

年報

信用格付研究

第 2 号

2024 年 5 月

日本信用格付学会

年報第2号の発刊に寄せて

学会長 黒沢義孝(日本大学名誉教授)

日本信用格付学会の年報第2号が出来上がりましたのでお届けいたします。日本信用格付学会は社債・国債等の債券の格付けに関する研究、及び資本市場等における信用格付けの普及と発展のために2021年11月に設立されました。

第1回大会(2021年6月12日)に続く、今回第2回大会(2023年9月10日 Zoomによるオンライン開催)は統一テーマとして「パンデミック発生後、マクロ政治・経済環境の不確実性が高まるなか、信用格付けが果たした役割」と題して開催しました。午前中に柴田宏樹氏(S&P事業法人格付部長)による「パンデミック発生後のグローバル格付動向」について、殿村成信氏(日本格付研究所・事業格付第二部長)による「パンデミック発生後の日本の電力会社の格付け動向」についてご講演をいただいた後、関西電力の垣口裕則氏(経理部長)に加わっていただき「電力業界の課題と信用力サポート要因」についての座談会を行いました(モデレーターはアジアエネルギー研究所の廣瀬和貞代表)。

午後の部は特別講演として「中国の格付け市場の現状と課題」(森田アソシエイト代表・森田隆大氏)、「日本の格付けの導入とその後の状況」(当学会会長・黒沢義孝)、「グローバル・国内格付会社の政治経済学:故 Timothy J. Sinclair 教授を偲んで」(シェフィールド大学・後藤文人氏)等のご講演をいただき、自由論題報告として「倒産予知モデルによる企業格付けと財務数値の推移に関わる研究-コロナ禍における日本企業の実態分析」(北海道国立機構帯広畜産大学・白田佳子氏:討論者・総務省政策統括官室・目 篤氏)についてのご報告がありました。これらのご講演およびご報告は本・年報第2号に論文として掲載致しましたが、森田氏の論文については諸般の事情により次回の年報第3号に掲載することと致しました。

今後、本学会としては債券格付けの基本的な問題として、(1)起債者と投資家の間における情報の非対称性が格付けによって是正されているか(即ち、格付け制度が有効に機能しているかどうか)、および(2)起債者・格付会社・投資家の間で利益相反が生じていないか等についての実証分析を行い、(3)企業等の中長期資金調達において社債の利用が増えないのはなぜか(社債の利用を妨げている原因は何か)等についての研究を進め、日本の資本市場の健全な発展の一助となればと思っております。

なお、日本信用格付学会では大学・研究所等の教員・研究者の方、大学・大学院(修士・博士コース)の学生の方、格付会社・企業等にご勤務の方々の学会へのご参加を歓迎しておりますので学会ホームページを通じてご連絡いただければ幸いです(学会ホームページ:<https://www.cra-j.org/>)。

目 次

年報第2号の発刊に寄せて……………	黒沢義孝 (学会会長)	i
特別招待論文		
格付の視点からの電力業界の現状—関西電力の事例— ……	垣口裕則 (関西電力)	1
COVID-19 発生後のグローバルでの企業の格付け動向 ……	柴田宏樹 (S&Pグローバル・レーティング・ジャパン)	8
パンデミック発生前後の日本の電力会社の格付動向 ……	殿村成信 (日本格付研究所)	29
研究論文		
日本の格付けの導入とその後の状況 ……	黒沢義孝 (日本大学名誉教授)	37
第2回年次大会プログラム……………		47
編集後記		

【特別招聘論文】

格付の視点からの電力業界の現状

—関西電力の事例—

Current Situation of Japanese Electric Power Companies from the Standpoint of Credit Rating -
Case Study of the Kansai Electric Power -

垣口 裕則(関西電力 経理室 経理部長)

Hironori Kakiguchi (General Manager
Office of Accounting and Finance
The Kansai Electric Power Co.,Inc.)

【要旨】

東日本大震災までは、大手電力会社は、同一のものとして捉えられ、格付け上も大きな差異はないものとされていた。震災以降、徐々にレーティングに差が出てくるようになったが、今後、その傾向がさらに強まると考える。

原子力発電所の再稼働状況は、信用力の源泉ともいえるフリーキャッシュフローの創出力に大きく影響する。また CO2削減量にも関係する。再稼働の状況が大きく異なる中、信用格付けにおいては、個社ごとに評価する必要性がより高まってきている。発行体と格付会社との綿密なコミュニケーションを通じて、それぞれの電力会社に適正な格付けが付与されることが、多様な投資家が参加し、健全かつ活性化した資本市場の形成に資する。

キーワード:信用格付、電力会社、原子力発電、再稼働、電力債

はじめに

まず、信用格付けを主体的に利用する発行体に属する実務家の一人として、特別寄稿をさせていただく機会を与えられたことに感謝を述べたい。格付けは、情報の非対称性の緩和に寄与し、投資家、発行体の双方にとって、必要不可欠なものであり、資金が血液ともいえる発行体にとっては、その調達における生命線である。電力債は、昨今、ベンチマーク性が低下しているとはいえ、我が国の社債市場において大きな比重を占めている。格付けという視点から、電力

会社の現状を述べることにより、信用格付けの学術的研究の進展に少しでも寄与ができれば幸いである。

旧一般電気事業者、所謂、大手電力会社は、従前は、格付けに大きな格差がつく要素はないとされており、各社の財務体質の詳細に違いはあれ、一律的な格付けが付与されていたといえる。東日本大震災と東京電力福島第一原子力発電所事故をきっかけに、徐々に会社間の差異が生じてきているが、その背景には、原子力発電所の稼働状況がある。至近において、その差異

がより明確になってきていると考える。筆者が所属する関西電力を事例として、その状況を考察し、発行体の立場から、電力会社の格付けについて見解を示し、社債市場における実態にも触れさせていただきたい。

1. 電力会社の格付け

(1) 東日本大震災前

2011年に発生した東京電力福島第一原子力発電所事故以前は、日本の電力会社の格付けは、自由化がまだ進展途上であったこともあり、財務体質(ファイナンシャル・クッション)が悪くても、事業リスクが低いものとみなされ、高い格付けを得ていた。また、会社間においても、基本的に大きな格差がつく要素はなく、いわば「横並び」とされていた。

(2) 現在

現在においては、新規事業者の参入といった自由化の進展、規制分野の割合の低下、昨今の燃料価格の変動等による収支影響の増大等により、震災前と比べ、財務体質が大幅に毀損し、電力会社間においても大きな差異が生じている。また、格付けの重要な要素となる将来の

キャッシュフロー創出力にも違いがみられ、格付けも徐々に異なったものとなっている。(東京電力については、福島第一原子力発電所事故といった特殊事情があるため、除いて考える。また、沖縄電力についても、本稿のトピックとする原子力発電所を保有しないことから除外する。)

図1は R&I の格付けを示したものであるが、各格付け会社とも電力間に差異をつけてきており、その根拠として、「財務基盤(財務バッファ)」、「収益力」について着目している。

例えば、JCR は直近のレポートにおいて、「ここ数年間で、定量指標を中心に業界内で差異が広がりつつあることは否めない。長期的な視点に立つと、トラジションの進捗次第であるが、収益力や財務基盤の強弱が投資余力や経営対応力で業界格差を促し、個社レベルでの信用力評価での考慮が強まる可能性もありうる」として、「横並び」からの決別を示唆している。

この「財務基盤」および「収益力」は、言い換えれば、キャッシュフローの創出力であり、その源泉として、原子力発電所の再稼働状況が大きく影響している。

【図1】発行体格付(R&I)

発行体	震災前(2010年)	現在(2023年)
中部電力	AA+	AA-
関西電力	AA+	A+
中国電力	AA+	A+
北陸電力	AA+	A+
東北電力	AA+	A+
四国電力	AA+	A
九州電力	AA+	A
北海道電力	AA+	A

2. 原子力発電所の再稼働状況

図2は、2023年12月時点の原子力発電所の状況を示したものであるが、震災後に再稼働している電力会社は3社、12基に留まっている。その内訳は、関西電力(7基)、九州電力(4基)、四国電力(1基)であり、3社とも廃炉を決定したユニット以外は全て再稼働を果たしている。

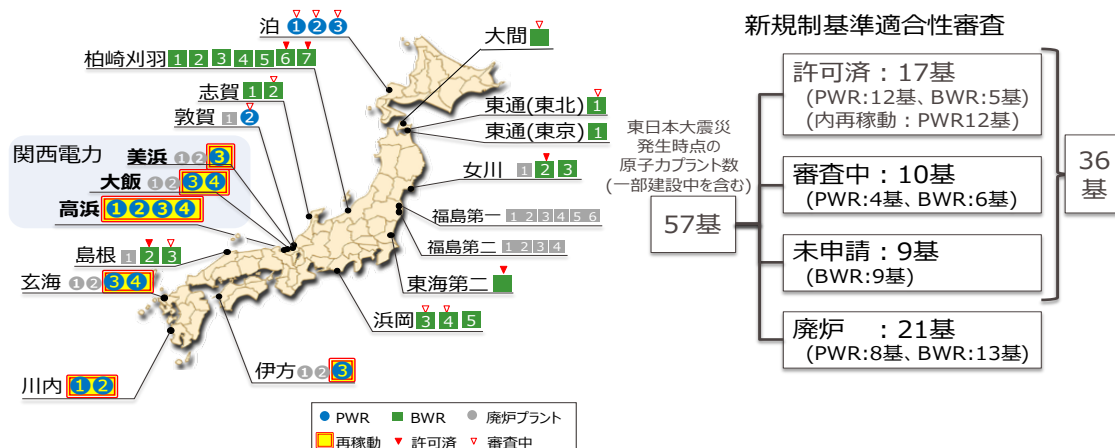
この再稼働には、キャッシュフローの創出力という観点で大きな意味がある。

まず投資キャッシュフローの面では、安全対

策や特重大事故等対策設備(特重施設)の投資負担がほぼ終了したこととなる。関西電力でいえば、この安全対策に対する投資は、総額1兆1,900億円にもものぼるものであり、再稼働により、設備投資がピークアウトしたことになる。

また、原子力発電の利用率が向上することにより、高コストである火力発電の燃料費を削減することができ、より競争力のある電気を供給することにもつながり、営業キャッシュフローを改善させることになる。

【図2】原子力発電所の稼働状況(2023年12月時点)

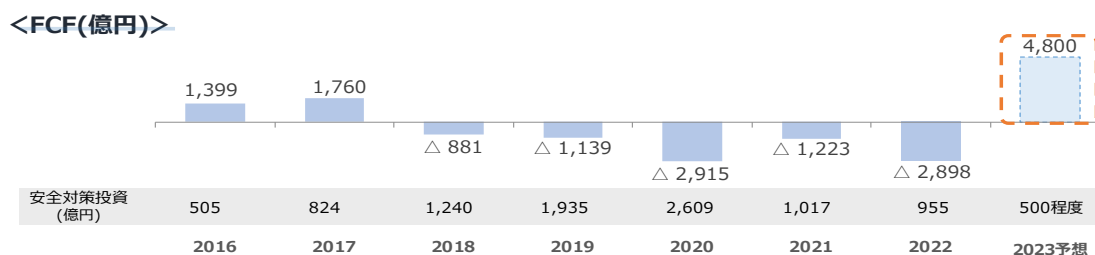


(関西電力作成)

図3は、関西電力のフリーキャッシュフローの推移(2023年度は予想値)を示したものである。2022年度までマイナスであったものが、2023年度は大幅なプラスに転じ、大きく改善する見込

みである。再稼働を果たした電力会社は、安全投資の回収局面に入ったといえ、生み出されたフリーキャッシュフローを有利子負債の削減と成長投資、株主還元にあてることができる。

【図3】関西電力のFCFの推移(連結)



(関西電力作成)

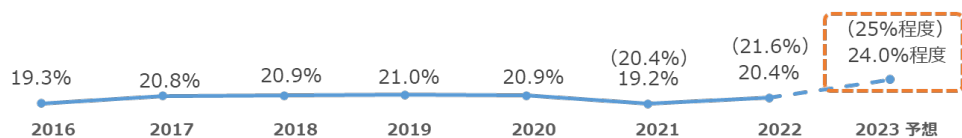
図4は、関西電力の自己資本比率の推移であるが、財務体質の改善が進むと想定される。原子力発電の貢献により創出されたフリーキャッシュフローをどのように配分するかについては、現在、社内で議論をしているところであるが、一時は5兆円を超えた有利子負債残高を重くとらえており、当面は「有利子負債4兆円以下、自己資本比率30%」を目指して取り組むこととし、その達成の時間軸を検討している。無論、キャッシュフローの配分については、様々なステークホ

ルダーを勘案しながら、慎重に考える必要がある。

一方で、再稼動に向けた道のりの途上にある電力会社は、今後も安全対策に多額の資金を投じる必要があり、財務体質の改善に資金を振り向けることが困難であると考えられる。このように、原子力発電所の再稼動の状態は、財務体質改善の進捗に大きな影響を与えることから、信用力を考える上での要素として、その状況を個社ごとに詳細に見ていかなければならない。

【図4】関西電力の自己資本比率の推移(連結・ハイブリッド社債考慮後)

<自己資本比率(%)> (ハイブリッド社債考慮後)



(関西電力作成)

3. 電源構成から見た原子力発電の意味

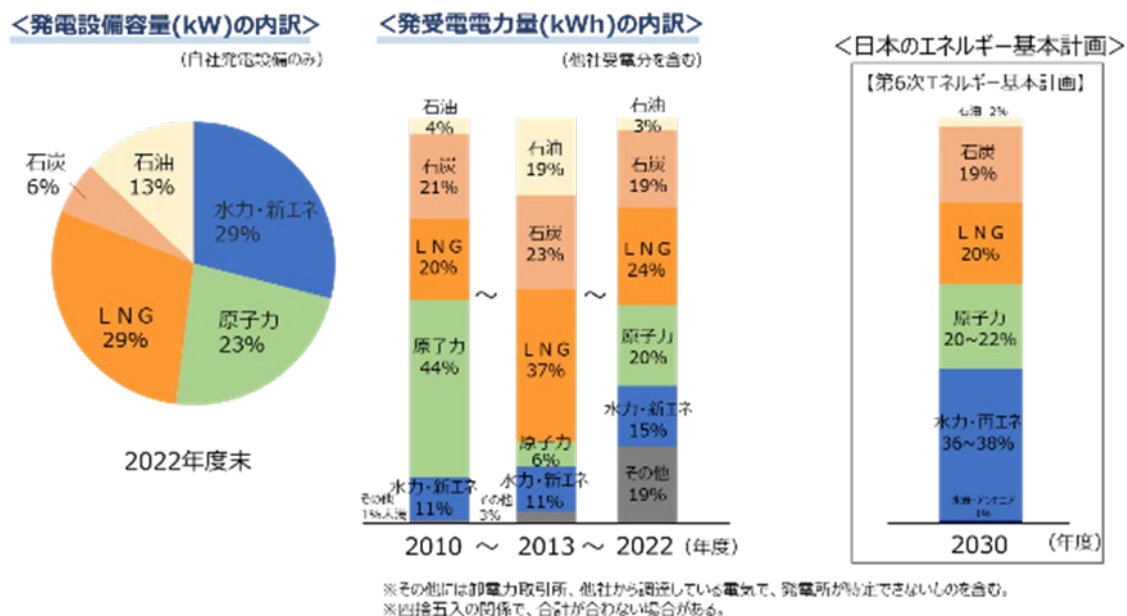
2050年をターゲットとしたゼロカーボン社会の実現に向けては、日本全体で力を合わせて取り組んでいく必要があるが、電気事業者は特に重要な役割を担っている。関西電力は、電源ポートフォリオの構築にあたって、S(安全保障)+3E(安定供給を含めたエネルギーセキュリティの確保、経済性、環境性)の同時達成が重要であり、我が国のエネルギー自給率が極めて低いことから、エネルギー源の多様性確保が基本であると考えている。具体的には、出力安定性に優れエネルギー密度の高い原子力エネルギーの安全最優先を前提とした最大活用、再エネの主力電源化、再エネ大量導入に必要な調整力等に優れた火力のゼロカーボン化に取り組むこととしている。

政府の原子力政策においても、2023年5月

31日、GX脱炭素電源法が成立し、安全最優先の原則に加え、エネルギーの安定供給や脱炭素化への貢献といった原子力利用の価値を国として明確化するなど、持続的な活用方策が示されたものと認識している。

図5は、関西電力の2022年度における電源構成を示したものである。発電電力量に占める原子力の割合は20%となり、既に第6次エネルギー基本計画における2030年目標に近い水準となっており、2023年度においては、廃炉を決定したプラントを除く全基が稼働状態となる「7基体制」が確立できたことから、原子力の割合がさらに向上することが見込まれている。この電源構成の面においても、再稼動を果たした会社とその途上にある会社に差異が生じていることになる。

【図4】関西電力の電源構成



(関西電力作成)

電源構成における原子力発電の割合に関して、財務の観点からは大きく2つの意味があると考えている。

まず、資金の出し手となる金融機関および投資家の間で、CO2排出量に対する関心は従前に増して高まっており、原子力発電の比重が高いことは排出量の観点から評価を得られるものである。原子力発電は、様々な議論を生じやすい電源であることは事実であるが、先般フレームワークが公表されたGX 経済移行債でも、高速炉や高温ガス炉の実証炉開発事業が資金の充当先候補とされており、サステナブル・ファイナンスの対象として、原子力が受け入れられていることを示している。

次に、今後のゼロカーボン化に向けた投資余力の観点である。前述の通り、原子力発電所が再稼動しているということは、安全対策のための投資キャッシュフローの支出が一段落し、燃料費の低減により営業キャッシュフローが改善しているため、フリーキャッシュフローの創出力が高

まることになる。中長期的にCO2排出量削減を進めていくためには、再生可能エネルギーの主力電源化や火力のゼロカーボン化、ゼロカーボン水素の活用、これらの取組みを支えるための最適な電力系統の実現が必要となる。このような施策を行うためには多額の投資が必要となり、そのためには借入余力(デッドキャパシティ)を蓄えておかなければならない。その意味でも、原子力発電所が再稼動できている電力会社は、ゼロカーボン化のための大規模投資に備えて、今のうちに財務体質の改善をすることができる素地が整っているといえる。

手前味噌となるが、関西電力においては、原子力7基体制が確立できたことにより、CO2排出量の削減およびゼロカーボン化に向けた大型投資に備えたキャッシュフローの創出力向上の二つの観点から、一歩先んじることができた状態にある。ムーディーズも「日本政府が掲げるカーボンニュートラル実現に向けた目標を考慮すると、電力各社は脱炭素化の取り組みと再生

エネルギーに投資を行う必要は高まっている。関西電力は2025年度までに総額2.5兆円の投資を見込んでおり、そのうち3,400億円を再生可能エネルギーに振り向ける。このような投資が行われても、関西電力は格付けが想定する範囲で信用指標を維持することができるというムーディーズはみている。一方で、原発の安全対策工事はピークを越え、また、原発は脱炭素の目標達成にもつながる。」とコメントしている。

4. 資金調達実務における実態と格付

現状、関西電力においては、支障なく資金調達ができているといえる。しかしながら、例えば、社債の個々の起債においては、タイミングによって、従前ほどの需要を集められないこともある。これは2021年2月のウクライナ侵攻の影響もあり、世界的な資源価格高騰と円安進行等により、電力会社の資金需要が増大したことから、社債発行額が増え、需給のバランスが崩れたことが背景にあるとされている。加えて、利上げ観測等の金融政策の不透明感もあり、多くの投資家が様子見をしたことも要因にあると思われる。

2023年度に入り、電力債発行市場の状況は、比較的落ち着いてきたが、円滑な資金調達のために努力を継続していく必要があり、その一要素として、格付が非常に大切なものとなっている。

投資家、金融機関は、電力債購入をはじめ、電力会社に資金を供給するにあたって、格付けを重視するのは言うまでもない。格付けを向上し、引き続き、投資家の投資意欲を増すことに努めていかなければならない。また、投資家層の裾野を広げていくことも重要である。日本の債券市場は、国債の存在感が大きく、成熟してきたとはいえ、事業債市場にはまだまだ拡大余地があると考えられる。投資家も様々であり、巨額の受託資金を運用する大手機関投資家、地方を基盤とする系統金融機関、余資を運用する事業法人、学

校法人、共済組合など、規模や運用スタイルも多様である。投資家の属性や規模によって、その調査能力に差異があり、特に信用力を調査する専門家を有しない小規模な投資家にとっては、信用格付けは、投資判断の大きな材料となる。債券投資に格付け基準を導入している投資家も数多く存在する。

原子力再稼働状況等の要因により、電力会社間に差異が生じている中、格付けの重要性は増しているといえ、適正なレーティングを付与してもらえよう、発行体の側においても、格付会社と綿密なコミュニケーションを行い、タイムリーに情報を提供する努力をしていかなければならない。

格付会社と発行体は年次ミーティングを行い、今後の経営戦略、財務方針、業績のアップデートおよび非開示情報の確認等を行っている。関西電力では、年次ミーティングに加えて、四半期決算ごとにフォローアップのミーティングも行っている。また、クレジット・イベントが発生した際には、速やかに臨時のミーティングを開催するようにしている。発行体の側でも努力を怠らず、きめ細やかなコミュニケーションをすることが、適正な格付の付与につながり、資本市場の健全な発展に資するものと考えている。

おわりに

原子力発電所の再稼働の状況は、信用力の源泉ともいえるフリーキャッシュフロー(FCF)の創出力に大きく影響している。また、投資家が脱炭素化への関心を高める中、CO2排出量の観点からも、原子力稼働はプラスである。加えて、再エネ電源の拡充、火力のゼロカーボン化等のCO2削減を進めるにあたっては、将来的に多額の投資が必要となるが、そのための投資余力を蓄えることにおいても、原子力稼働によるフリーキャッシュフローの創出、それによる財務

体質の改善には大きな意味がある。

信用格付けにおいては、電力会社間で、原子力発電の状況が大きく異なる中、より個社の状況を評価する必要性が高まってきている。政策の動向には、引き続き注視が必要であるが、横並び的な要素は小さくなってきており、電力会社それぞれに適正な格付けを付与されることが、多様な投資家が参加する資本市場の健全性の向上に資するものと考ええる。また、より多様な投資家の参加を促すためには、その投資判断の大きな要素として、格付けの重要性は増すものと考ええる。

これは格付会社だけの問題ではなく、発行体である電力会社も、タイムリーに情報を提供し、綿密なコミュニケーションを行うことが必要であり、実務家として、その努力を怠ってはならないと考えている。

格付けは、投資家と発行体をつなぎ、資本市場の健全化・活性化になくてはならないものである。実務家として、日々、適正な格付けが付与されるように努めるとともに、その学術研究の更なる進展、日本信用格付学会の発展を祈念している。

参考文献

森田隆大、橋本尚人、圓尾雅則、木下雄治『資本市場と電力』電気新聞 2001年

日本格付研究所「News Release 電力各社の格付け見直し結果」, 2023年7月27日

ムーディーズ・ジャパン株式会社「関西電力の発行体格付A3を確認 格付見直しをネガティブから安定的に変更」, 2023年10月2日

格付投資情報センター「NEWS RELEASE 電力各社9社の格付見直し—中部電力をAA-に格上げ」, 2023年8月2日

久保田謙『格付分析の教科書』日本橋出版 2021年

大橋俊安「電力債:『本格的』発行再開にはこぎつけたものの」『月刊資本市場』2012年12月

山内隆弘、伊藤敏憲、廣瀬和貞、巽直樹「大手電力の財務問題を徹底討論 制度改革の影響と対策」『エネルギーフォーラム』2022年10月

【特別招待論文】

COVID-19 発生後のグローバルでの企業の格付け動向

柴田宏樹 (S&P グローバル・レーティング・ジャパン
事業法人格付部長 マネジングディレクター)

Hiroki Shibata (Managing Director
S&P Global Ratings Japan K.K.)

【要旨】

2020 年から 2022 年において COVID-19 により世界経済が大きく悪化する中で、グローバルでのクレジット/信用格付け評価に与えた影響を検証し、その特徴を振り返ることは、今後の日本のクレジット分析においても有用であろう。S&P グローバル・レーティングが集計したグローバルの 5,000 社以上の事業会社や金融機関、日本の事業会社約 80 社を対象に、それらの主要な財務指標や格付け・アウトルック変更のデータや資料を用いて、1. COVID-19 発生前・後における、S&P グローバル・レーティングのグローバルの企業の格付け動向、2. S&P の事業会社の格付け分析の枠組みとマクロ環境・ストレスの格付け評価上で重視した点の紹介、3. 日本での事業会社格付けへの影響に関して、実際のデータを検証しその考察を進めた。

キー・ワード：COVID-19、S&P、企業格付け、グローバル、産業セクター

はじめに

2020 年初から 3 年ほど続いたパンデミック (COVID-19) が概ね終息し、グローバルと日本の経済活動も平常時に戻りつつある中、グローバルでのクレジット評価に与えた影響、格付け評価において重視した点を振り返ることは、今後の日本のクレジット分析において有用であると考えられる。以下では、S&P グローバル・レーティングが集計したグローバルの 5,000 社以上の事業会社や金融機関、日本の事業会社約 80 社を対象に、それらの主要な財務指標や格付け・アウトルック変更のデータや資料を用いて、1. COVID-19 発生前・後における、S&P グローバル・レーティングのグローバルの企業の格付け動向、2. S&P の事業会社の格付

け分析の枠組みとマクロ環境・ストレスの格付けへの織り込み、3. 日本での事業会社格付けへの影響を中心に、データ検証とその背景を考察した。

1. COVID-19 発生前・後における、S&P グローバル・レーティングの格付け動向

(1) グローバル：デフォルト率の推移 (1981-2022)

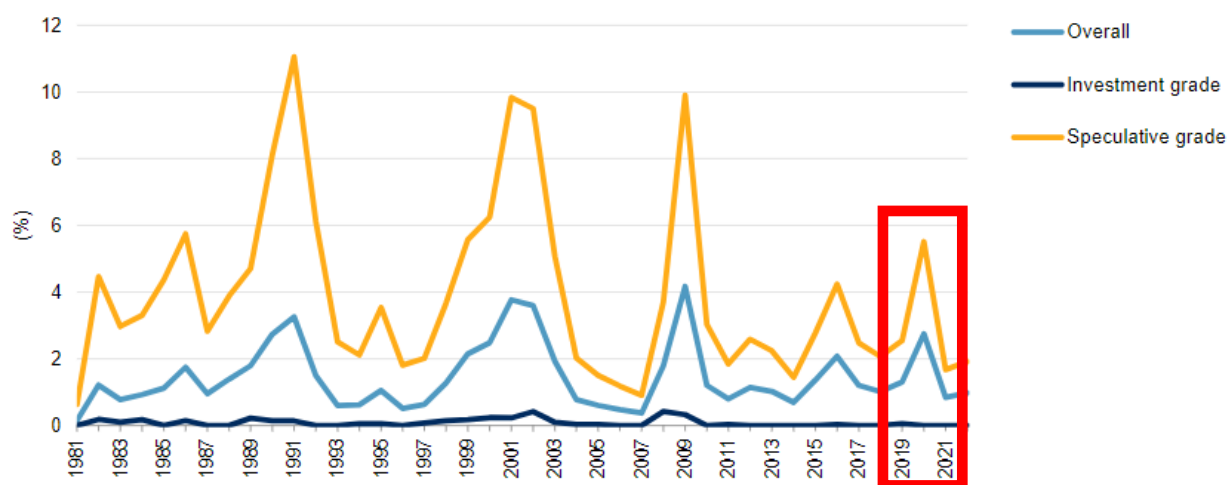
2000 年以降の約 20 年間における何回かのストレス時と比較して、2020 年に発生した COVID-19 によるグローバルの企業格付けに対するデフォルト率への影響はやや大きかった。2008-2009 年の世界金融恐慌(所謂リー

マンショック)では投資適格水準(BBB-以上)の格付けにおけるデフォルト率が約4%、投機的水準(BB+以下)の格付けにおけるデフォルト率が約10%であったことと比較すると、COVID-19の時期にはそれぞれ2%強、6%

弱と低かったが、それ以来の高い水準であった。「投機的水準(BB+以下)の格付け先」では、「投資適格水準(BBB-以上)の格付け先」と比べ高めであった。影響を受けた期間は1年強と比較的短めであった。

図1

Global default rates: investment grade versus speculative grade



Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.
Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

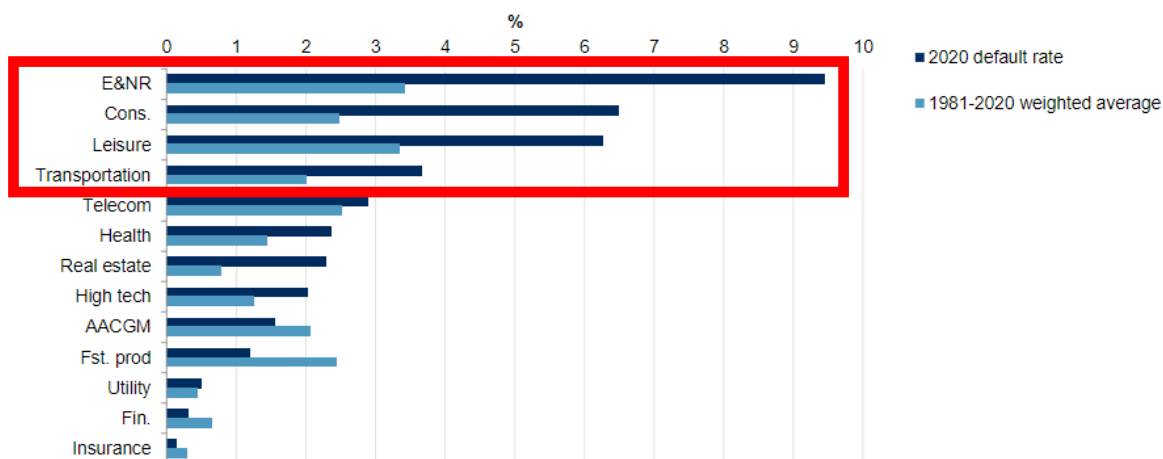
(2) グローバル:セクター別のデフォルト率 (1981-2022年の平均、2020年、2022年)

2020年には、一定のセクターでは過去平均を大きく超えた高いデフォルト率(エネルギー、建設、レジャー・エンターテインメント、運輸など)であった。また、2022年には、過去平均以下の水準まで低下した。過去40年の平均と比べて、COVID-19の影響が顕在化し始めた2020年のデフォルト率は、エネルギー・資源、建設、レジャー、運輸セクターにおいては、2-3倍程度と特に高かった。一方、COVID-19が終息しつつあった2022年のデフォルト率は、これらの業界でのデフォルト率は、過去20

年平均を大きく下回った。COVID-19発生から1-2が経過しても将来見通しが不透明な中、売り上げ・利益の落ち込みが大きくかつ回復にも時間がかかる中、労働集約的な資源開発や外出機会が大きく減り人流の低迷が長引いたことが理由と考えられる。一方、電力・ガス、金融、保険セクターでは、2020年も2022年もデフォルト率は、過去40年並みかやや低い水準で推移した。これらのセクターは、外出が極端に減少し自宅勤務が続く中でも影響をほとんど受けずに、安定した需要に支えられていたことがその理由と考えられる。

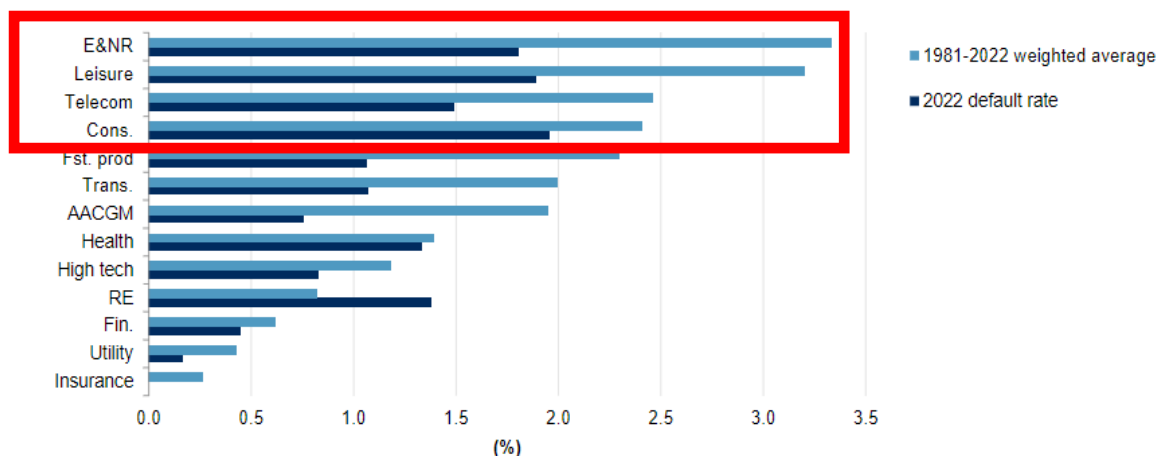
図 2,3

Global Corporate Default Rates By Industry: 2020 Versus Long-Term Average



Leisure--Leisure time/media. High tech--High technology/computers/office equipment. Health--Health care/chemicals. Fst. prod--Forest and building products/homebuilders. Fin.--Financial institutions. E&NR--Energy and natural resources. Cons.--Consumer/service sector. AACGM--Aerospace/automotive/capital goods/metal. Sources: S&P Global Ratings Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Global corporate default rates by industry: 2022 versus long-term average



RE--Real estate. Leisure--Leisure time/media. High tech--High technology/computers/office equipment. Health--Health care/chemicals. Fst. prod--Forest and building products/homebuilders. Fin.--Financial institutions. E&NR--Energy and natural resources. Cons.--Consumer/service sector. AACGM--Aerospace/automotive/capital goods/metal. Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

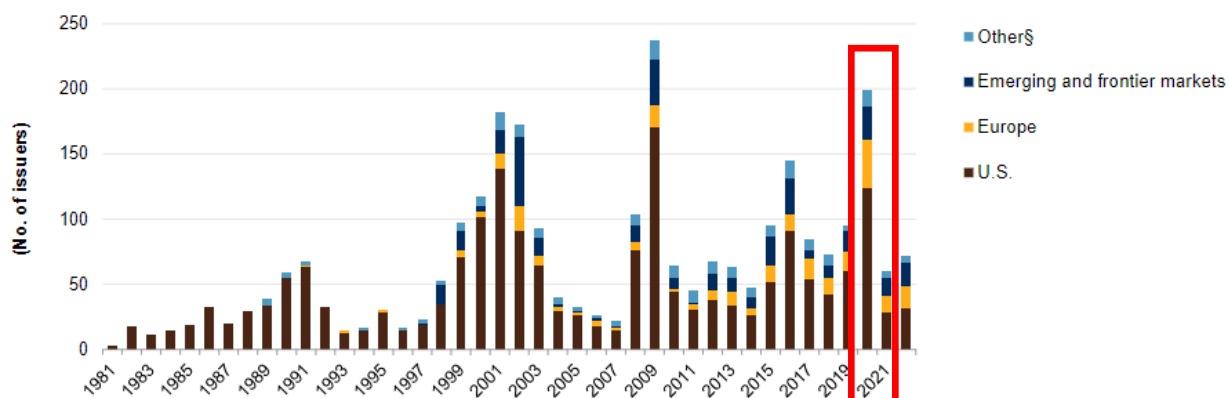
(3) グローバル: デフォルト社数と債務金額の推移: 1981-2022 年の年別・地域別

デフォルト率は、過去のストレス時と比べて特に高くはなかったが、デフォルト件数では特に

米国と欧州を中心に 200 件程度と高く、デフォルト金額でも 300billion US\$を超え、ともに 2008-2009 年の世界金融危機以来の高い水準であった。

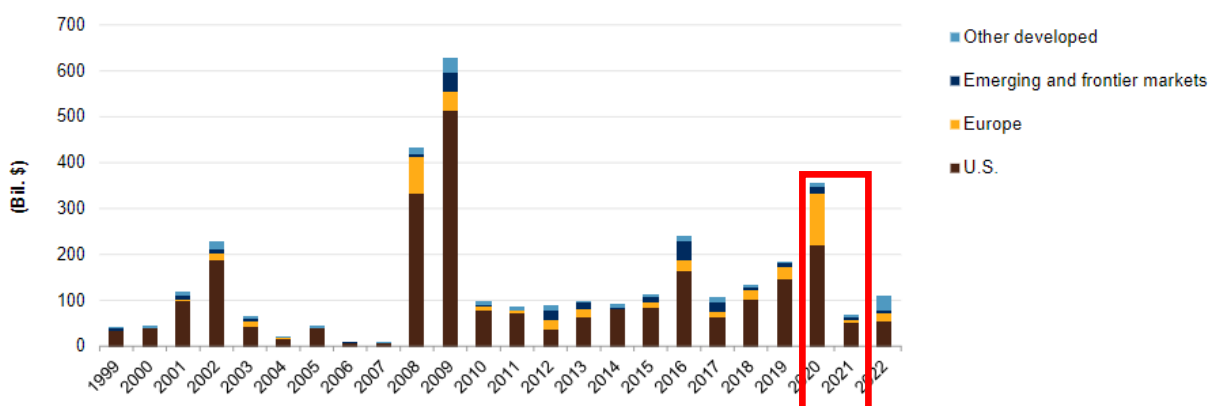
図 4,5

Annual corporate defaults by number of issuers*



*Count excludes defaults that were not rated prior to Jan. 1 of each year. §Other developed is Australia, Brunei Darussalam, Canada, Israel, Japan, Republic of Korea, New Zealand, and Singapore. Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Annual global corporate defaulters' debt amounts outstanding



Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

(4) グローバル: 格付けの推移(2020年1月～2021年6月)

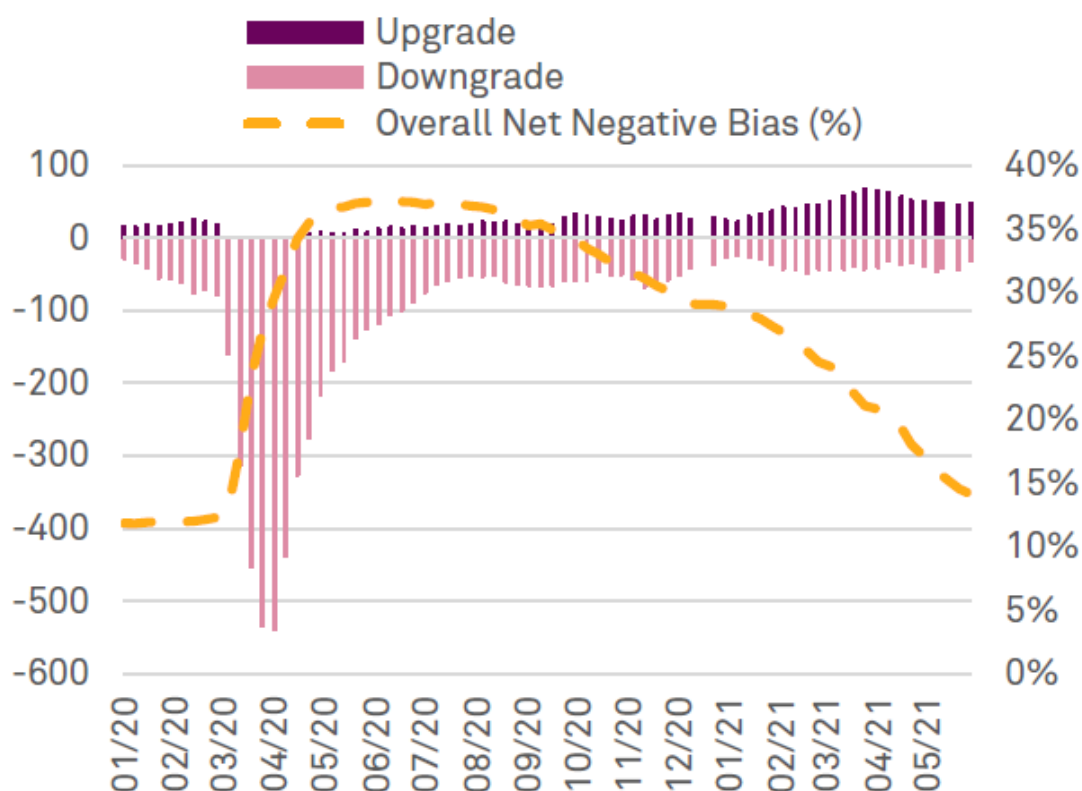
より詳しく検証するために、2020年1月以降の格上げ件数、格下げ件数、格付けの方向性を示すネット・ネガティブ・バイアス(格付けの方向性を示唆するアウトルックとクレジット・ウォッチ(CW)の中で、「ネガティブ」の構成比(%)

の合計ー「ポジティブ」のアウトルックとCWの構成比の合計(%))の動きをみた。2020年3月～2021年6月ごろの1年強が格下げのピーク時期であった。また、2021年1月以降、格下げ件数は減少が続いた。格付け・アウトルック(見通し)のネガティブ度合いが強まった。これは、急速な業績悪化による債務償還能力

の低下により格下げ後も、その先 1-2 年程度の業績や財務健全性の見通しに対しての不透明感が強いままのケースが多かった。ネット・ネガティブ・バイアスは、COVID-19 前の 10%程度が 2020 年 3~4 月にかけて 30-

35%程度まで急速に悪化し、2021 年 1 月ごろまでは 30%以上の水準が続いた。その後、2021 年 1 月から 2021 年 5 月ごろにかけて低下が続くが、COVID-19 前の 10%の水準を上回る状況は続いた。

図6



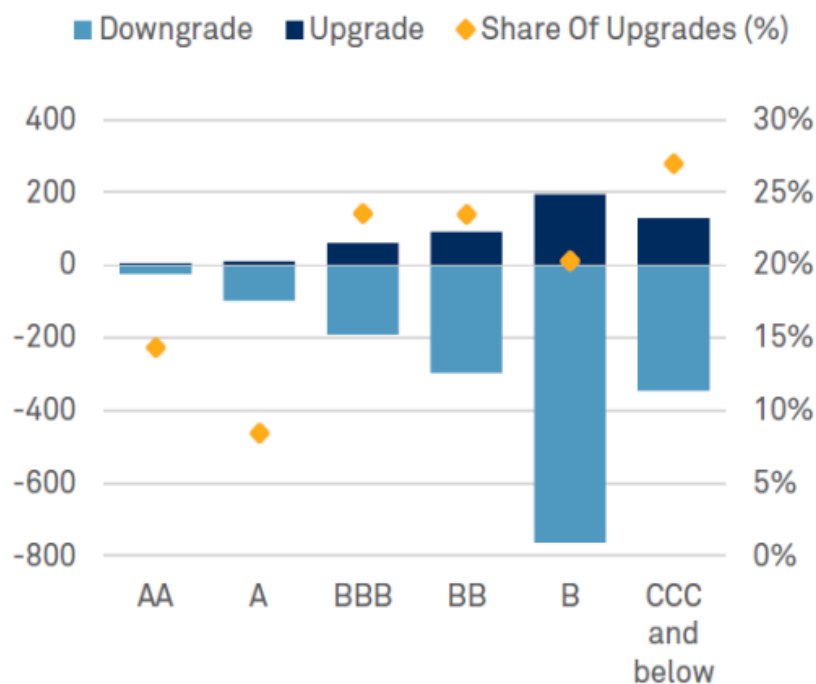
Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

(5) グローバル: 格付け別の格上げ・格下げ (2020 年 1 月~2021 年 6 月)

COVID-19 による影響が最も大きかった 2020 年 1 月から 2021 年 6 月における、格付けカテゴリー別 (AA 格、A 格、BBB 格、BB 格、B 格、CCC 格以下) にみると、格付けカテゴリーが下がる程、格下げ件数が多かったこと

は、格付け水準の示す通りであった。その中で、BB 格~B 格の比較的低い格付けカテゴリーでは、20-25%程度の企業が格上げとなり、全面的な格下げが続いたわけではなかったことが確認できた。これは、産業セクター別や個別企業別にみると、COVID-19 による影響は大きくなかったことの表れといえる。

図7



格付けは、2020年1月31日から2021年6月7日まで。
出所: S&P Global Ratings。

(6) グローバル(北米): クレジット指標が2019年の水準まで回復する時間軸(2020年9月時点)

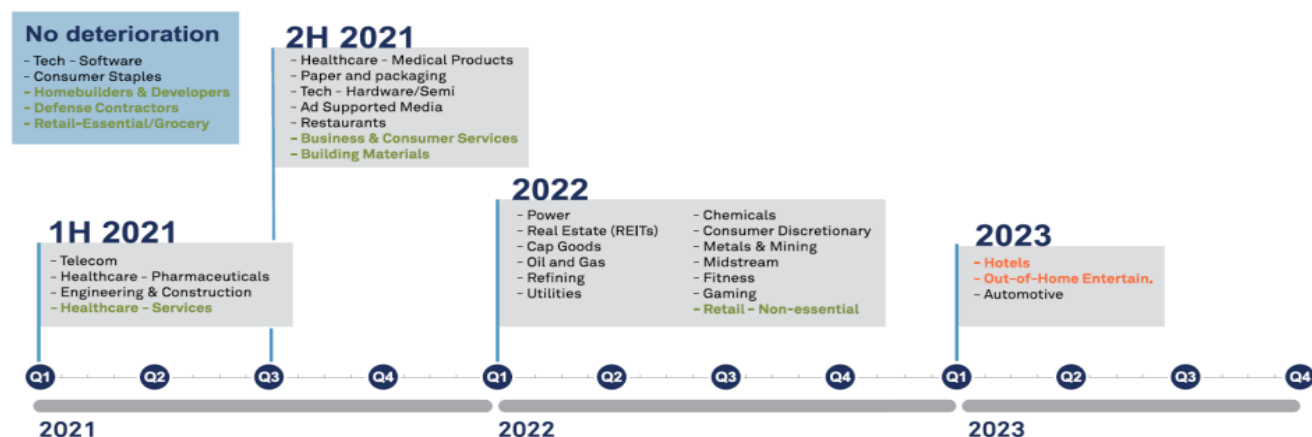
COVID-19発生初期の段階である2020年9月時点での、北米における産業セクター別のクレジット指標の回復時期の予想に関しては、セクター別に大きな違いが生じた。ほとんど影響を受けないと予想したセクターはTech-Software, Consumer staples, Retail-essentials などであり、影響が小さく1年以内には回復すると予想したセクターは Telecom, Healthcare などであった。一方で、影響が大きく回復には2-3年以上と長くかかると予想したセクターは Hotels, Out-of-Home

Entertainment, Automotive などであった。また、その後 COVID-19の影響が続く中で、実際の各セクターにおける業績悪化の度合いが顕在化していく中で、当初の予想時期よりも早く回復が進むと予想したセクターは Health care, Retail などであり、一方でさらに回復時期が遅れると予想したセクターは Hotels, Out-of-Home Entertainment などであった。これらを踏まえると、セクター別の影響の度合いは一樣ではなく、産業特性、ビジネスモデル、顧客基盤などの違いによる業績悪化の度合いとその後の回復スピードも、セクター別に丁寧に見極めていくことが必要だったことがわかる。

図8

図 2 信用指標が2019年の水準まで回復する時間軸
北米のランレート

North America



注: 緑は6月の予想より早く回復する見通し、オレンジは回復が遅れる見通し。出所: S&P

(出所) S&P global Ratings Japan

(7) S&P の格付けが示すもの

S&P の格付けは、債務者がその債務を全額かつ期日通りに支払う能力と意思を示すもの。債務の全額かつ期日通りの支払いが行われず、支払いが猶予期間内にも行われないと S&P が予想する場合、通常それをデフォルトとみなす。S&P が「テクニカルデフォルト」とみなすのは、典型的には、債務者が支払いを行う意思と財務的能力を有しているとみられるにもかかわらず、一時的な不具合や障害のために期日通りに支払いを行えず、それが短期間に解決する可能性が非常に高いと考える、というまれなケースである。

パンデミックによる経済ダメージに対処する選択肢として、政府による支払いの先送りや猶予策、提案がどのように効果的に実施され、格付け先債務者の債務や信用力にどのように影響するかを考慮する。提案の実施方法は、そのタイミングや金額によって債権者に与える影響は異なりうる。たとえば、債務者が、所在国の政府等によって宣言された支払い猶予に基づいて、その債務支払いの1つまたはすべてを遅らせるかもしれない。差し迫った債務不履行を回避する目的で債務者が支払い猶予を用いたと S&P が考える場合には、S&P は格付けを「D」に引き下げる可能性がある。

1. 長期発行体格付け

表 3 長期発行体格付け*	
カテゴリー	定義
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相対的な強さを表す。

(出所) S&P global Ratings Japan

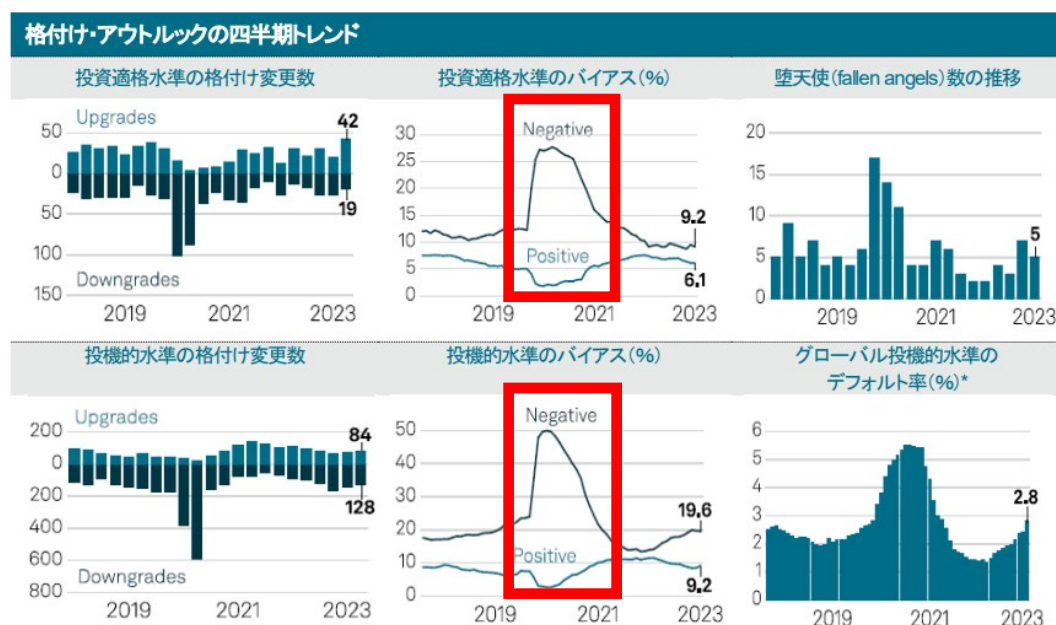
(8) グローバル: 格付け・アウトルックの推移
(2023 年 6 月時点)
格付けが BBB-以上の投資適格水準と BB

+以下の投機的水準での影響度合いには大きな格差が生じた。2019 年から 2023 年までのグローバルの格付け先の四半期トレンドを見る

と、2021年のピーク時において、投資適格水準のネガティブバイアス(%)は25%強の悪化にとどまったが、投機的水準のネガティブバイアス(%)は50%強まで悪化した。その反面、

2022年における回復スピードは、投機的水準の方が早く2022年には10%台半ばまで低下した。

図 10



Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

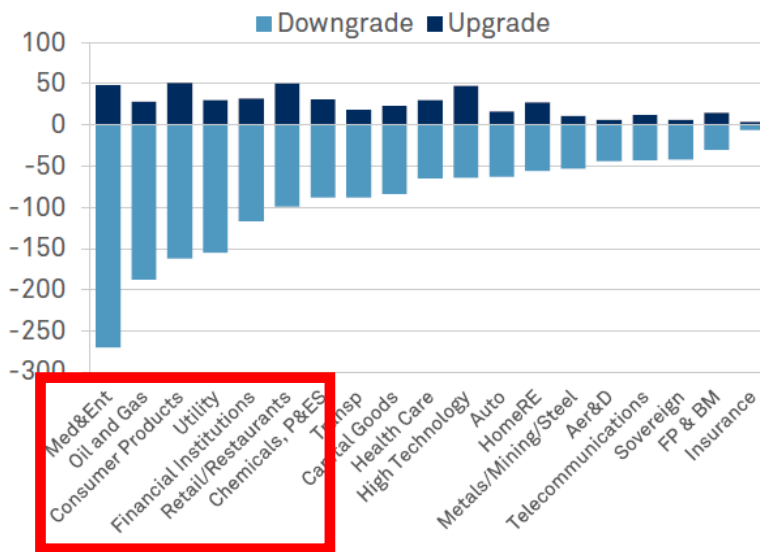
(9) グローバル: セクター別格付けトレンド (2020年1月～2021年6月)

産業セクター別にみた格上げ・格下げ件数、同格下げ比率の変化をみると、産業セクター別で大きな格差があったことが明確にわかる。Media & Entertainment, Oil and Gas, Consumer products, Utilities, Financial institutions, Retail/Restaurant 等のセクターはかなり多くの格下げとなった一方、Insurance, Telecommunications, Aerospace & Defense 等のセクターでの格下げは少なかった。

また、今後の格付けの方向性を示す「ネット・ネガティブ・バイアス」を産業セクター別にみると、やや異なる傾向も確認できた。Oil and

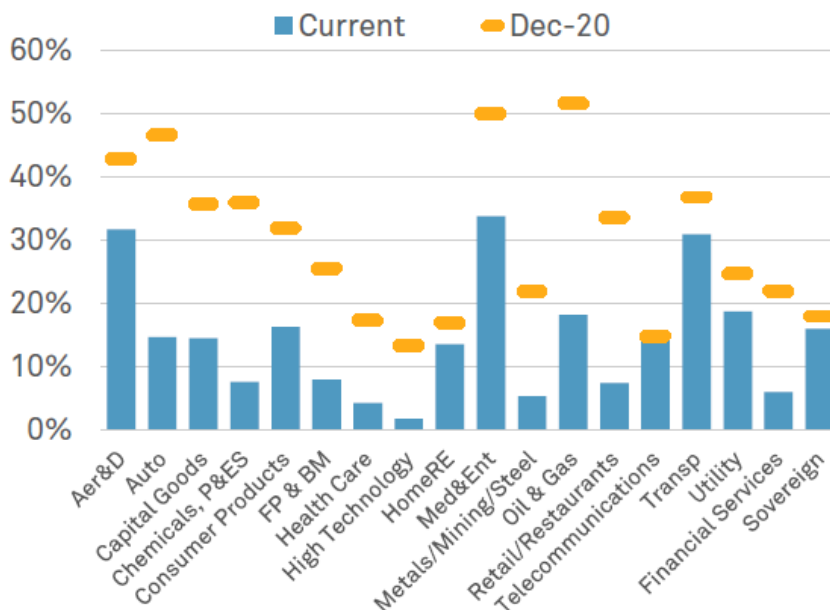
Gas, Media & Entertainment, Auto, Aerospace & Defense 等の産業セクターはピーク時の2020年12月時点にはネガティブの度合いが50%程度と非常に高く、一方で High technology, Tele-communications, Healthcare 等の産業セクターはピーク時でも20%未満と低いままであった。その6か月後の2021年6月には、Aerospace & defense, Media & Entertainment, Transportation でのネガティブの度合いが30%程度と高いままであった。Auto, Oil & Gas, Chemicals などでは、ピーク時からのネガティブ度合いの低下幅が大きかった。これらのセクターでは業績回復見通しが急速に改善したことが背景にあったと考えられる。

図 11



Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

図 12 セクター別にみた、ネット・ネガティブ・バイアスの変化



Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

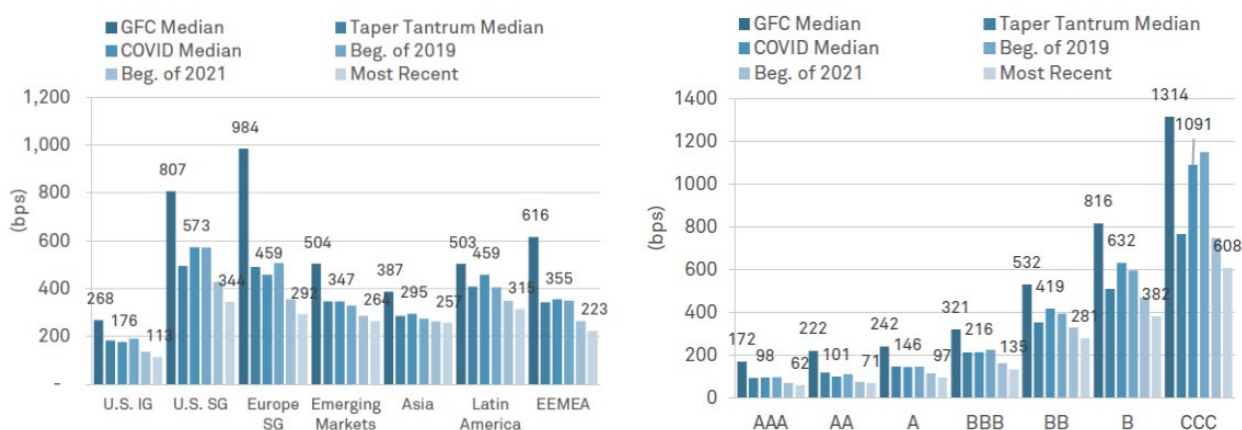
- Aer&D-航空宇宙・防衛。Auto-自動車。Chemicals, P&ES-化学品、包装、環境サービス。HomeRE-住宅メーカー／不動産。FP&BM-木材製品および建築材料。Med&Ent-メディアとエンターテインメント。Ret/Res-小売り・レストラン。Transp-交通機関。Telecom-電気通信

(10)グローバル:社債の流通スプレッドの反応

世界金融危機時(リーマンショック)と比べると、資本市場(社債のクレジット・スプレッド)の反応は小さかった。セグメント・地域別で見ると、米国や欧州の投機的水準(U.S. Speculative Grade, Europe Speculative Grade)は500bps(basis point)と高い水準であったが、Asia では300bps程度で大きな悪化にはなら

なかった。格付けカテゴリー別では、BB格以下では400-600bps程度まで拡大したが、A格以上では影響はおおきくなかった。また、また、2021年6月にはCOVID-19発生前の2019年初と比べて社債流通スプレッドがタイト化し、資本市場ではCOVID-19による影響が小さくなっていた。

図 13, 14



注:IG-投資適格格付け、SG-投機的格付け。データは2021年6月21日時点。
出所:S&P Global Ratings、セントルイス連邦準備銀行、Bank of America Merrill Lynch。

(11)グローバル非金融法人: 売上高、収益性と手許現預金 (2021年6月時点)

最後に、グローバルの非金融法人全体における、売上高、EBITDA、収益性、手元現預金の水準について、COVID-19の前後での増減を確認した。売上高、EBITDA、EBITDA マージン(EBITDA/売上高)とも、2021年には前年

比で大きく低下したが、翌年には大きく改善した。また、その間、手元現預金の水準はやや低下したものの、過去最高水準を維持していた。COVID-19からの業績回復は比較的早かったこと、潤沢な手元現預金によってその間の業績や財務悪化をカバー出来ていたことが読み取れる。

図 15,16

図7 非金融法人の売上高とEBITDAは大幅に回復し、利益率も急上昇

黄棒(右軸): EBITDA マージン%, 青線: 売上高成長率%, 紺線: EBITDA 伸び率%

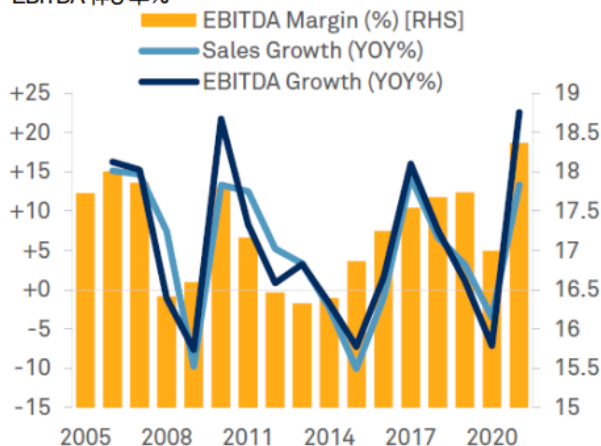
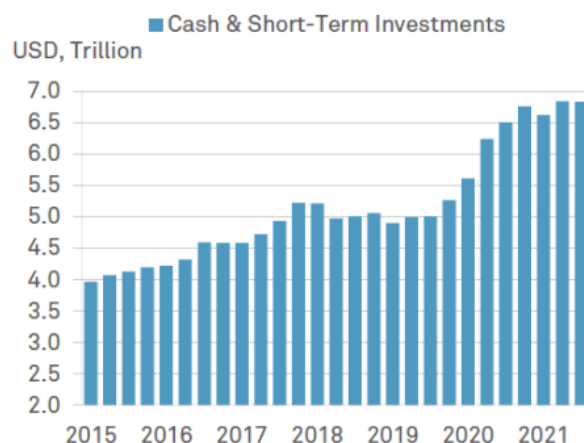


図8 非金融法人の現金の蓄積は鈍化した、過去最高水準に近い名目保有額が続く

現預金・短期投資の合計(単位:兆、米ドル)



出所:S&P キャピタル IQ, S&P グローバル・レーティング。すべてのデータは米ドル、過去のレートで換算。LTM は、過去 12 カ月間(可能な限り中間期および第 3 四半期の実績を含む)。データは、S&P グローバル・レーティングスが格付けしている非金融法人を対象。

2. S&P の格付け分析の枠組みとマクロ環境・ストレスの格付けへの織り込み

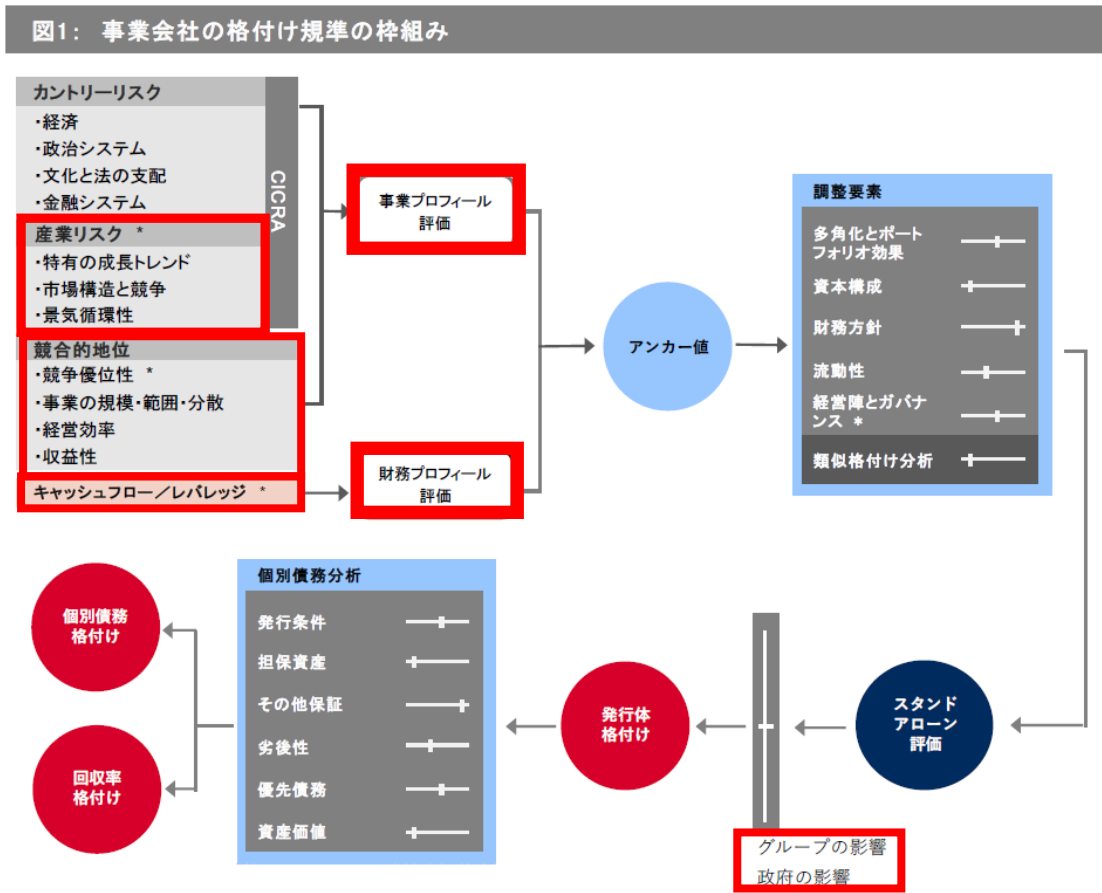
(1) 事業会社の格付け分析アプローチとパンデミックの織り込み

S&P における事業会社の格付け規準の枠組みでは、COVID-19 の様なパンデミックによる影響は多様な視点から反映させた。産業リスク、(同一産業における)競争的地位、収益性への影響を通し、各社のファンダメンタルズとして事業プロフィール評価への影響を確認する。また、より直接的な影響として、売り上げや利益への影響、有利子負債の増減による、キャッシュフロー/レバレッジ指標(有利子負債に対する EBITDA の比率)による財務プロフィールへの影響を確認する。また、一部の公的セ

クターでは、政府の影響(政府による金融支援の可能性)を反映する場合もある。COVID-19 の中では、格下げに至った事例では、特に財務プロフィールへの影響が大きい事例が多かった。

COVID-19 の影響により、製品・サービスの需要が急減し売上高が急減する一方で、設備や人員などの固定費負担を削減することは難しかったため、営業利益水準が大きく悪化し営業キャッシュフローも大きく悪化した場合、主要なキャッシュフロー指標が大きく低下したことは、典型的な事例であった。ただし、同業他社も同じように急激な需要減により業績や主要なキャッシュフロー指標が大きく悪化した場合には、競争的地位の評価は変更なしであった。

図 17



(出所)S&P global Ratings Japan

(2) 産業リスクの見直し事例(2021年1月)

2021年1月に、産業リスクの一部見直しを行い、産業リスクの水準を引き上げた(より厳格化した)。38産業セクターのうち、「石油ガスの一貫事業、探鉱・生産」「エネルギー(中流)」の2産業セクターでは、産業リスク評価を1段階引下げた。また、産業リスク評価は据え置いたものの、その構成項目であるサブスコアの

部を引き下げた産業は10あった。産業リスク評価が低下した2産業セクターでは、「業界の利益率の水準と傾向」が悪化したことが、大きな要因の1つであった。また、8産業セクターでは「経年変化のリスクと製品・サービス・技術が代替されるリスク」が低下し、「成長トレンドに内在するリスク」も4産業セクターで低下した。

図 18

産業リスク評価とサブ・スコア								
	新	旧	新	旧	新	旧	新	旧
業界	産業リスク 評価(新)	産業リスク 評価(旧)	業界の利益率の 水準と傾向	業界の利益率の 水準と傾向	経年変化のリスクと 製品・サービス・技術 が代替されるリスク	経年変化のリスクと 製品・サービス・技術 が代替されるリスク	成長レンドに 内在するリスク	成長レンドに 内在するリスク
運輸(シカカル)	5	5	リスクが高い	リスクが高い	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクは中程度
金属(下流事業)	4	4	リスクが高い	リスクが高い	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクが低い
紙業	4	4	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクが低い	リスクが低い	リスクは中程度	リスクが低い
石油・ガスの一貫事業、採掘、生産	4	3	リスクが高い	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクが低い	リスクが高い	リスクは中程度
自動車(完成車)メーカー	4	4	リスクが高い	リスクが高い	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクは中程度
非規制対象の電力・ガス企業	4	4	リスクが高い	リスクが高い	リスクは中程度	リスクが低い	リスクが高い	リスクが高い
エネルギー(中流事業)	3	2	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクは中程度
建築資材	3	3	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクは中程度
容器、包装	3	3	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクが低い	リスクは中程度	リスクは中程度
小売、レストラン	3	3	リスクが高い	リスクが高い	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクは中程度	リスクが低い

(出所) S&P global Ratings Japan

(3) キャッシュフロー分析の重要性とストレス時に特に留意する点

それでは、COVID-19 の様な、世界の経済動向に大きな影響を与えるストレスが発生した局面で、どのような点を格付け評価うえで重視しているのかについて整理しておく。

S&P が事業会社の財務プロフィールを評価するうえで核となるのは、現在と将来のキャッシュフロー創出力であり、それを絶対額と金銭債務に対する相対的な水準の両面から評価する。事業会社の信用指標は、景気循環や競争のサイクル、技術サイクル、投資サイクル、事業会社のライフステージ、戦略的行動といった要素によって、時間の経過に伴い、多くの場合は大幅に変化する。したがって S&P では、事業会社が金銭債務を履行する能力を測る指標を、フォワード・ルッキングな視点で複数年にわたって評価する。財務プロフィール評価を事業プロフィール評価と組み合わせて、最終的な発行体格付けを決定するうえで重要な要素になるアンカー値を導き出す。財務プロフィール評価では金銭債務を期日通りに履行する能力を評価することから、それを補完する

ために、財務方針ならびに経営陣とガバナンスの分析を通じて、金銭債務を期日どおりに履行する意思も評価する。

事業会社が健全な資本構成を構築・維持するうえで自己資本は重要であり、他のすべての条件が同等だとすれば、自己資本が厚ければ厚いほど債務は少なくなる。しかし S&P では、キャッシュフローと手元現金残高を、金銭債務(負債の利息と元本を期日どおりに全額支払うという契約上の義務など)と対比させて分析することで、事業会社が金銭債務を履行できるかどうかを評価する。事業会社が金銭債務を履行するには、現金が必要と考えているからである。金銭債務を期日どおりに全額履行するのに十分な現金がなければ、事業会社はその金銭債務のデフォルト(債務不履行)を引き起こすことになる。

そのうえで、特に大きなストレス時には、S&P はまず今後1年程度の企業の流動性評価(資金の必要額と調達額のバランス)に注力する。短期的な金融債務の支払いが困難な場合には、中長期的な債務返済見通しも立たなくなるからである。具体的には、以下の項目を確認する

ことが重要と考える。

- 今後6-12カ月に期限が到来する社債、CP、銀行借り入れなどの短期債務の返済予定、それらの借り換え予定、手元現預金額や換金性の高い(上場)有価証券などの金融資産の金額
- CP(コマーシャル・ペーパー)やMTN(メディアム・ターム・ノート)の様な資本市場からの直接調達に加え、主要な取引銀行等との取引関係、当座貸し越しなど短期借入などの緊急的な資金調達手段の有無とその金額
- 株価やCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)など金融市場からのシグナル。これらのシグナルが大きく変化(悪化)する局面では、投資家のリスク許容度が大きく低下するため金融市場からの(短期資金であっても)資金調達が通常時に比べて大きく影響を受ける可能性がある(調達金額の減少、調達期間の短期化、調達金利の高騰)。平常時とは異なる金融市場の環境下で、投資家からの信認が低下していると考えられる場合には、取引銀行などからの資金調達動向に特に注意が必要となる。

また、各企業による最低限必要な設備投資額や株主還元額を含めた、今後6-12カ月に予定されている必要支払い額を確認し、不要不急な外部への資金支出を抑制することをどの程度行えるかも確認することも重視している。具体的には、以下の項目を確認する。

- 営業利益や最終利益などの期間損益の見通しに加え、EBITDAや営業CFなどのキャッシュフロー創出力(現金収支)の見通し、今後1-2年におけるそれらの回復タイミングを精査する必要がある。今後

1-2年の業績見通しにおいては、原材料やエネルギー価格、金利、為替などの想定を踏まえた、主要国・地域のマクロ経済の通しも行き、その回復スピードと時間軸を見極めていく。

- 換金性が高い有価証券などの売却可能資産の金額も確認する。

加えて、主要各国政府による、一時的な金融支援策や景気対応策、政府系金融機関を通じた優先株式の引き受けや債務保証の提供など、タイムリーな金融的支援策が提供されるかも検証する。

(4) 過去の景気後退・金融危機のストレス水準

S&Pでは、1990年代後半以降における、世界での主なストレスレベルとその程度をまとめている。その定義としては、以下の通りである。これを参照すると、COVID-19のストレスは、おおむねBB格に相当する程度の影響であったのではないかと推察できる。

ストレスレベルの概要:

「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。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。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。

図 19

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
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、やや小さ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。

(出所) S&P global Ratings Japan

3. 日本での格付けへの影響

(1) 日本の事業会社: 格付け動向とそのトレンド (2021 年 9 月時点)

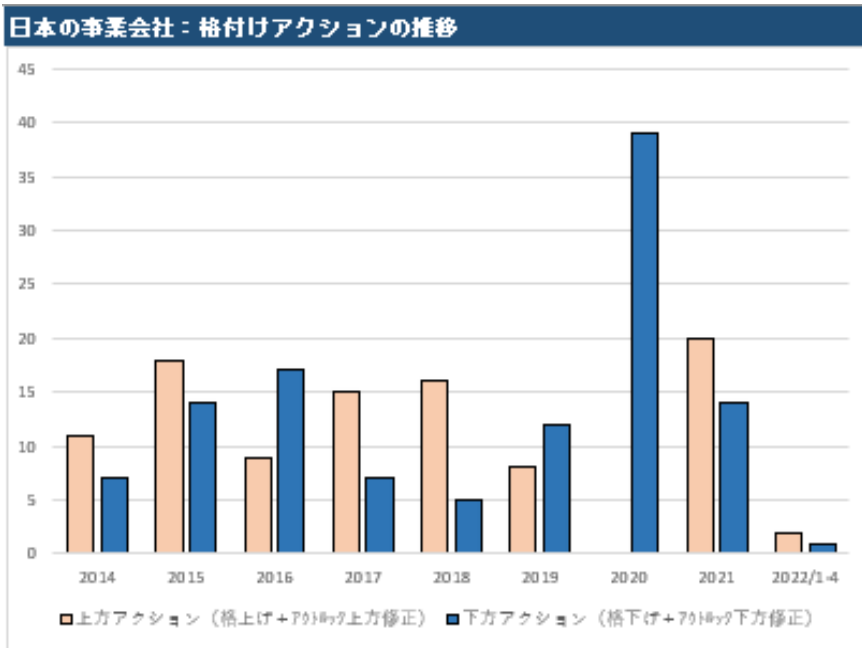
以下では、日本の事業会社の中で格付けを付与している約 80 社を対象に、格上げと格下げの件数、主な産業セクター別の影響度合い、業績の回復タイミング、格付けの方向性を示す格付け見通しのネガティブ・バイアスを検証した。

格下げのピーク時期、セクター別の影響度合いは、概ねグローバルと同様の傾向だった。2020 年は過去 2 年と異なり、格上げがなく格下げのみの格付け見直しであった。また、格下げ件数も 17 件と過去 2 年から大きく増加した。ただし、2021 年には、格上げ件数が 3

件、格下げ件数が 5 件となり、比較的短い期間で格付けへの影響は収束にむかった。

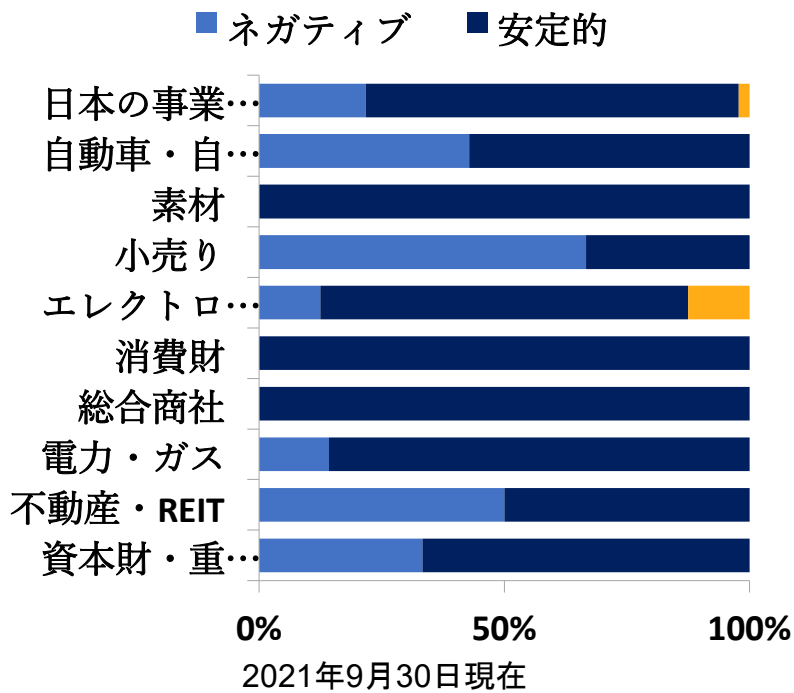
2020 年の主な格下げは、自動車セクターと運輸 (鉄道、空港) セクターが中心であった。自動車販売が大きく減少したことに加え、その製造過程で必要な部品サプライヤーチェーンの混乱などもあり、業績が大きく悪化した。また、2008-2009 年の世界金融危機の際にも影響が小さかった鉄道業界でさえ、外出が大きく減少したことにより営業収入の大幅減少は大きな業績と財務健全性の悪化につながった。ただし、格下げは全件数とも 1 ノッチ (段階) にとどまり、その悪化度合いは比較的限定的であった。

図 20



(出所) S&P global Ratings Japan

図 21



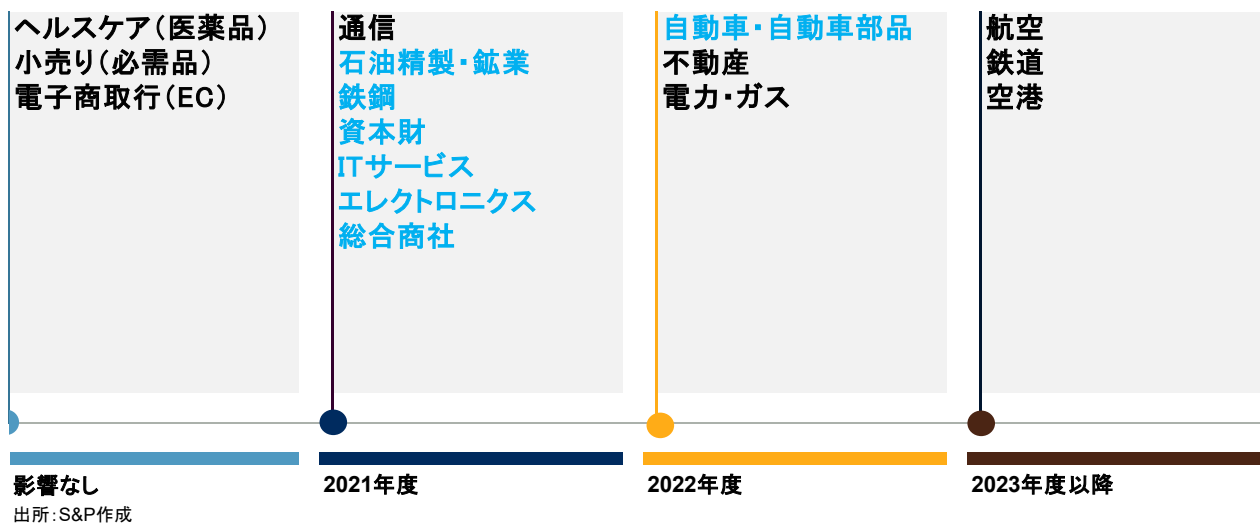
(出所) S&P global Ratings Japan

(2) 日本の事業会社:産業セクター別にみた、業績が2019年度の水準に戻るタイミングの予想(2021年9月時点)

日本での格付け先の約80社の事業会社に関して、2021年9月時点において、産業セクター別にみた、業績がCOVID-19発生前の2019年度の水準に戻るタイミングの予想を振り返ると、航空・鉄道・空港などの運輸関連、自動車・自動車部品、不動産、電力・ガスが最も

長く影響を受けるとS&Pは予想していた。一方、ヘルスケア(医薬品)、小売り(必需品)、電子商取引(EC)では影響なしと予想していた。これらのセクター別の動向は、グローバルとおおむね同じであった。ただし、自動車・自動車部品、石油精製・鉱業、鉄鋼、総合商社などは、当初の回復予想時期よりも前倒しでの回復となり、グローバルよりも回復スピードが早い場合もあった。

図 22

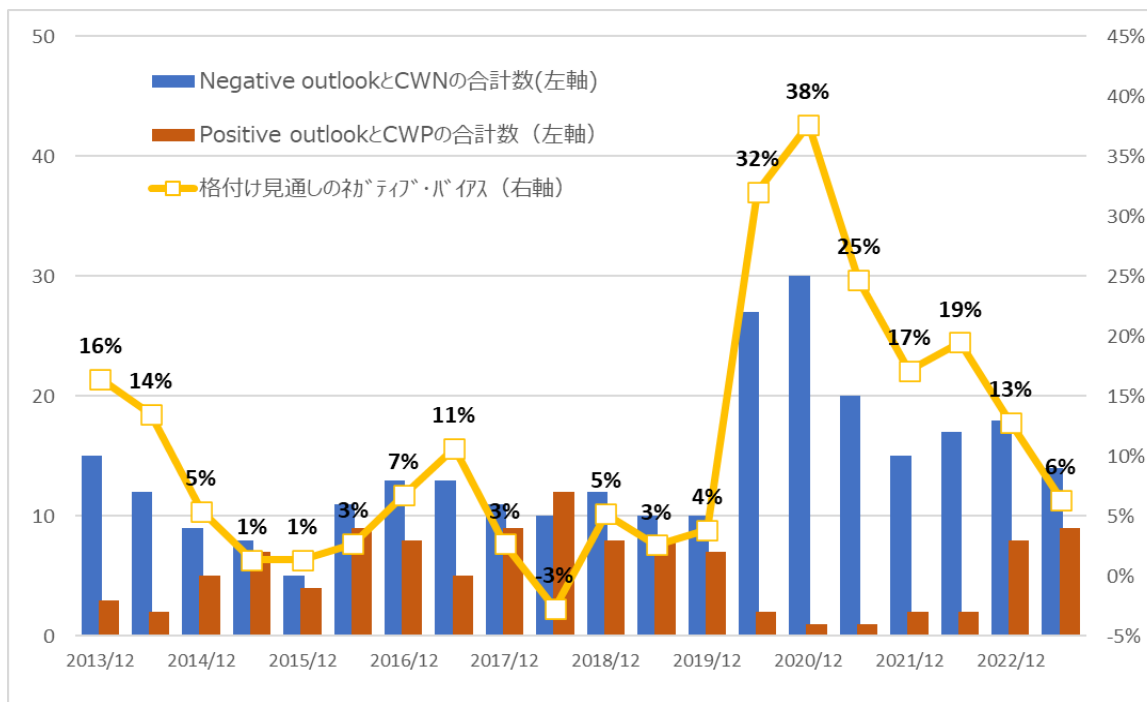


(3) 日本の格付け先事業会社:格付け見通しの推移(2023年3月時点)

日本の事業会社の格付け先約80社を対象に、S&Pの格付け動向をみると、2020年12月期をピークに、2023年3月まで格付けの低下が続いたことがわかる。世界的な経済成長の

減速やインフレ、金利上昇をうけ、事業会社の信用力に対する下方リスクが高まっている。自動車セクターを中心に、サプライチェーンの一層の混乱に加え、エネルギー価格上昇やインフレが、信用力回復を阻む新たなリスク要因になった。

図 23



(出所) S&P global Ratings Japan

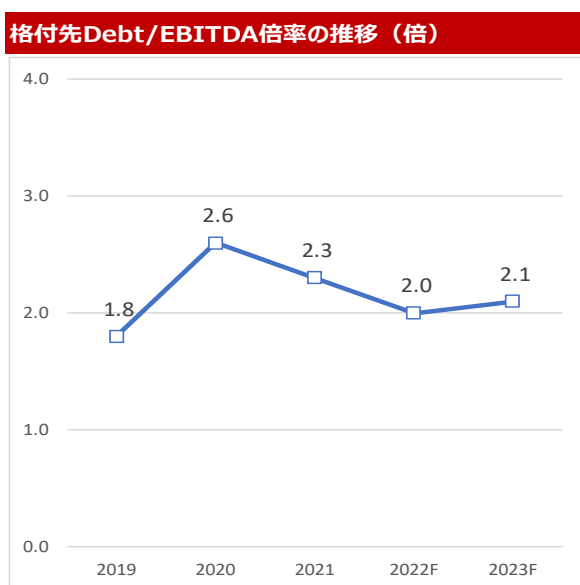
(4) 強固な財務基盤は、コスト上昇、景気減速などのリスク要因へのバッファー

グローバルでの格付け動向と比べると、日本の格付け先は財務健全性を重視する明確な方針を示すことが多く、主要なキャッシュフロー指標である EBITDA に対する有利子負債の比率 (Debt/EBITDA 倍率) の悪化も長くは続かず、回復基調を示したことが、格付けの低下を緩和する要因であった。コロナ禍の悪影響から回復が進んでいる鉄道、小売りなどで格付けの見通しが改善し、資源・エネルギー市況の上昇を追い風に、石油・天然ガスの上流ビジネス、鉄鋼、総合商社の見通しも上向きに転じた。具体的には、成長投資による財務負担を一時的にでも大きく減らす取組み (資産や事業の売却)、傷んだ自己資本をカバーす

るために一定の資本性を持つハイブリッド証券 (劣後社債、優先株式等) の発行、株主還元 (配当や自己株式購入) の抑制などは、信用力を支える要因として評価できた。

また、日本の国内格付け先は短期有利子負債を十分にカバーする流動性を持っていたことも、格付けを下支えした要因であった。日本の事業会社格付け先全般で見た場合、1年以内に返済期限が到来する短期有利子負債をカバーするために十分な現預金と FOCF (フリー・オペレーティング・キャッシュフロー: 営業キャッシュフローから設備投資額を差し引いたもの) を確保していた。全体の有利子負債のうち、75%程度が返済期限まで1年以上の先であり、流動性管理は十分に出来ていたと考えられる。

図 24



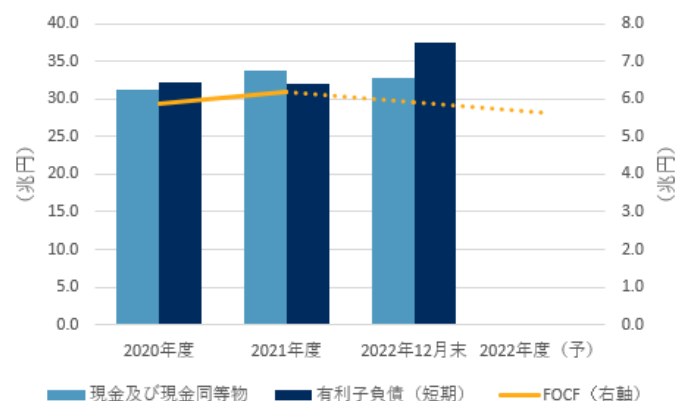
*総合商社を除くベース

おわりに

上述の1～3の検討の結果、主な特徴としては、以下の各点があげられる。

- 2000年以降では、2008-2009年におきた世界金融危機（リーマンショック）の影響ほどではなかったが、世界のデフォルト率の上昇や下方の格付け見直しの影響は、それに次ぐ程度であった。ただし、強いストレスを受けた期間は1-1.5年間程度と比較的短期的であった。また、産業セクター別にみると、その影響には大きな格差があった。エネルギー関連、自動車・輸送関連、ホテル・レジャーのセクターは業績や格付けにも大きなネガティブな影響を受けた。一方、テクノロジー・通信、金融・保険などのセクターではその影響は限定的であった。
- 格付け見直しに影響を与えた事項としては、今後1年程度の企業の流動性評価（資金の必要額と調達額のバランス）と今後の業績の回復スピードが特に重要である。短期的な金融債務の支払いが困難な場合に

図 25



は、中長期的な債務返済見通しも立たなくなるからである。加えて、1-2年先における、営業利益や最終利益などの期間損益やEBITDAや営業キャッシュフローなどのキャッシュフロー創出力（現金収支）の回復見通し、財務健全性に対する規律の程度が格付けの変更やその方向性を判断するうえでの重要な視点であった。

グローバルの格付け先と日本での格付け先では、格付け変更、業績・格付けの見通しに関して、全体としても産業セクター別でも似通った傾向であった。日本の格付け先の場合、財務健全性指標の悪化が比較的小さく、回復も比較的早かったこと、流動性に対しての備えが十分にあり財務健全性を維持することに対する取り組みが強かったことも特色としてあった。政府による、タイムリーな金融支援策が提供されることは、格付け評価を下支えするポジティブな評価点であった。

参考文献

- S&P Global Ratings, 'Default, Transition, and Recovery: 2022 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study' Apr 25, 2023
- S&P Global Ratings, 「クレジット・コンディション レポートシリーズ」2020年12月10日、2021年4月7日、2022年7月7日、2021年10月6日」
- S&P Global Ratings, 「Global Debt Leverage: 日本の事業会社は金利上昇とインフレに耐えられる」2023年4月18日
- S&P Global Ratings, 「Corporate Top Trends Update: アジア太平洋地域・クレジット・アウトルック 2023: 日本: 信用力改善の減速感が強まる」2023年4月3日
- S&P Global Ratings, 「Japan Corporate Credit Spotlight: 主要20業界の信用力見通し」2022年10月19日
- S&P Global Ratings, 「Japan Corporate Credit Spotlight: 日本の事業会社の信用力改善は減速 コスト上昇や世界の景気減速による下方圧力が強まる」2022年10月19日
- S&P Global Ratings, 「産業リスク評価のアップデート: 2021年1月25日」2021年3月4日
- S&P Global Ratings, 「クレジットFAQ: 格付けプロセスと新型コロナウイルス・パンデミック」2020年4月14日
- S&P Global Ratings, 「クレジットFAQ: 事業会社の分析におけるキャッシュフローの重要性」2018年3月2日

【特別招聘論文】

パンデミック発生前後の日本の電力会社の格付動向

Rating trends of Japanese electric power companies before and after the pandemic outbreak

殿村成信（日本格付研究所 格付企画部長）

Tonomura Shigenobu (General Manager, Head
Rating Planning Department
Japan Credit Rating Agency, Ltd.)

【要旨】

本稿は、(株)日本格付研究所のアナリストが電力業界の視座を示すとともに、コロナ禍前後で実際に行った格付アクションの経緯を記したものである。格付アナリストの関心事は、将来キャッシュフローの「安定性とその見わたしやすさ」がどの程度あり、どう変わっていくのかにある。規制業種である電力業界は、エネルギー政策や制度の枠組みの安定度とその変化といった定性的要素を強く反映する必要がある。個々の電力事業者の行動は、他の業界に比べて規制や制度運営ルールへの制約を受ける。そのため格付は自ずと定量的評価よりも定性的評価の重要性が高くなる。しかし東日本大震災以降、いくつかの大きなリスクイベントを経る中で、電力業界の格付の構成要素としての電気事業制度は、かつてほど大きな位置を占めなくなっている。今後は、個別事業者の財務基盤の充実度が問われ始めてくる。

キーワード：電力会社、格付、コロナ禍、電気事業制度、財務基盤

【Abstract】

In this paper, Rating analysts at Japan Credit Rating Agency, Ltd. present their perspective on the electric power industry and describe the history of actual rating actions taken before and after the coronavirus pandemic. Rating analysts are interested in the degree of "stability and ease of seeing" future cash flows, and how they will change. As a regulated industry, the electric power industry needs to strongly reflect qualitative factors such as the stability and changes in energy policy and institutional frameworks. The actions of individual power utilities are more constrained by regulations and system operating rules than in other industries. Therefore, when it comes to ratings, qualitative evaluation is naturally more important than quantitative evaluation. However, after the Great East Japan Earthquake, the electric power industry system no longer occupies the same important position as it once did, as it has undergone several major risk events. In the future, the level of financial strength of individual businesses will begin to be questioned.

Key words : electricity utilities , credit rating , coronavirus pandemic , electricity business system , financial base

はじめに

信用格付(格付)は債務履行能力(将来キャッシュフローと債務のバランス)を比較できるように等級をもって表示したものである。直感的には、ある評価者(例えば格付会社)が、何らかの尺度をもって債務不履行(デフォルト)までの“距離”を測り、記号に付着した結果である。債務返済に充当される将来のキャッシュフローとは、①事業活動により創出されるもの、②自らが所有する資産を換金して得られるもの、③外部からの信用供与(ファイナンスサポート)によって得られるものの総合で成り立っている。評価の過程では事業活動の実像を捉えた定性的な分析と、その写像ともいえる定量的な分析とを重ねて行う。格付会社毎に評価の要素や体系、定量分析と定性分析の比重の置き方など、メソドロジーの違いがある。また、格付は、3年程度先を見渡した将来に対する“意見”である。そのため各格付会社が同一事象、同一状態を認識したとしても導出される格付水準や格付アクションに違いが出ることは当然といってよい。ただし、どの格付会社の格付アナリストであれ、その関心事は、将来キャッシュフローの「安定性とその見わたしやすさ」がどの程度あり、どう変わっていくのかにあると推察する。それは取り扱う財やサービス自身が持つ性質や契約、競争、顧客の事情、法規制など様々な要素によって形づくられ、変化していく。本稿では、(株)日本格付研究所(JCR)に所属するアナリストが実務者として携わる電力業界を対象に、格付のベースとなる視座を示し、コロナ禍前後で実際に行ったアクションの経緯を記す。なお、格付結果とその要旨はJCRが正式に公表したニュースリリース等を参照いただきたい。本稿はJCRとしての公式見解に対し、投

資家等からの照会時に補足している、格付アナリスト個人の意見的位置づけとして受け止めて頂ければ幸いである。

1. 格付付与の為の準備

格付付与に際しては、どの業種であれ、まずは対象債務者を取り巻く外部環境の状態やその変化を把握する。次いで債務者が手掛ける主な事業(単一もしくは複数)が属する産業の構造や特徴を理解する。その過程では核となる財・サービスの特性や投資回収モデルのタイプを把握している。キャッシュフローや財務構造を財務諸表上の数値を分析・評価するためには、マクロ・ミクロ両面にわたる実像を見つめ、数値がどのようにして作られているかを十分に咀嚼しておくことが不可欠である。この準備を怠った定量分析は説得力に欠ける。

(1) 電気の特性

電気は光源、熱源、動力源として活用されるエネルギー財であり、代替性が極めて乏しい。また、貯蔵ができず、必要な量を必要な時に必要な品質で作って送るという同時同量が原則の財である。最近でこそ再生可能エネルギーの普及に伴う蓄電池の大容量化が進んでいるが、工場や各家庭で必要とする量を貯蔵し、在庫として受け払いでいる水準にはない。さらには、通信のように技術革新が連続的に起こることで品質が向上し、新たな需要喚起、経済成長が見込める財でもない。電気に求められる品質は、周波数や波形、電圧が時間を問わず均質であること、かつ途切れることなく使い続けることができれば足りる。価格や付帯サービス、電源種を考慮しない場合、この財は差別化要素が少ない。こうした究極のコモディティと

もいえる電気の特性を十分に理解しておく必要がある。

(2) 日本のエネルギー需要の特徴

日本のエネルギーは石油・石炭・LNG(天然ガス)などの化石燃料に大きく依存している。エネルギー自給率は1割程度とOECD諸国の中でも低く、大半が輸入に頼らざるを得ない。また島国であり、ロシアや中国などの大陸諸国との間に送電網を敷き、電気を輸入することは、様々な意味でコストがかかり、リスクを伴う。そのため、化石燃料の確保は国家のエネルギー安全保障上、重要不可欠な課題に位置付けられている。昨今、太陽光や風力といった再生可能エネルギーの主力電源化の方針が打ち出されているが、日本全体で電気の品質、量を恒常的に保つには、化石燃料を用いた大規模火力発電所による調整・補完なくして実現しない。

さらに日本は世界の中で唯一の被ばく国である。加えて数少ない大規模な原発事故が生じた国でもある。原子力に対する認識や感情は、他国とは異なるものとみられる。また、社会構造的に少子高齢化と人口減少が進む国でもある。こうした国が抱える特性も格付評価の前提認識として認識しておくべき事項である。

(3) 規制による政府関与の必要性

電気を社会的価値という視点でとらえると、あらゆる経済的活動の基礎を成す重要な公益財である。経済の維持・発展のためには低廉かつ適切な価格設定が求められる。安価でかつ大量の電気を国全体のレベルで作り続けるには、大規模な初期投資と更新投資が必要になる。日本では電力事業を民間企業が手掛ける形を採るが、安易な参入退出を認めると、国全体としての電力供給体制が不安定なものになりかねない。そのため政府

は、電力会社に対し社会インフラ運営者としての責任を持続的に担わせ、安定的に事業運営が可能なような枠組みを設けている。具体的には政策に従い、この考えを下に制度設計がなされていると考える。

(4) 日本のエネルギー政策に対する認識

日本の場合、エネルギー政策は「S+3E」の達成が重要とされる。S+3Eとは、安全性(Safety)を前提に、安定供給(Energy Security)、経済効率性(Economic Efficiency)、環境適合(Environment)を同時に達成しようとするものである。電力業界の格付の際には、政策や制度設計の内容を知ることはもちろんのこと、その狙いを十分に把握する必要がある。把握するためにはSと3つのEの座標軸を取り、その重心がどこにあり、どこに移るのかを時系列で抑える習慣をつけておくとも一つの方法である。

繰り返しになるが、化石燃料の安定的な確保と電力の安定供給こそ、日本のエネルギー政策立案の基底にある。この課題に対応したうえで、経済性を意識した市場制度の設計や、環境性に配慮した再生可能エネルギーの適切な導入、脱炭素社会の実現に向けた取り組みを考えていくことが適切と考える。ただし電力の安定供給は、日本では余りにも当たり前であるためか、平時においてはこの課題に対する関心が高まりにくい。よほどの有事でない限り、エネルギー問題は経済性や環境性に焦点があたりやすくなるのは自然といえよう。つまり、安定供給が保たれている限り、S+3Eの重心は経済性や環境性のいずれかに移りがちになる。2011年の東日本大震災時は、安全性が最大の課題であったが、その後2015年の電力小売りの全面自由化、2021年のエネルギー基本計画における再生可能エネルギーの主力電源

化の明記といったテーマにフォーカスした政策や制度が設計されていったことからもうかがえる。しかし、供給力が十分ではなかった状態でパンデミックの発生、ロシア・ウクライナ紛争等によって安定供給上の有事が起こった。その際、即座にS+3Eの重心を安定供給に置いた議論や措置がなされた点は記憶に新しい。このような定性的・大局的な項目を確実に抑えておくことは、電力各社の格付を付していくうえ大きな意義がある。

2. 電力業界の格付方法の特徴

ここまで紙面を多く割いたが、電気という極めて汎用的な財を扱う電力業界は、日本のエネルギー政策上、重要不可欠な位置づけにあり、シンプルに競争市場原理による参入退出の自由が認められにくいと認識できる。したがって電力業界の格付方法において、規制業種の中でも政策や制度のフレームワークの安定度とその変化といった定性的要素が強く反映されている。個々の電力事業者の行動は、他の業界に比べて規制や制度運営ルールに制約される機会が多くなる。そのため、他律的要素が業績に多く反映された定量的評価よりも、規制をかける側の動きを捉える定性的評価を優先的に位置づけることになるのである。

なお、一般に定性的評価は、何らかの評価尺度を設けつつも、評価者の主観的な判断が相応に影響しやすい。そのため定性的評価の比重が高くなる業界ほど、格付会社の格付ロジックや格付アクションが異なってくると考える。

3. 主なリスクイベントに対する信用力評価

直近のリスクイベントとしては2020年に発生した新型コロナウイルスによるパンデミックリスクがある。その格付への影響を触れつつ、以下、直近10年余りを振り返って電力業界が影響を受けたり

スクイメントに対し、格付アナリストとしての評価、判断を簡潔に記しておく。

(1) 東日本大震災前

2011年3月の東日本大震災発生まで、日本の電力業界は、地域毎の自然独占的な事業基盤が形成され、総括原価方式(供給原価に適正な利潤を上乗せして料金を設定できる制度)や、一般担保付社債の発行(会社のすべての財産に対し、会社が倒産した際に他の債権者よりも優先的に弁済を受けることができる債券)の発行など、収入の安定性と投資・回収の確実性を高める枠組みが盤石であった。そのため、国の格付に準じて安定かつ高格付を付すことが適切と考えていた。

(2) 東日本大震災後

東日本大震災を機に発災した東京電力福島第一原子力発電所の事故によって、原子力リスクが一気に顕在化した。当時は電気事業制度が根本的に変わったわけではなかったが、制度設計上の前提にあるはずの原子力が全基稼働停止され、かつ今後どのような取り扱いになるか見通せない状態であった。原子力発電を代替する火力発電の比重が急速に高まり、化石燃料コストが増大、収支は大幅赤字に転落し、自己資本は著しく毀損した。こうした状態を見るに、これまでの制度が有効に機能せず、キャッシュフローの安定性が大きく低下し、「将来を見わたす」ことが極めて困難な状態に陥ったと判断し、各社の格付を大きく下げることとなった。

一般に原発リスクというと、原発の発災事故を想起するかもしれない。しかし、このような稀頻度かつ定量的に把握できないテールリスクを格付に反映させることは相当程度難しい。信用格付が想定するタイムホライズンは3年程度だが、その期間内で福島第一原発規模の事故が発生する可

能性を合理的に見積もることができないためである。もっとも現在では、発災を機にした巨額の賠償や廃炉費用等の負担を超長期にわたって実質的に負うことが、東京電力の実例から推定できる。今後こうした事態が生じた際には、国の原子力事業者に対する関与の在り方やその変化をある程度想定できるかもしれない。一方、平時に原子力リスクとして認識する事項は複数ある。発電事業に係る格付の視点としては設備投資額が多額であり、発電による投資回収に長期間を要することを踏まえ、発電所の稼働状況に注目している。特に原子力については、安定稼働を妨げるリスクとして、①司法判断による運転差し止め、②原子力規制委員会の判断および審査の難航、③エネルギー政策における原子力発電の位置付け低下、④法規制による運転制約、⑤原子力発電を取り巻く世論、メディアの論調などが挙げられる。当時はすべての要素につき、格付にネガティブな影響を与えていたが、事故発生から12年経過した2023年現在、随分と様相が変わってきている。

(3) 電力システム改革

東日本大震災を機に、電気事業制度は大きく見直された。2015年4月の電力システム改革は、①安定供給の確保、②電気料金の最大限の抑制、③需要家の選択肢や事業者の事業機会の拡大の3点を目的としたものであった。具体的には①広域的な送電線運用の拡大、②小売の全面自由化、③法的分離による送配電部門の中立性の一層の確保を図るものであり、2020年4月までの期間にわたって大きな規制緩和と変更が進められた。

国と電力業界との距離感が見直される中、当時は電力各社の格付シナリオを想定する考え方が複数あった。一つは法規制の変更自体を重く見

て直ちに格付を見直すという考え方、もう一つは規制変更を機に競争が激化、顧客基盤の弱体化とマージン減少により収益力は低下し、キャッシュフローと債務のバランスは大きく悪化するであろうという考え方があった。一方、前述の電気の特性、日本の特性を鑑みるに、現行の電力供給体制下で50年余りを自然独占によって築かれた顧客基盤は、規制変更によってただちに大幅に毀損するとは想定しづらい。規制緩和の実際の影響を確認しながら、必要に応じて格付を見直すという選択肢もあった。結論、三つ目の考え方を選択することが適切と判断した。その理由として、1995年から数次にわたって行われた自由化が信用力に及ぼす影響は限定的であったこと、全面自由化とはいえ顧客の減少と収益力低下が平行に推移するかは流動的との判断が働いたことがある。根底には成熟した日本では電気という低マージンの財において価格競争が始まると、財務体力のない新規参入者は淘汰される可能性が大きい。規模の経済が働く産業である以上、時間軸を長く取ったうえで市場勢力図を見定め、個社ごとの信用力を見るべきとの考えに十分な合理性と説得力があると判断したことによる。

その後の推移をみると、小売全面自由化によって大手電力会社のシェアは低下したものの、それを直接の理由に利益水準が切り下がったわけではない状態が続いていた。むしろ停止が長引く原発再稼働に向けた対応投資の負担、さらには、非効率な火力発電所に対する制約の強まりなど環境政策の強化に由来する発電事業での「見渡しづらい」点が格付上のポイントとなっていた。

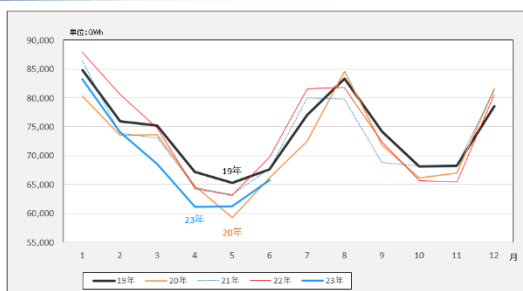
(4) パンデミック前後

2020年、当時世界保健機関(WHO)が百年に一度の公衆衛生危機と称した新型コロナウイルス

の流行は、感染抑止の為に全世界にわたって厳しい行動制限が課され、その結果経済活動の停滞を余儀なくされた。日本も同様の政策が採られたが、コロナ禍前後での電力需要の月次推移を

図1 月次電力需要推移

パンデミック前後の需要：月次電力推移（10エリア計）



出所：電力広域的運営推進機関 HP より筆者作成

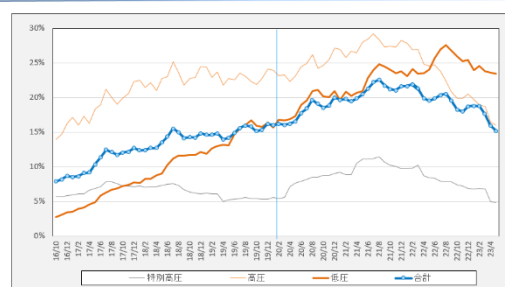
コロナ禍前後ではむしろ供給サイドの環境変化が大きかった。2015年のパリ協定に基づく気候変動問題に関する枠組みの下、日本でも2020年10月に2050年カーボンニュートラル宣言が発せられていた。再生可能エネルギーの開発促進と化石燃料の資源開発が抑制される動きが強まったほか、非効率な石炭火力の休廃止といった供給力の不安定さが高まる状況にあった。こうした状況に、新型コロナウイルス、ロシア・ウクライナ紛争、厳冬が重なっていった。さらには欧米を中心に断続的な金利の引き上げに伴う大幅な円安が加わるなどして、日本は燃料価格の急騰と燃料調達難に見舞われることとなった。

その結果、21年夏をピークに新電力のシェアは低下した(図2)。卸電力取引市場価格の高騰を受け、採算が取れない新電力の経営が悪化し、数多くの事業縮小・撤退を余儀なくされたことが背景にある。

追ってみると、コロナ禍初年度の20年度こそ相応の落ち込みがあったものの、時間の経過とともに回復に向かっていた。(図1)

図2 新電力の販売電力シェアの推移

全国の新電力シェア（販売電力量、16年4月～23年6月）

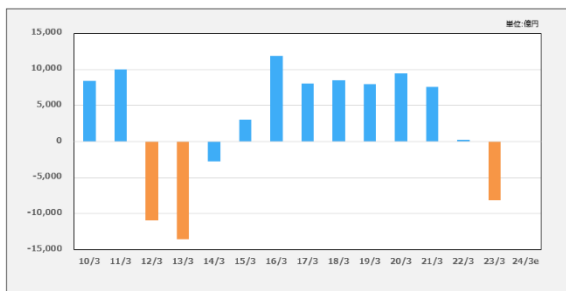


出所：電力ガス取引監視委員会 HP より筆者作成

一方、その反動として供給の大宗を占める大手電力会社に負担が集中した。詳細は割愛するが、市場価格が急速かつ異常に高騰したことで制度的に①燃料費調整制度のタイムラグ損の多額計上、②燃料費調整制度の上限超過分の費用回収が不能な事態の発生、③FIT(再生可能エネルギー固定価格買取制度)における回避可能費用が増加し、実際に回避された以上に控除されたことの負担、④送配電部門の最終保障供給価格が市場価格を下回り、事業者利用が増加、調達費用負担が急増したこと一等、通常では想定しがたい事態が集中した。これらの結果、電力各社の業績は東日本大震災後以来の巨額の赤字を計上、その結果大幅な財務基盤の毀損をもたらし、信用力は大きく下方圧力が増した。(図3,4)

図3 旧一般電気事業者10社の経常利益推移

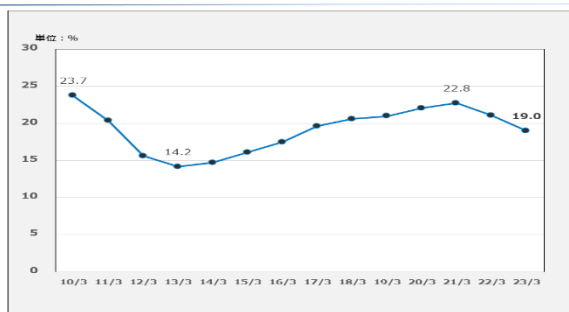
旧一般電気事業者10社の経常損益 (参考: タイムラグ損益調整前、JERA線)



出所: 各社有価証券報告書より筆者作成

図4 旧一般電気事業者10社の自己資本比率推移

旧一電10社の財務構成 (自己資本比率) の推移



出所: 各社有価証券報告書より筆者作成

しかし、10年前の巨額損失計上をした時期との比較において、政策・制度の方向性は確かであり、将来は相当程度「見渡しやすい」要素が多く、中期的に信用力の回復シナリオの蓋然性は相応にあると判断できた。

10年前の震災直後とコロナ禍中との比較では、定量面での財務指標の悪化という点で同様であったが、その評価はかなり異なる。例えば、小売り事業における規制料金の改定では、以前は数十年間値上げ改定を行っておらず、かつデフレ状態だった。一方、コロナ禍中では10年前の料金改定時の経験があったことや、広範囲にわたる財・サービス価格の改定が続くなど値上げに対する社会の許容度が随分と高くなっていった。すでに全面自由化して数年が経過しており、規制分野

の顧客が従来比少なくなっていたことも影響を小さくした要因であった。

発電事業では原子力発電に対しても、以前は福島第一原発事故からまもなく、世論や行政は極めて消極的な姿勢が目立ち、原子力規制委員会も立ち上がったばかりで全基運転停止の状況にあった。これに対しコロナ禍中では、数基とはいえ原発が既に稼働していたほか、GX推進法が審議される中で非化石電源である原子力の位置付けが確かなものとされようとしていた。さらには、電力システム改革は一応の完了を遂げており、調整の必要はあるものの新しいルールの下で事業運営が進められていた。つまり、定量的に信用力低下が確認できたものの、定性的には中期的にキャッシュフロー創出力が回復する蓋然性が高いと判断するだけの根拠は多数あったといえる。

おわりに ～今後の見通し

時系列的にリスクイベントを掲げ、その時々信用力評価の判断を示したが、各イベントは独立して判断できるものではなく、積み重ねた中での判断が必要である。総じて日本の電力業界の格付を展望すると、これまで高く評価していた電気事業制度の安定性は、今後も一定程度認められるものの、年々外部環境の影響を受けやすくなっている。かつてほど大きな位置を占めなくなってきたいくものとみている。

電力各社は、規制緩和によって国内電気事業の投資回収の確実度が下がる中、持続的な成長のために電力周辺事業や海外電力事業といったこれまでとは異なるリスクプロファイルの事業にも注力し始めている。従来にない不確実性が増える可能性は大きく、失敗に備えだけの財務バッファの厚みをつける必要が増えていると思料する。

にもかかわらず、今後も国内電気事業では、脱炭素や再エネ発電拡大等トランジション対応投資が控えている。また、原発の安全対策工事や送配電網の増強といった投資負担も依然重くのしかかる事業者も少なくない。電力業界は長らく強い規制の下で多額の投資を重ねてきたこともあり、財務

基盤は総じて固いとは言えない。総じて中期的にはともかく、政策・制度と個社の事情両面で「将来が見渡しにくい」状態が続くことから、財務基盤の強化を積極的に行わない電力会社は、長期的に信用力に下押し圧力が高まる可能性もあると想定している。

参考文献

- 資源エネルギー庁「エネルギー基本計画について」
https://www.enecho.meti.go.jp/category/others/basic_plan/
- 資源エネルギー庁「電力システム改革について」
https://www.enecho.meti.go.jp/category/electricity_and_gas/electric/system_reform.html
- 電力・ガス取引監視委員会「電力取引の状況(電力取引報結果)」
<https://www.emsc.meti.go.jp/info/business/report/results.html>
- JCR「コーポレート等の信用格付方法」2024年2月1日
- JCR 業種別格付方法「電力」2023年6月1日

日本の格付け導入とその後の状況

Credit Rating, Introduction and Function in Japan

黒沢義孝(日本大学名誉教授)

Yoshitaka Kurosawa

(Professor Emeritus, Nihon University)

【要 旨】

日本で1985年に格付会社がスタートして約40年になる。当初、格付制度の導入に消極的であった日本の大手銀行は、格付け制度の導入が現実のものになると格付会社の主要株主になり多くのアナリストを派遣して日本の色彩の強い格付会社をスタートさせた。現在、日系2社/米系3社の格付会社が活動しているが、日本企業の中・長期資金調達(残高ベース)は銀行8割、社債2割の状況にあり、社債の格付けを行う格付会社の情報が「情報の非対称性の除去」等ほどの程度の役割を果たしているか等についての実証分析も少ない状況にある。

キーワード: 日本の信用格付け制度、格付けと情報の非対称性、格付けと利益相反、債券のデフォルト率、債券の格付け格差

1. 日本における格付け制度の導入

日本に「信用格付け」が制度的に導入されたのは約40年前の1985年3月であった。それまでは、社債発行を統制する起債調整協議会(1947年設置・通称「起債会」)が発行適格社債を決め、日本興業銀行(以下、興銀)を中心とする受託銀行が発行を引き受け、証券会社が販売・事務処理をする仕組みで進められていた。しかし1975年以降の国債大量発行や、金融の国際化が進展し、公社債市場の改革が叫ばれるようになって様相が変化した。特に、証券取引審議会・基本問題委員会(委員長:館龍一郎・東大教授)が「これまで社債市場を人為的にコントロールしてきた起債調整協議会(通称・起債会)を廃止し、事業債については投資家保護という観点から、利害関係のな

い複数の第三者機関(格付機関)による格付けによって発行することが望ましい」との提言(1977年10月)が行われたことにより「信用格付け」の導入が現実のものとして議論されるようになった。更に、日米円ドル委員会が開催(1984年)され、アメリカ企業が日本で資金を調達する場合は起債会の適債基準ではなく「格付け」によって決めるべきである旨のプレッシャーが高まった。これを受けて、格付け制度創設に反対の立場をとってきた受託銀行も含めて、格付け機関を設立すべく「社債問題研究会(社問研)」を発足させて検討を急ぎ(1984年1月～同年12月)、1985年3月に格付会社制度がスタートすることとなった。格付会社の設立は、日本公社債研究所(JBRI:主体は日本経済新聞社)、日本格付研究所(JCR:日本

開発銀行、日本輸出入銀行、日本長期信用銀行、東京銀行、農林中央金庫など 74 機関)、日本インベスターズサービス(NIS:興銀、都銀、損保など 118 社)が 1985 年にスタートし、1992 年 7 月の大蔵省告示(省令)により先発 3 社に加えて米国のムーディーズ(ジャパン)、S&P(ジャパン)、フィッチ(ジャパン)が指定を受け、同年 9 月にダフ・アンド・フェルプス(ジャパン)、トムソン・バンクウォッチ(ジャパン)、IBCA(英国格付会社の日本法人)の 3 社も追加指定を受け、指定格付会社は 9 社となった。その後、フィッチと IBCA が合併(1997 年)、JBRI と NIS が合併して格付投資情報センター(R&I)となり(1998 年)、Fitch がダフ・アンド・フェルプスとトムソン・バンクウォッチを買収(2000 年)するなどの変遷を経て、日本で活動する格付会社は現在 5 社(R&I、JCR、S&P、ムーディーズ、フィッチ)となっている(ムーディーズはムーディーズ SF ジャパン、S&P は S&P グローバル SF ジャパンも別法人として信用格付業の登録を受けているので登録法人数は 7 社)。日本の格付けは 1985 年にスタートして以降、日本的色彩(銀行貸付優位の企業ファイナンス)を色濃くし、信用格付が大きな役割を果たしているとは言えないまでも、格付け件数(企業等)は R&I、JCR がそれぞれ約 700~800 件、S&P は約 170 件、ムーディーズは約 150 件、フィッチは約 40 件の格付けを行なっている(日本信用格付学会ホームページの「格付け一覧表」を参照)。

2. 信用格付けの役割と利益相反の問題

格付会社は、債券(発行者)の返済能力を測定・予測し、その情報(信用リスク情報)を債券の買い手(投資家)に伝えることによって、その社会における家計等の貯蓄がその使用

者(企業等の債券発行者)に安定的かつ効率的に流れて経済の安定・成長に資する役割を担っている。すなわち、債券(発行者)が持っている返済能力の情報を正しく投資家に伝えて、債券発行者と投資家との間の「情報の非対称性(債券発行者が自ら認識する情報と格付けによって投資家に伝わる情報とのギャップ)」を小さくすることが格付会社の役割であり、個別債券の格付け情報を格付けランクごとに集約して情報の非対称性の程度を把握する手段の一つが「累積デフォルト率」である。例えば、図表1で S&P の 2001 年の米国市場における1年間の累積デフォルト率(2001 年の格付けランクごとの格付け件数に対するデフォルト件数の実績比率)、過去 3 年(1999~2001 年の間の格付け件数に対する累積デフォルト件数の実績比率)、過去 5 年(同様、過去 5 年の実績比率)の比率がそれぞれ中・長期的に安定していれば、投資家はどのランクの債券を購入すればどの程度のデフォルトを予定(予想)すれば良いかがわかる。また、異なる格付けクラスの債券を組み合わせることによって選択的なポートフォリオを組むこともできる。図表1右側の R&I の例については日本の社債市場における累積デフォルト率の数値であり、米国の同ランク債券の累積デフォルト率よりも低く、BB 以下については債券発行数が少ないために累積デフォルト率は大きく変化するという特徴を見ることもできる。一方、債券発行者にとってはどのクラスの格付けを取ればどの程度の利率で債券を発行できるかの目処が得られる(注1および注2参照)。格付会社としてはこの累積デフォルト率の比率が長期的に安定していれば投資家の信頼を得ることにもなる。

(図表1) 累積デフォルト率 (%) 1年=2001, 3年=1999~2001, 5年=1997~2001

格付け・累積年	S&P			R&I		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年
AAA	0	0	0	0	0	0
AA	0	0.19	0.19	0	0	0
A	0.19	0.46	0.56	0.39	0.39	0.39
BBB	0.34	3.63	4.22	0.39	1.17	1.95
BB	3.16	11.66	13.37	0	6.99	10.57
B	11.23	26.69	30.24	2.94	10.68	13.87
CCC-C	44.55	58/18	60.00			

(データ出所) 『格付け情報のパフォーマンス評価』黒沢義孝 2009年 梓出版社

格付けアナリストが債券のリスクを正しく評価しその情報が遅滞なく投資家に伝われば「情報の非対称性」は小さくなり「累積デフォルト率」は格付けランクに応じた滑らかな推移を辿ることになるが、アナリストの審査能力が低いと累積デフォルト率の数値の秩序が乱れることになり「情報の非対称性」が生じる。あるいは、審査能力が高くても格付会社の利益のために（あるいはアナリスト個人の利益のために）、高い格付け料を受け取ることの見返りに意図的に格付けを高く評価し、投資家に損害を与える「利益相反の問題」が発生する場合もあり得る（利益相反の問題については注3の論文参照）。

日本の格付け市場（社債）に於いて「情報の非対称性」および「利益相反」に関する問題として取り上げられたのは総合スーパーの「マイカル」以外にはあまりない。マイカルは民事再生法を申請し2001年9月に倒産したが、その時点に於いてS&P（日本法人）とムーディーズ（日本法人）及び日本の格付会社R&Iは投機的格付けのBB（Ba）を付していたが、日本の格付会社JCRは投資適格のBBBを付していた。格付けに際して米系のS&Pとムーディ

ーズは非依頼格付け（格付料金を徴収しない、通称“勝手格付け”とも呼ばれる）、R&Iは第13回～21回債以外は非依頼格付けであったのに対しJCRのみが依頼格付け（格付料金を徴収）であったことから有料格付けによる「利益相反」の可能性が囁かれた。当時の日本の慣行では、格付会社から有料格付けにおいて投機的格付（BB以下）が付されると再建計画が破断になり「日本の格付会社でありながら日本知らず」とマスコミの非難を浴びる雰囲気が漂い、「格付会社と投資家との間の利益相反」というよりも、「格付会社の私的利益」と「格付け制度が背負う社会的責任」との間の利益相反ではないかとも言われた（注3①参照）。

社債格付け110余年の歴史を持つアメリカにおける利益相反の問題として、「ニューヨーク市債」の問題を挙げることができる。ニューヨーク市の財政が悪化した1960年代半ばに、ムーディーズが同市債の格付けをAからBaaに、S&PがAからBBBに格下げし、それに伴ってニューヨーク市債の価格が下落した。これに対してニューヨーク市は「格下げは適切な措置ではない」と格付会社に圧力をかけ、ム

ーディーズと S&P はニューヨーク市の財政改善がみられないにもかかわらず A(シングル A)へと格上げの措置をとった(1968~72 年)。しかし 1975 年にニューヨーク市債がデフォルトとなったことから連邦議会がムーディーズと S&P の格上げを問題視し、ニューヨーク市の予算局長が格付会社へお礼の電話をした(1973 年 12 月)ことが明らかになったことから、SEC(格付会社に対する監督機関である証券取引委員会)は「格付け2社は十分な調査を怠り、格付けの適切な変更を行わなかった」旨の議会報告レポートを提出して(1977 年 8 月)格付会社を戒める措置をとった(注 4)。

アメリカにおける第二の事例として、電力会社「エンロン社」が 2001 年 11 月に連邦破産法の適用を申請したが、S&P とムーディーズは適用申請の 4 日前まで投資適格の格付け(S&P は BBB、ムーディーズは Baa)を付けたままであったことに対する連邦議会指摘を受けた。S&P は「エンロン社およびその監査法人が虚偽報告を行ったためである」と主張したが、議会は「格付会社が十分な分析を行っていなかった」、「エンロン社の説明を額面通りに受け取って詳細な説明を求めていなかった」ことを問題視し、その対処策としてサーベンス・オクスリー法を制定(2002 年7月)して、格付会社に対する監督が強化されることとなった。

以上の事例のほか、コマーシャル・ペーパーの格付けに失敗した「ペンセントラル鉄道」事件(米国 1970 年6月)、格付制度が馴染まなかったイギリスの格付会社「エクステル社」の格付け失敗(英国 1979 年 6 月)、米国ワシントン州の原子力発電会社「WPPSS 社」の格付けに対して投資家が格付会社を提訴した事件(米国 1983 年 6 月)、タイ通貨バーツの

相場暴落で始まったアジア通貨危機に際してのソブリン格付けの失敗(アジア地域 1997 年 7 月)、ギリシャ国債問題を背景にした欧州委員会によるソブリン格付け禁止検討問題(2011 年 7 月)、そして格付け史上最大の問題となったサブプライム住宅ローンの証券化問題(欧米市場 2008 年 9 月)など数々の問題が発生してきた(注5)。

3. サブプライム証券問題と格付会社に対する新たな規制

これまでの格付け史上最大規模の問題となった「サブプライム証券問題」が 2008 年にアメリカで発生し、その証券を大量に購入していた EU 諸国の投資家にも大きな損害を与える事件となった。サブプライム証券とは比較的所得の低い米国人、黒人、ヒスパニック等に貸し出された住宅ローン(サブプライム・ローン)をいくつかの束にして証券化し、その証券を格付会社が格付けして投資家に販売するもので、1990 年代終わり頃からの住宅価格の上昇を背景に急拡大し、2007 年には全米住宅ローンの13%(当時の為替レートで約 156 兆円)を占めるようになっていた。2005 年頃まではサブプライムローン(貸付)のデフォルト率はおおむね4~5%で、そのローンを束にして組成したサブプライム証券の約8割が最上級の AAA に格付けされていた。通常の場合には格付けが高ければ償還の安全性が高いと認識され、市場原理が働いて金利(利回り)は低めに設定されるが、サブプライム証券の場合はローンを束ねて証券に組み替える過程で償還の安全性が高まる(不思議なこと)と信じられ、米国はもとより EU 諸国、アジア地域の金融機関に幅広く売られていた。しかし住宅価格の上昇に翳りが見え始めた 2006 年

頃からサブプライム・ローンのデフォルト率が上昇し、2008年1月にはサブプライム・ローンの予想デフォルト率が19%まで上昇した。そのため、格付会社はサブプライム証券の約41%を格下げし、2007年夏の格下げと合わせて合計66%のサブプライム証券が急速に格下げとなった。例えば、ムーディーズの米国サブプライム証券の格付けの場合、2007年1月1日時点でAaaであったサブプライム証券のうち2008年12月31日(2年後)までに58.7%が最下位ランク(Caa+Ca+C)へ格下げになり、Aaであったものについては97.8%が、Aについては98.9%が、Baaは99.5%が、Baは100%が最下位格まで急速な格下げとなった(注5参照)。その結果、2007年夏の格下げ以降、サブプライム証券の値下がりやデフォルトによって米国の投資銀行ベア・スターンズやフランス大手銀行BNPパリバが運営する資産運用ファンドが破綻し(2007年7月)、2008年9月にはサブプライム・ローン及び関連証券を総合的に扱っていた米国のリーマン・ブラザーズが経営破綻し、サブプライム証券に対するリスク保証(CDS)をおこなっていた保険会社AIGが破綻した。このような事態に対して米国ではサブプライム証券の値下がり及びデフォルト等によって損失を被った主要銀行9行に対して公的資金による資本注入が実施され、EUにおいても米国のサブプライム証券を大量に購入していた大手金融機関が国有化され、ドイツ、フランス、オランダ等において金融安定化策として1兆ユーロが供給される措置が取られた。一方、日本においては住宅ローンの証券化の規模が小さく、その構造もシンプルであり、米国のサブプライム証券への投資も小規模であったことから米国、EUのような事態は避けられた。

サブプライム証券問題に関して、格付会社

に対する規制当局も直ちに検討を開始し、国際機関である証券監督者国際機構(IOSCO)は5回にわたる金融・経済首脳会議を開き(2008~2010年)、「格付会社の規制・監督の強化」を検討し「機械的に外部格付けに依存すべきではない」と信用格付けについて厳しい首脳宣言を表明した。同機構は、欧州規則6条2項に「格付会社は利益相反を回避、特定、排除、管理、開示するための措置を講じなければならない」等の条文を盛り込んだ。震源地となった米国では金融改革法(ドット・プランク法)の改正(2010年7月)と共に証券取引法及びSEC(証券取引委員会)規則を改正して、格付会社に対して「アナリストが利用した内部情報及び格付け理由の記録を保管する義務、格付会社に支払われた手数料の記録保存、支払いを受けた口座の記録保存義務」など細部にわたる規制が定められた。また米国格付会社の格付け情報を利用して多額の損失を被った欧州(EU)では、信用格付けに対してはそれまで各国ごとに対応していたが、サブプライム問題発生以降は欧州連合(EU)として欧州証券市場局(ESMA)がEU域内外の格付についての監督を行うこととなった。サブプライム問題に対処する日本の格付制度改革については概ね米欧の対処方針に沿って進められた。即ち、金融商品取引法の業府令等においてにおいて、「格付け情報によって起債者と投資家間の情報の非対称性を縮小する」ためには格付けプロセスを公正なものとし、専門的知識・技能を有するアナリストを十分に確保し、格付けに用いる情報の品質を確保して、アナリストの確保と情報の品質を確保できない場合には格付けを付与しないことを定めている(金融商品取引法66条の33に関する業府令306条1項6号)。また、利益相

反の防止措置については、格付け担当者の有価証券売買等の禁止、役員の格付けプロセスへの関与の禁止、格付会社が格付け関係者から融資等を受けている場合の措置、独立委員を含む監督委員会を設置すること等17項目が定められた(同 66 条 33 に関する業府令 306 条1項7号)。

4 日本の社債市場の特徴と信用格付けの課題

(1) 日本の社債市場の特徴

日本の社債市場の特徴は、米国との比較において「利益相反」の事例が少なく、「ハイ・リスク社債(格付け BB～C ランク)」の発行件数が少ないことである。図表 2 は日本の格付会社(R&I, JCR)の日本国内における格付け、および米国の格付会社(S&P, Moody's)の米国内における格付けの年末の格付け件数、3年間のデフォルト発生件数等を比較したものである。格付け件数は日本 2005 年(期末)、米国 2003 年(期末)の数値、平均デフォルト率および件数は各期末までの3年間平均の値である(サブプライム問題による影響が本格化する前の時期)。米国格付会社の格付け件数は日本に比べて圧倒的に多い(米国は日本の7～8倍)ばかりでなく、米国の投機的格付け件数が日本市場における投機的格付け件数の30～45倍(全格付け件数に占める投機的格付け件数の比率は日本 7～10%、米国は 30～40%)と、社債市場の構造が大きく異なる(社債全体に占める投機的格付け件数は日本が約 50 件、米国は 1,500～1,800 件)。しかし、投機的格付けランクの社債のうちデフォルトとなった件数の割合(3年平均デフォルト率)については日本では R&I

が 7.6%、JCR が 9.8%、米国においては S&P が 7.9%、Moody's が 9.7%とほとんど違いはない。

日本における「社債」と「銀行」の関係をごく簡単に振り返ると(詳しくは『わが国債券格付けの歩み』14頁～45頁参照)、日本で最初に大阪鉄道が社債を発行した(1890年・明治23年)後に、1920年代以降大量の無担保社債が発行され社債のデフォルトが多発した。この対処策として社債の有担保化が進み、興銀を先導役とする複数の銀行がデフォルト社債を投資家から買い上げ補償するといった銀行の役割がみられた。終戦後(1945年以降)は社債が償還不能になった際は受託銀行が責任を持ってその社債を買い上げる仕組みが定着し、1970年以降に社債の有担保原則が崩れた後も、中小企業のファイナンスは社債発行に依存せず政府系金融機関による貸付と地方金融機関(貸付)が担い、大企業・中堅企業については大手銀行の健全性が維持される範囲内において企業の社債が発行されるようになった。1960年以降の日本企業の中・長期資金調達(1960年～2017年、期末残高比率)は、図表3の通り銀行からの調達が概ね8割を占め、社債調達は 15～20%程度と「銀行が主導的な役割を果たしている」という状況にあり米国とは大きく異なる特徴がある。銀行が中・長期資金を貸し出している企業については、銀行法による「銀行の健全運営」の観点から、社債返済に懸念のある企業に対しては社債発行にブレーキがかかり(ハイ・リスク社債の発行が少ない理由)、格付会社・社債発行企業と投資家との間の利益相反が少ないことについても、社債発行企業に対する取引銀

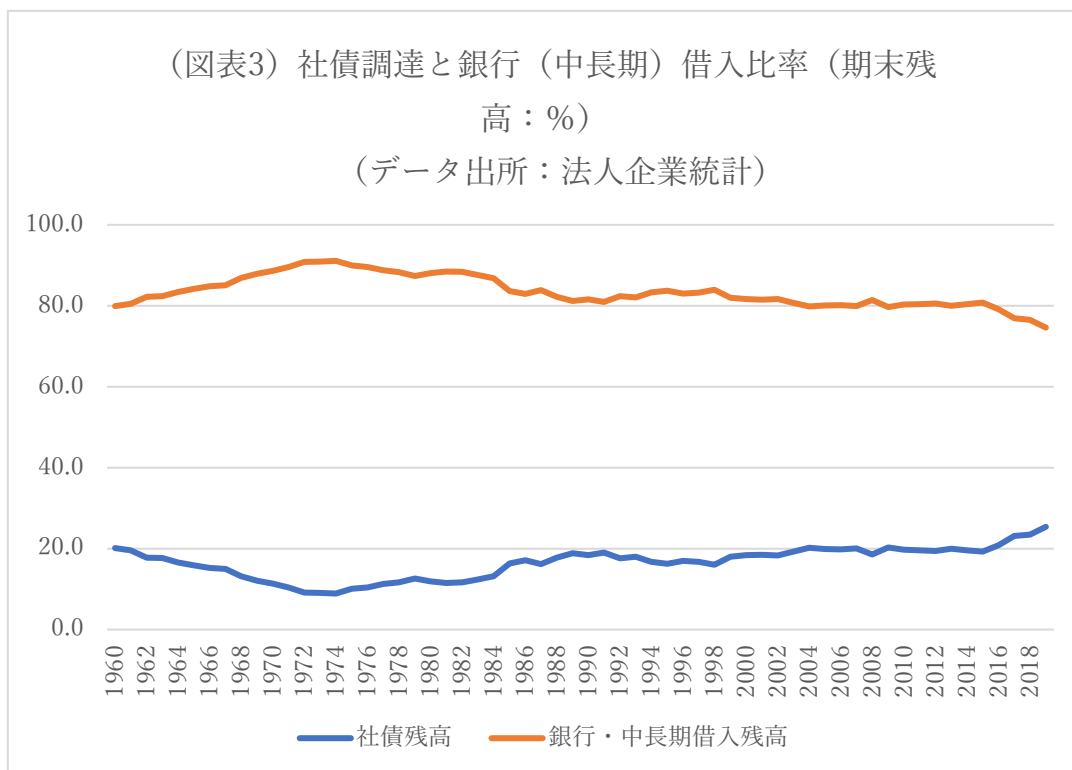
行からの目配り効果が働いていることがその理由のひとつとして考えられる。バブル崩壊後に日本企業が設備投資を抑制し始めた1992年～93頃の法人企業統計による企業設備残高(土地を除く)は約300兆円であったが、それから約30年後の今日まで

ほぼ一貫して約300兆円のままで停滞していることは、リスクをとって成長機会を求めるための原資としての社債の機能が活かされていないことに理由の一端を求めざるを得ない。

(図表2) 格付け件数(企業)と3年平均デフォルト率

	R&I			JCR			S&P(USA市場)			Moody's(USA市場)		
	格付け件数(件)	3年平均デフォルト率(%)	3年平均デフォルト件数(件)	格付け件数(件)	3年平均デフォルト率(%)	3年平均デフォルト件数(件)	格付け件数(件)	3年平均デフォルト率(%)	3年平均デフォルト件数(件)	格付け件数(件)	3年平均デフォルト率(%)	3年平均デフォルト件数(件)
AAA(Aaa)	7	0	0	23	0	0	112	0	0	133	0	0
AA(Aa)	112	0	0	78	0	0	432	0	0	692	0	0
A(A)	260	0.29	0.8	231	0.4	0.9	1,128	0	0.0	1,295	0	0.0
BBB(Baa)	229	0.48	1.1	198	0.8	1.6	1,326	0.53	7.0	1,166	0.2	2.3
BB(Ba)	44	4.74	2.1	36	6.0	2.2	915	1.86	17.0	555	1.82	10.1
B(B)	11	19.29	2.1	3	56.7	1.7	758	7.78	59.0	754	6.38	48.1
CCC(Caa)-C(C)	0	0	0.0	1	0	0.0	164	42.07	69.0	283	37.1	104.9
合計	663		6.1	570		6.4	4,835		152.0	4,878		165.4
投資適格(件数比率)	608(92%)	0.3		530(93%)	0.5		2,998(62%)	0.23		3,286(67%)	0.07	
投機的格(件数比率)	55(8%)	7.6		40(7%)	9.8		1,837(38%)	7.89		1,592(33%)	9.72	
合計	663	0.9		570	1.1		4,835	3.1		4,878	3.4	

(注) 格付け件数はR&I、JCRについては2005年の期末件数、S&P、Moody'sについては2003年の期末件数。3年間平均デフォルト率(%)及び3年平均デフォルト件数は各期末から遡った3年間の年平均値。(データ出所)『格付け情報のパフォーマンス評価』黒沢義孝著:2009年梓出版社。



(2) 日本の債券格付けの課題

図表 4 は日本で格付けを行なっている 5 つの格付会社のなかで、格付け件数が最も多い JCR の格付け (723 件) を基準にして、JCR が格付けを付した債券と他の格付会社が同一の債券に格付けを付したものの格付け差 (ノッチ差) を示した表である。スコアは AAA(Aaa) を 1 としてノッチごとに D(24) まで数値化し、同一企業に対する格付けのノッチ差をみたものである (日本信用格付学会ホームページの 2023 年 7 月 1 日現在の格付一覧表を参照)。JCR と R&I との格付け差の場合、JCR の格付け 723 件のうち R&I が 336 件 (46%) について同じ債券に格付けしているが、うち 221 件 (全体の 66%) が JCR より 1 ノッチ低い格付けをしていること

を示している (格付けと数値の対応については図表 4 の「格付け記号と数値の対応表」を参照)。図表 4 から、JCR と R&I との格付け差はほぼ 1~2 ノッチ差であり信用リスクについての見解が大きく分かれるものはあまりないが、4 ノッチ差 (格付け 2 格差程度) 以上になると投資家の観点からは債券の返済能力について大きな見解の相違があると受け止められることになる。図表 4 で JCR の格付けと同一債券に対する格付け差が 4 ノッチ以上の格付け差 (JCR よりも 4 ノッチ以上低い格付け) がある債券の数は、R&I は 0 件、S&P は 41 件 (全体の 42%)、Moody's は 45 件 (同 47%)、Fitch は 12 件 (同 41%) と日米の格付会社の間に大きな格差が認められる。その格差を業種別で見ると全 45

業種のうち4ノッチ以上の差があるものが8業種(電力、海運、金融等)で業種特性があり、個別企業では6ノッチ差(中国電力、日本郵船、ソフトバンクグループ等5社)、8ノッチ差(商船三井)など一般投資家にはその根拠が分かりにくいものも多々含まれている。格付けの役割は個別債券の償還能力がどの程度であるかを記号(及び文章等の説明)で示し、それを投資家に知らせることによって債券発行者と投資家との間の情報の非対称性をできる限り小さくすることである。そのような観点から考えると、債券の格付けと市場取引を通じて決まる個別債券の利回りの関係についての実証分析が必要になる。日本の格付け会社の格付けと、

米系日本の格付け会社の格付けのどちらが「情報の非対称性の縮小」のための役割を果たしているのかについて、格付け別のデフォルト率なども考慮しながら実証分析を試みることも必要であると思われる。あるいは、米系日本の格付け会社が米国の投資家のために米国基準(米国債券の格付け手法)に基づいて日本の債券の格付けをおこなっているのであればその旨の情報が開示されることが望ましい。いずれにしても、格付け会社ごとの「格付け」と「市場利回り」の関係(実績)を意識しながら「情報の非対称性の縮小」に「格付け」がどの程度役に立っているのかについて、研究者による実証分析が行われることを期待したい。

(図表4) JCRを基準とする格付け格差の件数 (JCR - 他の格付け)					
<2023年7月1日現在の格付け>					
	ノッチ差	JCR - R&I	JCR - S&P	JCR - MDY	JCR - Fitch
	0	79	0	1	1
	1	0	0	0	0
	2	1	0	0	0
	3	0	0	0	0
	4	0	0	0	0
	5	0	0	0	0
	-1	221	2	10	1
	-2	31	14	19	4
	-3	4	41	20	11
	-4	0	29	33	11
	-5	0	11	7	1
	-6	0	1	4	0
	-7	0	0	0	0
	-8	0	0	1	0
	件数合計	336	98	95	29
格付け件数	JCR	R&I	S&P	MDY	Fitch
	723	703	168	146	38
(データ出所) 日本信用格付学会ホームページ					

格付け記号	数値	格付け記号	数値
AAA(Aaa)	1	BB+(Ba1)	11
AA+(Aa1)	2	BB(Ba2)	12
AA(Aa2)	3	BB-(Ba3)	13
AA-(Aa3)	4	B+(B1)	14
A+(A1)	5	B(B2)	15
A(A2)	6	B-(B3)	16
A-(A3)	7	CCC+(Caa1)	17
BBB+(Baa1)	8	CCC(Caa2)	18
BBB(Baa2)	9	CCC-(Caa3)	19
BBB-(Baa3)	10	CC+	20
		CC(Ca)	21
		CC-	22
		C	23
		D	24

(注1) 格付けランクと債券発行金利の関係式については黒沢義孝[2007]『格付け講義』文眞堂、79-82頁を参照。概念的に、リスク・フリー金利(格付けAAAの金利)= r_f 、信用リスク(累積デフォルト率)= P_d 、債券発行元本=1、債券に要求される利子率= q とすると、 $q=(r_f+P_d)\div(1-P_d)$ となる。

(注2) 日本の社債市場における情報の非対称性についての実証研究は極めて乏しい状況にあるので今後の研究に期待したい。

(注3) 利益相反については、①波多野 肇「格付け制度における利益相反を回避するための考察」21世紀社会デザイン研究 2016 N0.15、②「社債における資金調達過程における利益相反および関連するコンダクトリスク・最終報告書・証券監督者国際機構代表理事会 FR08/2020 2020年9月、岩原紳作「金融機関と利益相反:総括とわが国における方向性」、③坂田和光「米国における格付機関をめぐる論議について」レファレンス 2003.11、④高橋周歴史「社債管理者の利益相反問題」北海道大学博士・法学・甲第12967号、等を参照。

(注4) 黒沢[1985]155~158頁参照

(注5) 黒沢[2011]193~196頁参照

参考文献

黒沢義孝[2011]『経済は格付けで動く』中経出版

黒沢義孝[1985]『債券格付けの実際』東洋経済出版社

日本公社債研究所社史編纂委員会編[1995]『わが国債券格付けの歩み』日本公社債研究所

三井秀範監修 野崎彰編著、有吉尚哉、大越友人、徳安亜矢[2011]『詳説 格付会社規制に関する制度』商事法務

【第2回年次大会プログラム】

第2回 日本信用格付学会・年次大会

開催日時： 2023年9月10日（日曜日） 9:30am～5:10pm

形式 Zoomによるオンライン開催

統一テーマ：「パンデミックの発生後、マクロ政治・経済環境の不確実性が高まるなか、信用格付が果たした役割」

総合司会： 田村香月子氏（関西大学）

午前の部 9:30～12:00 開会式・講演・座談会

開会の挨拶 9:30～9:40

日本信用格付学会・会長 黒沢義孝（日本大学名誉教授）

講演1 9:50～10:20

講演者：柴田宏樹氏（S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社シニアディレクター・事業法人格付部長）

演題：「パンデミック発生後のグローバル格付動向」

講演2 10:30～11:00

講演者 殿村成信氏（株式会社日本格付研究所 事業格付第二部長）

演題：「パンデミック発生後の日本の電力会社の格付動向」

座談会 11:10～12:00

「激変する環境における日本の電力業界の課題と信用力サポート要因」

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社 シニアディレクター・事業法人格付部長 柴田宏樹氏

株式会社日本格付研究所 事業格付第二部長 殿村成信氏

関西電力株式会社 経理部長 垣口裕則氏

モデレーター：廣瀬和貞氏（株式会社アジアエネルギー研究所 代表）

12:20～13:00 理事会

議題：①予算・監査報告・予算、②新入会員入会の審議、③学会誌編集委員長の報告、④新

入会員の拡大等

午後の部 13:30 ～ 17:10 講演・特別講演・自由論題報告・閉会式

司会：酒巻雅純氏（東京証券取引所）

特別講演 1 13:30 ～ 14:00

講演者： 森田隆大氏（ワールド ゴールド カウンシル顧問・森田アソシエイツ代表）

論題：「中国の格付市場の現状と課題」

特別講演 2 14:10 ～ 14:40

講演者 黒沢義孝氏

論題：「日本の格付けの導入とその後の状況」

自由論題報告 14:50 ～ 15:40（報告30分・討論10分・質疑10分）

報告者 白田佳子氏（国立大学法人北海道国立大学機構帯広畜産大学）

論題：「倒産予知モデルによる企業格付けと財務数値の推移に関わる研究
ーコロナ禍における日本企業の実態分析ー」

討論者：目 篤氏（総務省政策統括官（統計制度担当）室）

特別講演 3 15:50 ～ 16:20

講演者 後藤文人氏（シェフイールド大学）

演題：「グローバル・国内格付会社の政治経済学：故 Timothy J. Sinclair 教授を偲んで」

会員総会 16:30 ～ 17:00

議題：理事会審議内容決議と報告

閉会の辞 17:00～17:10

大会準備委員長 森田隆大

以上

編集後記

会員、特別招待の皆様のご理解とご協力をいただき、『年報信用格付年報』第2号が刊行されました。昨年9月10日、国内外より、実務家・研究者がオンライン形式にて多数参集し、日本信用格付学会第2回大会が開催されました。講演、自由論題の報告が行われ、活発な質疑が交わされました。会員、特別招聘の皆さまから、大会の後、重要で繁忙な業務の合間を縫って、講演、座談会、特別講演をもとに執筆していただき、貴重な論文4編をご提出いただきました。これらの特別招待論文3本、報告論文1本は、電力業界を舞台にした格付をめぐる情勢の最新の知見、我が国における格付導入の社会的意義を論じた政策的・学術的価値の高いものになっていると思います。

本学会誌は、会員はじめ広く関係者の皆さまに支えられ、格付における研究発展に貢献することを目指しております。今後とも大会報告を基にした論文をはじめとし、大会テーマによらない論文の投稿をも大いに歓迎しています。どうぞ、よろしくごお願い申し上げます。

最後に、本学会誌に玉稿を寄せられました会員、特別招待の皆さまご各位、大会実行に多大な貢献をされましたプログラム委員会、編集にご協力いただきました学会事務局並びにホームページ委員会に厚く御礼申し上げます。 (文責:目 篤)

2024年5月

『年報信用格付研究』編集委員会
委員長 目 篤 (わかもと製薬)
委員 江夏 あかね (野村資本市場研究所)
委員 黒沢 義孝 (日本大学名誉教授)
委員 田村 香月子 (関西大学)

年報 信用格付研究 第2号

■発行日	2024年5月1日
■編集発行人	日本信用格付学会
	ホームページアドレス: https://www.cra-j.org/
	TEL: 090-3427-7403
	E-mail: shinyoukakuduke@outlook.jp
