

外部格付機関の格付手法

格付手法の具体例として、適格格付機関（平成 19 年金融庁告示第 28 号第 2 条）の公表情報^(注)も参考となる。

(注) 適格格付機関が公表する格付手法

- ・株式会社日本格付研究所
<https://www.jcr.co.jp/rinfo/>
- ・ムーディーズ・ジャパン株式会社
[Ratings.Moodys.com/japan/rating-methodology](https://www.moodys.com/japan/rating-methodology)
- ・S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社
<https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/ratings-criteria>
- ・株式会社格付投資情報センター
https://www.r-i.co.jp/rating/about/rating_method.html
- ・フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社
<https://www.fitchratings.com/ja/region/japan>

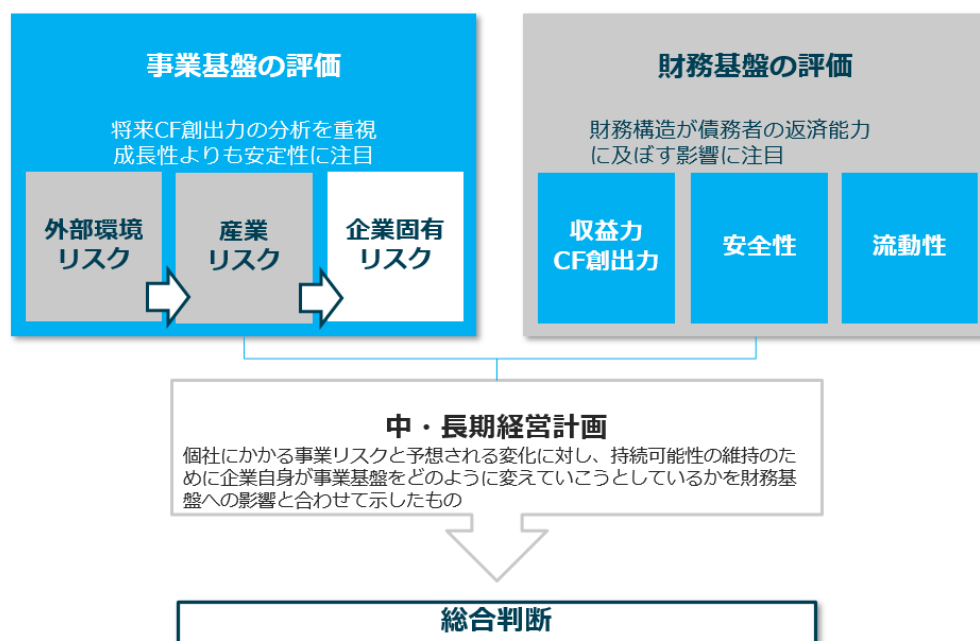
以下では、実装勉強会でも指摘された文書を中心として、関係資料の抜粋に加え、内容を整理・作成した参考例を掲載する。

【株式会社日本格付研究所の格付手法（例）】

日本格付研究所（JCR）の企業の信用力評価の要約

基本的な考え方

企業の信用力評価は、事業基盤および財務基盤の分析とそれらの総合評価に基づいて行う。評価対象はゴーイングコンサーンとしての企業の将来にわたる債務履行能力であり、倒産後の回収可能性よりも、デフォルト発生の可能性に主眼を置く。以下は、「コーポレート等の信用格付方法」に記した企業の信用力評価の視点の要約である。



1. 事業基盤の評価

事業基盤は、将来のキャッシュフロー創出力の源泉として評価する。外部環境や産業構造の変化による不確実性を考慮しつつ、企業固有のリスクを評価し、将来キャッシュフローの予測を行う。複数事業を展開する企業については、キャッシュフローへの寄与度やグループ内での重要性を踏まえ、主要事業を中心に分析する。

図表 1：事業基盤評価の基本フレーム

	リスクの性格	主な内容	コントロール可能性
外部環境リスク	マクロ要因	政治（法規制含む）・経済（景気変動、金利等）・社会（人口動態、社会構造）・技術革新－の現状把握と将来変化の予測	低
産業リスク	業界構造	需要供給、取引安定性、保護・規制、コスト	低
企業固有リスク	内部要因	競争力、組織、戦略、ガバナンス	高

(1) 産業リスクの考え方

同じ産業に属する企業は、外部環境変化の影響をある程度共通して受ける。産業リスクの把握は、個別企業の信用力を評価するうえでの重要な役割を担う。産業内の存在感や産業構造によって、外部環境の変化に伴う影響度やリスクの顕在化のタイミングが異なる点を把握する。

図表 2：産業リスク評価の主な視点

視点	評価内容の例
需要	市場規模、市場成長性、市場のボラティリティ、需給バランス
供給	参入障壁、競合状況（独占、寡占、競争市場）、供給特性（受注型・量産型、内需型・外需型等）
取引安定性	顧客との契約形態、提供する財の性質（必需品・嗜好品）、提供する財の用途（消費財・資本財）
投資・コスト構造	設備投資負担、コスト構造、資本集約型・労働集約型
保護・規制	政策的保護の範囲や強さ、規制緩和（強化）の動向、規制の強度

(2) 企業固有リスクの評価項目

同一産業内でも各々の企業ごとに経営資源や経営スタイルなどの内部要素が異なるため、企業固有のリスクがある。以下の項目について検討する。

図表 3：企業固有リスクの主な視点

視点	評価内容の例
市場地位・競争力	シェアとその変動、業界における強み・弱み
沿革	社風、事業の持続性
企業グループ	株主構成、系列、グループ内での位置づけ
従業員	同業他社比での人員構成等の特徴、人材確保（流出）・育成状況
開発	技術力、研究開発力
調達・製造・物流	コスト構造の安定性、環境変化に対する生産柔軟性、物流の効率性
販売・アフターサービス	顧客基盤、販売実績（数量・単価）分析、取引関係の安定化
ガバナンス	株主構成や取締役会の構成と規律、経営者の特性・資質、財務規律、情報開示、内部統制・コンプライアンス態勢、経営成績、クレジットイベント

2. 財務基盤の評価

財務基盤の評価では、損益・財務状況が将来の債務返済能力に与える影響を分析する。単なる現状分析にとどまらず、財務運営方針や事業基盤評価等を踏まえて将来の損益・財務状況の変化を見通していく。現状同程度の財務指標を持つ企業でも、リスクの大きさやリスク顕在化のタイミングによって、将来の財務負担は異なることになる。

図表 4：財務基盤評価の視点と代表的指標

視点	評価内容の例
キャッシュフロー創出力 ・ 収益力	規模 : EBITDA、売上高、営業利益 収益性 : EBITDA マージン、売上高営業利益率、ROA
	・ 投資の成果として、十分な CF が生み出されているかを確認。 ・ 利益や CF の大きさだけでなく、安定性や収益性（水準）も評価。
安全性・資本充実度	規模 : 自己資本、有利子負債 資本負債構成 : 自己資本比率、(ネット) DER 負債と CF・利益のバランス : (ネット) 有利子負債/EBITDA、ICR
	・ ハイブリッド証券（資本・負債両面の性質）も考慮して評価。
流動性	規模 : 手元流動性、コミットメントライン 資金調達構造 : 流動比率、固定比率、長期/短期調達比率
	・ 事業 CF だけで返済できない場合、手元流動性や資産売却、外部調達による補完力を評価。

【ムーディーズ・ジャパン株式会社の格付手法（例）】

●加工消費財業界の格付手法（2026年4月公表）

図表1
世界の加工消費財企業のスコアカード概要

要因	要因のウエイト	サブ要因	サブ要因のウエイト
規模	20%	売上高	20%
事業プロフィール	30%	地理的分散	10%
		セグメントの分散	10%
		市場地位	5%
		製品カテゴリーの評価	5%
収益性	10%	EBITA マージン	10%
レバレッジとカバレッジ	25%	有利子負債 / EBITDA	10%
		RCF / 純有利子負債	7.5%
		EBITA / 支払利息	7.5%
財務方針	15%	--*	15%
合計	100%		100%

*この要因にはサブ要因がない。

出所: Moody's Investors Service

例えば、「製品カテゴリーの評価」のスコアについて、次のような基準が定められている。

Aaa	革新性が極めて高い；非常に幅広く人気がある；価格弾力性が低い；需要の安定性が高い；成長の可能性が高い
Aa	革新性が高い；幅広く人気がある；価格弾力性が低い；安定的な需要；成長の可能性が高い
A	革新性がある；幅広く人気がある；価格弾力性が低い；安定的な需要；成長の可能性が良好
Baa	若干の革新性がある；幅広く人気がある；若干の価格弾力性がある；安定的な需要；若干の成長の可能性はある
Ba	革新性が見込みがある；人気は不安定；価格弾力性上昇の影響を受けやすい可能性がある；需要が変動する可能性がある；成長の可能性は限定的
B	革新性は限定的；人気の範囲は狭い；価格弾力性上昇の影響を受けやすい可能性がある；需要が変動する可能性がある；成長の可能性は低い
Caa	革新性が低い；人気の範囲は狭い；価格弾力性が高い；マイナス成長の可能性はある
Ca	長期的に縮小；極めて景気循環的またはコモディティ化している；価格決定力はない

●化学会社の格付手法（2026年3月公表）

化学会社のスコアカード概要

格付要因	要因のウェイト	サブ要因	サブ要因のウェイト
規模	15%	売上高	7.5%
		有形固定資産(純額)	7.5%
事業プロファイル	25%	--*	25%
収益性	10%	EBITDA マージン	5%
		平均資産収益率	5%
レバレッジとカバレッジ	30%	有利子負債 / EBITDA	10%
		リテインド・キャッシュフロー / 有利子負債	10%
		EBITDA / 支払利息	10%
財務方針	20%	--*	20%
合計	100%		100%

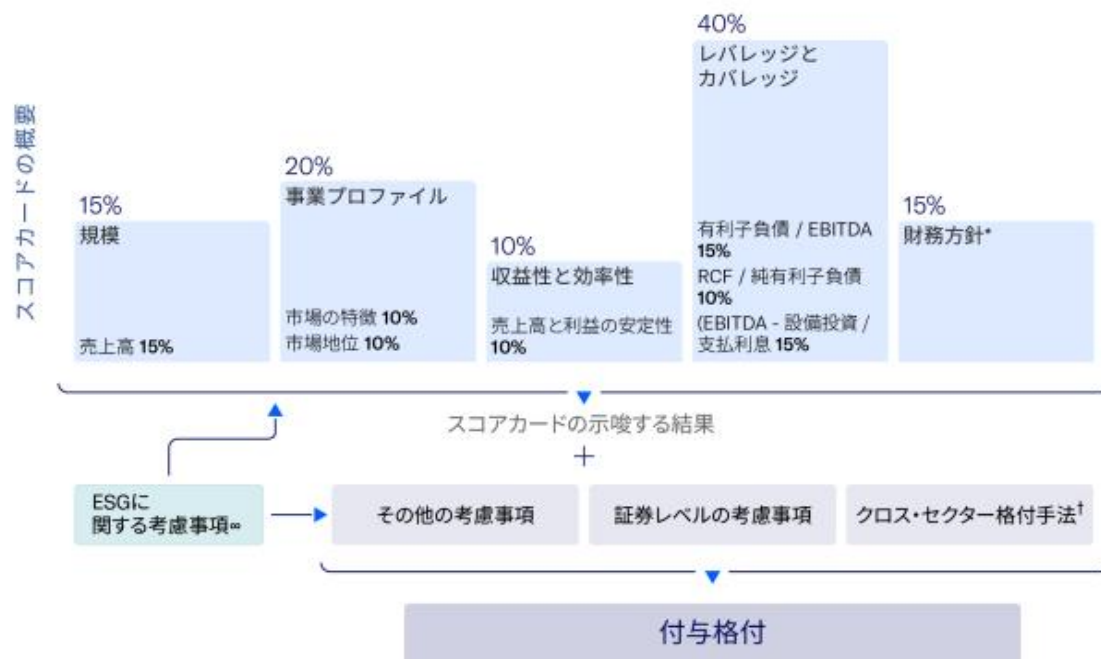
*この要因にはサブ要因がない。

たとえば、「事業プロファイル」のスコアについて、次のような基準が定められている。

Aaa	支配的な市場シェアを持つ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・フローの源泉、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みられる。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、既存の市場地位の向上と新たな市場機会の獲得を支える。
Aa	主導的な市場シェアを持つ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・フローの源泉、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みられる。技術リーダーシップを持つため、競争上の地位に対する脅威が少なく、新たな市場機会を獲得できる。
A	高い市場シェアを持つ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・フローの源泉、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みられる。技術リーダーシップが高い参入障壁となっている。
Baa	高い市場シェアを持つ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・フローの源泉、シクリカルな最終市場、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・フローが景気の影響を幾分受けるとみられる。技術および事業ノウハウが、競争上の脅威を緩和する。
Ba	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・フローが景気の影響を受けるとみられる。あるいは、やや集中度の高いキャッシュ・フローの源泉で、一地域に所在するシクリカルな最終市場。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。
B	キャッシュ・フローが景気に伴い大きく変動するとみられ、中位の市場地位にある単一の汎用品の製品ラインに依存。あるいは、キャッシュ・フローの源泉の集中度が高く、一地域に所在するシクリカルな最終市場。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カ所のみ、構造的なコスト優位性を持たない。あるいは、技術、ノウハウに基づく差別化が行われていない。
Caa	キャッシュ・フローが高い変動性を示すとみられ、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。あるいは、低い市場地位、小規模でシクリカルな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カ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。
Ca	キャッシュ・フローが極めて高い変動性を示すとみられ、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。あるいは、大規模な競合相手が存在する市場で低い地位にある、需要が不確実でシクリカルな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カ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。

●小売・アパレル企業の格付手法（2025年10月公表）

小売・アパレル企業の格付アプローチ



たとえば、「事業プロファイル」における「市場地位」のスコアについて、次のような基準が定められている。

Aaa	<p>複数の幅広い商品分野で安定的かつ圧倒的なシェアを確立しており、世界的に分散した地域展開をしている。市場シェアが拡大しており、いかなる脅威も見込まれない。チャンネル全体で最高のカスタマーエクスペリエンスを提供するなど、非常に高く差別化された並外れた消費者価値提案がみられる。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が完璧である。持続的かつ収益性の高い再投資の優れた機会がある。</p> <p>アパレル企業の場合、非常に幅広い商品分野にわたって3つ以上の突出した世界的ブランドがあり、それらが当該商品分野の代表的ブランドとして市場シェアをリードしており、顧客の揺るぎないロイヤルティがみられる。</p>
Aa	<p>複数の幅広い商品分野で明白に市場シェアをリードしており、分散した地域展開をしている。市場シェアは安定的または拡大しており、あらゆるタイプの脅威から容易に守られる。当該分野の消費者に関連するチャンネル全体で最高のカスタマーエクスペリエンスを提供するなど、高く差別化された強力な消費者価値提案がみられる。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が業界をリードする最高水準である。持続的かつ収益性のある再投資の明確な機会がある。</p> <p>アパレル企業の場合、極めて強力な世界的ブランドがあり、それが当該商品分野の代表的ブランドとして市場シェアをリードしており、顧客の非常に高いロイヤルティがみられる。</p>
A	<p>いくつかの幅広い商品分野および地域のわずかなマーケットリーダーの1つである。市場シェアは安定的または拡大しており、あらゆるタイプの脅威から容易に守られる。当該分野の消費者に関連するチャンネル全体で優れたカスタマーエクスペリエンスを提供するなど、明白に差別化された優れた消費者価値提案がみられる。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が業界をリードする非常に高い水準。収益性のある再投資の良好な機会がある。</p> <p>アパレル企業の場合、極めて強力な世界的ブランドが1つあり、複数の商品分野で幅広く受け入れられており、顧客の高いロイヤルティがみられるほか、顧客集中がみられない。</p>
Baa	<p>事業展開する商品分野と地域を幅広くリードするプレイヤーの1つ。市場シェアは安定的または拡大しており、あらゆるタイプの脅威から容易に守られる。当該分野の消費者に関連するチャンネル全体でシームレスなカスタマーエクスペリエンスを提供するなど、魅力的かつ良く差別化された消費者価値提案がみられる。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が大半の同業者を上回る高い水準。収益性のある再投資の確かな機会がある。</p> <p>アパレル企業の場合、1つの非常に強力な世界的ブランドまたはいくつかの認知度の高い地域ブランドがあり、複数の商品分野で受け入れられているほか、良好に地域が分散しており顧客集中度が低い。</p>

Ba	<p>事業展開する商品分野と地域をリードするプレイヤーの1つ。大半の脅威に対して市場シェアは守られるとみられるが、一定のシェア低下に直面する可能性はある。当該分野の消費者に関連するチャネル全体で良好なカスタマーエクスペリエンスを提供するなど、差別化された消費者価値提案がみられる。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が同業者と並ぶ水準以上。収益性のある再投資の機会があり、再生投資の必要はみられない。地域またはベンダーの緩やかな集中がみられる場合がある。</p> <p>アパレル企業の場合、1つの強力な世界的ブランドまたはいくつかの認知度の高い地域ブランドがあり、明確かつ持続的に受け入れられているが、その商品分野の規模は控え目。アパレル企業についてはまた、チャネル、価格帯、地域、顧客に関して緩やかな集中がみられる場合がある。</p>
B	<p>事業展開する商品分野と地域で広く認められているプレイヤー。市場シェアは概ね安定しているが、時により一定のシェア低下に直面する可能性がある。当該分野の消費者に関連するチャネル全体で良好なカスタマーエクスペリエンスを提供するなど、一定程度差別化された消費者価値提案がみられる。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が同業者と並ぶ水準。長期的な事業の持続性確保のために、大規模な再生投資を行う必要はみられない。地域またはベンダーの一定程度の集中、あるいは限定的な商品分野での事業展開がみられる場合がある。</p> <p>アパレル企業の場合、ニッチな分野または価格が選択基準となるコモディティ化した分野で1つ以上の強力なブランドがある。1つの大きなチャネルへの集中または価格帯の集中がみられる、あるいは地域や消費者層への一定の集中がみられる。</p>
Caa	<p>事業展開する商品分野と地域で認められているプレイヤー。市場シェアには変動性がある、または縮小している。テクノロジー、店舗運営、労務管理、サプライチェーン・調達体制などの事業運営の能力が同業者と比較して劣る。消費者価値提案と事業運営における競争力向上のために投資ないし戦略的改革が必要。ベンダーまたは地域への高い集中がみられる場合や、ニッチな商品分野での事業展開がみられる場合がある。</p> <p>アパレル企業の場合、コモディティ化した限定的な分野で1つの認知度の低いブランドがある、または実績の浅い1つのブランドがある。1つの大きなチャネルへの高い集中または価格帯の高い集中がみられる、あるいは地域や消費者層への高い集中がみられる。</p>
Ca	<p>事業展開する商品分野と地域のニッチなプレイヤー。当該商品分野の市場シェアが継続的に縮小している。消費者価値提案における競争力を向上し、事業運営能力を同業者に並ぶ水準とするために、大規模な投資ないし戦略的変革が必要。ベンダーまたは地域への高い集中がみられる場合や、直近誕生した商品分野や激しい市況停滞に陥っている分野への事業展開がみられる場合がある。アパレル企業の場合コモディティ化した分野で1つの差別化のみられない商品またはブランドがある。特定の大陸の1つの地域への集がみられる、または1つの消費者層への非常に高い集中がみられる。</p>

「事業会社の格付け手法」

以下では「格付け規準 | 事業会社 | 一般：事業会社の格付け手法」の中のセクション A「事業会社の格付けの枠組み」を記載しているが、同セクションはあくまでも同手法全体の理解の一助として同手法の枠組みを説明しているだけに過ぎず、同手法を正しく理解するには同手法全体をご覧頂きたい。また、同手法は事業会社を格付けする際に用いることのある格付け手法の一部に過ぎない。日本の事業会社を格付けする際に用いることのあるすべての格付け手法については以下のサイトをご参照頂きたい。

<https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/ratings-criteria-japan/-/articles/criteria/corp-jp/filter/corporates>

手法

A. 事業会社の格付けの枠組み

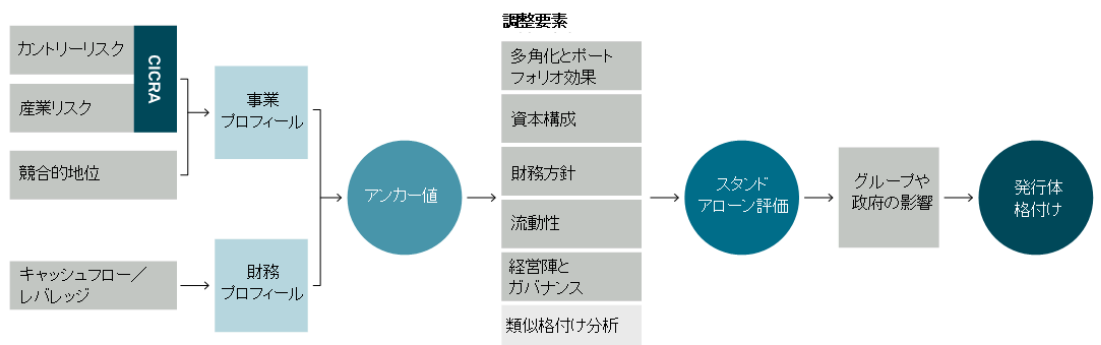
11. 事業会社の分析手法は、共通の枠組みに従って分析プロセスを体系化し、いくつかの要因に分けて分析することで、すべての重要な問題を検討できるようにした。まず、事業会社の事業プロフィールを分析し、次に財務プロフィールを評価し、2つの評価を組み合わせることでその事業会社のアンカー値を決める。さらに、アンカー値の結論を変える可能性のある6つの要因を分析する。

12. 本格付け規準では、事業会社の事業プロフィールの評価を決めるために、産業リスク、カントリーリスク、競争的地位の評価を組み合わせる。キャッシュフロー／レバレッジの分析によって、財務プロフィールの評価が決まる。次に事業プロフィールの評価と財務プロフィールの評価を組み合わせ、アンカー値を決める。一般に、「bbb 格」以上のアンカー値の場合には、分析では事業プロフィールのウエートが高くなり、「bb 格」以下のアンカー値の場合には、財務プロフィールのウエートが高くなる。

13. アンカー値が決まったら、追加的な要因を用いてアンカー値を調整する。その要因とは、多角化とポートフォリオ効果、資本構成、財務方針、流動性、経営陣とガバナンスである。各要因の評価によって、アンカー値は1ノッチ、またはそれ以上、引き上げられたり、引き下げられることもある。その結果は各要因の評価および評価区分（ディスクリプター）の形で表され、それがアンカー値に適用するノッチ数を決める。

14. 本格付け規準で求めている最後の分析要因は、類似格付け分析であり、ここで事業会社の信用力の特性についての総合的な見解に基づき、場合によってはアンカー値を1ノッチ引き上げたり引き下げたりする。

事業会社の格付け規準の枠組み



15. 事業プロフィールの3つの分析要因は、通常、定性的評価と定量的情報を合わせたものである。定性的評価では、事業会社の競争優位性などの、競合的地位の評価に用いるリスク要因を特定する。定量的情報には、例えば、産業リスクを評価する際に検討する過去の売上高と利益の循環性などが含まれる。また、定量的情報には、競合的地位の評価で検討する収益性・収益の変動性と水準も含まれることがある。事業プロフィールは、「1」「極めて強い (excellent)」、「2」「強い (strong)」、「3」「中位 (satisfactory)」、「4」「やや弱い (fair)」、「5」「弱い (weak)」、「6」「非常に弱い (vulnerable)」——のいずれかに評価される。
16. 財務プロフィールを決めるためにキャッシュフロー／レバレッジを評価する際には、分析で定量的指標に注目する。財務プロフィールは、「1」「極めて強い (minimal)」、「2」「強い (modest)」、「3」「中位 (intermediate)」、「4」「やや非保守的 (significant)」、「5」「非保守的 (aggressive)」、「6」「極めて非保守的 (highly leveraged)」——のいずれかに評価される。
17. グループや政府から影響を受ける場合には、スタンドアローン評価と、同評価と発行体格付けとのノッチ差を決める支援の枠組みを組み合わせることで、発行体格付けが決まる。それにより特別な影響が発行体格付けに取り込まれる。グループや政府の影響に関する手法については、2019年7月1日付『General Criteria: Group Rating Methodology』（和訳版：2019年10月1日付『一般格付け規準：グループ格付け手法』）と2015年3月25日付『General Criteria: Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions』（和訳版：2015年11月12日付『一般格付け規準：政府系機関の格付け：手法と想定』）を参照されたい。
18. 政府（政府系機関の場合）またはグループによる継続的な支援またはマイナス影響はスタンドアローン評価に織り込まれる<2010年10月1日付『General Criteria: Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating』（和訳版：2011年2月15日付『一般格付け規準：スタンドアローン評価は格付けの一要素』）参照>。こうした継続的な支援またはマイナス影響は産業リスクやカントリーリスクの評価に影響を及ぼさないものの、事業リスクや財務リスクのその他のいずれの要素にも影響を及ぼしうる。こうした継続的な支援またはマイナス影響は、例えば、国特有の産業 (national industry) の分析、競合的地位のその他の要素、財務プロフィール、流動性評価、類似格付け分析に影響を及ぼす場合がある。
19. 本格付け規準を適用する結果、スタンドアローン評価が導出されるが、このスタンドアローン評価は、発行体格付けを決定する際、事業会社に影響を与えるソブリン格付けと外国為替規制リスク評価 (T&C 評価) の制約を受けることがある。最終的な発行体格付けが、該当するソブリン格付けまたは T&C 評価より高くなるためには、会社は2013年11月19日付『General Criteria: Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions』（和訳版：2014年4月28日付『一般格付け規準：ソブリン格付けを上回る格付けの手法と想定：事業法人・金融法人・公的部門』）で規定された条件を満たさなければならない。

1. 事業プロフィールの評価の決定

20. 本格付け規準では、カントリーリスク、産業リスク、競合的地位の評価を組み合わせ、事業会社の事業プロフィールの評価が決まる。事業会社の信用力の評価では、その市場における強みと弱みを把握することが不可欠である。このような強みと弱みが、期日通りに債務を履行するためにキャッシュフローを創出する事業会社の能力を決定づける。
21. 信用力分析において不可欠な産業リスクは、事業会社が事業展開する市場の相対的な健全性と安定性に対処するものである。産業リスクは、「1」「リスクが非常に低い (very low risk)」、「2」「リスクが低い (low risk)」、「3」「リスクは中程度 (intermediate risk)」、「4」「リスクがやや高い (moderately high risk)」、「5」「リスクが高い (high risk)」、「6」「リスクが非常に高い (very high risk)」——のいずれかに評価される。産業リスクの扱いは B 項で述べる。
22. カントリーリスクは、事業会社が事業を展開する国の経済リスク、制度とガバナンスの有効性リスク、金融システムリスク、支払いの文化と法の支配リスクに対処するものである。カントリーリスクは、「1」「リスクが非常に低い (very low risk)」、「2」「リスクが低い (low risk)」、「3」「リスクは中程度 (intermediate risk)」、「4」「リスクがやや高い (moderately high risk)」、「5」「リスクが高い (high risk)」、「6」「リスクが非常に高い (very high risk)」——のいずれかに評価される。カントリーリスクの扱いは C 項で解説する。
23. 競合的地位の評価では、業界を動かす主要な要素を利用したり、関連するリスクをより効果的に軽減するのに最も有利な立場にある会社で、優れたバリュープロポジション（訳者注：企業が顧客に提供する独自の価値）に欠けていたり、より産業リスクに脆弱な会社よりも、競争優位性と高い事業プロフィール評価を達成している会社を特定する。競合的地位は、「1」「極めて強い (excellent)」、「2」「強い (strong)」、「3」「中位 (satisfactory)」、「4」「やや弱い (fair)」、「5」「弱い (weak)」、「6」「非常に弱い (vulnerable)」——のいずれかに評価される。競合的地位の扱いは D 項で解説する。
24. カントリーリスクと産業リスクを組み合わせた評価は、事業会社の産業別カントリーリスク評価 (Corporate Industry and Country Risk Assessment、CICRA) と称される。表 1 は、カントリーリスクと産業リスクを組み合わせ、同評価を決定する方法を示している。

表 1 CICRA の決定

産業リスクの評価	カントリーリスクの評価					
	1 リスクが非常に低い (very low risk)	2 リスクが低い (low risk)	3 リスクは中程度 (intermediate risk)	4 リスクがやや高い (moderately high risk)	5 リスクが高い (high risk)	6 リスクが非常に高い (very high risk)
1 リスクが非常に低い(very low risk)	1	1	1	2	4	5
2 リスクが低い(low risk)	2	2	2	3	4	5
3 リスクは中程度(intermediate risk)	3	3	3	3	4	6
4 リスクがやや高い(moderately high risk)	4	4	4	4	5	6
5 リスクが高い(high risk)	5	5	5	5	5	6
6 リスクが非常に高い(very high risk)	6	6	6	6	6	6

25. CICRA を競合的地位の評価と組み合わせ、事業プロフィールの評価を導出する。表 2 は、2 つの評価を組み合わせる方法を示している。

表 2 事業プロフィールの決定

競合的地位の評価	CICRA					
	1	2	3	4	5	6
1 極めて強い(excellent)	1	1	1	2	3*	5
2 強い(strong)	1	2	2	3	4	5
3 中位(satisfactory)	2	3	3	3	4	6
4 やや弱い(fair)	3	4	4	4	5	6
5 弱い(weak)	4	5	5	5	5	6
6 非常に弱い(vulnerable)	5	6	6	6	6	6

注：段落 26 参照。

26. CICRA が「5」となる会社でも、以下の条件をすべて満たしていれば、事業プロフィールの評価が「2」となる場合もある。

- 競合的地位の評価が「1」。
- カントリーリスクの評価が「3」またはそれよりも上位。
- 収益性・収益の水準と変動性でみた収益性が業界平均より大幅に勝る。
- 顧客との関係における独特な競争優位性、業界の大多数が享受できていない高い経営効率、または業界の大多数を大幅に上回る事業の規模・範囲・分散での優位性により、業界内での当該事業会社の競合的地位が、業界の産業リスクに勝っている。

27. 複数の事業ラインを持つ事業会社の事業プロフィールの評価は、以下の通り、各要因（カントリーリスク、産業リスク、競合的地位）の評価に基づく。

- カントリーリスク：売上高（販売額）または EBITDA の 5%超を生み出している国、または固定資産の 5%超がある国のカントリーリスク評価の加重平均を使用する。
- 産業リスク：利益、売上高、または固定資産の予想額の 20%超を占める全事業ラインの産業リスクの評価の加重平均を使用する。利益、売上高、または固定資産が業界へのエクスポージャーを正確に反映していない場合、他の適切な財務指標で 20%超を占める事業の評価を用いる。
- 競合的地位：上記で特定した全事業ラインについて、構成要素である競争優位性、事業の規模・範囲・分散、経営効率を評価する（D 項を参照）。次に、売上高、利益または資産の加重平均を用いて合計し、競合的地位の予備評価を出す。収益性・収益の水準と変動性を、当該会社の連結ベースの財務内容に基づいて評価する。さらに D.5 項にある通り、競合的地位の予備評価を収益性の評価と組み合わせ、競合的地位を評価する。

表 7 競合的地位の構成要素と内訳項目

要素	説明	内訳項目
1. 競争優位性 (付属資料 B.1 項参照)	製品やサービスの戦略的ポジショニングと顧客に対する魅力、ビジネスモデルの脆弱性または持続性	<ul style="list-style-type: none"> ● 戦略 ● 差別化、独自性、製品のポジショニングとバンドリング ● ブランドの評判とマーケティング ● 製品やサービスの質 ● 参入障壁、顧客の切り替えコスト ● 技術優位性、技術力、技術の置き換えリスクへの脆弱性、もしくは技術を置き換える能力 ● 資産基盤の特徴
2. 事業の規模・範囲・分散 (付属資料 B.2 項参照)	事業活動の集中または分散	<ul style="list-style-type: none"> ● 製品またはサービスの分散 ● 地理的分散 ● 数量、市場規模と売り上げ規模、市場シェア ● 製品やサービスの成熟度
3. 経営効率 (付属資料 B.3 項参照)	資産基盤の質と柔軟性、コスト管理とコスト構造	<ul style="list-style-type: none"> ● コスト構造 ● 生産プロセス ● 運転資本の管理 ● 技術
4. 収益性		<ul style="list-style-type: none"> ● 収益性・収益の水準(投下資本利益率、EBITDA マージン、セクター関連指標の実績と予想値) ● 収益性・収益の変動性

2. 財務プロフィールの評価の決定

28. 本格付け規準では、キャッシュフロー／レバレッジの分析が、事業会社の財務プロフィールを評価する基礎である。キャッシュフロー／レバレッジは、「1」「極めて強い (minimal)」、「2」「強い (modest)」、「3」「中位 (intermediate)」、「4」「やや非保守的 (significant)」、「5」「非保守的 (aggressive)」、「6」「極めて非保守的 (highly leveraged)」——のいずれかに評価される。1 つ以上のセクターで事業を行う事業会社の財務プロフィールの評価を決定するには、特定の指標についてベンチマークとする表を用いる(表 17-19 参照)。適切なベンチマークとなる表は、対象となる会社が『Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology』記載した適用範囲の項に適合するかに基づいて選ぶ。適用する特定のコア指標と補足指標も、たとえば対象の会社が複数の業界に渡って事業を営んでいるがために、事業プロフィールの評価が複数の業界を組み合わせたアプローチを反映する場合でも、上述のように選択する。各セクターに適用する特定のコア指標、補足指標の選択についての指針は、『Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology』に記載されている。キャッシュフロー／レバレッジの扱いは E 項で解説する。

表 17 キャッシュフロー／レバレッジ分析の指標——標準的な変動性

キャッシュフロー／ レバレッジの評価	コア指標		カバレッジに関連する補足指標		元本償還に関連する補足指標		
	FFO/有利子 負債 (%)	有利子負債 /EBITDA(倍)	FFO/現金 支払利息(倍)	EBITDA/ 支払利息(倍)	CFO/有利 子負債(%)	FOCF/有利 子負債(%)	DCF/有利 子負債(%)
極めて強い (minimal)	60 超	1.5 未満	13 超	15 超	50 超	40 超	25 超
強い (modest)	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
中位 (intermediate)	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
やや非保守的 (significant)	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
非保守的 (aggressive)	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
極めて非保守的 (highly leveraged)	12 未満	5 超	2 未満	2 未満	10 未満	5 未満	2 未満

3. 財務プロフィールの評価と事業プロフィールの評価の統合

29. 事業会社の事業プロフィールの評価と財務プロフィールの評価を組み合わせ、アンカー値を決定する（表 3 参照）。S&P がその事業会社の資本構成は持続不可能とみている、またはその事業会社の債務が不履行となる蓋然性は現時点で高く、かつその債務の履行が良好な事業環境、金融情勢、経済状況に依存している場合には、2012 年 10 月 1 日付『General Criteria: Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings』（和訳版：2012 年 11 月 2 日付『一般格付け規準：「CCC+」「CCC」「CCC-」「CC」の付与の格付け規準』）を用いて、そのスタンドアローン評価を決める。会社が「CCC+」「CCC」「CCC-」「CC」の格付け付与の条件を満たす場合には、表 3 は適用しない。

表 3 事業プロフィールと財務プロフィールを組み合わせるアンカー値を決定

事業プロフィール	財務プロフィール					
	1 極めて強い (minimal)	2 強い (modest)	3 中位 (intermediate)	4 やや非保守的 (significant)	5 非保守的 (aggressive)	6 極めて非保守的 (highly leveraged)
1 極めて強い(excellent)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
2 強い(strong)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 中位(satisfactory)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 やや弱い(fair)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 弱い(weak)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 非常に弱い(vulnerable)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

30. 事業プロフィールと財務プロフィールの評価の組み合わせに 2 つのアンカー値が記載されている場合、アンカー値は次のように決まる。

- 財務プロフィールが「4」またはそれより上位（すなわち「1」－「4」）の事業会社のアンカー値は事業プロフィールの相対的な強さに基づく。事業会社の事業プロフィールの評価は、そのカテゴリー（「強い」など）内で考えられるレンジ上の点と S&P は考えている。したがって、個々の会社の事業プロフィールを最終的に導き出す各評価は、それぞれ当該レンジの上限または下限に位置するかもしれない。事業プロフィールがそのアンカー値のレンジ内で相対的に強い会社には、高い方のアンカー値が付与される。事業

プロフィールがそのアンカー値のレンジ内で相対的に弱い会社には、低い方のアンカー値が付与される。

- 財務プロフィールが「5」または「6」の事業会社のアンカー値は財務プロフィールの相対的な強さに基づく。キャッシュフロー／レバレッジ指標がそのアンカー値のレンジ内でより強い会社には、高い方のアンカー値が付与される。キャッシュフロー／レバレッジ指標がそのアンカー値のレンジ内でより弱い会社には、低い方のアンカー値が付与される。例えば、事業プロフィールの評価が「1」「極めて強い (excellent)」、財務プロフィールの評価が「6」「極めて非保守的 (highly leveraged)」の会社では一般に、有利子負債／償却前営業利益 (EBITDA) が8倍以上で、かつ、この高い負債水準を相殺する要因がなければ、アンカー値が「bb+」となる。

4. アンカー値に加える調整

31. 前述の通り、本格付け規準では、多角化とポートフォリオ効果、資本構成、財務方針、流動性、経営陣とガバナンスの分析によって、事業会社のアンカー値は上下することがある。各調整要素の評価によって、アンカー値は1ノッチまたはそれ以上引き上げられたり、引き下げられることもあれば、まったく影響のない場合もある(表4、表5参照)。S&Pはこれらの評価の結論を、アンカー値に適用するノッチ数を決定する具体的な評価と評価区分(ディスクリプター)で表す。ただし、合計したノッチ数に基づくノッチングでもアンカー値が「b-」より下位に引き下げられることはない(発行体に「ccc/CCC格」と「cc/CC格」のスタンドアロン評価と発行体格付けを付与する際に用いる手法については、2012年10月1日付『General Criteria: Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings』(和訳版:2012年11月2日付『一般格付け規準:「CCC+」「CCC」「CCC-」「CC」の付与の格付け規準』)を参照)。
32. 調整要素である多角化とポートフォリオ効果の分析では、事業ラインにまたがる多角化のメリットを特定する。多角化とポートフォリオ効果は、「1」「極めて多角化 (significant diversification)」、「2」「ある程度の多角化 (moderate diversification)」、「3」「中立的 (neutral)」——のいずれかに評価される。本要素が事業会社のアンカー値に与える影響は、その事業プロフィールの評価に基づいており、表4に示した通りである。完全な相関関係のない複数の収益源を持つことは(事業プロフィールの中で評価される)、事業会社のデフォルト(債務不履行)リスクを低減する(付属資料D参照)。また、事業見通しが悪ければ多角化のメリットが大きく損なわれるため、本要素の影響は事業プロフィールの評価に基づき決定する。多角化とポートフォリオ効果の扱いはF項で解説する。

表 4 調整要素 手順 1: 多角化とポートフォリオ効果がアンカー値に及ぼす影響

多角化とポートフォリオ効果	事業プロフィール					
	1 極めて強い (excellent)	2 強い (strong)	3 中位 (satisfactory)	4 やや弱い (fair)	5 弱い (weak)	6 非常に弱い (vulnerable)
1 極めて多角化 (significant diversification)	+2 ノッチ	+2 ノッチ	+2 ノッチ	+1 ノッチ	+1 ノッチ	0 ノッチ
2 ある程度の多角化 (moderate diversification)	+1 ノッチ	+1 ノッチ	+1 ノッチ	+1 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ
3 中立的 (neutral)	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ

33. 多角化とポートフォリオ効果の調整後に、その他の調整要素——資本構成、財務方針、流動性、経営陣とガバナンス——の影響を決定する。表 5 に列挙した順序で、これら 4 つの調整要素の評価を適用する。順に評価を適用する過程で、1 つの調整要素の評価によってアンカー値のレンジが変わる(または変わらない)ことがある(表中の右 4 列のなかの 1 レンジ)。新レンジ、または列、から適切な値を選び、その次の調整要素の評価がアンカー値に及ぼす影響を決める。この手順を最後の調整要素——経営陣とガバナンス——に辿り着くまで繰り返す。例えば、仮に事業会社の、多角化とポートフォリオ効果の調整後でその他の要素の調整前のアンカー値が「a」であるとしよう。資本構成の評価が「非常にネガティブ (very negative)」であれば、アンカー値の評価は「bbb+」に 2 ノッチ下がる。次の調整要素である財務方針の評価の影響を決めるには、アンカー値のレンジが『「bbb+」から「bbb-」』の列に移り、適切な評価を探す。この例では「ポジティブ (positive)」とする。この評価を適用することでアンカー値は 1 ノッチ上昇し、同レンジは『「a-」以上』に移る。流動性の評価が「高水準 (strong)」であるとする、その評価の影響は 0 ノッチであるため、アンカー値に変化はない。さらに経営陣とガバナンスの評価が「中立的 (neutral)」であるとする、アンカー値は変わらず「a-」となる(表 5 に続く例参照)。

表 5 調整要素 手順 2: その他の調整要素がアンカー値に及ぼす影響

調整要素/評価	アンカー値のレンジ			
	「a-」以上	「bbb+」から「bbb-」	「bb+」から「bb-」	「b+」以下
資本構成 (G 項参照)				
1 非常にポジティブ(very positive)	2 ノッチ	2 ノッチ	2 ノッチ	2 ノッチ
2 ポジティブ(positive)	1 ノッチ	1 ノッチ	1 ノッチ	1 ノッチ
3 中立的(neutral)	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ
4 ネガティブ(negative)	-1 ノッチ	-1 ノッチ	-1 ノッチ	-1 ノッチ
5 非常にネガティブ(very negative)	-2 ノッチ以上	-2 ノッチ以上	-2 ノッチ以上	-2 ノッチ
財務方針 (H 項参照)				
1 ポジティブ(positive)	経営陣とガバナンスが「中立的」以上の場合、+1 ノッチ	経営陣とガバナンスが「中立的」以上の場合、+1 ノッチ	流動性が「十分」以上で経営陣とガバナンスが「中立的」以上の場合、+1 ノッチ	流動性が「十分」以上で経営陣とガバナンスが「中立的」以上の場合、+1 ノッチ
2 中立的(neutral)	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ
3 ネガティブ(negative)	-1 から-3 ノッチ(1)	-1 から-3 ノッチ(1)	-1 から-2 ノッチ(1)	-1 ノッチ
4 FS-4、FS-5、FS-6、FS-6(マイナス)	該当せず(2)	該当せず(2)	該当せず(2)	該当せず(2)
流動性 (I 項参照)				
1 極めて高水準(exceptional)	0 ノッチ	0 ノッチ	0 ノッチ	財務方針が「ポジティブ」、

				「中立的」、「FS-4」、「FS-5」の場合、+1ノッチ(3)
2 高水準(strong)	0ノッチ	0ノッチ	0ノッチ	財務方針が「ポジティブ」、「中立的」、「FS-4」、「FS-5」の場合、+1ノッチ(3)
3 十分(adequate)	0ノッチ	0ノッチ	0ノッチ	0ノッチ
4 やや低水準(less than adequate)(4)	該当せず	該当せず	-1ノッチ(5)	0ノッチ
5 低水準(weak)	該当せず	該当せず	該当せず	スタンダードアローン評価の上限「b-」

経営陣とガバナンス(J項参照)

1 ポジティブ(positive)	0ノッチ	0ノッチ	0または+1ノッチ(6)	0または+1ノッチ(6)
2 中立的(neutral)	0ノッチ	0ノッチ	0ノッチ	0ノッチ
3 ややネガティブ(moderately negative)	-1ノッチ	0または-1ノッチ(7)	0または-1ノッチ(7)	0または-1ノッチ(7)
4 ネガティブ(negative)	-2ノッチ以上(7)	-2ノッチ以上(7)	-1ノッチ以上(7)	-1ノッチ以上(7)

注：(1)ノッチ数はレバレッジの潜在的な増加によって決まる。(2)「H. 財務方針」(H.2項)参照。(3)流動性が「極めて高水準」か「高水準」を維持するとS&Pが予想する場合のみ、追加的なノッチが加えられる。(4)2014年12月16日付『Criteria | Corporates | General:Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers』(和訳版:2015年1月26日付『格付け規準 | 事業会社 | 一般:手法と想定:世界の事業会社の流動性の評価区分』)を参照。スタンダードアローン評価の上限は「bb+」。(5)スタンダードアローン評価が、流動性の評価が課す上限によってキャップされ「bb+」となる場合、さらなるノッチングはない。(6)競合的地位の分析において、ポジティブな経営陣とガバナンスのメリットを反映していない場合、この調整は1ノッチとなる。(7)ノッチ数は会社のリスクプロファイルに与えるマイナス影響の大きさによって決まる。

例：その他の調整要素がアンカー値に及ぼす影響



*多角化とポートフォリオ効果の調整後。段落33参照。

34. 資本構成の分析では、キャッシュフロー／レバレッジの検証で対象とならない可能性のある事業会社の資本構成に内在するリスクを評価する。このリスクに含まれるのは、同内訳項目の債務の為替リスク、債務の償還日構成（プロフィール）、債務の金利リスク、投資である。資本構成は、「1」「非常にポジティブ (very positive)」、「2」「ポジティブ (positive)」、「3」「中立的 (neutral)」、「4」「ネガティブ (negative)」、「5」「非常にネガティブ (very negative)」——のいずれかに評価される。資本構成の扱いについて詳しくは G 項で解説する。
35. 財務方針は、キャッシュフロー／レバレッジ、資本構成、流動性の分析における標準的な想定から得られる結論を超えるリスクに対する S&P の見方を精緻化する役割を果たす。これらの想定は、事業会社の財務方針の長期的なリスクを、必ずしも反映しているとも、適切に把握しているとも限らない。したがって、財務方針の評価は、所有者や経営陣の意思決定が、事業会社の財務プロフィールの予測可能性に影響を及ぼす度合いの尺度である。財務方針は、「1」「ポジティブ (positive)」、「2」「中立的 (neutral)」、「3」「ネガティブ (negative)」、

ファイナンシャル・スポンサー所有——のいずれかに評価される。ファイナンシャル・スポンサー所有の会社はさらに、「FS-4」、「FS-5」、「FS-6」、または「FS-6（マイナス）」と識別される。財務方針の扱いについてはH項で解説する。

36. 流動性の評価では、事業会社の流動性のクッションの主な指標である資金の流れ——現金の源泉と必要額——に注目する。また、事業会社が EBITDA に連動した財務制限条項（コベナンツ）に抵触する可能性を評価する。手法には、発生する蓋然性は低い、実際に発生した場合の影響が大きい事象を吸収する能力、銀行との関係、クレジット市場における地位、財務リスク管理の慎重さの程度などの要因に対処する、定性分析が含まれる。流動性は、「1」「極めて高水準（exceptional）」、「2」「高水準（strong）」、「3」「十分（adequate）」、「4」「やや低水準（less than adequate）」、「5」「低水準（weak）」——のいずれかに評価される。調整要素の評価や類似格付け分析にかかわらず、流動性が「やや低水準」であれば、スタンドアローン評価は「bb+」が上限となり、流動性が「低水準」であれば、同評価は「b-」が上限となる。（事業会社の流動性の評価手法全体については、2014年12月16日付『Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers』を参照、和訳版は2015年1月26日付『格付け規準 | 事業会社 | 一般：手法と想定：世界の事業会社の流動性の評価区分』）
37. ガバナンスの分析では、事業会社を方向付け、コントロールするための一連の規則、手続き、法的枠組み、取り組みについて考察する。加えて、事業会社がどのように意思決定を行い、法を遵守し、また会社の利益とステークホルダーの利益のバランスをとっているのかを、債権者の立場により重きを置いて考慮する。経営陣の分析では、企業の経営陣が戦略上のリスクと機会にどれだけ効果的に対応しているかに関わるものである。加えて経営陣の厚みや、ステークホルダーとのコミュニケーションの信頼性も考慮する。経営陣とガバナンスは、「1」「ポジティブ（positive）」、「2」「中立的（neutral）」、「3」「ややネガティブ（moderately negative）」、「4」「ネガティブ（negative）」——のいずれかに評価される。通常、アンカー値が「bbb 格」以上であることは、経営陣とガバナンスが「ポジティブ」または「中立的」であることを反映しているため、評価が追加的な影響を与えることはない。反対に、経営陣とガバナンスの評価が「ややネガティブ」または「ネガティブ」であれば、アンカー値はより低くなりうる。また、本格付け規準では、より脆弱な会社の経営陣とガバナンスの評価が「ポジティブ」であることはプラス要因とみなし、それが最終的なスタンドアローン評価にプラスの影響を与える場合がある。経営陣とガバナンスの扱いについて詳しくは、2024年1月7日付『Criteria | Corporates | General: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities』（和訳版：2024年2月22日付『格付け規準 | 事業会社 | 一般：経営陣とガバナンス評価に関する格付け規準』）を参照されたい。

5. 類似格付け分析

38. アンカー値を調整要素について調整した後、類似格付け分析に基づき、場合によっては1ノッチ引き上げたり引き下げて、スタンドアローン評価を導出する。類似格付け分析は事業会社の信用リスクプロフィールを全体的に検証し、その中で、事業会社の信用力の特性を総合的に評価するものである。「ポジティブ（positive）」と評価されれば1ノッチの引き上げ、「ネガティブ（negative）」の評価ならば1ノッチの引き下げにつながる一方、「中立的（neutral）」の評価はアンカー値に調整がないことを示唆する。類似格付け分析を適用することは、他の

「業界別事業会社の格付け手法」

「業界別事業会社の格付け手法」は、前掲の「事業会社の格付け手法」の適用対象となる事業会社について、41の業界別に信用要因と想定を説明するものであり、一般的な枠組みを提供する「事業会社の格付け手法」と併せて読んで頂きたい。以下では「業界別事業会社の格付け手法」の目次と、41の業種の一例として同手法の中の自動車業界のセクションを掲載している。

目次

手法	3
業界別規定：事業会社およびインフラストラクチャー	
Section 1 Aerospace And Defense	5
Section 2 Agribusiness, Commodity Foods, And Agricultural Cooperatives	12
セクション 3 自動車業界	20
セクション 4 自動車部品業界	25
Section 5 Building Materials	31
セクション 6 ビジネス・消費者向けサービス業界	36
セクション 7 資本財業界	41
Section 8 Commodity Chemicals	45
セクション 9 耐久消費財業界	49
セクション 10 生活必需品・ブランド非耐久財業界	54
Section 11 Containers And Packaging	58
Section 12 Contract Drilling	65
セクション 13 デジタル・インフラストラクチャー業界	70
Section 14 Engineering And Construction	90
Section 15 Environmental Services	95
Section 16 Forest And Paper Products	100
セクション 17 ヘルスケア機器業界	104
Section 18 Health Care Services	109
セクション 19 戸建て住宅建設・不動産開発業界	116
セクション 20 レジャー・スポーツ業界	123
セクション 21 メディア・エンターテインメント業界	132
セクション 22 金属生産・加工業界	141
Section 23 Midstream Energy	144
Section 24 Mining	150
セクション 25 石油・天然ガス上流業界	155
Section 26 Oilfield Services And Equipment	163
セクション 27 医薬品業界	167
Section 28 Railroad, Package Express, And Logistics	174
Section 29 Refining And Marketing	178
セクション 30 規制対象の公益企業	183
セクション 31 小売り・レストラン業界	191
Section 32 Specialty Chemicals	199
セクション 33 テクノロジー（ハードウェア・半導体）業界	203
セクション 34 テクノロジー（ソフトウェア・IT サービス）業界	208
セクション 35 通信業界	212
Section 36 Transportation Cyclical	218
セクション 37 運輸インフラ業界	228
セクション 38 規制対象外の電力・ガス業界	239
Sector-Specific Provisions: Nonbank Financial Services	
Section 1 Asset Managers	246
Section 2 Financial Market Infrastructure	255
Section 3 Financial Services Finance Companies	264
付属資料 1 略語	273
付属資料 2 収益性	274
付属資料 3 セクターおよび業界の変数	275
従来の格付け規準からの主な変更	285
既存格付けへの影響	285
関連公表物	286

セクション 3 | 自動車業界

事業プロフィール

競争優位性

自動車メーカーの競争優位性は、以下に基づいて評価する。

- 市場シェア
- 製品プロフィールと差別化戦略
- 技術の専門知識
- 販売戦略
- ローンの選択肢

市場シェア：自動車メーカーは、顧客が運転したいと思う製品を、最終顧客にとって購入可能な価格で提供できるかにかかっている。製品構成がうまくいくことで、自動車メーカーは市場シェアを維持または拡大し、市場での地位を確立することが可能となる。S&P は、国、地域、グローバル、および製品セグメント（車両サイズ、パワートレイン、価格および目的別）ごとに市場シェアの動向を確認する。たとえ景気悪化が世界中に連鎖することがあっても、各地域の市場の循環性と成長見通しは異なる。

具体的に、S&P は以下を検討する。

- 同業他社との比較による市場シェアと、主要セグメント別の市場シェア
- 価格競争が業界平均より激しくない、高級車セグメントでの市場シェア
- 特に収益性が高いと S&P が考える特定のサブマーケットにおける市場シェア

差別化戦略：会社の製品ラインの全体的な幅広さは重要であるが、S&P は、各ブランドのマーケティングと、同一グループ内で多様なブランド間の食い合いの可能性についても考慮している。複数のブランドが同一の最終市場を対象としている場合、またはブランドの区別が十分に明確でない場合、ある製品の売上が増加すると、グループ内の別の製品の売上が減少する可能性がある。高級自動車メーカーにとって、品質、信頼性、ブランド認知度が重要な差別化要因となる。低価格車市場では、顧客が手頃な価格で購入できることと、コストパフォーマンスの良し悪しで差別化が図られる。電動化と自動運転機能の人気の高まるにつれ、顧客は自動車の安全性と信頼性に対し、より高い基準を満たすことを期待するようになるだろう。アフターサービスは、顧客のロイヤルティを高め、レポート販売を促進する。例えば、顧客は低下しにくい残存価値を品質の重要な指標と考えており、それは販売チャネルに結びついた広範かつ独占的な修理網によって支えられるサービス契約によって達成しうる。

技術の専門知識：自動車技術は、特に電動化、ソフトウェア、運転支援システム、エネルギー消費において急速に進化している。このような特徴は、特に高級車市場における価格設定力を高め

目次

業界定義

売上高の過半を乗用車、バン、軽トラック、大型トラックおよびバスの製造・販売からあげている会社

サブセクター	典型的な競合的地位グループ プロフィール (CPGP)
自動車・トラックメーカー (完成車メーカーを含む)	資本または資産中心型

その他調整

販売金融事業に関連する調整の詳細は、2023 年 10 月 23 日付『Criteria | Corporates | General: Methodology: The Impact Of Captive Finance Operations On Nonfinancial Corporate Issuers』(和訳版：2024 年 1 月 11 日付『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』)を参照されたい。

セクション 3 | 自動車業界

る。つまり、新たな技術の進歩によって、自動車メーカーが価格を先導できる可能性が生まれる。新しい機能、またはより高度な機能に対する顧客からの継続的な需要を踏まえ、自動車メーカーは、市場での地位を維持するために、高い製品開発とソフトウェアエンジニアリングの技術を必要とする。それらの評価にあたって、S&P は以下を考慮する。

- 会社の技術・エンジニアリングの専門知識、および技術革新の実績
- 研究開発（R&D）力、モデルの切り替えと新車投入の計画、モデルの平均年数、および製品の市場投入までの期間（タイム・トゥ・マーケット）
- ベンチマーク調査で示される中古車の残存価値を含む、信頼性と品質の指標
- エネルギートランジションのリスク軽減に向けた動きや、環境規制や安全基準の順守を含む、環境面および安全性の実績

販売戦略：S&P は、販売網・ディーラー網を含む会社の販売およびマーケティング戦略の有効性、代替チャンネル（デジタルチャンネルを含む）の開発、販売部門の特徴、および該当する場合には、その販売網を支える資金提供能力を考慮する。

ローンの選択肢：自動車・トラックメーカーは、最終消費者に競争力のあるローンの選択肢を提供することで、高い競争優位性を得ることができる。したがって S&P は、自動車の販売を支える資金提供メカニズムの信頼性と効率性を検討する。特に、顧客に提供されるローンの選択肢の多様性と、市場環境が悪化した場合における利用可能性を評価する。自動車・トラックメーカーは、完成車メーカーとして事業展開することが多く、自ら販売金融事業や販売金融部門を持つことや、他の金融機関との提携を通じて、効率的に資金を提供することができる。

競争優位性：典型的な特徴

「強い」または「強い／中程度」	「中程度／弱い」または「弱い」
主要市場においてトップクラス（通常 10% 超）、かつ安定的または拡大中のシェアを有している。顧客が求める製品を常に提供することで、主要市場でのリテールシェアを拡大または維持することができる。	主要市場でのシェアが低い、または低下しつつある。
各価格帯において、車両が主な差別化要因に対する顧客の期待に添ったものになっている。	差別化されたブランドや製品が不足している。
先進技術を備えた幅広い製品を提供しており、社名・ブランド認知度と主導的な価格設定力を獲得している。	価格決定力が弱く、会社は通常、割引で販売するか、価格設定で他社に追随しており、同業他社より高い価格を設定する能力が限られている。
部品サプライヤーとの交渉に強い影響力を持っているため、メーカーが知的財産の管理権を保持し、毎年価格の引き下げを交渉することができる。	主要サプライヤーへの影響力が欠如している。
レポート販売は、顧客のロイヤルティの高さを示しており、顧客満足度調査で肯定的な評価を得る。これは、長期ローン契約やサービス契約、広範かつ独占的な販売・修理網、そして確立された消費者直販型のオンライン・チャンネルを含む、広範な販売チャンネルによって支えられている。	同業他社と比較して、顧客の定着力が低い。

事業の規模・範囲・分散

自動車業界の規模・範囲・分散について、S&P は以下に基づいて評価をする。

- 地域ごとの売上高と利益、および最終市場の相関
- 生産拠点の地域的集中度
- 販売金融子会社の規模、その利用率（ペネトレーション、販売台数に占める販売金融子会社が取り扱う自動車ローンが利用された件数の割合）、その利益貢献
- サプライヤーの集中度
- 戦略的提携の実績

地域別構成比：通常、規模は総販売台数で、分散は利益の地域別内訳によって測定する。

提供する製品・ブランド：大衆車メーカーについては、商用車事業を手がけることでメリットが得られる可能性がある。S&P はみている。高級車セグメントで強い地位を築いていることは、そのより高い利益貢献から、さらにプラスに評価する。また、ブランド数、ブランド別販売台数、プラットフォームやカタログ掲載車種間の差別化の度合いも検証する。近年の R&D 費の増加およびサプライチェーンの内製化は、商用車メーカーにとって規模のメリットを高めたが、生産の柔軟性、サプライチェーンへの良好なアクセス、および充実したサービス網も、利益率を維持するために同様に重要であると S&P はみている。

販売金融子会社：販売金融事業は、新車や中古車の販売に加えて、サービスの提供を促進することがある。S&P は、販売金融子会社の規模、その利用率、および景気サイクルを通じた利益貢献を考慮する。

戦略的提携：自動車業界では戦略的提携は一般的であるが、その実績はさまざまである。成功すれば、新製品や新技術の開発、あるいは新たな専用サプライチェーンの構築にかかる莫大なコストを提携社間で分担でき、新しい市場セグメントの開拓や、生産停止の回避を可能にすることで多様性を高めることができる。顧客のニーズはセグメントごとに大きく異なる。提携は、会社が新しいセクターの知見を広げながら、多角化のリスクを減らすことができる。戦略的提携に伴うオペレーションの統合により、一部のモデルの開発、共通のプラットフォームや部品の使用、共有する生産施設での製品の生産、スベア部品の共同調達が可能かもしれない。売上面でのシナジー創出または両社でのコスト削減を成功させる長期的な戦略的パートナーシップは、自動車メーカーの事業の規模・範囲・分散の評価におけるプラス要因となる。

事業の規模・範囲・分散：典型的な特徴

「強い」または「強い／中程度」	「中程度／弱い」または「弱い」
S&P が長期的な成長見通しが良好だと考える新興市場を含む、異なる国の多様な最終市場で事業を展開している。	ごく少数の最終市場や国で事業を展開している。
大衆車、商用車、高級車（ピックアップトラックなど、その他の地域特有のサブセグメントを含む場合もある）からの売上が分散している。	業界標準に対して比較的小規模である、または成長の見通しが限られている。
合併会社を含む生産拠点が地理的に分散されている。	収益源が分散されておらず、生産拠点が地理的に集中している。
リスクが緩和されていないサプライヤーの大幅な集中が発生していない。	規模が小さいことによる影響を緩和できるような、意味のある戦略的パートナーシップを交わしていない。

経営効率

自動車業界の経営効率について、S&P は以下に基づいて評価をする。

- 経営指標
- サプライチェーン
- コスト構造と柔軟性
- 垂直統合の成功

経営指標：S&P は、複数の経営指標を、景気サイクルと同業他社との比較を通じて分析する。例えば、売上高総利益率を比較し、景気サイクルを通じた会社の変動するコストポジションを評価する。コストポジションには、原材料費、品質保証関連費用、リコール費用、人件費、R&D 費、エンジニアリング費用および輸送費が含まれる。また、広告費、販売促進費、および車両、部品、アクセサリおよびサービスの開発・製造に直接関連しないその他費用で構成される販売費および一般管理費（SG&A 費）を比較する。さらに、会社が収益を現金化し、投資を効率的に運用できるかどうかを測る指標として、売上高に対するフリーオペレーティング・キャッシュフロー（FOCF）を確認する。

これらの経営指標の分析は、多くの場合、過去および将来を含む長期にわたるものになる。それにより、将来的な成長を見込んだ多額の投資や大規模なリストラ費用の影響を平準化することができる。経営上の弱点を示すものとしては、目に見えるコスト削減効果を伴わないリストラ策や、低品質、長いリードタイム、品質保証関連費用の上昇、頻繁なリコールにつながる事業運営の失敗がある。

サプライチェーン：経営効率の評価には、生産停止を減らすためのサプライチェーンの管理能力も含まれる。S&P は、問題を軽減するための残業の利用を弱点とみなすが、仲介業者を排除することによる重要な部品の長期調達契約を確保する能力は強みと考える。

コスト構造の柔軟性：コストを迅速に削減し、生産能力と損益分岐点を効果的に低下させる能力は、S&P が経営効率を評価する上で不可欠である。S&P は、会社のコスト構造（変動費に対する固定費の割合を含む）の柔軟性を評価する際、景気サイクルを通じたコスト削減、生産能力調整、および強い労使関係の維持に関する実績を考慮する。景気悪化局面における自動車メーカーのコスト削減や在庫管理の能力、あるいは投入原価の増加を転嫁する能力は、現在の設備稼働率に大きく左右される。

自動車メーカーは、低コストの生産設備や大量生産に対応する自動化を利用して、効率性を高めることができる。そのためには、生産プラットフォームの共用化の促進と特定の主要部品（車体やパワートレインなど）用の組み立て済みモジュールと専用組み立てラインが使用される。また、長期にわたる戦略的提携や技術に焦点を当てた契約から間接的な恩恵を受ける可能性もある。逆に、コストの上昇は、構造的な過剰生産能力、平均より高い投入原価、労働市場の硬直性、老朽化した資産や旧式の生産技術、規模の小ささや生産台数の少なさによる SG&A 費の高さなどに起因する可能性がある。

垂直統合：垂直統合が、それに伴う投資の増加を正当化する高い収益構造を実現する、あるいは競争力や部品の安定供給に関して重大な恩恵をもたらす場合、S&P はそれをポジティブ要因とみなす。加えて、垂直統合によって、急激な変化にさらされる可能性がある特定の技術に過度に依存すべきではない。S&P は、買収事業の統合を成功させる能力も評価する。

経営効率：典型的な特徴

「強い」または「強い／中程度」	「中程度／弱い」または「弱い」
設備稼働率が同業他社を上回る。	設備稼働率が同業他社を下回る。
規模の経済や生産効率によって、平均より良好なコストポジションを有している。コスト構造は比較的柔軟であり、景気悪化局面に人件費などのコストを削減することができる。	コスト構造の柔軟性が平均を下回る。例えば、労働市場の硬直性、老朽化した資産と旧式の生産技術、規模の小ささ、間接費をより効果的に分散させるには不十分な生産台数などが原因である。
売上高に対する間接費率は同業他社より低く、運転資本指標は良好である。	過去に実施したリストラが目に見えるコスト削減効果を伴わなかったり、リコール、低品質、長いリードタイムを頻繁に引き起こす事業運営上の失敗があった。会社が、過剰な在庫や好ましくない運転資本指標の問題を抱えている。
原材料コストの変動に対する利益・利益率の感応度は、限定されているか、効果的に緩和されている。	原材料コストの変動に対する利益・利益率の感応度が平均を上回る。
サプライチェーン・マネジメントが強固であるため、同業他社と比較して部品の供給停止が自動車の生産に与える影響は限定的である。	サプライチェーンの問題による生産停止や収益悪化が、業界平均よりも頻繁に発生する。

収益性

自動車メーカーの収益性の主な指標として、S&P が算出する調整後償却前営業利益（EBITDA）マージンを用いる。調整後 EBITDA マージンを計算する際、S&P は、重要性を持つと判断した販売金融子会社の収益を連結から除外する。ただし、一部の販売金融事業については、すべての項目を完全に分離することができない場合がある。これは例えば、販売金融事業が自動車メーカーの事業と密接に関連するリースを行っている場合に発生する可能性がある。その場合、S&P は、調整後利払い税引前利益（EBIT）など他の指標を使用する場合がある。S&P は、販売金融子会社の収益を連結から除外した指標が典型的ではないと判断した場合、販売金融子会社の利益を連結した指標を用いる可能性もある。また、EBITDA マージンの 5 年間の平均値が「平均を下回る（below average）」または「平均を上回る（above average）」の閾値に近い場合、S&P は投下資本利益率（ROC）の 5 年間の平均値を補足指標として用いる場合がある。

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」）について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P 関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別なないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツの一部は、人工知能（AI）ツールで作成された可能性があります。AI を用いて考案、あるいは処理されて公表したコンテンツは、S&P 職員が作成、検討、編集、承認したものです。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付の承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があります、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの www.spglobal.com/ratings、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.com で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.spglobal.com/usratingsfees に掲載しています。

2024年6月24日

第1部 格付方法の概要

この格付方法は、事業法人等の格付の基礎となる。事業法人等は、事業会社のほか、金融機関、学校法人などを含む。

なお、事業法人等以外の格付にもこの格付方法を使用することがある。

1. 発行体格付の評価

R&Iは、個々の債務に対して信用格付を付与するに当たり、まず発行体が経営破綻に陥るなど債務不履行となる可能性（デフォルトリスク）を分析、次いで個々の債務について不履行時の損失の可能性（回収リスク）等を判断し、評価に織り込んでいる。発行体のデフォルトリスクの分析が評価の根幹をなすが、これは発行体が負うすべての金融債務についての総合的な債務履行能力を見極めることであり、この段階での信用格付を「発行体格付」と呼ぶ。

デフォルトリスクの分析にあたっては事業リスクと財務リスクの両面を分析する。詳しくは「第2部 発行体格付の考え方」を御覧いただきたい。

1-1. 事業リスク

ある時点の財務指標が良好であっても、将来にわたって健全性を維持できるかを見極めるためには、その発行体の現状を踏まえつつ、将来、キャッシュフローを生み出す力や資産価値がどのように変化するかを様々な角度から分析する必要がある。

事業リスクは、事業から生み出されるキャッシュフローや資産価値の予測の不確実性のことである。事業リスクは、経済・金融などのマクロ認識をベースに（1）発行体の属する業界の標準的なリスク（2）発行体に固有のリスク——を評価する。R&Iでは、（1）を「産業リスク」（2）を「個別企業リスク」と呼ぶ。

事業リスクは定性的な評価が主となるが、収益や資産価値の変動性など、定量面の評価もある。

1-2. 財務リスク

財務リスクとは、利益やキャッシュフローの水準、債務や自己資本の多寡など、収支・財務の状況によって債務償還が阻害されるリスクのことである。同じ産業に属する事業リスクが同程度の発行体でも、債務とキャッシュフローとのバランスが異なれば、債務返済能力は異なる。財務リスクは、財務指標の分析を中心に評価するが、財務運営方針、流動性リスクに対する管理方針など、定性的な要素も評価している。

1-3. 事業リスクと財務リスクの関係

例えばA格を取得するのに必要な財務指標の目安は、すべての企業で同じわけではない。事業リスクが大きい企業は、将来の収益や財務を見通すのが難しく、収益やキャッシュフロー、資産価値が大きく変動する可能性がある。このため、特に下方に変動する場合においても耐えられるだけの資本負債構成が必要となる。一方、事業リスクが小さい企業は将来の収益や財務の見通しをたてやすく、収益や資産の変動もさほど大きくない。このため、資本負債構成は、事業リスクが大きい企業ほどには良好でなくても良い。このように、事業リスクの大きさによって、ある格付水準において必要な財務指標の目安は異なる。デフォルトリスクの分析において、事業リスクと財務リスクは密接に関連している。

2. 長期個別債務格付の評価

長期個別債務の格付は、発行体格付をベースに、個々の債務の回収リスク等を評価し、必要な場合は符号に反映する。このため同じ発行体の債務であっても、発行体格付とは異なることがある。長期個別債務格付が発行体格付を上回ることを「ノッチアップ」、下回ることを「ノッチダウン」と呼ぶ。

格付方法

一般に、発行体のある債務で支払不履行が生じた場合、同じ発行体の他の金融債務も不履行になる。しかし、一部の債務についてのみ再編の対象となることがある。例えば、金融機関が、経営困難に陥った企業の再建のために金利減免、債権放棄等を行う私的整理の場合などは、発行体の一部の債務が約定通り履行されないことになる。このように、一部の債務が不履行になる可能性が他の債務と異なることがあり、必要に応じて格付に反映する。

回収リスクの評価では、デフォルト後の債権回収の可能性（債務不履行時の損失の可能性）を考える。具体的には、資産内容などを勘案しデフォルト後の当該債務の回収原資の状況を把握するほか、債権者の債権回収上の地位に着目する。無担保債務の場合には、劣後特約の有無のほか、担保付債務など当該債務に回収が優先する債務の多寡、担付切替条項の有無や担保提供制限の範囲など契約内容に着目し、回収の程度を検討する。担保付債務の場合には、対象債務と比べた担保資産の充分性、担保資産の換金可能性、担保処分に法的拘束を受ける程度、債権回収が終了するまでの期間が判断の際に重要となる。

2-1. R&I が想定する回収の程度とノッチアップ・ノッチダウンの考え方

R&I は、債務不履行時の回収の程度を通常は 20～70%と想定している。原則として個別債務の回収率が R&I の想定する回収の程度を上回る可能性が高いものをノッチアップ、下回る可能性が相応にあるものをノッチダウンの検討対象としている。

債務不履行時の債務の回収率には相当のばらつきが見られる。また、発行体が破綻に至るまでには、不動産や有価証券の売却、子会社の売却・再編などにより資産内容が大きく変わる可能性がある。調達構造も急速に変化することから、債務不履行時の債務の回収率を正確に予測することは困難である。このため R&I が想定する回収の程度は、幅をもって「極めて高い」から「極めて低い」の 6 段階に設定している。

ノッチアップ幅は発行体格付の水準が低くなるほど、大きくしている。格付が低くなるにつれて債務不履行になる可能性は高まり、不履行後の回収の重要性が増すからである。

信用力が比較的高い発行体の場合、債務不履行時の回収の程度を予測することは困難である。このため、BBB 以上の発行体については、劣後債のように契約上明らかに破綻時の請求権の順位が低い債務をノッチダウンの対象とし、それ以外の無担保債務については、原則として回収の程度の違いによるノッチダウンは行わない。発行体格付が BBB- の場合は、信用力のトレンドなどを考慮し、回収の程度に基づくノッチダウンを検討する。BB+ 以下の場合は、回収の程度に基づいてノッチダウンを検討する。

回収の程度に応じた原則的なノッチアップ・ノッチダウン幅

発行体格付 の水準	回収の程度					
	極めて高い	高い	やや高い	中程度	低い	極めて低い
BBB 格以上	0 ～ 3	0 ～ 2	0 ～ 1	0	0～▲1	▲1
BB 格以下	3 ～ 4	2 ～ 3	1 ～ 2	0	▲1	▲1

2-2. ハイブリッド証券、金融機関等の発行する規制資本商品等の考え方

ハイブリッド証券、金融機関等の発行する規制資本商品等のノッチダウンについては別途格付方法を定めている。詳細は、格付方法「ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点」「規制資本商品等と金融機関等の格付の考え方」を参照いただきたい。

3. 短期格付の評価

短期格付は、発行体格付とは表記も定義も異なるが、債務履行の確実性を評価するという視点には変わりはない。中長期的な評価と切り離すことはできず、通常、発行体格付をベースに評価する。

短期債務の格付にあたっては、発行体格付の水準および格付の方向性を考慮したうえで、期中の資金繰りの特徴や手元流動性の内容・水準、短期的な資金調達力なども踏まえ、発行体格付が同じであっても異なる短期格付を付与することがある。

4. 信用補完契約の考え方

個別債務の格付にあたり、親会社や第三者等による信用補完契約が存在する場合は、それを評価したうえで格付に織り込んでいる。信用補完契約としては、保証、キープウェル契約などがある。保証付債務に対しては、契約内容等を確認し、要件を備えていれば、原則として保証者と発行者のいずれか高い方の格付を付与する。キープウェル契約付債務の場合は、契約内容等を確認したうえで、親会社にとっての子会社の事業上、戦略上の位置付けを踏まえて評価する。要件を備えていれば、親会社の格付と同等となることが多いが、親会社の信用力が低い場合など、親会社より低い格付を当該債務に付与することがある。

第2部 発行体格付の考え方

1. 発行体格付評価のフレームワーク

事業リスクは、事業から生み出されるキャッシュフローや資産価値の予測の不確実性を指す。例えば、事業活動の対象とする市場が成長しているか、縮小しているか、あるいは、競争相手が多いのか少ないのかで、収益機会獲得の難易度が異なる。製品のライフサイクルが成長期にあるのか、成熟期にあるのか、でも、キャッシュフロー見通しの難易度は異なる。事業リスクの分析では、企業が一定の競争力、市場地位を確保し、安定的にキャッシュフローを創出し続ける経営資源を保有しているかどうかを評価する。一方、財務リスクの分析では、債務返済を円滑に進めるためのキャッシュフロー創出力の十分性、キャッシュフローを安定的に生み出し、成長させるための投資余力、外部資金の調達力や流動性の十分性、資産（事業）の抱えるリスクに対するリスクバッファの充足度、などを分析、評価する。

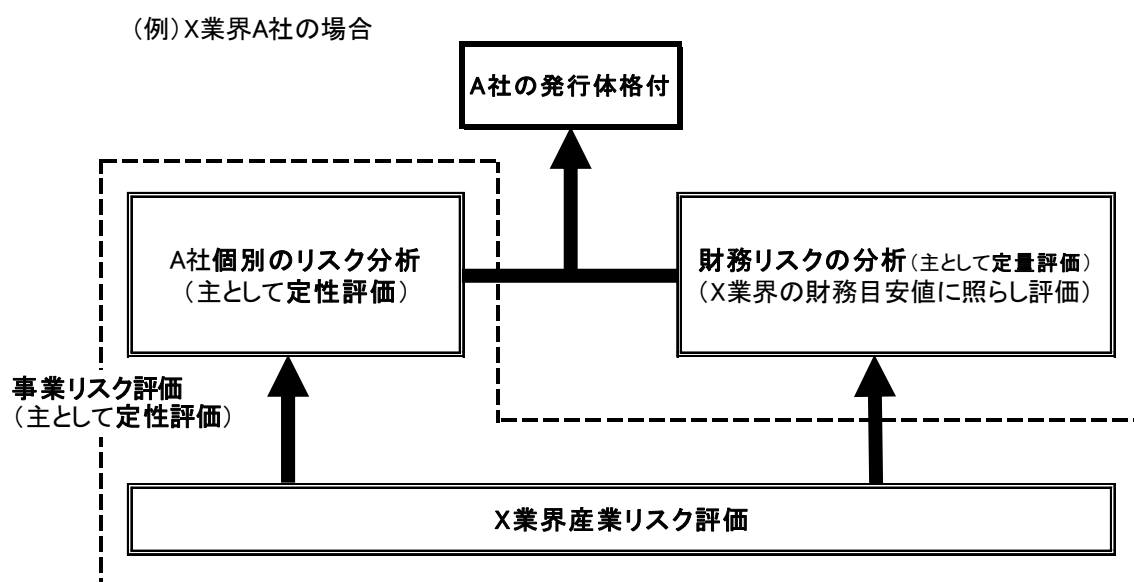
事業リスクは、産業リスクと個別企業リスクからなる。まず、発行体が属する業界の標準的なリスクを産業リスクとして評価する。同じ産業に属していても、その業界における競争力等により個社の事業リスクは異なり、それが主に定性要素である個別企業のリスク評価として反映される。

財務リスクの分析において重視する指標は事業特性に応じ決まる。収益力、規模・投資余力、債務償還年数、財務構成、リスク耐久力、流動性など複数の項目について格付のゾーンごとの財務目安値を設定している。財務目安値は、格付のゾーンごとに必要とする定量的な目安である。分析対象となる個別企業の財務指標が、財務目安値と比べて、どのように推移するかを分析する。

産業リスクが大きくても、発行体固有の競争力が強い、あるいは、財務基盤が強固であれば、産業リスクの大きさを緩和できる。

複数の目安値のうち必ずしも全ての項目を満たすことが必要なわけではない。また、個々の指標の重要度（ウエイト）は業界により異なる。評価にあたっては、主として定量評価による財務リスクと主として定性評価による個別企業リスクの評価項目の充足度を重要度に応じ評価に反映している。事業リスクと財務リスクの総合評価により発行体格付を決定する。

図1 発行体格付の考え方



1-1. 景気循環と事業リスク

R&Iの格付は、主に3～5年の将来見通しに対する見解を反映したものである。このため、前提となるマクロ環境の見通しから個別の産業見通しまで、予測される景気変動を格付に織り込んでいる。事業リスクの評価においてもこうした前提が反映されている。3～5年を超える見通しや要素については、重要性や蓋然性の高さを踏まえて、格付評価に織り込む。

1-2. 景気循環と財務目安値

格付のゾーンごとに設けている財務目安値は、景気の変動をある程度織り込んで設定している。R&Iは景気変動の一定期間を通じ、企業がこの目安値をクリアする能力を見ている。仮に、一時点の財務指標が財務目安値を下回る、あるいは上回る場合でも、それが一過性（短期間）のもので、近い将来、財務目安値の範囲に収束することが見込めれば格付を変更しない可能性が高い。その結果、事後的にみた格付別のデフォルト率の実績は、景気が改善する局面では全般に低下する傾向にあり、景気が悪化する局面では上昇することとなる。

財務目安値を下回る、あるいは上回る局面において、それが事業環境の構造的な変化によるもので、格付に織り込んでいた範囲を超えて生じたものと判断する場合、格付の変更につながる可能性が高い。

個別企業の分析では、一定の環境認識のもと、クレジットストーリーを作成し検討している。

2. 事業リスクの分析（主として定性評価）

2-1. 産業リスク評価

産業リスクは、原則として発行体が属する業界の標準的なリスクを指す。事業リスクを構成する要素の1つで、収益基盤や財務基盤へ影響を与える構造的な要素を示したものである。

2-1-1. 産業リスク評価で用いる業種

産業リスク評価で用いる業種は、日本標準産業分類のような統計で使用されるものを適用するのではなく、実態的なリスク特性などを踏まえて設定している。

2-1-2. 産業リスク評価の対象とする市場

産業リスクの評価にあたり、まず、対象発行体が属する業界の主たる収益基盤となる市場を特定する。国内／外の市場の垣根がなくグローバルに競争している業界がある一方で、内需依存型である場合、対象とする市場は主に国内に限定される。前者の場合は産業リスク評価の対象市場をグローバル、後者の場合は国内としている。もっとも、国内市場の成長が期待しにくいことから、内需型企业であっても、海外展開を図る事例も増えており、グローバル、国内の区分は必ずしも固定的なものではない。

2-1-3. 産業リスクを規定する要因とその評価

産業リスクは主として以下の視点から評価する。

1) 市場規模、市場成長性、市場のボラティリティー

対象とする市場の規模とその成長性、変動性を評価する。市場規模は企業が事業活動を営むフィールドの大きさを示し、売上高、流通総額または資産規模で捉えている。鉄道や小売、地方銀行など個別企業の展開地域が限定されるような場合でも、産業全体の市場を対象とする。市場が成長していれば追加的な収益獲得の余地が広がるし、市場規模が縮小と拡大を繰り返す等変動が激しい場合は収益変動リスクが高まる。

2) 業界構造（競争状況）

産業全体の平均的な姿を念頭に競合他社との競争状況を評価する。その際、産業ごとに重要となる競争要因を特定している。「参入障壁の高さ」「プレーヤーの数」「価格競争の激しさ」「マーケティング、販売力の差の有無と程度」等が視点になる。

3) 顧客の継続性・安定性

一度顧客となったものの、他社へ乗り換え、将来顧客でなくなるリスクの程度を評価する。「実質的に乗り換え（代替）可能か」「利便性での比較優位の存在」「乗り換えに伴う有形・無形のコスト」が

主な判断要素。経済的なコストを考慮した乗り換えやすさの程度と、仕組み作りやブランド力などにより有形・無形のインセンティブが働き継続性が保たれているか、など踏まえて評価する。

4) 設備・在庫投資サイクル

「設備投資の頻度」と「投資回収の確実性」の両面から評価する。設備投資は、新規投資に加え技術革新や設備更新に伴う設備の入れ替え、競争力の維持・強化のための既存設備への追加投資などがあり、投資の頻度が多ければそれだけ当該産業の投資・回収リスクが大きいといえる。設備投資の回収期間は、いわゆる法定耐用年数ではなく実質的に次の投資が必要になるまでの期間でとらえる。投資回収の確実性という点では、回収が長期にわたっても投資の頻度が少なく回収の確実性が高ければ高く評価する。

投資の対象は設備だけでなく在庫投資や研究開発投資も含めて考える。装置産業はメンテナンスが必要だが、長期間での投資回収を前提としており、キャッシュフローの安定性が高ければ比較的高く評価できる。製品のライフサイクルが短いうえ、巨額の投資が頻繁に必要な産業は投資回収の不確実性が高いため、評価は低くなる。

5) 保護・規制、公共性

規制等によって参入障壁や一定の利益が確保できるような仕組みが設けられている、あるいは、経営困難に陥った場合の保護が制度化されているといった場合は、産業リスクを軽減する要素として評価する。電力、ガス、鉄道など公共性の高い業界や預金取扱金融機関など金融システム安定性確保の観点から一定の保護・規制がある業界では、ポジティブな要素となっている。もっとも、これらの保護・規制は個別企業を保護するためのものではなく、世界的に見ても公的資金を個別企業に投入する場合、株主・債権者などの利害関係者にも負担を求める動きがある。規制や保護はその時々々の政治的経済的情勢にも影響を受け、産業リスクの軽減または増大につながる可能性があるため、その動向には注意を払う必要がある。

6) その他のリスク

1)～5)のほか、特定の業種について特に織り込むべきリスクがある場合は、産業リスクの評価に織り込むことがある。

2-1-4. 産業リスク評価と ESG（環境・社会・ガバナンス）要素

ESGのうち環境要素と社会要素は、需要動向や競争環境、投資負担、規制等を通じて、産業リスクに影響を及ぼすことがある。地球環境に響く二酸化炭素や他の温室効果ガスの排出を削減するために、導入・強化が進む各国の環境規制や政策がその代表例である。規制や政策の変更を受けて対象となる商品・サービスの需要減少や代替品の需要増大が促されたり、競争の激化や投資負担の増大につながったりすると、「市場成長性」「業界構造」「投資サイクル」などの変化を通じて、産業リスクに影響する可能性がある。規制の導入や変更が産業の不確実性を増大させるようだと、「保護・規制、公共性」を通じて産業リスクの評価に響くことがある。

2-1-5. 産業リスクのカテゴリー

産業リスクの度合いは企業の収益力や資本負債構成の水準などに影響を与える。リスクが大きい産業で事業を営む場合にはリスクの小さい産業に比べ利益率が低いと取るリスクに見合わなくなる。資本負債構成に関しても、リスクが大きい産業であれば、いざという時の損失を吸収するバッファーも厚くしておく必要がある。結果として、格付評価上、産業としてのリスクが大きいほど、同じ格付を要求するのにも高い収益性や保守的な資本負債構成が必要となる。

R&Iは産業リスクの大きさの程度を大まかに、小さい、比較的小さい、中程度、比較的大きい、大きい、の5つのカテゴリーに分けている。カテゴリーに分けることで、相対的な産業リスクの大小を認識することができる。後述する事業類型と組み合わせることで、同一事業類型内では、ほぼ同じ指標で業種間の相対感を比較できるケースが多い。

なお、産業リスクのリスク認識は経済・事業環境の変化に伴い変動する。R&Iでは前述の1)～6)の観点から定期的および必要に応じて産業リスクを見直している。

2-2. 事業特性に応じた類型分け

事業類型は、事業の特性に応じた業界区分である。企業間、業種間の比較をやすくするため、共通の切り口から幾つかの類型に分けている。同一事業類型内では重視する財務指標が概ね似通っていることから、産業リスクと組み合わせることで業種間の比較が容易になる。逆に、事業類型が異なる産業間では、財務リスクの分析において重視する定量指標も異なる。

R&I では事業類型をその特徴から、以下のように大別している。それぞれの特徴は次の通り。

1) 投資回収型

製造業等、設備投資をキャッシュフローで回収する能力を重視する産業が主にあてはまる。投下資本に対する利益率（ROIC）、ROA（総資産事業利益率）や投資に必要なキャッシュフローを確保しているか、一定期間で投資回収が可能かを見る。設備投資や有利子負債の回収／返済年数（純有利子負債 EBITDA 倍率）、資本負債構成（自己資本比率、ネット D/E レシオ）などを重視する。

2) 資産運用型

外部から調達した資金を原資に営業資産を積み上げ運用収益を稼ぐビジネスモデル。金融業の多くが該当する。業務を展開する中で抱える様々なリスクに対し、資本などのリスクバッファーがどの程度あるかを見るリスク耐久力を重視する。収益力の評価では営業資産から適切な信用コスト控除後利益やリスク調整後利益を確保しているかが重要で、これらをベースにした ROA を重視する。

3) 資産活用品

不動産賃貸業や百貨店業が該当する。不動産などの保有資産を長期にわたって活用し収益を得るビジネスモデルを主に想定している。物件の立地、仕様などといった競争力やブランド力を確認するための収益規模や利益率（ROA）のほか、安定したフロー収益で有利子負債を返済できるかを見る債務償還能力の指標が重要である。

4) 資産回転型

在庫や棚卸資産などの流動資産を回転させ一定の収益を確保するビジネスモデル。仕入れ－（加工）－販売－仕入れのサイクルを繰り返し、基本的に販売と仕入れの差が収益となる。小売業、卸売業、不動産分譲業などが該当する。商品等を仕入れた後付加価値をつけ一定期間内に売却しているか、その過程で適正な利益率を確保しているかを重視する。マージンの度合いを評価する売上高営業利益率、EBITDA マージンなどの収益性指標や利益規模を重視するほか、（棚卸）資産回転期間などの確認も重要となる。

5) 複合型

投資回収型、資産運用型、資産回転型などの特徴を併せ持つ。繊維、食品のトレーディングビジネスから権益投資まで多様なビジネスを展開している総合商社、資産活用品である不動産賃貸業と、資産回転型である不動産分譲業の両方を手掛ける総合不動産業が代表例。事業類型の異なる事業へ展開している会社があてはまる。

それぞれの事業類型で重視する要素の複合的な分析が重要になる。それぞれの事業のバランスを取っているかという点ではリスク管理態勢も重視する。

6) 労働集約型

陸運業や放送業等サービス業が主にあてはまる。また、ゲームソフト開発など人件費負担が重い業界もこの類型に分類している。安定して期間利益を確保できるような収益・費用構造になっているかという点で、利益率や経費率が重要な指標になっている。マーケティング能力の差やコストコントロール余力も見逃せない。損益分岐点比率等が参考になる。収益基盤の価値を見るうえでは収益規模が、ストレス下において期間損益が大幅に悪化した場合の財務耐久力を見る指標として自己資本比率などが重要である。

2-3. 個別企業リスク評価

2-3-1. 個別企業リスク評価の視点

産業リスクが対象企業の属する業界の標準的なリスクを示すのに対し、個別企業リスクは個社に固有のリスクである。産業リスクが大きくても、個社の収益基盤が強く、適切なリスクコントロールによって不確実性を抑制することができれば、産業リスクの大きさを緩和し、事業リスクを削減させることができる。

個別企業リスクの評価は定性的な要素が中心になるが、利益や営業資産価値の変動の大きさは事業リスクの度合いを表すものとして検証材料になり得る。評価項目は、当該企業が属する業種の事業類型やビジネスモデルにより多様であるが、主として以下の項目を評価している。

2-3-2. 個別企業リスクを評価する主要な項目

1) 対象とする市場の規模・特性

個別企業の主要事業が対象としている市場の規模・特性の分析は、収益基盤評価の基礎となる重要な要素である。個別企業が対象とする市場は、属する産業全体の市場と一致するとは限らない。例えば、鉄道、小売、預金取扱金融機関など地域展開している業種では、営業エリアの経済規模や多様性、人口動態といった要素によって、収益機会の多寡や収益規模が制約される。製造業でも成熟した先進国市場と、成長性の高い新興国市場では、製品に求められるものや販売戦略が大きく異なってくる。

対象市場が特定地域など集中している場合は、集中リスクが信用力を制約する要素になる。小さな特定のビジネスに集中している場合は、市場が不安定になり、消失リスクを考慮する必要が出てくることもある。

2) 対象市場における地位

対象市場の潜在的な価値をどこまで活用できているかを評価する要素。主に対象市場におけるシェアの高さを見る。対象市場において高いシェアを安定的に維持できていることは、市場における競争力の高さを示し、収益機会を獲得できていることを示唆する。

3) 事業ポートフォリオの構成・特性

個別企業が手掛けている主要な事業や対象市場の構成、分散・集中度など。収益のボラティリティーに大きな影響を与える要素である。特性の異なる複数の事業を持っていれば、収益の変動を抑えることができ、事業リスクの低減につながる。先進国と新興国など異なる特性を持つ複数の市場で強みを持つ場合も分散効果を評価できる。

手掛ける事業の数が多ければ、高い評価が得られるわけではない。それぞれの事業の競争力が強いことが重要だ。あまりに多くの事業があると管理が困難になり、経営資源が分散して各事業の採算が悪化することもあり得る。結果として不採算事業を抱えることになれば、むしろマイナス評価となる。また、複数の事業を手掛けていても、各事業の連動性が高く、同じ方向に動く特性を持っていれば、リスクの軽減にはつながらない。

特定の事業や市場に集中している場合、集中リスクを考慮する必要が出てくる。ただし、経営資源が限られている場合などは、強みのある事業に集中することが良い結果を生むことがある。手掛ける事業が強く安定し、対象市場の質が高い場合などは、比較的高い評価につながることもある。

4) 顧客基盤

収益機会の持続性・安定性を支える要素。顧客の分散度合い、顧客層の厚み、取引の厚み、などの視点から分析する。良質な顧客との結びつきが強く、長年にわたって安定取引を確保していれば高く評価することが可能だ。逆に、特定の顧客に依存して長い期間にわたり取引していても、競争劣位にある顧客に集中していると評価は低くなる。

5) 製品（商品）・サービスの競争力

価格支配力を高め、高い収益性を維持するために重要な要素。製造業の場合、製品の競争力はキャッシュフローを生み出す最も基本的な要素であり、製品の機能、品質、価格競争力、ブランド力といった要素から構成される。製品群全体の構成も重要な要素だ。対象とする市場によって求められる要素は異なり、例えば、先進国と新興国など規模や成長性の異なる市場で強い競争力を持つ製品（商品）を持つ

ていれば、キャッシュフローの厚みと安定性に寄与する。非製造業や金融業では提供するサービスの付加価値、ソリューション提供力が重要になる。

6) 技術力・研究開発力

技術力・製品力が差別化要因となる製品を取り揃え、市況変動の影響を受けにくくすることが、収益の安定性向上に有効となる。こういった技術優位性を持つのか、それを維持するための研究開発の体制、方針などを考慮する。先端技術で設備投資負担が重い産業の場合、技術革新への対応力が特に重要となる。業種によっては、世界的な環境規制強化への対応力が重要な要素になっている。

非製造業や金融業においても、付加価値の高いサービス・商品を開発する能力が高い場合や、独自のシステムを構築し、ビジネス・インフラとして顧客に浸透している場合は、競争力の源泉になる。

7) 生産能力・生産体制

大規模な製造設備を必要とする場合、固定費負担が大きくなり、スケールメリットが強く働く。工場など個々の製造拠点の競争力に加えて、需要変動や為替変動に対応できる生産拠点の分散や現地調達の体制なども重要だ。環境変化に迅速・柔軟に対応できる生産体制を構築していれば、収益力・キャッシュフロー創出力の安定化に有効である。

8) マーケティング力、販売力・販売体制、サービス（メンテナンス）体制

顧客との結びつきを補完するのはマーケティング力や販売体制、サービス（メンテナンス）体制だ。マーケティング力の評価では、当該費用比率と売上高の伸び率の関係、顧客獲得コストと平均回収期間の関係等の視点から、競争力を維持・向上させるコストとその効果を比較検討する。

対象とする市場の需要特性に応じたきめ細かい販売体制やサービス（メンテナンス）体制を構築することは、競争力を確保するうえで重要だ。他社の追随を許さない販売・サービス網を構築できれば、事実上の参入障壁となる。特性の異なる市場で強固な販売・サービス網を築けば、収益基盤の安定につながる。小売業など店舗展開している業種では店舗の競争力とその配置が重要になる。

9) 市場インフラとしての機能の重要性

証券取引所などの取引所・清算機関や短資会社、証券金融会社など市場のインフラを提供する会社の場合、機能としての重要性と代替可能性の評価が最も重要である。後述する財務リスクの評価も、機能を安定的に維持できるかという観点からの評価が中心になる。

10) 調達基盤の安定性・充実度

安定的に事業を継続するためには、原材料、燃料、商品などを安定的に調達することが重要になる。製造業の場合には主に、製品を製造するための原材料調達の安定度、価格交渉力を評価している。小売業・卸売業・商社などでは、取扱商品を安定的に仕入れるため、仕入先との関係が重要である。金融業のように営業活動の原資が資金である場合には資金調達力として資金調達基盤の充実度・安定度を評価している。

11) コスト構造の柔軟性

固定費を企業のマネジメントでコントロールできるか、環境変化に合わせたコスト構造の柔軟性がどの程度備わっているかを評価する。特に売上高の変動が大きい業種の場合、柔軟なコスト構造を構築することで、利益の変動を抑制できているかをチェックする必要がある。業種特性を踏まえ、一定の景気循環の中で起こりうる収益変動幅を考慮して、評価に反映する。将来の固定費負担につながる投資の方針、固定費の抑制や変動費化の度合いなどといった要因も踏まえて評価している。

12) リスクプロフィール／リスク選好度、リスク管理態勢

リスクを取ってリターンを得ることを基本とする金融業や、継続的な事業投資を行う総合商社などで特に重要な要素。金融業では、信用リスク、市場リスク、流動性リスクなど主要なリスクをどのように取っているかを示すリスクプロフィールは将来の財務リスクの変化を決定付ける要因である。

リスク選好度の評価も欠かせない。業務領域や営業エリアの拡大に対応して、適切かつ十分な経営管

理、リスク管理、内部統制が機能しているかがポイントになる。積極的な事業展開を進め組織が巨大化しリスク選好度が高くなる一方、経営管理などが十分に伴っていない場合には、信用力にネガティブな影響を与える。

一般事業会社の場合も受注・投資などの適切な管理が重要である。先進国市場の成長性が低くなり、世界経済の構造変化が進む中、多くの企業が海外事業や新事業領域開拓のための投資活動を活発化している。リスク選好度とビジネスモデルに見合った経営管理態勢を構築することが重要になってきている。

1 3) ガバナンス要素

コーポレートガバナンスは、経営課題の認識とそれに基づく経営戦略の策定・実行に影響を与え、事業リスクを低減または増大させる要素となる。東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」では、「『コーポレートガバナンス』とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する」としている。

企業の所有・支配構造、取締役会等の「ガバナンス体制」、経営者の業務執行能力、経営管理体制等の「経営執行」、内部統制の適切性やコンプライアンス等の「内部統制」の3つの観点から体制の整備状況、運用状況の両面を評価する。また、これらを適切に評価するには、その前提となる企業風土・文化の理解が欠かせない。

1 4) 環境要素・社会要素

「持続可能な社会の実現」に向けて、環境負荷や気候変動の抑制、安全・衛生、労働環境などへの配慮がこれまで以上に求められるようになっており、関連する規制も強化される方向にある。環境・社会要素は産業リスクに影響するだけでなく、様々な経路を通じて個別企業リスクを変化させる可能性もある。例えば、環境規制の強化や品質・安全基準の変更などが、展開市場の規模縮小につながることもある。一方、新たな収益機会を生み、新規市場の育成や市場成長を促すこともある。こうした構造変化への対応力は「技術力・研究開発力」が土台となり、「製品（商品）・サービスの競争力」を変化させる可能性がある。その影響は「対象市場における地位」「顧客基盤」「生産体制」などにも広がり得る。R&Iは、環境・社会要素のうち信用力に与える影響が大きなものを評価に織り込む。長期の視点で発生する可能性がある影響については、重要性や蓋然性の高さを踏まえて格付への反映を検討する。ただしリスクが顕在化するまでの時間軸が非常に長ければ、それに対応する時間的な猶予も確保できることになる。

3. 財務リスクの分析（主として定量評価）

事業リスクに対して財務面でどの程度の耐久力、戦略的な投資余力があるかを見極める。財務リスクの分析では、財務諸表の加工によって得られる様々な財務指標を検討するほか、財務運営方針、資金調達基盤、流動性リスクに対する管理方針などの定性面も評価している。必要に応じて、財務諸表上の数値を実態に合わせて調整して分析する。

3-1. 財務リスク評価の要素と視点

収益力、規模・投資余力、債務償還年数、財務構成などが主な視点となる。また金融法人では、リスク耐久力、資産の質、収益力、流動性を重視している。これらの項目に関して、産業リスクと事業特性を踏まえて指標とその目安を設定している。評価にあたっては、直近決算期末のようなある一時点の指標ではなく、将来見通しを含めた数期間をベースに評価する。製造・販売事業と販売金融事業のように、大きく異なる事業タイプのビジネスを持つ場合は、財務諸表を事業類型別に区分して評価することがある。

主要な評価項目について以下に述べる。

1) 収益力

収益力の強さと安定性の評価は、将来のキャッシュフローを予測する基礎となる。評価にあたっては、投資回収型を中心に、金利、非現金支出、税率といったものを調整した投資余力という観点から、EBITDA（利子・税金支払い前、償却前利益）を用いる場合も多い。

売上高規模に見合った利益を確保できているかを見る売上高営業利益率、EBITDA マージンのほか、投下資本や運用資産に対する収益率を表すROAなどが重要になる。

2) 規模・投資余力

競争力を維持・向上させるためには顧客ニーズの高度化に対応できるだけの設備投資、研究開発が必要になる。市場環境の好不況にかかわらず、一定の投資余力を持つ必要がある。

毎期獲得している EBITDA が大きければ、より大きな投資案件に取り組むことが可能になる。自己資本が大きければ、景気後退局面での需要の減少による損益の悪化、営業資産の減損など、より大きなリスクの発生を吸収でき、大きな業容を支えることができる。また、自己資本、EBITDA は、M&A など戦略的な投資への余裕度を見る指標にもなる。研究開発型の企業では、研究開発 (R&D) 投資額も重要になる。

3) 債務償還年数

有利子負債をキャッシュフローで返済するのに何年かかるかを見る債務償還年数は、債務の返済能力を直接的に表す指標として重要性が高い。事業特性を踏まえ、合理的な期間で債務を償還できるかを評価する。(純)有利子負債 EBITDA 倍率、(純)有利子負債営業キャッシュフロー倍率が代表的な指標である。

4) 財務構成

(ネット) D/E レシオ、自己資本比率、有利子負債依存度など資本負債構成を表す指標が代表的なものである。損益悪化時や資産の減損等へのリスクバッファーとして自己資本の充実度は重要である。特に産業リスクの大きなビジネスでは重要で、高い信用力を維持するためには、純有利子負債がマイナス(ネットキャッシュ)となっていることが求められる場合も多い。また、不況時にも金融機関から設備投資資金、運転資金の調達を円滑に行えるよう資本負債構成のゆとりが重要となる。価格変動リスクの大きな資産を抱える業種や継続的な事業投資を行っている場合などには、「販売用不動産/自己資本」「投資有価証券/自己資本」のようにリスク資産と自己資本のバランスを重視する場合もある。

5) リスク耐久力

金融業の評価で極めて重要な指標であり、総合商社の評価でも重視している。業務を展開する中で抱える様々なリスク(=経済資本)に対し、資本などのリスクバッファーがどの程度あるかという観点での資本の十分性を評価する。信用リスク、市場リスクなど主要なリスクとリスクバッファーの対比が主要な評価項目である。リスクは、VaR(バリューアットリスク)や UL(非期待損失)などのリスク量をベースに、ストレスシナリオへの脆弱性を加味して評価する。リスクバッファーは、必要に応じて資本性に関する調整を行ったコアの資本を重視し、今後の利益による内部留保の積み上げも考慮する。定量評価に加えて、リスク管理態勢・自己資本管理といった定性評価を加えることで将来にわたり資本を維持する能力を評価する。

6) 資産の質

主として信用リスクを取ることを業務の中心としている金融機関等の評価で特に重要な要素。不良債権比率、信用コスト率といった定量指標に加え、ポートフォリオの資産タイプ別構成、資産査定や引き当て・保全の厳格さも検証する。

7) 流動性

流動性リスクは債務不履行のトリガーになりかねない要素であり、金融業など多額の資金を調達して営業資産を積み上げる資産運用型のビジネスでは極めて重要である。流動性リスクの評価にあたっては、資産負債構造や資金調達の安定性に加え、ストレス環境下での流動性バッファーの水準、中央銀行を含む代替的流動性へのアクセス能力を調べる。預金という安定的な調達手段を持たないノンバンクは流動性リスクが大きく、金融機関との取引関係、今後の資金調達余力、手元流動性の状況などを入念に調査する必要がある。

その他の事業類型のビジネスでも特に信用力が低くなるにつれて、流動性リスクの評価は重要になる。また、営業資産を一定期間で回転させる資産回転型の事業類型の場合、製造業に代表される投資回収型の事業類型に比べ環境変化の影響が短期間で生じやすいという特徴があり、流動性リスクが顕在化しやすい。

8) 財務運営方針

財務リスク評価に関する定性的要素として、財務運営方針を確認する。高い信用力を安定的に確保するには、財務規律が維持されていることが重要である。企業として維持すべき財務指標に関する認識や株主還元方針などを確認する。特に、買収・合併等の経営判断に際し、資金調達をどうするか、その結果、財務の安定性をどう保つのかを確認することは不可欠の視点である。

3-2. 財務諸表の調整

財務リスクを評価するにあたっては、必要に応じて、発行体の経済的実態をより正確に表すように財務諸表上の数値を調整し、財務分析した結果も考慮する。また、実際に調整しない場合でも、定性的に評価に織り込むこともある。負債の網羅性を高める上で、リース取引や証券化について財務調整をすることがあるが、調整の対象はこれらに限らない。

1) リース取引

オペレーティングリース取引としてオフバランス処理されていても、営業に必要不可欠な資産で、バランスシートの規模に比して重要と判断したものについては、資金を有利子負債で調達・購入したものととして財務諸表上の数値を調整し、財務分析した結果も考慮する。経済的実態を踏まえた上で、リース相当額を有利子負債とみなすか否か検討が必要な場合もある。

2) 証券化

R&I では証券化を資金調達手段の1つとしてみており、バランスシートの変化はあるものの、信用力への影響は基本的に中立であると考えている。評価にあたっては、信用力が悪化した場合に債権者に担保提供できる資産が減少する、証券化を継続的に実施している企業において証券化の実施が困難になった場合、他の手段での調達が必要になる、ことなどにも留意する。また、証券化した資産を実質的に取得する蓋然性が高くないかなどにも留意する。

3-3. 事業リスクの分析と財務リスクの分析の関係

格付は、産業リスクを踏まえた財務目安値に対する充足度と個別企業リスクの評価を合わせて総合判断して決定している。事業リスクの分析と財務リスクの分析は相互に関連しており、また、産業によってそのウエートも異なる。格付は最終的にこれらの総合評価であり、単純に加重平均しているわけではない。

* これまで公表した同種の格付方法は、本稿に代替されます。

R&I が格付対象の評価に用いる格付付与方針及び格付方法（以下「格付付与方針等」と総称します）は、R&I が独自の分析、研究等に基づいて作成した R&I の意見にすぎず、R&I は、格付付与方針等の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&I は、格付付与方針等の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、格付付与方針等の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何や R&I の帰責性を問わず、何ら責任を負いません。格付付与方針等に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&I に帰属します。R&I の事前の書面による許諾無く、格付付与方針等の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。

自動車部品

この格付方法は、主として乗用車やトラック、二輪車の部品を供給する事業者を対象とする。一口に自動車部品と言っても、エンジン部品、車体部品、照明や計器といった電気・電子部品、駆動・操縦装置部品、ベアリングなどと幅広いが、事業リスクには共通の要素がある。ただし手掛ける部品により設備投資額や投資サイクルが異なる。財務リスクをみる際には部品特性の違いを踏まえ、評価の目安値にある程度の幅を持たせて判断する場合がある。

I. 事業リスクの評価

1. 産業リスクの見方

自動車部品市場は世界的な自動車需要の増加を背景に長い時間軸で見れば成長してきた。部品の種類や用途は幅広く、市場規模は大きい。全体としては今後も世界経済の成長に伴い市場拡大の余地があるだろう。

完成車メーカーとの関係が部品メーカーの強みとなる。品質や信頼性が重要視されるため、取引実績に勝る先進国メーカーが競争優位を確保しやすい。新興国企業が価格の安さだけでなく、課題の品質も改善して力をつけつつある。将来的に電気自動車（EV）にシフトすると搭載数が減少する部品が出てくる。一方、先端技術に付随する新たな需要も生まれる。電動化や先進運転支援といった次世代領域では、電子デバイスメーカーや新たなサプライヤーなどとの競合が増える。従来よりも取引先の切り替えが起きやすくなっている。こうした中、自動車部品メーカーの再編が活発化している。環境変化に対応するために必要な規模・投資余力は大きくなるうえ、技術変化のスピードが速く投資回収の不確実性も増してくる。

これらを踏まえ、自動車部品業界の産業リスクは比較的大きいと判断している。以前と比べると産業リスクは大きくなっている。

(1) 市場規模、市場成長性、市場のボラティリティー

自動車部品全体のグローバル市場は規模が大きい。新車組み付け用の主要部品だけで少なくとも数十兆円にのぼるとみられる。一部の部品は補修用の市場も形成している。自動車部品には様々な製品が含まれるため、個別にみると市場規模が小さいものもある。

自動車部品の市場は世界経済の拡大に伴い一定の成長が見込めよう。日米欧の先進国は自動車需要が

成熟しているものの、中国やインド、東南アジアといった新興国では需要成長が期待できる。顧客の完成車メーカーから値下げ圧力はあるが、自動車の高機能化や環境規制の厳格化は部品の付加価値へのプラス要素にもなる。将来的に EV が普及するとエンジンや変速機、吸排気などの部品需要が減少する。しかし、車体や内外装部品をはじめ需要に響かない部品も少なくない。既存領域であっても機能強化などが付加価値の増大につながる製品もあるだろう。電動化や自動運転、コネクテッド化をはじめとする業界の構造変化により、新たな製品の需要やソフトウェアを含めた付加価値の増大が自動車部品の市場成長に寄与すると予想される。

市場のボラティリティーは比較的大きい。自動車需要は個人消費や設備投資を通じて景気動向の影響を強く受ける。過去には金融危機や感染症拡大のような外部要因により、自動車生産台数が大きく減少したこともある。新興国の政治・経済情勢の変動もリスクとなっている。部品メーカーの収益動向や特定製品の需要は、顧客の競争力や調達方針などによっても左右される。

(2) 業界構造（競争状況）

部品メーカーは、顧客である完成車メーカーのニーズをくみ取り、品質・コスト・納期といった要求を満たす必要がある。信頼性が高い部品を大量かつ安定的に供給するには、高度な生産技術や管理能力が重要になる。研究開発の上流段階から協力できれば、取引関係の維持・強化につながる。自社が得意とする材料や生産方法の採用により原価低減の余地が大きくなる効果もある。日本では完成車メーカーと資本的、人的なつながりを持つ系列の部品メーカーが、綿密な擦り合わせを武器に高品質の製品を供給する構造がみられる。完成車メーカーの系列に属さない独立系の部品メーカーも存在する。欧州では複数の部品をモジュール化して、まとめて供給できるメガサプライヤーの存在感が大きい。

大手の完成車メーカーはグローバルに事業を展開しており、部品メーカーも世界各地に供給できる体制の構築が求められる。欧米や中国などグローバルに販売される車種向けは、欧米のメガサプライヤーと日本の有力メーカーが競合することが多い。新興国では現地企業とも競うことになる。競争環境は比較的厳しい。受注に対応しきれなかったり、大規模なリコール問題を引き起こしたりして顧客からの信頼を失うと、大口取引が他社に流れて経営に致命的な打撃となりかねない。

先進運転支援や自動運転のほか、コネクテッドやモビリティサービスに必要な部品やシステム、ソフトウェアでは、異業種とも競争する。EV 向けでも同様だ。電子デバイスメーカーや大手電機、IT（情報技術）企業との競争激化が予想される。技術変化の機を捉えて台頭してくる自動車部品メーカーもあろう。既存部品や新興国向けの低コスト化ニーズにも対応が必要だ。先端製品を供給できるサプライヤーの優位性が高まる一方、部品によってはコスト競争力のある新興国メーカーが自国の需要増と品質向上を背景に取引を増やしている。こうした環境変化もあり、自動車部品業界では M&A（合併・買収）や協業が活発化している。

(3) 顧客の継続性・安定性

自動車の安全性は人命に関わる問題であり、部品に対する品質要求の水準は高い。完成車メーカーとの取引は BtoB ビジネスであり、高い信頼性や納入実績が安定した取引関係を構築する。とりわけ系列部品メーカーは、以前ほどではないにせよ、顧客との強固な関係を強みにしている。自動車部品業界は階層構造になっており、最終部品を完成車メーカーに直接納入する Tier1（一次部品メーカー）は顧客情報や共同開発の機会を獲得しやすい。しかし中間部品を部品メーカーに供給する Tier2（二次部品メーカー）以下になると、そうした機会は少なくなる。

完成車メーカーは部品の共通化やモジュール化を進めており、同一部品がグローバルに複数のモデルに搭載されるケースが増えている。部品メーカーにとって取引拡大の機会となる一方で、失注時の影響は大きく、顧客の継続性・安定性が揺らぐリスクにもなる。完成車メーカー自身のリソースにも限りがある中で次世代技術への開発負担が増しているため、部品メーカーが提案を通じて顧客の負荷を軽減できれば、将来の取引の継続に寄与しよう。

特定車種向けに一度受注すれば、モデルチェンジで設計を変更するまで同じ部品の納入が続くことになる。ただし失注した場合は数年単位で取引が減少するうえ、契約段階で取り決めがないと次回のモデルチェンジまでインフレや市況を加味した価格転嫁が難しくなる。顧客が価格重視の調達方針を取ったり、他業界のプレイヤーや新興系メーカーと競合することが増えたりしている。電動化に伴う製品需要の変化も生じてくる。顧客の継続性・安定性は認められるものの、かつてより取引先の切り替えが起きやすくなっている。

(4) 設備・在庫投資サイクル

工場建屋や生産設備への投資額は手掛ける製品によって異なる。部品の多くは車両のモデルチェンジに伴う設計変更の際に刷新され、部品メーカーは新たな金型や生産ラインの投資が必要になる。一般的なモデルチェンジのサイクルを考慮して 3～5 年程度を投資回収期間の目安としている。製品ライフサイクルが長く陳腐化しにくい部品は、モデルチェンジのサイクルより投資回収期間が多少長くても許容できる。

既存製品に加え、電動化や先進運転支援、ソフトウェアへの設備投資・開発費負担が増してくる。EV の売れ行きは予測が難しいうえ、技術変化のスピードが早く、トレンドが転換すると軌道修正を求められる。投資回収の不確実性はやや高まりそうだ。

(5) 保護・規制、公共性

保護・規制、公共性に関して、プラス・マイナスの両面があるため、それらをネットしてみた産業リスクへの影響は概ね中立と判断している。各国政府が補助金や減税で自動車の購入促進を支援すれば、

部品メーカーにも間接的な恩恵となる。環境規制の強化は自動車部品の産業リスクを大きくする方向に作用するが、電動車の購入促進や充電インフラの拡充に向けた施策も講じられている。電動車購入の促進につながるようであれば納入する部品メーカーも恩恵を受けられるだろう。

(6) コスト構造

部品メーカーは完成車メーカーから恒常的に値下げを要請される。完成車メーカーでは厳格化される環境・安全規制への対応に加え、電動化や自動運転など先端技術に対する費用や投資が増加傾向にある。このため既存部品に対するコスト削減要求が強まっている。技術的に成熟した領域では値下げ圧力がさらに増してこよう。部品メーカーも海外展開や新製品投入に伴う設備投資が必要であり、手掛ける部品により減価償却費の負担が大きくなることがある。新興国では人件費が上昇しており、先進国では労働者の確保が難しくなっている。工場の自動化・省人化を進めるとしても設備投資や保全人員は必要で、十分な生産数量を確保できないと固定費負担をカバーしきれない。合理化活動により原価低減を継続し、販売価格の低下や新たに発生するコストを吸収できないと、収益性の維持が難しくなる。部品メーカーは生産の自動化・省人化のほか、設計見直しや安価な部材調達に取り組んでいる。

2. 個別企業リスクの見方

産業リスクが対象企業の属する業界の標準的なリスクを示すのに対し、以下のような個別企業リスクにより各社の事業リスクは相違する。

(1) 顧客基盤

部品メーカーの収益基盤を評価するには、顧客基盤の強さが最も重要になる。完成車メーカーとの取引関係がキャッシュフローの源泉だ。世界上位につける比較的少数の完成車メーカーとグループが世界の自動車生産台数の大きなウェートを占めている。業界トップクラスの顧客と強固な取引関係を築けば、グローバルに販売される主力車種の受注を中心にボリューム効果を得られる。顧客と共同で開発したり先端技術を研究できたりする立場になれば、将来も受注を獲得する可能性が高まる。また複数の優良メーカーを顧客に抱えて収益源の分散効果が大きい場合は、一部の顧客や車種の販売が不振でも影響を緩和できる。

(2) 製品競争力・技術対応力

顧客からの継続的な値下げ要求を原価低減で吸収し、環境対応や安全規制、快適性などの技術要求に応じて競争を勝ち抜くには、製品競争力と技術対応力が重要になる。付加価値が高い複数の製品群でトップクラスの市場シェアを持つか、収益性を維持できるコスト競争力があるか、などが評価上のポイント

トになる。

手掛ける部品の重要性が高く、開発・生産に高い技術力を必要とすれば製品の付加価値は高まる。市場シェアが高く売り手の交渉力が強ければ、値下げ要求に一定の歯止めが効いて、収益性を保ちやすくなる。部材からの一貫生産により付加価値の取り込みや原価低減を実現している事例もある。

次世代技術への対応力も考慮する。自動車の電動化や自動運転などへの対応には部品自体の技術進化に加え、周辺部品やシステムとの関連性を含めた提案が求められる。次世代技術に対応できれば将来に収益獲得の機会が広がる。

(3) 供給体制

有力な完成車メーカーの多くがグローバルに生産拠点を展開しており、部品メーカーは各拠点への効率的かつ安定的な供給が求められる。納入先となる顧客の生産拠点と同じ国で部品の生産・供給をしていけば、貿易摩擦や為替変動のリスク低減、物流費の削減に寄与する。新興国では労務費の圧縮や低コストの部材調達にもつながる。ただし部品特性や投資効率の観点からは、日本のように生産性や品質の高い国や生産コストの低い新興国から輸出した方がコスト競争力を確保できるケースもある。

グローバルに生産拠点・供給体制を構築しているか、展開地域で十分な利益を創出できているか、などが評価上のポイントとなる。完成車メーカーによるプラットフォーム集約や部品の共通化が進展しており、同品質かつ低コストの部品を世界中で大量に供給できる体制が必要になる。グローバルな供給体制を整備していれば、国内外の完成車メーカーからの受注機会が広がる。新興メーカーに対する参入障壁にもなる。成長途上にある新興国では、需要増への対応や調達・生産コストの低減が重要になる。先進国では貿易の枠組み見直しへの対応が求められる場合がある。生産を維持するための人員確保や自動化を通じた効率化も必要になる。拠点が過度に多かたり、不採算の地域があつたりして収益性を圧迫するようだと評価が制約される。展開する各地域が十分に利益貢献していると高い評価につながる。

(4) 用途分散

補修用品・アフターサービス向けの販売や自動車業界以外への製品供給といった用途による収益源の分散があれば、収益基盤とキャッシュフローの安定性につながる。大きな補修市場が存在して自動車の生産変動に左右されにくい安定収益源を持っているか、製品販売先が建設機械や産業機械など自動車業界以外にもあるか、などが評価のポイントとなる。ただし建設機械や産業機械は設備投資との相関が高いため、自動車よりも需要変動が大きくなりやすい。

II. 財務リスクの評価

財務リスクの分析では、財務データといった定量要因に加えて、財務運営方針や流動性リスクなども

評価している。自動車部品業界では、事業特性から以下のような財務指標を重視している。なお財務リスクをみる評価の目安値に、扱う部品の特性を踏まえてある程度の幅を持たせている。

(1) 収益力

ROA（総資産事業利益率）、EBITDA（利子・税金支払い前、償却前利益）／総資産平均、EBITDA マージン、売上高営業利益率

資産や売上高に対して利益・キャッシュフローを効率的に獲得できているかを評価する。資産効率をみるために ROA を重視している。手掛ける部品により減価償却費の割合が異なるため、EBITDA マージンの確認も重要だ。売上高営業利益率や EBITDA／総資産平均も確認している。

(2) 規模・投資余力

EBITDA、自己資本

競争力の維持・向上には、好不況に左右されずに開発や生産の投資を実施する必要がある。業界構造の変化に対応するためには、先進技術開発への投資を増やしていくことも重要だ。こうした投資余力をみるために、EBITDA の規模を重視している。損失を吸収する財務耐久力として自己資本の厚みもみている。

(3) 債務償還年数

純有利子負債 EBITDA 倍率、純有利子負債営業 CF（キャッシュフロー）倍率、（純有利子負債－運転資本）／FFO（運転資本増減控除後営業キャッシュフロー）倍率

純有利子負債とキャッシュフローとのバランスは、投資回収型の製造業で債務償還能力をみるうえで重要だ。純有利子負債 EBITDA 倍率を重視しており、純有利子負債営業 CF 倍率を併せて確認している。これらが自動車のモデルチェンジのサイクルに収まれば、必要な投資を回収できる可能性が高いといえる。部品によっては運転資本負担が比較的大きくなるため、運転資本の影響を除いた（純有利子負債－運転資本）／FFO 倍率も重視している。なお設備投資額が大きくても、製品のライフサイクルが長かったり、汎用的な生産設備を長く使えたりする場合は、モデルチェンジのサイクルよりも長い債務償還年数を許容することがある。

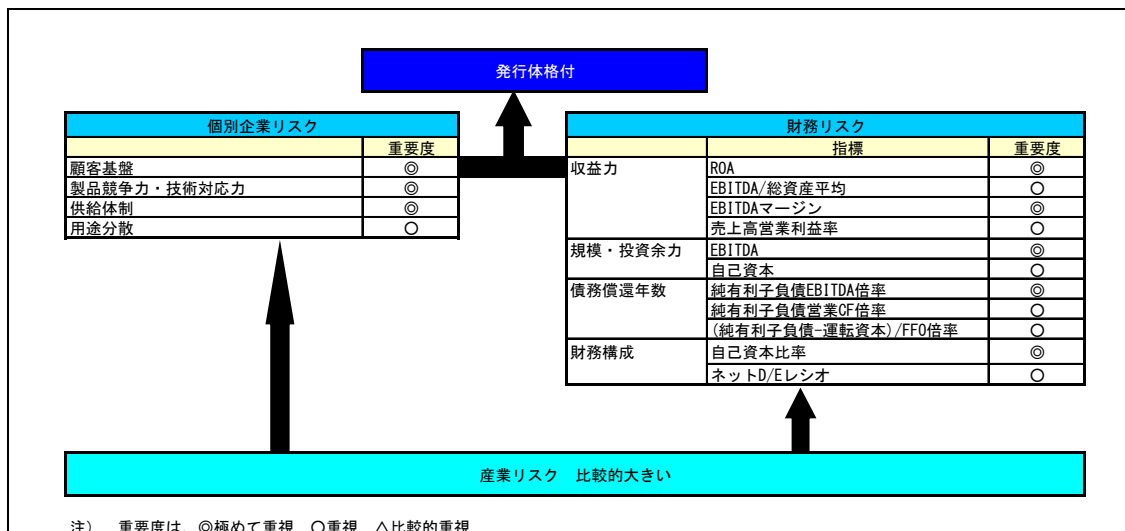
(4) 財務構成

自己資本比率、ネット D/E レシオ（純有利子負債の自己資本に対する倍率）

不況時にも金融機関から円滑に資金調達を行うには、一定の資本負債構成を保つことが重要だ。損益悪化や資産減損などへのリスクバッファーという観点もある。自己資本比率を重視しており、純有利子

負債と自己資本のバランスであるネット D/E レシオも確認している。

III. 自動車部品業界の格付



*これまで公表した同種の格付方法は、本稿に代替されます。

R&I が格付対象の評価に用いる格付付与方針及び格付方法（以下「格付付与方針等」と総称します）は、R&I が独自の分析、研究等に基づいて作成した R&I の意見にすぎず、R&I は、格付付与方針等の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&I は、格付付与方針等の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、格付付与方針等の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何や R&I の帰責性を問わず、何ら責任を負いません。格付付与方針等に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&I に帰属します。R&I の事前の書面による許諾無く、格付付与方針等の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。

小売り

小売業とは主にメーカーや卸売業者から仕入れた商品を最終消費者に販売する事業である。扱う商品は食品や衣料品、医薬品、化粧品、日用雑貨品から家電製品などの耐久消費財まで多岐にわたり、消費者の生活全般に深く関わっている。販売する商品や品ぞろえの範囲、販売方法などの違いによって、小売業者を業態というくくりでグループ分けすることが多い。

本格付方法は主に実際に店舗を出店し、商品を販売する小売業態に属する企業の信用力を評価する際に用いる。具体的には食品スーパー（SM）、コンビニエンスストア（CVS）、ドラッグストア（DgS）、ホームセンター（HC）、総合スーパー（GMS）、家電量販店、衣料品および身の回り品（靴、鞆など）を扱う専門店が対象になる。CVSは競争環境やビジネスモデルが他の小売り業態と違うため、個別企業リスクを評価する際の項目が一部異なる。

複数の小売業態や小売業以外の事業（金融、デベロッパーなど）を手掛け、それぞれで一定の営業基盤を持つ流通グループが存在する。こういった企業は主力の小売業態の評価を軸にしつつ、その他の小売業態および小売業以外の事業の評価も加味し、信用力を評価する。

I. 事業リスクの評価

1. 産業リスクの見方

小売業の産業リスクとして、外部環境リスクと競合リスクの2つが挙げられる。

小売業は消費者に店に入ってもらい、商品を購入してもらうことで成り立つ事業であり、売り上げは消費者の購買心理の変化に左右されやすい。この消費者の購買心理に影響を与えるのが外部環境要因だ。具体的には、景気動向、天候、流行・嗜好といった要素がある。不景気になると消費者の財布の紐は固くなりがちで、買い控えが起りやすくなる。冷夏や暖冬など天候不順時は本来売れるはずの季節商品が売れにくくなる。流行・嗜好に左右されがちな商品は、企業側が変化に上手く対応できなければ、在庫が積みあがってしまうことがある。通常、外部環境は複数の要素が絡み合いながら変化しており、その影響を受けやすい消費者の購買心理の変化を正確に捉えるのは容易ではない。

競合リスクとは他社の出店によって自社の営業基盤が損なわれるリスクを指す。近隣に他社が新店を出すと、短期的に自社店舗の売上高は減少する。顧客獲得のために値引き合戦になれば、売り上げの落ち込みが長期間にわたる可能性が生じ、自社店舗が撤退を余儀なくされることもある。本格付方法の対象になる小売業態のうち、GMSを除けば出店コストの負担は総じて重くなく、投資負担からみた新規

参入のハードルは低い。他社との競合は小売業の根源的なリスクと認識している。

外部環境リスクや競合リスクの影響の大きさは業態によって異なる。日常生活における商品の必要度合いや購買頻度、メーカーが製造しているナショナルブランド（NB）商品の構成比、業態および主力商品がこういった特性を持つかによって、外部環境の変化や競合企業の出店から受ける影響に差が出てくる。日々の生活に欠かせない食品の購買頻度は安定しているものの、不況時には高額品の購買や外食を控えるなど、不要不急の要素が強い消費行動をとらなくなる。NB商品は地域限定商品などを除くと基本的に全国共通だ。家電量販店に代表されるように、同商品の売上構成比が高いと価格や品ぞろえ以外での差別化が図りづらい。一方、生鮮商品のように地域性や品質（鮮度や味）で差が出る商品はNB商品に比べると独自性を出しやすい。

以上を勘案し、小売業の産業リスクは、需要の安定性や商品・サービス面での差別化余地の大きさをベースに業態ごとに整理している。具体的にはCVS、SM、DgSを中程度、GMSとHCを比較的大きい、家電量販店、衣料品・身の回り品専門店を大きいとしている。

(1) 市場規模、市場成長性、市場のボラティリティー

市場規模は業種により数兆円から数十兆円まで幅広いが、中でもCVS、SMが比較的大きい。市場規模を「買上客数（世帯）×顧客一人（一世帯）当たり買上点数×一品単価」とした場合、すでに日本経済が成熟していることに加え、人口減少や少子高齢化のように人口動態も変化していることから、買上客数や買上点数が将来的に減少していくことは避けられないだろう。過去の景気低迷期の経験から消費者心理は外部環境次第で節約志向に振れやすい面もある。小売業全体でみれば市場成長の余地は小さい。

もっとも高齢化による医薬品需要の増加などを踏まえると、DgSは他の小売業態より成長余地はある。CVSは商品の差別化や利便性のさらなる向上もあって、一定の成長は見込めそうだ。

小売業全体でみれば、製品のライフサイクルに左右されやすいメーカーなどに比べると、売り上げの振れ幅は総じて小さい。ただ景気低迷時は、主力とする商品の必需性や購入頻度により業態間で売り上げのボラティリティー（特に下振れ）に差がある。

SMで主力の食品は日常生活に欠かせず、定期的に購入され、かつ生鮮食品のように日持ちしない商品が比較的多い。購買頻度は高く、売り上げの振れ幅は小さい。CVSは年中無休、24時間営業、多種類の品ぞろえ、立地などで利便性を追求している業態だ。消費者にとって店舗が近くにあり、いつでも買い物ができる点が来店動機の重要な要素となっており、来店頻度は高い。取扱商品が飲食料品中心ということもあり、売り上げの変動は小さい。DgSが取り扱う医薬品は必需品であり、食品ほどではないが買い替えや継続購入の頻度は比較的高く、売り上げは総じて安定している。

HCはメーンの住関連商品（荒物、金物、農耕用品、園芸）のほかに、家庭用品など日用品も比較的多く扱っている。食品や医薬品ほどではないが、日用品も一定の買い替え需要があることから、売り上

げが急激に減少するリスクは大きくない。

日用品よりも単価が高い家電製品を扱う家電量販店は、不況時に消費者から不要不急品として認識されやすく、来店や購買の優先順位を後回しにされやすい。衣料品・身の回り品専門店は、嗜好性やファッション性の要素が強い面があるが、ベーシック衣料のように嗜好性が小さい商品は価格設定が手頃なこともあって、売上げの振れはファッション衣料ほど大きくない。

GMS は衣料品に振れ幅がある一方、商品別売上高のおよそ半分を食品が占める。衣食住の合計で見れば家電量販店ほど売上げ変動は大きくない。

(2) 業界構造（競争状況）

商品・サービス面だけでなく価格も含めて各業態内で激しく競っていることに加え、業態間の垣根を越えた競争も激しくなっている。小売業全体でみて、競争環境は総じて厳しい。

ただ、同業内での競争の激しさは業態によって差異がある。CVS は実質的に大手 3 社で競争している。消費者の節約・低価格志向への対応は必要だが、利便性が来店動機の重要な要素であり、他の小売業態と価格面での競争はそれほど厳しくない。DgS は商品・サービス力や人材の確保で大手企業優勢の状況にある。調剤や化粧品カウンセリング機能の充実など、他業態とはある程度差別化ができています。

SM は生鮮品や惣菜で店舗の独自性を出しやすく、小売業態の中でも差別化の余地は比較的大きい。ただ、基本的に小資本でも運営が可能であることから、参入障壁は低い。プレーヤーが多く競争は激しい。価格競争や品質管理への継続的な対応には一定の規模が必要と考えられ、中長期的には中堅以下の企業が淘汰される可能性はある。

GMS は衣食住の各分野で他業態との競争が厳しい。特に衣料品と住関連商品の競争力は低下している。HC は主力商品の DIY 商品や園芸、ペット商品などである程度の特徴を出すことは可能だが、日用品や住関連商品では他業態との競争がある。

家電量販店は NB 商品の取り扱いがほとんどであり、消費者にとって購入の判断材料は価格と品ぞろえが中心となる。店舗間で同質化競争に陥りやすく、インターネットでの購入機会も増えるなど、小売業態の中では最も競争が激しい業態だ。衣料品・身の回り品専門店は出店費用が小さく、新規参入の障壁は低い。中小企業を含めるとプレーヤーは多い。ブランドを確立して競合リスクを軽減する余地はあるものの、相応の時間とノウハウが必要であり、販促コストもかかる。ごく一部の企業を除けば差別化は容易ではない。

(3) 顧客の継続性・安定性

小売業が扱う商品は基本的に価格感応度が高い。どこの店舗でも取り扱う NB 商品の場合、価格と品ぞろえ次第で他店への顧客のシフトが起きやすい。

業態別にみると、地域性が高く必需品の取り扱いが中心である SM の場合、競合環境に大きな変化がなければ消費者はなじみの店舗を継続して利用するケースが比較的多い。特に生鮮品は価格だけでなく、品質も重要な要素となっている。価格以外で信頼を獲得できていれば顧客が離れる可能性は低い。

(4) 設備・在庫投資サイクル

小売業の設備投資は店舗関連が中心だが、業態によって新規出店にかかる費用や投資回収の期間に違いがあり、投資サイクルは異なる。新規出店で売上高を伸ばすとともに、スクラップ&ビルドを行うことで店舗網全体の競争力を確保している。GMS を除けば、店舗あたりの出店コストは重くない。

在庫負担は商品回転期間が短い SM が軽い。GMS も売上高のうち食品が半分程度を占めており、在庫回転期間は長くない。家電量販店や流行に左右されやすい商品をメインに扱う衣料品・身の回り品専門店では商品のライフサイクルが非常に短い。消費者ニーズとミスマッチした場合、売れずに過剰な在庫を抱えるリスクがある。リフォーム関連資材などホームセンターが得意とする商品は、回転期間が長く在庫負担が比較的重い。

(5) 保護・規制、公共性

保護・規制、公共性は小売り全体で見れば産業リスクに中立だ。本格付方法の対象となる小売業態の店舗で大規模小売店舗立地法などの規制により出店が困難になるケースは多くない。DgS は医薬品販売のための薬剤師あるいは登録販売員関連の規制緩和の内容によっては、他業態の新規参入が容易になる可能性が出てこよう。ただ、有資格者の確保や店舗オペレーションのノウハウの蓄積では DgS が先行しており、短期間で営業基盤が大きく毀損する可能性は低い。

(6) コスト構造

固定費負担が重いのが小売業のコスト構造の特徴だ。特に店頭で販売員やレジ係を配置する必要があり、販売管理費に占める人件費の割合が高い。業態によって差はあるが、店舗の大型化や都市部での出店を強化するケースでは賃料など出店コストの負担は重くなりがちだ。

2. 個別企業リスクの見方

産業リスクが対象企業の属する業界の標準的なリスクを示すのに対し、以下のような個別企業リスクにより各社の事業リスクは相違する。

CVS は店舗展開がフランチャイズ (FC) 中心であり収益形態が他の小売業態と異なること、衣料品・身の回り品は商品のライフサイクルが短いことなどから、個別企業リスクを評価する際の項目が一部異なっている。

1) 営業基盤の強さ

小売業の業績（売上高、利益）は「一店舗当たりの業績×店舗数」で表される。厳しい競合環境の中で生き残っていくには、業績が良い（＝競争力が高い）店舗をどれだけ多く持っているかが重要になる。もっとも展開範囲が狭すぎると、他社が集中的に出店してきた場合や大規模な災害が発生した場合に収益の変動リスクが大きくなる。ドミナント化したエリアを複数かつ広範囲に持つことで収益源が分散し、全体の収益の安定化を図ることができる。業態によって程度の差はあれ、小売業界は総じてバイイングパワー（売り上げ規模を背景とした仕入交渉力）が効きやすい。特に NB 商品の購入の際に仕入原価の低減などの効果が期待できる。

2) 店舗競争力

各店舗の売り上げ伸び率は消費者からの支持の状況を表しており、企業の競争力の強弱をみるうえで重要な要素だ。ただ、人口減少や競合激化で既存店売上高は容易には伸ばしにくい。成長のための新店投資は重要な経営課題である。古い店舗の魅力を高める改装投資も集客力を高める効果がある。

3) コストコントロール力（CVS を除く）

人件費や賃料、物流費などコスト全般の変動に対して、人員の適正配置などで効率的な業務運営体制を確立して、ローコストオペレーションを効かせることが重要だ。コストコントロール力がある企業ほど、事業環境の変化に耐える力があると言える。

4) 商品提案力、サービス力

価格以外での集客要素の有無を評価する。景気後退時には消費者の価格感応度が高まる傾向があるものの、価格を単純に安くしてもそのまま集客や売り上げの向上につながるとは限らない。魅力的な商品提案で消費者に訴求したり、選択肢を広げたりすることが重要になる。接客などのサービスが悪ければ、消費者からみた店舗イメージは悪くなる。価格以外の集客要素を持つことで他社との競合リスクを軽減することができ、安定した顧客基盤を構築することが可能となる。

5) 在庫や物流管理（衣料品・身の回り品専門店のみ）

衣料品・身の回り品は商品のライフサイクルが短く、売れ残りリスクが常につきまとう。1 シーズン以内で在庫が回っているか、在庫をコントロールする仕組みがあるかどうかなどは重要なチェックポイントとなる。

6) 販売力（平均日販）（CVSのみ）

利便性が重視される業態のため、消費者から認知され便利に感じてもらえる状態（店舗網）をつくり出せるかが重要である。収入の中心であるFC店舗からのロイヤルティの源泉として、店舗の販売力を重視している。店舗の販売力を評価する指標には平均日販（店舗当たりの1日の平均売上高）を使用している。店舗競争力や商品提案力・サービス力の評価は他の小売業態と同様だ。CVSはNB商品の定価販売が基本だが、差別化要素としてPB商品などの商品開発力が重要になっており、その展開状況や集客面での効果を評価している。物販以外のサービス機能が充実し、集客につながっている場合もプラス材料として評価する。

II. 財務リスクの評価

競争力の維持・向上に不可欠な投資を継続して実施できるだけの余力が保たれているかといった観点から財務リスクを評価する。

小売業では土地や建物などの固定資産を自己所有する代わりに、リースで調達することが一般的だ。日本の会計基準を前提とすると、ファイナンスリースやオペレーティングリースは決算書や注記事項として残高などが記載されるが、契約内容次第では注記に記載されないものもある。

以上のことから、法的形式よりも経済的実態を重視し、原則として資産を負債で調達・購入（自社による物件購入）したものとして財務リスクの評価を行っている。

(1) リース等調整について

リース等調整は原則として損益計算書の販売費及び一般管理費の賃借料（地代家賃）の一定割合にリース調整倍率を乗じて算出する想定リース債務を使用している。想定リース債務を総資産や有利子負債に加算し、一方で修正賃借料（賃借料の7割程度）をEBITDAに足し戻した値を使った各財務指標も評価する。

(2) 重視する財務指標

1) 収益力

EBITDA（利子・税金支払い前、償却前利益）／総資産平均、営業収益（売上高）営業利益率

競争力を維持・向上するうえで、投資に見合う利益・キャッシュフローを確保して、投資を継続していくことが重要だ。投下した資産から効率よく利益・キャッシュフローを確保できているかという観点から、EBITDA／総資産平均を重要視する。業態ごとに設定した店舗の想定使用期間で投資回収できる水準であれば、一定の収益力があると判断する。

商品構成や在庫の持ち方など企業が採る戦略がEBITDA／総資産平均に影響するケースがあるため、

営業収益（売上高）営業利益率と併せて総合的に評価する。

2) 規模・投資余力

EBITDA、自己資本

店舗の競争力を高め競合企業の攻勢に対応するためには、出店や改装、インフラ整備を適宜実施できる投資余力を備えているかをみる必要がある。EBITDAを重視する。また、EBITDAは債務を償還する原資をどの程度確保できているかをみるうえでも重要な指標だ。業態別に平均的な投資額（1店舗当たりの投資規模および年間の出店数の平均的なイメージ）を想定し、どの程度の投資余力があるかを確認する。不測の事態への対応（損失の吸収）に備えて自己資本の規模も重要だ。

3) 債務償還年数

純有利子負債 EBITDA 倍率

小売業の場合、成長維持に加え、競合企業の攻勢をかわし営業基盤を強化するためには新規出店が有効だ。ただ、投資回収が順調でも出店意欲が旺盛な場合、リース等を含めて相当程度の債務を抱えることになる。債務返済までの期間がどの程度かは、将来の投資余力を確認するうえで重要になる。

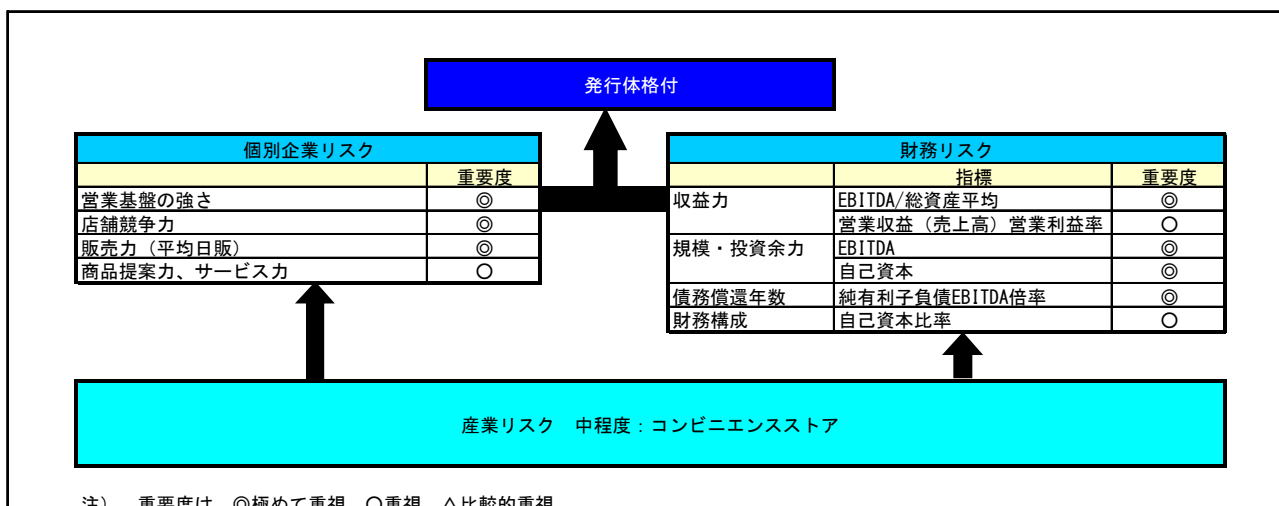
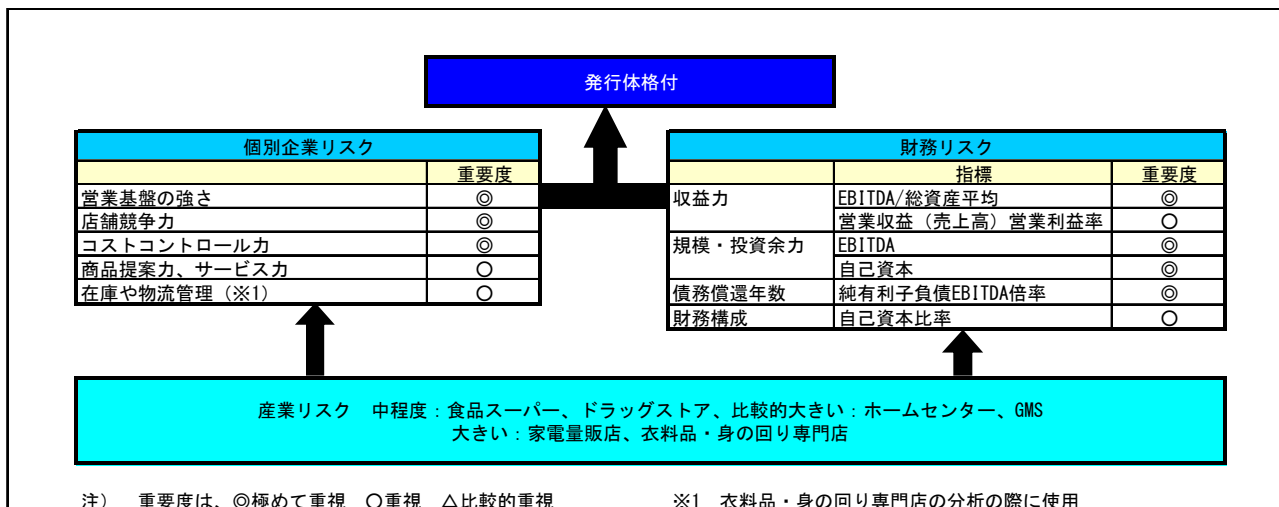
返済原資には新店だけでなく既存店からの収入も充当できる。リース調整倍率が想定している期間で債務を返済できる水準であれば一定の債務償還能力があるとみているが、産業リスクが大きい業態はより短い期間での償還能力を求めている。

4) 財務構成

自己資本比率

事業環境の急変などで予期せぬ収益悪化が発生した場合の財務耐久力をみるうえで、自己資本は重要である。減損損失に加え、不良在庫処理や店舗閉鎖に伴う損失などを余裕を持って吸収できる財務基盤があるかを自己資本比率で把握する。在庫および有形固定資産を自己資本でどの程度カバーできているかという視点も併せて分析する。

III. 小売り業界の格付



*これまで公表した同種の格付方法は、本稿に代替されます。

R&I が格付対象の評価に用いる格付付与方針及び格付方法（以下「格付付与方針等」と総称します）は、R&I が独自の分析、研究等に基づいて作成した R&I の意見にすぎず、R&I は、格付付与方針等の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&I は、格付付与方針等の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、格付付与方針等の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何や R&I の帰責性を問わず、何ら責任を負いません。格付付与方針等に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&I に帰属します。R&I の事前の書面による許諾無く、格付付与方針等の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。

陸運・倉庫

物流業界にはグローバル展開している大企業から地場の零細業者まで幅広い物流会社が存在する。提供している物流サービスは、トラック輸送や倉庫運営・在庫管理、流通加工、航空・海上貨物の利用運送（フォワーディング）、港湾運送など多岐にわたる。本格付方法では、こうしたサービスを手掛ける国内大手から中堅までの物流会社を主な評価対象としている。

I. 事業リスクの評価

1. 産業リスクの見方

日本経済の成熟に伴い、一部の貨物を除いて物流需要の伸びは見込みにくい。需要は短期的な景気変動に左右されやすく、市場のボラティリティーは比較的大きい。競争状況や顧客の継続性・安定性はどのような物流サービスを主としているかによっても異なる。トラック輸送を中心に事業者の数は多いが、有力企業と直接契約できる物流会社は限られる。大手はオーダーメイドの物流サービスをはじめとする差別化で、顧客の継続性・安定性を高めている。総じて、産業リスクは「中程度」と評価している。

展開する事業領域によってリスクが異なる点は個別企業リスクの評価に反映させる。

(1) 市場規模、市場成長性、市場のボラティリティー

物流業界の市場規模はトラック輸送を中心に20兆円以上と推定される。ネット通販の普及に連動して取扱量が増えている宅配便のようなマーケットもあるが、国内の長期的な物流需要は減少傾向にある。日本経済の成熟化とそれに関連した国内大手メーカーによる生産拠点の海外移転などが減少の背景にあり、このトレンドが反転する見込みは薄い。

業界全体の取扱量が日本経済の動向から大きく乖離することはないが、短期的な景気変動に左右されやすい。景気後退期には荷主からの値下げ圧力の高まりに加え、取扱量の減少に対応するために安値でも荷物を確保しようとする動きが広がる。市場のボラティリティーはやや大きい。

(2) 業界構造（競争状況）

1990年代に行われたトラック運送事業の規制緩和を機に新規参入が相次いだこともあり、物流会社の数は6万社を超えている。ただし、大半は下請け・孫請けに位置付けられ、荷主である有力企業と直接取引できる物流会社は限られる。

全国にネットワークを構築して長距離輸送や重厚長大貨物の取り扱いに対応できる物流会社や、トラック輸送から倉庫保管、流通加工、港湾運送、航空・海上フォワーディングまでの一貫サービスを提供できる物流会社は多くない。事業者数の多さから競争環境は比較的厳しいが、大手が単純な価格競争に陥っているわけではない。

(3) 顧客の継続性・安定性

トラック輸送のように差別化が図りにくいサービスの提供のみでは価格競争に陥りやすく、顧客の継続性・安定性は低くなりがちだ。大手は顧客の物流業務を一括受託する 3PL（サード・パーティ・ロジスティクス）に代表されるオーダーメイドの物流サービスを提供することが多く、こうした取引は契約期間が長い。複数の地域や業務にまたがる物流業務の一括受注は、その複雑さや煩雑さから他社への乗り換えリスク抑制につながる。

大手は人手不足の環境下での人材確保の優位性、荷主の業容拡大に応じてサービスの規模や範囲を広げてきた実績、幅広い物流サービスを組み合わせる力などを背景に比較的安定した取引関係を構築している。

(4) 設備・在庫投資サイクル

車両や物流センター、IT システムへの投資が設備投資の多くを占める。高度化する荷主の要望や人手不足を背景に、多機能で規模の大きい物流センターへの投資が増えている。大規模かつ高機能な物流センターへの投資総額は数百億円に達することもあるが、荷主の確保や既存拠点の荷物の集約などで、建設する前から取扱量に一定のメドをつけているケースが多い。不動産会社や投資ファンドによる大規模な物流賃貸施設の供給増加によって、多額の投資を行わずに 3PL を手掛けることも可能だ。こうした点を踏まえると、投資回収のリスクはさほど大きくない。

(5) 保護・規制、公共性

信用力に影響を与えるような保護や規制は基本的にない。日本政府はトラックドライバー不足の深刻化を受け、各種の法令改正を通じ物流負担の低減を図っている。ただ、産業リスクに大きな影響を与えるような内容ではないと R&I は判断している。

規制や業界慣行の影響が強い港湾運送は参入障壁が高く、業界秩序は極めて安定している。ただ、手掛ける物流会社は限られるうえ、各社の収益に占める割合も差が大きいいため、個別企業の事業リスクの中で評価している。

(6) コスト構造

集荷や配送、物流センター内での仕分け作業など多数の人員を必要とする事業が多く、典型的な労働集約型の産業だ。人件費が重く、減収時には利益が圧迫されやすい。そのため、取扱量の増減にあわせた倉庫の賃借、外部の協力会社へのトラック輸送の委託やパート・アルバイトを活用することなどで、コストをある程度変動費化している物流会社が多い。コスト構造は比較的柔軟とみている。安定的なネットワークの維持には協力会社との継続的な取引が欠かせず、物量が減少しても委託を大きく減らすのが難しい点には留意する必要がある。

他業種よりも低い給与水準や長時間拘束を受ける勤務体系、若者の車離れなどを背景にトラックドライバー不足が常態化している。人件費や外注費は上昇傾向となる半面、トラック輸送や庫内作業の内製化を進める動きが散見されるほか、輸送能力を確保しやすい大手の事業者を中心に荷主への価格交渉力は増してきている。

2. 個別企業リスクの見方

産業リスクが対象企業の属する業界の標準的なリスクを示すのに対し、以下のような個別企業リスクにより各社の事業リスクは相違する。

(1) 顧客基盤

国内大手から中堅までの物流会社の顧客は大企業が中心で、取引関係は長期に及ぶことが多い。有力企業と良好な取引関係を構築できていれば、安定した取り扱いが見込め、当該企業の業容拡大に合わせた取扱量の増大も期待できる。主要な取引先からの厳しい要請に対応する過程で積み上げてきた実績やノウハウは、新規顧客の獲得にも有利に働く。

顧客基盤の評価にあたっては、収益の安定性確保の視点から特定の企業や業種、地域に偏らず、顧客を幅広く分散できているかも重要だ。宅配会社のように中小企業や個人の利用も多い物流サービスは、取引の裾野が広い。

(2) サービスの競争力

付加価値が高く競争力のある物流サービスの提供は、荷主との関係強化や過度な価格競争の回避につながる。扱いが簡単な荷物の単なる輸送や保管といった特色のない物流サービスほど他の物流会社による代替可能性が高まるため、価格競争に陥りやすい。

主力とする物流サービスの競争力や差別化が図れる輸送・保管サービスの展開状況、収益動向を重視する。人手不足によるコストの増加に生産性の向上や価格転嫁で対応できているかもポイントだ。参入障壁の高さなどから事業者数が少ない業務領域での存在感も別途評価する。

(3) 業務領域の広さ

顧客企業が物流を効率化するうえで、特定の物流会社への業務の一括委託は有力な選択肢の一つだ。複数の物流業務を組み合わせた複合一貫輸送サービスの提供ができれば、こうした荷主の困り込みにつながる。

得意とする物流サービスを軸に周辺業務の充実が図られているかは、顧客ニーズへの対応力をみるうえで重要なポイントだ。既存顧客の海外進出への対応や新規顧客の獲得、収益源の地域分散といった観点では海外で物流ネットワークを構築していく重要性も高い。

(4) コスト構造の柔軟性・管理能力

売上高の変動に対応した柔軟な収支構造は、安定的な収益の確保につながる。売上高のベースとなる取扱量は景気変動といった外部環境の影響を受けやすく、安定的に利益を計上するにはコストを柔軟にコントロールする必要がある。トラックドライバー不足による人件費や外注費の上昇もあり、物量の減少局面だけではなく、物量増加に対応するうえでもコストコントロールの重要性は高い。

トラック輸送などでの外部委託の効果的な活用に加え、実質的なコストの削減余地も重要となる。主とする事業によってもコスト構造は異なる。自社の物流施設が多ければ償却負担が大きくなるほか、フォワーディングを主とする物流会社はコスト全体に占める輸送スペースの調達費用の割合が高い。ある程度は取扱量の増減に合わせたスペースの調達が可能だが、航空貨物輸送や海上コンテナ輸送の運賃市況変動の影響を受けやすい。

(5) 不動産事業の収益基盤

古くから保有する簿価の低い物流施設跡地を賃貸オフィスビルなどに転用し、不動産事業で高い採算性を実現している物流会社では、その収益基盤も評価の対象にしている。こうした物流会社は倉庫会社に多い。

不動産事業のウエートが低い場合、同項目は使用しない。

II. 財務リスクの評価

財務リスクの分析では、財務データといった定量要因に加えて、財務運営方針や流動性リスクなども評価している。陸運・倉庫業界では、事業特性から以下のような財務指標を重視している。なお、3PLを主体とする物流会社は物流センターに関するオペレーティング・リースの金額が大きくなりやすく、それらを調整した各指標の重要性が高まる。

(1) 収益力

EBITDA（利子・税金支払い前、償却前利益）／総資産平均、売上高営業利益率

物流センターや車両などに投下した資産を基に効率良く利益・キャッシュフローを確保しているかという観点から EBITDA／総資産平均が重要な指標となる。主とする物流サービス、物流センターの保有方針などの違いが EBITDA／総資産平均に影響するケースがあるため、売上高営業利益率と併せて総合的に評価する。

(2) 規模・投資余力

EBITDA、自己資本

中長期的な収益基盤の維持には、車両の更新といった経常的な投資に加えて高機能な物流センターの新設、商圏・機能の獲得を狙った M&A（合併・買収）、海外の物流ネットワーク構築など、多額の投資が必要となる。こうした取り組みに対応できる投資余力を持つか判断するための指標として、EBITDA を重視している。あわせて資産の毀損リスクなどが顕在化した際のバッファーとして機能する自己資本の厚みも確認している。

(3) 債務償還年数

純有利子負債 EBITDA 倍率

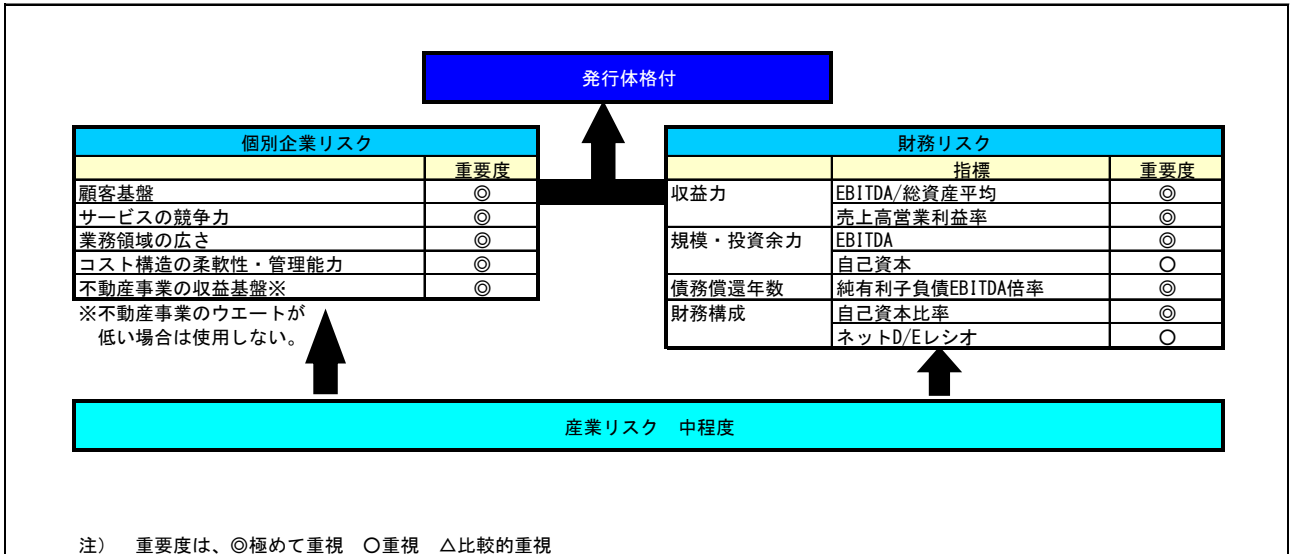
債務償還能力を測る指標として重視する。なお、主要な荷主と安定した取引関係を構築している場合などは投資規模が大きくなりがちな物流センターであっても投資回収に対する不安は小さくなる。実質無借金の状態が極めて高い評価の目安となる。

(4) 財務構成

自己資本比率、ネット D/E レシオ（純有利子負債の自己資本に対する倍率）

財務基盤の強さや外部資金の調達余力の有無を判断するうえで重要性が高い。収支が比較的安定していることもあり、損失に対するリスクバッファーとしての役割はそれほど大きくない。

III. 陸運・倉庫業界の格付



*これまで公表した同種の格付方法は、本稿に代替されます。

R&I が格付対象の評価に用いる格付付与方針及び格付方法（以下「格付付与方針等」と総称します）は、R&I が独自の分析、研究等に基づいて作成した R&I の意見にすぎず、R&I は、格付付与方針等の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&I は、格付付与方針等の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、格付付与方針等の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何や R&I の帰責性を問わず、何ら責任を負いません。格付付与方針等に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&I に帰属します。R&I の事前の書面による許諾無く、格付付与方針等の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。