

特

集

# 国内事業法人・純粋持株会社 に対する格付けの視点

## はじめに

純粋持株会社体制を選択する国内事業法人が増えている。こうした動きは、独占禁止法や商法の改正など法体系の整備が進んでいることに加え、効率的なグループ運営、ガバナンスの強化といった課題の重要性が増していることなどが要因と考えられる。日本格付研究所（JCR）の格付け先でも、純粋持株会社体制を導入した企業は、01年度中に4社、02年度中に5社となっており、さらに03年度に入り既に1社が移行し、3社が今年度中の移行を表明している（図表1）。JCRでは99年12月に、純粋持株会社体制への移行を表明する企業が出現してきたことなどを背景に、「持株会社の格付けについて」を公表した。その後基本的な考え方に大きな変更はないが、国内事業法人について格付けを行った実績を踏まえた上で、本稿をまとめた。なお本稿では、持株会社という表記は純粋持株会社を指す。

持株会社は株式保有を背景にグループ全体の経営を考慮しつつ、各事業会社の経営に関与していく権限を有している。その権限をもとに事業会社から必要な資金を受領し、他の事業会社に配布するなど経営資源の配分を行っている。持株会社の事業会社に対する権限が強く、特段の支障なくこうした動きがとれるケースでは、各事業会社が創出するキャッシュフローを必要に応じ持株会社がグループ運営に活用できるため、持株会社の債務償還能力は、傘下事業会社を合算した連結ベース

の信用力に等しくなると考えられる。このため、持株会社の格付けにあたっては、通常の事業会社の格付けと同様に連結ベースの信用力の評価が基本となる。

一方、持株会社は原則として自ら事業を営まず、キャッシュフロー創出能力が低い上、多くの場合、子会社株式を除くと、保有資産も少額であり、外部金融負債の返済原資は事業会社から受領するキャッシュに依存している。こうした持株会社の特性から、場合によっては持株会社の債権者が事業会社の債権者に比し劣位することも起こり得る。したがって、持株会社の格付けでは(1)ガバナンス(2)収支構造(3)デフォルト時の回収リスク - などを検証しつつ、事業会社に対する劣位の程度を考慮している。主に(1)では持株会社を頂点とするグループ全体の枠組みを、(2)ではその枠組みを活用した上での実際のキャッシュフローを、さらに、(3)では主にストックの面を検証している。本稿では、これらの持株会社独自の格付けの視点を整理する。

## 1. 持株会社の格付けの視点

### (1) ガバナンス

持株会社が強力なガバナンスを有し、グループ全体の事業会社から十分なキャッシュフローを受領できる体制が整備されていれば、持株会社と事業会社群には強い一体性が認め

図表1 格付け先の持株会社体制移行状況

移行時期	持株会社名	持株会社格付け	事業会社格付け	
			事業会社名	格付け
99年7月	日本電信電話	-	西日本電信電話	J-1+
			東日本電信電話	J-1+
			エヌティティドコモ	AAA
99年10月	ソフトバンク	BBB-	-	-
01年3月	日本ユニバックホールディング	A+	日本製紙	A+
01年6月	コカ・コーラセントラルジャパン	A+	-	-
01年7月	日清製粉グループ本社	AA	-	-
01年10月	INAXシステム・ホールディングス	AA-	-	-
02年4月	宝ホールディングス	A	-	-
02年8月	日本テレコムホールディングス	#AA	-	-
02年9月	新日鉱ホールディングス	BBB-	ジャパンエナジー	BBB-
02年9月	ジェイエフイーホールディングス	A+	JFEスチール	A+
02年10月	日本航空システム	-	日本航空	A-
03年4月	コニカ	#A	-	-
(今後の予定)	(現在の企業名)			
03年7月	サッポロビール			
03年7月	合同酒精			
03年10月	富士電機			

(注) 格付けは03年5月末現在(金融機関を除く)。長期格付け取得先は長期格付けのみ記載。短期格付けのみ取得先は短期格付けのみ記載。

られると判断し、持株会社の格付けは連結ベースの信用力を基本とする。一方、持株会社の出資比率が低い、グループのコアビジネスとの関連性が薄いなどの事由で、事業会社の経営資源などに関し持株会社が強固な権限を有していない状況も想定される。この場合は、持株会社が十分なキャッシュフローを受領することは困難となり、持株会社のガバナンスの効力やキャッシュフロー受領可能性に応じた格付けを行うこととなる。なお、持株会社のガバナンス、一体性の強さは、具体的に下記のようなポイントにより確認する。

- ・ 事業会社に対する出資比率や役員派遣状況とあわせて持株会社が事業会社の経営に十分に参与しているか。
- ・ グループ全体の戦略と各事業会社の経営計画の整合性があるか。
- ・ 持株会社が各事業会社の資金計画・資金繰りを掌握し、グループ全体でみた資金の効率化を推進しているか。
- ・ グループ全体の資産管理・投融資の方針と各事業会社における設備投資、投融資の方針の整合性があるか、また重複が排除されているか。
- ・ 事業会社における配当制限などキャッシュの持株会社への移動を制限する事項が

ないか。

- ・ 事業ポートフォリオなど各事業会社の位置付けが明確でグループ全体の経営方針を反映したものとなっているか。
- ・ 持株会社が主要な事業会社を保有し続ける意向と財務面での能力を有しているか。
- ・ 起債時の財務制限条項などにより、事業会社の株式の継続保有が義務付けられているか。
- ・ 事業の撤退、他社との提携、事業統合などに関し、持株会社に決定権限があるか。
- ・ グループ内での調整事項に際して持株会社にどのような役割を果たしているか。

## (2) 収支構造

持株会社の収入には 戦略部門の機能に対する対価として受領する経営指導料、ブランド使用料、グループ経営運営費など 保有する資産の対価として受領する設備などの賃貸料、リース料 事業会社への投資の対価として受領する配当 - などがある。なおブランド使用料については、無形資産の対価と位置付ける企業もある。

一体性の強い企業集団の持株会社は、グループ全体の戦略を策定する中で、 や のような収入の金額や受領時期について、 につ

図表2 持株会社の収支構造

収入（キャッシュイン）		支出（キャッシュアウト）
戦略部門の機能 保有資産	経営指導料など 賃貸料・リース料など	人件費、設備維持管理費など 持株会社運営経費
投資	事業会社から受領する配当など	配当支払いなど
資金管理一元化	外部調達	グループ内貸付
	グループからの元利金回収	外部への元利金支払い

- ・持株会社の主要な収支構造を整理するとこの表の通り。
- ・一体性の強い企業集団では、おおまかに、項目ごとに収支のバランスが保たれるケースが多い。

いてもグループ事業会社の配当政策に深く関与する権限を有している。この結果、～の収入を安定的に比較的高い確度で受領することが可能となり、持株会社の信用力はグループ全体の信用力にほぼ等しくなると考えられる。ただし、配当を受領することについては、益金不算入など税制面でメリットを享受できる場合が多い一方、金額が商法で定められた範囲内に制限されることや、配当の実施時期も限られることなどから、やに比し、やや安定性に欠けるといふデメリットもある。このため持株会社の収支構造の検証では、～の収入源のバランスや資金受領のタイミングにも留意する。

また、一体性の強い企業集団では、持株会社体制の導入に伴い、資金管理を持株会社に一元化し、事務負担や調達コストの軽減、資金効率化などを進める事例が多い。この場合、持株会社は外部調達した資金を事業会社に転貸することとなり、持株会社の外部負債に対する返済原資は、原則として事業会社から受領する転貸資金の元利金となる。したがって、金額、時期の両面で、持株会社の外部負債の

元利金返済に十分なキャッシュフローを事業会社から受領する元利金で確保できていれば、持株会社の信用力はグループ全体の信用力にほぼ等しくなる。具体的には、持株会社が事業会社の資金管理に一定の権限を有し、CMSなどにより資金を受領するシステムが構築され、また、収入・支出のタイミングが調整されているかどうかを検討する。

一方、一体性の弱い企業集団の持株会社は経営指導料のようなキャッシュインは小さく、比較的不安定な配当やキャピタルゲインに依存することとなる。この場合、持株会社の信用力はグループ全体の信用力を反映したものととはならず、格付けにあたっては必要に応じ劣後性を反映させることとなる。

### (3) デフォルト時の回収リスク

持株会社の格付けには 事業会社株式の調達原資 持株会社と事業会社債権者の優先劣後関係 信用補完 - などを目安に判断した回収リスクが織り込まれている。これは、あくまでデフォルト時の回収の程度を検証しているものであり、持株会社および企業グループの信用力が高いほど、これらの事項が格付けに与える影響は軽微となる。

#### ①事業会社株式の調達原資

回収リスクの検討にあたり、まず、事業会社株式の調達原資が自己資本であるかまたは外部負債であるかを確認する。持株会社体制に移行後も、持株会社の資産・負債構成は、資産の売却・取得のほか、資産の時価下落、

図表3 持株会社BSから見た回収リスク

ケース		ケース		ケース	
資産	負債・資本	資産	負債・資本	資産	負債・資本
現預金	未払い金など	現預金	未払い金など	現預金	未払い金など
グループ会社向け貸付金	CP 短期借入金 社債 長期借入金	グループ会社向け貸付金	CP・短期借入金 社債 長期借入金	グループ会社向け貸付金	CP・短期借入金 社債・長期借入金など
子会社株式	自己資本	子会社株式	自己資本	子会社株式	自己資本

ケース は、子会社清算時に全額回収できない可能性が高い子会社株式を、一部外部負債によって調達している。このため、の持株会社の債権者は、事業会社の債権者に比し劣後する。このように、持株会社が外部負債により調達した資金で子会社を設立し、その子会社がさらに外部負債により調達する構造（ダブルレバレッジ）は持株会社の劣位を発生させる一例である。

一方、のケースでは、グループ会社向け貸付金の回収に特段の劣位がなければ、持株会社の債権者が事業会社の債権者に比し大きく劣後することはない。

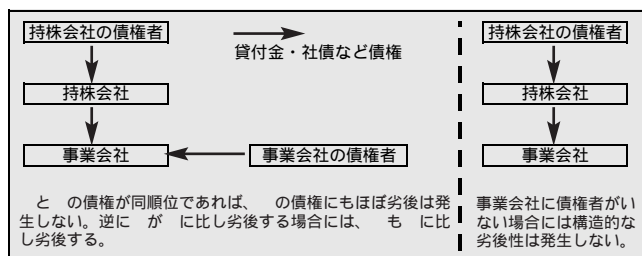
自社株消却の実施などによって変化するため、調達原資の確認は、定期的に見直した上で中長期的な視点で判断する。

事業会社株式を除き主だった資産を有していない持株会社と、主要な事業会社が共にデフォルトした場合、持株会社の返済原資は、事業会社の株主として受領する清算配当にほぼ限定される。清算配当は事業会社の債権者が優先的に弁済を受けた後の残余財産になる上、事業会社が債務超過であれば当初の出資額を下回る。この結果、事業会社株式を外部負債で調達している場合、持株会社は十分な返済原資を確保できず、また持株会社の債権者は事業会社に対して直接弁済を求めるともできないことから、事業会社の債権者に比し劣位することとなる。

### ②持株会社と事業会社債権者の優先劣後関係

持株会社が外部負債により調達した資金を事業会社に転貸し、かつ持株会社と事業会社の双方に債権者がいる場合、持株会社と事業会社の債権者とが同順位であれば、持株会社の債権者が事業会社の債権者に比し大きく劣後することはない。しかし、事業会社の債権者が担保を取得しているなど優先的に弁済を受ける権利を有している場合は、持株会社、最終的には持株会社の債権者が劣後することとなる。したがって、持株会社と事業会社の債権者間で優先劣後を検証し、必要に応じ持株会社の債券格付けに反映させることとなる。

図表4 持株会社と事業会社の債権者の優先劣後



### ③信用補完

持株会社は信用補完を受けることにより構造的な劣後性の度合いを改善させることもで

きる。最も顕著な例は事業会社による保証であり、この場合は、保証を行う事業会社の資産やキャッシュフローの規模、グループ内での位置付けなどとあわせて勘案し、格付けに反映させる。連結ベースでのキャッシュフローの確保を前提とした格付けを維持するためには、保証を行う事業会社のグループ内における構成比率が高水準であることが求められるため、場合によっては、複数、または主要な事業会社全部の保証が付される事例も出てこよう。

また、現時点までに持株会社が発行した公募社債に担保が附された事例はないものの、持株会社の資産（傘下の主要会社の株式など）や事業会社など第三者が保有する資産を担保提供することなども信用補完となり、その内容、規模によっては持株会社の格付けに影響を与える。

## 2.傘下事業会社の格付け

持株会社傘下の事業会社については、グループ全体および事業会社スタンドアローンでの信用力を評価した上で、その事業会社のグループ内での位置付け、持株会社を通じた他の事業会社とのキャッシュの移動の可能性などを検証して格付けを行う。グループの中核事業であったり、グループ内の他の事業会社とのシナジーが高く、相互の資金融通が想定される場合は、グループ全体の信用力を反映させた格付けとなる可能性が高い。

一方、持株会社や各事業会社の方針などで、各事業会社に個社ごとに資金管理の責任を持たせる場合は、事業会社の格付けもスタンドアローンで評価したものと同等となる可能性が高い。

## 3.持株会社体制への移行の形態別ケーススタディ

これまでにJCRが格付けしてきた事例は、持株会社と事業会社群に強い一体性が認められ、持株会社体制への移行に伴う格付け見直しで

は、構造劣後性を大きく反映させる必要はないと判断されている点で共通している。一方、一体性が認められると判断された背景、持株会社体制への移行後の資金調達スキームなどには違いがある。この一因は持株会社体制への移行形態にあり、その種類ごとに特徴を整理する。これまでの格付け先の移行形態には、(1)既存事業会社の株式を移動することによって既存会社の上に持株会社をつくる形態（株式移動方式）と(2)事業を子会社に移管し既存の事業会社自体が持株会社となる形態（抜け殻方式）がある。

### (1) 株式移動方式による持株会社体制への移行

株式移動方式による持株会社体制への移行の例には日本ユニパックホールディング、コカ・コーラセントラルジャパン、新日鉱ホールディングス、JFEホールディングスなどがある。これらはすべて、企業の経営統合に伴って設立された持株会社で、統合効果の実現という経営目標の下に事業会社と結束を維持していることから、強い一体性があると判断している。

これまでに株式移動方式により持株会社体制へ移行した企業グループには 持株会社と事業会社が共に外部負債を有する構造になる事例が多く、持株会社の劣後性の検討が求められたこと 統合効果の増大のため、事業別に再編を行う事例が多いこと - などの特徴がある。

持株会社体制への移行に伴い、グループの資金管理を持株会社に一元化するのが一般的である。しかし、株式移動方式による場合、会社分割法制に規定がないことなどから、既存の事業会社の負債を持株会社に負担させることが困難である。このため、統合後、当面、新規調達を持株会社が行い、既存の債務は事業会社が負担することとなる。結果として持株会社と事業会社の双方に債権者がいる状態を作ることとなり、劣位の程度の検証が必要

となる。JCRの実際の格付けでは、上述の4件の全事例とも、統合効果の実現という経営目標の下に強い一体性があることや、各企業グループの信用力が比較的高いことなどから、持株会社に内包される構造劣後性がリスクとして顕在化する恐れは小さく、格付けに反映させる必要性は薄いと判断した。特に、コカ・コーラセントラルジャパンの場合は、グループ全体の有利子負債額も少額にとどまっており、劣後性を格付けに反映させる必要性は極めて小さい。

なお、持株会社が発行する社債については、不特定多数の投資家が購入し、流通価格が公表されるという特性を勘案し、事業会社の債券との格差をなくすという観点から、事業会社が持株会社の社債を保証するスキームが出てきている。具体的に、日本ユニパックの第1回債、第2回債には日本製紙の保証が付された。また、JFEホールディングスも事業会社のJFEスチールが持株会社の社債を保証する方針であることを公表しており、持株会社発行の社債にかかる社債権者保護の見地からは評価されよう。

また、統合効果の増大のために、会社分割により事業ごとの再編を行うなどして、従前の事業法人の組織を変更するケースも多い。再編後の事業会社に格付けを行う場合は、前述の傘下事業会社の格付けのアプローチが原則となる（「2.傘下事業会社の格付け」参照）。現時点で格付けが付与されている事例では、日本ユニパック傘下の日本製紙、新日鉱ホールディングス傘下のジャパンエナジー、JFEホールディングス傘下のJFEスチールの全件において、持株会社の管理下で事業会社間の資金融通が起り得ることを想定し、グループ全体の信用力を反映した格付けが付与されている。特に、日本製紙、JFEスチールはグループのキャッシュフロー創出の大半を担う中核企業である点を評価している。

（注）なお、会社分割により事業の再編を行う場合、商法では、個別催告を実施できない債権者に対

し、分割当事会社が一定の範囲内で弁済の責めを負うと規定されている（商法374条ノ10第2項、第374条ノ26第2項）。事業会社の格付けには、こうした不真正連帯債務も考慮されている。

## （2）抜け殻方式による持株会社体制への移行

抜け殻方式による持株会社体制への移行の例には、日清製粉グループ本社、INAXトステム・ホールディングス、宝ホールディングス、コニカなどがある。これらはすべて、分社化により既存の事業を傘下事業会社に引き継がせた上で、持株会社体制へ移行されている。事業会社が商法上の法人格を有したという形式面での差異はあるものの、グループ運営においては持株会社体制への移行前後で特段の違いはなく、引き続き持株会社が強力なガバナンスを有している点から強い一体性があると判断している。また、各企業グループの信用力が比較的高いことも考慮している。さらに、会社分割に伴い不真正連帯債務が発生していれば、それを考慮して格付けを行う点は株式移動方式と同様である。

これまでに抜け殻方式により持株会社体制に移行した企業グループには 持株会社体制への移行以前からある債務を含め、資金調達を原則として持株会社とファイナンスカンパニーに集約するケースが多いこと（一部事業法人が独自に外部調達する例もある） 抜け殻方式においても経営統合のケースが出てきていること - などの特徴がある。

持株会社やファイナンスカンパニーにより資金調達が一元化されていれば、持株会社の格付けに影響を与えるような劣位は発生しない。また、持株会社体制への移行以前から存在する子会社が外部負債を負担したまま事業会社の子会社（持株会社の孫会社）となるケースもあるが、持株会社がグループ全体のガバナンスを通じ、孫会社も含めたグループ各社のキャッシュフローを集中管理、再配分できる体制が整備されていれば、持株会社の格付けに劣後性を反映させる必要性は小さいと

考えられる。したがって、抜け殻方式による持株会社体制への移行は、その前後でグループ運営の実態に変化がなく、持株会社の劣位を発生させないスキームを組みやすいという特徴がある。

経営統合の例にINAXトステム・ホールディングスがある。INAXとトステムの経営統合を前提に、まず旧トステムが事業部門を会社分割して純粋持株会社INAXトステム・ホールディングスとなった後、INAXがINAXトステム・ホールディングスとの株式交換により、持株会社の傘下に加わっている。JCRでは、持株会社体制への移行について一体性の維持の観点から信用力に変化はないと判断した。さらに、INAXとの統合を連結ベースの信用力においてポジティブとした上で、格付けは据え置いた。

コニカの例では、03年4月に会社分割により持株会社に移行した後、8月にコニカを完全親会社、ミノルタを完全子会社とする株式交換によって経営統合し、10月に事業の再編を行う予定となっている。JCRでは、4月の持株会社体制への移行についての格付け見直しを行い、事業会社の信用力と特段の変化はないと判断した。ただし、ミノルタとの統合に伴う連結ベースの信用力の変化については今後精査が必要であり、クレジットモニターを継続している。

## 4. 持株会社体制への移行にあたっての基本的な確認事項

事業法人が持株会社体制に移行する場合、企業から下記のような事項を、書面やインタビューによって確認し、格付けの見直しを行っている。

- ・ 持株会社体制への移行の目的、持株会社の主要な機能
- ・ 持株会社の収入計画（ブランド使用料、経営指導料、配当など項目と金額の内訳）
- ・ 持株会社の支出計画（人件費、配当など項目と金額の内訳）

- ・ 持株会社、事業会社の所属人員数など人材配置
- ・ グループ内の資金管理、CMSの運用計画
- ・ 各事業会社の事業運営に関連の薄い資産（投資有価証券、遊休不動産など）の保有、処分についての方針
- ・ 事業会社の経営に対する持株会社の関与の度合い、関与方法
- ・ 各事業会社間の相関、シナジーなど
- ・ 持株会社体制への移行時点の持株会社、各事業会社の資産、負債の状況
- ・ 金融債務について、移行前後の対応状況、保全の状況、債権者保護について（特に既発行の社債・CPの帰属）
- ・ 移行後の新規資金調達をはじめとするグループ管理、運営の方法と状況

なお、ここに掲げたのは一例であり、個々の持株会社体制への移行のスキームなどにより、事項の増減はありうる。

## 5. 今後の展望

これまで見てきたように、現在までにJCRで実施した持株会社の格付けにおいては、構造劣後性を格付けに大きく反映させる事例はなかった。これは、持株会社体制への移行が企業統合やグループ価値の増大、ガバナンスの強化を目的としており、グループの一体性と持株会社のコントロールがそもそも強いため、持株会社が相応のキャッシュフローを事業会社から受領できるスキームが確立されている

と判断していることによる。今後、これらの企業が効率的なグループ運営により競争力を向上させているか、フォローしていく。

一方、今後、持株会社体制を採用する企業が増加するにつれ、強い一体性を認めにくいケースが出てくる可能性もある。持株会社体制の採用のメリットとして、事業会社への権限委譲により経営意思決定を迅速に行えることや、事業の買収や売却が容易になることなどが挙げられている。迅速さを追求するあまりガバナンスが不十分と判断される場合や、売却を想定した事業のキャッシュフローをグループ全体のキャッシュフローと見なせない場合は、一体性を評価しにくい。

また、持株会社体制への移行後、外部の企業グループを含め事業の再編が行われる場合、連結ベースの信用力や資金調達構造に変化があれば、格付けも見直しされる。今後はこうしたケースも見込まれよう。

チーフアナリスト 島田 卓郎  
シニアアナリスト 濤岡 由典

## 信用リスクの確かな情報源 JCR-RatingEye!

JCR-RatingEyeは、信用リスク管理に携わる実務家の皆さまのための会員制有料ウェブサイトです。カレント性、検索性、速報性の三拍子そろったJCR-RatingEyeで作業効率をグンと高めてください。本サービスのトライアル版へのアクセスは、<http://www.e-jcr.com>からどうぞ。

お問い合わせ：(株) 日本格付研究所 情報部  
TEL:03 - 5695 - 2573 メールアドレス：e-jcr@jcra.com