



# News Release

06-D-417

2006年9月1日

## 生命保険会社のハイブリッド資本の評価について

株式会社日本格付研究所（JCR）は、このたび、生命保険会社によって調達されたハイブリッド資本の評価に関し、以下のとおり、基本的な視点・目安を整理しました（ハイブリッド証券の資本性の評価の一般的な枠組みに関しては、同時発表のプレスリリース06-D-415をご覧ください。）

### （生保ハイブリッド資本の評価の考え方）

生命保険会社におけるハイブリッド証券（劣後債など）をはじめとするハイブリッド資本とは、株式と債務の両方の性質を併せ持つ生命保険会社にとっての資金調達の総称であり、資金調達における選択肢の一つとして、負債性の強いタイプから資本性の強いタイプまで様々なかたちで調達されてきている。複数の生命保険会社が、劣後債、劣後ローン、基金など有期の劣後債務や、コールおよび金利ステップアップ条項付きの永久劣後債務を負っており、このようなハイブリッド資本も勘案した上で資本構造の最適化を志向してきている。様々なハイブリッド資本の分析に際しては、当該ハイブリッド資本の属性を分析した上で、その生命保険会社が置かれている環境や直面している課題、調達の目的、中長期的な資本政策などに加え、投資家の目的などの個別事情も考慮してその資本性を判断する。

### （生保ハイブリッド資本の属性の分析）

生命保険会社の自己資本を評価するに際して、劣後債、劣後ローンなどの資本性を認めるためには、まず、その資金調達が一定の要件をみたしていることが必要である。ハイブリッド資本を広い意味での自己資本と認めるための要件としては、①安定的なリスク・バッファーとして財務の安定性・柔軟性につながる、永久または超長期の調達であること、②利息・配当の繰延条項を有することでストレス時などのキャッシュアウトを抑制し財務内容に柔軟性・安定性をもたらすこと、③さらにストレス時に損失を吸収するバッファーとなることで、純粋な債務であった場合よりも発行体破綻時の債権者の回収可能性を高めることを重視している。こうした視点から、特定のハイブリッド資本を評価する際に注目するのは、以下の表に示す3点、すなわち、①元本の償還義務・満期がない点、②利息・配当支払義務がない点、③破綻時における請求権順位が最劣後の点である。各要件の充実度の総合的な判断が、ハイブリッド資本の資本性の評価の基本となる。

(表1) ハイブリッド資本の評価観点

	検討項目	期待される効果	関連する契約条項
1	元本の償還義務・満期がない点	○ 返済圧力やリファイナンス・リスクがなく、財務の安定性・柔軟性が高まる。	○ 償還期限 ○ コール条項 ○ 金利ステップアップ条項など
2	利息・配当支払義務がない点 繰り延べられた利息・配当が累積しない点	○ ストレス時にキャッシュアウトを抑制でき、財務の安定性・柔軟性が高まる。 ○ 繰り延べがデフォルト、クロスデフォルトに抵触しない。	○ 利息・配当の繰延条項(強制・任意) ○ 累積・非累積 ○ 強制支払条項 ○ デフォルト事由など
3	破綻時における請求権順位が最劣後の点	○ 破綻時の回収可能性が高まる。	○ 劣後特約

## 1. 元本の償還義務・満期がない点

前述したように、ハイブリッド資本の資本性を認めるための要件の一つとしては、永久または超長期の調達であることが挙げられ、この評価観点から、生命保険会社によって発行された証券などのハイブリッド資本にかかわる①期間、②コール、金利・配当ステップアップといった特性に注目する。

### a. 期間

資本性の観点からすると、期間が永久であることが最も望ましいのは言うまでもないが、満期を設けるハイブリッド資本もある。満期の規定は資本性の評価にはマイナスとなる。もっとも、期間が超長期の場合には、通常の債務よりもより高い資本性が認められる余地が出てくる。生命保険会社の負債の特性を勘案すると、調達時点での償還期限が 20 年以上であれば、期限付きの調達であっても、その他の要件も勘案した上で、一定の資本性を認めることができると考えられる。また、償還期限 10 年以上 20 年未満については、自己資本の一部として認識される可能性はあるが、各保険会社の資本構成や格付け水準などに照らし合わせて判断する。国内生保のうち相互会社に調達が認められている基金は、償還期限が通常 5 年以下と短いため、自己資本の一部として認識することには限界があると考えられる。

### b. コール、金利・配当ステップアップ

永久あるいは超長期であっても、コール(発行体の任意による期限前償還)条項が付いたハイブリッド資本は多い。発行体が実際にコールに踏み切る蓋然性が高ければ、当該ハイブリッド資本の満期は実質的にはコール行使期限と同じとみなされる。特にコール行使期限以降に金利が自動的に引き上げられるステップアップ条項が付いており、アップ幅が大きい場合(100bp 程度が目安)や当初調達コストの水準が非常に高い場合は、発行体が調達コストの抑制のためコールに踏み切る蓋然性が高いと判断され、総合的に資本性を評価する際に、満期の観点からみた評価は弱いとみられる。また、ステップアップ条項を伴わず、当初調達コストも低い場合は、コールの蓋然性は、発行体の財務状況および運営方針、投資家のコールに対する期待の度合いなどにより様々と言える。この場合、満期の観点からみた資本性の評価はコール条項がない場合より低いと判断するものの、その程度の評価は一律ではなく個別の事情を勘案する部分が大きくなると考えている。

## 2. 利息・配当支払義務がない点

財務上のストレスが比較的小さい段階でもキャッシュアウトを任意に抑制でき、利息・配当の繰り延べがデフォルトを構成しないというデフォルト回避機能を有するという観点から、ハイブリッド資本を評価する際には、①繰り延べ条項はあるのか、ある場合にはそれは任意なのか強制なのか、②繰延事由は何か、③繰り延べされた支払いは累積または非累積か、さらに繰り延べが可能な期間のあり方にも注目する。

### a. 任意繰り延べと強制繰り延べ

ハイブリッド資本の多くは利息・配当繰延条項を伴っており、繰延条項が定める一定の条件(繰延事由)に抵触した場合の利息・配当の繰り延べ(不払いを含む)はデフォルトに該当しない仕組みとなっている。法律上のデフォルト回避機能は多くの証券の場合において様々な条項のかたちで備えられていると言える。とはいえ、特に繰延事由に抵触しても繰り延べが発行体の任意に委ねられる任意繰延条項しか付いていない証券の場合、相当な財務面でのストレス下に置かれた時でも、生命保険会社が利息・配当支払いを継続する可能性がある。このため任意繰延条項付きの場合は、その他の要件も勘案した上で、ストレス時には繰り延べられる裁量がある点では資本性が認められるものの、その程度は高くないと判断している。他方、繰延事由抵触時に強制的に繰り延べが行われる強制繰延条項が付いている場合には、任意繰延条項のみの場合のような懸念はなく、総合的に資本性を評価する際に、利息・配当の支払いの側面からより高く評価される。

### b. 繰延事由

もともと、繰延条項をポジティブに評価するには、繰延事由が適切な水準に設定されていることが前提で、生命保険会社の債務がデフォルトになるよりも相応に早期の段階、一定の健全性を維持している段階でキャッシュアウトの抑制が行われるよう、トリガーが設定されていることが必要である。こうしたトリガーとしては、保険業法 55 条枠の枯渇や、一定の健全性を維持していると判断できるソルベンシー・マージン比率が考えられる。

例えば、ハイブリッド資本の評価という観点からは、監督当局による明確な基準よりも保守的な、利息繰り延べに関する強制条項が約款に明記され、発行体の債務がデフォルトになるよりも早期の段階でキャッシュアウトの抑制が行われるトリガーとなることが重要となる。こうした趣旨から、監督当局が定める最低ソルベンシー・マージン比率を相当程度上回る水準にトリガーが設定されることが資本性を考慮する際に求められる。

### c. 累積・非累積、繰り延べの期間

繰り延べが生命保険会社の任意でかつ累積型の場合、将来支払う必要のあるものを繰り延べる当該生命保険会社のインセンティブは低くなるので、資本性の評価にはプラスに働かない。また、累積型の場合、発行体は累積利息・配当を 5 年程度は繰り延べる権利を有さなければ、繰延条項が資本性向上に寄与する度合いは低いと判断される。

## 3. 破綻時における請求権順位が最劣後である点

ハイブリッド資本を広義の自己資本と認めるもう一つの要件として劣後性が挙げられる。当該証券の劣後性が認められる場合、万一破綻(デフォルト)となった場合に、上位債権者への分配後でなければ弁済がなされない、あるいは上位債権者に先立って損失を吸収する機能を有している。より下位の債務が存在するあ



# News Release

るいは存在しうるのであれば、前述した3要件から、総合的に資本性を評価する際に劣後性の面での特性がやや弱いとみなすことになる。

もともと、劣後性の評価は、元本の償還義務・満期がない点、および利息・配当支払義務がない点に比べ、ハイブリッド資本の評価における位置づけは二次的となる。資本性の評価は、生命保険会社による債務履行の確実性の分析に役立てることを目的に行うものであるが、債務履行の確実性は、当該生命保険会社が破綻することなく事業を続け必要なキャッシュフローを継続的に得ていけるかどうかにより多くを負うと考えられる。また、資本性の評価においても回収可能性に関連する項目の分析に大きな比重を置くことは、生命保険会社の信用力がかなり低い場合を除いては適当ではないと考えられる。

こうした劣後性の観点からのハイブリッド資本の資本性を認める要件は、一概には結論付けられない。生命保険会社によって発行されるハイブリッド資本の劣後性の取り扱いは、契約条件変更制度の導入により可能とされた予定利率引下げによって影響を受けたと考えられる。JCRは、予定利率引き下げなど契約条件変更を格付け上はデフォルトとみなすが、法律上は破綻ではないため、従来のハイブリッド資本の契約では劣後事由に該当しない。この結果、本来支払いが最も優先されるべき保険契約者への支払いが減額され、ハイブリッド資本の拠出者への支払いに劣後するという優先順位の入替わりが生じる余地が発生し、保険契約債務とハイブリッド資本の優先劣後関係の一貫性が保てない可能性がある。契約上の劣後事由として予定利率引下げなどの契約条件を織り込めば、こうした一種のねじれが生じず、優先順位の一貫性が確保されると考えている。

## (個別事情の加味)

ハイブリッド資本の評価は、前述したように、①元本の償還義務・満期がない点、②利息・配当支払義務がない点、③破綻時における請求権順位が最劣後である点から、当該ハイブリッド資本そのものの属性の総合評価を実施し、その上で、当該生命保険会社の個別事情を加味する。

ハイブリッド資本が、広い意味での自己資本の一部とみなされるためには、上述した諸要件を備えていることが必要であるが、各要件の充実度合いに加え、各保険会社を取り巻く個別事情によって、最終的な資本としての評価に差が生じる場合がある。個別事情としては、発行体の財務運営方針が重要である。発行体の経営陣がハイブリッド資本のコールにより資金繰り、格付けなどに悪影響が出ると考えていると判断される場合などには、コールの蓋然性は、比較的小さいと判断できるケースがあるであろう。しかし実際には、発行体の表明する財務運営方針だけをもって、コールの蓋然性が小さいと判断することは難しい。発行体の財務運営方針が合理的な基礎を有しているか、財務内容を検討し、慎重に判断する方針である。

また、特定の生命保険会社におけるハイブリッド資本の過多によっては、前述した要件を満たしていても、ハイブリッド資本の自己資本への算入に限度を設定することも考慮しなければならない。ハイブリッド資本に過度に依存すると、ハイブリッド資本にかかわる利息などが嵩み、償還期限やコール条項などが重なることにより、財務レバレッジが高まる。また、ハイブリッド資本にかかわるコストは、普通株と比較すると、当該発行体の期間損益によって柔軟に増減することが困難である。



# News Release

(表2) ハイブリッド証券：資本性の評価の目安 (例)

資本性	分析時の目安	該当例
債務同等	0	・期限付き、利息・配当繰延不可の劣後債
低	25	・超長期/永久、コール可能、金利ステップアップ、利息・配当繰延可能(任意繰延条項のみ)の劣後債/優先証券/優先株
中	50	・超長期/永久、コール可能、金利ステップアップ、リプレースメント表明あり、利息・配当繰延可能の劣後債/優先証券/優先株
高	75	・超長期/永久、コール不可、配当繰延可能(強制繰延・非累積)の優先証券/優先株 ・3年以内の強制転換条項付の優先株(非累積)
普通株	100	

格付けに際しては、ハイブリッド資本にかかわる判断も含めて、資本の充実度を評価することになるが、そもそも、格付けとは多面的な分析プロセスを伴うものであることに留意が必要である。例えば、多岐にわたる格付けの観点の一つに過ぎない資本の充実度に関する分析に限っても、リスク・プロフィール、資本にかかわる過去データ、複数シナリオ下における将来における資本の充実度の見込み、保有資産の含み損益、配当政策、将来収益と内部留保の見込み、保険負債の経済的な実態、買収合併・売却、運用方針、こうした要因の根幹にある経営戦略などが複合的に判断されるのである。

同様に、現在検討が進んでいる、国際会計基準審議会 (IASB) の保険契約にかかわる最終基準や、保険監督者国際機構 (IAIS) によるソルベンシー評価に関する共通の基準の動向も視野に入れて分析を実施する考えである。こうしたグローバルなソルベンシー規制の変化の方向性を考慮しながら、保険契約準備金、自己資本のあり方、さらには財務数値のみでなく、各保険会社における内部モデルのあり方、リスク・アセスメントの状況の評価を行っていく方針である。

以上

(格付1部チーフアナリスト 水口啓子)