

金融機関等が発行する資本商品の格付方法

株式会社日本格付研究所（JCR）では、銀行等の自己資本規制上の「その他 Tier1 資本」に該当する商品に関する格付方法を決定しましたので、お知らせします。これは、JCR が 2015 年 1 月 29 日付のニュースリリース「金融機関等が発行するその他 Tier1 商品の格付方法につき検討」により公表した検討の結論です。同ニュースリリースで示した案のとおり格付方法を決定しましたが、これに伴う個別格付の変更はありません。JCR では今回の決定を踏まえ、金融機関等が発行する資本商品全般につき、その格付方法を「金融機関等が発行する資本商品の格付方法」（「本格付方法」）として改めて以下のとおり整理しました。本格付方法の内容は、JCR が 14 年 3 月 7 日に公表した格付方法「パーゼル 適格 Tier2 商品の格付と資本性評価」の内容も含んでおり、これに優先します。

1. 本格付方法の対象と位置付け

本格付方法の対象は、金融機関等（預金取扱金融機関、銀行持株会社、保険会社、保険持株会社、証券会社、指定親会社など）が発行する、劣後債、劣後ローン、優先出資証券、優先株などといった規制上または会計上資本として取り扱われる商品である。本格付方法は、ハイブリッド商品一般にかかる格付方法として JCR が公表している「ハイブリッド証券の格付について」と同様の考え方にに基づき、これを敷衍するものである。したがって、本格付方法の対象とならない資本商品についてはハイブリッド商品一般にかかる格付方法を適用する。ただし、以下に触れる主要な契約条項等とリスク特性を備える商品であれば、その他の金融法人が発行する資本商品などであっても本格付方法を準用することがある。

海外の金融機関等が発行する資本商品については、本格付方法に必要な調整を加え準用するが、所在地の法制や金融行政のあり方が重要な判断要素となるため、採りあげの可否も含め慎重に判断することとなる。

2. 格付の採りあげの方針

(1) 原則

金融機関等が発行する資本商品は通常、定められたトリガーに抵触した場合に契約条項または法令の規定（「契約条項等」）が発動する結果として元本または利息配当（元利）が毀損し投資家に損失が発生する仕組みを備える。JCR では、金融機関等が発行する資本商品の契約条項等が定めるトリガーにつき、抵触の有無の判定または抵触の蓋然性の評価を困難にする要素があると判断される場合は、原則として、当該商品に格付を付与しない。そのような場合としては、具体的には、契約条項等の用語・記述内容が極めて不明確な場合、トリガーに、発行体以外の者（当局を含む。）の裁量が用いられるものであって、当該発行体以外の者の裁量の行使態度についての評価が極めて困難とみられる場合、トリガーに、株価など、発行体の債務償還能力と直接には無関係な要素が用いられる場合、トリガーに格付（JCR 以外の格付を含む。）が用いられる場合などが挙げられる。

格付においては、格付対象に関し投資家に損失が発生する事態までの距離を測定する作業を行うことになるが、上の ~ に該当する場合、その距離の測定が非常に困難となる。また、上の についてみると、格付は、発行体の債務償還能力に関連しかつ分かりやすい指標であるという点では問題はない。しかし、トリガーに JCR 格付が用いられていると、結果的に「自らが付与する格付の推移を予想しそれに基づき格付を行う」という自己言及的・循環的な作業を行うこととなってしまう、また、格付水準を決定付けるトリガーを格付会社が直接引きうることになれば、発行体・投資家のいずれからも独立した第三者としての立場が危う

くなる可能性があることから、原則として格付をすべきではないと JCR では考えている。トリガーに他社の格付が用いられた場合も、トリガー発動の蓋然性の評価が困難になると考えられる。

(2) わが国の金融機関等が発行する資本商品について

わが国の金融機関等が発行する資本商品についても、トリガーの文言に具体性が欠けるケースなどが出てくることは想定される。しかし、わが国では金融機関等に関し、預金保険法（預保法）などの法制により破綻処理制度が整備されていることや、過去の当局による破綻認定時の取扱いなどにより輪郭は見通すことが可能であることのほか、わが国の当局に行政の継続性を重んじる傾向があることなどを勘案すると、格付の付与を難しくする極端な不明確性や見通しの困難性は排除できると JCR では考えている。もっとも、発展途上の商品であるため、今後トリガーとして多種多様な条項・文言が盛り込まれてくる可能性がある。上の(1)に掲げた基準に抵触しないか商品ごとに個別に検証し、採りあげの可否を判断していく。

3. 格付とノッチング

ハイブリッド商品一般と同様、金融機関等が発行する資本商品については通常、定められた契約条項等が発動する結果として元利が毀損し投資家に損失が発生しても、そのこと自体をもって法的デフォルト（債務不履行）には該当しないものとする商品設計がなされる。しかし JCR では、元利払いの確実性を重視する投資家のニーズがあることから、契約条項等に基づき損失が生じたと認められる場合にも「D」の格付記号を付与することとし、このような状態までの距離を、格付記号を用いて表すこととする。これは、ハイブリッド商品一般の利息・配当繰り延べに対する取扱いと同様である。

ハイブリッド商品一般の格付においては、一般債務よりも発行体破綻時の請求権順位が劣後しており、回収可能性が低いこと、繰延条項に基づく利息・配当の繰り延べなどによる損失発生までの距離が、債務が法的デフォルトに陥るまでの距離より短くなることに着目し、これらのリスクを、長期発行体格付からノッチングする（ノッチ差を付け低く格付する）ことで織り込むこととしている。金融機関等が発行する資本商品についても同様に、回収可能性と損失発生までの距離に着目し格付を付与していく。

JCR では資本商品につき、原則として契約条項等の種類や内容を主な判断基準とし発行体の長期発行体格付からノッチ差をつけるノッチング手法により格付を付与することが、客観性の確保などの観点から望ましいと考える。具体的なノッチング・ルールについては後述する。しかし、発行体の状況その他の状況次第では、ノッチング・ルールというある種機械的なルールで導き出される格付ではリスクの大きさを適切に反映できないケースも考えられる。これは、トリガー抵触の有無を左右する発行体の業績や金融環境の変動性が想定以上に高まる場合があるうえ、元利毀損を引き起こす契約条項等の発動の有無が、発行体の意志や当局の意向など、個別性が強くかつその時々々の定性的な判断を要する要素によっても左右されるためである。JCR では、損失発生までの距離を総合的に検討し、ノッチング・ルールを適用するだけでは格付対象商品の元利毀損のリスクが表現しきれないと判断される場合は、格付記号の定義に即した格付を損失発生までの距離に応じ付与する。この場合、長期発行体格付と資本商品の格付のノッチ差が大きく広がることもありうる。

4. 回収可能性に基づくノッチング

金融機関等が発行する資本商品の格付にあたっては、元利が定められた期限に支払われないこととなった場合の回収可能性（損失の度合い）が一般債務と異なるリスクを考慮する必要がある。JCR では金融機関等が発行する資本商品については、法的破綻時に回収順位が劣後するものとされる劣後条項などを備えるため、回収可能性に基づくノッチングとして、原則として1ノッチのノッチダウンを行う。

5. 損失発生までの距離に基づくノッチング

(1) ノッチングの考え方

金融機関等が発行する資本商品については、発行体が法的デフォルトに陥っていない段階で利息配当の停止や元本削減等が行われる可能性があるため、損失発生までの距離が一般債務より短くなる可能性がある。

金融機関等が発行する資本商品は法的デフォルトより前の段階で損失発生をもたらす契約条項等を、複数備えることが多い。JCR では、複数の契約条項等のうち、発動までの距離が格付時点で最も近いとみうるものを特定したうえで当該距離に関する評価を損失発生までの距離に基づくノッチングに反映させる。

契約条項等の発動までの距離の評価では、まず 契約条項等が定めるトリガー水準の高低によりトリガー抵触までの距離を評価したうえで、次に トリガー抵触までの距離が比較的近い（トリガー水準が高い）と判断される場合は、トリガー抵触が損失を発生させる契約条項の発動に結び付く蓋然性を評価し、これを加味する。

トリガー抵触までの距離がきわめて遠い（トリガー水準がきわめて低い）と判断される場合、損失発生のリスクがきわめて小さいことから、損失発生までの距離に基づくノッチングはゼロとする。トリガー抵触が発行体の破綻すなわち法的デフォルトと同じまたはそれにきわめて近い状態において生じると考えられる場合も、損失発生までの距離は長期発行体格付に反映済みであることから、ゼロとする。

トリガー抵触が発行体の法的デフォルトよりも前の段階で発生するものの抵触までの距離は遠い（トリガー水準が低い）と判断される場合は、法的デフォルトよりも前の段階で損失が発生するリスクを表すため、損失発生までの距離に基づくノッチングとして1 ノッチのノッチダウンを行う。

トリガー抵触までの距離が遠いとは言えない（トリガー水準が高い）と判断される場合は、法的デフォルトよりも前の段階で損失が発生するリスクを表すためにノッチダウンを行うが、トリガー抵触が即、契約条項等の発動とその結果としての損失の発生に結び付くものではない場合が少なくないため、ノッチダウンの幅はトリガーの抵触が契約条項等の発動に結び付く蓋然性に応じて設定する。この蓋然性につき JCR では、トリガー抵触時に契約条項等を発動させるか否かを決定する発行体の裁量度の高低を主な材料として判断する。具体的には、発行体の裁量度が非常に高いと認められる場合はノッチダウン幅を1 ノッチにとどめる。発行体に裁量の余地があるものの裁量が制度や当局の意向などに制約される蓋然性が相応に認められる場合は2 ノッチ、発行体に裁量の余地が無いまたは裁量度が低く強制的な性質をもつと認められる場合は3 ノッチとする。

(2) 契約条項等の評価

先に述べた損失発生までの距離に基づくノッチングの考え方を、現在みられる主要な契約条項等にあてはめた場合、契約条項等の評価と損失発生までの距離に基づくノッチダウンの標準的な幅は次の表のようになる。表に示す内容は、財務内容等に大きな問題が無い発行体につき想定している。

表1 金融機関等が発行する資本商品の契約条項等の例とその評価

| 契約条項等の評価 (財務内容等に大きな問題が無い 発行体につき想定) | 契約条項等の例 | 損失発生までの距離 に基づく標準的な ノッチダウン幅 |
|---|--|----------------------------------|
| トリガー水準がきわめて低い | 任意利息配当停止（トリガー：最低自己資本比率の1/2未達） 強制元本・元利停止（トリガー：証券会社資本規制比率120%未達） 強制元本削減等（トリガー：実質破綻状態(PON)） | 0 |
| トリガー水準が低い | 任意利息配当停止（トリガー：分配可能額不足） 強制利息配当停止（トリガー：分配可能額不足） 強制元本削減等（トリガー：普通株式等 Tier1 比率 5.125%未達） | 1 |
| トリガー水準が高い | | |
| 発行体の裁量度が非常に高い | 任意利息配当停止（トリガー：発行体による決定） （裁量を制約する要素が少ない場合） | 1 |
| 発行体に裁量余地があるものの裁量が制度や当局の意向などに制約される蓋然性が相応に認められる | 任意利息配当停止（トリガー：発行体による決定） （発行体が資本バッファ規制の対象の場合） | 2 |
| 発行体に裁量余地が無いまたは裁量度が低く強制的な性質を備える | 強制元本削減等（トリガー：普通株式等 Tier1 比率 7.0%未達） | 3 |

(注) 1 複数の契約条項等がある場合は、発動まで最も距離に近い条項等にかかるノッチダウン幅が適用される。

2 表に示した契約条項等の評価は財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した標準的な評価であり、発行体の状況や法制度等により変化しうる。

(3) 主要な契約条項等と損失発生までの距離

ア．強制元本削減等（トリガー：PON）

当局が発行体につき実質破綻状態にある（point of non-viability, PON）と認定した場合に株式等の下位証券への転換または元本の削減（「元本削減等」）が強制的に行われる契約条項等については、損失発生までの距離に基づくノッチダウンは原則として行わない。これは、元本削減等が債務超過もしくは支払停止またはそのおそれが生じる段階で行われるであろうと JCR が想定しており、このような債務超過または支払停止までの距離は通常、JCR の長期発行体格付の水準に反映されているからである。

当局がどのような状況で PON を認定するかについては各国の法制により異なりうるが、わが国については、14 年 3 月 6 日に改正が施行された預保法と預金保険法施行規則の内容を踏まえれば、預保法の第 102 条に規定された第二号措置、第三号措置、または第 126 条の 2 に規定された特定第二号措置が講じられる場合とみられる。これらの措置は債務超過もしくは支払停止またはそのおそれが生じる段階で講じられる。

イ．強制元本削減等（トリガー：普通株式等 Tier1 比率 5.125%未達）

普通株式等 Tier1（CET1）比率 5.125%未達をトリガーとするいわゆるロートリガーの強制元本削減等を定めた契約条項等が、複数の条項等のなかで発動までの距離が最も近いと判断された場合については、損失発生までの距離に基づくノッチダウンは 1 ノッチにとどめる。これは、自己資本規制につき国際統一基準を選択し CET1 比率規制の対象となるような比較的大規模な金融機関等の場合、CET1 比率 5.125%という水準は、発行体にとっても当局にとっても許容することが困難な水準であると考えられるためである。発行体は常日頃から CET1 比率を 5.125%から余裕をもった水準に維持し、CET1 比率が大きく低下した場合は増資や資産の売却などあらゆる手段を講じるであろう。また、当局もこのような発行体の取り組みを支援すると思われる。特に、政府による予防的な資本注入の仕組みが整備されかつ予防的な資本注入が各種商品の元本削減等、いわゆるベイルインを引き起こすトリガーとはなっていない場合、政府は予防的な資本注入により発行体の CET1 比率の維持を支援することが相応に期待できる。このため多くの場合、この契約条項等についてはトリガー水準が低く、条項等の発動までの距離が遠いと判断することになる。

ウ．任意利息配当停止（トリガー：発行体による決定）

発行体が任意に発動できる任意利息配当停止は、いついかなる場合でも発動を選択できるという意味で、トリガー抵触までの距離は遠いと言えない。一方、この条項等については、発行体の裁量を制約する要素が少ない場合、通常は発動されないことが多く、損失発生までの距離に基づくノッチング幅は 1 ノッチにとどめる。

しかし、規制業種である金融機関等の場合、各種の制度や当局の意向が利息配当停止の裁量を制約することがありうる。特に、所要の資本バッファーを積み立てられない場合に利益の一部または全部につき社外流出制限がかかる制度（「資本バッファー規制」）の対象である場合は、そうでない場合に比べて任意利息配当停止のリスクが高いと JCR はみている。

その他 Tier1 商品を例にとると、Tier1 商品の裁量的支払は資本バッファー規制における社外流出制限の対象に含まれている。バッファーの積立不足が生じた場合、社外流出制限の一環として任意利息配当停止条項が発動される可能性を無視できない。特に、発行体が厳しい状況に陥った場合は発行体には支払の意向があったとしても当局の意向を受けて利息配当を停止するという事態もありうる。このようなリスクを勘案し、国際統一基準行のような資本バッファー規制の対象である発行体の Tier1 商品など、発行体に裁量の余地があるものの裁量が制度や当局の意向などに制約される蓋然性が相応に認められる場合は、損失発生までの距離に基づくノッチング幅は 2 ノッチとする。

資本バッファー規制の対象であることが即、任意利息配当停止のリスクを大きく高めるとは言えない。その他 Tier1 商品を例にとると、バッファーの積立不足が生じた場合、発行体はマーケット等ではかなり厳しい見方をされる可能性があるため、発行体はバッファーを維持するために、常日頃から全力を注ぐとみられ

る。また、社外流出制限は資本バッファの積立不足の程度に応じて設定されており、積立不足の程度が大きくない場合は利益の一部の社外流出は認められる。たとえば G-SIFIs（グローバルにシステム上重要な金融機関）では、CET1 比率が 5% 台程度とかなり低水準となった段階に至ってはじめて利益の社外流出が完全に制限される。金融機関等は概して資本商品間の支払面での序列（ヒエラルキー）を適切に維持したいという意向をもつとみられ、利益の一部の社外流出が認められる段階では、普通株配当を減額する一方で Tier1 商品の利息配当は全額支払い続けるという対応をとる可能性は十分あるとみられる。Tier1 商品の利息配当総額が比較的少ない段階ではそのような対応は一層とりやすいであろう。また、利息配当停止が投資家を遠ざけ発行体の資本充実をかえって妨げかねない点を、発行体も当局も考慮し、利息配当停止に慎重になるという可能性も無視できない。

しかし、上述のような状況や対応が常に期待できるわけではない。資本バッファ規制はバーゼル の国際ルールで導入されたばかりで、わが国では今後国際ルールに沿うかたちで告示等のかたちで法制化されると推測される。このような現時点で、バッファの積立不足に際しわが国の発行体や当局がどのように対応するか、現時点では不透明である。また、発行体はバッファ維持に全力を注ぐとみられるが、これを逆に言えば、実際にバッファの積立不足が生じた場合には、発行体に相当なストレスがかかっている可能性がある。このようなストレスにはたとえば、発行体の大幅赤字、すなわち利益ゼロという事象も含まれよう。利益がゼロの場合社外流出は全額制限され、Tier1 商品の利息配当も停止される。このようなリスクをノッチングには反映させる。利益ゼロとならないにしても、大きなストレス時に際しては当局の意向などにより利息配当が停止される可能性が否定できない。

(4) 損失発生までの距離に基づくノッチングにかかる調整

上述した契約条項等の評価と適用するノッチダウン幅は、財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した現時点での標準的な評価であり、JCR では発行体の状況や法制度等によりこれに調整を加える。

発行体の状況による調整の例をあげると、たとえば、分配可能額不足をトリガーとする強制利息配当停止条項については、財務内容等に大きな問題が無い発行体の場合はトリガー抵触までの距離が遠いという評価となるが、財務内容等に大きな問題があり分配可能額が少額または分配可能額を枯渇させる事象が発生する蓋然性が高い場合は、トリガー抵触までの距離は近いものとして評価することとなろう。このような状況では、機械的なノッチング・ルールを適用するだけでは格付対象商品の元利毀損のリスクが表現しきれないと判断されることも少なくないと思われる。この場合、格付記号の定義に即した格付を損失発生までの距離に応じ付与し、その結果、長期発行体格付と資本商品の格付のノッチ差が大きくなることもありうる。

法制度による調整の例をあげると、たとえば強制元本削減等条項（トリガー：PON）については損失発生までの距離に基づくノッチダウンを原則として行わないが、元本削減等が、実質破綻としての債務超過もしくは支払停止またはそれらが見込まれるより前の段階で行われるリスクが認められる場合には、ノッチダウンを行うことを検討する。トリガーに関する契約条項または関連する法令等に、債務超過もしくは支払停止またはそのおそれが生じるより前の段階で元本削減等が行われるリスクが内包されている場合 元本削減等が、破綻処理にとどまらず、予防的な目的をもつ措置に際して行われるリスクが法令や関係当局の態度等から認められる場合 などがこれに該当する。

また、長期発行体格付が低い場合には、当該長期発行体格付に将来の政府による救済支援の可能性が強く織り込まれていることがあり、その場合は当該支援の可能性を差し引き評価するため、結果的にノッチ差が付くこととなる。

6. わが国の各種資本商品におけるノッチ差の目安

上述の回収可能性に基づくノッチングと損失発生までの距離に基づくノッチングの考え方を、わが国の金融機関等が発行する資本商品にあてはめた場合、長期発行体格付からのノッチ差(ノッチダウン)の目安は次の表のとおりとなる。

表2 わが国の金融機関等が発行する資本商品に付与される格付の長期発行体格付からのノッチ差の目安

| 商品タイプ | 主な契約条項等 | 長期発行体格付からの標準的なノッチ差（ノッチダウン） （財務内容等に大きな問題が無い発行体につき想定される標準的な水準） |
|--------------------------------------|---|---|
| パーゼル 期限付劣後債 | 劣後 | 1 |
| パーゼル 永久劣後債 | 劣後、任意利息配当停止（トリガー：分配可能額不足等） | 2 |
| パーゼル Tier2 商品 | 劣後、強制元本削減等（トリガー：PON） | 1 |
| パーゼル Tier1 商品 （国際統一基準行の Tier1 商品） | 劣後、強制利息配当停止（トリガー：分配可能額不足）、 強制元本削減等（トリガー：普通株式等 Tier1 比率 5.125%）、 任意利息配当停止（トリガー：発行体による決定） | 3 |

- (注) 1 表に示した契約条項等の評価は財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した標準的な評価であり、発行体の状況や法制度等により変化しうる。
- 2 長期発行体格付に将来の政府による救済支援の可能性が強く織り込まれている場合は、資本商品につき当該支援の可能性を差し引いて評価するため、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。
- 3 パーゼル Tier2 商品につき強制元本等削減条項が実質破綻より前の段階で発動すると判断される場合、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。
- 4 パーゼル 永久劣後債と Tier1 商品につき利息配当停止のリスクが高いと判断される場合、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。

(担当) 炭谷 健志・宮尾 知浩

留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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、JCR の格付は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。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等をすることは禁じられています。

NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026

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