

Contact	Phone
東京	03.5408.4100

企業が発行する債券、優先株、ハイブリッド証券に 対する最新のノッチング・ガイドライン概要

Updated Summary Guidance for Notching Bonds, Preferred Stocks and Hybrid Securities of Corporate Issuers

ノッチングとは、一般に、同一の企業体、あるいは密接に関連した企業群の異なる種類の債務に、格付け上、差異をつけることをいう。ノッチングに対するムーディーズのアプローチの基礎となる概念的な枠組みが最初に提示されたのは、2000年11月に発行されたムーディーズの格付け手法レポート "Notching for Differences in Priority of Claims and Integration of the Preferred Stock Rating Scale" (日本語版「支払い優先順位による格付けの差異と優先株格付けの統合」2001年1月発行) においてであった。また、2001年9月には、ムーディーズは "Summary Guidance for Notching Secured Bonds, Subordinated Bonds, and Preferred Stocks of Corporate Issuers" (日本語版「企業が発行する担保付き債務、劣後債務、優先株に対するノッチング・ガイドライン概要」2002年1月発行) と題するスペシャル・コメントを発行し、ノッチング慣行の概要を示した。本格付け手法は、この2001年のノッチング・ガイドラインにハイブリッド証券を含める改定を行い、2006年11月に発表した本件に係る意見募集 "Rating Preferred Stock and Hybrid Securities" (日本語版「意見募集：優先株式とハイブリッド証券の格付け」2006年12月発行) に関する結論を示すものである。

劣後性に起因するノッチング

本項で述べる劣後性に起因するノッチングに関するガイドラインは、ムーディーズのデフォルト時損失率 (LGD) 手法に従う投機的等級の事業会社¹を除く全ての企業発行体に適用される。このガイドラインは、予想損失率で表現されるムーディーズの公式的な格付けの定義と、同一の発行体の様々な種類の証券について予想されるデフォルト時の相対的損失規模に関する情報とを統合するものである。

1. これらは、アメリカ合衆国およびカナダの発行体および、2007年3月末以降の欧州・中東・アフリカ (EMEA) の発行体である。2006年8月発行のムーディーズの格付け手法 "Probability of Default Ratings and Loss Given Default Assessments for Non-Financial Speculative-Grade Corporate Obligors in the United States and Canada" および2006年11月発行のムーディーズの意見募集 "Probability of Default Ratings and Loss Given Default Assessments for Corporate Obligors in Europe, Middle East and Asia: Recommended Framework" を参照されたい。

This Moody's Japan rating methodology is based on Moody's Investors Service's rating methodology titled "Updated Summary Guidance for Notching Bonds, Preferred Stocks and Hybrid Securities of Corporate Issuers, (February 23, 2007)." The rating approach described in the Moody's Investors Service report was adopted by Moody's Japan on September 30, 2010.

ムーディーズのノッチング・ガイドラインは、二つの証券の格付けが同じであれば、同じ予想損失率が当てはまることを目指している。債務の予想損失率は、デフォルト確率とデフォルト時の損失規模の積として定義される。通常は、デフォルト確率は債務の発行体に結びついており、従って発行体の全債務を通じて同率と想定する。このような想定に基づいたノッチング慣行を劣後性に起因するノッチングと呼ぶ。

ムーディーズは、デフォルト発生時の個別発行体の相対的予想損失規模を可能な限り推計する。ただし、相対的な損失規模の推計だけでは、以下の重要な疑問に対する回答として十分とはいえない。

- 予想損失規模の差異は、格付けに差異を付けるほど大きいのか？
- 格付けに差をつけるのが適切だとして、その差異は1ノッチか2ノッチか、あるいはそれ以上になるのか？
- 基準となる発行体の格付け水準によって、こうしたノッチングの見解は変わるか？

これらの疑問に答えるには、2001年9月のガイドライン概要で論じた通り、格付けが変化するときの予想損失率の変化率を理解する必要がある。

ストラクチャード・ファイナンスであるかファンダメンタルな法人発行体であるかを問わず、ムーディーズの格付けの意味は基準となる予想損失率によって決まる。具体的には、ムーディーズの理想化された予想損失（およびデフォルト）率は以下のような特徴を示す。

- Ba2以上の格付け範疇では、格付けが1ノッチ上がると、リスク差は45%以上になる。
- Ba3以下の格付け範疇では、格付けが1ノッチ上がっても、リスク差は45%未満になる。

このような差異をノッチング・ガイドラインに取り込むためには、債務クラスの違いによる損失の違いを推定する必要がある。下記の表は、発行体の無担保上位債務格付けと比較した、他の債務クラスの平均損失規模の差をパーセンテージで示したものである。

様々な債務クラスの平均損失規模

(同じ発行体の無担保上位債務における過去の損失規模との比較)

担保付債務	-30%
無担保上位債務	—
上位劣後債務	40%
劣後債務	52%
下位劣後債務	62%
優先株	85%

リスク差が45%以上ある隣接する格付け範疇では、無担保上位債務と比較した損失規模の差異が最低45%あることが、格付けのノッチ調整を行う上で必要となる。2ノッチの差をつけるには、最低110%の損失規模の差が必要となる。リスク差が45%未満の格付け範疇では、損失規模の差異が45%を超えた場合、数ノッチの調整が適切とされるかもしれない。

例えば、上表に示すように、劣後債務の回収額は無担保上位債務よりも平均52%少ない。従って、もし無担保上位債務の格付けがBa2以上であれば1ノッチの調整で済むが、それよりも低い格付け水準の場合は、おそらく2ノッチないし3ノッチの調整が必要になるだろう。

この論理にしたがい、ムーディーズは劣後性に起因するノッチングの簡易ガイドラインを次のように設定した。前述した通り、ムーディーズのLGD（デフォルト時損失率手法）に従う投機的等級の発行企業体については、これらのガイドラインは適用されない。また、累積型と非累積型優先株を区分しない点にも注意を促したい。

劣後性に起因するノッチングのガイドライン			
	証券クラス	ノッチ数 ("+" 高 ; "-" 低)	基準格付け
無担保上位債務 あるいはコーポレート・ ファミリー・レーティング (CFR) が Ba2 以上の場合：	担保付債務	+1	無担保上位債務格付け
	無担保上位債	0	無担保上位債務格付け
	上位劣後債務	-1	無担保上位債務格付け
	劣後債務	-1	無担保上位債務格付け
	下位劣後債務	-1	無担保上位債務格付け
	優先株	-2	無担保上位債務格付け

	証券クラス	ノッチ数 (+ 高 ; - 低)	基準格付け
無担保上位債務 あるいはコーポレート・ ファミリー・レーティング (CFR) が Ba3 以下の場合：	担保付債務	+1	CFR または無担保上位債務格付け
	無担保上位債	0	CFR または無担保上位債務格付け
	上位劣後債務	-2	CFR または無担保上位債務格付け
	劣後債務	-2	CFR または無担保上位債務格付け
	下位劣後債務	-2 or -3*	CFR または無担保上位債務格付け
	優先株	-3 or -4#	CFR または無担保上位債務格付け

* 下位劣後債務は、無担保上位債務（またはコーポレート・ファミリー・レーティング）より2ノッチ低い格付けとなる。ただし、当該企業が多額の上位劣後債務もしくは、一般劣後債務を保有している場合を除く。その場合、シニア・インプライド格付けよりも3ノッチ低くなる。
優先株の格付けは、劣後債務に付与される最も低い格付けよりも1ノッチ低い。

ハイブリッド証券のノッチング

最近のハイブリッド証券（債務と株式の両方の特性を有し、通常、支払い優先順位は劣後債務または優先株のいずれかに順位付けられる）は、上記ガイドラインでは捉えきれない一連の特有のリスクを内包している。特に、広義のデフォルトを引き起こすことなく、発行体が配当やその他の支払い見送ることが許されたり、それが要求されたりする場合がある。そのようなハイブリッド証券に対して、劣後性に起因するノッチング以上のノッチ調整を正当化するには、次のような疑問に回答する必要がある。

- 支払い繰り延べのリスクは大きいのか？
- 大きいとして、繰り延べによる予想損失は格付けノッチ調整が適切になるほど十分に大きいのか？

ハイブリッド証券と一般の債務証券の相対的な潜在損失率の比較においては、元本損失の差のみならず、ハイブリッド証券以外の証券がデフォルトしない、またはデフォルトするとしてもハイブリッド証券に遅れてデフォルトする状況において、ハイブリッド証券が「デフォルト」する可能性も検討しなければならない²。しかし、ハイブリッド証券の損失については実績データが不足していることもあり、繰り延べが任意である場合には、繰り延べリスクを考慮した追加のノッチ調整を行うことが適切であるとは考えていない。それは、これまで発生した個別事例から判断する限り、繰り延べオプションが行使されるケースは極めて稀だからである。しかし、「有効性の高い」強制繰り延べ条項が存在する場合には、以下のガイドラインを適用する。

ハイブリッド証券のノッチング・ガイドライン

有効性の高い強制繰り延べトリガーがあり、支払い優先順位が優先株を上回るハイブリッド証券は、劣後性（あるいはデフォルト時損失率（LGD）を基準とする格付けよりも更に1ノッチ低い格付けになる。

支払い優先順位が優先株（あるいはそれと同等の証券）と同じとされるハイブリッド証券には追加のノッチ調整を行わない。

原則として、優先株に対するガイドラインを超えるノッチングは行わない。例えば、ハイブリッド証券の劣後性が極めて高いため、すでに2ノッチ調整されている場合、それ以上のノッチ調整は適切ではないと考える。

2. ハイブリッド証券の支払い繰り延べは、通常、当該ハイブリッド証券自体のデフォルトや発行体の他の債務のクロス・デフォルトを引き起こすことはない。ムーディーズはハイブリッド証券の格付けにおいて、投資家は約定通りに支払いを受けることを期待していると想定している。

有効な強制繰り延べトリガーの定義は、2006年12月発行のムーディーズの格付け手法 "Supplement Comments on Rating Preferred Stock and Hybrid Securities-Addendum to Moody's Request for Comment" (日本語版「優先株式とハイブリッド証券の格付け ムーディーズの意見募集に対する補足」2006年12月発行) の脚注8に記載されている。

有効なトリガーは、次の場合に抵触したとみなされるレベルに設定される。すなわち、1) 発行体が財務難の初期にある時 (まだ深刻な財務難には陥っていない)、および 2) 発行体が普通配当を削減するか見送る可能性があるとき、である

ムーディーズの格付け委員会は、事業会社については通常、Ba 格中位に相当する財務指標のレベルに達したときに、有効なトリガーを発動すべきであるとしている。金融機関については、2006年1月発行のムーディーズの格付け手法 "Refinements to Tool Kit: An Addendum for Banks and Insurers" (日本語版「ムーディーズのツール・キットの改良：銀行および保険会社への適用に関する補足」2006年3月発行) で追加のガイドラインが示されている。

ムーディーズが考える有効な強制繰り延べトリガーの一般的な概念は、これに抵触すれば、ハイブリッド証券の配当が繰り延べられ、財務状況が悪化している中でのキャッシュフロー - の留保が可能になる、というものである。トリガーは発行体の財務状況の悪化を最も的確に把握できる、開示されている財務・業績指標に基づくものでなければならず、トリガーが防止することを目的としている市場調達能力の阻害を逆に引き起こしてしまうほどに厳格な水準であってはならない。また、金融機関が、当局が事業を継承するほどの深刻な財務難に陥った場合のみに抵触するような低い水準であってはならない。ムーディーズは、金融機関が普通株式の配当の見送りあるいは削減を検討するタイミングの近辺が、トリガーの適切な水準と考えている。

ムーディーズは、有効な強制繰り延べトリガーと容認可能な決済メカニズム付き証券を、エクイティ・クレジットの手法における「継続的支払いがない」の特性の評価を「強」としている³。強制繰り延べトリガーは、通常、発行体が厳しい財務ストレスを経験する前に発動するレベルに設定される。そのようなトリガーが発動される可能性は、1ノッチの格付け調整が適切とされるほど重要であると考えられる。

有効な強制繰り延べトリガーの設定に用いられる財務指標は通常、業種によって異なる。また、強制繰り延べ条項付きのハイブリッド証券のトリガーが「有効」であるかどうかの判定には、複数の財務指標によるテストが行われる。有効な強制繰り延べトリガーが付いたハイブリッド証券の判定に用いられる財務指標テストには下記がある：

- 自己資本の減少と資本基盤の回復に一定の期間が必要となる、連続した4四半期に及び会計 (GAAP) 上の損失計上
- 連結売上高の x% を下回るグロス・キャッシュフロー -
- x 倍以下のインタレスト・カバレッジ・レシオ
- x% 未満のリテインドキャッシュフロー - 対債務比率
- 管理資産の x% 以下の有形資本 (アセットマネジャ - について)

ノッチング・ガイドラインのグローバルな適用

本稿で提示されたガイドラインはグローバルかつ全業種に適用される。ムーディーズは、大半の企業格付けにこのガイドラインが当てはまると予想している。しかし、証券の契約条件から、投資家の予想損失がガイドラインの基準を超えて大幅に増加するとムーディーズが判断する場合など、適用が除外されるケースがありうる。その結果、一部の証券に追加のノッチ調整が必要になるかもしれない。具体的には、欧州の一部の事業会社、銀行、および一部の国 (ドイツやスイスなど) の再保険会社がこれに該当することになるだろう。

ヨーロッパの事業会社発行体

ヨーロッパ諸国の多くでは優先株の発行が認められているが、投資家側の投資意欲がないために実際に発行されたケースはほとんどない。また、発行体が取締役会において優先株発行の決議を行わなかったり、発行しない旨

3. 容認可能な決済メカニズムとは、ムーディーズのハイブリッド証券のバスケット分類手法に従って実質的に支払いが非累積的とみなされるものである。

を誓約したりしているケースが一部にある。そのような企業の場合、ハイブリッド証券が優先株に代わって発行されることがある。欧州の企業が発行するハイブリッド証券は通常、普通株式に対してのみ優先する「極めて劣後性が高い」証券に分類される。それらの欧州企業のハイブリッド証券は、その劣後性によって投資家の予想損失が優先株の予想損失に近いレベルにまで増大する。そのため、通常格付けは優先株に適用されるガイドラインに従う。例えば、無担保上位債務格付けが Ba2 以上の欧州企業が発行した極めて劣後性が高いハイブリッド証券の格付けは、上位債務格付けより 2 ノッチ低くなると見込まれる。

銀行

ムーディーズのノッチング・ガイドラインは、発行体の無担保上位債務格付けを劣後債務に格付けを付与するための基準または参照ポイントとして使用する。銀行に対する格付け手法ではまず預金格付けを決定し、次いでほとんどの場合において預金格付けと同水準に無担保上位債務格付けを決定する。しかしムーディーズは、預金格付けが常にノッチングの適切な基準になるとは考えていない。

当該国政府が破綻銀行の預金者や上位債権者を保護するが、劣後債権者に対しては同様のサポートを提供しないと予想される場合、銀行預金格付けとそれに劣後する債務の格付けのノッチ差を拡大する場合がある。これは、預金者や他の上位債権者を保護する一方、劣後債権者に破綻銀行の損失を押し付けようとする政府が現れる可能性があるためである。それらの国々の銀行については、ハイブリッド証券の投資家の予想損失が相対的に大きくなるため、ハイブリッド証券の格付けのノッチ差は上記のガイドラインが提示するものより大きくなりうる。

再保険会社

元受け保険会社の場合とは違い、一部の国（ドイツやスイスなど）の再保険会社においては、上位債権者は保険契約者に劣後しない。これは、元受け保険契約者に与えられる規制当局の保護が再保険契約者に対しては与えられないためである。その結果、元受け保険会社の上位債務が保険財務格付け (IFSR) より低くノッチングされるのに対して、再保険会社の無担保上位債務は、通常、IFSR と同じレベルに格付けされる。しかし、こうした同順位の優先権は、劣後債務やそれ以下の債務には適用されない。従って、デフォルトの際には、それらの証券の保有者は上位債権者（保険契約者および上位債務保有者）を相当に上回る損失を被ることが見込まれる。

従ってムーディーズは、このような場合、元受け保険会社の保険財務格付けと劣後債務のノッチ差に合わせて、再保険会社の劣後債務に上位債務より 2 ノッチ低い格付けを付与する。そのため、有効な強制繰り延べトリガーが規定された Ba2 以上の再保険会社の劣後債務は、修正ガイドラインに基づき、他の劣後債務より 1 ノッチ低い格付け、すなわち優先証券のレベルの格付け（上位債務より 3 ノッチ低い）が付与されるだろう。

2007 年 2 月にムーディーズが再保険会社 2 社 - Allianz SE（アリアンツ・グループの持ち株会社である再保険会社）と Swiss Re - のハイブリッド証券を引き下げ方向で見直すとしたレーティング・アクション⁴には、このような理論的背景がある。

4. 2006 年 2 月に発表した "Moody's Set to issue Revised Guidelines for Hybrid securities" を参照されたい。moodys.com. で閲覧可能。

関連リサーチ

スペシャル・コメント

Notching for Differences in Priority of Claims and Integration of the Preferred Stock Rating Scale, November 2000 (日本語版「支払い優先順位による格付けの差異と優先株格付けの統合」2001年1月発行)

Summary Guidance for Notching Secured Bonds, Subordinated Bonds, and Preferred Stocks of Corporate Issuers, September 2001 (日本語版「企業が発行する担保付き債務、劣後債務、優先株に対するノッチング・ガイドライン概要」2002年1月発行)

格付け手法

Rating Preferred Stock and Hybrid Securities, November 2006

Probability of Default Ratings and Loss Given Default Assessment for Non-Financial Speculative-Grade Corporate Obligors in Europe, Middle-East and Africa: Recommended Framework, November 2006

Probability of Default Ratings and Loss Given Default Assessment for Non-Financial Speculative-Grade Corporate Obligors in the United States and Canada, August 2006

Refinement to Moody's Tool Kit: Evolutionary, not Revolutionary!, February 2005 (日本語版「ムーディーズのツール・キットの改良：従来のアプローチからの進化」2005年4月発行)

Moody's Tool Kit: A Framework for Assessing Hybrid Securities, December 1999 (日本語版「ムーディーズのツール・キット - ハイブリッド証券の評価の枠組み」2000年3月発行)

ムーディーズ・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

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・ジャパン株式会社(以下「MJKK」といいます。)の現時点の意見です。MJKK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。MJKK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おりません。

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。

MJKKは、MJKK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、MJKKが行う評価・格付サービスに対して、MJKK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MJKK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MJKKは、MJKK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MJKK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's.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。