

シンセティックCDOのモニタリング

2010年1月20日

アナリスト 菊池 理恵子

08年9月のいわゆるリーマン・ショック以降、国内外でクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引市場の改革が活発に議論されているが、国内のCDS市場でも参照体企業の一部にクレジットイベントが発生し、CDSを裏付けとしたシンセティックCDOにも格付低下が目立ち始めた。

以下では、JCRにおけるシンセティックCDOのモニタリングについて述べる。

1. シンセティックCDOスキーム概要

シンセティックCDOは、本邦企業を参照プールとするCDS契約ならびに担保債券を裏付けとして、SPCが投資家に対して債券を発行するものである(図表1参照)。

シンセティックCDOの裏付資産は、SPCがスワップカウンターパーティー(通常はアレンジャーがカウンターパーティーとなることが多い)と締結するCDS契約と、格付対象債券の発行代わり金で購入する担保債券である。

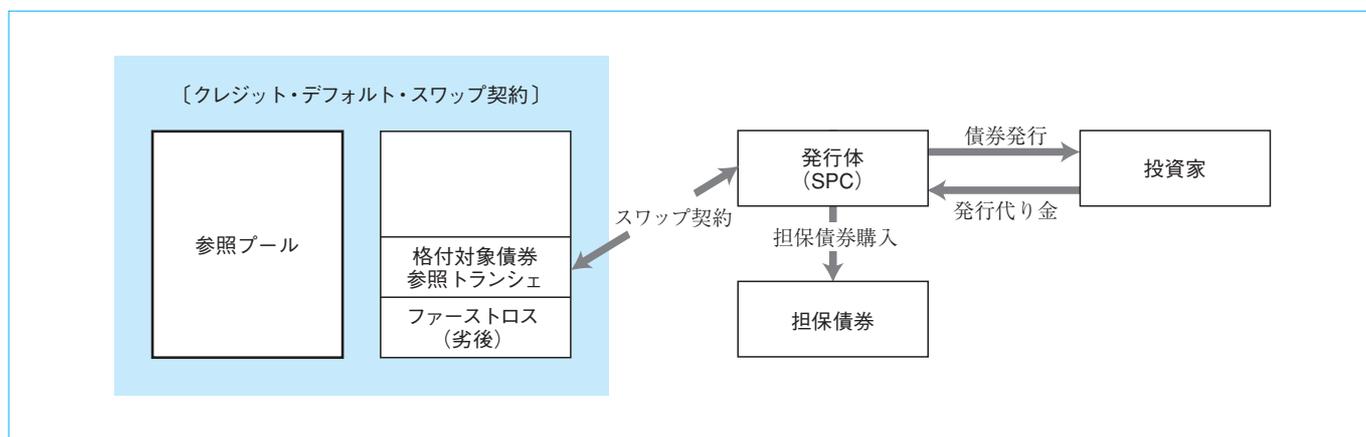
格付対象債券の利息はあらかじめ契約書に定められた日に支払われる。利息の支払原資は、担保債券の利息およびCDS契約のプレミアムとなる。

シンセティックCDOの信用補完は参照プールに対する優先劣後構造である。参照プールに発生する一定水準までのクレジットイベントはファーストロスでカバーされるが、当該水準を超過してクレジットイベントが発生した場合、CDS契約により当該損失につき担保債券を取崩すことによって補填することになっており、格付対象債券の元本の支払原資が失われることとなる。

一般的なシンセティックCDOの格付けは、格付対象債券に関して、①各利払日における利息の全額支払い、②償還日までの元本の全額償還—についての確実性に対して付与するものである。

格付けは一般的に、CDS契約の裏付けとなっている参照プールの信用力と担保債券のいずれか低い方に収斂する。

図表1 スキーム図



2. JCR格付対象のシンセティックCDOの格付推移

(1) シンセティックCDO案件に係る格付アクション

JCRが格付けを付与しているシンセティックCDOは、参照プールを構成する参照体のほとんどが国内事業会社（一部には、国内事業会社の海外子会社、地方公共団体などが含まれる案件もある）ということによって共通している。

参照プールの分析には、JCR格付先であればJCR格付けを参照するが、格付先でない事業会社に対してもシャドウ格付けを付与しており、当該格付けをもとに、参照プールの信用力分析を行っている。

09年度以降のシンセティックCDOに対する格付アクションは、担保債券の発行体としての企業の格下げ、ならびに参照体として含まれている一部の企業の急激な格下げの影響を受け、結果として案件全体のほぼ半数が格下げとなった。特に、09年12月24日にISDAよりクレジットイベント発生が認定されたアイフルの事例は、国内の事業会社で初のクレジットイベントとなり、当社を参照プールに含むシンセティックCDOの中には大幅な格付けの変更を余儀なくされたものもあった。

その一方で、こうした参照体が含まれていてもその格下げの影響を受けなかった債券もあり、案件全体の半数が08年度の定期レビュー時から据え置き、もしくは格上げとなり、安定的に推移している。また、AAA・AA+の1年間の格下げ件数はともに1件にすぎず、上位格付けが付与されている案件の格付推移は下位格付けと比べて安定的であることも確認できている。

(2) シンセティックCDOの格付変化の特徴

シンセティックCDOに付与される格付けは、通常の場合100社程度の比較的信用力の高い参照プールから構成されるため、格付付与後短期間のうちに参照体がデフォルトを起こす可能性は相応に小さいと考えられる。しかし、ひとたび参照体に大幅な格下げが発生した場合、その影響を受けシンセティックCDOの格付自体も複数ノッチ下がることもある。参照体の格下げの程度、格下げ後の格付水準に想定されるデフォルト率によっては、参照体1社の格付けが変化しただけで格付対象であるシンセティックCDO自体の格付けが大きく変わる可能性もある。

図表2は、期間5年、100社の参照体からなるポートフォリオを参照したシンセティックCDO案件(当初：AA、劣後4.0%)の感応度分析の結果である。

具体的な事例として、残存期間(横軸)を1年刻みにして、残存期間内に発生する参照体のクレジットイベント発生件数(縦軸)とその結果格付けがどのように変化するかを示したものである。

図表2より、シンセティックCDO案件は一般的にいわれているように、参照体1社にクレジットイベントが発生した場合の格付けの変化が事業会社、または他のストラクチャード・ファイナンス商品と比べて結果的に特異な格付アクションとなる場合があり得ることがうかがえる。

これは残存期間が長いほど顕著な特徴であり、逆に残存期間が短くなり、参照プールの信用力が高まると、限界的に発生するクレジットイベントに対しての格付けの変化の幅が小さくなることも同様に観察される。

シンセティックCDOの格付けは、デフォルトの蓋然性が表記の格付相当に縮減されていると判断できることは事業会社や他のストラクチャード・ファイナンス商品と同様である。しかし、いったん参照体に大きな格下げがあった場合には、その影響を受け、時に複数ノッチの格下げにつながる可能性もあることには留意が必要である。

図表2 感応度分析(平均格付け A+・Aの間)

クレジットイベント発生件数 \ 残存期間	5年	4年	3年	2年	1年
0件	AA	AA	AA+	AAA	AAA
1件	BB+	BB+	AA-	AA-	AA+
2件	B	B	BB	A-	AA-
3件	CC	CC	CC	B-	BB-

JCRでは格付けの透明性を一層高めるため、今後シンセティックCDOの新規格付案件にかかるレポートに、前述の感応度分析結果も記載する予定である。

3. モニタリング概要

シンセティックCDOのモニタリングは、年に1回の定期レビューと臨時レビューによって行われる。

(1) 定期レビュー

現在JCRで格付けを付与しているシンセティックCDOは、07年8月に公表した格付手法「シンセティックCDO」(http://www.jcr.co.jp/rat_stru/pdf/k_03.pdf) にのっとり、劣後比率算出の分析方法として企業価値モデルを採用している。案件の中には、07年8月以前に発行されたものもあるが、上記格付手法採用の際に同手法にて再度分析し、格付けに変更がないことを確認している。

定期レビューでは、上記手法にて残存期間、参照プールを構成している各参照体の信用力、格付対象債券の劣後比率を勘案し、レビュー実施時点での格付対象債券の信用力を分析する。

原則として、分析結果が現在の格付けから上がる場合には格上げ、下がる場合には格下げ、変化がない場合には据え置きとし、定期レビュー結果は格付委員会にて承認後、担当アナリストによりすみやかに発行体へ通知・公表される。

なお、シャドー格付けの見直しについても、それぞれ定期レビューを行うこととしている。

また、定期レビューに加え、JCRでは定期的に参照プールの格付変化を精査している。

これは、3ヵ月に1回各案件の参照プールの格付けの、前回レビュー時からの変化を確認するものであり、確認の結果一定以上の信用力悪化の原因となりうる条件に抵触する場合には、後述の臨時レビューを行い、シンセティックCDOの格付けを見直すこととしている。

(2) 臨時レビュー

参照体の格付けが急激に悪化し、または一定水準以下に格下げされ、その結果としてシンセティックCDO自体の格付けも下がる可能性があるとき、当該債券に対して臨時レビューを行う。

臨時レビューでは、格付けが変化する債券の格付けをいったんクレジット・モニターの対象にし、爾後参照プール全体の格付けを精査、再度レビューの格付委員会に諮ることで、格付けの見直しを行う。

クレジット・モニター開始、ならびに格付けの見直しが行われた時点それぞれで、格付けの結果は担当アナリストから発行体へ通知・公表される。

なお、上述の格付変化の精査において、格付対象債券に現在付されている格付けが一定水準以上下がると判断される場合にも臨時レビューを行い、格付けを変更する。

4. アイフルのクレジットイベント認定を受けての格付アクション

09年12月に、ISDA (International Swaps and Derivatives Association) のDetermination Committeeにおいて、アイフルに対してクレジットイベントが発生したと認定された。

JCRではアイフルがADR手続を申請した09年9月より、当社が参照プールの中に含まれるシンセティックCDOに対してクレジット・モニターの対象とし、格付けを見直してきた。また、アイフルがクレジットイベントに抵触する蓋然性に鑑み、クレジットイベントに抵触し、参照プールに損失が発生するとさらに格付けが低下する可能性のあるシンセティックCDOに対して、引き続きクレジット・モニターの対象としてきた。

一般のクレジットイベント認定を受け、アイフルのCDS契約上における信用力は「D」相当であると判断、アイフルを参照プールに含むシンセティックCDOで格付けの変更があるものを対象として格付けの見直しを行った。

なお、参照体にクレジットイベントが発生した場合の回収率は、契約書内であらかじめ決められている一定水準を採用する場合（固定回収率）と市場回収率にしたがう場合とがある。

市場回収率の決定方法は各案件の契約書上の約定によって異なっているが、一般的には1月下旬に予定されているアイフルのCDSにおけるオークションプライスの決定を受けて決まっていく可能性が高いと思われる。

一方、固定回収率を採用しているCDOでは、CDS契約でクレジットイベントと判断されれば、実際の回収状況にかかわらず参照元本金額から回収金額を控除した金額が損失額とみなされることとなる。

JCRでは、アイフルを参照体として含むCDOの中に、市場回収率により損失額を決定するものがある。これらの案件に関しては、上記にかかわらず引き続きクレジット・モニターの対象とし、今後の関係当事者の判断を踏まえ最終的な格付判断を行っていく予定である。

また、固定回収率を採用しているCDOに関しても、アレンジャーによる当該案件内でのアイフルの扱いが決定していないものが多い。このため、今後アレンジャーがCDS契約にのっとった上で、アイフルに対してどのように判断するか、その結果を注視していく。

5. 日本航空の会社更生手続開始決定を受けての格付アクション

10年1月19日、日本航空は東京地方裁判所から会社更生手続開始決定を受けた。これを受け、JCRでは日本航空の信用力を「D」と判断し、日本航空を参照プールに含むシンセティックCDOの格付けを変更し、通知・公表している。

JCRでは、シンセティックCDOに対する一連のモニタリングの中で参照体の1社としての日本航空の格付推移を確認してきたが、日本航空の格付けが大きく下がる過程で、クレジットイベントに抵触する蓋然性が高まったと判断した段階から、当社を含むシンセティックCDOに対してクレジットモニターの対象として投資家に注意喚起してきた。 