

スワップカウンターパーティ

多くの証券化商品やリパッケージ債等（以下、ストラクチャード商品と総称する）において、金融機関がスワップカウンターパーティとしてスキームに関与している場合、当該当事者の信用力がストラクチャード商品自体の信用力に影響を与える場合がある。

JCRにおいては、従前より ISDA ベースのスワップ契約書等において、通常カウンターパーティのデフォルトがスワップ契約自体の清算事由として取り上げられていることなどから、当該ストラクチャード商品の原資産とカウンターパーティの両者の格付のどちらか弱い方の格付にリンクする「ウィークリンク・アプローチ」を原則として採用してきた。以下では、ストラクチャード商品の格付にあたってのスワップカウンターパーティの信用力の織り込み方について包括的に説明する。

1. ストラクチャード商品におけるスワップカウンターパーティ

ストラクチャード商品において、スワップはクレジットリンク商品やリパッケージ商品を主な対象として用いられている。ここで、スワップとは、期中両当事者間で金利のみを交換するスワップ（変動金利と固定金利や、異なる通貨をベースとする金利の交換など）と、金利のみならず償還時の担保資産からのキャッシュフローをも交換を約するスワップ、また、一方の当事者が他方当事者に企業等を参照とした特定のクレジットに対する「保証」に類似した経済効果を提供するクレジット・デフォルト・スワップなどを想定している。

2. スワップカウンターパーティの信用力の織り込み方

JCR では、原則としてストラクチャード商品の格付において、スワップカウンターパーティの信用力にもリンクする、ウィークリンク・アプローチを採用している。このため、格付対象となるストラクチャード商品にスワップカウンターパーティを超える格付を付与することはできないことが原則となる。

3. スワップカウンターパーティとの特殊な契約条項について

なお、主に投資家の要望によって、上記のようなスワップカウンターパーティのデフォルトによる、ストラクチャード商品に係る損失の影響を軽減するため、特殊な約定が付されるケースも散見される。一例としては、Credit Support Annex (CSA) による担保提供が行われることを約した商品や、フリップ・クローズと呼ばれる、スワップカウンターパーティ側の事象による清算事由への抵触時において、解約時の優先権が投資家側に委譲される商品があげられる。

一般に、こうした契約上の約定は、スワップカウンターパーティのデフォルト時において、ストラクチャード商品に係る投資家の回収可能性に一定の効果は期待出来るものと見られるが、通常用いられている約定においては、当該商品の格付判断上必要なタイムリーペイメント性の確保にまでは至らないものと JCR では考えており、ウィークリンク・アプローチの適用除外とはならないケースが大

半である。

しかし、以下の「デリンク措置」記載の手当てを施すことによって、ウィークリンク・アプローチの適用を回避することができるものとする。

4. デリンク措置について

(1) 格付対象ストラクチャード商品の格付が AA-以上である場合

スワップカウンターパーティについて、長期格付 AA-（短期格付 J-1+相当）以上の発行体格付を付与されている先を当初適格要件とし、

AA-未満（短期格付で J-1+未満）となった場合、

- ・ 適格要件を満たすカウンターパーティへの交代
- ・ JCR が適格と認める保証の差し入れ
- ・ 期中必要額をカバーする担保契約の設定

のいずれかを手当てすることを当初のスワップ契約書上で規定する。

さらに、期中の再構築コストが相対的に低いと判断されるシンプルなスワップ契約などの場合には、以下の基準を適用する。

格付対象ストラクチャード商品の格付が AA-以上である場合において、短期格付 J-1 以上（長期格付 A-以上）の発行体格付を付与されている先を当初適格要件とし、以下のいずれかの対応を当初スワップ契約にて規定する。

短期格付で J-1 未満となった場合、

- ・ 適格要件を満たすカウンターパーティへの交代
- ・ JCR が適格と認める保証の差し入れ
- ・ 期中必要額をカバーする担保契約の設定

特に、クレジット・デフォルト・スワップのように、スワップカウンターパーティが予め決められた金額を每期支払うのみの契約の場合には、以下のいずれかの対応を当初スワップ契約にて規定する。

短期格付で J-1 未満となった場合、

- ・ 適格要件を満たすカウンターパーティへの交代
- ・ JCR が適格と認める保証の差し入れ
- ・ 期中支払額のうち、1 期分相当の前払い

さらに、短期格付で J-2 未満となった場合、

- ・ 適格要件を満たすカウンターパーティへの交代
- ・ JCR が適格と認める保証の差し入れ
- ・ 期中支払額全額の前払い

(2) 格付対象ストラクチャード商品の格付が A-以上 AA-未満である場合

スワップカウンターパーティについて、長期格付 A-（短期格付 J-1 相当）以上の発行体格付を付与されている先を当初適格要件とし、

A-未満（短期格付で J-1 未満）となった場合、

- ・ 適格要件を満たすカウンターパーティへの交代
- ・ JCR が適格と認める保証の差し入れ
- ・ 期中必要額をカバーする担保契約の設定

のいずれかを手当てすることを当初のスワップ契約書上で規定する。

なお、(1)と同様に再構築コストが相対的に低いと判断されるスワップ契約の場合の対応については、個別に検討するものとする。

ここで、カウンターパーティの発行体格付は、原則として JCR 格付先のみを対象とする。また、この他にも担保提供などを含めた代替的なスキーム上の補強措置によるカウンターパーティの適格要件については、案件ごとに諸条件を検討することとしている。

上記デリンク措置は、スワップカウンターパーティが突然デフォルトしてスワップ契約の履行を断念する蓋然性が、ストラクチャード商品に付される格付から想定されるデフォルト率の範囲内に収まる、ということ想定したものである。このため、特に上記の担保契約によるデリンクについては、通常 CSA にて規定されている担保掛目、最低受渡金額、頻度等について、より保守的な判断が要請され、十分な検討が必要になるものと考えている。

なお、カウンターパーティとなりうる金融機関等に対しては、格付に表象される信用力のほかに、仮に信用力が悪化しストラクチャード商品で設定しているダウングレードトリガーにヒットした場合に、予め定めた措置に伴う事務フローを適切に行うだけの能力を持っているかについても検討を行い、最終的なスワップカウンターパーティとしての適用可否を判断することとなる。

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