

基礎研 レポート

増える格下げ、悪化する企業の 財務状況と市場の反応

金融研究部門研究員 伊藤 拓之
(03)3512-1855 hitoh@nli-research.co.jp

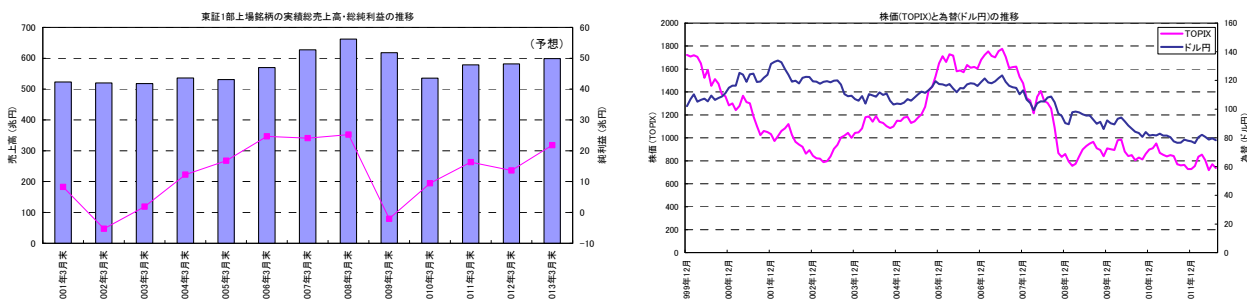
1—はじめに

厳しい企業の経営環境を背景に格付会社が格下げを行う機会が近年増加している。本レポートでは格下げの対象となった企業(格下げ企業)に焦点を当て、その背景を探るべく格下げ企業の財務状況ならびに格下げに伴う株式市場、社債市場、CDS 市場での反応を調査することを主眼とする。

1 | 厳しい企業の経営環境

昨今企業の経営環境が悪化してきている。2012年6月には東証1部株価指数(TOPIX)は29年ぶりの安値をつけている。その背景として、①欧州の金融危機問題に加え米国や中国等世界景気の減速、②リーマンショック以降の円高の進行ならびに史上最高値近辺での推移、③東日本大震災やタイの大規模洪水といった天変地異によるイベントリスクの顕在化が考えられる。この結果として、図表1に見るように東証1部上場銘柄の総売上高(図表1左図、棒グラフ)は2012年3月末実績で2008年3月末対比88%、純利益(図表1左図、線グラフ)では54%と、いまだリーマンショック前の水準は回復できず、日本の株式市場は2009年以降低迷を続けている(図表1右図)。

図表1：東証1部上場銘柄の実績総売上高・純利益の推移及び株価・為替の推移

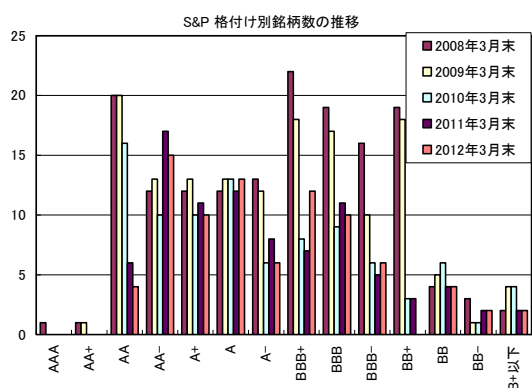


(資料) 日経 NEEDS より筆者作成

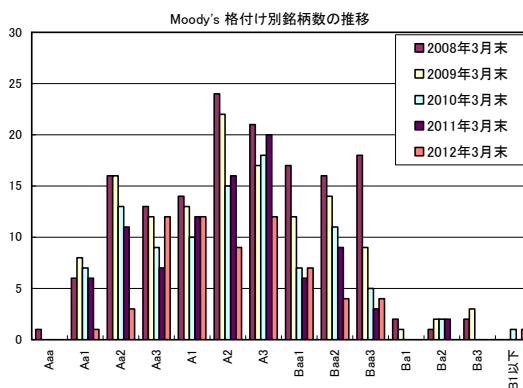
2 | 格付会社の格付動向

格付会社が格下げを行う機会が近年増加している。図表2には日本の一般事業会社(銀行・証券・保険・その他金融除く)の格付を行っている S&P、Moody's、R&I、JCR 4社の格付(発行体格付を中心に、未付与の場合は無担保社債格付を利用)の動向を示した。下段の表にあるように各社ともに2008年度以降は格下げ企業数が格上げ企業数を上回ることが多く、近年企業の格下げが増加しているのが見てとれる。また各社ともにAA格(AA+/AA/AA-またはAa1/Aa2/Aa3を含む)以上の高格付企業数が減少傾向にあり、一方でA格(A+/A/A-またはA1/A2/A3を含む)企業が増加している。この背景を探るべく、次章以降では格下げ企業の財務状況および市場での反応を調査していく。

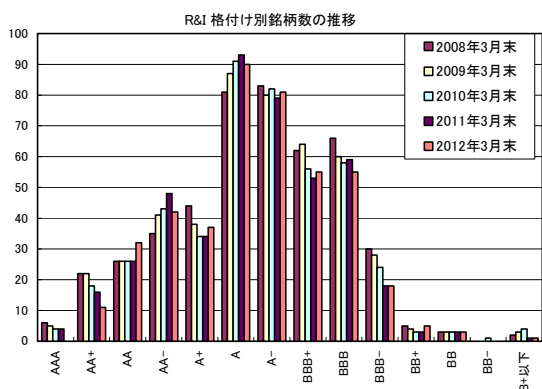
図表2：格付会社の格付の動向および格上げ/格下げ企業数の推移



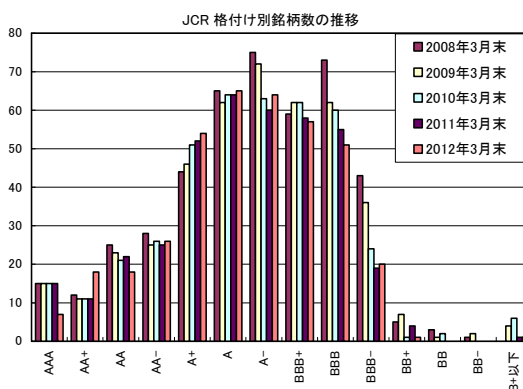
S&P	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
格上げ		5	1	2	0
維持	120	70	61	57	72
格下げ	12	18	11	13	3



Moody's	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
格上げ	6	1	0	2	1
維持	104	76	79	31	52
格下げ	12	19	10	29	9



R&I	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
格上げ	27	14	23	8	6
維持	397	379	390	383	400
格下げ	21	44	14	38	17



JCR	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
格上げ	20	22	26	21	6
維持	370	338	347	327	355
格下げ	31	34	5	23	14

※2012年度は2012年4月～7月末に格付変更した企業数を示す。

(資料) S&P、Moody's、R&I、JCR 各社の格付データベースより筆者作成

2—企業の財務状況と格付の関係

1 | クレジットリスクを考える財務指標

『R&I の信用格付の基本的な考え方』によれば、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）を分析するに当たって、①事業から生み出されるキャッシュフローを生み出す力や資産価値の予測の不確実性（事業リスク）、②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（財務リスク）の両面から分析している。

本レポートでも定量評価が可能な財務リスクの分析に焦点を当て、財務諸表の加工によって得られる財務指標^(注1)を用いて、近年の各企業の財務状況ならびに格下げ企業の状況を分析する。財務リスクの評価は、①現在の事業から生み出されるキャッシュフロー、②将来のキャッシュフローの予測の基礎となる収益性、③債務を合理的な期間で償還できるかを示す債務返済能力、④損益悪化や資産減損等の発生に際して自己資本による吸収がどの程度可能かを示す財務構成に主な視点を置き、各企業の事業分野の違いに伴う財務状況を考慮して、業種別の分析を行った。

分析対象は、グローバル企業ならびに国内企業に対して幅広く格付を付与している R&I 社の一般事業会社（銀行・証券・保険・その他金融除く）の格付対象企業を用いた。分析期間は、過去四ヶ年度とし、各年度末（各年3月末）の本決算財務諸表を用いて、格下げ企業は年度末から過去1年以内に格下げされた企業とした。

2 | 現在の事業から生み出されるキャッシュフロー関連の指標と格付の関係

キャッシュフロー関連の指標として、「営業キャッシュフロー(CF)/流動負債」と「フリーキャッシュフロー(FCF)/売上高」を用いて分析した。「営業CF/流動負債」は、会社の営業活動から生じた現金・預金などのキャッシュフローによって短期間に支払期限が到来する流動負債をどれだけまかなっているかを示す指標で、不況時の抵抗力の一指標となりうる。「営業CF/流動負債」が高いほど、キャッシュでまかなえる流動負債の割合が高く、安全性が高いことを示す。

フリーキャッシュフローは企業本来の営業活動より獲得したキャッシュフロー（営業キャッシュフロー）と事業維持のために投資にまわしたキャッシュフロー（投資キャッシュフロー）を足した指標で、企業が事業活動から獲得したキャッシュのうち経営判断で自由に用途を定めることできる資金である。企業が戦略的事業を行う際の元手や借入金を返済して財務健全性を高める場合の支払い原資となりうる。「FCF/売上高」は売上がどれほど効率的にフリーキャッシュフローを稼いでいるかを示す指標で、多いほど効率的にフリーキャッシュフローが生み出されている。

図表3は格下げ企業のキャッシュフロー関連指標とその業種平均を示したものだが、これから以下

のような関係が読み取れる。格下げ企業では「営業CF/流動負債」が業種平均に比べ低いことが多く、格下げ企業は業種平均に比べ流動負債の支払いに対する安定性が低いと言えよう。さらに格下げ企業ではこの値がマイナスとなることも多く、いくつかの企業では営業キャッシュフローを創出できていないことがわかる。また「FCF/売上高」でも格下げ企業では業種平均に比べ低いことが多く、格下げ企業は効率的にフリーキャッシュフローを創出できていないと言えよう。

業種ごとの変化を時系列で分析すると、売上・利益ともに大幅に落ち込んだ2008年度(2009年3月末)の「FCF/売上高」でマイナスの業種が増え、その後回復基調にあったが、2011年度も再びマイナスの業種が増えている。同様に「営業CF/流動負債」も2009年度以降回復基調にあったが、2011年度は悪化している。企業の経営環境の悪化から業種全体にわたってキャッシュ創出能力が低下し、その中でも特に悪化しているものが格下げの対象となりうると考えられる。

図表3：キャッシュフロー関連指標と格下げ企業と業種平均の比較

キャッシュフロー関連	2008年度				2009年度				2010年度				2011年度※1			
	営業CF/流動負債(%)		FCF/売上高(%)		営業CF/流動負債(%)		FCF/売上高(%)		営業CF/流動負債(%)		FCF/売上高(%)		営業CF/流動負債(%)		FCF/売上高(%)	
	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均
食品		25.98		1.63		36.98		0.97	90.56	36.78	1.26	3.31	27.51	29.85	-7.96	1.55
繊維	15.76	10.15	-3.75	-3.65		29.70		-4.65		27.97		6.27		19.87		1.84
パルプ・紙		13.19		-1.80		28.08		7.22		19.53		4.10	11.37	16.02	-0.38	1.83
化学工業		27.15		-0.55	16.74	38.87	-3.08	4.84		33.91		4.11	18.60	24.25	-6.72	1.50
医薬品	15.41	43.10	-39.83	-4.97		52.59		8.52	41.99	47.57	-14.89	4.95	48.31	49.41	-16.50	4.07
石油		13.55		0.54	1.49	0.23	-1.98	-2.36	13.44	10.43	0.31	0.37		7.87		0.69
ゴム		22.45		-0.87		41.44		6.69		32.78		4.43		20.35		-1.07
窯業	87.19	22.34	3.23	-2.22		30.78		1.23		38.51		6.17	-5.11	17.95	-6.55	-1.30
鉄鋼業		24.36		-0.89	17.73	33.93	6.73	5.76		27.73		2.22	14.78	44.92	-1.37	0.67
非鉄金属及び金属製		21.56		-0.09	13.47	18.79	0.46	2.15	13.78	17.61	2.21	2.58		14.51		-0.92
機械	-7.12	10.78	-8.78	-3.47	34.49	24.96	9.50	3.03	16.91	22.46	-9.34	3.59		15.34		2.31
電気機器	-5.36	24.77	-20.83	-1.90	8.41	29.28	-0.54	3.04	14.51	29.02	-1.18	3.05	5.78	18.63	-6.01	-1.00
造船		-4.97		-8.48		4.36		-2.82		11.64		2.36		12.17		1.44
自動車・自動車部品	7.19	14.49	-2.21	-3.08	22.33	25.21	-0.10	3.05		31.65		5.13	12.27	19.98	-0.37	1.05
その他輸送機器		32.44		3.43		23.97		8.73		18.33		5.19		15.48		0.45
精密機器		26.88		2.20	22.47	43.00	6.26	7.40		37.95		4.35	8.92	26.60	-12.65	-5.90
その他製造業	28.03	25.21	2.65	1.33	29.79	32.97	1.26	4.18		25.30		2.91	21.93	22.65	2.17	2.07
鉱業		111.79		-0.91		105.91		-1.24		107.60		-60.48		87.18		3.36
建設	-2.16	3.11	-1.89	-1.80	8.51	9.20	1.31	2.34	15.85	12.39	12.18	4.01		9.55		2.51
商社		11.03		0.17		15.58		2.51		-0.72		-1.80	70.51	11.92	9.67	0.26
小売業	8.27	12.96	-0.65	-0.11	12.60	20.06	2.06	1.26	19.20	18.68	5.72	1.00		19.56		1.89
不動産		20.99		-14.96	36.28	35.89	7.05	-5.54		33.78		9.08	4.17	25.99	-14.13	-3.20
鉄道・バス	7.56	21.04	0.39	-0.43		23.98		0.81		26.08		3.34		25.32		4.29
陸運	28.71	24.82	1.94	0.74	23.98	25.66	2.52	1.54		24.41		2.73		21.59		1.15
海運		30.29		-3.09	0.62	19.15	-4.69	-3.23		41.80		0.96	2.28	9.47	-7.98	-13.63
空運		-2.11		-7.44		17.56		-13.75		45.55		4.73		46.50		3.41
倉庫・運輸関連		36.19		-5.87		38.39		-1.63		30.16		0.47		29.32		4.23
通信		61.22		1.38		67.98		5.93	25.66	71.89	10.59	6.38		63.35		8.21
電力		52.42		3.14		60.43		6.32	52.73	51.75	3.66	-0.94	24.38	26.53	-7.03	-7.04
ガス		42.36		1.24		63.58		6.54		44.14		1.68		33.66		-1.79
サービス業	-55.98	34.23	-48.24	0.88	59.63	38.75	55.98	9.78	27.41	48.57	4.17	8.59	10.55	37.03	0.04	5.24

※1 2011年度は2011年4月～2012年7月の格下げ企業を分析対象とした。

(資料) 日経 NEEDS、R&I 社格付データベースより筆者作成

3 | 将来のキャッシュフローの予測の基礎となる収益性関連の指標と格付の関係

次に収益性関連の指標として、「総資産事業利益率 (ROA)」、「売上高営業利益率」を用いて分析した。「ROA」は企業の保有している資産が、どのくらい利益獲得のために有効活用されたかを示す指標で、企業の収益効率を示す指標である。「ROA」が高いほど、効率的な経営が行われ、企業の収益性が高いことを示す。一方、「売上高営業利益率」は売上規模に応じた利益が確保できるかを示す指標で、企業の本業の収益性を示す指標である。「売上高営業利益率」が高いほど、収益性に優れていることを示す。両指標ともにマイナスの場合は事業から利益が上がっておらず、収益性が極端に低い状態であることを示す。

図表4に格下げ企業の収益性関連指標とその業種平均を示したところ、以下のような関係が見られた。格下げ企業では「ROA」が業種平均に比べ低く、こうした企業では利益獲得効率が低く収益性は低いことがうかがえる。また「売上高営業利益率」でも、格下げ企業はマイナスとなっていることも多いことから、本業となる事業から利益が上がっていない状態であることがわかる。

業種ごとの変化を時系列で分析すると、売上・利益ともに大幅に落ち込んだ2008年度(2009年3月末)の「ROA」はマイナスの業種が増え、その後回復基調にあったが、2011年度は低下傾向となった。同様に「売上高営業利益率」も2009年度以降回復基調にあったが、2011年度は悪化している。企業の経営環境の悪化から業種全体にわたって収益性が低下し、その中でも特に悪化しているものが格下げの対象となりうると考えられる。

図表4：収益性関連指標と格下げ企業と業種平均の比較

収益性関連	2008年度				2009年度				2010年度				2011年度※1			
	ROA (%)		売上高営業利益率 (%)		ROA (%)		売上高営業利益率 (%)		ROA (%)		売上高営業利益率 (%)		ROA (%)		売上高営業利益率 (%)	
	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均
食品		9.65		4.01		10.36		4.40	4.29	10.31	2.31	5.09	10.10	10.24	6.90	5.04
繊維	-20.80	-9.44	-2.21	1.28		-2.80		2.45		14.15		6.79		13.41		5.60
パルプ・紙		6.77		3.13		10.90		4.67		3.10		3.97	-3.23	5.73	3.03	3.75
化学工業		4.56		4.13	2.34	8.56	1.20	5.85		13.14		8.17	5.68	11.61	3.83	6.84
医薬品	-34.47	10.31	10.55	14.50		15.33		15.69	10.15	14.93	12.49	15.44	10.43	14.00	15.56	14.90
石油		-19.41		-2.30	10.64	-10.26	1.50	-0.66	15.17	19.10	1.56	2.52		20.22		2.62
ゴム		5.63		3.24		5.84		3.12		12.11		5.98		9.88		5.57
窯業	-23.17	-2.02	-1.79	4.64		0.02		2.94		9.86		7.48	-10.40	5.95	-1.38	6.23
鉄鋼業		10.97		5.82		-27.10	-2.26	-5.41	0.26		8.81		5.02	0.99	4.46	1.68
非鉄金属及び金属製		-5.14		0.40	20.09	4.42	7.11	2.43	-10.79	11.07	0.19	4.41		5.79		3.43
機械	-35.62	2.58	-0.37	4.64	9.43	2.80	2.13	0.52	-4.08	10.33	-5.51	6.33		12.61		6.88
電気機器	-50.46	-17.50	-26.01	0.43	-11.05	0.57	-1.23	2.03	6.01	9.16	3.59	6.06	-13.43	6.00	-0.78	4.32
造船		10.26		2.15		0.56		-0.11		14.55		3.47		16.77		4.41
自動車・自動車部品	-7.28	-2.04	-0.54	1.02	-10.83	0.20	0.02	1.51		16.32		5.56	3.47	13.79	1.58	4.86
その他輸送機器		7.08		3.48		6.96		4.40		9.45		5.34		7.30		4.92
精密機器		5.72		7.60	63.21	14.57	6.93	7.28		14.38		10.72	11.00	13.24	5.82	9.84
その他製造業	-1.88	1.63	1.72	4.86	5.42	7.70	4.20	4.00		7.47		4.58	-15.40	4.88	-3.50	3.62
鉱業		45.53		61.63		29.74		54.93		24.30		56.17		33.20		59.77
建設	5.31	2.83	1.94	2.22	20.88	6.06	1.03	1.58	2.91	10.03	1.23	2.67		9.27		2.58
商社		13.90		2.04		8.48		1.53		12.34		2.07	1.40	13.31	0.70	2.09
小売業	-3.06	5.42	2.04	2.36	0.78	6.98	1.45	2.87	-10.26	7.69	3.64	2.87		8.14		3.36
不動産		7.53		14.60	11.61	11.49	13.84	14.87		13.80		16.28	11.96	13.46	18.54	15.53
鉄道・バス	27.09	18.86	4.41	8.49		15.57		7.48		14.41		8.03		14.45		8.45
陸運	4.87	9.24	3.38	3.33	4.97	9.26	2.57	4.01		8.49		4.07		10.65		4.32
海運		21.11		8.73	-12.52	-2.66	-3.64	-0.11		14.58		5.87	-6.92	-6.01	-2.40	-1.29
空運		-13.43		-1.11		-16.13		-4.42		10.33		4.99		14.96		6.87
倉庫・運輸関連		7.93		5.86		7.96		6.30		7.09		6.78		9.61		6.47
通信		9.01		9.19		18.76		10.03	1.56	9.56	2.25	9.35		11.89		10.01
電力		5.49		3.82		11.39		7.29	-39.83	4.94	7.44	8.15	-11.49	-9.70	-1.21	-0.47
ガス		8.27		3.56		11.91		5.66		13.76		5.95		9.87		3.98
サービス業	0.62	8.06	11.84	9.39	-22.62	6.61	10.84	7.88	6.25	11.26	2.58	10.41	6.81	10.30	7.17	9.87

※1 2011年度は2011年4月～2012年7月の格下げ企業を分析対象とした。

(資料) 日経 NEEDS、R&I 社格付データベースより筆者作成

4 | 債務を合理的な期間で償還できるかを示す債務返済能力関連の指標と格付の関係

債務返済能力関連指標として、「有利子負債/EBITDA(利子・税金・減価償却・償却前利益)」および「インタレスト・カバレッジ」を用いて分析した。「有利子負債/EBITDA」は有利子負債を現在の利益で返済する場合何年かかるかを見る指標で、債務の返済能力を直接的に示す指標である。「有利子負債/EBITDA」が高いほど、有利子負債返済にかかる期間は長く、負債の返済能力が低いことを示す。ただし、マイナスの場合は、EBITDAがマイナスとなっており、現在の企業が創出する利益では負債の返済が困難であることを意味する。

一方、「インタレスト・カバレッジ」は利払いに対して事業利益にどのくらい余裕があるかを見る指

標で、金融費用の支払能力を示す指標である。「インタレスト・カバレッジ」が高いほど、利息の支払い担保が大きく、債務返済の安定度が高いことを示す。

図表5に格下げ企業の債務返済能力関連指標とその業種平均を示したところ、以下のような関係が見られた。格下げ企業では「有利子負債/EBITDA」が業種平均に比べ高いことが多く、マイナスの企業もある。つまり、格下げ企業では債務返済に長時間かかり、債務の返済能力は低い。さらには現在赤字経営となっており、利益を債務返済にまわすことが困難な場合もある。「インタレスト・カバレッジ」を見ると、格下げ企業では業種平均に比べて低く、利息支払いの余力は少なく、債務返済の安定度が低いことがわかる。

業種ごとの変化を時系列で分析すると、「有利子負債/EBITDA」は2009年度以降低下傾向となり債務返済能力が高まってきたが、2011年度は一部業種にてこれが上昇に転じ債務返済期間が長期化している。同様に「インタレスト・カバレッジ」は2010年度多くの業種で回復してきたが、2011年度は一部の業種で悪化している。企業は債務返済能力を高めてきたが、一部業種では悪化しており、その中でも特に悪化しているものが格下げの対象となりうると思われる。

図表5：債務返済能力関連指標と格下げ企業と業種平均の比較

債務返済能力関連	2008年度				2009年度				2010年度				2011年度※1									
	有利子負債/EBITDA(倍)		インタレストカバレッジ(倍)		有利子負債/EBITDA(倍)		インタレストカバレッジ(倍)		有利子負債/EBITDA(倍)		インタレストカバレッジ(倍)		有利子負債/EBITDA(倍)		インタレストカバレッジ(倍)							
	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均						
食品		3.00		243.24		2.51		76.00		2.27	198.30		101.65		5.08		2.41		7.02		187.41	
繊維	-24.21	10.15	-3.43	1.70		9.07		3.22		3.58		12.37		3.38		3.38		3.38		11.78		
パルプ・紙		7.38		3.71		5.84		5.53		15.29		5.73		15.66		8.49		2.31		6.44		
化学工業		5.53		28.98		6.98		2.40		1.80		48.07		2.55		2.05		10.87		39.60		
医薬品	-1.25	0.78	49.68	185.17		0.79		656.61		0.96	1083.78		1531.86		0.75		1.06		245.36		1401.23	
石油		6.72		-6.61		5.42		-0.60		4.22		-6.30		4.08		3.80		10.16		11.25		3.31
ゴム		2.66		4.36		2.61		4.63		1.45		22.30				1.58				21.07		
窯業	-3.31	4.80	-6.39	5.90		10.88		5.34		3.30		18.38				1.38				17.23		
鉄鋼業		4.75		16.51		-10.87		5.00		-6.17		6.22		4.15		23.43		5.97		0.37		3.81
非鉄金属及び金属製		3.31		0.95		3.80		5.84		9.97		4.44		5.05		4.17		0.90		10.36		4.28
機械	7.17	4.29	2.13	17.08		5.01		6.23		2.05		4.49		-4.93		3.43		-13.26		20.07		2.93
電気機器	7.02	9.70	-12.56	28.18		1.04		7.17		-10.78		19.20		5.50		2.75		12.45		97.08		13.93
造船		5.21		4.78		8.07		0.32				4.58				9.49				3.99		13.82
自動車・自動車部品	32.59	8.84	-2.63	9.82		0.33		2.75		3.45		10.11		2.52		34.18		5.65		3.79		8.52
その他輸送機器		3.84		8.92		4.41		4.41		11.74		3.66				18.88				3.36		12.01
精密機器		2.96		27.71		4.53		4.37		5.02		19.55		3.34		36.74		12.75		4.25		3.78
その他製造業	-7.14	0.54	9.85	26.62		1.17		12.10		28.46		48.00		2.13		86.39		-0.74		2.19		83.62
鉱業		0.25		171.02		0.50		365.79		0.48		497.53				0.39						581.71
建設	10.09	7.51	7.45	15.27		7.83		4.87		2.43		29.93		11.31		6.87		2.02		48.65		5.21
商社		4.91		37.61		1.22		27.28				5.43				24.04		3.15		5.22		28.53
小売業	29.60	7.09	2.75	23.50		-5.65		2.52		6.36		20.86		-19.51		2.75		5.95		25.98		5.17
不動産		8.54		10.43		-5.88		5.30		12.69		7.06		9.40		6.59		10.30		9.11		3.20
鉄道・バス	13.44	7.45	1.85	3.17		7.95		2.78				8.20				3.14				8.12		3.50
陸運	5.08	2.60	10.46	24.05		3.26		2.34		10.05		30.04		2.19		50.21				2.13		87.10
海運		4.38		9.43		-1.06		2.80		-3.30		-0.88		5.38		6.57		27.24		24.87		-2.53
空運		9.37		-1.04		24.54		-2.92				5.18				3.56				4.59		5.00
倉庫・運輸関連		5.83		6.05		5.78		7.09				5.84				8.97				5.41		9.45
通信		3.75		37.07		2.14		35.22		6.47		1.89		4.47		42.84				1.38		71.82
電力		7.96		3.42				4.35		141.03		17.60		3.27		4.77				-13.20		-11.58
ガス		4.63		3.95		3.73		5.92				3.56				7.52				4.15		5.59
サービス業		503.24		26.51		2.87		231.38		-13.55		3.13		2.00		219.79		4.28		4.85		6.89
																314.29		16.81		8.21		2.00

※1 2011年度は2011年4月～2012年7月の格下げ企業を分析対象とした。

(資料) 日経 NEEDS、R&I 社格付データベースより筆者作成

5 | 損益悪化時や資産減損時等の自己資本による吸収が可能かを示す財務構成関連指標と格付の関係

最後に財務構成関連指標として、「財務レバレッジ」、「純有利子負債構成比」を用いて分析した。「財務レバレッジ」は自己資本に対して、その何倍の総資本を事業に投下しているかを示す指標で、銀行借入や社債発行などの負債をどの程度有効活用しているかを示す指標である。「財務レバレッジ」が高いほど、負債の比率

が高く、負債過多の場合はデフォルトリスクが高まる。

「純有利子負債構成比」は、直ちに有利子負債の返済に充てることができる現金預金を差し引いた実際に返済しなければならない債務額(純有利子負債)を自己資本と純有利子負債の和で割ったもので、その企業にとって負債の構成がどのくらい重いのかを示す指標である。「純有利子負債構成比」が低いほど、自己資本に占める有利子負債比率が低く、財務上の健全性が高いことを示す。また産業リスクの大きなビジネスでは高い信用力を維持するため、純有利子負債がマイナスであることを求められることが多い。

図表6に格下げ企業の財務構成指標とその業種平均を示したところ、以下のような関係が見られた。格下げ企業では「財務レバレッジ」が業種平均に比べて高いことが多く、自己資本に対して負債割合が多い企業であると考えられる。「純有利子負債構成比」は、格下げ企業では業種平均に比べ高く、有利子負債に大きく依存していることがわかる。

業種ごとの変化を時系列で分析すると、「財務レバレッジ」・「有利子負債構成比」ともに2009年度以降低下傾向を示して財務安定性は高まってきたが、2011年度は一部企業で上昇に転じ負債依存度が高まる傾向であった。企業の経営環境の悪化から企業は負債借り入れを増やし事業を維持しようとするが、財務の安定性は悪化し特に安定性の低い企業は格下げとなりうると思われる。

図表6：財務構成指標と格下げ企業と業種平均の比較

財務構成関連	2008年度				2009年度				2010年度				2011年度※1									
	財務レバレッジ(倍)		純有利子負債構成比(%)		財務レバレッジ(倍)		純有利子負債構成比(%)		財務レバレッジ(倍)		純有利子負債構成比(%)		財務レバレッジ(倍)		純有利子負債構成比(%)							
	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均	格下げ銘柄	業種平均						
食品		2.10		18.42		2.14		16.06		1.28		2.08		11.63		2.72		2.12		48.55		10.74
繊維	2.54	2.75	40.05	43.06		3.12		53.45		2.73		44.27		2.66		44.27		2.66		44.15		44.15
パルプ・紙		3.59		60.10		3.41		57.01		3.59		57.08		5.15		3.72		70.98		55.99		55.99
化学工業		2.09		20.61	2.93	2.02	50.62	13.20		2.04		8.70		1.89		2.03		17.74		10.52		10.52
医薬品	1.68	1.49	1.69	-22.89		1.48		-22.70	1.31	1.53		-23.35	1.47	1.52	0.00	-19.39						
石油		3.79		46.26	3.90	4.22	56.05	53.88	4.54	3.93	51.57	51.71		3.80		49.22						49.22
ゴム		2.36		31.70		2.23		23.77		1.98		0.14		1.99		5.93						5.93
窯業	1.50	2.51	1.23	26.79		2.53		24.10		2.50		22.56	4.48	2.48		19.53						19.53
鉄鋼業		2.65		45.71	3.45	2.37	53.77	40.97		2.18		36.04	2.42	2.19	43.21	35.92						35.92
非鉄金属及び金属製		2.89		38.68	3.43	2.89	55.21	38.01	2.55	2.82	23.21	35.60		2.88		37.64						37.64
機械	3.99	2.72	28.84	20.15	3.34	2.56	38.91	17.53	1.30	2.50	-52.64	12.86		2.44		12.49					12.49	
電気機器	4.08	2.72	58.41	11.19	3.20	2.56	30.54	5.37	2.96	2.68	33.58	2.71	3.27	2.59	23.73	4.40					4.40	
造船		4.74		54.72		4.78		58.15		4.55		56.16		4.31		54.08						54.08
自動車・自動車部品	3.57	2.99	50.65	35.62	3.48	3.03	32.27	28.66		2.75		19.37	3.36	2.76	45.79	16.69					16.69	
その他輸送機器		2.39		29.95		2.35		20.86		2.31		18.92		2.31		22.47						22.47
精密機器		2.82		15.62	6.77	2.44	73.62	7.19		2.78		4.79	12.25	4.07	77.93	9.34						9.34
その他製造業	1.80	2.14	10.15	4.39	1.69	1.96	1.57	-2.64		1.91		-5.81	1.88	1.88	-29.37	-3.56						-3.56
鉱業		1.30		-8.15		1.35		-6.61		1.28		-2.26		1.33		-18.21						-18.21
建設	3.83	4.37	20.89	44.97	7.27	3.75	48.43	42.21	2.90	3.54	-5.43	30.22		3.59		24.06						24.06
商社		3.67		17.96		3.32		10.09		3.47		12.09	1.36	3.49	-25.06	10.75						10.75
小売業	2.20	2.39	15.23	17.66	3.11	2.36	29.34	15.24	2.21	2.38	20.48	14.70		2.36		14.31						14.31
不動産		3.80	102.37	58.30	3.65	3.64	53.99	56.66		3.54		54.15	4.56	3.48	70.83	51.17						51.17
鉄道・バス	10.01	5.62	87.16	67.90		5.45		67.89		5.24		67.84		4.91		66.52						66.52
陸運	2.03	2.12	27.55	12.94	2.18	2.09	12.95	9.43		2.04		7.82		2.15		8.38						8.38
海運		3.05		55.55	3.14	3.06	54.22	55.43		3.05		54.49	3.41	3.70	58.71	62.37						62.37
空運		8.83		75.51		3.87		59.27		3.66		56.53		3.61		53.90						53.90
倉庫・運輸関連		2.25		35.23		2.28		37.29		2.34		26.75		2.32		34.93						34.93
通信		3.05		23.93		2.22		15.28	1.72	1.71	18.01	3.33		1.71		2.53						2.53
電力		4.12		60.72		3.98		60.59	9.23	4.45	80.87	64.12	6.11	5.86	69.68	68.99						68.99
ガス		3.14		55.99		3.01		51.97		2.91		51.04		2.96		51.97						51.97
サービス業	4.75	2.63	75.97	11.37	4.01	2.69	70.42	16.59	2.70	2.60	38.13	11.65	5.68	2.59	77.40	8.70						8.70

※ 1 2011年度は2011年4月～2012年7月の格下げ企業を分析対象とした。

(資料) 日経 NEEDS、R&I 社格付データベースより筆者作成

6 | 企業の財務状況と格付の関係のまとめ

主な財務指標を用いた分析から格下げ企業の特徴としては以下の点が挙げられる。これら定量的な財務分析の観点からは、格下げは収益性が落ち込み、財務の安定性や債務返済能力が低下した企業が

対象となると考えられる。

- (1) キャッシュフローの観点から業種平均に比べて、「営業 CF/流動負債」は低く、財務の安定性は低く、さらに「FCF/売上高」も低く、キャッシュ創出能力も低い。
- (2) 収益性の観点から業種平均に比べて、「ROA」・「売上高営業利益率」は低く、収益性に乏しく、中には赤字経営となっている企業も多く含まれる。
- (3) 債務返済能力の観点から業種平均に比べて、「有利子負債/EBITDA」は高く、「インタレスト・カバレッジ」は低いことから、債務返済能力は低い。
- (4) 財務構成の観点から業種平均に比べて、「財務レバレッジ」・「純有利子負債構成比」が高く、負債に大きく依存しており、財務の安定性は低い。

さらに近年業種別の財務指標の時系列推移からも 2011 年度は、キャッシュフロー関連財務指標からはキャッシュ創出能力が低下傾向にあり、収益性も低下してきた。さらに前年度までは回復基調にあった債務返済能力や財務構成の指標は一部業種にて悪化傾向であった。このような業種全体での財務リスク悪化傾向も格付が増加する背景にあると考えられる。

3—格下げと市場の反応

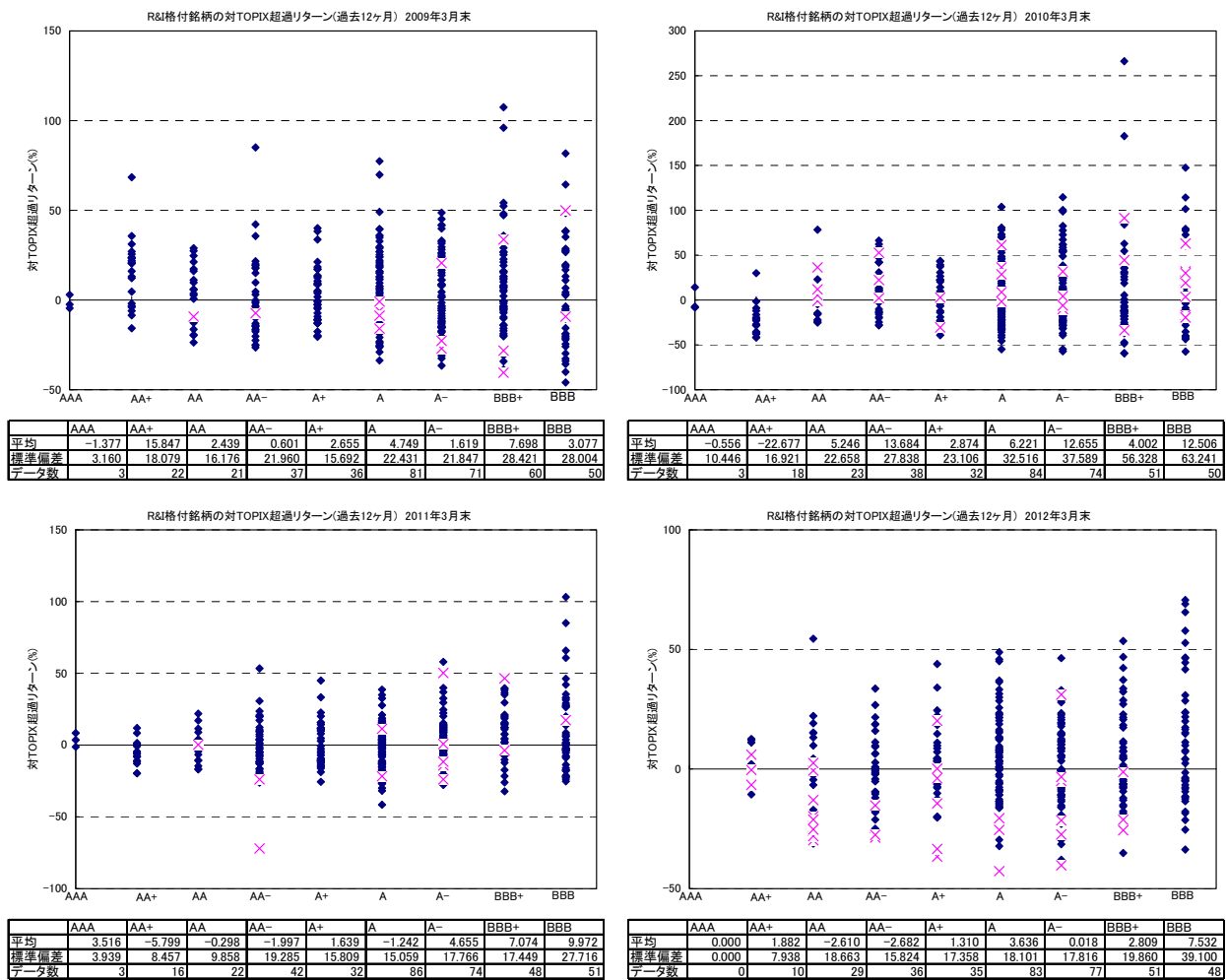
今度は格下げが実際に取引されている資産である当該企業の株式や社債、CDS にどのような影響を及ぼしたかを分析する。分析対象は、前章と同様に R&I 社が格付を付与している企業で、株式、社債、CDS が存在する銘柄を分析した。分析期間は、過去四ヶ年度とし、各年度末(各年 3 月末)のデータを利用した。ただし、社債、CDS は直近の状況を分析するため、2011 年度は 2012 年 7 月末のデータとした。格下げ銘柄は年度末から過去 1 年以内に格下げされた銘柄とした。

1 | 株式市場と格付の関係

株式市場と格付の関係を調べるために、格付ごとに「対 TOPIX 超過リターン(株価リターン)」(各銘柄の過去 1 年株価リターン - TOPIX 過去 1 年リターン)をプロットし、格付ごとの平均および標準偏差を計算した(図表 7)。また格下げ銘柄については、図表中に×印にて表記した。

各年度の株式相場の様相が異なることから、一概に格付と「株価リターン」の関係は見て取れなかったが、標準偏差については高格付けでは低く、低格付けでは高い傾向が各年度で見られた。この現象の理由としては、低格付けの銘柄には業績が悪化している銘柄のみならず、中規模小規模銘柄も含まれ、銘柄がバラエティに富んでいること、低格付け銘柄では破綻や救済等のリスクにさらされボラティリティが高いことなどが考えられよう。また格下げ銘柄については年度によって傾向は異なるが、各銘柄の平均リターンよりも下に位置していることが多い。直近の 2011 年度は業績悪化に伴う格下げ同様に「株価リターン」も悪化していることがわかる。

図表7: 「株価リターン」と格付の関係



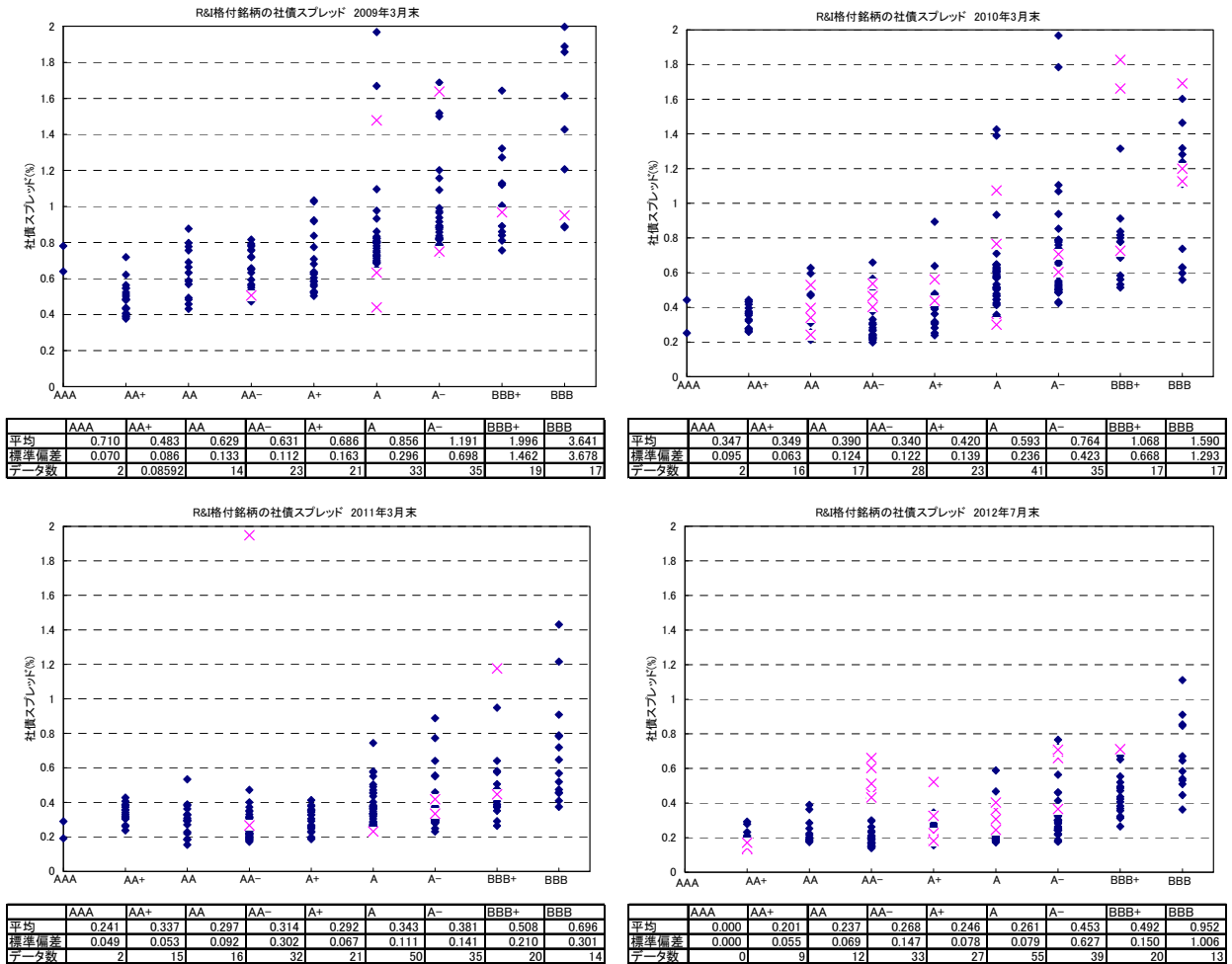
(資料) 日経NEEDS、R&I 社格付データベースより筆者作成

2 | 社債市場と格付の関係

社債市場と格付の関係を調べるために、格付ごとに「社債スプレッド」^(注2)(社債の複利—デュレーションが一致する国債の複利)をプロットし、格付ごとの平均および標準偏差を計算した(図表8)。また格下げ銘柄については、図表中に×印にて表記した。

格付と「社債スプレッド」の関係は、平均で見ると低格付けになるほど「社債スプレッド」は大きくなり、標準偏差も低格付けになるほど大きくなる。これは事業リスクや財務リスクを多く有する低格付け銘柄に対して投資家はリスクに見合ったプレミアムを要求するため、「社債スプレッド」が大きくなることを示している。また低格付け銘柄は業績の状況やデフォルトリスク等個別的な要素が強いいため、標準偏差の拡大につながっていると考えられる。格下げ銘柄は年度にもよるが、同一格付の平均よりも高い「社債スプレッド」となっている傾向があり、格下げ後もやや高いプレミアムを投資家に要求されていると考えられる。

図表8：「社債スプレッド」と格付の関係



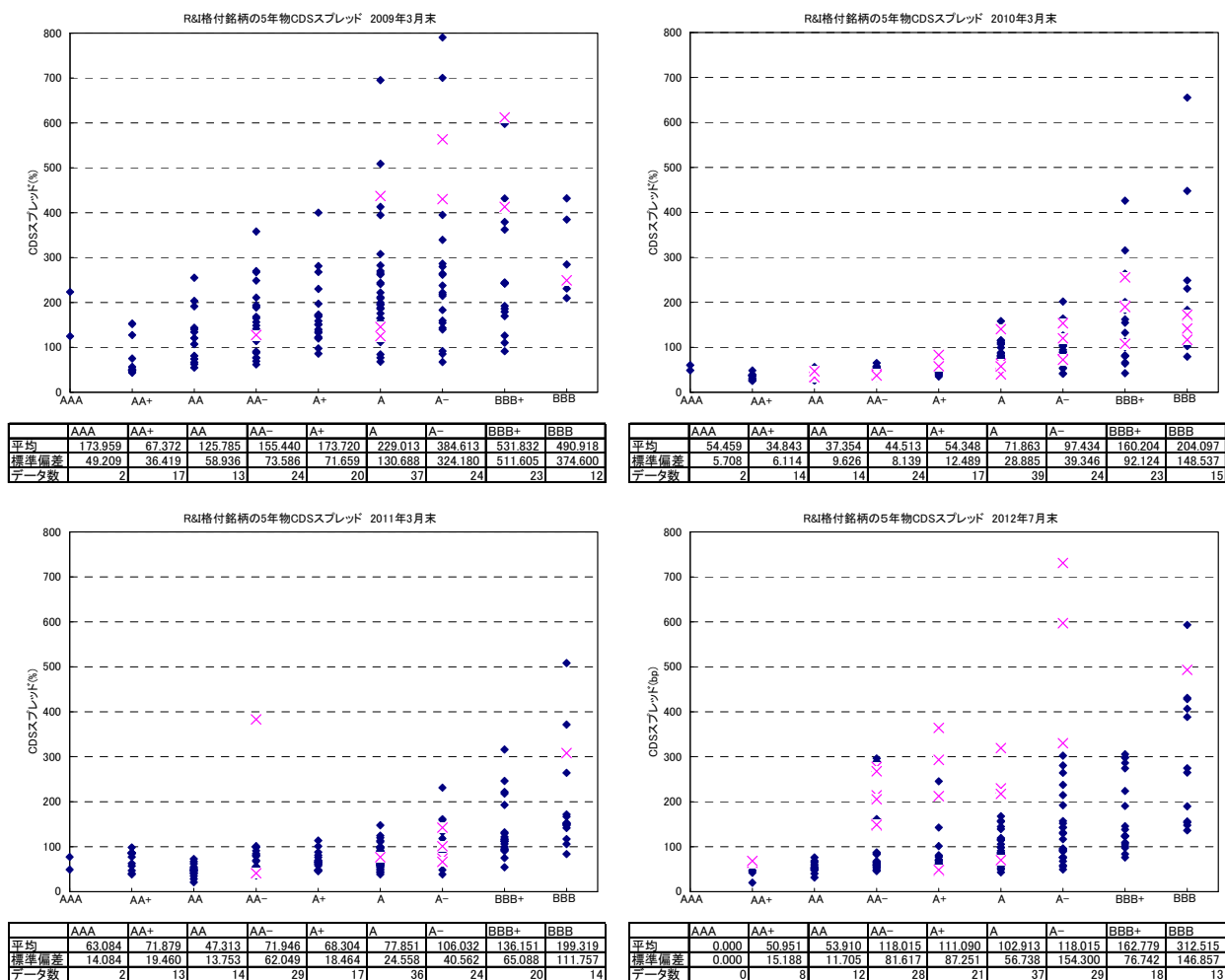
※ 2012年7月末は2011年4月～2012年7月の格下げ銘柄を分析対象とした。
 (資料) 大和Poet データベース、R&I 社格付データベースより筆者作成

3 | CDS 市場と格付の関係

CDS 市場と格付の関係を調べるために、格付ごとに「CDS スプレッド」^(注3)をプロットし、格付ごとの平均および標準偏差を計算した(図表9)。また格下げ銘柄については、図表中に×印にて表記した。

格付と「CDS スプレッド」の関係は、平均で見ると低格付けになるほど「CDS スプレッド」は大きくなり、標準偏差も低格付けになるほど大きくなる。これは事業リスクや財務リスクを多く有する低格付け銘柄に対して投資家はリスクに見合ったプレミアムを要求するため、「CDS スプレッド」が大きくなることを示している。また低格付け銘柄は業績の状況やデフォルトリスク等個別的な要素が強いため、標準偏差の拡大につながっていると考えられる。格下げ銘柄は年度にもよるが、同一格付の平均よりも高い「CDS スプレッド」となっている傾向があり、格下げ後もやや高いプレミアムを投資家に要求されていると考えられる。

図表9：「CDS スプレッド」と格付の関係



※ 2012年7月末は2011年4月～2012年7月の格下げ銘柄を分析対象とした。
 (資料) Bloomberg、R&I 社格付データベースより筆者作成

4 | 格付と市場の反応のまとめ

各市場の分析から格下げ銘柄の特徴としては以下の点が挙げられる。

- (1) 株式市場では、格下げ銘柄は株価が低迷する傾向がある。
- (2) 社債市場では、格下げ銘柄は「社債スプレッド」が拡大し、社債価格の下落の傾向がある。
- (3) CDS 市場では、格下げ銘柄は「CDS スプレッド」が拡大する傾向にあり、低格付けほどその拡大幅は大きい傾向にある。

こうした傾向は事前に格下げされた銘柄ではあるが、「株価リターン」、「社債スプレッド」及び「CDS スプレッド」のいずれの点においても大きなインパクトを受けている様子がうかがえる。このことは投資家として格下げにつながるような財務指標について、常に注意を払う必要があることを改めて示唆している。

4—おわりに

昨今の厳しい経営環境を背景に格付会社による格下げが増えている。その背景には企業の業績が低迷し、財務の安定性や債務返済能力が低下していることが確認された。また格下げされた企業の市場での評価も厳しく、リスクの高い銘柄として株価の低迷、社債価格の下落、CDS スプレッドの拡大の傾向が見て取れた。企業の厳しい経営状況が長期化すれば、さらに多くの企業が格下げの憂き目に会う可能性があり、株価や社債スプレッドの動きを考える上でも、今後も企業の財務状況および市場の反応も注視する必要があるだろう。

(参考文献)

- ・勝田秀紀、萩原統宏、田中克明著、「格付の研究 信用リスク分析の評価」中央経済社（2011）
- ・格付投資情報センター編、「格付Q&A 決まり方から使い方まで」日本経済新聞社（2001）
- ・「R&Iの信用格付の基本的な考え方」格付投資情報センター(R&I)社 HP（2012）

http://www.ri.co.jp/body/cfp/topics_methodology/2012/05/topics_methodology_20120507_516808585_01.pdf

(注1) 財務指標の計算方法

(営業CF/流動負債) = (営業活動によるキャッシュフロー) / (流動負債)

(フリーキャッシュフロー) = (営業活動によるキャッシュフロー) + (投資活動によるキャッシュフロー)

(FCF/売上高) = (フリーキャッシュフロー) / (売上高)

(ROA) = (営業利益 + 受取利息・配当金・有価証券利息) / (総資産) × 100

(売上高営業利益率) = (営業利益) / (売上高) × 100

(有利子負債) = (短期借入金 + コマーシャル・ペーパー + 1年以内返済の長期借入金 + 1年以内償還の社債・転換社債 + 従業員預かり金 + 社債・転換社債 + 長期借入金 + 受取手形割引高)

(EBITDA) = (税金等調整前当期利益 + 支払利息・割引料 + 減価償却費)

(有利子負債 / EBITDA) = (有利子負債) / (EBITDA)

(インタレスト・カバレッジ) = (営業利益 + 受取利息・配当金・有価証券利息) / (支払利息・割引料)

(財務レバレッジ) = (負債・少数株主持分・資本合計) / (純資産合計)

(純有利子負債) = (有利子負債 - 現金・預金 - 有価証券 - 営業貸付金・営業投資有価証券)

(純有利子負債構成比) = (純有利子負債) / (純資産合計 + 純有利子負債) × 100

(注2) 社債スプレッドの計算方法

(社債スプレッド) = (社債の複利) - (社債とデュレーションが一致する国債イールドカーブ上の複利)

国債のイールドカーブ作成方法は、残存年数1年以上2年未満：2年国債、残存年数2年以上5年未満：5年国債、残存年数5年以上10年未満：10年国債、残存年数10年以上20年未満：20年国債を選択し、イールドカーブを作成する。一致するデュレーションの国債が存在しない場合は、デュレーションが近傍の2つの国債を選択し、国債の複利の線形補間を行って一致するデュレーションの国債の複利を計算する。残存年数1年以上の社債が複数ある場合は、社債スプレッドの平均値を銘柄の社債スプレッドとした。

(注3) CDSスプレッド

CDSは債券自体を移転することなく信用リスクのみを移転するデリバティブ取引のことをいう。

CDSスプレッドは、CDSの買い手がCDSの契約満期まで売り手に対して支払う保証料(プレミアム)のことをいう。