

STANDARD & POOR'S

2009年6月3日

格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス 意見募集:IO 証券の格付け手法

アナリスト:

ジェームス・パルミザーノ、ニューヨーク 電話(1) 212-438-2569

フランシス・パリシ、ニューヨーク 電話 (1) 212-438-2570

カルヴィン・ウォン、ニューヨーク 電話 (1) 212-438-7495

トーマス・ギリス、ニューヨーク 電話 (1) 212-438-2468

日本におけるコンタクト先:

山本武成、東京 電話 03-4550-8656

橋本祐志、東京 電話 03-4550-8275

斉藤広美、東京 電話 03-4550-8786

* 本レポートは、2009年6月1日発行の英文レポート「Criteria | Structured Finance | Request for Comment: Methodology For Rating Interest-Only Certificates」の翻訳です。英文レポートは、英語ウェブサイト (www.standardandpoors.com) および英語情報サービス商品である「Ratings Direct」に掲載されています。

スタンダード&プアーズは、インタレスト・オンリー (IO) 証券の格付けを、想定元本残高として用いられている参照資産の信用力に直接リンクさせることを検討しており、この提案に関する意見を募集する。具体的には、「トリプル A」の格付けは、「トリプル A」の資産を参照する IO 証券だけに限定して付与することを提案する。スタンダード&プアーズの現行の格付け規準では、関連資産の格付けにかかわらず、返済順位が当該発行体の他の債務証券より上位である、もしくは同順位である限り、証券化された資産プール全体の想定元本残高を参照する IO 証券には「トリプル A」の格付けを付与している。

本提案が採用された場合、新たな格付け規準は 2005 年 4 月 20 日発行の英文レポート「Interest-Only Rating Methodology For U.S. Assets Reviewed」に優先することとなる¹。

本稿では、2007年7月3日発行のレポート「原則に基づいた格付け手法」²で説明した「証券化対象資産の信用力」の原則について論じる。今回の意見募集は、スタンダード&プアーズが 2008 年に発表したガバナンス、分析、情報提供、投資家教育といった幅広い分野における強化策の一環である。こうした施策は、格付けの独立性を高め、格付けプロセスを強化し、透明性を向上させて、グローバル市場への貢献度を高めることを目的としている。

¹ 文末の「関連レポート」を参照。

² 原文は、2007年5月29日発行の英文レポート「Principles-Based Rating Methodology For Global Structured Finance Securities」。文末の「関連レポート」を参照。

提案の概要

IO証券の仕組みと支払い条件は、標準的な証券化商品とは根本的に異なる。「IO証券」とは、証券化案件の裏付け資産プールに生じた支払い利息の超過分に裏付けられた証券を表す。IO証券には投資家に返済すべき元本残高はない。IO証券の投資家に支払うべき利息の額は通常、参照想定元本残高に対して定められた比率により決定され、参照想定元本は、証券化対象資産の元本残高、もしくは当該証券化案件で発行された特定の受益権または債券クラスにリンクされていることが多い。IO証券の利息支払い額は、想定元本残高が減少する速度や幅によって経時的に変化する。

IO証券に対するスタンダード&プアーズの格付け（以下「IO格付け」）は、約定返済に関する信用リスクを示唆するものである。ただし、現行の格付け規準に従って付与されたIO格付けは、裏付け資産レベルでのデフォルト（債務不履行）が原因で発生した損失に起因して想定元本残高が減少する信用リスクについては示唆していない。仮に、こうした状況が生じた場合、IO証券の投資家が受け取る利息は減少し、期待投資収益を下回ることになる。また、IO格付けには、投資収益に悪影響を及ぼしかねない非信用リスクを織り込んでいない。具体的に言えば、裏付け資産の期限前返済率が予想を上回ることもあれば、返済時期が前倒しに発生することもあるが（つまり、証券化の案件期間の期初に返済が多く起こる場合）、IO格付けにはそのようなリスクは反映されていない。このような期限前返済によってIO証券への支払い原資となる超過利息の額は減少するおそれがあり、期待投資収益を下回る可能性もある。今回の提案では、IO格付けは担保資産のデフォルトから生じる前述の信用リスクについては明示的に示唆することになるが、期待値を上回る期限前返済を原因とする投資収益が減少するリスクについては示唆しない。

商業用不動産担保証券（CMBS）、住宅ローン担保証券（RMBS）、そして規模はやや小さい資産担保証券（ABS）などの証券化案件で発行されたIO証券の多くは、証券化対象資産の想定元本残高に基づいて発行されている。これらIO証券の支払いは、当該証券化案件の想定元本残高に対して定められた利率を乗じて算出した額に基づいて、支払い優先順位（ウォーターフォール）では最優先あるいはそれに近い順位で支払われる。スタンダード&プアーズが格付けを付与した案件においては、1) 支払いウォーターフォールにおけるIO証券の支払い順位を高める、2) 貸し倒れ償却前の延滞債権の予定支払い金をローン・サービサーが前払いする（アドバンス）——ことによって、支払い原資が不足するリスクを軽減する仕組みになっているケースが典型的である。

さらに、質の高い資産の返済が進むにつれて、資産プールに残された質の低い資産の割合が徐々に上昇してくる「担保資産の逆選択」と裏付け資産のローンの数の減少に起因して返済原資が不足するリスクは、発行体が「クリーン・アップ・コール・オプション」を行使できる範囲内において軽減される。このオプションは通常、ローンプールの返済後の残存額が、当初プール残高に対する一定の比率（一般的には10%）に設定されたトリガー水準に達した場合、発行体が案件の早期返済を行うというものである。しかし、担保資産の逆選択にもかかわらず、サービサーが支払い延滞債権の予定支払い金のアドバンスを渋り、発行体もクリーン・アップ・コール・オプションを行使しなかったことが原因で、「トリプルA」の格付けを付与されたIO証券の支払いが滞った例もある。

たとえば、当初発行残高の5%まで償還の進んだCMBS案件が、残り2-3本の裏付けローンで構成されているとしよう。典型的な案件においては、発行体が最終期日までにIO証券の支払いに充てるのに十分な利払い金の回収ができる可能性は極めて高いものの、1本以上の

ローンに延滞が発生した場合には発行体の回収に中断が生じることとなる。このような状況では、スタンダード&プアーズは、現行の格付け規準でも変更提案の格付け規準でも、1 カ月を超える未払いが発生した場合はデフォルトと見なしている。

スタンダード&プアーズは今回、新規および既存の IO 格付けを、当該 IO が参照する裏付け資産の想定元本残高に関連した格付けのうち最も低い格付けにリンクすることを提案する。「トリプル A」の証券を参照する IO 証券は、他の条件が同じであれば、引き続き「トリプル A」の格付けが維持されよう。一方、裏付け資産の想定元本全額を参照する IO 証券には、1) 元利金の返済が必要なクラスの中で最も低い格付けと同等、あるいは 2) 「シングル B」のいずれかの格付けが付与されよう。これは、参照される想定元本残高が全額期日通りに返済される可能性は低いと考えられるからである。

市場参加者への質問

今回、スタンダード&プアーズは、下記の質問に対する市場参加者からの意見を募集します。

- IO 格付けを参照資産残高の信用力に直接リンクさせることで、IO 証券の支払いフローに悪影響を及ぼしかねない信用リスクを適切に把握できると考えますか？
- IO 格付けは、裏付けとなる参照資産に付随する信用リスクだけでなく、投資家の投資収益に影響を及ぼす非信用関連リスク（裏付け資産の期限前返済や、そのほかの早期償還など終了事由）も示唆するべきであると考えますか？
- この提案に関して、そのほかのコメントや懸念事項があればお聞かせください。

格付けへの影響

本提案が採用された場合、既存の IO 格付けに多大な影響が及ぶと予想される。実際、1,500 件を超える IO 証券が 10-17 ノッチ（段階）の格下げの対象となるとみられる。

回答締切日

本提案に対するご意見は英文にて、「criteriacomments@standardandpoors.com」までお寄せください。締め切りは 2009 年 6 月 30 日で、上記メールアドレスに提出された回答のみを考慮の対象とさせていただきます。

格付け手法

スタンダード&プアーズは、IO 証券の格付けを、当該証券の想定元本残高として用いられている参照資産の信用力に直接リンクさせることを提案する。たとえば、CMBS 案件の 1 億ドルの A-2 号受益権に相当する想定元本残高に対して 0.25% の金額を支払うことになっている IO 証券には、A-2 号受益権と同じ格付けが付与される。仮に、A-2 号受益権が「トリプル A」に格付けされた場合、当該 IO 証券にも「トリプル A」の格付けが付与されよう。同様に、A-2 号受益権が「ダブル A」に格付けされれば、IO 証券の格付けも「ダブル A」となる可能性がある。IO 証券の格付けは、参照資産の格付けの変更に伴って、同じように変更される。

2 つ以上のクラスの合計想定元本残高を参照とする PAC-IO 債 (planned amortization class) のような IO 証券については、参照資産の格付けのうち最も低い格付けを上限とすることを提案する。たとえば、「トリプル A」の格付けを有する A-2 号受益権と「シングル A」の格付けを有する B 号受益権を参照とする IO 証券の格付けは「シングル A」が上限となる。当該 IO 格付けはその後、格付けが最も低いクラスの証券の信用力に伴って変化する。

提案する格付け規準では、多くの異なるクラスを裏付けとする裏付け資産プールの元本総額を参照する IO 証券に対して、1) 元利金支払いを受けるクラスの中で最も低い格付けと同等、あるいは 2) 最劣後クラスをサポートする超過担保による信用補完が想定元本総額の 1%を超える場合には「シングル B」—— のいずれか低い方の格付けが付与される。たとえば、ある CMBS 案件において、元利金支払いを受けるクラスの中で最も低い格付けが「ダブル B マイナス」で、このクラスに対する信用補完が裏付け資産プール残高の 1%未満である場合、当該 CMBS 案件の担保資産プールの元本総額を参照資産とする IO 証券には、「ダブル B マイナス」の格付けを付与する。ただし、信用補完比率が 1%を超えていれば、この IO 証券には「シングル B」が付与される。一般的な担保プールには、無格付けの超過担保や、それに関連したエクイティが一定額含まれていることから、この手法を厳格に適用すれば、最劣後クラスやエクイティ・クラスは「格付けなし」とするのが最も適切であると結論づける向きも出てくるかもしれないが、IO 格付けを元利金の支払いを受けるクラスの中で最も低い格付けにリンクさせる（もしくは参照額が十分な劣後によりサポートされていると判断した場合は「シングル B」を付与する）ことが、内在するリスクをより反映できると、スタンダード&プアーズは考えている。IO 証券の支払い優先順位は通常、一定の案件費用の次に高くなっている。しかし、IO 証券の支払いが削減されたり約定返済が行われないリスクは一般に、裏付け資産からのデフォルト発生や期限前返済によって高まる。このリスクは、特に、資産プールの償還が進んで、裏付けローンの件数が減少した場合に顕著である。

今回提案する格付け規準の適用範囲

今回提案する IO 証券の格付け規準は、ABS（自動車ローン、学資ローン、マニュファクチャード・ハウジング・ローンを担保とした ABS など）、RMBS、CMBS を含む、世界中のストラクチャード・ファイナンス案件で付与されたすべての IO 格付けに適用される。本格付け規準はまた、ローン金利の受取額と債券の支払い利息金額の差をもとに算出した変動残余額がプラスにとどまる範囲で分配されるように仕組みられた、いわゆる「available funds cap」を前提とする IO 証券にも適用される。約定支払いの変動性や偶発性という性質によってスタンダード&プアーズの IO 分析の基盤が変わることはなく、IO クラスをサポートする資産の信用力を評価する。

スタンダード&プアーズが変更を提案する IO 格付けは、裏付けとする参照資産に伴う信用リスクに焦点を当てたものだが、IO 証券の投資家はトータル・リターン（全体の投資収益率）をより重要視していることも理解している。トータル・リターンとそのような信用リスクとの関係は比較的弱く、むしろ格付けの範疇を超えた期限前返済や、そのほかの終了事由発生リスクの影響を大きく受ける可能性が高い。

<関連レポート>

- 「Interest-Only Rating Methodology For U.S. Assets Reviewed」 (2005年4月20日発行)
「Principles-Based Rating Methodology For Global Structured Finance Securities」 (2007年5月29日発行)
<翻訳版:「原則に基づいた格付け手法」 (2007年7月3日発行)>

*過去に発表した日本語レポートはスタンダード&プアーズの下記の日本語情報サービス商品 (年間契約制) と日本語ウェブサイトに掲載されています。英文レポートは下記の英語情報サービス商品に掲載されています。各情報商品の詳細、または個別レポートのご購入については営業・クライアントサービス電話: 03-4550-8711、Eメール: clientservices_japan@standardandpoors.com までお問い合わせください。

<日本語情報サービス商品>

Research Online (リサーチ・オンライン) : www.researchonline.jp

<日本語ウェブサイト>

www.standardandpoors.co.jp

<英語情報サービス商品>

RatingsDirect (レーティングス・ダイレクト) : www.ratingsdirect.com

*本格付け規準 (criteria) は、信用リスクと格付け意見を決定する基本的原則 (fundamental principles) を個別ケースに適用する際に用いられるものである。格付け規準の適用は、発行体または個別債務に固有の事実、当該発行体または個別債務に対するスタンダード&プアーズの評価、ならびに該当する場合には、発行体や個別債務格付けのストラクチャーにかかるリスクによって決定される。手法 (methodology) と想定 (assumptions) は、市場や経済の状況、個別債務または発行体に固有の要因、信用力の判断に影響を及ぼしうる実績データを勘案した結果を受けて、適宜変更される。

スタンダード&プアーズ (ザ・マグローヒル・カンパニーズの一部門) より発行 ©2009 ザ・マグローヒル・カンパニーズ

本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグローヒル・カンパニーズ 会長兼社長-ハロルド・W・マグローIII

本社 : 1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A. スタンダード&プアーズ : 55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.

スタンダード&プアーズ東京 : 東京都千代田区丸の内 1-6-5 丸の内北口ビル 28階

弊社発信のレポートは信頼しうる情報に基づくものですが、情報源あるいはレポートその他に人為的または機械的な誤謬が生じる可能性があるため、情報が正確、妥当または完全である旨の保証は致しかねます。さらに誤謬や脱漏、あるいはそうした情報に基づく結果についても責任を負いかねます。スタンダード&プアーズは格付けに際して原則として対価を受領していません。格付けの発表についてはその権利を留保しており、出版物の講読料を除き料金はいただいておりません。格付けは証券の購入や売却、あるいは保持を奨めるものではなく、また時価や利回り、ある特定の投資家に対するその証券の適合性について言及するものでもありません。