

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。

RATING METHODOLOGY

化学業界 Chemicals

目次:

格付対象	1
格付アプローチ	2
化学会社のスコアカード	3
化学業界の概要	5
スコアカード要因の考察	5
その他の考慮事項	9
スコアカードを用いてスコアカードの 結果を導出	13
発行体レベルおよび証券レベルの 格付付与	15
主要な格付上の想定 限界	15
ムーディーズの関連出版物	17

コンタクト:

東京 03.5408.4100

本格付手法は、2019 年 3 月発行の格付手法“Chemical Industry”(ムーディーズ・ジャパン版「化学業界の格付手法」)に置き換わるものである。今回の更新では、セクションの順序を入れ替え、編集上の変更を加えた。また、スコアカードの表示方法を変更した。これらの更新は、格付手法上のアプローチを変更するものではない。

格付対象

本格付手法は、基礎化学品、特殊化学品、産業用ガスなどの化学品や関連する製品の開発・生産を主たる事業*とする企業にグローバルに適用される。取り扱う製品は汎用化学品から技術的要求の高い用途向けに高度にカスタマイズされた化学品まで、多岐にわたる。化学品には、プラスチック、樹脂、肥料・農薬、建築・産業用コーティング剤、香料、香料、食品成分、医薬化学品(すなわち医薬中間体あるいは医薬前駆体)、有機金属化合物が含まれる。

化学品を用いて最終用途製品の生産・販売を主たる事業とする企業は、製薬業界や包装資材などの別の業種別格付手法に従って格付が付与される¹。

* 何を企業の主たる事業とみなすかは通常、事業リスクの大きさに基づいて決定する。事業リスクは通常、当該企業の売上高、利益およびキャッシュフローに比例する。

¹ セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

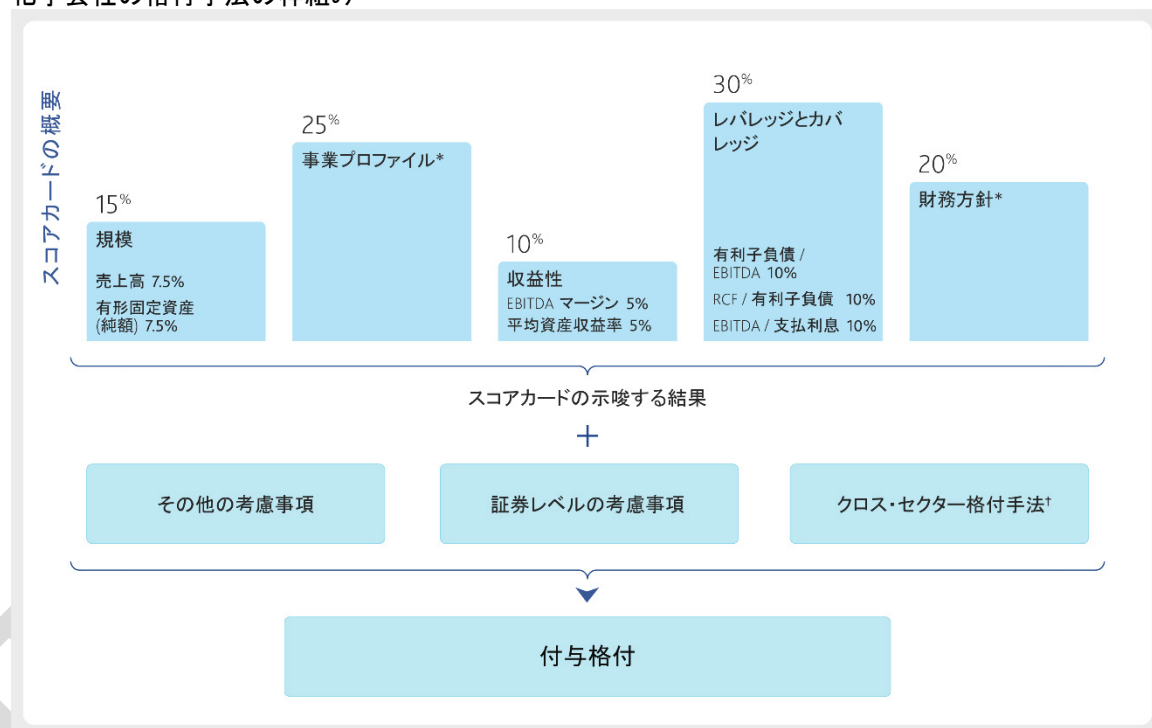
格付アプローチ

本格付手法は、化学会社の格付結果に影響を与える可能性のある定性的・定量的要因を含む発行体の信用リスクをグローバルに評価する際の基本的なアプローチを説明するものである。ムーディーズは信用力に関する全ての重要な考慮事項を格付に織り込み、そうしたリスクとその緩和要因を予測できる範囲内で、可能な限り遠い将来を見通した見解を織り込むよう努めている。

下図は、化学会社の分析に用いる一般的な枠組みを示したもので、スコアカード²の使用も含まれている。スコアカードから導出される結果が各企業の実際の格付と一致することは想定していない。詳細については、「その他の考慮事項」と「限界」のセクションを参照されたい。

図表 1

化学会社の格付手法の枠組み



* この要因にはサブ要因がない。

† 1 つ以上のクロス・セクター格付手法で説明される格付手法上の考慮事項が、この業界の企業の格付に重要となることもある。セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

出所: Moody's Investors Service

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 (<https://ratings.moodys.com>) の発行体/案件のページで、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。

² ムーディーズの格付手法およびリサーチにおいて、「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。

化学会社のスコアカード

スコアカードの使用に関する一般的な情報とスコアカードの構造についての説明は「スコアカードを用いてスコアカードの結果を導出」のセクションを参照されたい。スコアカードは、格付委員会が化学会社に格付を付与するにあたり検討する全ての要因を網羅したものではない。「その他の考慮事項」と「限界」のセクションを参照されたい。

図表 2

化学会社のスコアカード

	規模 (15%)		事業プロフィール (25%)	収益性 (10%)		レバレッジとカバレッジ (30%)		財務方針 (20%)	
	売上高 (10 億米ドル)[1] (7.5%)	有形固定資産(純額) (10 億米ドル)[2] (7.5%)	事業プロフィール (25%)	EBITDA マージン[3] (EBITDA / 売上高) (5%)	ROA (平均資産収益率)[4] (EBIT / 総資産) (5%)	有利子負債/ EBITDA[5] (10%)	RCF / 有利子負債 [6] (10%)	EBITDA / 支払利息[7] (10%)	財務方針 (20%)
Aaa	≥ \$100	≥ \$40	支配的な市場地位にある高度に分散した特殊化学品の製品ライン、分散したキャッシュフロー源、安定した最終市場、主導的地位/低コストのグローバル事業、構造的なコスト優位性により、業界サイクルおよび景気サイクルを通して、極めて安定したキャッシュフローを創出すると予想される。技術リーダーシップが競争上の地位に対する脅威を抑え、現在の市場地位の向上と新たな市場機会の獲得を支える。	≥ 60%	≥ 35%	≤ 0.5x	≥ 95%	≥ 40x	極めて保守的な財務方針(リスク・流動性管理を含む)をとるとみられる。非常に安定した指標。基本的に格付変更につながるイベントリスクがなく、長期にわたる非常に強固な信用プロフィールの維持へのコミットメントを表明。
Aa	\$50 - \$100	\$20 - \$40	主導的な市場地位にある分散した特殊化学品の製品ライン、集中度の低いキャッシュフロー源、安定した最終市場、低コストのグローバル事業、構造的なコスト優位性により、業界サイクルおよび景気サイクルを通して、非常に安定したキャッシュフローを創出すると予想される。技術リーダーシップにより、競争上の地位に対する脅威が小さく、新たな市場機会につながっている。	40% - 60%	25% - 35%	0.5x - 1x	60% - 95%	25x - 40x	非常に保守的な財務方針(リスク・流動性管理を含む)をとるとみられる。安定した指標。格付変更につながるイベントリスクがほとんどなく、長期にわたる強固な信用プロフィールの維持へのコミットメントを表明。
A	\$15 - \$50	\$8 - \$20	高い市場地位にある複数の特殊化学品の製品ライン、集中度が中位から低位のキャッシュフロー源、相対的に安定した最終市場、概ね低コストのグローバル事業、ある程度の構造的なコスト優位性により、業界サイクルおよび景気サイクルを通して、安定したキャッシュフローを創出すると予想される。技術リーダーシップが高い参入障壁となっている。	25% - 40%	15% - 25%	1x - 2x	30% - 60%	15x - 25x	債権者の利益を守る予見可能な財務方針(リスク・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はあるが、レバレッジへの影響は小さく一時的とみられる。安定した信用プロフィールの維持への強いコミットメント。
Baa	\$5 - \$15	\$3 - \$8	高い市場地位にある複数の汎用品または特殊化学品の製品ライン、集中度が中位のキャッシュフロー源、景気循環の影響を受けやすい最終市場、2 地域以上でコスト競争力を持つ事業、限定的な構造的コスト優位性により、業界サイクルを通して、キャッシュフローが景気循環の影響を幾分受けると予想される。技術および事業ノウハウが、競争上の脅威を緩和する。	15% - 25%	11% - 15%	2x - 3x	20% - 30%	8x - 15x	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・流動性管理を含む)をとるとみられる。借入調達による買収または株主への利益配分が信用プロフィールを悪化させるリスクがある。

	規模 (15%)	事業プロフィール (25%)	収益性 (10%)	レバレッジとカバレッジ (30%)			財務方針 (20%)		
	売上高 (10 億米ドル)[1] (7.5%)	有形固定資産(純額) (10 億米ドル)[2] (7.5%)	事業プロフィール (25%)	EBITDA マージン[3] (EBITDA / 売上高) (5%)	ROA (平均資産収益率)[4] (EBIT / 総資産) (5%)	有利子負債/ EBITDA[5] (10%)	RCF / 有利子負債 [6] (10%)	EBITDA / 支払利息[7] (10%)	財務方針 (20%)
Ba	\$1.5 - \$5	\$0.6 - \$3	中位の市場地位にある 2 つ以上のほぼ汎用品ばかりの製品ラインにより、業界サイクルを通してキャッシュフローが景気循環の影響を受けると予想される。あるいは、やや集中度の高いキャッシュフロー源で、一地域に集中した景気循環の影響を受けやすい最終市場。あるいは、一地域に集中した平均的なコストの事業、非常に低い構造的コスト優位性。あるいは、技術、ノウハウに基づく差別化が限定的。	9% - 15%	7% - 11%	3x - 4x	10% - 20%	2.5x - 8x	債権者より株主を優先する財務方針(リスク・流動性管理を含む)をとるとみられる。株主配分、買収、他の資本構成の大幅な変更を要因として財務リスクが平均を上回る。
B	\$0.2 - \$1.5	\$0.025 - \$0.6	中位の市場地位にある単一の汎用品の製品ラインに大きく依存し、キャッシュフローが景気循環の影響を大きく受けると予想される。あるいは、キャッシュフロー源の集中度が高く、一地域に所在する景気循環の影響を受けやすい最終市場。あるいは、事業コストの水準が平均-高めで、地理的分散が限定的、あるいは生産拠点が 1 か所のみで、構造的なコスト優位性を持たない。あるいは、技術、ノウハウに基づく実質的な差別化がない。	4% - 9%	3% - 7%	4x - 6x	5% - 10%	1.5x - 2.5x	債権者より株主を優先する財務方針(リスク・流動性管理を含む)をとるとみられる。株主配分、買収、他の資本構成の大幅な変更を要因とする高い財務リスク。
Caa	\$0.1 - \$0.2	\$0.005 - \$0.025	用途が限られた単一の汎用品の製品ラインを少数の顧客に販売し、キャッシュフローが高い変動性を示すと予想される。あるいは、低い市場地位、小規模で景気循環の影響を受けやすい市場にエクスポージャーが集中。あるいは、価格決定力を持たず、生産拠点は 1 か所のみでコスト構造に競争力がない。あるいは、構造および技術の面で非常に劣る。	1% - 4%	0.5% - 3%	6x - 8x	1% - 5%	0.5x - 1.5x	経済環境が変化した際に、高い債務再編リスクにつながる財務方針(リスク・流動性管理を含む)をとるとみられる。
Ca	< \$0.1	< 0.005	1 つの用途しかない単一の汎用品の製品ラインを少数の顧客に販売し、キャッシュフローが極めて高い変動性を示すと予想される。あるいは、大規模な競合相手が多数存在する市場で低い地位にある、需要が不確実で景気循環の影響を受けやすい小規模市場にエクスポージャーが集中。あるいは、価格決定力を持たず、生産拠点は 1 か所のみでコスト構造に競争力がない。あるいは、構造および技術の面で著しく劣る。	< 1%	< 0.5%	> 8x	< 1%	< 0.5x	良好な経済環境下でも、高い債務再編リスクにつながる財務方針(リスク・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 1,500 億米ドル。1,500 億米ドル以上は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 0 米ドル。0 米ドルは数値スコア 20.5 に相当。

[2]Aaa のエンドポイントは 600 億米ドル。600 億米ドル以上は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 0 米ドル。0 米ドルは数値スコア 20.5 に相当。

[3]Aaa のエンドポイントは 80%。80%以上は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 0%。0%以下は数値スコア 20.5 に相当。

[4]Aaa のエンドポイントは 75%。75%以上は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 0%。0%以下は数値スコア 20.5 に相当。

[5]Aaa のエンドポイントは 0 倍。0 倍以下は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 10 倍。10 倍以上および有利子負債/EBITDA 倍率がマイナスの場合は数値スコア 20.5 に相当。

[6]Aaa のエンドポイントは 120%。120%以上は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 0%。0%以下は数値スコア 20.5 に相当。

[7]Aaa のエンドポイントは 60 倍。60 倍以上は数値スコア 0.5 に相当。Ca のエンドポイントは 0 倍。0 倍以下は数値スコア 20.5 に相当。

出所: Moody's Investors Service

化学業界の概要

化学会社は多様なサブセクターに分類され、様々な程度のビジネスリスクを伴う製品と技術が用いられる。事業戦略や事業環境が変動する程度は、化学会社の業績に反映されていることが多い。

化学会社は製品が生産・販売される地域の景気サイクルや世界の景気サイクルの影響を受けるため、化学会社のリスクは事業を展開する市場によっても異なる。リン酸肥料などの世界的な汎用化学品については、ある地域の需給変化が他の市場にも大きく影響する。市場のグローバル性により、関税の引き下げといった地域政策の変更も、汎用品の需給に影響する。

化学業界は原材料の供給と価格リスクにも直面している。原材料は通常、汎用品メーカーの事業コストを最も大きく占める。多数の汎用化学品メーカーが使用する原材料の多くは石油由来であるため、汎用化学品メーカーは原油価格や天然ガス価格の影響を大きく受けやすい。

化学会社の設備投資は長期的に大きく変動する。類似した製品ラインを持つ化学会社は、同時に市況のピークを迎え、高水準のキャッシュフローを創出する時期も重なる。同時期に完成し、世界的な生産能力を大きく押し上げる投資計画に、これらの資金が充てられる場合もある。こういった生産能力の増強はその製品ラインの需給バランスを崩し、大幅な価格下落につながる可能性もある。

スコアカード要因の考察

以下に、各要因・サブ要因をスコアリングする際の基本的なアプローチと、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。

要因: 規模 (ウエイト 15%)

この要因を重視する根拠

規模の大きさは、企業の収益力、突然の需要変化やコスト急増などのショックに対する耐性を示す重要な指標である。

規模は化学会社の市場地位や資金確保の可否にも大きく影響する。また、収益を維持し、キャッシュフローを創出する能力を示す重要な指標であり、製品需要の変化に対する耐性、コスト吸収力、研究開発力、顧客および原材料調達先に対する価格交渉力といったその他の強みも示す。さらに、規模の大きさによって、世界の大口顧客に製品を提供する能力を強化することもできる。多くの顧客が調達先の絞り込みを強化しているため、この点は重要である。

スコアカードでの評価方法

売上高と有形固定資産(純額)の2つのサブ要因に基づいて、この要因のスコアは導かれる。

売上高:

規模は報告ベースの総売上高(単位: 10 億米ドル)を用いて測定(将来予測の場合は推定)する。

有形固定資産(純額):

有形固定資産(純額)は報告ベースの有形固定資産総額から減価償却累計額を差し引いた金額(単位: 10 億米ドル)を用いて測定(将来予測の場合は推定)する。

要因: 事業プロファイル (ウエイト 25%)

この要因を重視する根拠

化学会社の事業プロファイルは、持続可能な収益と営業キャッシュフローを創出する能力に大きく影響するため、重要である。キャッシュフローの変動性が高い化学会社は、新たな形態の競争などその他のリスクの影響を受けやすい。化学会社の事業プロファイルには主に市場地位、製品の分散、

地理的分散、業務遂行力、技術リーダーシップ、市場地位の見通しが含まれ、いずれも景気サイクルを通して変動性を抑えることができる。

化学会社の市場地位の持続可能性と強さは、顧客を獲得・維持する能力を示す重要な要素である。一部の事例では、高い市場シェアを占める化学会社が、製品価格を安定させる手段として市場の需給動向に応じて生産量を調整する場合がある。特許やライセンス規制、あるいは他の技術優位性によって守られたシェアも、強固で安定したキャッシュフローや業績を支える。また、高付加価値製品を扱う企業のキャッシュフローは安定性が高い。ただし、現在の高付加価値製品は時間の経過とともに、キャッシュフロー創出能力という点で汎用品に近くなることもある。

分散した製品構成や地理的分散は、収益悪化につながりうる新たな競合他社や市場悪化の影響を抑えるため、重要である。地理的分散は化学会社の事業リスクの緩和に寄与する。同一地域に複数の生産拠点を持つ企業は、生産拠点が分散している企業より高い事業リスクに直面することが多い。反対に、生産拠点が増え、地理的分散が高まると、事業リスクは低下するため、一部の生産拠点が政府方針の変更、ストライキ、天災などの影響を受けても、事業を継続することができる。例えば、政府規制が化学会社や化学業界のサブセクターにプラスあるいはマイナスに影響することがある。

安価で原材料を調達できる場所に生産拠点を構えることができる化学会社は、原材料価格の変動が利益率に影響する需給不均衡時に優位に立つ。このような企業は景気サイクル、業界サイクルを通して、原材料価格高騰の影響をより直接的に受ける類似した企業より高い利益率を確保し、収益とキャッシュフローの変動性が低い。また、これらの企業は競合他社に対し高いコスト優位性を持つことができる。

技術リーダーシップは化学会社の競争上の地位に対する脅威を抑え、現在の市場地位の向上と新たな市場機会の獲得を支えるため、重要である。これらの点における相対的な強みは高い競争上の地位を維持する能力を示す。技術リーダーシップは、長期的な営業利益率の拡大と安定化にも寄与する。

スコアカードでの評価方法

この定性的要因のスコアは、主にキャッシュフローの変動性についてのムーディーズの予想に基づいており、化学会社の現在の市場地位、製品の分散および地理的分散、業務遂行の質、技術リーダーシップ、市場地位の見通しの影響を受ける。製品の分散および地理的分散については、企業の最終市場と供給などの業務を考慮する。事業プロファイルのスコアは、競合他社の数、規模、複雑性に加え、競争基盤の性質、これまでの競合他社間での対応、競合他社の顧客関係、参入障壁と新規参入企業がもたらす脅威など、業界あるいはサブセクターの構造を考慮する。

化学会社の市場シェアや競争優位性は、事業を展開する地域における市場シェアと、市場地位を維持する能力に基づいて評価される。ムーディーズは、化学会社の製品の最終市場や価格指標の市場慣行に基づいて地域を分類する。基礎化学品の地域は大陸あるいは大陸の大部分、高度な特殊化学品についてはより小さい地域で分類される。高付加価値製品に対するムーディーズの評価は、製品あるいは製品群がライフサイクルのどの段階にあるかを検討する。

また、化学会社の主要事業部門や製品ラインの集中度を考慮し、事業プロファイルの評価する。複数の汎用品の製品ラインを展開する企業や、汎用品と事業サイクル、価格、需要が影響を受けない特殊化学品の両方を手がける企業に比べると、単一の汎用品の製品ラインのみを持つ企業の収益とキャッシュフローは変動性が高い。

コスト構造と市場機会に影響しうる規制上のリスクを評価するにあたり、ムーディーズは供給と最終市場の両方について、事業展開する地域での政策動向を検討する。ある化学品の取扱禁止や増税などは、化学会社の事業プロファイルにマイナスのショックが加わるリスクを高めることもある。

化学会社の競争上の地位を評価するにあたり、コストとコスト管理能力を検討する。売上原価の大部分を占める原材料価格の変動に晒される会社は、収益やキャッシュフローが大きく変動することがある。

ムーディーズは通常、ある企業の事業プロファイルが、該当するスコア・カテゴリーの特徴に完全に合致するとは考えない。通常、企業が持つ特徴の最も多くが該当する文字格付カテゴリーに基づいてこの要因のスコアを決定する。ただし、1つの特徴が企業の信用プロファイルに非常に重要であり、この

要因のスコアに大きく影響することもある。例えば、単一の生産拠点への依存は非常に高い事業リスクを伴うため、事業プロファイルのスコアが B あるいは Caa カテゴリーに制限される可能性が高い。

要因: 収益性(ウエイト 10%)

この要因を重視する根拠

収益性は、化学会社の優位性と持続可能性を示す重要な指標であり、製品ポートフォリオの競争力を反映する。そのため、化学会社が景気後退期を乗り越え、設備投資を行い、負債やその他の支払義務を履行する能力がある程度わかる。景気の下局面では、コスト水準が低い企業しか実質的なキャッシュフローを創出できない水準まで製品価格が下落することが多いため、化学会社にとって相対的なコスト水準は重要である。

収益性は、製品がどれだけ価値を高めることができるか、また製品が特殊化学品の性質を持つか、汎用品に近い性質を持つかを示す重要な指標であり、事業コストの効率性も示す。特殊化学品は長期にわたり、より安定した高い利益率を維持する傾向がある一方、汎用化学品の利益率は非常に高い水準から非常に低い水準まで変動幅が大きい。化学会社の事業コストの水準は、規模、低コストの原材料の調達、生産設備の場所、人件費、投下資本等の多数の特徴に応じて決まる。低コストで生産できる化学会社は、下局面を切り抜ける体力があり、成長機会をとらえる有利な位置にある。

この要因は 2 つのサブ要因により構成される。

EBITDA マージン

支払利息・税金・減価償却・無形資産償却前利益の売上高に対する比率(EBITDA/売上高)は、収益性を測る重要な指標であり、景気後退期を乗り越え、設備投資を行い、負債やその他の支払義務を履行する能力を示す。

平均資産収益率

支払利息・税金前利益の総資産に対する比率(EBIT/総資産)で定義される平均資産収益率(ROA)は、資産基盤から安定的に高いリターンを生み出す能力を示す指標で、資本集約性の高い業界では重要である。

スコアカードでの評価方法

EBITDA マージンと平均資産収益率の 2 つのサブ要因に基づいて、この要因のスコアは導かれる。

EBITDA マージン:

支払利息・税金・減価償却・無形資産償却前利益(EBITDA)を分子、売上高を分母として算出。

平均資産収益率:

支払利息・税金前利益(EBIT)を分子、過去 2 年間の平均総資産を分母として算出。

要因: レバレッジとカバレッジ(ウエイト 30%)

この要因を重視する根拠

レバレッジ指標とキャッシュフローカバレッジ指標は、化学会社の財務の柔軟性と長期的な持続可能性を示す指標である。この要因のスコアが高いということは、投資を行い、景気循環の変動に対応し、不測の困難に対処できる能力が高いことを示している。

この要因は 3 つの定量的なサブ要因により構成される。

有利子負債/EBITDA

支払利息・税金・減価償却・無形資産償却前利益に対する総有利子負債の倍率(有利子負債/EBITDA)は、債務返済能力と財務レバレッジを示す指標である。この倍率は、化学会社の財務力の比較に広く用いられる。

リテインド・キャッシュフロー(RFC)/有利子負債

総有利子負債に対するリテインド・キャッシュフローの比率(RFC/有利子負債)は、総有利子負債に対するキャッシュフロー(運転資本の増減および設備投資の控除前、および配当支払い控除後のキャッシュフロー)の創出能力を示す指標である。

EBITDA / 支払利息

支払利息に対する EBITDA の倍率(EBIT/支払利息)は、利息を支払う能力を示す重要な指標である。

スコアカードでの評価方法

有利子負債/EBITDA、RCF/有利子負債、EBITDA/支払利息の3つのサブ要因に基づいて、この要因のスコアは導かれる。

有利子負債/EBITDA:

総有利子負債を分子、EBITDA を分母として算出。

RCF/有利子負債:

リテインド・キャッシュフローを分子、総有利子負債を分母として算出。

EBITDA / 支払利息:

EBITDA を分子、支払利息を分母として算出。

要因:財務方針(ウエイト 20%)

この要因を重視する根拠

財務方針には経営陣と取締役会の財務リスクの許容度および強固な信用プロファイルに対するコミットメントが含まれる。財務方針は負債水準、信用力、企業の将来の方向性、財務・資本構成が悪化するリスクに直接影響を与えるため、重要な格付決定要因である。

財務リスクの許容度は、投資・資本配分を示す指標になる。経営陣が引き続き信用プロファイル改善にコミットしていくとの予想が、格上げの根拠として必要とされる場合が多い。例えば、格付カテゴリーの基準内で財務の柔軟性を高めた企業が、その柔軟性を戦略的買収、株主への現金配当、スピンオフ、他のレバレッジ上昇につながる取引に用いると予想される場合、格上げされない可能性がある。逆に、レバレッジがある程度上昇する可能性のある取引を行っても、経営陣が信用指標を取引前の水準に回復させることに高い優先度を置き、過去の行動によってそれに対するコミットメントが継続的に示されてきた場合、格付は維持される可能性がある。流動性管理³は全体的なリスク管理の重要な側面であり、リスク許容度を知る手掛かりとなる。

スコアカードでの評価方法

発行体が目指す資本構成、あるいは目標とする信用プロファイル、リスク管理と流動性管理の実績を含む過去の行動とコミットメント遵守を評価する。その際に、経済・業界サイクルの様々な局面における経営陣の事業実績やキャッシュフローの使途に注目する。また、信用市場や流動性の環境の変化、訴訟、競争上の課題、規制圧力といった重要なイベントに対する経営陣の対応も重視する。

³ 流動性管理は流動性水準とは異なるものであり、「その他の考慮事項」のセクションで検討する。

検討事項として、企業がこの分野において表明したコミットメントとコミットメント遵守の実績や、企業の目標達成能力に対するムーディーズの見解が挙げられる。

財務方針のスコアリングにおいてイベントリスクを検討する際に M&A やバランスシートに影響を与える他のタイプのイベントが発生する可能性と、その潜在的なマイナスの影響を評価する。経営陣の M&A に対する意欲についても、中核事業に関する買収か、あるいは新規事業の買収かといった取引の種類と資金調達方法に着目して評価する。また、買収の頻度や規模、過去の買収で用いた調達方法も評価する。借入による買収、あるいは信用力を変化させる買収の実績があれば、一般的にこの要因のスコアは低くなる。また、株主の企業売却の意欲が及ぼすマイナスの影響についても考慮する可能性がある。

さらに、企業とその所有者が、株主還元と債務保有者の利益のバランスをどのようにとってきたかを検討する。債務保有者の利益より株主還元を優先した実績は、この要因においてネガティブに評価される可能性がある。

その他の考慮事項

信用評価における格付要因の重要性は、同一セクターでも発行体により大きく異なり、特定の状況下あるいは一部の発行体にのみ重要となることもあるため、格付にはスコアカードに含まれない要因が織り込まれる場合もある。そうした要因には、財務管理と財務報告の質、企業の法的組織構成、経営陣の質と実績、コーポレート・ガバナンスの評価、環境・社会に関する考慮事項、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、技術、風評リスク、消費者や事業の支出動向の変化、競合他社の事業戦略、マクロ経済動向なども格付に影響を与える。

格付に織り込む可能性があり、実際の格付とスコアカードから導出される結果が異なるケースを生じさせ得る他の考慮事項の例を以下に挙げる。

規制上の考慮事項

化学会社を対象とする規制監督の水準は様々である。これらの規制は、業務の制約、コストの増加、テクノロジーディスラプションや需要代替が生じる可能性の高まりといった影響を伴う可能性がある。規制やその実施・施行方法の地域ごとの違いは、特定の企業に有利となることもあれば不利となることもある。今後の規制に関するムーディーズの見解は、財務指標の将来予想や、債務水準に対して十分なキャッシュフローを中長期的に生み出す発行体の能力に対するムーディーズの信頼度において重要な役割を果たす。規制上の考慮事項は、発行体の事業プロファイルの評価においても重要な役割を果たし得る。例えば、規制が急に変更された場合など、状況によっては規制上の考慮事項がスコアカードに含まれない格付要因として検討されることもある。

環境、社会、ガバナンスに関する考慮事項

環境、社会、ガバナンス(ESG)に関する考慮事項は化学業界の発行体の格付に影響する可能性がある。ESG の評価方法については、これらのリスクの評価における一般原則を説明したムーディーズ格付手法を参照されたい⁴。

環境基準の強化や温室効果ガス排出量を削減する取り組みの広がり(低炭素社会への移行に伴うリスク)は、化学業界の一部のサブセクターにおいてコスト増加につながる場合がある。規制強化は業務の制約、テクノロジーディスラプションや需要代替が生じる可能性の高まり、規制基準を満たすための追加投資を伴うこともある。

化学業界において、大気、土壌、水質汚染に関する規制は主に環境面のリスクであるが、規制や法的責任は業界内でもサブセクターによって大きく異なり、また先進国と発展途上国でも大きく異なる。化学業界は、石油化学やその他の「構成単位」(アンモニア、スチレン、メタノール、ソーダ灰、塩素アルカリ、カリなど)も扱う。土壌・水質汚染の影響は、含まれる化学品により大きく異なりうる。法的責任には、製造物責任や、化学廃棄物処理施設の浄化などが含まれる。化学会社は処理装置の冷却に大量の精製水を必要とするため、水不足のリスクにもさらされている。

⁴ セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

化学会社の分析では、排出基準の強化や土壌・水質浄化要件、あるいは製品の段階的取扱停止による高額な製品との入れ替えなどにより、環境規制がどれだけコストを押し上げるかを検討する。ムーディーズは環境規制が、コンプライアンス水準の低い地域で事業を展開する企業にどのような効果をもたらすかを検討し、今後の環境規制の方向性の理解に努める。法的責任も地域により異なり、米国など法的責任リスクが高い場合、土壌浄化やその他の責任によって流動性に影響が及ぶ可能性あるいはレバレッジが上昇する可能性を検討する。ただし、これらの要因が信用プロファイルに与える影響は、需給サイクルやコモディティ価格のサイクルにより弱められることある。

化学会社の信用プロファイルに大きく影響しうる社会的問題やコーポレート・ガバナンスに関する問題についてもムーディーズは考慮に入れる。

財務管理

ムーディーズは、監査済み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。財務諸表の質は、経営陣の適切な方針、業務の一元化、会計方針と手続きの一貫性といった内部統制の影響を受け得る。内部統制の有効性に関する監査人の報告、監査人による財務諸表への意見表明、例外的な財務諸表の修正再表示や規制当局への提出遅延は内部統制の弱さを示すと考えられる。

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・理念を評価し、競合他社のパフォーマンスやムーディーズの予想と比較した経営陣のパフォーマンスを評価する上での一助となる。設定した計画、コミットメント、ガイドラインを遵守してきた経営陣の実績は、ストレス状況下を含む将来の経営陣のパフォーマンスを予想する材料となる。

余剰現金

一部の化学会社は、業務上必要とする額を大きく上回る水準の現金保有高（流動性の高い短期投資および現金）を維持している。信用力を評価する上でこの余剰現金は重要な要素となり得るが、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。財務理念の相違、投資機会、コミットド・リボルビングファシリティの有無、株主からの圧力により、企業の行動は大きく異なることが観察されてきた。

ほとんど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の水準は、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、例えばヘッジ取引に必要な証拠金が時価により変動するなど、期中に必要な現金がかなり大きく変動する発行体もある。銀行の長期コミットド・ファシリティを持たない企業は、多額の現金を保持することもある。また長期的な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の水準は、借入コストやマクロ経済情勢などにより、時間と共に変動する。深刻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特定の指標にどのように影響するかを測定するのではなく、発行体の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を定性的に考慮することが多い。

全ての事業会社において、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）の理由として、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。納税額を最小限に抑える方針も、多額の現金を保有する主な動機になる場合がある。余剰現金の還元を求める株主からの圧力があるため、余剰現金を保有するこれらの理由がなくなれば、余剰現金の大半は配当と自社株買いに充てられるだろう。

一方、保守的な財務方針によって、業務上必要な額や資金需要を上回る多額の現金を長期にわたり保有する企業もある。このような現金保有は、債権者のメリットとなる持続的なアプローチを強く示すものである。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とカバレッジ比率には、純有利子負債ではなく、総有利子負債を用いるが、財務方針や流動性方針の評価を含む格付分析においては、余剰現金を考慮する。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する現金の程度が明らかな場合、余剰現金をより定量的に評価する場合がある。ムーディーズは格付において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具体的な金額の調整を加えることはない。これは、将来の不確実な現金使途に対して、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、有利子負債と比較して現金が著しく多い場合、現金の全額あるいは一部を差し引いた純有利子負債に関して信用分析やプレスリリースで言及し、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。一方、例えば現金が債務返済に充てられるなど、債権者のメリットになる使途を、各指標の予想に織り込む場合がある。特に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は、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、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ことが多い。高格付企業と低格付企業では信用力の安定性が異なり、低格付の発行体がデフォルトに至る可能性は通常高格付の企業より高いため、このようなダウンサイド・プロテクションは、高格付の企業より低格付の企業にとって重要となることが多い。

流動性

流動性は全ての化学会社にとって重要な格付上の考慮事項であるが、類似した信用プロファイルを持つ発行体の差別化に実質的な影響を与えないこともある。流動性が特に重要となるのは、事業環境に強い季節性がある企業であり、その場合は必要となる運転資本を考慮しなければならず、極端に低い流動性が格付に大きく影響する可能性がある。ムーディーズは、現金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。ムーディーズのアプローチの詳細については、流動性に関するムーディーズのクロス・セクター格付手法を参照されたい⁵。

追加指標

スコアカードには化学会社に格付を付与するにあたり、通常、最も重要とされる指標が含まれる。ただし、特定の企業の分析に、その他の指標を用いることもある。これらの追加指標は、スコアカードやその他の格付要因に含まれる指標の予測において重視される場合もある。

例えば、フリーキャッシュフローは必ずしも信用プロファイルを左右する重要な要因ではない。有利な投資機会に恵まれた優れた企業は、これらの投資が将来の安定したキャッシュフロー源となるため、資本市場および信用市場への強固なアクセスを維持しつつ、複数年にわたりフリーキャッシュフローが赤字となる場合もある。信用市場へのアクセスが限られた脆弱な企業は、資産や将来キャッシュフローの成長を維持するために必要な投資を抑制することで、一定期間はフリーキャッシュフローが黒字となる場合もある。しかし、フリーキャッシュフローが今後の流動性に影響する重要な要素となり、前述の通り、格付に大きな影響を及ぼすこともある。

非完全子会社

新規株式公開などにより重要な子会社の株式持分比率を引き下げる方針を示す化学会社もあり、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⁶。非完全子会社になれば親会社が受け取る配当の割合が低下する。また、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るため、少数株主がいることで構造的な劣後性が高まり得る。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し、親会社の財務の柔軟性をさらに制約することもある。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。少数株主が子会社の取締役役に選任されている場合もある。多くのケースでは、非完全子会社の影響を定性的に考慮する。しかしながら、比例連結ベースのキャッシュフロー分析等、業績を別の角度からみることが、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

⁵ クロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

⁶ 例えば、子会社への出資比率を75%に引き下げた場合でも、親会社の財務諸表では子会社の売上高とEBITDAの全額がグループレベルで連結されるのが一般的である。

子会社の持分比率引き下げや構造的な劣後性のマイナスの影響が大きい場合、信用力に対する影響は格付に織り込まれるものの、スコアカードの結果には完全に反映されないこともある。

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、業績を別の角度からみることが、連結財務諸表に基づくムーディーズの分析に役立つこともあるだろう。そうしたケースでは、構造的な劣後性も考慮することが多い⁷。これらの信用上の考慮事項の影響が大きい場合、格付には織り込まれるが、スコアカードの結果には完全に反映されないこともある。

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、大幅に低下し、実際の格付がスコアカードの結果より低くなる可能性を認識している。イベントリスクはレバレッジ上昇を伴う資本再編から、突然の規制変更や事故の賠償責任まで多岐にわたり、十分な資本を持つ安定的な企業でさえ影響を受けることがある。その他のイベントリスクの例として、M&A、資産売却、スピンオフ、資本再編計画、訴訟、パンデミックの発生、凶悪なサイバー犯罪、株主への利益配分などがある。

親会社のサポート

高格付の所有者が化学会社を保有し、所有者にとって戦略的重要性が高いと判断される場合、格付にアップリフトが加えられることもある。親会社のサポートを分析する上で、発行体のストレス時や資金需要(大規模な資本投資や有利な業務契約等)に対しサポートを提供するための親会社の財務力や戦略上のインセンティブの有無、あるいはこれまでにサポートを提供した実績の有無を考慮する。逆に、親会社へ支払う配当金の負担が大きく、発行体の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。

政府系発行体には政府からのサポートが期待できるため、格付にアップリフトが加えられる場合がある。一方で、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⁸。例えば、価格統制、重い税負担、高水準の利益配分は、発行体の単独の信用プロフィールにマイナスの影響を及ぼし得る。

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てきた。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へのサポートが考慮されている。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、システム上重要な企業の財務が大きく圧迫された場合、グループ会社や取引銀行との関係に基づいてサポートが提供される可能性があるかどうかを検討する。

季節性

季節性は顧客需要を左右する重要な要因であり、月あるいは四半期ごとの、発行体の売上高、利益、現金の使用、現金保有高、運転資本を変動させ得る。農業従事者は年間の特定の時期に必要なものを購入し、その他の時期に購入を大幅に控えるため、農産物向け製品の供給に特化した化学業界のサブセクターには季節性が広くみられ、売上高と利益に影響することもある。そのため、運転資本増加に対応する資金を手当てするため、有利子負債の短期的な増加につながる。季節性により、顧客需要への対応と業務遂行における誤差を許容する余地が狭まる。

⁷ 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。

⁸ ベースライン信用リスク評価の説明については、ムーディーズの「格付記号と定義」および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。セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法と「格付記号と定義」はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

景気連動性を持つ業界

景気連動性を持つセクターでは、景気の山ではスコアカードの結果が格付を上回り、景気の底では格付を下回る可能性がある。年間の財務数値を用いたスコアカード分析は通常、最近の実績あるいは短期の実績をみる上で非常に有用であるが、格付は景気サイクルの全周期を含む長期間にわたる年間業績の推移に対するムーディーズの予想を反映することもある。とはいえ、景気連動性はそれ自体で企業に様々なタイプのリスクをもたらす、景気サイクルが予測可能な規則性をもって反転することはない。景気連動性を持つセクターは、長期的な景気縮小または拡大の影響も受け得る。こうした考慮事項は、定性的に格付に織り込まれる可能性がある。

スコアカードを用いてスコアカードの結果を導出

1. スコアカード要因の測定または推定

「スコアカード要因の考察」のセクションでは、スコアカードの要因やサブ要因のスコアを決定する分析アプローチを説明し⁹、それらが信用力の指標として重要な理由を説明した。

格付要因とサブ要因の評価に用いる情報は通常、各社の財務諸表あるいは規制当局への届出に記載のものをを用いるか、それらに基づいて算出する。またはその他の情報から導くか、ムーディーズのアナリストが推定する。非開示情報を織り込む場合もある。

ムーディーズの格付は将来を見据えたものであり、将来の財務と業績についてのムーディーズの予想を織り込む。一方、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上で有益である。特段の記載がなければ、財務指標¹⁰は通常 12 ヶ月間の財務数値に基づいて算出されるが、スコアカード要因の検討には様々な期間の数値を用いることがある。例えば、格付委員会が過去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ことがある。

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、貸借対照表の金額に対する年金積立不足、オペレーティング・リースなどに関わるムーディーズの標準的調整を織り込んでいる¹¹。また、特定の企業に対し分析上の調整を行なうこともある。

2. スコアカード要因の数値スコアへのマッピング

各要因とサブ要因のスコアを推定または算出した後、それ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文字格付カテゴリーの説明に基づいて決定される。各文字格付カテゴリーに対応する数値スコアは、下に示すスケールに基づいている。

⁹ 格付要因がサブ要因により構成されている場合、サブ要因レベルでスコアを付与する。サブ要因がない格付要因については、格付要因レベルでスコアを付与する。

¹⁰ ムーディーズが通常用いる比率の定義については、ムーディーズのウェブサイトから入手できる“Moody's Basic Definitions for Credit Statistics (User's Guide)”を参照されたい。

¹¹ 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。

図表 3

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

出所: Moody's Investors Service

定量的要因は線形連続体上でスコア付けされる。スコアカードには文字格付カテゴリーに対応する指標のレンジが示されている。下に示すスケールと線形補間法を用いて、スコアカードのレンジ内の位置付けに基づき、指標を数値スコアに変換する(端数の場合もある)。純粋な理論上の例として、売上高/支払利息倍率が 50x から 100x であれば Baa レンジに相当するとした場合、同倍率が 99x の発行体はレンジ内での位置付けが相対的に高いため 7.5 に近い数値スコアが付与され、51x の発行体はレンジ内での位置付けが相対的に低いため 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。

図表 4

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

出所: Moody's Investors Service

3. スコアカードに基づく最終的な結果を決定

各サブ要因(サブ要因がない場合は各要因)の数値スコアに当該サブ要因(あるいは要因)のウェイトを乗じ、それらを合計して総合数値スコアを決定する。次に、下表に基づいて総合数値スコアをスコアカードの結果にマッピングする。

図表 5

スコアカードの結果

スコアカードの結果	総合数値スコア
Aaa	$x \leq 1.5$
Aa1	$1.5 < x \leq 2.5$
Aa2	$2.5 < x \leq 3.5$
Aa3	$3.5 < x \leq 4.5$
A1	$4.5 < x \leq 5.5$
A2	$5.5 < x \leq 6.5$
A3	$6.5 < x \leq 7.5$
Baa1	$7.5 < x \leq 8.5$
Baa2	$8.5 < x \leq 9.5$
Baa3	$9.5 < x \leq 10.5$
Ba1	$10.5 < x \leq 11.5$
Ba2	$11.5 < x \leq 12.5$
Ba3	$12.5 < x \leq 13.5$
B1	$13.5 < x \leq 14.5$
B2	$14.5 < x \leq 15.5$
B3	$15.5 < x \leq 16.5$
Caa1	$16.5 < x \leq 17.5$
Caa2	$17.5 < x \leq 18.5$
Caa3	$18.5 < x \leq 19.5$
Ca	$19.5 < x \leq 20.5$
C	$x > 20.5$

出所: Moody's Investors Service

例えば、総合数値スコアが 11.7 の発行体の場合、スコアカードの結果は Ba2 となる。

通常、スコアカードから導出される結果は、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に相当する。親会社のサポート、政府保有あるいはその他の制度上のサポートによりアップリフトが加えられる発行体については、単独の信用力を示すベースライン信用リスク評価を、スコアカードの結果と比較し検討する。ベースライン信用リスク評価の説明については、ムーディーズの「格付記号と定義」および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¹²。

発行体レベルおよび証券レベルの格付付与

ムーディーズはスコアカードの結果、その他の考慮事項、関連するクロス・セクター格付手法を考慮し、投機的等級の発行体にはコーポレート・ファミリー・レーティング(CFR)、投資適格等級の発行体にはシニア無担保債務格付を付与する。政府保有によりアップリフトが加えられる発行体については、ベースライン信用リスク評価を付与することもある¹³。

個々の債務証券の格付は、支払優先順位と担保に応じた期待損失の差異の評価を反映し、CFR あるいはシニア無担保債務格付からノッチ調整される。ノッチングの決定における全般的なガイダンスを示した文書は、投機的等級の事業会社のデフォルト時損失に関する格付手法、担保や請求権優先順位に基づく事業会社の債務格付の調整に関する格付手法、短期格付の付与に関する格付手法である¹⁴。

主要な格付上の想定

格付手法全般に適用される主要な格付上の想定については、格付記号と定義を参照されたい¹⁵。

限界

ここまでのセクションでは、スコアカード要因、格付付与に際して重要となり得る多数の考慮事項を説明した。このセクションでは、スコアカードおよび格付手法全般に関連する限界について説明する。

スコアカードの限界

スコアカードの結果は、様々な理由により実際の格付と乖離することがある。

本格付手法のスコアカードは、ほとんどのケースにおいて化学会社の信用プロファイルの推定に用いることができる比較的単純なツールである。また、化学会社に格付を付与するにあたり、通常最も重要とされる多くの要因をまとめたものである。信用損失と回収率に関する考慮事項は、発行体がデフォルトに近づくにつれ、その重要性が高まるが、スコアカードでは十分に捕捉されない可能性がある。また、スコアカードには上限や下限の制約があるため、格付スケール上の上限または下限に格付される発行体の場合、スコアカードの結果と格付が一致する可能性が低くなる。

スコアカードの要因およびサブ要因のウエイトは、セクター内の格付決定における重要性を近似値で表したもののだが、各企業の状況によって特定の要因の実際の重要性が大きく異なることがある。

「その他の考慮事項」のセクションで説明した項目も含め、スコアカードに含まれない要因が、格付において重要となる可能性があり、その相対的な重要性も企業によって異なり得る。また、1 つ以上のクロス・セクター格付手法で述べられているいくつかの幅広い格付手法上の考慮事項が、本セクター

¹² セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法と「格付記号と定義」はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

¹³ ベースライン信用リスク評価の説明については、ムーディーズの「格付記号と定義」および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。セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法と「格付記号と定義」はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

¹⁴ セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

¹⁵ 「格付記号と定義」はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

の格付にとって重要となることがある¹⁶。そのような考慮事項の例として、ソブリンの信用力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、様々なクラスの債務およびハイブリッド証券の相対的な順位、短期格付の付与、等が挙げられる。

ムーディーズは、過去および将来の異なる期間を対象としてスコアカードを用いる場合がある。また、リスクとその緩和要因について、方向性を示す見解を定性的に織り込むことが多い。

格付手法の一般的な限界

本格付手法は、化学会社に格付を付与するにあたり考慮する可能性のある全ての要因を余すところなく説明したものではない。化学会社は新たなリスクや新たなリスクの組み合わせに直面する可能性があり、リスク緩和のために新たな戦略を策定する可能性がある。ムーディーズは信用力に関する全ての重要な考慮事項を格付に織り込み、そうしたリスクとその緩和要因を予測できる範囲内で、可能な限り遠い将来を見通した見解を織り込むよう努めている。

格付には発行体の将来のパフォーマンスについてのムーディーズの予想が反映されているが、予想の期間が長くなれば、不確実性が高まり、スコアカードの入力値やその他の考慮事項における精緻な推定の有用性は概して低下する。将来の見通しを織り込んだムーディーズの意見は想定に基づくものだが、ムーディーズによる想定は、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、テクノロジーディスラプション、行政措置や法的措置における想定外の変化によって、結果として不正確なものになり得る。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。

¹⁶ セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

ムーディーズの関連出版物

信用格付は主にセクター別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 つ以上のクロス・セクター格付手法)における考慮事項が、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。セクター別格付手法およびクロス・セクター格付手法の一覧については、ムーディーズ・ジャパンのウェブサイト参照されたい。

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、ムーディーズのウェブサイトに掲載されている。

さらなる情報については、ムーディーズ・ジャパンのウェブサイトに掲載されている「格付記号と定義」を参照されたい。

Moody's Basic Definitions for Credit Statistics (User's Guide)はムーディーズのウェブサイトから入手できる。

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: 1296082 (Japanese)

1293096 (English)

著者

John Rogers

プロダクション・アソシエイト

高瀬 美紀

© 2022 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。

ムーディーズの信用格付を行う関連会社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。ムーディーズの資料、製品、サービス及び公開情報(以下総称して「刊行物」といいます。))は、ムーディーズの現時点における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、事業体が契約における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又は経済的損害(インペアメント)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。ムーディーズの信用格付において言及された、契約における財務上の義務の種類に関する情報については、ムーディーズの刊行物である該当する「格付記号と定義」をご参照ください。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、非信用評価(以下「評価」といいます。))及びムーディーズの刊行物に含まれているその他の意見は、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. 及び/又はその関連会社が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、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。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び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。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、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、各投資家が、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、評価を行い、その他の意見を述べ、自社の刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、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、評価、その他の意見又は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複製、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。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、規制目的で定義される指標(ベンチマーク)としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標(ベンチマーク)と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

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、格付の過程で又は自社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、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、特別の、派生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、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、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する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、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。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、信用格付、評価、その他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性又は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ない。

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. が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、1,000 ドルから約 500 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 Moody's Investors Service は、Moody's Investors Service の信用格付及び信用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、Moody's Investors Service から信用格付を付与され、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.moodyys.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 年会社法第 761G 条の定める意味の範囲内における「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」であること又は「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、直接又は間接的に、この文書又はその内容を 2001 年会社法第 761G 条の定める意味の範囲内における「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個人投資家が取得可能なその他の形の証券について意見を述べるものではありません。

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「MSF」といいます。))は、MJKK の完全子会社である信用格付会社です。MSF 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、MSF 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、MSF 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 MSF 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 MSF(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 MSF(のうち該当する方)が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、10 万 円から約 5 億 5,000 万円の手数料を MJKK 又は MSF(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 MSF は、日本の規制上の要請を満たすための方針及び手続を整備しています。