

ムーディーズ SF ジャパン株式会社 格付記号と定義

目次

信用格付サービス	3
ムーディーズのグローバル・スケール格付	3
グローバル・スケール長期格付とグローバル・スケール短期格付の関連性	5
長期/短期格付(グローバル・スケール)の対象債務ならびに発行体	6
その他のサービス	7
クレジット・エスティメート	7
インディカティブ・レーティング・サービス	7
レーティング・アセスメント・サービス	7
その他の格付記号	8
予備格付 - (P)	8
格付の取下げ - WR	8
格付なし - NR	8
未格付 - NAV	8
Terminated Without Rating - TWR	8
その他の定義	9
格付の見直し	9
格付の見直し	9
格付の据え置き	9
格付の確認	9
予定される (Anticipated / Subsequent) 格付のプロセス	10
RACs	10
デフォルトの定義	11
経済的損害 (インペアメント) の定義	12
デフォルト時損失 (LGD) の定義	13
デフォルトもしくはインペアメント状態の証券に対する長期信用格付	13

October 2014

信用格付手法.....	14
主要な格付上の想定 (Key Rating Assumptions = KRA)	15
スペシャル・コメント	16
外貨建て債務のカントリー・シーリング	16
自国通貨建て債務のカントリー・シーリング	16

信用格付サービス

ムーディーズのグローバル・スケール格付

ムーディーズのグローバル・スケールで付与された長期ならびに短期の格付は、事業会社、金融機関、資産証券化商品の発行体、プロジェクト・ファイナンスの発行体及び公共セクターの事業体が発行した債務の、相対的な信用リスクに関する今後を展望した意見である。長期格付は、発行体、もしくは当初の満期が1年以上の債務に付与され、約定通りに支払が履行されない可能性と、デフォルト発生時に被ることが予想される金銭損失の双方を反映する¹。短期格付は、当初の満期が13ヶ月を超えない債務に付与され、約定通りに支払が履行されない可能性を反映する²。

ムーディーズは、グローバル・スケールで資産証券化商品に付与する格付については、その全てのストラクチャード・ファイナンス格付に(sf)を付加することによって、ファンダメンタルの格付(事業会社、金融機関及び公共セクターの事業体に対する格付)と区別する³。(sf)のインディケーターは2010年8月より導入され、スペシャル・コメント「ムーディーズの証券化商品の格付スケール」に説明が掲載されている。資産証券化商品の格付に(sf)を付加したことにより、同水準の記号を用いる資産証券化商品とファンダメンタルの格付が、同様に推移するという想定は払拭される。資産証券化商品の(sf)のインディケーターは、インディケーターの有無を別にすれば同水準となる格付を付与されている資産証券化商品ならびにファンダメンタルの証券のリスク特性は異なることを示唆している。しかしながらムーディーズは、現行の格付手法を通じて、資産証券化商品の格付もファンダメンタルの格付も、長期の尺度で見れば概して同等のパフォーマンスを達成することを期待している。

¹ 一部の資産証券化商品、優先株式ならびにハイブリッド証券において、支払不履行事由が定義されていないか、もしくは投資家が期待するタイムリーな支払と合致しない場合においては、格付は後述する経済的損害(インペアメント)が生じる可能性及びインペアメント発生時に予想される金融損失を反映するものとなる。

² 一部の資産証券化商品、優先株式ならびにハイブリッド証券において、支払不履行事由が定義されていないか、もしくは投資家が期待するタイムリーな支払と合致しない場合においては、格付は後述する経済的損害(インペアメント)が生じる可能性を反映するものとなる。

³ ただし、データベース上(sf)インディケーターは追加されるが、日本の資産証券化商品には該当しない場合には、その旨明示する(フル・サポート ABCP 等)。

グローバル・スケール長期格付

Aaa	信用力が最も高いと判断され、信用リスクが最低水準にある債務に対する格付。
Aa	信用力が高いと判断され、信用リスクが極めて低い債務に対する格付。
A	中級の上位と判断され、信用リスクが低い債務に対する格付。
Baa	中級と判断され、信用リスクが中程度であるがゆえ、一定の投機的な要素を含みうる債務に対する格付。
Ba	投機的と判断され、相当の信用リスクがある債務に対する格付。
B	投機的とみなされ、信用リスクが高いと判断される債務に対する格付。
Caa	投機的で安全性が低いとみなされ、信用リスクが極めて高い債務に対する格付。
Ca	非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利の回収が見込める債務に対する格付。
C	最も格付が低く、通常、デフォルトに陥っており、元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付。

注：ムーディーズは Aa から Caa までの格付に、1、2、3 という数字付加記号を加えている。1 は、債務が文字格付のカテゴリーで上位に位置することを示し、2 は中位、3 は下位にあることを示す。また、"(hyb)" のインディケーターは、銀行、保険会社、ファイナンス・カンパニー、証券会社が発行したハイブリッド証券の全ての格付に付与される*。

注：デフォルト状態にある債務に付与される長期格付についての詳細は、本稿の「その他の定義」中の「デフォルトもしくはインペアメント状態の証券の長期信用格付」の定義を参照のこと。

*ハイブリッド証券には、予定された配当、利息、または元本の支払停止を容認する条項が付帯されている。したがって、そのような支払停止が発生した場合、経済的損害(インペアメント)が発生する可能性がある。また、ハイブリッド証券は契約上、元本を減額することも可能であり、これによってインペアメントが発生する可能性もある。ハイブリッド証券に対する長期債務格付と付加記号は、このような証券に付随する相対的な信用リスクを示す指標である。

グローバル・スケール短期格付

P-1	短期債務の返済能力が極めて高い発行体(又は信用補完提供者)に対する格付。
P-2	短期債務の返済能力が高い発行体(又は信用補完提供者)に対する格付。
P-3	短期債務の返済能力が許容しうる程度である発行体(又は信用補完提供者)に対する格付。
NP	「プライム」のどの格付範疇にも属さない発行体(又は信用補完提供者)に対する格付。

グローバル・スケール長期格付とグローバル・スケール短期格付の関連性

以下の表は、それぞれの短期格付と整合する長期格付を示したものである。ただし長期格付が存在する場合に限られる⁴。

長期格付	短期格付
Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A1 A2 A3 Baa1 Baa2 Baa3	Prime-1 Prime-2 Prime-3
Ba1, Ba2, Ba3 B1, B2, B3 Caa1, Caa2, Caa3 Ca, C	Not Prime

⁴ ストラクチャード・ファイナンスの短期格付は通常、サポート提供者の短期格付、もしくはその金融債務の履行に利用可能なキャッシュ・フローの評価に基づく。

長期/短期格付(グローバル・スケール)の対象債務ならびに発行体

長期/短期債務格付

ムーディーズは、長期ならびに短期の金融債務に格付を付与する。長期格付は、発行体、もしくは当初の満期が1年以上の債務に付与され、約定通りに支払が履行されない可能性と、デフォルト発生時に被ると予想される金銭損失の双方を反映する。短期格付は、当初の満期が13ヶ月を超えない債務に付与され、約定通りに支払が履行される可能性を反映する。

カウンターパーティ格付

カウンターパーティ格付は、ストラクチャード・ファイナンスのオペレーティング会社に付与されるもので、その水準は、そうした会社が金融契約の下で負う債務を履行する意思と能力の評価に基づく。

カウンターパーティ・インストラメント格付

カウンターパーティ・インストラメント格付は、金融契約に付与されるもので、特別目的発行体(SPV)がその金融契約の下で負う債務を履行できなかったことによりカウンターパーティが被りうるリスクを測るものである。

クレジット・デフォルト・スワップ格付

クレジット・デフォルト・スワップ格付は、クレジット・プロテクションの提供者が、取引の条件に従って、クレジット・イベントに関わる債務に関するリスクを測るものである。この格付は、仮に早期解約があった場合に生じる損失や、取引に関連する市場リスクは対象としていない。

その他のサービス

クレジット・エスティメート

クレジット・エスティメートは、個別証券、金融関連契約、発行体、コーポレート・ファミリーまたはローンの大まかな信用力についての、一時点での非公表の意見である。クレジット・エスティメートは、ムーディーズの信用格付ではなく、また格付委員会によって付与されるものでもない。ムーディーズの信用格付に相当する分析を行ったならば、その結果は大幅に異なるものとなる可能性がある。また、クレジット・エスティメートはモニタリングされないが、随時、更新されることが多い。

クレジット・エスティメートは、取引に付与するムーディーズの伝統的な信用格付を決定しようとする際に、その取引の信用リスクの要素を評価するプロセスで広く用いられる。クレジット・エスティメートは、細分化された資産プール(単一の債務者に対するエクスポージャーがプール全体の 3%を超えない)、偏りのあるプール(単一のエクスポージャーがプール全体の 3%以上)、あるいは単一銘柄のエクスポージャーとの関連で提供される。

クレジット・エスティメートは一般に、(ときに限定的な)開示情報または発行体に関して、様々な第三者から提供された情報に基づく分析に基づいて付与され、通常は債務者の参加を伴わない。

クレジット・エスティメートは、ムーディーズの伝統的な、Aaa から C までの 21 段階のアルファベットと数字付加記号を用いた長期格付スケールは用いず、1 から 21 までの単純な数値スケールで表される。ただし、数字付加記号付きのアルファベットを用いたムーディーズの格付スケール、及び CDO の分析に用いられるムーディーズのレーティング・ファクターに概ね対応するようなレベルに決定される。

インディカティブ・レーティング・サービス

インディカティブ・レーティング・サービスとは、ある発行体に関する、もしくは将来において債券の発行を意図している発行体が提示するその債券に関して、考える信用格付についてのコンフィデンシャルで非公表、かつモニタリングの対象とならないその時点限りの意見である。インディカティブ・レーティング・サービスは、伝統的なムーディーズの信用格付と同等なものではなく、これを表象するものでもない。しかしながらインディカティブ・レーティング・サービスは、ムーディーズの伝統的な格付スケールを用いて表される。

レーティング・アセスメント・サービス

レーティング・アセスメント・サービスもしくは RAS は、格付対象事業体もしくはその他の申請者により書面によってムーディーズに伝えられた1つ以上の仮定上のシナリオ(下記に定義)に基づき考えられる信用格付についての、もしくは現在の信用格付にもたらしうる影響についての、コンフィデンシャルで非公表、かつモニタリングの対象とならないその時点限りの意見である。レーティング・アセスメント・サービスは、伝統的なムーディーズの信用格付と同等なものではなく、これを表象するものでもない。しかしながらインディカティブ・レーティング・サービスは、ムーディーズの伝統的な格付スケールを用いて表される。

シナリオ

シナリオとは、信用を変化させる取引、プロジェクト及び/又は債券発行として提案されるもので、発行体の現在の状況を大きく変化させるもの(吸収、処分、自社株買い、上場、新規株式公開や大規模な再編を含む)、もしくは想定する債券の全体額の大幅な変更等、そうした取引、プロジェクト及び/又は債券発行を大きく変更した想定をさす。

その他の格付記号

予備格付 - (P)

発行体からの依頼に応じて市場に提供するサービスとして、ムーディーズは予備格付を行うことがある。予備格付は、条件の達成が前提となるが、全ての書類が受領され、あるいは債務が発行された後に本格付となる可能性が高い場合に付与される。予備格付は、格付の前に(P)を付けて表示される。案件が、確立されたストラクチャーを用い、かつ案件のストラクチャーならびに条件が、格付に影響を与えるような形で販売前に変更されることはない予想される場合、本格付が直接付与されることもある。

格付の取下げ - WR

ムーディーズは、これまで格付を維持していた債務について格付をしないこととした場合、WR(Withdrawn Rating)という記号で表示する。ウェブ上の、「格付の取下げの方針」を参照のこと。

格付なし - NR

格付を付与していない発行体、債務、プログラムは NR という記号で表示する。

未格付 - NAV

ムーディーズがまだ格付を付与していない債務は NAV と表示される。

Terminated Without Rating - TWR

格付が付与される前に満期または償還期限が到来した債務は TWR と表示される。

その他の定義

格付の見直し

ムーディーズの格付の見直しは、格付の中期的な方向性に関する意見である。格付の見直しは「ポジティブ(POS)」、「ネガティブ(NEG)」、「安定的(STA)」、「検討中(DEV)」の4種類のいずれかで表される。見直しは、発行体レベルに付与されるものもあれば、格付毎に付与されるものもある。発行体に関しての見直しがある一方で、その発行体が見直しの異なる複数の格付を有している場合には、そのことを示すために(m)の記号が表示される。その際には、ムーディーズのリーサーチで見直しの相違とその理由を説明する。「格付見直し中」(RUR – Rating(s) Under Review)とは、発行体の格付が変更される可能性により見直しに入っており、それ以前の見直しが無効となったことを示す。「格付取下げ済」(RWR – Rating(s) Withdrawn)とは、見直しが適用されるような有効な格付がその発行体には無いことを示す。格付見直しは、格付対象事業体全てに付与されているわけではない。格付見直しが対象となるべき発行体に付与されていない場合は、「見直しなし(NOO – No Outlook)」と表示されることがある。

見直しが安定的ということは、中期的に格付が変更される可能性は低いことを示唆する。ネガティブ、ポジティブもしくは検討中という見直しは、中期的に格付が変更される可能性がより高いことを意味する。見直しを安定的、ネガティブ、ポジティブもしくは検討中とする格付委員会は、その発行体の信用プロフィールが現時点における格付水準に合致すると考えていることも示唆している。

新たな格付の見直しの付与から、それに続く格付アクションまでの時間は、発行体の信用プロフィールに重要な影響を与える、クレジットに関する新たな展開のペースによって、これまでのところ大きな差が生じている。平均となると、ポジティブもしくはネガティブな格付見直しを初めて付与してから、次のアクション(すなわち、アウトルックの変更、格付の見直し、もしくは格付の変更)までの期間は約1年となっているが、これよりもかなり短い期間あるいはかなり長い期間、格付見直しが継続していたこともある。これまでのところ、ネガティブ(ポジティブ)な格付見直しの付与に続く次の格付アクションは約半分が格下げもしくは格下げ方向での見直し(格上げもしくは格上げ方向での見直し)となっており、反対方向での格付けアクションが見られることはこれよりも少ない。また、安定的な格付見直しを初めて付与してから、約90%の格付がその後の1年間で格付変更の対象にはなっていない。

格付の見直し

見直しとは、格付が短期間内に変更される方向で検討されていることを示す。格付は「引き上げ方向で見直し(UPG)」か、「引き下げ方向で見直し(DNG)」となり、まれに「方向未定で見直し(UNC)」となることがある。見直しは、格付が引き上げ、引き下げ、または据え置きとなることで終了する。見直し中の格付は、「ウォッチリスト」もしくは「ウォッチ中」とも称される。

近いうちに格付変更が行われる可能性があるが、格付変更の必要性もしくは変更される場合の変更幅について判断するまでに追加の情報や分析が必要な場合には、格付は見直しの対象となる。格付の見直しの開始から終了までの期間は、格付を決定するにあたって関連する情報を取得し、かつ分析するのに必要な時間に応じて大きく異なる。ほとんどの格付見直しは45から180日の間に完了するが、より短い期間で完了する見直しもあり、またこれよりもかなり長い期間を要することも多々ある。格下げ(格上げ)方向で見直しとなっている格付は、これまで半分以上が格下げ(格上げ)を行うことで見直しを終了している。

格付の据え置き

格付の据え置きとは、これまでに発表されていた格付の見直しが、格付を変更することなく終了したことを公表する文書である。

格付の確認

格付の確認とは、発行体もしくは債務に付与されている信用格付のうち、現状見直しの対象とはなっていないものが、引き続き適切な水準にあることを公表する文書である。格付の確認は通常、公に認識しうる信用状況に関する何らかの展開が、既存の格付に直接影響はしないとのムーディーズの意見を伝達するために発行される。

予定される(Anticipated / Subsequent) 格付のプロセス

既存のプログラム、シリーズ、債務の種類 / クラス、もしくは主たる格付対象事業体の信用格付のみを根拠として信用格付を付与するプロセスを指す。これには、以下のものが含まれる。

- » 既に格付の対象となっているプログラム内での、もしくはプログラムの下での、新規発行、テイク・ダウンもしくはテイク・ダウン的な債券に(プログラムの信用格付に影響を与えることなく)信用格付を付与すること。(カバード・ボンドや“シェルフ”からの頻繁な発行を含む。)
- » 主たる格付対象事業体の信用格付をそのまま使用することによる信用格付(モノライン保証会社や、保証にリンクする格付を含む。)
- » これまでに格付された債券と同等の支払順位の証券への信用格付の付与において、既存の信用格付がその証券の発行を既に予定していた場合。(これには、同格付水準にある、同様にストラクチャリングされた債券やクレジット・ファシリティに代わる新規債券や修正 / 延長された信用ファシリティに付与された信用格付も含まれる。)
- » これまでに付与された予備格付(P)格付)に替わるものとして、同水準の格付を本格付として付与すること、もしくは予備格付を有するプログラムから発行される証券に本格付を付与すること。いずれの場合も、本格付を付与するまでの間に、信用格付に影響を与えるような形で、案件のストラクチャーや条件が変更されていることはない。

RACs

取引の当事者は、ある特定の行為、事象、取引のストラクチャーの変更または取引の契約文書の修正が、既存の格付の変更または取り下げにつながるものではないとの格付会社の意見を取得することを取引当事者に求める条項を、契約文書に加える場合がある。こうした記述をムーディーズでは“RAC”と呼んでおり、ムーディーズへの RAC の提供依頼を検討した後に発行するレターもしくはプレス・リリースその他の伝達手段の形をとる。RAC を発行するか否かの判断はムーディーズの専決事項であり、取引の契約文書において要求されているとしても、ムーディーズとしてはRACを提供しないことを選択しうる。ムーディーズがRACを発行することを選択した場合、RACは、そうした特定の行為、事象、ストラクチャーの変更や修正はそれ自体が、その時点では、当該債務に対するムーディーズの現在の格付の引き下げまたは取り下げにつながるものではないというムーディーズの意見を反映したものにすぎない。こうした RAC は、公表している本文書「格付記号と定義」で定義されている格付の「据え置き」でも「確認」でもなく、また RAC の対象事項についてのムーディーズの「承認」あるいは「同意」とも解釈されてはならない。

デフォルトの定義

ムーディーズのデフォルトの定義は、証券もしくは証券に類似する債務(スワップ契約等)のみに適用される。ムーディーズの定義では、次の4種類の事由がデフォルトを構成する。

- a) 関連契約が定めるところに従い、契約上義務となっている利払いまたは元本返済の不履行または遅延（支払の不履行が、契約上許される猶予期間中に解消された場合を除く）
- b) 破産法の適用申請、あるいは管財人による発行体または債務者の法的管理により、契約上義務となっている債務の支払に関して、今後不履行または遅延が起こると考えられる場合
- c) 救済目的の債務交換(ディストレストド・エクステンジ)、すなわち(a)債務者が、当初の債務よりも負担を軽減した新たな証券、リストラクチャリングされた証券、又は証券/現金もしくは資産からなる新たなパッケージを債権者に提供し、且つ、(b)債務交換が、債務者による将来の倒産もしくは支払不履行の回避につながる場合、あるいは
- d) 国が関連契約に定める支払条件を変更することにより、金銭債務負担が軽減される場合。(債務者自身、または債務者の主権国による)強制的な通貨デノミ、あるいはインデックス化や償還期限など、当初の約束のその他の点の強制的な変更などがある⁵。

ムーディーズのデフォルトの定義には、最大レバレッジ比率や最小債務カバレッジの違反などの、いわゆる「テクニカル・デフォルト」は含まれない。ただし債務者が違反を解消せず、その結果おこりうる期限の利益の喪失に対応できなかった場合には、その限りではない。資産証券化商品の場合、テクニカル・デフォルト(超過担保に関するテスト(O/C テスト)やその他発行体の取引契約書に規定されている一部のデフォルト事由)、あるいは金利の支払の繰り延べが、繰り延べに伴い発生する金利の支払の繰り延べと共に法的最終期限まで条件上認められている証券(元本化が可能な証券(PIKable)等)に関して、金利が一時的に支払わないことはデフォルトとはみなされない。また、長期債務に関わる支払が、まったくのテクニカルなもしくは事務的なエラーを理由に行われず、しかもそれが 1) 支払を行う能力または意思とは関係がなく、2) きわめて短期のうちに解消される(通常、1-2 日)のであれば、デフォルトには該当しない。さらに、事実及び状況を鑑みた限られたケースにおいては、金融契約に基づき、あるいは請求に対して支払が行われなかった場合でも、それが請求権の有効性に関する法的な論争によってもたらされたのであれば、デフォルトとはみなさないこともある。

⁵ さらに、一般的な課税とは異なり、政府債務の特定クラスのクーポンもしくは元本の支払いに対して政府が課税すること(遡及する場合も含む)は、デフォルトを意味する。政府証券に狙いを定めた課税は、たとえ政府のその行為が、支払の意思や能力がなくなったからではなく、公平性もしくはその他の観点に基づくものであったとしても、デフォルトとみなされる。

経済的損害(インペアメント)の定義

投資家が、もし債務者が財務的苦境になかったり、あるいは第三者により支払を行うことを妨げられることがなければ、受け取ったであろうという水準よりも低い額を受け取った、あるいは高い確度でそうなると思われる場合、たとえ関連契約において、そのような事由が起きた場合の当然の救済措置(破産を求める権利等)が定められていなかったとしても、その証券は経済的損害を被ったとみなされる。

ムーディーズのインペアメントの定義は、債券、優先株、ならびにその他のハイブリッド証券に適用される。証券が経済的損害を被ったとされるのは:

- a) 上記のデフォルトの定義に該当するすべての事由
- b) 契約上許される中、債券、優先株もしくはその他のハイブリッド証券に関して、予定配当、金利または元本の支払を行わないこと⁶、あるいは同様のストラクチャード・ファイナンス商品の金利の支払を行わないこと⁷
- c) CaもしくはCへの格下げ(将来相当の損失を被ると高い確度で予想されることを示唆する)
- d) 債券、優先株もしくはその他のハイブリッド商品が、財務的苦境を理由に減額あるいは「インペアメント・ディストレストド・エクスチェンジ⁸」の対象となった場合。すなわち、(1)投資家に約束した元本が、関連契約が定める条件に従い減額されること⁹、あるいは(2)債務者が、新たな証券、リストラクチャリングされた証券、又は証券/現金もしくは資産からなる新たなパッケージを債権者に提供し、かつそのような交換が、債務者が、上記b)にあるような(契約上は許される)支払を行わなくなることを回避することにつながる場合¹⁰。

証券が経済的損害を被っているとされる状況は、時間の経過に従い変化することもある。経済的損害を被っている状態が解消されること(当初は支払が繰り延べられた累積優先配当が、最終的には全額支払われた場合等)や、その後またインペアメント状態に戻ることもありうる。

なお、資産証券化商品に関しては、インペアメントを「劣化」と呼ぶこともある。

⁶ 例えば、債務者がトグル債についてPIKのオプションを行使した場合、その債務証券はインペアメント状態になったとみなされる。債券ではない証券のインペアメント事由の例としては、優先株式に関して配当が行われなかった場合(累積型・非累積型を問わず)、及びその他のハイブリッド証券におけるクーポンの未払い等がある。

⁷ ムーディーズによる過去のインペアメントに関するリサーチは、インペアメント状態が継続し、かつ治癒されないものに、焦点を当てていることが多い。証券化商品の資産クラスの中には、12ヶ月以内の治癒率が高いものもあり、こうしたクラスにおけるインペアメントの多くは、リサーチには含まれない可能性が高い。

⁸ インペアメント・ディストレストド・エクスチェンジは、デフォルトとみなされるディストレストド・エクスチェンジと類似しているが、デフォルト事由を回避するためではなく、インペアメント事由となることを回避するためであるという点で異なる。

⁹ 証券化商品において契約上許される元本の減額はインペアメントにあたるが、契約上要求される元本支払を行えなかった場合にはデフォルトとなる。一旦減額されてしまうと、完全に治癒されて元の額に戻ることはまずありえない。またほとんどの場合、元本の減額は金利の計算に用いる元本の残高が減ることになるため、投資家にとっては金利が即座にかつ恒久的に失われることにつながってしまう。

¹⁰ こうしたインペアメントの例としては、条件付の資本性証券の普通株への強制的な転換、あるいはその他の形態のハイブリッド証券の、債務者の財務的苦境を直接的なきっかけとした強制的な減額、などがある。

デフォルト時損失(LGD)の定義

ある証券のデフォルト時損失率は、デフォルト解消時に受け取る額を(一度に受け取ることもあれば、時間をあけて何回かにわたって受け取ることもある)、当該債務に関して最後の支払が行われた日までさかのぼり、クーポン・レートで割引いた額を、最終支払日における元本残高で割り、これを 100%から差し引いた率である。

ディストレストド・エクスチェンジを理由とするデフォルト、すなわち投資家が新たな又はリストラクチャリングされた証券を交換で受け取るという特殊なケースにおいては、LGD 率は、交換日に受け取った新しい証券の市場価値を、交換日における当初の証券の経過利息を額面に加えた額で割り、これを 100%から差し引いた率である。

デフォルトもしくはインペアメント状態の証券に対する長期信用格付

ある債務証券がインペアメントもしくはデフォルト状態にある場合、あるいはインペアメントもしくはデフォルト状態となる可能性が極めて高い場合、その金融商品に対するムーディーズの格付は、元本及び利息について期待できる回収、及びその期待に関わる不確実性を反映したものとなり、下表のように要約される¹¹⁾。期待できる回収率に関わる不確実性は一般に高いため、表に使われている回収率は概算に過ぎず、厳密なマッピングではなく、大まかな指標となることを意図している。

デフォルトもしくはインペアメント状態の証券の格付と大まかな期待回収率の関連性

期待回収率	ファンダメンタル	ストラクチャード・ファイナンス
99 - 100%*	B1*	B1 (sf)*
97 - 99%*	B2*	B2 (sf)*
95 - 97%*	B3*	B3 (sf)*
90 - 95%	Caa1	Caa1 (sf)
80 - 90%	Caa2	Caa2 (sf)
65 - 80%	Caa3	Caa3 (sf)
35 - 65%	Ca	Ca (sf)
35%未満	C	C (sf)

*B1、B2もしくはB3に格付された金融商品では、期待回収率に関する不確実性も低くなければならない。例えば、デフォルトした証券の回収率が90%を下回る確率が10%を上回る場合、B3よりも低い格付となるのが一般的である。

また、さまざまな異例な状況においては、この表を直接は適用できないことがある。例えば、デフォルト中の証券が、短期的には全額回収が見込まれるが、長期的には非常にリスクが高い状態が続く場合には、この表に示される水準よりもかなり低い格付となる可能性がある。また逆に、信用力は極めて高いながら、一時的にデフォルト事由が適用されるような場合には、B1よりもかなり高い格付となりうる¹²⁾。非常に稀なケースにおいて、資産証券化商品が極めて小さな額(額面の1%を大きく下回る水準)について、一度限りで再度起こることは予想されない元本減額がなされることがありうる¹³⁾。このような場合、この少額の損失を当該証券の期待損失を計算する上で考慮し、B1よりも高い格付とすることがある。

¹¹⁾ インペアメントのアプローチは、デフォルトのアプローチと整合している。ある金融商品がインペアメント状態にある、もしくはインペアメント状態となる可能性が極めて高い場合、その格付は、財務の逼迫がなければ元々期待できた価値と比較した場合の期待損失を反映したものとなる。

¹²⁾ また、オペレーション上、もしくはテクニカルな理由から支払が行われなかった場合には、ムーディーズではデフォルト事由として分類されないこともある。ムーディーズ・インバスターズ・サービスのスペシャル・コメント“Assessing the Rating Impact of Debt Payments That Are Missed for Operational or Technical Reasons (April 2013)”を参照のこと。また、状況によっては、資産証券化商品の発行体は、回収の一時的な遅れあるいはオペレーション上の問題を理由に、金利及びもしくは元本の支払を、当該猶予期間を超えて遅らせてしまうことがある。このような状況で、遅延した支払について金利が払われなかった場合には、これによる期待損失の増加を考慮した上で、B1よりも高い格付を付与することがある。

¹³⁾ 例えば、米国のRMBSのマスター・サービサーの一部は、新たなローン変更プログラムを実施し、それに伴って発生した事務管理コストを全案件に按分したため、一証券について数百ドルの損失が生じた。その他、一部の格付対象のシンセティック案件が、極めて少額のCDSプレミアムが支払われなかったために、極めて少額な損失を被ったことも例としてあげられる。

デフォルト状態にある証券で、回収率が95%超と期待できる証券には、前出の表で示したとおり、シングル B の格付が付与される可能性がある。しかしシングル B の格付が付与されるには、期待回収率に対する信頼度も高くなければならない。表の注にあるように、回収が90%を下回る確率が10%を上回る場合、B3 よりも低い格付となることが一般的である。

信用格付手法

信用格付手法とは、ムーディーズの格付委員会が信用格付を付与するにあたって使用する分析のフレームワークを説明するものである。これにはムーディーズが、当該セクターの信用リスクを決定する上で最重要と考える、主要な分析要因が述べられている。格付手法においては、ムーディーズの格付に反映されている要因が全て余すことなく取り上げられているわけではない。第三者がムーディーズの分析アプローチを理解するのに役立つよう、全ての手法は公表されている。

ファンダメンタル(事業会社、金融機関及び政府等)に関する手法は、通常(が、全てではない)スコアカードを組み込んでいる。スコアカードとは、格付を付与するにあたって一般に最も重要な要因を説明する参照ツールである。スコアカードは要約であり、格付の考慮事項を全て網羅したものではない。スコアカードにある各要因ならびに各サブ要因へのウェイトは、格付判断にあたっての重要度が通常であればどれ位であるかを表しているが、実際の各要因の重要性は発行体の状況及び発行体のビジネスを取り巻く環境によって大きく異なりうる。また、定量的な要因 / サブ要因の変数は、過去データを使うことが一般的だが、ムーディーズの格付分析は今後を見通した予想に基づいている。格付委員会は、現在のビジネス環境等を鑑み、特に重要と考える格付要因を自ら判断し、どのように重点を置くべきかを決定する。その結果、付与された格付はスコアカードが示唆するレンジもしくは水準から乖離することもあるが、スコアカードが示唆する格付から1-2 ノッチの範囲内におさまるのが通常である。

ストラクチャード・ファイナンスのクレジットに関する手法は、1 つ以上の格付モデルについて述べているものが多い。ストラクチャード・ファイナンスの格付モデルとは、担保資産の損失分布を予想するにあって、特定の格付要因がどのように考慮されているのか、あるいは担保資産からのキャッシュフロー債務の構成、及び信用補完がどのように組み合わせられるかによって、異なるクラスの証券の信用リスクにどのように影響するかを説明するための参照ツールである。手法には、セクター全体の全ての案件に適用すべきモデル上の主要なパラメータとして使う固定値が含まれていることもあるが、個々の格付委員会はモデルへのインプット値を決定するにあたり判断を行うものとされており、格付委員会の検討の結果、モデルが示唆したアウトプットからはずれることもある。

ほとんどの手法は特定の業種、セクターもしくはクラスの発行体や案件に関するものであるが、一部の少数の手法(クロス・セクター格付手法と呼ばれ、多くはこれまで「格付ガイダンス」として発行されていた)は複数のセクター(時にすべての)に関わるものである。例として以下のものがあげられる。

- » 全ファンダメンタル・グループにおける短期格付の付与
- » ストラクチャード・ファイナンス案件の分析にあつてのクレジット・エスティメートの使用
- » ソブリン格付と他のファンダメンタル・グループにおける関連格付との間のリンク性
- » 事業会社の異なるクラスの債券に格付を付与する際のノッチング・ガイドライン
- » 国内の格付のキャップとなるカントリー・シーリングの決定方法

こうした手法は通常は広範囲に影響する意見であり、そのアウトプットは特定の格付の付与というよりも、格付のレンジやキャップに関しての、格付委員会にとっての一般的なガイダンスとなりうるものであり、スコアカードに要約される詳細なリスク要因よりも、大きな原則や関連性を、セクター毎の手法に比べてより大きな度合いで指し示すものである。しかしその他の面では、クロス・セクター格付手法はセクター毎の格付手法と何ら変わることなく、どんな状況においても厳格に適用しなければならないルール集ではなく、整合性を図るための分析上のフレームワークを提供するものである。

手法は、特にストラクチャード・ファイナンスにおいては「主要」と「補助的」格付手法から構成される。補助的格付手法の中には、より広い範囲をカバーする「主要」格付手法の一部要因を、特定のセクターや地域に適用するにあつての詳細なガイダンスを提供するもので、その特定の地域やセクターに格付を付与する際に用いるモデルの主要なパラメータに関するものも含まれる。補助的格付手法は、関連する主要格付手法と共に読む必要がある。

主要な格付上の想定 (Key Rating Assumptions = KRA)

格付手法には、個別に特定できる主要な格付上の想定(KRA)が含まれていることがある(が、KRAが必要ということではない。) KRAは信用格付手法で説明されている固定値のインプット(値がレンジで表されていることもある)で、広範なクラスの格付にとって共通の、あるいは複数の信用格付手法にとって共通の、数学的もしくは相関に関する想定等であり、各クラスの全ての格付の付与にあつて格付委員会の判断に示唆を与えるものである。KRAは手法的なもののみならず、関連する格付手法と同様のガバナンス手順に従わなければならない、KRAの変更もムーディーズの関連するポリシー委員会の承認が必要となる。

KRAはその性格上、分析過程におけるインプットとしては比較的不変なもので、現実には不確実性が高いかもしれない事項についてある程度の安定性、一貫性ならびに透明性をもたせることを目的としているため、変更はよほどの合理的な理由がない限り行われたいことが意図されている。長期的な構造上の変化や、リスク要因間の長期にわたる関係についてより多くのことが知られるに従って、変更されることはあるかもしれないが、経済もしくは金融市場の状況の短期的な変動によって変わることはほぼありえない。

これとは対照的に、特定のセクターもしくは地域内でのクレジットに関わるその時々状況が格付に与える影響に関して、格付委員会や同様のフォーラムが到達する信用判断は、そうした判断が多くの信用格付に影響を与えるとしても(例えば、カンントリー・シーリングの変更、システムック・サポート・インディケーターもしくはタイムリー・ペイメント・インディケーター等)、KRAではない。さらに格付委員会は、関連する地位やサブ・セクターのそのときの信用状況を反映するために、検討対象とする特定の案件や一連の案件の信用格付の付与にあつて、KRAの適用に関わる信用判断を行うこともある(例えば、特定の信用状況が持続する間は、より高い、あるいはより低い相関を想定して適用する、等)。こうした判断は、一貫して機械的に適用することを意図したものではなく、クレジットの状況がさらに変わったとしてもほとんど揺るぐことはないという形での適用を意図したものでもないため、KRAを変更したとはみなされない。ある時点において固有のものと定義できるマクロ経済や金融市場についての見通しは、KRAではない。

ストラクチャード・ファイナンスの信用格付手法において、KRAは一般に手法全般の構築の裏づけとなる想定であり、関連するセクターの標準的な案件全ての分析に影響を与える、パラメータとして使われる値を意味する。例としては、

- » セクター間の相関の想定
- » 特定のセクターのロス率についての想定
- » 担保のパフォーマンスを表すものとして使用される、理想化されたデフォルト率

などである。

ストラクチャード・ファイナンス案件の格付へのインプットのうち、格付委員会が到達した信用に関わる判断の結果としてのものや、同様のフォーラムでの分析上の検討を反映したもので、KRAではないものの例としては、以下のものがある。

- » 信用リスク上考慮するもの(信用格付やその他の信用評価に反映される)のうち、保証提供者その他補完提供者、サービサー、信託銀行、スワップ提供者等、第三者に関わるもの。
- » 債券や預金のシーリング等、発行体の経営環境という面で考慮し、反映する信用リスク。
- » 経済環境の変化によってもたらされる、担保思案のリスクに関する予想の変更
- » タイムリー・ペイメント・インディケーター(Timely Payment Indicator = “TPI”)により表象される、銀行の法的ならびに経営環境によって、カバード・ボンドの格付が銀行自身の格付を超過担保によって上回れる限度。

ファンダメンタルの信用格付手法においては、その性格 KRA はあまり存在せず(ファンダメンタルの信用分析は計量的な傾向が相対的に弱いことをある種反映している)、存在するとしても当該信用格付手法に組み込まれていることが多い。全体の分析構造にあまりに深く組み入れられているため、信用格付手法そのものから区別して識別することは通常は意味がなく、また誤解を招くことにもなりかねない。すなわち、KRAの変更はほとんどの場合、信用格付手法そのものの変更を伴うことになる。ファンダメンタルの信用格付手法から識別できない、深く組み入れられた KRA としては、以下のものがある。

- » レバレッジや、流動性へのアクセスが、信用リスクの強いドライバーで、信用格付手法に含めるのに適当な要因であるとの想定。
- » 銀行とソブリンの信用力は、非常に強い相互依存関係にあるとの想定(これに基づきムーディーズは、格付の低いソブ

リンによるサポートによって高い格付の銀行がノッチ・アップすることは通常はないと考える。)

- » 債務はクラスが異なれば、より高いあるいはより低い格付となると考えるに十分なほど、法的な請求順位は異なるクラスの債務の平均回収率に影響を与えたとの想定。
- » ソブリンの信用リスクは、国内の他の発行体と強く関連しているとの想定。

ファンダメンタルの信用格付手法において、関連する信用格付手法から区別される KRA(だが、おそらく手法の中に記述されている)と考えられる例としては、以下のものがある。

- » 異なるセクターにおける損失の度合いについての想定。
- » ソブリンが、銀行システムをサポートする能力を測るものとして使われる、理想化された損失率。

格付委員会が到達したクレジットに関する判断や、同様のフォーラムにおいて分析過程で検討された事項で、ファンダメンタルの格付プロセスへインプットされるもののうち、KRA に含まれないものとしては以下のものがある。

- » 保証提供者やその他の補完提供者は関係者などによりもたらされる、(信用格付やその他のクレジット評価に反映されている)信用リスク上の考慮事項
- » 債券や預金のシーリング等に羽イされている、発行体の経営環境によってもたらされる信用リスク。
- » システミック・サポート・インディケーターにより表される、銀行等にサポートを提供するソブリンの能力。

こうしたインプットが、裏付けとなる想定として KRA とのみなされる要因を組み入れていることはありうる。

スペシャル・コメント

ムーディーズは、特定の業種、セクター、商品、地域もしくは発行体に関するスペシャル・コメントを時宜に応じて発行する。スペシャル・コメントは内容としても意図としても手法的ではなく、格付手法に記載されている分析アプローチを変更するものではない。スペシャルコメントは(i) 個別発行体についての懸念事項や変化に対するムーディーズの見方を述べること、(ii) 業界における需要動向の変化や、新たな法制あるいは規制上の変更等、マクロ経済やセクターの傾向を説明し、格付の方向性にどのような影響をもたらすかについて意見を述べること、及び(iii) ムーディーズが特定のもしくはより広範な傾向のインパクトをどのように評価するかについて説明すること等、ムーディーズのアナリストがどのように作業をすすめているかということを投資家が理解する手助けとして、特定の格付分析プロセスについて説明すること、を通常は意図している。

外貨建て債務のカントリー・シーリング

ムーディーズは、格付対象債務が所在する全ての国(あるいは通貨圏)に、外貨建て債務の長期及び短期のカントリー・シーリングを付与している。カントリー・シーリングは通常、その国または通貨圏の通貨規制を受ける事業体が発行する外貨建て証券に付与される最高の格付水準を示す。ただし、政府介入リスクがシーリングに示されるより低いと判断される固有の特性をもつ外貨建て証券については、カントリー・シーリングを超える格付が認められることがある。そうした特性は、発行体固有のものか、外貨危機に見舞われた場合に政府がとるとみられる政策に関するムーディーズの見方に関連するものである。外貨建て債務のカントリー・シーリングは、長期及び短期の、ムーディーズのグローバル・スケールの記号で表される。

自国通貨建て債務のカントリー・シーリング

ムーディーズは、債務および発行体の自国通貨建て債務格付を付与する際の目安として、全ての国(および通貨圏)に自国通貨建て債務のカントリー・シーリングを付与している。自国通貨建て債務の格付は自国通貨建て債務の信用力を評価したものであるため、外貨建て債務と異なり、移転リスクは考慮されない。自国通貨建て債務のカントリー・シーリングは国際比較が可能である。

カントリー・シーリングは、当該国の居住者である債務者、または当該国で組成されたストラクチャード・ファイナンス取引に対して自国通貨建て債務格付を付与するに当たり、考慮しなければならない全般的な国レベルのリスク(外貨移転リスクを除く)を示すものである。カントリー・シーリングは一般に、その国で最も財務内容が良好な債務に付与される格付の水準を示すもので、国(または圏)外の支援メカニズムにより支えられる債務については、カントリー・シーリングより高い格付が付与されることもある。自国通貨建て債務のカントリー・シーリングは、長期債務と同じ記号で表される。

