

(最終更新日：2012年6月1日)

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）
- ケイマン諸島等に設立された特別目的会社

リパッケージ債の特徴は、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。したがって、リパッケージ債の格付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、関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. 格付のポイント

(1) 格付の枠組み

リパッケージ商品の格付は、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は、

基本的に

① 裏付資産の格付

② スワップカウンターパーティの格付（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、リパッケージ商品の格付はもっとも弱い要素（以下「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、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。よって、裏付資産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、リパッケージ商品の格付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をリパッケージ債の格付の上限としないことも可能である¹。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に応じて検討されることになる。

(2) 裏付資産の格付（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、裏付け資産の格付は、リパッケージ商品の最終的な格付の中核を構成する。

裏付資産の銘柄が複数ある場合は、その中で最も格付の低い銘柄に焦点を当てることとなる。裏付資産の信用力の要素が独立であるとき、裏付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をとっており、多数の裏付資産の銘柄を持つリパッケージ商品の格付は慎重に行う。

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。

¹ 詳細は、「スワップカウンターパーティ」を参照。

(3) 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、リパッケージ債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、リパッケージ債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リパッケージ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資産の場合は、裏付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（SPV 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①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、①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。

②に関しては、例えばユーロ市場で発行されるリパッケージ債のケースでは、カスタ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、万一カスタ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。カスタ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。

(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倒産手続きがとられないように、SPC は当該リパッケージ商品発行に係わるリスク以外に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 が当該リパッケージ商品発行及び利払い・償還を円滑に進めうるよう、契約上の措置が講じられていることを確認することが大切である。²

² ユーロ市場発行リ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。

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。

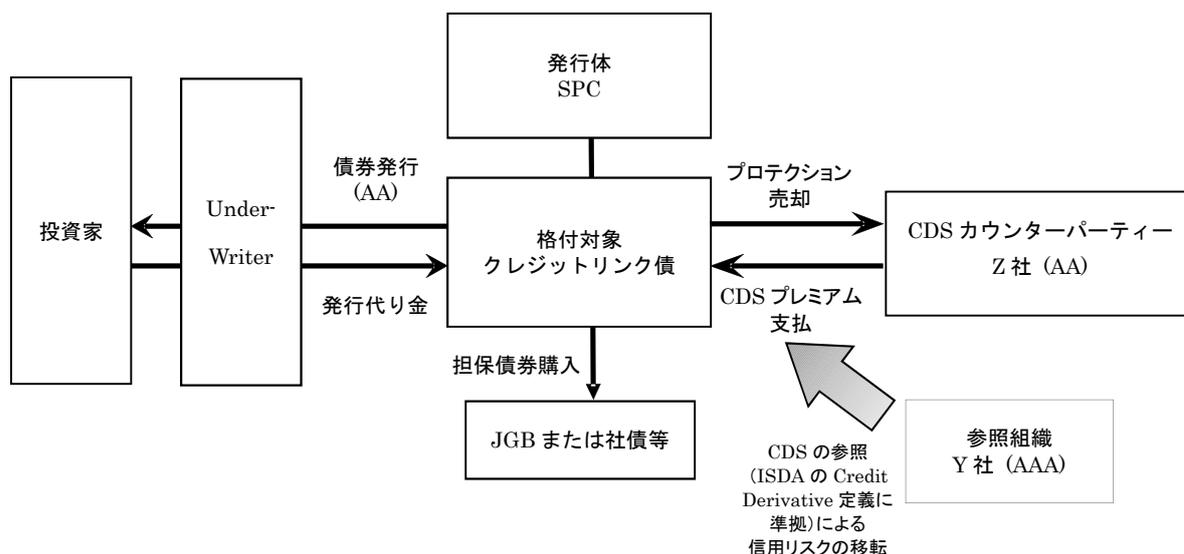
(6) 単一債務者型クレジットリンク商品の格付への準用

① 単一債務者型クレジットリンク商品の概要

ここでも最も一般的なケイマン SPC が発行体となるクレジットリンク債（Credit-Linked Notes）を例に説明する。クレジットリンク債とは、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、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。

単一債務者型クレジットリンク商品のスキーム図



② 単一債務者型クレジットリンク商品の格付方法

基本的に

- (i) 裏付資産の格付
- (ii) 参照組織の格付
- (iii) CDS カウンターパーティーの格付

の、ウィークリンクアプローチに基づく方法によって格付を行う。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、当該参照組織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。また、裏付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に関する考え方を準用する。

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は、

基本的に

- (i) クレジットリンク商品発行体の格付
- (ii) 参照組織の格付

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 社程度の参照体が選択されており、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）³の場合は、上記(2)の末尾で述べた観点から、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、シンセティック CDO の格付方法を適用する⁴。

(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

³ 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。

⁴ 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。

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はウィーケスト先の格付に収斂・連動するものであるので、リパッケージ商品のレビューについては、ウィーケスト先のレビューの格付委員会が行われた後、遅滞なく当該リパッケージ商品のレビューを行う。

以 上

(参考) ユーロ市場発行リパッケージ債価格付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)

◆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