

S&Pの格付と 分析手法

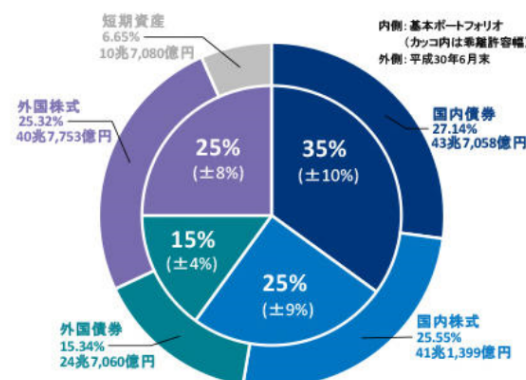
S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社
山本武成
代表取締役社長

Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of S&P Global Ratings.
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved

債券投資と格付の関係

- 国債・社債等に投資する債券投資は、株式投資と並ぶ資産運用の柱
(160兆円を運用するGPIFの資産構成はその半分以上が債券)

■ 運用資産額・構成割合（年金積立金全体）



- 定期預金のようにキャピタルゲイン/ロスがないと思われがちだが、投資家が要求する利回りの変化で債券価格は上下し、流動性があるので売買で評価益/損を実現可。
- 投資家が要求する利回りを構成する要因の一つが発行体の債務返済能力。信用格付は企業の債務返済能力の程度を示す格付会社の意見。
- 格上げ（格下げ）されると要求利回りが下がって（上がって）、債券価格が上昇（下落）する。

社債投資と格付の関係（発行体と社債投資家の視点）

- 発行体にとっての格付：格付は高いほど良い
格上げ（格下げ）→今後調達金利の低下（上昇）。
既発債の支払金利は変わらない。（既発債の時価は変化するがそれは社債を保有する投資家側の利害）
- 投資家にとっての格付：より複雑な動機
社債投資家の目的は良い運用成績を上げること。Buy Low、Sell Highが基本。債券を買うときは、信用力を低めに評価してでも安価に購入し、一旦購入した後は、信用力を高めに評価して高価で売却したいと考える。
- 社債の新規発行にあたっても同様。発行体は出来るだけ低い金利で発行したいが、債券投資家は発行体から出来るだけ高い金利を受け取りたい。したがって、発行体は自社の信用力を過大に、社債投資家は発行体の信用力を過少に評価する動機が存在する。

→格付会社が独立した立場から提供する信用力情報へのニーズ

格付会社の独立性を考える

- 誰から報酬を得るビジネスモデルなのか？

発行体から報酬：格付会社が幅広く情報発信するのに適するが、発行体との利益相反の可能性がある。

投資家から報酬：発行体の影響からは遮断されるが、投資家との利益相反の可能性もある。（情報発信は？発行体からの情報提供は？）

税金による報酬：政府系以外の発行体と投資家との利益相反はないが、主要発行体である国や地方公共団体と利益相反の可能性もある。（国際的に比較可能な格付を提供可能か？）

→どんなビジネスモデルであっても、厳格な利益相反防止措置が必要

- 格付パフォーマンス
甘い格付を付与していれば、その後に格下げやデフォルトが頻発することになる。格付会社の格付推移表は格付会社の成績表であり、格付会社の信頼度の判断材料になる。
- 格付分析手法（クライテリア）
公開されたクライテリアを精査することで、格付会社の手法が信頼に足るかを利用者が判断することができる。クライテリアが公開されることで、アナリストが恣意的に格付結果を歪めることは困難になる。

S&Pの格付け定義

S&Pの格付けは発行体および個別債務の信用力についてのフォワードルッキング（先見性を持った）な意見を示すものである。

- 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。
- 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。

“AAA”の格付けが付与された発行体や個別債務は、“BBB”の格付けが付与された発行体や個別債務よりもより信用力が高いとS&Pは考えている。

S&Pの格付けカテゴリー

投資適格格付け

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い。
A	債務者がその金融債務を履行する能力は高いが、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。
BBB-	市場参加者から投資適格の格付けのうち最も低い格付けとみなされる

投機的格付け

BB+	市場参加者から投機的な格付けのうち最も高い格付けとみなされる
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いる
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、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。
C	倒産の申し立て等がなされているが、現時点では支払は継続している
D	契約に基づく金融債務の支払いに不履行が生じている

Ratings from 'AA' to 'CCC' may be modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to show relative standing within the major rating categories.

広範囲なカバレッジと厚み

セクター

事業法人	金融機関	保険会社	公的部門	ストラクチャードファイナンス
- 一般事業会社 - 公益企業 - プロジェクトファイナンス	- 銀行 - 証券会社 - 金融会社 - その他金融機関	- 債券 - 医療保険 - 生命保険 - 損害保険 - 再保険/スペシャルティ	- パブリックファイナンス (米国以外) - パブリックファイナンス (米国) - ソブリン	- ABCP - ABS - CDO - CMBS - RMBS - サービサー評価

業界/資産クラス内訳

一般事業会社	公益企業	プロジェクト ファイナンス	米国パブリック ファイナンス	コラテラルタイプ	
・ 航空宇宙、防衛 ・ 自動車、自動車部品 ・ 建材 ・ 資本財 ・ 化学 ・ 商用・専門サービス ・ 消費財 ・ 容器、包装	・ エネルギー ・ ヘルスケア ・ 住宅建設 ・ ホテル、ゲーム ・ IT ・ メディア、エンターテイメント ・ 金属、鉱業 ・ 紙製品、木材 ・ 不動産 ・ 小売 ・ 通信 ・ 運輸	・ 電気 ・ ガス ・ マルチ ・ 上下水道	・ 製造業 ・ レジャー、ゲーム ・ 自然資源/鉱業 ・ 石油、ガス ・ 電力 ・ PFI/不動産 ・ 通信 ・ 運輸	・ Appropriation ・ チャータースクール ・ ヘルスケア ・ 高等教育 ・ 住宅 ・ Public Finance Structured ・ Tax Secured ・ 運輸 ・ ユーティリティ	・ ABS：クレジットカード、自動車ローン、自動車リース、学生ローンなど ・ RMBS：プライム、ノンコンフォーミング、バイ・トゥ・レットなど ・ ストラクチャード・クレジット：レバレッジドローン CLO、コーポレート キャッシュフローなど ・ CMBS：複数世帯住宅、店舗、事務所など ・ ABCP：マルチセラーコンドユイット、シングルセラーなど

S&Pグローバル・レーティング 格付の比較可能性

S&Pグローバル・レーティングは格付けの比較可能性を高めるために仮想のストレスシナリオを用いる

- 「AAA」のストレスシナリオ

「トリプルA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考ええる。

S&Pグローバル・レーティング 格付の比較可能性

- 「BBB」のストレスシナリオ

「トリプルB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。

- 「B」のストレスシナリオ

「シングル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

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スタンダード&プアーズの見解

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
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、その後下落が始まった。地価の下落は終息しておらず、2009年まで続いているほか、株価も低迷が続いている。
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ツの切り下げが引き金となって、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、大幅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、やや小規模な景気後退が発生した。

S&Pグローバル・レーティング デフォルト・スタディ：グローバル・コーポレート

Global Corporate Average Cumulative Default Rates (1981-2017)

(%)

Rating	--Time horizon (years)--														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.03	0.13	0.24	0.35	0.46	0.51	0.60	0.65	0.71	0.74	0.77	0.80	0.86	0.93
AA	0.02	0.06	0.12	0.22	0.32	0.43	0.53	0.60	0.68	0.75	0.82	0.89	0.95	1.01	1.07
A	0.06	0.14	0.24	0.37	0.51	0.66	0.85	1.01	1.17	1.34	1.50	1.64	1.79	1.93	2.09
BBB	0.17	0.49	0.84	1.26	1.70	2.13	2.50	2.87	3.23	3.58	3.94	4.24	4.52	4.81	5.11
BB	0.68	2.13	3.83	5.53	7.11	8.57	9.81	10.92	11.90	12.77	13.49	14.14	14.72	15.24	15.80
B	3.59	8.25	12.26	15.44	17.88	19.88	21.48	22.76	23.90	24.95	25.84	26.53	27.15	27.75	28.34
CCC/C	26.82	36.03	41.03	43.97	46.22	47.13	48.33	49.23	50.08	50.71	51.20	51.71	52.34	52.82	52.82
Investment grade	0.10	0.26	0.45	0.68	0.92	1.17	1.40	1.61	1.82	2.03	2.23	2.40	2.57	2.73	2.91
Speculative grade	3.75	7.31	10.39	12.90	14.95	16.64	18.05	19.23	20.27	21.21	22.00	22.65	23.25	23.80	24.34
All rated	1.50	2.95	4.22	5.29	6.18	6.94	7.57	8.12	8.60	9.05	9.44	9.77	10.07	10.35	10.63

Sources: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

S&Pグローバル・レーティング デフォルト・スタディ：ソブリン

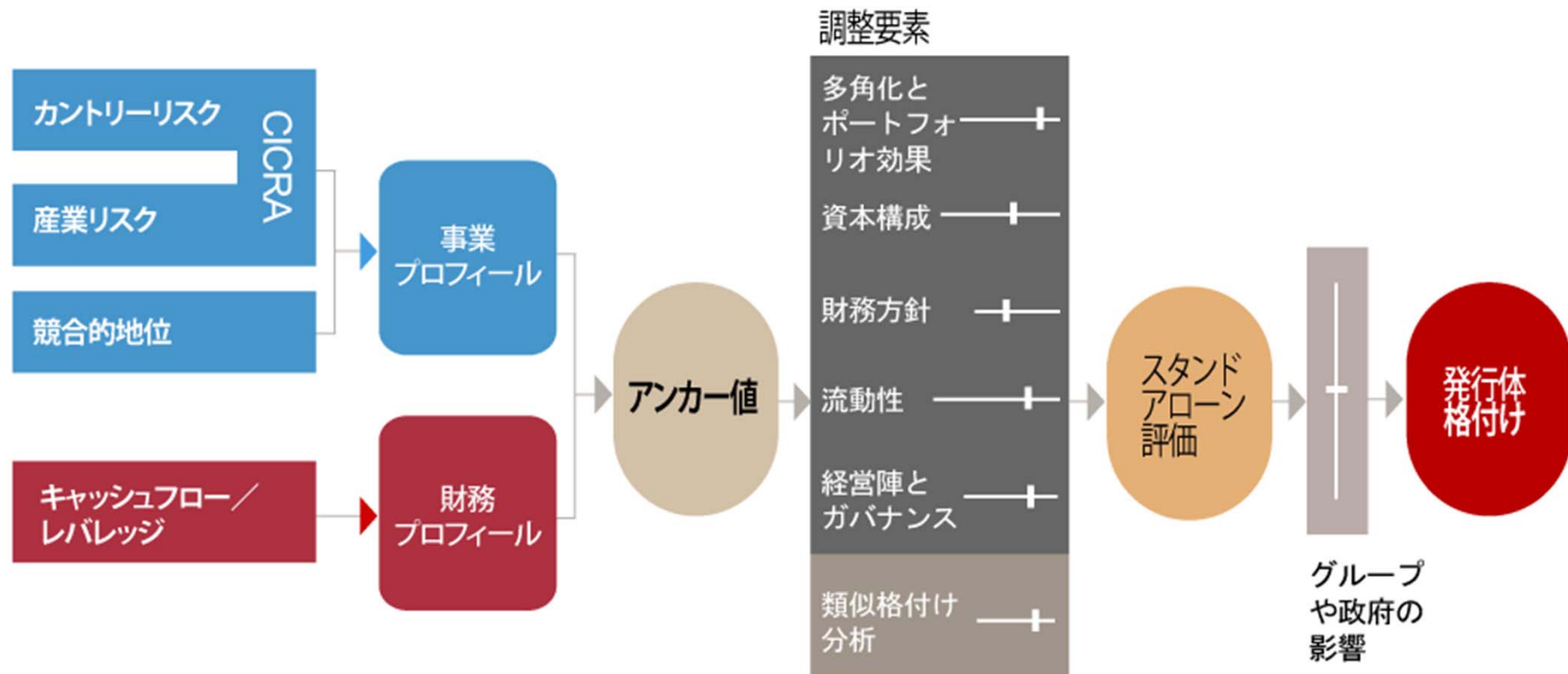
Sovereign Foreign-Currency Cumulative Average Default Rates Without Rating Modifiers (1975 - 2017)

Rating	--Time horizon (years)--														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.28	0.88	1.50	2.14	2.82	3.55	4.34	5.20	6.13	7.17	8.33	8.99	9.74
BBB	0.00	0.53	1.38	1.99	2.66	3.38	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	4.47	5.23
BB	0.44	1.61	2.35	3.12	4.22	5.41	6.99	9.04	10.52	11.73	12.62	13.61	14.70	15.94	16.64
B	2.40	5.86	8.90	11.93	14.95	17.34	19.97	22.55	24.21	25.62	27.79	29.69	30.44	31.33	32.44
CCC/CC	41.03	48.72	56.82	59.51	62.21	67.61	70.31	70.31	70.31	70.31	70.31	70.31	70.31	70.31	70.31

Default rates conditional on survival. Ratings are implied senior debt ratings through 1995 and sovereign credit ratings thereafter. Horizons consist of monthly cohorts for specified periods annualized. Source: S&P Global Fixed Income Research.

S&Pの格付分析手法（事業会社）

事業会社の格付け規準の枠組み



事業プロフィール

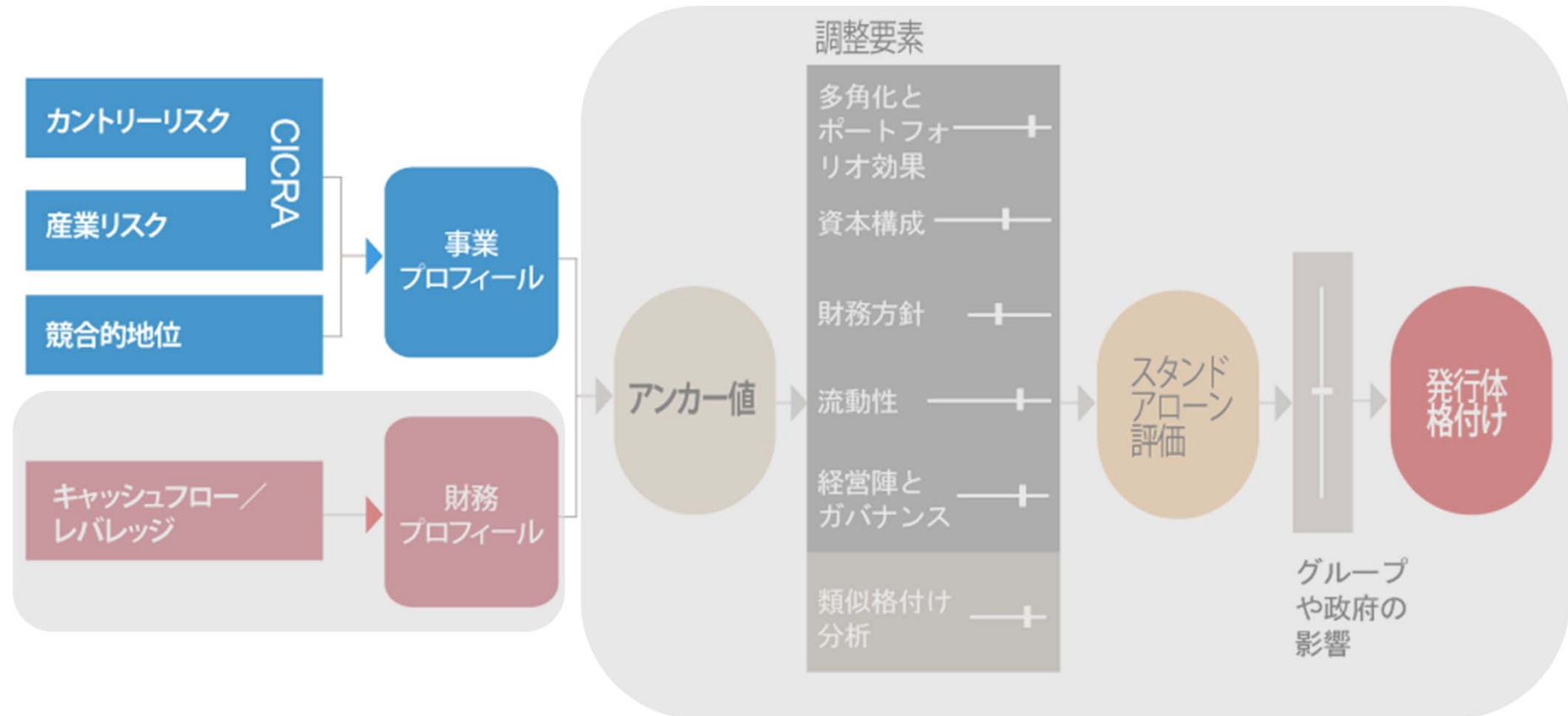
事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法



事業プロフィール

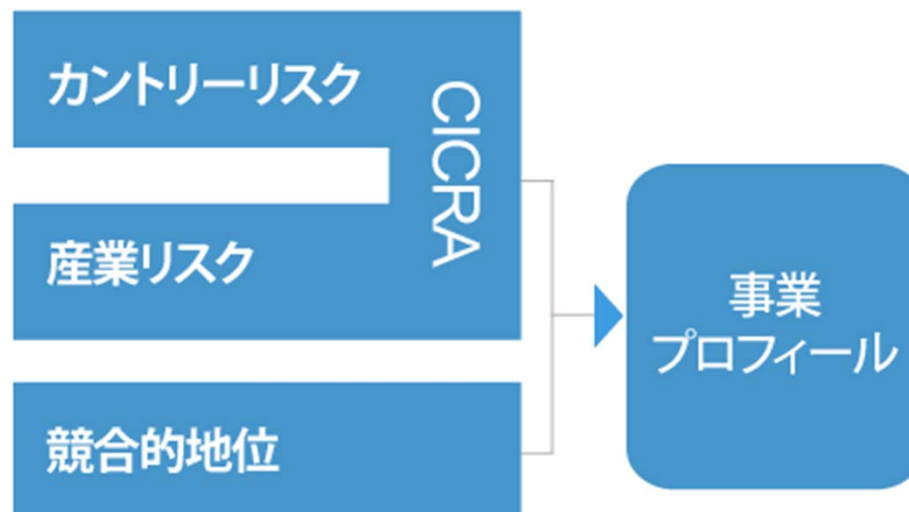
事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法



事業プロフィール分析の精緻化

産業別カントリーリスク評価
(Corporate Industry and
Country Risk Assessment、
CICRA)

競合的地位の構成要素を明確に規定

- ・ 競争優位性
- ・ 事業の規模・範囲・分散
- ・ 経営効率
- ・ 収益性

競合的地位のグループプロフィール
： 構成要素のウェイト付けから導出

CICRA – カントリーリスク

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

カントリーリスク



CICRA – 産業リスク

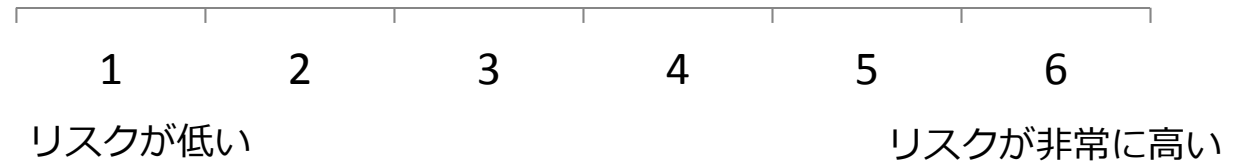
事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法



産業リスク評価には、2つの主要構成要素が織り込まれている

- 産業の循環性
- 産業の競合リスクと成長環境

38の産業に産業リスクの評価が設定されている

競合的地位

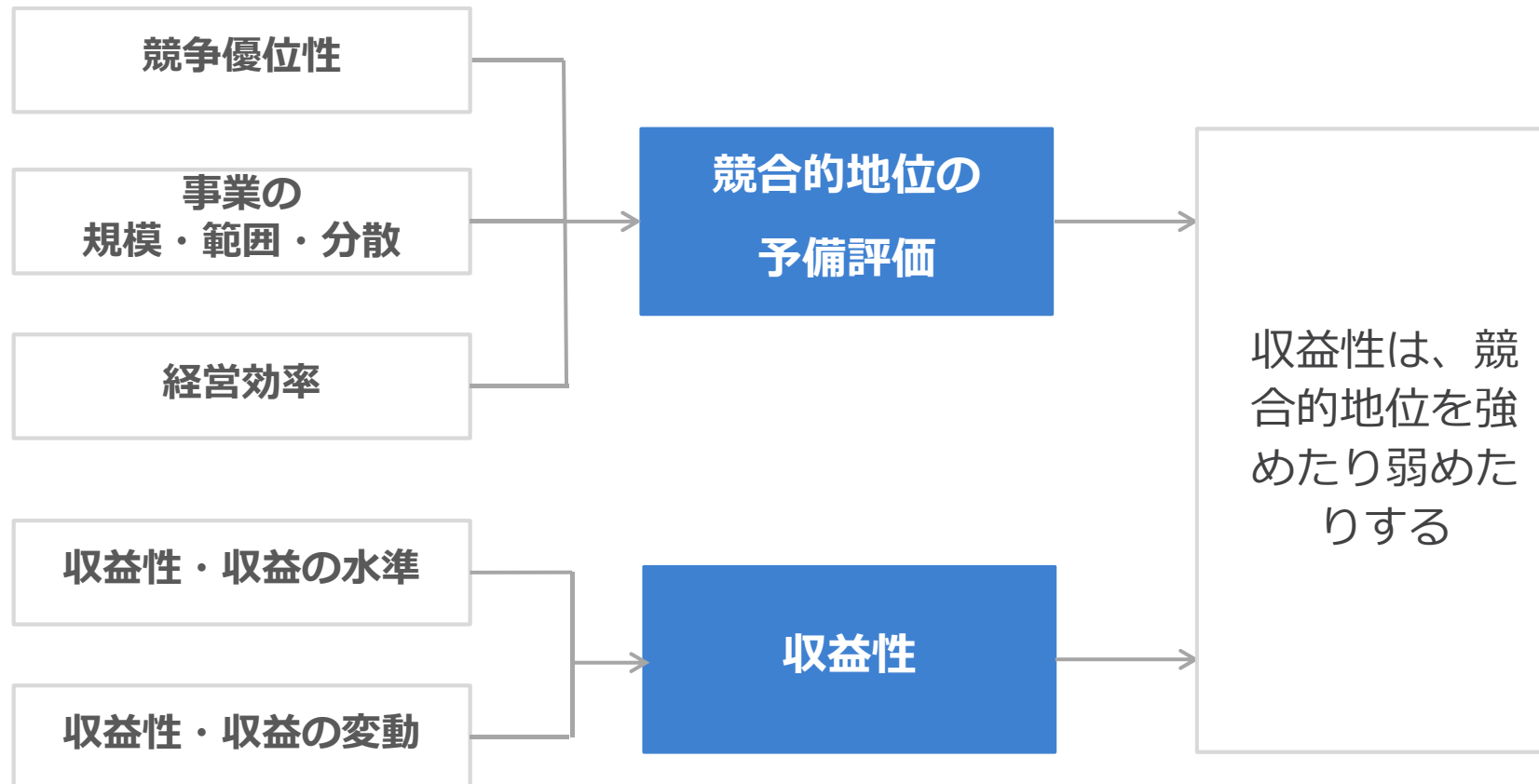
事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法



財務プロフィール

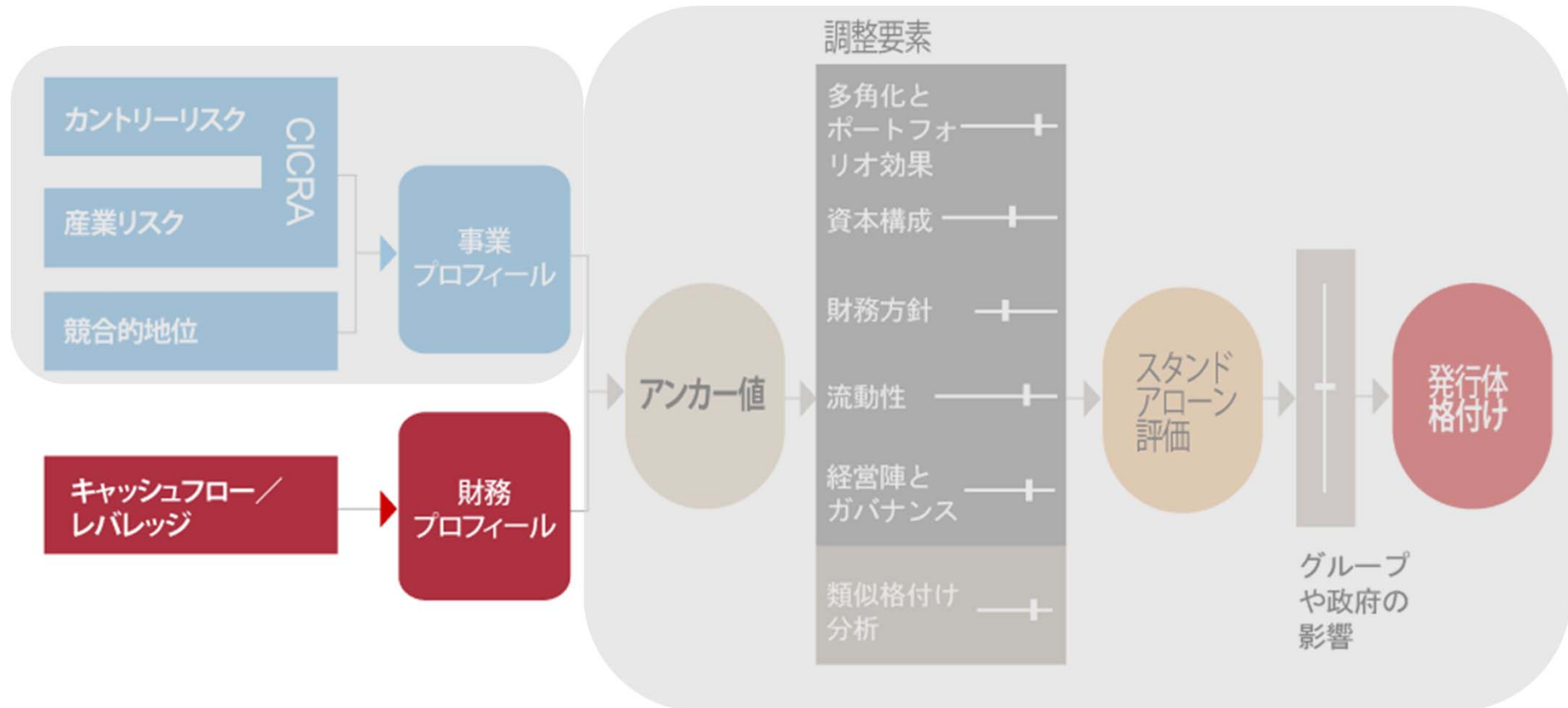
事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法



財務プロフィール

事業プロ
フィール

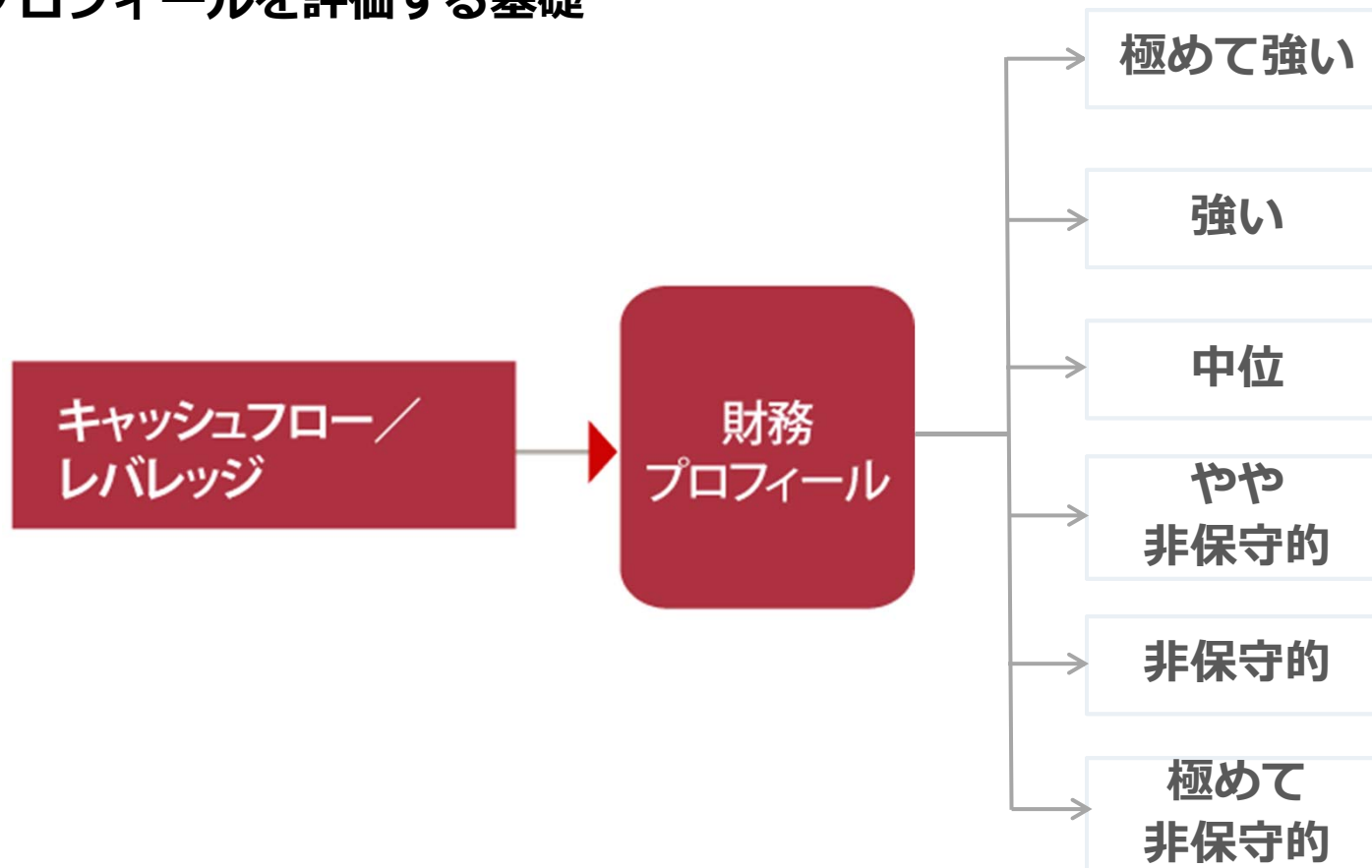
財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

キャッシュフロー／レバレッジの分析が、事業会社
の財務プロフィールを評価する基礎



キャッシュフロー指標のベンチマーク

標準的な変動性

- 低い変動性、中間の変動性以外のケース

キャッシュフロー／レバレッジ分析の指標——標準的な変動性							
キャッシュフロー／ レバレッジの評価	コア指標		カバレッジに関連する補足指標		元本償還に関連する補足指標		
	FFO/有利子 負債（％）	有利子負債 /EBITDA(倍)	FFO/現金 支払利息(倍)	EBITDA/ 支払利息(倍)	CFO/有利 子負債(％)	FOCF/有利 子負債(％)	DCF/有利 子負債(％)
極めて強い (minimal)	60 超	1.5 未満	13 超	15 超	50 超	40 超	25 超
強い (modest)	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
中位 (intermediate)	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
やや非保守的 (significant)	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
非保守的 (aggressive)	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
極めて非保守的 (highly leveraged)	12 未満	5 超	2 未満	2 未満	10 未満	5 未満	2 未満

FFO／有利子負債

有利子負債／EBITDA

- これらの元本償還に関連する指標をベンチマークと比較して、事業会社のキャッシュフロー／レバレッジの予備評価を導出する
- これらの指標はまた、事業会社の財務リスクの相対的なランク付けを行う際にも有益

補足指標

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
手法

- 通常、5つの標準的な補足指標を検討する
- 関連する業界の格付け規準「KCF」で、追加的な補足指標が導入されていることもある
- 標準的な補足指標の1つまたは複数の指標を重点的に使うこともある

元本償還に関連する指標

- 1) 営業活動によるキャッシュフロー（cash flow from operations = CFO）／有利子負債
- 2) フリーオペレーティングキャッシュフロー（free operating cash flow = FOCF）／有利子負債
- 3) 配当支払い後フリーキャッシュフロー（discretionary cash flow = DCF）／有利子負債

カバレッジ指標

- 1) $(\text{FFO} + \text{支払利息}) / \text{現金支払利息}$
- 2) $\text{EBITDA} / \text{支払利息}$

補足指標の選択（1）

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
手法

- CFLの予備評価が「**中位**」またはそれより高い場合、3つの標準的な補足指標を適用する
 - ✓ CFO／有利子負債
 - ✓ FOCF／有利子負債
 - ✓ DCF／有利子負債
 - ✓ FOCF／有利子負債とDCF／有利子負債が、他の評価より低い場合
 - 平均を上回る設備投資を行っている
 - その他の営業活動以外の現金の分配（配当を含む）を行っている---ことを示唆している
- CFLの予備評価が「**やや非保守的**」か、それより低ければ、2つのカバレッジ指標を補足指標としてより重視する
 - ✓ (FFO＋支払利息)／現金支払利息
 - ✓ EBITDA／支払利息（EBITDAインタレスト・カバレッジ）

補足指標の選択（2）

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

- 資本集約型の事業会社の場合
 - ✓ EBITDAとFFOはその会社の財務力を過大評価している可能性がある
 - ✓ FOCFは金融債務に対応するキャッシュフローをより正確に反映している可能性がある
 - ✓ これらの会社については、FOCF／有利子負債をより重視する
 - ✓ 資本集約型の事業会社
 - 売上高（販売額）に対する継続的な設備投資額の比率が10%超
 - 売上高（販売額）に対する減価償却費の比率が8%超

補足指標の選択（3）

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

- 運転資本集約型の事業会社の場合

- ✓ EBITDAとFFOが財務力を過大評価している可能性がある
CFOの方がより正確な尺度となりうる
- ✓ これらの会社の場合、CFO／有利子負債の補足指標をより重視する
- ✓ 運転資本集約型の事業会社
 - 運転資本／売上高が25%を超える
 - 運転資本の季節的変動が大きい
- ✓ 主要な業界：運転資本二一ズが企業の財務の柔軟性を低下させる
 - 資本財
 - 金属鉱業の下流事業
 - 小売り、レストラン

キャッシュフロー／レバレッジ (CFL)

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

ステップ 1:
対象期間5年以上の指
標に比重を適用する

ステップ 2:
コア指標を該当するベ
ンチマーク表の同指標
のレンジと比較する

ステップ 5:
変動性の調整に基づき
最終的なCFL評価を
決定する

元本償還に関連する
コア指標

補足指標 +
業界別追加指標

キャッシュフロー／
レバレッジ予備評価

ステップ 3:
補足指標の重要性を
決定する

キャッシュフロー／
レバレッジ調整後評価

ステップ 4:
補足指標が示す結果が
異なる場合、調整後
CFL評価を導出する

変動がある場合、
1段階引き下げる
ことがある

変動が激しい場合、
2段階引き下げる
ことがある

キャッシュフロー／レバ
レッジ最終評価

指標定義

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

余剰現預金

- S&Pの調整後負債指標は、「余剰現預金」を有利子負債と準有利子負債から差し引いて算出されている
- S&Pでは一般に、期末の公表ベースの現預金から、有利子負債を直ちに返済するため利用できないと判断する額を差し引いて「余剰現預金」を推計する

出発点

S&Pでは現金等価物を25%評価減する

入手可能な情報により、現金等価物を利用できない可能性がより大きくなるかより小さくなると判断された場合、評価減の割合を引き上げたり引き下げたりする

利用不可能な現預金を特定する

利用不可能性
交換不能通貨、流通制限（エスクロー、補助貨幣）、現金の本国送金に伴う税効果、会社の登記簿上の国以外でカントリーリスクが高いもしくは非常に高い国で保有している現預金

所有権および事業リスクについて考慮すべき事項

S&Pでは、一般的に、事業プロフィールが「弱い」もしくは「非常に弱い」か、事業会社がファイナンシャル・スポンサーに所有されている場合、有利子負債から現金を差し引かない。但し、発行体が満期債務の返済のために現預金を用いた実績がある場合は、上記のようなケースでも余剰現預金を控除する

指標定義

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

EBITDA : 広く用いられ、CF指標として比較しやすい。PLだけで作るのでCFとして限界がある。
支払利息を除くため利払い負担が重い場合はCFを過大評価する

= 売上高 - 営業費用 + 減価償却費 + 無形固定資産償却費 + 固定資産の減損と減損戻入れ
±適用対象となる各種調整(リ-入、年金債務等) + 関連会社からの現金配当

FFO : 運転資本増減にかかわらず、事業会社に本来備わっている、事業からの経常的CFを創出する能力を推計する。FFOは運転資本の前期比の変動を平滑化するために、多く用いられるが、運転資本の増減の評価が重要であれば、FFOに依存しない

= EBITDA - 純支払利息 - 当期税金費用 ± 適用対象となる各種調整

CFO : 運転資本集約型の業界や運転資本の変動が大きい業界の企業を評価するうえで重要。運転資本は、CF創出の主要な要素である。

= 営業用資産・負債の増減による利益への影響 (= 運転資本) を含む、営業活動から生じたCFを反映する指標

FOCF : 会社の中核事業から創出した現金を表す。資本集約度が非常に高い業界の会社の場合、FFO/有利子負債や有利子負債/EBITDAは、潜在的に重大な設備投資を捉えないため、FOCF/有利子負債がよい。成長段階の会社は成長投資が必要なためFOCFが小さいかマイナスになりがち

= CFO - 設備投資 ± 適用対象となる各種調整

DCF : 投資適格ではDCF/有利子負債は配当支払いに関わる決定など会社の財務方針をより十分に反映するため、将来のCFの適正性を示す重要な指標となる

= FOCF - 普通株と優先株の現金配当支払い額 ± 適用対象となる各種調整

アンカー値と調整要素

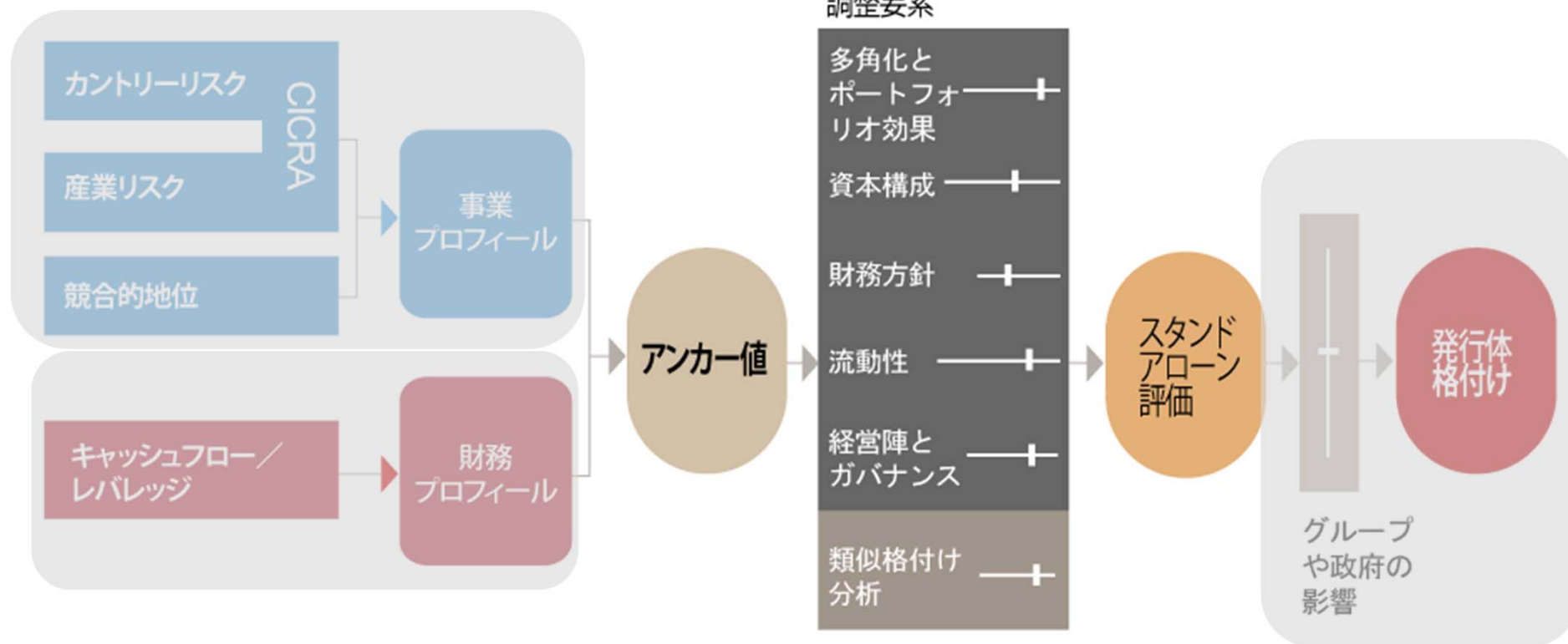
事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法



アンカー値（1）

事業プロ
フィール

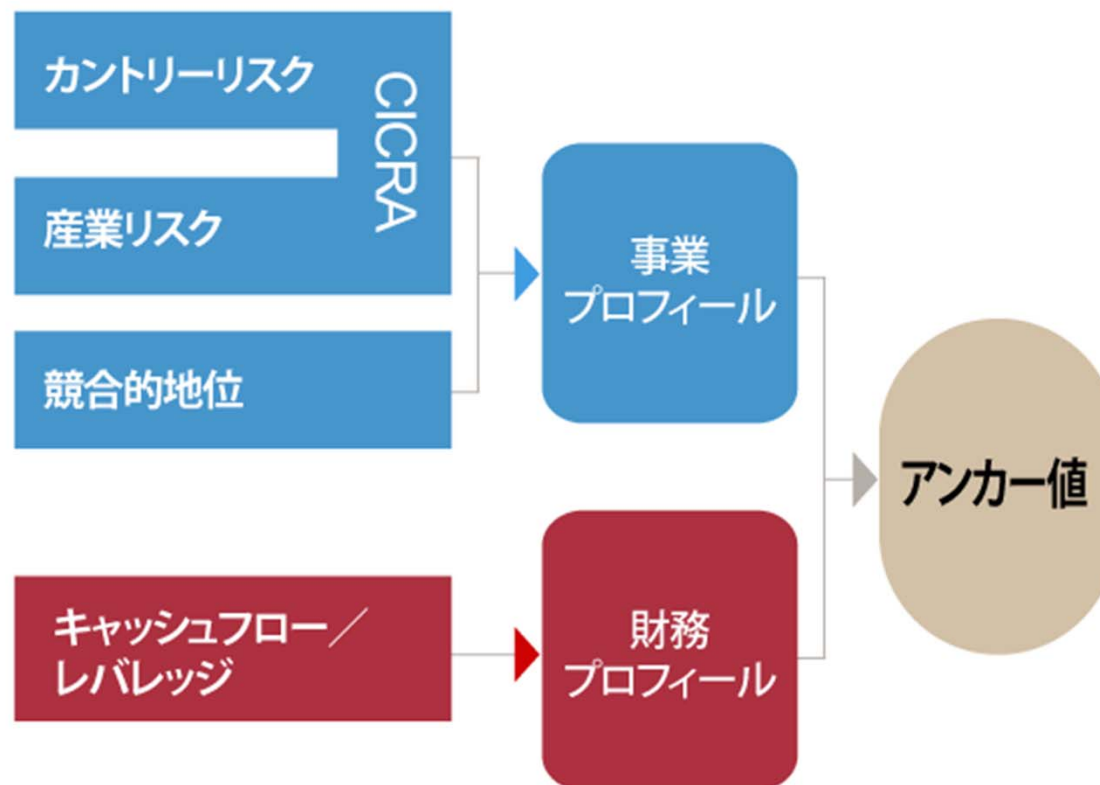
財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
手法

事業プロフィールの評価と財務プロフィールの評価を組み合わせ、
発行体のアンカー値を決定する



アンカー値（2）

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

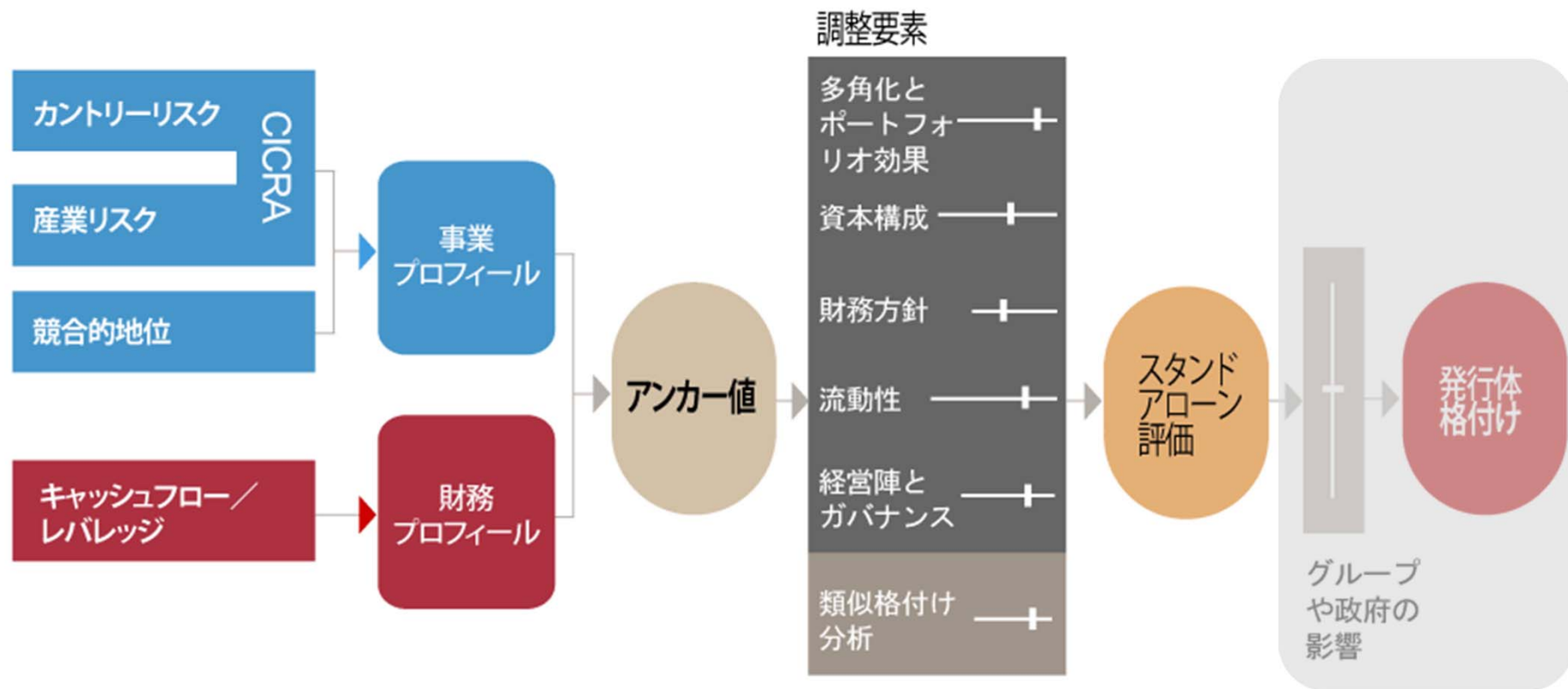
グループ格付
け手法

		財務プロフィール					
事業プロフィール		1 極めて強い (minimal)	2 強い (modest)	3 中位 (intermediate)	4 やや非保守的 (significant)	5 非保守的 (aggressive)	6 極めて非保守的 (highly leveraged)
	1 極めて強い (excellent)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
	2 強い (strong)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
	3 中位 (satisfactory)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
	4 やや弱い (fair)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
	5 弱い (weak)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
	6 非常に弱い (vulnerable)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

事業プロフィールと財務プロフィールの評価の組み合わせに2つのアンカー値が記載されている場合:

- 財務プロフィールが「4」またはそれより上位の場合、アンカー値は事業プロフィールの相対的な強さに基づく
- 財務プロフィールが「5」または「6」の場合、アンカー値はキャッシュフロー／レバレッジの相対的な強さに基づく

調整要素



調整要素

事業プロ
フィール

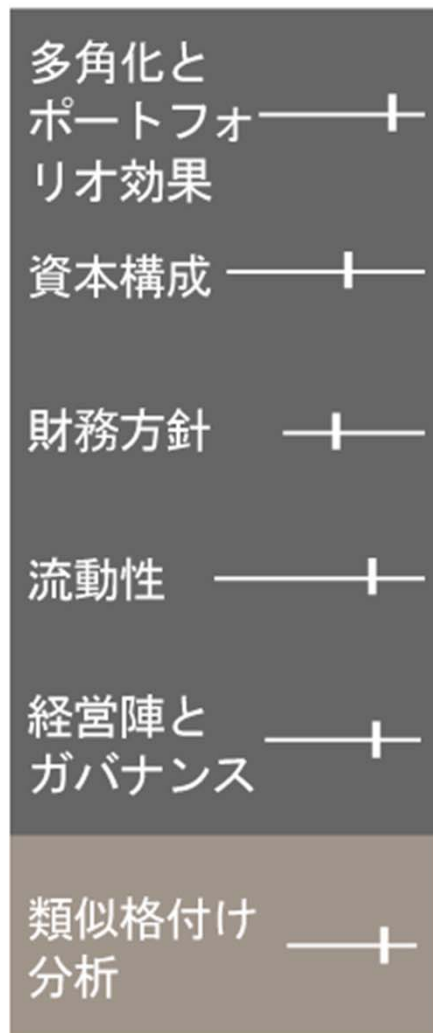
財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

調整要素



アンカー値に適用するノッチ数を決定するため、これらの調整要素に**特定の評価**が用いられる

調整要素は、**アンカー値を1ノッチ以上引き上げるか引き下げることがあるが、アンカー値に全く影響がない場合もある**

これらの調整要素を一つ以上用いて、**アンカー値を「b-」より下位に引き下げることとはできない**

多角化と ポートフォリオ効果

事業プロ
フィール

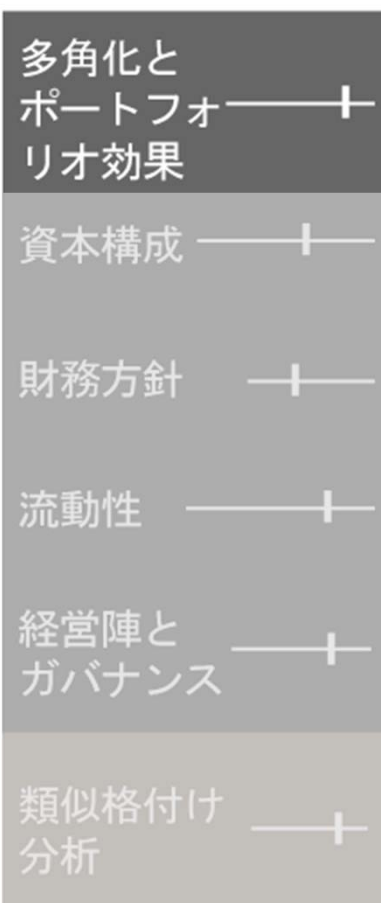
財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

調整要素



ある程度 の多角化	+ 1
極めて多 角化	+ 2

多角化のメリットを特定

完全な相関関係のない複数の収益源を持つことは、事業会社のデフォルト（債務不履行）リスクを低減する

コングロマリットとみなすケースに適用

- **少なくとも3つ以上**の異なる事業セグメントを有する
- 各セグメントのEBITDA/FOCFへの寄与度が**10%以上**
- 最も規模が大きいセグメントの寄与度が **50%未満**
- 「ある程度の多角化」のコングロマリットの場合、アンカー値は**最大1ノッチ引き上げ**られる可能性がある
- 「極めて多角化」のコングロマリットの場合、アンカー値は**最大2ノッチ引き上げ**られる可能性がある

資本構成

調整要素

多角化と
ポートフォ
リオ効果

資本構成

財務方針

流動性

経営陣と
ガバナンス

類似格付け
分析

非常にポジ ティブ	+2
ポジティブ	+1
中立的	--
ネガティブ	-1
非常にネガ ティブ	-2 あるいはそれ以下

キャッシュフロー／レバレッジの分析で
対象とならない
事業会社の資本構成に内在するリスクを
評価する

Tier I リスク
内訳項目

債務の為替
リスク

債務の償還
プロフィール

Tier II リス
ク内訳項目

債務の金利
リスク

スタンドアロー
ン内訳項目

投資

財務方針

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

調整要素

多角化と
ポートフォ
リオ効果

資本構成

財務方針

流動性

経営陣と
ガバナンス

類似格付け
分析

財務方針の調整は、キャッシュフロー／レバレッジ評価における標準的な想定から導出した結論の域を超えた事業会社のリスクについてのS&Pの見解を精微化するものである

ファイナンシャル・スポンサー所有（出資比率 40%以上）

FS-4

FS-5

FS-6

FS-6
(マイナス)

財務プロ
フィール
評価は4

財務プロ
フィール
評価は5

財務プロフィール評価は6

ファイナンシャル・スポンサーに支配されていない事業会社

財務方針の枠組み

財務規律

サポーティブ／
ノン・サポーティブ

ポジティブ、中立的、
ネガティブ

ポジティブ

中立的

ネガティブ

S&P Global

流動性

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
手法

調整要素

多角化と
ポートフォ
リオ効果

資本構成

財務方針

流動性

経営陣と
ガバナンス

類似格付け
分析

発行体の他のほとんどの格付け要因と異なり
**流動性の欠如は、そのほかの点では健全な会社の
デフォルトを引き起こす可能性もある**
流動性は絶対額ベースで計測する各社固有の特性で
同業他社や同じ格付けカテゴリーに属する他社との
相対的評価ではない

流動性の評価区分：

極めて高水準

高水準

十分

「十分」な流動性は格付けにとっ
て中立的である

やや低水準

スタンドアローン評価は「bb+」が
上限となる

低水準

スタンドアローン評価は「b-」が上
限となる

経営陣とガバナンス

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
手法

調整要素

多角化と
ポートフォ
リオ効果

資本構成

財務方針

流動性

経営陣と
ガバナンス

類似格付け
分析

S&P のあらゆる格付け手法のなかで定性的側面が
最も強いものの1つ
分析は実際の証左に基づく

経営陣			ガバナンス	
ポジティブ	中立的	ネガティブ	中立的	ネガティブ
1. 戦略策定プロセス			1. 取締役会の有効性	
2. 戦略と、組織の対応能力・市場環境との整合性			2. 創業者の所有権または支配的所有権	
3. 戦略の遂行状況をモニター・調整・コントロールする能力			3. 経営文化	
4. 全社的リスク管理基準と許容度の包括性（網羅性）			4. 規制・税制・法制面での違反行為	
5. 業績目標			5. 情報の伝達	
6. 経営陣の業務運営能力			6. 内部統制	
7. 経営陣の専門知識と経験			7. 財務報告と透明性	
8. 経営層の厚みと幅				

類似格付け分析

事業プロ
フィール

財務プロ
フィール

アンカー値

調整要素

グループ格付
け手法

調整要素

多角化と
ポートフォ
リオ効果

資本構成

財務方針

流動性

経営陣と
ガバナンス

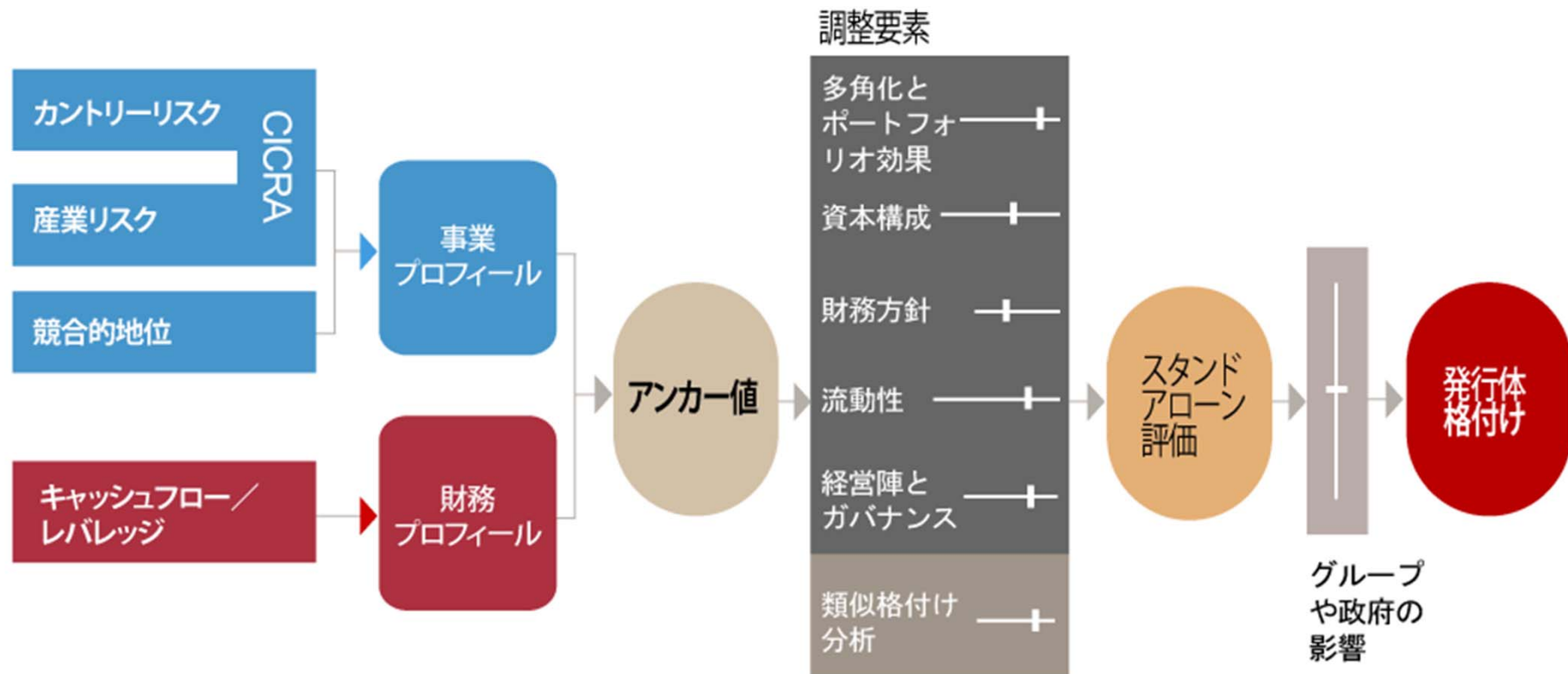
類似格付け
分析

**事業会社のスタンドアローン評価を
決定する過程の最後の手順**
他の各調整要素を用いて調整した後、
さらにスタンドアローン評価を微調整する
場合に用いる

「ポジティブ」あるいは
「ネガティブ」と評価することは例外的で
はなく、むしろ**普通**に行われる

類似格付け分析においては、アンカー値は
上下いずれかの方向で1ノッチ修正
されることがある

事業会社の格付け規準の枠組み



日本たばこ産業（JT）の格付推移

格付け履歴	
日付	発行体格付け
2018年 3月26日	AA-/ネガティブ/A-1+
2016年12月16日	AA-/安定的/A-1+
2013年 7月 4日	AA-/安定的/---
2012年 8月 3日	A+/ポジティブ/---
2007年 4月19日	A+/安定的/---
2007年 3月13日	A+/CWネガティブ/---/---
2006年12月15日	AA-/CWネガティブ/---/---
1999年 6月17日	AA-/安定的/---

2018/3/26 アウトルックを「ネガティブ」に変更：度重なるM&Aで財務の健全性が徐々に低下

2013/7/4 AA-に格上げ：キャッシュフローが増加、財務指標が「AA-」に見合う水準に改善

2007/4/19: A+に据え置き：財務基盤は中期的には格付けに見合う水準まで回復すると判断。今後数年間は海外での大型のM&A（企業の買収・合併）は控えると予想。同時にギャラハーをJTと同じ水準まで格上げ。

2007/3/13: A+に格下げ、更なる格下げ方向のCWネガティブ

1) 財務構成の改善のペースと実現性、2) ギャラハーに対するサポート体制やギャラハーの既存債務・新規資金調達取り扱いなどを含めた新グループの財務方針、3) 今後数年内に新たな買収を進める可能性などを確認する旨を発表。

2006/12/15: AA-から格下げ方向のCWネガティブ

JTは英ギャラハー・グループ社（BBB/CWポジティブ/A-2）を買収する意向を表明。

JTは潤沢な手元流動性を持ち実質無借金であるが、総額2兆円を超える買収費用を銀行借り入れと手元流動性で賄う方針であるため、財務構成は悪化する見通し。

日本たばこ産業（JT）の格付評価スコア

評価スコアと格付け

会社格付け	AA－／ネガティブ／A-1+	
事業プロフィール	強い(strong)	
カントリーリスク	リスクは中程度(intermediate risk)	
産業リスク	リスクが低い(low risk)	
競争的地位	強い(strong)	
財務プロフィール	極めて強い(minimal)	
キャッシュフロー／レバレッジ	極めて強い(minimal)	
アンカー値	aa－	
調整要素		
多角化とポートフォリオ効果	中立的(neutral)	調整なし
資本構成	中立的(neutral)	調整なし
財務方針	中立的(neutral)	調整なし
流動性	高水準(strong)	調整なし
経営陣とガバナンス	強い(strong)	調整なし
類似格付け分析	中立的(neutral)	調整なし
スタンドアローン評価	aa－	
長期ソブリン格付け	※A+	
政府による特別支援の可能性	低い(low)	調整なし

*「※」付きの格付けは無登録格付け、詳細は本レポート巻末の「S&P グローバル・レーティングの格付けについて」を参照

武田薬品工業の格付推移

格付け履歴	
日付	発行体格付け
2018年 5月 8日	A-/CWネガティブ/A-2
2017年 2月27日	A-/ネガティブ/A-2/NM
2017年 1月11日	A+/CWネガティブ/A-1
2014年10月21日	A+/安定的/A-1
2013年10月 3日	AA-/ネガティブ/A-1+
2011年10月 3日	AA-/安定的/A-1+/NM
2011年 5月19日	AA/CWネガティブ/A-1+
2003年 9月 5日	AA/安定的/A-1+
1991年 4月 1日	---/---/A-1+

2018/5/8： A-から格下げ方向のCWネガティブ

アイルランドのバイオ医薬品会社シャイアーを460億ポンド（約7兆円）で買収と発表
有利子負債/EBITDAは一時的に5 x を超え、数年は3-4 x の水準と予想

2017/2/27： A-に格下げ、アウトルックは「ネガティブ」

有利子負債/EBITDAは2017/3に 4 x 超、2018/3に3 x 台と予想。財務プロフィールを
「極めて強い」 から「中位」に2段階引き下げ

2017/1/11： A+から格下げ方向のCWネガティブ

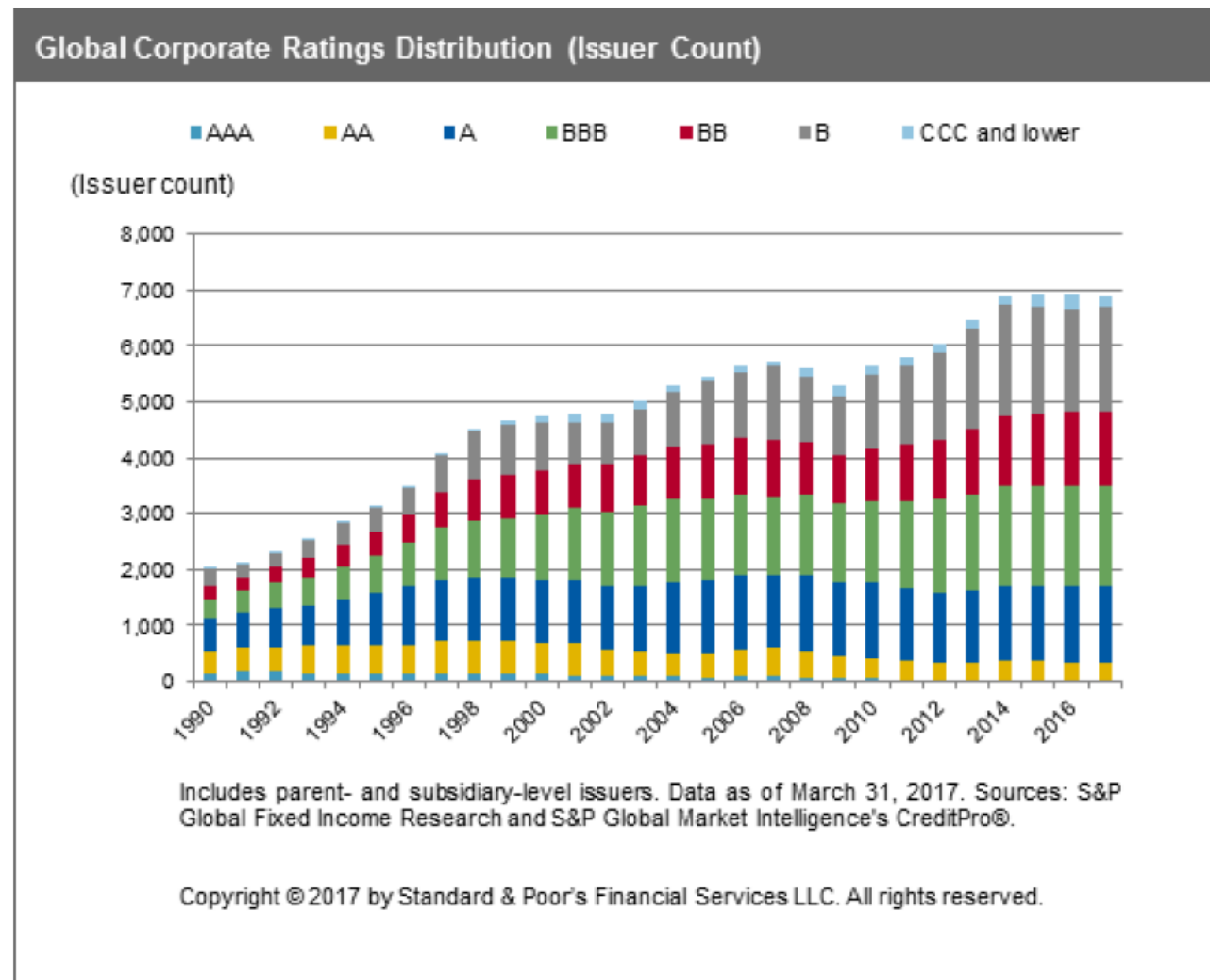
米バイオテクノロジー会社アリアド・ファーマシューティカルを54億米ドルで買収と発表

武田薬品工業の格付評価スコア

評価スコアと格付け

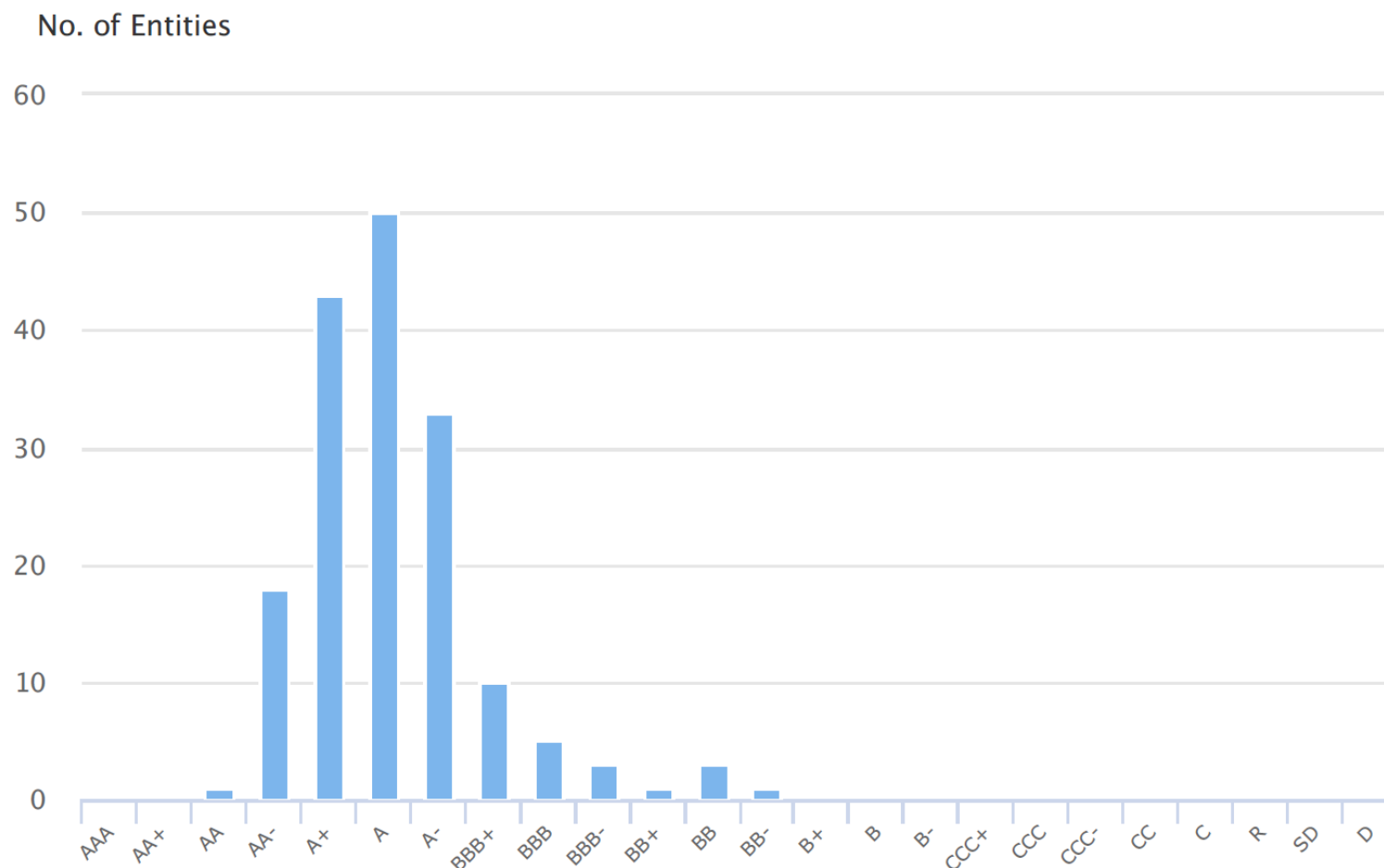
会社格付け	A- / ネガティブ / A-2	
事業プロフィール	中位 (satisfactory)	
カントリーリスク	リスクが低い (low risk)	
産業リスク	リスクが低い (low risk)	
競争的地位	中位 (satisfactory)	
財務プロフィール	中位 (intermediate)	
キャッシュフロー / レバレッジ	中位 (intermediate)	
アンカー値	bbb	
調整要素		
多角化とポートフォリオ効果	中立的 (neutral)	調整なし
資本構成	ポジティブ (positive)	+1 ノッチ
財務方針	中立的 (neutral)	調整なし
流動性	十分 (adequate)	調整なし
経営陣とガバナンス	中位 (satisfactory)	調整なし
類似格付け分析	ポジティブ (positive)	+1 ノッチ

格付け分布と推移 – グローバル



Sources: "Ratings Distribution In Emerging And Developed Markets, Including The U.S. And Europe: The U.S. Has The Lowest Median Rating Globally" published on May 2, 2017

格付け分布 – 日本の企業



All percentages and counts displayed on the chart and table are based on entities having a valid rating other than NR.
© 2017 S&P Global Data as of 19-October-2018 04:34 PM

Sources: S&P Global Market Intelligence Research Online

事業会社の格付事例

格付カテゴリー	会社名
AAA	Johnson & Johnson, Microsoft
AA	Exxon Mobil, Apple, Google, Amazon, Canon, JR Tokai, NTT, Toyota, JT, Samsung
A	BMW, Starbucks, Hitachi, Panasonic, Mitsubishi Corp, Alibaba, Siemens, Sun Hung Kai, Takeda, Boeing, Caterpillar, Uniqlo, Disney
BBB	McDonald's, Volkswagen, Hyatt, Tiffany, Kellogg, Xerox, Moody's, Sony, Suntory
BB	Dell, Softbank, Hilton

ガバナンス問題による格下げ 具体的な事例（１）

フォルクスワーゲン 2015年10月12日付ニュースリリースより

「流動性」評価後のアンカー値のレンジ	「a-」以上	「bbb+」から「bbb-」	「bb+」から「bb-」	「b+」以下
強い (Strong)	0 ノッチ	0 ノッチ	0 または +1 ノッチ	0 または +1 ノッチ
中位 (Satisfactory)	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ
やや弱い (Fair)	-1 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ
弱い (Weak)	-2 ノッチ以上	-2 ノッチ以上	-1 ノッチ以上	-1 ノッチ以上

The downgrade reflects our assessment that VW has demonstrated material deficiencies in its management and governance and general risk management framework. We believe VW's internal controls have been shown to be inadequate in preventing or identifying alleged illegal behavior in the U.S. and misconduct in other regions. We understand the software was installed in VW vehicles over a period of several years, in a number of vehicle brands and models, and appears to have been intended to deliberately mislead regulators, governments, and consumers. Our assessment of VW's risk management framework includes our view of VW's management of its material environmental and social risks. We believe that VW's breach of U.S. environmental law and potential other laws outside the U.S. represents a significant reputational and financial risk to VW over the medium term. **We have revised down our overall assessment of VW's management and governance to "fair" from "satisfactory",** as such terms are defined in our criteria, which leads us to include **a one-notch negative adjustment to our initial analytical assessment (anchor) of VW's creditworthiness of 'a',** which is currently unchanged.

具体的な事例（２）

東芝 2017年1月24日付けリリースより抜粋

S&Pは、同社の経営陣とガバナンスの総合評価を「やや弱い」から「弱い」に変更した。2015年に明らかとなった不適切会計問題にとどまらず、昨年末に発表された米原子力事業の巨額損失計上の見通し等を踏まえると、**企業の戦略遂行やリスク管理といった能力が損なわれており、同社のリスク管理体制がS&Pが従来想定していた以上に深刻な問題を抱えていると判断した。**

三菱自動車 2016年5月16日付けリリースより抜粋

過去のリコール隠し問題に続いて、燃費性能試験で不正行為があったことを踏まえ、S&Pは、三菱自動車の**全社的なリスク管理体制や内部ガバナンスに深刻な欠陥**があったとみている。今回の格下げは、同社の全社的なリスク管理体制や内部ガバナンスに深刻な欠陥があったとのS&Pの見方にもとづく。リスク管理基準に関して**重要なリスクを効果的に特定、監視し、軽減するための包括的な方針が制度化されていない**との見方から、同社の経営陣とガバナンスの総合評価を「やや弱い」から「弱い」に変更した。

Thank you

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」といいます。）について、スタンダード・プアーズ・フィナンシャル・サービス・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を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ることがないこと、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、特別ないし派生的な損害、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、格付け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。

ある国の規制当局が格付け会社に対して、他国で発行された格付け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.ratingsdirect.com および www.globalcreditportal.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。

オーストラリア

信用格付けは、意見の表明であって、事実の記述ではなく、証券の購入、売却、または保有を奨めるものでもなければ、何らかの投資判断を推奨するものでもありません。Standard & Poor's (Australia) Pty. Ltd.は、2001年会社法（Corporations Act 2001）にもとづくフィナンシャル・サービス・ライセンス（番号：337565）を取得しています。S&Pの信用格付けと関連リサーチは、同会社法第7条に定義される「ホールセール顧客」を除いて、オーストラリアに居住する個人や企業等に配布することを目的としてはおらず、また配布は禁止されています。オーストラリアの利用者が、S&Pの商品やサービスについての情報を入手できるサイトは、www.standardandpoors.com.au のみです。そのほかのS&Pのウェブサイトは、オーストラリアの利用者を対象としたものではありません。

日本

S&Pの格付けについて：S&Pグローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けているS&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト(www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.