

CROSS-SECTOR RATING METHODOLOGY

保険会社のオペレーティング・ デットの評価 Evaluating Operating Debt Used by Insurance Companies

目次:

概要	1
オペレーティング・デットの判断基準	2
オペレーティング・デットを保険会社の格付手法の財務の柔軟性の指標に織り込む	5

コンタクト:

東京 03.5408.4100

本格付手法は 2011 年 5 月 19 日発行の"Evaluating Operating Debt Used by Insurance Companies"を代替するものである。今回の更新では一部の古いリンクをアップデートした。

概要

本稿は、保険業界におけるオペレーティング・デットの特徴を定義し、保険会社のグローバル格付手法におけるオペレーティング・デットと金融債務を区別する際のムーディーズの基準を示すものである。また、オペレーティング・デットの取り扱いが、保険会社の財務の柔軟性および格付にどう影響を与えるかも検討する。

オペレーティング・デットの基準概要

ムーディーズは、オペレーティング・デットの特徴を以下のように考えている。

- » 負債とそれに対応する資産が、その他の業務から理論上隔離された「クローズド・システム」を形成し、キャッシュフローとデューレーションが適切にマッチしている。
- » 資産は、その満期が対応する負債と適切にマッチしていない限り、質が高く、キャッシュフローが安定し、市場における変動性が極めて低く、確実な債務履行・返済に十分な額である可能性が高い。

財務レバレッジとオペレーティング・レバレッジ

保険会社のグローバル格付手法の一部として、ムーディーズは、総レバレッジと財務レバレッジの両方から保険会社の財務の柔軟性を検討する。この 2 つの指標の主な差異は、総レバレッジの分子には「オペレーティング・デット」に分類する債務が含まれることである。

財務レバレッジは、借入により調達された資本の金額をさす。通常、高格付の保険会社は財務レバレッジが低水準にある傾向がある。また、高格付の保険会社は、低格付の保険会社に比べて、支払利息および優先株配当に対する収益力および配当能力における余力が大きい傾向がある。

一方、オペレーティング・デットは保険会社の資本構成の一部とはみなされない。これは、(それに対応する資産によって)自己担保され、(資産・負債の適切なマッチングによって)自己清算性があり、返済を他の原資に依存しないためである。オペレーティング・デットは、保険会社の資本基盤、収益、キャッシュフローに依存しないため、金融債務よりも負担が小さいとムーディーズは考える。

とはいえ、過大なオペレーティング・デットは財務の柔軟性を制約しうするため、オペレーティング・デットの基準に合致する債務は依然として保険会社のリスクを高める。従って、ムーディーズの格付スコアカードにおける財務レバレッジを算出する際の、オペレーティング・デットの許容水準は 10 パーセントポイントを上限としている。

オペレーティング・デットと格付

現在、オペレーティング・デットとして取り扱われている多くの取引の状況が変化するとは考えられないが、本ガイドラインを適用する際に、一部のオペレーティング・デットが金融債務に分類変更され、当該発行体の財務レバレッジ上昇につながる可能性がある。ただし、財務の柔軟性の分析に当該取引のリスクが既に織り込まれているため、分類変更があったとしても、それが格付変更につながることは予想されない。

ムーディーズの格付手法では、特定の発行体の財務の柔軟性を評価するにあたり、アナリストの判断を加えることを認めている。債務が本稿に示したオペレーティング・デットの基準に合致しない場合でも、それが資本に与えるストレスは金融債務に比べてはるかに小さいことがあり、その場合、そのことが財務の柔軟性の分析に影響を与える、発行体の格付決定上の主要な要因となる。

オペレーティング・デットの判断基準

本セクションで説明する基準は、財務の柔軟性の指標を算定するにあたり、取引がオペレーティング・デットとみなされるか金融債務とみなされるかを検討するために用いられ、どのような法的主体が債務を発行するかに関わらず適用される。このガイドラインからの乖離の大きさは、オペレーティング・デットとしての取り扱いに関する最終判断に織り込まれる。特定の負債の、オペレーティング・デットとしての取り扱いが将来的に変化するとは予想されないが、投資指針その他の状況の変化により、基準への合致度合いが変化する可能性はある。そのため、ムーディーズはオペレーティング・デットが依然として基準に合致するか否かを定期的に見直す。

ALM およびリファイナンスにおける課題

オペレーティング・デットは自己清算性がある、すなわち資産と負債が適切にマッチしているとみられるため、債務の期限と同時に清算または償還される。資産と負債のデュレーションのミスマッチは 6 か月前後に抑制されていなければならない。また、負債の満期(または最も早期のプット行使日)までの期間が短くなるにつれて(6 か月未満)、キャッシュとより密接にマッチしていなければならない。この基準に合致していれば、基本的に資産・負債によって自己清算性があると定義される。例えば、短期資金はクレジットカード債権とマッチするが、それが証券化商品の商業用モーゲージの在庫保有(warehousing)に充当される場合には、資産負債管理(ALM)マッチングテストの基準を満たさない。

オペレーティング・デットの取り扱いにおいて、リファイナンスリスクは極めて低く、プライシングのステップアップ・リスクは小さく(100bp 未満)なければならない。この基準はオペレーティング・デットの取引(持ち株会社または非規制子会社におけるスプレッド・レンディング等)に適用される。しかし、資産は一般勘定運用ポートフォリオのさまざまな運用部門間で容易に移転されうるため、規制対象保険会社の一般勘定スプレッド・レンディングにはそれより緩やかな基準が適用される。

エコミックリザーブを上回る法定準備金を調達するための取引(米国の XXX/AXXX 取引等)に関わる負債が、オペレーティング・デットとして取り扱われるためには、信託財産がそれに対応する負債に適切にマッチしていることが期待される。また、必要な法定準備金が負債の期間より長いことがあり、負債の償還時により長期の資金を調達する必要が生じることがある。負債(オペレーティング・デットとみなされても金融債務とみなされても)が 3 年以内に期限が到来する信託資産に対応している場合、委託者のバランスシートにリザーブが再移転されるストレスシナリオにおける資本の適切性や財務の柔軟性への影響を考慮する。

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.moody.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。

資産の質

資産リスクは低くなければならない。オペレーティング・デットは、前述の場合（エクイティによる調達等）を除き、質の高い資産に担保され、市場変動へのエクスポージャーが極めて低いことが期待される。ムーディーズは、取引の投資ガイドライン（その順守状況は定期的に点検される）に基づいて資産の質を評価する。

質の高い資産の特徴としては以下が挙げられる：¹

- » WARF に基づく平均格付が A3 以上の投資適格等級の資産。²
- » 十分に分散され、単一の証券が取引資産の 1% 超を占めることがなく（ただし格付が Aaa の国債についてはその限りでない）、（格付が Aaa の国債以外の）上位 10 位の証券が取引の総資産の 5% 超を占めない。また、ポートフォリオにおいて、いずれのセクターへの大きな集中もみられない。
- » 質の高い資産は流動性が高く（144a 証券または市場で取引されている債券）、流動性の低い証券は債務の期間とマッチしている。

資産と負債の分離

負債、資産、関連資本（あれば）は、他の活動および企業の資産から分離されていなければならない。特別目的会社が設立された取引（例：XXX/AXXX または既契約価値（VIF）³）では、資産は法的に分離されていなければならない。ただし、有価証券貸付取引やその他の事業会社が行うスプレッドベースの投資事業等の取引ポートフォリオについては、法的な分離の必要はないが、分離されたポートフォリオとして追跡されなければならない。

安定的なキャッシュフロー

資産からのキャッシュフローは通常、安定的かつ予測可能であることが期待される。複雑なモデリングが必要であったり、複雑なリスクを伴う取引（多くの保険による保障および年金負債）は、スポンサーが保守的であることを示せるという想定の上で、厚い資本クッションを保有していなければならない。

「クローズド・システム」を形成

資産・負債は「クローズド・システム」を形成する、あるいは企業の全資産が特定の負債を支えることが期待されたり必要とされたりしない。取引自体は基本的に、全ての元利払いを賄うものでなければならない。ストレスシナリオで大幅な不足が想定される場合には、より多くの資本をあらかじめ配賦しなければならない。

資本配賦

オペレーティング・デットの取引は、企業全体の資本にレバレッジをかけるものであってはならない。すなわち、非期待損失を吸収するため、もしくは支払いタイミングの差が生じた際に利払いをカバーするためのキャッシュ生成のため、分離された資産と負債の中に適切な資本が備わっていなければならない。オペレーティング・デットから損失が発生する可能性は極めて低くなければならない（10 年以上で 50bp 程度）。資本は、会計上の資本ではなく経済的資本ベースで広く捉える。この点から、オペレーティング・デット取引に配賦される資本は、キャッシュや資産に裏付けられたハード・キャピタル、または資産・負債の超過担保から生じる資本となる可能性がある。とりわけ、将来キャッシュフローの現在価値を考慮する場合にはその可能性が高まる。超過担保の形での資本は通常、VIF 取引に適用され、通常はハード・キャピタルが大幅に欠如するものの、経済的資本を含んでいる。

多様な前提条件に基づく数理分析や複雑なモデルの内部機序の検討をムーディーズと深めるよりも、発行体は、ストレスシナリオにおいても取引がムーディーズのガイドラインに沿っていること、またその前提条件が十分に保守的であることを示すことを求められるだろう。

所要資本額の決定は常に確率論的な推定となる。取引期間中の前提条件の変化に伴い幾分の追加的資本が求められ（当初の資本の 10% 未満）、その前提条件が保守的に推定されていると考えら

¹ 全体では、質が高いとみられる特徴を備えていない証券の割合を 5% に制限している。

² 加重平均格付ファクター（WARF）については、本稿の「ムーディーズの関連リサーチ」のセクションの証券化商品の格付手法「Moody's Approach to Rating Collateralized Loan Obligations」を参照されたい。

³ 既契約価値（VIF）の取引では、生命保険会社は、債務を発行して、事業の既定の資産から期待される将来利益を現金化する。当該債務は証券化された資産からの利益により返済される。

れる場合、当初のオペレーティング・レバレッジの取り扱いを否定すべきではない。ただし、より重大な所要資本の過小推定は取引のドライバーがよく理解されていないことを示唆し、取引の金融債務への再分類につながる。

リコース取引に限定

ノンリコース債務は、企業の経済的抵当権とはみなされないため、総レバレッジにも財務レバレッジにも含まれない。しかし、事業上の要因、レピュテーション、市場への影響、その他、発行体が法的義務のない取引を支える動機となりうる要因が、リコース債務かノンリコース債務かの判断に影響を与える。発行体が債務について非限定的に責任を負うとムーディーズがみなす場合、それが法的にノンリコース債務であっても、オペレーティング・デットか金融債務かを分析する。

オペレーティング・デットの発行時期

債務発行により調達された取引のみが、オペレーティング・デットとして分類される。債務発行が把握されれば、債務の条件を区分することにより、ALM の特徴を把握しやすくなる。オペレーティング・デットとして取り扱われるには、それに対応する資産の取得から出来る限り近いうちに(6 カ月以内に)、債務が発行されなければならない。

保険契約者債務は通常、債務に分類されない

通常、債務とみなされない保険契約者債務の例には、マッチングされている資産に投資されるとみられる資金契約が挙げられる。ただし、一定の条件下では、これらの取引が金融債務とみなされることがある。例えば、ALM 上の大幅なミスマッチがある場合、資金が他の目的(事業の取得等)に使用される場合である。また、負債が企業の連結貸借対照表上に債務(一部企業における、資金契約を裏付けとする証券等)として表示される場合には、レバレッジの算定に含まれ、オペレーティング・デットまたは金融債務として評価される。

有価証券貸出／レポ

持ち株会社の有価証券貸出／レポ取引は、総レバレッジに含まれ、前述の基準に基づくオペレーティング・デットの取り扱いに従うべきか否かが検討される。もっとも、資産は異なる投資ポートフォリオ間で自由に移動可能であるため、オペレーティング・カンパニーにおける有価証券貸出やレポ取引は、分析上、オペレーティング・デットとも金融債務ともみなされないが、連結貸借対照表上に債務として表示されている場合その額はレバレッジの算定に含まれる。資金契約と同様、その特性がオペレーティング・デットの基準から大幅に乖離している場合には金融債務に分類されることがある。

担保供与

担保供与が必要な取引は、オペレーティング・デットとして取り扱われないことがある。所要担保供与額に上限がない場合は、全額が不適格となる。担保供与に上限があれば、その額が財務レバレッジとして取り扱われ、債務とその上限の差が、オペレーティング・デットの取り扱いにおいて検討される。例えば、企業のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のスプレッド拡大に伴う担保供与または予定外の債務返済により、オペレーティング・デットの取引で想定されていなかった流動性リスクが生じる。2008 年および 2009 年には、CDS トリガー条項のある企業は、スプレッド拡大に伴い、担保供与が義務付けられていた。また、そうした取引により生じる所要流動性が、適用される格付手法に基づき、全般的な流動性分析に織り込まれる。

信用状

ムーディーズの格付手法では、規制上の資本または運転資本を供給する、無担保信用状(LOC)を金融債務として取り扱い、財務レバレッジの算定に含める。ただし、レバレッジの分析とは関係の弱い LOC(米国の XXX/AXXX 取引に関連したものなど)は含めず、レバレッジやカバレッジではなく、流動性および自己資本への影響の評価を通じて分析する。

オフバランスの負債の検討

オフバランスの債務は、総レバレッジまたは財務レバレッジのいずれかの算定に含まれないが、多額のオフバランス債務はムーディーズの分析の一環として評価する。その影響が大きい場合、アナリストの判断で、信用プロファイルの財務の柔軟性の要素影響を与える。

オペレーティング・デットを保険会社の格付手法の財務の柔軟性の指標に織り込む

総レバレッジ

金融債務とオペレーティング・デットを含む全ての債務が、この指標に含まれる。

財務レバレッジ

オペレーティング・デットは財務レバレッジには含まれないが、その上限は総レバレッジの 10 パーセンテージ・ポイントとなっている。オペレーティング・デットを支えるエクイティも、財務レバレッジの算定においては資本から控除する。

カバレッジ・レシオ

企業全体のオペレーティング・デットに係る利息は、カバレッジ・レシオの分母(支払利息)に含まれない。持ち株会社のオペレーティング・デットに係る利息も、キャッシュフロー・カバレッジ・レシオの分母(支払利息)に含まれない。カバレッジ・レシオについては、オペレーティング・デットに係る利息は、オペレーティング・デットに関わる事業からの収益の代替として、分子(EBIT)から控除される。

ムーディーズの関連リサーチ

本稿に詳述された格付手法は、多様な保険会社の格付において用いられる。米国の医療保険会社、生命保険会社、損害保険会社、権原保険会社、再保険会社、モーゲージ保険会社、金融保証保険会社、信用保険会社等の格付手法およびクロス・セクター格付手法については、ムーディーズのウェブサイト参照されたい。

ムーディーズが用いる用語の定義については、ムーディーズのウェブサイトに掲載されている。

さらなる情報については、[こちら](#)に掲載されている "Rating Symbols and Definitions" を参照されたい。

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

Report Number: 1163720 (Japanese)
 1039001 (English)

著者
 Wallace Enman

プロダクション・アソシエイト
 渡邊 エリ

著作権表示(C)2019 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。ムーディーズの刊行物は、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、事業体が契約における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又は経済的損害(インペアメント)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。ムーディーズの格付において言及された、契約における財務上の義務の種類に関する情報については、ムーディーズの刊行物である「格付記号と定義」をご参照ください。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利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。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。

信用格付及びムーディーズの刊行物は、規制目的で定義される指標(ベンチマーク)としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標(ベンチマーク)と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

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)を確認するため、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ど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、信用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。

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. が行う格付意見・サービスに対して、格付の付与に先立ち、1,000 ドルから約 270 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.moody.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。

オーストラリア専用の追加条項: 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。

日本専用の追加条項: ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下、「MJJK」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、「MSF」といいます。))は、MJJK の完全子会社である信用格付会社です。MSF 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、MSF 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、MSF の信用格付の対象となる債務は、米国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。MJJK 及び MSF 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。

MJJK 又は MSF(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、MJJK 又は MSF(のうち該当する方)が行う格付意見・サービスに対して、格付の付与に先立ち、12 万 5,000 円から約 2 億 5,000 万円の手数料を MJJK 又は MSF(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。

MJJK 及び MSF 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。