MOODY'S
INVESTORS SERVICE

CROSS-SECTOR RATING METHODOLOGY

信用代替アプローチに基づく取引の格付:信用状による信用補完、保険、保証付き債務

Rating Transactions Based on the Credit Substitution Approach: Letter of Credit-backed, Insured and Guaranteed Debts

目次:

概要 1
概観 2
信用代替アプローチは、債券保有者のリスクを信用補完提供者のパフォーマンスに限定することを目的とする 2
信用代替の要素 4
格付ガイダンスおよびモニタリング 7
結論 8
添付文書 A: 信用状により信用補完された米国パブリック・ファイナンス・セクターの取引への複合デフォルト分析の適用 9
添付文書 B:確認信用状取引 19
添付文書 C: ムーディーズの格付対象発行体が関与するダイレクト・ペイ方式 信用状取引 22
添付文書 D: 既存の債券保険契約に加えて、信用状による信用補完を織り込む場合の特別な格付上の考慮事項 24
添付文書 E: 強力な保証契約が持つ主な特徴 26

コンタクト:

東京 03.5408.4210

ムーディーズ SF ジャパン株式会社は、金融商品取引法の下で金融庁に登録された信用格付業者であるが、NRSRO(米国 SEC の登録を受けた格付機関)ではない。従って、ムーディーズ SF ジャパン株式会社の信用格付は、日本で登録された信用格付業者の信用格付であるが、NRSRO の信用格付ではない。

本格付手法は、2015 年 12 月 18 日(ムーディーズ・ジャパン版、同 12 月 24 日)に修正された「信用代替アプローチに基づく取引の格付:信用状による信用補完、保険、保証付き債務」を代替するものである。本格付手法では一部の古いリンクをアップデートした。

概要

本格付手法では、次に挙げる形式により明示された第三者による証券の信用補完、すなわち金融保証保険、信用状、第三者保証に基づき、完全な信用代替が行われるために必要とされる基準を特定する [1]。信用補完付き証券がこの基準に適合すれば、通常は信用補完提供者の財務格付とアンダーライング格付のいずれか高い方が付与される。ただし、格付は後述する制約の対象となる。

本格付手法は、第三者による信用補完が用いられるケースで信用代替を評価するためのムーディーズのアプローチに関する総合的な指針を提供することを目的としている。信用代替の重要な要素に対するアプローチに加えて、案件固有のストラクチャー、仕組み、法的考慮事項に対するアプローチを、次のように調整する。

» 債務者である米国地方政府と第三者による信用補完の両者を裏付けとする取引:第三者による信用補完が行われ、その第三者と信用補完を受ける主体が連帯して支払義務を負う取引の一部に対し、添付文書 A で説明するように複合デフォルト分析(JDA)を適用する。アンダーライング格付と信用補完提供者の格付との相関が高い場合、あるいはアンダーライング格付が公表されていない場合は、複合デフォルト分析は通常適用しない。

[1] 本稿では、第三者による信用補完を考慮しない格付をアンダーライング格付と呼ぶ。米国地方政府発行体については、州の信用補完プログラムに基づく信用補完を考慮した格付も、分析において考慮される。

» 確認信用状：これらのストラクチャーに対するアプローチは、信用状で信用補完される取引と類似しているが、主信用状が二次信用状により確認を受けている場合、確認信用状のストラクチャーには他にも考慮しなくてはならない仕組みや法的な問題が存在する。確認信用状に特有の考慮事項は添付文書 B で説明する。

» 一部の米国パブリック・ファイナンスのダイレクト・ペイ方式信用状：添付文書 C で述べるように、プレファレンス・リスク（偏頗行為とみなされるリスク）がない取引では、債務者である地方政府の格付と信用状提供者の格付のいずれか高い方を適用する。

» 債券保証保険が付された既存の取引を信用補完する信用状：既存の保証保険契約に加え、さらに第三者の信用状により信用補完された取引については、添付文書 D で説明する信用代替アプローチを適用する。

概観

第三者信用補完は一般に銀行、金融保証会社、あるいは事業会社により提供され、信用補完がない場合に比べて高い格付を取得することにより、資本市場から、より低いコストで資金を調達するために、地方政府、非営利団体、私企業、証券化商品のスポンサーによって利用される。信用代替アプローチに基づいて格付される取引は、信用補完提供者の格付が信用補完を受ける証券のアンダーライング格付を上回っていれば、通常は信用補完提供者に一致する格付が付与される。

このアプローチを用いる取引の目的は、発行体[2]のパフォーマンス、デフォルトあるいは破産から投資家を隔離し、債務の元本と経過利息の支払い（信用補完の期限が切れる前に、または終了する前に行われる最終支払いを含む）を支払期日通りに行うことである。このタイプの取引で投資家が引き受ける主たるリスクは、信用補完提供者の信用リスクであるため、投資家は信用補完提供者の信用力の低下や改善の影響を受ける。

信用補完形式の違い、法的構造の相違、当事者間の関係、資金調達を取り巻く固有の状況を考慮しながら、取引ごとに格付評価を行う。表 1 は、信用代替手法を用いて格付される一般的な取引のタイプのリストである。また、本格付手法に記載の格付手法には、このアプローチを特定のストラクチャーのタイプに適用する場合の詳細な情報が含まれている。

表 1: 本格付手法が適用される一般的な信用補完形式

» 信用状（"LOC"）

» ファニーメイまたはフレディマックによるダイレクト・ペイ方式の信用補完証券/契約

» 金融保証保険

» 第三者保証

信用代替アプローチは、債券保有者のリスクを信用補完提供者のパフォーマンスに限定することを目的とする

発行体が資本市場取引において第三者による信用補完を利用する場合、その目的は信用補完提供者の信用リスクを自身の信用リスクと代替することである。信用代替の要件は、第三者からの信用補完証券の存在だけではない。完全かつ実効性のある信用代替は、投資家を発行体の信用リスクから隔離する。取引の契約文書には、信用補完ファシリティにおいて支払期日に支払いを行うこと、そして期日通りの債務履行を妨げるものがないことを確実にするための指示が明記されている。

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト（www.moodys.com）の発行体のページの Ratings タブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

[2] 「発行体」とは、債務の支払義務を負う主体を指し、発行体を指す場合もあれば、債務の発行体はコンデュイットであるが債務の担保は債務者からの支払いのみという取引における債務者を指す場合もある。

一般に、信用補完付取引の長期格付は、信用補完提供者の長期格付に沿って推移する [3]。当初格付の付与後、取引の長期格付の変更は、信用補完提供者の長期格付の格上げまたは格下げ、あるいは信用補完提供者の入れ替えに関連する変化を反映したものとなる。格付変更の結果、アンダーライング格付が信用補完提供者の格付より高くなる場合、通常はより高い方の格付が適用される。信用代替アプローチを用いて格付される債務証券の一部には短期格付も付与されている。一般的に、信用状で信用補完される取引の短期格付は、信用状提供者に付与された短期格付に沿って推移する。

ムーディーズのカウンターパーティー・リスク評価に基づく銀行の信用補完付き取引の格付

ムーディーズのカウンターパーティー・リスク評価（CR 評価）は、債務証券および預金以外の銀行のシニア債務およびカウンターパーティー・コミットメントのデフォルトの可能性に対するムーディーズの意見を表すものである。シニア銀行債務およびカウンターパーティー・コミットメントには、信用状、流動性ファシリティ、保証、スワップ契約、その他の契約上の義務が含まれる。

本格付手法を銀行がサポートを提供する第三者の債務に適用する際に、CR 評価を投入値として用い、銀行の長期支払いリスクと短期支払いリスクの両方を反映させる。具体的には、銀行の取消不能なサポートに基づく格付は、銀行の長期または短期 CR 評価に等しくなる。

[3] 複合デフォルト分析（添付文書 A 参照）を適用する場合は、信用補完提供者の格付に沿って推移しないことがある。

信用代替の要素

アンダーライング債務の支払不履行リスクの緩和

表 2: 信用代替の主な要素:

- 発行体の破産リスクの緩和
- 信用補完の十分性
- 債務を期日通り履行するためのストラクチャー条項
- 信用補完の期限切れ・終了により信用力が変化した場合、債券保有者は全額の支払いを受ける
- 債務履行のための留保資金を保全する適格投資
- 法的に強制可能な信用補完

信用代替が成立するためには、アンダーライング債務の支払不履行リスク、あるいは証券化取引の担保資産からのキャッシュを原資とする元利支払いを支払期日に履行できないリスクから、投資家が隔離されなくてはならない。信用代替の基準を満たす取引において投資家に行われた支払いは、発行体の破産時に偏頗行為とみなされて回収の対象となることはない。あるいは、そのように支払いが回収されうる場合は、信用補完証券が投資家から回収された資金の返済をカバーする。プレファレンス(偏頗)とは、破産前に発行体によって行われた資産の移転が、特定の債権者を他の債権者よりも有利に扱ったと判断されることである。したがって、支払いが偏頗的な移転とみなされれば、支払われた資金は破産管財人(あるいは類似の当事者)により回収され、再分配のために発行体の破産財団に返還される。ダイレクト・ペイ方式信用状により受領した資金等、信用補完ファシリティによって直接支払われた資金は発行体から直接受領したものではないため、発行体破産時でもプレファレンスとはみなされず、回収は不可能であると予想される。ストラクチャー上、信用代替が成立する取引では、信用補完提供者は自身の資金を用いて信用補完ファシリティに基づく支払いを行っており、発行体の資金が信用補完ファシリティに基づく支払いに充当されたとする根拠となるような条項(たとえば、信用補完ファシリティーに基づく支払いを行う前に発行体の財産の預託を要請する条項など)は取引の契約文書に含まれない。

発行体によって提供され、偏頗弁済とみなされるリスクがある期間はトラスティーの下に預託されていた(「日数を経た」)[4]資金は、「プレファレンスとは無関係」とみなされる。この期間は通常、地方政府以外の発行体の場合、発行体の破産時から遡って 90 日から 1 年である[5]。預託期間は、誰が発行体かということや取引の特性によって、取引ごとに異なる。信用補完ファシリティまたは預託資金から提供された資金以外の金銭を利用する場合、あるいは、取引のストラクチャーが新しいタイプや特異なタイプのものである場合、ムーディーズは倒産法弁護士のリーガル・オピニオンを検討し、債務返済に用いられる資金が債務に付与する格付と整合するかどうかを確認する。

信用補完の十分性

信用補完提供者が、信用ファシリティーにより発行済み債券元本の全額、最長の利息計算期間に加え、投資家に支払いを約束する場合がある強制償還プレミアム等の他の金額も保証していれば、信用補完提供者のコミットメントは十分であるとみなされる。十分性を認めるために必

[4] 「トラスティー」という用語は一般的に信用補完ファシリティーの受益者である受託者を指す。弁済代理人、支払代理人、財務代理人と呼ばれることもある。

[5] 自身の資金調達のために債券またはノートを発行する地方政府による支払い(米国破産法の定義に基づく)は、破産時の偏頗行為として支払を回収することはできない。

要な利払保証の金額は、それを計算するための変数を債券の契約文書から得る必要があるため、取引ごとに異なる。

保証の対象となる利息の金額は、次の要素の合計である。

» 利払日から次の利払日までの利息が発生する最長期間;

» 復元期間(該当する場合)、すなわち、信用補完提供者が利払日に引き出しに応ずるとした後、利息部分の保証の復元を行うかどうかを決定するための期間、および;

» 信用補完が復元の対象となる場合は猶予期間、すなわち、信用ファシリティの利息保証部分が完全に復元されない場合にトラスティーが債権保有者に全額を支払わなくてはならない期間(債務の強制買取、早期償還や償還などにより支払われるのが一般的)

ムーディーズは契約条項を精査し、該当する場合は、債券の追加発行や信用補完ファシリティが対象としていない利息形式の債券への転換がどのように扱われるかを判断する。債券の追加発行は、新規発行債券も信用補完ファシリティーの恩恵を受けられる場合、信用補完の希薄化につながり得る。複数の方法で利息が計算されるストラクチャーで発行された債券の一部が、信用補完で当初はカバーされていなかった形式の利息が発生する債券に転換された場合も、信用補完ファシリティーが全ての債券を十分にカバーしない可能性がある。たとえば、信用補完ファシリティが月次で利息が支払われる債券をカバーすることを意図していたが、債券の一部が半年に一度利払いを行う債券に転換されるようなケースでは、信用ファシリティが全ての債券の利息を十分にカバーしない可能性がある。

このギャップを埋めるための選択肢の一つが、債券の追加発行や既存の信用補完ファシリティーでは利払保証の追加が必要になるような利払形式の異なる債券への転換が行われる前に、信用補完ファシリティーの保証範囲を増額するという条項を契約に含めることである。あるいは、契約文書に他のセーフガード、たとえばカバーされていない追加発行債券や転換債券のために受託者が信用補完ファシリティーから資金を引き出すことを禁止する、受託者がセーフガード債券ファンドを設定し、カバーされている債券とされていない債券の支払いのための資金がコミングルしないようにする、あるいは、カバーされている債券とされていない債券を区別するため分離指定する、などのセーフガードを含めることである。

強制・任意買取条項を持つ取引

信用状による信用補完を受ける変動金利型の地方債および社債の大半は、強制および任意の買取の対象となる。買取代金は債券の再販売代金や、再販売に成功しない場合は信用状の引き出しにより支払われる。これらの取引では、強制または任意の買取を行う際に、全ての発行済み債券の買取価格全額をカバーする資金が利用可能であることが信用状に記載される。したがって、信用代替アプローチでは、信用状による信用補完を受ける債券の短期格付は信用状提供者の短期格付を反映する。

強制買取は、(1)信用補完の期限切れ、(2)金利支払方法の変更、(3)信用補完の代替、もしくは(4)銀行との契約の下でのデフォルトに続き、信用補完の期限前終了が起きたこと、によって発生する。

ムーディーズは任意買取条項を持つ取引を分析する際に、買取プロセスを精査し、投資家が信用補完提供者以外のクレジットの影響を受けるかどうか、信用状の引き出しのタイミングと仕組みが債券の買取代金を投資家に期日通りに支払えるよう設定されているかどうかを評価する。完全な信用代替が成立する取引は、投資家から買取請求を受領する当事者として受託者が関与する。さらに、様々な法的文書により、買取代金を支払うために適切な当事者がタイムリーに信用状に基づき資金を引き出すよう規定されている。ムーディーズのアナリストは、文書を精査し、債券保有者からの任意の買取請求、再販売代理人による再販売代金の送金、受託者から信用状提供者に宛てた資金請求通知といった事象の間に十分な時間があることを確認する。

期日通りの債務履行のためのストラクチャー条項

完全な信用代替のためのストラクチャーを持つ案件では、信用補完ファシリティによる十分な保証に加え、信用補完ファシリティーにおける資金引き出しや支払請求を提出する仕組みやタイミング、ならびに信用補完提供者が資金引き出しまたは支払請求の受領後に支払いを行うタイミングが契約文書に明記されている。受託者が契約文書に基づき信用補完提供者に資金引き出しまたは請求を行うための指示は、信用ファシリティで定められた要件に従わなくてはならない。資金引き出しの責任が中断されることを避けるため、信用ファシリティは受託者の辞任または解任の前に後任の受託者に移転されることが期待される。

信用補完提供者が信用補完として法的に提供の義務を負う資金は、その性質上、通常は上限があり、その金額は債券の元利払いに必要な金額に合わせて設定されていると考えられる。そのため、そうした資金が債券保有者への期日通りの支払いのためにのみ利用可能かつ使用され、取引の他の当事者により差し押さえられたり使用が制約されることがないということが重要である。第三者の完全な信用補完を受ける債券取引の契約文書には、債券保有者の利益のために行動する受託人以外の当事者が、信用補完提供者が債券の元利払いのために提供した資金に対し抵当権を設定することを禁止する条項が含まれている。

適切に組成された取引では、投資家への支払遅延の可能性を防ぐため、トラスティーは他の当事者からの補償あるいは同意をまず請求したり受領したりすることなく、裁量の余地のない義務と措置(信用補完ファシリティからの引き出し、投資家への支払い、強制償還や強制買取の実施、債券契約書に基づく早期償還など)を履行しなくてはならないと法律文書により規定されている。このようなストラクチャー上の要素は、債務返済関連条項が期日通りに履行され、債券保有者は信用補完提供者に関連した信用リスクのみに晒され、信用補完提供者の信用力とは無関係の事情により支払いの遅延や減額が発生する状況に陥らないことを確実にするために重要である。

信用補完の期限切れ・終了により信用力が変化する場合、債券保有者は全額の支払いを受ける

信用補完証券は、アンダーライング債務の満期を償還日として、あるいは債券の満期日より早い期日を有効期限として(信用補完提供者の判断により延長することもある)発行されることがある。一部の信用補完証券は信用補完提供者の判断により、適用される契約文書の下でのデフォルト事由を理由として、定められた有効期限より前に終了することもあり得る。信用補完の期限切れや早期終了は、証券が信用補完を失う事由の中で最も明白なものの一つである。信用補完が失われた後に債券が格下げされたり格付が取り下げられたりしない限り、投資家は強制買取請求、強制償還、あるいは信用補完の期限切れまたは終了を受けた早期償還によって、信用補完終了前に全額の支払いを受けることが契約文書で規定されていることが重要である。

信用補完を利用する取引では通常、発行体が当初の信用補完提供者を別の信用補完提供者と交替させることができる。信用補完提供者の交代時に、当初の信用補完ファシリティーは終了あるいは解約され、新規の信用ファシリティーが債券の信用補完を提供する。信用補完の期限切れのケースと同様、信用ファシリティーの代替は、新たな信用補完提供者の信用力と信用補完証券を交替させる形式によっては、債券保有者が保有する証券にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。信用代替とみなされるためには、信用補完代替時に強制買取を請求できるという条項が契約文書に記載されているか、もしくは信用補完の代替を理由としてムーディーズによる格付が引き下げられたり取り下げられたりしない場合にのみ代替が可能になることが規定されている必要がある。

変動利付債券のディフィーザンスや借り換えは、証券とそれに係わる契約が異なるものになるという意味で、債券保有者にとってリスクが発生する。債券残高がなくなれば、銀行が提供する信用補完は自動的にゼロになる。ディフィーザンスが行われれば、債券残高は消滅したとみなされることがあり、それに伴って信用補完は終了する。また通常はディフィーザンス時に契約文書が発行され、買取請求権ならびに買取請求を行う手続きが削除される。プット・オプション付変動

利付債の分析においては、ディフィーザンス時の買取請求権ならびに信用補完の消失に備えた債券保有者のプロテクションを考慮する。

信用補完付コマーシャル・ペーパーに関する特別な考慮事項

» コマーシャル・ペーパーの償還期限は 1-270 日であり、一般に強制買取または強制償還の対象にはならない。そのため、償還期限は信用補完の期限より前の営業日に設定される。

» コマーシャル・ペーパー・プログラムは、償還期限と額面が異なるノートがプログラムの残存期間中に並存することを意図しているため、発行残高総額と経過利息の合計が信用補完で利用可能なコミットメント額を超えないことが重要である。

» 代替信用補完は、すべての発行済みノートが償還される日の翌日に有効となり、代替信用補完の有効性が生じる日以降に発行されたノートを保証する。

» 信用補完提供者は通常、銀行契約の下でのデフォルト事由が発生した際、発行を止めるよう通知を送付する権利を持つ。受託人はノートの新規発行を中止し、(a)ノート残高全額に相当する金額を信用補完ファシリティーから引き出し、ノートの償還日までその資金を保管するか、または(b)全ての発行済みノートが償還されるまで信用補完が有効であれば、全ての発行済みノートの残高を償還日に支払うまで必要に応じて信用補完ファシリティーから資金を引き出すようにしなければならない。

債務履行のための留保資金を保全する適格投資

債券の契約文書には、トラスティーが第三者信用補完から引き出した資金を投資できると定めた条項が含まれていることが多い。本格付手法で検討する取引の格付は、信用補完提供者の信用格付のみを反映するため、そのような資金の投資により信用リスクや市場価値リスクが高まり、その結果取引が晒されるリスクが上昇してはならない。投資の対象は、支払日に利用可能となるタイミングで償還され、安全で保守的かつ流動性の高いものに限定される [6]。

法的強制力のある信用補完

信用補完は債務履行のために依拠できる主たる資金源であるため、信用補完提供者の支払義務が合法かつ有効で法的拘束力を持ち、信用補完提供者に対し強制力があることが重要である。ムーディーズは適用されるリーガル・オピニオンを検討し、信用補完ファシリティにおける信用補完提供者の義務は強制力があることを確認する。リーガル・オピニオンには、信用補完を法的に強制できない例外的なケースは、信用補完提供者自身の支払不能、再編または清算に限定されると明記されているものと考える。米国外の主体による信用補完については、信用補完提供者の母国において当該提供者に支払義務の履行を法的に強制できることを確認し、信用補完提供者の債務構造における支払義務の順位を理解するために、外国の弁護士の意見を検討する。ムーディーズは、信用代替の基準に適合する取引に対し、リーガル・オピニオンや他の情報源から得られる情報に基づき適切と考えられる信用補完提供者の格付を適用する。

格付ガイダンスおよびモニタリング

完全な信用補完を受ける証券の信用リスクを最も適切に反映させるため、ムーディーズは信用補完提供者の格付と公表されたアンダーライング格付のいずれか高い方を適用する。証券化商品の場合は、信用補完提供者の格付と、公表もしくは非公表のアンダーライング格付のいず

[6] カウンターパーティ・リスク、対象となる投資、およびアカウント・リスクの評価に関するさらなる情報については、ムーディーズの格付手法を参照されたい。セクター別の格付手法およびクロス・セクター格付手法へのリンクは、本稿の関連リサーチに示した。

れか高い方を適用する。金融保証会社の格付が投機的等級に引き下げられた場合、公表されたアンダーライング格付のない証券の格付は取り下げられることになろう。

したがって、ムーディーズは継続的なモニタリングにおける分析およびプロセスの一環として、信用補完提供者の格付または CR 評価、および発行体の格付を追跡する。これらのいずれか、または両者に対する格付変更が行われた場合、ムーディーズは発行体に付与する最終的な格付にそれを反映させる。

完全な信用補完を受ける証券に付与されたムーディーズの長期格付は、信用補完の対象となる証券の元利が期日通りに支払われる可能性についての意見を表している。換言すれば、証券保有者への元利払いが期日通りに行われない可能性に焦点をあてるものである。第三者により完全な信用補完を受ける証券については、アンダーライング債務のデフォルトと、信用補完提供者の両者がデフォルトしない限り、債務は履行される。したがって、アンダーライング債務の公表または未公表（該当する場合）の格付が信用補完提供者の財務格付を上回る場合、取引の格付は信用補完提供者の格付より高くなる。

特殊な状況では上述したアプローチを適用せず、異なる基準に基づいて格付を付与する。たとえば、既存の金融保証契約に加えて、信用状による信用補完が行われるケースでは、銀行の格付、金融保証会社の格付、発行体自身の信用力に基づく格付の内、最も高い格付を適用することを妨げるストラクチャー上の要因を考慮しなければならないことがある。すべての元利が支払日に各当事者から支払われる、あるいは各当事者により完全な信用補完がなされている場合にのみ、このアプローチを適用する。

ダイレクト・ペイ方式信用状や他の信用補完アレンジメントによって信用補完を受けるストラクチャーのうち、信用補完提供者が債券保有者に支払った金額の払い戻しを受けるようになっている取引では、信用補完提供者と信用補完を受ける債務の格付のいずれか高い方を付与できるとは限らない。これは、信用補完提供者が支払不能に陥った場合、信用補完提供者が行った支払いに対し、偏頗行為として返還を請求されるリスクがあるためである。この問題に関する詳細な検討は、添付文書 B（確認信用状）、同 C（ムーディーズの格付対象発行体が関与するダイレクト・ペイ方式信用状取引）および同 D（保証保険に加えて信用状による信用補完を受ける取引）を参照されたい。

結論

一般に、ムーディーズの信用代替の基準に適合する第三者からの信用補完の恩恵を受ける証券には、(1) 信用補完提供者の格付の中で適切な格付、 (2)(a) 公表されたアンダーライング格付（パブリック・ファイナンスおよび企業発行証券）もしくは(b)公表または非公表のアンダーライング格付（証券化商品）のいずれか高い方の格付を付与する。

添付文書 A: 信用状により信用補完された米国パブリック・ファイナンス・セクターの取引への複合デフォルト分析の適用

はじめに

信用状により信用補完される取引への複合デフォルト分析アプローチの適用においては、信用補完を受ける主体と信用状発行銀行の信用リスク、ならびに両者間のデフォルト相関が、長期格付を決定する要因である [7]。複合デフォルト分析アプローチでは、取引が二重の信用補完からの恩恵を受ける可能性を考慮するため、取引に付与される長期格付は債務者または信用状発行銀行の格付を上回る可能性がある。複合デフォルト分析アプローチに基づいて取引に付与される長期格付は、信用状提供者あるいは債務者の長期格付を 0 から 2 ノッチ上回るのが一般的である。

本添付文書は、複合デフォルト分析に基づき長期格付を決定するための一般的な枠組みを説明するものである。格付委員会は複合デフォルト分析に基づく格付を付与する際に、本添付文書に含まれない要因や変数を考慮する場合がある。

信用状により信用補完される取引に対する複合デフォルト分析手法

信用状により信用補完される取引に対する複合デフォルト分析手法は、債務者の長期格付 [8]、信用状発行銀行の長期格付、信用状発行銀行の信用補完水準（通常は 100%）、ならびに債務者、信用状発行銀行および銀行セクターの間のデフォルト相関を考慮する。

デフォルト相関を決定する枠組みでは、債務者と銀行との収益の重複と、両者の財務/事業上の結び付きを考慮する [9]。

[7] 信用状により信用補完される変動金利請求払い債の取引の場合、信用状発行銀行の短期格付に基づいて当該債券に短期格付を付与する。

[8] 信用状による信用補完を受ける取引の債務者は通常、地方政府、企業、または非営利団体である。

[9] 格付が投資適格等級(Baa3)を下回る債務者または信用状発行銀行が係わる取引では、他の要因も分析する場合がある。

複合デフォルト分析アプローチに基づいて格付される、信用状の信用補完を受ける取引は、信用状発行銀行もしくは債務者の長期格付のいずれか高い方を 0-2 ノッチ上回る格付が付与されることがある[10]。付録 I に、適用されるデフォルト相関に基づく格付のガイダンスを示す。

また、ムーディーズは取引の契約文書を精査し、ストラクチャーと仕組みからみて複合デフォルト分析アプローチに基づく格付付与が適切かどうかを判断する。

信用状により信用補完される取引に複合デフォルト分析に基づく格付を付与する際の主な決定要因は次の通りである。

1. 債務者と信用状発行銀行の単独でのデフォルト確率
2. 債務者と信用状発行銀行とのデフォルト相関
3. 取引のストラクチャー

次に、各要因について検討する。

1. 債務者と信用状提供者のデフォルト確率

複合デフォルト分析に基づく格付の重要な決定要因は、債務者および信用状提供者の単独でのリスクである。これらのリスクは、債務者と信用状発行銀行それぞれのデフォルト確率によって表される。ムーディーズは、複合デフォルト分析アプローチに基づく格付付与において、理想化されたグローバルの 4 年デフォルト率テーブルを用いる。これらのデフォルト率は、各主体に付与されたグローバルスケール格付に対応しており、他のセクターの複合デフォルト分析格付アプローチで適用されるデフォルト率と同一である。

2. デフォルト相関[11]

デフォルト相関は、債務者と信用状提供者の信用プロファイルにどの程度共通したリスク要因があるか、また、両者が揃って不利な状況の影響を受けることにより同時にデフォルトに近づく傾向を反映する。格付結果とデフォルト相関は通常、逆の関係にある。一般に、デフォルト相関が低いほど、高い長期格付が付与される。

デフォルト相関の決定に際し、ムーディーズは債務者と信用状発行銀行および銀行セクター全体との結び付きを評価する。デフォルト相関は、低い、中程度、高い、非常に高い、というスケールでスコアリングされ、それぞれ 30%、50%、70%、90%の数値に対応している。付与されたデフォルト相関の数値は、後述するように要因 A(収益源の重複)および B(財務/事業の結び付き)のスコアのいずれか高いほうに一致する。

(A) 債務者と信用状発行銀行の収益源の重複

デフォルト相関を決定する際には、債務者と信用状発行銀行の収益が、地域、市場、源泉という面でどの程度重複しているかを考慮する。この要因について、スケール上で低い、中程度、高い、非常に高い、のいずれかのスコアを付与する。現在、信用状提供市場に参加している銀行は、比較的規模が大きく事業も分散しており、特定の米国パブリック・ファイナンスや事業会社セクター、あるいは特定地域へのエクスポージャーは限定的であるため、大半の債務者と信用状発行銀行には「低い」というスコアが付与されるとムーディーズは予想している。たとえば、大規模な国内銀行と地域医療提供者との間の収益源の重複を評価する場合、医療セクターの企業と銀行セクターの企業とでは一般に収益ドライバーに関連性がなく、サービスを提供する市場も地理的に異なるため、この要因については「低い」のスコアを付与することが考えられる。

[10] 複合デフォルト分析アプローチに基づく長期格付は、信用状発行銀行と債務者の長期格付のいずれか高い方を下回ることはない

[11] 本添付文書で説明するデフォルト相関の枠組みが適用されるのは、信用状提供者が銀行である場合に限られる。銀行以外の当事者が信用状提供者である場合、デフォルト相関分析に用いる要因は、格付委員会がケース・バイ・ケースで決定する。

(B) 債務者と銀行セクターの財務/事業の結び付き

債務者の銀行セクターへのエクスポージャーの代数として、銀行が信用補完を提供する、あるいは銀行が保有する変動金利債による債務者の債務水準を分析する。この要因について、スケール上で低い、中程度、高い、のいずれかのスコアを付与する。銀行が信用補完する多額の変動金利債務を有する債務者は、その変動金利債務に信用/流動性補完を提供する特定の銀行と、銀行セクターの変化やストレスの両方のリスクに晒される。銀行セクターが変化やストレスに晒されれば、変動金利債のサービス・コストの上昇や、信用/流動性ファシリティーを確保するためのコストの上昇あるいはファシリティーが確保しにくくなるといった事態が発生する可能性がある。

銀行が信用補完する変動金利債務の債務者は、伝統的な固定金利債務には通常存在しないリスクに晒される。そのようなリスクには、信用/流動性ファシリティーに関連する借り換えリスク、制限条項、 信用/流動性契約の格付トリガーなどが含まれる。銀行が信用補完する変動金利債務の債務者は、通常は 20-30 年である償還期限よりはるかに短い償還期限に直面する可能性もある。変動金利債の買取請求が行われ、再販売が不可能なため銀行が「銀行債」として購入するようなケースがこれにあたる。再販売ができないのは、債務者に係わる問題があるからではなく、信用/流動性補完を提供する銀行に関連した信用懸念が理由となることもあり得る。銀行債の早期償還によって、債務者は流動性/信用圧力に晒され、債務不履行に陥る可能性が高まる。

逆に、債務者の信用に関する問題が、信用状発行銀行に圧力を加えることがある。投資家が地方政府セクターに信用懸念があると考えれば、信用状発行銀行は多額の債券の買取請求を受ける可能性がある。同時に、地方政府セクターの信用力に対する懸念を生じさせている要因と同じファンダメンタルな要因から銀行自身が財務ストレスに晒される可能性もある。買取請求を行う投資家が増えれば、信用状発行銀行に財務ストレスが加わったり、ストレスが一層高まったりする可能性があり、信用状発行銀行が信用状で規定された資金提供契約を含む自身の債務の支払いデフォルトを回避するために、外部サポートを必要とする可能性が高まるかもしれない。

リスク緩和要因がない限り、債務残高の 50%以上が銀行の信用補完付き変動金利債務で構成される債務者は、銀行セクターとの財務/事業のリンク度が「高い」とみなされる。銀行の信用補完付き変動金利債務が債務残高に占める割合が 20%以下の債務者は、リンク度が「低い」とみなされる。

変動金利債務を通じた銀行セクターへのエクスポージャーに係わるリスクを緩和する要因として、(1)高水準の流動性源が利用可能、(2)債務者の資本市場からの調達能力、がある。

i. 流動性源の利用可能性

銀行の信用補完付き変動金利債務の残高以上の流動性源を利用できる債務者は、変動金利債務に関して生じる可能性のある財務ストレスの影響を受けにくい。たとえば、銀行の信用補完付き変動金利債務の 125%に相当する使用可能な流動性源を持つ債務者は、銀行債の早期償還に対応するための十分な資金を備えているとみられる。逆に、利用可能な流動性源が変動金利債務の 50%しかない債務者は、変動金利債務が銀行債務になった場合、財務圧力に直面する可能性がある。

他の条件がすべて等しければ、銀行の信用補完付き変動金利債務の総残高に比べて高水準の流動性源を利用できる債務者は、自身の流動性ポジションが弱い債務者よりデフォルト相関が低い。債務者が利用可能な流動性源が、銀行が信用補完するプット・オプション付変動金利債務の総残高を上回る場合、デフォルト相関の水準は低いと想定する。

ii. 資本市場からの調達能力

格付が高い債務者ほど変動金利債務に係わるリスクを吸収できる十分な信用力を有している可能性が高い。また、必要な場合は銀行債務の早期償還に対応するため、適宜資本市場からの調達を行うことができるとみられる。一般に、格付が A2 以上の債務者は、必要

に応じて市場から資金調達できるかどうかが不確実な債務者に比べ、デフォルト相関が低いとみなされる。

(C) デフォルト相関のスコア付け

デフォルト相関のスコアは、要因 A（収益源の重複）と要因 B（財務/事業のリンク度）のスコアのどちらか高い方になる。

要因 B については、債務者が利用できる流動性源が変動金利債務の残高を上回る場合、要因 B のスコアは低くなる。利用できる流動性源が変動金利債務の残高を下回る場合は、信用状発行銀行の債務の早期償還から生じる財務圧力を緩和するために、債務者が必要に応じて資本市場から資金を調達する能力を評価する。債務者が市場から資金を調達できるであろうと判断されれば、変動金利債務/総債務の算出結果から得られるスコアより 1 カテゴリー低いスコアを要因 B のスコアとする。

図表 2 は、図表 1 で示した様々な状況において、地方政府債市場の債務者のデフォルト相関を決定するプロセスである。この例では、債務者の総債務に占める銀行の信用補完付き変動金利債務の割合が高いという想定を起点とし、リスク緩和要因（銀行が信用補完するプット・オプション付変動金利債務の残高からみた利用可能な流動性源の水準、または発行体の市場からの調達能力に関するムーディーズの見解）を考慮する。これらの要素の評価結果によって、要因 B のデフォルト相関のスコアは、低い、中程度、高い、のいずれかになる。上述したように、大部分の取引において要因 A（収益源の重複）のスコアは低くなることが予想される。図表 3 は、要因 A および B のスコアに基づくデフォルト相関のスコアリング結果の詳細である。

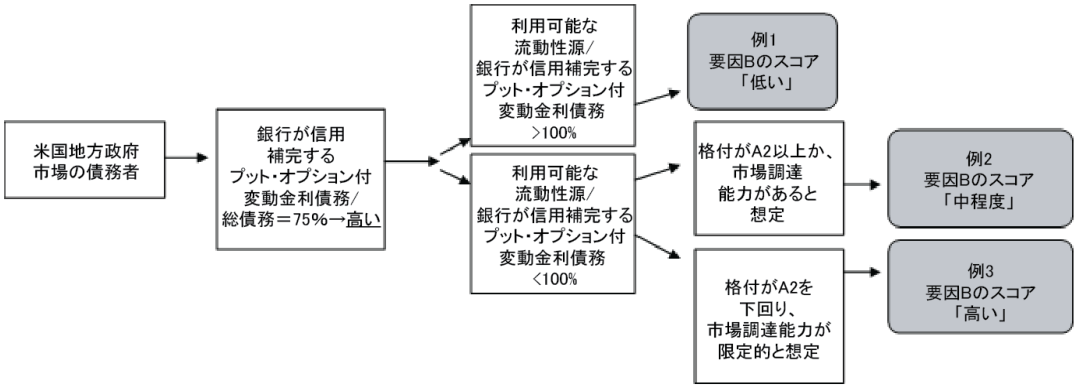
図表 1

要因 B の評価 – 財務/事業のリンク度

デフォルト相関の要因と緩和要因	例 1	例 2	例 3
債務者の格付	A1	Aa2	A3
要因: 銀行が信用補完するプット・オプション付変動金利債務/総債務	75%	75%	75%
緩和要因: 利用可能な流動性源 /銀行が信用補完するプットオプション付変動金利債務	150%	65%	50%
緩和要因: 市場調達を行うための信用力の有無	あり	あり	なし

図表 2

要因 B のスコア付け- 財務/事業のリンク度



図表 3

デフォルト相関のスコア

	例 1	例 2	例 3
要因 A のスコア（収益源の重複）	低い	低い	低い
要因 B のスコア（財務/事業の結び付き）	低い	中程度	高い
デフォルト相関→ （要因 A と B のスコアのいずれか高い方）	低い	中程度	高い

このアプローチにより導出した相関の水準は、格付委員会が信用状による信用補完を受ける取引に対し複合デフォルト分析の適用を決定する際に参照される。

3. 適切なストラクチャーと仕組み

ムーディーズは取引の契約文書を分析し、債務者が支払期日に、あるいは信用状発行銀行が債券保有者への元利払いを期日通り確実に行うための資金の引き出しを履行しなかった場合に、債務履行に責任を負うことを確認する。

期日通りの支払いを容易に行うため、取引には支払に関して 2 つの一般的な取り決めが含まれる。

A.債務者からトラスティーへの自動送金

第一のタイプでは、債務者が支払期日に元利全額の支払いに対し無条件で責任を負う。このタイプの契約は、仕組みが最も単純である。債券の契約文書(インデンチャー、信託契約または決議、ローンまたはリース契約)は、債務者が債務履行に十分な資金を債務の支払期日より前に受託人に預託する義務を定めている。したがって、受託者は必要に応じて即座に資金を利用することができ、債務者あるいは受託者が資金を提供するためにそれ以上の措置をとる必要はない。

B.トラスティーの要請により債務者から資金を送金

第 2 のタイプの支払契約では、信用状提供者が信用状に基づく資金引き出しに応じなかった場合、債務者にその金額に相当する債務の支払いを指示するものである。一部のストラクチャーでは、信用状発行銀行の支払義務に基づき、債務者は支払いを行うことについて考慮できるとされうる。そのようなストラクチャーでは、債券の契約文書を精査し、銀行が信用状に基づく資金の引き出しに応じて支払いを行うタイミングが、銀行がその資金引き出しに応じなかった場合に受託者がその旨を債務者に通知するための十分な時間と、債務者が債務履行のための資金を受託者に送金する時間が得られるように設定されているかどうかを判断する。

グローバルな複合デフォルト分析アプローチの適用時には、上述したストラクチャー上の問題、法的問題、仕組み上の問題の他にも、以下のように考慮すべき重要な要素がある。

ムーディーズは、複合デフォルト分析アプローチに基づき格付を付与する際、銀行が元利払いのための資金の引き出しに応じない、あるいは信用状発行銀行が支払不能に陥ったがために債券の早期償還あるいは償還が行われるようなことはあってはならないと考えている。これは、債務者が事前の通知を受けずに、債券が早期償還あるいは償還される期日と同日に元利全額を支払うための十分な流動資金を有していない可能性があるためである。

信用代替手法で詳細に述べた条項の適用対象となるのは、信用状による信用補完を受ける取引に対するグローバル複合デフォルト分析手法に基づいて格付される取引である。資金引き出しの仕組みに係わるストラクチャー、法律、仕組み上の問題、信用状の復元およびサイジングに関する条項、債券の追加発行と部分的な転換、信用状の終了に関する考察、ならびにリーガル・オピニオンについては、信用代替手法において述べている。

確認信用状取引

確認信用状が使用されるストラクチャーでは、当初信用状(LOC)提供者が債券の元利または購入価格を支払期日に支払えない場合、確認信用状(CLOC)提供者が債券保有者への支払いを履行する義務を負う。LOC と CLOC の提供者の両者がムーディーズによる格付を付与されている取引では、両者間のデフォルト相関は非常に高いと想定する。これは、銀行は同一セクターに属し、類似したリスク要因を共有し、経済環境が悪化した際には同じようにマイナスの影響を受けるとみられるからである。このようなストラクチャーでは、債券保有者に債務の支払いを行う LOC 発行銀行に関連したプレファレンス・リスクが存在しない限り、債券には LOC 提供者または CLOC 提供者の長期格付のいずれか高い方を反映した格付が付与される。確認信用状に関する詳細は、添付文書 B を参照されたい。

信用状発行銀行が州法銀行または外国の銀行である場合のリスク

信用状提供者が州法銀行や外国の銀行であるケースでは、特別な問題が発生する可能性がある。銀行が支払不能に陥った場合、適用される州法あるいは外国法では州法銀行や外国銀行による信用状に基づく支払いがプレファレンスとみなされ、回収される可能性がある [12]。そのような取引では、信用状発行銀行が信用状の引き出しに応じない場合、あるいは信用状に基づく債務の支払いを拒否した場合、第二の支払い原資として債務者の資金が債券保有者への支払いに用いられる。信用状発行銀行が信用状の引き出しに応じた後、支払った金額が回収される場合、信用状発行銀行が債券保有者に支払いを行っていれば通常、債務者は債券保有者への支払義務を負わないため、債券保有者は全額の支払いを受けられるとは限らない。このようなことが理論上あり得る状況では、債券保有者は信用状発行銀行の信用リスクに晒され、債務者から追加の信用補完を受けられるとは限らないため、複合デフォルト分析アプローチに基づく格付よりも低い格付を付与するが、格付が信用状発行銀行の長期格付を下回ることはない。

信用状取引においてプレファレンス・リスクや類似したリスクが存在するかどうかを判断するために、ムーディーズは適用される州法または外国法に基づき信用状に基づく支払いが回収の対象になりうる状況を説明したリーガル・オピニオンのレビューを要請する場合がある。信用状提供者に適用される法律の下では、信用状支払いの回収が認められない場合、プレファレンス・リスクは複合デフォルト分析手法の適用において考慮する要因とはならない。

[12] 米国の州法銀行と貯蓄貸付組合（米連邦預金保険公社(FDIC) の預金保険の対象となる金融機関）に関する連邦法は、偏頗行為が行われたと考えられる場合、支払不能に陥った銀行の資産保全者や管財人に、銀行が支払った資金を回収することを認めている。しかしながら、FDIC の 1991 年 1 月 11 日付けの助言的意見から判断して、このリスクは極めて低いとムーディーズは考えている。

付録 I - デフォルト相関の水準別の複合デフォルト分析による格付（ガイドライン）

デフォルト相関：低位

格付が高い方の当事者の格付：

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
Aaa	Aaa																				
Aa1	Aaa	Aa1																			
Aa2	Aaa	Aa1	Aa1																		
Aa3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1																	
A1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2																
A2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3															
A3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1														
Baa1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A1													
Baa2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2												
Baa3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	Baa1											
Ba1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	Baa1	Baa2										
Ba2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	Baa1	Baa2	Baa3									
Ba3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1								
B1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2							
B2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Baa3	Ba1	Ba2	Ba2						
B3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba1	Ba2	Ba3	Ba3					
Caa1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2				
Caa2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	Ba3	B1	B2	B3			
Caa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2		
Ca	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	
C	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C

デフォルト相関：中程度

格付が高い方の当事者の格付：

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
Aaa	Aaa																				
Aa1	Aaa	Aa1																			
Aa2	Aaa	Aa1	Aa1																		
Aa3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2																	
A1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3																
A2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1															
A3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2														
Baa1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2													
Baa2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3												
Baa3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa2											
Ba1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	A3	Baa2	Baa3										
Ba2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	A3	Baa2	Baa3	Ba1									
Ba3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2								
B1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba2							
B2	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	Ba3						
B3	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	Ba3	B1					
Caa1	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3				
Caa2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1			
Caa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa3		
Ca	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	
C	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C

デフォルト相関：高い

格付が高い方の当事者の格付：

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
Aaa	Aaa																				
Aa1	Aaa	Aa1																			
Aa2	Aaa	Aa1	Aa2																		
Aa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3																	
A1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3																
A2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1															
A3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2														
Baa1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3													
Baa2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1												
Baa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2											
Ba1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Baa3										
Ba2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Baa3	Ba1									
Ba3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Baa3	Ba1	Ba2								
B1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3							
B2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba1	Ba2	Ba3	B1						
B3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2					
Caa1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba2	Ba3	B1	B2	B3				
Caa2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1			
Caa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3		
Ca	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	
C	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C

デフォルト相関:非常に高い

格付が高い方の当事者の格付:

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
Aaa	Aaa																				
Aa1	Aaa	Aa1																			
Aa2	Aaa	Aa1	Aa2																		
Aa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3																	
A1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1																
A2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2															
A3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3														
Baa1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1													
Baa2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2												
Baa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3											
Ba1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1										
Ba2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2									
Ba3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3								
B1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1							
B2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2						
B3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3					
Caa1	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1				
Caa2	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2			
Caa3	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3		
Ca	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	
C	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C

添付文書 B:確認信用状取引

概要

地方政府、非営利団体、企業が自身の債務の信用代替として用いる信用補完の手段には様々なタイプがある。その一つが、信用状の使用である。

信用状を用いるストラクチャーのバリエーションの一つが、確認信用状の使用である。このストラクチャーの取引では、すべての債務履行(元本、利息、該当する場合は買取)のための資金が引き出される当初信用状がある。いかなる理由にせよ当初信用状に基づく支払いが行われない場合は、確認信用状に基づく引き出しを支払いに用いることができる。当初信用状提供者が債務の支払いを怠った場合、確認信用状提供者が支払義務を負う。適切にストラクチャーされた確認信用状取引では、確認信用状を発行する銀行の格付が債券の格付となる。

借り手は、格付が付与されていない信用状発行銀行、あるいは格付は付与されているが、その格付水準では発行予定の債券を希望する市場価格で発行できないとみられる信用状発行銀行と既存の関係を維持したいと考える場合、確認信用状ストラクチャーの使用を検討することがある。当初信用状に確認信用状を追加することにより、当初信用状発行銀行の格付に代わって確認信用状発行銀行の格付が参照されるため、借り手は有利なプライシングで債券を発行できる可能性がある。確認信用状は債券発行後でも追加的な信用補完として、既存の信用状取引に追加することができる。

確認信用状ストラクチャーに対するムーディーズの格付アプローチは、信用状ストラクチャーに対するアプローチと類似してるが、確認信用状ストラクチャーには検討を要する他の仕組み上および法的な問題がある。本稿では、信用代替手法に基づいて確認信用状で信用補完される債務証券の格付に対する分析アプローチを説明する。

ストラクチャー条項が確認信用状の価値にとって非常に重要

単独債務

受益者(通常はトラスティー)が確認信用状に基づき資金を引き出す必要が生じた場合、確認信用状は信用補完を提供する単独の信用債務としての役割を果たさなくてはならない。ムーディーズは確認信用状を精査し、当初信用状が契約に沿った形での引き出し要請に応じられない、あるいは支払いに利用できない場合、確認信用状に基づき資金を引き出せることを確認する。確認信用状に次のような条項が含まれていれば、投資家は確認信用状に基づき期日通りの支払いを受けることができる。

» 確認信用状は取り消し不能であると明記されている

» 受益者が資金を引き出すための明確な仕組みが規定されている

» すべての支払いは銀行自身の資金により行われることが明記されている

» 債券の支払いを全額期日通りに行うために十分なコミットメントとなっている

» 確認信用状に特化した資金引き出し証明

» 復元条項

» 終了条項

ムーディーズが標準的な信用状で信用補完される資金調達において評価するストラクチャー条項は、確認信用状取引においても評価の対象となる。それらの条項は次の通りである。

» 引き出しの仕組み

» 復元

» 保証額の検討

» 終了

» 期限切れ

» 代替

引き出しの仕組み

確認信用状ストラクチャーの債券契約書で規定される引き出しの仕組みは、標準的な信用状ストラクチャーに比べて複雑である。受益者は 2 つの信用状(当初信用状と確認信用状)の両方に基づいて資金を引き出すことができなくてはならず、債券保有者への期日通りの支払いを確実に行う必要がある。タイミングの問題は、両信用状において引き出しと支払いのタイミングが注意深く設定されていて、受益者が従うべき具体的な指示が債券の契約文書に含まれていれば対処できる。一般に、受益者は利息、元本または買取代金の支払日より一営業日前に当初信用状に基づき資金を引き出さなくてはならない。そうすることで、当初信用状に基づく支払いが行われない場合、債券の支払期日に確認信用状に基づいて資金を引き出すことができる。

復元条項

確認信用状に基づく引き出しが一度しか行えない取引もあれば、復元により何度でも引き出せる取引もある。確認信用状に基づき複数回の引き出しを行える状況では、受益者が確認信用状発行銀行から復元打ち切りの通知を受け取らない限り、引き出しの直後あるいは一定期間後に確認信用状が復元される。同様に、当初信用状も受益者が信用状発行銀行から復元打ち切りの通知を受け取らない限り、引き出しの直後あるいは一定期間後に復元されることを示す文言が含まれる。債券契約文書は、当初信用状発行銀行または確認信用状発行銀行が復元打ち切りの通知を出したことを受けて最終支払い(強制買取、償還、早期償還)が行われると規定している。

一方、債券全額(額面および経過利息)に相当する金額を 1 回のみ引き出せると規定した確認信用状もある。このタイプの確認信用状ストラクチャーが用いられる場合、確認信用状に基づく引き出しが必要となった場合は全債券の最終支払いが行われることが債券の契約文書で規定されている。

保証額の検討

利息部分の保証額として適切かどうかの計算は、当初信用状と確認信用状それぞれについて別々に行う。確認信用状の設定金額が 1 回の引き出し後一定期間で復元される場合(受益者が復元打ち切りを通知されない限り)、その引き出しを行った時点から復元打ち切りが通知される可能性のある時点までの期間が、確認信用状の利息部分の保証額の設定において考慮される。確認信用状ストラクチャーでは、当初信用状、確認信用状ともに同程度の期間をおいて設定金額が復元されるのが一般的であるが、すべてのケースにあてはまるとは限らない。当初の信用状と確認信用状の復元期間が異なるケースでは、それぞれの復元期間を用いて利払保証額を計算する必要がある。

終了に関するその他の考慮事項

確認信用状発行銀行が確認信用状の減額あるいは終了につながる他の種類の通知を送付することがあり得るケースでは、確認信用状の利息保証の復元が行われない場合に必要となる最終支払い(takeout)の他にも考慮すべき事項がある。たとえば、確認信用状発行銀行が、信用状確認契約の下でデフォルト事由または終了事由が発生したため確認信用状が期限切れまたは終了となることを通知できる場合、債券の契約文書には最終支払に関する 条項が記載される。

他のストラクチャー上の考慮事項

伝統的な信用状取引と同様、当初信用状に関連したストラクチャー上の保護の多くは確認信用状にも適用されなければならない。たとえば、債券の最終支払いあるいは強制買取は、確認信用状の期限切れまたは差し替えの前に行う必要がある。ただし、そのような終了または差し替えが信用補完される債務の格下げにつながらない場合は最終支払いまたは強制買取の前に確認信用状を終了または差し替えることができると規定した条項が債券の契約文書に含まれる場合を除く。

信用状発行銀行が州法銀行または外国の銀行である場合のリスク

信用状提供者が州法銀行や外国銀行であるケースでは、特別な問題が発生する可能性がある。銀行が支払不能に陥った場合、適用される州法または外国法の下では州法銀行や外国銀行が行った信用状に基づく支払いが偏頗行為として回収の対象になる可能性がある [13]。そのような取引では通常、当初信用状に基づいて引き出した資金が債券保有者への支払いに用いられるが、債券の格付は確認信用状に基づいて決定される。当初信用状発行銀行が引き出しに応じ、支払不能に陥った後、その支払いが偏頗行為とみなされて回収された場合、確認信用状発行銀行は当初信用状発行銀行が既に債券保有者に支払った金額については支払義務を負わないため、債券保有者は全額の支払いを受けられるとは限らない。

ムーディーズは、そのような支払回避リスクが存在しない州の州法銀行が当初信用状を発行する確認信用状取引のみに格付を付与する。ムーディーズは、そのような支払回避につながる状況は存在しないとする銀行の法律顧問の意見または州の銀行部の表明に依存することになる。法律顧問が回避リスクはあると判断した場合、契約文書のストラクチャー条項によってそのリスクを緩和できることがある。たとえば、一部の州法には、銀行の財務状況に関する内部情報についての知識があるのであれば回収を認める連邦法銀行法の原条項と類似した条項がある。これらの州の州法銀行が当初信用状を発行する取引では、取引期間を通じて受託者と当初信用状発行銀行が同一の主体になるという状況を防止するためのストラクチャー上の保護が必要である。さらに、一部のケースでは、銀行が支払不能に陥った場合は回収が州法では認められているが、州の銀行規制当局が回収条項は信用状取引への適用を意図したものではないことを保証していることがある。このような状況では、規制当局の文書による保証をもって、当初信用状による債券保有者への支払いは回収の対象にならないとみなす。

FDIC の保険の対象になる州法銀行が支払不能になれば、州の規制当局が自身または FDIC を銀行の管財人または資産保全者に指名できる。また、FDIC が自身を管財人または資産保全者に指名できるケースもある。管財人または資産保全者は、州法で認められるあらゆる支払い回避の権限を与えられる。確認信用状の保証額は、支払いが回避された期間に発生した利息を十分にカバーできるように設定されていない。これが債券保有者にとってのリスクとなる。

管財人または資産保全者が米国の銀行を継承する場合、信用状を含む銀行の債務の継承を拒否する可能性がある。債務の継承が拒否されるケースでは、当初信用状の引き出しは不可能になっているため、受益者は確認信用状に基づき直接引き出さなくてはならない。確認信用状の引き出しが一度しか認められていないケースでは、確認信用状を直接引き出すことによって債券の全額の支払い（強制買取、償還、早期償還）を行う必要がある。確認信用状には、確認信用状の引き出しより前に当初信用状の引き出しを要請する条項を含むべきではない。また、確認信用状は、不渡りになった一覧払い手形のコピーの受け渡しを引き出しの条件として要請することはできない。これは、拒否された当初信用状に基づいて引き出しを行うことはできないためである。

外国銀行

外国の銀行が当初信用状の発行者である場合、ムーディーズは、その銀行が母国で適用を受ける倒産法を検討する。ムーディーズは、ある国の法律に精通していない場合、当該国の法律顧問に銀行に適用される倒産法の説明を求める。

[13] 米国法に基づき設置され、連邦預金保険公社（FDIC）による預金保険の対象となる銀行、貯蓄貸付組合では、破綻銀行の保全管理人または破産管財人が、既払い分のクローバックを行うことが認められる。しかし、1991 年 1 月 11 日付の、FDIC の意見書に基づき、そのリスクは極めて小さいとムーディーズは考えている。

添付文書 C: ムーディーズの格付対象発行体が関与するダイレクト・ペイ方式信用状取引

概要

本添付文書では、ムーディーズの格付対象発行体が関与する信用状による信用補完付き取引に対する格付を付与し、その格付を発行体と信用状提供者の格付の「いずれか高い方」とすべきかどうかを判断するためのアプローチを検討する。大半のケースでは、これらの取引は複合デフォルト分析に基づいて格付され、信用補完提供者あるいは信用補完アンダーライング債務の格付を上回ることが可能である。複合デフォルト分析を適用できないケースでは、信用補完提供者あるいは信用補完アンダーライング債務のいずれか高い方の格付に基づいて、取引に格付を付与することが可能である。しかし、ダイレクト・ペイ方式信用状取引に関連した構造的・法的問題により、これらのタイプの取引に「高い方」の格付を付与できない場合がある。

ダイレクト・ペイ方式信用状取引では、信用状に基づき引き出す資金が定期的な債務履行のための第一の原資となる。発行体も債務の元利支払いの義務を負う。発行体の資金は、信用状に基づき引き出された金額の信用状発行銀行への払い戻し、または信用状提供者が支払いを履行しない場合の支払いに用いられる。

これらの取引に対し「高い方」の格付を付与するというムーディーズのアプローチは、ダイレクト・ペイ方式信用状の構造がもたらし得るプレファレンス・リスク等のリスクや、取引の仕組みを考慮に入れたものである。信用状提供者による支払いが、当該銀行が支払不能に陥った場合に偏頗行為として回収されるリスクがある場合や、取引の支払いの仕組みが発行体による債券保有者への期日通りの債務履行をサポートしていない場合、取引には信用状提供者と発行体の格付のいずれか「高い方」ではなく、信用状提供者の格付が付与される。こうしたアプローチをとる理由は、付与された格付は(1)債券保有者に対する支払いが履行されないリスク、または(2)過去に返済した債務が債券保有者から回収されるリスク、を反映することを意図しているためである。

ダイレクト・ペイ方式信用状により信用補完される取引にどの長期格付を適用するか

信用状が取引の「ラップ」(元利払保証)に用いられる場合、通常その信用状は債券の支払いの第一の原資として用いられるダイレクト・ペイ方式の債務である。この場合、定期的な元利払いの優先順位は、(1)信用状に基づき引き出される資金、そして(2)発行体による債務履行、である。信用状が債券の元利払いを保証している場合、その債券に付与される長期格付は、次の要因によって決定される。すなわち、

» 信用状提供者と発行体に対するムーディーズの公表格付があること

» 信用状発行銀行の支払不能または破産手続きを理由として、当該銀行が支払った額が回収の対象になるかどうか

» 取引の支払いの仕組み

信用補完提供者の支払不能に関連したプレファレンス・リスクの詳細については、本稿の添付文書 B(確認信用状取引)を参照されたい。

信用状に基づく支払いの回収リスク

信用状に基づき債券保有者に支払われた金額が債券保有者から回収される可能性があり、そのリスクを隔離することができない場合、その取引には、信用状提供銀行の長期預金債務格付または該当する場合は「その他シニア債務」格付と等しい長期格付が付与される。

取引の支払いの仕組み

信用状提供者のプレファレンス・リスクの緩和要因がある場合、ムーディーズは取引の支払いの仕組みを分析し、信用状提供者が債務履行のため資金を提供できない場合に、受託者が発行体からの支払いを用いて債券保有者への支払いを期日通りに行うよう指示されているかどうかを判断する。取引の契約文書にこうした仕組みが明確に記載されていれば、「高い方」の格付を付与する。しかし、状況によっては、信用状提供者が支払いのために信用状の引き出しを履行した後、受託者に発行体の資金を用いて信用状提供者に払い戻すよう指示することを契約文書において想定している場合がある。このようなケースでは、こうした取引の支払いの仕組みがあるため、「高い方」の格付を付与するというアプローチは使用できず、債券に付与される格付は信用状提供銀行の長期預金債務格付、または該当する場合は「その他シニア債務」格付と等しくなる。

添付文書 D: 既存の債券保険契約に加えて、信用状による信用補完を織り込む場合の特別な格付上の考慮事項

概要

ムーディーズは、一部の金融保証会社の格下げにより、変動金利債務に既存の債券保証保険に加えてダイレクト・ペイ方式信用状による信用補完が追加された例を多く目にしてきた。この添付文書では、保険契約と信用状の両方が案件を信用補完する場合の特別な考慮事項について検討する。

このような構造がいくつかのリスク(プレファレンス・リスク、支払いの一部が信用状による信用補完しか受けておらず金融保証会社によって保証されないリスクなど)をもたらすことにより、取引に付与する格付は、銀行、金融保証会社、債務者の中で「最も高い格付」ではなく、信用状提供銀行の格付と等しくなる。

変動金利要求払い債(VRDO)にどの長期格付を適用するか

保険の対象となっている取引の「ラップ」(元利保証)に信用状が用いられる場合、通常その信用状は債券の第一の支払原資として用いられるダイレクト・ペイ方式の信用状である。この場合、定期的な元利払いの優先順位は、(1)信用状に基づき引き出した資金、(2)債務者による債務履行、(3)債券に対する保証提供者による支払い、となる。信用状による信用補完付き取引と同様、ムーディーズは取引の契約文書を分析し、これらのタイプの証券の格付に用いる信用代替格付手法に照らして案件を評価する。

既に保険の対象となっている債券に信用状による保証が追加される場合、その債券に付与される長期格付は、(1)信用状発行銀行の支払不能または破産手続きを理由として、当該銀行が行った支払いを回収できるかどうか、(2)保険会社、銀行、または借り手が支払期日に履行しない元利払いがあるかどうか、および(3)保険会社、銀行、借り手の公表格付の存在、によって決まる。

信用状発行銀行が州法銀行または外国の銀行である場合のリスク

州法銀行および外国銀行による信用状に基づく支払いは、銀行が支払不能に陥った場合、適用される州法または外国法に基づき回収の対象となる可能性がある。銀行の支払不能時に過去の債券の支払いが回収されるリスクが存在する場合、債券保有者は銀行の信用リスクに晒される。このような状況でムーディーズは、保険会社または借り手の格付が信用状発行銀行の格付より高い場合でも、信用状発行銀行と同じ格付を案件に付与する。

信用状に基づく支払いが回収の対象となるリスクが存在するかどうかを決定するために、ムーディーズは適用される州法または外国法において信用状に基づく支払いが回収の対象となるかどうか、また、いつ対象となるか、を説明するリーガル・オピニオンを求める。信用状に基づく支払いが回収される可能性がない場合、あるいは回収可能となる状況を隔離できる場合、銀行、借り手、保険会社に適用可能な公表格付の中で最も高い格付を案件に適用することは可能である。

信用状に基づく支払いが回収される可能性がある場合、案件に付与される長期格付は信用状提供銀行の長期預金債務格付(または「その他シニア債務」格付)と等しくなる[14]。

[14] 例示を目的としているため、ここでは複合デフォルト分析の適用について触れていない。このアプローチに関する詳細については添付文書 A を参照されたい。

信用状発行銀行が国内銀行である場合、信用状に基づく支払いの回収リスクは緩和される

信用状発行銀行が国内法により認可された国内銀行である場合、信用状に基づく支払いが銀行の支払不能時に回収される可能性は極めて低いとムーディーズは考えている。

この想定に基づき、国内法銀行発行のダイレクト・ペイ方式信用状が、保険でカバーされた取引を保証する場合、取引に付与される長期格付は、保険会社、銀行、借り手の各々が全ての元利払いを行う、あるいは全額を信用補完することを条件として、保険会社、銀行、借り手に適用可能な公表格付の中で最も高い格付を反映する。

「最も高い」格付が適用される分析では、全ての当事者により元利が支払われる必要がある

ムーディーズが保険会社、銀行、借り手に適用可能な格付の中で「最も高い」格付を VRDO の長期格付として付与するためには、各当事者が支払期日に全ての元利払いを行う、あるいは完全な信用補完を提供することを期待する。

標準的な債券保証保険契約は、定期的な元利払いに加えて減債基金の支払いも保証している。保証保険契約の大半は、他の強制償還や前倒し償還等の支払いは保証していない。したがって、債券の契約文書に強制償還（課税事由や他の事由による）の規定があれば、債券保証提供者の格付は VRDO に付与される長期格付に反映されない。

さらに、信用状による信用補完が行われるストラクチャーでは通常、払い戻し契約に基づくデフォルト事由の発生後、あるいは信用状の利払い部分を復元しないことを選択した時点で、銀行は償還、買取、早期償還、等の何らかの措置をとることができると規定されている。しかし、保険が付された取引では通常、保険会社の同意がある場合のみ債券の早期償還を行うことができる。早期償還を行う前にこの同意を得る必要があり、得られない場合は（同意するかどうかは保険会社の任意である）信用状による信用補完の終了あるいは信用補完の不足につながるため、信用状発行銀行による救済手段としての早期償還の使用は、信用状により信用補完される債券の格付に対するムーディーズのアプローチとは整合しないと考えている。

保険会社の同意なしに債券が早期償還される案件もある。しかし、このようなケースでは、保険会社は期限前の支払いの義務を負わないことが契約文書に明記されている。このようなストラクチャーがある場合、保険会社の格付を債券に適用可能な格付に織り込むべきではないとムーディーズは考えている。格付は金融契約文書に基づいて考え得る全てのシナリオにおいて、債務が期日通り全額支払われる可能性を示すからである。同様に、銀行が信用状を復元しないと通知したり、払い戻し契約に基づきデフォルトを通知すれば債券が早期償還される場合、保険会社はこの償還に関する期日通りの支払いに責任を負わないため、保険会社の格付を債券に付与する長期格付に織り込むことはしない。

添付文書 E: 強力な保証契約が持つ主な特徴

ここでは、信用補完提供者にとって他に信用補完を提供するインセンティブが存在しない場合、保証契約にどのような条項が含まれていれば完全な信用代替となり得るかを要約した。このリストは、ムーディーズが信用代替を評価するにあたりグローバルに用いる原則ベースのアプローチを示したものである。しかし、保証人または他の信用補完提供者が、明示保証とは無関係に保証を提供するインセンティブを持つ場合は、保証契約が完全な信用代替とみなされるために、ここに要約した条項をもらさず含んでいる必要はない。以下のリストに挙げた条項は、個々の業種、取引種類、資産クラス、法管轄区域において、法律上あるいは市場慣行上、信用代替として備えていなくてはならない固有の特徴を網羅したものではない [15]。格付チームはこれらの原則を個々の取引に照らして解釈し、保証条項がこれらの原則をどの程度満たしているか、また、これらの原則によってカバーされるリスクの相対的な重要性を評価する。一部の取引では、信用代替の評価は保証人のみに依拠する。原債務に格付を付与することが可能な取引では、原債務の発行体または原債務のアンダーライング格付から何ノッチのアップリフトが適正であるかを決定するために、他のストラクチャー上および契約上の特徴を考慮する場合がある。

1. **保証が取り消し不能で無条件であることが明示されていること** [16]**:** ムーディーズの見解では、当事者に格付が付与されていない、あるいは当事者の格付が保証人の格付より低いときは、保証人の格付によって代替できるという保証の場合、保証人側に支払いまたは支払いを履行する取り消し不能で無条件の義務が生じる。そうした場合、保証の機能は、信用補完提供者がいかなる抗弁も行うことなしに(原取引の不正の抗弁を含む)、請求されれば支払いを履行しなければならない、他の第三者要求証券(信用状、債券保険証券等)と類似している。保証は、保証債務の受益者および当該取引が対象とする受託者(たとえば、債券保有者の権利が信託または代理人によって事実上保有されている証券化取引あるいは他の債券発行におけるトラスティーおよび債券保有者)に直接恩恵をもたらす。契約書に複数の保証人間の連帯責任が示されていない場合や、適用法が連帯責任を規定していない場合、ムーディーズは債務の契約上の配分を検討する。

2. **保証が対象債務全額の期日通りの支払いを約束するものであること:** ムーディーズは、保証契約が保証債務の期日通りの支払いを保証しているという標準的な想定の下で、原債務および保証の契約条項で規定された支払いのタイミングを分析する。保証人に対するムーディーズの格付は、保証人自身の債務の履行能力に対する評価である。保証契約のみに基づいて保証債務に保証人の格付を付与するためには、保証債務の支払いが期日通りに履行されないリスクと、保証人が自身の債務の支払いを履行しないリスクとの間に大きな相違はないとムーディーズが判断する必要がある。

   信用代替となる保証は、対象債務の元利全額および債券保有者に対して契約上支払いを義務付けられたその他の金額(償還プレミアムや罰科利息等)もカバーする。また、保証に依存することによって、取引のストラクチャーではカバーできない、あるいは軽減できない多額の追加コストが債券保有者に発生してはならない。たとえば、税その他の規制コストは、それらを投資家に払い戻すことを約束する条項が原取引の契約に含まれていれば、その金額を支払い額に上乗せする必要がある。

3. **保証が回収のみならず支払いをカバーするものであること:** 回収の保証では、債権者が保証人に支払いを要求する前に、まず主債務者に対して全ての法的救済措置をとることが要請される。そうした保証は信用代替とはならず、2 つの訴訟(主債務者に対するものと、保

[15] 業界における既存の基準を満たす金融保証契約に基づく保証であれば、本レポートで述べた中核的な原則を全て満たす第三者保証と比べて何らかの不備があっても信用代替とみなされる。例えば、金融保証契約は一般に元利金以外の支払い(メーク・ホール条項付き債券の償還プレミア、期限前返済、罰科利息、等)をカバーしておらず、保証人に他の当事者に債務を代位させる権利および/または補償対抗権が備わっていることを明記しており、1 日の返済猶予期間を認めている場合がある。このような条項は、債券保有者への支払いを当初の期日通りに継続することを目的として長期にわたり用いられてきたもので、当該債券の投資家はその点を熟知し、承認している。

[16] 英国法では、保証が「取り消し不能且つ無条件」であるという文言は非常に一般的であるが、保証がムーディーズの他の原則を全て満たすことによって、保証人が法的責任を回避あるいは限定できる根拠に対抗でき、その権利を放棄させることができると明示されていれば、この文言は必ずしも必要ではない。

証人に対するもの)が終わった時点での回収可能性を示すものにすぎない。これに対して、支払い保証は、原債務の契約条項にしたがって、保証人が受益者からの請求時に支払いを履行すること、あるいは契約上の支払い期日の到来時に自動的に支払いを履行することを要請するものである。受益者は、最初に主債務者に支払いを求める必要もなければ、保証人側に債務責任を負わせるために主債務者に対して訴訟を起こす必要もない。ムーディーズは、信用代替のための保証については、それが支払い保証であって回収保証ではないことが明示されている、あるいはそれと同等の効力を持つ文言を含むことを期待する [17]。また、保証に含まれる他の手続き上の障害が保証の約束を回収の約束に転換する効力を持つ、あるいは債務の期日通りの支払いを遅らせる、といった実質的な影響を与え得る場合は、それらの障害を厳密に評価する。

4. **保証が偏頗譲渡、詐欺的譲渡、返還・履行拒否された支払い(あるいは「クローバック」)をカバーするものであること:** 信用代替となる保証は、主債務者の破綻や他の事由により裁判所が主債務者からの支払いを取り消しあるいは留保したり、債券保有者に返還を要請する場合、その支払いをカバーする。クローバックあるいは不正利得の返還は、破産裁判所の司法命令により生じることが最も多いが、規制当局や裁判所が任命した担当者も同様の法的権限を持つことがある。

   ほとんどの法管轄域の破産法は、借り手からの支払いが所定の基準を満たす場合はそれをクローバックできると規定している [18]。たとえば、多くの法管轄域では、破産企業が破産に先立つ期間あるいは破産手続きが正式に開始されて以後の期間に行った支払いを回収する権限を破産財団に与えている。このようなリスクや類似リスクを除去するには、債権者への支払いを主債務者の破産財団に払い戻す必要が生じた場合、保証契約における保証人の法的責任は継続する、あるいは再開することを保証契約が規定している必要がある。

5. **保証人が全ての抗弁を放棄すること:** 上述したように、保証人は保証債務が保証の対象となる主たる債務の残高と一致しないと主張したり、すべての保証債務の支払いを回避することを正当化するために、様々な抗弁を行う可能性がある。保証契約に基づく保証人としての法的権限において、保証人はいわゆる保証責任の抗弁を行うことができる。また、保証人は、保証債務契約に基づき主債務者がとりうるほぼ全ての抗弁の恩恵を受けることができる。これら全ての抗弁が明示的に放棄されない限り、保証人からの回収には、事実関係に基づく複雑な訴訟が必要となる可能性があるため、債務の支払いが期日通りに行われなくなるリスクが高まる。

   ムーディーズは一般的に、保証責任に対する抗弁は、信用代替として提供された保証の目的および機能とは整合しないと考える。したがって、全ての保証責任に対する抗弁は明示的に放棄されることが重要である。しかし、保証責任に対する抗弁は保証人に固有のものであるため、「全ての保証責任に対する抗弁は放棄される」といった文言だけでは十分ではない。一部の法管轄域の裁判所は、特定の保証責任に対する抗弁についての個別の放棄、あるいはあらゆる種類の実体法上の効果を包含した明確な文言を求める。

   適用法により異なるが、保証責任に対する抗弁には、(1)原契約または原取引の担保に影響を与える変更、放棄、猶予の主張、(2)主債務者に原保証契約を締結する権限がない、または主債務者に能力がないか破産状態にある、(3)保証付き契約の履行が不完全である、(4)受益者による請求の遅延、(5)保証人に関する事実の開示が不完全である、(6)保証人への未通知、などがある。

   保証法の一般原則では、保証人が保証債務を支払った場合、保証人は主債務者から返済金を回収する権利があり、且つ/または主債務者に対する債権者の請求の代位権を持つ。

[17] 保証の中には、保証人の支払い義務に加えて、履行義務(担保の受け渡しや必要に応じた他のサービスの提供など)を規定しているものもある。これらの履行義務も、保証受益人の請求時または契約で定められた期日に履行されなくてはならない。

[18] たとえば、米国破産法における「偏頗的」支払いや、英国およびウェールズの破産制度における「偏頗行為」および「アンダーバリューでの取引」がこれに該当する。他の多くの法管轄域も、特に一部の債権者を同順位の他の債権者より優先することを意図して行われる支払いに関し、同様の考え方をとっている。

信用代替となるには、原債務が全額返済されるまで保証人がそのような「代位権」および他の請求権を放棄するか、適用法が保証人にそのような権利があることを否認する必要がある。これによって、保証人と受益人が主債務者に対し同時に訴訟を起こし、支払いを巡って争うという事態を回避できる[19]。

保証契約の抗弁は、主債務者または保証人が債権者に対して主張する可能性のある抗弁をカバーしておらず、ほとんどの法管轄域では、関連保証契約における請求に対して保証人は抗弁できるとしている。そのような抗弁には、相殺請求、反対請求、弁償、詐欺、強迫、約因の不成就、表明保証その他の契約、支払い、詐欺防止法、出訴期限法の違反、代物弁済、通知義務不履行、利息制限法への抵触がある。また、信用代替となる保証は、全ての保証責任に対する抗弁の放棄に加え、主債務者が利用できるゆえに保証人も利用できるとされる全ての契約上の抗弁および他の抗弁の放棄を明記している。

このような方法で保証人が「借用」できる抗弁について保証契約がなんら言及していない場合、保証人がそのような抗弁を行うことが考えられる。抗弁に成功すれば、保証人は支払いに異議を唱えるか延期することができ、最悪の場合、支払い義務を全面的に拒否する可能性がある[20]。保証責任に対する抗弁においては、そうした抗弁の「全面的」放棄は、放棄の実効性を担保しないことがある。理想的なのは、主債務者が別途、自らの抗弁（特に相殺請求、弁償、反対請求）を放棄することである。

信用代替となる保証は、被保証人（主債務者）の作為または不作為（被保証人が停止条件を成就しなかった、あるいはできなかった場合を含む）は保証人の債務に影響しないことも規定している。また、信用代替となる保証は、原契約が無効である場合、法的強制力を持たない場合、違法である場合、あるいは受益者が支払いを受けることを妨げる他の瑕疵がある場合でも、保証人は支払い義務を負うことを明記している。

6. **保証の期限が原債務の期限まで延長されること：**保証が保証債務の全期間にわたって有効ではない場合（破綻、または法律上、偏頗返済とみなされる期間を含む）、または保証人が選択するだけで期限前に終了可能である場合は、支払い不履行またはその他のデフォルト事由がなくても、保証債務の格付は格下げあるいは取り下げとなる可能性が生じる。

   信用代替となる保証は、部分決済または期中支払いがあっても債務が継続し、保証債務の最終支払いが受領され、関連する債務が履行され、破綻または法律上の偏頗返済とみなされる期間が終了した時点で終了する。あるいは、保証が原債務より前に終了する場合、保証人が主債務者のデフォルト時に保証債務を履行するのに十分な資金を提供しない限り、保証人は保証の終了日あるいはそれ以前の期間における未返済の保証債務を支払う義務を引き続き負うと明示されていることをムーディーズは期待する。

   同様に、保証人が一方的に債務を終了できる規定がある場合は、保証人がまず十分な代替保証を提供する必要があるといった、受益者に対する適切な代替的セーフガードが設けられていなければならない。したがって、ムーディーズは、保証人が利用できる全ての契約上の「逃げ道」を精査し、それらが信用代替の役割と矛盾しないことを確認する。

7. **保証人に保証の履行を強制できること：**信用代替となる保証は、保証人によって締結されたというだけではなく、保証人に保証の履行を強制できる。そのような法的強制力があることを確認するため、ムーディーズは、信用状などの他の信用補完商品に関して作成されるも

[19] 代位権の放棄は市場で標準とされる条項であり、この条項がなければ、債権者と保証人との間で生じ得る争いが信用代替に及ぼす影響に関し不透明性が生じる。とは言え、保証という形式を持つ契約（金融保証契約や類似の保証契約）は保証人に代位債権や補償請求への対抗権を明白に認めている。そのようなケースでは、信用補完契約に基づき債券保有者への支払いを当初の期日通りに継続して行う営利的な意思があることによって、代位債権や補償請求への対抗権が実質的に無意味となるかどうかを検討する。

[20] ムーディーズは、多くの法管轄域では、保証契約上の合意は保証人が要請を受ければ、支払いに対する抗弁や主債務者のデフォルトを示す更なる証左を求める抗弁を行うことなく（詐欺的請求の場合を除く）、支払いを履行する必要のある最優先の約束とみなされるべきである、ということを裁判所に認めさせるのは往々にして困難であるとみている。ムーディーズは、適用法に照らして保証契約をレビューし、権利放棄や他の保証条項が、保証人が支払いに異議を唱えたり回避する能力を実際にどの程度除去するかを把握しようと努める。

のと同様の法的意見を検討する。保証の法的強制力に関する法的意見は、他の信用補完商品に関する意見に適用されるものと同一の基準に従ったものでなければならない。

多くの取引のストラクチャー（保証に基づく権利が債券保有者への担保の役割を果たすものを含む）は、保証の恩恵が譲渡あるいは移転可能で、担保として供与できると保証人が認識および同意しない限り、信用代替とならないことがある。

8. **保証人による、保証の移転、譲渡、修正が、保証による信用補完の低下につながらないこと：**保証人がその債務を他の当事者に移転、譲渡、転付することのできる保証の例も存在している。保証人が保証を移転、譲渡あるいは修正する権利は明示されていることもあれば、暗示されているだけの場合もある。保証契約がそのような行為を明示的に禁止している場合を除き、ムーディーズはそうした権利が適用法の下では法的効力を持たないことを示す説得力のある証左が提示されない限り、保証人はそうした権利を有すると想定する。

   債務の譲渡自体は必ずしも保証人の債務を免除するものではないとムーディーズは考えているが、信用代替としての有効性が維持される譲渡では、譲渡の際に、譲渡者が最終的な債務を負うことを保証する書面による確認がなされている。

   いかなる状況においても、保証の譲渡により譲渡者が債務を免除されたり、保証が更改される場合、信用代替に関して重大な問題が生じ得る。たとえば、新たな保証人に格付が付与されていない、もしくは前の保証人より格付が低い、あるいは新たな保証契約の条項が当初の契約とは異なる場合がある。同様に、契約後の修正によって、保証人の債務の性質が変わり、信用代替メカニズムとしての保証の有効性が弱まる場合もある。そのようなケースでは、ムーディーズは実際の譲渡、修正、移転あるいはその可能性が及ぼす実質的な影響を分析し、保証債務の格下げや格付取り下げが必要となる可能性、あるいは必要性を決定する。

9. **保証の強制に寛容な準拠法に基づいていること：**保証人の法的責任、保証人が支払いを回避する権利、それらの権利が保証人と債権者間で締結された明確な契約によりどの程度免除されるかは、世界各地の法制度により異なる。裁判所は、保証人の立場が一般法におけるそれとは明白に異なることの証左として、明白且つ一義的な文言を要請することが多い [21]。一部の法管轄域では通常、保証人の債務履行条件に関して保証人が締結した契約が尊重されるが、一部の条項は法律によって免除あるいは変更が不可能と定められている [22]。

   ムーディーズは、保証人の権利が制約を受ける法管轄域や、保証契約の文言が債権者を利するように解釈される傾向がある法管轄域では、債権者の保護水準は明らかに高くなると考えている。しかし、あらゆるケースでムーディーズは、当該法管轄域の法原理が保証人を保護し、保証人の債務を制限する効力を減殺するために通例必要とされる権利放棄や他の条項が保証契約書に含まれていることを、外部の専門家の議論や意見（特に、概して

[21] カリフォルニア州等の米国の一部の州では、保証人に広範な権利と抗弁を認めており、保証人の権利放棄を狭義に解釈している。ニューヨーク州等の他の州では伝統的に権利放棄を広義に解釈し、当事者の期待に一致するような方法で保証を強制する傾向が強い。同様に、英国の裁判所は、保証人が債務を回避できる範囲を狭めるために、債権者に保証人が締結した契約の明文に依拠することを認めており、一般に保証契約の明文に反映された当事者の意思を尊重する。

[22] たとえばフランスでは、受益人が保証契約に基づく請求を行うことができ、保証人が債務に対する一般的な抗弁ができないようにするためには、「自主的担保（autonomous guarantee）」、すなわちフランスの民法典 2321 条が規定する "garantie autonome"（基本的に債権者に請求されれば直ちに弁済しなくてはならない保証債務）を構成する保証契約を結ぶ必要がある。他の法管轄域で保証契約（suretyship）と類似した性質を持つ "cautionnement" と呼ばれる保証が提供される場合、信用代替とみなされるために必要な抗弁放棄条項が有効に含まれている可能性は低い。その主たる理由は、受益者が要請しているのが請求時の即時弁済であれば、受益者は保証人の債務が再び suretyship と見做されるリスクを避けたがるからである。また、 cautionnement に抗弁放棄条項が含まれていても、 cautionnement としての保証契約が持つ「付随的」性質とは矛盾するという理由により、強制できない場合がある。この点に関する例外は、受益者にまず主債務者に対し法的手続きをとるよう要請できる保証人の権利であり、これは保証人が自身の債務を制限する権利や、連帯保証人に対し支払いを請求するよう要請する権利と同様、放棄が可能である。同様に、ロシア法では、主債務者に対し法的手続きをとる権利は放棄が可能とみられる一方で、主債務者が主張できる抗弁に依拠する権利を含む他の多くの権利は放棄させることができない。

債権者保護が弱い法制下で発行された保証に関するもの)を通じて理解するようにしている[23]。

ムーディーズの関連リサーチ本セクターにおいて付与される信用格付は主に、本格付手法に基づいて検討される。一定の幅広い格付手法上の考慮事項(複数の格付手法に記載されている事項)が、本セクターの発行体および証券の信用格付の検討に適用される場合もある。関連するセクターおよびクロス・セクターの信用格付手法は本稿に示されている。

信用格付手法を用いた信用格付付与に関する、過去の実績の頑健性および予測能力をまとめたデータについてはリンクを参照されたい。

さらなる情報については、Moody's Rating Symbols & Definitions(「格付記号と定義」)を参照されたい。

[23] 一般的に言って、親会社の債務を保証する子会社は、他に様々な制約を受けることがある。たとえば、保証の提供が子会社の利益となるかどうか、保証を提供することで子会社の債権者への支払いに充てられる資金がどの程度減少するか、現地法は子会社が自社株買いのために資金援助を行うことをどこまで禁止しているか、などである。ほとんどの法管轄域ではこうした制約の度合いに幅を持たせているが、一部の法管轄域は他に比べて厳格な適用を行っている。このような子会社から親会社への保証提供に関しては、イングランドおよびウェールズが欧州で最も制約が緩い法管轄域であり、たとえばフランスとは対照的な立場をとっているとムーディーズは理解している。

ムーディーズ SF ジャパン株式会社
〒105-6220
東京都港区愛宕 2 丁目 5-1
愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: 195787 (Japanese)
1068154 (English)

著者
Joann Hempel

プロダクション・アソシエイト
渡邉 エリ

著作権表示(C)2017 年 Moody' s Corporation、Moody's Investors Service, Inc.、Moody' s Analytics, Inc. 並びに(又は)これらの者のライセンサー及び関連会社(以下、総称して「ムーディーズ」といいます)。無断複写・転載を禁じます。

Moody's Investors Service, Inc.及び信用格付を行う関連会社(以下「MIS」といいます)により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズが発行する信用格付及び調査刊行物(以下「ムーディーズの刊行物」といいます)は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについてのムーディーズの現時点での意見を含むことがあります。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物に含まれているムーディーズの意見は、現在又は過去の事実を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づく信用リスクの評価及び Moody' s Analytics, Inc.が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。信用格付及びムーディーズの刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物は特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物はいずれも、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、ムーディーズの刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が何らかの投資判断を行う際にムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物を考慮することは、慎重を欠く行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家にご相談することを推奨します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により再製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること(独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります)を確保するため、すべての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で又はムーディーズの刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはできません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別、二次的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害((a)現在若しくは将来の利益の喪失、又は(b)関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されない)の可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連していかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちいずれかの側の過失によるもの(但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言すると法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く)、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測及びその他の見解(もしあれば)は意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきものであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず)いかなる保証も行っていません。

Moody's Corporation (以下「MCO」といいます)が全額出資する信用格付会社である Moody's Investors Service, Inc.は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます)及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc.が行う評価・格付サービスに対して、格付の付与に先立ち、1500 ドルから約 250 万ドルの手数料を Moody's Investors Service, Inc.に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO 及び MIS は、MIS の格付及び格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間、及び、MIS から格付を付与され、かつ MCO の株式の 5%以上を保有していることを SEC に公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moodys.com 上に"Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリアについてのみ:この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657(オーストラリア金融サービス認可番号 336969)及び(又は)Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972(オーストラリア金融サービス認可番号 383569)(該当する者)のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は 2001 年会社法 761G 条の定める意味における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、この文書又はその内容を 2001 年会社法 761G 条の定める意味における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール顧客が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。リテール顧客が、ムーディーズの信用格付に基づいて投資判断をするのは危険です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。

日本についてのみ:ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下、「MJKK」といいます。)は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社(MCO の完全子会社である Moody' s Overseas Holdings Inc.の完全子会社)の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズ SF ジャパン株式会社(以下、「MSFJ」といいます。)は、MJKK の完全子会社である信用格付会社です。MSFJ は、全米で認知された統計的格付機関(以下、「NRSRO」といいます。)ではありません。したがって、MSFJ の信用格付は、NRSRO ではない者により付与された「NRSRO ではない信用格付」であり、それゆえ、MSFJ の信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取扱を受けるための要件を満たしていません。MJKK 及び MSFJ は日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官(格付)第 2 号及び第 3 号です。

MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)が行う評価・格付サービスに対して、格付の付与に先立ち、20 万円から約 3 億 5,000 万円の手数料を MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK 及び MSFJ は、日本の規制上の要請を満たすための方針と手続も整備しています。

MOODY'S
INVESTORS SERVICE