

# 証券化商品格付け上のチェックポイント

## SPC、スキーム関係者の信用力、スワップ契約を対象に

- 証券化商品の組成に不可欠なSPCは裏付け資産と負債を持つ「箱」であり、倒産隔離機能を備えていなければならない。R&IではSPC設立時と、SPCが債権譲渡を受けて債券を発行し業務を開始した後の2段階に分けて、破産申立等によりSPCが求められる役割を継続できなくなるリスクを極小化するための要件を満たしているか、チェックしている。
- シンセティックCDOやクレジットリンクノート、リパッケージ債などの組成に当たっては、スワップ・カウンターパーティーをはじめ多くの関係者が関与する。組成された証券化商品の格付けは基本的には関係者の信用力が上限になるが、各関係者について適切な代替措置等を講じることで、関係者の格付けを超えることが可能であり、多くの実例がある。
- 証券化商品に多く盛り込まれているスワップを含む契約については、ISDAの定める契約雛型が業界標準として利用されている。クレジットデフォルトスワップ契約が組み込まれている場合には、クレジットイベントの定義や債務の種類・性質等に関する規定に特に注目する。これらは当該証券化商品の劣後の水準を決める上で極めて重要なためである。

### 1. SPC（特別目的会社）のチェックポイント

証券化商品の解説書を見ると最初に目にする言葉がSPC（Special Purpose Company）とかSPV（Special Purpose Vehicle）といったアルファベット3文字の略語であろう（特段の断りがない限り総称してSPCという）。日本語では特別目的会社と呼ばれることが一般的なSPCは証券化商品を発行する会社であるが、基本的には裏付け資産と負債を持つ「箱」（導管体と呼ぶこともある）であり、何らかの事業を行う会社ではない。

格付けアナリストがSPCをチェックする場合、「箱」であるかどうかを確認するのが主要な作業になる。SPCと言ってもその形態は株式会社、有限会社、特定目的会社（TMK）、中間法人など様々で、国内で設立されたSPCのほか、ケイマンなど海外のタックス・ヘブン（租税回避地）で設立されたSPCが利用されることも多い。

#### ■証券化ビークルの主な形態

〔日本国内の証券化ビークル〕	〔海外の証券化ビークル〕
<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式会社、有限会社、組合等</li> <li>・特定目的会社（TMK）、有限責任中間法人</li> <li>・信託勘定</li> <li>・特定目的信託</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ケイマン（英国）</li> <li>・デラウエア（米国）</li> <li>・ジャージー</li> <li>・アイルランド</li> <li>・ルクセンブルグ</li> </ul>

## SPCに求められる基本的な機能

SPCが箱としての役割を果たすには、倒産隔離（bankruptcy remoteness）機能が備わっていないといけない。R&Iでは、証券化商品の格付けにあたって、以下の4つの要件が満たされているかどうかをチェックすることによって、その点を確認している。

- ・SPC自身による破産申立により業務の継続ができなくなるリスクが極小化されていること
- ・SPCの議決権株式保有者からの破産申立によりSPCとしての業務を継続できなくなるリスクが極小化されていること
- ・倒産等によりオリジネーター（原債権者）の信用力が低下した場合の影響から隔離されていること（真正売買）
- ・債権者からの破産申立によりSPCとしての業務を継続できなくなるリスクが極小化されていること

証券化商品の組成に当たってSPCの倒産隔離機能を高めるには、何らかの措置を講じることが必要だ。SPC設立時と、SPCの業務開始後という2つのステージに分けて考えてみよう。破産申立の可能性を極小化させることに着目すれば、第1ステージでは、SPC設立時の定款等に必要な記載を織り込むことによって、それを実現し、第2ステージでは、投資家をはじめとするSPCに対する債権者から破産申立が実行される可能性を除去する措置を取ることになる。具体的には、破産申立制度の利用を抑止したり、そのインセンティブを低減させることが重要だ。

ただ注意したいのは、これらの措置が実際に有効かどうかは、SPCが倒産してみないことにはわからないということだ。今の段階では、SPCの倒産隔離性を高めるために考える最良の手段に過ぎないと言える。

表1に主なチェックポイントをまとめたので参照されたい。

■表1 SPCに関する主要な確認項目

	主なチェック項目	備考
SPC 設立 時に 確認	事業の制限	対象となっている証券化業務以外行えないことを規定
	債務負担の制限	対象となっている証券化業務以外の債務を負わないことを規定
	取締役・社員に関する制限	スキームの関係者以外の第三者が取締役に就任する
	発行株式への措置	新株発行禁止や議決権行使の制限
	ノンペティション	取締役等がノンペティションを誓約
SPC 業務 開始 後に 確認	真正売買	裏付資産のオリジネーターからの譲渡が真正売買であることを確認
	責任財産限定特約	投資家等関係者が請求できるSPCの資産を限定
	資産の分別管理	SPCが複数の債券を発行する場合に備え、資産の分別管理を確認
	ノンペティション	投資家等関係者がSPCを倒産させないことを規定

## 2. 証券化商品の関係者の信用力に関するチェックポイント

証券化商品には、クレジットの参照先や担保債券といった主たるリスクの所在の他に、様々な関係者の信用力が複雑に入り組んでいる。証券化商品に関わる主な関係者とは、(1) スワップ・カウンターパーティー、(2) 預金銀行、(3) カストディアン、(4) トラストィ、(5) 支払代理人、(6) SPCの運営会社、(7) アレンジャーの7つだ。R&Iでは、これら証券化商品の関係者がR&Iの格付けを取得していることが望ましいと考えている。格付けがない場合でも、信用力、評判等を絶えずチェックしている。特にスワップ・カウンターパーティー、預金銀行、カストディアン、支払代理人の信用力については、証券化商品の格付けの必要上、必ず確認している。

原則として証券化商品の格付けはこれら関係者の信用力が上限になるはずだが、実際にはこれら関係者の格付けを上回る格付け符号が付与されている証券化商品が数多く存在している。R&Iでは各関係者について代替措置等が講じられている場合は関係者の格付けを上回る格付けを付与しており、このような代替措置をデリンク措置と言っている。以下これらR&Iが証券化商品の格付けの必要上評価している4つの関係者を含め、前述の7つの関係者について簡単にチェックポイントを紹介する。

### スワップ・カウンターパーティー

スワップ契約が内在する証券化商品については、原則としてスワップ・カウンターパーティーの格付けが上限になる。ただし、スワップ・カウンターパーティーに代替措置等が講じられている場合はスワップ・カウンターパーティーを上回る格付けを付与することがある。スワップ・カウンターパーティーの格付けと証券化商品の目標格付けの対応関係は表2のとおりだ（詳しくは2001年10月15日付リリース「証券化案件におけるスワップ・カウンターパーティーの適格基準」を参照のこと）。

適格なデリンク措置とは、以下の4つが契約に盛り込まれており、少なくともひとつが実行されることだ。

- (1) 表2の条件を満たすスワップ・カウンターパーティーを新たに選び、全てのスワップ契約を継承させる。
- (2) 表2の条件を満たす金融機関が全てのスワップ契約について保証を差し入れる。
- (3) 現金など流動性の高い資産をR&Iが認める必要額以上、担保の形で差し入れる。
- (4) その他R&Iが適当と認める信用補完策を講じる。

もっとも、スワップ・カウンターパーティーの格付けが表2で示される基準を下回る、つまり、トリガーに抵触した場合、これらの措置がとられたからといって必ず格付けを維持するわけではなく、選択される措置によって格付けに差が生じることもある。

なお、組成の時点で、スワップ・カウンターパーティーの格付けが表2の基準を満たしていないにもかかわらず、AAAが付与されている商品も存在するが、このような商品は通常、スワップ・カウンターパーティー側が必要となるプレミアム等を案件当初に一括して前払いするなど、上記の適格なデリンク措置以外に更に何らかの強固な措置を取らせることで、目標格付けを実現しているもので、

■表2 目標格付けと適格スワップ・カウンターパーティーの格付けの対応

目標格付け	AAA ~ AA-	A+ ~ A-
SCPの格付け	a-1+ (もしくはAA-以上)	a-1 (もしくはA-以上)

■表3 目標格付けと適格預金銀行の格付け対応

目標格付け	～AA～	～A～	～BBB～
適格預金口座	～a-1	～a-2	～a-2

あくまで例外的な対応である。

### 預金銀行

証券化商品の元利金決済や、余剰資金のプールなど様々な理由で銀行預金口座が利用される。証券化商品の信用力を維持するためには預金銀行の信用力についても留意する必要がある。R&Iでは適格預金口座に関するクライテリアを設けている（詳しくは1999年11月1日付リリース「回収金口座および余資運用について」を参照）。

### カストディアン

カストディアンとは、有価証券の保管や決済など証券管理業務（カストディー業務）を行うものであり、通常、銀行や信託銀行が従事している。カストディアンが証券を確実に保管することが証券化商品組成の上で極めて重要だ。カストディアンについても預金銀行と同様の規定（表3）を適用している。

### トラスティ

社債権者の利益を保護するために、その代理人としてカストディアンに証券の保管や決済に関する指示を出すとともに、発行体が社債契約を順守しているかどうかモニタリングしているのがトラスティである。トラスティの役割は極めて重要であるが、社債の信用力に直接の影響を与える存在ではないので、R&Iではトラスティに関する規定は設けていない。トラスティに関しては、(1) 市場での実績があり一般的に知られており、その職務遂行能力に特段の問題がないと考えられること、(2) Trust Deed（トラスティの業務内容を規定する契約書）などによってトラスティの信用力が過度に案件の信用力に影響を与えないことを確認している。

### 支払代理人

債券の発行体から投資家に元利金が支払われる際、支払代理人が介在するのが一般的である。一時的に支払代理人の元に元利金が滞留することも考えられるので、支払代理人の信用力にも注意を払う必要がある。支払代理人についても預金銀行と同様の規定を満たすことが望ましいが、信用力に特段の懸念がない金融機関であれば問題はないと考えている。

### SPCの運営代理人

SPCの運営代理人は事務管理者または事務代行者と呼ばれることもある。ケイマンSPCであればケイマンの弁護士事務所等が行うことが多く、TMK、中間法人などの国内SPCの場合は国内の会計事務所等が行っている。主な役割はSPCへの取締役派遣であり、R&Iでは当該業務での実績を確認している。

### アレンジャー

アレンジャーの信用力を直接問うことはない。しかしながら、アレンジャーは証券化商品を扱う上でもっとも中心的な役割を果たしており、実際に問題が発生すると投資家と直接連絡をとって解決に当たらなければならない。それだけに、信頼できるアレンジャーかどうかは証券化商品を格付けする際の重要なポイントになる。アレンジャーの商品組成動機、想定している投資家層、証券化商品部隊の組織体制などをチェックすることによって、信頼できるアレンジャーかどうかを見極めるようにしている。アレンジャーは基本的には投資家本意の商品設計に努めているといえるが、アレンジャーによって多少の温度差があるというのもまた格付け担当者としての偽らざる実感だ。

### リングフェンス性のチェックポイント

証券化商品の場合、1つのSPCが1つの債券を発行するのが原則だ。証券化の黎明期は確かにこの原則が守られていた。しかし、証券化市場の発展とともにSPCにかかるコスト削減の観点から複数の債券発行が一般化した。複数の債券が発行されると、投資家は自分が投資している債券とは異なる他の債券のリスクを負う可能性が出てくることから、債券間で各投資家の権利が分離されていることが求められる。同一SPCから発行される債券間の仕切り（フェンス）の程度をリングフェンス性と言っている。

R&Iでは複数の債券を発行しているSPCから発行される債券を格付けするにあたって、SPCが発行する全ての債券について以下の3つの要件を満たすことを要求している（ここでは基本的にロンドンを中心とした国際市場で発行される場合を想定しており、日本国内発行の場合は更に考慮が必要）。

- (1) 投資家（複数債券が発行されている場合はそれぞれの投資家）およびスキーム関係者がリミテッドリコース（責任財産限定）とノンペティション（倒産不申立）を契約書で表明・約束していること
- (2) 裏付け資産が分別管理されていること
- (3) 発行されている債券ごとに有効な担保権が設定され、対抗要件が具備されていること

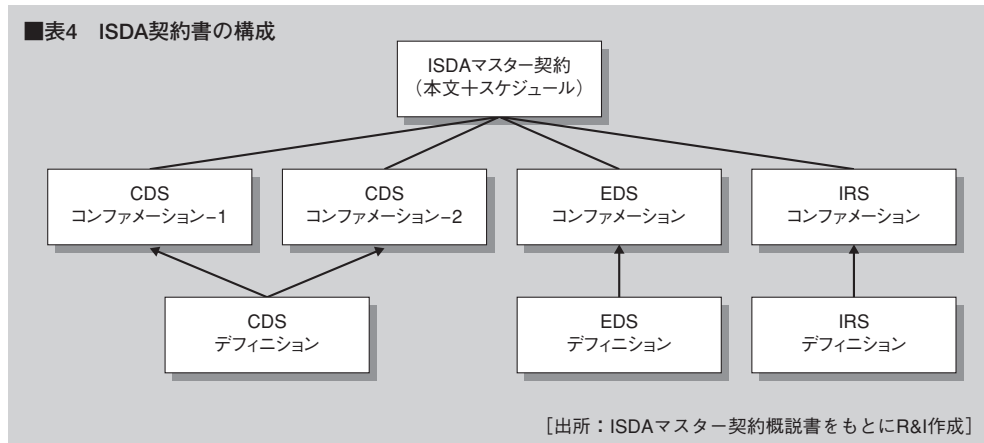
### 3. スワップ契約のチェックポイント

何らかのスワップ契約を内在している証券化商品が少なくない。シンセティックCDOのように裏付け資産がスワップ契約そのものという商品もある。そこで、R&Iではスワップ契約を受領し契約内容を細かくチェックしている。証券化商品で利用されるスワップ契約は通常ISDA（International Swaps and Derivatives Association、国際スワップ・デリバティブズ協会）の雛型が利用されていることから、以下ではISDAの契約に基づいて締結されるクレジットデフォルトスワップ契約と金利スワップ契約に関するチェックポイントを紹介する。

### ISDAとISDA契約書の構成

ISDAとは、主にデリバティブを取り扱う業者からなる業界団体で、当該取引における法務、税務、会計等のインフラ整備を行っている。なかでも、ドキュメンテーションの制定が主要業務のひとつであり、ISDAが作成する雛型はマーケット・スタンダードとして広く利用されている。

■表4 ISDA契約書の構成



ISDAの契約書は、表4に示したように、本文とスケジュールからなる「マスター契約」、個別取引の条件を指定する「コンファメーション」、コンファメーションで使用される用語や計算式について定義した「デフィニション」の3つの部分に分かれ、それらが一体となってひとつの契約を構成する。取引ごとにコンファメーションを締結することで、契約当事者はひとつのマスター契約の下で複数の取引をすることが可能だ。

現在では、多くのデリバティブ取引がISDA契約に基づいて取引されており、R&Iで格付けする商品についても同契約を用いた案件がほとんどだ。

### ISDAマスター契約およびスケジュール

ISDAマスター契約とは、デリバティブ取引における基本約定書にあたるものだ。ISDAが定めた基本ルールにあたる「本文」と、契約当事者が本文を適用するか否かを選択したり、本文への追加、変更、修正を加えたりする「スケジュール」と呼ばれる付属明細書からなる。

■表5 ISDA契約の確認事項

契約書	確認項目	内容/目的
マスター契約&スケジュール	Cross Default (クロスデフォルト)	ISDA契約以外のデフォルト事由の適用禁止
	bankruptcy (倒産)	SPCの債務超過によるデフォルト規定を削除
	Amendment (契約変更)	R&Iへの事前通知と確認
	Transfer (譲渡)	
	No Set Off (相殺の禁止)	他契約、シリーズ内、シリーズ間の債権債務の相殺を禁止
	Netting (ネットティング)	
Single Agreement (シングルアグリーメント) リミテッドリコース・ノンペティション	個別コンファメーションの独立性、責任財産の限定等を規定	
クレジットデフォルトスワップ契約	取引スケジュール	格付対象債券の償還スケジュールとの整合性
	クレジットイベント (Credit Event : CE) 複数債権者オブリゲーション	2クレジットイベント、3クレジットイベント リストラクチャリングの種類
	参照債務	種類と性質
	決済方法、決済条件	現物決済/現金決済、評価日と評価回数
	通知	イベント時、終了時の通知
	トリガー規定 スワップカウンターパーティー・デフォルト時	トリガー水準および措置、解約コスト ノートホルダープライオリティーあるいはプロラタ
金利スワップ契約	担保債	担保債種類、償還条項
	トリガー規定	入替規定 トリガー水準および措置、解約コスト

[出所：R&I作成]

通常、雛型である本文を直接修正することは行わず、スケジュールで本文記載の内容が修正される。R&Iでは、表5のとおり (1) SPCについてクロスデフォルトの規定が適用されないこと、(2) 個々のデリバティブ契約が独立しているというシングルアグリーメントの規定が適用されていること、(3) シリーズ間（複数回発行する場合）およびシリーズ内（一回の発行で複数の債券を発行する場合）でキャッシュフローがネッティングされないこと、(4) リミテッドリコース、ノンペティション条項が存在すること（内容も確認）、(5) 契約変更や譲渡禁止に関する記載内容が適切であること——などについて確認している。

### クレジットデフォルトスワップ・コンファメーション

クレジットデフォルトスワップ（以下、CDS）のコンファメーションとは、CDS取引における経済的諸条件を規定し、取引の都度、締結するものである。当該契約書でR&Iが確認する内容は、大きく分けて2つある。

第1に、取引に共通する諸条件である。クレジットイベントの定義や、参照債務の種類・性質などは、証券化商品の劣後水準の算出にあたって直接関係する事項のため特に重要だ。その他、クレジットイベント発生後の決済方法や現金決済が選択された際は特に裏付け資産の処分価格の評価回数やその期間に注目している。価格評価の回数が少なすぎたり、期間が短すぎたりすることで回収率が低くなりすぎないように配慮している。またクレジットイベントが発生したり、早期償還が行われる場合などにはR&Iに通知する条項を盛り込むよう依頼している。

第2は、先述のスワップ・カウンターパーティーにデリンク措置を講じた際の格付けトリガー規定に関するものである。R&Iが期待する規定になっているかどうか確認している。なおトリガー抵触時に代替スワップ契約を締結する場合には、発行体に費用が発生しない点が盛り込まれていることを確認している。通常、スワップカウンターパーティープライオリティとされるウォーターフォール（支払い順位）も、スワップ・カウンターパーティーのデフォルト時には、ノートホルダー（社債権者）プライオリティあるいはプロラタ（残高比率に応じた割合）とするよう規定している。

### 金利スワップコンファメーション

SPCに発行債券のクーポンを確実に支払わせるため、金利スワップを用いて担保債等の保有資産から得られるキャッシュフローを調整するが、金利スワップコンファメーションは、取引ごとに締結される。契約上のチェックポイントとしては、主に担保債の満期が格付対象債券の償還日より前であるかといった点（タイムリーペイメント）や、担保債の入れ替えを可能とする際は、担保債の入れ替え規定が重要となる。CDS契約と同様、スワップ・カウンターパーティーにデリンク措置を講じる際は、トリガー水準と抵触時の対応を上記と同様に確認している。

#### 参考文献等

・山本和彦 1998年5月「債券流動化のスキームにおけるSPCの倒産手続防止措置」、『金融研究』第17巻第12号、日本銀行金融研究所