

2009年5月26日

# Mizuho Industry Focus

Vol.69

## 金融市場の変動を踏まえた事業会社の財務戦略手法

藤原 完  
石割 省三  
03-5252-6606

### 〈要 旨〉

- 企業が財務戦略を構築するうえで、適正なレバレッジ水準（最適資本構成）をどのように考え、コントロールしていくかは大きな関心事項であろう。この最適資本構成を決定するアプローチには、WACCを最小化することで資本構成を決定するWACCアプローチや、目標格付を達成する為に必要と思われる資本構成（DERや自己資本比率）を維持する目標格付アプローチなどがある。しかしながら、これらのアプローチから、静態的な資本・負債の構成比率の示唆は得られるものの、「負債の調達期間（長短構成）」、「キャッシュフロー変動や市場評価（株価）を加味した財務構成」についての動的な示唆を得ることは困難である。
- 本論文では、新たな最適資本構成決定アプローチについて説明している。このアプローチは、企業の「①資産回収期間」と「②負債・資本残存年限」のバランスに着目するものであり、「①投下した資本を利益で回収する期間」と「②負債・資本を投資家へ返済する年限」をマッチングさせる過程で、適切な負債・資本構成および負債年限の長短を決定するものである。このように調整された資本構成は、投下資本、キャッシュフロー、借り換えリスク、市場評価（株価）なども加味しており、動的な最適資本構成決定アプローチの一つとして有効性があるものとする。ここでは期間マッチング倍率アプローチ（TMRアプローチ）と呼ぶ。
- 実証分析では、8業界のTMR及び99年度以降のTMR推移を分析し、各業界のTMRの水準とその時系列変化及び格付との相関関係を観察した。TMR水準は業界ごとに異なるが、時系列変化や業界平均・同業他社水準を見ることで水準感の示唆が得られる。また、TMRと格付との相関は、鉄道・ガスなどのインフラ事業で高く、他の業界においても相応の相関が見られる。更に、TMRのボラティリティを資産サイド要因と負債・資本サイド要因に分解し、その相関関係を捉えることで、業界毎にマッチング戦略の方向性の示唆が得られる。
- 最後に、TMRアプローチを実際の財務戦略に応用していくうえでのオペレーションドライバーについて述べ、それらのドライバーと景気循環及び市場変化との関係性を見ることで、グローバルにプロシクリカリティが進展する環境において、景気循環の各タイミングで企業がとるべき行動（投資、リストラ、レバレッジ、デ・レバレッジ）を、景気循環に先んじて行うことの重要性について述べている。

## 目次

## 金融市場の変動を踏まえた事業会社の財務戦略手法

第1章 はじめに(本研究の概要)	2
第2章 モデルの説明	3
2.1. 分析フレームワークの説明と構成要素の定義	
2.2. 資産回収期間の定義	
2.3. 負債残存年限(Liabilities Average Life)の定義	
2.4. 資本残存年限(Capital Average Life)の定義	
2.5. 負債・資本残存年限(Capital and Liabilities Average Life)の定義	
2.6. 期間マッチング倍率(Terminal Matching Ratio)の定義	
第3章 実証分析	7
3.1. 実証分析の前提	
3.2. 業界ごとの期間マッチング倍率	
3.2.1. 過去3年平均ベースの比較	
3.2.2. 足許の資本残存年限の変化	
3.2.3. 不動産業界と輸送機器業界の状況	
3.3. 期間マッチング倍率のボラティリティ(標準偏差)	
第4章 財務戦略への応用	15
4.1. WACCアプローチ、目標格付アプローチとの比較	
4.2. TMRアプローチのドライバー	
4.3. プロシクリカル性との関係	
第5章 結論と今後の課題	19
5.1. 結論	
5.2. 今後の課題	
参考文献	21

## 第1章 はじめに(本研究の概要)

サブプライム問題以降の市場の混乱は、金融機関のみならず事業会社の財務戦略においても大きな混迷を与えており、市場(株価)の変動が事業会社の財務戦略に与える影響が従来にも増して大きくなっている。また、BIS規制や格付に代表されるように、金融機関のリスク管理共通化により、プロシクリカリティ(景気循環の増幅効果)が高まっており、資産サイドと負債・資本サイドのキャッシュフローギャップが生じやすくなっている。プロシクリカリティの問題は、一義的には、レギュレーションの見直しにより資金の出し手である金融機関が対応すべき課題であると認識しているが、事業会社もこのプロシクリカル性を勘案した財務運営をせざるをえない。

足許の事業会社の財務戦略は、従来のようなROE向上や資本コストの低減に着目したレバレッジ拡大戦略は影を潜め、デ・レバレッジによる格付重視の戦略へシフトしている。

本論文では、最適資本構成を決定する新たなアプローチ(Terminal Matching Ratio アプローチ 以下、TMR アプローチ)を整理・分析している。TMR アプローチは株主視点と債権者視点を内包し、株価変動や資金調達のプロシクリカリティ、及び事業業績にも配慮した財務戦略を採るものであり、WACC 最小化による最適資本構成アプローチや、目標格付を達成する為に必要と思われる資本構成(DER や自己資本比率)を維持するアプローチとは異なる切り口を提示している。TMR アプローチのフレームワークは、事業会社の資産サイドと負債・資本サイドのそれぞれの回収期間のバランスを、時系列分析及び他社比較することによって、一定の示唆を得ようというものである。本論文は、以下のように構成されている。

第2章では、今次分析のフレームワークとその構成要素である「資産回収期間(Payback Period)」、「負債・資本残存年限(Capital and Liabilities Average Life)」、「期間マッチング倍率(Terminal Matching Ratio)」の定義と算出方法について説明している。

第3章では、上記フレームワークに基づき業界ごとの実証分析を行った。資産回収期間および負債・資本残存年限の関係を観察、また TMR と格付の相関等を検証している。

第4章では、今次分析したアプローチの財務戦略への応用に関して述べている。

第5章では、本論文の結論を述べている。

## 第2章 モデルの説明

この章では、TMR アプローチの概念を説明する。まず 2.1.では本アプローチのフレームワークを説明する。2.2.では資産回収期間を、2.3.では負債残存年限を、2.4.では資本残存年限をそれぞれ定義する。さらに、2.5.では負債・資本残存年限(負債残存年限と資本残存年限の加重平均)を、2.6.では期間マッチング倍率(資産回収期間を負債・資本残存年限で除したものを)を定義する。これらを第3章の実証分析に用いる。

### 2.1. 分析フレームワークの説明と構成要素の定義

TMR アプローチは、①投下した資本を利益で回収する期間と、②負債・資本を投資家へ返済する年限をマッチングさせる過程で、適切な負債・資本構成および負債年限の長短を決定するものである。このように調整された資本構成は、投下資本、キャッシュフロー、借り換えリスク、市場評価(株価)なども加味しており、最適資本構成決定アプローチの一つとして有効性があるものと考えられる。

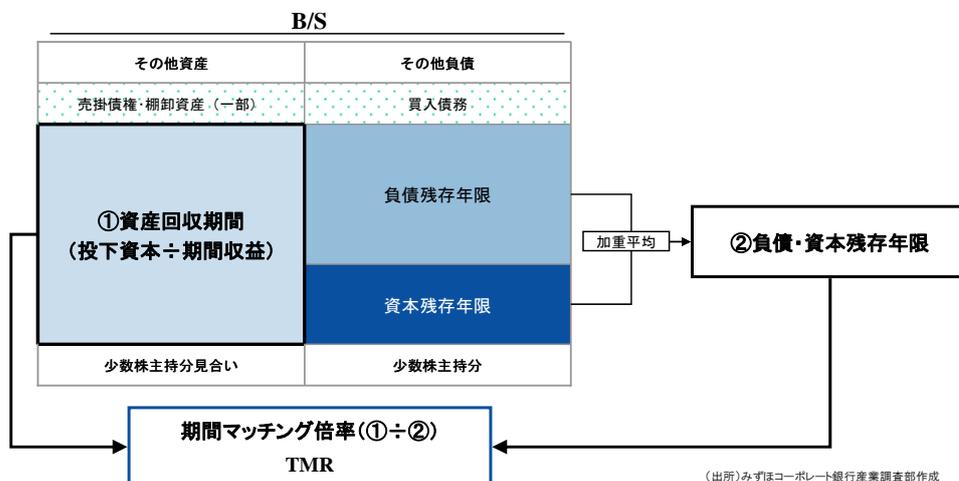
図表1は、分析のイメージ図である。コンセプトは、バランスシートの貸方と借方の残存年限・回収期間をマッチングさせるというものである。

まず、バランスシートの貸方における負債残存年限と資本残存年限を算出し、次にその加重平均である負債・資本残存年限を求める。

一方、バランスシートの借方では資産回収期間を算出する。投下資本を何期分の期間収益によって回収できるかを示すものである(ここで投下資本とは有利子負債額と株主資本額の和)。

こうして求めた負債・資本残存年限と資産回収期間の倍率を期間マッチング倍率(TMR)と定義し、マッチングの水準を見ていく。

【図表1】期間マッチングのフレームワーク



各構成要素の定義は以下の通りである。詳細は 2.2.以降で述べる。

- 資産回収期間: 資産価値を回収する期間 (投下資本 ÷ 期間収益)
- 負債残存年限: 支払利息も加味した負債の平均残存年限
- 資本残存年限: 株主が配当で出資金を回収するのにかかる平均年限
- 負債・資本残存年限: 負債残存年限と資本残存年限の加重平均
- 期間マッチング倍率: 資産回収期間 ÷ 負債・資本残存年限

## 2.2. 資産回収期間の定義

資産回収期間は資産をキャッシュフローで回収するまでにかかる年限であると考えられる。よって、

$$\text{資産回収期間(年)} = \text{投下資本} \div \text{期間収益}$$

とした。投下した資本を、何年分の利益で回収できるかを意味する。

## 2.3. 負債残存年限 (Liabilities Average Life) の定義

負債残存年限は、マコーレーデュレーションを援用する形で次のように定義する。

$$\text{負債残存年限} = \frac{\sum_{t=1}^n tCF_t / (1+r)^t}{\sum_{t=1}^n CF_t / (1+r)^t}$$

ここで、 $n$  は負債残存年限、 $CF_t$  は第  $t$  期の期待キャッシュフロー、 $r$  は割引率。

## 2.4. 資本残存年限 (Capital Average Life) の定義

株主資本は一般的に、会社に対し永久に与えられた資金と考えられるが、資本残存年限は「各期の配当額によって、株主が出資する金額を回収できる期間」とも考えることが出来る。これを言い換えると、「“永久に続く配当”の現在価値により株価が決まっている(配当割引モデル)とした場合、株主が、“永久に続く配当”というキャッシュフローを有する証券により、出資金を回収するのにかかる平均年限」が資本残存年限と言える。つまり、期間を、各期に発生する配当額で加重平均した値である。

この考えに立ち、資本残存年限を定義する。資本残存年限を求めるにあたり、まず修正資本デュレーションを求め、次に、修正資本デュレーションを資本残存年限に変換する。この結果、いくつかの仮定のもとでは、

$$\text{資本残存年限} = PER \times (1 + \text{株主資本コスト})$$

によって資本残存年限を定義することができる。以下、定義するに至った概略を記す。

株主資本の現在価値  $PV$  を、配当割引モデル(定成長率モデル)を用いて以下で定義する。

$$PV = \frac{\delta}{\{1+r_f+\beta(r_M-r_f)\}} + \frac{\delta(1+g)}{\{1+r_f+\beta(r_M-r_f)\}^2} + \frac{\delta(1+g)^2}{\{1+r_f+\beta(r_M-r_f)\}^3} \dots$$

$$= \frac{\delta}{r_f+\beta(r_M-r_f)-g}$$

ここで $\delta$ は1期目の配当額、 $g$ は配当成長率、 $r_f$ はリスクフリーレート、 $r_M$ はマーケット期待利回り、 $\beta$ は $\beta$ 値。

次に、 $PV$ の修正資本デュレーション $D_{mod}$ は $PV$ の金利変動に対する変動を $PV$ で除したもの(金利感応度)なので、以下ようになる。

$$D_{mod} = -\frac{1}{PV} \frac{\partial PV}{\partial r_f} = \frac{1-\beta}{r_f+\beta(r_M-r_f)-g}$$

一方で、TOPIX 投資をすることで、安全資産に比べて高いリターンを望むが、そのプレミアムであるマーケットプレミアム $\sigma_M$ は以下の式で与えられる。

$$\sigma_M = r_M - r_f$$

「 $\sigma_M$ が金利によって変化しない」という仮定を置くと、

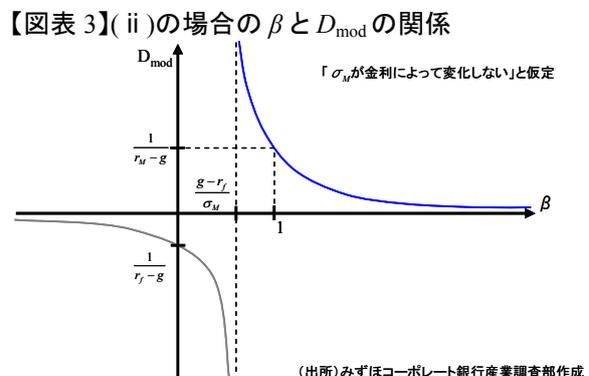
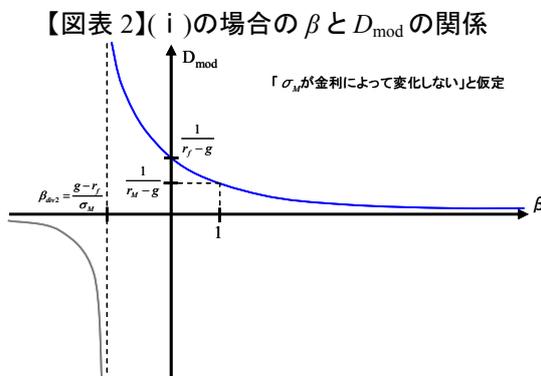
$$PV = \frac{\delta}{r_f+\beta\sigma_M-g}$$

となり、修正資本デュレーションは

$$D_{mod} = \frac{1}{r_f+\beta\sigma_M-g} = PER$$

となる。但し、当期利益が全て株主還元されており、配当成長率 $g$ は、企業の利益成長率と長期的に見て同じであると仮定している。

このとき、(i) $g < r_f$ 、(ii) $r_f < g$  のケースにおいて、修正資本デュレーションの $\beta$ に関する変化は図表2、図表3の様になる。



これまでの修正資本デュレーション $D_{mod}$ を用いていたが、これは金利感応

度をあらわしており、期間をあらわす資本残存年限  $D_{mac}$  とは異なる。修正資本デューレションを資本残存年限に変換する。

現在価値  $PV$  と現在価値の金利に関する微分は以下の式で得られる。

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\delta(1+g)^{t-1}}{(1+r_f + \beta\sigma_M)^t} = \frac{\delta}{r_f + \beta\sigma_M - g}$$

$$\frac{\partial PV}{\partial r_f} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{-t\delta(1+g)^{t-1}}{(1+r_f + \beta\sigma_M)^{t+1}}$$

これらを用いて、修正資本デューレション  $D_{mod}$  を計算すると、

$$D_{mod} = -\frac{1}{PV} \frac{\partial PV}{\partial r_f} = \frac{1}{1+r_f + \beta\sigma_M} D_{mac}$$

$$\therefore D_{mac} = D_{mod}(1+r_f + \beta\sigma_M)$$

$$= D_{mod} + \frac{r_f + \beta\sigma_M}{r_f + \beta\sigma_M - g} \quad (2-1)$$

$$= PER \times (1+r_f + \beta\sigma_M)$$

となり、(マーケットプレミアムが金利変動によって変化しない場合の)修正資本デューレションと資本残存年限の関係を得られる。

## 2.5. 負債・資本残存年限(Capital and Liabilities Average Life)の定義

2.3. で定義した負債残存年限と、2.4. で定義した資本残存年限を、有利子負債額と株主資本額で加重平均した値を、負債・資本残存年限と定義する。

例えば、有利子負債額 100 億円、負債残存年限 3 年、株主資本額 150 億円、資本残存年限 14 年の場合、負債・資本残存年限は以下のように計算される。

$$(100 \times 3 + 150 \times 14) \div (100 + 150) = 9.6 \text{ (年)}$$

ここで投下資本は、以下の式で計算される。

$$\text{投下資本} = \text{有利子負債額} + \text{株主資本額}$$

## 2.6. 期間マッチング倍率(Terminal Matching Ratio)の定義

これまで借方の資産回収期間と、貸方の負債・資本残存年限を定義してきた。ここでは、期間マッチング倍率(TMR)を定義する。

資産回収期間を負債・資本残存年限で除した値を TMR と定義する。TMR は、1 より大きければ資産回収期間が負債・資本残存年限を上回っており、1 より小さければ負債・資本残存年限が資産回収期間を上回っていることになり、マッチングをする際の一つの目安となる指標である。

$$TMR = \text{資産回収期間} \div \text{負債・資本残存年限}$$

### 第3章 実証分析

この章では、先に述べたフレームワークによって業界ごとの実証分析を行った。まず、3.1.では実証分析をする際の前提を述べる。次に 3.2.で業界ごとの TMR を、3.3.では TMR のボラティリティ(標準偏差)を観察する。

#### 3.1. 実証分析の前提

##### 資産回収期間

資産回収期間は以下の式により計算した。

$$\text{資産回収期間(年)} = \text{投下資本} \div \text{期間収益}$$

$$\text{投下資本} = \text{有利子負債} + \text{株主資本}$$

$$\text{期間収益} = \text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率 } 0.41) + \text{減価償却費} \times 2/3$$

期間収益はあくまで「投下資本を回収する利益」であるため、税金(41%)及び維持更新投資費(減価償却費の 1/3)は期間収益から除くべきと考えた。投下資本は直近期の数値、期間収益は一時的なブレをならすために過去 3 年間の平均値をそれぞれ参照した。

##### 負債残存年限

負債残存年限は公表データより算出する。有利子負債には、期限一括返済と約定弁済(アモチゼーション)があるが、アモチゼーションについては均等返済されているとした。

社債の修正デュレーションをブルームバーグで取得し、その値に(1+平均利回り)を乗じて、社債残存年限を求めた。

5 年以内有利子負債は一年ごとに残高が公表されており、各数値より期間が重なる社債残額を差し引いた値を、各年の残高とした。残存年限は平均値としている(例えば、2年以上 3 年以内に返済予定の有利子負債は、残存年限 2.5 年)。利率及び割引率は回帰式から求められる YTM (yield to maturity) を用いた。YTM は、格付投資情報センター (R&I) で同じ格付を有する企業が発行している社債の YTM と年限の回帰式より求めた。

5 年超有利子負債額は一括で表示されているため、まずは投資家の特性を加味して 5 年超有利子負債の最大年限を推定した。仮に最大年限を 10 年とした場合は、6 年～10 年までの有利子負債を均等に持っているとし、年限ごとに残存年限を算出した。利率及び割引率は、5 年以内有利子負債(社債以外)の場合と同じ算出方法である。

今次分析において、負債残存年限、有利子負債額は直近期の数値を参照した。

##### 資本残存年限

資本残存年限に上限値(25 年)を設けた。先に述べたとおり、資本残存年

限は  $PER \times (1 + \text{株主資本コスト})$  で得られる。しかし、PER は急激な業績下方修正後には一時的に上昇する傾向があり、この場合は足許の一時的な利益水準をベースにした PER を用いることに対して注意が必要となる。例えば、バブル崩壊などによる急な業績悪化時には、PBR 指標へのバリュエーションシフトや株式持ち合い等の需給要因によって、株価は利益の落ち込みほど下落せず、逆算される PER が急激に上昇するケースがある。図表 4、図表 5 では、IT バブル崩壊以降 PER が低下するものの業績下方修正後には急上昇している様子が伺え、PER が PBR よりも激しく変化していることが分かる。こうした状況下で、急激に上昇した PER を用いて資本残存年限を過大に認識してしまうのは避けるべきであろう。

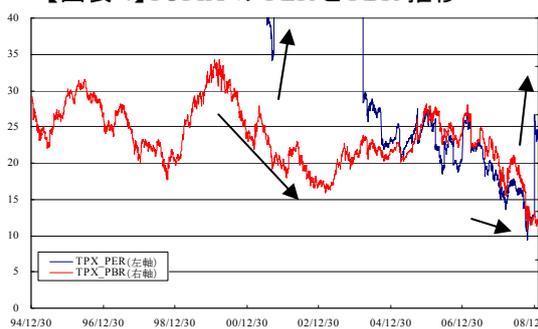
但し、株価低下局面は安値で株式を買うチャンスでもあり、倒産しなければ高い配当利回りが得られるという側面もあるため、急激に上昇した PER は、次フェーズでの急成長をマーケットが予感していると見る事が出来る。

従って、この両面性を加味した PER の参照方法を採用する必要がある。本論文の実証分析では、前述のとおり、上限が 25 となるように修正し、かつ一時的なブレをならすために過去 3 年間の平均値を参照した。上限の 25 は下式のような仮定をおいて得られる PER の値である。

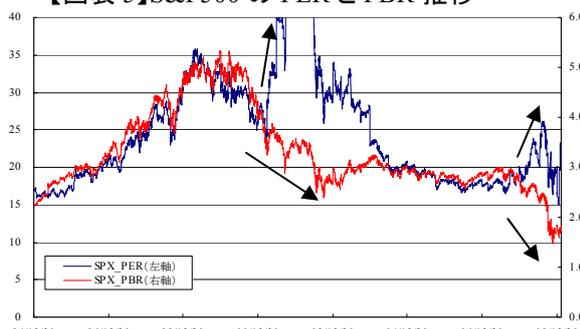
$$\frac{1}{r_f + \beta\sigma_M - g} = \frac{1}{0.07 - 0.03} = 25$$

ここで、資本コストを 7%としたのは、 $r_f = 2\%$ 、 $\beta = 1$ 、 $\sigma_M = 5\%$ としている。成長率  $g = 3\%$ は、長期的な日本の GDP 成長率はおよそ 3%との仮定である。株主資本額は直近期の値を用いた。

【図表 4】TOPIX の PER と PBR 推移



【図表 5】S&amp;P500 の PER と PBR 推移



(出所) Bloomberg よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

さらに今回は資本残存年限を、

$$\text{資本残存年限} = \text{過去 3 年間 PER 平均値} + 1$$

で求めた。与式の第二項は、(2-1)式の第二項の近似で、ここでは簡易的に 1 において計算している。日本においては株主資本コストが成長性  $g$  を大きく上回っていると仮定すると、与式のように 1 と近似できる。

$$D_{mac} = D_{mod} + \frac{r_f + \beta\sigma_M}{r_f + \beta\sigma_M - g} \quad (2-1)$$

$$\doteq PER + 1$$

対象業種と抽出企業

対象業種は鉄道(15社)、電力(11社)、瓦斯(6社)、不動産(13社)、輸送機器(28社)、電気機器(46社)、素材(45社)、食料品(22社)の8業種(計186社)で、格付との関係も見つるためにR&I格付(2009年2月末時点)を取得している企業を中心に抽出した。

【図表6】抽出企業の一覧

コード	社名	業種	コード	社名	業種	コード	社名	業種	コード	社名	業種
9001	東武鉄道	鉄道	5949	ユニプレス	輸送機器	4062	イビデン	電気機器	3407	旭化成	素材
9003	相模鉄道	鉄道	6201	豊田自動織機	輸送機器	4902	コニカミノルタHD	電気機器	4005	住友化学	素材
9005	東京急行電鉄	鉄道	6902	デンソー	輸送機器	6448	ブラザー工業	電気機器	4008	住友精化	素材
9006	京浜急行電鉄	鉄道	7012	川崎重工業	輸送機器	6479	ミネベア	電気機器	4043	トクヤマ	素材
9007	小田急電鉄	鉄道	7201	日産自動車	輸送機器	6502	東芝	電気機器	4044	セントラル硝子	素材
9008	京王電鉄	鉄道	7202	いすゞ自動車	輸送機器	6503	三菱電機	電気機器	4045	東亜合成	素材
9009	京成電鉄	鉄道	7203	トヨタ自動車	輸送機器	6504	富士電機HD	電気機器	4046	ダイソー	素材
9020	東日本旅客鉄道	鉄道	7205	日野自動車	輸送機器	6506	安川電機	電気機器	4061	電気化学工業	素材
9021	西日本旅客鉄道	鉄道	7230	日信工業	輸送機器	6594	日本電産	電気機器	4063	信越化学工業	素材
9031	西日本鉄道	鉄道	7231	トピー工業	輸送機器	6644	大崎電気工業	電気機器	4088	エア・ウォーター	素材
9041	近畿日本鉄道	鉄道	7236	ティアード	輸送機器	6645	オムロン	電気機器	4099	大陽日酸	素材
9042	阪急阪神HD	鉄道	7238	曙ブレーキ工業	輸送機器	6674	ジーエス・ユアサコーポレーション	電気機器	4099	四国化成工業	素材
9044	南海電気鉄道	鉄道	7240	NOK	輸送機器	6701	日本電気	電気機器	4114	日本触媒	素材
9045	京阪電気鉄道	鉄道	7242	カヤバ工業	輸送機器	6702	富士通	電気機器	4118	カネカ	素材
9048	名古屋鉄道	鉄道	7246	プレス工業	輸送機器	6707	サンケン電気	電気機器	4182	三菱瓦斯化学	素材
9501	東京電力	電力	7248	カルソニックカンセイ	輸送機器	6708	エプソントヨコム	電気機器	4183	三井化学	素材
9502	中部電力	電力	7259	アイシン精機	輸送機器	6724	セイコーエプソン	電気機器	4185	JSR	素材
9503	関西電力	電力	7261	マツダ	輸送機器	6728	アルバック	電気機器	4203	住友ベークライト	素材
9504	中国電力	電力	7262	ダイハツ工業	輸送機器	6751	日本無線	電気機器	4204	積水化学工業	素材
9505	北陸電力	電力	7266	今仙電機製作所	輸送機器	6752	パナソニック	電気機器	4205	日本ゼオン	素材
9506	東北電力	電力	7267	本田技研工業	輸送機器	6753	シャープ	電気機器	4208	宇部興産	素材
9507	四国電力	電力	7269	スズキ	輸送機器	6756	日立国際電気	電気機器	4212	積水樹脂	素材
9508	九州電力	電力	7270	富士重工業	輸送機器	6758	ソニー	電気機器	4217	日立化成工業	素材
9509	北海道電力	電力	7272	ヤマハ発動機	輸送機器	6762	TDK	電気機器	4228	積水化成成品工業	素材
9511	沖縄電力	電力	7282	豊田合成	輸送機器	6764	三洋電機	電気機器	4272	日本化薬	素材
9513	電源開発	電力	7287	日本精機	輸送機器	6770	アルプス電気	電気機器	4401	ADEKA	素材
9531	東京瓦斯	瓦斯	7298	八千代工業	輸送機器	6787	メイコー	電気機器	4403	日油	素材
9532	大阪瓦斯	瓦斯	7404	昭和飛行機工業	輸送機器	6804	ホシデン	電気機器	4452	花王	素材
9533	東邦瓦斯	瓦斯	2109	三井製糖	食料品	6809	TOA	電気機器	4471	三洋化成工業	素材
9534	北海道瓦斯	瓦斯	2261	明治乳業	食料品	6810	日立マクセル	電気機器	4612	日本ペイント	素材
9535	広島ガス	瓦斯	2262	雪印乳業	食料品	6841	横河電機	電気機器	4613	関西ペイント	素材
9540	中部瓦斯	瓦斯	2264	森永乳業	食料品	6845	山武	電気機器	4634	東洋インキ製造	素材
3231	野村不動産HD	不動産	2267	ヤクルト本社	食料品	6856	堀場製作所	電気機器	4912	ライオン	素材
8801	三井不動産	不動産	2282	日本ハム	食料品	6869	シスメックス	電気機器	4914	高砂香料工業	素材
8802	三菱地所	不動産	2284	伊藤ハム	食料品	6920	レーザーテック	電気機器	5401	新日本製鐵	素材
8803	平和不動産	不動産	2501	サッポロHD	食料品	6923	スタンレー電気	電気機器	5406	神戸製鋼所	素材
8804	東京建物	不動産	2502	アサヒビール	食料品	6925	ウシオ電機	電気機器	5408	中山製鋼所	素材
8806	ダイビル	不動産	2503	麒麟HD	食料品	6952	カシオ計算機	電気機器	5411	ジェイエフイーHD	素材
8809	サンケイビル	不動産	2531	宝HD	食料品	6965	浜松ホトニクス	電気機器	5471	大同特殊鋼	素材
8815	東急不動産	不動産	2533	オエノンHD	食料品	6976	太陽誘電	電気機器	5486	日立金属	素材
8818	京阪神不動産	不動産	2579	コカ・コーラウエスト	食料品	6981	村田製作所	電気機器	5658	日亜鋼業	素材
8830	住友不動産	不動産	2602	日清オイリオグループ	食料品	6991	パナソニック電工	電気機器	7942	JSP	素材
8841	テーオーシー	不動産	2607	不二製油	食料品	6997	日本ケミコン	電気機器	7947	エフピコ	素材
8905	イオンモール	不動産	2801	キッコーマン	食料品	7751	キャノン	電気機器	7988	ニフコ	素材
8933	NTT都市開発	不動産	2802	味の素	食料品	7752	リコー	電気機器	8113	ユニ・チャーム	素材
			2809	キュービー	食料品	8035	東京エレクトロン	電気機器			
			2811	カゴメ	食料品						
			2871	ニチレイ	食料品						
			2875	東洋水産	食料品						
			2914	日本たばこ産業	食料品						

(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

3.2. 業界ごとの期間マッチング倍率

各業界の TMR の水準とその時系列変化及び格付との相関関係を観察した。業界の平均値は、対象会社の加重平均で算出している。

図表 7 は、TMR と格付との相関の一覧である。

【3年平均ベース】

【図表7】抽出企業の一覧

	鉄道	電力 <sup>※1</sup>	瓦斯	不動産	輸送機器	電気機器	素材	食品	ALL
資産回収期間	14.2	13.1	9.7	20.5	9.8	7.7	7.8	12.1	11.5
負債・資本残存年限	9.3	9.6	13.6	10.1	8.6	15.8	11.7	16.4	11.1
負債残存年限	4.8	4.1	4.8	2.8	2.4	2.9	2.7	3.7	3.4
資本残存年限	21.3	21.6	20.8	23.3	13.9	20.3	16.6	23.3	18.4
デットエクイティレシオ (DER)	2.7	2.2	0.8	1.8	0.9	0.4	0.5	0.5	0.9
期間マッチング倍率	1.5	1.4	0.7	2.0	1.1	0.5	0.7	0.7	1.0

相関係数

負債・資本残存年限 vs. 格付	0.62	-	0.82	0.58	0.02	0.27	0.02	0.39	0.07
期間マッチング倍率 vs. 格付	0.79	-	0.84	0.42	0.10	0.42	0.19	0.34	0.11

※1. 電力会社は全銘柄の格付がAA+だったので、相関係数は記載していない  
 (注) PERは過去3年間の日次平均値を、期間収益は直近3期分の平均値を、それ以外の数値は直近期数値をそれぞれ採用  
 (注) 業界平均値は、各企業で加重平均

【10月以降ベース】

	鉄道	電力 <sup>※2</sup>	瓦斯	不動産	輸送機器	電気機器	素材	食品	ALL
負債・資本残存年限	8.6	11.1	16.4	8.0	5.6	9.5	8.4	13.5	7.6
(増減率: 対3年平均)	▲8.0%	15.7%	20.7%	▲21.1%	▲35.0%	▲40.1%	▲28.7%	▲17.4%	▲31.5%
資本残存年限	18.6	24.6	25.9	17.3	8.3	11.8	11.4	18.9	11.6
(増減率: 対3年平均)	▲12.7%	14.2%	24.7%	▲25.8%	▲40.3%	▲42.1%	▲31.3%	▲18.9%	▲37.0%
期間マッチング倍率	1.7	1.2	0.6	2.6	1.7	0.8	0.9	0.9	1.5
(増減率: 対3年平均)	8.7%	▲13.6%	▲17.1%	26.8%	53.8%	66.8%	40.3%	21.0%	50.0%

※2. 10月以降ベースの電力は、赤字企業を除いた数値  
 (出所) Bloomberg, Pacific-Dataよりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

### 3.2.1. 過去3年平均ベースの比較

鉄道・電力などのインフラ事業の特徴は、資産回収期間が長く、負債残存年限が4年以上と長い。一方、デットエクイティレシオ (DER) 水準が高く TMR は 1.5 倍程度となっている。不動産事業については、資産回収期間が 20 年と長く、一方、負債の残存年限が 2.8 年と短い。更に、DER 水準が高いことから TMR は 2.0 倍と大きくなっている。分譲事業のように金繰り償還による回収を前提とした負債調達構造が TMR を高くしていることが伺える。輸送機器は、資本残存年限が 13.9 年と短く、DER 0.9 倍で TMR 1.1 倍となっている。電気機器、素材は、資産回収期間が短く、DER も低いいため、TMR は小さくなっている。食品の資産回収期間は 12.1 年と長いものの、負債残存年限も比較的長く、DER も低いいため、TMR は 0.7 倍と低い水準に抑えられている。

TMR の格付との関係を見てみると、TMR が資産回収と負債返済のバランスを示す指標であることから、相応に格付との相関が確認できる。特に、鉄道・ガスなどの比較的キャッシュフローが安定し、収益償還業種であるインフラ事業は TMR と格付との相関は高い。また、不動産、電気機器、食品も相応の相関が見て取れる。

### 3.2.2. 足許の資本残存年限の変化

資本残存年限を 2008 年 10 月以降の PER により算出した場合を、過去 3 年間の PER により算出した場合と比較すると、TMR は総じて高くなっている。これは市場変動(株価の下落)が TMR に与える影響を示唆するものであると言える。業界ごとに見てみると、鉄道、電力、瓦斯への影響はそれほど大きくないが、輸送機器、電気機器、素材は大幅に変動しており、市場要因によ

て TMR が拡大した状況が伺える。

なお、電力の場合には、08/3 期に赤字の先が多かったため、10 月以降ベースでは赤字先は除いたベースで数値を算出している。

3.2.3. 不動産業界と輸送機器業界の状況

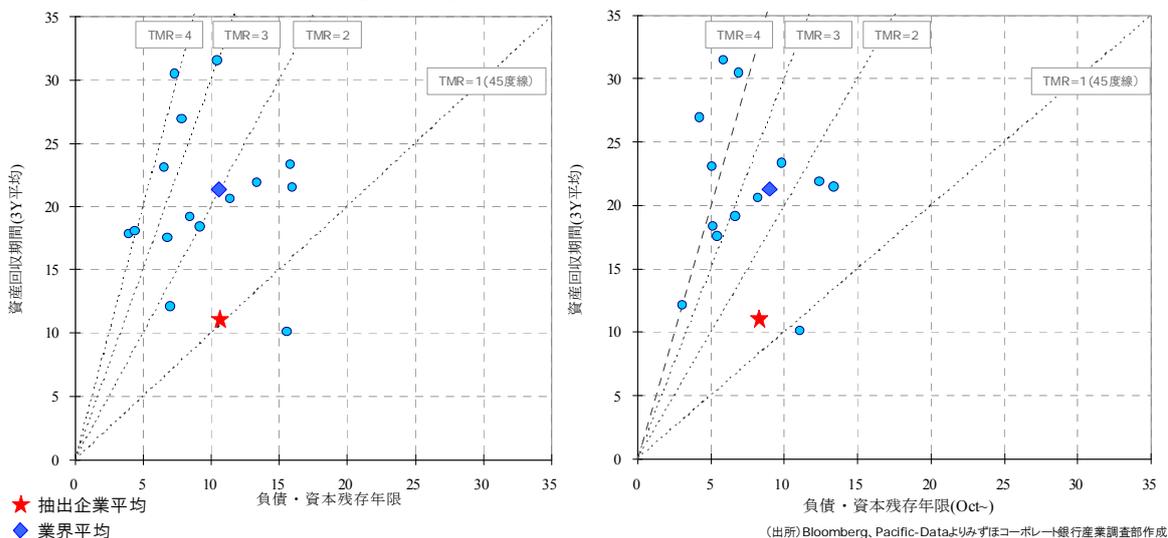
3.2.1.および 3.2.2.において、業界ごとの比較分析をしたが、ここでは不動産業界と輸送機器業界の状況について具体的に見てみる。

不動産業界

図表 8 は、不動産業界各社の資産回収期間と負債・資本残存年限の関係をみたものである。左図は、過去 3 年の資本残存年限で負債・資本残存年限を算出したものであるが、不動産業界平均の TMR は 2.0 で、抽出会社平均より大きくなっている。その要因としては、資産回収期間の長さがあげられる(不動産業界平均 20.5 年>抽出会社平均 11.5 年)。また、不動産各社の TMR は 1.5~4.0 と幅広く分布していることがわかる。

右図は、リーマンショック以降の市場変動(株価下落)の影響を見るべく 2008 年 10 月以降の資本残存年限で負債・資本残存年限を算出したものであるが(縦軸の資産回収期間は左図と同じ)、過去 3 年平均の左図と比べ全体的に左へシフトし、負債・資本残存年限が短期化していることが分かる(左図 10.1 年→右図 8.0 年)。但し、抽出企業平均と比較すると変化幅は小さい(不動産業界▲21.1%<抽出企業平均▲31.5%)

【図表 8】期間マッチングの状況(不動産業界)



輸送機器業界

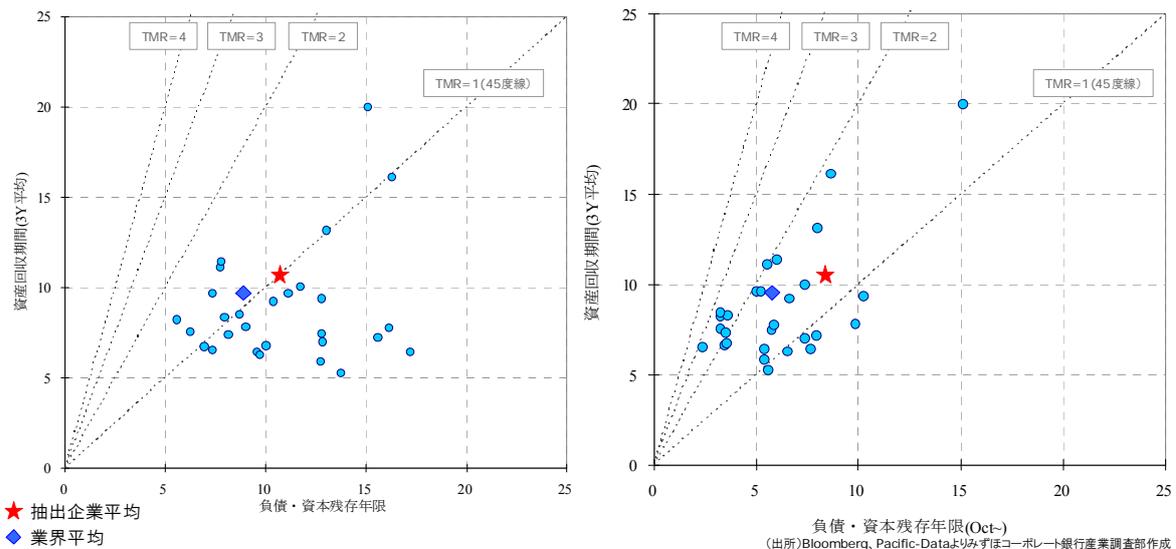
次に、輸送機器業界の状況を同じように見る(図表 9)。

過去 3 年ベース(左図)では、輸送機器業界の TMR 水準は 1.1 で、抽出企業平均値に近いのが分かる。各社の分布を見てみると、大半の企業の資産回収期間及び負債・資本残存年限は共に 5~15 年の範囲に収ま

っていたことが分かる。

一方、10月以降ベース(右図)を見てみると、不動産業界以上に全体的に左へシフトしており、負債・資本残存年限は大きく短期化している(左図 8.6年→右図 5.6年)。更に、足元の収益低迷を勘案すると縦軸の資産回収期間も大幅に長期化していることが予想され、輸送機器業界の TMR は大幅に悪化していることが容易に推察される。

【図表 9】期間マッチングの状況(輸送機器業界)



以上、不動産業界と輸送機器業界を例にあげて TMR 水準とその時系列変化を見てきた。TMR 水準は業界ごとに異なるため、その水準自体を比較して優劣をつけられるものではないが、各社においては TMR 水準を業界平均や同業他社と比較し、その時系列変化を勘案することでポジショニングをどうしていくかのヒントになるものと思われる。

### 3.3. 期間マッチング倍率のボラティリティ(標準偏差)

これまで、一定時点の資産回収期間と負債・資本残存年限の関係を見てきたが、これらがどのように推移してきたのかをみる。

図表 10 は、業界ごとに資産回収期間、負債・資本残存年限、TMR のボラティリティ(標準偏差)を算出したものである。1999 年度以降の TMR の推移から、ボラティリティを計算した。また、1999 年度以降の TMR の平均値に対して、ボラティリティが何%になっているのかについても示している。加えて、資産回収期間と負債・資本残存年限の相関係数も示している。

【図表 10】業界ごと 期間マッチング倍率のボラティリティ(標準偏差)

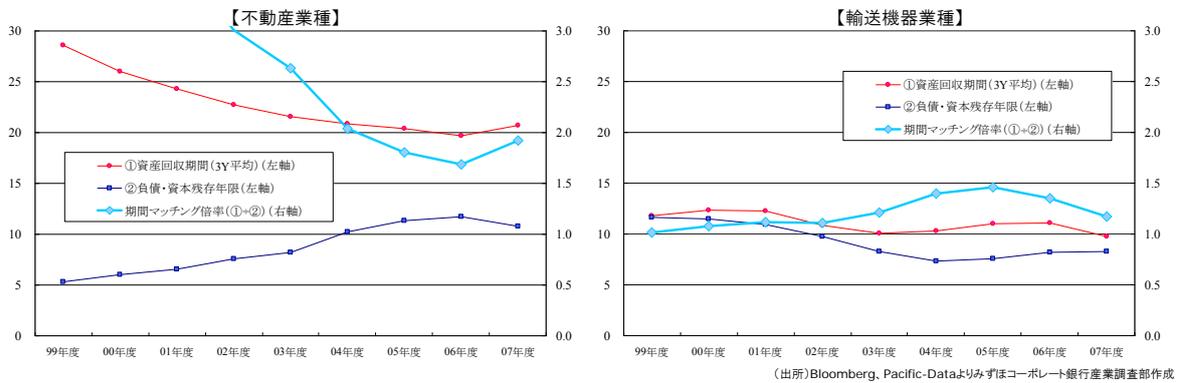
	鉄道	電力	瓦斯	不動産	輸送機器	電気機器	素材	食料品	ALL
<b>ボラティリティ(標準偏差)</b>									
TMR	0.42	0.08	0.06	1.21	0.15	0.15	0.18	0.05	0.13
うち資産	1.22	0.53	0.92	2.80	0.87	1.05	1.68	0.79	0.97
うち負債・資本	0.79	0.45	0.60	2.28	1.60	1.44	0.45	0.58	0.92
<b>平均値</b>									
TMR	2.32	1.50	0.82	2.94	1.21	0.77	0.95	0.73	0.89
うち資産	15.75	11.70	9.32	22.76	11.05	9.97	10.46	11.19	12.22
うち負債・資本	6.93	7.81	11.38	8.63	9.28	13.16	11.07	15.42	13.79
<b>ボラティリティ÷平均値</b>									
TMR	17.9%	5.1%	7.4%	41.1%	12.1%	19.1%	19.3%	7.1%	14.1%
うち資産	7.7%	4.5%	9.9%	12.3%	7.9%	10.6%	16.0%	7.0%	8.0%
うち負債・資本	11.5%	5.8%	5.3%	26.5%	17.3%	10.9%	4.1%	3.7%	6.6%
<b>相関係数</b> (資産回収期間 vs. 負債・資本残存年限)	▲0.89	0.55	0.68	▲0.93	0.80	▲0.67	▲0.83	0.24	▲0.80

(出所) Bloomberg, Pacific-Dataよりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

各業界の「ボラティリティ÷平均値」について見ると、不動産の標準偏差(41.1%)が際立って高くなっている。キャッシュフローをベースとした資産サイドのボラティリティ(12.3%)とPER やレバレッジをベースとした負債・資本サイドのボラティリティ(26.5%)に分解して見てみると、両方の要因が大きいことがわかる。また、事業ポートフォリオ上、不動産割合が多いためか鉄道も他のインフラ系に比べ比較的高いボラティリティ(17.9%)となっている。グローバルな競争が激しい輸送機器(12.1%)、電気機器(19.1%)もボラティリティは高い。輸送用機器は負債・資本の要因(17.3%)が大きく、電気機器は両方の要因(10.6%、10.9%)が大きい。また、素材もボラティリティ(19.3%)が高く、市況変動の影響を受けやすい資産要因(16.0%)が大きくなっている。

TMR のボラティリティ(ボラティリティ÷平均値)は、資産回収期間と負債・資本残存年限のボラティリティによって求められるが、その相関関係を見ることが重要である。例えば、不動産は、その相関係数が▲0.93となっており、資産回収期間と負債・資本残存年限が逆方向に動くことによって、TMR のボラティリティを更に拡大させていることがわかる。一方、輸送機器の場合には、負債・資本残存年限のボラティリティは 17.3% と高いものの、資産回収期間との相関係数が 0.80 となっていることから、TMR のボラティリティを縮小させていることがわかる。図表 11 では、不動産業界と輸送機器業界の資産回収期間、負債・資本残存年限、TMR の推移をそれぞれ示しており、両業界における資産回収期間と負債・資本残存年限の相関関係の違いが確認できる。

【図表 11】不動産業界と輸送機器業界のマッチング指標推移



ボラティリティの高い業種ほど期間マッチングという観点から財務運営を行うことが難しいが、今次分析から TMR のボラティリティが資産サイドの要因か負債・資本サイドの要因かを見ることによって、財務運営のポイントが異なることを示唆してくれている。例えば、資産サイドの標準偏差が高い素材企業は、資産の市況変動リスクに対しての管理も求められる。また、資産サイドと負債・資本サイドの相関関係を捉えることで、マッチング戦略の方向性を見極めるヒントを得ることができる。

## 第4章 財務戦略への応用

この章では、これまで述べてきた期間マッチングの考え方をどのように財務戦略に応用していくのかを述べる。4.1.では、WACC や目標格付による最適資本構成アプローチと、TMR アプローチの違いを述べ、4.2. では TMR アプローチの実際の実行のオペレーションを示している。4.3.では、市場変化の振れ幅が増大し、かつスピーディーになるなかで、先行指標を注視しかつ期間マッチングの考えを活用することが重要であるという考えを述べている。

### 4.1. WACC アプローチ、目標格付アプローチとの比較

企業が資本構成を決定する際、大きく2つのアプローチがあると考えられる。ひとつは、WACC を最小化させる資本構成ポイントを最適資本構成と考える方法である(WACC アプローチ)。もうひとつは、企業が目標とする格付水準を達成するために必要と思われる資本構成(例えば、DER や自己資本比率など)を最適資本構成と考える方法である(目標格付アプローチ)。以上の2つのアプローチを単純化して言えば、株主重視の最適資本構成と債権者重視の最適資本構成と言うこともでき、実際には両ステークホルダーを睨みながら最適資本構成ポイントを探っているというのが企業財務の実態であろう。

ここでは、TMR(期間マッチング倍率)アプローチと WACC アプローチ、目標格付アプローチの違いについて見てみたい。

【図表 12】各最適資本構成アプローチの特性

	WACC アプローチ	目標格付 アプローチ	期間マッチング倍率 アプローチ
ファイナンス理論 との親和性	○	△	△
負債年限の視点	×	△	○
キャッシュフロー 変動の視点	△	△	○
長所	<ul style="list-style-type: none"> <li>容易に理解でき、企業価値の定量分析にも利用可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資金調達面のメルクマールとして、デットキャパシティ推計等が可能</li> <li>対外的にも理解が容易</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>借換リスク等を加味</li> <li>負債と株主資本のみならず、負債の長短構成への示唆も</li> </ul>
短所	<ul style="list-style-type: none"> <li>WACC引下げを重視すれば、過大なレバレッジとなる傾向</li> <li>景気下降・低迷期には不適</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>定性面での評価が加わるため、必ずしも資本構成を説明できるとは限らない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業価値向上の評価が数値的には困難</li> </ul>

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

#### ファイナンス理論との親和性

CAPM 理論をベースとした WACC アプローチの親和性が最も高い。目標格付アプローチは、格付がレバレッジ水準のみならず、資本規模や収益率、更には業界特性を反映されたものであることから、定性面の影響を受けやすい

面がある。また、TMR アプローチは、ファイナンス理論を参照しているものの、一般的な理論としては体系化されていない状況である。

#### 負債年限の視点

WACCアプローチでは、レバレッジ水準までは決定できるものの、負債の調達年限については示唆が得られない。格付アプローチも、一定の格付水準(BBB格)以下の場合には流動性リスク(借り換えリスク)は勘案されるが、高格付先については負債年限を注視する度合いは低くなるものと思われる。しかしTMRアプローチは資産回収期間を踏まえつつ、負債調達時の年限を決定できる等の優位性がある。例えば、負債・資本残存年限を長期化したい場合、レバレッジによるコントロールが難しければ、負債調達を長期化することが求められ、負債調達年限への示唆を与えてくれる。

#### キャッシュフロー変動の反映の視点

WACCアプローチは、ROICとの差を確保するという観点で資本構成を連動させるオペレーションがなされていればキャッシュフローの反映は可能であるが、一般的には中計期間中はWACC一定などの対応を取っているものと思われる。また、格付アプローチでは、キャッシュフローの変動が格付け上どのように反映されるかまで勘案し、即時に資本構成を考えることは困難であると思われる。一方、TMRアプローチは柔軟な対応を可能にすると思われる。例えば、自社のキャッシュフローが変化すれば、資産回収期間の水準が変化し、その対応としての負債・資本残存年限の修正する対応が求められる。更に、市場のキャッシュフロー見通しを反映して動くPERを資本残存年限としていることから、自社のみならず市場の視点も勘案されることになる。

#### TMRアプローチにより得られる最適資本構成の特徴

WACCアプローチではレバレッジ増加のバイアスがかかりやすく、また格付アプローチではレバレッジ抑制のバイアスがかかりやすい。しかし、TMRアプローチでは過度なレバレッジはTMRを拡大させ、一方で過度なデレバレッジはTMRを縮小させるため、上記2アプローチで発生するバイアスを防ぐことができる。

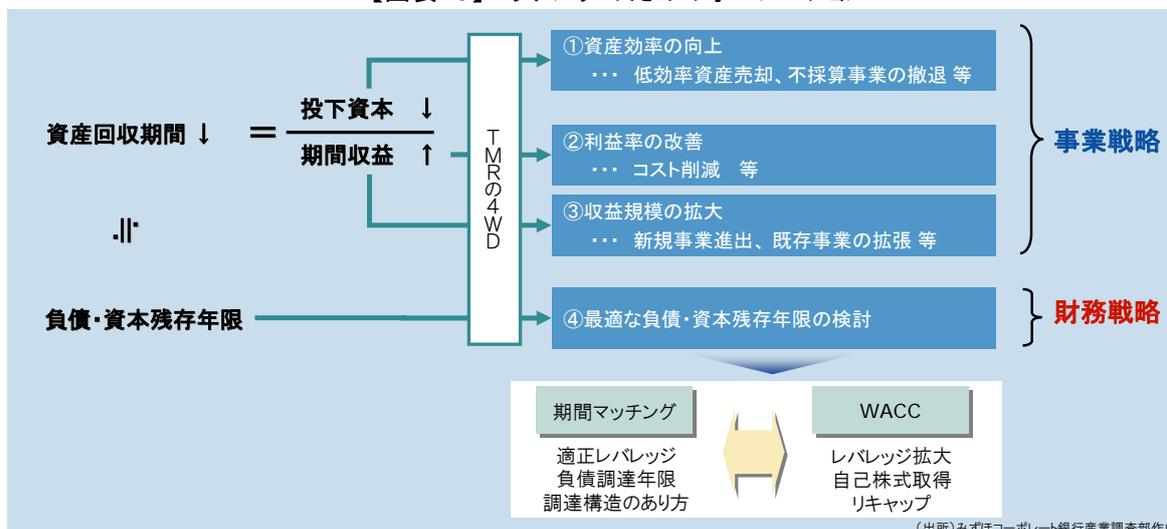
以上から、TMRアプローチは、株主視点及び格付視点両面を加味した動態的な資本構成決定が可能なアプローチと思われる。

## 4.2. TMRアプローチのドライバー

TMRアプローチは事業金融に一定の示唆を与えてくれる。それをオペレーションに落とし込むと以下ようになる。収益変動に伴う資産回収期間と市場変動に伴う負債・資本残存年限を調整するような財務戦略をとる。例えば、資産回収期間を短期化したいオペレーションをとる場合、事業戦略として投下資本の削減や期間収益の改善策を講じる。一方、財務戦略として負債・資

本残存年限を DER や負債調達年限により調節する。

【図表 13】マッチングのためのオペレーション



### 4.3. プロシクリカル性との関係

期間マッチングという観点で実際の企業活動を見てみると、企業は回収期間と負債・資本残存年限を意識した行動をとっていると想定される。

景気後退局面では、期間収益の減少により資産回収期間は長期化する。一方、株価下落により資本残存年限は短期化してしまう。よって、TMR は拡大するといった負のスパイラルが生じる。そのため、企業は資産圧縮などのリスクで資産回収期間の短期化を図る一方、資金繰り確保や財務健全性向上のために長期資金の調達や資本調達をすることで負債・資本残存年限を長期化させ、TMR の拡大を抑制する。

逆に、景気上昇局面では、期間収益の増加によって資産回収期間が短期化してくる一方、株価の上昇によって資本残存年限が長期化し、TMR は縮小してくる。そうになると、株主資本効率化の観点から、レバレッジを効かせて負債・資本返済年限を短期化することで、TMR が縮小し過ぎないように対応を行うことになる。

この様に考えると、期間マッチングの観点で、資本調達の是非を検討や、負債調達時の長短意思決定を行うことは有効であると考えられる。

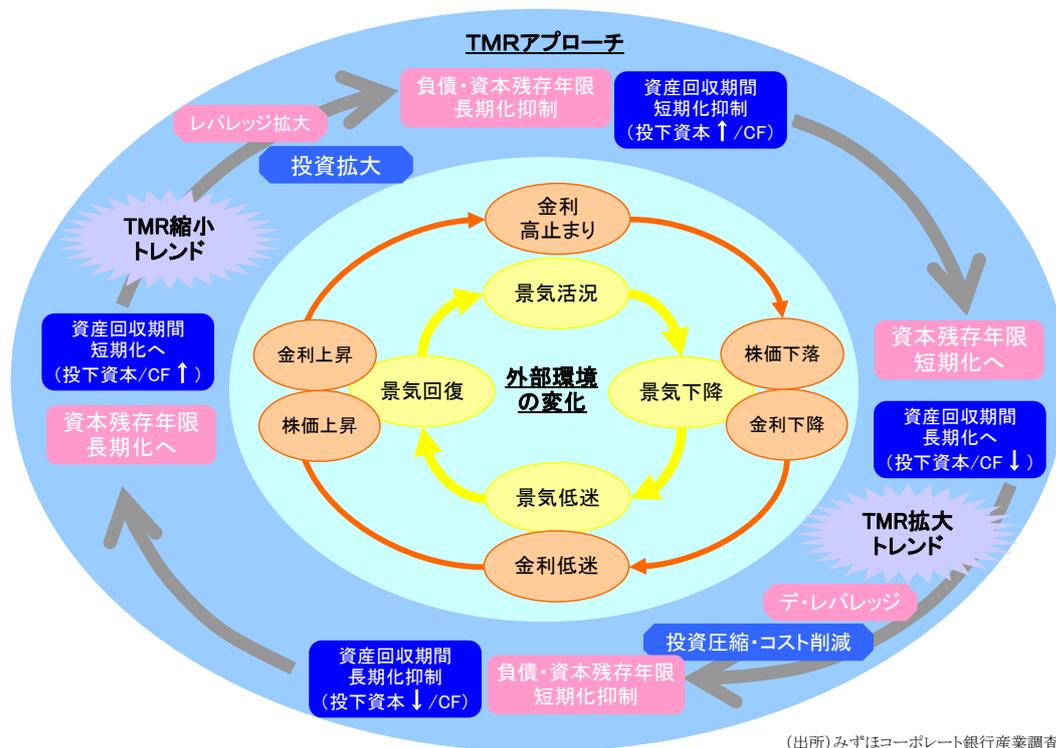
かつては IT 環境の整備やグローバル化が進んでおらず、また直接金融市場と間接金融市場との乖離もあり、金利、景気、キャッシュフロー・業績の連動はゆっくりとしたものであった。しかし、IT 化、グローバル化に伴い金融市場が拡大・共通化してきたことで、サイクルの高速化とプロシクリカルティが進んだ。こうした現代において、将来キャッシュフローを予測し資産回収期間を推定し、一方で株価動向によって変動する負債・資本残存年限とのマッチング水準を

コントロールしていくことが肝要となってきている。

企業財務担当者は、市場変化を敏感に感じ取りながら一歩先んじたスピーディーな財務戦略が求められており、舵取りの難しい時代になっているといえる。例えば、景気減退時は金融機関も自身の資産回収期間の短期化オペレーションをすることになり、長期資金やリスクマネーの提供が困難となってしまう。その結果、事業会社としてはタイミングが遅れてしまい、本来とりたい財務戦略が取れなくなるリスクが生じる。

こうした状況を回避・緩和するために、将来キャッシュフローの予測とそのパラメータとなる先行指標の抽出は、TMRアプローチのキーファクターの一つであると言える。そのためには各社毎の分析が必要となる。将来を正確に予測することは極めて困難であるが、自社のキャッシュフローの源泉とその変動要因の見極め、TMR の概念を取り入れ、自社と市場との関係性を個別に分析することで、少しでも変化の兆候やリスクに対応した財務戦略運営に近づくことができるものと考えている。

【図表 14】市場変化と TMR の関係



## 第5章 結論と今後の課題

### 5.1. 結論

本論文では、新たな最適資本構成アプローチとして TMR のフレームワークについて説明し、各構成要素の定義及び算出ロジックについて見てきた。TMR のフレームワークを活用し、業種別の実証分析を行った。

#### 実証分析結果と TMR アプローチの有効性

- ▶ 業種ごとに TMR を見ると、業界毎にそのキャッシュフロー特性やレバレッジ水準によって TMR は異なっているが、格付との相応の相関は確認された。また、TMR は PER 変動によっても変化することから、不動産や輸送機器などは市場(株価)要因も財務運営に大きく影響を及ぼすことが確認できた。
- ▶ TMR のボラティリティ(標準偏差)分析では、資産サイドの標準偏差と負債・資本サイドの標準偏差に分解でき、更にそれらの相関関係を見ることで、業界ごとにボラティリティ特性を見ることができた。ボラティリティは主に将来キャッシュフロー変動と株価変動とのギャップに起因しており、それぞれのボラティリティとその相関関係を見ることで業種/個社ごとに期間マッチングオペレーションに示唆を得ることができることが確認できた。
- ▶ 以上の分析から、これまで感覚的に理解していた各業界の特性を TMR の視点から各要素に分解でき、更にその相関関係を見ることで財務戦略への示唆を得られる。また、不動産・輸送機器の事例で見た通り、同業他社間での相対的な自社のポジショニングを把握することで、財務戦略への方向性に示唆を得ることも可能となる。

また、WACC アプローチ及び格付アプローチの違いを考察し、TMR アプローチがレバレッジ水準及び負債の調達年限への示唆を与えてくれることを見ることができた。

更には、TMR アプローチの事業・財務戦略上のファクターについても整理し、外部環境の変化と実際の企業の財務行動を TMR のフレームワークで見ることで、先行的に財務戦略を構築していくことの重要性について確認することができた。

### 5.2. 今後の課題

#### 課題 1. 資本残存年限の定義と参照値

本論分で定義した資本残存年限は、株価が配当割引モデルにより決定するという前提がキーになっている。更に、3.1.実証分析の前提で示した各種前提もおかれている。これらの前提が崩れた場合や当てはまらない場合への対応については修正の余地が残されている。

また、資本残存年限を決定する上で、PER の参照期間および参照方法が

重要になるが、本論文においては、PER を過去 3 年間の日次平均値として採用していた。しかし、PER は本来、見込み利益に対して形成されるものであり、今次分析においてはその部分をさらに改善の余地があると考ええる。また、実証分析では PER の一時的な上昇への修正として上限 25 としたが、その妥当性については議論があると思われる。

#### 課題 2. 資産回収期間、負債・資本残存年限の定義

期間収益(キャッシュフロー)の定義については、今次実証分析では一律としたが、本来は業界ごとに適したキャッシュフロー(例えば、EBITDA 等)を採用したほうが実態に即している可能性がある。

負債については、有利子負債全体を対象としているが、金繰り償還されるべき運転資金見合いの借入金を負債から控除するという考え方もあるだろう。

また、負債・資本残存年限は現在価値への割戻しを行っているが、資産回収期間は単に平均回収期間を算出しているだけで、現在価値への割戻し調整はされていない。

#### 課題 3. 金利感応度の分析

本論文においては、主に期間マッチングにスポットがあたっており、レバレッジ及び調達資金の長短に対しての示唆は得られるものの、キャッシュフローと金利変動リスクの相関についてはカバーされていない。従って、資金調達における変動か固定かの示唆は得られない。

(事業金融開発チーム 藤原 完、石割 省三)

**参考文献**

- [1] A ダモダラン, 2003. コーポレートファイナンス戦略と応用. 東洋経済新報社.
- [2] デービッド G ルーエンバーガー, 2003. 金融工学入門. 日本経済新聞社.
- [3] 森生明, 2001. MBA バリュエーション. 日経 BP 社.
- [4] リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン, 2008. コーポレートファイナンス第 8 版(上)(下). 日経 BP 社.
- [5] Adrian, T., and H. S. Shin [2008] “Liquidity and Leverage,” FRB of New York Staff Report No.328, May.
- [6] ピーター・シュワルツ, 2000. シナリオプランニングの技法. 東洋経済新報社.

©2009 株式会社みずほコーポレート銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

**MIZUHO**



Channel to Discovery