

 あずさ監査法人

一橋大学

財務リーダーシップ・プログラム (HFLP) Cコース

# グローバル企業の財務マネジメント PART 1「資本政策とキャッシュフロー」

2019.9.21

有限責任 あずさ監査法人

アドバイザリー本部

グローバル財務マネジメント

栗原 宏

# 目次 Part 1

1. 最適資本構成
2. 格付アプローチ
3. 事業リスクアプローチ
4. リスクリターンアプローチ
5. 最適資本構成の考え方
6. 手許現金水準
7. キャッシュフローとキャッシュコンバージョン

キャッシュフローアロケーション例  
逆風下の財務マネジメント



# 1. 最適資本構成

# コーポレートガバナンス改革における資本コストの位置付け

コーポレートガバナンス・コード  
2018年6月改訂

日本版スチュワードシップ・コード  
2017年5月改訂

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、（中略）株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。（原則5-2）

投資家と企業の対話ガイドライン  
2018年6月公表

1. 経営環境の変化に対応した経営判断（資本コストに見合うリターン、事業ポートフォリオ見直し）
2. 投資戦略・財務管理の方針（資本コストに見合うリターン）
3. CEO選解任・取締役会の機能発揮等
4. 政策保有株式（保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか）
5. アセットオーナー

これら事項について建設的な対話を行うためには、前提として資本コストを経営の根幹に根付かせる必要がある。

コーポレートガバナンス改革は資本コストを意識した経営 = 「資本コスト経営」を強く求めている。

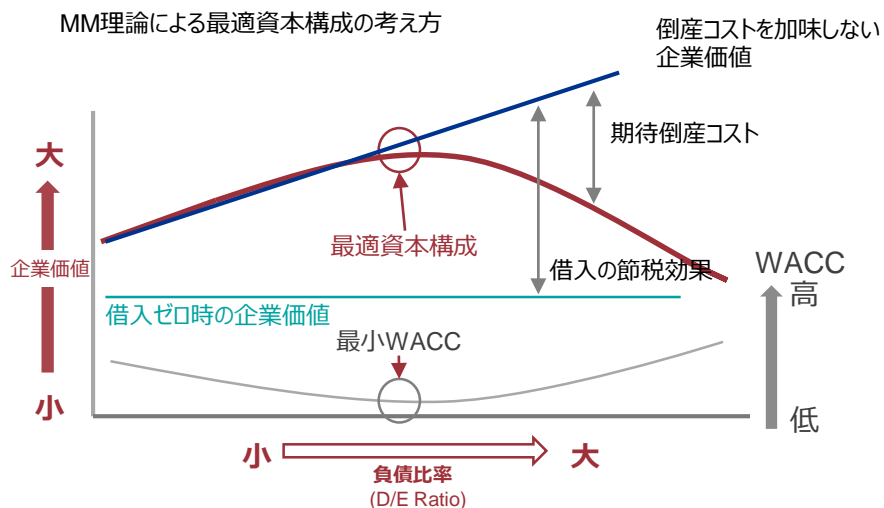
# 理論としての最適資本構成

最適資本構成は、ファイナンス理論上はMM理論（フランコ・モディリアーニとマートン・ミラーの定理）で説明されることが多い。

## 定理の概要

- 完全市場下において資本・負債の構成は企業価値に影響を与えない（最適資本構成は存在しない）。
- 現実的には、法人税が存在するなど、完全市場ではないため、資本・負債構成は企業価値に影響する。

- ✓ 負債比率を高めると節税効果により企業価値は高まるが、負債比率が高まると財務リスク（期待倒産コスト）が高まる。
- ✓ 節税効果と期待倒産コストが均衡する負債比率のポイントでWACCが最も低くなり、企業価値が最も高まる。



$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{無借金状態の企業価値} \\ &+ \text{借金による節税効果} \\ &- \text{借金による財務リスク} \\ &\quad (\text{期待倒産コスト}) \end{aligned}$$

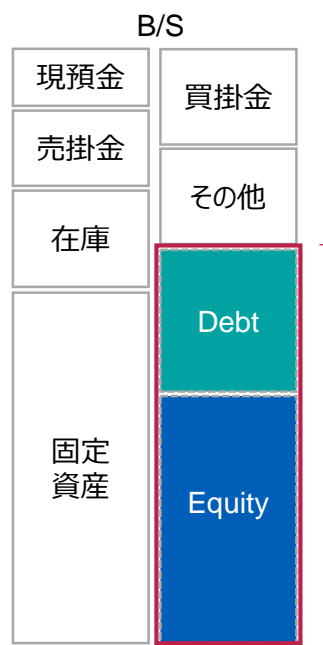
理論上、最適資本構成が実現できれば企業価値は最も高まる。  
ただし、理論を実務に展開するのは容易ではない。

# 最適資本構成の方針設定 – 考察すべき視点

- 事業拡大を図る上で、今後、どの程度有利子負債を調達する予定か。
- 突発的なM&Aなどを実行する際に、買収資金を有利子負債によって調達しようとする場合、最大調達額はいくらか。
- 現在の格付水準を維持しようとする場合に、有利子負債の調達によってどこまで格下げを許容するのか。また、その場合、調達コストはどうなるか。
- 事業リスクに対して株主資本は十分に確保できているか。
- リスク・リターン（投資家の期待収益率 = 資本コスト）の観点からみて、現在の投下資本のバランスは最適か。
- 類似事業を展開する企業と比較して D/E レシオは適切な水準にあるといえるか。
- バランスシートからみた株主還元余力をどのように考えればよいか。

# 最適資本構成についての方針設定

最適資本構成についてはMM理論（フランコ・モディリアーニとマートン・ミラーの定理）が有名であるが、実務上は使用しにくい。実務的には下記アプローチを踏まえて最適資本構成についての方針を打ち立てる必要がある。



## 格付アプローチ

- 現格付水準（未取得の場合は想定される格付水準）を前提とした場合、有利子負債をどれだけ調達できるか（= Debt Capacity）。
- 有利子負債の調達により、どこまで格下げを許容するか。

## 事業リスクアプローチ

- 収益・バランスシートに起因するリスク（減損等）を踏まえると、最低限維持すべき株主資本の水準はどの程度か。

## リスク・リターンアプローチ

- 株主の要求リターン（資本コスト）、目標（期待）ROE・ROIC等を前提とすると投下資本、株主資本の水準はどの程度で十分か。



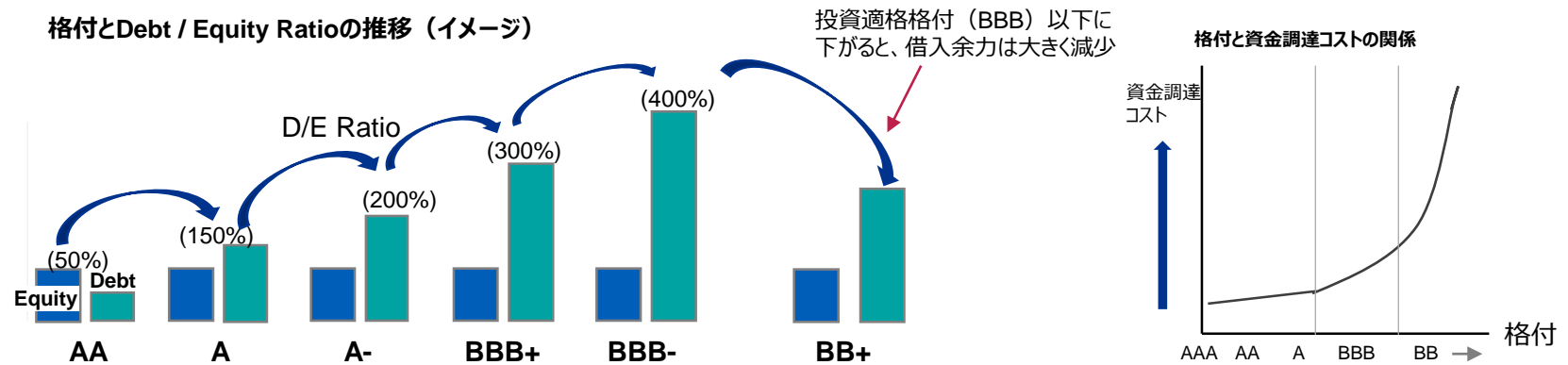
## 2. 格付アプローチ



# 格付アプローチ

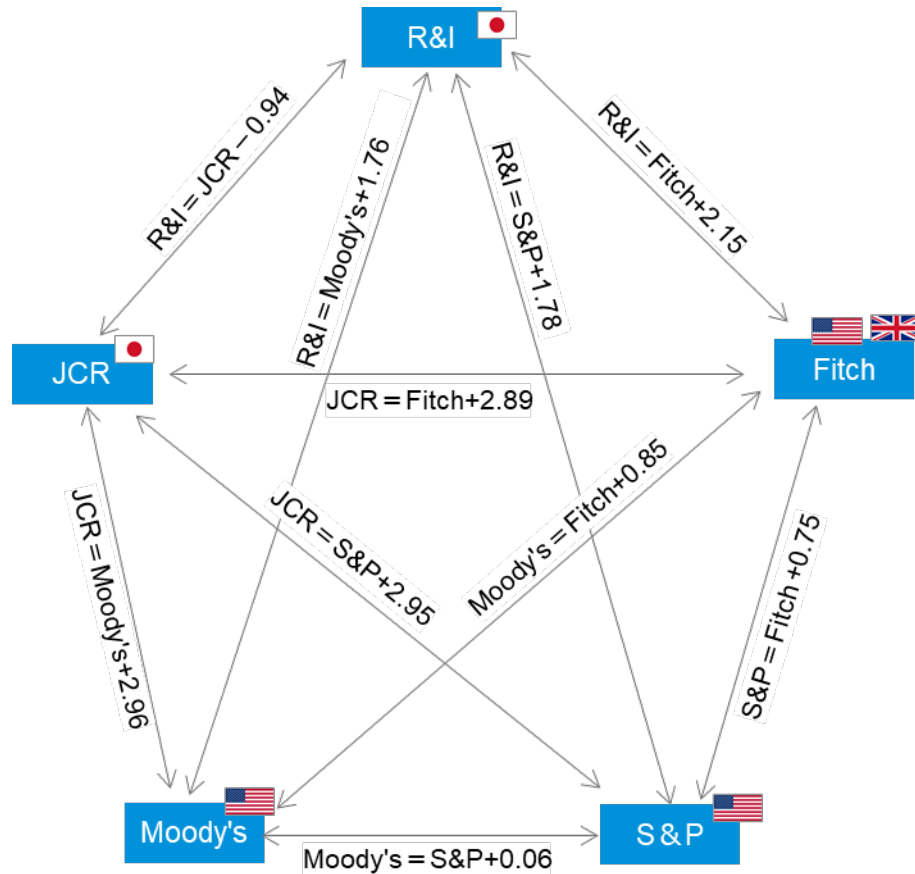
## 格付とDebt Capacityの一般的なイメージ

- 格付は企業の返済能力を多面的な観点から判断している。
- 一般的に、「投機的」まで格付が下がると借入余力が大きく減少し、調達コストも大きく跳ね上がると考えられる。
- 一般的に、自己資本比率が格付の決定要素として大きいとされているが、自己資本の考えは日系と外資系では大きく異なる。
- ビジネスモデルやビジネスを取り巻く環境が変化すれば、D/E Ratio等の財務指標が変わらなくとも格付が変更される可能性があるため注意が必要。
- 業種によっては、格付判定時に参考とする指標は異なる。



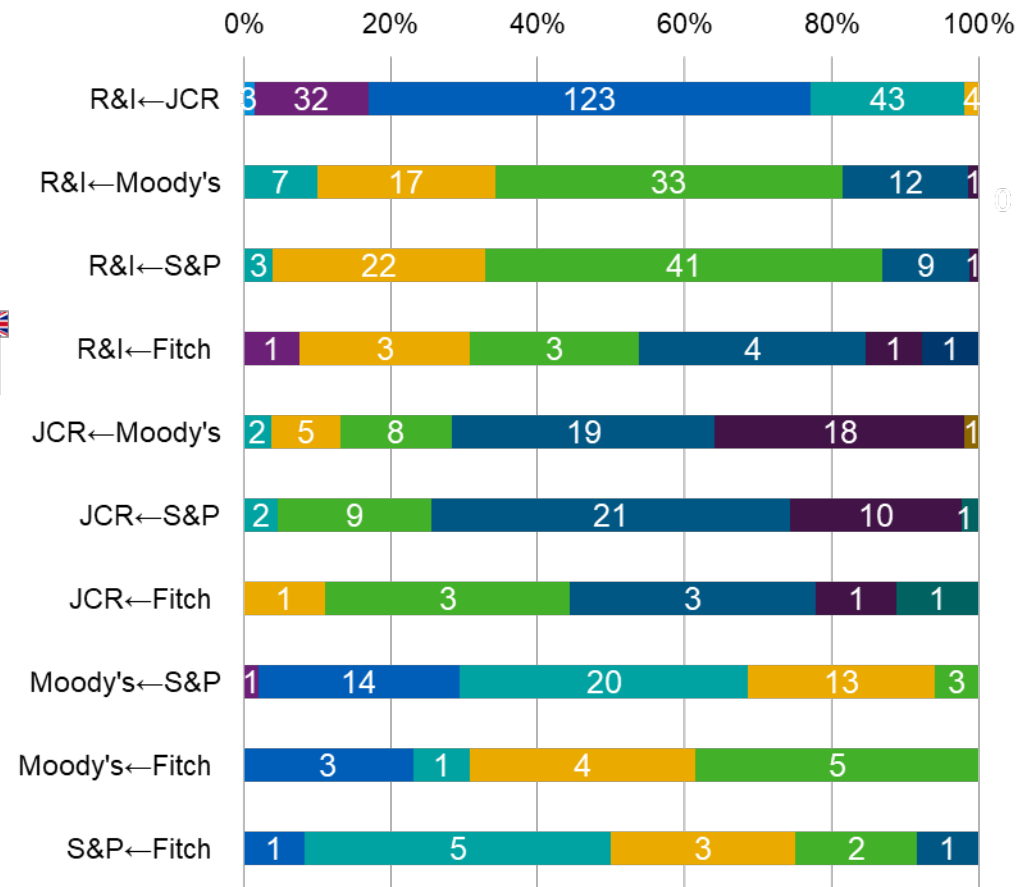
# 格付アプローチ 格付スプリットの状況 - 全体

平均格付け格差 (ノッチ)



出典 : KPMGにて作成

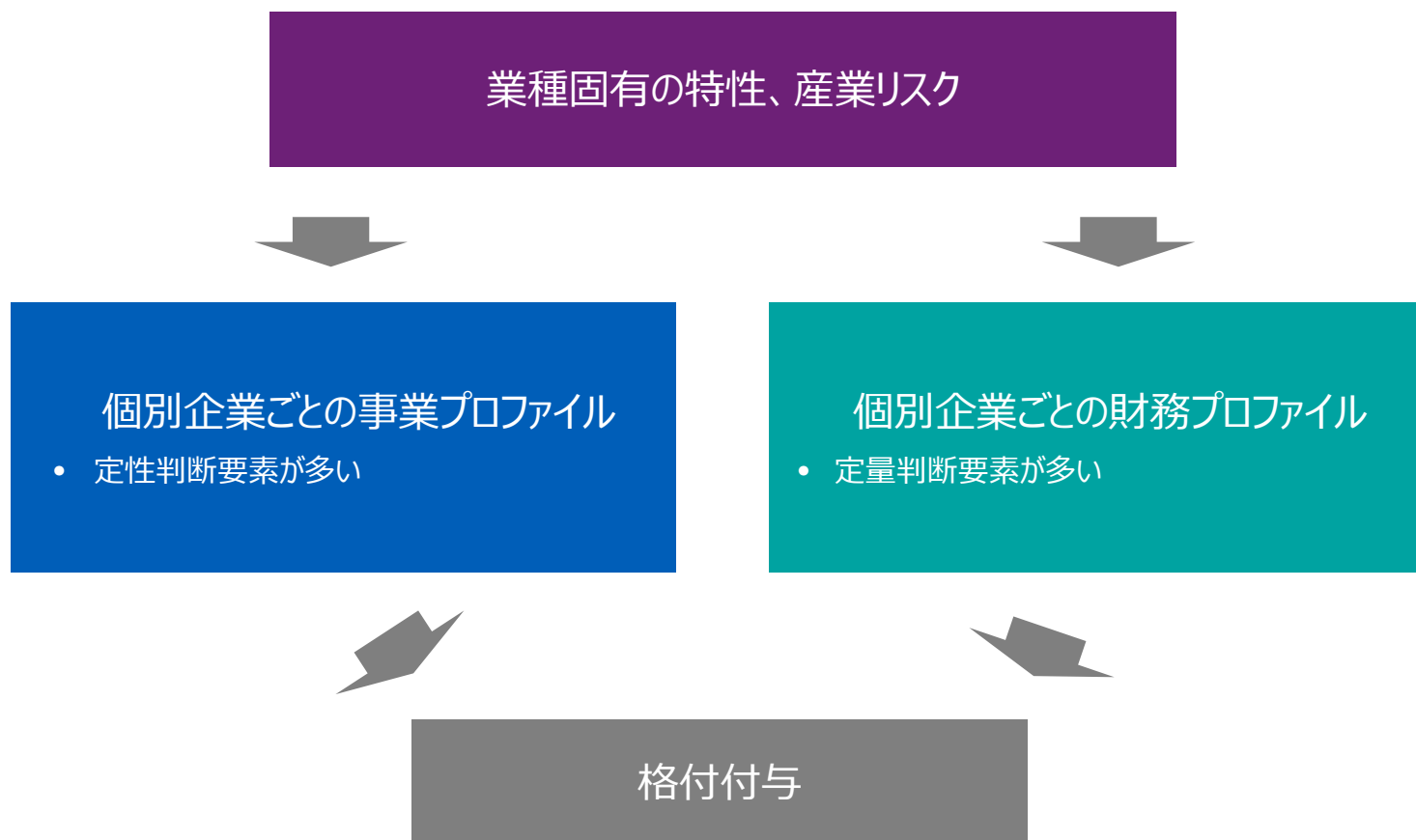
格付け格差の社数分布



■ -3 ■ -2 ■ -1 ■ 0 ■ 1 ■ 2 ■ 3 ■ 4 ■ 5 ■ 6 ■ 7 (ノッチ)

# 格付アプローチ

## 格付付与にあたっての一般的なアプローチ



# 格付アプローチ

## 産業リスク・事業プロファイルの着眼点（一般論）

### 産業リスク（定性評価）

- 市場の規模
- 市場の成長性、景気循環性、ライフサイクル
- 市場構造、参入障壁の有効性
- 顧客の安定性、継続率の高低
- 産業特有の規制状況 等

### 個別の事業プロファイル（定性評価）

- 主力製品などの市場規模、市場シェア
- 同業他社対比でみた場合のコスト競争力
- 事業ポートフォリオの分散度合（収益源の分散、商品の分散、地域の分散）
- カントリーリスク（特定の地域への依存度が高い場合）
- 技術力・研究開発力・品質管理
- 財務方針
- ガバナンス 等

産業リスク・事業プロファイルは日系・外資ともに着眼点は大きく異なる。

# 格付アプローチ

## 財務プロファイルの主な着眼点（一般論）

日系	格付要因	外資系
<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDAマージン</li> <li>EBITDA／総資産（ROA）</li> </ul>	収益性	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDAマージン</li> <li>EBITDA／総資産（ROA）</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>（ネット）有利子負債／EBITDA</li> <li>（ネット）有利子負債／営業キャッシュフロー</li> </ul>	レバレッジ／カバレッジ 債務償還年数	<ul style="list-style-type: none"> <li>有利子負債／EBITDA</li> <li>FFO（運転資本増減調整前営業CF）／有利子負債</li> <li>RCF（FFO-支払配当額）／有利子負債</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>自己資本比率</li> <li>（ネット）D/E レシオ</li> <li>インタレスト・カバレッジ・レシオ</li> </ul>	安全性	<ul style="list-style-type: none"> <li>インタレスト・カバレッジ・レシオ</li> <li>フリーキャッシュフロー／支払利息</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>自己資本額</li> <li>ネットキャッシュ</li> <li>EBITDA</li> </ul>	規模	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業収益</li> </ul>

- 着眼点は業種によって異なるが、「安全性」と「規模」についての捉え方が日系と外資系では異なる傾向がある。
- また、外資系はキャッシュフローを強く意識する傾向がある。

# 格付アプローチ

## 自己資本の位置付けに関する考察－日系

- 日系は自己資本比率・自己資本額を格付のメソロジーに明示的に盛り込んでいる。その背景要因として、以下が考えられる。

- ✓ 日本では銀行等による間接金融を中心とした時代が長く、財務健全性・安全性を重視する傾向が強かったこと。
- ✓ 日本企業はキャッシュフローに対する意識が総じて希薄であり、会計上の利益と剰余金の積み上がりを重視する傾向が強かったこと。
- ✓ 日本企業は、株主資本コストに対する意識が総じて希薄であり、最適なレバレッジを通じて資本コストを引き下げるという財務リテラシーが低かったこと。
- ✓ 日本企業は、無借金経営こそが王道であり、高い自己資本比率を維持することを重視する傾向が強いこと。

- 日系格付機関のクライアントである日本の債券投資家自身が上記背景を踏まえ安全性を重視してきたことが、日系の格付メソロジーにおいて自己資本（額・比率）が明示的に盛り込まれる一因になっていると考えられる。

# 格付アプローチ

## 自己資本の位置付けに関する考察－外資系

- 外資系は、格付の判定にあたってはキャッシュフロー系指標（EBITDA等）と有利子負債の倍率（有利子負債／EBITDA等）を重視する傾向が強く、定量判断指標として自己資本比率は設けていない。その背景要因として、以下が考えられる。

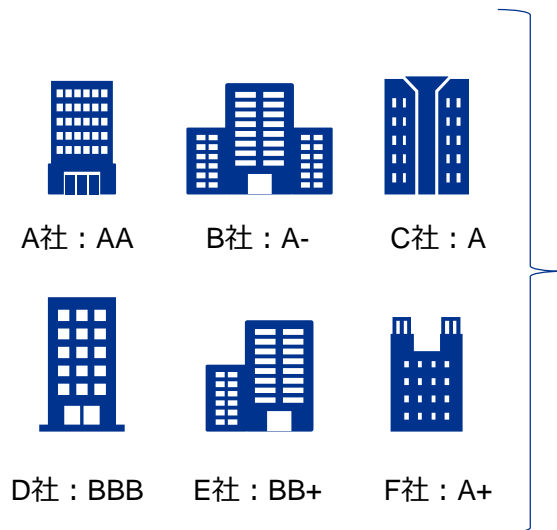
- ✓ 格付は債券投資家のための指標であり、債券の償還や金利負担を賄えるだけのキャッシュフローを持続的に創出できるかが焦点であること。
- ✓ レバレッジを効かせた経営は、キャッシュフローの創出力および財務を著しく毀損させない限り、債券の償還、金利負担への影響が必ずしも大きくはないこと（⇒影響が及ばないほどにキャッシュフローを創出できれば問題はない）。
- ✓ エクイティにかかる株主資本コストは負債コストに比べて割高であり、企業側（特に欧米）としても適正なレバレッジをかけることを財務戦略上重要視しており、格付が投資適格である以上は、レバレッジを高めることについて債券投資家も著しいリスクとはみていないこと。

- 現実には、格付が投機的水準になっている場合には、自己資本比率等をアンカー指標として重視する傾向がみられる。

# 格付アプローチ 格付推定の実務

- 格付のメソドロジーは詳細に開示されていないケースが多く、同業他社の格付取得状況や格付機関が意識する定性・定量項目を分析した上で、その根拠を押さえる必要がある。
- 日系・外資系は判断が異なるため、それぞれの切り口で分析する必要がある。

格付未取得企業 : 格付を取得した場合に想定される格付水準はどうか。  
 格付取得企業 : 取得している格付の根拠は何か。



事業プロフィール (定性)

+

財務プロフィール (定量)

定量評価項目	相関係数	A社	B社	C社	...
ROA	0.754	xxx	xxx	xxx	...
EBITDA/総資産平均	0.821	xxx	xxx	xxx	...
EBITDA	0.343	xxx	xxx	xxx	...
自己資本	0.670	xxx	xxx	xxx	...
研究開発費	0.244	xxx	xxx	xxx	...
純有利子負債EBITDA倍率	0.653	xxx	xxx	xxx	...
純有利子負債営業CF倍率	0.725	xxx	xxx	xxx	...
自己資本比率	0.493	xxx	xxx	xxx	...
ネットD/Eレシオ	0.508	xxx	xxx	xxx	...

自社



- 格付 (推定)
- 取得格付の根拠
- Debt Capacity
- 格付変更時の金利プロフィールの状況



# 格付アプローチ

## 格付要因とウェイト

日系の一般的な格付要因（財務プロフィール）

※イメージ

格付要因	格付要因	点数	ウェイト	点数 ウェイト調整後
収益性	EBITDAマージン	X	○%	X
	EBITDA/総資産（ROA）	X	○%	X
レバレッジ/カバレッジ 債務償還年数	（ネット）有利子負債/EBITDA	X	○%	X
	（ネット）有利子負債/営業キャッシュフロー	X	○%	X
安全性	自己資本比率	X	○%	X
	（ネット）D/Eレシオ	X	○%	X
	インタレスト・カバレッジ・レシオ	X	○%	X
規模	自己資本額	X	○%	X
	ネットキャッシュ	X	○%	X
	EBITDA	X	○%	X

配点イメージ

AAA	10.0<
AA+	9.5<10.0
AA	9.0<9.5
AA-	8.5<9.0
A+	8.0<8.5
A	7.5<8.0
A-	7.0<7.5
BBB+	6.5<7.0
BBB	6.0<6.5
BBB-	5.5<6.0
BB+	5.0<5.5
BB	4.5<5.0
BB-	4.0<4.5

- 日系・外資ともに財務プロフィールは格付に応じた各指標の水準感（配点）が決められているケースが多い。
- 業種特性に応じて格付評価上、重視する指標は異なる。また、指標ごとのウェイトの軽重が設定されている。
- 財務プロフィールに定性判断を加味した上で最終的に格付の水準感が決定される。
- 通常、12か月～18か月先の業績予想を踏まえて格付けを評価することが多い。

合計得点

+

定性判断

格付

# 格付アプローチ Debt Capacityのシミュレーション

## 財務プロフィール

格付要因	格付要因	点数	ウェイト	点数 ウェイト調整後	影響項目
収益性	EBITDAマージン	x	○%	x	○
	EBITDA/総資産 (ROA)	x	○%	x	
レバレッジ/カバレッジ 債務償還年数	(ネット) 有利子負債/EBITDA	x	○%	x	○
	(ネット) 有利子負債/営業キャッシュフロー	x	○%	x	
安全性	自己資本比率	x	○%	x	○
	(ネット) D/Eレシオ	x	○%	x	
	インタレスト・カバレッジ・レシオ	x	○%	x	
規模	自己資本額	x	○%	x	○
	ネットキャッシュ	x	○%	x	
	EBITDA	x	○%	x	

- 財務プロフィールと格付水準ごとに適用される想定金利水準の感応度分析によりDebt Capacityと格付水準が導出される。
- 有利子負債の増額は財務方針等の評価の引き下げを伴う可能性があり、定性判断を加味して格付を調整する必要がある。

有利子負債の調達と金利の感応度分析



定量面のみをみた場合の格付の変動状況

+

定性判断を反映

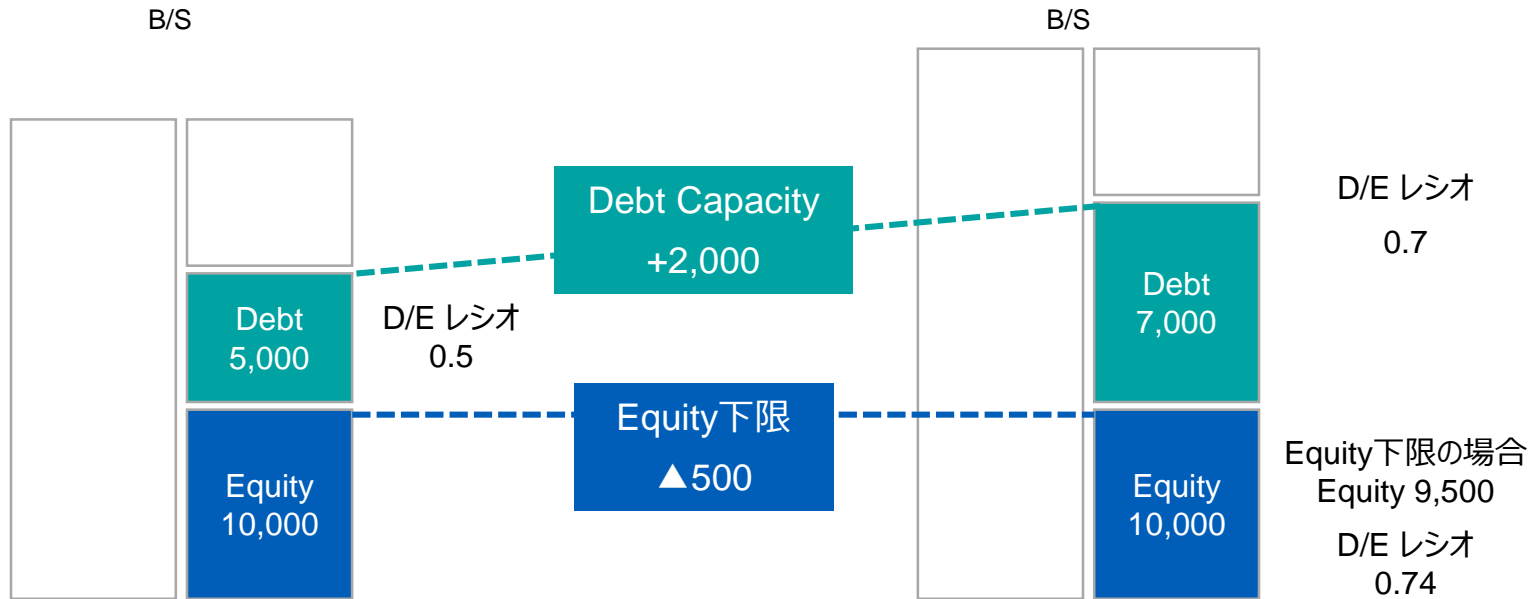
有利子負債増加に伴う  
財務方針の悪化

## 【格付シミュレーション結果（例） - Debt Capacity / Equity】

		Debt Capacity						
		+0	+1,000	+2,000	+3,000	+4,000	+5,000	+6,000
Equity	10,000	A	A	A	A-	A-	BBB+	BBB+
	9,500	A	A	A	A-	BBB+	BBB+	BBB
	9,000	A	A	A-	BBB+	BBB+	BBB	BBB-
	8,500	A	A-	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BBB-
	8,000	A-	BBB+	BBB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
	7,500	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
	7,000	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-

- 上記事例で、自己資本10,000億円で格付「A」を維持する場合、Debt Capacityを +2,000億円まで取ることができる（1ノッチ下落の「A-」を許容すればDebt Capacityは+4,000億円までとれることを示唆している）。
- Debt Capacity を+2,000億円とった場合、格付「A」を維持する範囲であれば純資産は9,500億円まで圧縮（▲500億円）が許容できる。

# 格付アプローチ 最適資本構成（例）



格付の観点からすれば、維持したい格付水準とその格付水準内において取り得る最大のDebt Capacityが最適資本構成となる。

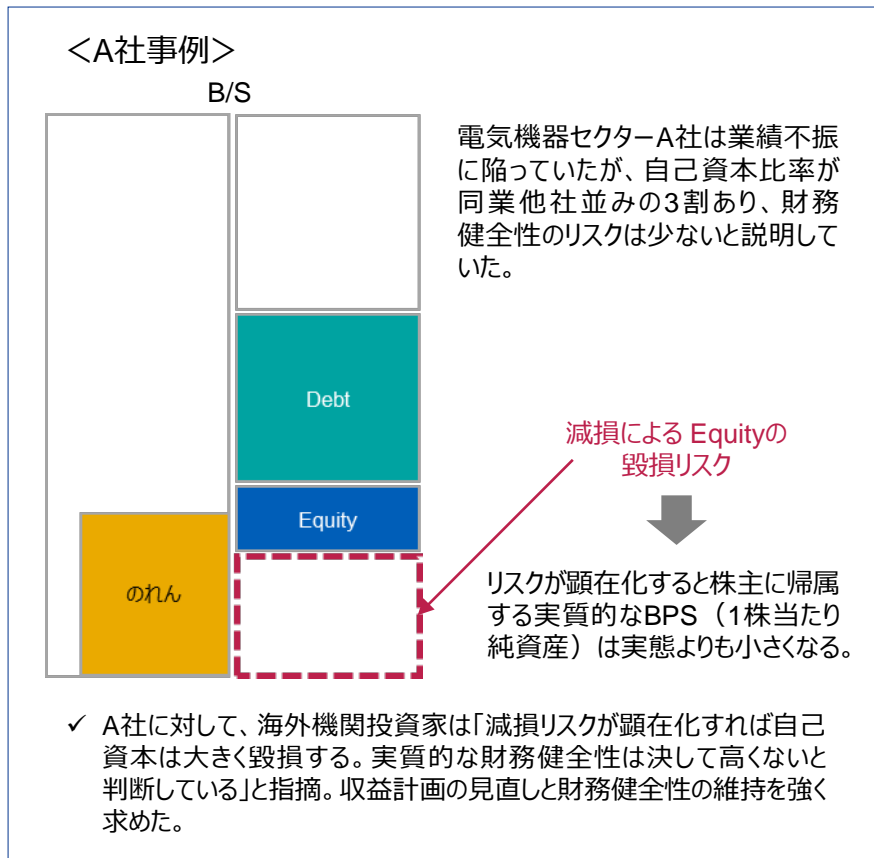
- 上記の例のように Debt Capacity が +2,000億円 だとすると、格付アプローチによる最適資本構成（D/E レシオ）は Debt 7,000（5,000+2,000）／Equity 10,000 の 0.7になる。
- ※ 調達した有利子負債の投資効果などによって Debt Capacity は変わってくるため別途シミュレーションが必要。



## 3. 事業リスクアプローチ

# 事業リスクアプローチ 機関投資家が重視する“Equityの質”

- 機関投資家は基本的には「少ない資本でリターンを最大化」することを求めるが、同時にEquityの質（実質的な財務健全性）も重視している。



## 減損に対するアナリストの一般的な見解

「多くのアナリストが、のれんの減損損失は、彼ら（アナリスト）が考えるのれんの価値の下落の発生時期よりも遅く認識されると感じていた。

彼ら（アナリスト）は、のれんの減損損失が（企業によって）認識されるよりも前に、のれんの価値の下落を分析に織り込んでいると述べた。」

出典：ASBJリサーチペーパー第3号「のれんをめぐる財務情報に関するアナリストの見解」2017年6月。括弧内はKPMGが追記。

- 投資家にとっての企業価値は「フリーキャッシュフローの割引現在価値」であるが、減損を通じて自己資本が毀損すれば、EPSの低下を招くばかりでなく、財務リスクが高まり、資本コストの上昇 ⇒ 企業価値毀損へとつながる。
- 事業の継続性を担保する上でも、のれんをはじめとする減損に備えてある程度 Equityの質を確保しておくことが重要。

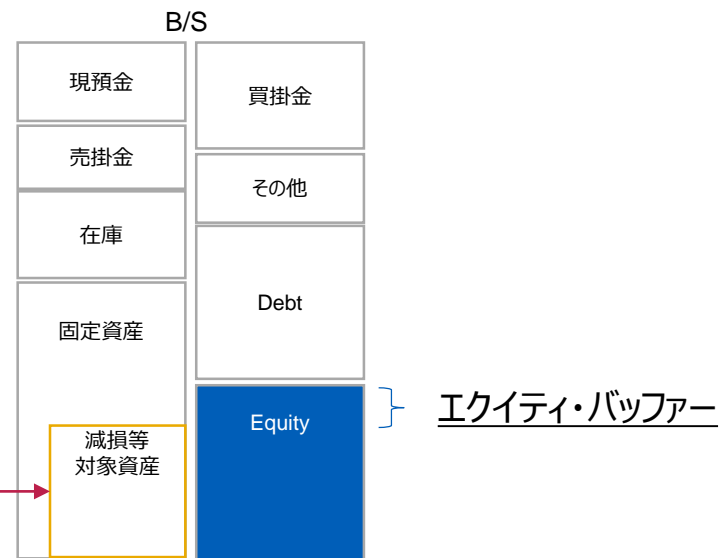
# 事業リスクアプローチ エクイティバッファの試算 - 減損対象資産等の試算アプローチ

## <減損等対象資産 試算アプローチ>

- 業績悪化時や急激な市場環境の変化によって減損対象となり得る資産、また、減損発現時に関連して損失が発生する可能性のある資産を「減損等対象資産」として抽出。
- 減損等対象資産をすべて自己資本でカバーするという考え方。

### 減損等対象資産

土地以外の有形固定資産  
特許権等  
のれん  
投資有価証券  
関係会社株式  
出資金  
繰延税金資産 等



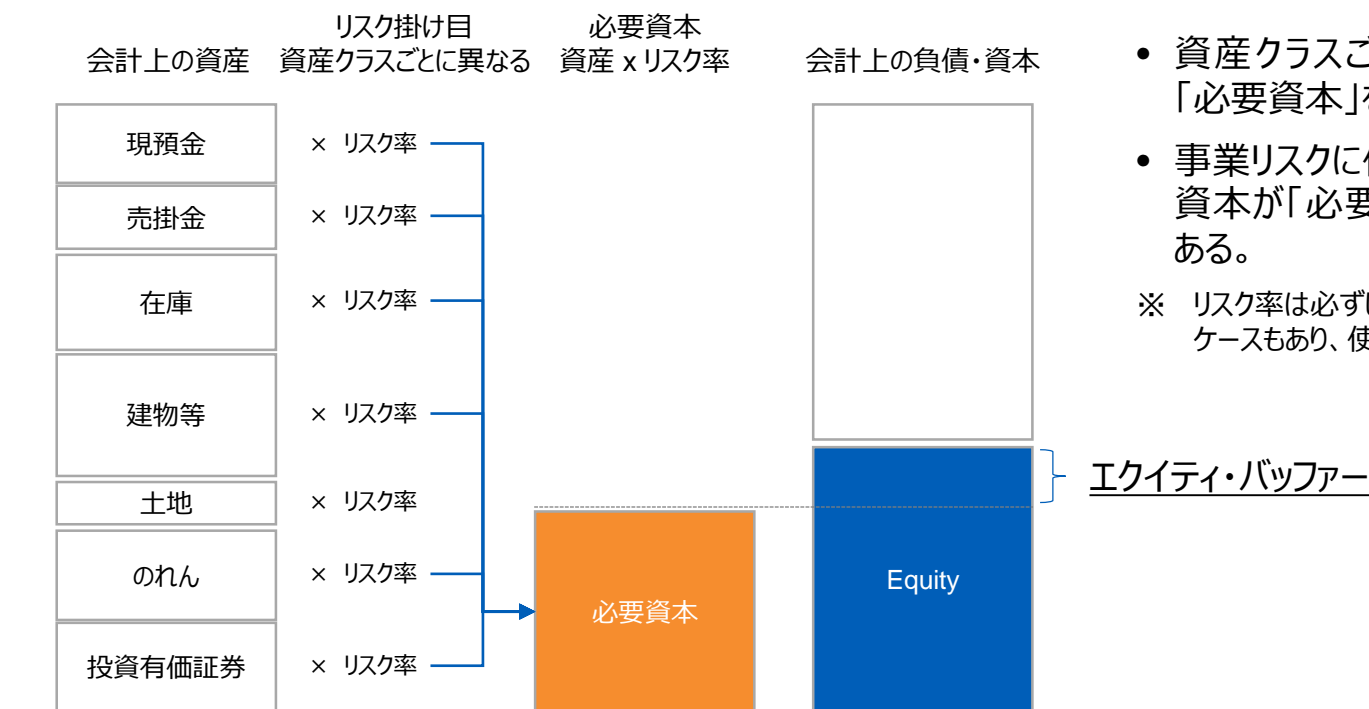
- ✓ 実際には、すべてが一度に減損する可能性は極めて低いため、のれん等に限定する場合や、企業のゴーイングコンサーンを踏まえて減損等対象資産が自己資本の8割に収まるようにエクイティバッファを設定する等の方法がある。

- 自己資本が「減損等対象資産」を十分に確保できている水準が、事業リスクからみた最適な自己資本の水準となる。

# 事業リスクアプローチ エクイティバッファの試算 - 資本賦課アプローチ

## <資本賦課アプローチ>

バランスシートに内在するリスクを計量化する手法として、格付機関等が使用する資産クラスごとのリスク率を活用する方法がある。



- 資産クラスごとに対応するリスク率を乗じ、「必要資本」を算出する。
  - 事業リスクに備えるためには、会計上の自己資本が「必要資本」をカバーしている必要がある。
- ※ リスク率は必ずしも業種特性が十分に加味されていないケースもあり、使用にあたっては注意が必要。

• 自己資本が「必要資本」を十分にカバーできている水準が、事業リスクからみた最適な自己資本の水準となる。

※ 減損等対象資産 試算アプローチ・資本賦課アプローチはともに最適な自己資本の水準について検討するものであり、最適な有利子負債水準は検討の対象外となっている。



## 4. リスクリターンアプローチ

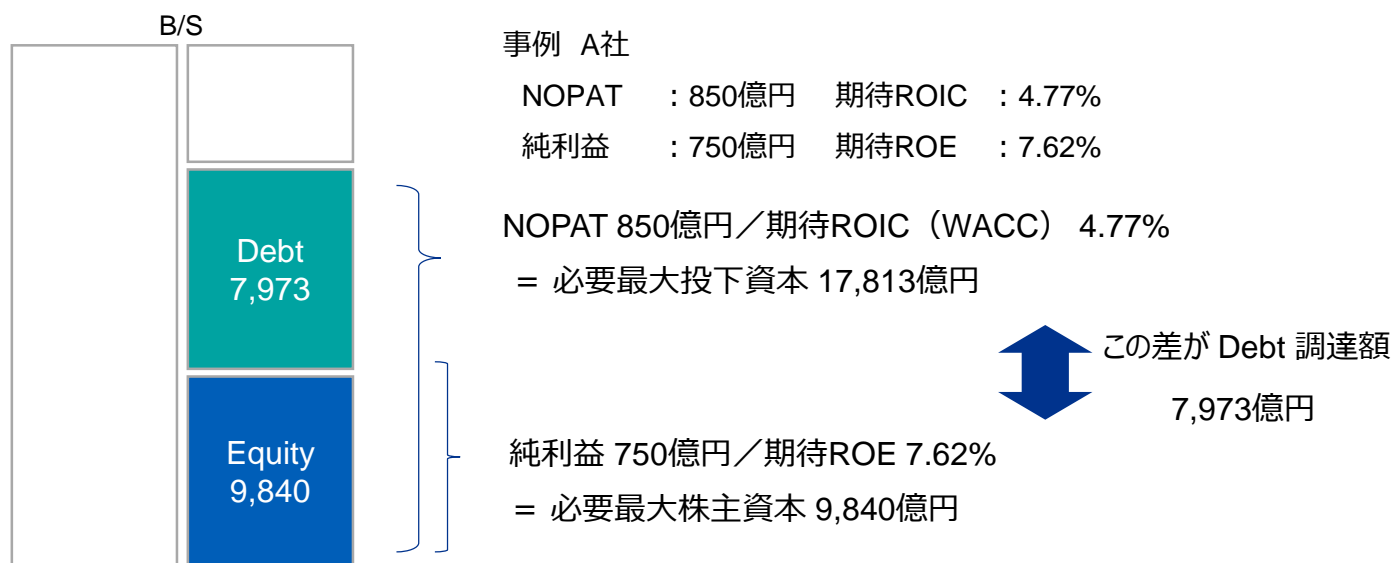


# リスク・リターンアプローチ

## リスク・リターンと最適資本構成

リスク・リターンアプローチは、下記検証を通じて、投資家／株主の視点からみた最適資本構成について検証するアプローチ。

- 現状の収益力を given とすると、資本提供者を満足させることができる収益を上げるためには、どのくらいの投下資本 (Equity + Debt) で十分か。
- 投下資本を given とすると、株主を満足させることができる収益を上げるためには、どのくらいの Equity で十分か。



リスク・リターンの観点からすれば、資本コストから試算される必要最大株主資本と必要最大投下資本との差から導き出される有利子負債額が最適資本構成になる。

※ PBRが1倍を下回る企業は本アプローチを参考にしやすい。

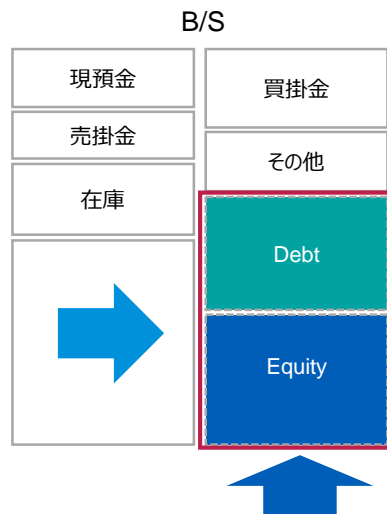


## 5. 最適資本構成の考え方

# 最適資本構成の考え方

## 事業リスクアプローチ

- 最低必要株主資本
- ✓ 事業リスクを過大に見積もり過ぎると必要株主資本の水準は過剰となる。



## リスク・リターンアプローチ

- 最大必要株主資本
- 最大必要投下資本
- ✓ 資本提供者の期待を満たす、という観点からすれば、投下資本は少なければ少ないほどよく、特に Equity は縮小するインセンティブが働きやすい。

## 格付アプローチ

- 維持すべき格付水準  
Debt Capacity
- ✓ Debt の調達額が格付によって決定されるという現実を踏まえると、最適資本構成を考える上で、格付アプローチをコアに据えるのが妥当。

事業リスクアプローチにより最低限必要な株主資本を決定

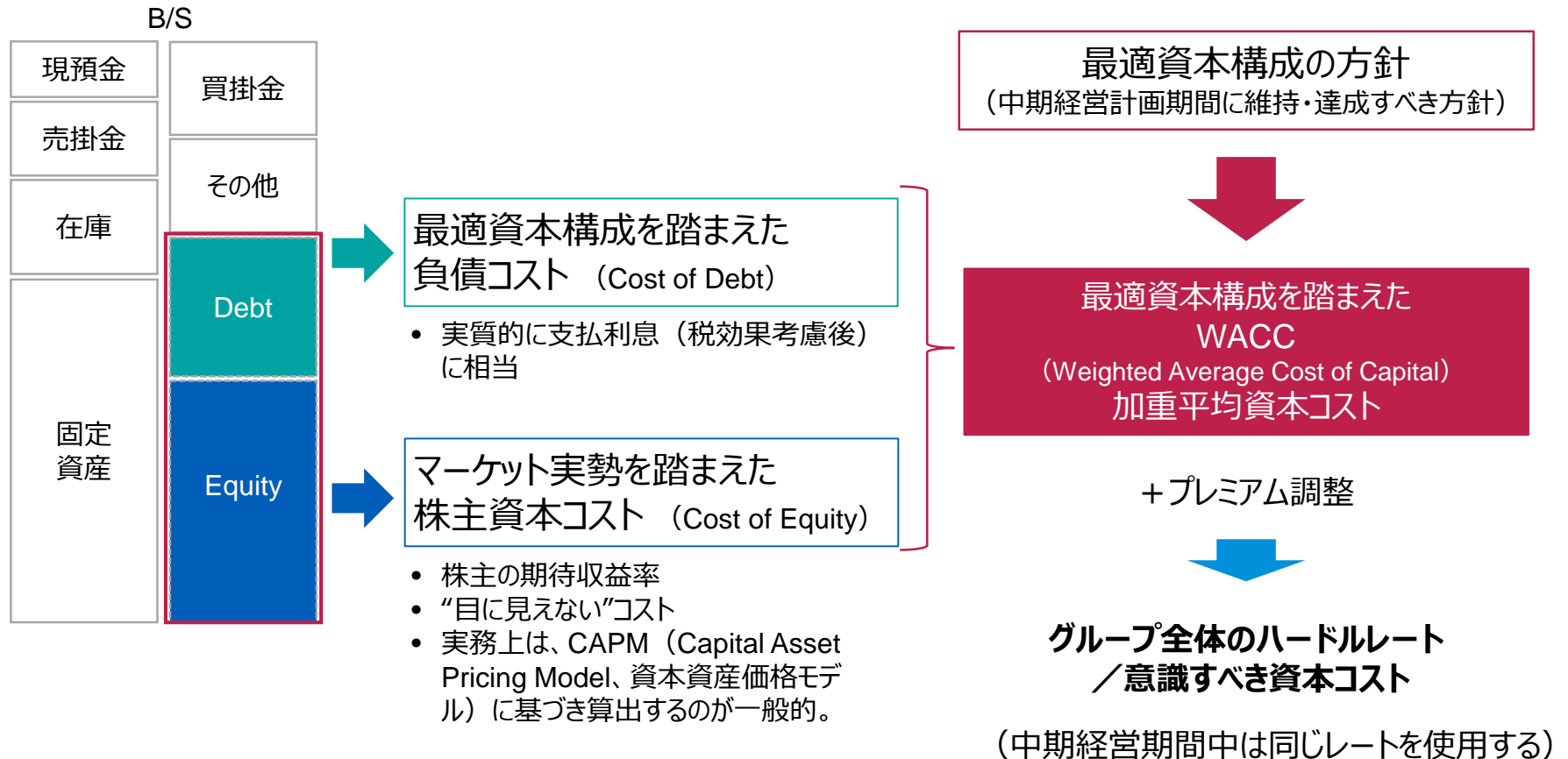
格付アプローチにより維持すべき格付水準を決定  
水準に応じた資本構成の調整

期待リターンが出せないのであれば事業ポートフォリオやコスト構造、格下げを意識した投資等、戦略を見直す必要がある

最適資本構成の方針を打ち出すことで、株主をはじめとするマーケット参加者への説明力を高めるとともに、最適資本構成の実現を通じたあるべきWACCの水準を導出することができる。

# グループ全体の資本コストの設定（再掲）

WACC（加重平均資本コスト）は「マーケット実勢を踏まえた株主資本コスト」および「最適資本構成」によって決まってくる。





## 6. 手許現金水準

# 適正な現預金保有水準の考え方

手元流動性に関するポリシーの策定に向けた考え方

投資家・株主の観点

株主資本の効率的運用

成長投資へのプレッシャー、  
そうでなければ配当を

財務効率性の観点

バランスシートの効率化

両建を解消し、  
B/Sをスリム化すべき

投資家・株主の観点

財務効率性の観点

キャッシュフローの効率的運用

生み出されたキャッシュフロー  
は成長投資に使うべき。そう  
でなければ配当を

財務効率性の観点

財務リスクの観点

財務安定性・安全性の維持

利益率・キャッシュ総出力が高い企業  
はDebt Capacityが大きいので、過大  
な手元資金は必要ない

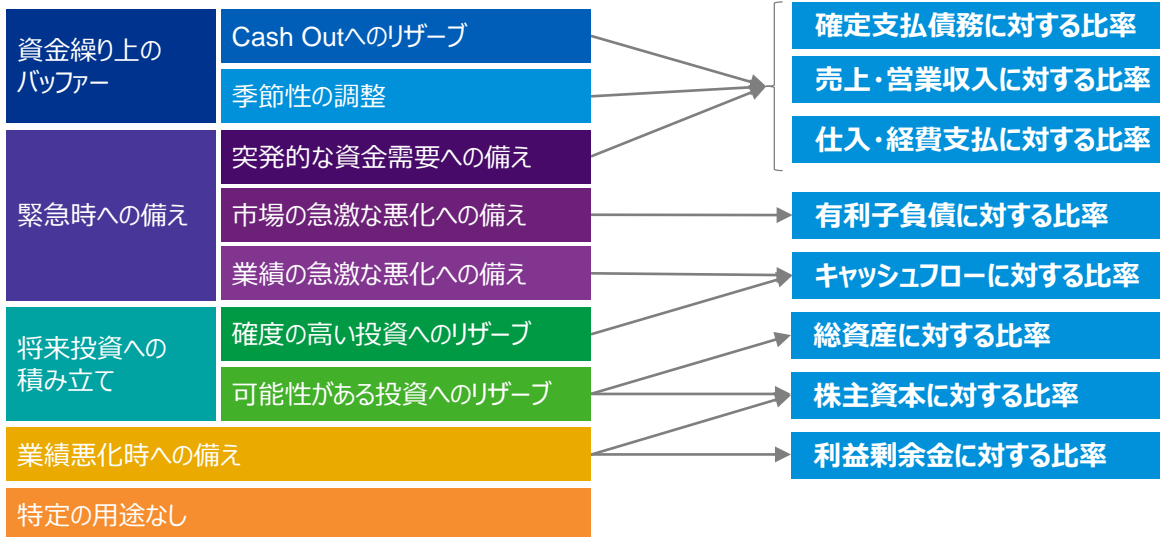
【手元流動性の用途】

【手元流動性の水準を測る指標】

合理的な理由  
事業性資金の側  
面が強い



説明が困難  
事業性資金の  
側面が弱い





## 7. キャッシュフローとキャッシュコンバージョン

# キャッシュリターンへの意識

- ROICはあくまでも会計上の利益をベースとした評価指標。
- 企業価値の本質はフリーキャッシュフローの現在価値であることを踏まえるとcash flow generation（キャッシュフローの創出）が最も重要。
- 日本においても事業部が会計上の利益を優先するあまり、キャッシュに対する意識が希薄であるという指摘を行う本社の管理部門は多い。（事業部のKPIをそもそも利益としているため、キャッシュの回収への意識が希薄になることが多い。）



- 会計上の利益ばかりを追求してもキャッシュフローが創出できなければ、本質的に企業価値は高まらない。
- 創出したキャッシュフローはその配分を通じて、更に企業価値が高まるようにコントロールする必要がある。
- これらの取組みの結果として、キャッシュリターンが資本コストを上回る必要がある。

Cash Conversion

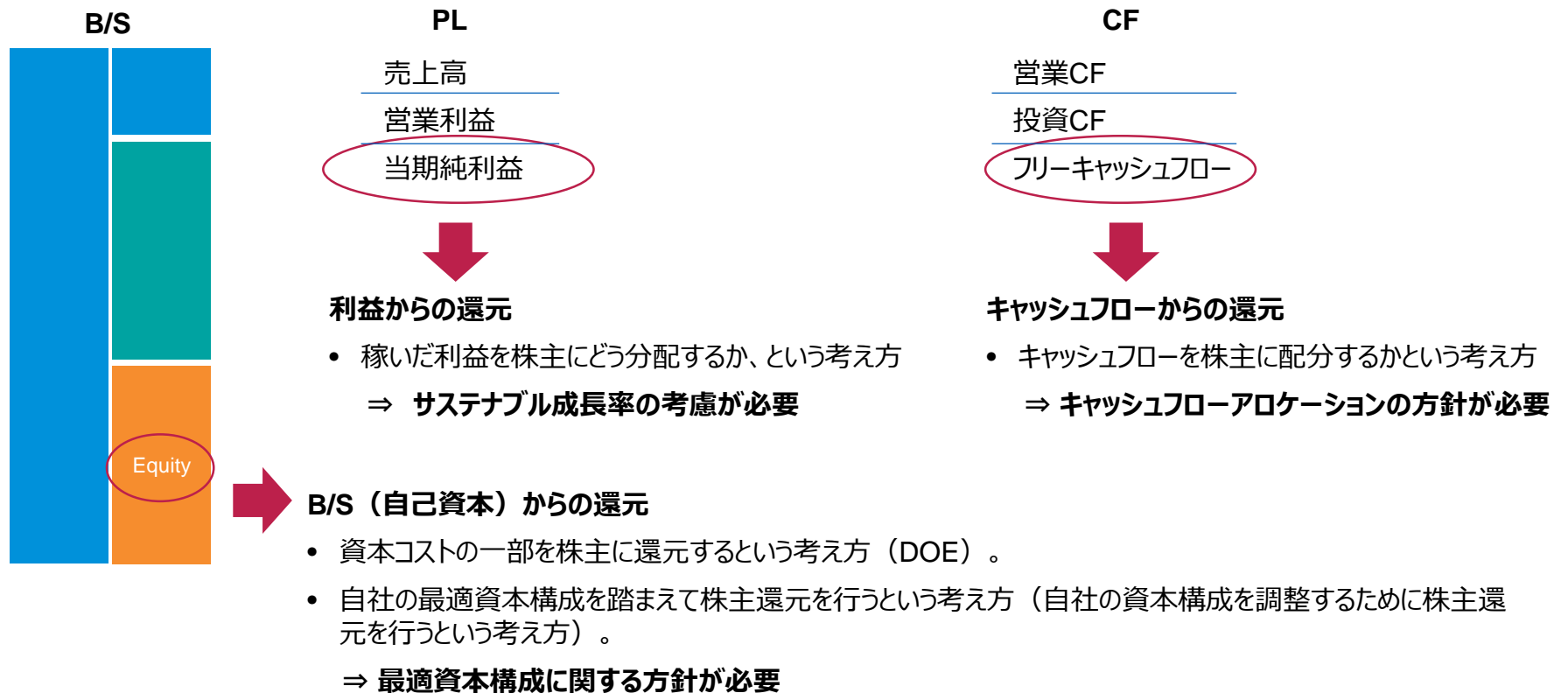
Cash Flow Allocation

キャッシュリターンへの意識を高めるにあたり、  
企業として左記に関する方針を策定する必要がある。



# 株主還元策のアプローチ

- 株主還元には「利益からの還元」「キャッシュフローからの還元」「バランスシートからの還元」の3つの視点がある。



- 日本企業の株主還元は「利益からの還元」= 配当性向に偏重。
- 「最適資本構成」「キャッシュフローアロケーション」を踏まえた株主還元方針が投資家に対する説明力を高めるうえで重要。

# Cash Conversion

- 会計上の利益がどれだけキャッシュにコンバートしているかを評価／モニタリングする必要がある。
- 欧米企業には Cash Conversion Ratio を使用し、会計上の利益がキャッシュにコンバートしている割合をKPIとしている企業も多い。
  - ✓ Investor Presentation においてガイダンスとして“Cash Conversion Ratio 100%” 等と示しているケースがある
- 海外大手機関投資家の中にはCash Conversionを意識している先も多い。

$$\text{Cash Conversion Ratio (CCR)} = \frac{\text{営業キャッシュフロー*}}{\text{EBITDA**}}$$

※CCRは non-GAAP指標であり、企業によってキャッシュフロー、利益の定義が異なる。

\* 事業に関するフリーキャッシュフロー

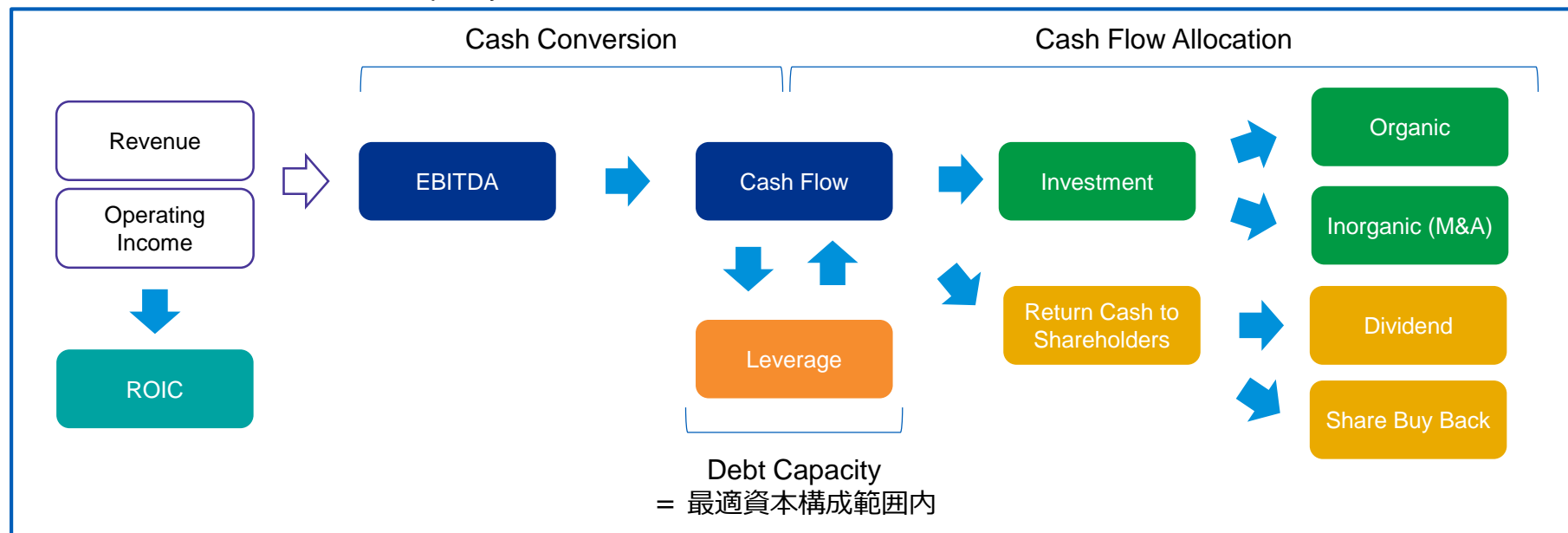
(例) EBIT + 減価償却費 - 設備投資 ± 運転資本増減

\*\* EBITDAの代わりに他の利益項目を使用するケースもある。

# ROICと Cash Flow Allocation

- 欧米ではROICによって資本コストを意識すると同時に、キャッシュフローの創出とその配分（投資および株主還元のアロケーション）について明確な方針を有している企業が多い。
- キャッシュフローアロケーションを考える上では最適資本構成を踏まえた Debt Capacity を織り込んでいる。
- ROIC・Cash Conversion・Cash Flow Allocation の方針を示すことで体系立てて資本政策を整理すると同時に、キャッシュリターンを強く意識していることがうかがえる。

財務フレームワーク（ROIC、Debt Capacity、Cash Conversion、Cash Flow Allocation）





# キャッシュフローアロケーション例

# キャッシュフローアロケーションと株主還元

## 3M – 成長投資 / 配当 / M&A もしくは 自社株買い

### Balanced capital allocation plan

Maintaining discipline and flexibility

#### Growth investments ~30%

**R&D**  
~6% to sales

**Cap-ex**  
5.0% – 5.5% to sales

#### Dividend ~30%

**60 years**  
Consecutive annual increases

**100+ years**  
Paid dividends without interruption  
Expected to grow in-line with earnings over time

#### Flexible deployment ~40%

**Acquisitions**  
Highest priority for flexible deployment

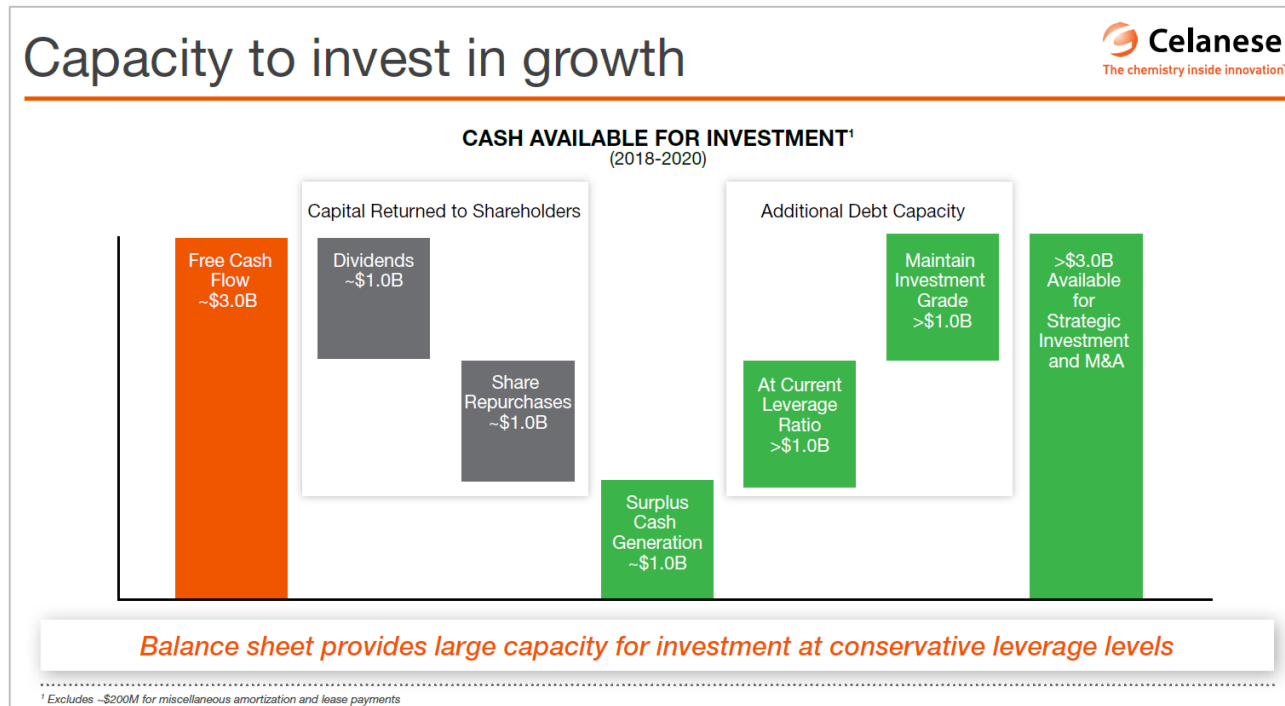
**Share repurchase**  
Maintain minimum repurchase threshold  
Based on relative value; influenced by other demands on capital

- 自社株買いはあくまでも M&Aと合わせて機動的な配分（flexible deployment）。また、実施も最低水準。
- 株主還元のベースは配当。

Note: capital allocation percentages based on mid-point of 2019 – 2023 plan

出所：2018 Investor Day , 2019-2023 Plan Financial Review, November 15 , 2018

# キャッシュフローアロケーションと株主還元 Celanese - 最適資本構成との組み合わせ



- フリーキャッシュフローを起点に株主還元を説明しているのに加えて、Debt Capacity についても説明。
- Debt Capacity は現在のD/Eレシオを維持できる範囲および投資適格を維持できる範囲の2段階で説明。
- 配当後もDebt Capacity を活用することで戦略投資やM&Aが可能であることを示している。  
(現在の格付はBBB-)

出所： Investor Day, May 1, 2018

# DPS（一株当たり配当）の成長

## Air Liquideの開示例



- ✓ 欧米企業で配当性向をKPIとして使用するケースは少ない。
- ✓ 基本的にはDPSの成長性を意識。
- ✓ 株主は減配を忌避する傾向が強いため、減配リスクを避けるためにも大幅増配はせず、微増配を継続するケースが多い。
- ✓ キャッシュフローアロケーションの方針に基づき、成長・配当に使用しなかった分は、最適資本構成の方針に則り、自社株買いによって資本の調整を行う企業が多い。

出所 : Exane European CEO Conference, June 14 , 2018

# アロケーションの優先順位の決定

事業戦略を踏まえ、キャッシュフロー（営業CF + Debt Capacity）のアロケーションの方針（優先順位）を決定する必要がある。

アロケーションの優先順位の決定（イメージ）

営業CF + Debt Capacity



## 主な検討のポイント

- アロケート可能なキャッシュフローの原資の把握（営業CF + Debt Capacity = 最適資本構成）
- 成長投資と株主還元のバランス（ROIC > WACCが継続するのであれば再投資を優先することが理論的には正しい）
- 成長戦略とアロケート可能なキャッシュフローの原資のバランス（戦略次第では最適資本構成そのものの方針を見直す必要がある）





ご清聴ありがとうございました。

有限責任 あずさ監査法人  
アドバイザー本部  
グローバル財務マネジメント

栗原 宏