

格付け定義

発行体格付け

S&Pの発行体格付けは、債務者の総合的な信用力についてのフォワードルッキングな意見を示すものである。発行体格付けは、金融債務を期日通りに履行する債務者の能力と意思とに焦点を当てたものである。発行体格付けは、債務の種類や条件、倒産や清算の際の順位付け、法律上の優先的な地位、合法性や強制力は勘案しておらず、個々の金融債務に対するものではない。

ソブリン格付けは発行体格付けである。

発行体格付けには長期と短期がある。長期発行体格付けは、長期と短期のすべての金融債務を期日通りに履行する債務者の長期的な能力と意思に着目するものである一方、短期発行体格付けは、すべての金融債務を期日通りに履行する債務者の短期的な能力と意思に着目するものである。

長期発行体格付け*

AAA	債務者がその金融債務を履行する能力は極めて高い。S&Pの最上位の発行体格付け。
AA	債務者がその金融債務を履行する能力は非常に高く、最上位の格付け(「AAA」)との差は小さい。
A	債務者がその金融債務を履行する能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。
BBB	債務者がその金融債務を履行する能力は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性がより高い。
BB、B、CCC、CC	「BB」、「B」、「CCC」、「CC」に格付けされた債務者は投機的要素が大きいとみなされる。この中で「BB」は投機的要素が最も小さく、「CC」は投機的要素が最も大きいことを示す。これらの債務者は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の高さや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある。
BB	債務者は短期的にはより低い格付けの債務者ほど脆弱ではないが、高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によってはその金融債務を期日通りに履行する能力が不十分となる可能性がある。
B	債務者は現時点ではその金融債務を履行する能力を有しているが、「BB」に格付けされた債務者よりも脆弱である。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には、債務を履行する能力や意思が損なわれやすい。
CCC	債務者は現時点で脆弱であり、その金融債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。
CC	債務者は現時点で非常に脆弱である。不履行はまだ発生していないものの、不履行となるまでの期間にかかわらず、S&Pが不履行は事実上確実と予想する場合に「CC」の格付けが用いられる。
SD、D	債務者の金融債務の少なくとも一部(長期か短期か、また格付けの有無を問わない。規制上の自己資本に分類される、あるいは契約条件に認められた形で不払いが生じているハイブリッド証券を除く)について不履行があるとS&Pが判断していることを示す。「D」は、債務者が全面的に債務不履行に陥り、すべて、または実質的にすべての債務の支払いを期日通り行わないとS&Pが判断する場合に付与される。「SD(Selective Default: 選択的債務不履行)」は、債務者がある特定の債務または特定の種類の債務を選択して不履行としたものの、その他の債務については期日通りに支払いを継続するとS&Pが判断する場合に付与される。債務者が経営難に伴う債務再編を実施した場合も、債務者の格付けは「D」あるいは「SD」に引き下げられる。

*「AA」から「CCC」までの格付けには、プラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各格付けカテゴリーの中

での相対的な強さを表す。

短期発行体格付け

A-1	債務者がその金融債務を履行する能力は高い。S&Pの最上位の短期発行体格付け。債務履行能力が極めて高いとみなされる場合には、プラス記号(+)が付される。
A-2	債務者がその金融債務を履行する能力は十分にあるが、最上位の格付けに比べると、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。
A-3	債務者がその金融債務を履行する能力は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性がより高い。
B	債務者は脆弱で投機的な要素が大きいとみなされる。現時点ではその金融債務を履行する能力を有しているが、高い不確実性を抱えており、状況によっては債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。
C	債務者が債務を履行せず、発行体格付けが「SD」または「D」に至る蓋然性が現時点で高く、その金融債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。
SD、D	債務者の金融債務の少なくとも一部(長期か短期か、また格付けの有無を問わない。規制上の自己資本に分類される、あるいは契約条件に認められた形で不払いが生じているハイブリッド証券を除く)について不履行があるとS&Pが判断していることを示す。「D」は、債務者が全面的に債務不履行に陥り、すべて、または実質的にすべての債務の支払いを期日通り行わないとS&Pが判断する場合に付与される。「SD(Selective Default: 選択的債務不履行)」は、債務者が、ある特定の債務または特定の種類の債務を選択して不履行としたものの、その他の債務については期日通りに支払いを継続するとS&Pが判断する場合に付与される。債務者が経営難に伴う債務再編を実施した場合も、債務者の格付けは「D」あるいは「SD」に引き下げられる。

個別債務格付け

S&Pの個別債務格付けは、個々の金融債務、特定の種類の金融債務、または個々の金融プログラムについての、債務者の信用力に関するフォワードルッキングな意見を示すものである。ミディアム・ターム・ノート・プログラムに対する格付けとコマーシャルペーパー・プログラムに対する格付けは、個別債務格付けの一種である。

個別債務格付けには、保証や保険、その他の信用補完の提供者の信用力、およびその債務がどの通貨建てかという点も考慮されている。この意見は金融債務を期日通りに履行する債務者の能力と意思を評価するものであるとともに、担保や劣後性など、債務不履行に陥った場合の最終的な支払いに影響する条件を評価する場合もある。

個別債務格付けには長期と短期がある。短期個別債務格付けは通常、該当する市場で短期とみなされる債務、典型的には満期までの当初の期間が365日以内の債務に付与される。短期個別債務格付けは、長期債務に付されたプット・オプションに関する債務者の信用力を表すためにも使われる。満期までの当初の期間が365日を超える債務には典型的には長期債務格付けを付与する。ただし、一部の証券には、市場慣行に基づいて、これらのガイドラインと異なる格付けを付与することがある。ミディアム・ターム・ノートには、長期格付けが付与される。

長期個別債務格付け*

個別債務格付けは、比重は一律ではないものの、以下の要素を考慮したS&Pの分析に基づいている。

1. 債務履行の蓋然性—金融債務をその諸条件に従って履行する債務者の能力と意思
2. 金融債務の種類と条件、およびS&Pが想定する約束

3. 倒産法制やその他債権者の権利に影響する法律に基づく破産、会社更生などの手続きがあった場合の金融債権保護の内容と金融債権の相対的地位

個別債務格付けは、債務不履行のリスクの評価であるが、債務不履行が生じた際の優先順位や最終的な回収の評価も織り込むことがある。劣後債務は上述した倒産時の返済順位が低いことを反映して、通常は優先債務より低く格付けされる（このような差は、発行体が優先債務と劣後債務の両方を有している場合、担保付債務と無担保債務の両方を有している場合、または事業会社と持ち株会社の両方に債務が存在している場合に該当する）。

AAA	当該金融債務を履行する債務者の能力は極めて高い。S&Pの最上位の個別債務格付け。
AA	当該金融債務を履行する債務者の能力は非常に高く、最上位の格付け(「AAA」)との差は小さい。
A	当該金融債務を履行する債務者の能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。
BBB	当該金融債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性がより高い。
BB、B、CCC、CC、C	「BB」、「B」、「CCC」、「CC」、「C」に格付けされた債務は投機的要素が大きいとみなされる。この中で「BB」は投機的要素が最も小さく、「C」は投機的要素が最も大きいことを示す。これらの債務は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の高さや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある。
BB	他の「投機的」格付けに比べて当該債務が不履行になる蓋然性は低いが、債務者は高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によっては当該金融債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。
B	債務者は現時点では当該金融債務を履行する能力を有しているが、当該債務が不履行になる蓋然性は「BB」に格付けされた債務よりも高い。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には、当該債務を履行する能力や意思が損なわれやすい。
CCC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で高く、債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合に、債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い。
CC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で非常に高い。不履行はまだ発生していないものの、不履行となるまでの期間にかかわらず、S&Pが不履行は事実上確実と予想する場合に「CC」の格付けが用いられる。
C	当該債務は、不履行になる蓋然性が現時点で非常に高いうえに、より高い格付けの債務に比べて優先順位が低い、または最終的な回収見通しが低いと予想される。
D	当該債務の支払いが行われていないか、S&Pが想定した約束に違反があることを示す。ハイブリッド資本証券以外の債務については、その支払いが期日通り行われない場合、猶予期間の定めがなければ5営業日以内に、猶予期間の定めがあれば猶予期間内か30暦日以内のいずれか早いほうに支払いが行われるとS&Pが判断する場合を除いて、「D」が用いられる。また、倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ、例えば自動的停止によって債務不履行が事実上確実である場合にも用いられる。経営難に伴う債務再編が実施された場合も、当該債務の格付けは「D」に引き下げられる。

*「AA」から「CCC」までの格付けには、プラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各格付けカテゴリの中での相対的な強さを表す。

短期個別債務格付け

A-1	S&Pの最上位の短期個別債務格付け。当該短期債務を履行する債務者の能力は高い。当該短期債務を履行する債務者の能力が極めて高いとみなされる場合には、プラス記号(+)が付される。
------------	---

A-2	当該短期債務を履行する債務者の能力は十分にあるが、最上位の格付けに比べると、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。
A-3	当該短期債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性がより高い。
B	「B」に格付けされた短期債務は脆弱で投機的要素が大きいとみなされる。債務者は現時点では当該金融債務を履行する能力を有しているものの、高い不確実性を抱えており、当該金融債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。
C	当該短期債務が不履行になる蓋然性は現時点で高く、債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。
D	当該短期債務の支払いが行われていないか、S&P が想定した約束に違反があることを示す。ハイブリッド資本証券以外の債務については、その支払いが期日通り行われなかった場合、定められた猶予期間内に支払いが行われると S&P が判断する場合を除いて、「D」が用いられる。ただし、定められた猶予期間が 5 営業日を超える場合には、5 営業日として扱う。また、倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ、例えば自動的停止によって債務不履行が事実上確実である場合にも用いられる。経営難に伴う債務再編が実施された場合も、当該債務の格付けは「D」に引き下げられる。

元本の支払い：識別子「p」

この識別子は個別債務に用いられ、その元本の支払いが行われる蓋然性を決定づける信用上の要因または条件、あるいはその両方が、利払いの蓋然性を決定づける信用上の要因または条件、あるいはその両方と異なる場合に付される。識別子「p」は、当該格付けが債務の元本部分のみに対応し、利息部分は格付けの対象ではないことを示す。

保険財務力格付け

S&P の保険財務力(Insurer Financial Strength)格付けは、保険契約の諸条件に従って支払いを行う能力に関して保険会社の財務内容を評価したフォワードルッキングな意見である。保険財務力格付けは会員制健康維持組織 (HMO) や同様の組織が契約の諸条件に従って支払いを行う能力に関して付与されることもある。

この意見は、特定の保険契約についての意見ではない。また、特定の保険契約が、ある特定の保険契約者、あるいはある特定の目的に適しているかどうかを示唆するものでもない。さらに、この意見には、さまざまな控除、失効および解約違約金、支払いの適時性、不正な保険金支払い請求を拒否するための手続きの可能性は考慮されていない。

保険財務力格付けは、保険契約以外の債務を履行する保険会社の能力に言及するものではない。保険会社の発行する債券に対する格付けや、保険会社の契約や保証により全部または一部サポートされた証券に対する格付けは、保険財務力格付けとは別に、個別債務格付けを付与するための手続きに従って決定される。保険財務力格付けは、保険会社が販売する保険契約への加入やその解約を奨めるものではない。

保険財務力格付け*

AAA	保険会社が保険契約債務を履行する能力は極めて高い。S&P の最上位の保険財務力格付け。
AA	保険会社が保険契約債務を履行する能力は非常に高い。最上位の格付け(「AAA」)との差は小さい。

A	保険会社が保険契約債務を履行する能力は高いが、上位 2 つの格付けに比べ、事業環境が悪化した場合、その影響をやや受けやすい。
BBB	保険会社が保険契約債務を履行する能力は良好だが、より上位の格付けに比べ、事業環境が悪化した場合、その影響を受けやすい。
BB、B、CCC、CC	「BB」以下に格付けされる保険会社には不安定要因があり、それが強みを上回る可能性があるともみなされる。「BB」はこのグループで不安定性が最も低いことを示し、「CC」は最も高いことを示す。
BB	保険会社が保険契約債務を履行する能力は限界的である。強みもあるが、事業環境が悪化した場合、保険契約債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。
B	保険会社が保険契約債務を履行する能力は低い。事業環境が悪化した場合、保険契約債務を履行する能力が損なわれる可能性が高い。
CCC	保険会社が保険契約債務を履行する能力は非常に低い。保険契約債務の履行は良好な事業環境に依存している。
CC	保険会社が保険契約債務を履行する能力は極めて低い。保険契約債務をすべては履行できない可能性が高い。
SD、D	保険会社の保険契約債務の少なくとも一部が履行されていないことを示す。「D」は、倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ、保険契約債務の支払いが危ぶまれる場合にも用いられる。「D」は、債務者が全面的に債務不履行に陥り、実質的にすべての債務について保険契約条件に従った全額支払いを行わないと S&P が判断する場合に付与される。「SD(Selective Default: 選択的債務不履行)」は、保険会社がある特定の種類の保険契約債務を選択して不履行としたものの、その他の種類の債務については支払いを継続すると S&P が判断する場合に付与される。選択的不履行には、経営難に伴う債務再編が実施された場合も含まれる。保険金支払いの対象外であるため、またはその他の抗弁が法的に認められているための支払い請求の拒否は、不履行とはみなされない。

*「AA」から「CCC」までの格付けには、プラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各格付けカテゴリーの中での相対的な強さを表す。

保険会社金融保証格付け

S&P の保険会社金融保証 (Insurer Financial Enhancement) 格付けは、主として信用補完や金融保証に利用される特定の保険契約またはその他の金融債務であって、期日通り支払いを行うコミットメントを構成すると S&P がみなすものに関して保険会社の信用力を評価したフォワードルッキングな意見である。保険会社金融保証格付けを付与するにあたり、S&P は、自己資本、流動性のほか、信用補完または金融保証の業務を行う上で必要な保険会社のコミットメントに注目し、分析する。

保険会社金融保証格付けは、比重は一律ではないものの、以下の要素を考慮した分析に基づいている。

1. 債務履行の蓋然性—金融債務をその諸条件に従って履行する保険会社の能力と意思
2. 金融債務の種類と条件
3. 倒産法制やその他債権者の権利に影響しうる法律に基づく破産、会社更生などの手続きがあった場合の金融債権保護の内容と金融債権の相対的地位

保険会社金融保証格付け*

AAA	保険会社がその金融債務を履行する能力は極めて高い。S&P の最上位の保険会社金融保証格付け。
AA	保険会社がその金融債務を履行する能力は非常に高く、最上位の格付け(「AAA」)との差は小さい。
A	保険会社がその金融債務を履行する能力は高いが、上位 2 つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。

BBB	保険会社がその金融債務を履行する能力は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性がより高い。
BB、B、CCC、CC	「BB」、「B」、「CCC」、「CC」に格付けされた保険会社は投機的要素が大きいとみなされる。この中で「BB」は投機的要素が最も小さく、「CC」は投機的要素が最も大きいことを示す。これらの保険会社は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の高さや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある。
BB	保険会社は短期的にはより低い格付けの保険会社ほど脆弱ではないが、高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によってはその金融債務を期日通りに履行する能力が不十分となる可能性がある。
B	保険会社は現時点ではその金融債務を履行する能力を有しているが、「BB」に格付けされた保険会社よりも脆弱である。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には債務を履行する能力や意思が損なわれやすい。
CCC	保険会社は現時点で脆弱であり、その金融債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。
CC	保険会社は現時点で非常に脆弱である。
SD、D	保険会社の金融債務の少なくとも一部が、期日に履行されていないことを示す。「D」は、債務者が全面的に債務不履行に陥り、すべて、または実質的にすべての債務の支払いを期日通り行わないと S&P が判断する場合に付与される。「SD (Selective Default: 選択的債務不履行)」は、債務者がある特定の債務または特定の種類の債務を選択して不履行としたものの、その他の債務については支払いを継続すると S&P が判断する場合に付与される。経営難に伴う債務再編が実施された場合も、「SD」または「D」に含む。

*「AA」から「CCC」までの格付けには、プラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各カテゴリーの中で相対的な強さを表す。

スワップ・リスク格付け

S&P のスワップ・リスク格付けは、カウンターパーティ二者が締結した特定のスワップ取引（以下「スワップ取引」）に関わる、損失の蓋然性についてのフォワードルッキングな意見を示すものである。

スワップ・リスク格付けは、スワップ取引の条件に対する S&P の見方を勘案しており、それには 1 件または複数の参照債務または裏付け債務、ないしは債務者で構成されるポートフォリオ（以下「ポートフォリオ」）における特定の閾値の比率または金額を上回る信用力、終了事由、ポートフォリオの潜在的な回収率または回収額が含まれるが、これらに限定しない。ただし、すべてのスワップ・リスク格付けは、ポートフォリオの信用力を勘案している。

スワップ・リスク格付けはさらに、「ポートフォリオ」「シングル・カウンターパーティ（プロテクションの買い手）」「シングル・カウンターパーティ（プロテクションの売り手）」を表す符号によって 3 種類に分類される。そのうち「スワップ・リスク：ポートフォリオ」格付けは、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）・ポートフォリオの信用力についての S&P の見方のみを勘案したものである。「スワップ・リスク：シングル・カウンターパーティ（プロテクションの買い手）」格付けではポートフォリオとプロテクションの買い手の信用力についての、「スワップ・リスク：シングル・カウンターパーティ（プロテクションの売り手）」格付けではポートフォリオとプロテクションの売り手の信用力についての S&P の見方がそれぞれ勘案される。各スワップ取引の条件は個別性が非常に強いため、各スワップ・リスク格付けが異なるリスクを示唆する可能性がある。したがって、スワップ・リスク格付けは異なるスワップ取引のスワップ・リスクに関するベンチマークとみなされるべきではない。

スワップ・リスク格付けには、その種類を特定するための識別子が付け加えられる。「srp」「srb」「srs」のうち対応するものが格付けの後ろに付記される。

- ポートフォリオ「srp」格付け：CDS の参照ポートフォリオの信用力のみを勘案する

- シングル・カウンターパーティ（プロテクションの買い手）「srb」格付け：スワップ取引の参照ポートフォリオとプロテクションの買い手の信用力を勘案する
- シングル・カウンターパーティ（プロテクションの売り手）「srs」格付け：スワップ取引の参照ポートフォリオとプロテクションの売り手の信用力を勘案する

「スワップ・リスク：ポートフォリオ」格付けは、どちらのカウンターパーティ・リスク（定期的な支払いリスクを含む）を示唆するものでもない。「スワップ・リスク：シングル・カウンターパーティ（プロテクションの買い手）」格付け、および「スワップ・リスク：シングル・カウンターパーティ（プロテクションの売り手）」格付けは、それぞれスワップ取引のカウンターパーティの、どちらか一方のカウンターパーティ・リスクを示唆している。いずれのスワップ・リスク格付けも、スワップ精算時における支払いについて特定の金額を示唆するものではない。各スワップ・リスク格付けが示唆するリスクは、格付け対象のスワップ取引ごとに発行される格付け通知書（格付けレター）および条件書において示される。

スワップ・リスク格付け*

AAA	スワップ取引における損失発生の蓋然性は極めて低い。S&Pの最上位のスワップ・リスク格付け。
AA	スワップ取引における損失発生の蓋然性は非常に低く、最上位の格付け（「AAA」）との差は小さい。
A	スワップ取引における損失発生の蓋然性は低いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化による影響をやや受けやすい。
BBB	損失発生に対する適切な抵抗力が備わっているが、事業環境や経済状況の悪化により、スワップ取引において損失が発生する蓋然性がより高い。
BB、B、CCC、CC	「BB」「B」「CCC」「CC」に格付けされたスワップ取引は投機的要素が大きいとみなされる。
BB	他の「投機的」格付けに比べると損失リスクに対して脆弱ではないが、高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によってはスワップ取引において損失が発生する蓋然性が大きく上昇するおそれがある。
B	スワップ取引の損失リスクに対して、「BB」に格付けされたスワップ取引より脆弱である。高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によってはスワップ取引において損失が発生する蓋然性が大きく上昇する。
CCC	損失リスクに対して現時点で脆弱であり、事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には、損失が発生する可能性が高い。
CC	損失リスクに対して、現時点で非常に脆弱である。
D	損失が発生している、あるいは損失発生が認識されている。

*「AA」から「CCC」までのスワップ・リスク格付けには、プラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各格付けカテゴリの中での相対的な強さを表す。

予備格付け：識別子「prelim」

「prelim」は、債務者あるいは債務（資金調達プログラムを含む）に対して、以下の場合に付与される予備格付けを示す識別子である。最終的な格付けの付与は、S&Pが適切な文書を受領することが条件となる。S&Pは最終的な格付けを付与しない権利を留保する。また最終的な格付けを付与した場合に、予備格付けと異なる水準になることがある。

- 主に証券化案件やプロジェクト・ファイナンス案件などの債務で、最終の契約文書と法律意見書を受領していない場合に、予備格付けを付与することがある。
- 法的再建手続きや類似の再建手続きから脱却後に発行される予定の債務に対し、直近における再建計画、契約文書、債務者との協議に基づいて、予備格付けを付与する場合がある。その債務者

に対して予備格付けを付与する場合もある。この予備格付けでは、再建手続きから脱却した後の発行体について予想される一般的な信用力と債務の性質を考慮に入れる。

- 独立した法人として設立される組織、あるいは分離・独立の過程にある組織に対し、その契約文書が最終版に近いと判断した時点で、予備格付けを付与する場合がある。そうした組織の債務に対しても、予備格付けを付与することがある。
- 格付けを付与されていない法人が、明示的な再建計画、資本増強、大規模な資金調達、または組織の変容を伴うようなその他の施策を進行中である場合において、予備格付けを付与することがある。この場合、一般には、投資家や貸し手のコミットメントが求められる段階で、予備格付けを付与する。予備格付けが当該法人と発行予定の債務の両方に対して付与されることもある。この予備格付けでは、施策が計画通りに完了することを前提に、予想される債務者の一般的な信用力と債務の性質を考慮に入れる。その施策が実施されなければ、S&Pは予備格付けを取り下げることがある。
- 予備格付けを付与した債務に対し、回収率予備格付けを付与することがある。

SPUR (S&P Underlying Rating)

SPURは、外部信用補完が加えられた個別債務の支払いを行う債務者の信用力を外部信用補完の効果を考慮せずに単独ベースで評価した意見である。SPURは信用補完を考慮しない債務と信用補完された債務の信用力を区別することを求める発行体または債務者の要請によってのみ公表される。S&PはSPURを公表した個別債務について継続的にサーベイランスを実施する。

付属資料: S&Pの信用格付けはどのような性質のリスクを示しているのか

1. 本項では、S&Pの信用格付けの対象となる信用リスクの基本的な要素について説明する。

1. 信用力のランク付け

2. 格付け定義で述べているように、S&Pの信用格付けは、発行体と個別債務の信用力に関するフォワードロッキングな意見を示している。より具体的に言えば、信用力の相対的な序列（ランク付け）を示すものである。より高い格付けを得ている発行体や個別債務は、格付けがより低い発行体や個別債務より信用力が高いとS&Pは判断している。一方、S&Pがある格付け記号を付与した場合には、たとえセクターがまったく異なっても——例えば、カナダの鉱山会社や日本の金融機関、ウィスコンシンの学区、英国のモーゲージバック証券、ソブリンなど——セクターを超えて信用力がほぼ同水準であることを示そうとしていることになる。
3. より低い格付けは、その格付けを付与された発行体や個別債務が景気の振幅に脆弱であるとのS&Pの見方を反映しており、したがって見通しを立てる期間は一般により短く、格付けが特定の経済見通しや予測を反映している場合もある。反対に、より高い格付けは通常、見通しを立てる期間はより長く、短期的な見通しや予測を反映する度合いは小さい。その代わりに、実現の可能性がより低い将来のシナリオの下で何が起きそうかをより重視している。
4. S&Pの格付けで表される信用力は複数の要素を対象としており、以下3項目で詳述する通り、債務不履行の蓋然性、債務不履行後の回収の見通し、信用の安定性を含んでいる。
5. S&Pの信用格付けは、複数の要素から成る信用力を一次元の単純な尺度で示される格付け記号に凝縮させようとするものである。複数の要素を1つの係数に落とし込む算式はないものの、通常はこれらを以下のように用いる。
 - 債務不履行の蓋然性は、格付けを決定する最も有力な要因として用いる。
 - 債務不履行後の回収の見通しは——関連する場合には——「ノッチング」と織り込む。

- 信用力の安定性は、後述の「信用力の安定性」において表に示すとおり、格付けの制約要因として用いる。
6. 異なる要素の相対的な重要性は、状況によって異なりうる。例えば、債務不履行の蓋然性が低くなる（すなわち、格付けの水準が高くなる）のに伴い、信用力の安定性の重要性が高まる。一方、債務不履行後の回収の見通しは、一部の個別債務格付けにのみ関係し、債務不履行の蓋然性が高まる（すなわち、格付けの水準が低くなる）のに伴い、その重要性が高まる。加えて、市場の状況や経済環境の変化によって、これらの要素の重要性が高まったり、低下したりすることもある。

2. 債務不履行の蓋然性——信用力の最大の要素

7. 債務を支払う能力と意思の両方を含めた債務不履行の蓋然性は、発行体や個別債務の信用力評価において最も重要な要素である。発行体や個別債務に対する格付けが高ければ、他のすべての条件が同じである限り、これらの発行体や個別債務が債務不履行に陥る蓋然性が、より低い格付けの発行体や個別債務よりも低いと S&P が予想しているということになる。
8. S&P の信用格付けは債務不履行の絶対的な蓋然性の評価ではなく、債務不履行の蓋然性のランク付けを重視しているものの、格付けカテゴリーを完全に相対性だけで捉えているわけではない。S&P は、格付けカテゴリーが高くなるほど、より強い——したがって、発生確率のより低い——経済ストレスに耐えられる能力を要求する。最高位の格付けカテゴリー（「AAA」）の発行体や個別債務には、絶対的な意味で極めて強いストレスを受けても債務不履行に至らずに持ちこたえる能力が必要である。反対に、低めの格付けカテゴリーの発行体や個別債務は、あまり強くないストレスにも影響を受けやすい。
9. S&P は、セクター間での格付けの比較可能性を維持するための格付け規準の調整に、仮想のストレスシナリオをベンチマークとして用いている。シナリオは以下の通り、各格付けカテゴリーに対応する、仮想のストレスの状況を表している。各格付けカテゴリーのシナリオは、そのカテゴリーの格付けを得ている発行体や個別債務が債務不履行に陥ることなく耐えられると S&P が予想するストレスの水準を反映している（ただし、債務不履行に近い水準まで格下げになる可能性はある）。

「AAA」(極めて強い)のストレスシナリオ

「AAA 格」に格付けされる発行体や個別債務は、極めて強いストレスに耐えつつ、金融債務を履行できなければならない。このシナリオに該当する、歴史的な事例としては、米国の大恐慌がある。当時、米国では実質国内総生産（GDP）は 1929 年から 1933 年までの間に 26.5%減少し、失業率は 1933 年に 24.9%でピークに達し、1932 年から 1935 年まで 20%を上回っていた。鉱工業生産は 1929 年から 1932 年までに 47%、住宅着工件数は同期間に 80%、それぞれ減少した。株価（ダウ工業平均）は 1929 年 9 月から 1932 年 7 月までに 85%低下した。米国における物価の下落は約 25%に達した。実質 GDP が 1929 年の水準に回復したのは 1935 年だった。名目 GDP は 1940 年まで 1929 年の水準に回復しなかった。このような状況を、極めて強いストレスを表すものとする。「AAA 格」のストレスシナリオは、消費者信頼感が広範囲で悪化し、金融システムは大きく混乱し、景気後退が世界中に波及することを想定している。

「AA」(非常に強い)のストレスシナリオ

「AA 格」に格付けされる発行体や個別債務は、非常に強いストレスに耐えつつ、金融債務を履行できなければならない。このシナリオでは GDP の最大 15%の減少、失業率の 20%までの上昇、株価の最大 70%の下落などを目安としている。

「A」(強い)のストレスシナリオ

「A 格」に格付けされる発行体や個別債務は、強いストレスに耐えつつ、金融債務を履行できなければならない。このシナリオでは GDP の最大 6%の減少、失業率の 15%までの上昇、株価の最大 60%の下落などを目安としている。

「BBB」(中程度)のストレスシナリオ

「BBB 格」に格付けされる発行体や個別債務は、中程度のストレスに耐えつつ、金融債務を履行することができなければならない。GDP の最大 3% の減少、失業率の 10% までの上昇、株価の最大 50% の下落は、中程度のストレスを示している。

「BB」(やや弱め)のストレスシナリオ

「BB 格」に格付けされる発行体や個別債務は、やや弱めのストレスの下であれば、金融債務を履行することができなければならない。このシナリオでは GDP の最大 1% の下落と失業率の 8% までの上昇、株価の最大 25% の下落などを目安としている。

「B」(弱め)のストレスシナリオ

「B 格」に格付けされる発行体や個別債務は、弱めのストレスの下であれば、金融債務を履行できなければならない。GDP は横ばいか最大 0.5% の下落、失業率は 6% 以下が軽度のストレスシナリオとして考えられる。株価の横ばい推移や 10% 以内の下落もこのシナリオに含まれる。

景気後退・金融危機の事例、および各事例のストレス水準に関する S&P の見解

名称	継続期間	実質 GDP の減少率 (%)	失業率のピーク (%)	ストレスレベル	注記
1797 年恐慌	1797 - 1800 年	NA	NA	BB(米国)	英国発のデフレ圧力で市場が混乱。
1807 年恐慌	1807 - 1814 年	NA	NA	BBB(米国)	1807 年の通商禁止法により海運関連産業が打撃を受け、ニューイングランドで密輸が増加した。
1819 年恐慌	1819 - 1824 年	NA	NA	A(米国)	米国での最初の大型の金融危機。失業が増え、製造・農業両部門が衰退した。
1837 年恐慌	1837 - 1843 年	NA	NA	AA(米国)	投機バブルがはじけ、紙幣への信頼が損なわれたことが、5 年間の恐慌につながった。米国の銀行の約 40% が閉鎖。銀行は金貨・銀貨での払い出しを中止した。範囲や深刻度の点では、大恐慌に匹敵するとの見方もある。
1857 年恐慌	18 カ月	NA	NA	AAA(米国)	米国の鉄道債券がすべて債務不履行となった。最初の 1 年間で 5,000 超の企業が倒産した。銀行の破綻は広範囲に広がった。この恐慌の影響が完全になくなったのは南北戦争後である。この恐慌の直後に、プアーズのマニュアルが最初に発行された。
1873 年恐慌	65 カ月	NA	NA	BBB(米国)	欧州での長い恐慌の始まりが、米国の南北戦争後の投機バブルをはじけさせた。
長い恐慌	1873 - 1896 年	NA	NA	AA(英国)	ウィーン証券取引所での株価急落が恐慌を引き起こし、それが世界中に伝播した。
1893 年恐慌	17 カ月	-2.6	18.4	AA(米国)	企業 1 万 5,000 社超と銀行 500 行超が破綻。鉄道の建設が過剰だったことが主な原因の 1 つ。この間に失業者による大規模なデモ行進(「コクシーズ・アーミー」と呼ばれる)が行われた。
1907 年恐慌	13 カ月	-3	8	A(米国)	銅市場を買い占めようという試みが失敗したことが、ニッカボッカ一信託を含む銀行の連鎖的な破綻を引き起こした。J.P.モルガンによる介入が、事態悪化の緩和に一役買った可能性がある。
第一次大戦後の景気後退(米国)	18 カ月	-6.6	11.7	A(米国)	戦後の短期間の景気後退。帰還兵により失業率が上昇した。
第一次大戦後の景気後退(英国)	14 カ月	-19.2	NA	AA(英国)	戦後の大幅な景気後退。GDP が 3 年にわたり急減した。
スペイン内戦	16 カ月	-31.3	NA	>AAA(スペイン)	第二共和国政府が倒れ、フランコ政権の下でファシスト体制へ転換した。
大恐慌(第 1 期)(1929 年)	43 カ月	-26.5	24.9	AAA(米国)	おそらく米国史上最悪の恐慌。失業率が著しく上昇、GDP と工業生産が急減。また大草原地帯で「ダスト・ボウル」とよばれる自然災害も発生した。
大恐慌(第 2 期)(1937 年)	13 カ月	-3.4	19	AAA(米国)	大恐慌の第 2 期。最初の回復後、金融・財政政策が再度引き締められた。
第二次大戦(フランス)	24 カ月	-41.4	NA	>AAA(フランス)	英国、日本、フランス、ドイツ、イタリア、旧ソ連、米国を含む世界中の多くの国を巻き込んだ世界的な戦争。
第二次大戦(ドイツ)	16 カ月	-73.6	NA	>AAA(ドイツ)	英国、日本、フランス、ドイツ、イタリア、旧ソ連、米国を含む世界中の多くの国を巻き込んだ世界的な戦争。

1945年	8カ月	-12.8	3.9	BB(米国)	第2次大戦後の軍事費の減少。帰還兵による職探し。短期間だが急激な景気後退。
1948年	11カ月	-3.4	7.9	BBB(米国)	戦後の回復に伴う在庫調整。
1953年	10カ月	-1.8	6.1	BB(米国)	朝鮮戦争後の軍隊の増強に、インフレ抑制のための米連銀の金融引き締めが重なった。
1957年	8カ月	-2.7	7.5	BBB(米国)	この景気後退は多くの先進国に拡大。米国の1958年の自動車販売は前年比31%減。
1960年	10カ月	-1.6	7.1	BB(米国)	インフレと住宅市況を鎮静させるために金融政策が引き締められた。
1970年	11カ月	-1.1	6.1	BB(米国)	インフレ抑制のため高金利政策がとられた。ゼネラル・モーターズのストライキが景気後退を深刻化させた。
1973年石油危機	16カ月	-3.1	9	BBB(米国)	第4次中東戦争でイスラエルを支援した米国に対し、石油輸出国機構(OPEC)加盟国が米国への石油禁輸措置を講じた。石油禁輸に加え、ベトナム戦争への政府歳出がかさんだ結果、米国でのスタグフレーション(高失業率と高インフレ率が同時に発生)が長引いた。
1979年石油危機(英国)	11カ月	-5.9	11.9	BBB / A(英国)	公的部門の歳出減とインフレ抑制のための金融政策が引き金となって景気が後退。
1980年代初頭の景気後退(1980年)	6カ月	-2.2	7.8	BB(米国)	1979年のイラン革命とイラン新体制の石油輸出政策を受けて石油価格が高騰。カーター政権下の消費者信用抑制策で消費支出が減少。
1980年代初頭の景気後退(1982年)	16カ月	-2.9	10.8	BBB(米国)	インフレ抑制のための米連銀の金融引き締め策により、景気が再び後退。インフレ対策に注力したのは、1970年代に石油価格の高騰が高インフレを招いたため。
ラテンアメリカの債務危機	1981 - 1982年	NA	NA	A(ラテンアメリカ)、BB(グローバル)	ラテンアメリカ諸国は工業化とインフラ整備のために、1960年代から1970年代に多額の借入れを行った。大幅な財政・対外収支の不均衡により自国通貨が下落し、外貨建て債務の返済負担が高まった。
日本のバブル崩壊(1989年)	200カ月	NA	NA	BBB(日本)、BB(グローバル)	1986年から1989年にかけて日本の不動産価格と株価が急騰し、その後下落が始まり、緩やかながらも約20年にわたって続いた。
1990年代初頭の景気後退(米国)	8カ月	-1.3	6.9	BB(米国)	この景気後退は全体的にはやや小さめのものであったが、地域的な不動産バブルの崩壊が同時に発生した米国西海岸には大きな影響をもたらした。
1990年代初頭の景気後退(英国)	6カ月	-2.6	10.7	BBB(英国)	期間は短いが大規模な景気後退。英国は財政赤字と経常赤字に直面。これがERMへの圧力を増幅させた(英ポンドは欧州為替相場メカニズム(ERM)を通じて独マルクに連動していた)。また、英国とスウェーデンの銀行セクターの問題も景気後退に影響した。
1990年代初頭の北欧銀行危機(スウェーデン)	13カ月	-5.6	8.3	BBB(スウェーデン)	北欧での不動産バブルの崩壊が信用収縮と債務の圧縮を招いた。その影響が最も顕著だったのはスウェーデン。
1994年のメキシコ経済危機	9カ月	-15	NA	AA(メキシコ)、BB(グローバル)	財政赤字と経常赤字が数年続き、前例のない政治不安により、資本の海外流出が発生した。これが固定相場制の放棄とペソ切り下げにつながり、インフレ率上昇、銀行危機、景気後退を招いた。1995年はじめに米国から受けた200億ドルの融資が危機の解決を助けた。同融資は1997年に返済された。
タイ通貨危機(1997-1998年)	15カ月	-12.5	NA	AA(タイ)、BB(グローバル)	銀行貸し出しが長年にわたり急拡大した結果、資産価格が高騰し、経常赤字が拡大した。それを受けて実施されたタイバートの切り下げが引き金となり、東アジアの新興市場諸国全般に金融危機をもたらした。マクロ経済が最も打撃を受けた国はタイ、インドネシア、マレーシア、韓国であった。
1998年ロシア金融危機	12カ月	-9.1	12.2	A / AA(ロシア)、BB(グローバル)	これは1997年のアジア金融危機に続いて起きた商品価格の下落が引き金となり、ロシアで高まっていた財政圧力が増大した。1月から8月までにロシアでは株式市場が75%下落し、ルーブル建て債券の利回りは200%に、インフレ率は84%に達した。
アルゼンチン経済危機(1998-2002年)	- 48カ月	-25	21	AAA(アルゼンチン)、BB(グローバル)	アルゼンチン・ペソは米ドルに連動する固定相場制だった。ドル高、アルゼンチンが輸出する一次産品の価格下落、財政拡大策が同国の成長力を損ね、大規模な景気後退と資本の流出を招いた。2001年終わりに同国政府は債務交換と通貨の切り下げを行った後、ソブリン債務について広範囲なモラトリアム(債務支払い停止)を行った。
2001年景気後退	8カ月	-0.3	6.2	BB(米国)	企業の会計不正事件とITバブルの崩壊により、やや小さめな景気後退が発生した。

2008年金融危機	2008 - 2009年	-4.0 (米国)	10.0 (米国)	BBB(米国を含む多数国)	米国の住宅価格下落により、サブプライム融資を行っていた多くの金融会社が破綻し、さらには国債金融市場における流動性逼迫、信用逼迫に広がった。結果として、欧米の複数の金融サービスグループが破綻、または政府によって救済された。
1998年以降の 아일랜드 銀行危機	2008 - 2010年	-12.3	16.0	A(アイルランド)	不動産価格が急落し、国際市場での資金調達が難しくなったため、アイルランドの銀行と経済は国際的な危機から強い影響を受けた。

米国の景気後退は、1945年以降については全米経済研究所の基準による。1945年以前のリストは一部を選択したものである。1948年以前の各年のGDPと失業率のデータに基づく。NAはデータなし。

出所: 全米経済研究所、米商務省経済分析局、米労働省労働統計局、C.Romer 著「Remeasuring Business Cycles」(Journal of Economic History, vol.54, 1994年9月)、J.R.Barro 著「Macroeconomic Crises Since 1870」(Working Paper 13940, 全米経済研究所 2008年4月)、ブルームバーグ、アイルランド中央統計庁

10. シナリオは良好な状況を出発点とし、そこからかなり速いスピードで経済状況が悪化することを想定している。最初の状況があまり良好でない場合、それに相応して、より厳しいシナリオが求められる。したがって、シナリオは、すべての経済環境において普遍的に適用される格付け定義の一部ではない。例えば、ある発行体が「AAA」の格付けを取得するためには、当該発行体は、検討時点での実際の状況下で金融債務を履行する「極めて強い」能力を備えていなければならない。最初の状況が良くなければ、当該発行体やその債務はさらなる「極めて」大幅な悪化に耐える能力を有していなければならない。
11. 同様に、これらのストレスシナリオが、主に経済が高度に発達した国を想定したものであることには言及しておくべきだろう。発展途上国では経済が大きく頻繁に変動することがあるため、調整が妥当であろう。先進国においても、ある国の失業率が景気拡大期でも平均を上回っているなど、国ごとの構造的な差異があるため、シナリオの調整が必要な場合がある。さらに、ソブリン格付けを上回る格付けを付与する場合の規準は、ソブリン自体が債務不履行に至るシナリオを別途、考慮している。
12. さらに、これらのシナリオは各水準でのストレスの例を示しているに過ぎない。したがって、市場参加者は、S&P がこれらのシナリオしか考慮していないと誤解してはならない。S&P は経済状況によって、または地理的な検討事項やセクター固有の検討事項によって、必要に応じてシナリオを調整する可能性がある。このようなシナリオや類似のシナリオ下において債務不履行が生じないという保証もない。
13. 債務不履行の蓋然性が S&P の格付けにとって最も重要な要素であるため、格付けのパフォーマンスを評価するための主な基準となるのは、ある観測期間に債務不履行率が格付けのランクといかに整合していたか、ということである。すなわち、格付けが意図したとおりのパフォーマンスを見せた場合、格付けがより高い発行体や個別債務の観測期間中の債務不履行率は格付けがより低い発行体や個別債務より低いはずである。
14. しかし、各格付けカテゴリーにおいて具体的な債務不履行率を特定することはしない。また、上の表に示した経済ストレスに具体的な債務不履行率を特定することもしない。反対に、景気循環の後退局面、拡張局面においては、すべての格付けカテゴリーの実績債務不履行率が上下する。また、一般に、景気の変動がすべてのセクターと地域に同程度のストレスをもたらすわけではない。したがって、格付けが同程度の異なるセクターの発行体の債務不履行率が近い水準に収斂するのは、極めて長期間（数回の景気循環を含む期間など）を経たのちに限られると考えられる。

3. 債務不履行後の回収の見直し

15. 債務不履行の蓋然性のほかにも格付けに影響することのある要素がある。一部の個別債務格付けについてのそのような要素の1つが、格付け対象の債務が債務不履行となった後の回収の見直しである。企業が優先債務と劣後債務の両方を発行した場合、通常は、債務不履行後の回収見通しの弱い劣後債務には、たとえ債務不履行の蓋然性がまったく同じと予想していても、優先債務より低い格付けを付与する。S&P ではそのような回収の見直しを、倒産もしくは同様の法的手続きにおける格付け対象債務の支払いの優先順位、あるいは仮定の債務不履行シナリオに基づいて予想する債務の回収率に基づき、一部の格付けに、一般的には証券化以外の債務の格付けに織り込む。

4. 信用力の安定性

16. 信用力のもう 1 つの要素は、信用力の安定性である。一部の種類の発行体や個別債務においては、信用力が悪化する場合でもそれが緩やかなペースにとどまる傾向があり、債務不履行の蓋然性が経済・事業環境の変化の影響をそれほど受けやすすくない場合がある。他の種類の発行体や個別債務は、急速に悪化したり、債務不履行の蓋然性がより急速に変化する場合がある。信用力の安定性の違いは、信用力の違いとなる。
17. 以下の表に示している通り、S&P では信用力の安定性を、格付けの制約要因として用いている。同表は、中程度のストレス（格付け「BBB」のストレス）がかかった状況下で、格付けが 1 年間あるいは 3 年間に通常であれば最大どの程度悪化しようと S&P が考えているかを、格付け水準ごとに示したものである。例えば、中程度のストレス状況下において、格付けが 1 年以内に「A」を下回るか、あるいは 3 年以内に「BB」を下回る可能性が高いと考えられる場合には、通常は「AA」の格付けを付与することはない。

**格付けの制約要因としての信用力の安定性
中程度のストレス状況下における格付けの最大悪化幅(1 年間および 3 年間)**

当初格付け	AAA	AA	A	BBB	BB	B
1 年間	AA	A	BB	B	CCC	D
3 年間	BBB	BB	B	CCC	D	D

*これらの信用力の変化は、一定の期間に格付け先の発行体や債務の信用力が悪化する度合いに関する S&P の予想を示したものではない。また、格付け先の発行体や証券の過去にみられた信用力の悪化水準を表している訳でもない。加えて、住宅、エネルギー、小売り、運輸といった特定の事業分野では、特定期間に受けるストレスの度合いが異なることもある。さらに、信用力の安定性を考慮する際に重視するのは、法改正や不正行為、企業の買収といった特殊なリスクではなく、通常の事業リスクである。