース リース料債権信託優先受益権（2003.12.1）

CLS トラスト A/03（2004.3.15）

北海道リース・第2回リース料債権・割賦販売代金債権優先受益権（2005.3.18）

6. 参考

- | | |
|-------|--|
| レポート | 「特定債権法を利用したリース債権流動化」
「シングル・クレジット型リース料債権の流動化」 |
| Q & A | 「証券化における信託借入について」
「証券化におけるコンフォートレター」
「証券化におけるオリジネーターリスク」
「証券化商品におけるトリガーについて」
「金銭債権 ABS における劣後比率とは」 |

7. 関連用語

信託受益権、オリジネーター、債権譲渡特例法、サービサー、母体債権、パススルー、トリガー、ヒストリカルデータ、コミングリングリスク、信用補完

割賦債権・カードショッピングクレジット債権

1. 対象資産の概要

割賦販売法で定義される割賦販売、個品割賦購入あっせん、総合割賦購入あっせんは、個人向け小口多数債権としてリース料債権と並び頻繁に証券化の対象となっています。ここで、割賦販売とは、2ヶ月以上の期間にわたり、3回以上の分割払いで商品または役務を提供することを指します。割賦購入あっせんは、ショッピングクレジットとも呼ばれ、消費者が商品の購入や役務の提供を受ける際に、消費者に代わり販売店に代金を立替払いすることを指し、消費者がクレジットカードを用いた場合を「総合割賦購入あっせん」、カードを利用せず個別に割賦契約を行う場合を「個品割賦購入あっせん」といいます。総合割賦購入あっせん」の支払方法には、利用代金とは直接関係なく、あらかじめ決めた額を毎月支払っていくリボルビング払い、通常の分割払い、一括払いなどがありますが、主に証券化の対象とされるのはリボルビング払いや分割払いです。

2. 一般的なスキーム

証券化の対象資産として広くマーケットに浸透しており、近年、信託受益権の形態で発行される案件が増加しています。特に、原資産の償還期間が比較的短い場合には、スキーム上、追加債権譲渡（リボルビング）期間が設定されます。

3. 格付けのポイント

(1)原債務者の信用悪化リスク

証券化の対象にされる資産の中でも、その性質上一般的に小口多数分散が図られています。原債務者の貸倒れにより発生すると想定されるロス金額は優先劣後構造にて手当てされます。期中想定される貸倒総額は、母体プールのヒストリカルデータを参照し計算します。

個人向け小口多数金銭債権プールの場合、目標格付け AAA 格のストレス倍率は最低 3 倍を基本として、ヒストリカルデータ・属性データ・加盟店の状況を観察した上で対象債権プールが母体債権プールより信用力の面で劣ると判断される場合や貸倒率の悪化が予測される場合などには、追加的にストレスをかけることとなります。

(2)コミングリングリスク

一般的に、サービサーがデフォルトした場合、回収不能となると想定される最も大きい金額を必要劣後受益権金額や必要最低セラー受益権金額として設定することで対応します。割賦債権の場合はボーナス併用など毎月定額でない債権も含まれますので対象債権の予定キャッシュフローを確認し、格付け対象となる証券化商品の回収金送金スケジュールに応じて必要金額を設定します。

(3)加盟店リスク

ショッピングクレジット債権には割賦販売法が適用されることから、抗弁の接続が発生する可能性があります。したがって、オリジネーターが加盟店契約を締結した販売店によって販売された商品に瑕疵が存在したり、商品が引き渡されない場合に、当該事実をもって原債務者が債権にかかる支払いを行わない可能性があります。

こうしたリスクを軽減するために、対象債権プールに占める同一加盟店の比率が一定以下に抑えられているなど、加盟店分散が図られていることが必要です。また、対象債権プールの適格要件にシーズニングを組み込むことも、これらのリスクを軽減させる効果があります。その上で、加盟店リスクがどの程度プールの信用リスクに影響するか、オリジネーターの加盟店審査、大口加盟店の信用力などを検証し、必要があれば劣後水準に反映させることになります。

4. 必要資料

(1)オリジネーターに関する資料

詳細は「リース料債権 必要資料」参照

(2)割賦債権/クレジット債権の定性的資料

- (a)商品概要
- (b)与信基準・フロー
- (c)貸倒処理・回収フロー
- (d)支払請求・会計システム関連
- (e)割賦販売契約ひな形・クレジットカード約款
- (f)譲渡債権抽出に関するシステム・要件

(3)割賦債権/クレジット債権の定量的データ

- (a)母体債権のヒストリカルデータ
- (b)母体債権・譲渡債権の属性データ
 - ① 年齢別（10歳刻み）
 - ② 年収別（100万円刻み）
 - ③ 職業別、職種別
 - ④ 地域別（都道府県）
 - ⑤ 加盟店別

5. 主な公表案件

クオーク・マスタートラスト特定目的会社シニア/メザニン（2002.2.1）

ジェーシービー・ファンディング・R-1 特定目的会社（2004.1.19）

6. 参考

- Q&A 「クレジット債権の証券化」
「個人情報保護法と証券化」
「証券化におけるオリジネーターリスク」
「証券化商品におけるトリガーについて」
「金銭債権 ABS における劣後比率とは」

7. 関連用語

信託受益権、オリジネーター、コミングリングリスク、ヒストリカルデータ、サービサー、パススルー、トリガー、シーズニング

住宅ローン債権

1. 対象資産の概要

住宅ローン債権を担保に発行された証券化商品は、RMBS（Residential Mortgage-Backed Securities）と呼ばれます。住宅ローン債権は、原債務者の居住用不動産を担保に供していることから、一般に原債務者の返済意思は高く、ショッピングクレジットやキャッシングに比べ貸倒率が比較的低い債権といえます。原債権の償還期間は20～30年の長期におよび、また金利変動などによって期限前弁済が発生しやすい特徴を持ちます。日本国内では、住宅金融公庫や銀行・生命保険会社・ノンバンクなどが主要なオリジネーターとなっています。

2. 一般的なスキーム

民間金融機関によるRMBSは、住宅ローン債権を信託銀行に信託し、次に信託受益権をSPCに譲渡、SPCは譲渡された信託受益権を裏付けとして社債を投資家向けに発行するスキームが一般的です。RMBSは比較的金額が大きく、期間も長期となるため、投資家の需要に対応するため、社債はトランシェ分けされており、下位クラスが上位クラスを信用面で補完する優先劣後構造となっています。

3. 格付けのポイント

格付けは住宅ローン債権プールの信用力に基づいて付与されるもので、倒産隔離性などストラクチャー全体をチェックするとともに、当該債権プールの特性を分析のうえ想定されるさまざまなリスクに対して目標格付けに応じた必要劣後金額を算定します。一般に、RMBSの必要劣後は貸倒劣後、コミングル劣後、相殺劣後、金利逆鞘劣後などから構成されます。

(1)原債務者の信用悪化リスク

証券化期間中に想定される貸倒損失に備え、必要劣後が設定されます。貸倒率は返済比率（住宅ローン債務者の年収に対する年間返済額の比率）、LTV（Loan To Value：担保不動産の価格に対する住宅ローン残高の比率）、地域的集中度合い、経過年数などのプール属性に大幅に左右される傾向があり、属性ごとにヒストリカルデータの詳細な分析を行って算定します。また、原債権の質を左右するオリジネーターの審査・回収体制、バックアップサービサーの状況なども、RMBSの信用力に影響を与えるため、格付け評価のプロセスでチェックしています。その上で、延滞、期前弁済、劣後元本のアモチゼーション、ダイナミックリザーブなどの要因を絡み合わせた計算の結果、必要な貸倒劣後が決定されます。

また、最近の住宅ローン商品の特徴との関係では、特に借入後一定期間のみを低金利とする住宅ローン獲得競争が激しくなっており、借換に伴う期限前弁済の影響や、金利上昇時の返済負担増大あるいは最終回しわ寄せによる最終返済日における貸倒れ集中のリスクも考慮する必要があります。

(2) コミシングリングリスク

コミシングリングロスに備え、劣後が設定されます。原債権の返済がボーナス併用となっている場合が一般的で、回収期間における想定最大回収額を見積もった上で、コミングル期間に応じて算出します。

(3) 相殺リスク

住宅ローン債務者がオリジネーターである金融機関に対する反対債権（銀行であれば預金、生命保険会社であれば解約返戻金など）と当該ローン債務を相殺した場合に、債権プールが希薄化するリスクがあります。通常であれば相殺された債権はオリジネーターが相殺された金額と同額の現金を SPC に引き渡すなどの措置がとられますが、オリジネーター破綻時にはこのような措置が機能しなくなるため、債権プールの希薄化の可能性に基づき信用補完を講じる必要があります。

ペイオフの対象となる預金口座に対象金額以上の預金が家族名義を含めてどの程度保有されているかモニタリングし、必要金額を現金リザーブするなどの手当てが必要となります。

(4) 金利逆鞘リスク

近年の固定金利型住宅ローン商品は一定期間経過後固定金利・変動金利など金利体系を再選択できるものが多く、当該住宅ローン債権を裏付けに発行済みの RMBS との間に金利逆鞘が発生する可能性があります。住宅ローン債権と RMBS の金利体系や基準にこうしたミスマッチがある場合に発生しうるリスクに備え、劣後が設定されます。RMBS と住宅ローン債権の基準金利が同じあるいはスワップなどによりヘッジされている場合は、この劣後は必要ありません。

上記の必要劣後の算定においては、地震リスクなども RMBS の信用力に影響を与えることから、格付け評価のプロセスでチェックしています。そのほか必要劣後に影響を与える要因として、保証会社の保証や団体信用生命保険の効果があげられます。住宅ローンには保証会社による保証が付されているケースが多く、JCR では保証会社の信用力（格付け）が通常 RMBS の格付けのフロアになりうると考えています。一方、団体信用生命保険の受取人変更は原債務者の同意が必要であり、通常保険金はオリジネーターが受け取るため、オリジネーター破綻後に団体信用生命保険を付している効果を期待できないことから、JCR では団体信用生命保険の効果を格付け上考慮していません。さらに、抵当権実行による回収可能性も想定されますが、SPC が保証会社から抵当権を譲受して対抗要件を具備するなどの手当てがなされていても、それが実効的と認められない場合には、抵当権実行による回収可能性は原則考慮していません。

4. 必要資料

(1) オリジネーターに関する資料

詳細は「リース料債権 必要資料」参照

(2)住宅ローン債権の定性的資料

- (a)商品概要
- (b)与信基準・フロー
- (c)保証履行請求・貸倒処理・抵当権実行フロー
- (d)支払請求・会計システム関連
- (e)住宅ローン申込書類一式
- (f)住宅ローン契約・保証委託契約ひな形
- (g)譲渡債権抽出に関するシステム・要件
- (h)保証契約

(3)住宅ローン債権の定量的データ

- (a)母体債権のヒストリカルデータ
- (b)母体債権・譲渡債権の属性データ
 - ① 年齢別（10歳刻み）
 - ② 年収別（100万円刻み）
 - ③ 職業別、職種別
 - ④ 地域別（都道府県）
 - ⑤ DTI 別
 - ⑥ LTV 別
 - ⑦ 用途別
- (c)譲渡債権のローン・バイ・ローンデータ

5. 主な公表案件

トラスト・メゾン特定目的会社（2002. 7. 8）

6. 参考

- レポート 「RMBS の格付けの視点」
- Q & A 「住宅金融公庫の証券化支援事業について」

7. 関連用語

オリジネーター、信託受益権、トランシェ、LTV、コミングリングリスク、ヒストリカルデータ、ダイナミックリザーブ、アモチゼーション、ペイオフ、サービサー、母体債権、属性データ、信用補完、倒産隔離、SPC

消費者ローン債権

1. 対象資産の概要

消費者ローン債権（消費者金融会社の貸出債権）は典型的な小口分散債権であり、本来、証券化に最も適した資産といえます。大半の場合、貸出限度額の範囲内でいつでも借り入れたり返済したりすることができるリボルビング方式が採用されており、証券化スキームもこの特性に応じて組み立てられています。

なお、消費者ローン債権の格付けの考え方は、銀行系・流通系カード会社や信販会社が保有するカードキャッシング債権の証券化商品の格付けにも適用されます。

2. 一般的なスキーム

法的リスクの観点もあり、一般的に顧客に対して有する消費者ローン債権を信託銀行に信託し、優先受益権、劣後受益権、セラー受益権が設定されます。優先受益権が SPC に譲渡され、SPC は優先受益権を裏付けに社債を発行します。

劣後受益権とセラー受益権はオリジネーターが保有します。セラー受益権の目的は受託者に信託譲渡された消費者ローン債権の残高の変動を吸収する点にあり、信用補完としては機能しません。

オリジネーターはサービサーとして原債権の回収を代行し、回収金を受託者に引き渡します。SPC は受託者から交付される資金により社債の元利金の支払いを行います。

また、譲渡された債権プールは、通常の元本返済などにより減少しますが、追加債権譲渡期間中は、オリジネーターは新規の消費者ローン債権を追加信託し、債権プールの残高を一定の水準に保つ義務を負います。

早期償還事由が発生した場合、追加債権譲渡は終了しオリジネーターからの新たな債権譲受は停止されます。原債務者からの利息回収金も優先受益権の元本償還に充当することで、社債は加速的に償還されることになります。

3. 格付けのポイント

消費者ローン債権の証券化においては、信用補完水準をどのように算定するかという信用リスク上のポイントと、ストラクチャーを貸金業法上の規制とどのように調和させるかというリーガルリスク上のポイントがあります。

(1)原債務者の信用悪化リスク

原債務者の貸倒れにより発生すると想定されるロス金額は劣後受益権にて手当てします。期中想定される貸倒総額は、小口多数アプローチによりヒストリカルデータを参照し計算します。

ヒストリカルデータより、貸倒率、追加借入率、元本弁済率などの推移を確認し、分析を行うにあたって採用すべきベースケースを求めます。各パラメータとも、通常、ヒストリカルデータの平均値を基

本として、過去からのトレンドや異常値の確認、またオリジネーターに対するヒアリングにより、譲渡対象債権プールのパフォーマンスにより近い水準に修正します。

貸倒率・追加借入率・元本弁済率などに対し一定のストレスをかけた上で、目標格付けを取得するのに必要な劣後水準を求めます。証券化期間中の貸倒れは、劣後部分とエクセススプレッドにより吸収されることとなりますので、どの程度の貸出金利を証券化期間中に見込むかにより、必要信用補完水準(劣後比率)は異なってきます。

(2) コミシングリングリスク

オリジネーター破綻時に回収金がオリジネーターの資金と混同され回収できなくなるコミシングリングロスに備えるものであり、格付け対象となる証券化商品の回収金送金スケジュールに準じ、必要最低セラー受益権金額として設定します。

(3) リボルビング期間中の譲渡債権の劣化

消費者ローン債権の証券化では、期中の追加譲渡によりLE件数の多い原債務者が増加するリスクや、同一の原債務者でも時間とともにLE件数が増えていくリスク(オリジネーターによる追加貸出時の審査で判明)が存在します。こうしたリスクに対応するため、LE件数や延滞率などに応じたダイナミックリザーブがアレンジされます。これは、与信リスクに見合った貸倒引当金を積み立てることと同じ効果を持ちます。

さらに、一定以上に譲渡債権の貸倒率や延滞率が悪化したり、元本弁済率が低下したりした場合には、追加債権譲渡を停止し、社債の早期償還を図る仕組みが一般的です。

(4) リーガルリスク

消費者ローン債権については以下のように、消費者保護の観点からさまざまな規制が存在しており、証券化商品の組成においても、十分な検討が必要になります。

(a) 貸金業法上の通知義務

貸金業法第24条第2項は、貸金業者が貸付債権を第三者に譲渡する場合に、債務者に対していわゆる「17条書面」をもってその旨を通知することを求めています。しかし、リボルビング方式の場合、新たな貸出の都度その場で「17条書面」を交付するにはATMなどのシステムの大規模な改修が必要であり、一方、債務者の自宅や勤務先へ通知状を送付する方法も債務者のプライバシーを侵害する恐れがあり、同項を完全に実行することは多くの場合非常に困難です。

(b) グレーゾーン金利

貸金業法の「17条書面」・「18条書面」が債務者に交付され、かつ債務者が利息として任意に支払ったのであれば、利息制限法の上限金利(元本が10万円以上100万円未満の場合、年18%)を超える超過利息は有効な利息の弁済としてみなされません(貸金業法第43条)。仮にみなし弁済

が認められないといった事態が生じた場合、超過利息の返済義務が生じることによって、予定されているキャッシュフローが確保できなくなる可能性があります。

(参考)「17条書面の記載項目」

①貸金業者の名称・住所、②契約年月日、③貸付金額、④貸付金利、⑤返済方法、⑥返済期間・返済回数、⑦賠償額の予定その他

(参考)「18条書面の記載項目」

①貸金業者の名称・住所、②契約年月日、③貸付金額、④利息および元本の充当額、⑤受領年月日その他

4. 必要資料

(1) オリジネーターに関する資料

詳細は「リース料債権 必要資料」参照

(2) 消費者ローン債権の定性的資料

- (a) 商品概要
- (b) 与信基準・フロー
- (c) 貸倒処理・回収フロー
- (d) 支払請求・会計システム関連
- (e) 金銭消費貸借契約ひな形・クレジットカード約款
- (f) 譲渡債権抽出に関するシステム・要件

(3) 消費者ローン債権の定量的データ

- (a) 母体債権のヒストリカルデータ
- (b) 母体債権・譲渡債権の属性データ
 - ① 年齢別（10歳刻み）
 - ② 年収別（100万円刻み）
 - ③ 職業別、職種別
 - ④ 地域別（都道府県）
 - ⑤ LE件数別

5. 主な公表案件

オリエント・ファンディング・ツー特定目的会社（2003.5.26）

ベストカードキャッシング債権信託受益権 0307（2003.7.31）

6. 参考

レポート 「消費者金融債権証券化の格付けについて」

7. 関連用語

リボルビング、オリジネーター、コミングリングリスク、ヒストリカルデータ、エクセススプレッド、LE 件数、ダイナミックリザーブ、サービサー、母体債権、属性データ、信用補完、SPC

CLO

1. 対象商品の概要

CLO (Collateralized Loan Obligation) とは、複数のローンを束ねたプールを裏付けとした証券化商品です。また、複数の社債を束ねたプールを裏付けとした場合は CBO (Collateralized Bond Obligation) と呼ばれます。金融機関が自ら保有するローンを資産の圧縮を図ることを目的に証券化する事例もありますが、2001年3月に東京都が債券市場構想の一環として中小企業向け貸出債権を募集し証券化して以降、他の地方自治体や中小企業金融公庫など公的な機関が主導となる案件が増えてきていることは注目されます。

2. 一般的なスキーム

他の金銭債権と同様、信託受益権の形態などで証券化されます。既存の貸出債権の場合は、譲渡に関して特例法登記により第三者対抗要件のみが具備され、債務者対抗要件が留保されることが一般的です。これに対して、自治体 CLO のように CLO を発行することを目的として貸付を募集する場合（「募集型 CLO」と呼ばれることもあります。）には、債務者対抗要件が当初より具備されている場合が一般的です。

3. 格付けのポイント

(1) 原債務者の信用悪化リスク

原債務者のデフォルトにより元本償還原資が不足するリスクは、優先劣後構造で手当てします。

原債務者に格付けが付与されていれば個別の企業の格付けを用いてデフォルト率を判断します。格付けが付与されていない場合には、企業格付け担当者によりシャドー格付けを付与します。原債務者数が多い場合には、「個別企業デフォルト率推定モデル」や「JCREST」といった JCR の信用リスク推定モデルを活用したり、オリジネーターの審査時に付与された社内格付けや外部スコアなどとのマッピングの手法を使用したりすることにより、個別原債務者のデフォルト率を推定します。

上記を踏まえ各原債務者の信用力に応じたデフォルト率を対応させ、後述のストレスを付加した上でモンテカルロ・シミュレーションを行い、これにより作成されたリスク・カーブと CLO の目標格付けのデフォルト率とを対応させることで、必要劣後比率を算出します。

なお、格付け対象となる債権プールに属する原債務者数が多い場合には、リース料債権などの証券化に用いられる小口多数アプローチを分析に適用する場合があります（詳細は「リース料債権」参照）。

(参考) 「個別企業デフォルト率推定モデル」

倒産企業・債務超過企業をデフォルトサンプルとし、デフォルト企業と同種同等の正常企業を対応させて財務データの差異を判別分析により抽出し、デフォルト率に変換することによって作成されたモデル。銀行・ノンバンク・生損保などの金融および非製造業の一部（商社・鉄道・航

空運輸・電気業・都市ガスの各業種)を除いた上場・店頭公開企業の財務データを対象としており、企業が将来のある一定期間内に「倒産」に至る確率を推定するものです。

(参考)「JCREST」

「製造」「建設」「卸・小売・飲食業」の3業種に属する企業を対象とした中小企業信用リスク推定モデル。半正定値ロジットモデルを適用し、1年～3年以内の倒産確率を推定するものです。

(2)債務者属性集中リスク

原債務者の属性が集中することにより、証券化対象債権プール全体の信用力の低下が生じている可能性があります。JCRでは、主に以下の債務者属性に着目しており、集中度合いに応じて相応のストレスを付加することで対応しています。

- ・業種集中
- ・地域集中
- ・メインバンク集中

(3)期限前弁済リスク

原債務者による期限前弁済が行われた場合、当該弁済以降に原債務者より支払われるべき貸付債権利息が消滅し、証券化商品の利息支払原資が不足する可能性があります。これに対し、募集型CLOの場合には、金銭消費貸借契約に原則として期限前弁済を禁止する条項を設けて、当該リスクを最小限にとどめる手当てを行っています。

(4)相殺リスク

原債務者がオリジネーターである金融機関に対する反対債権(銀行であれば預金など)と当該貸付債権を相殺した場合に、債権プールが希薄化するリスクがあります。

当該リスクを防ぐため、特に募集型CLOの場合では、原債務者と締結する金銭消費貸借契約に相殺禁止文言を入れることで対応しています。

4. 必要資料

(1)オリジネーターに関する資料

詳細は「[リース料債権](#)」の必要資料参照

(2)原債権(個別)に関する資料

(a)原債権契約書(雛型)

(b)原債務者に関する情報

所在地、資本金、年商、業種、格付け、オリジネーター社内格付け(もしくはCRD、外部信用調査会社のスコアなど)、メインバンク

(3)原債権（全体）に関する資料

原債務者に関する属性データ（上記(2)(b)を一覧表にしたものをご提出ください）

所在地、資本金、年商、業種、（あれば）格付け、オリジネーター社内格付け（もしくは CRD、外部信用調査会社のスコアなど）、メインバンク、当初貸付実行額別

(4)その他

(a)業種区分表（原債務者の業種区分を行う際に参照した表・資料など）

(b)原債権募集に関する概要（審査条件、与信方針等）

(c)社内格付け（もしくは CRD、外部信用調査会社のスコアなど）別デフォルト率

5. 参考

レポート 「銀行貸出債権流動化の動向と格付け」

Q&A 「自治体の CLO・CBO について」

6. 関連用語

オリジネーター、コミングリングリスク、ヒストリカルデータ、サービサー、モンテカルロ・シミュレーション、属性データ

シンセティック CDO

1. 対象商品の概要

CDO (Collateralized Debt Obligation) とは、複数のローンや社債などを束ねたプールを裏付けとした証券化商品です。CDO には様々な種類がありますが、近年ではクレジットデフォルトスワップ (CDS) 契約を用いたシンセティック CDO の発行額が多くなっています。

ここでは、スタティックプール(期中に、当初の参照プールの入れ替わりがない)を参照とするシンセティック CDO を例に挙げて説明します。

2. 一般的なスキーム

SPC は社債を発行、投資家より発行代わり金を受領し、日本国債等の一定以上の信用力を有する投資商品に投資されます。同時に SPC は、CDS カウンターパーティーと CDS 契約、また、必要に応じスワップカウンターパーティーと金利スワップ契約等を締結します。

社債利息は CDS カウンターパーティーから支払われる CDS 契約のプレミアムとスワップカウンターパーティーから支払われる金銭から支払われます。元本償還は国債等の投資商品の償還金を原資としますが、CDS 契約に基づき、参照プールに規定以上の損害が生じた場合には、当該損失補填額を控除した残額が支払われることとなります。

3. 格付けのポイント

(1)参照プール内の資産信用悪化リスク

参照プールを構成する資産が一定数以上デフォルトした場合、CDS 契約に基づき、社債の償還原資である国債等の投資商品を売却して損失補填を行うこととなります。このような社債の元本毀損リスクを社債の格付けに応じた範囲まで縮減するために、必要な優先劣後構造が設定されます。

劣後割合は、参照プールを構成する個別裏付け資産に対してデフォルト率を決定し、モンテカルロ・シミュレーションで期中発生するデフォルト金額を計算することで求められます。

一般に、CLO の格付けにおいて、裏付け資産が事業会社の債務である場合には、参照プール内の債務者数に応じて異なるアプローチによりデフォルト率を決定して分析することとしています。(詳細は「CLO の証券化」参照。なお、裏付け資産が ABS 等の資産である場合には、商品内容を精査した上で、当該 ABS に付与された格付けを参照し、必要に応じノッチダウンのストレスや回収率を勘案した上で、デフォルト率・損失率を割り当てます。)

こうした前提のもと、シンセティック CDO の場合には、参照体の格付けに応じて、その格付けに対応する想定デフォルト率をベースに、銘柄の分散度によるデフォルト相関等の要素を勘案しつつ、目標格付けに必要なとされる劣後比率を求めるシミュレーションを行うこととなります。

なお、これに対して比較的少数 (5~10 銘柄程度) の参照体プールにおいて、n 番目のデフォルトリスクを負うトランシェ、という形で発行される債券 (Note) に格付けが付与される場合があります。

特に多い事例は、First to Default であり、端的には CDO のエクイティトランシェと同じく、参照プールのうち最初にデフォルトする損失を負うトランシェと言えます。

こうした First to Default 債券を含めた少数プールを参照する商品の格付けに関して、JCR では原則として個々の参照体間のデフォルト相関を勘案し、個別に決定していくものとしています。

なお、この場合でも、各参照体の格付けに強い影響を持つ法制度などの共通ファクターが存在する参照体のみから構成されるプールの場合には、プールのうち最も低い格付けの参照体の格付けで近似可能と判断するケースも例外的にあります。

(2)投資対象の信用悪化リスク

発行代わり金の投資先がデフォルトすることにより、社債の元本毀損ならびに CDS 契約により行う損失補填の原資が減少するリスクがあります。投資対象は発行される社債の信用力に影響を与えるため、信用力は少なくとも社債の信用力以上であることが望まれます。

(3)カウンターパーティーの信用悪化リスク

スキームに係わるカウンターパーティーがデフォルトすることにより、社債利息・元本の償還原資が不足するリスクがあります。したがって、スキーム内にスワップを使用する場合、スワップカウンターパーティーに対して一定以上の信用力が求められます。仮に証券化期間中基準を満たさなくなった場合には、一定期間以内に基準を満たす代替のカウンターパーティーとの交代が義務付けられている等の仕組上の手当てを予め行っておくことが必要となります。なお、CDS 契約に関しても、カウンターパーティーには一定の基準が設けられますが、プレミアムを前払いすることなどにより、必ずしも当該基準を満たさなくても可とする場合があります。

4. 必要資料

(1)CDS カウンターパーティー・スワップカウンターパーティー等関係当事者のシャドー格付けに必要な資料（格付けを取得されていない場合）

(2)証券化商品について

- (a)商品概要
- (b)関連契約書

(3)裏付け資産について

- (a)裏付け資産一覧
- (b)各裏付け資産概要・発行関連書類など

5. 参考

- レポート 「銀行貸出債権流動化の動向と格付け」
- Q&A 「ファースト・トゥ・デフォルト債券」

6. [関連用語](#)

モンテカルロ・シミュレーション

ABCP プログラム

1. 対象商品の概要

ABCP（アセット・バックド・コマーシャルペーパー）とは、金銭債権を中心とした資産を裏付けとして、SPC が CP を発行するものです。一般に、現状日本国内で発行されている ABCP プログラムの多くは、銀行などの金融機関が、その取引先が保有する金銭債権などの資産を買い取るために設立したものです。

2. 一般的なスキーム

金融機関がスポンサーとなって多数の取引先企業が資産売却人となる ABCP プログラムを、マルチセラー型と呼びます。これに対して、特定の企業が自らの保有する資産を譲渡するためだけに SPC を設立し、ABCP を発行するという「シングルセラー型」と呼ばれる形態もあります。

SPC による買取り対象として取り上げられている資産は、プログラムによって異なりますが、多岐に及んでいます。SPC の発行する ABCP がその買取りに係る資金調達手段であるため、短期の金融資産が中心となりますが、売掛債権、手形債権、リース料債権、診療報酬債権、住宅金融公庫融資の代理受領権などが例として挙げられ、信託受益権の形で SPC が購入する形態がとられることもあります。

SPC 自体の会社形態としては、他の証券化案件と同様にスポンサー及びセラーから倒産隔離された形で設立されます。一般的には、ケイマン法人またはその東京支店が発行体となる場合が多く見受けられますが、本邦における株式会社を発行体としている場合もあります。

現状、日本で発行されている ABCP に関しては、スポンサーによる 100%の信用補完及び流動性補完が付されている場合（フルサポート型とよびます）が主流を占めています。これは、一年以内のバックアップラインなどによる信用補完の提供については、現状では銀行の BIS 規制における自己資本比率計算上、リスクアセットに参入されないということによるものだといわれています。ただ、こうした信用補完の提供に関する考え方に関しては、新しい BIS 規制においては修正が行われる予定であり、今後は譲り受ける資産自体の信用力、または優先劣後構造などの仕組上の工夫によって、スポンサーによる信用補完を一定比率に限定（パーシャルサポート）または全く必要としない（ノンサポート） ABCP プログラムが増加してくる可能性があります。

3. 格付けのポイント

フルサポート型の ABCP の格付けについては、バックアップラインの出し手であるスポンサーの格付けに基本的に連動することとなります。格付け付与の際のポイントとしては、SPC 自体の倒産隔離性、及び ABCP の償還に必要な流動性補完、信用補完の提供がスムーズかつタイムリーに行われるような契約書上の取り決めなどを精査することが中心となります。

4. 必要資料

- (1) ABCP に係る商品説明書
- (2) SPC 設立に関する関連諸契約書
- (3) ABCP の流動性及び信用補完に関する契約書（バックアップライン契約など）

5. 主な公表案件

トリオ・アセット・ファンディング・コーポレーション（2003.1.9）

アリオン・ファンディング・コーポレーション（2003.3.20）

6. 参考

レポート

Q & A 「ABCP の日本銀行適格担保化について」

[7. 関連用語](#)

SPC、ケイマン法人、倒産隔離、信用補完、流動性補完、信託受益権

診療報酬債権

1. 対象資産の概要

診療報酬債権とは、医療法人が保険医療行為を行った際に、社会保険診療報酬支払基金および国民健康保険団体連合会（「基金等」と総称します）に対して生じる債権のことです。格付けを取得する診療報酬債権を裏付けとした証券化商品の信用力は、基金等の信用力に依存した形で仕組みが作られることが一般的です。しかし、基金等および保険者の審査の結果、証券化商品の償還原資となる診療報酬債権の入金が償還期日において一部遅延または減額されるリスクが存在するため、優先劣後構造に切り分けた上で証券化が行われます。

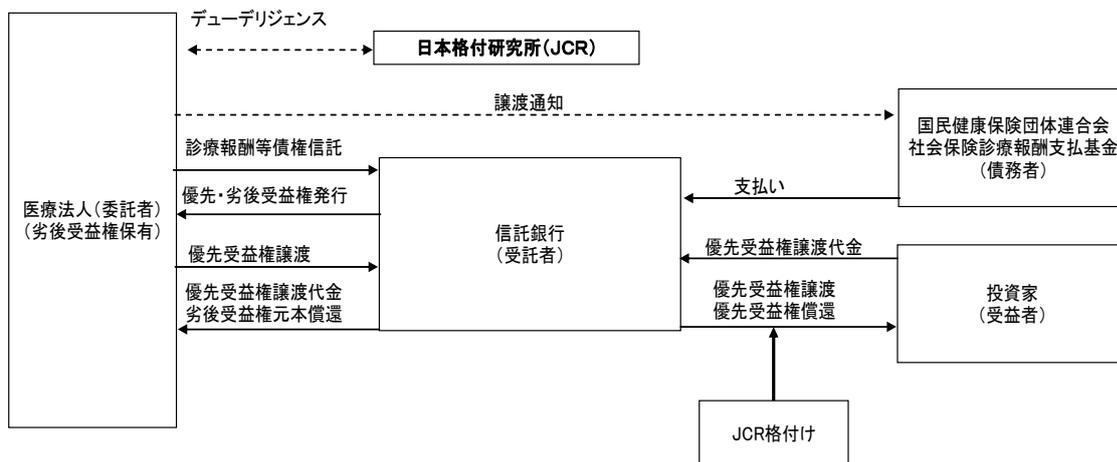
2. 一般的なスキーム

信託受益権の形態を例にとると、医療法人が保有する診療報酬債権を1年間にわたり信託銀行に譲渡します。その際、医療法人は基金等に対し今後1年間の将来債権譲渡について民法467条第2項に基づく確定日付のある証書による通知を行い、債務者および第三者対抗要件を具備します。

医療法人が毎月基金等への請求を行った都度、信託銀行は優先受益権を投資家へ販売します。

請求の翌月25日前後に、基金等が信託銀行に返戻分控除後の資金を直接支払いますので、信託銀行は投資家に対して優先受益権の元金を交付し、残金で劣後受益権を償還します。

《スキーム図(信託方式)》



3. 格付けのポイント

診療報酬は国民皆保険制度の根幹をなすもので、わが国の医療保険制度に基づき支払われるため、基

金等から診療報酬が支払われる確実性は J-1+格に相当すると判断されます。

一部遅延または減額されるリスクに対して、各月の請求額に対する未入金額の割合（ベースパラメーター）に関するヒストリカルデータに基づき、劣後部分を設定し手当てします。請求した診療報酬債権を減額させる要因としては、後述のように、返戻、減額などが考えられますが、ベースパラメーターは各種要因が全て織り込まれた実績として表示されています。また、ベースパラメーターは社会保険診療報酬支払基金と国民健康保険団体連合会を個別に算出します。

優先受益権の格付けを基金等の信用力と同等の J-1+格に収斂させるため、ベースパラメーターを基に、ストレス倍率を適用し信用補完水準を設定します。ストレス倍率は 3 倍を最低限の水準として、ヒストリカルデータのボラティリティ、証券化対象債権の分散度（病院数や各病院の金額割合）、請求件数、医療法人の事務能力、大口返戻の有無、その他デューデリジェンス・ミーティングで確認された事項などを勘案した上で最終的なストレス倍率を定めます。

<診療報酬債権のリスク>

(1) 不正請求などによる減額相殺リスク

オリジネーターである医療法人において水増し請求などの不正請求が行われ、基金等がその後発生する診療報酬支払いを減額相殺するリスクのことで、万一、当該医療法人が破綻し、不正請求金額がその後生じる診療報酬でカバーされず、かつ、医療法人にその支払いを行う資力がないような場合など、基金等が SPV に対し、民法第 704 条に基づく不当利得の返還請求を行う可能性もあります。これらのリスクを極小化するため、医療法人自体の財務状況と請求事務の正確性に関するデュー・デリジェンスが重要となります。

(2) 未入金リスク

未入金リスクとは、返戻、減点、審査の継続、保険者の過払い返還請求による診療報酬の相殺などにより優先受益権の償還原資となる診療報酬債権の入金が償還期日において一部遅延または減額されるリスクのことで、このリスクは、証券化商品を格付けに応じた優先劣後構造に切り分けることでカバーすることになります。

(a) 返戻

レセプト記載内容の事務的なミスや診療内容に見解の相違がある場合、基金等は訂正あるいは詳記を求めるために、医療法人にレセプトを返戻します。

(b) 減点

保険診療は健康保険法に定められる保険医療機関及び保険医療費担当規則に基づいて行われますが、保険診療の現場の医師の判断によってはやむを得ず規定された薬剤の量を超えた投薬が行われるなどの場合もあります。その際にはレセプトに規定を超えた理由をコメントしていますが、基金等の審査により減点となることがあります。

(c) 審査の継続

一部のレセプトに関しては請求月の翌月までに審査結果が出ない場合があります。

(d) 保険者の過払い金返還請求による診療報酬などの相殺

保険者は医療法人への支払いが完了したレセプトについても後日再審査請求を行うことが可能となっており、再審査により診療報酬などの支払減額が認められた場合は当該減額分について今月分の診療報酬支払いと相殺されます。

4. 必要資料

(1) オリジネーターに関する資料

(a) 財政状況および経営成績

- 直近3年分の決算報告書/借入残高一覧
- 納税証明書/社会保険料納付書

(b) 施設基準に関する資料

- 在院日数（入院基本料算定基準）
- 医師の充足状況
- 看護師の充足状況
- その他施設基準

(c) 医事課の体制に関する資料

- 医事課の人員/経験年数
- 研修体制/頻度
- 請求事務マニュアル
- 返戻・減点に対する原因分析と対応策

(2) ヒストリカルデータ（社保/国保/介護別）

(a) 直近3年分の月別請求・入金額データ（病院別・国保/社保/介護別）

(b) 大口返戻原因

5. 主な公表案件

財団法人竹田総合病院・診療報酬債権信託優先受益権（05-03）（2005.3.1）

6. 参考

- レポート 「診療・調剤報酬債権流動化の格付け」
- Q & A 「診療・調剤報酬債権の流動化について」

7. 関連用語

信託受益権、オリジネーター、ヒストリカルデータ、デュー・デリジェンス

売掛債権（手形債権/売掛金）

1. 対象資産の概要

企業は、保有する手形債権や売掛債権を証券化することにより、オフバランス化や資金調達手段の多様化などのメリットを享受できます。売掛債権を対象とする場合には、その性質上フローリスクやコミングリングリスクなどのリスクが排除しにくく、また譲渡禁止特約が付されているケースも少なくないため、証券化対象資産としてはやや難度が高く、企業の取引金融機関がスポンサーとなる ABCP や ABL プログラムを活用する形態が主体となっています。

一方手形債権の証券化は、オリジネーターが保有する手形を無担保裏書の形式で SPV などに譲渡することで抗弁の切断が実現できるため、売掛債権の証券化の場合には排除することが難しい上記のようなリスクからは遮断されることとなります。こうした理由から、格付けを付与した上での証券化の大部分は手形債権を証券化したものとなっています。

（なお、ABCP プログラムなどによる売掛債権の買取りの場合においても、コミングリングリスクなどを除外した原債権プールの信用力評価を格付会社などの第三者が行うケースが増加しているようです。）

2. 格付けのポイント

(1)原債務者の信用悪化リスク

個々の売掛先が倒産し、売掛債権が回収できなくなるリスクについては、売掛債権プールを裏付けとした証券化商品を優先劣後構造に切り分けることによりカバーします。必要な劣後水準については、後述のとおり、主として債権プールの分散度合いに焦点を置いた分析手法を用い算出しています。

(2)フローリスク

フローリスクとは、債権自体が存在しないリスクまたは債権が存在したとしても第三者に既に譲渡されているリスクのことです。手形債権の場合、手形自体を SPV などに無担保裏書して譲渡するためフローリスクが発生する可能性は低いと考えられますが、売掛債権の場合、一般に、債権の实在を証券化スキームにおいて第三者が確認することは困難であり、フローリスクは排除しにくいと考えられています。

(3)希薄化リスク

希薄化リスクとは、商品返品や値引きなどにより当初の債権金額が減少するリスクのことです。手形債権の証券化であれば、抗弁が切断されているため希薄化リスクは発生しません。

(4)相殺リスク

証券化対象債権と原債務者がオリジネーターに対して有する反対債権との間の相殺により、当初債権

が減額されるリスクのことで、手形債権の証券化であれば、上記と同様に相殺リスクは発生しません。

(5) コミシングリスク

手形債権の証券化であれば、無担保裏書による SPV への譲渡を前提としていますので、コミシングリスクは発生しません。(手形からの回収金は、手形を占有する取立銀行から直接 SPV の口座に支払われるように仕組みられます。)

3. 劣後比率の算出方法

(1) 多数分散型プールの場合

原債務者の数が約 300 以上の場合には、基本的にはヒストリカルデータを利用した大数プールアプローチを採用しています¹。すなわち、ヒストリカルデータをベースに、証券化プールで観測されると想定されるベースデフォルト率を算出し²、証券化期間による調整を行った上で、目標格付け毎に設定されているストレス倍率を基本に必要な劣後比率を算出します³。

大数プールアプローチを利用した場合であっても、上位集中度が高いプールの場合は上位債務者の信用力を個別に判断し、劣後を調整することがあります。

(2) 少数プールの場合

売掛債権を証券化する場合、総合商社などの大手企業を除き分散されている債権プールを組成することは容易ではなく、原債務者数が少ないケースや金額集中度の高いケースが多く見受けられます。この場合の分析手法としては、CLO アプローチを用いることになります。すなわち、まず原債務者毎の想定デフォルト率を算出し、この確率に基づきランダムに原債務者がデフォルトすると想定したモンテカルロ・シミュレーションを実行することにより債権プールのリスク・カーブを算出します。算出されたリスク・カーブをもとに、証券化商品の目標格付け毎に設定されたデフォルト率を充足する劣後金額を算出します(詳細は「CLO」参照)。

原債務者の想定デフォルト率は、JCR の格付け先であれば、格付けに対応したデフォルト率を当てはめ、格付けが付与されていなければ、他の格付け会社の格付けと JCR 格付けとのマッピングや JCR のデフォルト率算出モデル(大企業は JCR「個別企業デフォルト率推定モデル」、中小企業は「JCREST」)を利用し、デフォルト率を推定します。また、金融機関などの内部格付けや外部信用調査会社の評点などとのマッピングの手法により推定するケースもあります。なお、売掛債権や手形債権は期日が一定でない場合が多く、各債権の期間に応じたデフォルト率を想定することになります。

¹約 300 債務者以上であっても、①証券化期間中の債務者数が初期の段階で急激に減少するケース、②上位集中度が極めて高いケースなど、大数プールアプローチを利用することが不適当と判断するケースもあります。

²リースや割賦などの長期証券化案件では、ヒストリカルデータの長期平均値を利用し、母体プールと証券化プールの債務者構成の相違などを反映させてベースデフォルト率とすることが多いのですが、手形債権証券化の場合、証券化期間が比較的短期であることから、保守的にヒストリカルデータの最大値を利用することもあります。

³ヒストリカルデータのボラティリティが激しいケースや母体プールと証券化プールの相似性が確認できないケース、アセットタイプ、地域、業種などにより異なります。

連結対象会社など、グループ会社との同一性が高いと判断される会社については、同一債務者グループとして分析し、地域集中や業種集中などが観測される場合については、別途劣後比率を調整することになります。

4. 必要資料

(1) オリジネーターに関する資料

(2) オリジネーター保有手形全体についての資料

- (a) ヒストリカルデータ（支払停止/ジャンプ等の頻度及び理由）
- (b) 手形振出人/裏書人/支払人の属性（業種/資本金/地域/金額/決済金融機関等）
- (c) 手形取扱高上位 10 社の推移

(3) 審査・与信について

- (a) 審査部門の体制、審査マニュアル
- (b) 審査基準、審査手続き
- (c) 与信基準の決裁権限および変更履歴

(4) 手形事務の体制について

- (a) 手形債権決済事務手続マニュアル
- (b) 手形データ管理方法
- (c) 不渡り発生前に手形債務者がデフォルトした場合の対応

(5) 証券化する手形債権について

- (a) 証券化対象債権の抽出方法（ランダム抽出等）
- (b) 適格債権（非適格債権）の母体プールに占める割合
- (c) 適格基準の内容及び根拠（手形金額基準等）

5. 参考

- レポート 「マンション売掛債権流動化の格付け」
- Q&A 「売掛金債権の流動化について」

6. 関連用語

コミングリングリスク、ABCP、ABL、SPV、モンテカルロ・シミュレーション、ヒストリカルデータ

リパッケージ債

1. 対象商品の概要

一般に、リパッケージ債とは、既発行債券を流通市場などで SPC（他の ABS などと同様にケイマン法人を利用することが多い）が購入し、当該債券を担保資産として発行する債券のことを指します。通常の場合では、金利または為替のスワップ契約を介在させることによって、担保債券自体から得られるキャッシュフローを変換することを目的に組成され、投資家へと販売されます。

こうしたリパッケージ債は、その流通性に関しては乏しいと考えられますが、一方で投資家ニーズを機動的に反映した組成がなされるため、バイ・アンド・ホールド（買い切り）を投資スタンスとする投資家にとっては、一定の投資妙味があるようです。また、リパッケージの対象となる担保債券については、多種多様です。その時期によって、資本市場で発行・流通が行われる債券に応じて、現在まで様々なリパッケージ債が発行されています。

2. 格付けのポイント

リパッケージ債への投資に際して、投資家は担保債券自体の格付けを参照することによって、当該リパッケージ債についての信用力を考える場合も多いようですが、仕組み全体をも含めた第三者の評価が必要と判断される場合には、リパッケージ債自体にも格付けが取得されます。格付けにあたっては、担保資産からのキャッシュフローが滞りなく投資家への元利払いに供されるかどうかを確認することになります。

したがって、通常の場合には、以下の二つの信用力のどちらか低い方の格付けが、リパッケージ債の格付けとして付与されることとなります。

- ・担保債券の信用力（リパッケージ債の信用力の中核を成すと考えられます）
- ・キャッシュフローの変換のために付されるスワップ契約のカウンターパーティーの信用力（スワップ債務の履行能力）

3. 必要種類

リパッケージ債の発行に係る関連書類一式

- ・ ケイマン法人の設立に関するもの
- ・ 債券発行に関するプログラム
- ・ その他関係人（支払代理人・トラスティなど）間で締結される諸契約

4. 参考

- レポート 「リパッケージ債の格付けについて」
- Q&A 「マルチイシューとシングルイシューの SPC」
- 「証券化における業法リスク」

5. 関連用語

SPC

不動産

1. 対象商品の概要

不動産（現存する不動産）の証券化は、裏付け資産となる不動産からのキャッシュフロー及び換価価値を償還原資とする証券を発行して資金を調達する仕組みです。対象となる不動産の種類としては、オフィスビルのほか、住宅、店舗、ホテル、倉庫などがあり、物件の多様化が進んでいます。

2. 一般的なスキーム

不動産証券化の一般的なスキームは、不動産所有者（セラー）が所有している不動産を信託銀行に信託し、信託受益権を TMK などの SPC に譲渡、SPC より譲渡金額を受け取ります。SPC は譲受した信託受益権を裏付けとして社債を投資家向けに発行し、さらに優先出資、劣後ローンなどにより購入代金を調達します。社債は下位のクラスが上位のクラスを信用補完する優先劣後構造になっています。SPC は不動産のキャッシュフロー及び換価価値を原資として、投資家に対して社債の元本償還および利払いを行います。

3. 格付けのポイント

格付けは、不動産の期中キャッシュフロー及び換価価値に基づいて付与されます。よって、裏付け資産である不動産の分析とその評価を行うこととなります。また、対象となる不動産の用途やその所有形態は多様化しており、各不動産に応じた分析および格付手法が必要となっています。なお、格付手法については、不動産市況の変化および対象不動産の多様化に応じ、適宜見直していく方針です。

(1)不動産価格の評価

評価に当たっては、対象不動産が存する近隣地域などについて、立地条件・環境条件・賃料水準・空室率などについて分析し、当該地域における標準的な水準を把握します。

また、対象不動産に係る質、テナント、賃料などについて個別分析を行うとともに、案件についてのリーガルチェック、キャッシュフロー分析などを行います。

そして、エンジニアリングレポート、マーケットレポートなど、第三者からの客観的なデータを収集したうえで JCR による分析を行います。

上記による分析を行った上で、外部の鑑定機関の鑑定評価書を参考に査定価格を決定します。

(2)LTV の考え方

LTV は、社債発行時における対象不動産の「資産価値」に対する「社債元本金額」の割合を示すものです。不動産証券化スキームでは、LTV の設定が社債償還時点までの資産価値の変動リスクに対する信用補完となるとともに、それにより将来の価格変動リスクがどの程度カバーされているかを判断することができます。対象不動産に対して設定した LTV を基準にして、発行予定債券の格付判断を行います。

JCR では、LTV に関して(i)内部信用補完型、(ii)シングルクラス、(iii)複数物件、(iv)複数テナント、(v)オフィス を前提条件として以下のような基準値を公表しています。

【LTV の基準値】

格付けカテゴリー	AAA	AA	A	BBB
LTV	～30%	～45%	～55%	～70%

上記「基準値」をベースとし、前提条件に比べプラスの要素があれば LTV の数値を加算し、逆にマイナスの要素があれば LTV の数値を小さくするといった調整を行った上で個別案件毎の LTV を設定します。

特に、ホテルやレジャー施設など、将来のキャッシュフローについて、より当該不動産を運営する事業者の管理運営能力に依存する度合いが強いと考えられる物件の場合には、今後のキャッシュフローシナリオについて、JCR の当該業種担当アナリストとの協働による分析が加えられることがあります。

また、証券化対象となる資産が不動産ではなく、株式等の持分を表象する資産であったり、事業全体である場合もあります。この場合、スキームに応じてキャッシュフローの現在価値を表象する不動産等の資産を処分することを前提とした LTV アプローチによって格付けを検討するアプローチと、裏付け資産となる事業全体の将来キャッシュフローから格付けを想定する「事業証券化」アプローチ（後述）の二通りが考えられます。

(3)法的な問題点

不動産証券化の実行の際には、わが国特有の不動産取引慣行や法制度などが存在することから、借地借家法上の問題点・敷金保証金の取扱い・賃貸借契約上の問題点・投資家間の利害関係などについて十分注意を払う必要があります。

(4)税務リスク

これまでわが国では不動産に関する税制が比較的短いサイクルで変更されていることから、税制変更のリスクを考慮しておく必要があります。

4. 必要資料

(1)法律関係

証券化関連契約書、資産流動化計画および証券化に関するリーガルオピニオン、権利関係（土地・

建物登記簿謄本)

(2)建物の物理的精査

エンジニアリングレポート、耐震診断、環境診断、施工業者・施工費用・施工期間、修繕履歴、建物管理会社など

(3)鑑定評価書

(4)不動産の収益見込みに関する資料

事業収支計画、対象物件の収益実績、マーケット情報、テナントの状況（レントロール、賃貸借契約書、賃料改定状況、次回更新時期、テナントの事業内容など）、その他（固定資産税・都市計画税（土地・建物）納税通知書の写し）

(5)プロパティーマネージャー

社名および財務状況、過去の実績（管理物件数、マーケティング能力、建物のメンテナンス能力）

(6)損害保険

保険の種類および保険会社、付保の対象、保険金額、年額保険料

5. 主な公表案件

エスエフ六本木開発特定目的会社（2004.1.30）

6. 参考

レポート	「不動産所有形態の違いによる格付け手法」 「不動産証券化の格付け手法」
Q & A	「不動産の売却に係る会計基準」 「地震リスクと不動産証券化」

7. 関連用語

信託受益権、TMK、SPC、エンジニアリングレポート、LTV

開発型不動産

1. 対象商品の概要

開発型不動産証券化は、マンションやオフィスビルなどの開発資金をデットやエクイティの形で投資家が提供するもので、将来生み出されるキャッシュフローに依拠するフューチャーフロー証券化の一種です。通常の不動産証券化がオフィスビルなど既に存在する不動産を対象とするのに対し、まだ存在していない不動産物件を対象として、土地の取得代金など開発資金を、倒産隔離の図られた SPV などを通じて調達する仕組みです。開発型不動産証券化は、不動産プロジェクトを対象としたプロジェクトファイナンスであるとも言えます。

2. 一般的なスキーム

TMK を SPV とした分譲物件の場合を例に挙げると、TMK は特定社債などの発行によって調達した資金により、建物建設予定地となる土地を購入します。また、TMK は施工業者との間で建物建設にかかる工事請負契約を締結し、建設前払金及び設備代金の一部を支払います。調達資金から土地購入代金、工事前払代金、設備代金の一部、当初費用を差し引いた残額は、期中費用、償還用原資の一部、特定社債利息支払原資、地震リスク対応留保金などの現金準備金として TMK 内に積み立てられます。

販売業務に関しては、販売代理人が TMK との間で締結した特定資産処分委託契約に基づき、物件の分譲販売などを行い、物件購入者と不動産売買契約を締結します。

TMK は、この購入者からの物件販売代金を原資に特定社債を償還します。

3. 格付けのポイント

(1)建設段階のリスク

(a)施工業者の信用悪化

施工業者が建物を施工する十分な実績・能力を有しているかが重要となります。施工業者の信用力が低い場合には、信用補完として発行体を被保険者とした損害保険会社の履行保証保険や金融機関のコミットメントラインの設定などが手当てされます。これにより、万一他の施工業者に建設工事を引き継がせることになった場合の工事請負代金の追加的支出などがカバーされます。

(b)請負代金の膨張

施工業者に対する請負代金が当初の取り決めより膨張するリスク（コストオーバーランリスク）があります。これを回避するため、工事請負契約の規定により限定すると共に、やむを得ない事由により増額が発生したとしても、その支払いは特定社債に劣後する取り決めとします。

(c)開発業務受託者の信用悪化

開発業務委託契約に基づき、開発業務受託者は土地の選定・精査及び仕入れ、建物のタイプ・仕様・基本プランの決定など商品企画、許認可取得、近隣住民対策、建築確認取得、施工業者の選定その他建物建設及びそれに付随する物件開発に関する事項についてアドバイザー業務を行います。

す。開発業務受託者が当該開発業務を行えなくなった場合に備え、資産管理業務受託者が TMK へのアドバイザー業務を引き続き行うことで対応します。

(d) 土壌汚染

環境調査により、土壌汚染が判明したときには、適切に処理されることが前提となります。

(e) 許認可リスク

許認可リスクが基本的に存在しないことを確認する必要があります。したがって、特定社債の発行に先立って総合設計の許可及び建築確認を取得していることが前提となります。

(f) 地震リスク

特定社債発行時に地震保険の付保や地震リスク対応留保金の積み立てがなされます。

(2) 販売代理人の信用悪化

販売業務受託者は、TMK と連帯して瑕疵担保責任を負担しつつ、TMK のための販売代理業務を行います。当初の販売代理人の信用悪化に備え、バックアップの販売業務受託者が設置されます。

(3) 分譲想定価格

マーケット分析などにより、未完成の建物を含めた不動産価値（分譲想定価格）を評価します。これに不動産証券化の格付けで用いられる LTV を乗ずる方法を基本として格付けが決定されます。建設リスクの規模や移転の度合いにより、追加的信用補完としてのリザーブの設定が行われます。

4. 必要資料（例：分譲マンションの場合）

(1) 土地売買に関する資料

土地登記簿謄本、近隣説明の報告書、環境調査報告書など

(2) 建設予定建物に関する資料

設計図面、標準仕様書、地震リスク評価報告書など

(3) マンション販売に関する資料

販売業者の過去販売実績、市場調査レポート、競合物件の開発状況など

(4) スキーム概要の説明資料

スキーム図、スケジュール、スキーム参加者など

(5) スキーム参加者に関する資料



5. 主な公表案件

品川シーサイド・アインズ特定目的会社 (2004.3.24)

グラントワー特定目的会社 (2004.11.26)

アルファアナブキ特定目的会社 (2005.3.7)

6. 参考

レポート 「開発型不動産証券化の格付け」

「不動産証券化の格付け手法」

Q&A 「開発型不動産証券化」

7. 関連用語

SPV、TMK、エンジニアリングレポート、LTV

事業の証券化

1. 対象商品の概要

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ものもあります。)を引き当てとしたファイナンス手法です。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ます。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)です。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ます。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ます。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ます。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にします。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ます。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を手当てします。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します。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)のヘッジを講じます。

3. 格付けのポイント

(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います。

- (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います。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性があります。
- (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っています。

4. 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）

5. 主な公表案件

WBS FUNDING (ソフトバンクモバイル) (2006.11.30)
WBBL (事業キャッシュフロー貸付) (2007.3.15)

6. 参考

レポート 「事業の証券化と動産・債権譲渡特例法」

7. 関連用語

倒産隔離、トリガー、DSCR、SPC、信用補完、流動性補完

(付録) 関連用語解説

アモチゼーション	証券化商品の償還方法には、満期一括償還と割賦・分割による償還があり、後者をアモチゼーションといいます。アモチゼーションには、原債務者からの回収資金をそのまま証券化商品の償還原資に充当するパス・スルー方式と、原債務者からの回収スケジュールとは別に償還スケジュールを定めるペイ・スルー方式があります。
アレンジャー	証券化の仕組み（ストラクチャー）をアレンジし、案件組成全般を取りまとめる者。通常は銀行や信託銀行、証券会社、不動産投資顧問業者が務めるケースが多いようです。
エクセスプレッド	証券化の裏付資産より得られる収益から、スキーム維持にかかる諸費用や投資家へ支払われる金利を差し引いた超過収益。エクセスプレッドの水準次第では、一時的な資金不足を補完することもできるため、証券化商品のストレス耐性を強める効果が得られます。
エンジニアリングレポート	対象不動産について物理的状態（立地・施工・仕様・法令・環境・修繕・再調達価格など）を調査し、報告書にまとめたもの。不動産取引・不動産鑑定・不動産投資・格付けなどの際に対象不動産の状況を確認するために行われるケースが多い。
オリジネーター	裏付資産（債権・不動産等）の当初保有者（「原債権者」ともいいます）。
コミングリングリスク	サービサーが破綻した場合に、サービサーが原債務者から回収済みでまだSPVに引き渡していない資金がサービサー固有の財産と混同され、回収できなくなり、元利金支払いに支障をきたすリスク。
債権譲渡特例法	平成 10 年施行。複数の金銭債権の一括譲渡について、第三者対抗要件具備手続きの簡素化を実現した特例法。金銭債権の譲渡等を法務局の債権譲渡登記ファイルに一括登記することで、第三者対抗要件の具備が可能になったため、従来の内容証明郵便による通知などの方法と比べて容易になりました。その後、資金調達手段の更なる多様化を促す目的で、債務者が不特定の将来債権の譲渡についても第三者対抗要件が具備できるよう、動産譲渡登記制度の創設と併せて同法の見直しが行われ、平成 16 年 11 月に改正されました。（改正債権譲渡特例法の施行日は未定）
サービサー	金銭債権の証券化スキームで、裏付資産から得られるキャッシュフローの回収・債権管理業務などを行う機関。オリジネーターが引き続き委託されることが一般的です。
サービサー法	平成 11 年施行。従来は弁護士のみ許可されていた債権回収業務を、法務大臣に許可された法人も行うことができるようになりました。当初

	は不良債権処理の促進を主な目的としていましたが、平成 13 年の改正により、「資産流動化法」上の特定資産である金銭債権等、証券化の対象債権も取り扱えるようになり、証券化ビジネスの拡大にも寄与しています。
シーケンシャル・ペイ方式	トランシェのうち先順位の元本が全額償還されるまでは次順位の元本償還が行われない方式。
資産担保証券 (ABS)	狭義には、金銭債権や不動産などの一定の資産から生み出されるキャッシュフローを引き当てとして、株式会社 SPC や特定目的会社 (TMK) が発行する証券。広義に、信託受益権やノンリコーズの形態を含む証券化商品全般を指すこともあります。
資産流動化法	平成 10 年に施行された「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC 法) が平成 12 年に改正され「資産流動化法」となりました。SPC を利用した資産の流動化・証券化を進めていくことを目的としています。
シーズニング	一定の支払い回数を経過した債権を抽出すること。取引実行後比較的早い時期に延滞及びデフォルトが発生しやすい債権の証券化 (オートローン債権等) では、一定の支払い回数を経過したものを対象とすることで、債権プールの信用力を高めることができます。
真正売買	証券化においては、裏付資産にかかる権利関係が確実に移転される必要があります。オリジネーターが会社更生法を申し立て、SPV への資産譲渡が売買ではなく譲渡担保と見なされ、更生担保権として更生計画に服するとキャッシュフローに支障が生じます。
信託受益権	信託銀行等に信託された資産から生じる利益を得られる権利。オリジネーター (委託者) が信託契約により所有資産を信託銀行等 (受託者) に信託し、受託者は受益権証書を発行します。
信用補完	原債権の債務者の支払不能、債務不履行などにより引き起こされる証券化商品の信用リスクを軽減するための措置。第三者による信用保証、ローンコミットメントなどの外部補完や優先劣後構造、支払一部留保、超過担保、余剰金積立などの内部補完による方法があります。
責任財産限定特約	ある債務の弁済原資を、特定の裏付資産のみに限定する特約。同じ SPV による他の発行債券等の裏付資産に対する強制執行の禁止などを含みます。
属性データ	母体債権および譲渡債権に属する債務者の業種・資本金・地域・当該債権の残存期間等を示したデータ。母体債権及び譲渡債権の分析を行う際の基礎データといえます。デフォルトなどのヒストリカルデータの母体

	となる債権プール（母体債権）と譲渡対象債権との属性の近似性や定性的なリスクを検証するための基礎データ。
ダイナミックリザーブ	証券化実施後に譲渡した債権の質が劣化した場合に積み立てることをあらかじめ特約された準備金。証券化実施後、延滞率や貸倒率等のパフォーマンスをモニターし、一定水準を越えた場合には準備金を積み立てます。信用補完の一つとしてクレジットカード債権等の証券化スキームで利用されます。
チャリタブル・トラスト	倒産隔離を成立させるためのスキームとして利用される慈善信託。ケイマン SPC を設立し、信託宣言することによって株式を信託財産とし、この信託受益者を慈善団体に保有してもらうことにより株主権を行使する主体が存在しなくなり倒産隔離が図られます。
デュー・デリジェンス	さまざまな取引において当事者または当事者より依頼を受けた者が行う精査または適正評価手続きをいいます。この精査を行うために、関係当事者等への詳細なヒアリングを実施するデュー・デリジェンス・ミーティングが行われます。
倒産隔離（バンクランプシー・リモート）	裏付資産の譲渡人の倒産、債権者からの請求、株主権の行使等により、特別目的会社などが倒産手続きに巻き込まれ、その結果裏付資産からの回収、投資家等への支払いに影響が生じることがないように状態を指します。倒産隔離を図る手段として、中間法人法に基づく有限責任中間法人、ケイマン SPC における慈善信託（チャリタブル・トラスト）を SPC の株主とすることなどが挙げられます。
特定目的会社（TMK）	資産流動化法によって設立された特別法人を指します。裏付資産をもとに ABS、ABCP、優先出資証券などを発行することができます。また、一定の要件を満たすことによって、利益配当を損金に算入できます。
匿名組合出資	当事者の一方が相手方の営業のために出資し、その営業から生じる利益を分配することを約束する契約。
トランシェ	社債発行等において商品をリスクとリターン特性の異なる複数の証券に分けたそれぞれの証券を言います。トランシェの分け方によって証券化商品の優先劣後構造が作られます。
トリガー	証券化実施後「一定の事由」が発生した場合に投資家保護を目的とした「一定の行動」を発動する条件。具体的には、「一定の事由」にはサービサーやオリジネーターの信用力（格付け）低下、累積デフォルト金額の当初設定金額超過等が、「一定の行動」にはサービサーの交代、原債務者に対する譲渡通知発送（債務者対抗要件具備）、加速度償還開始などの償還方法変更等が挙げられます。

ノンリコース・ローン	ローンの借り手がデフォルトした場合、融資金の償還請求権が担保とした財産資産から生じるキャッシュフロー及び資産価値のみに遡及するローンを指します。担保不動産以外の債務者の一般財産に対して返済を求められません（不遡及）。
パス・スルー	原債務者等からの回収金をそのまま証券化商品の元本返済や償還に充当すること。通常の社債は元本償還のスケジュールが決まっているが、パス・スルーの場合、不規則な元本償還となります。
バックアップ・サービサー	サービサーが信用悪化などにより当初の管理・回収機能を維持できなくなった場合にその機能を代行する機関。
ヒストリカルデータ	証券化対象の母体債権について、過去のキャッシュフロー推移やデフォルト・延滞発生状況等を示したデータ。ヒストリカルデータの定量的分析は、目標格付けに必要な信用補完レベルを決定する際の拠りどころとして有効な手段といえます。
プロパティーマネージャー（PM）	オリジネーターまたはアセット・マネージャーから業務委託を受けて、不動産についてリーシング活動、テナント管理、経理処理・会計レポートの作成、保守・管理、工事施工管理等を主な業務とする責任者。不動産の収益極大化を役目とします。
母体債権	証券化時に譲渡される債権が属する原債権の集合体。母体債権のヒストリカルデータや属性データを分析することで、当該債権のキャッシュフローの安定性等を検討することができます。
メザニン	「中間的な」という意味であり、債券やローンではシニア部分とジュニア部分の中間部分を言います。案件によっては、各部分についてさらに複雑なクラス分けを実施する場合があります。
モンテカルロ・シミュレーション	証券化を行う資産プールの将来における損失額を、乱数を用いて求める手法。小口多数の金銭債権を対象とした証券化スキームにおいて、デフォルトがどのように発生するかを分析するのに利用されます。
優先劣後構造	証券化の対象資産を、元利金償還の優先度合いに基づき優先部分（シニア）と劣後部分（ジュニア）の段階的構造に分けます。資産（債権）プールのうち償還の不確実性に関するリスクを劣後部分が負担することにより、優先部分の償還確実性が増すため、一種の信用補完として機能します。また、優先部分と劣後部分の間に更に中間部分（メザニン）を設けることもあります。
流動性補完	証券化取引の中で、予想外の支払い遅延等に伴う一時的な要因による資金不足や債務不履行を回避する措置。具体的方法として、銀行によるコ

	<p>ミットメントライン設定や、証券化開始時から一定の現金を確保しておくキャッシュコラテラルなどが挙げられます。</p>
ローンコミットメント	<p>企業と金融機関との間であらかじめ有効期間と貸出限度額を定めて設定される融資契約。証券化スキームにおいては、一時的な資金不足を補う流動性補完措置として利用されています。</p>
DSCR (Debt Service Coverage Ratio)	<p>裏付資産から生み出される年間純収益を社債などの元利金返済額で割った率。流動化期間中のデッド部分の元利払いの安全性の指標として利用されています。</p>
LE 件数 (Lender's Exchange)	<p>原債務者の消費者金融業者からの借入件数。原債務者の消費者金融利用が多い場合には、相対的に対象債権の質が低いと考えられるため、消費者ローン債権の証券化においては、LE 件数に対応した準備金の積み方を取り決めておくこともあります。</p>
LTV (Loan To Value)	<p>ローンや社債等の債務額の不動産等の引当てとなる資産価格に対する割合。</p>
PML(Probable Maximum Loss)	<p>再現期間 475 年相当の地震により建物が被る最大損失率。大地震後に建物を地震以前の状態に回復するために必要な費用の予想枠を建物の再調達原価のパーセンテージで表示した数値。通常エンジニアリングレポートに記載されます。</p>
SPV(Special Purpose Vehicle)	<p>裏付資産の譲受けおよび資産担保証券の発行のみを目的として設立される会社・信託など。通常、バンクランプシー・リモート性確保のため事業目的などが制限されています。</p>
SPC (Special Purpose Company: 特別目的会社)	<p>SPV の中で会社形態のものを指します。</p>