

Industry Eye 第28回 化学業界

信用格付

～資金調達手段が多様化する時代に向けた考察～

I. はじめに

化学メーカーを取り巻く環境はさまざまな面で急激に変化しており、「地殻変動」とさえ表現される状況となっている。このような変化のなかで、財務の観点から筆者が特に注目しているのは、資金調達環境の変化であり、今後 FinTech に代表される新しい技術や概念の登場によって、金融市場は大きく、かつ急速に変化することが予想されている。

日本でも、社債を発行することで資金調達の多様化を進める企業が増加している¹模様であるが、新しい技術や概念は企業の資金調達手段の多様化を後押しし、化学メーカーにもメリットをもたらす可能性がある。例えば、事業環境の著しい変化に直面し、事業ポートフォリオの変化を余儀なくされた中堅・中小メーカーに対して、FinTech の一分野であるソーシャルレンディングが、現状ではアクセスが難しい直接金融市場への道を拓き、より柔軟に環境変化に対応するための選択肢を増やすことになるかもしれない。一方で、このようなメリットを享受するためには、投資家に対して信用力に関する説明責任を果たすことが求められるようになるだろう。

¹ 2017年2月22日付日本経済新聞朝刊より

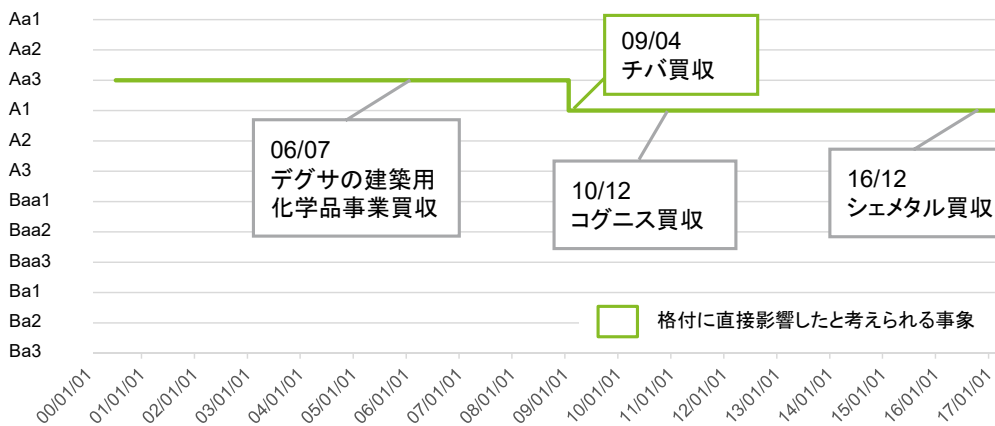
そこで今回は、資金調達手段の多様化時代に向けて、信用力の指標である「格付」をテーマとして取り上げる。大手化学メーカーの格付推移を確認し、そこから得られる示唆について、筆者の考察を述べたい。

II. 大手化学メーカーの格付推移と関連する M&A や財務戦略

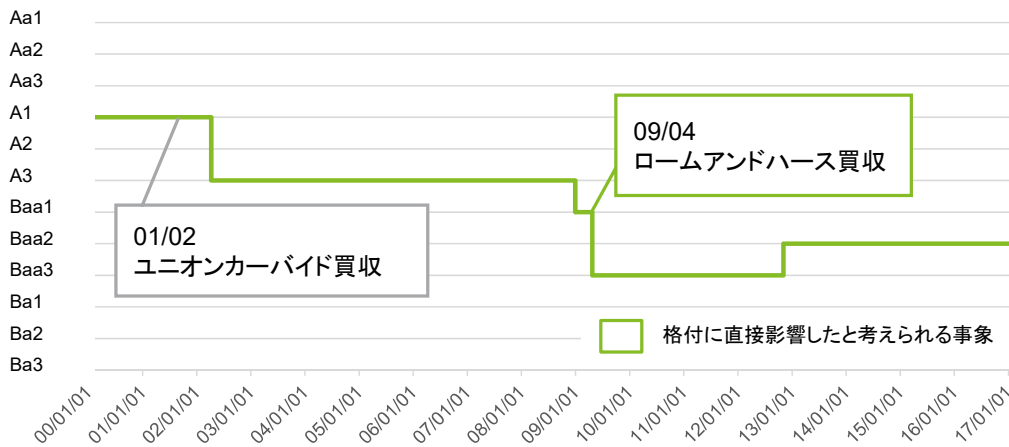
i. 欧米系総合化学メーカーの格付推移

まず、欧米系大手化学メーカーである、BASF、Dow、DuPont、Bayer の 4 社の格付推移を確認したい。現在、総合化学メーカーから機能化学品メーカーもしくは医薬品メーカーへと転換を進めている各社であり、国内の化学メーカーの参考になる点も多いと考えられる。各社の格付を図表 1-4 に示す。

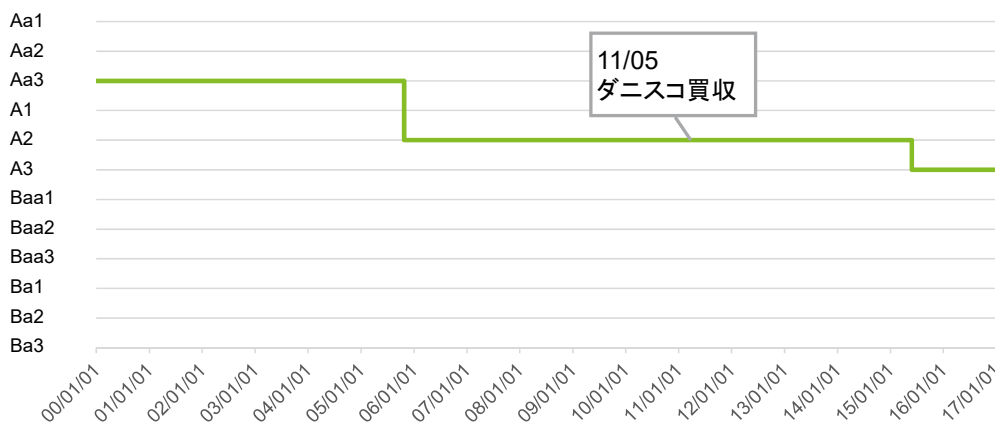
図表 1 BASF の格付推移(Moody's)



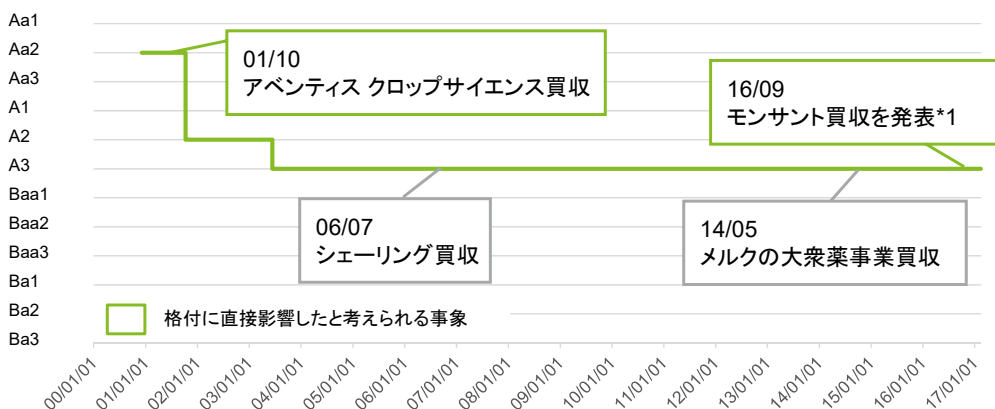
図表 2 Dow の格付推移(Moody's)



図表 3 DuPont の格付推移(Moody's)



図表 4 Bayer の格付推移(Moody's)



図表 1-4 の出所: Moody's のレポート、各社ニュースリリース、Bloomberg、Mergermarket よりデロイトトーマツ
 ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

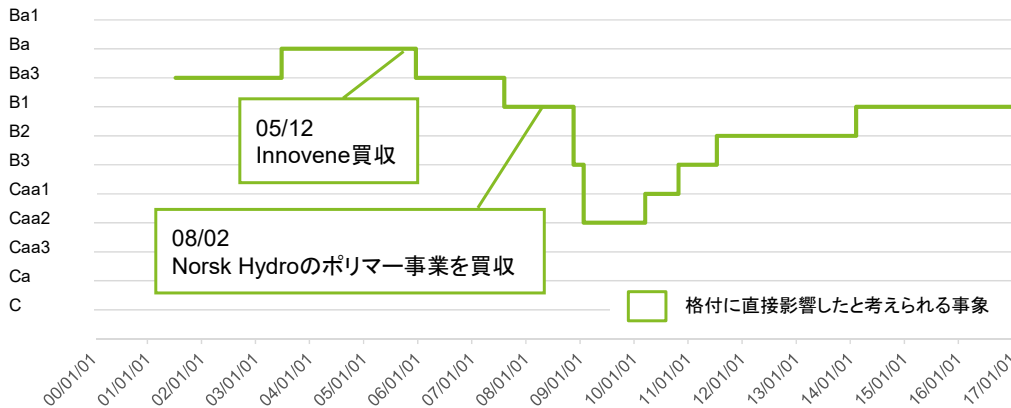
*1: モンサントの買収を受け、現在格下げ方向で見直し中

欧米ではマーケットから株式価値の最大化を強く求められるため、程度の差はあるものの、事業領域の選択と集中を進めていることは周知のとおりである。その観点から、株主は財務的な安定性を最優先するのではなく、適切な財務レバレッジにより、ROE に代表されるような株主価値指標の成長を強く求める傾向にあると言われている。この経営環境を格付の観点からみれば、各社がどの程度の格下げを受け入れてきたかが窺える。特に DuPont は、大規模な M&A や設備投資ではなく、株主価値の最大化を企図した財務レバレッジの引き上げを理由に 2005 年と 2015 年の 2 度の格下げを受け、2006 年まで Aa3 だった格付は、直近では A3 まで低下している。また、Dow は、2009 年のロームアンドハースの買収にリーマンショックの影響も重なり、一時は投資適格限度の Baa3 まで格付が低下した。しかし、この水準は意図したものではなかったと推察され、財務基盤の改善努力を進め、2012 年には収益力とキャッシュ創出力の向上も背景に Baa2 へ格付を戻している。後述するが、同じ欧米企業でも、基礎化学品メーカーは BB 格以下の投機的等級で推移している企業が多く、事業内容により格付の水準が異なっていることが推察される。いずれにしても、日本の大手化学メーカーのように A 格以上を是とし、その水準を維持する財務戦略とは異なっており、この欧米企業と日系企業のスタンスの違いが、将来においても維持されるのか否かが注目される。

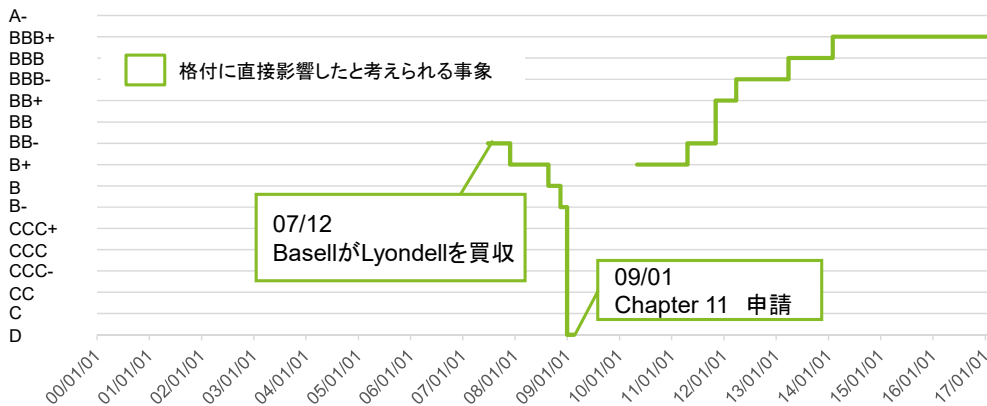
ii. 基礎化学品メーカーの格付推移

大手の総合化学メーカーが機能化学品や医薬品事業等への転換を進めるなか、これらの企業が切り出した基礎化学品事業を買収することで急速に規模を拡大してきたメーカーの代表例として INEOS と LyondellBasell がある。この2社の格付推移も示唆に富んでいることから、ここで確認しておく。INEOS の格付推移を図表 5 に、LyondellBasell の格付を図表 6 に示す。

図表 5 INEOS の格付推移(Moody's)



図表 6 LyondellBasell の格付推移(S&P)



図表 5,6 の出所:各格付会社のレポート、各社のニュースリリース、Bloomberg、Mergermarket より、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

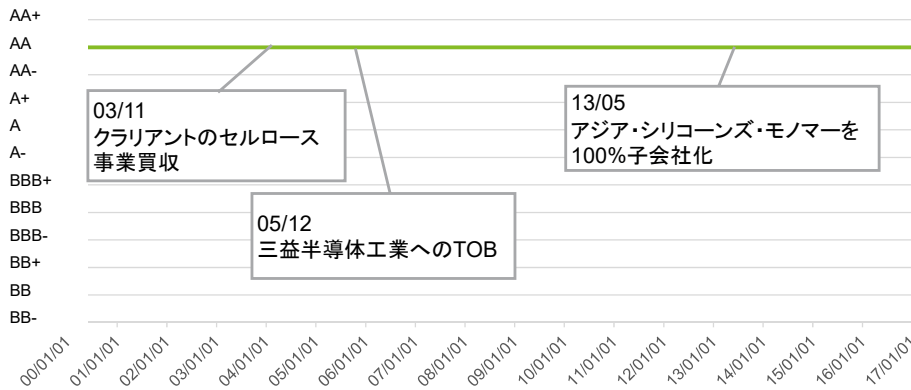
基礎化学品事業では、コスト面でのスケールメリットが競争力に直結することから、企業規模対比で大きな M&A や設備投資を比較的頻繁に行っている。このため、格付は前述の総合化学メーカー4社と比べて低く、BB 格以下の投機的等級で推移している期間が長いことが特徴である。

このような財務戦略の是非を一律に判断することは難しい。基礎化学品事業において、スケールメリットの獲得が重要であることは論を待たないが、一方で、両社ともリーマンショック後の世界的な信用収縮期において、顕著に資金調達が困難となり、INEOS はデフォルト寸前の危機的状況まで陥り、また LyondellBasell は、実際にデフォルトを起こし法的整理に至っている。日本の化学メーカーにとっては、格付の視点から、少なくとも欧米の基礎化学品メーカーが投機的等級での格付推移を受け入れ、アグレッシブな財務戦略を実行してきた事実を改めて確認することは、新興国の台頭も著しい基礎化学品分野における戦略検討の参考となろう。

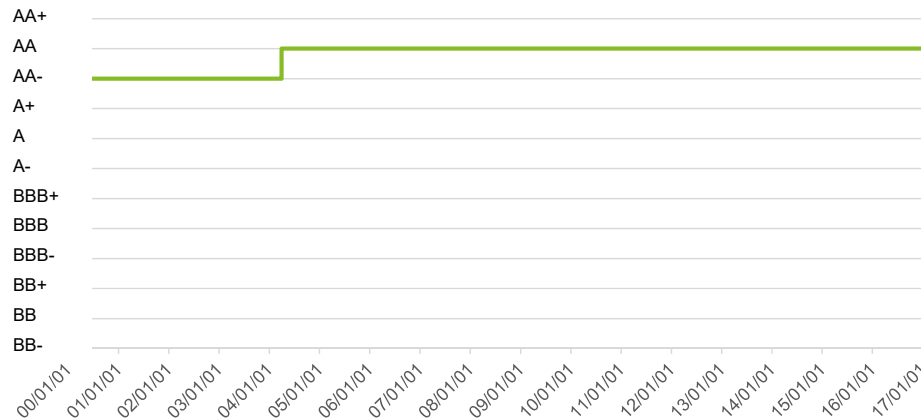
iii. 機能化学品メーカーの格付推移

機能化学品に特化した化学メーカーについても、格付の推移に特徴がある。そこで、代表的な企業である信越化学と日東電工の2社について確認をしてみたい。信越化学の格付を図表7に、日東電工の格付を図表8に示す。両社ともAA格と非常に高い水準で安定的に推移していること、信越化学についてはR&IでダブルAフラットと、日系化学メーカーでは最高ランクの格付を付与されていることが特徴となっている。

図表7 信越化学工業の格付推移(R&I)



図表8 日東電工の格付推移(JCR)



図表7,8の出所:各格付会社のレポート、各社ニュースリリース、Bloomberg、SPEEDAより、デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

このように、機能化学品に特化した化学メーカーは非常に高い格付を有している。これは投資余力が大きく、常に付加価値の高い製品を提供するために必要な設備投資や研究開発、M&A等の投資をタイムリーに実行できる体制を整えていることを示している。このことを踏まえると、これから機能化学品事業への転換を進める化学メーカーは、このような投資余力の高い企業との競争に打ち勝ち、市場に参入して行かなければならないとも言える。高付加価値な機能化学品の強化は日系化学メーカー共通の課題と思われるが、財務的に悪化した状況からの“逆転”としての戦略ではなく、既存事業が好調で財務余力がある段階から検討することの重要性が示唆されているといえよう。

III. おわりに

日本の化学メーカーは、厳しい事業環境を経験しながらも、堅調な財務基盤を獲得してきた。しかし、昨今の経営環境は激変しており、程度の差はあるが、資金調達手段の多様化を進める必要性が高まり、それに伴って信用力に関する説明責任の重要性は増すだろう。これは一部の大手メーカーに限られたことではない。事業環境や新しい金融技術・概念が日本企業の財務戦略をどれほど変化させるかについて、現時点で予想することは難しい。しかしながら、直接金融市場が拡大する時代の到来に向け、企業を取り巻く環境を踏まえて、事業・財務戦略の中に格付をどのように位置付けていくべきか、改めて考えておくことは有益だと考えられる。

今回の格付に関する考察が、企業の経営および財務を担当される方々の一助になれば幸いである。

執筆者

デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社
化学セクター担当
シニアアナリスト 平林 太郎

デロイトトーマツ グループは日本におけるデロイトトウシュートーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイトトーマツ合同会社およびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイトトーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む)の総称です。デロイトトーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 11,000 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツグループ Web サイト www.deloitte.com/jp をご覧ください。

Deloitte (デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、[Facebook](https://www.facebook.com/deloitte)、[LinkedIn](https://www.linkedin.com/company/deloitte)、[Twitter](https://twitter.com/deloitte) もご覧ください。

Deloitte (デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュートーマツ リミテッド (“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL (または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2017. For information, contact Deloitte Tohmatsu Financial Advisory LLC.