

Contact	Phone
東京	03.5408.4100

非保証子会社の格付：親会社からの法的拘束力のある信用補完がない子会社の格付上の考慮事項

Rating Non-Guaranteed Subsidiaries: Credit Considerations In Assigning Subsidiary Ratings In The Absence Of Legally Binding Parent Support

概要

ムーディーズは、保証が付されていない子会社の格付けを付与するにあたり、まず親会社、子会社、それぞれの単体での格付けを検討する。その上で、子会社が経営難に陥ったときに、親会社が財務上の信用補完を提供する可能性を考慮する。信用補完が提供される可能性は、その意思と能力の両面から評価する。信用補完を提供する意思については、評判および信認に対する感応度、戦略、事業の一体性、将来の投資に対する最低要求利回り、金融当局の役割を検討する。信用補完を提供する能力については、親会社単体の格付け、親会社と子会社の財務状況の相関性、見込まれる全ての投資の相対的な規模およびタイミングが決定要因となる。ムーディーズは、財務体質の弱い子会社に対する信用補完が見込まれる場合には親会社の格付けを低くし、逆に財務体質の強い子会社からの信用補完が見込まれる場合には親会社の格付けを高くする場合がある。

過去2年間で、親会社が子会社に対する信用補完を行わないとの予想外の決定を下したことによりデフォルトが発生した例がいくつかあったが、これは、コンフォート・レターや口頭での約束といった法的拘束力のない信用補完の弱さを示しているだけでなく、その子会社が「戦略的に重要」であっても、親会社による信用補完の継続を正当化する十分な追加投資利回りが見込めないために、信用補完が提供されない場合があることを示している。こうしたデフォルト事例は、特に一般事業会社について、法的拘束力のある信用補完がない場合、親会社にとっての子会社の戦略的重要性を、格付けを支える要因とすることが難しいことを示している。

財務体質が弱く、リスクが高く、業歴が比較的短い子会社で、親会社からの保証または法的拘束力のある信用補完メカニズムがないが、親会社による定期的な資金を必要とする子会社に格付けを付与するにあたっては、ムーディーズはほとんどの場合、格付けをその子会社単体でみた格付けの水準か、それに近い水準とする。親会社自身の経営に重大なマイナスの影響を及ぼさずに、財務内容を子会社から隔離するため、子会社への信用補完を打ち切りたいモチベーションをもち、それを実行する能力を親会社もつ場合については特に注意深く検討する。

業歴が長くリスクが比較的低い子会社に格付けを付与するにあたっては、当該子会社の事業が親会社にとって極めて重要であり、追加投資が親会社の想定する利回り目標に見合うと判断される場合、まず純粋に単体ベースの格付けを検討し、その後、子会社の財務実績や、親会社と子会社間の支援関係など、いくつかの要因を検討した上で、当該子会社の格付けを単体ベースの格付けより高い格付けとすることがある。

This Moody's Japan rating methodology is based on Moody's Investors Service's rating methodology titled "[Rating Non-Guaranteed Subsidiaries: Credit Considerations In Assigning Subsidiary Ratings In The Absence Of Legally Binding Parent Support](#)," (December 8, 2003)." The rating approach described in the Moody's Investors Service report was adopted by Moody's Japan on September 30, 2010.

金融機関の格付けでは、これにいくつかの要因が加わることがある。金融機関は概して信認に対する感応度が高い。親会社と子会社の間に関連が強ければ強いほど（顧客を共有している、名称が同じ、事業上のつながりが緊密であるなど）、親会社が子会社を見放せば信認を喪失したり重大なマイナスの影響を被ったりする可能性が高くなる。そのため、金融機関では、弱い子会社に対しても信用補完を提供するインセンティブが強くなる。また、金融機関は強い規制下にあることが多いことから、親会社は規制上のマイナスの影響を回避するために子会社の信用補完を選択することがある。これらの追加的な要因により、金融機関は、一般事業会社に比べて、親会社が、弱い関連会社あるいは子会社に信用補完を提供する可能性が高いとムーディーズは考えている。従って、金融機関では単体ベースの格付けを上方に調整する幅が大きくなることが多い。

はじめに

子会社の債務に格付けを付与するにあたり、ムーディーズは、親会社または関連会社による信用補完メカニズムにどの程度のウエイトを与えるかを検討するため、保証と、メンテナンス・アグリーメントによる信用補完を区別する。その区別方法は次の通りである¹。

1. 保証

保証は法的効力をもつ契約であり、債務者の破たんによっても効力を失わず、債務者が債務を履行できない場合に保証人が当該債務の支払い責任を負うものである。保証が有効で無条件かつ取り消し不能であり、法的手段をとらなくても速やかに全額支払いをするものであれば、完全な信用代替を提供するものと考えられる。このような保証契約がある場合、子会社の債務に対する格付けは、保証を行う親会社の格付けと同水準となる。

2. メンテナンス・アグリーメント

これに対し、メンテナンス・アグリーメントは、信用補完を提供する会社が特定の、多くは限られた内容の信用補完提供を引き受ける契約である。通常、債務者が債務を履行できない場合に、即座に債務の全額を支払うことを求められることはない。すべてではないが多くの場合、債券保有者に法的な回収手段を与えることもない。支払いの法的強制力および時期については、それぞれの契約条件や国などによって異なる。

相当の信用補完を提供するメンテナンス・アグリーメントもあるが、それが全面的な信用代替となることはない。信用補完の度合いも大きく異なる。メンテナンス・アグリーメントの中でも、効力の強いものは、定量的基準を定めることが多く、最低純資産維持契約、経営指導念書、債務保証損失引当金などがある。一方、効力の弱いものは信用補完の定量的基準を盛り込まない、キープウェル・アグリーメント、コンフォート・レター、道義的責任のみを負うものなどがある。最も弱い信用補完は、財務支援を提供する意思や、子会社の戦略上の重要性に関する口頭での表明である。

これらのアグリーメントがある子会社の取引に格付けを付与するにあたり、ムーディーズは、次の場合に、メンテナンス・アグリーメントによる信用補完が付されている債務の格付けを、信用補完を提供する会社の格付けと同水準としている。すなわち、(1) タイムリーに信用補完を提供する強いインセンティブがあり、(2) 当該メンテナンス・アグリーメントにより、支払いが滞らないような仕組みが整えられており、(3) 親会社が子会社の信用力を維持する意思を示している場合である。信用補完を提供するインセンティブが疑わしい場合、メンテナンス・アグリーメントの効力に何らかの留保がある場合、または親会社が子会社の全般的な財務状態を維持できない場合、格付け委員会は、信用補完を受ける会社の格付けを、それを提供する会社の格付けより低い水準とすることがある。その場合、格付けにどの程度の差をつけるかは、必要ときに信用補完が提供されないリスクを格付け委員会がどう評価するかによる。

過去 2 年間に起こった何件かの注目を集めたデフォルト事例は、コンフォート・レターや口頭での約束といった法的拘束力のない信用補完の弱さを示すだけでなく、その子会社が「戦略的に重要」であっても、親会社による信用補完の継続を正当化する十分な投資利回りが見込めない場合には、信用補完が提供されないこともあることを示している。

1. ムーディーズの 1999 年 12 月発行の格付け手法 "How Moody's Evaluates Support Mechanisms Provided By Parents, Affiliates Or Other Related Entities" (日本語版：2000 年 3 月発行「親会社、関連会社およびその他の関係会社による信用補完に対するムーディーズの評価手法」) を参照。

ボトムアップ・アプローチ：単体ベースの格付けから始める手法

2002年、高格付けの親会社が、株主価値を最大化するため、十分な投資利回りを上げられなかった、あるいはそうした見通しを示せなかった全額出資あるいは一部出資子会社への投資を削減した例が4件あった。これらの子会社は最終的に債務のデフォルトを起こした。その中には、その子会社が親会社にとって戦略上、引き続き重要であるため、信用補完を継続すると親会社が明言していたケースもあった。これらの子会社は最終的にデフォルトに陥ったが、財務体質が弱く、利益を生み出さない子会社への資金提供を断ったことが、最終的に親会社レベルの信用力を改善させる要因となったことは注目に値する。

これらのデフォルト事例は、法的拘束力のある信用補完がなければ、たとえ子会社が親会社の戦略上、重要とみられていても、それが格付けを支える要因となりにくいことを示している。本稿では、この4つの事例についてその状況を検討し、法的拘束力のある信用補完が得られない場合における、財務体質の強い親会社をもつ、財務体質の弱い子会社に格付けを付与するにあたって、ムーディーズが採用するボトムアップ・アプローチの枠組みを紹介する。

採り上げるデフォルトの事例は次の通りである。

親会社*	子会社	デフォルト債務
BCE Inc.	Teleglobe Inc.	32億ドル
AT&T Corp.	AT&T Canada Inc.	37億ドル
Verizon Communications, Inc.	Genuity Inc.	20億ドル
TXU Corp.	TXU Europe Ltd.	28億ドル

* 広義の「親会社」。AT&T Corp. AT&T Canada を31% 所有。Verizon はGenuity を9.5% 所有。

当初、これらの子会社はいずれも、親会社にとって戦略的投資とみられており、その事業は親会社の中核事業と密接に結びつくものとされていた。しかし、いずれのケースも、親会社は子会社への今後の投資を断念することを選択した。子会社の業績の悪化、それに伴う親会社の決断は、次の理由によるものであった。

1. 投資先の業界（通信、エネルギー）において、a) 業界規制緩和、b) 高い成長見通しにより、競争が激化した。これらの要因から多くの新規参入が行われ、それが過剰供給を生み出し、それによって、予想に反し、業界の収益見通しが大幅に悪化する結果になった。
2. これらの子会社に対する投資はサイクル末期のものであり、投機的な要素があった。
3. 資産利益率が低いマイナスで、これらの子会社の収益力は低いが、そうでなければ収益を達成するに至っていなかった。
4. 子会社は、多額のキャッシュを継続的に必要とする、キャッシュ消費型事業であった。当面、フリーキャッシュフローは発生しないと想定されていた。そのため子会社は、営業キャッシュフローの不足分、債務履行、運転資本、設備投資をまかなうために、親会社または資本市場から継続的にキャッシュを調達する必要に迫られていた。
5. 子会社の事業分野の見通しが不確実で、子会社が自立するために必要な追加資金が当初の想定を上回り、予測不可能であった。事業の採算性が悪化し、フリーキャッシュフローの赤字を補うためにどの程度の追加資金が必要か予測不可能となったため、追加投資を正当化できなくなった。
6. 既に子会社に対して行っている多額の（時に何十億ドルにもものぼる）投資を考慮しても、もはや子会社への追加投資を行う経済合理性がなくなった。また、親会社の取締役会が、法律顧問や金融アドバイザーから、これ以上、子会社の損失に充当する資金供給を行わないよう忠言を受けた事例があった可能性もある。
7. 信用補完の継続が、親会社あるいは信用補完を提供する会社の格付けにマイナスの影響を及ぼしかねない状況があった。

表1は、次の観点から、4つの子会社がいずれも財務が脆弱であったことを示している。

- ・ 売上高を上回る債務（TXU Europe Ltd.を除く）
- ・ 資産利益率が低い（またはマイナス）
- ・ フリーキャッシュフローが赤字

	Teleglobe Inc.	AT&T Canada Inc.	Genuity Inc.	TXU Europe Ltd.
決算期（通年）	2001 12月期	2002年9	2002 6	2002 6
100	USD	CAD	USD	Sterling
売上高	1,292	1,523	1,185	9,473
債務	2,651	4,727	2,634	3,261
平均資産利益率	-0.1%	-40.9%	-107.5%	0.7%
営業キャッシュフロー				
設備投資				
フリーキャッシュフロー				

親会社からの法的拘束力のある信用補完がない子会社および関連会社の格付け

親会社からの法的拘束力のある信用補完がない子会社に格付けを付与するにあたって、ムーディーズは次の二段階のプロセスを経る。

1. 子会社に単体の格付けを付与する。
 - ・ その過程は次項で説明する。
2. 次の評価に基づく信用補完提供の可能性を検討する。
 - ・ 信用補完を提供する意思、および
 - ・ 信用補完を提供する能力

親会社が子会社に信用補完を提供する意思を評価するにあたって、ムーディーズは、評判および信認への感応度、戦略、事業の一体性、要求される最低投資利回り、金融当局の役割を考慮する。この分析では、子会社の事業の予測可能性、親会社が子会社に信用補完を提供する場合と提供しない場合の、親会社自身の財務への影響、両者の事業上の相互関係、親会社が信用補完を提供しなかった場合、親会社が風評面で受けたマイナスの影響も検討する。子会社に投じたサンク・コスト（当初の出資およびその後の継続的な資金供給）は重要な要因にはならない。

親会社が子会社に信用補完を提供する能力は、親会社単体の格付け、親会社と子会社の事業リスクの相関、見込まれる投資の規模とタイミングを基に検討する。事業の相関性が強い場合（「戦略」子会社に多い）、子会社が信用補完を必要としているときに、親会社も同様の不利な経済問題に見舞われている場合があり、そのため、最も必要なときに信用補完を行う能力が低下している可能性がある²。

ムーディーズは、この二段階のプロセスを経て、単体の信用力をベースとし、場合により、親会社からの法的拘束力のない信用補完を反映した若干のノッチングを加味して子会社の格付けを決定する。

このような大枠としての格付け手法をベースに、ムーディーズはさらに、法的拘束力のない信用補完を受ける子会社を二種類に分類する。それによって格付けが若干異なってくる。

1. リスクが高く業歴が浅い財務の脆弱な子会社

ひとつは、事業リスクが高く、業歴が比較的浅い、財務の脆弱な子会社である。親会社は強固な財務内容を維持しているとしても、子会社は、収益性およびフリーキャッシュフローの面で脆弱である。これには、親会社は子会社に相当の投資を行っているが、子会社はその投資に見合う経済的なリターンを生み出せるかどうかを確認されていないケースも含まれる。

その中には、成功の確率を容易に測定できない、新規事業や、投機的なベンチャーも含まれる。

2. 信用補完を提供する会社と、債務者との間の経済的・法的な相関性についてのより詳しい分析については、ムーディーズの1997年11月発行の"Moody's Approach to Jointly Supported Obligations"を参照されたい。

保証、または法的拘束力のある信用補完を提供しない場合、親会社は、子会社が見込み通りの実績を上げなければ、子会社への財務上の信用補完を打ち切ることによって、自身の事業に大きなマイナスの影響を受けずに、自身の財務内容を子会社から隔離することができる。

このような場合、ムーディーズは、子会社の格付けを本来の単体での格付けと同じか、それに近い水準とする。この程度の事業リスクであっても、セクター、または子会社自体の実態が悪化する可能性は高く、親会社が過去に子会社の戦略性についてどのように明言していたとしても、その認識が変わってしまう可能性がある。

また、子会社が実際に継続的に、親会社の任意でのキャッシュ・サポートを必要としているとしたら、自力では資金が調達できない可能性が高く、親会社がなければ支払い不能に近い状態にあることを意味する。そのような場合、子会社の単体での格付けは極めて低い水準となる。

2. リスクが低く基盤の確立された子会社

もうひとつの種類の子会社は、リスクが比較的低く、事業面でも財務面でも確立された子会社である。こうした子会社は、事業面と財務面の基盤が実証されており、将来も親会社からの資金に依存する可能性がさほど高くない。

1に挙げたような新規事業や比較的高いリスクの子会社など、戦略上も財務上も親会社とは分離している場合の投資に比べ、この種の子会社は、親会社の事業の継続に不可欠な存在となるため、親会社が子会社に信用補完を提供するインセンティブも大きくなる。親会社からの信用補完が必要になるとは予想されないものの、通常想定外の状況が起こった場合には信用補完が提供されるとムーディーズは考える。これは、親会社自身の事業への影響も考慮した場合、そのような投資が限界的な利益をもたらすからである。このような基盤の確立した事業に対して信用補完を提供しない場合、親会社の事業にもマイナスの影響が及ぶため、親会社にとっても財務支援はやむをえない選択肢となる。

こうしたケースでのムーディーズのアプローチは、純粋な単体ベースの格付けをベースとして、状況と事実に応じて、親会社が子会社に財務支援を提供するインセンティブが十分にあると格付け委員会が判断すれば、単体ベースの格付けより高い格付けとなる。このアプローチではまず、子会社の単体の格付けから始める。そして、親会社が信用補完を提供する意思と能力に基づく「格付けの上方調整」は、単体での格付けに1～2ノッチを加えたものにとどまる可能性が高い。

一般事業会社の場合、「格付けの上方調整」幅は通常1～2ノッチとなるが、金融機関の場合は、規制上の役割や、金融機関の間での評価により、それより大きくなることもある。

単体でみた格付けの付与—自立性を評価する上での子会社の財務情報の重要性

単体での格付けを決定するにはまず、子会社の単体ベースでの財務諸表を検討する。保証がない子会社の単体での評価と格付けの付与には、その子会社の十分な財務情報が必要となる³。

子会社の単体での格付けの検討にあたっては、通常、次の点を考慮する。

- ・ その子会社の事業戦略、業界内での競争上の地位、業界の健全性の見通しの評価
- ・ 予想キャッシュフローおよび債務水準などの財務計画の評価
- ・ 償還計画や債務の期間を考慮した、発行体の債務履行能力の評価
- ・ その子会社の事業計画を実行に必要な十分な額の外部資金を調達する能力の評価を含む、流動性分析

また、その子会社と親会社との取引関係を「第三者間」ベースに置き換えて考慮する。親会社との取引関係は子会社に価値をもたらすものとみられるため、単体での格付け決定においてプラス要因となる。これに対して、子会社の事業が親会社との取引に集中するリスク、および内部取引から生じる経済的利益も検討することになる。

この分析によって、ムーディーズは、子会社が親会社からの資金サポートを必要とするか否かを判定できる。また、サポートを必要とすると判定される場合、どの程度の必要性があり、子会社がフリーキャッシュフローを生成できるまでにどのくらいの期間を要するかも考慮する。

3. 付録1に、米国証券取引委員会への定期的な財務報告の要件をまとめた。

子会社の事業がキャッシュ消費型にとどまる期間が長く、必要となる信用補完の額が大きいほど、親会社、子会社双方にとってのリスクが高まる。子会社が、外部からの資金に依存しないで事業を継続し、債務償還をはじめとする債務履行を可能とするフリーキャッシュフローを生成できるようになれば、その子会社は自立したとみなされる。子会社が自立していない場合、親会社からの継続的な信用補完がなければ支払不能に近い状況に陥るため、子会社の単体での格付けは低くなる。

子会社の格付けを高くする場合：財務、戦略、事業の全ての面で強力な親会社と密接な関係にある子会社の格付けを「上方調整」する例

次に、高格付けの親会社と、財務、戦略、事業のいずれの面でも相互に密接な関係にある子会社または関連会社の状況を示す2つの例を挙げる。いずれの子会社または関連会社も、十分に確立し、収益性のある事業をもち、親会社とは財務面で独立しており、かつ親会社の事業継続に不可欠である。単体でみた場合、いずれの子会社も親会社との関係から経済的な利益を得ており、それが子会社の格付けの要因として織り込まれている。

次に挙げる Coca-Cola Enterprises Inc. と Schlumberger Technology Group はいずれも、単体ベースの格付けより大幅に高い格付けが付与されている。それは、高格付けの親会社との密接な関係と、親会社側に子会社の財務力を維持していく明確なインセンティブがあることを背景としている。

Coca-Cola Enterprises Inc.

Coca-Cola Enterprises Inc.(CCE) (シニア無担保債務格付け A2) は、The Coca-Cola Company (KO) (シニア無担保債務格付け Aa3) が株式の 37.8% を所有し、KO が米国およびカナダで缶・瓶詰めした全製品の約 80%、全世界で缶・瓶詰めした製品の 25% を取り扱う最大のコカ・コーラ・ボトラーである。KO は世界最大のソフトドリンクメーカーで、その製品を、CCE などのボトラーを通じて全世界に販売している。

これは、中核事業における相互依存性が強い会社間の関係を示す好例である。KO は CCE の債務を保証しておらず、またそれ以外の形での明示的な信用補完も行っていない。にもかかわらず、CCE の格付けは、KO との極めて密接な関係を背景に、単体ベースの格付けより大幅に高くなっている。単体でみた場合、CCE は、負債比率から判断して、投資適格等級ではなく投機的等級に相当する。しかし、CCE が深刻な問題に見舞われた場合、KO が強力な財務・経営面のサポートを提供する極めて強い経済的インセンティブがあり、また、そのための十分な財務力をもつとのムーディーズの評価に基づき、CCE の格付けは単体での格付けより大幅に高い水準となっている。したがって、CCE のデフォルト・リスクは、その保守的とはいえない資本構成に比べて大幅に低い。とはいえ、CCE の高い負債比率が、同社および KO の現在の格付けを圧迫しており、その圧力が、両社の格付け見通しをネガティブとしている理由となっている。

CCE が遅滞なく債務を履行することが不可能となるなど、深刻な問題に見舞われた場合に KO が支援を行うとムーディーズがみるのは、両社間の、戦略、事業、財務、法律上の多くの重要な関係を背景としている。

- ・ CCE は KO のコカ・コーラ製品の世界における製造、営業、販売の全体の戦略のかなめとなっている。KO のビジネスモデルは、原液製造およびブランドの一元的管理と、ボトラーの機能が、分化してはいるとはいえ密接に統合され、相互に依存する共生体制となっている。CCE は長年にわたり、KO の承認の下、米国、カナダ、西ヨーロッパに新たな拠点を獲得しながら、事業を大きく拡大してきた。その結果、現在では、主要な北米市場で販売されているコカ・コーラ製品の 80%、全世界で販売されているコカ・コーラ製品の 25% を取り扱うようになってきている。KO は、CCE の市場で自らボトリングおよび販売する能力をもっていない。そのため、また CCE のボトリングおよび販売の規模と効率からみても、KO が、これらの市場におけるコカ・コーラ製品の事業基盤を損なわずに、CCE に代わるボトラーを探すことは極めて困難である。
- ・ コカ・コーラ・グループ全体としても、KO 単体としても、ボトラーの成長なしには成長できない。KO が提供する原液やサービスの価格を含めた、戦略的な決定においても、ボトラーが適度な利益を確保することが前提とされる。コカ・コーラの製造・販売体制における CCE の規模からみて、KO と CCE の間で、リスクとリターン配分の幅広い合意が存在することが極めて重要な意味をもつ。KO の経営陣が CCE の取締役会のメンバーとなるなど、さまざまなレベルでの相互関係の結果、両社の戦略的な提携が維持されている。

- ・ KO は CCE にさまざまな形で財務支援を提供している。マーケティング、広告宣伝および販売促進のサポート、清涼飲料設備の立地、事業拡大インセンティブ・プログラムなどである。

KO には、困難に直面したボトラーをサポートし、ボトラーの抱える問題を長期的観点から解決してきた実績がある。その結果、ボトラーは、全ての債務を遅滞なく全額履行してきた。KO が困難に直面したボトラーの販売区域を買い戻したり、その地域での販売権を他のボトラーに移管したりした事例は多い。例えば最近では、Coca-Cola Erfrischungsgetraenke（ドイツの大規模ボトラー）との間で KO が締結した「管理・損益に関する合意」をみれば、コカ・コーラの製造・販売体制で起こった問題を KO がどのように解決し、それによって経営難に陥ったボトラーが債務を確実に履行できるようにしたかが分かる。

コカ・コーラの最大のボトラーである CCE が金融債務またはコミットメントでデフォルトを起こせば、全世界の他の全てのコカ・コーラ・ボトラーの資本コストが大幅に上昇することになる。KO は、そうした事態を回避するため、CCE に十分なサポートを提供する強い経済的インセンティブと、財務力をもっている。

- ・ 法律上、CCE は、コカ・コーラ飲料を、特定の地域内で、認められた容器で製造・販売する独占的契約の恩恵を受ける。同社は、KO からコカ・コーラ商標飲料の原液およびシロップを購入することを義務付けられている。米国でのコカ・コーラ商標飲料に関する契約は永久的である。

Schlumberger Technology Corp.

Schlumberger Technology Corporation(STC、シニア無担保債務格付け A2) は、Schlumberger Ltd. (SLB、シニア無担保債務格付け A1) の全額出資米国子会社である。STC は、油田サービス会社で、石油業界に向けてサービスと技術を提供する、この分野における米国の大手企業である。SLB は同様のサービスを全世界で提供する主導的な企業である。

STC の債務には SLB による保証が付されていない。単体では、STC は投資適格等級の中でも高くない位置にある。格付けが上方調整されているのは、SLB グループにおける財務・戦略上の重要性と、他の SLB グループ企業との事業上の結びつきによる。

- ・ 財務の観点からは、STC は SLB の最大の子会社で、SLB グループの売上高、資産、キャッシュフローの約 1/3 を占める。STC の財務方針は、Schlumberger Group の財務方針に沿っており、これまで STC は実施雨滴に配当を行った実績がない。米国事業での継続的な収益性と、親会社からの財務上の独立性を維持する能力が、STC の格付けの重要な要因となっている。
- ・ 事業の観点からは、STC は Schlumberger Group の油田サービスリサーチ、エンジニアリング、設備製造に大きく貢献している。STC は、自社の製品とサービスを支える技術の多部分を開発しており、それがグループの貴重な無形資産になっているとムーディーズは考えている。研究開発の成果はグループ全体に利益をもたらす。STC と Schlumberger Group の間の取引は、第三者間ベースで行われている。格付けの上方調整では、この要因にかなりのウエイトが置かれている。
- ・ 戦略の観点からは、米国は最大の油田サービス市場で、技術革新の発信地でもある。そのため、SLB は、同社の世界戦略を推進するために、米国市場で高い地位を維持する必要がある。

一部の法的拘束力のない信用補完メカニズムの弱さ

子会社に追加投資を行っても十分な利益を得られないと判断して投資を打ち切る親会社があることに示されるように、コンフォート・レター、キープウェル・アグリーメント、道義的責任を負うとするレター、口頭での支援表明など、法的拘束力のない信用補完の本来的な価値が低いことは前述の通りである。これらの信用補完があっても、子会社でデフォルトが発生した場合に親会社が信用損失に対する財務上の責任を全面的に負うことはまず考えられない。たとえ、そのことによって金融市場における親会社の評価が低下するという事態を招いたとしてもそうである。

子会社でデフォルトが発生した 4 つの例で、親会社は、(1) 子会社に多額の初期投資を（時に追加投資も）行い、かつ(2) 子会社が「戦略的」性格をもつこと、子会社に対して継続的な信用補完を提供することを明言していたにもかかわらず、信用補完を行わない選択をとった。いずれの場合も、親会社は、追加投資を行ってもその資金に対する経済的利益は期待できないと判断し、追加の信用補完を行わない決定をした。

この4つの例では、子会社が健全に存続するために必要となる追加支援の金額を明確に示す指標、あるいは親会社が追加投資を行ったならば得るであろうリターンを示す指標が何もなかった。親会社の支援打ち切りはそれぞれ次の理由による。

- ・ BCE Inc. は、さまざまな戦略上の選択肢を検討した結果、長距離電話セクターの市況が悪化する中で、子会社である Teleglobe Inc. が自立するために必要となる支援のための追加投資がどの程度になるかは見当がつかないし、また追加の投資を行ってもある程度の利益が得られる可能性は不透明であるとの結論に達した。
- ・ AT&T Corp. は、一部出資子会社である AT&T Canada Inc. (ATTC) への追加投資を行わないと決定した。これは、設備を所有する新規参入地域通信事業者 (CLEC) として現在の債務水準を維持していくことが不可能と判断したためとみられている。また、2002年の規制料金改正で、ATTCによる、既存通信事業者が所有するネットワークの再販の経済合理性がなくなった。
- ・ Verizon Communications, Inc. は、IP ネットワーキング・サービス分野の大手企業である Geniuty Inc. への追加投資を行わないと決定した。Verizon は、IT 投資および受注率が大幅に低下する中で、Geniuty の成長見通しを再検討し、同社を買収・統合するオプションを行使しないこととした。
- ・ TXU Corp. は、同社の子会社である TXU Europe Ltd. への財務支援の意思を表明していたにもかかわらず、それを打ち切った。TXU Europe への追加資金によって株主価値が最大化されることはなく、TXU Europe の存在が他の子会社の格付けに大きなリスクをもたらすと判断したためである。TXU Europe の事業は、英国電力市場の規制緩和後の競争激化、卸電力価格の低下、市場価格を上回る電力購入契約によるマイナスの影響を受けていた。

付録 1

公表財務諸表の入手可能性

以下に、債券の発行体に定期的な報告を求める米国証券取引委員会のルールおよび規則をまとめた。

米国証券取引委員会への報告義務

通常、1934年証券取引法（証券取引法）に基づき定期的な報告を求められる社債発行体の義務（フォーム 10-K による年次報告、10-Q による四半期報告、8-K または 20-F による現状報告、6-K による外国発行体の報告）は、1933年証券取引法（証券法）に基づく登録届出が義務付けられている場合（公募）に生じる。

次の場合は例外である。

- ・ 登録届出が有効となった年度の翌年以降、社債権者が 300 人以下となった場合

ただし、債券が証券取引所に上場されている場合、報告義務は継続する。

保証人および保証付き証券の発行体の財務諸表

社債権者の数が 300 人を超えていても、親会社が保証する全額出資事業子会社の債券は、次の場合、証券取引法上の報告義務を免除される。

1. 保証を行う親会社の 100% 所有である。
2. 保証が完全、無条件である。
3. 親会社の他の子会社が債券に保証を付していない。
4. 親会社の財務諸表が、レギュレーション S-X に示された期間、米国証券取引委員会に提出されており、連結対象会社の要約財務情報が注記に掲載されている。

親会社の財務諸表に次の注記を付すことで上記 4 に代えてもよい。

- ・ 親会社は独立した資産をもたず、独立した事業を行っていない。
- ・ 保証は全額、無条件のものである。
- ・ 直近の会計年度末の連結ベースで、発行体である子会社を除く子会社の資産が、親会社と他の子会社の資産の 10% を下回る。

これらの場合、親会社からの保証が付された債券の発行体である子会社は、米国証券取引委員会に財務諸表を提出しなくてもよい。

契約上の報告義務

米国証券取引委員会による現行の開示ルールに基づく報告とは別に、発行体の財務諸表の開示を確実にするため、当該債務の残高がある限り、(a) 社債権者の数、(b) 発行体が証券取引所に上場しているか否か、(c) 債務に親会社の保証が付されているか否か、(d) 証券法に基づく登録がなされているか否かにかかわらず、受託銀行への財務諸表の提示および米国証券取引委員会への定期的な報告を義務付けるコベナントが債券信託証書に含まれる場合がある。ただし、債券信託証書にそのようなコベナントが、債権残高の一定割合の合意があれば、修正または免除となることもあることに留意する必要がある。

関連リサーチ

格付け手法

How Moody's Evaluates Support Mechanisms Provided By Parents, Affiliates Or Other Related Entities (1999 年 12 月発行)
（「格付け手法 - 親会社、関連会社およびその他の関係会社による信用補完に対するムーディーズの評価手法」2000 年 3 月発行）

Moody's Approach to Jointly Supported Obligations (1997 年 11 月発行)

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

Copyright 2010 Moody's Investors Service, Inc. 及び / 又は同社のライセンサー及び関連会社 (以下「ムーディーズ」と総称します。) All rights reserved.

信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、ムーディーズ・ジャパン株式会社 (以下「MJKK」といいます。) の現時点の意見です。 MJKK は、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性リスク及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付は、現在又は過去の事実を示すものではありません。信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。信用格付は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。 MJKK は、投資家が、購入、保有、又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を発行します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式、方法、手段によっても、これらの情報 (全部か一部かを問いません。) を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により複製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布、転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性、並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証もつけることなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること (独立した第三者がこの情報源に該当する場合もある。) を確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。ムーディーズはいかなる状況においても、またいかなる者又は法人に対しても、以下の (a) 及び (b) について一切責任を負いません。

(a) これらの情報の入手、収集、編纂、分析、解釈、伝達、公表又は配布に関する誤り (過失によるか、その他の原因によるかを問いません。) 又はその他の状況若しくは偶発事象 (ムーディーズ、あるいはその取締役、役員、従業員あるいは代理人の支配力が及ぶか及ばないかを問いません。) に (全部、一部を問わず) 起因し、由来し、若しくは関係する損失又は損害。

(b) ムーディーズが事前に当該損害の可能性について助言を受けていた場合においても、これらの情報の使用により又は使用が不可能であることにより発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、補償的、又は付随的損害 (逸失利益を含みますがこれに限定されるものではありません。)

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測、及びその他の見解 (もしあれば) は、ムーディーズの意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず) いかなる保証も行っていない。

MJKK は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社の完全子会社であり、同社は、Moody's Corporation (以下「MCO」といいます。) の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc. の完全子会社です。

MJKK は、MJKK が格付を行っている債券 (社債、地方債、債券、手形、CP を含みます。) 及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK が行う評価・格付サービスに対して、MJKK による格付の付与に先立ち、20万円から約3億5,000万円の手数料をMJKKに支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO及びMJKKは、MJKKの格付及び格付過程の独立性を確保するための方針と手続きを整備しています。MCOの取締役と格付対象会社との間の何らかの利害関係の存在、及びMJKKから格付を付与され、かつMCOの株式の5%以上を保有していることをSECに公式に報告している会社間の何らかの利害関係の存在に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moody.com 上に "Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy" という表題で毎年、掲載されます。

本書のオーストラリアでの公開は、オーストラリア金融サービス認可番号 336969 を有するムーディーズの関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 によって行われます。本書は (2001 年会社法 761G 条の定める意味における) 「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内から本書に継続的にアクセスした場合、ムーディーズに対して、「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者として本書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、本書又はその内容を (2001 年会社法 761G 条の定める意味における) 「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。

本信用格付は、発行者の信用力又は債務についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。リテール投資家が、本信用格付に基づいて投資判断をするのは危険です。もし、疑問がある場合には、フィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。