

クレジットリンク商品

1. クレジットリンク商品

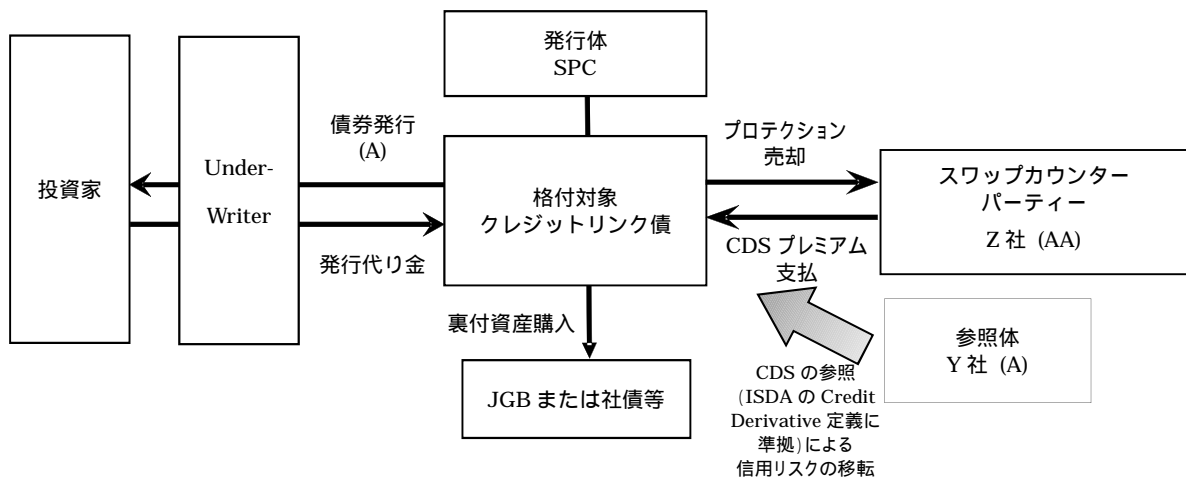
クレジットリンク商品とは、クレジットデフォルトスワップ契約（CDS 契約）等を通じ、当該クレジットリンク商品の信用リスクを別の法人の信用に結びつけたシンセティック型の金融商品のことで、ここでは特に断らない限り、リンク先の信用が単一銘柄の単一債務者型クレジットリンク商品を「クレジットリンク商品」と呼称する。リンク先が複数銘柄で構成され、優先劣後構造が施されているものはシンセティック CDO となる。クレジットリンク商品は、図表 1 に掲げる SPV（Special Purpose Vehicle）を用い、社債（Credit-Linked Notes）や信託受益権など金融商品取引法上の有価証券（みなし有価証券を含む）または金銭の貸付（ローン）などの形態で投資家に販売される。

図表 1 SPV（Special Purpose Vehicle）¹

- 信託
- 会社法に基づき日本国内に設立された合同会社
- 日本国外に設立された特別目的会社

SPC が発行体となって社債を発行する形態を例にとると、SPC は、日本国債（JGB）や X 社発行の社債等を購入し、それを裏付資産として、クレジットリンク債を投資家に発行する。SPC はまた、Y 社を参照する CDS 契約を CDS カウンターパーティーの Z 社と締結する。Y 社にクレジットイベントが発生すると、元本は 100%償還されず、参照体（参照組織ともいう）である Y 社の債務の時価等、当初の約定に沿った形での処分（解約）方法による価額にて償還される。

図表 2 単一債務者型クレジットリンク商品のスキーム図



¹ ほかに、特例有限会社を含む会社法上の株式会社、資産の流動化に関する法律に基づく特定目的会社または組合なども用いられる。

クレジットリンク商品の格付はリパッケージ商品と同様、発行に係る契約関係、すなわち、裏付資産の信用力、参照体の信用力、キャッシュフローに關与する当事者の契約履行能力、關連諸契約における法的プロテクション を分析して行うこととなる²。

2. 格付のポイント

(1) 格付の枠組み

クレジットリンク商品の格付は、リパッケージ商品と同様、基本的にウィークリンクアプローチに基づく。すなわち、クレジットリンク商品の最終的な格付は、基本的に

裏付資産の格付

参照体の格付

スワップカウンターパーティの格付

の、ウィークリンクアプローチに基づく。ウィークリンクアプローチは、証券の最終的な格付において、その証券を裏付けている債券の元利払いに係る要素のうち最も弱い要素の格付より高位になることはない。すなわち、クレジットリンク商品の格付はもっとも弱い要素（ウィークスト先）の格付に収斂・連動する。もし裏付けとなっている要素の1つが機能しなくなれば、クレジットリンク商品の元利金のタイムリーな支払いは確保されなくなる。よって、裏付資産の格付、参照体の格付及びスワップカウンターパーティの格付のうち、最低位となっているものがレビューの結果、格付変更となった場合、クレジットリンク商品の格付も変更の手続きがとられる。

ただし、 のスワップカウンターパーティに関しては、スワップカウンターパーティの短期格付が一定の水準未満に低下した場合、(a)適格要件を満たすスワップカウンターパーティへの交代、(b)JCR が適格と認める保証の差し入れ、(c)期中必要額をカバーする担保契約の設定、などの条項を当初の契約に盛り込む対応によって、スワップカウンターパーティの格付をクレジットリンク商品の格付の上限としないことも可能である³。この場合のスワップカウンターパーティの格付については p 格付（主として公開情報に基づく格付）を含め、原則として JCR 格付先のみを対象とするが、この他にもスキーム上の補強措置等による、スワップカウンターパーティの適合要件の緩和は個々の案件の契約条件等に応じて検討されることになる。

金融法人が発行体になる場合は、クレジットリンク債は CDS 契約を内包した金融法人発行債券となることから、クレジットリンク商品の格付は、基本的に

クレジットリンク商品発行体の格付

参照体の格付

の、ウィークリンクアプローチに基づく。

会社法施行規則第 2 条第 3 項第 17 号にもとづき発行される信託社債は、信託財産と固有財産の

² このほか、貸出参加権にかかる債務およびスワップ取引にかかる金銭支払債務などについても、以下の格付方法を適用する。

³ 詳細は、「スワップカウンターパーティ」を参照。

双方をもって履行する責任を負うのが原則であるが、次の二つの方法で履行責任を信託財産のみに限定することが可能である。一つは、発行した信託社債に責任限定特約を付す方法で（信託法第 21 条第 2 項第 4 号）もう一つは限定責任信託の登記を行う方法である（信託法第 21 条第 2 項第 2 号）。履行責任を信託財産のみに限定した信託社債の格付は、社債要項を確認のうえ、基本的にウィークリンクアプローチに基づき付与する。

(2) 裏付資産の格付（信用力）

クレジットリンク商品の利払い、償還、仕組み維持のための諸費用は、第一に裏付資産から生じるキャッシュフローによってまかなわれる。よって、裏付資産の格付（裏付資産の発行体・債務者または保証人の格付）は、クレジットリンク商品の最終的な格付の一要素を構成する。

(3) 参照体の格付

参照体にクレジットイベントが発生すると、投資家への満額の元本償還は行われないことから、クレジットリンク商品の格付は参照体の格付が上限となる。

なお、CDS 契約（通常の場合、ISDA の定義に基づく）に定義されたクレジットイベントの生起する確率が、一般の格付の際に想定されているデフォルト確率と一致しているものと考えてよいかどうかについては、当該参照体の格付をそのまま適用することが可能か、個別に検討することとする。

なお、ファースト・トゥ・デフォルト債券（参照体は通常 5～10 社程度の法人が選択されており、これらのうち一社でもデフォルトした場合には当該参照体の債務の市場価格（現物が交付される場合も）で償還が行われるという債券）⁴の場合は、参照体が単一のクレジットリンク商品とは異なりウィークリンクアプローチは適用せず、各参照体の信用力（格付および格付推移）やデフォルトに係る相関性（地域的、業種的、制度的な観点からの検証）、銘柄数などを基に、劣後部分のないシンセティック CDO として、その格付方法を適用する⁵。ファースト・トゥ・デフォルト債券は参照体の一つでもクレジットイベントが発生するとデフォルトとなるため、参照体の信用力の要素が独立であるとき、参照体の数の増加はファースト・トゥ・デフォルト債券のデフォルトの可能性を高めるためである。

(4) スワップカウンターパーティの格付（契約履行能力）

スワップカウンターパーティに債務不履行の事態が生ずれば、通常の場合スワップ契約は早期解約され、クレジットリンク商品は元本金額未満で期限前償還となって、投資家の利益は損なわれることが想定される。したがって、スワップカウンターパーティの格付（契約履行能力）も、クレジットリンク商品を裏付けている信用力の要素となる。なお、スワップカウンターパーティに JCR の格付がなく、契約履行能力の推定が困難な大手金融機関のスワップハウス子会社等である場合には、通常スワップ債務に関して親会社の保証が付けられている場合も多く、この場合は契約条件を

⁴ Q&A 04 年 4 月 1 日「ファースト・トゥ・デフォルト債券とは」を参照。

⁵ シンセティック CDO の格付方法の詳細については、参考レポート「企業価値モデルとシンセティック CDO 定量分析手法」を参照。

確認のうえ保証人である親会社の格付が適用される。

(5) 投資家へのキャッシュフローの確保

SPV（実態的には裏付資産）から、投資家に至るキャッシュフローが実務的・法的に確保されているかを確認する。

まず、実務面でのキャッシュフローの确实性を評価するには、前述の裏付資産の格付とキャッシュフローに関与する当事者（スワップカウンターパーティ等）の格付（契約履行能力）の他、スワップ契約上、SPV からスワップカウンターパーティへの支払日・支払金額並びにスワップカウンターパーティからの対価の受取日・受取額が裏付資産とクレジットリンク商品のキャッシュフローと一致していることを確認する。その他、キャッシュフローに関与する他の当事者に倒産が発生した場合でも後述のようにクレジットリンク商品に影響がないよう仕組みられていることが必要である。また、預金債権のように、利息の支払いが所得税の源泉徴収の対象となるような裏付資産の場合は、裏付資産とクレジットリンク商品の約定上のキャッシュフローにミスマッチが生じないスキームとなっていることに注意が必要である（例えば、源泉徴収分を補填するキャッシュフロースワップ契約の締結や信用枠設定契約の締結）。

SPC をヴィークルとするクレジットリンク債券やクレジットリンクローンの場合、法的側面からキャッシュフローが投資家に対して確保されているかを判断するために契約書のキャッシュフローに係わる条項の確認をすべき要点は以下の通りである。

- 格付対象シリーズ毎にキャッシュフローが峻別されているか（SPV が複数のストラクチャード・ファイナンス商品を発行する MULTI-ISSUE COMPANY の場合）
- 裏付資産からのキャッシュフローに途中でリークがないか

以下では、通常の場合に債券の発行体として利用されることの多いケイマン SPC の場合を例にポイントを説明する。まず、上記の を満たす条件は裏付資産からのキャッシュフロー（返済財源）が個別に確保されていることと、同一 SPC の発行する他のシリーズがデフォルトに陥った場合でも、格付対象シリーズのキャッシュフローに影響が及ばない（他の債券に係わる債権者の弁済請求権が実務的・法的に格付対象シリーズのキャッシュフローに影響が及ばない＝リング・フェンシング）ことである。ユーロ市場で発行されるクレジットリンク債では、リング・フェンシングにかかわる条項は、TRUST DEED、AGENCY AGREEMENT、SWAP AGREEMENT 等に記載されている。

当該 SPC が過去に発行したシリーズがあれば、そのすべてのシリーズがリング・フェンシングの要件を満たしていることにつき、直接的に既発行債券の関連諸契約をチェックするか、または SPC のリーガルカウンセルのオピニオンやレターなどで確認する。さらに、格付対象シリーズに未償還残高が存在する間は、将来発行される追加シリーズも同様の要件が満たされなければならないため、 の条件の SPC の取締役からの誓約書を徴求する。なお、国内発行証券化商品と同様、裏

付資産への担保権設定は必ずしも格付の要件としないが、他の条件が許すのであれば設定されていることが望ましいものと考えている。

に関しては、例えばユーロ市場で発行されるクレジットリンク債券のケースでは、カストディアンがシリーズ（トランシェ）毎に裏付資産である債券を個別に管理し、万一カストディアンが倒産した場合も当該債券が他の顧客からの預かり分と峻別されているかをチェックする。カストディアンの義務については、通常の場合 AGENCY AGREEMENT に規定されている。また受益者の代表として、海外 SPC の誓約条項の遵守を監視する TRUSTEE のみに、裏付資産に対する求償行使権を与える条項が付されていなければならない。その他、弁護士相談料、手数料等が不足することのないような手当がされていることが望ましい。

(6) SPC の倒産隔離

図表 3 主要な倒産隔離措置

<p>倒産予防措置・・・他業禁止、他の債務の負担禁止、議決権の切断、など</p> <p>倒産手続防止措置・・・独立取締役、倒産不申立条項、（マルチイシューSPC の場合）リング・フェンスの設定、など</p>

投資家へのキャッシュフローの確保を検討する際、SPC のバンクランプシー・リモート性の確保がなされていることも重要事項である。SPC の事業は、裏付資産の購入、債券の発行及びその利払い・償還、スワップ契約（もしくは他のデリバティブ契約または信用補完契約 / 流動性補完契約）の締結のみに限定されなければならない。すなわち、投資家の利益保護上、第三者による予期せざる倒産手続きがとられないように、SPC は当該債券発行に係わるリスク以外は負わないような措置が講じられている必要がある。格付に際しては、SPC が当該クレジットリンク商品発行及び利払い・償還を円滑に進めよう、契約上の措置が講じられているかを確認することが大切である⁶。

また、国内に設立された合同会社・株式会社（特例有限会社を含む）（「国内 SPC」と総称）の議決権を国内 SPC の設立主体から切断する方法としては、国内 SPC の全持分をケイマン SPC が保有する（さらに当該ケイマン SPC の全議決権付普通株式を慈善信託が保有する）方式だけでなく、国内 SPC の全持分を「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」に基づく一般社団法人（旧中間法人法に基づく中間法人が法改正に伴い一般社団法人となったものを含む）が保有する方式も

⁶ ユーロ市場発行クレジットリンク債を例にとると、TRUST DEED でケイマン SPC に対する活動制限の範囲を確認する。一般的な主な禁止活動*は以下の通りである。

子会社（支店）の設立、他社との合併
発行債券以外の負債を負うこと**
配当・利益分配
株式の追加発行
資産・利益の処分

* 但し TRUSTEE の合意があれば、この限りではない。

**MULTI-ISSUE COMPANY は、追加起債、及び関連業務が認められている。

含む。なお、倒産隔離等の必要となる要件はリーガルオピニオンの徴求等によってそれぞれのケースに応じて個別に検討する。

(7) その他のポイント

キャッシュフローのマッチング

裏付資産とクレジットリンク商品の発行条件、特に償還方法等キャッシュフローに関する条項における相違点の有無を確認する。もし異なる条項があった場合には、何らかの追加的なリスクが派生しないか、相違点に対応する措置(契約)がクレジットリンク商品に係わる契約書の中でカバーされていることが必要である。

適格口座

SPVの口座開設銀行の格付要件は、「適格回収金口座・適格投資対象」の規定による。

3. モニタリング基準

クレジットリンク商品の格付はウィークスト先の格付に収斂・連動するものであるため、クレジットリンク商品のレビューについては、ウィークスト先の格付を変更する格付委員会が行われた後、遅滞なく当該クレジットリンク商品のレビューを行う。

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