

## 業種別格付方法「生命保険」「損害保険」、「金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品の格付方法」の見直しにつき意見募集

株式会社日本格付研究所（JCR）では、業種別格付方法「生命保険」「損害保険」、「金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品の格付方法」の見直しを検討していますので、以下のとおりその概要をお知らせするとともに、格付方法の案に対する意見を募集します。

### 1. 概要

JCR では、上記の格付方法 3 点を別紙に掲げるとおり見直すことを検討している。

保険会社各社は、26/3 期末から経済価値ベースのソルベンシー規制（新規制）に基づく ESR (Economic value-based Solvency Ratio) の計算・報告を開始する。新規制においては、適格資本の体系が再構築されている。JCR はこれまで、保険会社のハイブリッド証券を含む資本調達について、事業会社等における調達と同様の論点をベースに資本性を評価し、格付のノッチングを判断してきた。新規制を踏まえ、格付評価における規制上の資本の考え方を再整理し、その資本性や格付のノッチングについて見直した内容を格付方法に反映している。

### 2. 今後の予定

JCR では本件に関する意見募集を行う。意見は 2 月 20 日まで JCR ウェブサイトの「お問い合わせ」コーナーへのメールで受け付ける。その後 1、2 ヶ月程度をかけ格付方法として確定させる予定である。なお、既存の個別格付で見直しが必要となるものはない見通しである。

(担当) 杉浦 輝一・宮尾 知浩・阿知波 聖人・松澤 弘太

### ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

### ■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会が定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル

## 意見募集案

## 業種別格付方法

## 【生命保険】

本格付方法は、主に国内の生命保険会社、生命保険グループを対象としている。本格付方法は、生命共済を取り扱う共済事業者にも適用する。海外の生命保険会社などについては、所在国・地域の法律や会計制度、規制、金融行政のあり方などを踏まえ、分析指標に必要な調整を加えるなどした上で本格付方法を準用する。

## 1. 事業基盤

## (1) 産業の特性

## ① 市場規模・市場成長性

生命保険事業は、保険業法に基づいて、人の生存または死亡（いわゆる第一分野）、身体の傷害や疾病（いわゆる第三分野）にかかる保険商品を取り扱う。

生命保険市場の規模は大きく、緩やかに拡大している。生命保険は相互扶助の理念にもとづいており、生涯にわたって安心を提供するという社会的使命がある。国内の人口は減少傾向にあり、少子高齢化による人口構造の変化、核家族や単身世帯の増加といったライフスタイルの多様化などが一層進展していくと想定される。死亡保障に対するニーズは低下傾向にある一方、長生きリスクに対応した医療保険などの第三分野商品、老後資金の確保や老後生活支援を目的とした年金保険商品などにはニーズの拡大余地がある。生命保険市場に高い成長を期待することは難しいものの、市場規模が急速に縮小する可能性は低いとみている。

## ② 競争状況

生命保険事業は免許制となっており、比較的高い参入障壁がある。一方で、生命保険の世帯加入率は非常に高く、成熟した市場に伝統的な国内生命保険会社のほか、外資系や損保系など多くの会社が競合している。販売チャネルについては、伝統的な生命保険会社が抱える営業職員チャネルの存在感が依然として大きい。乗合代理店（保険ショップ）、金融機関窓販、ダイレクト（インターネット）チャネルなど多様化と専門会社化が進んでいる。生命保険は商品性に差別化の余地が小さいため、競争優位性を確保することは容易でない。いずれの販売チャネルにおいても一定の競合はあるものの、市場は大手生命保険会社が相応のシェアを確保していることに加え、ERM (Enterprise Risk Management) の定着を背景とするリスク・リターン意識の高まりによって過度な価格競争は起こりにくくなっているとみている。

### ③ 取引安定性

生命保険商品は特許の対象ではなく、顧客ニーズをとらえた商品を開発しても競合他社に追随されやすい。長期契約であることに加え、加入年齢が上がると保険料も上昇するのが一般的で解約控除もあるため、解約や乗り換えは生じにくい。営業職員が顧客を強力にグリップしていること、転換制度などによって保障内容の陳腐化に対応していることも取引安定性を支えている。一方、一部の貯蓄性商品については、金利上昇や為替変動など市場環境の変化によって有利な商品への乗り換えが起きやすいという特徴がある。

### ④ 保護・規制

生命保険会社は金融庁に監督されており、資産と負債を経済価値ベースで評価した上で、リスク量（所要資本）を計測し、それに対する資本（適格資本）の比によって健全性を評価するソルベンシー・マージン比率の算出が義務付けられている。経済価値ベースで算出されることもあり、ESR（Economic value-based Solvency Ratio）として表記される。ESR が 100% を下回った場合にはその水準に応じて段階的に早期是正措置が発動する。

また、生命保険会社は、保険業法および更生特例法に基づく破綻処理手続きが定められている。破綻した生命保険会社の保険契約は、救済会社による保険契約の移転、合併、株式取得などにより、破綻後も保険契約を継続できるが、責任準備金の削減が実施されることがある。この場合は原則、高予定利率契約を除き、破綻時点の責任準備金の 90% までは保険業法などに基づき、生命保険契約者保護機構によって補償されることになる。責任準備金の削減のほかに予定利率の引き下げなどの契約条件の変更が行われることがある。

他方、金融システムには、その安定性を維持し効率よく機能するため各種の措置（プルーデンス政策）が組み込まれている。保険会社および保険持株会社に対し期待される保護は、銀行などとの比較では弱い。

## (2) 市場地位・競争力

生命保険会社の市場地位や競争力は、中長期的にみた収益の安定性を確保する上で重要である。顧客基盤の厚みや特性、販売チャネルの多様性と営業力、商品戦略、経営戦略のユニークさ、ブランド力、デジタルの活用などによる顧客利便性の高さなどが市場地位や競争力を左右する。

顧客基盤については、顧客数（契約者数）や顧客層の特性、保有契約の規模や安定性などを評価する。安定した顧客基盤を構築するには、契約業績を安定的に確保していくことが重要となる。保有契約については規模の大小だけでなく、特定の企業グループに属するなど、独自の顧客基盤においてプレゼンスを発揮しているケースもあることなどを踏まえ、その安定性を評価する。

販売チャネルの営業力と商品の訴求力で、いかに新たな顧客を獲得できているかを評価する。販売チャネルについては、多様化する顧客ニーズを的確に捕捉できているかを確認する。営業職員チャネルでは、営業職員の年齢層や職制に加え、採用・育成の状況、営業の効率性などを踏まえて営業力を評価する。代理店チャネルでは生命保険会社と代理店との取引関係、結びつきの強さなどを定性的に評価する。商品戦略については、商品ラインナップの充実度に加え、顧客ニーズの変化に機動的かつ柔軟に対応でき

ているかがポイントとなる。他社との商品の差別化は容易ではなく、商品性（わかりやすさ）、マーケティングの工夫、プロモーションの巧拙なども関係してくる。

### (3) 経営戦略・ガバナンス

経営戦略とガバナンスは、事業基盤の方向性を左右する要素であり、財務基盤にも影響を及ぼす。経営戦略については、事業環境の変化を踏まえた経営戦略を策定し、遂行できているかを評価する。また、リスク・アペタイトの方向性や ERM カルチャーが社内のどこまで浸透しているかにも注目する。ガバナンスについては、組織の規模を踏まえつつ、取締役会などの企業統治体制、経営管理体制、リスクマネジメントやコンプライアンスといった内部統制などの状況を通じて牽制機能が十分に機能しているかなどを確認する。不祥事などが発生した場合は、レピュテーションの低下により事業基盤を毀損するリスクが顕在化するため、不祥事の発生を未然に防止する仕組みが構築されているか、また、発生した際には以降に同様の事象を起こさない態勢の構築が進むかどうかを確認する。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

収益力の評価にあたっては、経済価値ベースの指標に主眼を置いて評価する。特に経済価値ベースの企業価値を表すエンベディッド・バリュー（Embedded Value；EV）の構成要素である新契約価値の動向を確認する。併せて、基礎利益をはじめとする財務会計ベースの利益の動向も参照する。新契約価値や基礎利益の安定的な確保のためには、契約業績の動向を分析することが不可欠である。

経済価値ベースの指標では、新契約価値など「営業活動の成果に伴う EV の増加額」の積み上げ状況を重視するが、前提の置き方が各社で異なる点に留意する必要がある。第三分野商品は経済価値ベースでみた収益性が比較的高いため、商品の分散状況を踏まえて、新契約価値の積み上げに最適な商品ポートフォリオが構築されているかを確認する。新契約マージンの水準、金利や株価など市場変動に対する感応度の抑制もポイントとなる。併せて、主力商品を軸とした商品別の収益性についても分析する。

財務会計ベースの収益力は基礎利益の動向などから評価する。基礎利益のうち保険関係損益は、保険料収入と保険金・給付金の支払いや事業費などとのバランスに注目する。危険差損益については、伝統的な死亡保険は過去からのデータに基づいた利益の見通しが立ちやすい一方、医療や介護保険では医療技術の進歩、医療や介護にかかる制度変更などを背景に、実際の発生率がデータに基づく予定発生率と乖離する可能性などに留意する。なお、契約業績の落ち込みは新契約費などの費用負担の軽減につながり、短期的に基礎利益が上振れることがあるため、基礎利益の増減が端的に収益力の傾向を示しているとは捉えていない。

収益力の源泉となる契約業績の動向を評価する。特にフロー指標である新契約年換算保険料に注目する。新契約の獲得状況に併せて、保障性商品と貯蓄性商品の構成比、第三分野商品の構成比などを確認する。ストックベースの指標である保有契約年換算保険料については、相応の契約規模を維持できているかを確認する。なお、死亡保障の提供を重視する保険会社においては、指標として新契約高、保有契約高の推移を確認することが適当な場合もある。

#### （重視する指標）

- 新契約価値、新契約マージン
- EV
- 基礎利益（利差損益、危険差損益、費差損益）
- 年換算保険料（新契約、保有契約）

## (2) 資産の質（資産運用）

生命保険会社の資産運用においては、ALM がきわめて重要であり、保険負債の特性を踏まえた資産ポートフォリオを構築しているかを確認する。保険負債の特性と整合的でない資産運用が行われている場合には、長期の生命保険商品にかかる逆ざやが収益性を圧迫する可能性がある。資産運用にかかるリスク・リターンへの考え方は、各社の資産運用方針によって異なることから、保有する資産のうち大宗を占める有価証券や不動産、貸付金などの構成に違いがある点にも留意する。運用資産の構成を踏まえ、個別資産ごとのリスク、資産全体でみた分散効果などを確認する。もっとも、財務会計上の利益を維持する上で、資産運用収益の確保は重要である。基本的なリスクテイク方針を認識した上で、運用スタンスの適切性、資産運用にかかる人員や態勢の充実度、リターンの確保状況などを評価する。

### （重視する指標）

- 資産ポートフォリオの構成比

## (3) 資本充実度

財務基盤に関して、定量面では資本充実度に最も重点を置いており、資産負債の一体的な時価評価である経済価値ベースでみた資本の充実度を評価する。

指標としては特に ESR に注目している。ESR は内部管理ベースのリスク管理に基づく数値で前提の置き方などに違いがあるため、国内外の規制や計算基準変更などの動向に留意して評価する。各社の特性を表している内部管理ベースの ESR を主な評価対象としているが、比較可能性の観点で前提条件などが一定程度統一されている規制ベースの ESR も評価に織り込む。規制上の資本要件を満たす調達手段（資本と負債の両方の特性をあわせ持つハイブリッド証券を含む）については、基本的に、規制と同等の資本性を勘案して評価に織り込む。

財務会計ベースでみた自己資本比率を確認する上での実質的な資本の構成要素としては、資本金や資本剰余金（株式会社）、基金、基金償却積立金（相互会社）などのほか、価格変動準備金、危険準備金、責任準備金の解約金相当額超過部分といった各種準備金も含める。

多くの生命保険会社は長期の保険契約を保有しているため負債のデュレーションが長い。このため各社で濃淡はあるが、資産と負債のデュレーションギャップに起因する金利リスクを抱えている。デュレーション・マッチング（デュレーションギャップの短縮化）、キャッシュフロー・マッチングなどにより金利リスク量を削減し、経済前提の変化に対する感応度が抑制されているかどうかが重要となる。その他の資産運用リスクも含め、リスク量を適切にコントロールすることに加え、新契約価値の確保などにより資本を積み上げることで ESR の水準を安定させているかを確認する。

### （重視する指標）

- ソルベンシー・マージン比率（ESR）
- 自己資本比率

#### (4) 流動性

流動性に関しては、保険金・給付金の支払いや解約返戻金の急増といったストレス時において迅速な対応が可能な流動性の高い資産の保有状況を確認する。金融危機時において市場リスクや信用リスクが顕在化した場合であっても、確実な支払いを可能とする流動性リスク管理がなされているかを確認する。保険金・給付金の支払いの急増は、大規模災害が発生した場合、支払対象となる疾病などが流行し、罹患率や死亡率が商品設計時の想定を大幅に上回る場合などが該当する。貯蓄性商品にかかる解約返戻金の急増については、市場変動時などに有利な商品への乗り換えによって解約が増加する動的解約のケース、契約している生命保険会社の経営状況が悪化し、レピュテーションが大きく低下するケースなどが想定される。

##### (重視する指標)

- (現預金・国債などの) 流動性資産

#### (5) リスク管理態勢

リスク管理を基軸とした収益や資本の一体的な管理態勢に注目しており、ERM の整備状況、高度化の進捗を確認する。リスク管理がいかに優れていても評価にはプラスとなりにくい一方、リスク管理に改善の余地があるとみられる場合はマイナス要因になり得る。経営戦略に経済価値ベースの考え方を取り入れ、適切なリスクとリターンのバランスを確保できているかを主に評価する。各種のリスクを網羅的かつ的確に把握して経営に重要な影響を及ぼすリスクを特定し、それに応じて自己資本を適切に配賦できているかも確認する。実効性のあるリスク管理のためには、リスク管理態勢を精緻化・高度化していくことが必要となる。

生命保険事業においては、医療技術の進歩や制度変更によって第三分野商品にかかる支払事由の発生頻度の高まりが利益を圧迫するリスクがあげられる。保険金・給付金の支払動向や罹患率のモニタリングといった管理状況を踏まえて評価に織り込む。また、大手生命保険会社においては、国内外でグループ会社が増える傾向にあることを踏まえ、グローバルかつグループ体系的な ERM 態勢の整備ができているかを確認する。「リスクとソルベンシーの自己評価に関する報告書」(ORSA レポート) は、ERM 態勢やリスク管理の状況などを把握する上で有用なツールと言える。

以 上

##### ◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル

## 意見募集案

## 業種別格付方法

## 【損害保険】

本格付方法は、主に国内の損害保険会社、損害保険グループを対象としている。本格付方法は、損害共済を取り扱う共済事業者にも適用する。海外の損害保険会社などについては、所在国・地域の法律や会計制度、規制、金融行政のあり方などを踏まえ、分析指標に必要な調整を加えるなどした上で本格付方法を準用する。また、再保険専門会社についても同様に、事業の特性やリスクの所在、制度のあり方などに留意して本格付方法を準用する。

## 1. 事業基盤

## (1) 産業の特性

## ① 市場規模・市場成長性

損害保険事業は、保険業法に基づいて、一定の偶然な事故によって生じる損害（いわゆる第二分野）、身体の傷害や疾病（いわゆる第三分野）にかかる保険商品を取り扱う。

損害保険市場の規模は大きく、緩やかに拡大している。損害保険は、生活の安定や経済の健全な発展に不可欠な機能であり、社会のリスクが多様化すると、そこに新たなニーズが生まれる。国内の人口は減少傾向にあり、少子高齢化による人口構造の変化が一層進展していくと想定される。自動車保険をはじめとする伝統的な損害保険のニーズの拡大には限界があるため、損害保険市場に高い成長を期待することは難しいものの、市場規模が急速に縮小する可能性は低いとみている。

多くの損害保険会社で主力商品となっている自動車保険については、CASE（コネクティッド、自動運転、シェアリング、電動化）やMaaS（Mobility as a Service）の浸透に伴う影響などが想定される。短期間で自動車保険の市場規模が大きく変化するとはみていないが、中長期的な視点から自動運転車の普及、環境整備や法制面の手当てなどの状況を見守っていく必要がある。

## ② 競合状況

損害保険事業は免許制となっており、比較的高い参入障壁がある。販売チャネルについては、専属代理店の存在感が依然として大きい。乗合代理店（保険ショップ）、金融機関窓販、ダイレクト（インターネット）チャネルなど多様化が進んでいる。損害保険は商品性に差別化の余地が小さいため、競争優位性を確保することは容易でない。いずれの販売チャネルにおいても一定の競合はあるものの、市場は大手損害保険会社の寡占状態にあることに加え、ERM（Enterprise Risk Management）の定着を背景とするリスク・リターン意識の高まりによって過度な価格競争は起こりにくくなっているとみている。

### ③ 取引安定性

損害保険商品は種目別に、自動車保険、火災保険、海上保険、傷害保険のほか、賠償責任保険、費用・利益保険、労働者災害補償責任保険、ペット保険など（いわゆる新種保険）が存在する。損害保険商品は特許の対象ではなく、顧客ニーズをとらえた商品を開発しても競合他社に追随されやすい。契約期間は比較的短く、満期到来の都度契約を更新するのが基本である。現状、商品性に大きな差がない上、販売チャネルの大宗を占める代理店が顧客を強力にグリップしているため、解約や乗り換えは発生しにくく、契約の継続率は高い水準で安定している。

### ④ 保護・規制

損害保険会社は金融庁に監督されており、資産と負債を経済価値ベースで評価した上で、リスク量（所要資本）を計測し、それに対する資本（適格資本）の比によって健全性を評価するソルベンシー・マージン比率の算出が義務付けられている。経済価値ベースで算出されることもあり、ESR（Economic value-based Solvency Ratio）として表記される。ESR が 100% を下回った場合にはその水準に応じて段階的に早期是正措置が発動する。

また、損害保険会社は、保険業法および更生特例法に基づく破綻処理手続きが定められている。破綻した損害保険会社の契約者保護を目的として損害保険契約者保護機構が設置されており、破綻保険会社の保険契約の移転や補償対象保険金の支払いにかかる資金援助などにより、保険契約者の保護を図っている。

他方、金融システムには、その安定性を維持し効率よく機能するため各種の措置（プルーデンス政策）が組み込まれている。保険会社および保険持株会社に対し期待される保護は、銀行などとの比較では弱い。

## (2) 市場地位・競争力

損害保険会社の市場地位や競争力は、中長期的にみた収益の安定性を確保する上で重要である。顧客基盤の厚みや特性、販売チャネルの多様性と営業力、商品戦略、経営戦略のユニークさ、ブランド力、デジタルの活用などによる顧客利便性の高さなどが市場地位や競争力を左右する。

顧客基盤については、顧客数（契約者数）や顧客層の特性、正味収入保険料の規模や安定性などを評価する。一部の損害保険会社では、特定の企業グループに属するなど、顧客基盤において独自のチャネル・商品戦略を背景に競合他社の攻勢を防御し、長期にわたって高いプレゼンスを発揮しているケースもある。そのような損害保険会社が将来にわたり収益力を発揮する可能性も評価に織り込んでいる。

販売チャネルの営業力と商品の訴求力で、いかに新たな顧客を獲得できているかを評価する。販売チャネルについては、多様化する顧客ニーズを的確に捕捉できているかを確認する。特に代理店チャネルとは適切な関係が構築できているかどうかが重要である。商品戦略については、商品ラインナップの充実度に加え、顧客ニーズの変化に機動的かつ柔軟に対応できるかがポイントとなる。他社との商品の差別化は容易ではなく、商品性（わかりやすさ）、マーケティングの工夫、プロモーションの巧拙なども関係してくる。

### (3) 経営戦略・ガバナンス

経営戦略とガバナンスは、事業基盤の方向性を左右する要素であり、財務基盤にも影響を及ぼす。経営戦略については、事業環境の変化を踏まえた経営戦略を策定し、遂行できているかを評価する。また、リスク・アペタイトの方向性や ERM カルチャーが社内のどこまで浸透しているかにも注目する。ガバナンスについては、組織の規模を踏まえつつ、取締役会などの企業統治体制、経営管理体制、リスクマネジメントやコンプライアンスといった内部統制などの状況を通じて牽制機能が十分に機能しているかなどを確認する。不祥事などが発生した場合は、レピュテーションの低下により事業基盤を毀損するリスクが顕在化するため、不祥事の発生を未然に防止する仕組みが構築されているか、また、発生した際には以降に同様の事象を起こさない態勢の構築が進むかどうかを確認する。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

収益力の評価にあたっては、保険本業の収益規模と利益の安定性に加え、資産運用面の収益力を分析する。評価には将来の業績も織り込むが、過去の業績の傾向に加えて、事業環境や経営戦略の変化が損害保険会社の収益構造に変化をもたらす可能性を考慮する。また、損害保険会社によってリスクプロファイルが異なるため、リスク・リターンバランスについても考慮する。

収益力の分析においては、コンバインド・レシオの水準を重視する。損害保険会社の損益は、風水災や地震などの大規模自然災害、大口事故の発生により変動しやすいため、一定期間の移動平均値として捉えることで、一過性の影響を平準化した利益水準を確認する。損害保険会社の利益の安定性の確保には、リスクの種類や所在地域について、分散の効いた事業ポートフォリオを構築することがきわめて重要であり、その取り組み状況に注目する。また、再保険スキームの構築や異常危険準備金の積み立てなどに対する方針を踏まえ、期間損益のボラティリティがどの程度抑制されるのかを確認する。

リスクに見合った適切な保険料率を設定できているかも重要である。リテール分野の主力商品である自動車保険や火災保険は、損害保険料率算出機構による参考純率を参照しつつ、損害率の実態に合わせた保険料設定が行われないと、収益性が悪化する要因となりうる。より個別性の強い企業分野の損害保険については、個社の損害率やリスクの状況に応じた保険料設定に加え、過大なリスクの引受を抑制するなど収支を適切にコントロールできているかもポイントとなる。新種保険の分野では、伝統的な損害保険ではカバーされない固有のリスクを対象とするため、収益性確保など適切なリスク管理に基づく商品設計が求められる。収支の悪化した種目については、料率改定・商品改定の方針、引受の制限・厳格化など、収支改善に向けた対応策の妥当性と取り組みの進捗を確認する。

資産運用に関しては、中長期かつ安定的な収益確保に貢献すると考えられる利付債券からのインカムゲインを中心に分析する。キャピタル損益は、多くの場合市況に左右されやすいことを考慮する。積極的なリスクテイクを背景とした一時的な増減要因の影響を受けにくい安定的な収益獲得に向けて運用資産残高が積み上げられているかなど、中期的なすう勢を確認する。

#### (重視する指標)

- コンバインド・レシオ

- 正味収入保険料
- 保険引受損益
- 資産運用損益

## (2) 資産の質（資産運用）

損害保険会社によって、資産配分、各資産のリスクおよびリターンはさまざまではあるが、負債特性に合った運用を行うことで価格変動リスクや金利リスクを抑制しながら、リスクに見合ったリターンを確保しているかを分析する。ALM やリスク管理の技術、運用資産の構成、デリバティブ取引なども分析対象とする。資産運用にかかるリスク・リターンの考え方は、各社の資産運用方針によって異なることから、保有する資産のうち大宗を占める有価証券や不動産、貸付金などの構成に違いがある点にも留意する。運用資産の構成を踏まえ、個別資産ごとのリスクが資本などに対して過度に大きくないか、資産全体でみた分散効果などを確認する。基本的なリスクテイクの方針を認識した上で、運用スタンスの適切性、資産運用にかかる人員や態勢の充実度、リターンの確保状況などを評価する。

### （重視する指標）

- 資産ポートフォリオの構成比

## (3) 資本充実度

財務基盤に関して、定量面では資本充実度に最も重点を置いており、資産負債の一体的な時価評価である経済価値ベースでみた資本の充実度を評価する。

指標としては特に ESR に注目している。ESR は内部管理ベースのリスク管理に基づく数値で前提の置き方などに違いがあるため、国内外の規制や計算基準変更などの動向に留意して評価する。各社の特性を表している内部管理ベースの ESR を主な評価対象としているが、比較可能性の観点で前提条件などが一定程度統一されている規制ベースの ESR も評価に織り込む。規制上の資本要件を満たす調達手段（資本と負債の両方の特性をあわせ持つハイブリッド証券を含む）については、基本的に、規制と同等の資本性を勘案して評価に織り込む。

財務会計ベースでみた自己資本比率を確認する上での実質的な資本の構成要素としては、資本金や資本剰余金などのほか、価格変動準備金、異常危険準備金といった各種準備金を含める。

一般的には損害保険会社は生命保険会社と比較して資産と負債のデュレーションが短く、かつデュレーションギャップが小さい。そのため、損害保険会社の ESR は生命保険会社の ESR と比較して金利感応度が小さく安定的に推移している。定量的な指標としての ESR を考慮しつつ、政策株式の売却、再保険の活用による保険引受リスクなど、リスクベースの資本管理によって、リスクバッファが十分に確保されているのかに注目している。

### （重視する指標）

- ソルベンシー・マージン比率（ESR）
- 自己資本比率

#### (4) 流動性

流動性に関しては、大規模自然災害の発生といったストレス時において迅速な対応が可能な流動性の高い資産の保有状況を確認する。金融危機時において市場リスクや信用リスクが顕在化した場合であっても、確実な支払いを可能とする流動性リスク管理がなされているかを確認する。積立型商品にかかる解約返戻金の急増については、市場変動時などに有利な商品への乗り換えによって解約が増加する動的解約のケース、契約している損害保険会社の経営状況が悪化し、レピュテーションが大きく低下するケースなどが想定される。

#### (重視する指標)

- (現預金・国債などの) 流動性資産

#### (5) リスク管理態勢

リスク管理を基軸とした収益や資本の一体的な管理態勢に注目しており、ERM の整備状況、高度化の進捗を確認する。リスク管理がいかに優れていても評価にはプラスとなりにくい一方、リスク管理に改善の余地があるとみられる場合はマイナス要因になり得る。経営戦略に経済価値ベースの考え方を取り入れ、適切なリスクとリターンのバランスを確保できているかを主に評価する。各種のリスクを網羅的かつ的確に把握して経営に重要な影響を及ぼすリスクを特定し、それに応じて自己資本を適切に配賦できているかも確認する。実効性のあるリスク管理のためには、リスク管理態勢を精緻化・高度化していくことが必要となる。

損害保険事業においては、大規模自然災害や大口事故の影響が避けられないことから、リスクの種類や所在地域について、分散の効いた事業ポートフォリオを構築することがきわめて重要となる。また、大手損害保険会社においては、国内外でグループ会社が増える傾向にあることを踏まえ、グローバルかつグループ一体的な ERM 態勢の整備ができているかを確認する。「リスクとソルベンシーの自己評価に関する報告書」(ORSA レポート) は、ERM 態勢やリスク管理の状況などを把握する上で有用なツールと言える。

以上

#### ◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル

## 意見募集案

## 【金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品の格付方法】

## 1. 本格付方法の対象と位置付け

本格付方法の対象は、金融機関等（預金取扱金融機関、銀行持株会社、保険会社、保険持株会社、証券会社、指定親会社など）が発行する、劣後債、劣後ローン、優先出資証券、優先株、基金などといった規制上または会計上資本として取り扱われる商品（「資本商品」）、および規制上 TLAC（Total Loss-absorbing Capacity）の要件を満たす商品（「TLAC 商品」）である。項番 3.～7.では主に預金取扱金融機関、銀行持株会社、証券会社等が発行する資本商品の考え方について、項番 8.では保険会社、保険持株会社が発行する資本商品の考え方について記述している。

本格付方法は、ハイブリッド商品一般にかかる格付方法として JCR が公表している「ハイブリッド証券の格付について」と同様の考え方に基づき、これを敷衍するものである。したがって、本格付方法の対象とならない資本商品についてはハイブリッド商品一般にかかる格付方法を適用する。ただし、以下に触れる主要な契約条項等とリスク特性を備える商品であれば、その他の金融法人が発行する資本商品などであっても本格付方法を準用することがある。

海外の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品については、本格付方法に必要な調整を加え準用するが、所在地の法制や金融行政のあり方が重要な判断要素となるため、採りあげの可否も含め慎重に判断することとなる。

## 2. 格付の採りあげの方針

## (1) 原則

金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品は通常、定められたトリガーに抵触した場合に契約条項または法令の規定（「契約条項等」）が発動する結果として元本または利息配当（元利）が毀損し投資家に損失が発生する仕組みを備える。JCR では、金融機関等が発行する資本商品の契約条項等が定めるトリガーにつき、抵触の有無の判定または抵触の蓋然性の評価を困難にする要素があると判断される場合は、原則として、当該商品に格付を付与しない。そのような場合としては、具体的には、①契約条項等の用語・記述内容が極めて不明確な場合、②トリガーに、発行体以外の者（当局を含む。）の裁量が用いられるものであって、当該発行体以外の者の裁量の行使態度についての評価が極めて困難とみられる場合、③トリガーに、株価など、発行体の債務償還能力と直接には無関係な要素が用いられる場合、④トリガーに格付（JCR 以外の格付を含む。）が用いられる場合——などが挙げられる。

格付においては、格付対象に関し投資家に損失が発生する事態までの距離を測定する作業を行うことになるが、上の①～③に該当する場合、その距離の測定が非常に困難となる。また、上の④についてみると、格付は、発行体の債務償還能力に関連しかつ分かりやすい指標であるという点では問題はない。しかし、トリガーに JCR 格付が用いられていると、結果的に「自らが付与する格付の推移を予想しそれに基づき格付を行う」という自己言及的・循環的な作業を行うこととなってしまう、また、格付水準を決定付けるトリガーを格付会社が直接引きうることになれば、発行体・投資家のいずれからも独立した第三者としての立場が危うくなる可能性があることから、原則として格付をすべきではないと JCR では考えている。トリガーに他社の格付が用いられた場合も、トリガー発動の蓋然性の評価が困難になると考えられる。

## (2) 主要先進国の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品について

日本を含む主要先進国の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品については、格付の付与を難しくする極端な不明確性や見通しの困難性は排除できると JCR では考えている。金融機関等に関する破綻処理制度が整備されており破綻認定時の取扱いなどにより輪郭は見通すことが可能であり、また当局には一般に行政の継続性を重んじる傾向があるためである。もっとも、発展途上の商品であるため、今後トリガーとして多種多様な条項・文言が盛り込まれてくる可能性がある。上の(1)に掲げた基準に抵触しないか商品ごとに個別に検証し、採りあげの可否を判断していく。

## 3. 格付とノッチング

ハイブリッド商品一般と同様、金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品については通常、定められた契約条項等が発動する結果として元利が毀損し投資家に損失が発生しても、そのこと自体をもって法的デフォルト（債務不履行）には該当しないものとする商品設計がなされる。しかし JCR では、元利払いの確実性を重視する投資家のニーズがあることから、契約条項等に基づき損失が生じたと認められる場合にも「D」の格付記号を付与することとし、このような状態までの距離を、格付記号を用いて表すこととする。これは、ハイブリッド商品一般の利息・配当繰り延べに対する取扱いと同様である。

ハイブリッド商品一般の格付においては、①一般債務よりも発行体破綻時の請求権順位が劣後しており、回収可能性が低いこと、②繰延条項に基づく利息・配当の繰り延べなどによる損失発生までの距離が、債務が法的デフォルトに陥るまでの距離より短くなること——に着目し、これらのリスクを、長期発行体格付からノッチングする（ノッチ差を付け低く格付する）ことで織り込むこととしている。金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品についても同様に、回収可能性と損失発生までの距離に着目し格付を付与していく。

JCR では資本商品・TLAC 商品につき、原則として契約条項等の種類や内容を主な判断基準とし発行体の長期発行体格付からノッチ差をつけるノッチング手法により格付を付与することが、客観性の確保などの観点から望ましいと考える。具体的なノッチング・ルールについては後述する。しかし、発行体の状況その他の状況次第では、ノッチング・ルールというある種機械的なルールで導き出される格付ではリスクの大きさを適切に反映できないケースも考えられる。これは、トリガー抵触の有無を左右する発行体の業績や金融環境の変動性が想定以上に高まる場合があるうえ、元利毀損を引き起こす契約条項等の発動の有無が、発行体の意志や当局の意向など、個別性が強くかつその時々での定性的な判断を要す

る要素によっても左右されるためである。JCR では、損失発生までの距離を総合的に検討し、ノッチング・ルールを適用するだけでは格付対象商品の元利毀損のリスクが表現しきれないと判断される場合は、格付記号の定義に即した格付を損失発生までの距離に応じ付与する。この場合、長期発行体格付と資本商品の格付のノッチ差が大きく広がることもありうる。

#### 4. 回収可能性に基づくノッチング

金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品の格付にあたっては、元利が定められた期限に支払われないこととなった場合の回収可能性（損失の度合い）が一般債務と異なるリスクを考慮する必要がある。JCR では金融機関等が発行する資本商品については、法的破綻時に回収順位が劣後するものとされる劣後条項などを備えるため、回収可能性に基づくノッチングとして、原則として1ノッチのノッチダウンを行う。TLAC 適格のシニア債など、資本商品に該当しないTLAC 商品についても、回収可能性が担保の無い一般債務より劣後することになる仕組みを備えている場合は、資本商品と同様に、原則として1ノッチのノッチダウンを行う。

回収可能性に基づくノッチダウンは担保の無い一般債務からの劣後の有無の判定に基づき行う。資本商品・TLAC 商品の間で回収順位が異なってもこれをノッチ差として反映させることは原則としてしない。たとえば、劣後債と優先株の回収順位が異なっても、回収可能性に基づくノッチダウンの幅はいずれの商品においても原則として1ノッチとする。

#### 5. 損失発生までの距離に基づくノッチング

##### (1) ノッチングの考え方

金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品については、発行体が法的デフォルトに陥っていない段階で利息配当の停止や元本削減等が行われる可能性があるため、損失発生までの距離が一般債務より短くなる可能性がある。金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品は法的デフォルトより前の段階で損失発生をもたらす契約条項等を、複数備えることが多い。JCR では基本的に、複数の契約条項等のうち、発動までの距離が格付時点で最も近いとみうるものを特定したうえで当該距離に関する評価を損失発生までの距離に基づくノッチングに反映させる。

契約条項等の発動までの距離の評価では、まず①契約条項等が定めるトリガー水準の高低によりトリガー抵触までの距離を評価したうえで、次に②トリガー抵触までの距離が比較的近い（トリガー水準が高い）と判断される場合は、トリガー抵触が損失を発生させる契約条項の発動に結び付く蓋然性を評価し、これを加味する。

トリガー抵触までの距離が極めて遠い（トリガー水準が極めて低い）と判断される場合、損失発生のリスクが極めて小さいことから、損失発生までの距離に基づくノッチングはゼロとする。トリガー抵触が発行体の破綻すなわち法的デフォルトと同じまたはそれに極めて近い状態において生じると考えられる場合も、損失発生までの距離は長期発行体格付に反映済みであることから、ゼロとする。

トリガー抵触が発行体の法的デフォルトよりも前の段階で発生するものの抵触までの距離は遠い（トリガー水準が低い）と判断される場合は、法的デフォルトよりも前の段階で損失が発生するリスクを表すため、損失発生までの距離に基づくノッチングとして1ノッチのノッチダウンを行う。

トリガー抵触までの距離が遠いとは言えない（トリガー水準が高い）と判断される場合は、法的デフォルトよりも前の段階で損失が発生するリスクを表すためにノッチダウンを行うが、トリガー抵触が即、契約条項等の発動とその結果としての損失の発生に結び付くものではない場合が少なくないため、ノッチダウンの幅はトリガーの抵触が契約条項等の発動に結び付く蓋然性に応じて設定する。この蓋然性につき JCR では、トリガー抵触時に契約条項等を発動させるか否かを決定する発行体の裁量度の高低を主な材料として判断する。具体的には、発行体の裁量度が非常に高いと認められる場合はノッチダウン幅を 1 ノッチにとどめる。発行体に裁量の余地があるものの裁量が制度や当局の意向などに制約される蓋然性が相応に認められる場合は 2 ノッチ、発行体に裁量の余地が無いまたは裁量度が低く強制的な性質をもつと認められる場合は 3 ノッチとする。

## (2) 契約条項等の評価

先に述べた損失発生までの距離に基づくノッチングの考え方を、現在みられる主要な契約条項等にあてはめた場合、契約条項等の評価と損失発生までの距離に基づくノッチダウンの標準的な幅は表 1 のようになる。表に示す内容は、財務内容等に大きな問題が無い発行体につき想定している。

表 1 金融機関等が発行する資本商品の契約条項等の例とその評価

契約条項等の評価 (財務内容等に大きな問題が無い 発行体につき想定)	契約条項等の例	損失発生までの距離 に基づく標準的な ノッチダウン幅
トリガー水準が極めて低い	任意利息配当停止 (トリガー: 最低自己資本比率の 1/2 未達) 強制元本・元利停止 (トリガー: 証券会社資本規制比率 120%未達) 強制元本削減等 (トリガー: 実質破綻状態(PON)、破綻処理)	0
トリガー水準が低い	任意利息配当停止 (トリガー: 分配可能額不足) 強制利息配当停止 (トリガー: 分配可能額不足) 強制元本削減等 (トリガー: 普通株式等 Tier1 比率 5.125%未達)	1
トリガー水準が高い		
発行体の裁量度が非常に高い	任意利息配当停止 (トリガー: 発行体による決定) (裁量を制約する要素が少ない場合)	1
発行体に裁量余地があるものの裁量が制度や当局の意向などに制約される蓋然性が相応に認められる	任意利息配当停止 (トリガー: 発行体による決定) (発行体が資本バッファ規制の対象の場合)	2
発行体に裁量余地が無いまたは裁量度が低く強制的な性質を備える	強制元本削減等 (トリガー: 普通株式等 Tier1 比率 7.0%未達)	3

(注) 1 複数の契約条項等がある場合は、発動まで最も距離に近い条項等にかかるノッチダウン幅が適用される。

2 表に示した契約条項等の評価は財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した標準的な評価であり、発行体の状況や法制度等により変化しうる。

### (3) 主要な契約条項等と損失発生までの距離

#### ① 強制元本削減等（トリガー：PON、破綻処理）

当局が発行体につき実質破綻状態にある（point of non-viability, PON）と認定した場合や破綻処理を行う場合に株式等の下位証券への転換または元本の削減（「元本削減等」）が強制的に行われる契約条項等については、損失発生までの距離に基づくノッチダウンは原則として行わない。これは、元本削減等が債務超過もしくは支払停止またはそのおそれが生じる段階で行われるであろうと JCR が想定しており、このような債務超過または支払停止までの距離は通常、JCR の長期発行体格付の水準に反映されているからである。

当局がどのような状況で PON の認定や破綻処理を行うかについては各国の法制により異なりうるが、日本については、14 年 3 月 6 日に改正が施行された預保法と預金保険法施行規則の内容を踏まえれば、預保法の第 102 条に規定された第二号措置、第三号措置、または第 126 条の 2 に規定された特定第二号措置が講じられる場合とみられる。これらの措置は債務超過もしくは支払停止またはそのおそれ（債務超過等）が生じる段階で講じられる。

#### ② 強制元本削減等（トリガー：普通株式等 Tier1 比率 5.125%未達）

普通株式等 Tier1 (CET1) 比率 5.125%未達をトリガーとするいわゆるロートリガーの強制元本削減等を定めた契約条項等が、複数の条項等のなかで発動までの距離が最も近いと判断された場合については、損失発生までの距離に基づくノッチダウンは 1 ノッチにとどめる。これは、CET1 比率 5.125%という水準は、多くの発行体や当局にとって許容することが困難な水準であると考えられるためである。発行体は常日頃から CET1 比率を 5.125%から余裕をもった水準に維持し、CET1 比率が大きく低下した場合は増資や資産の売却などあらゆる手段を講じるであろう。また、当局もこのような発行体の取り組みを支援すると思われる。特に、政府による予防的な資本注入の仕組みが整備されかつ予防的な資本注入が各種商品の元本削減等、いわゆるベイルインを引き起こすトリガーとはなっていない場合、政府は予防的な資本注入により発行体の CET 1 比率の維持を支援することが相応に期待できる。このため多くの場合、この契約条項等についてはトリガー水準が低く、条項等の発動までの距離が遠いと判断することになる。

#### ③ 任意利息配当停止（トリガー：発行体による決定）

発行体が任意に発動できる任意利息配当停止は、いついかなる場合でも発動を選択できるという意味で、トリガー抵触までの距離は遠いと言えない。一方、この条項等については、発行体の裁量を制約する要素が少ない場合、通常は発動されないことが多く、損失発生までの距離に基づくノッチング幅は 1 ノッチにとどめる。

しかし、規制業種である金融機関等の場合、各種の制度や当局の意向が利息配当停止の裁量を制約することがありうる。特に、所要の資本バッファを積み立てられない場合に利益の一部または全部につき社外流出制限がかかる制度（「資本バッファ規制」）の対象である場合は、そうでない場合に比べて任意利息配当停止のリスクが高いと JCR はみている。

その他 Tier1 商品を例にとると、Tier1 商品の裁量的支払は資本バッファ規制における社外流出制限の対象に含まれている。バッファの積立不足が生じた場合、社外流出制限の一環として任意利息配当

停止条項が発動される可能性を無視できない。特に、発行体が厳しい状況に陥った場合は発行体には支払の意向があったとしても当局の意向を受けて利息配当を停止するという事態もありうる。このようなリスクを勘案し、資本バッファ規制の対象である発行体の Tier1 商品など、発行体に裁量の余地があるものの裁量が制度や当局の意向などに制約される蓋然性が相応に認められる場合は、損失発生までの距離に基づくノッチング幅は2ノッチとする。

資本バッファ規制の対象であることが即、任意利息配当停止のリスクを大きく高めるとは言えない。その他 Tier1 商品を例にとると、バッファの積立不足が生じた場合、発行体はマーケット等ではかなり厳しい見方をされる可能性があるため、発行体はバッファを維持するために、常日頃から全力を注ぐとみられる。また、社外流出制限は資本バッファの積立不足の程度に応じて設定されており、積立不足の程度が大きい場合は利益の一部の社外流出は認められる。たとえば日本の G-SIBs（グローバルにシステム上重要な銀行）では、CET1 比率が 5% 台程度とかなり低水準となった段階に至ってはじめて利益の社外流出が完全に制限される。金融機関等は概して資本商品間の支払面での序列（ヒエラルキー）を適切に維持したいという意向をもつとみられ、利益の一部の社外流出が認められる段階では、普通株配当を減額する一方で Tier1 商品の利息配当は全額支払い続けるという対応をとる可能性は十分あるとみられる。Tier1 商品の利息配当総額が比較的少ない段階ではそのような対応は一層とりやすいであろう。また、利息配当停止が投資家を遠ざけ発行体の資本充実をかえって妨げかねない点を、発行体も当局も考慮し、利息配当停止に慎重になるという可能性も無視できない。

しかし、上述のような状況や対応が常に期待できるわけではない。資本バッファ規制は導入されて日が浅く、このような現時点で、バッファの積立不足に際し発行体や当局がどのように対応するか、現時点では不透明である。また、発行体はバッファ維持に全力を注ぐとみられるが、これを逆に言えば、実際にバッファの積立不足が生じた場合には、発行体に相当なストレスがかかっている可能性がある。このようなストレスにはたとえば、発行体の大幅赤字、すなわち利益ゼロという事象も含まれよう。利益がゼロの場合社外流出は全額制限され、Tier1 商品の利息配当も停止される。このようなリスクをノッチングには反映させる。利益ゼロとならないにしても、大きなストレス時に際しては当局の意向などにより利息配当が停止される可能性が否定できない。

#### (4) 損失発生までの距離に基づくノッチングにかかる調整

上述した契約条項等の評価と適用するノッチダウン幅は、財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した現時点での標準的な評価であり、JCR では発行体の状況や法制度等によりこれに調整を加える。

発行体の状況による調整の例をあげると、たとえば、分配可能額不足をトリガーとする強制利息配当停止条項については、財務内容等に大きな問題が無い発行体の場合はトリガー抵触までの距離が遠いという評価となるが、財務内容等に大きな問題があり分配可能額が少額または分配可能額を枯渇させる事象が発生する蓋然性が高い場合は、トリガー抵触までの距離は近いものとして評価することとなる。このような状況では、機械的なノッチング・ルールを適用するだけでは格付対象商品の元利毀損のリスクが表現しきれないと判断されることも少なくないとみられる。この場合、格付記号の定義に即した格付を損失発生までの距離に応じ付与し、その結果、長期発行体格付と資本商品の格付のノッチ差が大きく広がることもありうる。

法制度による調整の例をあげると、たとえば強制元本削減等条項（トリガー：PON、破綻処理）については損失発生までの距離に基づくノッチダウンを原則として行わないが、元本削減等が、実質破綻としての債務超過もしくは支払停止またはそれらが見込まれるより前の段階で行われるリスクが認められ、かつそのような元本削減等につき蓋然性が高いまたは不透明性があると認められる場合には、追加的なノッチダウンを行うことを検討する。①トリガーに関する契約条項または関連する法令等に、債務超過もしくは支払停止またはそのおそれが生じるより前の段階で元本削減等が行われるリスクが内包されている場合②元本削減等が、破綻処理にとどまらず、予防的な目的をもつ措置に際して行われるリスクが法令や関係当局の態度等から認められる場合——などがこれに該当する。たとえば EU では「ステートエイドルール」が、金融システム危機に際し、実質破綻認定がなされていない銀行に対し公的資本注入などの支援を予防的に行うことを可能としているが、同時に、同ルールに基づく予防的な支援を行う場合はハイブリッド資本や劣後債務につき原則として元本削減等が行われるべきことを定めている。このような制度の対象となる商品については、元本削減等が債務超過もしくは支払停止またはそれらが見込まれるより前の段階で行われるリスクを内包するため、追加的なノッチダウンを検討する。

また、長期発行体格付が低い場合には、当該長期発行体格付に将来の政府による救済支援の可能性が強く織り込まれていることがあり、その場合は当該支援の可能性を差し引き評価するため、結果的にノッチ差が付くこととなる。

## 6. TLAC シニア債についての考え方

### (1) 日本の G-SIB の持株会社が発行するシニア債

日本の G-SIB の持株会社が発行する TLAC 適格のシニア債（「TLAC シニア債」）についても上述 3.～5.の考え方に基づきノッチングを検討するが、ノッチ差（ノッチダウン）は基本的にはゼロとなるであろう。これは、日本の破綻処理制度における TLAC シニア債の取扱いに関し、①損失吸収は発行体の債務超過もしくは支払停止またはそのおそれの発生という一般債務のデフォルトと同じタイミングで行われる、②損失吸収は基本的には破産などの倒産手続の中でなされるため劣後性を規定する条項が付されていないかぎり回収順位は発行体の一般債務と基本的に同じになる、という想定を JCR が有することに基いている。

日本の G-SIB の TLAC にかかる枠組みについては、破綻処理時の損失負担につきこれを持株会社の株主・債権者に集中させる方式（SPE 方式）とする方向で検討が進められている。TLAC シニア債は基本的に持株会社から発行され、TLAC 適格の要件として求められる除外債務（TLAC 商品以外の債務）からの劣後性を持株会社の特性としての構造劣後により確保することとなり、劣後性を規定する契約上の条項は基本的には備えないとみられる。

日本では預保法に金融機関等の「秩序ある処理」に関する規定が置かれ、破綻処理と併せて実施されることが想定される倒産手続の中で、破綻処理に際して生じる損失を株主や債権者に負担させる枠組みが整備されている。預保法の「秩序ある処理」の枠組みでは、内閣総理大臣が金融システムの著しい混乱が生ずるおそれがあると認めるときは、債務超過等の持株会社につき、第 126 条の 2 に定められる特定第二号措置を講じることが可能になっている。特定第二号措置では、金融システムの安定を図るために不可欠な債務等を承継金融機関に引き継ぎこれを履行させる一方、その他の債務等は基本的に倒産手

続等の中で処理することになっている。制度の趣旨を踏まえると、TLAC シニア債が承継金融機関に引き継がれることは基本的にはないとみられる。このため、特定第二号措置の発動を前提とした場合、TLAC シニア債については発行体が債務超過等に陥った場合に損失が発生し、裁判所の関与の下に進められる倒産手続等の中で損失の程度が確定していくことになるが、このような損失発生のある方は、JCR が長期発行体格付に反映させている一般債務の損失発生のある方に関する想定と基本的に同じものである。なお、仮に特定第二号措置が発動されない場合であっても、債務超過等に至った段階で損失が発生し倒産手続等の中で損失の程度が確定するというあり方が基本的に想定されることに変わりはない。また、持株会社傘下の預金取扱金融機関に対して特定第二号措置、または預保法第 102 条に定められる第二号措置もしくは第三号措置が適用されることも考えられうるが、この場合も持株会社は債務超過等またはそれに類似した状況に置かれそのシニア債は倒産手続等の中で処理される可能性が高いとみられる。

## (2) EU の銀行が本体発行する非優先シニア債

EU においては持株会社形態をとらない銀行グループが多いため、TLAC 商品は日本のそれと異なり銀行が本体発行することが多くなろう。銀行が本体発行する場合、構造劣後の仕組みの活用は不可能である。このため EU の銀行が本体発行する TLAC シニア債は、破綻時の序列において他の担保無しの一般債務より劣後する条項を備えた、非優先シニア債（Senior Un-preferred Debt、非優先上位債）の形態をとることが多くなるとみられる。TLAC 適格となる非優先シニア債はフランスで導入済みだが、同様の枠組みを EU の銀行再建・破綻処理指令（Bank Recovery and Resolution Directive、BRRD）に導入する提案が現在、欧州委員会からなされている。提案どおり BRRD が改正されれば、加盟各国は BRRD の枠組みを国内適用することが求められる。

EU の銀行が本体発行する非優先シニア債についても上述 3.~5.の考え方に基づきノッチングを検討するが、格付は基本的に長期発行体格付から 1 ノッチ下となろう。これは、非優先シニア債が当該債券以外の担保の無い一般債務よりも回収可能性が劣後する仕組みを有していることから、回収可能性に基づくノッチングを行うためである。一方、非優先シニア債につき、損失発生までの距離に基づくノッチダウンを行う必要性は通常低い。これは①非優先シニア債に元本削減等が求められるのは、BRRD の規定では破綻処理（Resolution）の場合に限られること②破綻処理時以外に、ステートエイドルールに基づき BRRD の例外措置としての予防的支援が行われる場合も、元本削減等が義務付けられている対象はハイブリッド資本と劣後債務に限られていることなどを踏まえたものである。

## 7. 各種資本商品・TLAC 商品におけるノッチ差の目安

上述の回収可能性に基づくノッチングと損失発生までの距離に基づくノッチングの考え方を、日本の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品、および EU の銀行が本体発行する資本商品・TLAC 商品にあてはめた場合、長期発行体格付からのノッチ差（ノッチダウン）の目安はそれぞれ表 2 と表 3 のとおりとなる。

なお、持株会社が発行する商品の場合、表 2 に示されるノッチ差は持株会社の長期発行体格付が基点となっているが、日本の G-SIB の持株会社の長期発行体格付は、持株会社特有の構造劣後性などを反映して、中核銀行の長期発行体格付からノッチダウンされることが多い。このため日本の G-SIB の持株会社が発行する資本商品・TLAC 商品の格付と、中核銀行の長期発行体格付とのノッチ差は、表 2 に示されるものより一般に大きくなる。

表 2 日本の金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品に付与される格付の長期発行体格付からのノッチ差の目安

商品タイプ	主な契約条項等	長期発行体格付からの 標準的なノッチ差 (ノッチダウン) (財務内容等に大きな問題 が無い発行体につき想定 される標準的な水準)
TLAC 適格のシニア債 (持株会社発行のシニア債)	—	0
バーゼルⅡ期限付劣後債	劣後	1
バーゼルⅡ永久劣後債	劣後、任意利息配当停止 (トリガー：分配可能額不足等)	2
バーゼルⅢTier2 商品	劣後、強制元本削減等 (トリガー：PON)	1
バーゼルⅢTier1 商品 (国際統一基準行の Tier1 商品)	劣後、強制利息配当停止 (トリガー：分配可能額不足)、 強制元本削減等 (トリガー：普通株式等 Tier1 比率 5.125%)、 任意利息配当停止 (トリガー：発行体による決定)	3

- (注) 1 表に示した契約条項等の評価は財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した標準的な評価であり、発行体の状況や法制度等により変化しうる。
- 2 長期発行体格付に将来の政府による救済支援の可能性が強く織り込まれている場合は、資本商品・TLAC 商品につき当該支援の可能性を差し引いて評価するため、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。
- 3 バーゼルⅢTier2 商品につき強制元本等削減条項が実質破綻より前の段階で発動すると判断される場合、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。
- 4 バーゼルⅡ永久劣後債と Tier1 商品につき利息配当停止のリスクが高いと判断される場合、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。

表 3 EU の銀行本体が発行する資本商品・TLAC 商品に付与される格付の長期発行体格付からのノッチ差の目安

商品タイプ	主な契約条項等	長期発行体格付からの 標準的なノッチ差 (ノッチダウン) (財務内容等に大きな問題 が無い発行体につき想定 される標準的な水準)
TLAC 適格のシニア債 (非優先シニア債)	劣後、強制元本削減等 (トリガー：破綻処理)	1
バーゼルⅢTier2 商品	劣後、強制元本削減等 (トリガー：PON、破綻処理)	2
バーゼルⅢTier1 商品	劣後、強制利息配当停止 (トリガー：分配可能額不足)、 強制元本削減等 (トリガー：普通株式等 Tier1 比率 5.125%)、 任意利息配当停止 (トリガー：発行体による決定)	4

- (注) 1 表に示した契約条項等の評価は財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した標準的な評価であり、発行体の状況や法制度等により変化しうる。
- 2 長期発行体格付に将来の政府による救済支援の可能性が強く織り込まれている場合は、資本商品・TLAC 商品につき当該支援の可能性を差し引いて評価するため、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。
- 3 Tier1 商品につき利息配当停止のリスクが高いと判断される場合、ノッチダウン幅は上記より広がる可能性がある。

## 8. 保険会社・保険持株会社が発行する資本商品

経済価値ベースのソルベンシー規制において、保険会社の規制上の適格資本には「算入制限のない Tier1 資本」「算入制限のある Tier1 (Tier1 Limited) 資本」「払込済の Tier2 資本」「払込未済の Tier2 資本」といった区分が設けられている。

保険会社および保険持株会社の発行する資本商品は、劣後条項、損失発生までの距離の両方を考慮し、格付のノッチングを決定する。Tier1 Limited 資本に算入される債券等については、劣後条項、損失発生までの距離の両方を考慮するケースが多いと考えている。Tier2 資本に算入される債券等については、同様の視点を基本とするが、会社清算時の損失吸収が明示されており、契約条項から判定される損失発生トリガーの水準

が極めて低いと判断される場合、損失発生までの距離に基づくノッチングを考慮する必要性は低い。また、構造上の劣後性を有する保険持株会社が発行する Tier2 資本に算入される債券等（持株シニア債等）については、原則として債券格付に長期発行体格付からのノッチダウンはしない。ただし、保険持株会社の長期発行体格付が「A-」以下の場合は、契約条項などを考慮して、債券格付を長期発行体格付からノッチダウンする。

相互会社特有の調達手段である基金は、会社清算時における残余財産分配時の支払順位が劣後している。また、保険業法第 55 条により元利金の支払い限度額が定められており、不足した場合に繰り延べとなる可能性が残るものの、実際に発生する可能性は極めて低い。このため、基金の格付は基本的に長期発行体格付から 1 ノッチのノッチダウンを実施する。

各資本商品についての長期発行体格付からのノッチ差（ノッチダウン）の目安は表 4 のとおりである。

**表 4 日本の保険会社・保険持株会社が発行する資本商品に付与される格付の長期発行体格付からのノッチ差の目安**

商品タイプ	長期発行体格付からの標準的なノッチ差 (ノッチダウン) (財務内容等に大きな問題が無い発行体につき 想定される標準的な水準)
算入制限のある Tier1 (Tier1 Limited) 商品	2
払込済の Tier2 商品、払込未済の Tier2 商品	2
契約条項から判定される損失発生トリガーの水準が極めて低いと 判断される場合	1
保険持株会社が発行するシニア債等	0
長期発行体格付が「A-」以下の保険持株会社がロックイン条項付の 商品を発行する場合	1
相互会社の発行する基金	1

(注) 表に示した契約条項等の評価は財務内容等に大きな問題が無い発行体を想定した標準的な評価であり、発行体の状況や法制度等により変化しうる。

以 上

#### ◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル