

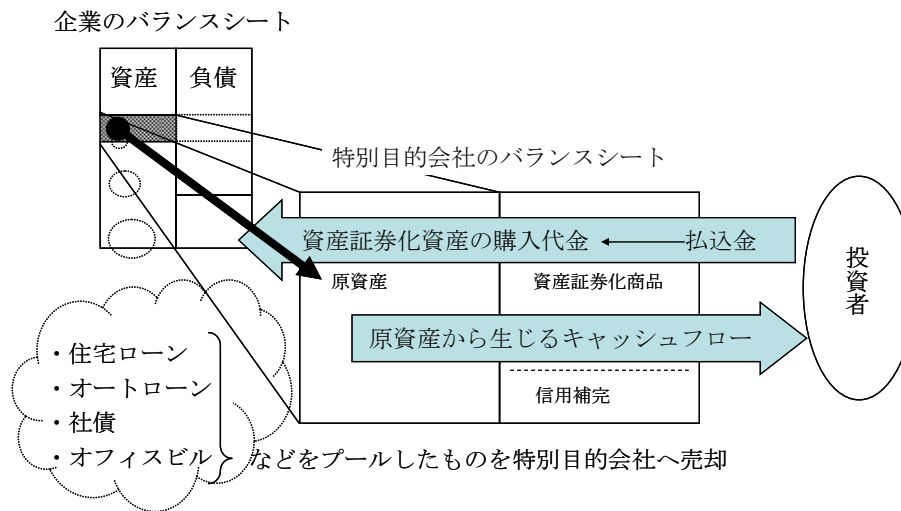
1. 資産証券化商品の仕組み

資産証券化商品は、継続企業の資金調達との対比において、特定の資産から生じるキャッシュフローのみを裏付けに資金調達を行う商品と言えます。図表 1 は典型的な資産証券化商品の仕組みを例示したものです。証券化市場を通じて資金調達を行う企業は、自身の事業活動によって生じた住宅ローンやオートローンといった金銭債権をプール化したもの（原資産）を、証券化のために新たに設立した特別目的会社と呼ばれる別法人に売却することで資金調達します。特別目的会社は原資産の購入代金を調達するために資産証券化商品を発行し、原資産から生じるキャッシュフローを資産証券化商品の元利金の支払いに充てます。その際、原資産に生じる貸倒損失等によるキャッシュフローの減少リスクに備えるため、キャッシュフローの分配順位が異なる階層の商品を設定し、分配順位が優先する部分を投資者が保有し、劣後部分を原資産を保有していた企業（オリジネーター）が保有するのが一般的な仕組み（優先劣後構造）です。この場合、オリジネーターの保有する劣後部分が投資者にとっての信用補完となり、貸倒損失の水準に比して劣後部分が大きいほど優先部分の元利払いの確実性が高くなります。

原資産には、このような小口債権プールのほか、社債やオフィスビルなどがあります。また、原資産の売却の主な目的が資金調達ではなくリスク移転である場合、売却を行わずにクレジットデリバティブ等を用いてリスク移転のみを行うという形態の商品があります。また、証券化の仕組みは、優先劣後構造のほか、法的リスクや原資産のキャッシュフローの回収業者等の仕組み関係者の信用リスク等のリスクに対応する様々な措置が契約や手続き等によって構成されます。

資産証券化商品の信用リスクを把握する上で重要な特徴としては、(i) 原資産の所有権が投資者のために企業から法的に分離されていること、(ii) 投資者は原資産の保有あるいは売却によって生み出されるキャッシュフローにしか遡及できないことが挙げられます。

図表1 資産証券化商品の基本的な仕組み



2. 資産証券化商品の信用格付

R&I の信用格付は、社債等の債務が約定通り履行される確実性の違いを、“AAA”、“AA”、“A”、“BBB”、“BB”、・・・等の簡潔な符号で表示する意見です。「債務が約定通りに履行される確実性」という言葉は、「信用力」、「信用状態」、「信用リスク」といった言葉で置き換えることができます。

信用リスクの大きさは、事業債や資産証券化商品といった商品の別を問わず、債務者がキャッシュフローを生み出す構造およびそれを分配する構造の強弱によって異なります。このような観点に立てば、信用格付は信用リスクの形成要因に着目した構造分析の結果であると言えます。

信用格付は概ね次のような分析手順を経た上で、定性・定量の両面からの総合判断によって決定されます。

- (i) リスク要因の整理
- (ii) 要因がキャッシュフローに与える影響の分析
- (iii) キャッシュフローの見通し
- (iv) ストレスシナリオへの耐久性の評価

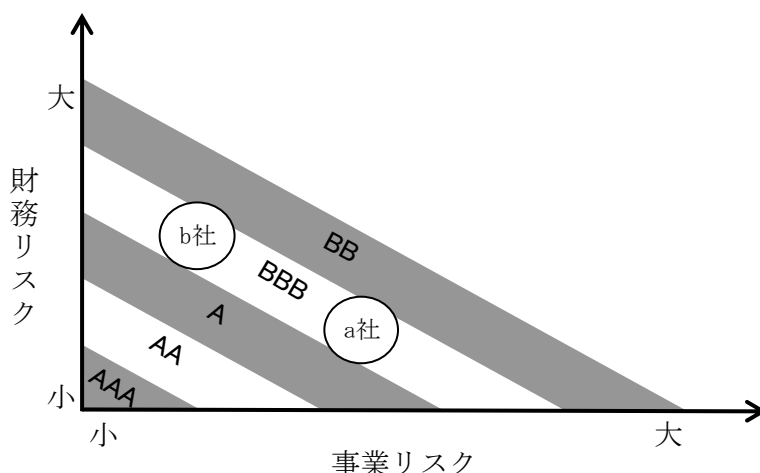
資産証券化商品の信用格付の意義は、1.に述べた資産証券化商品の特徴を踏まえた上で、上記の分析手順に沿って、資産証券化商品の信用リスクを適切に評価することにあります。これによって、資産証券化商品がどの程度のストレスに耐えうるものであるかを事業債と同じ格付符号によって比較可能なものとすることができます。しかしながら、格付対象が異なれば、同じ格付符号であっても、格付対象のリスク要因が異なり、その要因による信用力の変化が顕在化するタイミングが異なることがあります。リスク要因およびその要因による信用力の変化をリスク特性と言うことにすれば、格付符号が示すのは基本的にストレス耐久度の差異のみです。実際に強いストレス環境において顕在化するリスク特性の違いに関しては、格付符号によって表現することはできません。

3. 資産証券化商品と事業債のリスク特性の違い

最後に、格付符号の差異によって表現できないリスク特性の違いについて、資産証券化商品と事業債との対比において考察を加えます。

事業債の格付分析においては、基本的に事業リスクと財務リスクの二側面から分析を行います。事業リスクは事業から生み出されるキャッシュフローや資産価値の変動するリスク、財務リスクは収支・財務の状況によって債務償還が阻害されるリスクをそれぞれ意味します。事業債においては、事業リスクと財務リスクの総合評価によって、信用格付が決まります。そのため、同じ格付符号であっても、事業リスクと財務リスクのバランスが異なることがあります。たとえば、図表2のように、同じBBB格であっても、事業リスクはa社よりb社の方が小さいが、財務リスクはa社よりb社の方が大きいということがあります。

図表2 事業債の格付分析の枠組み

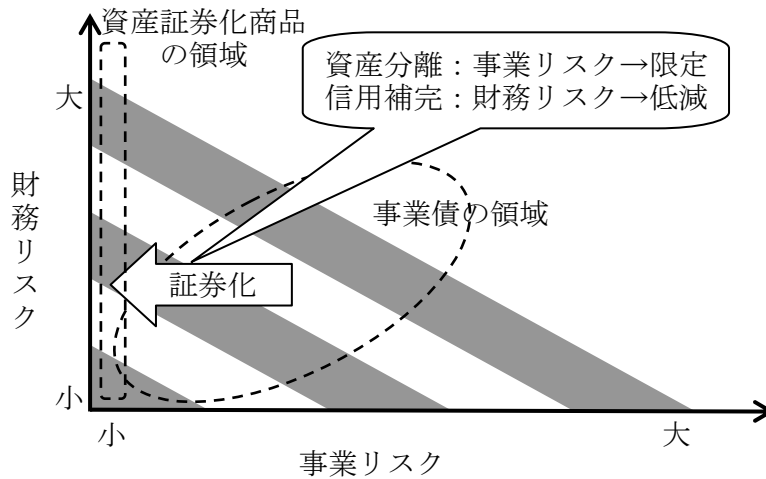


このような枠組みにおいて、1.に述べた資産証券化商品の特徴について再考します。資産証券化商品においては、原資産が企業の資産から分離されることにより、基本的に事業リスクは限定されます。一方、原資産を取得するための調達には、原資産から生じるキャッシュフローのみを裏付けとしているため、財務上の自由度が減少します。このような調達に、適切な契約上の手当てや信用補完・流動性補完等の措置を施すことで、オリジネーターあるいはアレンジャー等は信用力の高い資産証券化商品を構築します。

図表3は資産証券化商品と事業債のリスク特性の違いを図示したものです。事業債は事業リスクと財務リスクのバランスによってリスク特性に多様性を持つ一方で、資産証券化商品は極めて限定的なリスク特性を持つものであることがわかります。事業債の場合、発行体は環境変化に対して事業リスクと財務リスクのバランスの中で絶えず対応しているため、リスク要因の顕在化は必ずしも信用格付の変更に直結しません。多くの場合、リスク要因とデフォルトとの因果関係は単純なものではありません。一方、資産証券化商品については、貸倒率の急増等により信用補完が毀損する場合、あるいはオリジネーター破綻時に原資産の売却に疑義が生じること等により法的リスクが顕在化する場合には、信用力が低下し、基本的にその回復は難しくなります(図表4)。最悪の場合、デフォルトに至ることがあります。

このようなリスク特性の差異は、格付符号の差異ではなく、格付符号の変化の差異となって現れることに十分に留意する必要があります。

図表3 資産証券化商品と事業債の違い



図表4 資産証券化商品の信用力変化のイメージ

