

## 【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)

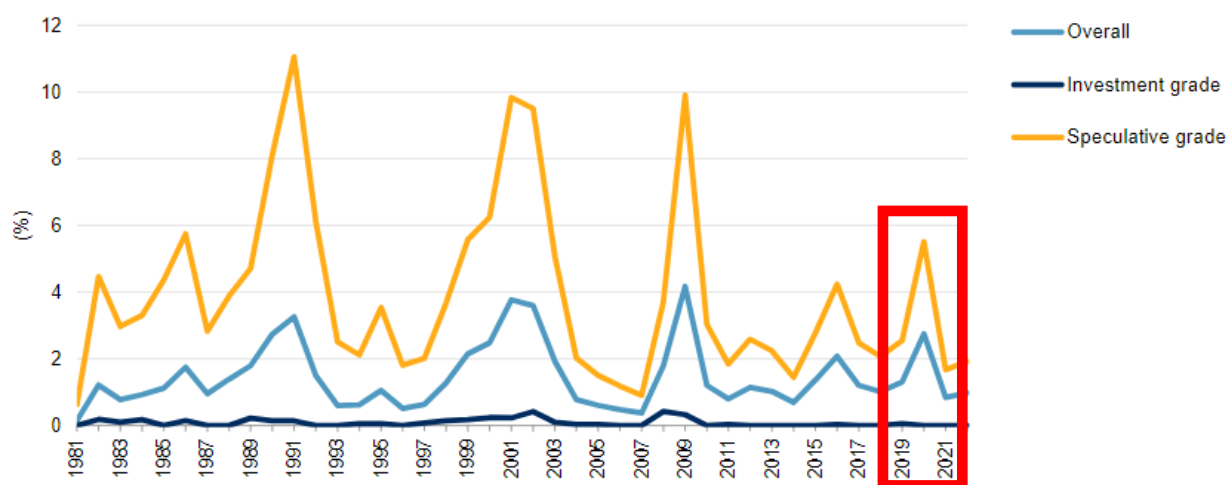
2000 年以降の約 20 年間における何回かのストレス時と比較して、2020 年に発生した COVID-19 によるグローバルの企業格付けに対するデフォルト率への影響はやや大きかった。2008-2009 年の世界金融恐慌(所謂リー

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.

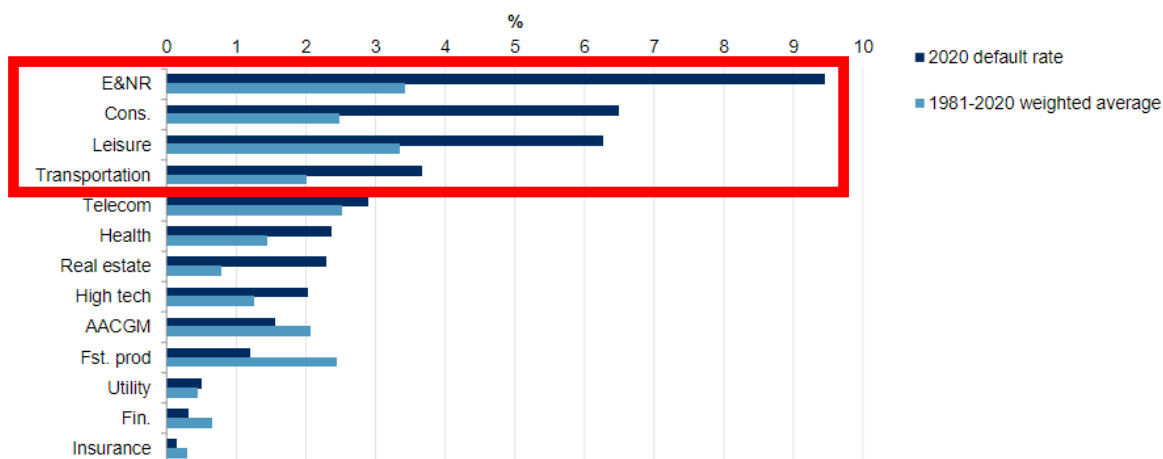
(2) グローバル:セクター別のデフォルト率 (1981-2022年の平均、2020年、2022年)

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。

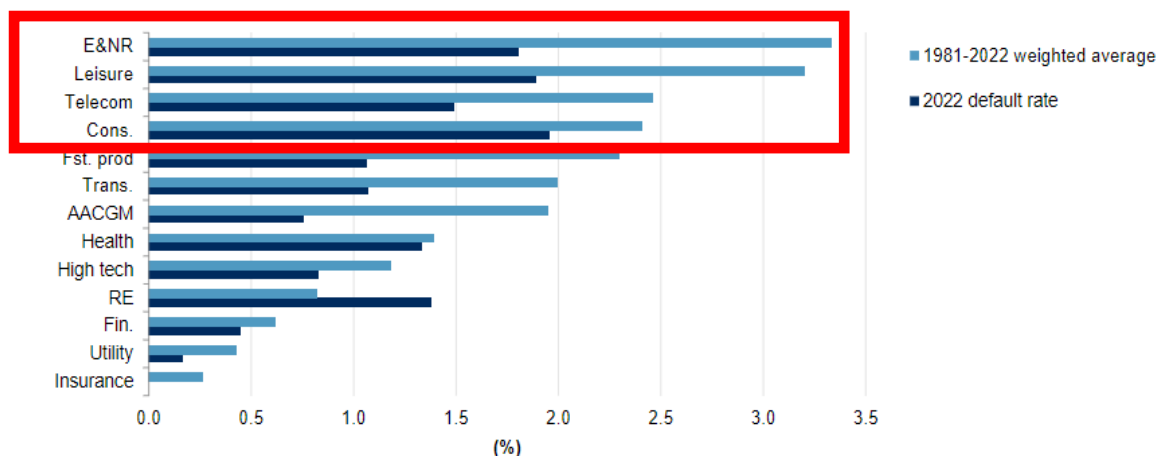
図 2,3

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.

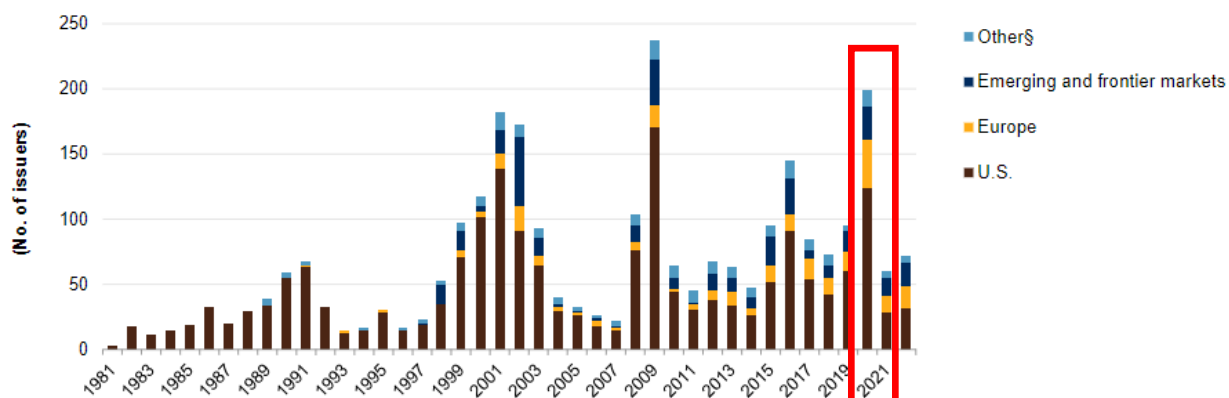
(3) グローバル: デフォルト社数と債務金額の推移: 1981-2022 年の年別・地域別

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。

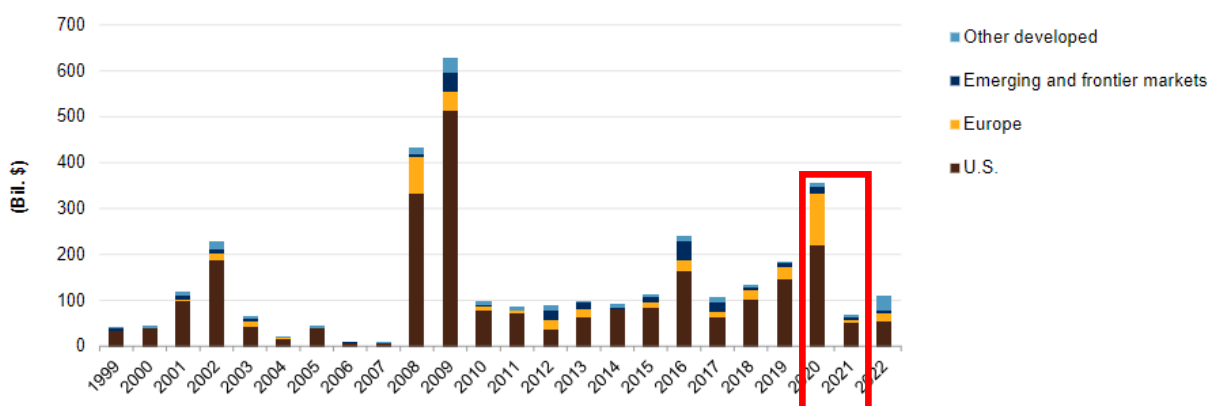
図 4,5

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)

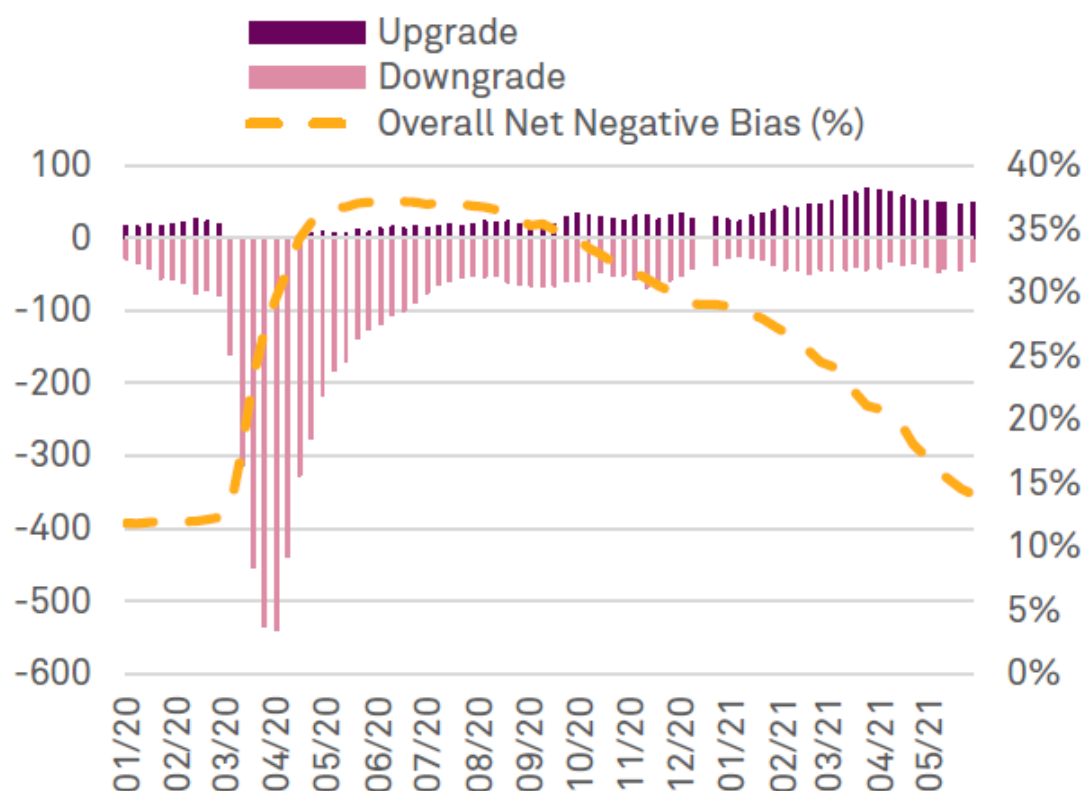
より詳しく検証するために、2020年1月以降の格上げ件数、格下げ件数、格付けの方向性を示すネット・ネガティブ・バイアス(格付けの方向性を示唆するアウトルックとクレジット・ウォッチ(CW)の中で、「ネガティブ」の構成比(%)

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



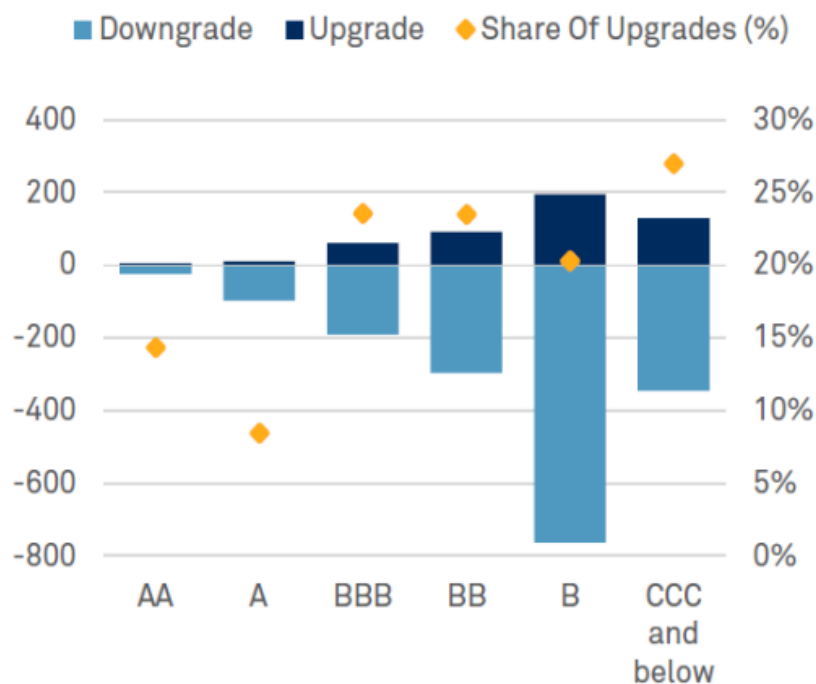
Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

(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)

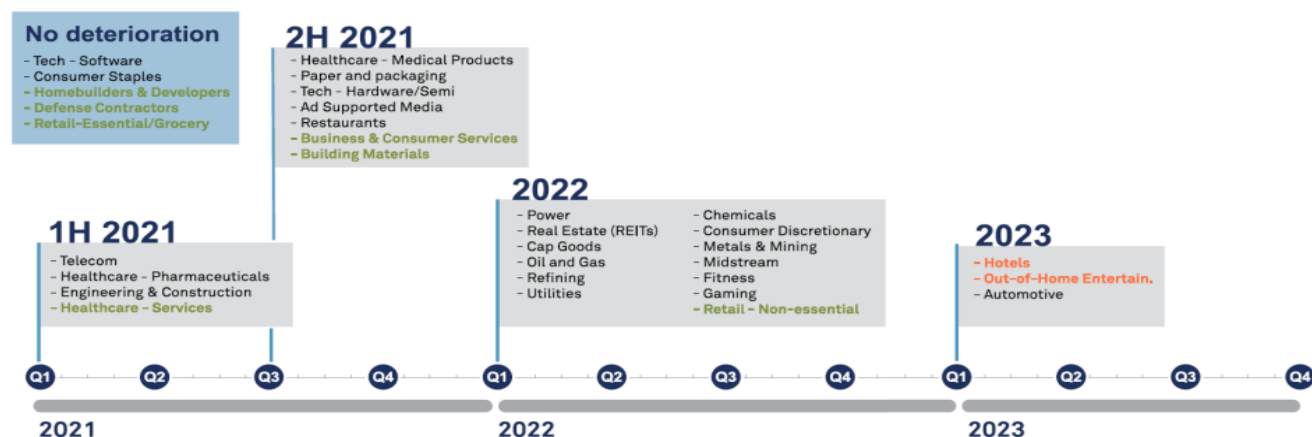
COVID-19発生初期の段階である2020年9月時点での、北米における産業セクター別のクレジット指標の回復時期の予想に関しては、セクター別に大きな違いが生じた。ほとんど影響を受けないと予想したセクターはTech-Software, Consumer staples, Retail-essentials などであり、影響が小さく1年以内には回復すると予想したセクターは Telecom, Healthcare などであった。一方で、影響が大きく回復には2-3年以上と長くかかると予想したセクターは Hotels, Out-of-Home

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

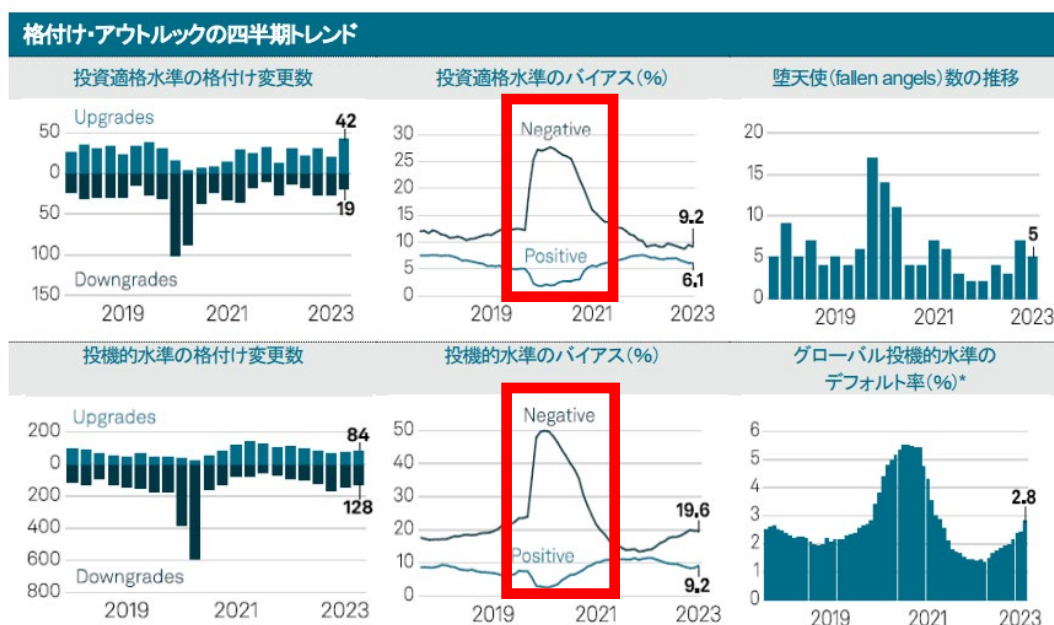
+以下の投機的水準での影響度合いには大きな格差が生じた。2019 年から 2023 年までのグローバルの格付け先の四半期トレンドを見る



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.

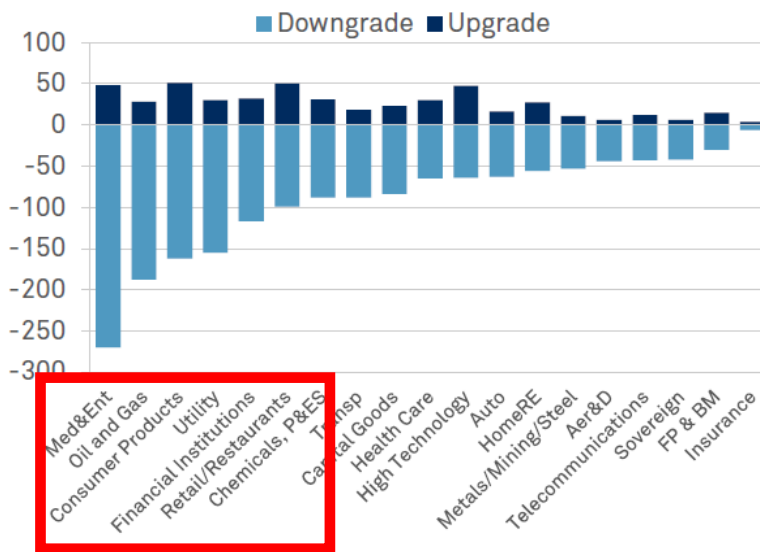
(9) グローバル: セクター別格付けトレンド (2020年1月~2021年6月)

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

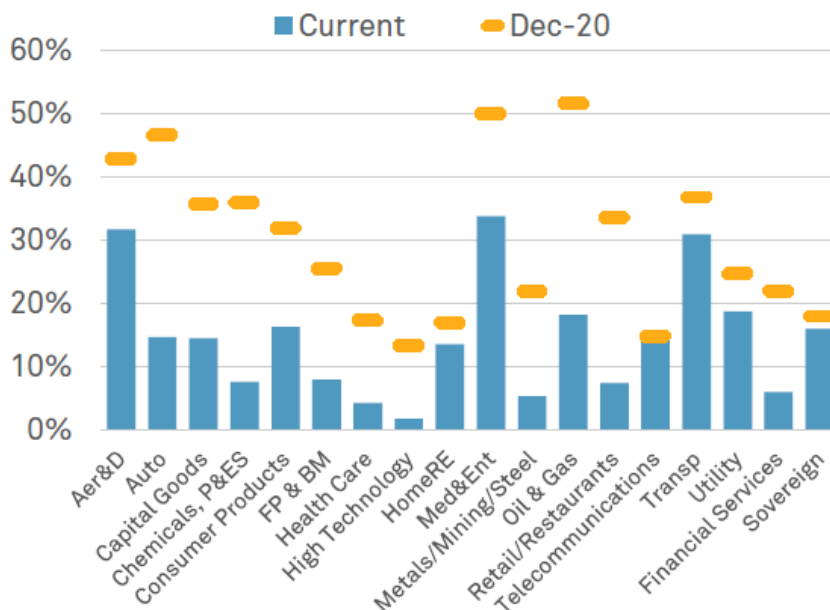
Gas, Media & Entertainment, Auto, Aerospace & Defense 等の産業セクターはピーク時の2020年12月時点にはネガティブの度合いが50%程度と非常に高く、一方で High technology, Tele-communications, Healthcare 等の産業セクターはピーク時でも20%未満と低いままであった。その6か月後の2021年6月には、Aerospace & defense, Media & Entertainment, Transportation でのネガティブの度合いが30%程度と高いままであった。Auto, Oil & Gas, 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.

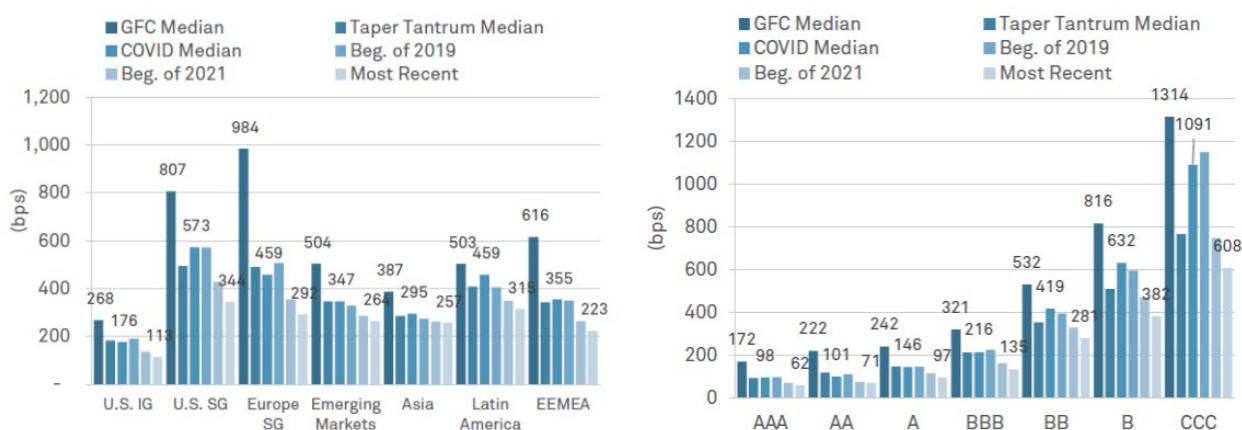
- Aer&D-航空宇宙・防衛。Auto-自動車。Chemicals, P&ES-化学品、包装、環境サービス。HomeRE-住宅メーカー／不動産。FP&BM-木材製品および建築材料。Med&Ent-メディアとエンターテインメント。Ret/Res-小売り・レストラン。Transp-交通機関。Telecom-電気通信

**(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・地域別でみると、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)**

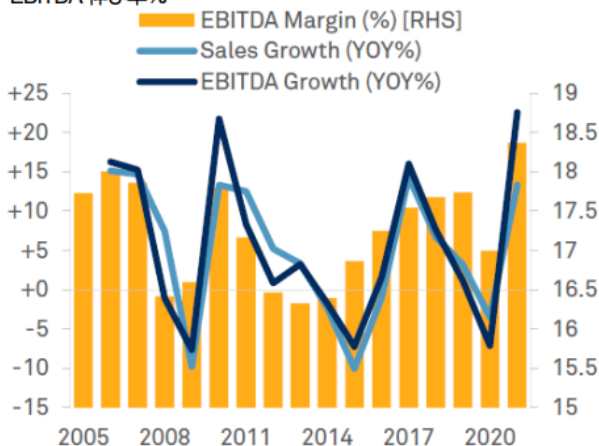
最後に、グローバルの非金融法人全体における、売上高、EBITDA、収益性、手元現預金の水準について、COVID-19の前後での増減を確認した。売上高、EBITDA、EBITDA マージン(EBITDA/売上高)とも、2021年には前年

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

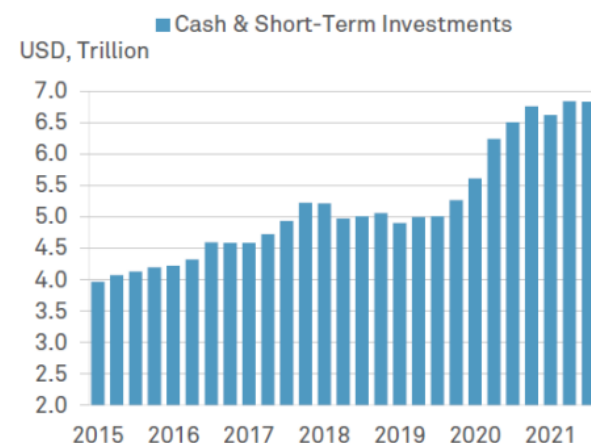
黄棒(右軸): EBITDA マージン%, 青線: 売上高成長率%, 紺線: EBITDA 伸び率%



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。

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)



## 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

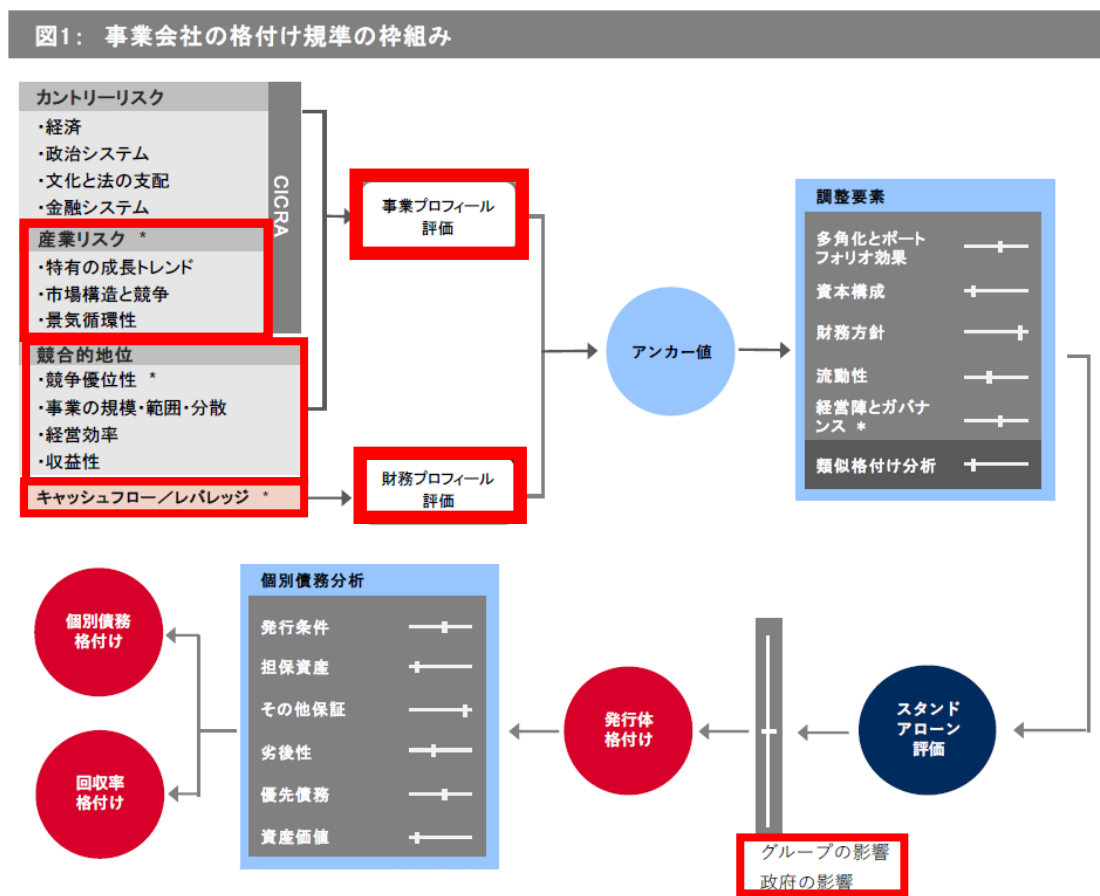
### (1) 事業会社の格付け分析アプローチとパンデミックの織り込み

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)競合的地位、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



注) \*付きの各要素ではESGリスクが考慮される可能性が高い。

(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一

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、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。

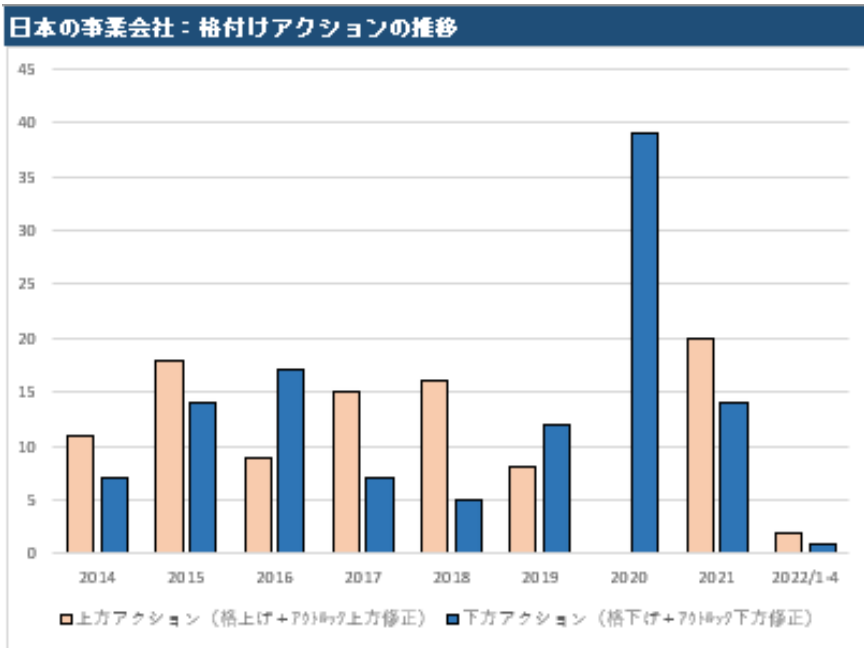
格下げのピーク時期、セクター別の影響度合いは、概ねグローバルと同様の傾向だった。2020 年は過去 2 年と異なり、格上げがなく格下げのみの格付け見直しであった。また、格下げ件数も 17 件と過去 2 年から大きく増加した。ただし、2021 年には、格上げ件数が 3

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。

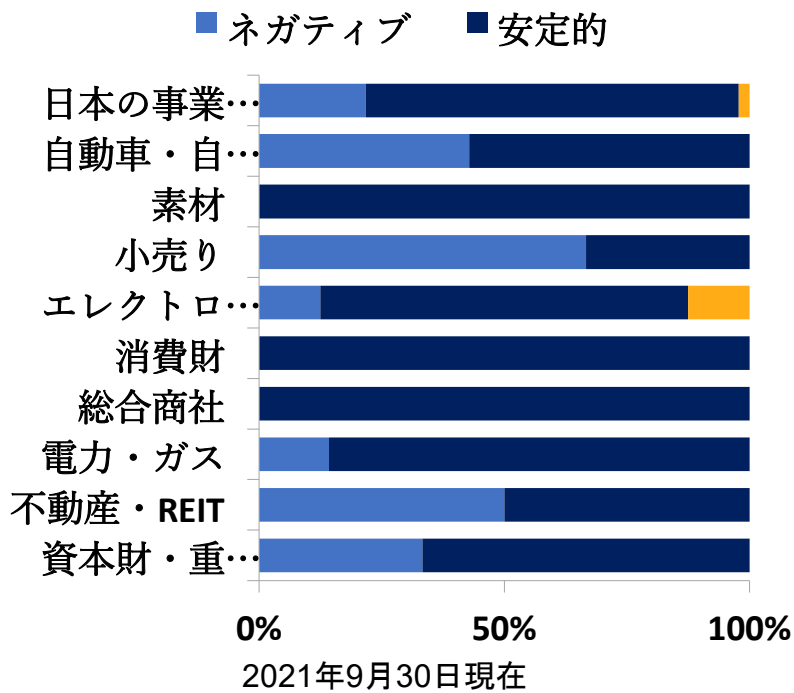


図 20



(出所) S&P global Ratings Japan

図 21



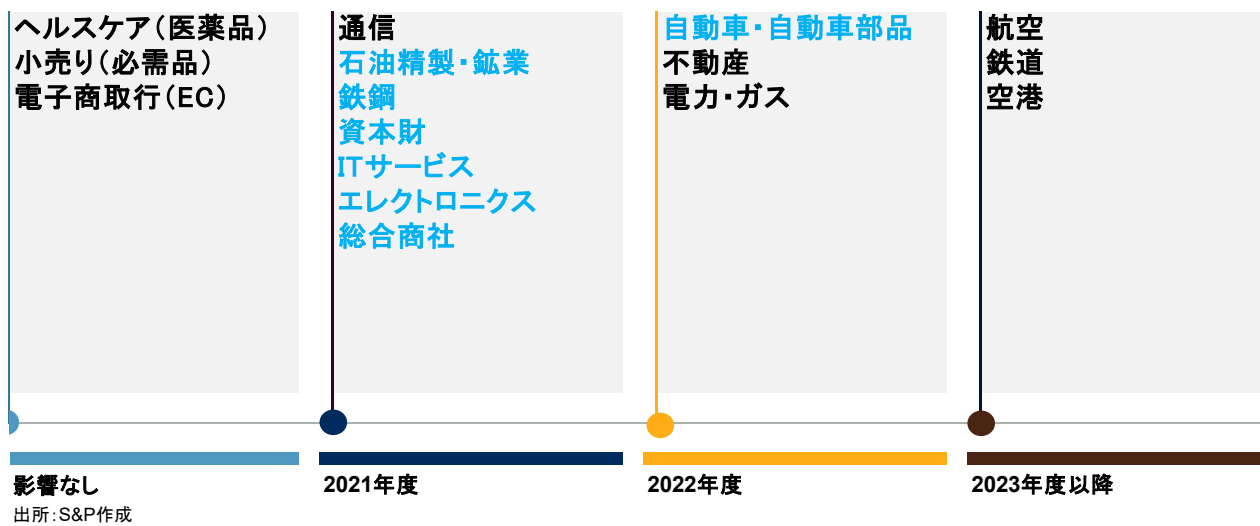
(出所) S&P global Ratings Japan

**(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

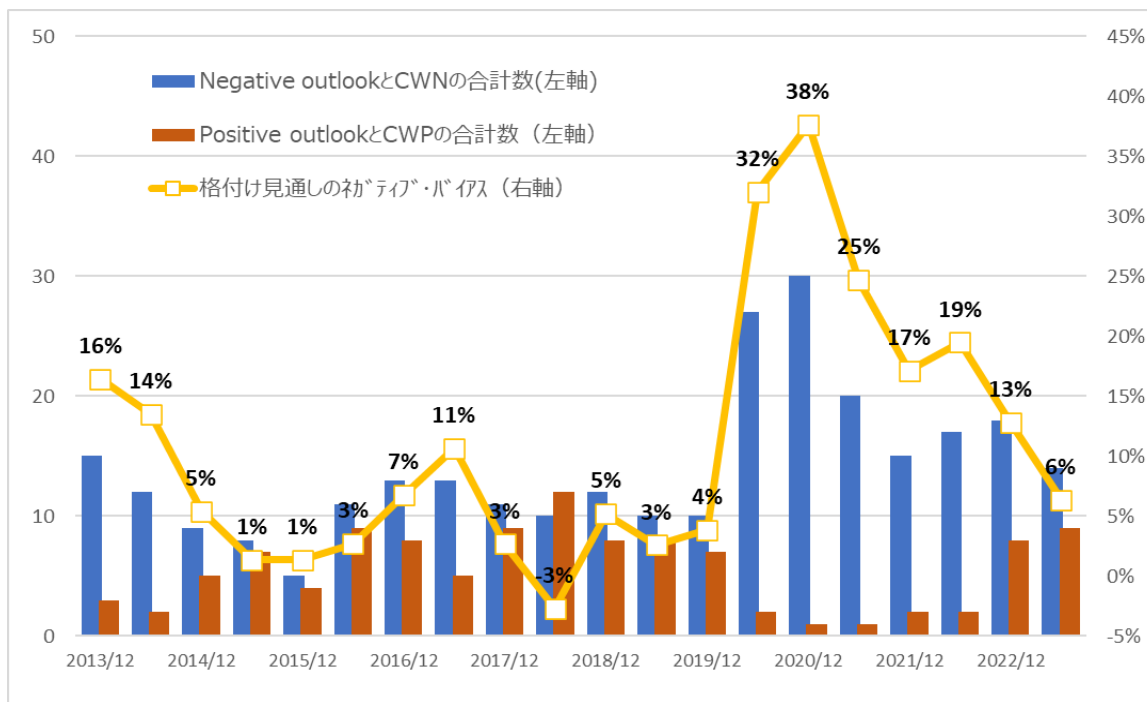


**(3) 日本の格付け先事業会社:格付け見通しの推移(2023年3月時点)**

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

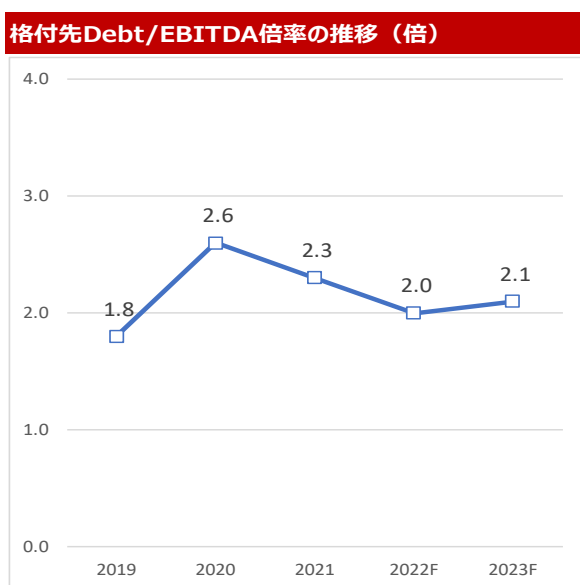
#### (4) 強固な財務基盤は、コスト上昇、景気減速などのリスク要因へのバッファー

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



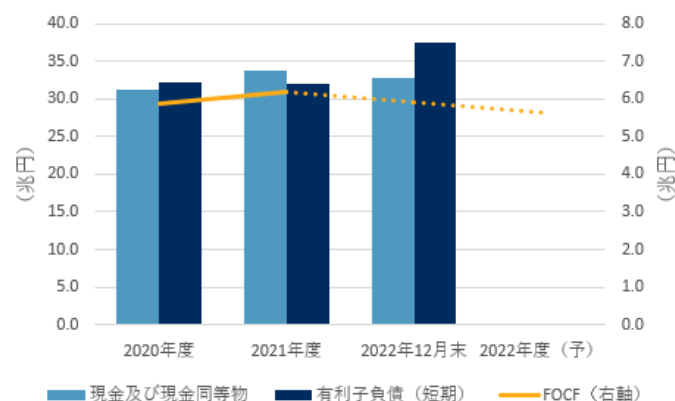
\*総合商社を除くベース

### 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、産業セクター別に見ると、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