

信用格付事例解説（商品別）

公表日：2017年6月9日

デリバティブ商品

ストラクチャードファイナンス本部

（シングルネーム型クレジットリンク商品）

本レポートは、一般的なストラクチャードファイナンス商品について、信用格付の事例を解説したものである。

I. 分析対象商品の概要

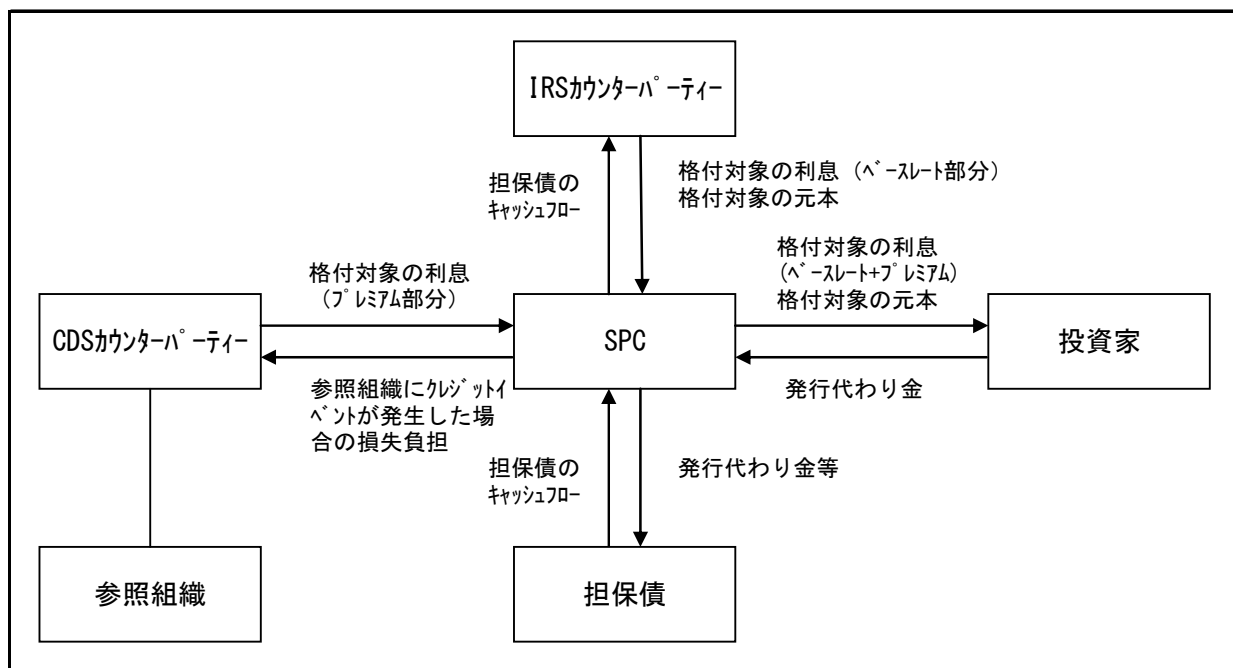
SF 商品には、比較的高い信用力の債券をリパッケージした商品（リパッケージ商品）にデリバティブ取引を組み合わせることで組成される債券等（デリバティブ商品）がある。本レポートに挙げる事例は、単一の参照組織の信用リスクを移転するクレジットデリバティブを組み込んだデリバティブ商品、いわゆるシングルネーム型クレジットリンク商品である。

クレジットデリバティブの一般的な取引としては、クレジットデフォルトスワップ（CDS）契約が用いられる。CDS 契約は、契約に定めた企業（参照組織）の信用リスクを移転する者（プロテクションバイヤーまたは CDS カウンターパーティー）とそのリスクを引き受ける者（プロテクションセラー）との間で結ばれるスワップ契約である。プロテクションバイヤーはプロテクションセラーにリスクプレミアムを支払い、一方、プロテクションセラーは、クレジットイベント観測期間内に参照組織にクレジットイベントが発生した場合、あらかじめ定められた決済手続き（現物決済、現金決済、オークション決済）に基づき、当該参照組織のクレジットイベントによる損失相当金額をプロテクションバイヤーに支払う。

CDS 契約には、シングルネーム型とポートフォリオ型が存在する。シングルネーム型は単一の参照組織に関する取引であり、ポートフォリオ型は複数の参照組織からなる参照ポートフォリオに発生する損失（参照組織の信用リスク、参照組織間のデフォルトに関する相関リスク）に関する取引である。ポートフォリオ型の取引形態としては、最初に顕在化した信用リスクを対象とする取引（FTD 型）、参照ポートフォリオに設定される免責金額の超過損失を対象とする取引（CDO 型）等に分類される。

本レポートで取り上げるシングルネーム型クレジットリンク商品（以下、格付対象）では、リパッケージ商品をベースにシングルネーム型の CDS 契約を組み合わせている。投資家は、参照組織にクレジットイベントが発生した場合、当該参照組織の評価債務の損失割合分を負担する。

以下、スキーム図に沿って特別目的会社（SPC）を発行者とした一般的な格付対象の仕組みを説明する。なお、SPC 発行以外のスキームとして、金融機関の MTN プログラムから発行する債券、金融機関向けローンにクレジットイベント特約を付すことでクレジットデリバティブの経済効果を内包させる商品等がある。



- (1) SPC は、カウンターパーティーと金利スワップ（IRS）及び CDS からなるデリバティブ取引に関する契約を締結する。SPC は格付対象の発行代わり金等により、格付対象と同じ元本金額の担保債を購入する。（上図では、IRS 取引と CDS 取引を明示的に分けて記載。以下、カウンターパーティーの立場を明示する場合には、取引に応じて IRS カウンターパーティー、CDS カウンターパーティーと記載。）
- (2) デリバティブ取引に内包される CDS は、参照組織の信用リスクを移転する取引であり、格付対象の元本金額と同等の想定元本となっている。
- (3) 期中、デリバティブ契約に基づき、SPC は IRS カウンターパーティーに対して担保債の利息を支払い、SPC はカウンターパーティーから格付対象の利息相当額（利息のベースレート部分に相当する金銭+CDS プレミアム）を受領する。SPC はカウンターパーティーから受領する金銭をもって、期中の格付対象の利息を支払う。
- (4) 参照組織にクレジットイベントが発生した場合、SPC は担保債の売却金額から、当該参照組織の評価債務の損失割合分等を控除した金額を支払うことによって、格付対象を期限前償還する。
- (5) クレジットイベントが発生しなかった場合、格付対象の予定償還日に、SPC は担保債の償還金を原資として格付対象を償還する。

II. 格付分析

1. 総論（格付方法の概要 第1章）

格付分析は、仕組みに関するリスク、裏付資産に関するリスクのそれぞれのリスク要因の洗い出しとこれらのリスク要因分析により案件実態の把握を行う。このリスク要因分析結果を反映してキャッシュフローリスク分析が行われた後に、キャッシュフローリスク分析に織り込まないリスク要因の分析結果を勘案して総合評価を行う。

2. 仕組みに関するリスク（格付方法の概要 第2章）

仕組みに関するリスクは、資産移転の仕組み、資産保有の仕組み、資産管理の仕組み、外部信用補完

の仕組み、外部流動性補完の仕組み、キャッシュフロー分配の仕組みから分析する。

2.1. 資産移転の仕組み（格付方法の概要 第2章 第1節）

資産移転の仕組みに関する分析は、裏付資産から生じるキャッシュフローを阻害されることなく投資家へ分配させるために、格付対象の発行時に裏付資産の所有権が確実に移転されているかを確認するために行う。移転関係者との利益相反、真正売買性に関するリスクの分析が分析項目となる。

2.1.1. 移転関係者との利益相反

格付対象の組成者（アレンジャー）は、通常、CDS カウンターパーティーとして格付対象の利害関係者となり、投資家と利益相反の関係にある。アレンジャーは自己の利益の最大化のために、格付対象を投資家に販売する。CDS カウンターパーティーは期中、クレジットイベントの発生の決定及び損失金額の算出等を行うことから、投資家が被る信用損失を増加させる可能性がある。

これら利益相反事項に対しては、約定前に投資家に参照組織等が開示されていること、クレジットイベントの発生確認は公開情報によってなされ、あらかじめ契約に定めたプロセスに従い損失金額が算出されることから、利益相反への対応は十分であると考えている。

2.1.2. 真正売買性に関するリスク

格付対象であるクレジットリンク商品はリスク移転取引であって、ABS 等の伝統的な証券化商品とは異なり原資産の譲渡は伴わない。そのため、真正売買性に関するリスクはない。

2.2. 資産保有の仕組み（格付方法の概要 第2章 第2節）

発行者が裏付資産を保有し、裏付資産から発生するキャッシュフローを安定的に分配する役目を担うためには、一般的に発行者を倒産隔離性の高い機能が備わった箱（導管体）とする必要がある。

発行者には金融商品が発行しやすい税制面の優遇措置等が整備された地域に設立された海外 SPC が用いられることが多い。海外 SPC はデリバティブ商品を複数発行することが一般的である。以下は海外 SPC が複数発行した場合に倒産隔離性の高さを判断する項目である。

項目	内容
事業リスク	発行者の業務は、社債発行とその関連業務に限定されている。
資本的関係に関するリスク	発行者の株式は、全て慈善信託されている。
人的関係に関するリスク	発行者の全ての取締役は、アレンジャー等の利害関係者以外の第三者から派遣されている。
リングフェンス性	<ul style="list-style-type: none">担保債や発行者が各仕組み関係者と締結している契約上の権利等について、トラスティを担保権者とする担保権を設定している。担保資産は分別管理される。発行者と契約を締結する仕組み関係者は、格付対象の担保資産を除く発行者の資産に対して強制執行する権利を放棄すること及び発行者に対して破産等の申立を行わないことを契約に規定している。上記3つの対応について、将来発行する債券についても同様の措置が施されることを約束している。

2.3. 資産管理の仕組み（格付方法の概要 第2章 第3節）

資産管理の仕組みは、発行者が保有する裏付資産を適切に管理・処分すること及び発行者が受領した金銭を適切に管理して契約に基づいた格付対象の支払いを行いうるかという視点で行う。

デリバティブ商品の場合、担保債の元利金やカウンターパーティーから受領する金銭が格付対象の仕組み関係者（SPC が預金口座を開設している預金先金融機関、担保債のカストディアン）を経由することになる。それら仕組み関係者に資金が滞留している状況下で仕組み関係者がデフォルトした場合、格付対象の元利払いがなされない可能性がある。

2.3.1. 預金先金融機関破綻に関するリスク

SPC がカウンターパーティーに支払う金銭は担保債の元利金、SPC が投資家に支払う金銭はカウンターパーティーから受領する金銭である。担保債を管理するカストディアン、カウンターパーティー、格付対象の支払代理人との間で金銭を直接受け渡しすることにより、SPC 名義の預金口座を介さずにキャッシュフローを管理することが多い。そのため、通常は預金先金融機関破綻に関するリスクはない。

2.3.2. カストディアン破綻に関するリスク

発行者は、カストディー契約をカストディアンと締結し、カストディアンを介して担保債を保有する。カストディアンが破綻した場合、顧客資産に損失（現物債券・元利金のコミングリングロス）、元利金の支払遅延等が発生するリスクがある。

一般的には、顧客資産の分別管理がなされ金銭の滞留期間が十分に短い場合には、当該リスクが顕在化する可能性は低いものと考えている。また、格付トリガーを設定することでカストディアンが破綻する前に他のカストディアンに口座を移す等の措置が講じられていることが多い。

2.3.3. スワップカウンターパーティー破綻に関するリスク

ABS 等の伝統的な証券化商品では裏付資産から発生するキャッシュフローをスワップ取引により変形することがある。その場合、当該スワップ取引は副次的なリスクであるため仕組みに関するリスクとして取り扱っている。一方で、デリバティブ商品ではスワップ取引等のデリバティブ取引が主要なリスクとなるため、裏付資産に関するリスク（3.2. デリバティブ取引）として取り扱っている。

2.3.4. 重要な仕組み関係者の業務態勢に関するリスク

デリバティブ商品における重要な仕組み関係者は、SPC の事務代行者である。SPC の事務代行者が格付対象のスキームを遂行するうえで必要とされる実務能力や態勢を十分備えていない場合、事務ミス等により投資家への支払いに損失が発生する可能性がある。そのため、SPC の事務代行者の業務管理態勢や経験・実績等を確認する。

3. 裏付資産に関するリスク（格付方法の概要 第3章）

デリバティブ商品は発行代わり金を担保債で運用しつつデリバティブ取引を行っている。そのため、デリバティブ商品の裏付資産は債券（担保債）とデリバティブ取引の2つである。

以下、裏付資産ごとに格付分析の視点を整理する。

3.1. 債券（格付方法の概要 第3章 第9節）

以下では担保債における評価のポイントを整理する。

3.1.1. 担保債発行者のデフォルトリスク

担保債発行者がデフォルトした場合、担保債の元本及び利息が減少する可能性がある。そのため、格付対象の信用力は担保債発行者の信用力（発行体格付）を基に評価する。

3.1.2. デフォルト債券からの回収リスク

担保債発行者がデフォルトした場合、担保債を売却する。その際に担保債のステータス、担保債発行者に適用される倒産法制、担保債発行者の業種等の違いにより損失金額が変動する。そのため、担保債のステータス等を前提としてキャッシュフローリスク分析（4.1.2 信用格付のノッチダウン）を行う。

3.1.3. 債券の価格変動リスク

担保債を予定償還日前に売却した場合、売却代金が元本金額及び経過利息相当額を下回る可能性がある。参照組織にクレジットイベントが発生した場合、担保債発行者またはカウンターパーティーがデフォルトした場合を除き、担保債が予定償還日前に売却されないような対応がなされていることを確認す

る。このような対応がなされていれば、格付対象の信用力は参照組織、担保債発行者及びカウンターパーティーの信用力を基に評価する。

3.2. デリバティブ取引（格付方法の概要 第3章 第10節）

格付対象には金利スワップ及びCDSの2つのデリバティブ取引が介在する。以下ではデリバティブ取引における評価のポイントを整理する。

3.2.1. カウンターパーティーのデフォルトリスク

SPCが格付対象の投資家に約束する期日通りの債務履行は、デリバティブ契約に基づくカウンターパーティーのSPCに対する期日通りの債務履行に依存する。カウンターパーティーがデフォルトした場合、格付対象の期限前償還金額は元本及び経過利息相当額を下回る可能性がある。そのため、格付対象の信用力はカウンターパーティーの信用力（発行体格付）を基に評価する。

3.2.2. 参照組織のデフォルトリスク

クレジットイベント観測期間内にCDSの参照組織にクレジットイベントが発生した場合、SPCは担保債の売却金額から当該参照組織の評価債務の損失割合分等を控除した金額を支払うことによって、格付対象を期限前償還する。そのため、参照組織の信用力（発行体格付）を基に評価する。

3.2.3. クレジットイベントによる損失金額

クレジットイベントが発生した参照組織に関する損失金額は、参照組織の決済対象債務のステータス、決済方法の違いにより損失金額が変動する。決済対象債務のステータス、参照組織に適用される倒産法制、参照組織の業種、クレジットイベント後の決済方法等を前提としてキャッシュフローリスク分析（4.1.2 信用格付のノッチダウン）を行う。

3.2.4. デリバティブ契約に関する係争リスク

カウンターパーティーが破綻した場合、デリバティブ取引は期限前終了することになる。一般的に、カウンターパーティーは多数のデリバティブ取引を様々な相手方と締結しているため、カウンターパーティーの破綻後即座にデリバティブ取引を期限前終了できない可能性がある（システムティックリスクの顕在化）。その場合には、格付対象の期限前終了が遅延することになる。

信用格付の評価対象は、格付対象の元本及びカウンターパーティー破綻時までの経過利息相当額が最終的に支払われる可能性を評価する（当該システムティックリスクの顕在化による損失は評価しない）。

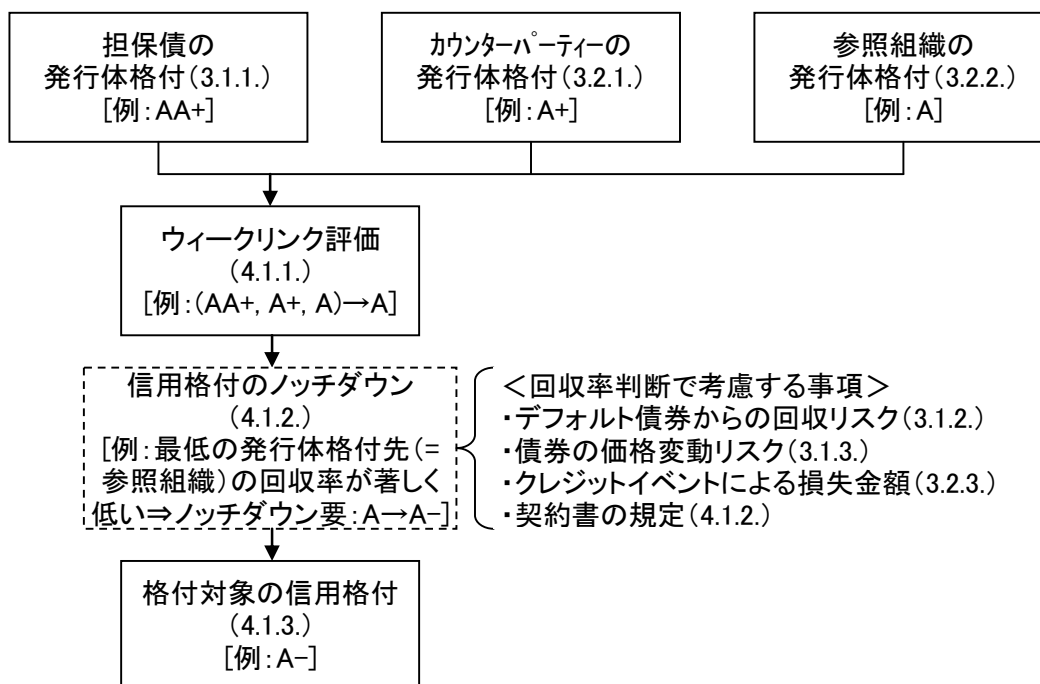
4. キャッシュフローリスク分析（格付方法の概要 第4章）

キャッシュフローリスク分析では、仕組みに関するリスク、裏付資産に関するリスクにおいて、格付対象のキャッシュフローに影響を与えると考えられる事象に関して分析を行う。

4.1. 担保債、カウンターパーティー、参照組織の信用格付を基にする分析

（格付方法の概要 第4章 第7節）

担保債発行者（3.1.）、カウンターパーティー（3.2.1.）、参照組織（3.2.2.）を信用力帰属先として、それらの信用格付を基にして格付対象の信用格付を判断する（注1）。その判断の基本的な考え方は、信用力帰属先の信用格付のうち最も低い信用格付を格付対象の信用格付とする（ウィークリンク評価）である。回収リスクがある場合には1ノッチを限度にウィークリンク評価からノッチダウンする（下図参照）。



4.1.1. ウィークリンク

信用力帰属先である担保債発行者、カウンターパーティー、参照組織のいずれかがデフォルトした場合、格付対象に損失が発生するため、信用力帰属先の信用格付のうち最も低い信用格付を格付対象に損失が発生する可能性の評価（ウィークリンク評価）とする。

4.1.2. 信用格付のノッチダウン

上記3つの信用力帰属先のうちいずれかがデフォルトすると格付対象が期限前償還され、期限前償還金額が格付対象の元利金に満たない可能性がある。ウィークリンク評価をベースとして、期限前償還時の回収率が著しく低い場合には1ノッチを限度にノッチダウンする。具体的には、期限前償還時の回収率を分析し、下表の通りウィークリンク評価の水準に応じてノッチダウンする。

＜回収率の程度とノッチダウン＞

ウィークリンク評価	回収率		
	20%以上	20%未満 5%以上	5%未満
BBB 以上	—	—	1ノッチダウン
BBB-以下	—	1ノッチダウン	1ノッチダウン

回収率の分析は期限前償還事由に応じて行う。格付対象は、カウンターパーティー、担保債または参照組織がデフォルトした場合には、契約書に規定された期限前償還金額で期限前償還される。期限前償還事由に応じた期限前償還金額が決定されるため、それぞれの場合に回収率を判断している（下表参照）。最終的に、担保債発行者、カウンターパーティー、参照組織のうち最も低い発行体格付を有する先がデフォルトした場合の回収率を格付対象の回収率とし、上表に従い格付対象のノッチダウンの有無を判断する。

< 期限前償還事由別の回収率判断 >

期限前償還事由	回収率の判断
担保債がデフォルト	<ul style="list-style-type: none"> ・ 期限前償還時にはデフォルトした担保債の売却金額にスワップ解約による損益等を加味したものが期限前償還金額となる。 ・ 担保債が劣後債務の場合はデフォルトした担保債の売却金額を0と想定する。 ・ 担保債が優先債務の場合であっても、スワップ損益等の水準によって格付対象の回収率が著しく低くなる可能性があるため、担保債発行者の発行体格付がBBB-以下になった時点でスワップ損益等を加味した期限前償還金額を精査し、回収率を評価する。
カウンターパーティーがデフォルト	<ul style="list-style-type: none"> ・ 期限前償還時には担保債の売却金額にスワップ解約による損益等を加味したものが期限前償還金額となる。 ・ 担保債の時価とスワップ損益等の水準によって格付対象の回収率が著しく低くなる可能性があるため、カウンターパーティーの発行体格付がBBB-以下になった時点で担保債時価及びスワップ損益等を加味した期限前償還金額を精査し、回収率を評価する。
参照組織がデフォルト	<ul style="list-style-type: none"> ・ 期限前償還時には担保債の売却金額にスワップ解約による損益等を加味したものを原資として、CDSカウンターパーティーに参照組織に関する損失金額を支払い、残余が期限前償還金額となる。 ・ 参照組織の評価債務が劣後債務の場合は回収率を0と想定する。 ・ 損失の決済方法によっては、損失金額が著しく大きくなる可能性がある。参照組織の発行体格付が高い場合には決済方法によって生じる損失金額の差異は不確定要素が大きいため、決済方法による損失の程度を評価に反映しないが、参照組織の発行体格付がBBB-以下になった時点で、決済方法により損失金額が著しく大きくなると判断する場合には、回収率を0と想定する。 ・ 評価債務が優先債務の場合であり損失の決済方法に特段不利な要素がない場合であっても、担保債の時価とスワップ損益等の水準によって格付対象の回収率が著しく低くなる可能性があるため、参照組織の発行体格付がBBB-以下になった時点でスワップ損益等を加味した期限前償還金額を精査し、回収率を評価する。

4.1.3. 格付対象の信用格付

最終的に、ウィークリンク評価に信用格付のノッチダウンの有無の判断結果を反映させた評価を格付対象の信用格付とする。

(注1) カウンターパーティーのデフォルトにより格付対象を期限前償還する際、担保債の売却価格やデリバティブ取引の再構築コスト等の金額によっては格付対象に損失が生じる可能性がある。当該リスクを抑制するための措置に関しては、格付方法の概要第4章第8節を参照のこと。

III. 格付方法の概要一覧

ストラクチャードファイナンス商品 格付方法の概要		分析対象商品への適用	関連項目
第1章 総論		1.	—
第2章 各論 仕組みに関するリスク		2.	—
第1節 資産移転の仕組み	I 移転関係者との利益相反	2.1.1	—
	II 真正売買性に関するリスク	2.1.2	—
第2節 資産保有 (SPV) の仕組み	I 事業リスク	2.2	—
	II 資本的関係に関するリスク	2.2	—
	III 人的関係に関するリスク	2.2	—
	IV リングフェンス性	2.2	—
	V プロジェクト等を裏付資産とする案件のSPVの倒産隔離性について	—	—
第3節 資産管理の仕組み	I サービサー破綻によるコミングリングリスク	—	—
	II サービサー破綻による流動性リスク	—	—
	III スワップカウンターパーティー破綻に関するリスク	2.3.3	—
	IV 預金先金融機関破綻に関するリスク	2.3.1	—
	V カストディアン破綻に関するリスク	2.3.2	—
	VI 余資運用対象の価値減少に関するリスク	—	—
	VII 重要な仕組み関係者の業務態勢に関するリスク	2.3.4	—
	VIII プロジェクト等を裏付資産とする案件の資金管理及び資金運用等に関するリスク	—	—
第4節 外部信用補完の仕組み	I 信用補完提供者に関するリスク	—	—
	II 信用補完が供与されないリスク	—	—
	III 信用補完のタイミング	—	—
第5節 外部流動性補完の仕組み	I 流動性補完提供者に関するリスク	—	—
	II 流動性補完が供与されないリスク	—	—
第6節 キャッシュフロー分配の仕組み	I ウォーターフォールに関するリスク	—	—
	II マスタートラストに関するリスク	—	—
第3章 各論 裏付資産に関するリスク (参照した節のみ掲載)		3.	—
第9節 債券	基本的な事項	—	—
	I 原債務者のデフォルトリスク	3.1.1	—
	II デフォルト債券からの回収リスク	3.1.2	—
	III 債券の価格変動リスク	3.1.3	—
	IV プリペイリスク (原債務者又は債券保有者によるオプション行使、買入消却)	—	—
第10節 デリバティブ取引 (クレジットデリバティブ等)	基本的な事項	—	—
	I カウンターパーティーのデフォルトリスク	3.2.1	—
	II オプション行使による期限前終了	—	—
	III 参照組織のデフォルトリスク	3.2.2	—
	IV クレジットイベントによる損失金額	3.2.3	—
	V 参照組織の入替オプション等 (マネージド型)	—	—
VI デリバティブ契約に関する係争リスク	3.2.4	—	
第4章 各論 キャッシュフローリスク (参照した節のみ掲載)		—	—
第7節 裏付資産及び仕組み関係者等の信用格付を基にする方法		4.1	—
第8節 デリバティブ商品のカウンターパーティーリスク軽減措置の分析方法		—	注1
第5章 各論 モニタリング		—	—

信用格付事例解説（商品別）は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

信用格付事例解説（商品別）は、一般的なストラクチャードファイナンス商品について、信用格付の事例を解説したものであり、R&Iの意見にすぎません。R&Iは、信用格付事例解説（商品別）の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&Iは、信用格付事例解説（商品別）の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付事例解説（商品別）の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何やR&Iの帰責性を問わず、何ら責任を負いません。信用格付事例解説（商品別）に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&Iに帰属します。R&Iの事前の書面による許諾無く、信用格付事例解説（商品別）の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。

信用格付は、発行体が発行金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<http://www.r-i.co.jp/jpn/policy/policy.html>をご覧ください。

Credit Expressは、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

信用格付は、発行体が発行金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<http://www.r-i.co.jp/jpn/policy/policy.html>をご覧ください。