

2011年3月2日

一般格付け規準： 信用格付けの原則

日本における問い合わせ先：
山岡隆正、東京 電話 03-4550-8719
大洞聖子、東京 電話 03-4550-8704

* 本レポートは2011年2月16日付英文レポート「General Criteria: Principles Of Credit Ratings」を翻訳したものです。ただし、格付け規準レポートの和訳版では、付随的な情報で現行格付け規準の理解に直接影響しない事項の一部(日本国外での問い合わせ先や当初公表後の沿革など)は、原則として訳出を省略しています。それらについては英語版でご覧になれます。本和訳版は2020年8月12日に再公表したものです。

「S&P グローバル・レーティング (S&P Global Ratings)」が発行した本レポートに記載されている格付け規準は、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社において採用されております。また、本格付け規準は、S&P グローバル SF ジャパン株式会社においても採用されております。

The criteria in this report issued by "S&P Global Ratings" is adopted by S&P Global Ratings Japan Inc. This criteria is also adopted by S&P Global SF Japan Inc.

1. S&P グローバル・レーティング (以下「S&P」) は、原則に基づいて世界中で格付けの付与とモニタリングを行っている。広範に適用しているこの原則は、事業法人、金融法人、公的部門、および証券化案件 (仕組みとアセットクラスにかかわらず) のすべての種類の格付けに一般的に適用される。ただし、一定の種類が発行体、個別債務、アセットクラス、市場、地域については、個別の手法や想定を用いて原則を補完する。
2. S&P は、適切な場合には、その格付け定義に記載している定義の概念と格付けの性質を適用して格付けを決定することもある。例えば格付け「D」の S&P の定義は、格付け「D」を付与する際の根拠となっている。本格付け規準は、「S&P Global Ratings Definitions.」(和訳版:「S&P の格付け定義等」) と併せて読まれることが望ましい。
3. S&P は発行体と個別債務の両方に信用格付けを付与しており、セクター間において、また時系列的にも格付けの比較可能性を維持するよう努めている。すなわち、各格付け符号が、異なるセクターや異なる時点の発行体や個別債務についても、全般的に同水準の信用力を示すよう意図している。比較可能性を高めるには、格付けを決定する規準を調整する必要がある。S&P は、セクターごとのデフォルトの動向を長期にわたり計測したり、リスク分析に共通のアプローチを採用したり、格付け水準に応じて共通のマクロ経済シナリオを使用するなど、さまざまな方法で格付け規準を調整している。「AAA」の格付けに対応するストレスシナリオは、例えば 1930 年代の大恐慌のように、マクロ経済が「極めて強い」ストレスにさらされるシナリオとしている。格付けが低くなるほど、それに対応するストレスシナリオは弱いものとしている。格付け対象が、付与された格付けカテゴリーに対応する水準のマクロ経済的ストレスに、デフォルトに陥ることなく耐えられることを意図している (ただし、経済ストレスが増大した場合には、それらの格付けを大幅に引き下げることがある)。

本格付け規準の適用範囲

4. 本格付け規準は、S&P が付与するすべての発行体格付けと個別債務格付けに適用する。

格付け規準の概要

5. ストラクチャード・ファイナンスの格付け分析の枠組みは、以下の5つの主要分野に分かれる。
 - 証券化対象資産の信用力
 - 法的リスクと規制リスク
 - 支払いの仕組みとキャッシュフローのメカニズム
 - オペレーショナルリスクと事務リスク
 - カウンターパーティリスク
6. 事業法人、金融法人、公的部門の格付け分析の枠組みは、以下の3つの主要分野に分かれる。
 - 外部支援を考慮する前の信用力
 - 外部支援
 - 個別債務の分析
7. 本段落は削除された。

ストラクチャード・ファイナンスの格付けと格付け規準の基本原則

証券化対象資産の信用力

8. ほとんどの証券化案件において、証券化対象アセットの信用力の分析における最初の主要なステップは、「AAA」の格付けを維持するために必要と S&P が考える信用補完の額を決定することである。この信用補完額を決めることは、極めて強いストレスの下で、当該アセットから生じる損失額を見積もることに相当する。損失の見積もりにおいては、対象となるアセットクラスの過去のパフォーマンスに関する調査資料を参照したり、そのような調査資料がない場合には、S&P が適切とみなす限りにおいて、同様の調査資料が存在するアセットクラスを比較やベンチマークの対象とすることによって評価することもある。
9. 一部のアセットクラスでは、損失額の見積もりが複数のプロセスにわたることがある。ストレスが極めて強い状況下でのアセットのデフォルトの発生頻度とデフォルト時の損失の大きさを分けて見積もり、その後、これら部分を組み合わせて全体としての損失額を見積もることもある。同様に、一部のアセットクラスについては、過去のパフォーマンスの調査資料に基づき、損失額の見積もりを一般化することもある。例えば、ストレスが極めて強い状況下での損失を、予想される損失額に対して、アセットクラスによって異なりうる一定の倍数を乗じることによって見積もることもある。

10. また一部のアセットクラスでは、典型的なアセットプールを定義し、それを実際の案件を裏付けるアセットプールの、ストレスが極めて強い状況下での損失額を測定するためのベンチマークとして用いる。カントリーリスクや外貨の送金・交換が規制されるリスク（「T&C リスク」）などの要因の評価に基づき、最上位の格付けが付与される証券の格付け水準が「AAA」を下回るケースもあるが、その場合、分析方法はその格付け水準に従って調整される。
11. 証券化案件の多くで、予想される損失額的水準を見積もることは、証券化対象アセットの信用力分析において重要なステップである。予想損失額的水準は一般に、「B」の格付け水準の信用補完額に相当する。予想損失額の見積もりにおいては、通常、同種のアセットの近時のパフォーマンスを参考とする。足元のトレンドや市場慣行の変化に対する S&P の評価に基づき見積り額に調整がなされる場合もある。
12. 補間は、特定のアセットクラスの案件で、「AAA」と「B」間の格付け水準に対応する信用補完額を S&P が分析する際に用いる手法の 1 つである。その他のアセットクラスについては、数学的シミュレーション・モデルのなかで、カバレッジの倍数やシミュレーションによるデフォルト率などの個別のベンチマークを設定する。
13. アセットプールの信用力に関する S&P の見解は、時間の経過とともに変化する可能性がある。プールのパフォーマンスは予想値から乖離することがあり、その乖離によって、以前は明らかではなかった信用力の強さや弱さが露呈する場合がある。S&P ではサーベイランスのプロセスを通じて、観察されたパフォーマンスに関する一定の情報と、S&P が関連があるとみなす他の要因に基づいて、アセットプールの信用力を再評価する。

法的リスクと規制リスク

14. 法的リスクと規制のリスクに関する S&P の評価においては、主に、証券化の仕組みによって証券化対象資産が、案件参加者の倒産リスクから隔離される度合いに注目する。分析では通常、証券化前に原資産をオリジネートし、保有していた事業体に焦点を当てるが、その他の事業体の信用力も重要となることがある。原資産のオリジネーター／セラーから特別目的事業体（SPE）への真正売買は、証券化において原資産を隔離しようとするアレンジャーが広く使用する手法の 1 つである。法律上は、真正売買が行われれば、その資産はセラーの破産財団には含まれなくなると理解されるのが一般的である。真正売買以外にも、同様の結果を得られるような法的メカニズムがあるかもしれない。SPE とは、証券化案件において、一般に SPE が発行する証券に代表される支払い債務を裏付ける資産を保管するために、典型的に使用される事業体である。S&P は、個別の案件に関して、当てはまっていると考える個々の事実や状況の評価に基づいて、SPE の倒産隔離性に関する意見を決定する。とりわけ、倒産の際に裁判所や同様の機能を持つ機関が、SPE を独立した法律上の組織と認めるかどうかを分析にあたって考慮する。加えて、SPE 自体が倒産する可能性を最小化するために備えられた仕組みの有無も分析する。

支払いの仕組みとキャッシュフローのメカニズム

15. ストラクチャード・ファイナンスの格付け分析には、通常、支払いの仕組みとキャッシュフローのメカニズムの分析が含まれる。これらの分析では、証券の契約書や発行書類の評

価と、定量モデルを使ったキャッシュフローのテストの両方を行うことがある。どちらも、証券化対象資産からのキャッシュフローが、該当する格付け水準において、証券化で発行した証券の利息の期日どおりの支払いと元本の最終的な支払いに十分かどうか（利用可能な信用補完考慮後、債権回収・信託手数料などの案件手数料引き当て後）を評価することが目的である。分析においては、支払いの仕組みとキャッシュフローのメカニズムに関する多様な仕組みを対象とすることがある。仕組みには、証券化案件に固有の基本的な支払い優先順位（トランシェの劣後階層など）や、パフォーマンスに基づくコベナント（いわゆる「トリガー」）で、抵触した場合に支払いの優先順位を大きく変えるスイッチとして機能するものなどもある。最後に、保険契約、保証、銀行の与信枠や流動性ファシリティ、デリバティブなど、第三者からのサポートを伴う証券の分析では、そうした債務の支払いメカニズムに焦点を当てる。

オペレーショナルリスクと事務リスク

16. ストラクチャード・ファイナンスの格付け分析のもう1つの分野がオペレーショナルリスクと事務リスクの分析である。この分析では、案件の主要当事者に注目し、証券化案件をその案件期間にわたって運営する能力があるかを判断する。案件の主要当事者には、サービサー、マネージャー、債務担保証券（CDO）のアセットマネージャー、受託者、支払い代理人、その他当事者が含まれる。本レポートでは、これらを「サービサー」と総称する。
17. 証券化の多くのアセットクラスでは、分析において、サービサーまたはマネージャーの業務遂行能力を評価する。業務には、期日通りの支払いの受領、支払いが遅延している資産に対する継続的な回収努力、担保権の行使や担保資産の売却、出入金の記録、タイムリーかつ正確な投資家向けレポートの作成などが挙げられる。収入を生む資産（商業用不動産など）に関わる案件では、S&Pが必要とみなせば、資産管理に関連した特定の追加的リスクを評価することがある。積極的に運用されているポートフォリオでは、アセットマネージャーの能力と過去の実績も考慮する。
18. オペレーショナルリスクと事務リスクの分析では、通常、案件の期間中にサービサーがその業務を遂行する意思または能力を失う可能性を考慮する。その場合、分析では、代理あるいは後任のサービサーを採用する可能性と、バックアップ・サービサーをあらかじめ指定する仕組みの両方を考慮する。その分析では、通常、サービサー手数料は代替のサービサーを採用するのに十分な水準か、支払いの優先順位の中でサービサー手数料がどう位置づけられているか、代替となるサービサーが存在するかを考慮する。

カウンターパーティリスク

19. 5つめの分析対象分野は、カウンターパーティリスクである。この分析では、資産（現金を含む）を保有したり、証券化商品の信用力に影響しうる金銭支払いを行う第三者の債務に注目する。カウンターパーティリスクの例としては、主要な勘定が開設された会社に対するエクスポージャー、金利スワップや通貨スワップなどのデリバティブ契約の提供者に対するエクスポージャーがある。カウンターパーティリスクの分析では、案件の各カウンターパーティとの関係に関して、依存度合いの種類と、カウンターパーティの格付けの両方を考慮する。

事業法人、金融法人、公的部門の格付けと格付け規準の基本原則

外部支援を考慮する前の信用力

20. 事業法人、金融法人、公的部門の信用力分析において最も重要なのは、支払い義務を履行するために利用できる資金源を、その義務の規模とタイミングとの兼ね合いで評価することである。金融債務を履行するための債務者の資金源を評価することは、主としてフォワード・ルッキングな作業である。その評価の際には、将来の収益とキャッシュフローの予測を行うことがある。経済情勢、規制環境、経済の見通しや予測を考慮に入れることもある。事業体では主に継続的な事業や投資が将来の収益・キャッシュフローの源泉となる。政府では主に税金がその源泉となる。場合によっては、流動資産や、ソブリンの場合には通貨を製造する能力といったその他の源泉が関係することもある。
21. 資金源の評価にあたっては、将来の収益・キャッシュフローの予想水準と、その潜在的な変動性の両方を考慮する。すべての種類の債務者について、定性的、定量的双方の要因を評価に織り込む。
22. 定量分析では主に財務の分析に焦点を当て、債務者の会計原則と会計慣行に対する評価を加味することがある。
23. 事業体にとって重要な財務指標には、通常、収益性、レバレッジ、キャッシュフロー、流動性、財務の柔軟性に関する指標が含まれる。金融機関と保険会社については、その他に重要な指標として、資産の質、損失引当金・責任準備金、資産・負債管理、自己資本の適切性があげられる。証券化、デリバティブのエクスポージャー、リース、年金債務などのオフバランスの項目も、定量分析での評価対象の一部となることがある。格付けが「BB+」以下の企業では、キャッシュフローと流動性の分析の重要性が高い。
24. 政府については、評価対象となる定量的指標は事業体について評価するものとは異なり、通常、経済指標と財政パフォーマンスに加え、ソブリンに関連する追加項目が含まれる。経済の分析では通常、人口動態、富、成長の見通しが評価対象となる。財政パフォーマンスの分析には、通常、積立金や対外流動性、構造的な財政のパフォーマンスの評価が含まれる。ソブリンに関するその他の定量的項目としては財政政策の柔軟性、金融政策の柔軟性、対外投資状況、金融セクターへの支援の可能性に関連した偶発債務を重要と考慮して追加する場合がある。
25. 事業体、政府、双方の定量分析において、時系列の傾向分析と、同業他社や他の政府との比較を行う場合がある。
26. 定性分析では、事業体については、カントリーリスク、産業の特徴、個々の事業体に固有の要因を含むさまざまな要因に注目する。S&Pのカントリーリスクの分析は、物理的、法的、金融面でのインフラといった、特定の国における事業に幅広く該当する金融・経営環境を評価することが目的である。これまで、同評価により、カントリーリスクの高い国にある事業体の格付けが制約されたことがしばしばある。
27. 産業の特徴の分析では通常、成長見通し、変動性、技術の変化のほか、競争の程度と性質

を評価する。大雑把に言えば、産業リスクが低ければ低いほど、そのセクターの債務者の格付けは高くなりやすい。分析では、各債務者固有の要因も考慮する。これによって個々の債務者を同業他社と区別できると考える。例えば、債務者の製品・サービスの多様性や、特に金融機関の場合、リスクの集中などである。債務者固有のその他の要因としては、業務効率、全般的な競争力、戦略、ガバナンス、財務方針、リスク管理状況、リスク許容度が評価対象に含まれることがある。

28. 政府に関する定性的要因は、事業体のそれとはやや異なる。S&P は政府の定性分析では、政策決定と制度の有効性と予見可能性、手続きとデータの透明性、制度の説明責任などの政治リスクを評価する。加えて、ソブリンに関する政治リスクの評価には、戦争や革命、または信用力に影響を及ぼす他の安全保障関連の事象が発生する可能性の評価を含めることがある。政府の定性分析におけるその他の定性的検討事項には、歳入見通し、歳出管理、長期的投資計画、債務管理、不測の事態への対応計画が含まれることがある。最後に、政府については、債務者が金融債務を履行する資金源を有しているにもかかわらず、デフォルトに陥る可能性に注目する。

外部からの影響

29. S&P は事業法人、金融法人、公的部門の格付け分析において、債務者のスタンドアローンの信用力の評価に加え、債務者の信用力を向上（あるいは低下）させうる外部支援（あるいは外部からの介入）の可能性と、支援（介入）の見込み額を考慮する。債務者が格付けのより高い保証人の保証を受けるなど、その債務の債権者が契約において支援の恩恵を享受している場合、支援対象となる個別債務や発行体に保証人と同じ格付けを付与することがある。ただし、これが該当するのは、保証が厳格な条件を満たし、かつ被保証債務の期日通りの全額支払いが保証されている場合のみである。
30. 分析においては、正式な保証とは別に、関連する企業、政府、国際機関から他の支援を受ける可能性を考慮する。関連事業体の分析では、子会社や関係会社の戦略的重要性の度合いを考慮して、信用力のより高い親会社からの支援の可能性と規模を判断し、親会社がそのような支援を提供する能力を評価する。
31. 政府支援については、さまざまな形態の支援を考慮する。例えば、公益事業、輸送事業、あるいは金融事業を手がける政府系機関が受ける支援の可能性を考慮する。政府系機関の分析では、その機関の役割と、その機関と政府との関係を考慮する。S&P が国内の銀行システムにおいて重要と考える銀行に対する政府の特別支援の可能性についても、同様の分析を行う。ソブリンの場合、国際通貨基金（IMF）をはじめとする国際機関からの支援の可能性を考慮する。
32. 外部支援の可能性の評価には、通常、債務者が単にシステムや枠組みの一部を占めることで得ているメリットは織り込まない。S&P ではそのようなメリットを、産業の特徴の評価、あるいはスタンドアローン信用力の分析に織り込む。例えば、銀行のスタンドアローンの分析では、銀行が規制の枠組みの中で監督下に置かれることで受けると考えられるメリットや、中央銀行から低コストで資金を借り入れられることで享受すると思われるメリットを考慮に入れる。同様に、政府（学区など）の分析には、より高いレベルの政府（市や州

など) が提供する制度的支援の評価が含まれることがある。

33. 外部支援 (外部からの介入) が事業体や政府系機関の信用力に悪影響を及ぼす可能性もある。例えば、子会社より信用力の低い親会社が、信用力のより高い子会社からキャッシュフローや資産を配当などの形で吸い上げる場合などである。同様に、ソブリン政府が資金を吸い上げたり、企業の財務の柔軟性を制限するなどして介入する場合には、企業の信用力にとってソブリン政府がマイナス要因になりうる。

ノッチングと個別債務の分析

34. 個別債務の分析では、債務者の資本・負債構成における優先順位と、債務者がデフォルトに陥った際の担保の潜在的な効果と回収見込み額を考慮する。債務者の無担保優先債務より高く、または低くランク付けした債務には、ノッチングを適用し、その格付けを無担保優先債務格付けからノッチアップ、もしくはノッチダウンすることがある。例えば、劣後債務には通常、優先債務格付けより低い格付けを付与する。反対に、担保付債務には無担保債務より高い格付けを付与することがある。
35. ノッチングは、1 つの経済主体とみなされる組織を構成する事業子会社または持ち株会社が発行した、構造的に劣後する債務にも適用する。例えば、持ち株会社の債務には、その組織の資産を保有し、キャッシュフローを生む子会社の債務より、低い格付けを付与することがある。S&P はノッチングのアプローチを、支払い順位に優先劣後のある証券の信用力分析に拡大させている。例えば、優先株といわゆるハイブリッド資本証券には、支払いが停止される可能性を反映させて、優先債務より低い格付けを付与するのが一般的である。

変更とアップデート

(訳注：本項は訳出を省略している)

関連格付け規準と関連リサーチ

取って代わられた格付け規準

(訳注：本項は英語のまま転記している)

- Principles Of Corporate And Government Ratings, June 26, 2007
- Principles-Based Rating Methodology For Global Structured Finance Securities, May 29, 2007
- CDO Spotlight: Quantitative Modeling Approach To Rating Index CPDO Structures, March 22, 2007
- Corporate Securitizations: The Role Of Risk Capital In Aligning Stakeholder Interests, Sept. 18, 2003
- Structured Investment Vehicle Criteria, March 13, 2002

関連文書

- S&P Global Ratings Definitions, 随時更新

*本稿は格付けアクションを成すものではありません。

*本格付け規準 (criteria) は、信用リスクと格付け意見を決定する基本的原則 (fundamental principles) を個別ケースに適用する際に用いられるものである。格付け規準の適用は、発行体または個別債務に固有の事実、当該発行体または個別債務の信用リスクに対する S&P グローバル・レーティングの評価、ならびに該当する場合には、発行体や個別債務格付けのストラクチャーにかかるリスクによって決定される。手法 (methodology) と想定 (assumptions) は、市場や経済の状況、個別債務または発行体に固有の要因、信用力の判断に影響を及ぼしうる実績データを勘案した結果を受けて、適宜変更されることがある。

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ (信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む) 及びこれらのいかなる部分 (以下「本コンテンツ」) について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーまたはその関連会社 (以下、総称して「S&P」) による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人 (以下、総称して「S&P 関係者」) はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏 (過失であれその他の理由によるものであれ)、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられないことがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別な派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失 (損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません) に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付の承認に関する決定 (以下に述べる) は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部

門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.spcapitaliq.com で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfees に掲載しています。