

## リパッケージ商品

### 1. リパッケージ商品

既発債券のキャッシュフローを、投資家にとってより魅力のあるキャッシュフローになるよう、通貨・金利スワップ等のデリバティブを使って新たに仕立て上げた（リパックした）債券はリパッケージ債 (Repackaged Notes) と呼称される。ここでは、図表1に掲げる裏付け資産を、図表2に掲げるSPV (Special Purpose Vehicle) を用いてリパックした、債券、ローン (Asset Backed Loan) または信託受益権をリパッケージ商品と総称する。

図表1 対象となる裏付け資産

- 債券（新株予約権付社債を含む）
- 貸付債権（ローン）・リース料債権・割賦債権・預金債権
- 生命保険会社の基金
- 事業法人・金融法人が発行するハイブリッド商品（優先株など）
- 上記を信託財産とする信託受益権

図表2 SPV (Special Purpose Vehicle)

- 信託
- 資産の流動化に関する法律に基づき日本国内に設立された特定目的会社
- 会社法に基づき日本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）

リパッケージ債がCBO（社債担保証券、Collateralized Bond Obligation）と異なる点は、スワップによりキャッシュフローが変換されるとはいえ、あくまでも担保債券のキャッシュフローと新たに発行される債券のキャッシュフローは1対1で対応していることである。これに対して、CBOは多数銘柄の担保債券による複数のキャッシュフローを前提に優先劣後構造（優先債／劣後債、または優先債／メザニン債／劣後債）を持つ。したがって、リパッケージ債の格付けは発行に係る契約関係（担保債券の信用力、キャッシュフローに関与する当事者の契約履行能力、法的プロテクション）を分析して行うこととなる。一方、CBOは、発行構造を分析した上で、設定された信用補完水準を査定して格付けを行う。

## 2. 格付けのポイント

### (1) 格付けの枠組み

JCRのリパッケージ商品の格付けは、基本的にウィーク・リンク・アプローチに基づく。すなわち、リパッケージ商品の最終的な格付けは、

基本的に

#### ①裏付け資産の格付け

#### ②スワップカウンターパーティの格付け(もしくはその他のデリバティブカウンターパーティまたは信用補完/流動性補完提供者)

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けにおいて、その証券を裏付けている要素のうち最も弱い要素の格付けより高位になることはない。すなわち、リパッケージ商品の格付けはもっとも弱い要素(以下「ウィークスト先」)の格付けに収斂・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、リパッケージ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。裏付け資産の格付け及びスワップカウンターパーティの格付けのうち、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、リパッケージ商品の格付けも変更の手続きがとられる。

ただし、②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けが一定の水準未満に低下した場合、(a)適格要件を満たすカウンターパーティーへの交代(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けをリパッケージ債の格付けの上限としないことも可能である。<sup>1</sup>この場合のスワップカウンターパーティの格付けについてはp格付け(主として公開情報に基づく格付け)を含め、原則としてJCR格付け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に応じて検討されることになる。

### (2) 裏付け資産の格付け(信用力)

リパッケージ商品の利払い、償還、仕組み維持のための諸費用は、第一に裏付け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、裏付け資産の格付けは、リパッケージ商品の最終的な格付けの中核を構成する。

裏付け資産の銘柄が複数ある場合は、その中で最も格付けの低い銘柄に焦点を当てることとなる。裏付け資産の信用力の要素が独立であるとき、裏付け資産の銘柄数の増加は単純に元本毀損リスクの増加をもたらす。換言するとリパッケージ商品は、裏付け資産のキャッシュフローが一つでも滞ってしまうと、デフォルトないし期限前償還となるため、裏付け資産の銘柄数の増加はデフォルトの可能性を高めるという考え方とっており、多数の裏付け資産の銘柄を持つリパッケージ商品の格付けは慎重に行う。

なお、統計論的に見れば、ウィーク・リンク・アプローチの採用は、各要素間の倒産確率の相関係数

<sup>1</sup> 詳細は、参考レポート「ストラクチャード商品とスワップカウンターパーティーの信用力について」参照。

を1（完全に連動）としており、各要素のデフォルトがランダムに発生（相関係数は0）すると仮定した場合、極論すれば「倒産確率の単純和による推定」とすべき、とも考えられる。

数銘柄の「デフォルト相関」をピンポイントで設定することには相応の困難を伴うが、一般的には、裏付け資産の銘柄が複数ある場合のリパッケージ商品の信用力は、「ウィークリンク」と「単純和」の中間に位置し、各要素間の倒産確率相関が高ければ「ウィークリンク」の採用がより妥当で、低ければ「単純和」が妥当と考えられ、こうした前提で格付け上は保守的な対応を行わざるを得ないものと考えている。

### (3) スワップカウンターパーティの格付け（契約履行能力）

スワップカウンターパーティに一般債務不履行の事態が生ずれば、スワップ契約が中断し、リパッケージ債は期限前償還となり、投資家の利益は損なわれることとなる。また、担保債券からのキャッシュフローがスワップされるべき対価受領に先立って振り込まれる場合には、対価の支払いを得るまでの間にスワップカウンターパーティがデフォルトに陥れば、リパッケージ債のキャッシュフローが損なわれることとなる。したがって、スワップカウンターパーティの格付け（契約履行能力）も、リパッケージ債を裏付けている信用力の要素となる。尚、スワップカウンターパーティにJCRの格付けがない場合ないし、契約履行能力の推定が困難な（例えば、大手金融機関のスワップハウス子会社等）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る場合も多い。

### (4) 投資家へのキャッシュフローの確保

SPV（実態的には裏付け資産）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確実性を評価するには、前述の裏付け資産の格付けとキャッシュフローに關与する当事者（スワップカウンターパーティ等）の格付け（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・受取額が裏付け資産とリパッケージ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關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リパッケージ商品に影響がないよう仕組みされていることが必要である。また、預金債権や基金・優先株のように、利息や配当の支払いが所得税の源泉徴収の対象となるような裏付け資産の場合は、裏付け資産とリパッケージ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）。

法的側面から当該リパッケージ債券の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。

- ① 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 (SPCが複数のリパッケージ商品を発行するMULTI-ISSUE COMPANYの場合)
- ② 裏付け資産からのキャッシュフローに途中でリークがないか

①を満たす条件は裏付け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。ユーロ市場発行リパッケージ債では、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をリーガルオピニオンなどで確認する。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。なお、国内発行証券化商品と同様、裏付け資産への担保権設定は必ずしも格付けの要件としないが、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。

②に関しては、例えばユーロ市場発行リパッケージ債のケースでは、カストディアンがシリーズ（トランシェ）毎に担保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担保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、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、担保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、確認の必要がある。

(5) SPCの倒産隔離

図表 3 主要な倒産隔離措置

- ①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
- ②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

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、裏付け資産の購入、リパッケージ商品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破

産手続きがとられないように、SPCは当該パッケージ商品発行に係わるリスク以外は負わず、それ以外の負債を負う場合（MULTI-ISSUE COMPANY）には当該パッケージ商品以外の債務についてデフォルトが生じた場合にも当該パッケージ商品のキャッシュフローに影響が及ばない措置が講じられている必要がある。格付けに際しては、SPCが当該パッケージ商品発行及び利払い・償還を円滑に進めよう、法的措置が講じられているかを確認することが大切である。<sup>2</sup>

また、国内に設立された特定目的会社・合同会社・株式会社（特例有限会社を含む）（以下「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（特定目的会社の優先出資を除く。以下同じ）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。

#### (6) 単一債務者型クレジットリンク商品の格付けへの準用

##### ■ 単一債務者型クレジットリンク商品の概要

クレジットリンク債（Credit-Linked Notes）とは、クレジットデフォルトスワップ契約（CDS契約）を通じ、当該発行債券の信用リスクを別の法人の信用に結びつけた債券のことで、ここではリンク先の信用が単一銘柄の場合を単一債務者型クレジットリンク商品と呼称する（複数銘柄で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）。

SPCが発行体になる場合、SPCは、X社発行ユーロ円建債を購入し、それを担保として、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、参照組織Y社の債務の時価等、当初の約定に基づく価額にて償還される。

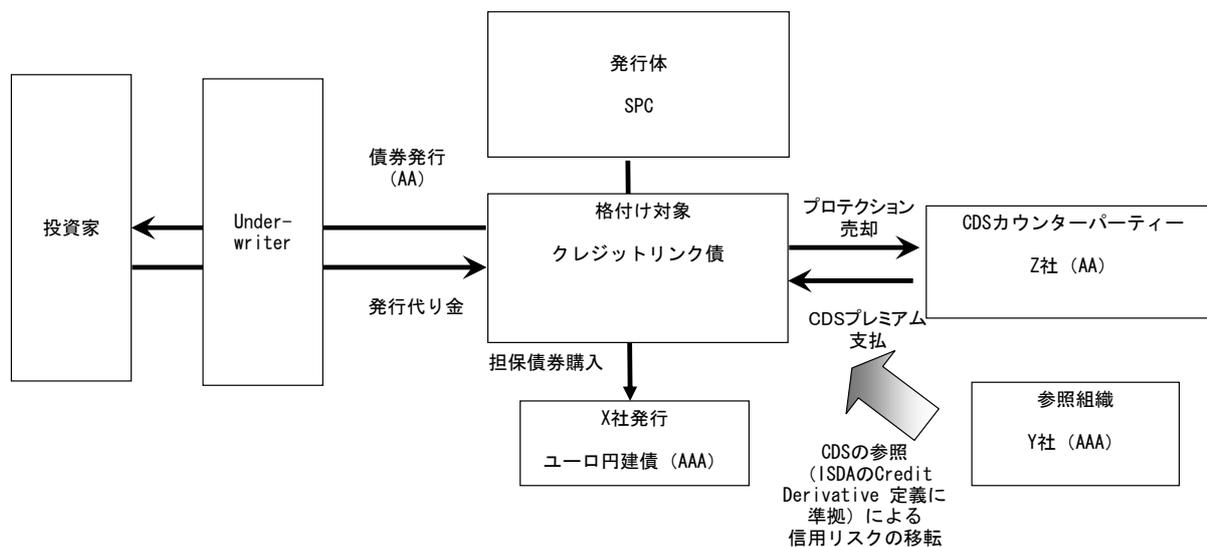
<sup>2</sup> ユーロ市場発行パッケージ債を例にとると、TRUST DEEDでケイマンSPCに対する活動制限の範囲を確認する。一般的な主な禁止活動\*は以下の通りである。

- 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。

単一債務者型クレジットリンク商品のスキーム図



■ 単一債務者型クレジットリンク商品の格付手法

基本的に

- ①裏付け資産の格付け
- ②参照組織の格付け
- ③CDSカウンターパーティーの格付け

の、ウィーク・リンク・アプローチに基づく手法によって格付けを行う。すなわち、もっとも弱い要素（ウィークスト先）の格付けに収斂・連動する。

ただし、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、一般の格付け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、個別の契約書を検討する必要がある、当該参照組織の格付け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、裏付け資産の銘柄が複数ある場合は、上記(2)の末尾で述べたリパッケージ商品の考え方を準用する。

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けは、

基本的に

- ①クレジットリンク商品発行体の格付け
- ②参照組織の格付け

の、ウィーク・リンク・アプローチに基づく。

なお、ファースト・トゥ・デフォルト債券（参照組織は通常5～10社程度の大手企業が選択されており、これらのうち一社でもデフォルトした場合には当該企業の債務の市場価格（現物が交付される場合も）で償還が行われるという債券）<sup>3</sup>の場合は、単一債務者型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、各参照組織の信用力（格付けおよび格付け推移）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、シンセティックCDOの格付手法を適用する。<sup>4</sup>

#### (7) その他のポイント

##### ① 貸金業法、ノンバンク社債法上の問題

リパッケージ債の一変形として担保資産として既発債ではなく貸付債権を用いるスキームも存在する。このケースでは、SPCが貸金業法第2条1項に規定する貸金業者と評価され、貸金業の登録を要求される可能性、さらに、SPCが貸金業者と評価された場合、SPCの貸付資金調達を目的に社債を発行するスキームであるため、ノンバンク社債法上の登録を要求される可能性について検討する必要がある。全体のスキームが上記2法を実質的に迂回する目的でないかどうか慎重な検討が必要である。

##### ② キャッシュフローのマッチング

担保債券とリパッケージ債の発行目論見書、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）がリパッケージ債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。

##### ③ 適格口座

SPVの口座開設銀行の格付け要件は、06年12月号「証券化における適格回収金口座・適格投資対象と決済性預金」の規定による。

#### 3. モニタリング基準

リパッケージ商品の格付けはウィークスト先の格付けに収斂・連動するものであるため、リパッケージ商品のレビューについては、ウィークスト先のレビューの格付委員会と原則として同時にリパッケージ商品のレビューの格付委員会を行う。

以上

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> シンセティックCDOの格付手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。

(参考) ユーロ市場発行リパッケージ債格付けの際の提出依頼資料

1. プログラム・セットアップ

- Memorandum and Articles of Association
- Declaration of Trust
- Board Resolutions
- Management Agreement (Administration Agreement)
- Principal Trust Deed
- Offering Circular (Information Memorandum, Programme Memorandum)
- Agency Agreement
- Custody Agreement
- Dealer Agreement

2. 各シリーズ

(1) リパッケージ債

- Supplemental Trust Deed
- Pricing Supplement (Supplemental Offering Circular, Supplemental Programme Memorandum)
- Swap Master Agreement (with Schedule) and Confirmation
- Supplemental Agency Agreement
- Dealer Confirmation
- Signing and Closing Agenda

(2) 担保債券

- Offering Circular (Information Memorandum)