MOODY'S
INVESTORS SERVICE

RATING METHODOLOGY

通信事業者の格付手法
Telecommunications Service Providers

目次:

要約	1
格付対象について	2
格付手法について	3
主要格付要因	6
スコアカードの前提と限界、およびスコアカードに含まれない格付上の考慮事項についての議論	18
その他の格付上の考慮事項	19
付録 A: 通信事業者のスコアカード	23
関連リサーチ	29

コンタクト:

東京 03.5408.4100

本格付手法は、2010 年 12 月発行の Global Telecommunications Industry Methodology(ムーディーズ・ジャパン版「世界の通信業界」2011 年 2 月)を改訂するものである。この改訂版格付手法は、旧格付手法に含まれる基本的な原則の多くを反映しながら、通信業界の企業にとって通常最も重要な格付上の考慮事項を透明性の高い形で示し、業界の主要な信用ファンダメンタルズを反映できるよう、ムーディーズの分析を精緻化したものである。

要約

本格付手法は、世界の通信業界の格付対象発行体の信用リスク評価に対するムーディーズのアプローチを説明するものである。

本稿の主な内容は次の通りである。

» 格付対象の概要

» 格付手法の概要

» 信用力および格付を左右する要因の説明

» スコアカードに含まれない格付上の考慮事項を含む、格付手法の前提と限界についてのコメント

本稿は、通信事業者の評価に関する全般的なガイダンスを提供し、主要な定量的・定性的リスク要因がどのように個々の格付結果に影響を与えるかを理解していただく一助となることを目的としている。本稿は、ムーディーズのアナリストが検討し、格付に反映する全ての要因を網羅しているわけではない。例えば、通信業界の格付分析では、本稿には詳細に説明していない全ての業種に共通する要因(株主構成、経営陣、流動性、企業の組織構成、コーポレート・ガバナンス、カントリーリスク等)や、特定の企業において重要となりうる要因も考慮している。ただし、本格付手法はこの業界の格付において、通常、最も重要と考えられる定性的および定量的な考慮事項、財務情報・指標の理解に役立つであろう。

この格付手法は、現行のものではない。ムーディーズ・ジャパンが現在使用している格付手法は、弊社ウェブサイトを参照のこと。

OUTDATED METHODOLOGY

本稿には、通信事業者の信用力の推定に用いられる参照ツールのスコアカード[1]を掲載している。スコアカードは、通信事業者に格付を付与するにあたり、通常、最も重要とされる要因を簡潔な形で説明するものである。本格付手法で用いるスコアカードは、それにより推定される格付が実際の格付により近いものとなるような複雑性の高いものとはしておらず、多くの場合、このセクターの格付において最も重要な要因を簡潔かつ透明な形で示すものとした。スコアカードは、格付上の全ての考慮事項を含んでいるわけではなく、これ以外のスコアカードに明確に示すことができない定性的および定量的な考慮事項が、実際の格付に織り込まれることもある。さらに、スコアカードの各要因のウェイトは格付の決定における重要性の推定を示しているものであり、実際の重要性は大きく異なることがある。また、実際の格付には将来の予測が織り込まれており、過去の財務実績と異なる場合がある。ムーディーズの長期的な予測が短期的な予測と異なる場合もある。

本格付手法は、通信事業者に格付を付与する上で、アナリストが検討する全ての要因を網羅したものではない。ムーディーズは、全ての長期的・短期的なリスクと、これらのリスクを可能な限り見通した予測を格付に織り込むことを目指している。通常、リスクが直近のものであるほど、発行体の信用プロファイルに対する影響は大きいため、格付により直接的な影響が及ぶ。ただし、長期的なトレンドに対するムーディーズの見解も格付に影響することもあるため、スコアカードにより推定された格付が、実際の格付と一致しない例は多々ある。

本格付手法では、通信業界の信用格付に用いられる分析のフレームワークを説明する。場合によっては、業種に固有ではない分析上の考慮事項(短期債務格付、様々な債務クラスやハイブリッド証券の相対的な格付、ソブリン債の格付が他の発行体に及ぼす影響、他の事業体からの信用サポートの評価など)に対する格付手法が適用されることもある。こうしたクロスセクター格付手法上の考慮事項については、本稿の関連リサーチのセクションに掲載されたリンクから参照されたい。

スコアカードには、通信事業者の格付を評価する上で重要な次の 5 つの要因が含まれる。

1. 規模

2. 事業プロファイル

3.収益性と効率性

4.レバレッジとカバレッジ

5. 財務方針

これらの要因は、複数のサブ要因で構成される場合もある。

格付対象について

本格付手法は、法人および消費者向け通信サービスの提供による営業収益を主とする企業に適用される。

世界の通信業界には多様な企業が集まっており、事業の沿革、製品とサービス、顧客とサービスエリアなどの点でそれぞれ異なる。信用プロファイルが良好な企業は、独占事業者を前身とする事業の多角化が進んだ大規模事業者、あるいは豊富な資金源を持つ移動体通信専業の大手事業者であることが多い。投機的等級の発行体は一般的に、小規模で業界に参入してから間もないため、サービスの分散度は低く、財務レバレッジも高い。あるいは格付がソブリンの信用状況の制約を受ける国で事業を展開している場合もある。通信業界は主に、新技術の台頭、熾烈な市場競争、政府の規制の影響を大きく受けるため、常に変化している。通信業界は、政府認可(政府保有の場合もある)の独占企業を起源としている。規制緩和と支配的な通信事業者の民営化という世界的な流れに加え、移動体通信技術の普及とIP(インターネット・プロトコル)通信の世界的な普及、ケーブル事業者やOTT(オーバーザトップ)事業者といった新規参入事業者との熾烈な競争と細分化の進行によって、通信業界に急速な変化が起きている。

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト(www.moodys.com)の発行体のページの Ratings タブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

[1] ムーディーズの格付手法およびレポートにおいて、「スコアカード」と「格付マッピング表」は同じ意味で使われる。

OUTDATED METHODOLOGY

通信業界は極めて資本集約的な業界である。ネットワーク・インフラのメンテナンスに対する巨額の投資と、需要が減少しつつある既存のサービスにかわる新しいサービスの導入は、世界の通信業界の全セグメントに共通する特徴として、今後も変わることはないとみられる。サービス内容拡充のため、通信ネットワークの利用が拡大しているにもかかわらず、先進国市場では通信事業者の増収率が GDP 成長率とほぼ同水準にとどまるとみられる一方、新興市場ではサービス水準向上のための投資拡大が足枷となるため、世界の通信業界全体ではフリーキャッシュフローの成長が制約されるとみられる。また、競争激化と技術革新の速さは、資産のライフサイクルの短命化をもたらしてきたため、業界の投資回収の確実性はこれまでと比べ低下している。

通信事業者の格付を圧迫するその他の要因には、事業統合や、キャッシュフローの大半を配当、現金還元、自社株買いの形で株主に配分するよう求める株主からの圧力が含まれる。一部の通信事業者は事業統合により、業績改善につながるスケールメリットやシナジー効果を得ることができるが、負債調達による買収は、通信業界において引き続き主な信用リスクとなるだろう。

格付手法について

本稿では、通信事業者の格付手法を 5 つのセクションに分けて概要を説明する。

1.スコアカード要因の特定

本格付手法のスコアカードは、次の 5 つの要因から構成され、一部の要因はサブ要因から構成される。

図表 1:
通信事業者のスコアカード

要因	要因のウェイト	サブ要因	サブ要因のウェイト
規模	12.5%	営業収益	12.5%
事業プロファイル	27.5%	ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位	12.5%
		規制環境	7.5%
		市場シェア	7.5%
収益性と効率性	10%	営業収益のトレンドおよびマージンの持続可能性	10%
レバレッジとカバレッジ	35%	有利子負債/EBITDA	15%
		RCF/有利子負債	10%
		（EBITDA－設備投資）/支払利息	10%
財務方針	15%	財務方針	15%
合計	100%	合計	100%

2.スコアカード要因の測定または推定

各スコアカード要因のスコアリングについての全般的なアプローチを説明し、スコアカードで用いるウェイトを示す。また、これらの要因が信用力の指標として重要な理由も説明する。格付要因とサブ要因の評価に用いる情報は通常、各社の財務諸表を用いるか、それに基づいて算出される。またその他の情報から導くか、あるいはムーディーズのアナリストが推定する場合もある。

ムーディーズの格付は将来を見据えたものであり、将来の財務と事業実績についてのムーディーズの予想を織り込む。ただし、過去の実績は、企業および比較対象企業の実績のパターンやトレンドを把握するうえで有益である。特段の記載がなければ、年間あるい過去 12 ヵ月間の財務指標が用いられるが、スコアカード要因は様々な期間を用いて検討することがある。例えば、格付委員会が過去の数年間の実績に加え、向こう数年間の業績予想を用いることが分析上有用と考える場合もある。

定量的信用指標はいずれも、損益計算書、キャッシュフロー計算書、貸借対照表に対し、構造改革費用、減損費用、オフバランス項目、売掛債権証券化プログラム、年金積み立て不足、オペレーティングリース等に関わるムーディーズの標準的調整を加える。また、ムーディーズは特定の企業に特別な分析上の調整を行うことがある。

OUTDATED METHODOLOGY

ムーディーズが通常用いる比率の定義については Moody's Basic Definitions for Credit Statistics, User's Guide を参照されたい。ムーディーズの標準的調整については、事業会社の財務諸表分析における調整を説明したクロスセクター格付手法を参照されたい。これらのリンクは本稿の関連リサーチのセクションに掲載されている。

3.数値スコアへのスコアカード要因別マッピング

各サブ要因のスコアを推定または算出した後、各サブ要因のスコアをムーディーズの文字格付カテゴリー(Aaa、Aa、A、Baa、Ba、B、Caa、Ca)および数値スコアにマッピングする。

定性的要因のスコアはスコアカードの格付カテゴリーの説明に従い決定され、各文字格付カテゴリーの数値スコアは次のスケールに従い適用される。

Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
1	3	6	9	12	15	18	20

定量的要因のスコアは線形連続体に基づき決定される。スコアカードには文字格付カテゴリーに対応するそれぞれの指標のレンジが示されている。次のスケールと線形補間法を用いて、スコアカードのレンジにおける位置に基づき、指標を数値スコアに変換する(端数の場合もある)。例えば、Baa 格の発行体のインタレストカバレッジの基準は 3.5-5 倍であるが、インタレストカバレッジが 4.9 倍の発行体(相対的に良好な場合)は 7.5 に近い数値スコア、インスタントカバレッジが 3.6 倍の発行体(相対的に劣る場合)は 10.5 に近い数値スコアが付与される。本文あるいは脚注で、エンドポイント(すなわち、最低または最高の数値スコアに相当する指標の値)を定義する。

Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
0.5-1.5	1.5-4.5	4.5-7.5	7.5-10.5	10.5-13.5	13.5-16.5	16.5-19.5	19.5-20.5

4. スコアカードが示唆する格付の決定

各サブ要因(サブ要因が無い場合は各要因)の数値スコアには、当該サブ要因(あるいは要因)のウェイトが乗じられ、それらが合計されてスコアが決定される。次に、合計スコアが、次の表に基づいて数値付加記号付き格付にマッピングされる。

OUTDATED METHODOLOGY

図表 2
スコアカードが示唆する格付

スコアカードが示唆する格付	要因別スコアの加重平均
Aaa	x ≤ 1.5
Aa1	1.5 < x ≤ 2.5
Aa2	2.5 < x ≤ 3.5
Aa3	3.5 < x ≤ 4.5
A1	4.5 < x ≤ 5.5
A2	5.5 < x ≤ 6.5
A3	6.5 < x ≤ 7.5
Baa1	7.5 < x ≤ 8.5
Baa2	8.5 < x ≤ 9.5
Baa3	9.5 < x ≤ 10.5
Ba1	10.5 < x ≤ 11.5
Ba2	11.5 < x ≤ 12.5
Ba3	12.5 < x ≤ 13.5
B1	13.5 < x ≤ 14.5
B2	14.5 < x ≤ 15.5
B3	15.5 < x ≤ 16.5
Caa1	16.5 < x ≤ 17.5
Caa2	17.5 < x ≤ 18.5
Caa3	18.5 < x ≤ 19.5
Ca	19.5 < x ≤ 20.5
C	x > 20.5

例えば、加重平均スコアが 11.7 の発行体の場合、スコアカードでは Ba2 となる [2]。

5.スコアカードの前提と限界、スコアカードに含まれない考慮事項

スコアカード要因の詳述に続き、このセクションでは、実際の格付に対し、スコアカードを用いる限界、スコアカードに含まれないが格付を決定する上で重要となりうる追加的要因の一部、および格付手法全体における限界と前提について説明する。

6.付録

付録 A にはスコアカードを掲載している。

OUTDATED METHODOLOGY

[2] 通常、スコアカードにより推定される格付は、投機的等級発行体ではコーポレート・ファミリー・レーティング(CFR)、投資適格等級発行体ではシニア無担保債務格付である。親会社のサポート、政府保有、その他の制度上のサポートにより格付にアップリフトが加えられる発行体については、単独の信用力あるいはベースライン信用リスク評価を、スコアカードにより推定される格付との比較で検討する。ベースライン信用リスク評価の説明については、政府系発行体のクロスセクター格付手法を参照されたい。個々の債務証券に対する格付には、支払優先順位および担保に応じたノッチングも織り込まれる。この点をさらに説明した関連レポートとして、投機的等級の事業会社の破綻時損失に関する格付手法、および担保と支払優先順位に従い社債格付を調整する手法を参照されたい。これらのクロスセクター格付手法のリンクは本稿の関連リサーチのセクションに掲載されている。

主要格付要因

要因 1:規模(ウェイト 12.5%)

この要因を重視する根拠

規模はストレスに対する耐性を左右する主な特性に影響するため、通信事業者の信用力を評価する上で重要な役割を果たすことが多い。これらの特性には、顧客基盤の広さ、事業の厚み、スケールメリット、事業や財務における柔軟性、価格決定力が含まれる。事業規模が大きければ、景気動向への対応力が高まり、市場地位の安定性や向上を支え、競争圧力に耐えることができるだろう。通信事業者にとって規模の大きさは、複数のサービスをバンドルして提供する能力も強化する。様々なサービスをまとめて提供することは、競争優位に立つためにますます重要となっており、そのような能力を有する事業者は市場のリーダーシップを握ることができ、顧客獲得が容易になる。これは事業の長期的な存続可能性にプラスに影響する。

規模の大きさは一時的な事業の混乱、買収、または投資判断の誤りを吸収する能力を強化する。大規模な通信事業者は通常、分散度が高い。そのため、変動は抑制され、必要に応じて特定の事業の売却により現金を得ることができる柔軟性を持つ。また、規模が大きければ豊富な資金源を有し、資本市場からの資金調達も容易になり、財務の柔軟性が向上する。技術革新の速さを背景とした資産のライフサイクルの短命化を特徴とする資本集約度の高い業界において、これらの特性は特に重要である。

評価方法

規模は公表されている営業収益(売上、10 億米ドル)を用いて測定あるいは推定される。

要因 1
規模 (12.5%)

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
営業収益(10 億米ドル)*	12.5%	≥100	50-100	25-50	12.5-25	5-12.5	2-5	0.5-2	<0.5

* Aaa のエンドポイントは 3,000 億ドルである。3,000 億ドル以上の営業収益は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは 5,000 万ドルである。5,000 万ドル未満の営業収益は数値スコア 20.5 に相当する。

OUTDATED METHODOLOGY

要因 2:事業プロファイル(ウェイト 27.5%)

この要因を重視する根拠

通信事業者の事業プロファイルは、営業キャッシュフローを生成する能力と、その安定性および持続可能性に大きく影響する。事業の成否を左右する事業プロファイルの主な要因には、サービスのラインアップの厚みと幅、競争環境、事業を展開する市場における地位が含まれる。

特に通信業界では大きく異なるビジネスモデルが共存あるいは競合し、信用プロファイルの幅が広いため、ビジネスモデルは、長期的な存続可能性の評価を左右する重要な要因である。統合は多くの市場に影響する主要な考慮事項であり、固定通信事業あるいは移動体通信事業いずれかの単一に依存するビジネスモデルよりも、多角化されたビジネスモデルの方が、より効果的な競争が可能となる。したがって、固定通信事業あるいは移動体通信事業いずれかの単一に依存するビジネスモデルは通常、高い評価を得られない。事業の多角化が進んだ通信事業者は、様々な新サービスを採用するための安定したプラットフォームを有するため、急速な技術進化が続く中でも顧客ニーズを満たす能力が高い。また、新しい技術に戦略的に投資し、新しい技術の市場への浸透度に応じて投資を増額することにより、成功機会を拡大することができる。

分散には幅広いサービスのラインアップ以外にも、顧客セグメントや地理的な分散などがあり、いずれも特定のサービスあるいは市場の需要や価格の変動からの影響を緩和する。様々な顧客へのサービス提供は、業界内の急速な変化を一部相殺する要因となるだろう。新たなサービスや顧客ニーズは常に発生するため、単一の事業あるいは顧客セグメントへの依存は、重大なリスクを伴う。同様に、地理的分散も、特に新興通信事業者を、市場の変化や顧客の他社サービス乗り換え、技術的混乱による影響から守る。ただし、高格付の国々あるいは成熟かつ安定した市場への分散は、通信事業者の信用力にプラスと評価されるが、低格付の国々や整備が遅れている、あるいは予測可能性の低い通信市場への投資は、多数の課題を伴うことが多く、これらは地理的分散による効果を相殺しかねない。これらの課題は、例えば、政治的・規制上の介入、規制により動かせない現金、通貨危機や汚職へのエクスポージャー、経営陣の関心が事業の中核となる戦略や市場以外に向けられることなど、様々な形で現れる。したがって、新興市場への幅広い分散は通常、最大の成長機会をもたらすが、特にこれが負債調達による買収となる場合にはそれに伴うリスクも大きく、信用評価上マイナス要因となる場合もある。

競争環境は信用力を左右する主要要因である。企業が直面する競争の激しさは価格決定力およびマーケティング費用、解約率、ひいては営業利益率の持続可能性と水準に影響を与えるからである。また、サービスのラインアップの差別化またはコスト削減の手段として、新しいテクノロジーに投資する際の投資規模とペースを左右することもある。通信業界では、自由化と技術革新の進展により、多数の新規参入者が既存事業者の資産価値を脅かしており、特に既存事業者に対する競争圧力が高まっているといえる。

そのような状況で、また通信業界において技術が大きく影響するため、通信事業者の技術面での地位は、競争優位性を高めたり、反対に顧客基盤を維持・拡大する能力を圧迫する要因となる。したがって、通信事業者の投資戦略は今後の展望を左右する重要な要因である。例えば、移動体通信事業者のビジネスモデルでは、複数の周波数[3]を保有することは、増大するデータ通信量に対応し、サービスエリアにおいて広範なネットワークを提供するために欠かせないことだろう。新技術を採用するコストは、必要な投資額にしても、失敗のリスクにしても、多大になり得るが、競争による地位低下に直面する前に、既存事業者が新技術を迅速に採用できなければ、結局事業面で多額の損失をこうむることにも繋がりかねない。

高いサービス水準に対する需要拡大、公正競争と競争価格の維持を目指した公共的な目標、インフラ関連の多額の設備投資などにみられるように、通信サービスの重要性が高いため、通信業界は政府による高水準の規制と監督を受ける。そのため、通信事業を対象とした規制の枠組みは、競争環境を左右し、通信事業者が予想通りに投資回収を進める能力を高める、または制約するため、事業プロファイルを決定する重要な要因である。多くの市場において政府による認可を受けた(政府保

[3] 周波数帯域幅が広いほど、移動体通信基地局と携帯電話利用者間で通信できるデータ量が多い。周波数は特定の地域の複数のネットワークユーザーに割り当てられる。周波数の低い電波は長距離の通信が可能で、ビルの向こうにも回りこむことができる。周波数の低い電波は相対的に低いコストで幅広いネットワークを展開するのに適している。反対に、周波数の高い電波は、都市圏、空港、人口密度の高い場所や訪問者の多い場所において、多数のユーザーの高速データ通信需要を満たすのに適している。

OUTDATED METHODOLOGY

有の場合もある)通信事業者が直面する大きな課題は、独占事業者から競争力のある企業へと変化することである。民営化が進む地域の規制当局が、市場競争の促進と、元独占事業者の雇用と価格水準の維持とのバランスをどのようにとるかは、事業プロファイルに大きく影響する。新たに事業権やライセンスが付与される可能性と、規制の枠組みの中で、新規参入の通信事業者が新しいネットワークの構築、他の事業者のネットワークの利用、既存事業者のネットワークとの相互接続、適正な接続料を得られるかどうかは、今後の競争環境と通信事業者の財務トレンドに大きく影響しうる。例えば、多くの成熟した市場において既存事業者は新規参入事業者にネットワーク利用を認めなければならないが、反対に競合他社のサービスを規制料金で利用することはできない。通信事業者は高速ネットワークへの投資を求められることが多いものの、その投資を排他的に利用できる可能性は低い。一方、新規参入事業者の中には、事業で保有する資産は少ないが、サービスで独占的な地位を占める事業者もある。新たな周波数の割り当ては、全体の競合数を増やし、競合技術導入の基盤となるため、規制当局の決定事項の影響は移動体通信事業者にも及ぶ。規制料金が適用されるサービスについては、通信料金の十分性と予測可能性が、キャッシュフローを規定する重要な要因となる。規制当局は通常、消費者に対する価格の安定化や引き下げを実現しつつ、通信事業者がネットワーク投資を十分に回収できるようなバランスをとろうとするためである。

市場シェアは競争力、顧客関係の強固さ、営業レバレッジの効果を受ける可能性、今後の業績見通しを示すため、信用評価において重要な要素である。実際、市場セグメントにおける通信事業者の相対的な地位が、事業地位の持続可能性、業界の変化を先導することができるか、あるいはそのような変化に対応していかなければならない立場にあるかどうかを計る指標ともなり得る。また、どの程度強固な市場地位を有するかは、顧客の認知度、現在の能力を活用して営業収益を拡大・維持する力、多額の投資を行わずに改革を行う柔軟性、規制当局および政府関係者への影響力も左右する。既存通信事業者が有する大きな市場シェア、確立されたインフラとサービスエリアは、重要な強みとなることが多い。

スコアカードの事業プロファイルに関連する 3 つのサブ要因は以下の通りである。

A、ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位

B、規制環境

C、市場シェア

評価方法

2.A ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位

このサブ要因のスコアには、市場構造、顧客数、営業収益のトレンドの定性的評価、技術進歩の影響をどの程度受けるか、そしていかに技術進歩に対応して自社を優位な地位につけられるかが織り込まれる。

ビジネスモデル: 通信事業者のビジネスモデルを評価する主要指標は、地理的分散(海外、国内、地域 [4])および収益構成(移動体通信と固定通信、音声、データと動画(該当する場合)、事業用と家庭用)である。

競争環境: 競争環境の厳しさの水準を分析するにあたり、ムーディーズは営業収益のトレンド、事業者の数、需要の増加に対する契約者数の変化の割合、移動体通信事業者の場合は主要市場における契約者総増加数、解約率 [5]、ARPU(一契約者当り月間平均収入)のトレンド等を検討する。

技術面での地位: ムーディーズは、通信事業者が技術進歩の影響をどの程度受けるかと、いかに技術進歩に対応して自社を優位な地位につけられるかを検討する。技術面の評価は、事業者の既存のネットワーク・アーキテクチャが、その耐用年限内で、どの程度のサービス提供能力があるか、どの程度のカバレッジがあるかについての評価を含む。実施中のインフラ整備計画に関連するリスクを評価するために、ムーディーズは事業者が採用している技術について、実証済みの技術かどうか、市場に浸透するまでの時間、必要とされる投資規模、技術の予測耐用年限といった点を検討する。

[4] 地域規模は、米国などの大国における地域分散度に言及する場合に用いられる。

[5] 解約率は一定期間にサービスを解約した契約者数の割合である。

OUTDATED METHODOLOGY

この評価は定性的要素が強いが、技術面の評価に有用な定量的指標には、設備投資/営業収益比率が挙げられ、高い比率ほど技術の陳腐化のリスクは低く、この比率が一桁台パーセントの場合は、ある程度のリスクがあることを示唆する。

事業の多角化が進んだ事業者、移動体通信事業者、固定通信事業者のスコアカードは多少異なり、移動体通信事業者と固定通信事業者のスコア上限が低く設定されているのは、これらの事業者のビジネスモデルは、最も高いスコアに相応しないリスクに晒されているとムーディーズがみているためである。

2.B 規制環境

このサブ要因のスコアは、通信事業の規制環境の定性的評価に基づいたものである。このサブ要因を評価する上で有用な指標として、ムーディーズは次の 4 つの側面から規制環境を分析する。(i) 投資回収率の確保への支援、(ii) 新規免許取得の容易性などの規制上の参入障壁、(iii)予測可能性、(iv) 規制対象事業からの収益や、補助金への依存度。通信事業者が、規制が変更される可能性のある規制対象事業からの収益に依存している場合、ムーディーズが認識する事業リスクは高まる。

規制の枠組みの整備に関する評価では、規制の枠組みを支える政治的・法的基盤の強さ、規制当局の意思決定について予測可能性と安定性を示す実績、政治的介入からの独立性、これらの状況が続くかどうかについてのムーディーズの予想を考慮する。規制環境が対象地域の通信事業者の信用力を支えるあるいは圧迫する相対的な度合いのみでなく、その規制環境や規制の変更が、個々の発行体にどのように影響するかも評価する。例えば、規制環境が業界の統合にどう影響するか、規制は既存事業者と参入事業者のどちらに有利であるか、という点も検討する。ムーディーズは通常、政府の規制対象事業への収益依存度が高い場合、これをマイナス要因と評価している。規制環境の予測可能性は、信用力への影響を評価する上で重要な要素である。規制環境に不透明性がある場合、通常、対象地域における全ての通信事業者への圧迫要因となる。

2.C 市場シェア

このサブ要因のスコアは、通信事業者のそれぞれの市場・事業セグメントにおける市場シェアの評価に基づいたものである。

OUTDATED METHODOLOGY

要因 2

事業プロファイル(27.5%)

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
多角化された事業者									
ビジネスモデル、競争環境、技術面で の地位	12.5%	地理的分散度が高く、広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する既存国内事業者で、固定通信および移動体通信事業が直面する競争は極めて限定的。海外事業拡大に大きく成功。技術リスクが非常に低い。	広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する既存国内事業者で、固定通信および移動体通信事業が直面する競争は限定的。海外事業拡大に成功。技術リスクが低い。	広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する既存国内事業者で、固定通信および移動体通信事業の競争が激しさを増している。ある程度海外事業を拡張している。技術リスクが低-中位。 または、 広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者*で、固定通信および移動体通信事業がある程度の競争に直面。地場市場以外にある程度事業を拡張している。1つの市場、国、地域が売上高の 50-60%程度を占める。技術リスクが低-中位。	かなり広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する国内事業者で厳しい競争に直面。中位の技術リスク。 または、 かなり広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者で、競争が激しさを増している。地場市場以外の事業拡張は限定的。1つの市場、国、地域が売上高の 60-80%程度を占める。中位の技術リスク。	限定的な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者で、競争が激しさを増している。または、1つの市場、国、地域が売上高の 80-90%程度を占める。技術リスクが中-高位。	限定的な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者で、競争が激しさを増している。または、1つの市場、国、地域が売上高の 90%超を占める。技術リスクが高位。	既存事業者のネットワークへのアクセスに大きく依存し、全ての総合通信サービスを提供する事業者。または、技術リスクが非常に高い。	極めて限定的な既存事業者のネットワークへのアクセスを持つ、全ての総合通信サービスを提供する事業者。または、技術リスクが極めて高い。または、ネットワークの質が劣るため、サービス停止の可能性が高い。

*地域規模は、米国などの大国における地域分散度に言及する場合に用いられる。

OUTDATED METHODOLOGY

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
移動体通信事業者									
ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位	12.5%	なし	なし	海外営業網の拡大に成功し、安定した事業を手掛ける多国籍事業者。低-中位の技術リスク。 または、 安定した事業を手掛ける確立された国内または多地域事業者。低-中位の技術リスク。 または 成長性が高く競争が非常に少ない発展途上国市場の新興事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が 50%未満。低-中位の技術リスク。	競争が存在する新興市場で事業を拡大する多国籍事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が70%未満。中位の技術リスク。 または、 強固な事業を手がける国内事業者。中位の技術リスク。 または、 成長性が高く競争が少ない発展途上国市場の新興事業者。中位の技術リスク。	安定化しつつある事業を手掛ける国内事業者。 または、 安定した事業を手掛け、ローミングまたは補助金収入への依存度が低い確立された地域事業者。 または、 成長性が中位あるいは業績が安定し、中位の競争に直面する発展途上国市場の新興事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が約 85%。 または、 中-高位の技術リスク。	業績が業界平均を下回る国内事業者。 または、 業績が業界平均を下回る、確立された地域事業者。 または、 新興地域事業者、または、業績が継続的に悪化している確立された地域事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が約 90%。 または、 高い技術リ スク。	業績が業界平均を大きく下回る国内事業者。 または、 確立されているものの業績不振の地域事業者。 または、 新興地域事業者、または、業績が大きく悪化し短期的な回復が見込まれない確立された地域事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合がほぼ 100%。 または、 非常に高い技術リスク。	MVNO(仮想移動体通信事業者)、または、周波数帯を保有しない関連会社。 または、 極めて高い技術リスク。

OUTDATED METHODOLOGY

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
固定回線専業事業者									
ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位	12.5%	なし	なし	なし	低-中位の競争に直面する既存事業者。低-中位の技術リスク。	競争激化に直面する 既存事業者。 または、 大規模なエンドツーエンド・ネットワーク・インフラを有する新興事業者。既存事業者のネットワークへのアクセスに依存。 または、 中-高位の技術リスク。	業績が急速に悪化している既存事業者（年間約 10%の営業収益減少）。 または、 大規模なコアネットワーク・インフラを有する新興事業者。既存事業者のネットワークへのアクセスに大きく依存。 または、 技術リスクが高い。	業績やマージンが非常に急激に悪化して いる既存事業者。 または、 基幹となるネットワーク・インフラが脆弱な新興事業者。既存事業者のネットワークへのアクセスに非常に大きく依存。 または、 技術リスクが非常に高い。	ネットワーク終端装置の相当部分を他社に依存し、競争力のある新規参入事業者。 または、 再販業者。 または、 技術リスクが極めて高い。

OUTDATED METHODOLOGY

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
規制環境	7.5%	規制の枠組みが完全に整備され、極めて高い予測可能性と安定性を示す非常に長期にわたる実績があり、既存通信事業者の投資回収を大きく支え、変更される可能性が非常に低い。規制は高格付かつ非常に強固な制度の枠組みと非常に高い効率性を有する政府、または、国内全域で通信事業者に対する絶対的な権限を持つ強力で独立した規制当局が行う。新規事業免許を付与する可能性は非常に低い。	規制の枠組みが完全に整備され、非常に高い予測可能性と安定性を示す長期にわたる実績があり、既存通信事業者の投資回収を大きく支え、変更される可能性が低い。規制は中-高格付かつ強固な制度の枠組みと高い効率性を有する政府、または国内全域で大半の通信事業者に対する権限を持つ独立した規制当局が行う。新規事業免許を付与する可能性は低い。	規制の枠組みが完全に整備され、既存通信事業者と新規参入事業者の利害調整について予測可能性と安定性を示す短期的な実績があり、既存通信事業者の投資回収に対し、非常に支援的である。規制は政府、政府機関、国内全域で大半の通信事業者に対する権限を持つ独立した規制当局が行う。新規事業免許を付与する可能性は低い。	規制の枠組みが完全に整備され、既存通信事業者の利益を全般的に守りつつ、新規参入事業者により支援的であることについて、予測可能性と安定性を示す短期的な実績がある。ただし、既存通信事業者は十分に投資を回収できる。規制は政府、政府機関、国内全域で大半の通信事業者に対する権限を持つ独立した規制当局が行う。政権交代が見通し変更につながる可能性がある。限定的に新規事業免許を付与する可能性がある。	規制の枠組みが、a)十分に整備されているが、その適用において一貫性あるいは予測可能性に欠けることを示す実例がある、あるいは、枠組みが設置されたばかりで検証されていないが、十分に整備され確立された先例に基づいている、または、b) 同じ法管轄地域の他のセクターにおいて独立性と透明性を備えた規制が行われてきた実績がある。または、規制環境は時として厳しく、政治的圧力を受ける。規制当局が設備保有事業者の増加や設備を保有しない事業者による競争を促進。 または 新規参入事業者に対して総じて支援的な規制。 または 新規事業免許を付与する可能性がある。 または 規制当局が規制の枠組みの否定的な変更を検討中。	規制の枠組みは整備されているが、その適用において一貫性あるいは予測可能性が大きく不足している。または、規制環境が常に問題を含んでおり、政治的圧力を受ける。または、独立性と透明性を備えた規制を示す一貫した実績がない。その法管轄地域では、規制当局が事業者に不利あるいは支援的でない判断を行った実績がある、または、規制当局が政治的あるいは法的措置による圧力を受けたり、弱体化している。または、規制当局が設備を保有しない事業者による競争を促進。 または 規制当局は新規参入事業者に対して非常に支援的。 または 規制変更が規制の枠組みに大きくかつ否定的な影響与える。	規制の枠組みの整備が遅れており、不透明で、大幅な変更が実施されている、あるいは、予測不可能であるか、通信事業者にとって不利益となってきた実績がある。または、規制当局には一貫した実績がない、あるいは支援的でなく不確実性があり、予測可能性が極めて低い。または、事業や市場において政府が大規模な介入を行うリスクが高い。または、規制当局が設備保有の有無にかかわらない競争を強力に促進。または、 規制が、新規参入事業者に対して大幅に支援的。	規制の枠組みや規制当局が、通信事業者の事業継続に極めて高いリスクをもたらす。

OUTDATED METHODOLOGY

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
市場シェア	7.5%	地場市場とほとんどの事業地域において主要企業である。 または 地場において独占型事業者である。	地場市場において明らかに主導的な地位にあり、全ての事業地域において競争力を有する。 または 地場において主要企業であり、主導的な市場地位にある。	地場市場において非常に優れた競合企業であり、ほとんどの事業地域において競争力を有する。 または 地場において明らかに主導的な市場地位にある。	地場市場において安定した競合企業であり、ほとんどの事業地域において競争力を有する。 または 地場において非常に優れた競合企業である。	地場市場において中-低位の競合企業であり、一部の事業地域において競争力を有する。 または 地場において安定した競合企業である。	地場市場において小規模の競合企業であり、その他の市場では競争力に欠ける。 または 地場において中-低位の競合企業である。	地場市場において小規模の競合企業である。	実績がない新興企業である。

OUTDATED METHODOLOGY

要因 3: 収益性と効率性(ウェイト 10%)

この要因を重視する根拠

利益の計上はマーケティング、研究、設備、人的資本への十分な再投資など、事業の競争力維持に必要であり、重要な要素である。通信業界のビジネスモデルは幅広く、事業環境は多様であるため(多角化された事業者、固定通信事業者、移動体通信事業者、地域事業者、全国事業者、ポストペイド、プリペイド、等)、収益性を評価する上で多次元のアプローチを採用することが重要となる。営業利益率の水準と安定性は、債務保有者にとってのリスクを評価する上で主な考慮事項である。一方、営業収益のトレンドも通信事業者が中長期的に収益性を維持できるかどうかに影響する。営業収益が減少した場合、通信事業者は短期的にマージンを維持するためにコストを削減できるかもしれないが、この場合、ビジネスモデルや収益性の見通しはリスクにさらされるだろう。反対に、一部の新興市場にみられるように、高水準のマージンは営業収益の力強い成長により支えられることもある。しかし、通信事業者には、市場拡大が減速した際には、マージンへの影響を緩和できるような価格決定力やコスト抑制力はないかもしれない。そのため、通信事業者の収益性は、通常、収益性を維持する能力と、営業収益の拡大・縮小の方向性によって決定づけられることとなる。

評価方法

営業収益のトレンドおよびマージンの持続可能性

このサブ要因のスコアは、営業収益成長の持続可能性とマージンの維持能力に対する定性的評価に基づいたものである。したがって、ムーディーズの評価にはマージンおよび営業収益の水準やトレンドに加え、それらの持続可能性も考慮に入れる。マージンや営業収益成長の持続可能性の評価で考慮される事項の例としては、マージンの構成要素や質(例えば、事業の柔軟性やマージンを維持するために必要な措置を講じる能力と意志)、営業収益を押し上げる要因(市場ダイナミクス、自律的成長か買収による成長を図るか等)、またこれらに付随するリスクなどが上げられる。

要因 3
収益性と効率性(10%)

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
営業収益のトレンドとマージンの持続可能性	10%	営業収益の力強い成長と極めて高いマージン水準の維持	中位の営業収益成長と非常に高いマージン水準の維持	営業利益の小幅な成長と高いマージン水準の維持	安定的な営業収益と良好なマージン水準の維持	営業収益の小幅な減少が継続する予想 または、 中位のマージン水準の継続	営業収益の中程度の減少が継続する予想 または、 さほど高くないマージン水準の継続	営業収益が大幅に減少する予想 または、 低いマージン水準の継続	売上収益が急速に減少する予想 または、 非常に低いあるいは極めて予測困難なマージン水準の継続

要因 4: レバレッジとカバレッジ(ウェイト 35%)

この要因を重視する根拠

レバレッジとカバレッジは、企業の財務の柔軟性と長期的な存続可能性を示す指標である。財務の柔軟性は、顧客嗜好の変化、規制変更、競争の激化、不測の事態の対応に重要な要素である。

有利子負債/EBITDA(支払利息・税金・減価償却費・無形固定資産の償却費控除前利益)の倍率は、債務返済能力を示す指標である。また通信業界では、レバレッジは相対的な財務力を示す指標として一般的に使われる。リテインドキャッシュフロー(RCF)/有利子負債比率は、株主からの強い圧力を受けることも多い通信事業者を評価する上で有益な指標である。現金支出の構成要素のうち、配当の支払いは、柔軟に変えることが難しい要素となりうる可能性があるためである。同様に、新規および既存の通信技術への設備投資が求められる場合や、戦略的に必要と判断される場合もあり、利息の支払いを継続する能力を評価する上で、これらの費用を織り込むことは有用である。

ムーディーズは格付を評価する上で、次の 3 つのレバレッジとカバレッジに関するサブ要因を検討する。

OUTDATED METHODOLOGY

A. 有利子負債/EBITDA

B. リテインドキャッシュフロー(RCF)/有利子負債

C. (EBITDA-設備投資)/支払利息

評価方法

4.A 有利子負債/EBITDA

分子は有利子負債合計、分母は支払利息・税金・減価償却費・無形固定資産の償却費控除前利益(EBITDA)である。

端末リース [6]のサービスを提供する通信事業者には、端末費用を固定資産に計上し、端末のリース期間にわたり減価償却を認めている会計基準もある。この場合、端末費用が EBITDA に及ぼす影響を把握し、格付対象企業の比較可能性を維持するために、ムーディーズは非標準的な調整を行い、端末費用を固定資産に計上しないこともある。

4.B RCF/有利子負債

分子は RCF、分母は有利子負債合計である。

4.C (EBITDA-設備投資)/支払利息

分子は設備投資を差し引いた EBITDA、分母は支払利息である。

ムーディーズは Moody's Basic Definitions for Credit Statistics, User's Guide において、設備投資の定義を、キャッシュフロー計算書の投資活動によるキャッシュフローに記載された有形固定資産および無形資産への総支出としている。周波数帯ライセンスへの支出を投資活動によるキャッシュフローのどの項目に分類するかは、企業によって慣行に違いがある。「有形固定資産・無形資産の取得」に分類する企業もあれば「事業買収・投資」に分類する企業もある。あるいは、独立した項目として記載する企業もある。この種の支出を特定するために十分な情報が入手できる場合、ムーディーズは非標準的な調整を行い、それらを「他の投資活動によるキャッシュフロー」に再分類する。このように分類することで、周波数帯ライセンスへの支出はキャッシュフロー計算書の投資活動によるキャッシュフローのセクションに計上されるが、設備投資からは除外される。

要因 4
レバレッジとカバレッジ (35%)

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
有利子負債/EBITDA (倍)*	15%	≤ 0.5	0.5-1	1-2	2-2.75	2.75-3.75	3.75-5.5	5.5-8	> 8
RCF /有利子負債(%)**	10%	≥ 60	45-60	35-45	25-35	20-25	10-20	5-10	< 5
(EBITDA-設備投資)/ 支払利息(倍)***	10%	≥ 8	6.5-8	5-6.5	3.5-5	2-3.5	1-2	0.5-1	< 0.5

* Aaa のエンドポイントは 0.0 倍である。0.0 倍未満の値は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは 12.0 倍である。12.0 倍以上の値や、マイナスの EBITDA は数値スコア 20.5 に相当する。

** Aaa のエンドポイントは 100%である。100%以上の値は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは 0%である。0%未満の値は数値スコア 20.5 に相当する。

*** Aaa のエンドポイントは 20.0 倍である。20.0 倍以上の値は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは-0.5 倍である。-0.5 倍未満の値は数値スコア 20.5 に相当する。

[6] 例えば、移動体通信事業者は、新たなスマートフォンを一括払いで購入するオプションと、リースで頭金ゼロ、分割払いが可能な支払オプションを契約者に提供することがある。

OBSOLETED METHODOLOGY

要因 5:財務方針(ウェイト 15%)

この要因を重視する根拠

財務リスクに対する経営陣および取締役の許容度は、債務水準、信用力、資金調達・資本構成において不利な変更がなされるリスクに直接影響を与えるため、格付の重要な決定要因となる。

ムーディーズは財務方針の評価にあたり、取締役と経営陣の財務リスクに対する許容度や、将来の資本構成の方向性を分析する。ここでは、企業がこの分野において表明したコミットメント、コミットメントの遵守の実績、企業が目標を達成できるかどうかについてのムーディーズの意見を考慮する。財務リスクに対する許容度は、投資および資本配分の基準となる。通常、格上げが検討されるためには、より健全な信用プロファイルの維持に向けた経営陣の姿勢が明確に示されることが条件とされることが多い。例えば、当該企業が現時点の格付カテゴリーの範囲で余裕を持っているとしても、戦略的買収、株主への現金還元、スピンオフ、その他のレバレッジを高める事柄のためにその柔軟性が使われるだろうとムーディーズが判断する場合、格上げしない場合がある。逆に、信用指標をレバレッジ上昇前のレベルに戻すことを優先しようとする経営陣の姿勢が窺え、過去にも一貫してそのような姿勢を示してきた場合、一定程度レバレッジが上がっても格付に与える影響が限定的なこともある。流動性管理 [7]はリスク管理全般において重要であり、リスク許容度についての見解を示す。

頻繁に M&A が行われる通信業界において、財務方針は非常に重要である。市場内の統合により、スケールメリットから価値を引き出し、高いシナジー効果を実現し、マージンとキャッシュフローを向上できる一方、特に買収が事業リスクを高める場合や、経営陣の関心が中核事業から逸れてしまう場合において、負債調達による買収活動は信用リスクを高めることもある。

通信業界の一部セグメントでは、株主からの圧力がよくみられる。これは有力な通信事業者は、契約者数の減少と増収が困難な状況に直面しながらも、高水準のキャッシュフローを生成する能力があるためである。利用可能な現金を高い割合で株主に配分するよう求める株主アクティビズムは、競争激化と高い資本集約度という事業環境においては、信用プロファイルを悪化させる可能性がある。株主重視の利益配分は、財務の柔軟性を制約するような配当、資本再編、自社株買いなどにより行われる。

評価方法

財務方針

このサブ要因のスコアは、発行体の目標とする資本構成や信用プロファイルの定性的評価、公約の遵守、目標を達成する能力に基づく。通常、経営陣の事業実績、流動性管理、デリバティブや変動金利証券へのエクスポージャーとそのヘッジ方針、景気や業界サイクルの様々な局面におけるキャッシュフローの使途などが考慮される。また、信用市場や流動性環境の変化、訴訟、競争激化、規制圧力などの主要な事象への経営陣の対応方法もみる。

M&A に対する経営陣の選好度も、財務方針を評価する上で重要な考慮事項である。特に、買収実績の評価では、取引の種類(コアコンピタンスあるいは新規事業)および資金調達方法に関する判断に加えて、買収の頻度や重要性も考慮に入れる。例えば、負債調達による買収、あるいは信用力を変化させる買収は、この要因のスコアの低下につながる可能性が高い。

また、企業およびその所有者の、株主と債務保有者の利害のバランスに関する過去の実績も考慮する。債務保有者より株主還元を重視してきた実績は、この要因ではネガティブに評価されると考えられる。

OUTDATED METHODOLOGY

[7] 流動性管理は流動性水準とは異なる。詳細は、本稿の「その他の格付上の考慮事項」のセクションを参照されたい。

要因 5
財務方針 (15%)

サブ要因	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
財務方針	15%	極めて保守的な財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。非常に安定した財務指標。長期にわたる非常に強固な信用プロファイルの維持へのコミットメントを表明。	非常に安定した保守的な財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。安定した財務指標。格付変更につながるイベントリスクがほとんどない。長期にわたる強固な信用プロファイルの維持へのコミットメントを 表明。	債権者の利益を守る予測可能な財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。ある程度のイベントリスクがあるが、レバレッジへの影響は小さく一時的なものとみられる。強固な信用 プロファイル への強い コミットメント。	債権者の利益と株主の利益を均衡させる財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。負債調達による買収、あるいは、株主還元が信用プロファイルの悪化に繋がるリスクがある。	債権者より株主を優先する財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。株主還元、買収、他の資本構造の大幅な変更を要因として財務リスクが平均を上回る。	債権者より株主を優先する財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。株主還元、買収、他の資本構造の大幅な変更を要因とする高い財務リスク。	経済環境が変化した際に、大規模な債務再編リスクにつながる財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。	良好な経済環境下でも、債務再編リスクの高まりにつながる財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。

スコアカードの前提と限界、およびスコアカードに含まれない格付上の考慮事項についての議論

本格付手法のスコアカードでは、複雑性を高め実際の格付により近いマッピングを行うよりも、透明性を向上させるため簡便性を追求することに重点を置いた。スコアカードで用いられる主要格付要因は、通信事業者の格付で重視されるすべての考慮事項を網羅したものではない。また、ムーディーズの格付は将来のパフォーマンスの予想を織り込んでいる。一部のケースでは、開示できない機密情報に基づいて将来のパフォーマンスを予測している。過去のパフォーマンス、業界トレンド、競合他社の動向、他の要因に基づいて、将来の業績を推定する場合もある。いずれにせよ、将来の予測は相当に不正確なものとなるリスクがある。

ムーディーズの格付は、約定通りに支払が履行されない可能性と、デフォルト発生時に被ることが予想される金銭損失の双方を反映するが、本格付手法のスコアカードは、主にゴーイング・コンサーンとしての信用リスクを左右するファンダメンタルな特徴を把握することを目的としている。債務証券が毀損もしくはデフォルト状態にある場合、あるいは毀損もしくはデフォルト状態となる可能性が極めて高い場合、元本および利息の回収予想を反映したスコアカードでは把握できない追加事項、およびその予想に関する不確実性を格付に織り込む。

ムーディーズによる予想は、マクロ経済環境と全般的な金融市場環境、業界の競争状況、破壊的技術、行政措置や法的措置といった想定外の変化によって、不正確なものになり得る。

本セクターに適用する主要な格付上の想定としては、次のようなものがあげられる。ソブリンの信用リスクは他の国内発行体の信用リスクと強い相関性があること、法的な請求権優先順位は様々な債務クラスの平均回収率に影響を与えて同一発行体の異なる債務クラスの格付差異を十分に正当化すること、流動性調達力は信用リスクの重要な決定要因になることなどである。

本格付手法のスコアカードで用いる要因や指標を選択するにあたり、経営陣の質と経験、コーポレート・ガバナンス評価、財務報告と情報開示の質など、あらゆる業界のすべての企業に共通するいくつかの重要な要因を、明示的な形では含めなかった。それらをスコアカードに基づいて格付カテゴリーでランキングすると、他の様々なセクターの格付対象発行体に対して特定の発行体の相対的ランキングが緻密になりすぎる場合がある。

OUTDATED METHODOLOGY

格付には、定量化が難しいが、特定の場合に限り信用力の差別化に有効となる追加要素が含まれることもある。そうした要因には、財務管理、不透明な免許制度に関するリスク、一部諸国における政府介入の可能性などが含まれる。規制、訴訟、流動性、破壊的技術、風評リスク、消費者や事業の支出動向の変化、競合のストラテジー、マクロ経済動向なども格付に影響を与える。これらは重要な考慮事項ではあるが、スコアカードで正確に表現しようとすれば、過度に複雑になり透明性が大幅に低下することは避けられない。また、格付には、特定の要因のウェイト付けがスコアカードで用いるウェイトとは大きく異なっている状況を考慮している場合がある。

格付での考慮事項としてのこのようなウェイトの変更は、スコアカードには含めなかった格付要因にも適用されるケースがある。例えば、流動性は格付に極めて重要な影響を与えうる要因であるが、状況によっては、類似した信用プロファイルの発行体の差別化に実質的な影響を与えないこともある。デフォルト・リスクを高めるような極めて低い流動性は、格付に大きく影響する。しかし、格付が低く流動性がデフォルト回避に大きな役割を果たす場合でない限り、2 社の信用プロファイルが全く等しく、唯一の違いが、一方は流動性が良好であり、もう一方が「極めて」良好であるという場合、両社の格付は同じになることがある。

その他の格付上の考慮事項

ムーディーズが考慮する要因は本稿で考察した要因以外にもある。格付においては、経営陣の質、コーポレート・ガバナンス、財務管理、流動性、非完全子会社、余剰現金、イベントリスク、親会社および制度上のサポートなども考慮する。

経営戦略

経営陣の質は企業の信用力を支える重要な要因である。長期的な事業計画の実行状況の評価は、経営陣の事業戦略・方針・理念を評価する一助となり、競合他社のパフォーマンスやムーディーズによる予想と比較した経営陣のパフォーマンスの評価となる。経営陣の質の一貫性が一旦確立されれば、将来のストレス状況下での経営陣のパフォーマンスについての知見が得られ、設定した計画や指針から大きく逸脱する傾向を示す指標となり得る。

コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスの評価において注目する分野には、監査委員会の財務に関する専門知識、上級幹部の報酬制度が規定するインセンティブ、関連当事者間取引、外部監査人とのやり取り、株主構成などがある。

財務管理

ムーディーズは、監査済財務諸表の正確性を信頼して、格付の付与とモニタリングを行っている。こうした正確性は、業務の一元化、経営陣の適切な方針、会計方針と手続きの一貫性といった、内部統制によって影響を受ける場合がある。監査人による財務諸表への意見表明、財務諸表の修正や規制当局への提出遅延は、内部統制の潜在的な機能不全を示すものである。

流動性

流動性は全ての通信事業者の格付を評価する上で、重要な考慮事項である。流動性が特に重要となるのは、季節性の影響を大きく受ける事業を行う企業であり、こういった企業は必要となる運転資本を考慮しなければならない。ムーディーズ はキャッシュの源泉と使途の両面から、短期的にどの程度の流動性が必要となるかを予想する。詳細については、ムーディーズの流動性に関するクロスセクター格付手法を参照されたい [8]。

[8] クロスセクター格付手法のリンクについては、本稿の関連リサーチのセクションを参照されたい。

OUTDATED METHODOLOGY

余剰現金

一部の通信事業者は、現金保有高(流動性の高い短期投資および現金)を業務上必要とする額を大きく上回る水準で維持している。信用力を評価する上で余剰現金は重要な要素となりうるが、ムーディーズの分析では現金保有高より、多額の現金保有の背景にある発行体の方針や動機を重視することが多い。財務理念、投資機会、株主からの圧力により、企業の行動は大きく異なる。

多くの企業は業務上の理由で一定水準の現金を保持する必要がある。事業を行う上で必要な現金水準は、事業地域やサブセクターにより異なる。必要となる現金の予測可能性が非常に高い発行体もあれば、例えばヘッジ手段のデリバティブ取引の時価評価に対応した必要担保金に応じて、期中に必要となる現金がかなり大きく変動する発行体もある。コミットされた長期の銀行借入枠を持たない企業は、多額の現金を保持することもある。また契約責任を履行するためにバランスシート上に現金を保有する企業もあれば、同様の責任を有する企業の中にも、現金をオフバランスの信託勘定に預け入れる企業もある。発行体が維持する現金水準は、借入コスト、マクロ経済状況などにより、時間と共に変動する。大幅な景気後退時や金融危機時には現金の保有に重点を置く一方、高インフレ時には保有現金の削減に努めるだろう。したがって、ある時点の現金保有高が各指標にどのように影響するかを測定するのではなく、現金保有高の推移や財務・流動性方針を評価することでバランスシート上の現金は定性的に考慮されることが多い。

全ての事業会社において、多額の現金を保有する主な動機は、納税額を最小限に抑えることである。多くの米国企業は負債調達による自社株買いを実施しつつ、税金対策でオフショアの現金保有高を積み上げている。余剰現金の還元を求める株主からの圧力があるため、税金対策の必要性がなくなれば、オフショアの現金の大半は配当と自社株買いに充てられるだろう。株主を重視した現金保有(非常に長期にわたることもある)の別の理由には、買収資金が挙げられる。この場合、発行体の負債残高を現金で相殺することは、分析上意味がないとムーディーズは考える。ただし、潜在的な買収、自社株買い、特別配当に関するムーディーズのシナリオ分析において現金は重要な緩和要因である。

一方、保守的な財務方針に従い、長期にわたり業務上の必要性や必要な流動性を上回る多額の現金を保有する企業もあり、このような持続的なアプローチは債権者にとってプラスである。例えば、債務の償還期限が到来する前に、定期的に返済資金を確保する方針を有する企業もある。そのような企業の中には、純有利子負債指標に基づく財務目標を明示し、財務プロファイルを目標内で維持してきた実績を示す企業もある。

本格付手法のスコアカードのレバレッジ比率およびカバレッジ比率には、純有利子負債額ではなく、総有利子負債額が用いられるが、財務方針と流動性方針の評価を含む格付分析においては、余剰現金が考慮に入れられる。バランスシート上に保持される現金の程度や、債権者を優遇する目的で使用される現金の程度が明らかな場合、余剰現金はより定量的に評価されるだろう。ムーディーズは格付の信用力評価をする上で余剰現金を考慮するが、通常バランスシート上の負債に一定額の調整を加えることはない。これは、不確実な将来の現金使途に対して、ムーディーズが適切と考える正確性を上回る調整となりうるためである。ただし、負債と比較して現金が著しく多い場合、信用分析やレポートで現金の全額あるいは一部を差し引いた負債に言及し、信用評価上ポジティブな要因の定性的評価に追加の見解を示すこともある。発行体が純有利子負債の指標に基づいた財務目標を公表している場合、純有利子負債比率に基づく格付基準を示すこともある。

余剰現金の最終的な使途が債務保有者のメリットにならなくても、多額の現金保有は信用力の悪化に対して一定のクッションとなる。また多くの場合、ムーディーズの短期的な流動性の源泉と使途の分析において、現金保有高を考慮する。高格付企業と低格付企業では信用力の安定性が異なり、低格付の発行体は潜在的なデフォルトにより近いため、このようなマイナス面に対する保護は、高格付企業より低格付企業にとって重要となることが多い。

OLD RATING METHODOLOGY

非完全子会社

新規株式公開などにより子会社の株式持分比率を引き下げる方針を示す通信事業者もあり、その場合、将来の財務の柔軟性にマイナスに影響することがある。子会社株式の一部売却は、一時的に現金保有高を押し上げるものの、親会社が利用可能なキャッシュフローにマイナスの影響が及ぶ可能性もあり、それが連結財務諸表に全て反映されないこともある [9]。非完全子会社のキャッシュフローが親会社の債務返済に利用可能となる前に、少数株主への配当に充てられ、また非完全子会社の配当のうち親会社が受け取る割合は低下するため、少数持分は構造的な劣後性を高めるだろう。頻繁にみられる事例ではないが、少数持分の売却には、子会社を保護する方針が付随することもある。例えば、他のグループ会社との現金プールへの参加に対する制限、配当や還元の制限、業務上のアームズ・レングス・ルールなどである。少数株主は子会社の取締役に選任されている場合もある。非完全子会社の影響は定性的に考慮することが多い。しかしながら、比例連結ベースの財務諸表分析等、財務諸表に対する追加的見解を持つことが、連結財務諸表に基づくムーディーズの分析に大きく役立つこともある。非完全子会社の持分比率引き下げのマイナスの影響が大きい場合、実際の格付はスコアカードが示唆する結果より低くなることもある。

重要な少数株主持分を保有する企業については、連結ベースの営業活動による資金(FFO)に、少数株式を保有する子会社から受け取る配当が含まれるが、負債は連結対象ではない。少数株式を保有する子会社の配当が、同子会社の債務返済、設備投資、またはその他資金需要に充てられることもあり、この配当金が親会社のキャッシュフローに重要な場合、これらのキャッシュフローが途絶える可能性も考慮しなければならない。少数株主持分からの配当が重要な場合、比例連結ベースの財務諸表分析等、財務諸表に対する追加的見解を持つことが、連結財務諸表に基づくムーディーズの分析に大きく役立つこともあるだろう。その場合、構造的な劣後性も考慮に入れられることが多い [10]。これらの考慮事項のマイナスの影響が大きい場合、実際の格付はスコアカードが示唆する格付結果より低くなることもある。

イベントリスク

ムーディーズは、予想外のイベントの発生により発行体のファンダメンタルな信用力が突然、大幅に低下する可能性があり、実際の格付がスコアカードが示唆する格付より低くなることを認識している。例外的なイベントの例として、買収・合併、資産売却、スピンオフ、資本再編計画、訴訟、株主への利益配分などがある。

親会社および制度上のサポート

親会社のサポート

高格付の所有者が通信事業者を保有し、所有者にとって通信事業者の戦略的重要性が高いと判断される場合、格付のアップリフトが検討されることもある。親会社のサポートを分析する上で、親会社の財務力や、通信事業者のストレス時や資金需要(大規模な資本投資等)に対しサポートを提供する戦略上のインセンティブの有無、これまでにサポートを提供した実績の有無を考慮する。反対に親会社へ支払う配当金の負担が大きく、柔軟性を低下させることになれば、格付にこのリスクが反映されるだろう。

予想される政府からのサポートを考慮したアップリフトが格付に加えられている政府系発行体である通信事業者も多数いる(政府系発行体に関するクロスセクター格付手法を参照されたい)。ただし一部の発行体については、政府保有が単独のベースライン信用リスク評価にマイナスの影響を与えることもある。例えば、政府補助金なしでの料金引き下げなど、通信事業者対して政府独自の方針を推し進める場合にマイナスの影響がみられることもある。

[9] 例えば、子会社株式の持分比率が 75%に引き下げられても、子会社の営業収益および EBITDA の全額がグループレベルで親会社の財務諸表の連結対象となる。

[10] 比例連結では、少数株式を保有する子会社の債務の一部がバランスシートに反映されるが、この債務は少数株式を保有する子会社の資産やキャッシュフローに近いため、親会社の債務に対して構造上優先する。

OUTDATED METHODOLOGY

その他の制度上のサポート

一部の国では、大規模な事業会社は経済全般に重要な機能を果たしているため、資金難に陥った場合、政府または銀行のサポートを受ける可能性が高い。日本のムーディーズの事業会社格付においては、規模が大きく社会的に重要な企業に対して作用する、日本固有のサポートシステムの要因の有無を検討している。このサポートシステムは、日本の発行体の長年に亘るデフォルトの少なさの背景となっている。ムーディーズは、格付対象企業の財務が大きく圧迫された場合にサポートを提供する可能性があるグループ会社や取引銀行との関係の有無を検討している。

OUTDATED METHODOLOGY

付録 A: 通信事業者のスコアカード

	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
要因 1　規模(12.5%)									
営業収益(10 億米ドル)*1	12.5%	≥100	50-100	25-50	12.5-25	5-12.5	2-5	0.5-2	<0.5
要因 2　事業プロファイル (27.5%)									
ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位　- 多角化された事業者	12.5%	地理的分散度が高く、広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する既存国内事業者で、固定通信および移動体通信事業が直面する競争は極めて限定的。海外事業拡大に大きく成功。技術リスクが非常に低い。	広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する既存国内事業者で、固定通信および移動体通信事業が直面する競争は限定的。海外事業拡大に成功。技術リスクが低い。	広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する既存国内事業者で、固定通信および移動体通信事業の競争が激しさを増している。ある程度海外事業を拡張している。技術リスクが低-中位。 または、 広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者*で、固定通信および移動体通信事業がある程度の競争に直面。地場市場以外にある程度事業を拡張している。1 つの市場、国、地域が売上高の 50-60%程度を占める。技術リスクが低-中位。	かなり広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する国内事業者で厳しい競争に直面。中位の技術リスク。 または、 かなり広範な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者で、競争が激しさを増している。地場市場以外の事業拡張は限定的。1 つの市場、国、地域が売上高の 60-80%程度を占める。中位の技術リスク。	限定的な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者で、競争が激しさを増している。または、1 つの市場、国、地域が売上高の 80-90%程度を占める。技術リスクが中-高位。	限定的な顧客基盤に全ての総合通信サービスを提供する地域事業者で、競争が激しさを増している。または、1 つの市場、国、地域が売上高の 90%超を占める。技術リスクが高位。	既存事業者のネットワークへのアクセスに大きく依存し、全ての総合通信サービスを提供する事業者。または、技術リスクが非常に高い。	極めて限定的な既存事業者のネットワークへのアクセスを持つ、全ての総合通信サービスを提供する事業者。または、技術リスクが極めて高い。または、ネットワークの質が劣るため、サービス停止の可能性が高い。

OUTDATED METHODOLOGY

	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
要因 2　事業プロファイル (27.5%)									
ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位　- 移動体通信事業者		なし	なし	海外営業網の拡大に成功し、安定した事業を手掛ける多国籍事業者。低-中位の技術リスク。 または、 安定した事業を手掛ける確立された国内または多地域事業者。低-中位の技術リスク。 または 成長性が高く競争が非常に少ない発展途上国市場の新興事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が 50%未満。低-中位の技術リスク。	競争が存在する新興市場で事業を拡大する多国籍事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が 70%未満。中位の技術リスク。 または、 強固な事業を手がける国内事業者。中位の技術リスク。 または、 成長性が高く競争が少ない発展途上国市場の新興事業者。中位の技術リスク。	安定化しつつある事業を手掛ける国内事業者。 または、 安定した事業を手掛け、ローミングまたは補助金収入への依存度が低い確立された地域事業者。 または、 成長性が中位あるいは業績が安定し、中位の競争に直面する発展途上国市場の新興事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が約 85%。 または、 中-高位の技術リスク。	業績が業界平均を下回る国内事業者。 または、 業績が業界平均を下回る、確立された地域事業者。 または、 新興地域事業者、または、業績が継続的に悪化している確立された地域事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合が約 90%。 または、 高い技術リ スク。	業績が業界平均を大きく下回る国内事業者。 または、 確立されているものの業績不振の地域事業者。 または、 新興地域事業者、または、業績が大きく悪化し短期的な回復が見込まれない確立された地域事業者。1つの市場、国、地域が売上高に占める割合がほぼ 100%。 または、 非常に高い技術リスク。	MVNO（仮想移動体通信事業者）、または、周波数帯を保有しない関連会社。 または、 極めて高い技術リスク。

OUTDATED METHODOLOGY

	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
要因 2　事業プロファイル (27.5%)									
ビジネスモデル、競争環境、技術面での地位　- 固定回線専業事業者		なし	なし	なし	低-中位の競争に直面する既存事業者。低-中位の技術リスク。	競争激化に直面する 既存事業者。 または、 大規模なエンドツーエンド・ネットワーク・インフラを有する新興事業者。既存事業者のネットワークへのアクセスに依存。 または、 中-高位の技術リスク。	業績が急速に悪化している既存事業者（年間約 10%の営業収益減少）。 または、 大規模なコアネットワーク・インフラを有する新興事業者。既存事業者のネットワークへのアクセスに大きく依存。 または、 技術リスクが高い。	業績やマージンが非常に急激に悪化して いる既存事業者。 または、 基幹となるネットワーク・インフラが脆弱な新興事業者。既存事業者のネットワークへのアクセスに非常に大きく依存。 または、 技術リスクが非常に高い。	ネットワーク終端装置の相当部分を他社に依存し、競合力のある新規参入事業者。 または、 再販業者。 または、 技術リスクが極めて高い。

OUTDATED METHODOLOGY

	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
要因 2 事業プロファイル (27.5%)									
規制環境	7.5%	規制の枠組みが 完全に整備され、極めて高い予測可能性と安定性を示す非常に長期にわたる実績があり、既存通信事業者の投資回収を大きく支え、変更される可能性が非常に低い。規制は高格付かつ非常に強固な制度の枠組みと非常に高い効率性を有する政府、または、国内全域で通信事業者に対する絶対的な権限を持つ強力で独立した規制当局が行う。新規事業免許を付与する可能性は非常に低い。	規制の枠組みが完全に整備され、非常に高い予測可能性と安定性を示す長期にわたる実績があり、既存通信事業者の投資回収を大きく支え、変更される可能性が低い。規制は中-高格付かつ強固な制度の枠組みと高い効率性を有する政府、または国内全域で大半の通信事業者に対する権限を持つ独立した規制当局が行う。新規事業免許を付与する可能性は低い。	規制の枠組みが完全に整備され、既存通信事業者と新規参入事業者の利害調整について予測可能性と安定性を示す短期的な実績があり、既存通信事業者の投資回収に対し、非常に支援的である。規制は政府、政府機関、国内全域で大半の通信事業者に対する権限を持つ独立した規制当局が行う。新規事業免許を付与する可能性は低い。	規制の枠組みが完全に整備され、既存通信事業者の利益を全般的に守りつつ、新規参入事業者により支援的であることについて、予測可能性と安定性を示す短期的な実績がある。ただし、既存通信事業者は十分に投資を回収できる。規制は政府、政府機関、国内全域で大半の通信事業者に対する権限を持つ独立した規制当局が行う。政権交代が見通し変更につながる可能性がある。限定的に新規事業免許を付与する可能性がある。	規制の枠組みが、a) 十分に整備されているが、その適用において一貫性あるいは予測可能性に欠けることを示す実例がある、あるいは、枠組みが設置されたばかりで検証されていないが、十分に整備され確立された先例に基づいている、または、b) 同じ法管轄地域の他のセクターにおいて独立性と透明性を備えた規制が行われてきた実績がある。または、規制環境は時として厳しく、政治的圧力を受ける。規制当局が設備保有事業者の増加や設備を保有しない事業者による競争を促進。 または 新規参入事業者に対して総じて支援的な規制。 または 新規事業免許を付与する可能性がある。 または 規制当局が規制の枠組みの否定的な変更を検討中。	規制の枠組みは整備されているが、その適用において一貫性あるいは予測可能性が大きく不足している。または、規制環境が常に問題を含んでおり、政治的圧力を受ける。または、独立性と透明性を備えた規制を示す一貫した実績がない。その法管轄地域では、規制当局が事業者に不利あるいは支援的でない判断を行った実績がある、または、規制当局が政治的あるいは法的措置による圧力を受けたり、弱体化している。または、規制当局が設備を保有しない事業者による競争を促進。 または 規制当局は新規参入事業者に対して非常に支援的。 または 規制変更が規制の枠組みに大きくかつ否定的な影響与える。	規制の枠組みの整備が遅れており、不透明で、大幅な変更が実施されている、あるいは、予測不可能であるか、通信事業者にとって不利益となってきた実績がある。または、規制当局には一貫した実績がない、あるいは支援的でなく不確実性があり、予測可能性が極めて低い。または、事業や市場において政府が大規模な介入を行うリスクが高い。または、規制当局が設備保有の有無にかかわらない競争を強力に促進。または、 規制が、新規参入事業者に対して大幅に支援的。	規制の枠組みや規制当局が、通信事業者の事業継続に極めて高いリスクをもたらす。

OUTDATED METHODOLOGY

	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
要因 2　事業プロファイル (27.5%)									
市場シェア	7.5%	地場市場とほとんどの事業地域において主要企業である。 または 地場において独占型事業者である。	地場市場において明らかに主導的な地位にあり、全ての事業地域において競争力を有する。 または 地場において主要企業であり、主導的な市場地位にある。	地場市場において非常に優れた競合企業であり、ほとんどの事業地域において競争力を有する。 または 地場において明らかに主導的な市場地位にある。	地場市場において安定した競合企業であり、ほとんどの事業地域において競争力を有する。 または 地場において非常に優れた競合企業である。	地場市場において中-低位の競合企業であり、一部の事業地域において競争力を有する。 または 地場において安定した競合企業である。	地場市場において小規模の競合企業であり、その他の市場では競争力に欠ける。 または 地場において中-低位の競合企業である。	地場市場において小規模の競合企業である。	実績がない新興企業である。
要因 3　収益性と効率性 (10%)									
営業収益のトレンドとマージンの持続可能性	10%	営業収益の力強い成長と極めて高いマージン水準の維持	中位の営業収益成長と非常に高いマージン水準の維持	営業利益の小幅な成長と高いマージン水準の維持	安定的な営業収益と良好なマージン水準の維持	営業収益の小幅な減少が継続する予想 または、 中位のマージン水準の継続	営業収益の中程度の減少が継続する予想 または、 さほど高くないマージン水準の継続	営業収益が大幅に減少する予想 または、 低いマージン水準の継続	売上収益が急速に減少する予想 または、 非常に低いあるいは極めて予測困難なマージン水準の継続
要因 4　レバレッジとカバレッジ (35%)									
有利子負債/EBITDA (倍)*3	15%	≤ 0.5	0.5-1	1-2	2-2.75	2.75-3.75	3.75-5.5	5.5-8	> 8
RCF /有利子負債(%)*4	10%	≥ 60	45-60	35-45	25-35	20-25	10-20	5-10	< 5
(EBITDA-設備投資)/ 支払利息(倍)*5	10%	≥ 8	6.5-8	5-6.5	3.5-5	2-3.5	1-2	0.5-1	< 0.5

OUTDATED METHODOLOGY

	ウェイト	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
要因 5　財務方針(15%)									
財務方針	15%	極めて保守的な財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。非常に安定した財務指標。長期にわたる非常に強固な信用プロファイルの維持へのコミットメントを表明。	非常に安定した保守的な財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。安定した財務指標。格付変更につながるイベントリスクがほとんどない。長期にわたる強固な信用プロファイルの維持へのコミットメントを 表明。	債権者の利益を守る予測可能な財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。ある程度のイベントリスクがあるが、レバレッジへの影響は小さく一時的なものとみられる。強固な信用 プロファイルへの強い コミットメント。	債権者の利益と株主の利益を均衡させる財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。負債調達による買収、あるいは、株主還元が信用プロファイルの悪化に繋がるリスクがある。	債権者より株主を優先する財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。株主還元、買収、他の資本構造の大幅な変更を要因として財務リスクが平均を上回る。	債権者より株主を優先する財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。株主還元、買収、他の資本構造の大幅な変更を要因とする高い財務リスク。	経済環境が変化した際に、大規模な債務再編リスクにつながる財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。	良好な経済環境下でも、債務再編リスクの高まりにつながる財務方針(リスク管理および流動性管理を含む)をとるとみられる。

*1 Aaa のエンドポイントは 3,000 億ドルである。3,000 億ドル以上の営業収益は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは 5,000 万ドルである。5,000 万ドル未満の営業収益は数値スコア 20.5 に相当する。

*2 地域規模は、米国などの大国における地域分散度に言及する場合に用いられる。

*3 Aaa のエンドポイントは 0.0 倍である。0.0 倍未満の値は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは 12.0 倍である。12.0 倍以上の値や、マイナスの EBITDA は数値スコア 20.5 に相当する。

*4 Aaa のエンドポイントは 100%である。100%以上の値は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは 0%である。0%未満の値は数値スコア 20.5 に相当する。

*5 Aaa のエンドポイントは 20.0 倍である。20.0 倍以上の値は数値スコア 0.5 に相当する。Ca のエンドポイントは-0.5 倍である。-0.5 倍未満の値は数値スコア 20.5 に相当する。

OUTDATED METHODOLOGY

関連リサーチ

本セクターにおいて付与される信用格付は基本的に本信用格付手法によって決定される。また、幅広い格付手法(1つ以上の副次的に適用される格付手法またはクロスセクター格付手法)における考慮事項が、本セクターの発行体および債券の信用格付の決定時に重要となることもある。副次的に適用される格付手法およびクロスセクター格付手法となりうるものについては、ムーディーズ・ジャパンのウェブサイトを参照されたい。

ムーディーズ・ジャパンのウェブサイトには、本稿で参照された格付手法が掲載されている。

Moody's Basic Definitions for Credit Statistics (User's Guide) はこちらを参照されたい。

本格付手法を用いて付与された信用格付の過去の精緻度および予測能力をまとめたデータは、link に掲載されている。

さらなる情報については、「格付記号と定義」を参照されたい。

OUTDATED METHODOLOGY

ムーディーズ・ジャパン株式会社
〒105-6220
東京都港区愛宕 2 丁目 5-1
愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: 194554 (Japanese)
1055812 (English)

著者
Daniel Marty
Carlos Winzer
Iván Palacios

プロダクション・アソシエイト
高瀬 美紀

著作権表示(C)2017 年 Moody' s Corporation、Moody's Investors Service, Inc.、Moody's Analytics, Inc. 並びに(又は)これらの者のライセンサー及び関連会社(以下、総称して「ムーディーズ」といいます)。無断複写・転載を禁じます。

Moody's Investors Service, Inc.及び信用格付を行う関連会社(以下「MIS」といいます)により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズの刊行物は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについてのムーディーズの現時点での意見を含むことがあります。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物に含まれているムーディーズの意見は、現在又は過去の事実を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づく信用リスクの評価及び Moody's Analytics, Inc.が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。信用格付及びムーディーズの刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物は特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物はいずれも、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、ムーディーズの刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が投資判断を行う際にムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物を利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家にご相談することを推奨します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により再製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること(独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります)を確保するため、すべての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で又はムーディーズの刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはできません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別、二次的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害((a)現在若しくは将来の利益の喪失、又は(b)関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されない)の可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連していかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役職員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちいずれかの側の過失によるもの(但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言すると法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く)、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測及びその他の見解(もしあれば)は意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきものであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず)いかなる保証も行っていません。

Moody's Corporation (以下「MCO」といいます)が全額出資する信用格付会社である Moody's Investors Service, Inc.は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます)及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc.が行う評価・格付サービスに対して、格付の付与に先立ち、1500 ドルから約 250 万ドルの手数料を Moody's Investors Service, Inc.に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO 及び MIS は、MIS の格付及び格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間、及び、MIS から格付を付与され、かつ MCO の株式の 5%以上を保有していることを SEC に公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moodys.com 上に"Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリア専用の追加条項:この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657(オーストラリア金融サービス認可番号 336969)及び(又は)Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972(オーストラリア金融サービス認可番号 383569)(該当する者)のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は 2001 年会社法 761G 条の定める意味における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、この文書又はその内容を 2001 年会社法 761G 条の定める意味における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。リテール投資家が、投資判断を行う際にムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物を利用することは、慎重を欠き不適切です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。

日本専用の追加条項:ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下、「MJKK」といいます。)は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社(MCO の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社)の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズ SF ジャパン株式会社(以下、「MSFJ」といいます。)は、MJKK の完全子会社である信用格付会社です。MSFJ は、全米で認知された統計的格付機関(以下、「NRSRO」といいます。)ではありません。したがって、MSFJ の信用格付は、NRSRO ではない者により付与された「NRSRO ではない信用格付」であり、それゆえ、MSFJ の信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取扱を受けるための要件を満たしていません。MJKK 及び MSFJ は日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官(格付)第 2 号及び第 3 号です。

MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)が行う評価・格付サービスに対して、格付の付与に先立ち、20 万円から約 3 億 5,000 万円の手数料を MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK 及び MSFJ は、日本の規制上の要請を満たすための方針と手続も整備しています。