

「金融機関等が発行する資本商品の格付方法」の改定につき意見募集

株式会社日本格付研究所（JCR）では、2015年2月5日に公表した格付方法「金融機関等が発行する資本商品の格付方法」を改定することを検討しています。その内容につき以下のとおりお知らせするとともに改定内容についての意見を募集します。

1. 改定の内容

改定案は別紙に掲げるとおりである。

従来に比した主要な変更点の第1は、格付方法の対象に TLAC（Total Loss-absorbing Capacity）の要件を満たすシニア債を加えたことである。これまでは TLAC 適格の商品（「TLAC 商品」）のうち規制上または会計上資本として扱われる商品（「資本商品」）を本件の格付方法の対象としてきたが、そうではないシニア債については対象としてこなかった。変更は、EU において、破綻処理時の序列に関し他の担保無し的一般債務より劣後する条項を備えた、非優先シニア債（Senior Un-preferred Debt）が登場してきたことを踏まえたものである。非優先シニア債はシニア債ではあるが、資本商品と同様に請求権順位面で劣後性を備えているため、資本商品と同じ枠組みで評価することが格付間の整合性の観点から望ましいと JCR では考えた。なお、改定後はこれまで JCR が格付を付与してきた日本の G-SIB の TLAC 商品も本件格付方法の対象となるが、適用の結果、長期発行体格付と同格となるという点は、従来から変わらないであろう。

主要な変更点の第2は、EU の銀行が本体発行する資本商品・TLAC 商品につき格付の目安とこれに関連する若干の説明を追加したことである。これは EU の銀行が発行する資本商品・TLAC 商品につき、投資家の関心が高まりつつあることを受けたものである。

主要な変更点の第3は、EU の銀行の資本商品につき、元本削減等が実質破綻より前の段階で行われるリスクを内包することを反映させるための、追加的なノッチダウンを行うことである。EU においては、「スタートエイドルール」に基づく予防的な銀行支援に関する議論が高まっているが、予防的な銀行支援にあたっては資本商品の元本削減等が原則として義務付けられている。現在議論の対象となっている銀行につき予防的な銀行支援が実際に行われるか否かにかかわらず、資本商品につき元本削減等の行われるタイミングが不透明である点を、リスクとして格付に反映させる必要があると JCR では考えた。

2. 今後の予定

JCR では本件に関する意見募集を行う。意見は4月20日まで JCR ウェブサイトの「お問い合わせ」ページへのメールで受け付ける。今後1ヵ月程度をかけ格付方法として確定させる予定である。

3. 格付方法改定に伴い見直しが必要となる個別格付

本件格付方法が改定案どおり変更された場合、JCR では、EU の銀行が発行する社債を裏付資産とし Neon Capital Limited が発行するリパッケージ債 Series 781 につき、格付の見直しを改定から数日内に行う予定である。見直しにより格付は1ノッチ程度引き下げられる可能性がある。

(担当) 炭谷 健志・宮尾 知浩・幾島 真

■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、結果的正確性、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、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、改変等を行う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の定める 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

2017年4月6日

改定案

格付方法:金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品の格付方法

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（「資本商品」）、および規制上 TLAC（Total Loss-absorbing Capacity）の要件を満たす商品（「TLAC 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・TLAC 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・TLAC 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、①契約条項等の用語・記述内容が極めて不明確な場合、②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、③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、④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①～③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④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) 主要先進国の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品について

日本を含む主要先進国の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品については、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。金融機関等に関する破綻処理制度が整備されており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り、また当局には一般に行政の継続性を重んじる傾向があるためである。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・TLAC 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、①一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、②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・TLAC 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・TLAC 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で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・TLAC 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。TLAC 適格のシニア債など、資本商品に該当しない TLAC 商品についても、回収可能性が担保の無い一般債務より劣後することになる仕組みを備えている場合は、資本商品と同様に、原則として 1 ノッチのノッチダウンを行う。

回収可能性に基づくノッチダウンは担保の無い一般債務からの劣後の有無の判定に基づき行う。資本商品・TLAC 商品の中で回収順位が異なってもこれをノッチ差として反映させることは原則としてしない。たとえば、劣後債と優先株の回収順位が異なっても、回収可能性に基づくノッチダウンの幅はいずれの商品においても原則として1ノッチとする。

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・TLAC 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・TLAC 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さうる契約条項等を、複数備えることが多い。JCR では基本的に、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①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②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表1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)、破綻処理)	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、破綻処理)

当局が発行体につき実質破綻状態にある (point of non-viability, PON) と認定した場合や破綻処理を行う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 の認定や破綻処理を行うかについては各国の法制により異なりうるが、日本については、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 (債務超過等) 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、CET1 比率 5.125%という水準は、多くの発行体や当局にとって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、いわゆるバ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、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ー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。たとえば日本の G-SIBs（グローバルにシステム上重要な銀行）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。資本バッファー規制は導入されて日が浅く、このような現時点で、バッファーの積立不足に際し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、発行体はバッファー維持に全力を注ぐとみられるが、これを逆に言えば、実際にバッファー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る。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みられる。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広がることもありうる。

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、破綻処理）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、かつそのような元本削減等につき蓋然性が高いまたは不透明性があると認められる場合には、追加的なノッチダウンを行うことを検討する。①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②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。たとえば EU では「ステートエイドルール」が、金融システム危機に際し、実質破綻認定がなされていない銀行に対し公的資本注入などの支援を予防的に行うことを可能としているが、同時に、同ルールに基づく予防的な支援を行う場合はハイブリッド資本や劣後債務につき原則として元本削減等が行われるべきことを定めている。このような制度の対象となる商品については、元本削減等が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を内包するため、追加的なノッチダウンを検討する。

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. TLAC シニア債についての考え方

(1) 日本の G-SIB の持株会社が発行するシニア債

日本の G-SIB の持株会社が発行する TLAC 適格のシニア債（「TLAC シニア債」）についても上述 3.～5.の考え方に基づきノッチングを検討するが、ノッチ差（ノッチダウン）は基本的にはゼロとなるであろう。これは、日本の破綻処理制度における TLAC シニア債の取扱いに関し、①損失吸収は発行体の債務超過もしくは支払停止またはそのおそれの発生という一般債務のデフォルトと同じタイミングで行われる、②損失吸収は基本的には破産などの倒産手続の中でなされるため劣後性を規定する条項が付されていないかぎり回収順位は発行体の一般債務と基本的に同じになる、という想定を JCR が有することにに基づいている。

日本の G-SIB の TLAC にかかる枠組みについては、破綻処理時の損失負担につきこれを持株会社の株主・債権者に集中させる方式（SPE 方式）とする方向で検討が進められている。TLAC シニア債は基本的に持株会社から発行され、TLAC 適格の要件として求められる除外債務（TLAC 商品以外の債務）からの劣後性を持株会社の特性としての構造劣後により確保することとなり、劣後性を規定する契約上の条項は基本的には備えないとみられる。

日本では預保法に金融機関等の「秩序ある処理」に関する規定が置かれ、破綻処理と併せて実施されることが想定される倒産手続の中で、破綻処理に際して生じる損失を株主や債権者に負担させる枠組みが整備されている。預保法の「秩序ある処理」の枠組みでは、内閣総理大臣が金融システムの著しい混乱が生ずるおそれがあると認めるときは、債務超過等の持株会社につき、第 126 条の 2 に定められる特定第二号措置を講じることが可能になっている。特定第二号措置では、金融システムの安定を図るために不可欠な債務等を承

継金融機関に引き継ぎこれを履行させる一方、その他の債務等は基本的に倒産手続等の中で処理することになっている。制度の趣旨を踏まえると、TLAC シニア債が承継金融機関に引き継がれることは基本的にはないとみられる。このため、特定第二号措置の発動を前提とした場合、TLAC シニア債については発行体が債務超過等に陥った場合に損失が発生し、裁判所の関与の下に進められる倒産手続等の中で損失の程度が確定していくことになるが、このような損失発生のある方は、JCR が長期発行体格付に反映させている一般債務の損失発生のある方に関する想定と基本的に同じものである。なお、仮に特定第二号措置が発動されない場合であっても、債務超過等に至った段階で損失が発生し倒産手続等の中で損失の程度が確定するというあり方が基本的に想定されることに変わりはない。また、持株会社傘下の預金取扱金融機関に対して特定第二号措置、または預保法第 102 条に定められる第二号措置もしくは第三号措置が適用されることも考えられうるが、この場合も持株会社は債務超過等またはそれに類似した状況に置かれそのシニア債は倒産手続等の中で処理される可能性が高いとみられる。

(2) EU の銀行が本体発行する非優先シニア債

EU においては持株会社形態をとらない銀行グループが多いため、TLAC 商品は日本のそれと異なり銀行が本体発行することが多くなろう。銀行が本体発行する場合、構造劣後の仕組みの活用は不可能である。このため EU の銀行が本体発行する TLAC シニア債は、破綻時の序列において他の担保無しの一般債務より劣後する条項を備えた、非優先シニア債（Senior Un-preferred Debt、非優先上位債）の形態をとることが多くなるとみられる。TLAC 適格となる非優先シニア債はフランスで導入済みだが、同様の枠組みを EU の銀行再建・破綻処理指令（Bank Recovery and Resolution Directive、BRRD）に導入する提案が現在、欧州委員会からなされている。提案どおり BRRD が改正されれば、加盟各国は BRRD の枠組みを国内適用することが求められる。

EU の銀行が本体発行する非優先シニア債についても上述 3.~5.の考え方にに基づきノッチングを検討するが、格付は基本的に長期発行体格付から 1 ノッチ下となろう。これは、非優先シニア債が当該債券以外の担保の無い一般債務よりも回収可能性が劣後する仕組みを有していることから、回収可能性に基づくノッチングを行うためである。一方、非優先シニア債につき、損失発生までの距離に基づくノッチダウンを行う必要性は通常低い。これは①非優先シニア債に元本削減等が求められるのは、BRRD の規定では破綻処理（Resolution）の場合に限られること②破綻処理時以外に、ステートエイドルールに基づき BRRD の例外措置としての予防的支援が行われる場合も、元本削減等が義務付けられている対象はハイブリッド資本と劣後債務に限られていること-などを踏まえたものである。

7. 各種資本商品・TLAC 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、日本の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品、および EU の銀行が本体発行する資本商品・TLAC 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)の目安はそれぞれ表 2 と表 3 のとおりとなる。

なお、持株会社が発行する商品の場合、表 2 に示されるノッチ差は持株会社の長期発行体格付が基点となっているが、日本の G-SIB の持株会社の長期発行体格付は、持株会社特有の構造劣後性などを反映して、中核銀行の長期発行体格付からノッチダウンされることが多い。このため日本の G-SIB の持株会社が発行する資本商品・TLAC 商品の格付と、中核銀行の長期発行体格付とのノッチ差は、表 2 に示されるものより一般に大きくなる。

表2 日本の金融機関等が発行する資本商品・TLAC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)
TLAC 適格のシニア債 (持株会社発行のシニア債)	—	0
バーゼルII 期限付劣後債	劣後	1
バーゼルII 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
バーゼルIII Tier2 商品	劣後、強制元本削減等 (トリガー: PON)	1
バーゼルIII 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・TLAC 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 バーゼルIII 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 バーゼルII 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。

表3 EUの銀行本体が発行する資本商品・TLAC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)
TLAC 適格のシニア債 (非優先シニア債)	劣後、強制元本削減等 (トリガー: 破綻処理)	1
バーゼルIII Tier2 商品	劣後、強制元本削減等 (トリガー: PON、破綻処理)	2
バーゼルIII 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)	4

- (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・TLAC 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 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・幾島 真

■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ことを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、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、改変等を行う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が定める 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