

企業グループの格付

久保田 穰（大和証券 上席審議役）

【要 約】

格付会社は、企業グループに属する会社の個社評価にあたって、“グループ信用力”という考え方を利用する場合がある。これは一部格付会社により、便宜的に用いられる概念であるが、グループ会社間の相互関係は企業グループの個社の信用力を分析する際に、格付会社に共通してみられる検討事項である。

一般的に、企業グループの親会社の信用力は、その傘下会社を含めた信用力に等しく、こうした親会社の格付がグループの信用力を構成するといえる。親会社がグループの持株会社である場合も、グループの信用力が持株会社の信用力に相当する。通常、事業会社グループの持株会社の格付は、グループの信用力と同等とみられている。一方で、金融機関グループの持株会社の格付はグループの信用力を象徴する主要な子会社金融機関の格付を下回ることがある。そのような判断をする際には、“構造劣後性”の概念や“ダブルレバレッジ（比率）”の考え方が用いられることがある。

企業グループの傘下会社（子会社等）の格付では、親会社やグループの信用力をベースとして傘下会社の信用力を決めるトップダウンアプローチと、傘下会社自体の評価を重視して親会社やグループの信用力を加味するボトムアップアプローチのいずれかが適用される。どのような場合にどちらのアプローチが採用されるかはそれぞれの格付会社の格付方法によって異なるが、いずれにせよ原則として、子会社等グループの傘下会社の格付は、親会社の格付若しくはグループの信用力を上回れない。

非金融事業を主力事業とする企業グループ内の金融事業の評価の取り扱いは、そのような企業グループの信用力を検討する際の重要なポイントとなることがある。格付会社はその評価分析に関して、様々な工夫をしているがケースバイケースで判断されていることが多く、キャプティブファイナンス事業がグループの非金融事業親会社等の信用力に一定程度の影響を及ぼすと考えられる場合のアプローチを除いて、体系的に確立されたアプローチは存在しないという点に課題が残る。

はじめに

本報告においては、格付における企業グループの信用力という観点について、各格付会社のアプローチの紹介と、その論点についての若干の整理をしたい。まず、企業グループ全体の信用力やグループ会社間の相互関係を格付会社がど

う捉えているかについて、「1. グループ信用力という考え方」で説明する。次に、「2. 親会社と持株会社の格付の一般的な考え方」でグループの親会社（および持株会社）の信用力（若しくは格付）について、「3. 傘下会社（子会社等）の格付の一般的な考え方」でグループの傘下会社（子会社等）の信用力について、それぞれグループに属している個別の会社の格付評価を、格付

会社がどのように評価しているのか確認する。そして最後に、「4. 金融/非金融複合事業グループの評価」で、金融と非金融にまたがる複数の事業に関わっている企業グループの評価における課題について言及する。企業グループの信用力の評価は、概念的には直感的な理解が容易であるものの、格付分析における具体的な方法論までが知られることの少ない分野である。それは恐らく格付会社にとっても企業グループの信用力を画一的な格付方法で説明するのが困難であることを意味する。しかし、格付対象となる会社の多くが何らかの企業グループに属しているという現実を踏まえると、この論点についての活発な議論がもっとあっても良いと考える。本報告では、格付会社が企業グループの信用力について考えるうえでのポイントに焦点をあてることで、将来的に、学術的な研究が発展することの契機となることを期待したい。

1. グループ信用力という考え方

企業グループの信用力が、なぜ、格付分析において重要になるかという背景として、一般的に、格付対象の会社が企業グループに属していることがしばしばあるという実態がある。こうした企業グループに属している会社に格付を付与するにあたって、格付対象個社の事業リスクや財務リスクの評価に加えて、グループに属することの信用力への影響をいかに反映するのが適切かということが論点となる。これが、企業グループの信用力が格付分析において考慮される理由である。

格付会社によっては、このようなグループに属する会社の個社の評価にあたって、“グループ信用力”という考え方を利用する場合がある。企業グループの信用力という一般的かつ直感的概念に沿った考え方である。しかし、こうした考え方は、JCRとR&IとS&Pの格付方法においてこ

そ顕著であるが、Moody'sとFitchは“グループ信用力”という概念を用いて格付の説明することはない。両社では、グループの信用力という概念を用いずに親会社と子会社等傘下会社間のサポート関係に焦点を絞った分析がなされている。したがって、JCRとR&IとS&Pが、“グループ信用力”という概念的な信用力の基準を中心として、企業グループの個社の信用力水準や格付を論じるのに対して、Moody'sとFitchは企業グループ内各社の相互関係で考える。こうしたことから、グループ信用力とはグループに属する個社の格付付与にあたって、一部の格付会社により、便宜的に用いられる概念であると整理できる。ただし、グループ会社間の相互関係は企業グループの個社の信用力を分析する際に、格付会社に共通してみられる検討事項と捉えるべきである。なお、“グループ信用力”という考え方は、格付とは異なる便宜的な概念であることから、その定義は曖昧で、グループの範囲の考え方も、利用する格付会社によって異なり、ケース・バイ・ケースで柔軟かつ裁量的に判断されることが多いと思われる。原則的には、グループとして認識する範囲は、親会社等とその連結子会社で構成される連結企業グループといえるが、持分法適用関連会社などのリスクがグループに重要な影響を及ぼす可能性があれば、それらの会社もグループ範囲に含めることが適宜検討されるということになる。

2. 親会社と持株会社の格付の一般的な考え方

前述のとおり、“グループ信用力”は、格付とは異なる便宜的な概念であり、実際に格付を付与される対象は、企業グループに属している個別の会社となる。代表的な格付対象としては、企業グループの親会社や持株会社があるが、一般的に、親会社の信用力はその傘下会社を含めた信用力に等しく、こうしたグループ信用力が親会

社の格付を構成するといえる。そして、親会社がグループの持株会社である場合も、グループの信用力が持株会社の信用力に相当するということになる。このように、グループの一体性や、親会社（持株会社）のグループの傘下会社をコントロールする力（グループ支配力）に懸念がなければ、親会社（持株会社）の発行体格付は基本的にグループ信用力と同等とみなされる。ただし、親会社の中には、自らは固有の事業活動を行わず、業務範囲がグループの経営管理機能等に限定されている純粋持株会社や、グループ全体のごく一部の事業しか行っていない事業持株会社等の形態もある。これらの持株会社の単体の財務内容に着目した場合、キャッシュフロー創出力に対して過大な有利子負債があるなど双方のバランスに弱みがあると判断される結果、その持株会社の単体の信用力がグループの信用力より低い評価になるということもありえる。このような持株会社の信用力について、（非金融事業に特化した）事業会社グループの持株会社の格付と、（金融事業に特化した）金融機関グループの持株会社の格付に分けて考え方を整理する。

まず、事業会社グループの持株会社の格付について考えてみると、一般的に、格付会社は、持株会社単体のキャッシュフロー創出力に加えたグループ全体のキャッシュフロー創出力と、持株会社のグループ支配力やグループの一体性の強弱の評価を重視している。仮に持株会社単体のキャッシュフロー創出力や損益・財務に多少の弱みがあるとみられる場合でも、グループ全体のキャッシュフロー創出力が潤沢で、かつグループ支配力やグループの一体性が強いと考えられる場合には、子会社等傘下会社から導き出されるキャッシュフローを持株会社の財務運営にタイムリーに活用することができるため持株会社の信用力に懸念は生じないと評価される。その際に、グループ支配力やグループの一体性の

強弱をどう判断するかという基準が必要になるが、例えば、JCR の格付方法を見ると、グループ支配力の判断基準として、「持株会社の設立目的、子会社への出資比率や人的関係など持株会社の子会社経営への関与状況、持株会社が子会社に対して有する権限の強さ」という点を挙げている。出資比率を除き、これらの項目はいずれも定性的な判断に委ねられているが、結果として、格付対象となる事業会社グループの持株会社のグループ支配力が弱いとみなされることは減多にないようである。実際に、格付会社は事業会社グループの持株会社の格付をグループの信用力と同等とみている例が多く、JCR や R&I の日本の事業会社グループの格付先で、その点に差異があるとされている事例は筆者が知る限り現時点で存在しない。

一方、金融機関グループの持株会社の格付について、銀行や、保険会社または証券会社等を中核とするグループ（すなわち金融機関グループ）の持株会社の場合は、各業界の業法などで定められた健全性規制などの規制上の制約が重視されるという点で、事業会社グループとは置かれた状況が異なる。こうした規制によって、金融事業子会社等から持株会社へのキャッシュフローが制約される可能性が大きくなる、即ち、信用力を判断する側からすると持株会社の財務運営に子会社のキャッシュフローを活用することができないという懸念につながる。また、金融機関の破綻処理制度などを考慮した場合、持株会社では傘下の金融機関に比べて、デフォルトや最終的な損失の負担割合が大きくなる可能性があることも容易に想定される。これら金融機関グループに特徴的な事情を勘案した場合、銀行・保険・証券等の持株会社の格付では、持株会社とグループの信用力を象徴する主要な金融事業子会社等の格付にノッチ差が生じる可能性が存在することになる。そして実際に、金融機関グループ

の持株会社の格付が主要な金融事業子会社等の格付を下回っている(ノッチダウンされている) 例が多数存在している。

表1：金融機関グループの持株会社と主要な金融事業子会社等の長期格付

持株会社 主要子会社	長期格付（発行体/預金/シニア債務/保険財務格付）			
	JCR	R&I	S&P	Moody's
三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	AA-/安定的	A+/ポジティブ	A-/安定的	A1/安定的
三菱 UFJ 銀行	AA/安定的	AA-/ポジティブ	A/安定的	A1/安定的
みずほフィナンシャルグループ	AA-/安定的	A+/ポジティブ	A-/安定的	A1/安定的
みずほ銀行	AA/安定的	AA-/ポジティブ	A/安定的	A1/安定的
三井住友フィナンシャルグループ	AA-/安定的	A+/ポジティブ	A-/安定的	A1/安定的
三井住友銀行	AA/安定的	AA-/ポジティブ	A/安定的	A1/安定的
三井住友トラスト・ホールディングス	AA-/ポジティブ	A+/安定的		
三井住友信託銀行	AA-/ポジティブ	AA-/安定的	A/安定的	A1/安定的
りそなホールディングス		A+/安定的		
りそな銀行	AA-/ポジティブ	AA-/安定的	A/安定的	A2/安定的
第一生命ホールディングス	A+/ポジティブ			
第一生命保険	AA-/ポジティブ	AA-/ポジティブ	A+/安定的	A1/安定的
MS&ADインシュアランスグループホールディングス	AA/安定的			
三井住友海上火災保険	AA+/安定的	AA/安定的	A+/安定的	A1/安定的

(注：格付は2022年12月末日時点。各グループの主要な子会社金融機関のうち、参照目的のために1社のみを選出。)

上の図表では、このような事例として、メガバンクグループや大手生損保グループ等の持株会社と主要な金融事業子会社等の長期格付を示しており、多くの例で持株会社の格付が子会社の格付を下回っていることが確認できる。(なお、持株会社が格付を取得していない例も含まれる。また、Moody's のメガバンクグループの格付で、金融事業子会社の格付に差が生じていないのは、いずれの持株会社に対しても日本政府からの潜在的なサポートが、金融事業子会社に対するサポートと同様に期待できるという見方によると推察される。)

このように金融機関グループの持株会社の格付が金融事業子会社の格付を下回る可能性を検討する際には、“構造劣後性”という用語が使われることが多い。この“構造劣後性”とは、キャッシュフロー収入を子会社からの配当に依存しつつ、単体として有利子負債を抱える持株会社の債権者は、破綻時の子会社の資産に対する請求

権に関して、子会社の債権者に（企業グループの構造上の関係に基づいて実質的に）劣後した状態にあることを指す。このような構造的な債権の劣後性は、万が一の金融機関グループの破綻処理の過程においても考慮される可能性があるということが格付較差の理由として挙げられる。そして、この構造劣後性の程度を測定するための定量的な指標として、持株会社の子会社に対する出資額を持株会社単体の株式等資本で割った“ダブルレバレッジ（比率）”という概念が知られている。“ダブルレバレッジ”とは、持株会社が子会社の株式等を外部負債により取得して、子会社が更に外部負債を調達している二重の債務構造を指し、持株会社の構造劣後性を強める要因になると一般的に格付会社によって指摘されている。特に事業からのキャッシュフローを持たない（即ち、配当以外の安定的な収入を持たない）グループの持株会社が、外部からの有利子負債によって子会社の株式を取得するなどして、

結果としてダブルレバレッジが高くなっている場合には、支払い金利等のキャッシュのアウトフローを賄えなくなる可能性が高まるという評価になる。このことから、一般的に、ダブルレバレッジ（比率）が高い場合には、主要な子会社金融機関の格付から持株会社の格付がノッチダウンされる可能性が高まることになる。なお、こうした比率が強く意識されるのは金融機関グループの構造劣後性に注目する場合であって、事業会社グループの持株会社の信用力評価においてはダブルレバレッジ（比率）の水準が、それほど重視されることはない。これは、前述のとおり、事業会社グループの場合には、金融機関グループのような規制上の制約の影響を考慮する必要がないうえ、持株会社のグループ支配力やグループの一体性が強いとみなされることが多いためと思われる。以上が事業会社グループと金融機関グループで整理した、親会社および持株会社の格付の評価方法ということになる。

3. 傘下会社（子会社等）の格付の一般的な考え方

親会社や持株会社と並んで、企業グループにおける典型的な格付対象となるのは主要な子会社等傘下会社である。子会社に代表されるグループの傘下会社の格付は、傘下会社自体の信用力と、親会社およびグループの信用力とのどちらを重視するのかという観点で、そのバランスがポイントになる。格付のアプローチとしては、傘下会社自体の評価を重視して、これに親会社やグループの信用力を加味するボトムアップアプローチと、親会社やグループの信用力をベースとして、傘下会社の信用力を決めるトップダウンアプローチの2通りがある。

JCRは、企業グループの「傘下会社の格付については原則、トップダウンアプローチを採用する」とし、傘下会社の長期発行体格付は、企業グ

ループによる傘下会社への支援の蓋然性、傘下会社の単独信用力（スタンドアロン評価）、企業グループの信用力を考慮するとしている。「企業グループによる傘下会社への支援の蓋然性」を判断するにあたっては、「企業グループの傘下会社への支配・関与度」と、「企業グループにおける経営的重要度」が考慮される。また、金融機関グループの傘下会社の評価にあたっては、トップダウンアプローチとボトムアップアプローチの双方の使い分けを検討するとしており、いずれの場合においても「傘下会社の重要性」や、「傘下会社の単独信用力」、「グループ信用力」、「傘下会社の規模」といった4つの要素が考慮される。

R&Iの場合は、「子会社等の債務の返済者はあくまで当該会社自身であることから、当該会社自身の事業リスク評価・財務リスク評価を踏まえたスタンドアロンの評価をベースに考える」として、ボトムアップアプローチが原則というスタンスをとっている。そのうえで、「グループに属していることの有形・無形の事業・財務への効果、グループ内における位置づけはスタンドアロン評価に含めて評価する」としている。ボトムアップアプローチといっても、スタンドアロン評価に既にグループに属していることの効果が反映されているという点で、“スタンドアロン”という用語の意味するところには留意が必要といえる。子会社等（傘下会社）のグループ内の位置づけを判断する際の検討要素としては、「親会社等のグループにおける当該会社の役割や経営戦略上の必要性、事業上のつながり」と、「親会社等によるガバナンスの状況（議決権所有割合や経営管理面など）」、また「子会社等が経営悪化や破綻に陥った時の親会社等のグループに与える影響と支援姿勢」の3つの要素を示している。これらの視点は基本的にJCRが「企業グループによる傘下会社への支援の蓋然

性」を判断するにあたって考慮する「企業グループの傘下会社への支配・関与度」と「企業グループにおける経営的重要度」の考え方に相通ずる点があると思われる。R&Iの場合は、このように、スタンドアローンからのボトムアップアプローチを原則とするが、例外的に、「資本関係や事業の状況から（グループとその子会社の）経営の一体性などが非常に強いと判断すれば、グループ信用力をそのまま反映、ないし連動する形で子会社等の格付を付与することがある」として分析方法の柔軟性を確保している。S&Pも、子会社等グループの傘下会社（グループメンバー）のグループ内での位置づけに応じてトップダウンアプローチとボトムアップアプロ

ーチの双方の考え方を併用している。S&Pにおいて特徴的なのは、グループ内での位置づけを5段階に分けて、その評価に応じて、（グループ信用力評価からの）トップダウンアプローチや（スタンドアローン評価からの）ボトムアップアプローチ、および子会社等傘下会社の格付へのグループの信用力の影響やノッチ幅を格付方法で明確にしているということである。下の表は「グループ内での位置づけ」に応じた子会社等傘下会社（グループメンバー）の格付の、グループ信用力評価およびスタンドアローン評価との関係で、ノッチ調整幅についても言及がなされている。

表2：S&Pが企業グループ傘下会社を評価する際のグループ内位置づけ区分と評価基準

グループ内での位置づけ	(潜在的な) 長期発行体格付
中核 (core)	グループ信用力評価(GCP)と同水準
戦略的に非常に重要 (highly strategic)	グループ信用力評価(GCP)を1ノッチ下回る。但し、スタンドアローン評価 (SACP)がGCPと同様またはそれより高い場合はGCPと同等
戦略的に重要 (strategic important)	SACPを3ノッチ上回る(GCPを1ノッチ下回る水準が上限)、但し、SACPがGCPと同等以上であった場合には、GCPと同等となる
戦略的にやや重要 (moderately strategic)	SACPを1ノッチ上回る(GCPを1ノッチ下回る水準が上限)、但し、SACPがGCPと同等以上であった場合には、GCPと同等となる
戦略外 (nonstrategic)	SACPと同水準(GCPが上限)

なお、いずれの場合も、何らかのかたちで「GCP」、すなわちグループ信用力評価の制約を受けることになっていて、一番下の「戦略外」という位置づけになった場合でも、グループ信用力評価が上限になるとされている。この S&P の評価方法のように、子会社等傘下会社の格付とグループ信用力の関係についての一般的な考え方は、原則として、子会社等傘下会社の格付はグループの信用力や親会社（持株会社）の格付を上回れないというものである。これは、グループ信用力の評価が子会社等傘下会社のスタンドアロー

ン評価を上回るだけでなく、その逆の時にも当てはまり、その場合は、子会社等傘下会社の格付はいくらスタンドアローン評価が高くてもグループ信用力評価の水準に制約される。こうした原則の理由としては、傘下会社には親会社による経営の介入があり、様々な取引を通じて、直接的または間接的に傘下会社の利益が管理されるということや、親会社が持つ議決権の所有状況次第で完全子会社化や吸収合併される可能性が潜在的にあるほか、他のグループ会社への支援などを強いられる可能性があることなどが挙

げられる。このように一般的に子会社等傘下会社は親会社の支配下にあるために、完全に独立した会社とは言い難い。持分法適用関連会社で、グループの事業と関連性が薄く、独立性が高い場合は個々の判断になるが、それでもガバナンスやグループのリスクが及ぶ影響の実態を鑑みた場合に格付が制限される可能性があるといえる。

一方で、子会社等傘下会社のスタンドアローンの信用力が親会社やグループの信用力評価を上回っていることを所与の前提として、親会社の格付やグループの信用力を子会社等傘下会社の格付が上回ることも例外的にあり得る。その条件として、まず、ガバナンスの状況や経営の独立性が必要となる。上場しているか非上場かという点が影響を与えるかと問われることが良くあるが、一般的に、子会社等傘下会社が上場しているという事実は一つの考慮事項ではあるものの、それだけでは十分とはいえず、傘下会社とグループの関係性が希薄である場合にのみ経営の独立性が認められるというのが格付会社の見方である。また、規制や法制度の面で、子会社等傘下会社から親会社やグループ会社への配当などで資金の流出が起こる可能性が極めて低い場合にも、そのような例外的な格付の付与が検討可能といえる。こうした状況では、グループのリスクが遮断されていると判断される可能性があるためである。

前述したとおり、Moody's は、グループの信用力よりグループ内各社の相互関係に焦点を絞って考慮している。明示的にグループ信用力という概念に言及されることはないが、子会社等傘下会社の格付評価において、(金融保証を特に提供していない) 親会社や関係会社の相対的に高い信用力を反映するアプローチというものは存在している。このアプローチは、信用補完提供者の信用力と意思に基づいた信用補完の可能性と、

信用補完を提供される側の信用力、そして双方の信用力の関連性を考慮する。このように Moody's はグループ信用力の概念を用いていないため、S&P の格付方法で想定されるように、グループ内での位置づけが「中核」と位置付けられて、子会社等傘下会社がグループ信用力(言い換えれば親会社等)と同水準の信用力を有していると評価されることは基本的にないといえる。ただし、キャプティブファイナンス子会社やグループファイナンスを統括する子会社等、親会社や持株会社にとって戦略的に重要なファイナンス子会社では、親会社等の信用力と同水準とみなされる場合が例外的にある。また、親会社等の金融保証が存在する場合には、ここで説明をしたような支援の可能性を検討するアプローチではなく保証契約に基づき親会社の信用力に代替されるとみなすため、子会社等傘下会社の信用力が親会社の信用力と同水準となることがありえる。

4. 金融/非金融複合事業グループの評価

ここまで、企業グループにおいて、持株会社を含む親会社や、子会社等グループの傘下会社の評価についてのアプローチを説明する際に、状況に応じて事業会社グループと金融機関グループに分けて考えてきた。このように、事業会社格付と金融機関格付では分析の視点や格付方法が異なることも多く、格付会社の担当部やアナリスト、また格付委員会も事業会社部門と金融機関部門で分かれていることがしばしばあるのが実情である。しかし、実際の企業グループを想定した場合に、現実としては非金融事業と金融事業を兼業するグループが存在するのも事実であり、このような企業グループにグループ評価の概念を適用したうえで、そこに属する会社を評価するには、企業グループの実態にあった様々なアプローチがとられる。このようなケー

スを大きく分類すると、非金融事業を主力事業とするグループが子会社や一部門で金融事業を営む場合と、金融事業を主力事業とするグループが子会社等で非金融事業を営む場合がある。ただし、後者が格付の議論の検討対象になることは多くない。この理由として、銀行や保険会社など金融機関には、関連業法等で業務範囲や子会社の議決権保有制限などが課されていることや、非金融事業を営む会社を保有していたとしても（金融機関グループ全体の事業規模に比べて）通常規模が極めて小さいため、グループの信用力に大きな影響を与えることがないということが考えられる。また、そもそもそのような非金融事業を営む会社が格付を取得する必要もないというのも背景の一つである。そこで、ここでは非金融事業を主力事業とするグループが子会社や一部門で金融事業を営む場合のみに焦点をあてる。

こうした非金融事業を主力事業とする企業グループ内の金融事業の評価の取り扱い、そのような企業グループの信用力を検討する際の重要なポイントとなることもあり、格付会社はその評価分析に関して様々な工夫をしている。金融事業と非金融事業を一体的に総合評価するアプローチもあるが、両事業ではバランスシートや損益計算書、およびキャッシュフロー計算書等の財務項目の特徴が異なるので、金融事業関連の財務数値を連結財務諸表から除外するというアプローチや、金融事業と非金融事業を別々に評価したうえで、それらの評価をそれぞれの利益水準など何等かのウェイトで加重平均するというアプローチがとられることもある。また、定量面ではそうした調整をする一方で、定性面では両事業のシナジー効果や相互依存関係を考慮するという手法がとられることも多い。こうした手法は概念的には受け入れやすく、金融事業と非金融事業という異なる性質の財務数値を

分離するという点で、実務的にも財務分析や信用力評価の議論を容易にする。しかし、これらの手法は体系的に確立されたものではなく、ケースバイケースで判断されていることが多い。そのため、実際の信用力の高低および安定性といった観点から考えた場合に、こうした手法の妥当性についての理論的根拠は乏しく、またデフォルト率等のヒストリカルデータや実例に基づいた検証も十分とは言い難い。

一方で、実例というより経験則に基づいた考え方であるが、ある程度体系的に格付方法が定まった分野もある。大型耐久財のメーカー等、非金融事業を主力事業とする企業グループ内に、比較的大規模なキャプティブファイナンス事業を行う金融子会社等が存在していて、そのキャプティブファイナンス事業がグループの非金融事業親会社等の信用力に一定程度の影響を及ぼすと考えられる場合のS&PやMoody'sのアプローチがそれにあたる。その場合、S&Pは当該キャプティブファイナンス事業のリスクプロファイルが親会社等の信用力やグループ信用力に及ぼす影響を考慮し、またMoody'sは資本と流動性の観点から親会社等がキャプティブファイナンス事業を行う金融子会社等に支援を行う結果、親会社等の信用力にかかる負担についての分析を、それぞれ格付方法に定められた特定のアプローチで検討する。ただし、こうしたアプローチはキャプティブファイナンス事業に限ったものであり、非金融事業を主力事業とする企業グループ内の金融事業の評価の取り扱い全般に適用されるような確立したアプローチは存在しないという点に課題が残る。

まとめ

最後に、本報告において取り上げた、各論点項目とキーワードを整理しつつ、残された課題について言及する。まず、グループに属している影

響を各格付会社がどのように評価しているかという点について、グループ信用力を用いるアプローチとグループ内各社の相互関係のみを考慮するアプローチがあり、グループ信用力を用いるアプローチに関してはグループの範囲をどう規定するかという点や、グループの信用力と発行体格付の関係に関するアプローチが論点となる。グループ信用力を用いるアプローチにおける、親会社の信用力については、グループ信用力をそのまま反映するといった場合と、構造劣後性を考慮する場合があります、後者では、ダブルレバレッジ（比率）が参照されることがある。また、子会社を含めた傘下会社（グループメンバー）の信用力については、グループ信用力や親会社の格付からのトップダウンアプローチと子会社や傘下会社の単体信用力（スタンドアローン評価）からのボトムアップアプローチの2つのアプローチが併用される。その際に傘下会社の位置づけが重要になる。この点は、いずれのアプローチにせよ、グループの信用力がどう作用し、傘下会社の単体信用力と発行体格付の水準にどのような影響が生じているかという点などについて透明性の高い説明が常に期待される場所である。金融事業と非金融事業を兼業する企業グループやそこに属する会社をどのように評価するか、という点については、両事業を一体評価するアプローチと、金融事業の財務数値をグループの連結数値から分離して個別に評価するアプローチがある。その一方で、金融事業を切り離し個別に評価するアプローチの場合も、グループの信用力を考える上で、金融事業の信用力が定性的に反映されることもあり、一体評価と個別評価いずれの場合もこうした定性評価に関する格付会社の考え方が、分かり易い形で市場参加者と共有されていくことが望ましい。いずれの論点項目の課題についても、格付分析の透明性を高めるためにも、格付会社が格付方法を通じ

て、市場に積極的に説明していくことが求められる。格付方法は、元来、主観的で定性的な格付の概念を格付会社が体系的に整理したものに過ぎない。対して、格付が客観的で定量的なものと誤解している市場参加者が多いのも事実である。格付会社による格付分析の質的向上と情報開示に関する弛まぬ努力があれば、こうした溝も徐々に埋まっていくことになるであろう。

参考文献

- 久保田穰「格付分析の教科書」日本橋出版（2021年11月30日）
- JCR「コーポレート等の信用格付方法」（2014年11月7日）
- JCR「持株会社の格付方法」（2015年1月26日）
- JCR「企業グループの傘下会社の格付方法」（2022年9月1日）
- R&I「格付方法：事業法人等の信用格付の基本的な考え方」（2021年6月1日）
- R&I「グループ企業の格付の考え方」（2022年3月8日）
- R&I「持株会社の格付の考え方」（2022年3月8日）
- S&P「格付け規準 | 事業会社 | 一般：事業会社の格付け手法」（2013年12月20日）
- S&P「一般格付け規準：グループ格付け手法」（2019年10月1日）
- S&P「格付け規準 | 事業会社 | 一般：販売金融（キャプティブ・ファイナンス）事業が事業会社に及ぼす影響の評価手法」（2015年12月22日）
- Moody's「格付手法：事業会社の金融子会社」（2019年8月20日）
- Moody's「クロスセクター格付手法：非保証子会社の格付：親会社からの法的拘束力のある信用補完がない子会社の格付上の考慮事項」（2010年9月30日）