

RATING METHODOLOGY

将来債権 ABS の格付手法 Future Receivables Securitizations Methodology

目次:

格付対象	1
格付アプローチ	1
アセットレベルでの分析	3
ストラクチャー分析	6
その他の格付上の考慮事項	8
モニタリング	9
付録	10
ムーディーズの関連出版物	17

コンタクト:

東京 03.5408.4210

本格付手法は、2020年7月に発行された「将来債権 ABS の格付手法」に置き換わるものである。環境・社会・ガバナンスに関する考慮事項を評価する際のアプローチを示すセクションを追加した。また、一貫性を高め読みやすさを向上させるための編集上の更新も行った。これらの更新は、格付手法上のアプローチを変更するものではない。

格付対象

本格付手法は、将来債権証券化商品の分析に適用される。

本稿では、将来債権証券化商品の信用リスクを評価する際のムーディーズのアプローチを説明する。国際クレジットカード/デビットカードに係るマーチャント・バウチャー将来債権、様々な支払の受領権(Diversified Payment Rights= DPR)、将来輸出債権、将来の航空券販売代金の受領権など、様々な将来債権を裏付とする証券化商品が対象に含まれる。

格付アプローチ

本セクションでは、将来債権証券化商品の信用リスクを評価する上でのムーディーズのアプローチの概要を示す。これには、将来債権証券化商品の格付結果に影響する可能性のある定性的・定量的要因を含む。

ムーディーズのアプローチでは、将来の債権の発生、オリジネーターの信用力、投資家への支払いを行うための将来のキャッシュフローの十分性、サブリン・リスク、ストラクチャーおよび法的側面の分析を行なう。

ムーディーズ SF ジャパン株式会社は、金融商品取引法の下で金融庁に登録された信用格付業者であるが、NRSRO(米国 SEC の登録を受けた格付機関)ではない。従って、ムーディーズ SF ジャパン株式会社の信用格付は、日本で登録された信用格付業者の信用格付であるが、NRSRO の信用格付ではない。

資産の概要

将来債権を裏付けとする証券化取引では、オリジネーターは今後成立する債権(将来債権)を特別目的事業体(SPE)に譲渡する。SPE による証券発行の時点で債権が存在する事例はほとんどない。オリジネーターが将来債権を受領する権利を SPE に譲渡した後、投資家はオリジネーターの債権生成能力に依拠する。投資家は、オリジネーターの信用リスクおよび事業リスクにさらされる。従って、将来債権証券化商品に付与される格付は、オリジネーターの自国通貨建て格付またはオリジネーターが銀行グループに属する場合にはカウンターパーティー・リスク評価(CR 評価)のいずれかにリンクし、通常、それが案件の格付の上限になる。当該主体が CR 評価を持たない場合、ムーディーズは最適と考える代替指標を用いるが、それは例えば、当該主体のシニア無担保債務格付(あるいはそれと同等のもの)、もしくは場合によっては当該主体の預金格付(あるいはそれと同等のもの)に基づいて導くことがある。

クロスボーダーの将来債権案件の投資家は、ソブリンが取引のキャッシュフローと海外投資家への元利払いに干渉するリスクにもさらされる。一方、一定のストラクチャー上の特徴を備えていれば、クロスボーダーの将来債権案件がオリジネーターの所在国の外貨建て債券のシーリングを越える場合もある。

典型的な将来債権証券化取引については付録で詳しく説明するが、国際クレジットカード/デビットカードに係るマーチャント・バウチャー将来債権、様々な支払の受領権(Diversified Payment Rights=DPR)、将来輸出債権、将来の航空券販売代金の受領権などを裏付けとする証券化商品がこれにあたる。

主なリスク

将来債権証券化商品の分析にあたっては次のようなリスクおよび要因を考慮する。

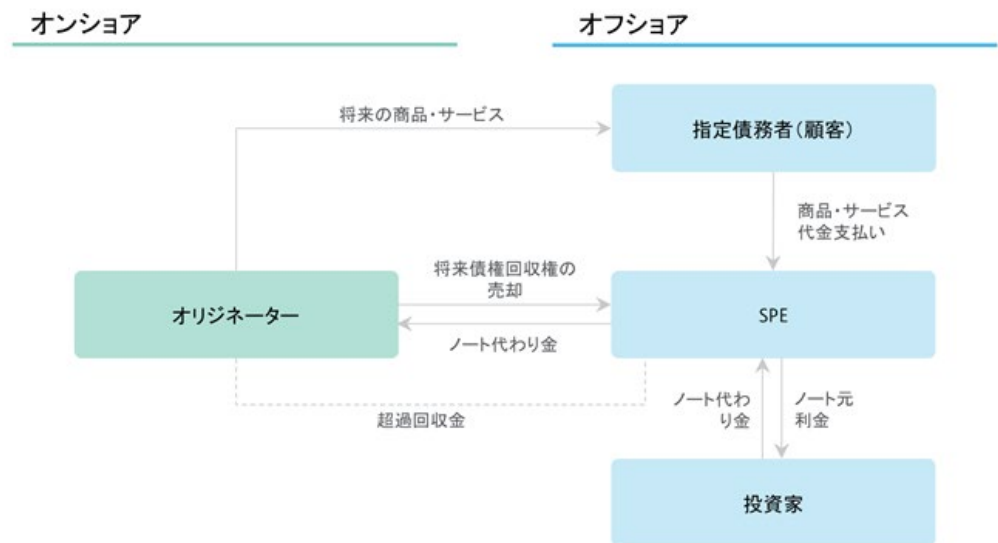
- » 将来債権の生成について。オリジネーターの信用力および将来債権を継続的に生成する能力などがこれにあたり、自国通貨建て格付またはオリジネーターが銀行グループに属する場合はその CR 評価に基づく。
- » キャッシュフローの頑健性と持続可能性。異なるストレスシナリオの下でも債務返済に十分なキャッシュフローを生み出せるかどうかを検討する。
- » クロスボーダー案件については、ソブリンによる干渉のリスクを軽減できるだけの債権および/または案件ストラクチャーの特徴。
- » 案件ストラクチャーおよび法的側面の特徴の頑健性と完全性。

案件のストラクチャー

典型的な将来債権証券化商品では、オリジネーターが SPE を設立し、将来債権の受領権を SPE に移転する。オリジネーターが債権を売却せずに SPE を受益者として債権に担保権を設定するストラクチャーもある。SPE は証券を発行し、証券発行の代わり金を将来債権のオリジネーターに引き渡す。通常、SPE への将来債権の譲渡には、回収金のために分別された口座に直接売掛金を支払うよう債務者に指示する指図が盛り込まれる。第三者である受託者が投資家のために排他的に当該口座を管理する役割を担う。支払指図は通常、投資家のために行動する受託者の書面による同意がある場合を除いて変更できない。図表 1 は案件ストラクチャーを示す。

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト(www.moodys.com)の発行体のページの Ratings タブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

図表 1
案件のストラクチャー



出所: Moody's Investors Service

クロスボーダー案件:

クロスボーダー案件の多くでは、オリジネーターは概して、自らが所在する国の外貨建て債務のカンントリー・シーリングを越える格付が付与されるよう目指す。そうしたケースでは通常、SPE と債権回収口座が設立されるのは、発行体が目指す当該証券の目標格付と同等かそれ以上の自国通貨建て債務カンントリー・シーリングが付与されている法域である。また一般的に、債権の債務者もオフショアに所在する。債務者はオフショアの信託口座に直接支払を行なうため、当該回収期間の約定元利払いと継続的取引コストが完済されるまで、案件のキャッシュフローがオリジネーターの所在国に入ることはない。

真正売買と有担保ローン:

将来債権証券化取引は通常、真正売買ストラクチャーまたは有担保ローン・ストラクチャーで組成される。債権の SPE への売却は真正売買の取り決め方に依拠する。真正売買は通常、資産が SPE に売却されたことを確認し、オリジネーターあるいは譲渡人が既存または将来の債権の所有権を失ったことを確認する法律意見書によって裏付けられる。将来債権の真正売買は、オリジネーターの格付に応じた格付とするための、ストラクチャー上の重要な考慮事項である。

また、有担保ローンストラクチャーで組成する取引もある。オリジネーターが、現在および将来の債権に有する権利および利益をローン債務履行の担保として SPE に差し入れる。この場合、投資家はオリジネーターが SPE に与えた担保権によってサポートされることになる。このような取り決めでは、債権に対する担保権と、オリジネーターが当該将来債権証券化取引のために設定した回収口座と準備金口座を含む全口座を、SPE は受託者に委託する。

アセットレベルでの分析

本セクションでは、将来債権証券化取引の裏付資産を分析する方法と、裏付資産の潜在的損失を資産する方法を説明する。

将来債権の生成

将来債権証券化取引では、投資家は債権のオリジネーションに関係する事業リスクと信用リスクにさらされる。オリジネーターが案件の存続期間を通じて十分な債権を生成できなかった場合、SPE は調達資金の返済に必要な原資が得られなくなる。

ムーディーズは、オリジネーターが元利払いに必要なカバレッジ水準で債権を必要な期間内に生成できる可能性を評価する。評価の一環として、債権に関するデータ、オリジネーターの財務力と経営力を分析する。オリジネーターの経営陣の事業継続に対するコミットメントや、オリジネーターの事業計画全体における当該事業の位置付けなども分析する。

そのほか、次のような要因も考慮する。

- » 債権生成を支えるオリジネーターの支店網の強さや幅広さ。
- » 当該の商品またはサービスの市場。
- » 現地市場におけるオリジネーターの地位、競争力。
- » 顧客および債務者(国外輸入業者、中小企業、外国人労働者扶養家族など)とオリジネーターの関係。
- » オリジネーター、商品またはサービス、業界の、国内経済および現地経済における重要性。
- » 債権のオリジネーションに影響する可能性のあるその他の要因。

オリジネーターの財務力

オリジネーターの将来債権生成能力は、ゴーイングコンサーン(継続企業の前提)としてオリジネーターが存続する能力に依拠する。オリジネーターが破産シナリオの下で事業を継続できたとしても、準拠法次第では、SPE の証券化対象債権に対する所有権または担保権が否定される場合がある¹。このため、ほかのアセット・バック証券とは異なり、将来債権証券化商品の格付は通常、オリジネーターの格付または CR 評価(どちらか適用される方)を超えることはない。

クレジットカードやデビットカードのマーチャント・バウチャー債権を裏付けとする案件では、オリジネーターが経営破綻に陥った場合に、VISA や MasterCard などの債務者がオリジネーターと個別に結んだ合意を自動的に停止する権利を保有している場合がある。

クレジットカードやデビットカードの加盟店バウチャー事業及び送金事業がオリジネーターの中核事業である場合は、信用分析にあたり CR 評価を参照基準とする場合もある。ただし、クレジットカードやデビットカードの加盟店バウチャー事業及び送金事業が銀行の中核事業でない場合、また、銀行の破綻により当該事業の存続に懸念が生じた場合には、その銀行の自国通貨建てシニア無担保債務格付(あるいはそれと同等のもの)を代替りの参照基準とみなし、通常その格付が証券の格付の上限となる。

オリジネーターの事業

将来債権の生成に関連する特有の事業リスク、そしてそれらのリスクがオリジネーターの事業全般にどのように関わるかを評価する。たとえば、案件が当該企業の単一の事業からの将来債権の生成に裏付けられている場合は、当該事業の継続能力と競争力がムーディーズの分析における重要な信用要因となる。仮に当該企業が全体としては順調であっても、債権を生成する事業部門が競争の激化に直面して低迷する可能性がある。

ムーディーズはまた、オリジネーター破綻後の需要の変化が案件に及ぼす影響も考察する。たとえば、破産状態にある銀行が事業を継続している場合、口座所有者は他の銀行との取引に乗り換える可能性がある。こうした場合、当該証券化案件の債権のキャッシュフローが大幅に減少する恐れがある。このリスクが及ぼす影響が大きく、信用補完では十分にカバーされないとみなした場合、ムーディーズは当該銀行の自国通貨建てシニア無担保債務格付(あるいはそれと同等のもの)を CR 評価の代わりに参照基準とみなす。この場合は通常、シニア無担保債務格付が当該案件の格付の上限となる。

¹ 詳細については、「資産の分離」のセクションを参照。

資産キャッシュフロー分析

過去のキャッシュフローとボラティリティ

投資家への元利払いに十分なキャッシュフローが、付与される格付に整合する確率で確保されることを検証するため、ムーディーズは様々なシナリオで予想されるキャッシュフローを分析する。キャッシュフロー予想に際しては、過去のキャッシュフローの規模を分析することで、一定の傾向を特定し、変動の度合いを判断する。ここで最も重要なのは、キャッシュフローにみられる傾向と変動性が、特定のイベント(経済危機、通貨切り下げ、自然災害、ストライキ等)に関係するものなのか、あるいはオリジネーターの当該債権の生成に関わる事業の強みあるいは弱点を示唆するものなのかを見極めることである。

債務者リスク

格付対象の案件の裏付資産の分散が不十分で、債務者が集中するケースもあるだろう。その場合、ムーディーズはそれらの主要債務者の信用力と支払実績の評価を行なう。また、案件における集中制限も考察する。単独債務者がキャッシュフローの相当部分を占める場合は、当該債務者のキャッシュフローを分析から除外するか、あるいはそのキャッシュフローの水準を減らして評価することで主要債務者が喪失した場合の案件の耐性を分析する場合もある。一部のケースでは、キャッシュフローの大部分を占める単一の債務者の信用力が、分析上の主な信用要因となることもある。

ソブリン・リスク

新興国市場のクロスボーダー将来債権案件の格付は、オリジネーターが所在する国の外貨建て債務のカントリー・シーリングを通常上回る。したがって、国際収支危機や自国国債のデフォルトの事態に、当該国政府が取引のキャッシュフローに干渉する可能性がある。このため、ムーディーズはソブリン・リスクのレベルとその緩和要因を考慮する。

通常は取引の法的構造を分析する。また、取引のキャッシュフローへの政府の介入を阻止するような政治上・金融上の特徴がないか検討するほか、当該国でこうしたタイプの取引の支払い実績が過去にあるかどうかも検討する。政府による取引のキャッシュフローへの介入が生じる蓋然性を下げるようなストラクチャー面の構造を考察する。

政府による将来のキャッシュフローや SPE への支払いへの干渉の可能性を低くすると考えられる状況には次のようなものがある。

- » オリジネーターが大手企業で、多額の外貨収入を生み出しており、その外貨収入は元利払いに充当された後、大部分が自国に還流している。このような場合、オリジネーターはクロスボーダーのクレジットカード債権など、政府が流れを変えたり管理したりするのが難しい外貨を獲得する事業に従事していることから、政府が取引のキャッシュフローに干渉する傾向は低くなるだろう。
- » オフショアの指定債務者が、当該国以外の法制度面のリスクが高くない場所に所在する主体もしくは口座にハードカレンシーを支払っている。さらに、オリジネーターが、債務者に債権売却の事実を通告し、国外に設定され受託者が管理する口座に宛てに取消不能で支払を行なうよう指図している。全ての支払を SPE に行なう債務者の義務は、外国法を準拠法とし、当該国の裁判所の執行に服する。
- » 特定の期間の案件の元利払い額が当該期間のキャッシュフロー全体に比べて小さい。このケースでは、キャッシュフローの大部分が定期的に当該国に回収されるので、政府が積極的に干渉することはないと考えられる。クロスボーダー将来債権証券化取引では、キャッシュフローの一部を必要な元利払いに充当した後に残る相当額の超過キャッシュフローが定期的にオリジネーターに送金されるように SPE と取り決めるのが通常である。キャッシュフローを別の用途に仕向けたり、それに干渉しようとしたりする政府の試みは、証券の早期償還を招き、全ての既発債に関してクロス・アクセラレーション条項が発動されるトリガーとなりかねない。そのような事態では、資金の全部あるいは相当部分が受託者が管理する国外の口座に蓄積され、当該国への資金フローが減少する結果を招く。
- » 当該国から発行された全ての将来債権証券化取引の元利払いが同国の外貨建て債務総額の大きな部分を占めていない。

- » 将来債権の生成に要する裏付け商品・サービスの供給中止あるいは仕向け先変更が困難で費用と時間がかかる。
- » 当該国政府にとって、案件に干渉することの政治的、財政的インセンティブが弱い。
- » 適用可能な場合、ソブリンが明示的に主権特権を放棄している。
- » 政府が外貨管理政策を導入した場合でも案件に付随するスワップ契約が終了しない。
- » クロージング日現在、国内司法管轄と案件が準拠する司法管轄の両方において案件の法的構造は強固で執行可能である。真正売買性に関して、債権の SPE への譲渡が当該国の国内法に照らして真正売買に当たること、当該政府が当該資産がオリジネーターの資産の一部を構成するものであると法的に主張できないことを法律意見書が確認している。

オフショア準備勘定や特殊決済メカニズム(現物払いなど)などのストラクチャー上の特徴は、外貨移転・交換性リスクを緩和する役割を果たし、案件にオリジネーターの所在国の外貨建て債務のカウンター・シーリングを上回る格付を付与することが可能になる。

ストラクチャー分析

本セクションでは、将来債権証券化取引のストラクチャー上の特性をどのように分析するかを説明する。文滝大将には異なる証券クラスにキャッシュフローを分配する方法などが含まれ、資産のキャッシュフローと入手可能なクレジットサポートを考慮した上で分析を行う。

ムーディーズでは、取引のストラクチャーとストラクチャー上のプロテクションを分析する。以下で将来債権証券化取引にみられる主要なトリガーについて説明する。

償還事由

ムーディーズは通常、デット・サービス・カバレッジ・レシオ(DSCR)を用いて、オリジネーターが生成する債権額に対して投資家が得られるバッファーを評価する。DSCRは、債権額を確定支払スケジュールに従った案件存続期間中における証券元利金の最大予想支払額で除して算出する。

将来債権証券化取引の DSCR は通常、クロージング時点では十分な水準にある。しかし、投資家は、取引存続期間を通じて、キャッシュフローが証券の元利払い日に SPE が必要とする金額を下回るリスクにさらされる。

こうしたリスクを軽減するため、将来債権証券化取引にはイベントベースのトリガーが盛り込まれる。それらのトリガーは、抵触した場合、約定償還日の相当前に証券元本を償還させるものとなる。そうしたイベントが発生した場合は、投資家への元利払い金を一定額増加させるか(ソフト償還事由)、証券を即時償還するためキャッシュフローの相当部分を SPE に振り向けるか(早期償還事由)、いずれかの形で案件は有利に扱われる。

一方、一定のシナリオ下では、早期償還事由がオリジネーターの他の債務のクロス・デフォルトにつながることもある。これは特に、有担保ローンストラクチャーで懸念となると考えられる。

ムーディーズは通常、契約関係書類に記載されたオリジネーターの自国通貨建てシニア無担保債務格付(またはそれと同等のもの)に基づく格付トリガーの価値と、オリジネーターの CR 評価を参照する格付トリガーの価値は同等とみる。

ソフト償還事由

一部のストラクチャーでは、例えば、証券の格付にリンクするなどのソフト償還トリガーが盛り込まれているものもある。こうした例の場合、証券が一定水準を下回るまで格下げされると、債務返済額は当初の必要債務返済額に予め定められた倍数を掛けた金額だけ増加する。そのため、証券の元本償還は想定償還スケジュールより速くなる。ムーディーズはそのようなトリガーの存在を特にメリットとしては評価しない。こうしたトリガーはオリジネーターの格付にマイナスの影響を及ぼし、ひいては将来債権証券化取引の格付への圧迫にもなる可能性があるためである。

早期償還事由

典型的な早期償還トリガーには、オリジネーターのキャッシュフロー水準あるいは格付に結び付けられたものがある。早期償還事由が発生した場合、証券の元本残高または有担保ローンの残存元本は、利用可能なキャッシュフローの額だけ、直ちに支払期限を迎えることとなる。

その他の代表的な早期償還事由には、債務者によるオリジネーターへの相殺権の行使、債務者のキャッシュフローの一定レベル以下への減少、DSCR のレベルがトリガーレベルに抵触しない状況であってもキャッシュフローが急激かつ持続的に減少する事態、ソブリンの干渉などがある。早期償還事由が発生した場合、SPE は通常、回収キャッシュフローの一部(通常 50%以上)を証券償還に充当する。SPE は残額をオリジネーターに返却しなければならない。

自動的あるいは偶発的早期償還事由

早期償還事由が発生した場合に投資家の早期償還額受領が遅れるストラクチャーになっている場合、投資家が元本を完全に回収できないリスクが増大する。一部の案件では、早期償還事由が発生した場合、早期償還を受ける投資家の権利が、投資家による早期償還の賛否投票、あるいはコントロール権を持つ者の意思など、他の事由の影響を受ける。このような追加条件は、投資家ではなくオリジネーターに分配される資金を増加させる結果、投資家への早期償還を遅らせ、早期償還事由の効果を損ねる。その上、早期償還事由後にキャッシュフローが一層減少することによって、投資家向けの支払が遅延するリスクがさらに高まる。偶発的早期償還事由が組み込まれた案件の中には、投資家のためにキャッシュフローを直ちに留保することでこのリスクを軽減するものがある。その場合 SPE は、偶発事象が充足され、投資家が投票した後、蓄積したキャッシュフローを投資家向け支払いに充当する義務を負う。

売買取消あるいは強制買戻し事由

SPE は、真正売買案件において、償還事由に加えて売買取消事由(SRE)あるいは強制買戻し事由の恩恵を受けることも多い。SRE が発生すると、オリジネーターは将来債権を買戻し、証券残存元本に等しい金額の売買取消金を SPE に支払わなければならない。将来債権証券化取引にみられる SRE には次の様なものがある。

- » オリジネーターの表明・保証違反。
- » オリジネーターの当該債権に関連する事業に重大な悪影響を及ぼすイベント。
- » 指定債務者からの資金フローの急激な減少。
- » オリジネーターの任意あるいは強制倒産。
- » オリジネーターの他の債務のクロス・デフォルト。
- » SPE によるノートの期日支払の不履行と、それによるノートが定めるデフォルト事由の発動。

SRE が効果的で執行可能な形で備わっていれば、投資家はオリジネーターに無担保請求権を行使でき、オリジネーターのキャッシュフロー不足、デフォルトまたは倒産手続き開始を理由として投資家が完全な弁済を受けていない場合に投資家がオリジネーターに対して持つ権利が保全される。案件が効果的な SRE トリガーを備えていない場合、投資家はオリジネーターに対する償還請求権を行使できない。高い DSCR の設定や他のトリガーあるいは外部サポートなど、このリスクを緩和する要因が存在しない場合、証券の格付がオリジネーターの格付を下回ることがある。

当該国の司法管轄の外貨建て債務のカントリー・シーリングが証券の格付に比べて著しく低い場合、ムーディーズは SRE に完全に依拠することはないだろう。オリジネーターの売買取消金の支払能力は、当該政府が外貨支払停止を宣言する可能性によって制約を受ける。外貨支払停止の可能性は当該国司法管轄のカントリー・シーリングにリンクする。ただし、そのような支払停止は一定期間で解消されるケースが多い。支払停止期間が終わると、投資家はオリジネーターに無担保請求権を主張できるようになる。

現金準備金

取引によっては、一時的な支払停止、キャッシュフロー変動、その他予測不能な状況から生じるリスクに対応する準備勘定、信用状、または流動性枠が設定される。

保証、保険契約、および引取契約

高格付の事業体²による保証など、ソブリン・リスクを緩和し、あるいは投資家への元利払いを確実にするために、キャッシュフロー・カバレッジ以外の信用補完が将来債権証券化取引に組み込まれることがある。一定の取り決めに基づき商品の購入を保証する引取保証が組み込まれる取引もある。

その他の格付上の考慮事項

ムーディーズの信用分析では、資産、ストラクチャー、負債構造分析に加え、その他の定量的・定性的要因も考慮する。取引カウンターパーティ、法的リスク、過去およびポートフォリオのデータの信頼性と完全性、カンントリーシーリング、環境・社会・ガバナンス(ESG)などの要因がこれに含まれる。

法的リスク

オリジネーターオリジネーターに対する償還請求権の行使

クロスボーダー将来債権案件では、債権からのキャッシュフローが発行債務の返済に不足した場合、投資家は通常、オリジネーターに償還請求権を行使できる。オリジネーターに対する償還請求権を行使できず、取引に効果的なプロテクションが備わっていない場合、当該証券の格付はオリジネーターの格付を下回る可能性がある。

資産の分離

証券化対象債権が SPE に有利な形で分離されていない場合、オリジネーターのクレジットカード事業や送金事業の継続の有無にかかわらず、オリジネーターの破綻に伴って投資家が損失を被る可能性がある。こうした分離が有効でないと判断され、なおかつオリジネーターが銀行グループに属する場合、ムーディーズは、銀行の自国通貨建てまたは外貨建てシニア無担保債務格付(またはそれと同等のもの)を CR 格付に代わる参照基準とするだろう。こうした参照基準は総じて、証券の格付の上限となる。

当該リスクの分析では次のような様々な要因を考慮する。

- » 信託回収口座を保持する国の裁判所が、真正売買・担保権の準拠法としてオリジネーターの自国法を適用するかどうか。
- » オリジネーターの自国法や他の関連法に基づく真正売買・担保権に関する法律意見書の強さ。
- » ストレスシナリオ下での証券化案件のキャッシュフローに対し、オリジネーターが干渉するインセンティブ(他の標準的なデット・ファイナンスと比較した証券化ファイナンスの重要性、デット・サービス・カバレッジ・レシオ、オリジネーターに還流するキャッシュフローの割合など)。
- » オリジネーターの自国法および他の関連法に基づき、オリジネーターの債権者が当該案件の債権の真正売買に異議を唱える潜在的リスクを緩和する仕組みを持つ案件のストラクチャー上の特徴。
- » 自国企業に関連する海外キャッシュフローを自国に還流させるよう要求するなど、オリジネーターの本拠地である国の政府が証券化案件のキャッシュフローに干渉する可能性。

² たとえば、国際金融公社 (IFC)、多国間投資保証機関(MIGA、世界銀行グループ)、海外民間投資公社(OPIC、米国政府機関)など。

環境・社会・ガバナンスに関する考慮事項

環境・社会・ガバナンス(ESG)に関する考慮事項が、将来債権ポートフォリオを裏付けとする証券の格付に影響する可能性がある。ESG 要因の評価の一般原則を説明したクロス・セクター格付手法³に従ってリスクを評価し、それを分析に織り込む場合がある。

モニタリング

本セクションでは、案件のモニタリングにおけるムーディーズのアプローチを説明する。通常は、格付付与の際に適用するのと同じ主要項目を用いる。ただし、時間経過に伴って重要性が低下する可能性のある要素は除く。

案件のモニタリングに用いるのは、時間経過による変化を伴うことのない法的構造の分析など、本稿で説明するアプローチの主な評価項目である。時間経過によって重要性が変化する項目は除く。ムーディーズは通常、案件ごとに異なるパフォーマンスデータを入手し、それを用いて案件をモニタリングする。

定期的なパフォーマンスレポートに、案件の DSCR やその他の関連するトリガーが記載される。パフォーマンス指標に大きな変化あるいは重要な傾向がみられれば、ムーディーズは案件の精査を行う。

スポンサー格付の参照基準(オリジネーターの自国通貨建て格付あるいは銀行グループに属するオリジネーターの CR 評価)に変更があれば、精査を行う。こうした変更はスポンサーの新たな債権を生成する能力に影響する可能性があるほか、一般に取引の証券はオリジネーターの格付と関連するためである⁴。

³ セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

⁴ 例えば、モデルが用いられる格付手法で、(1)リボルビング案件のままで、パフォーマンスが予想と変わらない、(2)全てのトランシェに達成可能な最高格付が付与されており、パフォーマンスが予想通りまたはそれ以上である、(3)モデルへの主な投入値に、前回モデルを実行した結果を大きく変えるような変化がないと考えられる、(4)新たな重要な情報がないため、格付を導くモデルを実行する必要がない、(5)ムーディーズの分析が、担保不足のトランシェがある案件のアセット・カバレッジ・レシオに限定されている、(6)案件の裏付資産に稼働資産がほとんどない、などと判断される場合にはモデリングは重要ではない。

付録 A: 国際クレジットカード/デビットカードに係るマーチャント・バウチャー将来債権

国際クレジットカードや国際デビットカードの加盟店バウチャーによる将来債権に裏付けられた案件の分析にあたって、ムーディーズは一般的な要因に加えて以下の事項を検討する。

資産の概要

ある国の銀行などの金融機関が発行したクレジットカードあるいはデビットカードを他の国で使用した場合、国際クレジットカード・デビットカードに係るマーチャント・バウチャーが発生する。カード保有者は、カードを商品またはサービスの購入、または現金取得に使用する。マーチャント・バウチャー債権はクレジットカード業者が取引を承認し、取引データを送信する度に発生する。プロセッシング銀行の米ドル建て債権額は、(1)自国通貨建てで購入した商品またはサービスのコストあるいはキャッシング額に(2)カード取引日に適用される米ドル為替レートを掛けた額である。

Visa、MasterCard および American Express の各アソシエーションは、加盟銀行の決済機関の役割を果たし、それぞれのクレジットカードに請求された債権の決済を行なう。Visa、MasterCard および American Express は、クレジットカード発行銀行からの支払いの有無に関わらず、プロセッシング銀行に支払いを行なう義務を負う。債権の売却は債権を購入するプロセッシング銀行がこの支払いを受ける権利に何らの影響も及ぼさない。

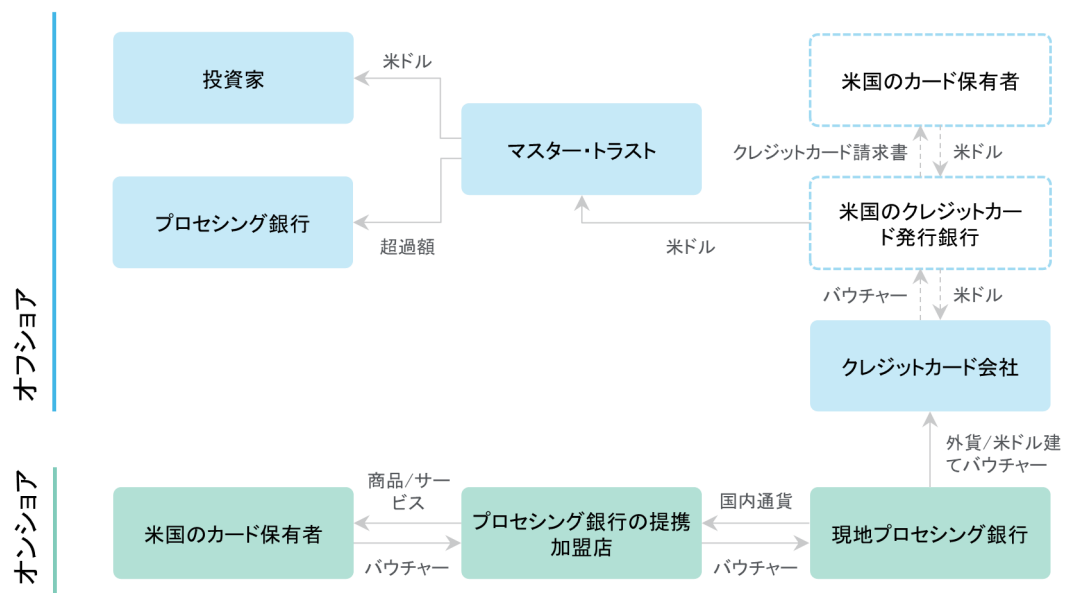
決済機関は、債権をプロセッシング銀行が(カード発行者として)負う債務で相殺することはしないし、特定の付随費用を除き債権とプロセッシング銀行が決済機関に負う債務とを相殺する権利を放棄しなければならない。Visa、MasterCard および American Express は契約関係書類で、それぞれがプロセッシング銀行に負う債務を、高格付のオフショアの法域に投資家のために専らその目的で設定された特別口座に宛てて送金することに同意する。決済機関は同意文書に署名してその義務を明確にする。

案件のストラクチャー

図表2は、国際クレジットカード・デビットカードに係るバウチャー将来債権案件の典型的なストラクチャーを示したものである。債権は次のように生成される。

- » カード保有者は、自分の国に所在する銀行が発行するクレジットカードあるいはデビットカードを使用して、外国(現地法域)で商品あるいはサービスを購入するかキャッシング・サービスを受ける。
- » カード保有者が買い物をした加盟店はそのバウチャーを、通常は当該加盟店が所在する国の通貨でバウチャーの額面から約定の割引分あるいは手数料を差し引いた金額の支払いを受けて、現地法域のプロセッシング銀行に売却する。
- » 加盟店のバウチャーを取得したプロセッシング銀行は、オフショアの SPE に、保有する一つないし複数のカード会社が特定された将来債権に関わる権利を譲渡する。
- » SPE は債券を発行し、その発行代わり金をプロセッシング銀行から購入した債権の代金に充てる。
- » プロセッシング銀行はクレジットカード会社に対し、全ての債権の支払いを、独立の第三者で、排他的管理権を持つ受託者の名義のオフショア口座宛てに行なうよう指示する。
- » 債権は日次ベースで当該オフショア信託口座に支払われる。
- » 受託者は元利払いに必要なキャッシュフローを確保した後、特定のパフォーマンス基準が満たされていることを条件に、超過金額を債権取得銀行(債権オリジネーター)に支払う。

図表 2
典型的な案件ストラクチャー



出所: Moody's Investors Service

資産分析

債権の生成

債権は、直接的には、当該国のプロセッシング銀行と提携する加盟店で金融機関が発行したカードが使用されることによって生成される。さらに、債権を生成する加盟店のバウチャーの支払いはオリジネーター銀行の事業継続能力に依存する。従って、プロセッシング銀行の財務力は、提携銀行を選択する加盟店の意思決定を左右する。

国際クレジットカード/デビットカードのバウチャー将来債権案件の債権生成リスクの評価では、外国旅行者を顧客基盤とする施設から加盟店バウチャーを継続的に取得するプロセッシング銀行の能力に注目する。プロセッシング銀行の加盟店バウチャー獲得能力に最も直接的に影響を与える3つの要因は、(1) 当該銀行の支店網および ATM 網の厚みと幅広さ、(2) 競争環境、(3) 当該銀行とクレジットカード会社の関係、である。

- » **支店網:** プロセッシング銀行の強力な支店網が、持続的なクレジットカード・デビットカード・バウチャー獲得にとって重要となる。まず、販売・マーケティング部隊を抱えた強力な支店網は、新規加盟店の獲得や既存顧客のフォローを可能にする。次に、プロセッシング銀行の支店網が大規模な ATM 網などを備えていればキャッシングのシェアを拡大するのも容易になり、デビット取引から獲得する債権の額を増加させる力となる。ムーディーズは営業店舗外に設置された ATM 網の評価も行なう。この評価では、それらの ATM 網の規模、観光旅行者やビジネス旅行者を相手にする場所に戦略的に配置されているか、などの点に特に着目する。これらは、プロセッシング銀行がデビットカードやキャッシング関連のバウチャーの獲得で大きなシェアを確保するために重要な要因となる。
- » **競争環境:** 競争環境の評価も重要な考慮事項となる。競争の激しい市場では、銀行が市場シェアを維持または拡大するのに困難が伴うためである。ムーディーズは、金融機関の競争環境の評価において、加盟店バウチャー獲得競争に参加する金融機関の数のほか、価格、サービス、技術革新、市場地位などを検討する。
- » **リレーションシップ:** ムーディーズは、プロセッシング銀行とクレジットカード会社との関係を考察する。銀行が事業中断に至ったり、特定の合意事項に違反したりした場合、クレジットカード会社は直ちに当該銀行との取引関係を終了することができる。オリジネーターの倒産、契約義務の不履行、表示と保証への抵触の可能性は、オリジネーターの CR 評価に通常反映されている。証券の格付はオリジネーターの CR 評価の制約を受ける。

ムーディーズは、プロセシング銀行の債権の獲得能力に影響を与えるその他の要因も考慮する。それらには、加盟店バウチャー獲得事業におけるプロセシング銀行の経験、当該事業部門の収益性、経営陣の同事業へのコミットメント(同事業に投じる資金と経営資源)などがある。

キャッシュフロー分析

ムーディーズの分析では、これまでの債権の源泉、債権に関連する地域、取引が行なわれる施設のタイプ(ホテル、店舗、レストラン、航空会社など)、過大な加盟店集中の有無などに特に着目する。季節性、下振れ基調、変動性など、再発の可能性がある、元利払いを困難にする可能性がある要素を特定するよう取り組む。

また、当該国の経済にとっての旅行業界の重要性や、同業界に悪影響を及ぼす可能性のある要因も考察する。景気停滞、政情不安、自然災害による被害の可能性などがこうした要因に含まれる。

債務者リスク

本付録で扱う案件の債務者となるのは、Visa、MasterCard、American Express などのクレジットカード会社である。これらの企業は自社のカードにチャージされた債権の清算を行ない、処理した債権の総額から付随費用を差し引いた額をバウチャーを獲得する銀行に支払う。クレジットカード会社の信用力は案件のパフォーマンスに大きく関わるため、ムーディーズはそれらの信用力の評価を行なう。

格付が付与されていない債務者については、信用力および債務者リスクの評価を行う。この評価では、案件の契約関係書類の規定に従った当該債務者の義務、事業実績、市場シェア、バウチャーを獲得する銀行とのこれまでの関係、支払義務にみられる何らかの特徴、加盟店バウチャーの清算のために発生するプロセシング銀行への支払義務の履行能力を検討する。

ムーディーズまた、債務者リスクを緩和するような案件のストラクチャー上の特徴も検討する。バウチャーを獲得する銀行がクレジットカード会社に負う他の支払義務で案件の債権を相殺しないことをクレジットカード会社が同意する旨が案件の契約関係書類に織り込まれているかどうかなどを、検討する。これについてはまた、債権購入によって発生するプロセシング銀行に債務者が負う支払を案件の投資家のために設定された特別口座に送金するよう定める、バウチャーを獲得する銀行の取消し不可の指示を、債務者が受諾することとなる。

ソブリン・リスク

政府による介入が発生するリスクの低さを示唆する要因には次のようなものがある。

- » デビット取引やクレジット取引が電子的・自動的に承認されて債権が生成されており、政府がその生成や条件に干渉する余地が制約されている。
- » 支払義務がクレジットカード会社所在地(オフショア)で発生する。全ての支払いがオフショア口座を通じて記録・実行される(元利払い金を超過する資金を除き、あるいは投資家のために行動する受託者が承認する場合を除く)。クレジットカード会社はプロセシング銀行の所在国の司法管轄に服さないことから、このような決済メカニズムの下では、プロセシング銀行の所在国政府が加盟店バウチャーの代わり金を本国に還流させることが難しくなる。
- » 全ての支払いを信託に行なうものとするクレジットカード会社の義務が取消不能。こうした債務が準拠するのは外国法である。従って、クレジットカード会社は、プロセシング銀行が所在する国の政府の司法管轄と支配から免れる。これによってクレジットカード会社の行動に影響を及ぼす政府の能力が制約を受ける。支払指図に従わなければ、クレジットカード会社は投資家から法的措置をとられるリスクを負う。

付録 B: 様々な支払の受領権(DPR)

資産の概要

「様々な支払の受領権 (DPR)」とは、オフショアの司法管轄に所在する個人、会社あるいは機関が、国内の司法管轄に所在する個人あるいは法人のために行う支払指図に基づいてオンショアの銀行がオフショアの銀行から支払いを受ける権利を指す。そのような支払指図は通常、海外労働者が扶養家族に送金するために、あるいはオフショア法域に所在する輸入業者が輸出業者が提供する商品・サービスの代金を支払うために発行される。支払人および受取人が同じ法域に所在しているケースにおいて、受取人のために支払人が外貨建て支払指図を発行することもある。

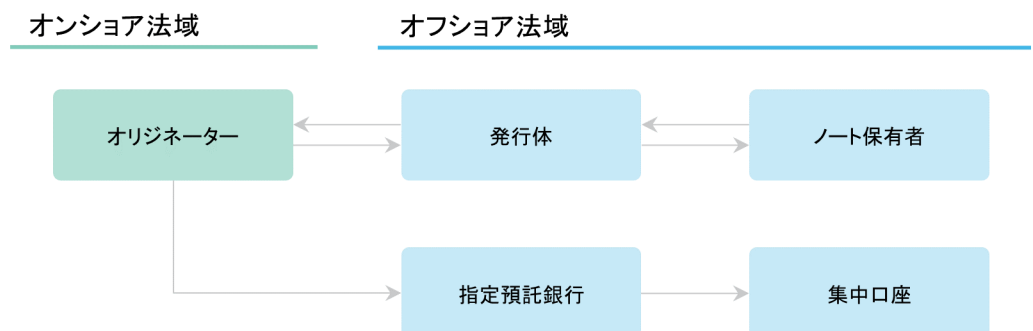
オリジネーターがコルレス銀行から支払いを受ける権利は、受益者からの要求に基づき、オリジネーターに設けられた受益者口座に入金された金額を支払うオリジネーターの義務とは切り離される。従って、支払指図に基づいてコルレス銀行がオリジネーターに支払うべき外貨建て資金フローは、契約関係書類に基づく証券の元利払いに充当されるとはいえ、受益者は、オリジネーターに請求さえすれば、支払指図金額の全額を受益者口座で受領することもできる。

案件のストラクチャー

案件のコルレス銀行が指定される。通常、オリジネーターと取引関係にある銀行が指定される。オリジネーターはいくつかのコルレス銀行、すなわち指定預託銀行(DDB)を指名し、それらの銀行がキャッシュフローの相当部分について処理を担当する。各 DDB は確認契約書に署名し、それによって DPR の資金フローを発行体名義の(受託者が管理する)集中口座に預託する義務を負う。DPR 案件に果たす DDB の役割の重要性については後段のサブリン・リスクのセクションで解説する。

図表3は、DPR 案件の典型的なストラクチャーを示す。

図表 3
DPR の真正売買ストラクチャー



出所: Moody's Investors Service

資産分析

債権の生成

裏付資産となる将来における DPR の生成は主に、オリジネーターの送金事業の継続性と事業および財務の強さに依拠する。ムーディーズは、オリジネーターの事業および送金事務の維持能力を評価するにあたって、オリジネーターの CR 評価を考慮する。ムーディーズの分析では、当該銀行にとっての送金事業の規模と重要性や DPR 処理システムのほか、銀行支店網の規模、国内市場に占める当該銀行の地位、市場でのレピュテーションなどほかの要因も検討する。

キャッシュフロー分析

ムーディーズは通常、オリジネーターの過去の DPR 案件取扱量を、他の金融機関との比較および同国と照らして考察する。オリジネーターの DPR 取扱量の動向あるいは変化が経済全般の動向を反映するものか、オリジネーターの DPR 事業に特有の強さあるいは弱さを示唆するものかを判定する。ま

た、オリジネーターの DPR 事業の発生源を検証し、この要因が DPR 事業の取扱量にどのように影響するかを考察する。DSCR の計算に際しては、(1)DDB からのキャッシュフローのみを含め、(2)緩和要因がないとすれば、政府の干渉によりさらされやすいキャッシュフローがあると考えられる。

ソブリン・リスク

キャッシュフローのオフショアへの移転

DPR 案件では、オフショアの預託銀行の支払いを SPE のオフショア口座に直接仕向けるように義務づけることで、DPR のキャッシュフローを国内司法管轄からオフショアに移転できる。ムーディーズは、政府が DPR のキャッシュフローへの支配能力を少しでも保持している可能性があるか、その可能性の大きさが目指す格付に見合うものかどうかを評価する。案件当事者が案件の契約関係書類の規定に違反しながらも当該国の司法管轄の当局の命令に従う可能性などを考慮する。外貨建て証券の元利払いが政府の干渉から保護されている場合、付与される格付は当該国の外貨建て債務のコントロール・シーリングを超えて、他の分析事項を考慮した上でオリジネーターの CR 評価に等しい水準を達成できる。

DDB の役割

通常 SPE は、DPR キャッシュフローを SPE 口座にスムーズに預託できるよう、DDB との間で口座協定を締結する。DDB は口座協定に署名して、SPE への将来債権の譲渡を確認する。また、DDB がオリジネーターに代わって受け取る将来債権の支払いを直接、指定された SPE のオフショア口座に預託することを約する。DPR 案件の当事者となる DDB には一般的に、外貨建て支払指図処理市場で大きなシェアを占める高格付の金融機関となる。

DDB はまた、それらの資金フローとオリジネーターが別途 DDB に負う債務を相殺する権利を放棄し、DPR の回収金の処分に関して受託者の指示にのみ従うことに同意する。DDB が処理する資金フローの減少はノートの発行体である SPE に悪影響を与えるため、多くの場合、DDB が処理する資金フローについて最低比率を定めたトリガーを設定する。DDB が処理する資金フローがこの最低比率を下回った場合、オリジネーターは他のコルレス銀行を探さなければならない。

SPE はオフショア口座に入金した回収金を元利払いに充当する。剰余金がある場合はオリジネーターに返却される。剰余金が多額な場合、政府による干渉はオフショアのキャッシュフローの滞留につながるため、政府が干渉するインセンティブはなくなる。

オンショアのキャッシュフロー

支払人と受取人が同一司法管轄に所在する場合も、受取人を受益者とした支払人による外貨建て支払指図が生成される。これらの支払指図は外貨建てで発行されるので、オフショアの DDB は支払いを決済できる。キャッシュフローを当該法域から移転するメカニズムがストラクチャーに組み込まれていたとしても、そうしたオンショアの外貨建て支払指図(オンショア・フロー)には政府が干渉するリスクが残る。それらのキャッシュフローを完全に分析から除外することはないが、ムーディーズは、DSCR トリガーの評価に際してオンショア・フローの寄与度を限定して考える。主に当該国の外貨建て債務のコントロール・シーリングに基づき、オンショア・フローの寄与度を判断する。オリジネーターの所在国の外貨建て債務のコントロール・シーリングが低い場合、ムーディーズが評価する DPR 案件におけるオンショア・フローの寄与は限定的になる。

書面による支払指図と電子的な支払指図

国内当局は書面による支払指図の証書類とその代わり金を転用することができるので、政府が干渉しないという確実な論拠がない限り、書面による支払指図のみに支えられた証券に、オリジネーターの居住国の外貨建て債務のコントロール・シーリングを上回る格付を付与することはない。(米国とメキシコなど)支払指図が送付される国とそれらを受領する国の関係によっては、政府による干渉の可能性が低くなることもある。

電子的な支払指図は、支払指図の証書類が国内の司法管轄に回付される必要がないので、書面による支払指図に比べて政府による転用が困難になる。電子的な支払指図によるキャッシュフローを案件ストラクチャーの外に転用するには、当該国政府が、電子的な支払指図の発信元であるオフショア・コルレス銀行を特定できる必要がある。政府はまた、(1) それらの銀行に対して SPE に DPR のキャッシュフローを支払う契約義務を無視させる、あるいは(2)代わり金を政府が管理する口座に送金することに異を唱えない他のコルレス銀行と交代させる必要がある。

付録 C: 将来輸出債権

資産の概要

概して新興国に所在する輸出業者が製品を外国に販売する際に輸出債権が成立する。支払条件など相互に合意した契約条件に従って輸出業者が製品を顧客に販売する都度、債権は生成される。

案件のストラクチャー

将来輸出債権案件に典型的なストラクチャーは特にない。一部の案件は売買として仕組まれる。この場合、輸出業者は債権を直接 SPE に売却する。ほかには、輸出業者が債権に対する担保権を譲渡し、債権の所有権は留保する。一部の案件には、キャッシュフローが証券の元利払いに不足する場合に製品供給あるいは債務支払いを確保するために用いられる第三者保証がある。一部の案件は、クローリング時にオリジネーターが価格と数量を定めて製品を引き渡すことを約束する先物売りとして仕組まれる。これらのタイプの案件には、通常、オフテイカー（引き取り手）、すなわち案件存続期間を通じて一定の条件で製品購入を約束する事業者が介在する。

資産分析

債権の生成

オリジネーターの自国通貨建て格付は、販売目的の商品およびサービスの生産を行い、債権を生成するオリジネーターの能力と意思を測るための重要な目安になる。ムーディーズの分析では、企業の商品、業界、競争力、財務状況、流動性などに着目する。また、債権生成能力を損なう可能性があるその他の要因（過去のストライキなど）も考慮する。

キャッシュフロー分析

ムーディーズは、過去のキャッシュフローのボリュームを分析し、オリジネーターの債権のボリュームと SPE に差し向けられるキャッシュフローに悪影響を及ぼす可能性のある状況を判断する。生産、需要、価格、経済など種々の変数に適正にストレスを加えた様々なシナリオを用いて感応性分析を行い、デット・サービス・カバレッジが投資家への元利払いに十分であることを確かめる。予想値の決定にあたっては、業界の専門家と協議する。ムーディーズの予想値には、価格水準と生産高の実際値と予想などが含まれる。

債務者リスク

ムーディーズは案件の分析において、債務者の数と分散度、債務者の財務力、および信用力（債務者の格付に反映されている、もしくは債務者の信用力に関するムーディーズの内部意見に反映されている）を考慮する。案件の債務者集中制限にも注目する。単独の債務者が案件の主要な資金フロー・ソースになっている場合、複数の債務者が存在する場合に比べ、案件の格付と当該債務者の財務・経営力との相関が強まる。高格付の債務者であっても常に期日通りに売上債権を支払うとは限らないとの想定の下、債務者の支払い履歴も精査する。最後に、既存契約あるいは事業協定の性質、条件、期間など、債務者と輸出業者の取引関係を考慮する。長期に及ぶ関係は、案件の堅牢性と安定性を支える。

市場リスク・価格リスク

市場リスクの分析では、国内外市場での当該製品に対する需要と当該輸出業者のそれらの需要への対応能力を検討する。競合の状況を考察するほか、輸出業者が製品を国内市場に振り向けざるを得なくなるリスクを踏まえて国内市場の強さも評価する。

ムーディーズはまた、当該製品に強固なスポット市場があるかどうかを評価する。当該製品のスポット市場が確立していれば、輸出業者は製品をスポット市場に振り向けた方が経済的に有利であると判断する可能性がある。そのような場合、債権がスポット市場で売られるとしたら、資金フローが海外で捕捉されずに国内に戻るため、キャッシュフローに干渉しようとする政府のインセンティブが高まる。

ムーディーズは、これまでの製品価格、価格の変動性、業界の景気循環性を評価する。ヘッジや商品の下限価格設定など、リスク緩和要素となるものを考慮する。事前の価格取り決めなどの長期契約も、価格リスクの緩和要因となり、さらには信用評価上ポジティブな要因となる場合もある。

ソブリン・リスク

ムーディーズは、ソブリンによる案件のキャッシュフローや製品仕向け先への干渉の制約要因となりうる何らかの経済的要因の有無、当該司法管轄における同種案件や類似案件の過去における支払い実績を検証する。

以下に、政府が将来輸出債権に干渉したり、案件の信託への支払いを他に転用させたりするリスクが低いことを示唆すると考えられる要因には次のようなものが挙げられる。

- » 政府が、当該輸出業者を同国および国内経済にとって戦略的に重要な存在と考えている。
- » 輸出業者が顧客に宛てた債権の売却通知、および受託者が管理するオフショア口座への取り消不能の支払指図が存在する。
- » 輸出代金の支払いをノート保有者のために受託者が管理するオフショア口座に送金する取り決めが存在する。
- » 発行体がキャッシュフローの一部を元利払いに充当した後、キャッシュフローの相当部分が超過キャッシュフローとして定期的に輸出業者に送金されるようにする取り決めが存在する。
- » 受託者の回収口座への支払義務を負わない顧客向けの製品転売を不可能あるいは無意味にする当該製品または当該市場のその他の何らかの特徴がある。

ムーディーズの関連出版物

信用格付は主として各セクターの格付手法に従って決定される。特定の幅広い格付上の考慮事項（一つまたは複数のクロス・セクター格付手法に記載されている）が、本セクターの発行体および証券の信用格付において重要となることもある。セクター格付手法およびクロス・セクター格付手法のリストについては、ムーディーズのウェブサイト参照されたい。

信用格付のヒストリカルな信頼性と予測能力をまとめたデータは、ムーディーズのウェブサイトに掲載されている。

詳細な情報については、「格付記号と定義」を参照されたい。

ムーディーズ SF ジャパン株式会社
 〒105-6220
 東京都港区愛宕 2 丁目 5-1
 愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: 1311437 (Japanese)
 1311428 (English)

著者
 Rodrigo Araya

プロダクション・アシエイト
 渡邊 エリ

© 2022 年 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. 並びに(又は)これらの者のライセンサー及び関連会社(以下総称して「ムーディーズ」といいます。)、無断複写・転載を禁じます。

ムーディーズの信用格付を行う関連会社により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズの資料、製品、サービス及び公開情報(以下総称して「刊行物」といいます。)は、ムーディーズの現時点における意見を含むことがあります。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約における財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由又は経済的損害(インペアメント)が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。ムーディーズの信用格付において言及された、契約における財務上の義務の種類に関する情報については、ムーディーズの刊行物である該当する「格付記号と定義」をご参照ください。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付、非信用評価(以下「評価」といいます。))及びムーディーズの刊行物に含まれているその他の意見は、現在又は過去の事実を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づく信用リスクの評価及び Moody's Analytics, Inc. 及び/又はその関連会社が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、各投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、評価を行い、その他の意見を述べ、自社の刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が投資判断を行う際にムーディーズの信用格付、評価、その他の意見又は刊行物を利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家にご相談することを推奨します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により複製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、規制目的で定義される指標(ベンチマーク)としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標(ベンチマーク)と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること(独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります)を確保するため、すべての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で又は自社の刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはありません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別の、派生的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害(a)現在若しくは将来の利益の喪失、又は(b)関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されない)の可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連していかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちいずれかの側の過失によるもの(但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言すると法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く)、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、信用格付、評価、その他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性又は特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず)いかなる保証も行っていない。

Moody's Corporation(以下「MCO」といいます。)が全額出資する信用格付会社である Moody's Investors Service, Inc. は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます)及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc. が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、1,000 ドルから約 500 万ドルの手数料を Moody's Investors Service, Inc. に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO 及び Moody's Investors Service は、Moody's Investors Service の信用格付及び信用格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間、及び、Moody's Investors Service から信用格付を付与され、かつ MCO の株式の 5% 以上を保有していることを SEC に公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moody.com 上に「Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy」という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリア専用の追加条項: この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 (オーストラリア金融サービス認可番号 336969) 及び(又は) Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 (オーストラリア金融サービス認可番号 383569) (該当する者) のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は 2001 年会社法第 761G 条の定める意味の範囲内における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であること又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接的に、この文書又はその内容を 2001 年会社法第 761G 条の定める意味の範囲内における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又は個人投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べたものではありません。

日本専用の追加条項: ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下「MJKK」といいます。)は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社(MCO の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc. の完全子会社)の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズ SF ジャパン株式会社(以下「MSF」といいます。)は、MJKK の完全子会社である信用格付会社です。MSF は、全米で認知された統計的格付機関(以下「NRSRO」といいます。)ではありません。したがって、MSF の信用格付は、NRSRO ではない者により付与された「NRSRO ではない信用格付」であり、それゆえ、MSF の信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取得を受けるための要件を満たしていません。MJKK 及び MSF は日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官(格付)第 2 号及び第 3 号です。

MJKK 又は MSF(のうち該当する方)は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK 又は MSF(のうち該当する方)が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、10 万 0,000 円から約 5 億 5,000 万円の手数料を MJKK 又は MSF(のうち該当する方)に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK 及び MSF は、日本の規制上の要請を満たすための方針及び手続も整備しています。