



KPMG Insight

KPMG Newsletter

Vol. 26

September 2017

ガバナンスピックアップ①

最適資本構成の追求と格付戦略

kpmg.com/jp

最適資本構成の追求と格付戦略

～財務戦略の高度化に向けて～

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
ディレクター 土屋 大輔

コーポレートガバナンス改革の進展によって、企業における資本生産性向上の意識が高まり、ROE目標を掲げる企業も増えてきました。企業ではROEを高める取組みとして、主にP/Lの改善を意識している傾向がみられます。

一方で、機関投資家は資本生産性を評価するに当たってP/LのみならずB/Sについても着目しています。しかしながら、B/Sの活用方針について企業から納得感のある説明が得られるケースが少ないと感じているようです。

B/Sの活用方針について説明することは自社の考える最適資本構成についての方針を発信することと同義です。最適資本構成について、ファイナンス理論上の解はありますが、実務において適正な有利子負債と自己資本のバランスを決定するのは容易ではありません。

本稿では実務の観点からみた最適資本構成に向けたアプローチを整理するとともに、その中核となる格付戦略について解説します。

なお、本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



土屋 大輔
つちや だいすけ

【ポイント】

- ー ファイナンス理論上の最適資本構成を実務に適用するのは困難が伴う。現実的に有利子負債の調達額と金利コストは格付によって左右されるという事実を踏まえると、最適資本構成のアプローチにおいて格付戦略をどう考えるかが最も重要である。
- ー 格付の考え方は日系と外資系格付機関とで、特に財務健全性（自己資本比率）やフリーキャッシュフローの位置づけなどで異なる傾向がみられる。
- ー 維持したい格付水準とDebt Capacity（有利子負債の調達許容額）をベースに事業リスクや投資家の要求リターンを総合的に検証し、最適資本構成についての説明力を高めることが市場からの信認獲得と資本コストの低減に繋がる。



ウェブサイトからもPDFファイルをダウンロードいただけます。
QRコードをご利用ください。

I. B/Sの活用方針に対する説明力の不足

1. 資本生産性向上において重視する取組み

コーポレートガバナンス改革の進展に伴い、多くの企業がROE目標を掲げるようになってきました。生命保険協会の調査(図表1参照)によると、企業が資本生産性向上に向けて重視している取組みとして「コスト削減」、「製品・サービス競争力強化」、「事業規模・シェアの拡大」が多くなっています。これら施策はどちらかといえばP/Lを意識した内容といえるでしょう。

一方で、機関投資家が資本生産性向上において企業に期待する取組みは「事業の選択と集中(事業ポートフォリオの見直し・入れ替え)」、「製品・サービス競争力強化」、「収益・効率性指標を管理指標として展開」となっており、必ずしもP/Lのみを意識した内容とはなっていません。これら取組みは投下した資本に対するリターンを念頭に置いたものと推察され、機関投資家としてはP/Lに加えてB/Sのあり方についても強く意識していると考えられます。

2. 自己資本の水準と手元資金水準の妥当性

B/Sのあり方について、企業の58.7%が自社の自己資本水準について適正と考えているのに対して、機関投資家の71.0%が余裕のある水準と考えています。また、手元現預金の水準の妥当性に関して58.1%の機関投資家が「あまり説明されていない」と考えています。手元現預金水準についてあまり説明がなされていない、ということは自己資本の水準のあり方についても十分な説明がなされていないと機関投資家は考えている可能性

があると推察されます。

3. 最適資本構成についての説明力

これらが示唆するのは、機関投資家から見て、企業の財務健全性への配慮が過剰である、あるいはリターンを稼ぐために過剰に資本を投下している、すなわち効率的に投下していないように映る、ということです。換言すれば、自社のB/Sの状況に関して、機関投資家が納得し得る意見を持ち合わせている企業は少ないことを意味しています。

ROEやROICといった資本生産性指標は分子である収益を分母である投下資本で除して算出する指標です。その指標を活用するにあたっては分子の利益のみならず、分母の投下資本をどう考えるかも重要です。これはすなわち、マーケットに対してB/Sの活用方針、さらにいえば自社が考える最適資本構成についての説明力を高めていくことが肝要であるということに他なりません。

II. 最適資本構成の理論とアプローチ方法

1. 理論としての最適資本構成

最適資本構成をファイナンス理論から説明するものとして、最も認知度が高いのがMM(モディリアーニ・ミラー)理論ではないかと考えます。

MM理論が提唱するのは、完全市場下における企業の資金調達、調達方法の如何にかかわらず企業価値に影響を与えな

【図表1 資本生産性向上に関する企業と投資家の見解の相違点】

| 項目 | | 企業 | 機関投資家 |
|------------------------------------------|--------------|--------------|------------------------------|
| 資本生産性向上において重視する(企業)/期待する(機関投資家)取組み 上位3項目 | 1位 | コスト削減 | 事業の選択と集中(事業ポートフォリオの見直し・入れ替え) |
| | 2位 | 製品・サービス競争力強化 | 製品・サービス競争力強化 |
| | 3位 | 事業規模・シェア拡大 | 収益・効率性指標を管理指標として展開 |
| 自己資本の水準* | 余裕のある水準 | 24.8% | 71.0% |
| | 適正 | 58.7% | 23.7% |
| | 不足 | 14.5% | 0.0% |
| 手元資金水準の妥当性に関する説明(機関投資家のみ)* | 十分に説明されている | - | 2.2% |
| | 一定程度説明されている | - | 25.8% |
| | あまり説明されていない | - | 58.1% |
| | ほとんど説明されていない | - | 8.6% |

出典：一般社団法人 生命保険協会「平成28年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取組みについて」を元に筆者が作成
*「無回答」は除く

い、というものです。しかしながら、現実的には法人税が存在するなど完全市場ではありません。MM理論が提示したのは、完全ではない市場において節税効果を考慮すると資本における有利子負債の割合が高くなればなるほど企業価値が高まる、ということです。しかしながら、有利子負債依存度がある水準を超えると、財務上の負荷が高まることにより倒産リスクが上昇することになります。倒産リスクが一定水準を超えると、逆に有利子負債比率の上昇が企業価値の低下を招きます。この理論に則れば、企業には資本コストが最小となる最適なD/Eレシオ（デットエクイティレシオ：負債資本倍率）の水準がある、ということになります。

2. 最適資本構成に向けたアプローチ方法

しかしながら、ファイナンス理論上の最適資本構成の解はあっても、それを実務に落とし込むのは容易ではありません。実務においては、理論を念頭に置きつつ、下記アプローチを総合的に考えたうえで最適資本構成を追求するのが良いと考えます。

- ① 自社の格付とDebt Capacityから試算するアプローチ
- ② 事業リスクに対するバッファとしてどの程度の自己資本が必要かを試算するアプローチ（最低必要自己資本の試算）
- ③ 株主や債権者に対するリターンを意識した場合にどの程度の投下資本が適正かを元に試算するアプローチ（最大必要自己資本の試算）

上記アプローチにはそれぞれ長所と短所がありますが、他人資本で資金を調達する場合、調達可能額や金利コストは格付によってほぼ決まってしまうという現実があります。よって、その点を勘案すれば、上記①のアプローチを中核に添えて最適資本構成を追求するのが実務の観点からは妥当であると考えます。

Ⅲ. 格付メソドロジーを用いたアプローチ

このアプローチは、現在の格付を踏まえると事業を継続するうえでどこまで有利子負債を増やすことができるか、という観点から最適資本構成を考察する方法です。

企業としては自社の格付を踏まえつつ、今後の事業を展開するうえで有利子負債をどこまで活用する予定なのか、そのために格付をどう考えるのか（維持するのか、格下げを許容するのか）、といった方針の策定が必要です。当然のことながら、格付を取得していない企業はシミュレーションを通じて想定される

自社の格付を検討する必要があります。

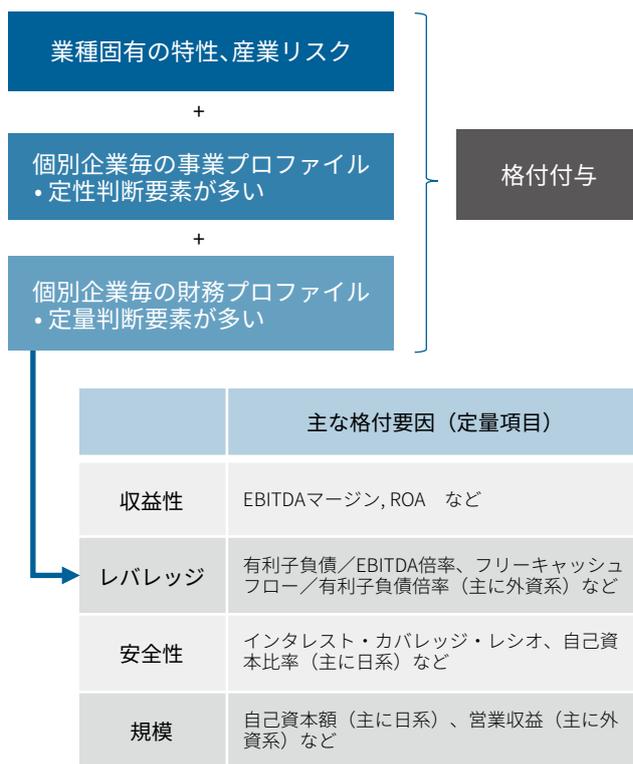
1. 格付のメソドロジー

格付は、自己資本比率やD/Eレシオの水準感で決まってくると考えられがちですが、格付の付与にあたって何を重視しているかは、当該企業が属する業種特性によって様々です。また、日系と外資系の格付機関によって着眼点異なるケースがあります。

一般論として、格付機関は日系・外資系を問わず、格付付与対象企業の産業リスク、個別企業の事業プロフィール、財務プロフィールをそれぞれ分析したうえで総合的に判断するというメソドロジーを設けています。産業リスクであれば、市場規模や市場の成長性、参入障壁の有無、顧客の安定性などを、また、個別事業のプロフィールであれば、主力商品のマーケットシェアや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、技術や研究開発力、財務の方針やガバナンスなどを精査対象としています。これらは主として定性判断によっています。

財務プロフィールは、「収益性」、「レバレッジ（カバレッジ）」、「安全性」、「規模」の4つの項目について定量的に総合評価する場合があります。「収益性」であれば、EBITDAマージンなどが、「レバレッジ（カバレッジ）」であれば有利子負債/EBITDA倍率などが代表的な指標です（図表2参照）。

【図表2 一般的な格付のメソドロジー】



2. 日系と外資系の着眼点の違い

日系と外資系の格付に対する考え方の違いは、主に「安全性」と「規模」の捉え方にあると考えられます。日系は、自己資本の額や比率を重視するのに対して、外資系はキャッシュフローを重視しているケースが多くなっています。すなわち日系は、財務の健全性を強く意識しているのに対して、外資系は稼いだフリーキャッシュフローによる債務返済能力を重視している、ということです。

無論、外資系機関が財務健全性を意識していない訳ではありません。その底流にある考え方として、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うだけのキャッシュフローを持続的に創出できるか否かが重要だということです。逆説的にいえば、レバレッジを効かせた経営を行っても、キャッシュフローが創出できている限り、債券の償還は行えるし、金利負担の影響も必ずしも大きくない、という発想があるものと考えられます。また、調達コストの観点からみれば、一般的に自己資本にかかるコストは、負債コストに比べて割高であるので、外国の企業は財務戦略上適正なレバレッジをかけることを重視していることも背景にあると推察されます。つまり、格付が投資適格である以上は、債券投資家もレバレッジを高めることを著しいリスクとは見ておらず、格付が投機的な水準になった段階で、定性的に自己資本比率などをアンカー指標として重視する傾向があると一般的に考えられます。

3. Debt Capacityの試算

このような格付機関の特徴を踏まえ、各機関の格付メソドロジーに基づいて自社の定性・定量情報を当てはめていけば、自社の格付の根拠（未取得であれば推定格付）を想定することが可能です。また、現状の格付を前提とする場合に自社のDebt

Capacityはどの程度であるか（どこまで追加で有利子負債を調達することが可能か）は、格付要因となっている財務指標などから逆算することも可能です（図表3参照）。

格下げをどこまで許容するかは経営判断になるため、格付を戦略的に考える必要があります。格付戦略に則った目標格付と、その格付から想定されるDebt Capacityが、格付の観点からみた最適な資本・負債構成となります。なお、格付のメソドロジーは詳細には公表されていません。よって、そのメソドロジーの解明には同業他社の格付取得状況などを踏まえた分析が必要であることも付言します。

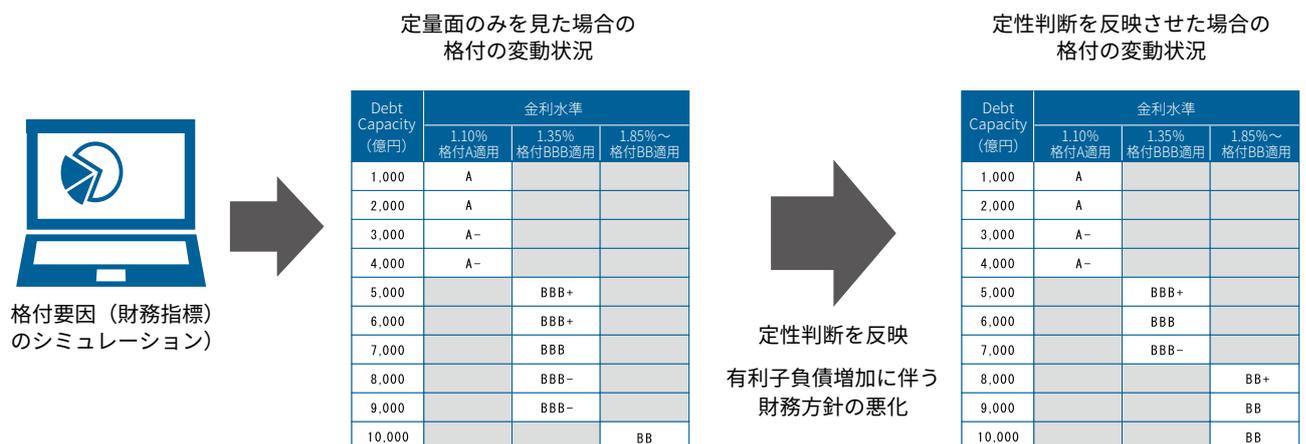
IV. 格付戦略を核とした最適資本構成の追求

自社の格付とDebt Capacityから試算するアプローチは、日系格付機関を念頭に置いた場合、高格付を取得している企業が現状維持を目標とすると、自己資本比率を高いまま維持しようとするインセンティブが働きやすいという特徴があります。自己資本比率が高いということは、資本生産性の観点からはROEを低下させEquity Spread（ROE-株主資本コスト）を毀損させる可能性があります。よって、他のアプローチと総合して考えていく必要があります。

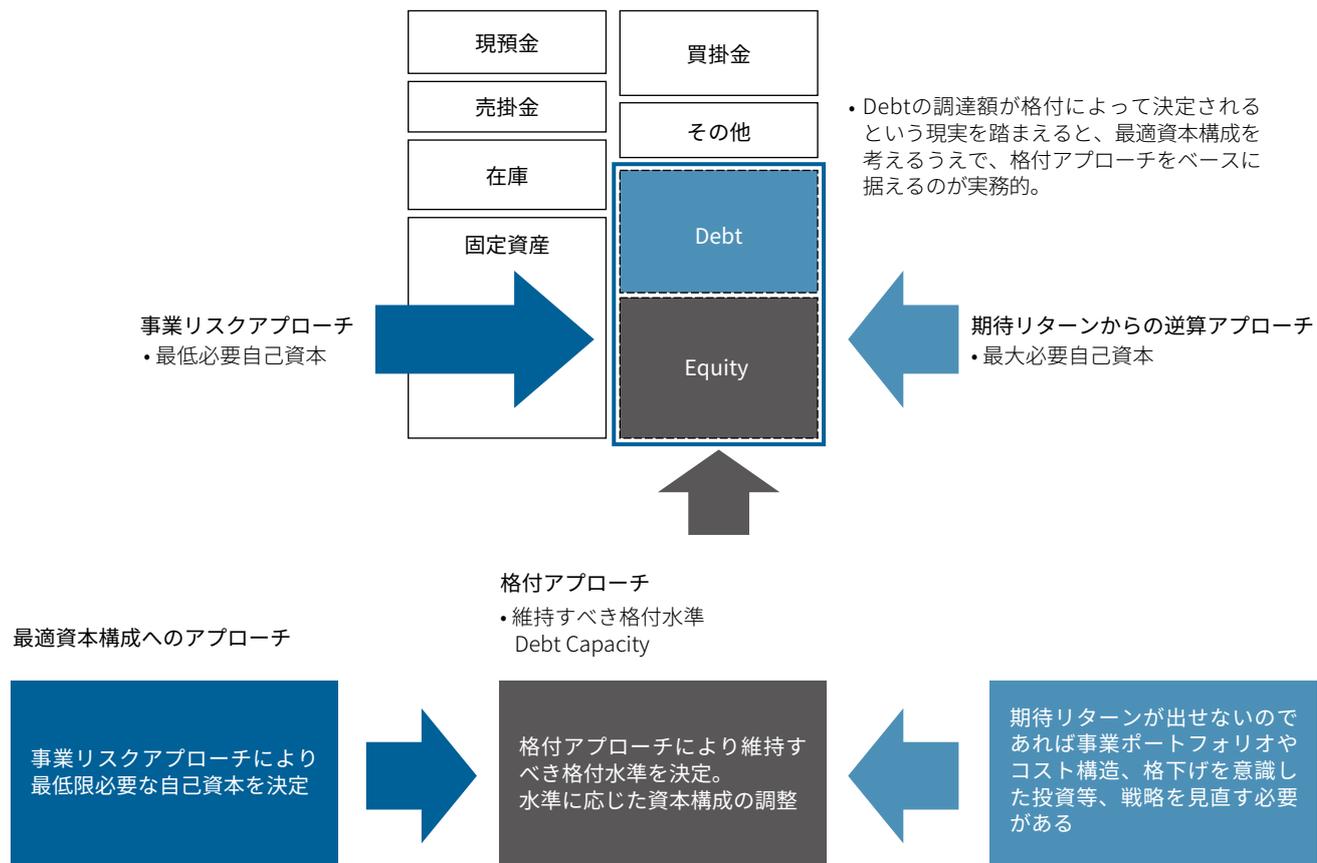
具体的には、格付メソドロジーを活用することにより、自社が目標とする格付とDebt Capacityを算出し、それらをベースに事業リスクに対して自己資本は適切な水準にあるか否か、株主の期待リターンに対して投下資本の水準感は適切か否かを見ていきます。格付の要素をベースに、事業リスクや株主の期待リターンとのバランスを図ることで最適資本構成を追求するのです（図表4参照）。

資本構成は短期で調整できるものではなく、中長期で取り組

【図表3 Debt Capacityのシミュレーション(イメージ)】



【図表4 最適資本構成追求に向けたアプローチ】



むことが必要です。企業はこれらの要素を総合的に勘案したうえで、最適資本構成についての方針を打ち出し、中期経営計画に整合する形でその実現を達成することが求められます。また、前述した手元現預金の水準に関しても、最適資本構成をベースとして、たとえば格付を維持する前提であれば中長期的にどの程度株主還元に戻ることができるか、といった検討も可能になります。格付戦略を中核としたこれらの取組みがB/S活用に対する投資家への説明力を高め、市場からの信認獲得と資本コストの低下にも繋がっていくと考えられます。

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

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
 ディレクター 土屋 大輔
 TEL : 03-3548-5125 (代表番号)
 daisuke.tsuchiya@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2017 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2017 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.