



SPECIAL COMMENT

目次:

証券化商品の新しい格付スケール (sf)の意味	1
証券化商品の信用力のランキング (sf)インディケーターの適用	3

コンタクト:

東京	03.5408.4100
沢田 啓子 マネージング・ディレクター グループ・クレジット・オフィサー keiko.sawada@moodys.com	03.5408.4147

ムーディーズの証券化商品の格付スケール

Moody's Structured Finance Rating Scale

証券化商品の新しい格付スケール

格付会社を対象とする EU の新たな法律は、証券化商品の債務の信用格付に、ファンダメンタルズの信用格付と区別するためのインディケーターを追加することを要請している。ムーディーズは全世界で、証券化商品に対する既存および新規の全ての格付に、(sf) というインディケーターを適用している。たとえば、これまでの証券化商品の格付 A2 は、今後、A2 (sf) と表記される。

このインディケーターを導入することによって、同じ文字格付水準の事業体格付と証券化商品格付は、同じような動きをする、あるいは同じリスク特性を表わすだろうという推測は弱まるはずである。(sf)格付スケールは、証券化債務の信用リスクの相対的なランク付けに関するムーディーズの意見を表わしている。Aaa (sf)は、最もリスクが低いことを表わし、Caa (sf)、Ca (sf)、C (sf) カテゴリーは最もリスクが高いことを表わす。Aaa (sf)は、証券化商品の信用力のランク上で、最上位に位置することを意味するにすぎない。格付が Aaa (sf)の証券は、Aa (sf)より安全性が高いとムーディーズが考える証券であり、同様に、Aa (sf)の証券は A (sf)より安全性が高いと考える。Ca (sf)と C (sf)は通常、劣化した証券または多額の損失が予想される証券に付与される。ファンダメンタルズの信用力の格付スケールは、証券化商品の格付スケールとは別に、企業と政府の信用力を相対的にランク付けする。

(sf)の意味

信用リスクに関する全ての意見は予想に基づいており、必然的に不確実性を伴う。証券化案件は、裏付け資産の将来のパフォーマンスや、ストラクチャーが法的およびガバナンス上のチャレンジにどの程度耐えることができるか、についての想定から生じる不確実性を免れない。この不確実性の影響は、資産に強いストレスが加わったり、市場が不安定な時期に、明らかになることが多い。企業や政府事業体は、固有の異なる信用上の不確実性に晒されている。

第一の意味:期待損失

(sf)格付が第一に意味するのは、期待損失の相対的な水準である。ムーディーズは、Aaa (sf)格付の証券の期待損失は、グループとしてみた場合、長期的に極めて小さいと予想し、わずかの差かもしれないが、Aa (sf)格付の証券の期待損失を下回るとみている。

Aaa (sf)と Aa (sf)との期待損失の差は非常に小さく、不完全な情報という不利な条件下で常にそれを推定しなくてはならないため、ムーディーズは推定誤差が主にどこから発生するか(データの不確実性、信頼性の低いガバナンス、ビジネスモデルの複雑性、イベントリスクなど)を特定し、定量的で構造的な評価を、合理的な判断で補完しようと努めている。Aaa (sf)格付の付与を、純粹に統計的な作業とみなすことは決してできない。格付委員会は適切な統計モデリングを行うと共に、損失発生リスクが極めて低い証券を特定するにあたって信頼できる指針であることが過去の実績から証明されている様々な特性に、高いウェイトをかけている。Aa (sf)格付の証券にもそのような特性は認められるが、Aaa (sf)ほど強くないことが多い。

二次的な属性 その 1:支払いデフォルトの可能性

二次的だが重要な(sf)格付の属性の一つは、支払いデフォルトの可能性の評価である。ムーディーズの格付は、主に期待信用損失を示唆するが、(sf)格付は、期日通りに元利が支払われるというムーディーズの予想に関する追加的な情報を含んでいる。一般に、高位の投資適格等級(sf)格付は、デフォルト確率のみが示唆するリスク評価を、文字格付で1カテゴリー以上上回ることはない。高い期待回収率を重視する一方で、支払いの中断の可能性を強力に示唆するものとしての特徴をも維持するためである。

二次的な属性 その 2:大幅な格付遷移のリスク

外的ストレスの高まり、案件に内在する強みの減退、または両者を要因として、(sf)格付は格下げの対象となる可能性がある。しかし大幅な格付の動きは、特に最高水準の格付水準に関しては比較的稀である。ただし、案件特有のリスク以外の理由で格付が大きく動くということが実際に起きてしまうと、同様の証券化商品のセクター全体に影響が及ぶこともある。単一の事由とリンクしたCAT ボンドやたばこ訴訟和解リスクへのエクスポージャーを持つ証券化案件などの一部の高リスク証券のように、格付が急激に大きく下がるリスク(クリフ・リスク)を有するものについては、高い(sf)格付が付与される可能性はほとんどない。

二次的な属性 その 3:予想外のイベントに対する耐性

高い(sf)格付の案件は、予測可能なストレスの影響を十二分に吸収できる資金の源泉を有し、厳しい状況下でも大幅に格下げされることなく存続するとムーディーズは考えている(ただし、複数ノッチの格下げはあり得る)。(sf)格付は、将来の景気と市場の状況に関する想定に左右されるため、格付の基礎となる想定について、投資家自身で判断することが重要である。

二次的な属性 その 4:透明性、信頼性の高いクレジット情報、重大な不確実性

予測可能なイベントから発生する損失を十二分に吸収する能力があるかどうかを判断する上で、情報の質は重要な要因である。信用リスクに関する意見はすべて、不完全な情報に基づいて形成される。完全なデータは存在せず、時系列データの一部が欠落したり、マクロ経済環境や市場環境が予測不可能な展開を見せたり、経営陣の意思が不明確であったりする。ムーディーズはVスコアを用いて、信用力や想定の不確実性から影響を受ける度合いという観点から、証券化案件にスコアをつけている。格付委員会は、格付と共にVスコアも考慮する。信用力の不確実性の高さを、ストラクチャーや担保による信用補完によって相殺できる案件もあるが、これらの指標によるスコアが悪ければ、最も高い(sf)格付を付与される可能性が大幅に低下する。ヒストリカルに変動性が高い資産クラスや、ガバナンスが弱い、データの質と透明性が低い、あるいは複雑性、レバレッジ、時価の変動に対するセンシティブリティが高い資産クラスに関して発行される債務にAaa (sf)やAa (sf)の格付が付与される可能性は低い。

証券化商品の信用力のランキング

証券化商品のリスクを、将来の損失額の極めて正確な水準によって測定することは困難であるが、様々な証券化商品のリスクを有意性をもってランク付けすることは可能である。ムーディーズはこれをいくつかの方法で行っている。

モデル

ムーディーズの格付モデルの一部は、格付カテゴリー別の実現損失率の過去平均に合わせて調整され、異なる期間の期待損失を算出するが、パフォーマンスの変動につながる要因は多数あるため、過度な正確さを統計モデルに期待すべきではない。したがって、モデルによる算出結果は、格付を決定するための出発点に過ぎない。ムーディーズは、モデルの算出結果に、様々な要因が全体的な信用プロファイルに与える影響についてのアナリストの判断を付け加える。これには、裏付け資産プールの追加的観察、モデルの限界についてのムーディーズの見識、プールのヒストリカルなデータの適切性、法、規制、ストラクチャーに関するリスク、ガバナンス、ならびにオペレーションの仕組みに対するムーディーズの見解、第三者のパフォーマンスへの依存度などが含まれる。

シナリオ

Aaa (sf)や Aa (sf)が示唆するリスク水準を説明する別の方法として、案件が損失を出さずに存続するストレスシナリオを示すやり方がある。どのようなシナリオで Aaa (sf)や Aa (sf)格付を有意義に検証できるかは、セクターや地域によって異なり得る。が、1930年代の大恐慌のような過去の前例に基づくシナリオであれ、仮想上の将来の状況に基づくシナリオであれ、ストレスシナリオについて確実に言えることは、将来起きることの正確な予測にはなり得ないということである。未来は必ず予想とは異なる。したがって、ストレスシナリオが提供できるのは、ある案件の耐性に関して、その方向性と指標を示す情報くらいである。案件は、ストレスシナリオ下で存続できる能力にしたがってランク付けすることができる。

ベンチマーキング

ムーディーズが証券化案件の相対的な信用リスクを分類する別の方法は、比較的良好に把握されている既存の案件やストラクチャーに対して、新規または既存案件のベンチマーキングを行うことである。ベンチマーク案件のリスクの発生源と度合いを、リスクのランク付けの枠組みとして列挙・説明し、ベンチマーク案件同士または他の新規案件と比較することができる。

不確実性の説明

ムーディーズはVスコアを用いて、重大な不確実性に対するエクスポージャーという観点から案件をランク付けし、パラメータ・センシビリティを用いて、主要な入力パラメータの変動に対する格付の相対的なセンシビリティを把握する。Vスコアとパラメータ・センシビリティは、ムーディーズの(sf)格付の基礎となる想定に対するさらなる見識を市場参加者に提供し、市場参加者自身による異なる想定に基づいてのリスクに関する意見の形成を容易にするものである。

(sf)インディケーターの適用

(sf)インディケーターは、格付会社に対するEU規則の要請を満たすであろうとムーディーズはみている。変更の可能性はあるが、ムーディーズがこのインディケーターを適用する意向である証券の一部を次に示す。

- » 資産担保コマーシャル・ペーパー(ABCP)
- » 資産担保証券(ABS) (ほとんどの学生ローンを裏付けとする金融商品を含む)
- » クローズド・エンドのファンドの債務またはファンドの優先株で、a) 投資対象の大部分を証券化商品が占める、あるいは b) 3クラス以上の債務を発行するもの
- » 債務担保証券(CDO)
- » 商業用不動産ローン担保証券(CMBS)

- » クレジットリンク債、リパッケージ債、ストラクチャード・ノートで、1 つあるいは複数の証券化商品を裏付けとしたもの、またはトランチングされたもの
- » 政府支援企業・機関(ファニーメイ、フレディーマック、ジニーメイなど)の不動産ローン担保証券(MBS)。ただし、米国の州・地域住宅金融機関が発行したエージェンシーMBSを除く
1 つあるいは複数の証券化商品を担保とする元本保証債(証券化商品に基づいて約束が規定されていない場合も含む)
- » 住宅ローン担保証券(RMBS)
- » ストラクチャード・インベストメント・ビークル(SIV)の金融商品
- » 3クラス以上の債務を発行する米国の州・地域住宅金融機関(これらの金融商品については、後日(sf)インディケーターを適用する)
- » 事業証券化(例:レストラン・フランチャイズのロイヤルティを裏付けとする金融商品やパブ物件の証券化など)

変更の可能性はあるが、ムーディーズがこのインディケーターを適用しない意向である証券の一部を次に示す。

- » カバードボンド
- » クレジットリンク債、リパッケージ債、ストラクチャード・ノートで、証券化商品ではない証券を裏付けとし、トランチングされていないもの
- » トランチングされていないクレジット・テナント・リース
- » デリバティブ・プロダクト・カンパニー(DPC)格付
- » 動産リース資産を裏付けとする信用補完付き信託受益権(エンハンスド・イクイップメント・トラスト・サーティフィケート(EETC))
- » 政府系企業発行の金融商品(例:上下水道局、空港、電力会社、米国の州・地域住宅金融機関、有料道路管理局などの金融商品)
- » 証券化商品ではない金融商品から分離された I/O ストリップ債、元本ストリップ債、およびプロ・ラタでスライスされたトランシェ
- » マネーマーケットファンド格付および債券ファンド格付
- » 非証券化商品を裏付けとするパススルー証券で、単一のトランシェを発行するもの(例:社債 5 銘柄からなるパススルー証券)
- » プロジェクト・ファイナンスおよび企業インフラ・ファイナンス(例:発電所、化学処理プラント、鉱山、エネルギー、運輸インフラ、環境、通信インフラ、住宅プロジェクトなどのインフラ資産事業からの収益を主な返済原資とする金融商品)

ムーディーズによる証券化商品の分類は、内部での検討と市場参加者との討議を経て決定されたもので、格付会社に対する EU 規則における「証券化商品」の定義、米国証券取引委員会の規則 17g-5(a)(3)および(b)(9)に含まれる「証券化商品」の説明、他の法規やバーゼル II などの国際的な原則(以下、「規制」と総称)で示された同様の概念を根拠としている。

ムーディーズは「証券化商品」を可能な限り客観的に定義しようと努めた。ムーディーズによる定義は、格付基準に結びついてはならず、むしろ規制に含まれる特定の文言を基礎としている。分類が困難な証券については、一般的な市場慣行を考慮した。

一般に、ある証券が証券化商品に含まれるか否かを判断する際にムーディーズが用いた主な原則は次の通りである。

- » 支払いが、エクスポージャーあるいは複数のエクスポージャーからなるプールのパフォーマンスに依存している。
- » 特別目的会社の存在と、経済的利益の特別目的会社への移転。

- » その金融商品が、オリジネーター/スポンサーに対しフルリコースまたは実質的にフルリコースでの返還請求が行われることのない債務であること。
- » 特別目的会社に関して、2 つ以上のトランシェ、または受益持分が存在すること。ムーディーズは、伝統的な証券化を扱ったバーゼル II の第 539 パラグラフに示された意味に沿って「トランシング」を解釈している。すなわち、「通常の優先/劣後債務のストラクチャーでは、劣後性が清算後の資金を受け取る優先順位を決めるのに対し、証券化の特徴である階層化/トランシェのストラクチャーは、下位のトランシェが損失を吸収し、上位トランシェについては契約通りの支払いが妨げられないという意味で、前者とは異なる」
- » 裏付け資産または発行された債券からの損失に対する保証あるいは保険契約は、通常、証券化商品か否かの分類に影響しない。

ムーディーズはこのような原則に従って、市場参加者が証券化商品とみなしていなかった金融商品の一部に (sf) インディケーターを適用する可能性がある。逆に、一部の市場参加者が証券化商品とみなす可能性のある金融商品に、同インディケーターを適用しない場合もあり得る。

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: SF390(Japanese)
 SF214286 (English)

Copyright 2010 Moody's Investors Service, Inc. 及び/又は同社のライセンサー及び関連会社(以下「ムーディーズ」と総称します。) All rights reserved.

信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、ムーディーズ SF ジャパン株式会社(以下「MSFJ」といいます。)の現時点の意見です。MSFJ 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、価格変動性リスク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。信用格付は、現在又は過去の事実を示すものではありません。信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、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。信用格付は、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。MSFJ は、投資家が、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、信用格付を発行します。

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、方法、手段によっても、これらの情報(全部か一部かを問いません。)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、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つけることなく「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る。)を確保するため、全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、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。ムーディーズはいかなる状況においても、またいかなる者又は法人に対しても、以下の(a)及び(b)について一切責任を負いません。

(a)これらの情報の入手、収集、編纂、分析、解釈、伝達、公表又は配布に関する誤り(過失によるか、その他の原因によるかを問いません。)又はその他の状況若しくは偶発事象(ムーディーズ、あるいはその取締役、役職員、従業員あるいは代理人の支配力が及ぶか及ばないかを問いません。)に(全部、一部を問わず)起因し、由来し、若しくは関係する損失又は損害。

(b)ムーディーズが事前に当該損害の可能性について助言を受けていた場合においても、これらの情報の使用により又は使用が不可能であることにより発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、補償的、又は付随的損害(逸失利益を含みますがこれに限定されるものではありません。)。

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、ムーディーズの意見の表明であり、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ない。

MSFJ は、ムーディーズ・ジャパン株式会社(“MJKK”)の完全子会社の信用格付会社です。MJKK は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社の完全子会社であり、同社は、Moody's Corporation(以下「MCO」といいます。)の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社です。MSFJ は、「全米で認知された統計的格付機関(NRSRO)」ではありません。従って、MSFJ の信用格付は、「NRSRO ではない信用格付」です。「NRSRO ではない信用格付」は、NRSRO ではない者により付与された信用格付であり、したがって、本信用格付の対象となる債務については、格付を基礎とする基準(NRSRO 格付を参照しているもの)を含む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。

MSFJ は、MSFJ が格付を行っている債券(社債、地方債、債券、手形、CP を含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MSFJ が行う評価・格付サービスに対して、MSFJ による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 MSFJ 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 MSFJ は、MSFJ 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きを整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間の何らかの利害関係の存在、及び MSFJ 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の何らかの利害関係の存在に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moody.com 上に“Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy”という表題で毎年、掲載されます。

本書のオーストラリアでの公開は、オーストラリア金融サービス認可番号 336969 を有する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 によって行われます。本文書は(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本文書に継続的にアクセスした場合、ムーディーズに対して、「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者として本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、本書又はその内容を(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。

本信用格付は、発行者の信用力又は債務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投資家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。リテール投資家が、本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、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。