



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 「逆風下の財務マネジメント」

2020.12.11

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

1. 最適資本構成の考え方
2. 手許現預金水準
3. キャッシュフローとキャッシュコンバージョン
4. キャッシュフローアロケーション例
5. 逆風下の財務マネジメント

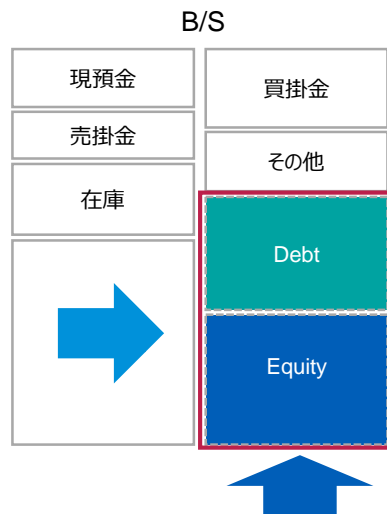


1. 最適資本構成の考え方

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

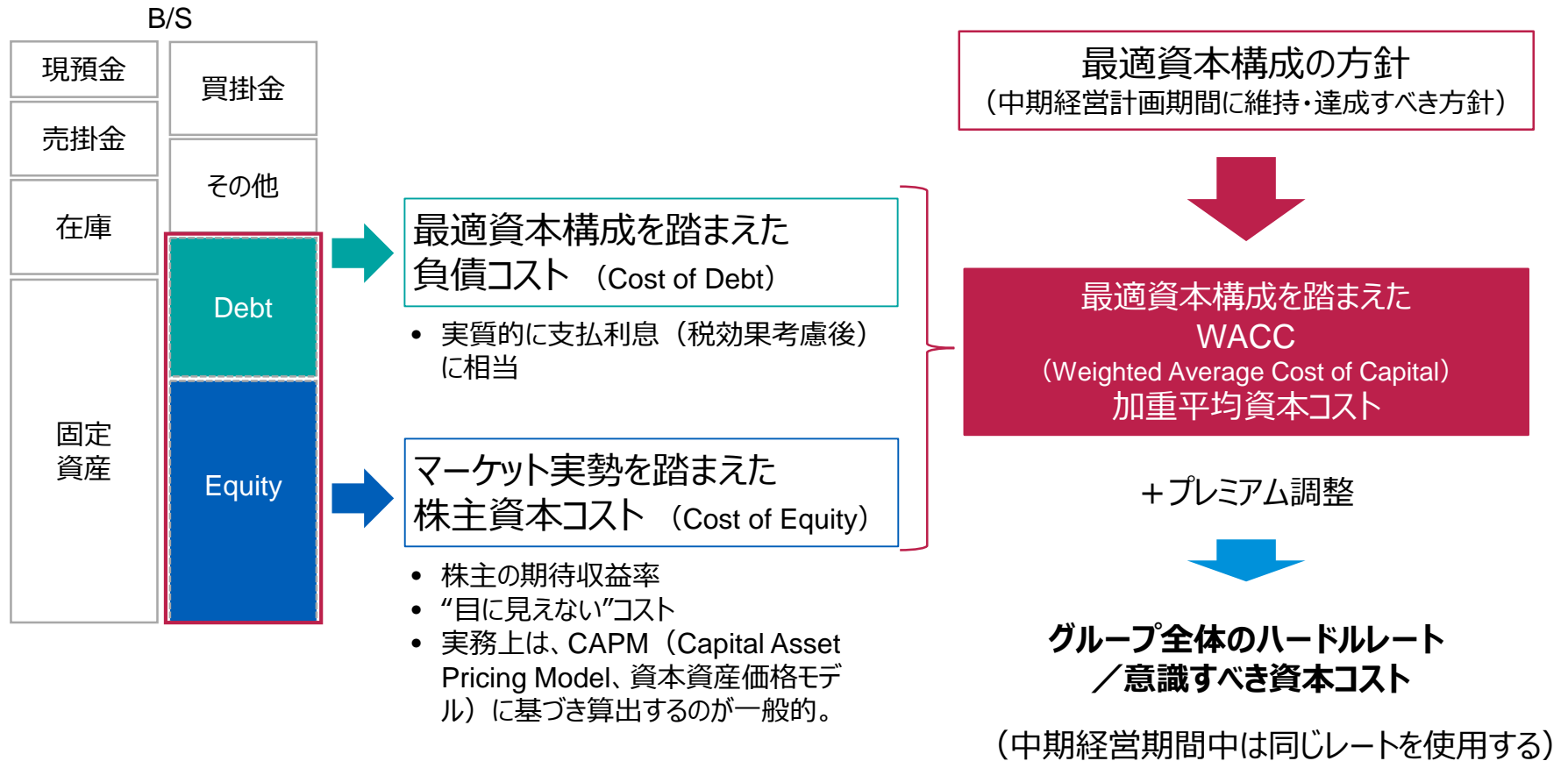
格付アプローチにより維持すべき格付水準を決定
水準に応じた資本構成の調整

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

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。





2. 手許現預金水準

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

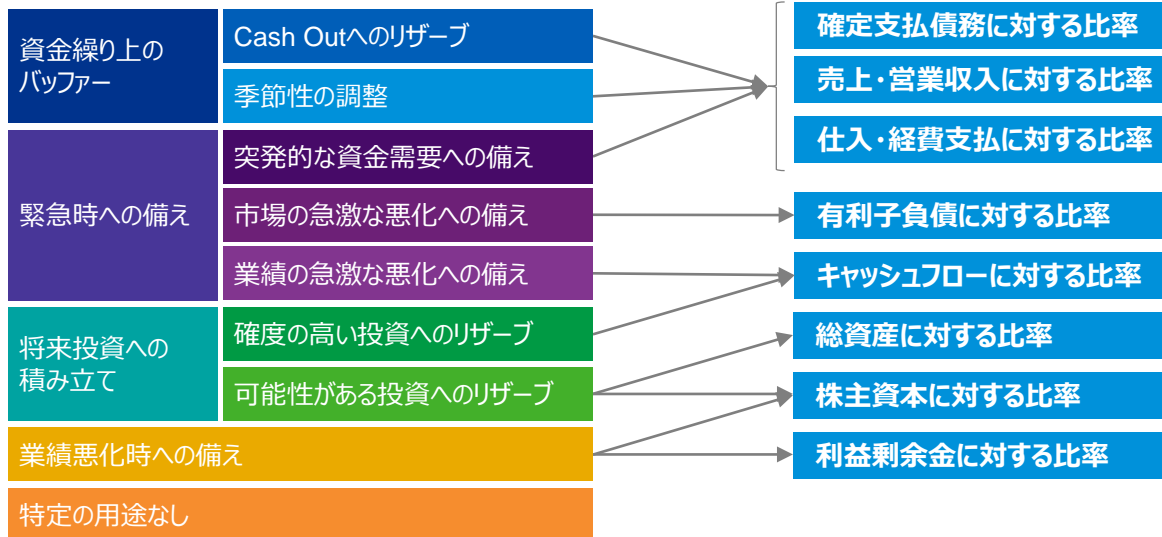
【手元流動性の用途】

【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





3. 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

- ROEやROICといった指標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。

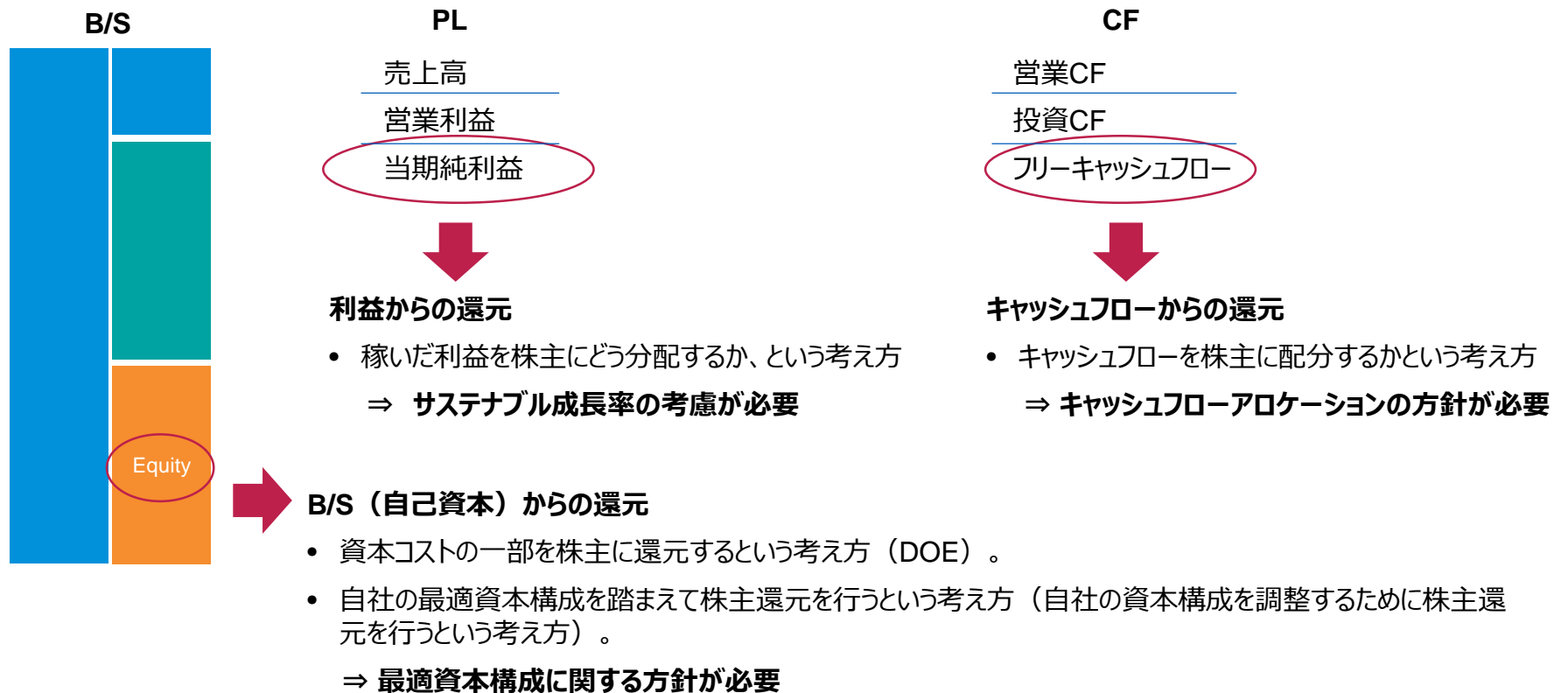
Cash Conversion

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

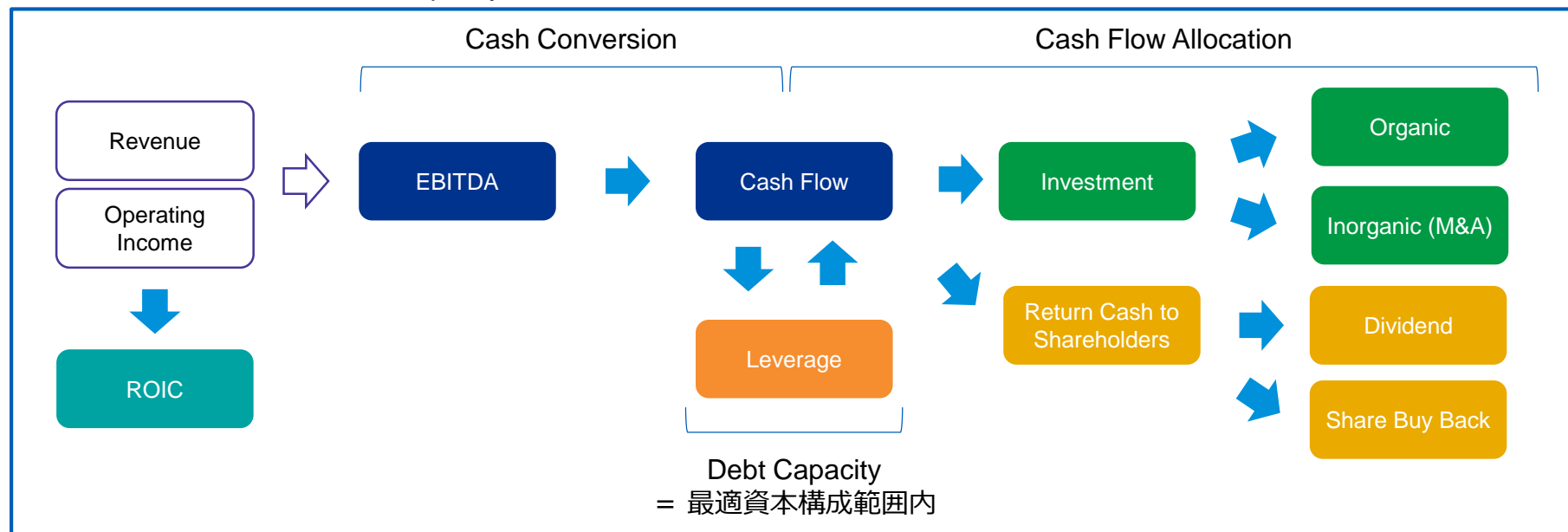
(例) EBIT + 減価償却費 - 設備投資 ± 運転資本増減

** 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）





4. 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

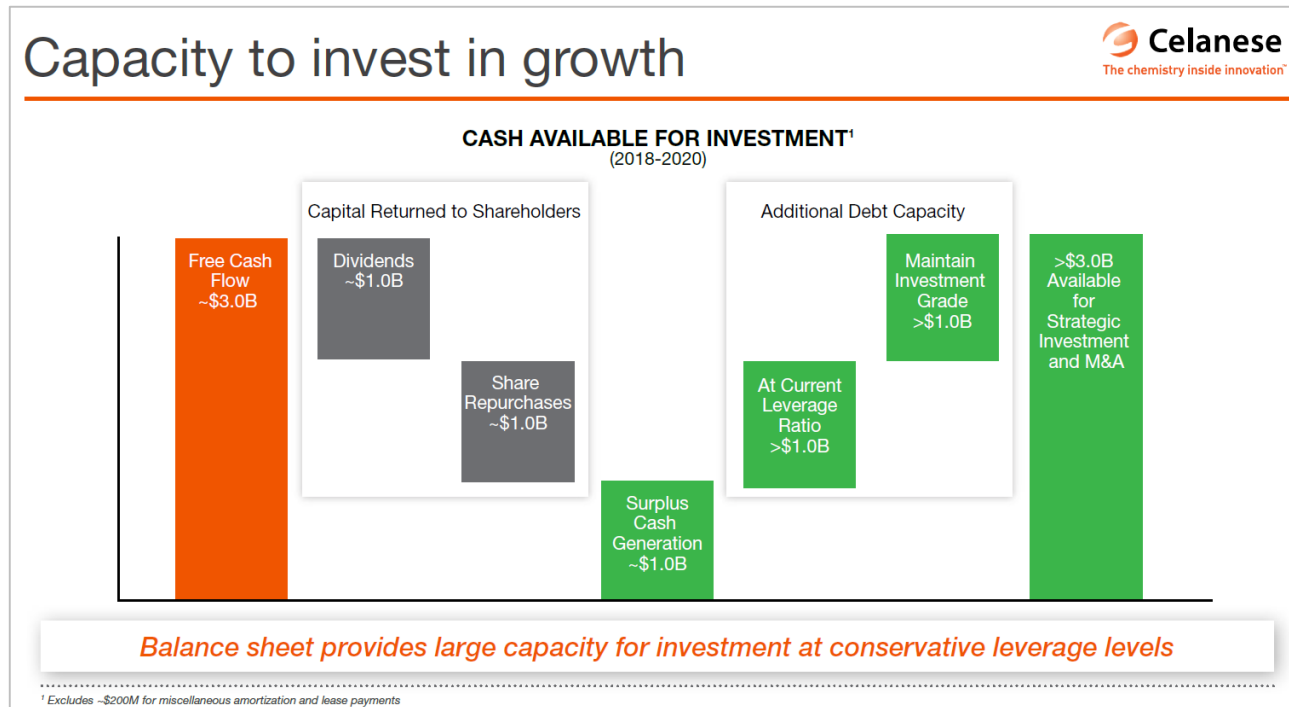
Share repurchase
Maintain minimum repurchase
threshold
Based on relative value; influenced
by other demands on capital

- 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の開示事例



- ✓ 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）



5. 逆風下の財務マネージメント



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