
財務課題解決

	Page
I 財務上の課題抽出	
1 財務上の課題の抽出	
・ 本コースの問題意識	3 P
・ 財務上の課題の体系	3 P
・ 経営上の事象からのアプローチ	5 P
・ 財務分析からのアプローチ	5 P
2 財務上の課題に対するソリューション	
・ 主要なソリューションとそれに関わる専門家	7 P
II 財務理論の基礎知識	
1 リスクとリターンと資本コスト	
・ イントロダクション	9 P
・ 財務上のリスクの概念	9 P
・ スtockとフローの対応関係	11 P
・ 平均資本コストの算出	12 P
・ 自己資本コストの算出	13 P
・ 財務理論と中堅／中小企業の財務課題	14 P
2 事業価値の評価	
・ DCF法による事業価値評価	15 P
・ 類似企業比較法による事業価値評価	17 P
<Short Case> 平均資本コストの算出	18 P
III 事業運営の効率化	
1 事業運営の効率化の目的	
・ 中堅／中小企業の抱える疑問・問題意識	19 P
2 事業運営の効率化のソリューション	
・ 事業運営の効率化の手法	21 P
・ 効率化余地の把握	23 P
・ 売掛債権の証券化	24 P
・ 在庫担保融資	25 P
・ リース活用の判断ポイント	26 P
・ 不動産の証券化	27 P
3 事業運営の効率化に関わる専門家	
・ 事業運営の効率化に関わる専門家とその役割	29 P

IV 事業ポートフォリオの最適化

- 1 事業ポートフォリオの最適化の目的
 - ・ 中堅／中小企業の抱える疑問・問題意識 31P
- 2 事業ポートフォリオの最適化のソリューション
 - ・ M&Aの活用場面 33P
 - ・ M&Aの手法の多様化 35P
 - ・ M&Aに関わる利害関係者のニーズ 37P
 - ・ 労働契約承継法の特徴 38P
 - ・ 企業価値評価と価格交渉のポイント 39P
 - ・ M&Aの実施の判断ポイント 40P
 - ・ <Short Case> DCF法による事業価値評価 41P
- 3 事業ポートフォリオの最適化に関わる専門家
 - ・ 事業ポートフォリオの最適化に関わる専門家とその役割 43P

V 不要投融資の処分

- 1 不要投融資の処分の目的
 - ・ 中堅／中小企業の抱える疑問・問題意識 45P
- 2 投融資を取り巻く環境
 - ・ 事業リターンと金利水準 47P
 - ・ 土地・株式の価格と自己資本への影響 48P
 - ・ 時価・減損会計が与えるインパクト 49P
- 3 不要投融資の処分に関わる専門家
 - ・ 不要投融資の処分に関わる専門家とその役割 51P

VI 資本構成の最適化

- 1 資本構成の最適化の目的
 - ・ 中堅／中小企業の抱える疑問・問題意識 53P
- 2 資本構成の最適化のソリューション
 - ・ 最適資本構成の考え方 55P
 - ・ 資金の期間構成と資本コスト 57P
 - ・ 信用格付の考え方 58P
 - ・ ミドルマーケット構築の過程と中堅／中小企業のあるべき対応 60P
 - ・ コミットメントラインの活用 61P
 - ・ 社債の発行 62P
 - ・ 自己資本リターンの考え方 63P
 - ・ 債務の株式化 64P
 - ・ <Short Case> 資本構成の変化に伴う企業価値の変化 66P
- 3 資本構成の最適化に関わる専門家
 - ・ 資本構成の最適化に関わる専門家とその役割 69P

1 財務上の課題の抽出

ここでは、財務上の課題の体系について概観した上で、中堅／中小企業の財務上の課題を特定するためのアプローチについて説明します。

■ 本コースの問題意識

昨今の中堅／中小企業を取り巻く財務環境は、わずかに改善の基調が見られるものの、依然として不安定かつ厳しい状況にあります。

そうした状況のもと、会計専門家、中小企業診断士、金融機関職員などの専門家には、それぞれの専門分野における高度な知識／スキルを用いたソリューションを提供するとともに、大局的に企業の財務全体を分析して、財務上の課題はどこにあるのか、それに対するソリューションには何があるのかにつき助言・提案を行う「財務管理サービス人材」としての役割を果たすことが求められています。また自身の専門分野以外のソリューションについても、誰に相談すれば実行を支援してもらえるのかについて正しく理解して、複数の専門家によるチームでもって中堅／中小企業のニーズに応えられることが必要です。

このような問題意識から、本コースでは、財務管理サービス人材として求められている「中堅／中小企業の財務課題の解決をサポートする」という役割を果たすために必要となる知識／スキルについて学習していきます。

■ 財務上の課題の体系

財務管理サービス人材として、中堅／中小企業に対して有効なソリューションを提供するためには、その前提として、企業の財務上の課題を適切に抽出することが必要となります。ここでは、まず企業が抱える財務上の課題について概観します。

財務の観点から見ると、企業は運転資本と固定資産といったストックを使って資本コストを上回るフローを生み出し、企業価値を高める必要があります。企業は本業である各事業の収益を向上させるのみでなく、投融資に関する問題、および、金融負債・自己資本による資本構成に関する問題も抱えていますので、企業価値を向上させるためには、事業部分を最適化するのみではなく、投融資、資本構成という財務部分も最適化させることが必要となります。

事業部分の最適化を図るためには、事業の効率化と事業のポートフォリオの最適化を検討する必要があります。また、財務部分の最適化を図るためには、不要な投融資を処分し、資本構成を最適化させることが必要となります（図表1-1-1を参照）。

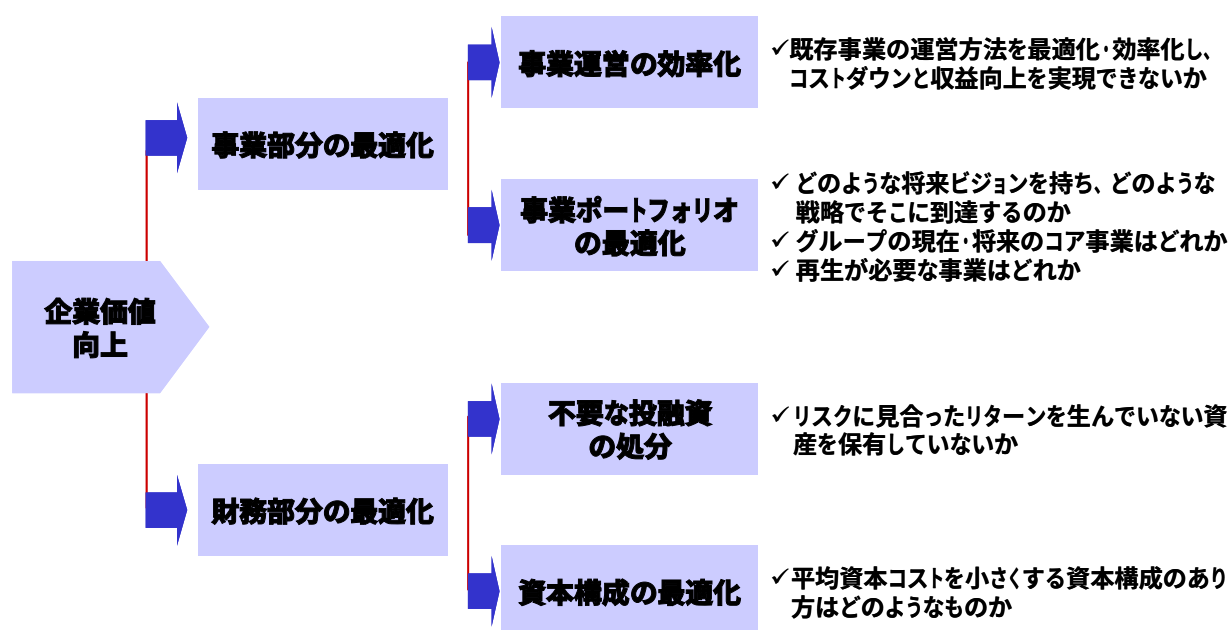
「事業運営の効率化」とは、既存事業の運営方法を効率化・最適化して、コストダウンと収益向上を実現することです。財務管理サービス人材としては、より小さなストックから大きなリターンを生む体質に変えるために、事業のどの部分に問題を抱えており、それに対する有効な打ち手には何があるのかについて提案・助言できることが求められます。

「事業ポートフォリオの最適化」とは、企業全体の将来ビジョンのもと、財務パフォーマンス・競合状況・戦略上の重要性等を踏まえて、経営資源を集中させる事業や縮小・撤退する事業を決定したり、他社が行っている事業や他社そのものの買収を決定することです。財務管理サービス人材としては、企業が競争激化の中で事業価値を増大させるために今までの事業を継続すべきか、どの事業に注力してどの事業から手を引くべきかといった判断をサポートして、M&Aその他の事業ポートフォリオ組替えによる最適化の手法について提案・助言できることが求められます。

「不要投融資の処分」を実施することも企業価値向上のためには必要となります。投融資は近年は使用に見合ったリターンを得にくくなっており、また、時価・減損会計の導入または導入予定によって自己資本を変動させるリスクがあることから、経営をかく乱させる要因となりつつあります。このことから、財務管理サービス人材としては、処理原資を捻出して不要投融資の処分をいかに実行するかについて提案・助言できることが求められます。

企業価値の向上のためには資本コストを上回る事業リターンを生み出す必要があるため、資本コストを決定する資本構成をいかに最適化するかも重要な課題となります。財務管理サービス人材としては、負債比率の最適化、投資の回収期間と負債の返済期間の適正な対応等の「資本構成の最適化」手法について提案・助言できることが求められます。

図表 1-1-1 財務上の課題の体系



■ 経営上の事象からのアプローチ

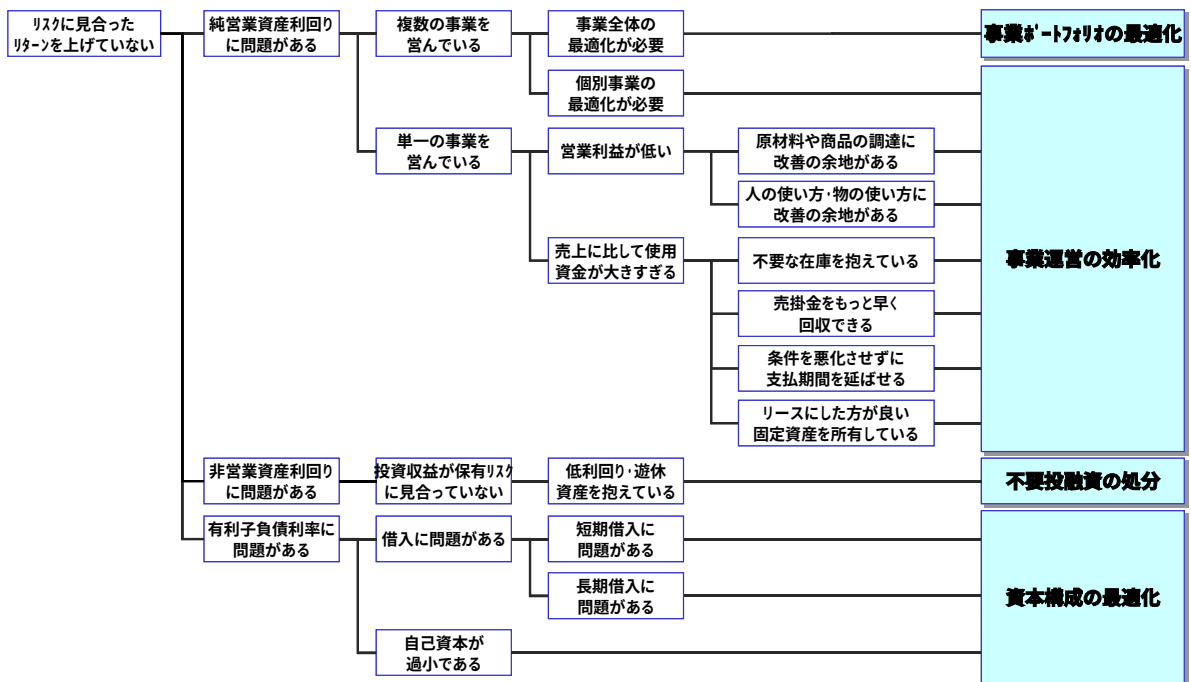
企業価値向上のためには、財務上の4つの課題を認識して対応施策の実行を促すことが求められることを説明しましたが、4つの課題体系のうちのどれに取り組むべきかを適切に把握できなければ、正しい経営施策を提案することはできません。ここでは、財務上の課題を認識するアプローチとして、「経営上の事象からのアプローチ」と「財務分析からのアプローチ」の2つを説明します。

まず「経営上の事象からのアプローチ」ですが、これは経営上生じている事象を基にして、問題点は何か、その原因は何かを分析し、企業が抱えている課題を特定して採るべきソリューションを明らかにするものです。図表1-1-2は、経営上生じている「リスクに見合ったリターンを上げていない」という事象を出発点として、課題を特定する分析チャートの一例です。問題点とその原因を、純営業資産、投融資、純有利子負債の各分野に分類したうえで、それぞれについて構造化して対応する課題を明らかにしています。（これら3分野の定義については「Ⅱ 財務理論の基礎知識」で説明します）

「純営業資産利回りに問題がある」を例に取れば「複数の事業を営んでいる」「単一の事業を営んでいる」という場合分けを行い、単一の事業を行っている場合には「営業利益が低い」、「売上に比例して使用資金が大きすぎる」というさらに具体的な問題点の特定を行います。

このように、経営上の事象の原因を構造化して、「原材料や商品の調達に改善の余地がある」などの詳細レベルまで具体化することで、各問題に対する課題とその対応策を導くことが可能となります。

図表 1-1-2 課題認識チャート



■ 財務分析からのアプローチ

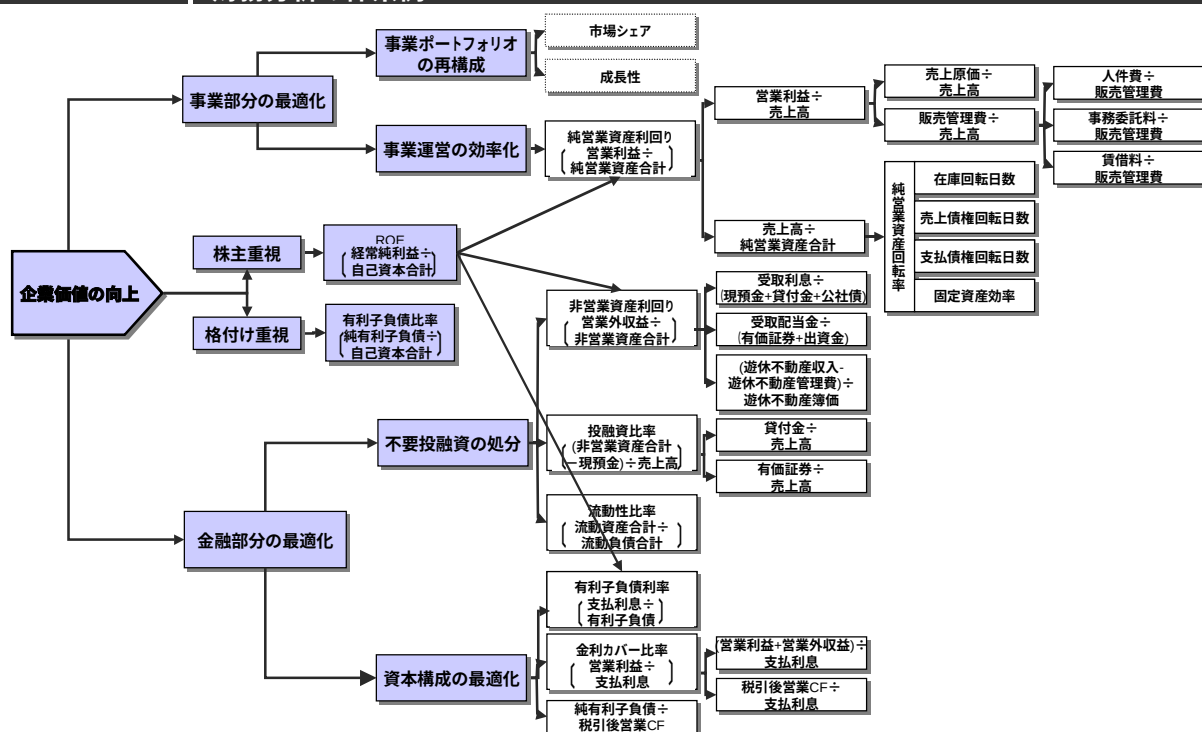
次に「財務分析からのアプローチ」ですが、これは前述した4つの課題ごとに構造化された財務指標の体系に従って分析を行うことにより、企業の抱える課題を把握するアプローチです。図表1-1-3では、「事業ポートフォリオの最適化」、「事業運営の効率化」、「資本構成の最適化」、「不要投融資の処分」という4つの課題に関連する財務指標とその構造を体系的に示しています。

例えば、事業が問題なく運営されているか、効率化する余地が無いかを測定する指標として、ここでは「純営業資産利回り」を採用しています。さらに、「純営業資産利回り」を「売上高営業利益率」（表中では営業利益÷売上高）と「純営業資産回転率」（表中では売上高÷純営業資産合計）に分解し、下位の指標についても分解を行っています。このように財務指標を構造化して、それぞれの指標について自社の推移を見たり他社水準との比較を行うことで、具体的な問題点を抽出することが可能となります。

この「財務分析からのアプローチ」に用いられる指標の多くは、「パーセント」や「回転数」という形式で示されていますが、その理由としては絶対額では比較が困難であることがあります。業界水準や競合他社と比較して優れているのか劣っているのかが分かなければ、企業の抱える課題の特定やその後の競争戦略の立案を行うことは困難であり、また、複数の事業の中でどの事業が収益性が高いのかを把握できなくては、事業の選択も困難となります。よって各指標の水準がどの程度であるのかを算出したうえで、競合他社や業界水準との比較や近年の趨勢を分析して、具体的な問題の所在を特定することが重要となります。

ここまで説明してきた「経営上の事象からのアプローチ」、「財務分析からのアプローチ」は相反するものではなくて、相互に補完する関係にあります。両アプローチを併用することで企業が抱える本質的な課題を抽出することが重要です。

図表 1-1-3 財務分析の体系例



<まとめ>

- ✓ 企業が抱える財務上の課題は、「事業運営の効率化」、「事業ポートフォリオの最適化」、「不要投融資の処分」、「資本構成の最適化」の4つに分類されます。
- ✓ 財務上の課題の原因を特定するにあたっては、経営上の事象または財務指標を構造化したうえで分析を行うことが有効となります。

2 財務上の課題に対するソリューション

ここでは、前節で解説した4つの財務上の課題を解決するためのソリューションとそれぞれのソリューションに関わる専門家について概観します。

■ 主要なソリューションとそれに関わる専門家

前節では、財務上の課題の体系と、課題を把握・特定するためのアプローチについて説明しました。課題を特定した後は、それに対する適切なソリューションを選択することが必要となりますが、4つの財務上の課題に対する基本的な財務ソリューションをまとめたものが図表1-2-1となります。

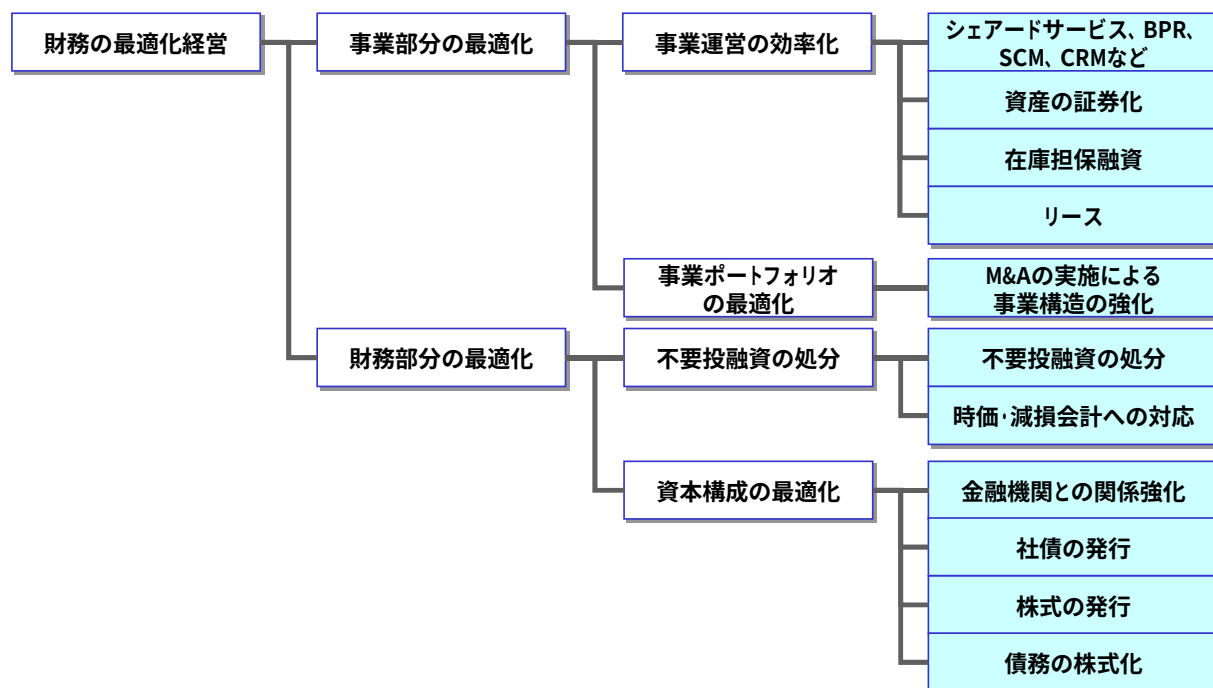
「事業部分の最適化」における「事業運営の効率化」については、シェアードサービスの活用、BPR・SCM・CRMの実施、資産の証券化・在庫担保融資・リースといったアセットファイナンスの活用などがソリューションとして挙げられます。また、「事業ポートフォリオの最適化」については、事業構造強化に向けてM&Aを実施することが主要なソリューションとなります。

「財務部分の最適化」における「不要投融資の処分」については、不要な投融資の処分実行とそれに関連して、時価・減損会計に対応することも必要となります。また、「資本構成の最適化」については、中堅／中小企業の主な資金調達手段は銀行借入ですので、金融機関との関係を強化することが重要となりますが、その他にも借入ではなく社債により資金調達を行うこと、自己資本を充実させるために株式を発行したり、債務の株式化を行うことが主要なソリューションとなります。

ただし課題を適切に特定して、それに対するソリューションを選択したとしても、全てのソリューションを財務管理サービス人材自身が主導で進めることは困難であり、必要に応じて専門家の支援を仰ぐこととなります。従って、財務管理サービス人材としては、各ソリューションの実行を支援する専門家と、それぞれの専門家が果たす役割についても把握しておく必要があります。各種ソリューションとその実行を支援する主な専門家の関係を示したものが図表1-2-2となります。

本章では、財務管理サービス人材として企業の抱える課題をどのように抽出するか、各課題に対処するソリューションは何か、ソリューションの実行にあたって支援を要請すべき専門家は誰かということについて説明を行ってきました。以後、本コースでは、まず、第Ⅱ章で財務管理サービス人材として習得が求められる財務理論の基礎知識について説明したうえで、第Ⅲ章以降で、4つの課題ごとに、各種ソリューションの概要と、財務管理サービス人材として習得しておくべき留意点についての解説を行います。

図表 1-2-1 財務の最適化経営に向けた課題とソリューション



図表 1-2-2 財務ソリューションの実施を支援する主な専門家

課題	ソリューション	ソリューション実施を支援する主な専門家
事業運営の効率化	シェアードサービス、BPR、SCM、CRMなど	専門コンサルタント、中小企業診断士
	資産の証券化	証券会社、金融機関、弁護士、公認会計士、税理士、格付機関、債権回収会社
	在庫担保融資	金融機関、専門会社（リクイデーター）
	リース	リース会社
事業ポートフォリオの最適化	M&Aの実施による事業構造の強化	金融機関、M&A専門アドバイザー、弁護士、公認会計士、税理士、中小企業診断士
不要投融資の処分	不要投融資の処分	金融機関、不動産会社、不動産鑑定士、公認会計士、税理士、証券会社
	時価・減損会計への対応	公認会計士、税理士
資本構成の最適化	金融機関との関係強化	金融機関
	社債の発行	証券会社、金融機関、弁護士、公認会計士、税理士
	株式の発行	証券会社、監査法人、税理士、ベンチャーキャピタル
	債務の株式化	金融機関

<まとめ>

- ✓ 財務管理サービス人材は、財務上の課題に対するソリューションと、その実行を支援する専門家、および、その専門家が果たすべき役割を把握しておくことが求められています。

1 リスクとリターンと資本コスト

ここでは、「リスク」、「リターン」、「平均資本コスト」、「自己資本コスト」といった財務理論の基礎知識について解説を行います。

■ イントロダクション

従来までの担保を前提とした間接金融により円滑な資金調達が可能であった状況は変化しつつあります。昨今の金融環境のもとでは、銀行、社債権者、株主といった資金提供者にとって、期待されるリターンを実現することができる企業が優良な企業であるとみなされ、今後は、保有する資産の額や売上規模のみで判断するのではなく、企業価値を企業の評価尺度として重視する傾向が強まると考えられます。また、企業としては、資金提供者に対してリスクに見合ったリターンを提供し続けていれば、その企業の企業価値は向上し、資金調達での交渉力も増し、企業にとって良い循環ができることとなります。

「投資家・債権者が求めるリスクに見合ったリターン」を表しているのが「資本コスト」であり、企業としては、資本コスト以上のリターンを得るように、適切に事業を取捨選択して投資を行い、事業を運営していくことがこれまで以上に重要となります。よって、財務管理サービス人材としては、資本コストはどの程度なのか、資本コストをなるべく小さくする資本構成はどの程度なのか、投資のリターンは資本コストを上回っているか、企業価値を向上させるソリューションはどれかといったことについて適切に理解したうえで、助言・サポートを行うことが重要となります。

本章では、財務上の課題に対する各種ソリューションの説明に入る前に、企業の抱える課題を適切に把握し、また、各財務ソリューションのメリット・留意点に係る理解を深めるために必要となる「リスク」、「リターン」、「資本コスト」、「企業価値」などの財務理論の基礎知識について概観します。

■ 財務上のリスクの概念

企業が資金を銀行借入、社債発行、株式発行により調達する際には、銀行には金利、社債権者には利回り、株主にとって配当（およびキャピタルゲイン）といった相応のコストを支払う必要があります。

投資を行う立場から考えると、銀行、社債権者、株主が企業に支払いを要求するこれらのコスト（投資家にとってはリターン）は、リスクが大きければ大きいほど大きくなることは、直感的に理解されると思います。

このことは、「リスクに見合ったリターン」という言葉で表現されますが、財務理論における「リスク」の考え方は、どのようなものなのでしょうか。

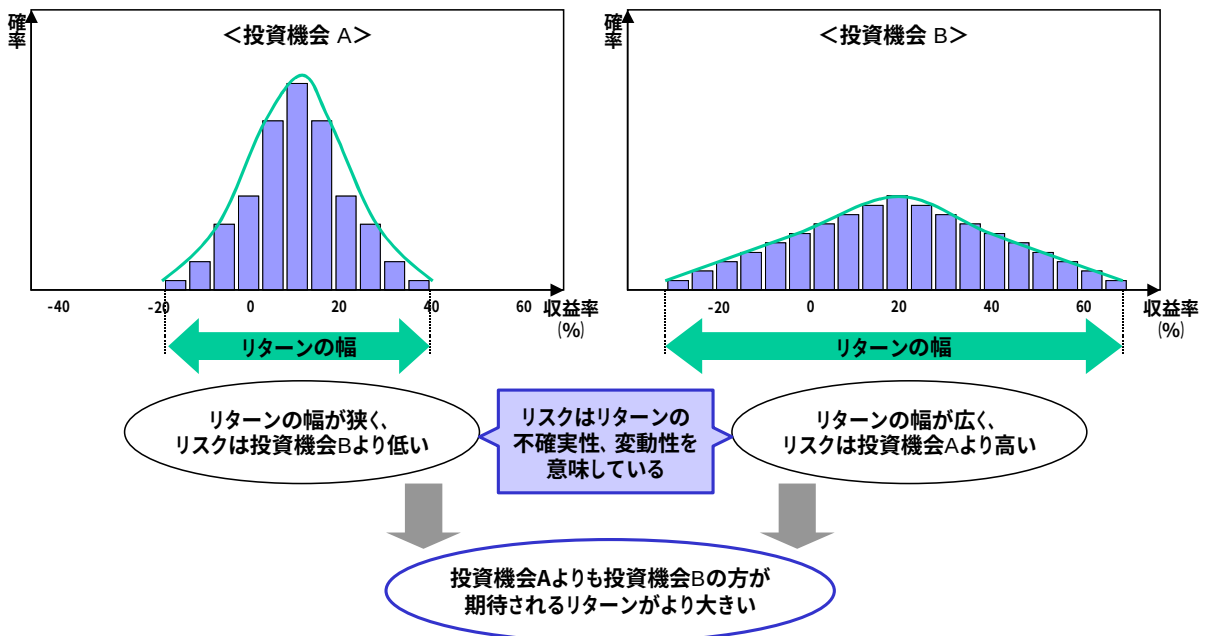
通常、リスクとは大きく2つの意味で用いられています。一つは投資した資金が戻らなくなる危険性という意味、もう一つは、投資のリターンが不確実であるという意味です。財務理論におけるリスクは、通常、後者の「不確実性」という意味で用いられることが一般的です。

例えば、銀行預金よりも株式投資に対してより高いリターンを期待するのが通常ですが、これは、銀行預金よりも株式投資の方がリスクが高いことから生じます。つまり、銀行預金は金利の変動が小さく、リターンの不確実性は小さいですが、株式は日々市場で取引がなされ、様々な要因により価格が変動するため、配当とキャピタルゲインの合計をリターンと考えるのであれば、通常は銀行預金と比較してリターンの不確実性が大きいといえます。

財務理論における考え方も同様であり、投資家や債権者にとっては資金提供先の企業が生み出すリターンには不確実性（リスク）があり、リスクが高ければ高いほど、企業に対して要求するリターンが大きくなります。企業にとっても、事業に投資を行う場合に、その事業が生むリターンが不確実であればあるほど、より多くのリターンを期待することとなります。

個々の企業における「リスクに見合ったリターン」の水準を示すのが、「資本コスト」であり、これは、銀行や社債等の投資家、株主が企業に対してどのようにリスクを評価しているか、その結果どの程度のリターンを期待しているかを示しています。

図表 2-1-1 財務理論におけるリスクの概念



■ スtockとフローの対応関係

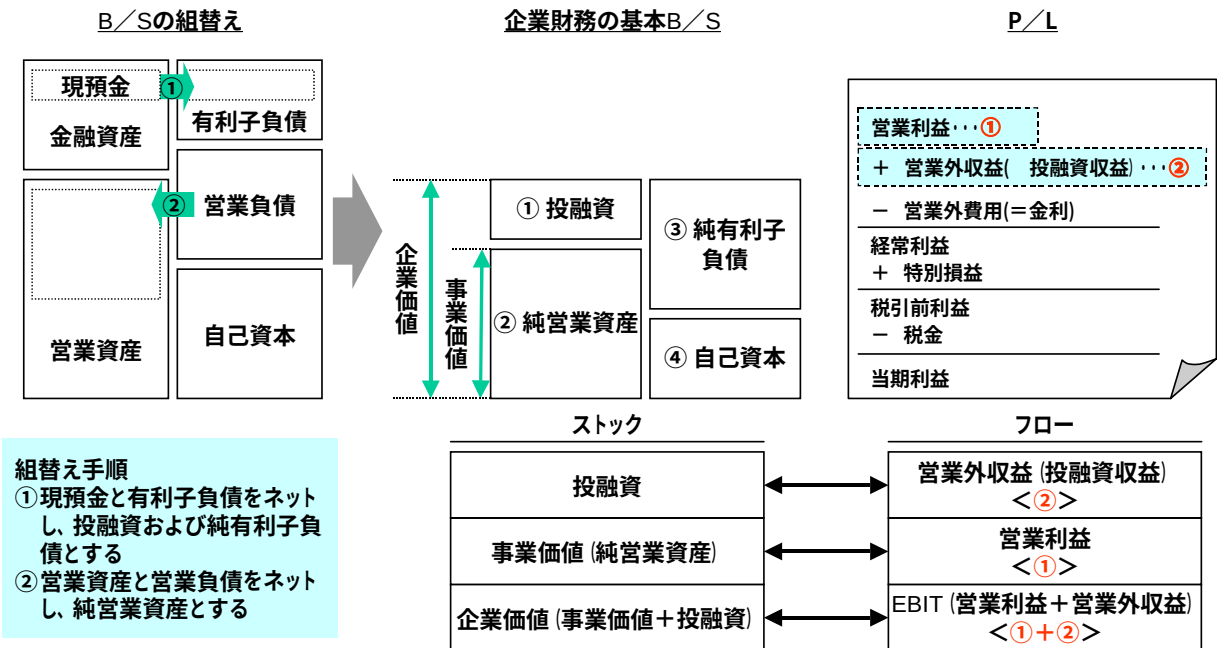
投下資本 (Stock) に対してどれだけのリターン (Flow) を生んでいるのかを把握し、投資の収益性を適切に判断するためには、本業のStockを適切に定義して、それに見合ったFlowを対応させることが重要となります。

事業会社の本業は運転資本や固定資産というStockを用いて営業利益というFlowを生み出すことですが、営業に用いるStockには売掛金・在庫のような営業資産のみではなく、買掛金・年金債務といった営業負債も含まれます。この意味で、事業会社の本業は、営業資産から営業負債を控除した「純営業資産」を投資して営業利益を生み出すことであると考えられます。また、投融資というStockに対するFlowは金利収入・配当収入などですが、現預金に対する金利収入を除けば概ね営業外収益と等しいものとなります。この意味では、事業会社は純営業資産と投融資というStockを投資し、営業利益と営業外収益を生み出すことが本業であると考えられます。

このような事業会社の財務の本質を前提とした場合は、通常のバランスシートのみではなく、組み換えを行った方がStockとフローの対応関係をより適切に分析することが可能となります。まず資産を営業資産と金融資産に分け、金融資産を現預金と投融資に分けます。また、負債を有利子負債と営業負債に分類します。営業資産から営業負債を控除したものを「純営業資産」、現預金から有利子負債を控除したものを「純有利子負債」とします。「純営業資産」と「投融資」を足したものが、これまで何度か登場した「企業価値」であり、これが本業のStockです。そして、「企業価値」に対応するFlowが、「純営業資産」が生み出す営業利益と「投融資」が生み出す営業外収益の合計であるEBIT (Earnings Before Interest,Taxes)となります。

以上のように、本業の収益性を適切に把握するためには、本業のStockである「企業価値」に対応するEBITをリターンとして用いることが適当といえます。

図表 2-1-2 企業財務の基本バランスシートおよびStockとフローの対応関係



■ 平均資本コストの算出

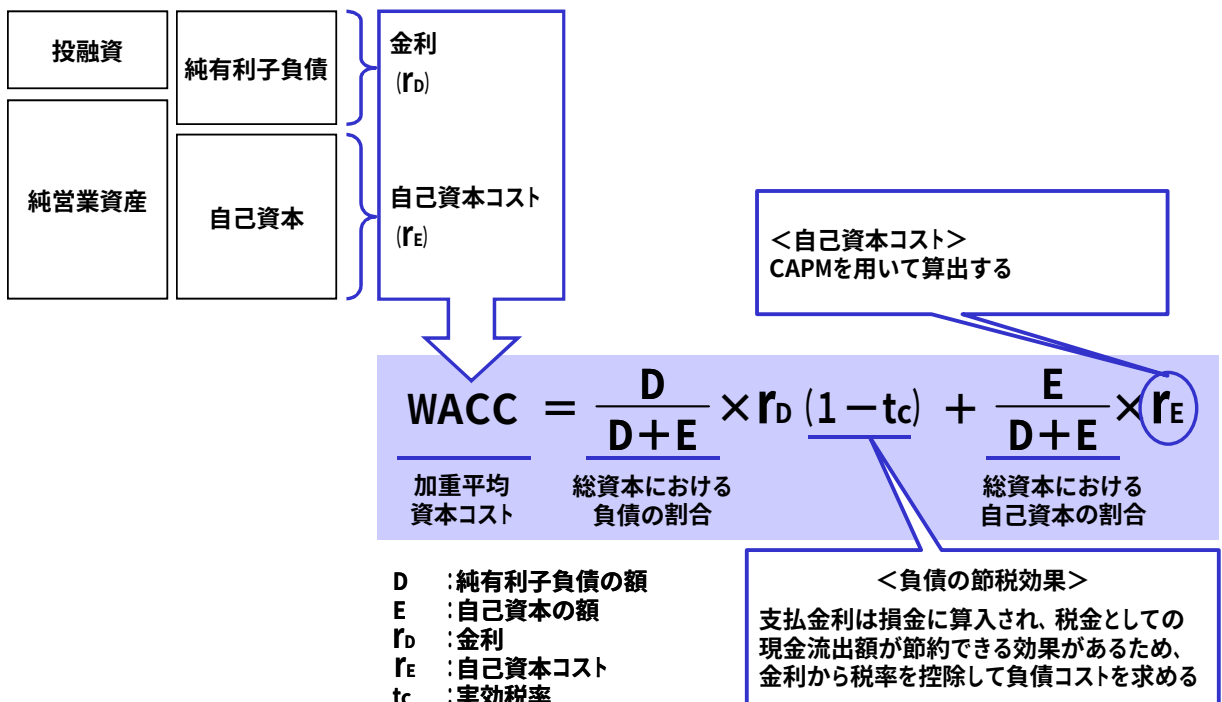
資本コストは「資金調達の際のコスト」であることから、純有利子負債の金利（負債コスト）と自己資本のキャピタルゲインと配当（自己資本コスト）に直接関係します。すなわち、純有利子負債に対してどの程度の金利を支払っているか、株主に対してどの程度の配当とキャピタルゲインを与えているかという観点から、資金調達にかかるコストを算出したものが資本コストとなります。また配当とキャピタルゲインの前提として、どの程度の当期利益をあげる必要があるかという観点も重要となります。

資本コストもストックとフローの対応関係と同様に、企業財務のどの部分に対応する資金調達かという観点が重要となります。すなわち、企業価値に対しては、企業全体の純有利子負債部分の「負債コスト」と自己資本部分の「自己資本コスト」とを、資本構成に応じて加重平均した「加重平均資本コスト（WACC; Weighted Average Cost of Capital）」を用います（図表2-1-3）。負債コストは銀行や社債等の投資家が求めるリターンです。負債コストには税引前と税引後があり、税引後の営業キャッシュフローを割り引くためには、負債コストも税引後にする必要があります。自己資本コストはCAPMという理論を用いて算出しますが、詳細は次ページで解説します。

企業が銀行、社債等の投資家、株主から適切な融資・投資対象と評価されるためには、企業価値が生み出すフロー（EBIT：営業利益＋営業外収益）の収益率が、WACCを上回ることが求められます。また、事業価値（純営業資産）に期待されるリターンについても、多くの場合は純有利子負債と自己資本トータルの資金調達コストに対応しているため、WACCを用いて計算して、事業価値に対応するフローである営業利益の収益率がWACCを上回ることが求められます。

WACCと本業（事業＋投融資）あるいは事業の収益率を比較することにより、「自社が競合と比べて魅力的な投資先となっているか」、「投資家、債権者の期待を満たしているか」、「本業あるいは事業への投資が適切なリターンを生んでいるか」という点を把握することができます。

図表 2-1-3 平均資本コスト (WACC) の算出式



■ 自己資本コストの算出

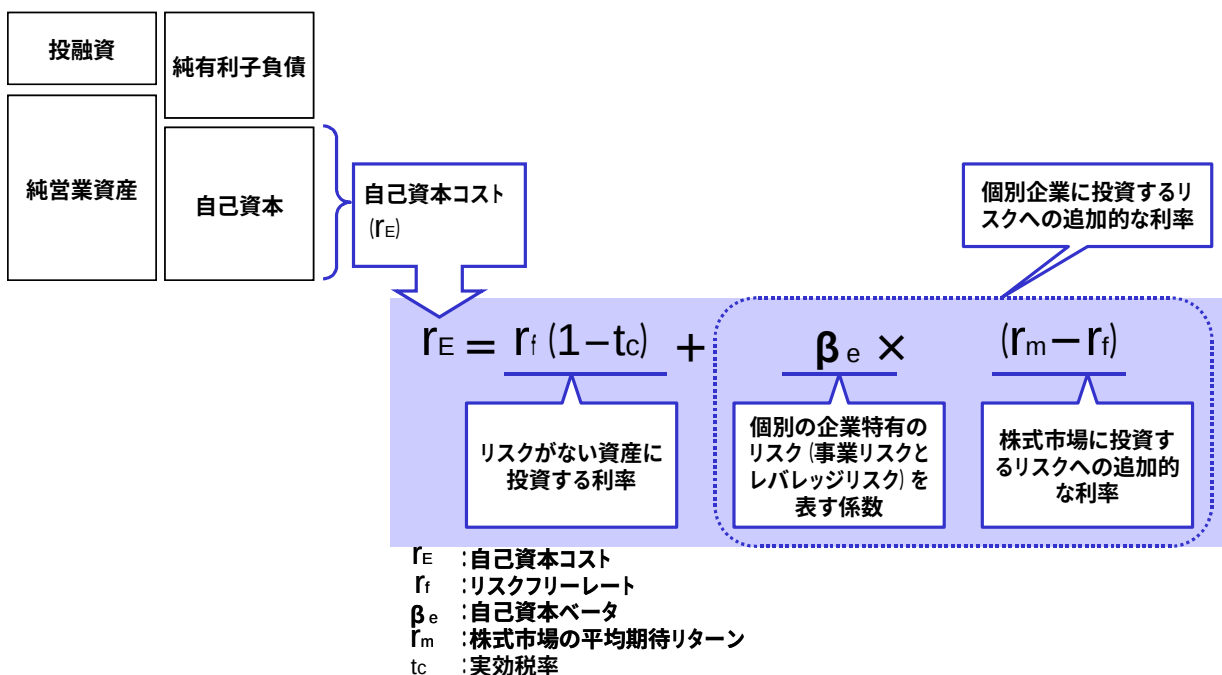
前節で紹介したように、平均資本コスト (WACC) は負債コストと自己資本コストで構成されます。負債コストについては予め決められている金利があり、求められるリターンが明確であるために測定は比較的容易です。しかし、自己資本コストについては、予め必要とされるリターンが必ずしも明確ではないため、何らかの方法を用いて推測する必要があります。

自己資本コストの推定には「投資家は、投資先のリスクが高いほど期待するリターンも高い」というCAPM (Capital Asset Pricing Model)の理論に基づく数式 (図表2-1-4) が、よく用いられます。これにより、自社のリスクがどの程度認識されているかを推定し、株主の期待リターンである自己資本コストを推定します。

CAPMの考え方は、個別の企業に期待されるリターンとは、国債などのリスクのない資産のリターン (リスクフリーレート) に、個別企業ごとのリスクに応じたリターンを追加したものという考え方です。CAPMは、「リスクフリーレート」、「リスクプレミアム」、「自己資本ベータ」で構成されています。「リスクフリーレート」とは、リスクがない資産に投資する際の利率です。「リスクプレミアム」とは、株式市場へ投資することによって、リスクがない資産と比較して追加的に発生する利率であり、株式市場の平均期待リターンからリスクフリーレートを控除して算出します。「自己資本ベータ」とは、個別の企業特有のリスクを表す係数であり、事業リスクに加えて資本構成によるリターンの不確実性であるレバレッジリスクも反映させた後の自己資本のリスクを表すものです。ベータには自己資本ベータの他に「事業ベータ」というものがありますが、これは、事業特性によるリターンの不確実性である事業リスクを表す係数であり、全く同じ事業を営む企業であれば同じ事業ベータとなります。

「自己資本ベータ」に関しては、上場企業の場合は「ブルームバーグ」のwebサイト等で公開されていますが、未上場企業においても類似の事業を営んでいる上場企業をベンチマークとすることで算出されます。具体的には、まず、ベンチマークとする上場企業の自己資本ベータに、当該企業の自己資本の割合 (自己資本 / (負債 + 自己資本)) を乗じて事業ベータを算出します。さらに事業ベータに自社の自己資本の割合の逆数 ((負債 + 自己資本) / 自己資本) を乗じることで自社の自己資本ベータが算出されます。

図表 2-1-4 自己資本コストの算出式



■ 財務理論と中堅／中小企業の財務課題

ここでは理論的な内容が続きましたので、現実の中堅／中小企業への適用という点でやや違和感を抱かれるかもしれません。しかしながら、株式公開企業でなくても資金提供者はやはり適切な水準の利得を求めていることは変わりなく、彼らを満足させるリターンを上げることは企業経営の基本です。そして、そのリターンの水準をどう考えるかをめぐって、こうした資本コストの理論が展開されているのです。これまではリスクに見合ったリターンという考え方が、企業と資金提供者の双方で必ずしも充分に認識されていなかったことが一種の歪みを生んでいた面もあります。(このことは「VI 資本構成の最適化」において後述します。)しかし現在では銀行や投資家の意識が変わりつつあり、企業の側で彼らに充分な経済的利得をもたらさなければ、融資や増資に応じてもらえなくなる危険があります。

ただし、現実の中堅／中小企業に対していきなり資本コストの話をして、どうすれば良いのか解らないという反応をされることもあるかと思われます。これらの企業は経理財務の管理基盤が必ずしも充実していないことがあり、例えば次のように順を追って指導することが必要と考えられます。

① まずは「数字をきちんと作る」

帳簿の情報に信頼性がなければ、財務課題に対して適切な対応ができません。

② 利益の管理レベルを向上する

増産や投資の損益把握に関して粗利益中心の管理をしている会社は、営業利益や経常利益にまで意識を及ぼすようにします。部門別損益なども把握するようにします。

③ 資本コストを上回るリターンを上げる

当期利益が出れば良いという段階を脱して、ここで論じたリターンを充分に上げたかという段階に到達することで、資金提供者に対する本来の責務を果たせるようになります。

上記は非常に大まかなレベル分けであり、実際はその企業に適したより詳細な段階設定が可能です。いずれにせよ財務管理サービス人材としては、関与している企業がどの段階にいるか意識して、より進んだ段階へと移行できるように経営レベルの向上を図ることも非常に価値があることです。そうすることで、最終的には企業がリスクに見合ったリターンを上げるという意識を抱くようになり、資金提供者と円滑な関係を築いていくことが望まれます。

<まとめ>

- ✓ 財務理論上のリスクとは、「リターンの不確実性」を表しています。
- ✓ バランスシートの組み換えを行い、純営業資産(事業価値)と営業利益、投融資と営業外収益、企業価値とEBITというようにストックとフローを適切に対応させて把握することが重要となります。
- ✓ 平均資本コスト(WACC)は負債コストと自己資本コストを資本構成に応じて加重平均することで算出します。自己資本コストはCAPM理論に基づき、リスクフリーレートに自己資本ベータとリスクプレミアムを乗じたものを加算して算出します。
- ✓ 経理財務の管理基盤が充実していない中堅／中小企業には、まず経理の徹底、そして利益の管理レベルの向上と、順を追いながらリスクに見合ったリターンという考え方の浸透を図る必要があります。

2 事業価値の評価

ここでは、事業価値を評価する代表的な手法である「DCF法」と「類似企業比較法」について解説を行います。

■ DCF法による事業価値評価

今後は、企業価値が企業の評価尺度として重視されると考えられ、企業としては、資金提供者に対してリスクに見合ったリターンを提供し続けていけば、その企業の企業価値は向上し、資金調達での交渉力も増し、企業にとって良い循環ができることとなるということは、前述したとおりです。

これまでは企業の評価をする考え方として売上規模、会計基準の利益、資産効率、シェア等が用いられてきましたが、「企業価値」や「事業価値」は、現在の本業（事業と投融資）や事業が、将来どの程度のキャッシュフローを生むのかという点に主眼が置かれています。すなわち、企業価値とは「本業が将来生み出すキャッシュフローを現在価値に割り引いた総額」であり、事業価値とは「事業が将来生み出すキャッシュフローを現在価値に割り引いた総額」となります。

ここでは、事業価値を評価する代表的な手法である「DCF（ディスカунテッド・キャッシュフロー）法」と「類似企業比較法」について説明を行います。

DCF法では、将来の一定期間までの予測フリーキャッシュフローを、資本コストで現在価値に割り引き、一定期間経過後の継続価値を加算することで事業価値を算出します。企業価値は、事業価値に投融資の価値を加算して算出します。

DCF法の特徴として、多様な要因を織り込んだ感度分析が可能で、価値の範囲のイメージが湧きやすいため、外部関係者や社内への説得性が高いことがあり、M&A時の価格算定や経営管理に活用されます。しかし、フリーキャッシュフローの予測や自己資本ベータの算出などが必要であり、算出過程が複雑で計算が難しいという特徴もあります。そのため、例えばM&A時に価格算定を行う際には、投資銀行などの専門家をアドバイザーとして実施することが一般的です。

DCF法により事業価値評価を行う場合、以下のような一連の作業を行います（図表2-2-1を参照）。

<①対象事業特定>

M&Aや経営管理を行う際には、対象事業を特定しないと各事業の価値が把握できず、各事業の価値を構成する要素も分からなくなってしまうため、施策対象として検討する事業を、フローを生み出すまとまりのある単位で選定します。

＜②データ収集＞

データは過去3～5年分のバランスシートとP/L、キャッシュフロー関連データと事業に関連する投融資のデータを収集しますが、複数の事業を持つ場合には、対象事業ごとに個別のデータの収集が必要になります。

＜③キャッシュフロー予測＞

営業フリーキャッシュフローの具体的な予測のポイントとしては、事業計画、中長期計画を活用または同時に作成しつつ、市場、競合、為替動向、仕入・取引価格が変化したときに、営業フリーキャッシュフローにどの程度の影響があるかを予測し、幅のある営業フリーキャッシュフローのシナリオを予測していきます。

＜④割引率決定＞

事業の投下資本における負債と自己資本の割合により加重平均した資本コスト、すなわちWACCを求めます。自己資本コストを算出する際に必要になるデータについては、日本銀行のwebサイトや「ブルームバーグ」のwebサイト等を活用して収集します。

＜⑤事業価値決定＞

事業価値は、年ごとの予測営業フリーキャッシュフローを資本コストで割り引いて計算します（計算方法は41Pの『Short Case』のDCF法の公式を参照）。通常は、10年目以降の事業価値については、予測が困難で、かつそれほど精緻な数値が必要とされないため、企業が永久に継続するとして「継続価値 (Terminal value)」を算出します。継続価値は、予測営業キャッシュフローは永久に一定または一定の成長率を維持するとの仮定を置いた上で、上記のDCF法の公式を用いて算出するか、類似企業比較法で算出します。

なお企業価値を算定する場合は、上記手順で求めた事業価値に投融資の時価を加えて算出します。

図表 2-2-1 DCF法の実施手順

①対象事業特定	複数の事業を持つ場合、施策対象として検討する事業を選定する
②データ収集	過去3～5年分のB/SとP/L、CF関連データと、事業に関連する投融資のデータを収集する
③キャッシュフロー予測	- 事業価値に対応したフローである、営業フリーキャッシュフローを予測する - 市場、競合、為替動向、仕入・取引価格が変化したときに、営業フリーキャッシュフローにどの程度の影響があるかを予測する - 事業の中長期的な見通しを過去の実績を踏まえて予測し、複数の場合を考慮し、幅のある営業フリーキャッシュフローのシナリオを予測する
④割引率決定	- 負債コストを算出する。社債やCPがある場合は金利の加重平均を取る - 自己資本コストを算出する。業界の事業ベータを取り出し、自社の資本構成から、自己資本ベータを計算し、リスクフリーレートとリスクプレミアムを決定して、自己資本コストを求める - 負債コストと自己資本コストを加重平均して、WACCを求める
⑤事業価値決定	- 営業フリーキャッシュフローを適切な割引率（通常WACC）で割り引いて事業価値を計算する - 事業価値に投融資の時価を加え、企業価値を計算する

■ 類似企業比較法による事業価値評価

類似企業比較法とは、上場企業をベンチマーク対象として、その企業の株価等から評価倍率を求め、自社の企業価値・事業価値や株主価値（自己資本部分の価値）を推定する方法です。

類似企業比較法はDCF法に比べると多様な要因を織り込んだ感度分析が行いにくく、M&A時にシナジーが生じる場合の評価は困難であるという限界はありますが、自社の企業価値、事業価値を継続的にモニタリングし、改善施策につなげる経営管理のために用いる場合には、比較的算出が容易なため、利用価値は高いといえます。また、M&A時の価値算定においても、DCF法と比較して算出が容易であるという特徴により、価値評価の第1段階でよく使われています。

類似企業比較法により事業価値評価を行う場合は、以下のような一連の作業を行います（図表2-2-2を参照）。

＜①対象事業特定＞

複数の事業や関係会社を抱えている場合には、評価の対象となる事業部や管轄関係会社を特定する必要があります。DCF法の場合と同様に、対象を特定しないと各事業の価値が把握できず、各事業の価値を構成する要素も分からなくなってしまうことから、評価対象となる事業を、事業としてのまとまりがある単位で選定する必要があります。

＜②類似企業の選定＞

評価対象組織の同業他社を中心に、ベンチマークとなる類似企業を数社選択します。類似企業の選定により算出する事業価値が大きく影響を受けるため、恣意的な選定となったり、企業数を絞りすぎてしまうことのないよう慎重に類似企業を選定することが重要となります。

＜③類似企業のデータ収集・④類似企業の時価評価・⑤評価倍率の算出＞

類似企業のデータを収集し、評価倍率を計算しますが、ベンチマークとする企業によっては、何らかの影響で指標により異常値が出ていることがあるため、異常値を排除して比較可能な評価倍率を計算する必要があります。

＜⑥事業価値決定＞

評価倍率により計算される価値が異なる（事業価値または株主価値）ため、企業財務の基本バランスシートのどの部分の価値を計算しているかを認識し、適切な順番でストックの各部分の価値を算出することが重要となります。

図表 2-2-2 類似企業比較法の実施手順

①対象事業特定	・ 評価の対象となる事業部やその管轄関係会社を特定する ・ 評価対象が複数の本部や関係会社等の場合、それぞれのB/S、P/Lを作成して評価を行う
②類似企業の選定	・ 評価対象事業が属している業界において、上場している類似企業を数社選択する ・ 業界でのポジション、企業の成長性、顧客ターゲット、利益等の絶対額等を考慮して選択する
③類似企業のデータ収集	・ 類似企業の株価（時価）、株式数、売上、営業利益、自己資本の簿価等のデータを収集する
④類似企業の時価評価	・ 類似企業の株価総額、純有利子負債、投融資、事業価値を算定する
⑤評価倍率の算出	・ 異常値を排除して比較可能な評価倍率を計算する ・ 事業価値／売上 ・ 事業価値／営業利益 ・ 事業価値／営業CF ・ PER（株価総額／経常純利益） ・ PBR（株価総額／簿価自己資本）
⑥事業価値決定	・ 類似企業の評価倍率に評価対象組織の数値を掛けて事業価値や自己資本価値を算出する



Short Case ～平均資本コストの算出～

クライアント企業の平均資本コストを推定することとなったあなた（財務管理サービス人材）は、クライアント企業、および、クライアント企業と同様の事業を行っている上場企業に関する以下のようなデータを準備しました。以下のデータをもとに、クライアント企業の平均資本コストを推定してください。但し、ベンチマーク企業は業界で標準的な財務状況であり、ベンチマーク企業から算出した事業ベータを業界を代表するベータとして扱って良いものと仮定します。

<クライアント企業（未公開）のデータ>

純有利子負債の額(D1)	: 4億円
自己資本の時価(E1)	: 6億円
負債コスト(Rd)	: 2.0%
実効税率(t)	: 40%
国債金利(Rf)	: 1.3%
株式市場の平均期待リターン(Rm)	: 5.0%

<ベンチマーク対象とする上場企業のデータ>

純有利子負債の額(D2)	: 50億円
自己資本の時価(E2)	: 50億円
自己資本ベータ(β)	: 1.0

$$\square \text{ 事業ベータ} = \frac{E}{D + E} \times \beta$$

$$\square \text{ 自己資本ベータ} = \text{事業ベータ} \times \frac{D + E}{E}$$

$$\square \text{ 自己資本コスト (Re)} = R_f (1-t) + \beta (R_m - R_f)$$

$$\square \text{ 平均資本コスト (WACC)} = \frac{D}{D + E} \times R_d (1-t) + \frac{E}{D + E} \times R_e$$

<まとめ>

- ✓ DCF法では、将来の一定期間までの予想フリーキャッシュフローを資本コストで現在価値に割引き、それに一定期間経過後の継続価値を加算することで事業価値を算出します。
- ✓ 類似企業比較法では、数社の上場企業をベンチマーク対象として、各企業の株価等から評価倍率を求め、それをを用いて自社の事業価値を推定します。

1 事業運営の効率化の目的

ここでは、より小さなストックでより大きなフローを実現するために、既存事業の運営方法の最適化・効率化を図る「事業運営の効率化」という課題について、中堅／中小企業が抱えている疑問・問題意識を概観します。

■ 中堅／中小企業の抱える疑問・問題意識

企業価値向上に向けた課題として、「事業部分の最適化」がありました。昨今のデフレ経済の下では、より小さな営業資産でより大きなキャッシュを生み出すべく事業の効率化を図り（事業運営の効率化）、効率性の高い事業へ経営資源を重点的に配分する（事業ポートフォリオの最適化）ことにより、事業全体が生み出すキャッシュを最大化することが重要な課題となります。本章では、「事業部分の最適化」に係る「事業運営の効率化」に関して説明を行います。

事業運営の効率化とは、具体的には、既存事業の運営方法、運営プロセスの最適化・効率化によって事業全体のコストを低減させたり、売上を増加させることを言います。日本では、カンバン方式、QC活動、在庫の削減など、製造現場における事業の効率化の方法は色々考えられてきており、多くの企業で定着しています。しかし、近年活用が広がりつつある新しい手法、例えば、シェアードサービス会社を利用した小さな本社機能、インターネットの普及によるe-コマース、計画サイクルを短縮するサプライチェーンマネジメント、資産を流動化させて資金を調達するアセットファイナンス等については、まだまだこれから活用が進む段階にあり、多くの企業で様々な試行錯誤が繰り返されている状況といえます。

このような状況のもとで、中堅／中小企業が疑問・問題意識を持ち、財務管理サービス人材にアドバイスを求める内容としては、大きく2つの領域があると考えられます。1つ目は事業運営の効率化の手法について、2つ目はアセットファイナンスの活用についてです（図表3-1-1を参照）。

1つ目の「事業運営の効率化の手法」に関しては、中堅／中小企業の経営者・財務担当者の多くが本業を継続したいがなるべく資金を使わずに行いたいと考えている中で、「近年登場した事業運営の効率化に関する新しい手法のを知りたい」、「効率化する必要性を感じているが、どこから手を付けたら良いのか分からない」といった問題意識を抱えている方が多いのではないかと考えられます。

2つ目の「アセットファイナンスの活用」という点に関しては、金融機関に担保として提供する固定資産をそれほど多くは保有していない中堅／中小企業としては、資金調達の必要性に迫られている中で、資産を活用して資金調達を行いたいという問題意識を持っていると考えられます。そのような状況において、売掛債権や在庫を活用した資金調達手法についての質問や、リースと購入との間での有利・不利に関する質問等がなされることが多いと考えられます。また、中堅／中小企業の資金調達の多くは銀行借入に依存していることから、保有資産を用いて資金繰りに活用できないものかと考えている経営者・財務担当者も多いと思われます。

以後は、事業運営の効率化に関して、財務管理サービス人材が中堅／中小企業の抱える課題に対する解決策を考える際に重要となる、各種ソリューションのポイントを説明していきます。

図表 3-1-1 「事業運営の効率化」に関して中堅／中小企業が抱く主な疑問・問題意識

	テーマ	中堅／中小企業が抱く疑問・問題意識 (例)
 中堅／中小企業の 経営者・財務担当者  アドバイスの 要求	事業運営の 効率化の手法	➢ 既存事業の事業運営を効率化して、もっと収益の上がる体質にしたいが、どのような方法があるのか分からない ➢ 事業の効率化を図る必要があるのは分かっているが、どこから手を付けたらよいのか分からない ➢ 本業は継続したいが、資金はなるべく使いたくない
 アドバイザー	アセットファイナンス の活用	➢ 資産を活用して資金調達を行う手法には、どのような方法があるか ➢ 資金調達を行いたい、担保とする固定資産がない ➢ 売掛債権を早期に資金化したいが、取引先が回収サイトの短縮に応じてくれない ➢ 在庫を担保とした資金調達を行いたい、どのようにしたらよいのか分からない ➢ 資産の調達にあたり、リースと購入とでどちらが有効なのか判断がつかない ➢ 金利負担が重く、負債を圧縮したいが、大きな資産は本社ビルのみであり、継続的に使いたいので売ることができない

<まとめ>

- ✓ 「事業運営の効率化」とは、既存事業の運営方法、運営プロセスの最適化・効率化によって事業全体のコストを低減させたり、売上を増加させることを目的として、シェアードサービス、e-コマース、アセットファイナンスなどの各種手法を実行することを言います。
- ✓ 中堅／中小企業としては、事業運営の効率化に対して、「どのような手法があるのか」、「効率化余地はどこか」、「アセットファイナンスの各手法のポイントは何か」といった疑問・問題意識を抱えていると考えられます。

2 事業運営の効率化のソリューション

ここでは、事業運営の効率化の手法を概観し、効率化余地の検討方法を解説した上で、各種財務ソリューションに関する重要ポイントについての説明を行います。

■ 事業運営の効率化の手法

ここでは、まず事業運営の効率化の各種ソリューションの概要を見ていきます。事業運営の効率化を実現するための代表的なソリューションを挙げたものが、図表3-2-1となります。

シェアードサービスとは、複数の組織で実施している企業内部へのサービス（例えば、経理、総務など）を集中化し、それを組織として独立させることで、サービスの向上とコストの削減を図る仕組みのことを言います。業務の集中化による規模の経済や習熟化という効果のみを狙ったものではなく、サービス提供先である社内の他部門を「顧客」とみなし、高品質のサービスを提供するとともに、その対価としての報酬で経営できるようにコスト削減を実現するという目的・狙いがあることから、シェアードサービス会社の多くは独立採算制を採っており、外部顧客へのサービス提供も視野に入れています。

アウトソーシングとは、業務の一部を外部に委託することを言います。アウトソーシングにより、設備投資負担の軽減や自社の資産・人員の圧縮を図ることができ、限られた経営資源を高付加価値業務へ集中するといった経営資源の効果的な再配置が実現できます。また、サービス利用実績に応じて費用を負担することから、費用の変動費化を図ることも可能となります。しかし、外部に委託することで自社のコントロールが失われることも考えられ、特に顧客満足に関わるプロセス等のアウトソーシングには注意が必要となります。

e-コマースとは、インターネット等のネットワークを利用して、契約や決済等を行う取引の形態をいいます。Webサイトを使って売り手と買い手がオープンに取引を行う電子市場、株式や金融商品をインターネットを通じて売買するオンライントレードなどが代表的な例であり、これらの電子商取引は徐々に成熟化しつつあります。しかし、決済に係るデータのセキュリティについては、技術的な問題は徐々に解決しつつあるものの、昨今は個人情報の管理が不十分なことによるデータの漏洩事件が起きるなど、緊急な対策が必要とされている問題も残っています。

SCM (Supply Chain Management) とは、調達から生産・物流等を経て販売に至るまでの各業務機能を横断的に対象にし、需要と供給の管理の最適化を図る手法を言います。例えば、需要情報に合わせて最適な時に最適な量だけ生産・供給することにより、過剰在庫や欠品を極小化することで、顧客満足度の向上と事業運営の効率化を共に図ることを行います。SCMを実行するためには、需要の把握や予測、需要変動に合わせた生産計画の見直し、計画に即した調達や生産といった一連の作業を絶えず実施しなくてはならないため、ITシステムの活用により情報を即時に共有する仕組みを整備することが有効な手段となります。

CRM (Customer Relationship Management) とは、顧客により異なるニーズを把握し、顧客のニーズに合致した商品やサービスを提供することにより、顧客との長期的な関係を構築・維持しながら優良顧客とすることで、顧客毎の利益の最大化を図ることを言います。CRMを実現するためには顧客情報を一元的に管理することが重要となるため、ITシステムを活用した仕組みの構築が有効な手段となります。しかし、e-コマースと同様に、CRMも消費者や取引に関する情報を取り扱う以上、CRMの展開には個人情報の保護に細心の注意が必要となります。

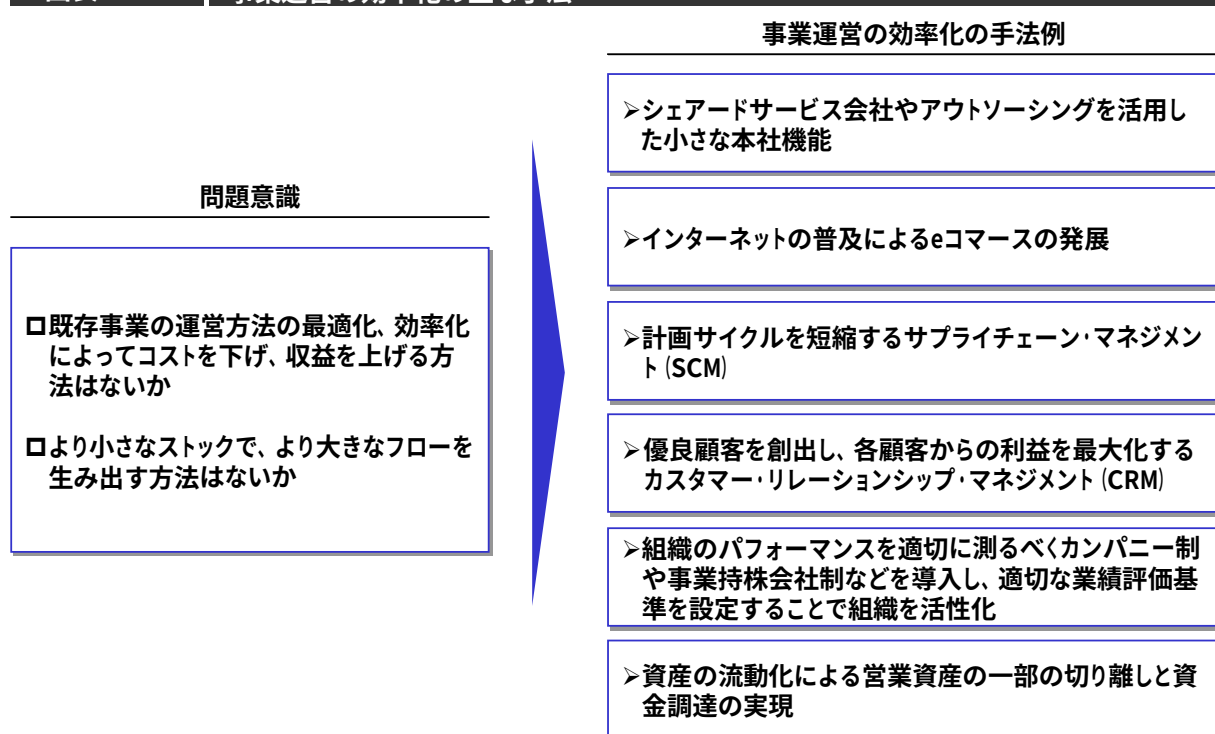
BPR (Business Process Reengineering) とは、業務そのものを根本的に見直し、効果的・効率的なプロセス(業務の流れ)を作成することです。これにより生産性の向上、人員の削減、製造から納品までのリードタイム削減などを図ることができます。自社単独でソリューションを追求するだけでなく取引企業と自社との業務を統合して分析し、業務の見直しを行なうことが有効な場合も考えられます。

管理する組織のくくり方を最適化したうえで、各組織に対して戦略に合致した適切な業績評価基準を設定し、組織の活性化を実現することも、事業運営を効率化することに繋がります。近年はグループ企業の経営にあたってカンパニー制や事業持株会社を導入する企業が増加していますが、これは、迅速な意思決定を行うことができるようにして経営効率を改善するとともに、各組織の責任を明確化することにより、組織そのものを活性化させることが目的となっています。

資産の流動化には、主に「資産・債権の証券化」、「リース(リースバック)の活用」の2つの手法があります。「資産・債権の証券化」とは、企業が保有する債権や不動産といったキャッシュフローを生む資産をSPVと呼ばれる特定目的法人に譲渡し、企業はこの譲渡対価で資金調達を行い、SPVは譲渡された資産の生むキャッシュフローを裏付けとした証券を投資家向けに発行する一連の仕組みのことを言います。証券化により得た資金を用いて新たな投資を行うことができ、また、その資金を用いて有利子負債を削減することにより、資産のオフバランス化とバランスシートの圧縮を行い、資本構成を改善できるという効果もあります。しかし、譲渡する資産の額によっては調達コストが割高になることがあるため、必ずしもコスト面で有利な資金調達手段であるとは限りません。

リースは中堅／中小企業に広く活用されていますが、資産を流動化する手法としては、セール・アンド・リースバックという手法があります。これは、保有する資産を売却するとともに当該資産のリースを受けて使用するというものであり、売却によるキャッシュを得ることができます。車両や什器など事業運営に必要な資産を継続利用しながら、資金の調達が可能である点が特徴です。

図表 3-2-1 事業運営の効率化の主な手法



■ 効率化余地の把握

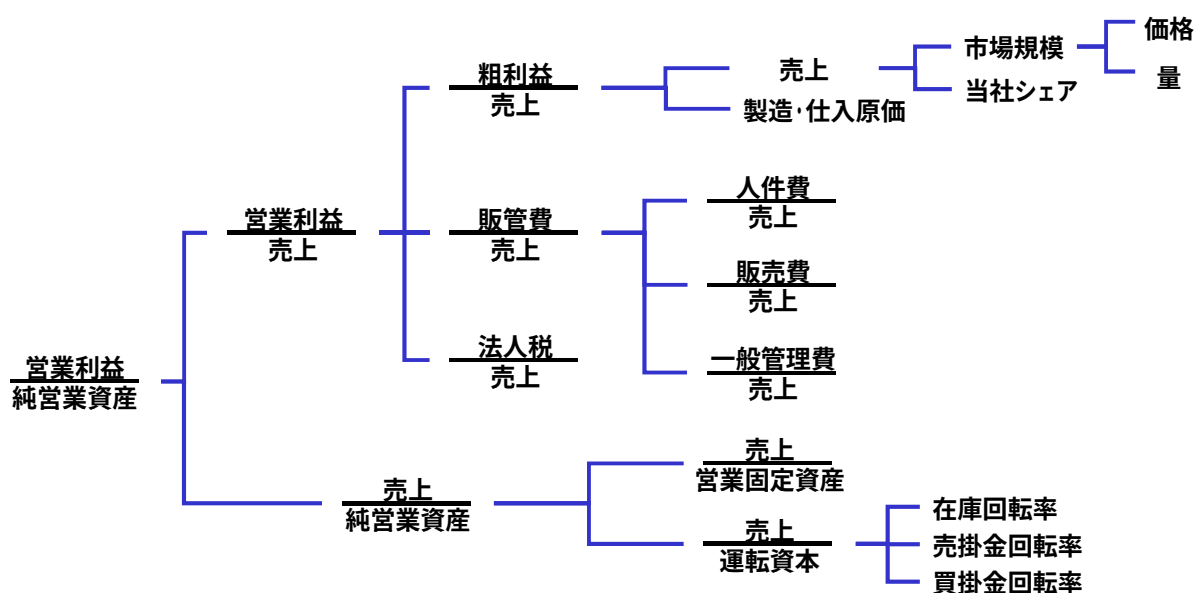
事業運営の効率化に係る各ソリューションの概要は前述したとおりですが、企業の抱える財務上の課題に対して有効なソリューションを選択するためには、その前提として、事業が非効率となっている原因は何か、どこに効率化の余地があるのかを適切に把握する必要があります。

効率化の余地を検討する際には、事業全体を網羅的にモニタリングし、最も非効率な要素を改善していくという方法が有効となります。モニタリングする方法としては、一般的には、最終的な事業の評価指標、例えば営業ROIC（営業利益／純営業資産）のような指標を設定し、この指標を構成している各種指標を要素分解して構造化したうえで、整理した全ての指標をモニタリングして最終的な指標を悪化させている指標（要因）を特定する方法が多くの企業で実施されています。第Ⅰ章の「財務分析からのアプローチ」で解説したとおり、単に数値を測定するだけではなく、ライバル会社や業界平均と比較したり、近年の趨勢を分析することにより、問題の所在を把握することができます（図表3-2-2を参照）。

例えば、営業ROICの悪化→営業利益率の悪化→販管費率の悪化→販売費率の悪化というように、問題が売上に対して販売経費が過剰であることと特定できれば、より効率的な営業活動を実現するためにCRM（Customer Relationship Management）により優良顧客に重点的に営業する仕組みなどを検討することができます。また、営業ROICの悪化→純営業資産回転率（売上／純営業資産）の低下→営業固定資産回転率（売上／営業固定資産）の低下というように、問題が売上と営業固定資産のバランスが崩れていることだと認識できれば、売上向上施策の検討や、セール・アンド・リースバックによる営業固定資産の圧縮などを検討することになります。

また、事業運営の効率化では、効率化の効果を継続させるためにも、効率化施策を継続的な仕組みとして維持することも重要となります。

図表 3-2-2 事業運営の効率化に係る主な指標



■ 売掛債権の証券化

資産を用いた資金調達方法、資産流動化手法の1つとして、「証券化」という仕組みがあります。証券化とは、資産を保有する企業（「オリジネーター」という）が保有資産を証券発行体（「SPV (Special Purpose Vehicle)」という）に譲渡し、資産の譲渡を受けたSPVは、その資産が生むキャッシュフローを裏づけとした証券を投資家に発行し、証券の販売代金から企業へ資産の購入代金を支払うことにより、企業が資金調達を行う一連の仕組みのことを言います。

証券化は、「対象資産の特定」、「保有企業からの分離」、「証券の売却」という主に3つのステップによって実施されます。ここでは、主に売掛債権の証券化を例として、証券化のステップや投資家および証券化実施企業のメリットについて説明を行います。

まず、最初のステップは「対象資産の特定」です。売掛債権の証券化において、投資家に対して発行される証券の裏づけとなるのは売掛債権ですので、企業全体のリスクから売掛債権のリスクを抽出します。次のステップでは、企業から売掛債権を分離します。これは企業が倒産した場合のリスクを売掛債権から切り離すために必要な措置で、「倒産隔離」と呼ばれます。企業全体から抽出され、切り離された売掛債権は、最後に証券という形で売却されます。この時、投資家に対して売掛債権そのものを売却するのではなく、証券という金融商品として販売することで、売掛債権のリスクを細分化してコントロールすることが可能になります。その結果、投資家の需要に合わせて、異なったリスクを持つ複数の証券を発行することができます。

投資家にとってのメリットは、投資商品の選択機会が増加することと、証券化商品は投資判断がしやすいということがあります。証券化商品は、前述のとおりリスクがコントロールされていますので、それぞれの証券の持つ商品特性が明確であり、投資家にとって投資判断の行いやすい投資商品であるというメリットがあります。

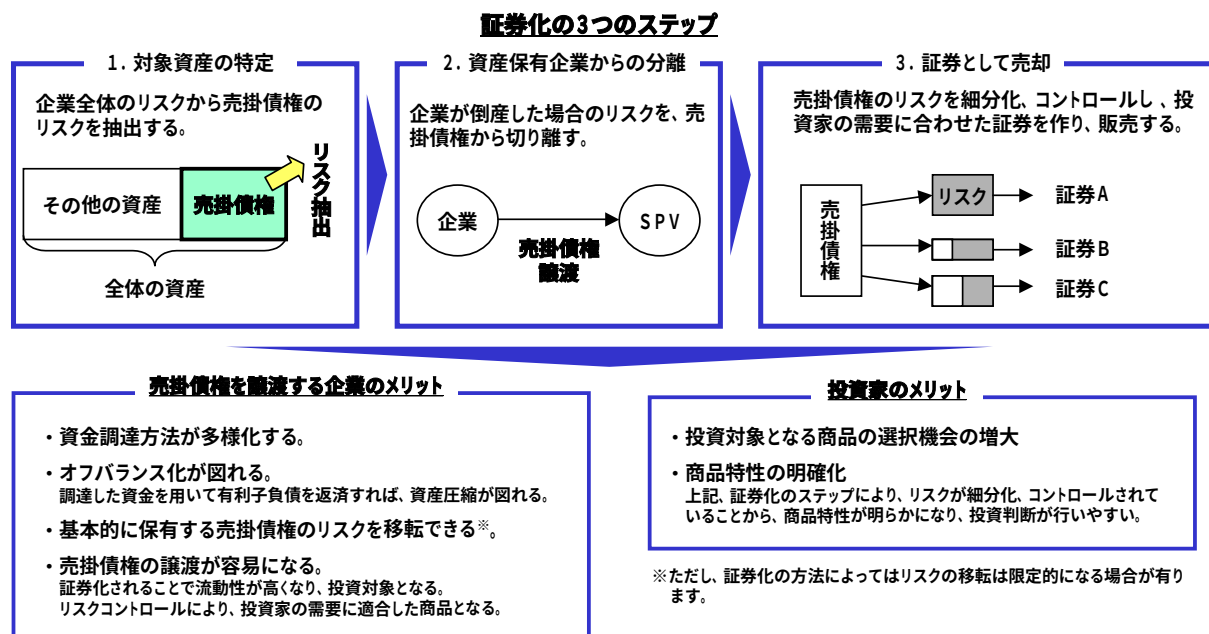
証券化を行う企業にとってのメリットとしては、資金調達の多様化、資産売却の容易化、資産のオフバランス化という点が挙げられます。

売掛債権も不動産も通常は売却が容易ではないという特徴がありますが、証券化はそうした流動性の低い資産を流動性が高く、かつ、リスクがコントロールされている「証券」という形に変え、不特定多数の買い手（投資家）に販売できるようにすることで、資金調達を可能とした手法です。

また、資産を担保にした借入と異なり、自社の信用力ではなく、証券化対象資産の信用力により資金調達の条件が決定することから、仮に自社の信用力と比較して資産の信用力が高い場合には、証券化により自社の信用力による場合よりも有利な条件で資金調達を行うことができるというメリットもあります。しかし、譲渡する資産の額によっては調達コストが割高になることがあるため、必ずしもコスト面で有利な資金調達手段とは限りません。

また、証券化対象資産をオフバランス化でき、かつ、証券化により獲得した資金で有利子負債を圧縮することにより、バランスシートの圧縮と財務指標の改善を実現することができるというメリットがあります。しかし、証券化対象資産がオリジネーターの持つリスクときちんと分離されていることがオフバランス化の前提となります。

図表 3-2-3 証券化の実施ステップ



■ 在庫担保融資

近年、主に売掛債権を担保とした動産担保融資が広がりを見せており、新しい資金調達・資産流動化の手法として注目を浴びています。しかし、価値の判断が売掛債権と比較して難しい在庫については、これまで担保として利用されることは殆どありませんでした。

動産担保融資の活用が進まなかった背景には、3つの大きな理由があります。1つ目は、動産に関する公示制度が無いことです。現状では、動産の譲渡人に目的動産の利用を認め、占有改定によって対抗要件を具備する必要がありますが、占有改定は外形上判別が難しく、実務的な観点から対抗要件上問題があるとの懸念がありました。2つ目の理由としては、担保とした動産の価値評価、処分、回収などを行う専門業者（「リクイデーター」という）が不足しており、担保価値の算定や担保実行に不確実性があることです。3つ目は、日本では米国ほどセカンダリーマーケットが発達していないため、担保の実行に不確実性があることです。

しかし、現在、政府・関係省庁において、不動産によらない在庫担保等を活用した担保制度を実現し、動産を活用した中堅／中小企業の円滑な資金調達の実行を支援するために、動産・債権に係る公示制度の整備が進められている状況にあります。また、日本政策投資銀行の主導のもと、小売業の店頭在庫商品を活用した在庫担保融資が実施され、都市銀行、地方銀行にも同様の事例が登場するなど、在庫担保融資は本格的に実施されつつあります。日本政策投資銀行の事例では、在庫の価値評価、融資先企業の経営状況のモニタリング、必要に応じた在庫担保の実行などを行う専門業者が関わっており、法整備以外の部分でも、在庫担保融資を実行できる状況が整いつつあります。

在庫を中心とした動産担保融資は、中堅／中小企業にとって新たな資金調達・資産流動化手法として今後の活用可能性が高い仕組みですので、財務管理サービス人材としても動産担保融資の特徴や今後の動向を把握しておくことが重要となります。

図表 3-2-4 動産担保融資に係る論点

動産担保融資の円滑化に係る課題

動産に係る公示制度が無い

- ✓ 動産に係る公示制度が存在せず、現状の譲渡担保による占有改定では、実務的な観点から対抗要件上の問題点がある

専門業者の不足

- ✓ 担保動産の処分・回収などを担当する専門業者（リクイデーター）が不足しており、担保実行に不確実性がある

セカンダリー・マーケットの不在

- ✓ わが国では米国ほど中古動産市場が発展していないため、動産担保の価値が低く、また、担保実行に不確実性がある

今後の方向性

動産・債権に係る譲渡公示制度の整備

- ✓ 現在、経済産業省主導のもと、動産・債権に係る公示制度の整備の検討が進んでおり、動産の担保設定の円滑化に向けたインフラが整備されつつある

在庫担保融資の実施案件の登場

- ✓ 日本政策投資銀行の小売業を営む企業への融資
- 在庫の鑑定評価、融資先企業の経営状況のモニタリング、在庫担保の実行といった「入り口から出口まで」を網羅的に支援する専門家の存在

■ リース活用の判断ポイント

中堅／中小企業の多くが資産調達手法としてリースを活用しています。リースを活用する目的の一つとして、購入と異なり一度に多額の資金を必要としないことがあります。リース料には物件の購入原価のみではなく、税金、保険料、手数料等が含まれ、また、リースには節税効果もあることから、購入とリースとの間でどちらが有利な調達手段であるのかについては、十分に検討する必要があります。

リースを活用するか、購入して自社保有するかの判断方法の一つとして、資産を購入して一定期間使用する場合の1年当たりのコストを算出し、それとリース利用時のリース料とを比較した上で判断するという方法があります。図表3-2-5では、簡単な投資案件の例を用いて、リースを活用するか、購入するかの判断を行っています。

仮に、購入価額が1,000万円の物件について、購入するか、リースとするかを判断するとします。耐用年数は5年間とし、残存価格がゼロの定額法により減価償却を行う必要がある物件であるとします。また、この物件をリースにした場合は、リース期間は耐用年数と同じ5年間で、毎年のリース料は231万円であるとしています。

この例で、陥りやすい誤った判断としては、購入した場合の1年当たりのコストは200万円（1,000万円÷5年）であり、これはリース料の231万円より低額であるため、購入の方が有利であると判断してしまうことです。購入した場合の1年当たりのコストは、200万円ではなく、正しくは231万円（1,000万円÷4.33）となります。この考え方は、年金現価係数の考え方をを用いており、「金利を考慮すると現在の100円と1年後の100円とは価値が異なる」という「現在価値」の考え方を反映させています。この例では購入してもリースを活用しても、1年当たりのコストは共に231万円であり、購入とリースとは同じ価値を持つこととなります。

中堅／中小企業の多くに活用されているリースであるからこそ、財務管理サービス人材としては、企業にとってリースと購入とでどちらがより有利であるかについて、判断をする際のポイントを把握しておくことが重要となります。

図表 3-2-5 リース利用と購入との間の判断例

投資案件例	購入価格	1,000万円	減価償却方法	定額法 (残存価格はゼロ)
	耐用年数・リース期間	5年	毎年のリース料	231万円

陥りやすい誤った判断 ◇購入した場合の1年当たりのコストは、 1,000万円 / 5年 = 200万円 ◇リース料と比較すると、 リース 購入 231万円 > 200万円 となるため、購入したほうが有利であると判断	あるべき判断 ◇購入した場合の1年当たりのコストは、 1,000万円 / 4.33 = 231万円 ◇リース料と比較すると、 リース 購入 231万円 = 231万円 となるため、この場合、一見リースの方が不利に見えるが、リースの利用は購入するのと同じ価値がある <アニュイティーファクター> ✓一定期間において、毎年定額を受け取るための元本を求める係数 (年金現価係数) ✓ここでは、元本をアニュイティーファクターで割ることで、一定期間において毎年定額を負担するとした場合のコストを算出 $AF = \frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^t}$ (r=金利 t=期間) 本事例では、r=5%、t=5年
--	---

■ 不動産の証券化

証券化の仕組みやメリット・留意点については、売掛債権の証券化を例として説明を行いました。ここでは、不動産の証券化について、主に事例を中心に説明を行います。

不動産の証券化については、現在は本社ビルやテナントビルを対象とした大型物件が中心となっています。そのため実績としては、大企業の事例が中心でした。例えば、KDDI社は2001年に所有するオフィスビル4棟 (本社ビルを含む) の証券化を実施しました。同社は第二電電株式会社 (DDI)、KDD株式会社、および日本移動通信株式会社 (IDO) の3社での合併直後は2兆円を超える有利子負債を抱えていましたが、このオフィスビルの証券化により1,874億円の資金調達に成功し、調達した資金を用いて有利子負債の削減することで、財務体質の改善を実現しました。

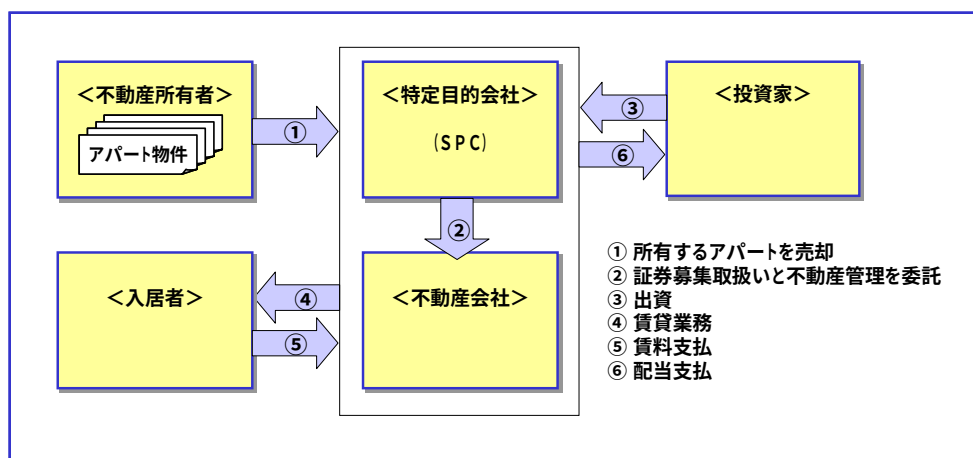
不動産の証券化は、このKDDIの事例のように大型案件が主流ですが、近年は証券化案件の小口の事例も出ています。例えば、京都で1棟8室の単身者用アパートを証券化した事例があります (図表3-2-6参照)。証券化のスキームは、不動産所有者がアパートを特定目的会社 (SPC) に売却したうえで、証券募集取り扱いと不動産管理・処分を委託された不動産会社がSPCの名前で、投資家から出資金を集めて証券を発行します。同社は入居者を集めて賃貸業務を実施して、SPCは賃料を原資に投資家に配当するというものです。この事例ではSPCはアパートを4800万円で購入したうえで、京都在住の51人から5000万円を集めました。不動産会社は8室を1ヵ月28万円でSPCから借り、入居者からは1室約5万円の合計40万円弱の家賃収入を得て、差額から管理費用を差し引き配当原資とするというものです (この事例は日本経済新聞2003年6月28日の記事他によりました)。

また、弁護士その他の専門家との連携により証券化コストの削減を行い、3億円程度からの中小規模の不動産でも証券化可能なスキームを開発した企業もあります。さらに、2005年の信託法の改正を控え、知的財産権が信託可能となることで、知的財産権の証券化が進むと考えられていることなど、中堅／中小企業にとっても、固定資産の証券化は資金調達手法の選択肢として現実的な手法となりつつあります。

図表 3-2-6 小口不動産の証券化事例

小口不動産（アパート）証券化の事例

(注) 図は説明のため実際の取引を簡略化して示しているので、
厳密な契約関係の全てを表示しているわけではありません。



出典：日本経済新聞2003年6月28日記事 他を基に作成

<まとめ>

- ✓ 事業運営の効率化の主な手法としては、シェアードサービス、アウトソーシング、e-コマース、SCM、CRM、BPR、資産の流動化等の手法があります。
- ✓ 事業の効率化を効果的に行うため、営業ROICなどの指標をブレイクダウンして各指標をモニタリングし、非効率な部分や効率化余地のある部分を適切に把握した上で、各ソリューションを選択・実行することが重要となります。
- ✓ 売掛債権・固定資産の証券化には、資産を証券の形に変換することで資金調達が容易となる、資産の信用力が自社のそれよりも高い場合は有利な条件で資金調達が可能となる、オフバランス化とバランスシートの圧縮により財務体質が改善できるといったメリットがあります。
- ✓ 動産に係る公示制度の整備、動産の価値評価・処分を行う専門業者の登場により、在庫を担保とした融資の活用余地が今後広がると考えられます。
- ✓ リースと購入の選択にあたっては、資産を購入して一定期間使用する場合のコストを年金現価係数を用いて算出し、それとリース料とを比較することがポイントとなります。
- ✓ 不動産の証券化は小口案件の事例が登場しつつあり、また、知的財産権の証券化に必要な法整備が整いつつあることなどから、中堅／中小企業にとっても証券化が資金調達・資産流動化手法の現実的な選択肢となりつつあります。

3 事業運営の効率化に関わる専門家

ここでは、事業運営の効率化に関する各ソリューションを中堅／中小企業が実行する際に、その実行を支援する専門家の種類とその役割について概観します。

■ 事業運営の効率化に関わる専門家とその役割

前節では、事業運営の効率化に係る各ソリューションについて、活用にあたって留意しておくべき点や重要なポイントを説明しました。財務管理サービス人材が全てのソリューションについて専門知識が高く、企業のソリューションの実行を自らが支援できるということは考えにくく、通常は、各ソリューションの専門家と共同の上で、ソリューションを実行することとなります。

ここでは、「資産の証券化」、「在庫担保融資」、「リース」について、それぞれの実行を支援する専門家について説明を行います(図表3-3-1を参照)。

「資産の証券化」に関しては、証券化における証券の発行構造(ストラクチャー)を組み立て、各参加者のまとめ役を担う「アレンジャー」が関与しますが、これは証券会社や投資銀行などの金融機関が担当します。また、証券発行体が発行する証券がデフォルトとなった場合に、その全額または一部を保証する「信用補完機関」や、証券発行体が発行する証券の元利払いに必要なキャッシュフローが不足した場合に必要な資金の貸付を行う「流動性補完」機関として、銀行がこの役割を担当します。

また、証券化にあたっては、証券化対象資産からのキャッシュフローを滞りなく回収する必要があるため、「サービサー」、「バックアップサービサー」が関与します。「サービサー」とは、資産が生むキャッシュフローの管理・回収等を証券発行体に代わって行う主体のことをいい、通常はオリジネーターかその関連会社が担当します。「バックアップ・サービサー」とは、倒産等によりサービサーのキャッシュフローの回収能力に問題が生じた場合に、サービサーに代わって回収業務を行う主体をいい、「債権管理回収業に関する特別措置法」において法務大臣より許可を得た債権回収会社がこれを担当します。

証券発行体に株式会社を用いて、社債を発行して証券化を行う場合には、通常の社債の発行と同様に、「引受証券会社」、「社債管理会社」、「格付機関」等が関係します。

証券化を実行するためには、様々な法律・会計・税務上の留意事項がありますが、それに関しては、弁護士、公認会計士、税理士がサポートを行い、法律上の詳細事項や手続き上の留意点についてアドバイスをを行います。

「在庫担保融資」に関しては、現在はスキームの組成を銀行が中心となって行っている状況にあります。また、担保とした在庫の価値評価を行ったり、担保権実行時に実際に在庫を処分する専門業者（リクイデーター）の存在が重要であることは、前述したとおりです。

「リース」については、当然ですがリース会社が企業の求めに応じてリースの有効活用に向けたスキームの提案を行い、実際にリース契約を締結してリース資産を提供します。弁護士、公認会計士、税理士は、主にリースの会計・税務処理についてのサポートを行います。

図表 3-3-1 事業運営の効率化に関わる専門家とその役割

ソリューション	ソリューションに係る主な専門家	専門家の果す役割
資産の証券化	金融機関、証券会社	✓証券化スキームのアレンジ、投資家としての融資や社債引受の実施、信用補完や流動性補完の提供、社債発行時の社債管理会社となる等の役割を担う ✓信託銀行が証券発行体となることもある
	弁護士、公認会計士、税理士	✓法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施
	証券会社	✓社債発行の場合の引受審査、発行条件の決定、投資家の募集、社債の引受などを担当
	格付機関	✓社債発行の場合の格付の実施
	債権回収会社	✓証券化対象資産からの資金回収の代行サービスを提供
在庫担保融資	金融機関	✓スキームの組成を中心となって行うとともに、資金提供者として企業に融資を実行
	専門会社（リクイデーター）	✓担保資産の評価や、担保権実行時の在庫の処分などをサポート
リース	リース会社	✓リースの有効活用に向けたスキームの提案、リース契約を締結し資産を提供
	弁護士、公認会計士、税理士	✓法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施

<まとめ>

- ✓ 「資産の証券化」については、スキームのアレンジは金融機関・証券会社が、信用補完や流動性補完は銀行が、債権の回収業務は専門の回収業者が、社債発行時は証券会社や格付機関が、法律上のサポートを弁護士、公認会計士、税理士がといったように、様々な専門家が実行をサポートします。
- ✓ 「在庫担保融資」については、スキームの組成は銀行が中心となって行い、在庫の価値評価や担保の実行は専門業者（リクイデーター）が行います。
- ✓ リースについては、リース会社がリースの有効活用に向けたスキームの提案やリース資産の提供を行い、弁護士、公認会計士、税理士が法律上のサポートを行います。

1 事業ポートフォリオの最適化の目的

ここでは、「事業ポートフォリオの最適化」の手法であるM&Aを実施する目的について解説を行い、その上で、中堅／中小企業が抱えている疑問や問題意識を概観します。

■ 中堅／中小企業の抱える課題・問題意識

「事業部分の最適化」に向けた課題として、前章で説明した「事業運営の効率化」に加え、「事業ポートフォリオの最適化」がありました。事業ポートフォリオの最適化 (M&A) の目的は、社会経済環境、業界や市場の動向、そして自社の抱える内部的な事情を背景として発生するさまざまな経営課題に対して、抜本的な打ち手を構ずる点にあります。

企業の究極の目標は、出資者である株主の価値を最大化することにあります。そのためには、株主価値の向上につながる事業利益率の向上を目指さなくてはなりません。このため、企業経営においては、合理的な経営判断に基づく体制整備が求められることになります。しかしながら、変化が激しく過酷な環境下で生き残るためには、体制整備に十分な時間をかける余裕があるとは限りません。

このような状況のもと、事業ポートフォリオの最適化 (事業の選択と集中による経営資源の最適配分を図る方法) の考え方が注目を浴びています。事業ポートフォリオを最適化するための代表的な手法の一つがM&Aです。M&Aにより、他社の経営資源とのシナジー効果により企業価値を拡大させたり、不採算部門からの撤退を短期間に実施したりすることができます。

欧米ではすでに経営戦略の一手段として活用されていますが、日本でも、時間を節約して経営を合理化するための有効な方法であると認知されるようになってきました。また、時価会計や連結会計制度の導入、株式交換や会社分割等事業の一部分を取捨選択できる法制度の整備も、M&Aの積極的な活用を後押ししているといえるでしょう。

このような状況のもとで、中堅／中小企業がM&Aに関して疑問・問題意識を持ち、財務管理サービス人材にアドバイスを求める領域としては、大きく3つの領域があると思われます。1つ目は、M&Aの目的や手法について、2つ目はM&Aを実施する場合の利害関係者に与える影響について、3つ目はM&Aを実施すべきか否かの判断についてです (図表4-1-1を参照)。

1つ目の「M&Aの目的・手法」に関しては、事業強化、事業承継、事業再生などを考えている経営者・財務担当者としては、「M&Aは自社の抱える問題解決に有効な手段か」、「課題解決に有効なM&Aの手法は何か」といったことについて財務管理サービス人材にアドバイスを求めると考えられます。

2つ目の「利害関係者に与える影響」に関しては、M&Aを実施したいと考えている経営者・財務担当者には、「利害関係者である株主や親族の利益を守りたい」、「仮に他企業を買収したとしても、売り手企業の全てを受け入れたくない」といった様々なニーズがあります。また、経営者・財務担当者以外の従業員、株主、債権者などの利害関係者も様々なニーズを持っており、これら利害関係者のニーズをいかに満たすことができるかがM&Aを円滑に進める重要な要素の1つとなります。

3つ目の「M&Aの実施の判断」に関しては、「企業の買収は本当に自社にとって有効なのか」というM&Aの実施の判断そのものについての不安や問題意識があります。その他にも、実際にM&Aを行う段階において、経営者・利害関係者としては「なるべく自社事業を高く売りたい」、「なるべく他企業を安く買いたい」というニーズがあるのは当然ですので、価格決定の考え方や価格交渉のポイントについて問題意識を持っています。

以降は、事業ポートフォリオの最適化に関して、財務管理サービス人材が中堅／中小企業の抱える課題に対する解決策を考える際に重要となるポイントを説明していきます。

図表 4-1-1 「事業ポートフォリオの最適化」に関して中堅／中小企業が抱く主な疑問・問題意識

	テーマ	中堅／中小企業が抱く疑問・問題意識(例)
 中堅／中小企業の経営者・財務担当者 アドバイスの要求 アドバイザー	M&Aの目的・手法	➢ 自社の抱えている課題の解決手段として、M&Aは有効か ➢ M&Aにはどのような手法があるのか ➢ 自社の抱える事業の見直しを行い、事業の売却や他企業の買収を行って、自社の競争力を向上させたい
	利害関係者に与える影響／利害関係者のニーズ	➢ 会社を売却しても、株主である親族の利益や従業員の雇用は守りたい ➢ 企業を買収しても、売り手企業の全てを受け入れたくない
	M&Aの実施の判断	➢ 他企業の買収を考えているが、買収は本当に自社にとって有効なのか判断できない ➢ なるべく高く会社を売りたいが、どの程度の金額になるのか見当がつかない ➢ なるべく安く買いたいのので、価格交渉を有利に進めたい

<まとめ>

- ✓ 「事業ポートフォリオの最適化」とは、社会経済環境、業界や市場の動向、そして自社の抱える内部的な事情を背景として発生するさまざまな経営課題に対して、M&Aの各手法を用いて抜本的な打ち手を構ずることを言います。
- ✓ 中堅／中小企業が事業ポートフォリオの最適化(M&Aの実施)に関して抱く疑問・問題意識として、「M&Aにはどのような手法があり、それは自社の課題解決に有効なのか」、「利害関係者の様々なニーズは満たされるのか」、「M&Aの実施を判断する際のポイントは何か」といった領域があると考えられます。

2 事業ポートフォリオの最適化のソリューション

ここでは、M&Aの活用場面について概観したうえで、近年新しく登場したM&Aの手法、M&Aの実施の判断ポイント、実施にあたって留意すべき点について解説します。

■ M & Aの活用場面

日本企業が実施したM&Aの年間総件数は1990年代には500件程度でしたが、2002年には1,700件を超え（「日本企業のM&Aデータブック 1988～2002」、レコフ、2003 を参照）、年々増加しています。この背景には、「社会経済環境」、「業界・市場動向」、「自社内部事情」という大きく3つのものがあります。ここでは、これらの背景のもとで、M&Aがどのように活用されてきたのかを概観します。

<社会経済環境の影響>

バブル崩壊後の景気停滞が長引くにつれて、企業はそれまでの右肩上がりの成長シナリオでは対応できなくなり、売り上げが伸びない中で利益を生み出し競争力を強化する方法の一つとして、提携や統合による事業拡大が模索されることとなりました。また、不採算事業や非コア事業を売却することで、競争力のある本業への経営資源の集中が図られることとなりました。

また、経済のグローバル化の波は自由競争を促す圧力となり、様々な規制緩和と法律・会計制度・税制に対する変化をもたらしました。規制緩和は異業種からの新規参入の障壁を低くするため、既存企業に加えて異業種からの参入企業を交えた競争が更に激化することになります。新規参入企業が事業開始までの時間を短縮するために既存企業を買収または提携したり、既存企業が経営の効率化や競合他社との合従連衡を実施することで、M&Aを活用した業界再編が進むこととなりました。企業会計制度については、1990年代から「会計ビッグバン」と呼ばれる大きな変化を迎え、「連結会計制度」、「時価会計制度」が導入されました。前者ではグループ全体からみた財務内容や事業部門毎のセグメント情報が公開されることになり、事業部門や子会社の再編を促進することとなりました。後者では資産や株式の含み損が明るみに出ることにより、多くの企業で事業部門や資産の売却を行わざるを得なくなりました。

<業界・市場動向の変化>

輸送・通信技術の発展による時間的距離の短縮、規制緩和による自由化、旧社会主義国や新興国に対する市場の拡大等の環境変化は、企業活動における国境の壁を取り払うこととなりました。その中で、近年は海外市場へ進出する際の現地法人との合弁会社の設立といった海外企業との戦略的提携が増加しています。また、取引先がコスト削減を目的にアジアへ生産拠点を移したために、事業の分離や新規分野への進出といった国内での経営方針を考え直さなければならない場面も多く見受けられます。

また、輸送・情報技術の発展は生産者と消費者とを直接結びつけることとなり、加えて外国資本の参入等により価格競争が激しくなった結果、物流を初めとするコスト削減が求められるようになりました。親会社や主要取引先は、自社の生き残りのために下請け会社や中間流通業者の整理統合を進め、一方で下請け会社や中間流通業者は、同業他社との統合や異事業への進出により生き残りを図っていくことになります。

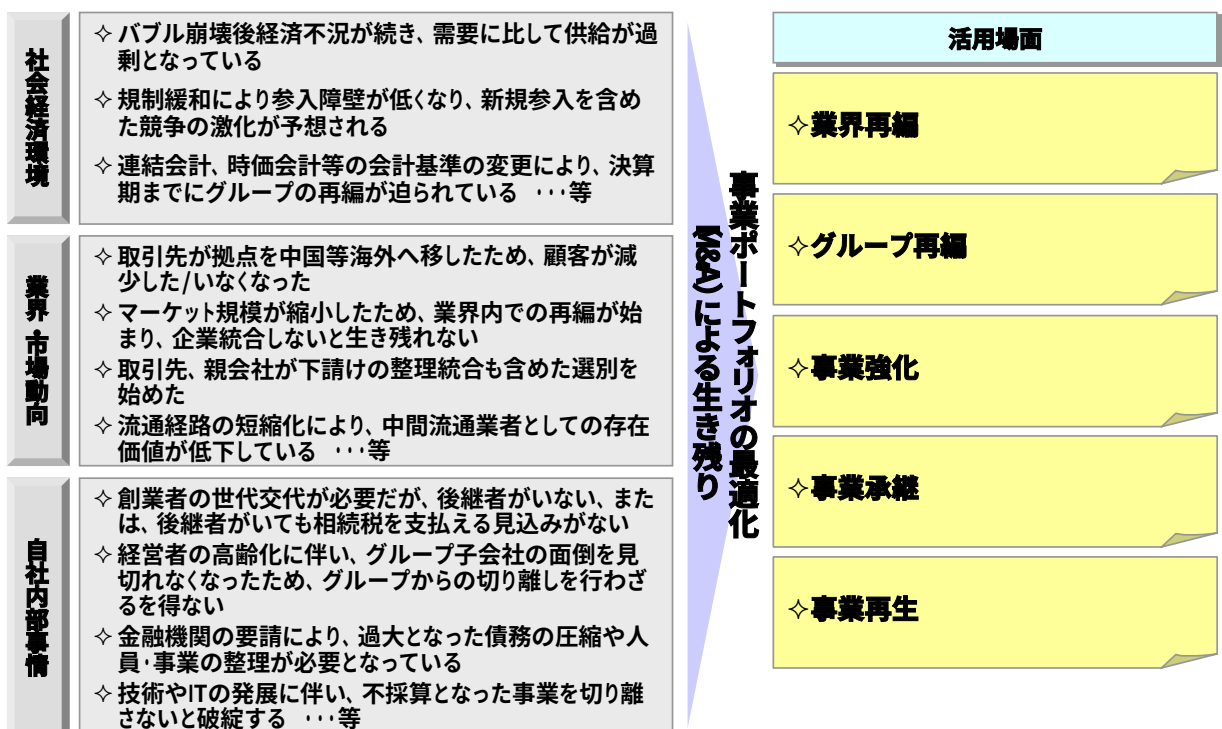
＜自社内部事情＞

戦後創業したオーナー経営者の多くが、世代交代を大きな経営課題と感じています。かつては自らの親族に引き継ぐことを前提として、税務上の対策を中心に事業承継を考えていました。しかし、候補者が親族にいない、親族に承継する意思が無いといった場合も多く見受けられ、このような場合には、経営能力のある第三者に経営を委ねる方が事業の発展を望めるかもしれませんし、事業自体を売却して雇用や取引先を維持した方が、従業員を初めとする利害関係者の利益につながる場合もあると考えられます。

また、過大な債務を抱え、第三者の支援を受けて再生を行うにあたり、資本を増強するために事業を売却することもあります。この場合には収益の中心となるような事業や優良事業といえども、倒産の瀬戸際では売却の対象となることがあります。また、自社が経営破綻状態に陥ってしまった場合には、事業の一部でも残して再生させるために、事業売却をすることが考えられます。

このように中堅／中小企業においても取引先や親会社の事業転換の影響や後継者問題から、事業の売買を考える必要性は高まっているとも言えます。また以前はM&Aが少なかったことから、やや後ろ向きのイメージで捉えられることもありましたが、今日では経営上の一選択肢として社会的認識が高まっています。最終的に事業売買を実行するしないに関わらず、少なくとも検討することは有意義です。M&Aは決して大企業だけの話ではありません。

図表 4-2-1 M&Aの背景と活用場面



■ M & Aの手法の多様化

昨今の経済環境のもと、企業が競争力の向上を図り、会計ビッグバン等の制度変更へ対応するためには、企業の組織構成の自由度を高め最適なものにしないことは説明したとおりです。このような背景のもと、これまでは、組織の再編成を行う手法として営業譲渡や合併など限られた手法しかありませんでしたが、株式交換制度および会社分割制度が、組織を柔軟に再編成するための手法として導入されました。

1997年の独占禁止法の改正による純粋持株会社の解禁を皮切りに、1999年には完全親子会社関係の円滑な創設を目指して、株式交換および株式移転制度が導入されました。続いて2001年、企業グループの再編を容易に行えるようにという経済産業界の強い要望から、会社分割が施行されました。いずれも事業再編のための手続を大幅に簡素化する等により、従来の法制度上の障害の克服を目指した制度です。企業会計については、M&Aとの関連では連結決算重視の会計制度への移行が重要です。企業再編に関する税制も2001年以降新たに整備され、2002年4月からは連結納税制度が導入されています(図表4-2-2を参照)。

ここでは、これら近年に新しく施行された「株式交換制度」、「株式移転制度」、「会社分割制度」について説明を行います。

株式交換制度とは、ある会社を完全子会社化するための制度です。完全子会社になる会社の株主が、保有する株式を完全親会社になる会社に拠出し、代わりに新株の割当をうけ、従前の株主と同じくその株主となります。株式交換の実施後には、完全親会社と完全子会社という簡潔な資本関係を実現できるため、複雑な株主の関係を整理し、グループ経営を効果的・効率的に実施するための手法として活用できます。

株式移転制度とは、会社がその完全親会社を設立するための制度です。完全子会社となる会社の株主が、保有する株式を拠出して完全親会社となる会社を新設し、代わりに新設会社の株式の割当を受け、完全親会社の株主となります。株式移転を実施することにより、グループ内純粋持株会社の設立や複数の企業の兄弟会社化に活用することができます。複数の会社が共同して株式移転を行う場合には、双方が新持株会社の下の子会社となるため、合併に近い効果が生まれることとなります。

このように、株式交換・移転制度は、完全子会社となる会社の株主から株式を拠出させる代わりに、その価値に見合う額の完全親会社となる会社の新株を割り当てる方法であるため、買収に伴って多額の資金調達が必要となり、財務比率を悪化させることなく対象会社を子会社化することができます。また、合併とは異なり、一体化するのではなく100%子会社にする方法であるため、異なる組織文化や制度の統合による摩擦や、完全親会社となる会社が直接簿外債務を負うリスクを避けることができるというメリットがあります。

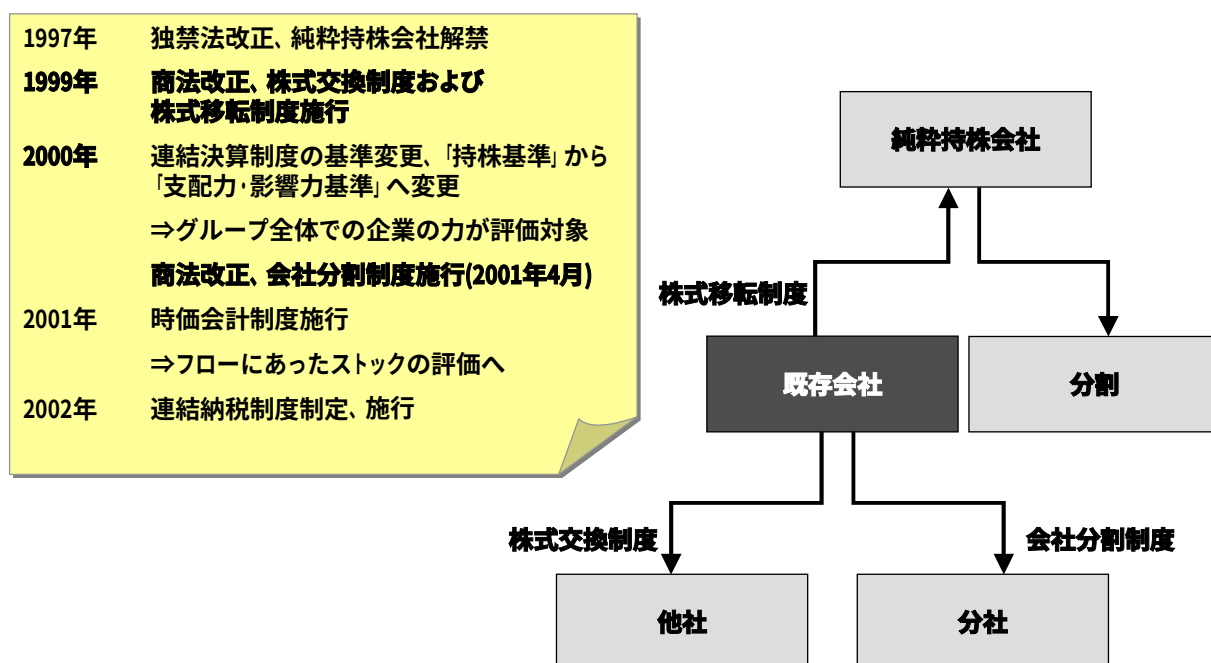
留意点としては、買収対象企業が上場していた場合には、100%取得されることにより上場廃止となる必要性が認められにくく、少数株主の反発を招きやすくなります。また、株式交換・移転比率に関しては、合併時と同様に、親会社と子会社の企業価値評価を行った上で、適正な比率を予め決めておく必要があります。

会社分割制度とは、既存の会社（分割会社）の営業の全部または一部を他の会社（承継会社）に包括的に承継させる制度です。既存の会社が営業を譲り受ける場合を「吸収分割」といい、会社分割にあたって会社を新設し、その会社が営業を譲り受ける場合を「新設分割」といいます。また、承継会社は対価として新株を発行しますが、分割会社自体に割り当てる（「分社型」という）ことができるほか、分割会社の株主に割り当てる（「分割型」という）こともできます。

従来の営業譲渡と異なる会社分割制度の代表的なメリットとしては、まず、権利義務の包括承継ができるようになったことが挙げられます。営業譲渡では、個別の債権者や契約当事者の個別の同意が必要でしたが、会社分割制度では、新設分割における分割計画書または吸収分割における分割契約書（以下「分割計画書等」と表記）の記載に従って、包括して承継させることができます。次に、承継する営業の対価として、株主に対して株式を直接割り当てることが可能となり、一定の要件を満たせば税法上の課税の繰延ができるようになったことが挙げられます。また、税法上の適格分割であれば、利益準備金や剰余金などの過去の実績の引き継ぎが可能となった点も大きなメリットです。

一方で会社分割の実施時に留意すべき点としては、まず、包括承継であることから、合併時と同様に簿外債務が発生する可能性があります。また、分割対象部門に所属する従業員の雇用承継も大きな問題となりますが、これについては後ほど説明を行います。次に、分割対象となる営業の範囲は、分割の目的に沿って決定した上で、様々な方法でその価値を評価する必要がありますが、この点についても後述します。会計・税務上の取り扱いについては、課税繰延措置を受けるための要件や、分割方法と株式の割当先により会計処理と課税処理が分かれることに注意が必要です。

図表 4-2-2 M&Aの手法の多様化



■ M & Aに関わる利害関係者のニーズ

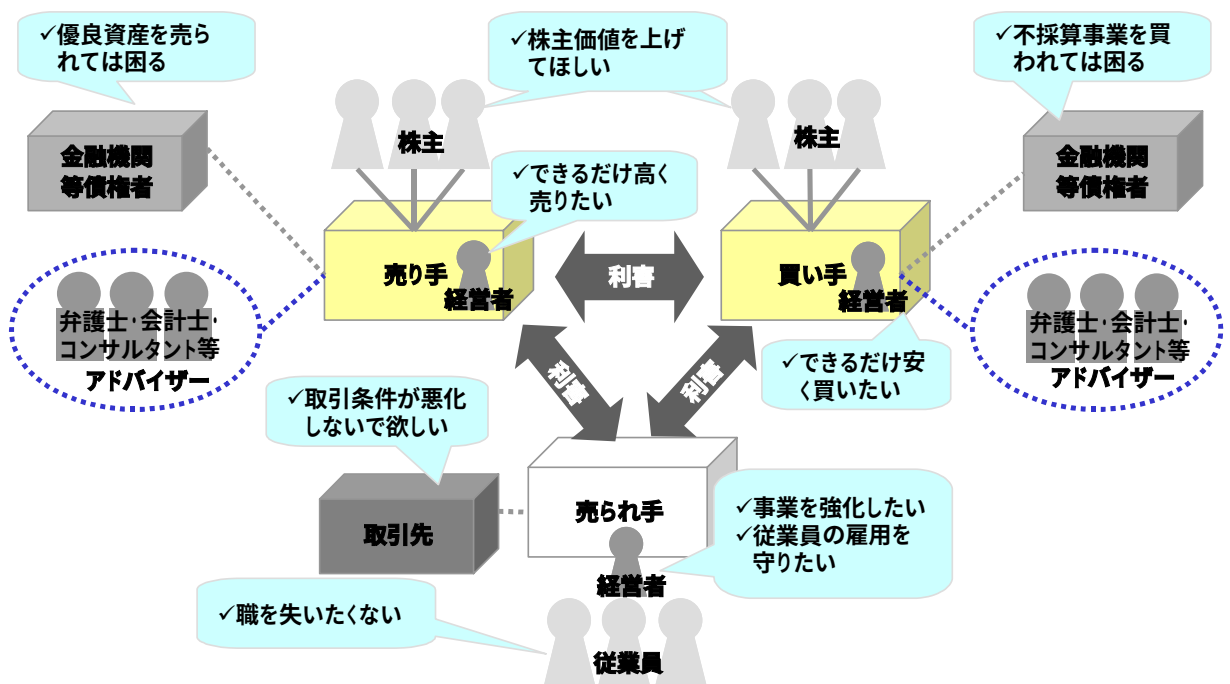
M&A実施の際には、買い手、売り手の経営者は勿論、双方の株主、従業員、金融機関や債権者とといった多様な利害関係者（ステークホルダー）が関わり、それぞれに様々なニーズがありますが、これら利害関係者の利害が対立することが多くあります。

例えば、売り手の経営者は事業をできるかぎり高く売りたいと考え、一方、買い手の経営者はできるだけ安く買いたいと考えるため、多くの場合、売却（買収）価格をめぐる利害が対立します。また、一般的に、売り手は買い手に自社の従業員の雇用を確保してもらいたいと考えますが、買い手はM&Aの効果を得るため合理的に物事を進めようとするので、人員の受け入れを必要最小限にしようと考えたり、報酬水準その他の処遇に関しては、自分たちの枠組みに当てはめようとする。ここで利害が対立するわけです。さらに、売り手の経営者が会社の将来を考えて事業の売却を決意しても、株主から賛同を得られない場合もあります。例えば、オーナー企業では、創業者であり大株主である先代の経営者が、自分が立ち上げた思い入れのある事業であれば、その売却に反対するケースも見られます。加えて、金融機関や債権者は、自らの債権の保全からM&Aに関わります。すなわち、M&Aによって融資や売掛金の回収に滞りが生じないかという観点で取引をチェックすることになります。

実際のM&Aにおいては、利害関係者の感情的な面が、取引の成立や統合後の事業運営を左右することもあります。例えば、オーナー兼経営者が自社を売却する場合、経営からの引退に対して気持ちを割り切ることができず、取引自体が中断することがあります。また、売られ手の従業員が買収先の新たな制度やシステムを言われるがままに受け入れざるを得ないことに反発し、次々に辞めてしまい、人材面で期待したシナジー効果が得られないケースもあります。また、買い手側においてもM&Aを機に人員等の合理化が行なわれることがあります。この場合、買い手の従業員が「事業を買う側が何故、合理化をしなくてはならないのか」と不満を示し、モチベーションが低下する場合があります。

M&A案件を成立させ、当初の目的を達成するためには、これら多様な利害関係者の置かれている立場やニーズ、制約条件に配慮して妥協点を探っていくことが重要となります。

図表 4-2-3 M&Aに関わる利害関係者



■ 労働契約承継法の特徴

M&Aの各手法には売り手・買い手企業の株主、売り手企業の債権者・債務者・従業員といった利害関係者に対する保護が規定されており、これらに配慮する必要があります。中でも、M&Aの手法の一つである「会社分割制度」では、制度の導入と同時に、売り手企業の労働者保護の観点から、「会社の分割に伴う労働契約の承継等に関する法律」（以下「労働契約承継法」と表記）が併せて制定されていますが、従来までの営業譲渡や合併時における考え方と異なるため、注意が必要です。

営業譲渡においては、労働契約の承継に個別の同意が必要となり、また、合併においては労働契約も含めて包括承継され、個別の同意は不要です。しかし、会社分割に係る労働契約承継法では、労働者が承継会社へ移転するか否かは、「労働者が承継される営業に主として従事する者（以下「承継営業主事労働者」と表記）か」、「分割計画書等に転籍する旨の記載があるか」によって決定します。

具体的には、承継営業主事労働者については、分割計画書等に労働契約を承継する旨の記載があれば、当然承継されることとなります。分割計画書等に記載が無い場合には、労働者が異議を述べることにより、承継会社に労働契約を承継してもらうことができます。また、承継営業主事労働者ではないのに分割計画書等に承継の対象と記載されている労働者については、異議を述べることにより承継を拒否することができます。承継営業主事労働者ではなく、かつ、分割計画書等に記載がない労働者については、当然に承継されないこととなります（図表4-2-4を参照）。

上記のような労働契約の承継についての分割計画書等への記載について、分割会社は、労働者及び労働組合に対して通知する必要があり、さらに、分割後に勤務する会社の概要や分割に関する説明を行い、本人の希望を聴取した上で、従事する業務や勤務地等について説明する必要があります。組合員の労働協約も自動的に承継会社に承継されることとなり、労働条件についてなるべく分割前の水準を下回ることがないように配慮されています。

以上のように、法律上は分割により労働者が不利益を受けることがないように制度が作られています。が、企業としては、まずは労働者の理解を得られるように努めることが重要となります。

図表 4-2-4 労働契約承継法の特徴

これまでの手法における取り扱い

【会社分割に係る労働契約承継法における取り扱い】

		分割計画書等に承継される旨の記載	
		あり	なし
合併 営業譲渡	>労働契約は承継される >個別の承諾は不要		
	>労働契約は通常譲渡対象に含まれる >通常個別の同意を条件として雇用は継続		
分割会社における所属			
	承継営業主事労働者	>異議を述べることはできず、当然に承継される	>異議を述べることで、「承継される」こととなる
	その他の場合	>異議を述べることで、「承継されない」こととなる	>異議を述べても承継されない

■ 企業価値評価と価格交渉のポイント

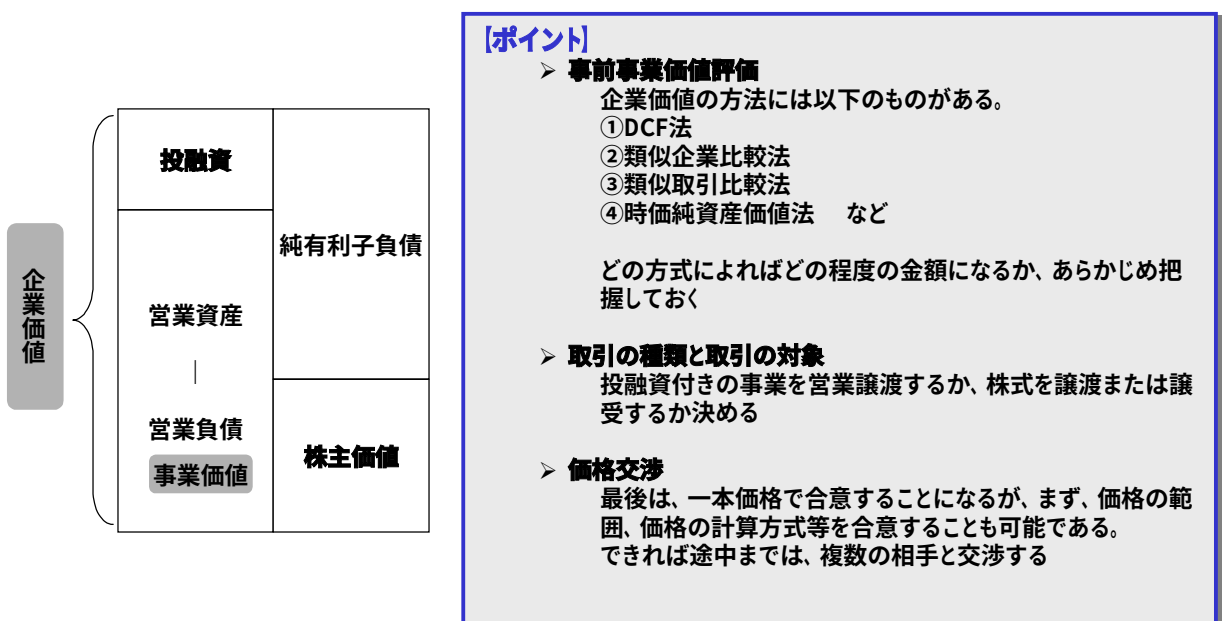
M&Aを実施する際には、売り手としては売却額を少しでも高くしたい、買い手としては買収額を少しでも抑えたいというニーズがあります。このため、M&Aにおける企業価値評価ないし事業価値評価（以下「価値評価」と表記）は、事業の売却価格設定の基礎となる最も重要な要素の1つとなり、売り手、買い手とも少しでも有利な条件で交渉・取引が出来るよう、あらゆる評価パターンで価値を算出しておくことが必要となります。

価値評価の主な方法には、DCF法、類似企業比較法、類似取引比較法、時価純資産価値法があります。価値評価では、取引の対象となるストック（事業用の純資産や株式）が将来生み出すキャッシュフローがどれだけのものとなるかが最も重要な視点です。DCF法は将来のキャッシュフローを現在価値で評価する方法であり、環境変化や競合の動向等を織り込んだ複数のシナリオの比較検討も可能なため、広く活用されている方法です。類似企業比較法、類似取引比較法は、自社と業種や事業構成が似ている他社の企業価値や類似のM&A取引における売買に基づいて、自社の事業価値や株式価値を評価する方法で、中堅／中小企業でも十分利用可能な方法です。時価純資産価値法は、資産評価をベースにしており理解しやすいため、中堅／中小企業ではよく使われていますが、ストックから将来生み出されるキャッシュフローを評価しきれないというデメリットがあり、他の評価方法と併用することが適切です。

価格交渉においては、そもそも取引対象を事業（営業資産から営業負債を控除した純営業資産）とするか、株式とするかも重要です。事業を取引対象とする営業譲渡の場合は、売却対象の事業と切り離せない投融資（不可分投融資）も譲渡範囲に加える必要があります。不可分投融資とは関係会社や取引先に対する投融資等を指します。企業価値の算定の際には、不可分投融資を事業価値に加えることになります。

なお、価格交渉については、交渉開始時から具体的な金額の交渉を行う方法以外に、予め、価格の範囲や価格の算出方法といった原則について合意した上で、細部の交渉に入る方法もあります。また、売り手にとっては、売却価格を少しでも高くするために、重要な条件の交渉の目処が立つまでは複数の相手と交渉することが望ましいと考えられます。

図表 4-2-5 企業価値評価と価格交渉のポイント



■ M & Aの実施の判断ポイント

M&Aの実施時には、少しでも有利な条件で交渉・取引を行うべく、買い手企業・売り手企業ともに様々な方法を用いて価値評価を行います。併せて統合により得られるシナジーを評価することも重要です。買い手企業としては、シナジーが無い事業統合には慎重であるべきです。シナジーがあっても必要以上に対価を支払っては事業統合の意味がなくなります。株主にとって価値を増大させる事業統合を行うためには、統合により得られるシナジーの方が統合にかかるコストよりも大きいことが重要となります(図表4-2-6を参照)。

まず、買い手企業としては、統合により得られる利益(統合シナジー)を考える必要があります。シナジーとは、一般的には、統合後の新しい戦略に基づく収益の拡大やコスト削減といった統合の効果の経済的な価値のことを言います。販売チャネルの増加や品揃えの拡大による収益の拡大、間接部門の統合や重複する物流・販売拠点の統合などによるコスト削減等の事業統合による様々な効果の現在価値が、買い手企業・売り手企業双方が単独で事業を運営している状況におけるそれぞれの企業価値の合計よりも大きい場合は、買い手企業は統合による利益(統合シナジー)を得られることになります。

一方で、買い手企業は、売り手企業の統合に係るコスト(統合コスト)を考える必要があります。統合に係るコストは、売り手企業の株主に支払った買収金額から、売り手企業の価値を控除することで求めます。統合コストがプラスであるということは、売り手企業の実際の価値以上にプレミアムを考慮して支払いを行ったこととなり、このプレミアムが統合コストとなります。

事業統合の現在価値は、この統合シナジーから統合コストを控除したものとなります。事業統合の現在価値がプラスである場合は、事業統合を行うことにより株主にとっての価値が増大し、逆にマイナスの場合には、その事業統合により得られる価値が無いという判断をすることとなります。

図表 4-2-6

M&Aの実施の判断ポイント

考え方

統合により得られるシナジーと統合にかかるコストを計算し、正のNPVを持つ場合は、その事業統合は株主にとっての価値を増大させる

A社

統合により
得られる利益
(統合シナジー) $= PV(AB) - (PV(A) + PV(B))$

統合

B社統合のNPV $=$ 統合シナジー $-$ B社統合のコスト > 0

B社

B社統合のコスト $=$ B社所有者への支払額 $- PV(B)$



Short Case ～DCF法による事業価値評価～

クライアント企業が競合企業である「X社」の買収を計画しています。X社の事業価値を評価することになったあなた（財務管理サービス人材）は、DCF法による評価を行うため、X社に関する以下のようなデータを収集しました。4年目以降の予測営業フリーキャッシュフローに関しては、70億円で一定であると仮定することとします。以下のデータを基に、DCF法によるX社の事業価値を評価してください。

<X社の財務データ>

負債コスト(Rd)	: 2.0%
自己資本コスト(Re)	: 6.0%
純有利子負債の額(D)	: 50億円
自己資本の時価(E)	: 30億円
実効税率(t)	: 40%

<X社の予測営業フリーキャッシュフロー>

[単位: 億円]

	1年目	2年目	3年目	4年目以降
税引後営業利益	90	105	120	140
減価償却費	20	25	30	40
設備投資額	40	45	50	60
運転資本増加額	30	35	40	50
営業フリーキャッシュフロー	40	50	60	70

□ 事業価値＝一定年度までの予測DCF ＋ 継続価値の現在価値

□ DCF法の公式＝ $\frac{\text{営業FCF}_1}{1+r} + \frac{\text{営業FCF}_2}{(1+r)^2} + \frac{\text{営業FCF}_3}{(1+r)^3} + \dots$

□ WACC (r; 割引率) の公式＝ $\frac{D}{D+E} \times R_d (1-t) + \frac{E}{D+E} \times R_e$

□ 継続価値＝ $\frac{\text{営業FCF}}{r}$

※継続価値とは企業が永続すると仮定した場合の価値であり、予測期間の翌年の営業フリーキャッシュフローをWACCから永久成長率を控除したもので除して算出します。永久成長率とは、営業フリーキャッシュフローがある一定の率で永久に成長すると仮定したものです。ここでは、4年目以降の予測営業フリーキャッシュフローは一定であると仮定していますので、永久成長率は0%であると仮定して継続価値を算定することになります。

＜まとめ＞

- ✓ M&Aは、企業規模を問わず、社会経済環境、業界・市場動向、自社内部事情を背景として発生する業界再編、グループ再編、事業強化、事業承継、事業再生などの経営課題に対する抜本的な打ち手として活用されます。
- ✓ 株式交換・移転制度には、買収に伴う多額の資金調達が必要が無いこと、異なる組織文化や制度の統合による摩擦や親会社が直接簿外債務を負うリスクを回避することができることといったメリットがあります。しかし、対象会社の株式を100%取得することの必要性が認められにくいことや、株式交換・移転比率を予め適正に決めておく必要があるといった留意点があります。
- ✓ 会社分割制度には、分割計画書等の記載に従って、権利義務の包括承継ができるようになったこと、承継する営業の対価として株式を直接割り当てることができるようになったこと等のメリットがあります。しかし、簿外債務が発生するリスクがあることや、従業員の雇用契約の承継の問題といった留意点もあります。
- ✓ M&Aの実施時には、買い手・売り手の経営者のみではなく、株主、従業員、金融機関といった様々な利害関係者が関わり、それぞれのニーズが対立することとなるため、当初の目的を達成するためには、多様な利害関係者の置かれている立場やニーズ、および、制約条件に配慮して妥協点を探っていくことが重要となります。
- ✓ 会社分割制度における労働契約承継法では、承継営業主事労働者か否か、分割計画書等に転籍する旨が記載されているか否かにより、労働者が転籍するか否かが決定します。労働者は、場合により転籍する／しないを拒否することができる点に注意が必要です。
- ✓ M&Aの価格交渉にあたっては、対象事業（ストック）が将来生むキャッシュフローを重視し、予め複数の評価方法により価値算定を行うことが重要となります。
- ✓ M&Aの実施の判断にあたっては、価格算定に係る価値評価のみではなく、事業統合により得られるシナジーも考慮することが必要となります。統合により得られるシナジーの現在価値が、統合に掛かるコストを上回っている場合は、その事業統合には株主にとっての価値を増加させ、実施する意味があると判断されます。

3 事業ポートフォリオの最適化に関わる専門家

ここでは、事業ポートフォリオの最適化 (M&A) を企業が実行する際に、その実行を支援する専門家の種類とその役割について概観します。

■ 事業ポートフォリオの最適化に関わる専門家とその役割

前節では、事業ポートフォリオの最適化 (M&A) を実行する際に留意しておくべき点や重要なポイントについて説明しました。ここでは、企業がM&Aを実行するにあたり、その実行を支援する専門家について説明を行います。

M&Aの実施時には、金融機関、弁護士、公認会計士、税理士などの専門家への相談が必要であり、ファイナンシャルアドバイザーの活用も効果的です。財務管理サービス人材としては、M&A実行時に関与する専門家とその役割について理解しておくことが求められます。これらの専門家やアドバイザーによって、時には取引の成否が左右されることもありますので、信頼できる人材にサポートを依頼することが極めて重要となります。

M&Aには、主に、ファイナンシャルアドバイザーと呼ばれるM&A専門のアドバイザー、弁護士・公認会計士・税理士といった法律の専門家、金融機関の融資部門という3種類の専門家に関与します。

ファイナンシャルアドバイザーは、金融機関のアドバイザリー部門、投資銀行、M&Aを専門にしている弁護士、公認会計士、税理士、中小企業診断士、専門コンサルタントなどがこれに該当し、企業価値・事業価値の評価や対立しがちなポイントを交渉・調整する役割を担います。具体的には、企業価値・事業価値の評価、M&Aの対象となる候補企業の発掘と調査、候補企業の情報収集、買収戦略の策定とスキーム構築、買収手続き・交渉スケジュールの作成、基本合意、契約書等の草案の作成といったことに対するサポートを行います。ファイナンシャルアドバイザーの活用は必須ではありませんが、大型の案件や複雑な案件、あるいは、中堅／中小企業の多くがそうであるようにM&Aの経験が少ない場合など、サポートを依頼した方が良いケースが多いと考えられます。

法務、会計、税務上の法務面のチェックのために弁護士、公認会計士、税理士の活用は必須となります。M&Aのスキームを法律・会計基準にいかに対応させるかという点を中心にサポートをしてもらうことになります。具体的には、弁護士は主に契約文書の作成やレビュー、法手続き上の助言を行い、公認会計士・税理士は、買収監査や課税上の取り扱いについての助言を行います。

また、金融機関については、アドバイザリー部門がファイナンシャルアドバイザーとして関与すること以外に、融資部門が債権者の立場で関与し、必要に応じてM&Aの実施に必要な資金を融資します。この場合は、基本的にはメインバンクの融資部門が関与することとなります。

図表 4-3-1 事業ポートフォリオの最適化に関わる専門家とその役割

ソリューション	ソリューションに係る主な専門家	専門家の果す役割
M&Aの実施による 事業構造の強化	M&A専門アドバイザー (ファイナンシャルアドバイザー) ※金融機関のアドバイザー部門、 中小企業診断士を含む	✓ 買い手企業候補のリストアップ、買い手企業に対する売り手企業の会社概要や売却対象の提示、買い手企業の意味確認、価格の算定やスキーム、新しい経営体制の決定などの交渉をサポート※
	弁護士、公認会計士、税理士	✓ 法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施※ ✓ 売り手企業の資産価値や事業のリスクに関する法律・財務／会計・税務面からの精査（デューデリジェンス）の実施支援※
	金融機関の融資部門	✓ 主にメインバンクの融資部門が債権者の立場で関与し、必要に応じてM&Aの実施に必要な資金を融資

※記載内容は買い手企業から見た専門家の役割であるが、売り手企業に対しても同様の役割を専門家が担う

<まとめ>

- ✓ M&A専門アドバイザー（ファイナンシャルアドバイザー）は、価値評価やスキーム組成の実施・サポート、対立しがちなポイントの交渉・調整を行う役割を担います。
- ✓ 弁護士、公認会計士、税理士は、M&Aのスキームをいかに法律や会計基準に適合させるかという点を中心に、法務、会計、税務上の観点からのチェックを行います。
- ✓ 必要に応じて、主にメインバンクの融資部門が、M&Aの実施に必要な資金を融資します。

1 不要投融資の処分の目的

ここでは、「不要投融資の処分」という課題について、中堅／中小企業が抱えている疑問・問題意識を概観します。

■ 中堅／中小企業の抱える課題・問題意識

企業価値向上に向けた課題として、第三章、第四章で説明した「事業部分の最適化」に加え、「財務部分の最適化」がありました。企業価値の向上のためには、事業部分の最適化により事業全体が生み出すキャッシュを最大化するとともに、不要な投融資や遊休資産等を処分すること（不要投融資の処分）、および、平均資本コストがなるべく小さくなるような資本構成を実現すること（資本構成の最適化）が重要な課題となります。本章では、「財務部分の最適化」に係る「不要投融資の処分」に関して説明を行います。

「不要投融資の処分」とは、本業とは関係のない不要な投融資を処分し、それにより得たキャッシュを純有利子負債の圧縮や資産への再投資に用いることを言います。前者は純有利子負債の圧縮による平均資本コストの改善を通じて、後者は本業をはじめリスクに見合ったリターンを得ることができる事業・投融資への資本投下を通じて、企業価値の向上への貢献が期待できます。

多くの企業では、本業とは関係のない不動産や株式に投資を行っており、その中には、バブル期には収益をもたらしていた不動産や、取引先との関係構築・維持のために必要と考えて保有している持合株式などがあります。しかし、例えばバブル期に購入した不動産は、購入当時は借入金利を上回るほど価格が上昇することが見込まれ、ローリスク・ハイリターンの投資であると期待されていたが、バブルが崩壊した現在となつては、不動産価格は下落して借入返済だけが残り、ローリスクだと考えられていたものが実際にはハイリスクであり、しかもそれによる損失が現実化（確定）しつつあるという状況にあります。また、これまで経営を安定させてきた持ち合い株式に関しても、時価主義の導入により自己資本を変動させる経営かく乱要因となりつつあります。このように、保有に見合ったリターンがなく、自己資本に対して大きすぎる投融資を保有することは、株主にとって大きなリスクとなりつつあり、企業価値向上のためには、不要な投融資を処分することが重要な課題となっているのです。

このような状況において、中堅／中小企業が疑問・問題意識を持ち、財務管理サービス人材にアドバイスを求める内容としては、大きく2つの領域があると考えられます。一つは不要投融資の売却をどのように検討したらよいのかについて、もう一つは時価・減損会計が企業経営に与えるインパクトについてです。（図表5-1-1を参照）。

不要投融資の売却の検討に関しては、実際の企業では、不要投融資の処分の必要性を理解しているものの、不要投融資を処分すると含み損が実現し、現時点ではそれを吸収できる自己資本が不足しているため、僅かながらの値上がりの可能性に夢をつないで、処分を先送りしてしまっていることが多くあると考えられます。しかし、含み損の問題は大きいものの、そのことは不要投融資の保有を正当化するものではありません。

また、時価会計が導入され、減損会計も導入が予定されている状況においては、売却して含み損益を実現しなくとも、簿価と時価との差額が自己資本を変動させることとなるため、経常利益の増加や自己資本の充実といった処理原資の捻出は、避けては通れない問題となっています。

このような状況のもと、財務管理サービス人材としては、処理原資となりうるものがないかを検討し、適切な処分計画を立てたうえで処分を実行すること、現時点で一度に処分できない場合には、2～3年をかけて引当を計上した後に処分すること、全く価値が無かったり価格が下落する可能性が大きいものについては直ちに売却することといった不要投融資の処分に係るソリューションについて、企業に対して助言・提案できることが求められます。

以後は、投融資を取り巻く環境を概観し、投融資が使用資金に見合ったリターンをもたらしていくものとなっていることを説明した上で、時価・減損会計が企業経営に与えるインパクトについて解説します。

図表 5-1-1

「不要投融資の処分」に関して中堅／中小企業が抱く疑問・問題意識

	テーマ	中堅／中小企業が抱く疑問・問題意識(例)
中堅／中小企業の経営者・財務担当者 アドバイスの要求 アドバイザー	不要投融資の売却検討	➢事業と関係のない資産を保有しており、時価が取得時より大幅に下落している ➢本業に関係のない資産を保有しているが、ある程度収益をあげているため、売却の決心がつかない ➢本業に関係がある利害関係者への投融資だと思っていたが、実は本業に影響しないかもしれない
	時価・減損会計	➢時価会計が導入され、減損会計も導入予定ということだが、経営状況や財務諸表に具体的にどのようなインパクトがあるのか分からない ➢または、不要投融資の処分の必要性は認識しているが、処理原資が無い

<まとめ>

- ✓ 「不要投融資の処分」とは、企業価値の向上に向けて、本業とは関係のない投融資を処分し、獲得したキャッシュを純有利子負債の圧縮や資産への再投資に用いることを言います。
- ✓ 中堅／中小企業としては、不要投融資の処分に対して、「不要投融資の売却の必要性は分かっているが、含み損の問題があり売却の決心がつかない」、「時価・減損会計の導入により、財務諸表にどの程度のインパクトが出るのかわからない」といった疑問・問題意識を抱えていると考えられます。

2 投融資を取り巻く環境

ここでは、日本の事業会社セクターにおける投融資を取り巻く環境を概観した上で、近年導入された「時価会計」、および、導入予定である「減損会計」が企業経営に与える影響について説明を行います。

■ 事業リターンと金利水準

ここでは、日本の事業会社セクターについて、事業および金融資産のリターンと負債利回りの推移といった財務状況や、土地・株式価格が自己資本に与えた影響について見ていきます。

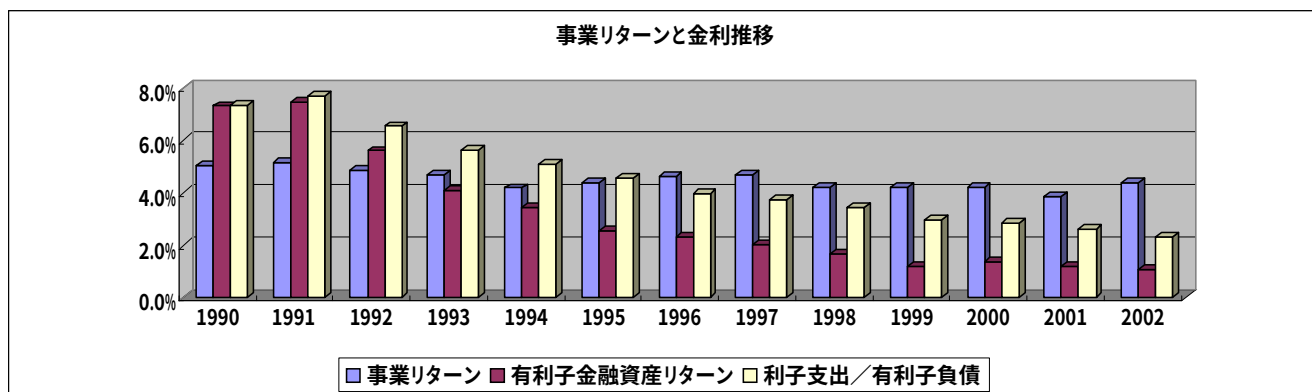
企業の財務状況を見るにあたっては、ROEの様な指標は株主価値の創造を示すものとして重要ですが、結果としてのROEの水準のみを測定するのではなく、ROEを構成する各要素の動向を個別に評価することにより、有意義な考察を得ることができます。ROEの水準には、純営業資産および投融資の利回りと有利子負債の利率が影響しますので、図表5-2-1では、これらに対応する事業リターン、有利子金融資産リターン、利子支出／有利子負債のそれぞれについて、バブル崩壊後の1990年以降の推移を示しています。

事業リターンとは、事業活動に利用する純営業資産（運転資本と営業用固定資産）に対する、事業活動から得た利益（営業利益）の割合を示すものです。事業リターンは1990年代初頭は5%台でしたが、その後は4%台で推移しています。現預金、融資、国債社債等株式以外の証券などの有利子金融資産へのリターンは、1990年代初頭は7%以上であり、事業より高いリターンをもたらしていたものの、98年に1.7%、2002年には1.1%まで低下しており、有利子金融資産はこの十数年でまるでリターンをもたらさない資産に変わってしまいました。

一方で、銀行借入・社債等の有利子負債に対する支払金利は、1990年、1991年には6%以上であり、事業のリターンを上回っていましたが、継続する不況に対応した低金利政策のもと、1997年以降は2.3%程度まで低下しました。事業リターンが金利を下回っている状況では、負債が多ければ損失が出て自己資本が減少してしまうこと、また、全部自己資本であれば金利を支払う必要はないものの、株主にリスクに見合ったリターンを提供できないこととなり、この意味では1990年から1995年にかけては極めて異常な状況と言えます。この期間では、過剰投資や自己資本喪失とあいまって、レバレッジが急速に悪化することとなりました。1996年以降は事業リターンが負債利回りを上回っており、この意味での財務悪化の構造は止まっています。

以上のことを踏まえると、有利子金融資産リターンは低いうえに、有利子金融資産と有利子負債の間の利鞘に関しては、常に金利収入より金利支出の方が2～3%上回った状況で推移してきていることから、事業会社にとっては、過剰な有利子金融資産はあまり持つべきものではないということになります。

図表 5-2-1 近年の事業リターンと金利の推移



■ 土地・株式の価格と自己資本への影響

次に、土地と株式の価格が、日本の事業会社セクターの自己資本にどのような影響を与えたのかについて見ていきます。図表5-2-2には、1991年から2000年までの賃借料収入、土地の評価損益、配当収入、株式評価損益、経常純利益、正味資産評価損益の推移が示してあります。

これをみると、日本の事業会社セクターは、賃借料収入や配当収入をはるかに上回る土地や株式の評価損益にさらされてきたことが分かります。連結主義や時価主義といった会計ビッグバンにより、このような評価損益は認識されることとなりましたが、これらは事態を明らかにすることに貢献したものであり、会計ビッグバンにより日本の事業会社セクターが困難に陥ったわけではありません。

土地バブルの崩壊は1990年代を通じて継続したため、土地を保有することによるキャピタルロス、土地を保有することにより得られる賃借料収入を大きく上回り、結果として土地を保有することによるトータルのリターンは、常にマイナスであったこととなります。

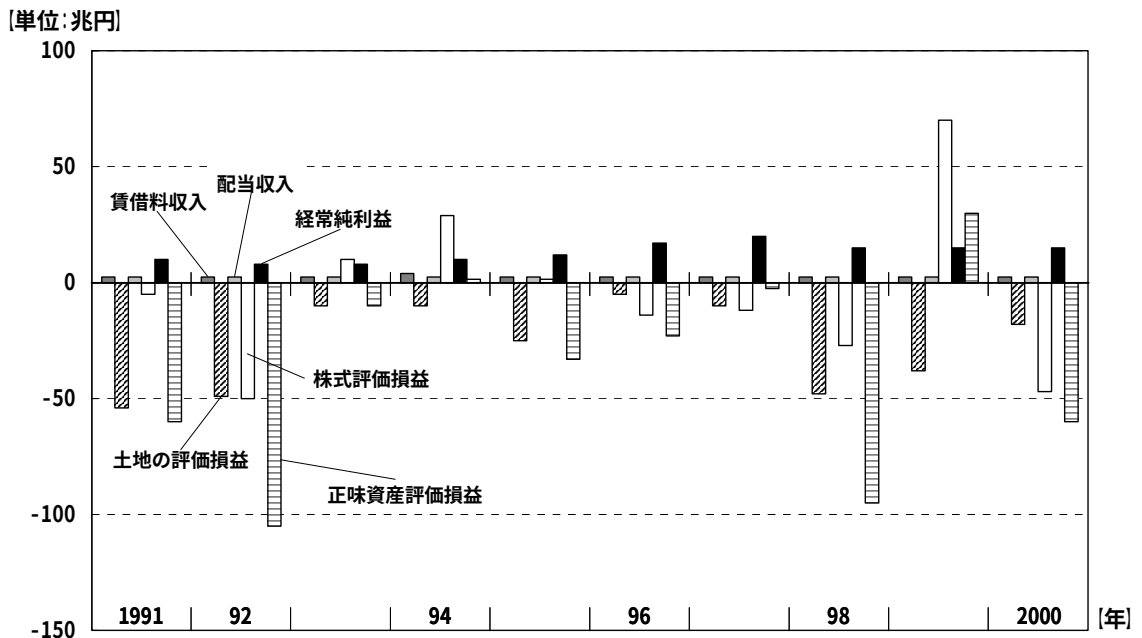
また、株式の配当収入については、安定的であるものの2～3兆円程度を事業会社セクターにもたらしたに過ぎません。キャピタルゲインについては1999年に72兆円の利益を、キャピタルロスについては1992年と2000年に50兆円近い損失をもたらしていることから、キャピタルゲインやキャピタルロスの方が、配当収入よりもはるかに大きな経済的インパクトをもたらしたことになります。

一方で、事業会社セクターの経常利益は、1990年代を通じて景気変動により10兆円～20兆円程度の範囲内で変動しています。以上のことを勘案すると、土地と株式の値動きの影響の方が、経常利益よりもはるかに大きく自己資本に対して影響を与えたこととなり、1990年代は本業よりも土地や株式の値動きに一喜一憂する時代であったと言えます。

なお本統計データは日本の事業会社セクター全体を対象としており、中小企業セクターに限ったものではありません。しかしながら大企業でも中小企業でも投融資として土地や株式を保有していれば、対象資産から影響を受ける価格変動の方向性は同じですので、ここでの議論は当てはまります。

土地や株式に投資を行う際に、賃借料や配当のみを見て投資の可否を判断する企業が見受けられますが、実際は、賃借料や配当よりもキャピタルゲインやキャピタルロスの方がはるかに大きな影響を自己資本に対して与える場合があります。そのため、土地や株式の中長期的な保有の可否の判断にあたっては、賃借料や配当のみで判断せず、キャピタルゲインやキャピタルロスを含めたトータルな期間損益で判断すべきであると言えます。

図表 5-2-2 近年の賃借料、配当、経常純利益、および、土地・株式・正味資産の評価損益の推移



※「日本の財務再構築」(東洋経済新報社、2004)より作成

■ 時価・減損会計が与えるインパクト

2000年3月期以降、「会計ビッグバン」と呼ばれる一連の新会計制度が適用される動きが始まりました。その背景には、企業活動や金融資本市場のグローバル化に対応するために、国際的に通用するディスクロージャーの実現を目指すことがありました。これにより、税効果会計・キャッシュフロー計算書・退職給付会計等が導入されたのは記憶に新しいところです。投融資との関連では、会計処理に関わる時価会計及び減損会計が重要となります。

これまでの日本企業は、原価主義・実現主義経営でしたが、過去の取得時の価格は現在の価格と乖離しており、かつ、バブル崩壊により時価の方が小さい場合が多いと考えられます。取得原価ではなく時価で認識しなくては、計算した資産価値、自己資本価値に意味がなくなり、また、資産間での比較可能性もないこととなってしまいます。

金融資産の時価会計は、2000年9月末に売却目的の有価証券の含み損益をP/Lで認識することになったことに始まり、2001年9月からは投資有価証券についても時価評価し、税効果を除いた部分を自己資本に織り込む処理が制度化されました。前者については、配当のみではなく、未実現のキャピタルゲインやキャピタルロスもP/Lで認識しようとするものであり、ストックとフローを一致させる上では当然の処理となります。後者の場合はP/Lにて認識する必要はありませんが、強制評価減の適用があればP/Lに計上する必要があります。また、2005年4月に導入予定の減損会計では、工場、本社ビル、遊休地などの固定資産について、資産価値が大幅に下落したと認められる場合には、下落分を損失計上する必要があります。

このように、時価会計・減損会計の導入により、企業としては、時価が簿価よりも低い場合にはP/Lで損失を認識し、B/Sの自己資本が減少せざるを得なくなります。また、会計基準として制度化されている以上は、時価の下落という現実を認識せざるを得ず、損失の先送りはもはや許されない状況となります。従って、今後は、「資産を保有していれば自然と含み益を生み、企業価値を増大させる」というこれまでの日本企業において支配的であったパラダイムを捨て、「ストックの価値はフローに見合うだけしかない」という前提で時価主義に対応した経営を行うことが重要となります。

なお株式非公開企業では今のところ公認会計士による監査を受けない場合が多いことから、現実問題としてここで述べた時価・減損会計による経理処理の影響については若干疑問視する声もあります。しかしながら、会社が持つストックの価値はフローに見合った分しかないという考え方は経済原則に則ったものであり、どの企業でも抱くべきものです。また、銀行他も大企業に対して時価・減損会計による財務データでの審査が定着してくれば、いずれは中堅／中小企業に対しても同様の観点で審査をしたり、提出書類に注記として時価・減損による修正評価額の計上を求めるようになる可能性があります。

図表 5-2-3 時価・減損会計の影響と今後の企業経営の方向性

概要			時価・減損会計の影響	今後の企業経営の方向性
	時価会計	減損会計		
導入時期	2001年3月期	2006年3月期 導入予定		
対象	有価証券 金銭債権 デリバティブ 等	工場 本社ビル 遊休地 等		
基本的な 会計処理	・株式や債券などの 金融商品を時 価で評価する	・資産価値が著しく 下落したと考えら れる資産につい て、下落分を損失 計上する	財政状態に対する 資産価値下落の影響の増大 ・資産に時価下落(含み損)がある と、P/Lで損失を認識し、B /Sの自己資本を減少させるこ ととなる 投資などに対する 経営責任の明確化 ・含み損の大きな資産や収益性 が悪化している資産などについ て、その損失計上が先送りでき なくなる	時価主義経営 ・「ストックの価値はフローに 見合うだけしかない」という 前提で経営する

<まとめ>

- ✓ 投融資のうち有利子金融資産については、リターンが低く、かつ、金利収入より金利支出の方が高い状況にあることから、過剰に保有すべきものではないと考えられます。
- ✓ 土地・株式のキャピタルゲイン・ロス、事業リターン・賃借料・配当よりも自己資本に大きな影響を与えることが多いため、土地・株式の中長期的な保有にあたっては、トータルな期間損益を基に判断保有の可否を検討すべきです。
- ✓ 時価・減損会計により、資産の時価下落を損失としてP/Lで認識し、B/Sの自己資本を減少させることとなり、損失の先送りはできない状況となるため、企業としては時価主義に対応した経営を行うことが重要となります。

3 不要投融資の処分に係る専門家

ここでは、不要投融資の処分を中堅／中小企業が実行する際に、その実行を支援する専門家の種類とその役割について概観します。

■ 不要投融資の処分に関わる専門家とその役割

前節では、投融資を取り巻く環境について説明を行いました。ここでは、企業が不要投融資の処分を実行するにあたり、その実行を支援する専門家について説明を行います。

投融資は「投資」、「融資」、「不動産」の3つに分類できますが、それぞれに対応する専門家は異なります。

株式などの「投資」の処分にあたっては、主に証券会社、金融機関・専門コンサルタント、弁護士、公認会計士、税理士といった専門家が関与します。処分の対象とする株式が公開株式の場合は、証券会社を通じて売却することとなりますので、証券会社が企業の売却実行をサポートすることとなります。また、処分の対象とする株式が未公開株式の場合は、市場で取引されていないことから時価が存在しないため、処分にあって株式の価値を評価する必要があります。これについては、主に金融機関や専門コンサルタントが価値評価を行うとともに、処分実行のサポートを行う役割を担います。弁護士、公認会計士、税理士は、法律・会計・税務の専門家として、法務・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスをを行います。

社債や貸付金などの「債権」の処分にあたっては、金融機関や証券会社、投資ファンドが、債権を買い取ることや、処分実行のサポートを行うといった役割を担います。また、「不動産」の処分にあっては、不動産会社や不動産投資ファンドが売却価格の算定・交渉や売却先の選択といった処分実行に係るサポートを行います。また、不動産鑑定士が不動産鑑定評価基準に基づいて算定する「不動産鑑定評価額」が、価格決定の際の1つの情報となります。債権や不動産の処分の際にも、弁護士、公認会計士、税理士がそれぞれの専門分野における法務上のサポートを行うことは、投資の処分時と同様です。

また、時価会計や減損会計に対して企業が適切に対応するためには、会計専門家である公認会計士や税理士のサポートを受けることが有効です。公認会計士、税理士は、時価・減損会計を適用した会計処理の実行のサポートや、会計処理の実施による財務上のインパクトの分析を行います。また、多くの企業では不要投融資の処分により損失を計上することとなり、その処理原資をいかに捻出するかが重要な課題となることは説明したとおりですが、公認会計士、税理士は、自己資本を充実するためのソリューションを提供する役割も担います。

図表 5-3-1 不要投融資の処分に関わる専門家とその役割

ソリューション		ソリューションに係る主な専門家	専門家の果す役割
不要投融資 の処分	投資	証券会社	✓株式の売買実行に係るサポートの実施
		金融機関、専門コンサルタント	✓未公開株式の価値評価の実施 ✓株式の処分実行のサポート
		弁護士、公認会計士、税理士	✓法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施
	融資	金融機関、証券会社、投資ファンド	✓債権の買取、および、処分実行のサポート
		弁護士、公認会計士、税理士	✓法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施
	不動産	不動産会社、不動産投資ファンド	✓不動産の処分実行に係るサポートの実施
		不動産鑑定士	✓不動産鑑定評価基準に基づき、不動産鑑定評価額を算定
		弁護士、公認会計士、税理士	✓法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施
	時価・減損会計への対応	公認会計士、税理士	✓時価・減損会計の会計処理のサポート、および、会計処理の実施による財務上のインパクトの分析 ✓問題解決策の提案

<まとめ>

- ✓ 「投資」については、公開企業の株式の処分を証券会社が、未公開株式の処分を金融機関や専門コンサルタントがサポートします。
- ✓ 「融資」については、金融機関、証券会社、投資ファンド等が債権の買取や処分実行のサポートを行います。
- ✓ 「不動産」については、不動産会社や不動産投資ファンドが価格の算定や売却交渉といった処分に係るサポートを行い、不動産鑑定士が価格算定の根拠の1つとなる「不動産鑑定評価額」を算定します。
- ✓ 弁護士、公認会計士、税理士は、投資・融資・不動産の処分にあたり、法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに対するアドバイスをを行います。
- ✓ 時価・減損会計に対応するためには、公認会計士、税理士による会計処理のサポートや、処理に向けた原資の捻出方法等についてのアドバイスを受けることが有効です。

1 資本構成の最適化の目的

ここでは、平均資本コストを低下させる資本構成を実現するために、資金調達における自己資本と負債の適切な比率の決定、資金ニーズと調達期間のマッチング、資金調達手法の選択などを行う「資本構成の最適化」という課題について、中堅／中小企業が抱えている疑問・問題意識を概観します。

■ 中堅／中小企業の抱える課題・問題意識

「財務部分の最適化」に向けた課題として、前章で説明した「不要投融資の処分」に加え、「資本構成の最適化」がありました。「資本構成の最適化」の目的は、株主のために平均資本コストを削減したり、銀行・社債投資家のために有利子負債比率を改善することです。

事業価値は営業キャッシュフローを平均資本コストで割引くものであるため、平均資本コストが小さくなれば事業価値が増大します。資本コストは資金調達に関わるコストですので、資本コストを合理的な範囲で可能な限り抑制するという観点から、負債と自己資本のバランス、および、資金調達における短期／長期の期間構成について望ましい姿を検討したうえで、銀行借入、社債・株式の発行などの各種資金調達手法を選択・実行することが重要となります。

以上のようなことを踏まえると、資本構成の最適化に関して中堅／中小企業が疑問・問題意識を持ち、財務管理サービス人材にアドバイスを求める内容としては、例えば、資金調達方法を選択する際の考え方について、金融機関との関係強化について、社債活用の際の留意点について、自己資本に係る自己資本リターンや自己資本充実施策についてといったことが考えられます（図表6-1-1を参照）。

「資金調達方法の選択」については、「負債と自己資本のバランス」と「資金調達における短期／長期の期間構成」という2つのテーマが考えられます。「負債と自己資本のバランス」については、負債は少なければ少ないほど良いと考える企業も多くありますが、財務管理サービス人材としては、一定の範囲内で負債を利用することにより、資本コストが低減できることを説明できることが求められます。「資金調達における短期／長期の期間構成」というテーマについては、資金調達の大部分を金融機関からの借入に依存している中堅／中小企業としては、資金ニーズが発生した時点での借入の容易さで借入実行を判断していることが多いと考えられます。しかし、負債の再調達に係るリスクや資本コスト増加のリスクを考えると、自社の事業や投融資における短期／長期の資金ニーズと、資金調達における期間構成をマッチングさせることが重要となることについて、財務管理サービス人材は説明・助言できることが求められます。

「金融機関との関係強化」に関しては、近年金融機関が信用格付をもとに融資判断を行い、リスクに見合った金利を設定しようとしている状況において、中堅／中小企業としては、「どのようにしたら格付が向上し、円滑な資金調達が実現できるのか」という問題意識を持っていると考えられます。また、リスクに見合った金利を設定する前提として、金融機関が財務管理やリスク管理について専門のアドバイザー部門を設置することが増加していることから、このような金融機関が提供する融資以外の各種サービスを有効活用したいと考えている中堅／中小企業も多いと思われます。

「社債の活用」については、これまで銀行借入と増資中心で資金調達を行ってきたが、事業拡大に向けて資金調達を多様化したいと考えている企業にとっては、新たな資金調達手法として社債を発行することが選択肢の1つとなります。特に公募債については、自らの信用力を高め、かつ、積極的にアピールすることが重要となるため、財務管理サービス人材としてはディスクロージャーの重要性などについて企業に対して助言・提案できることが求められます。

「自己資本」に関しては、株主に対するリターンは安定配当程度で十分であると考えている企業が多いと考えられますが、財務管理サービス人材としては、株主重視経営を実践するための自己資本リターンの考え方について、助言・説明できることが求められます。また、デフレ経済や新会計基準により不要な投融資が抱える含み損が顕在化しつつある現在においては、その処理のために自己資本を充実させることが企業にとって重要な課題となります。

以後は、資金調達と資本コストの考え方について説明した後に、借入金、社債、自己資本といった各種資金調達手法の活用に係る留意点について解説していきます。

図表 6-1-1 「資本構成の最適化」に関して中堅／中小企業が抱く疑問・問題意識

	テーマ	中堅／中小企業が抱く疑問・問題意識(例)
 中堅／中小企業の 経営者・財務担当者 ↓ アドバイスの 要求 ↓ アドバイザー	資金調達方法の選択	➢ 資金調達の大部分を銀行融資に依存しており、その時点での借入の容易さで殆ど全ての判断を行っている
	金融機関との関係強化	➢ 金融機関の格付の内容を理解して、可能な限り高い信用を得るように努力する ➢ 近年、金融機関が提供し始めた財務管理アドバイザーサービスやリスク管理支援サービスを有効利用したい ➢ 長期の資産に対しては、長期の借入を受けられるように努力する
	社債の活用	➢ これまで間接金融と増資のみで資金調達を行ってきたが、資金調達の多様化を行う必要性を感じ、中堅／中小企業でも実行可能な直接金融の手法を模索している
	自己資本	➢ 本業の資金需要や必要な不良資産処理に対して自己資本が不足しないか ➢ 順調に会社が成長し、次のステージに向けて株式公開を検討しているが、株主に対するリターンは、安定配当程度で十分だと思っている ➢ 公開を検討しているが、これまではオーナー企業であったため、株主に対するリターンについて気にしたことがない

<まとめ>

- ✓ 「資本構成の最適化」とは、企業価値・事業価値の増大に向けて平均資本コストを最小化したり、銀行・社債投資家のために有利子負債比率を改善することを言います。
- ✓ 中堅／中小企業としては、資本構成の最適化に対して、「自己資本や負債のバランスはどの程度が妥当か」、「信用格付の向上はどのようにすれば実現できるのか」、「社債発行時の留意点は何か」、「自己資本充足施策には何があるか」といった疑問・問題意識を抱えていると考えられます。

2 資本構成の最適化のソリューション

ここでは、最適資本構成、資金の期間構成と資本コストの考え方を概観した上で、銀行借入、社債、自己資本といった各資金調達手法に係る重要ポイントについての説明を行います。

■ 最適資本構成の考え方

第II章にて解説しましたように、企業の資本コストは負債と自己資本それぞれのコストの加重平均として算出されますので、両者の構成比により資本コストは変動することとなります。よって、資金調達を負債と自己資本のどちらで行うのかを判断する際には、資本コストを考慮することが重要となります。

負債の利用度と平均資本コスト(WACC)の関係をグラフで示したのが図表6-2-1となります。横軸は負債比率、縦軸は平均資本コストとなっています。グラフの左端は負債比率が0%、すなわち、事業や投融資の資金ニーズを全て自己資本で賄っている状態です。この状態から負債比率を高めていくと、始めは平均資本コストが低下します。これは、負債は自己資本よりリスクが低い分だけ要求されるリターンも低く済む上に、支払金利が損金扱いとなって課税所得から控除されることにより、税金削減効果があるからです。しかし、負債の活用を続ければ平均資本コストが低下し続ける訳ではありません。負債を使いすぎると格付けが下がるため、負債コスト(すなわち金利)が上がります。同時に、レバレッジリスクが増大して自己資本リスクが高まることから、自己資本コストも上がります。

加重平均資本コスト(WACC)の観点からは、負債利用増加による平均資本コスト削減効果と、負債コストおよび自己資本コストの上昇効果が同じになったポイントが、資本コストが最低となり望ましい状態ということになります(図表6-2-1の中央の星印の点)。資本コストが最低であれば、割引率が最低であることからDCF法に基づいて算定された事業価値は最大になり、株主にとって一番望ましい状態といえます。この点を越えると、融資における信用格付けや社債の格付け低下による借入金利の上昇や、自己資本コストの上昇などが節税効果等を上回るため、加重平均資本コストは上昇に転じることになります。

ただし、加重平均資本コストが最低になる1つのポイントを算定することは、実務上容易なことではありません。そのうえ、常に変化する経営環境に対応して企業も様々な施策を実施していることを考えると、自己資本と負債の比率がある一点に固定された状態を「最適化された資本構成」として、完全にそれを実現するように資本構成を変化させることは現実的ではありません。よって、最適な資本構成は、資本コストがある範囲に納まっている状態として捉えることが実際的なアプローチといえ、その具体的な範囲については、資本コストと事業リターンとの関係から理解することが可能です。事業リターンを一定とした場合、資本コストが事業リターンを下回っている場合は事業価値はプラスになり、株主に対してリスクに見合ったリターンを提供しているといえます。したがって、まずは資本コストが事業リターンを下回る範囲に収まるような負債比率にあることが、株主にとっての最適資本構成実現のための必要条件です。

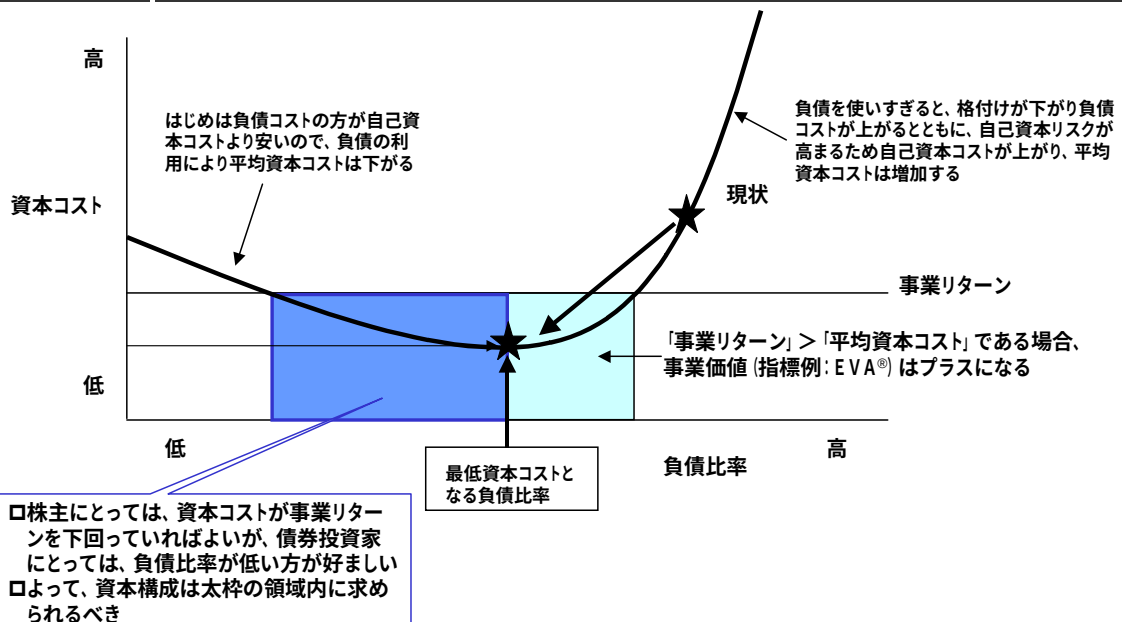
しかし、中堅／中小企業の実態として負債が過大なため、資本コストが事業リターンを上回っていることが多くの企業で見られます(図表6-2-1グラフ右上方の星印の点)。負債比率を削減するとともに、改善した負債比率に対応した金利に借り替えることで資本コストを低下させ、事業リターンを下回る範囲内に位置づけることが、多くの中堅／中小企業において重要な課題となっています。

株主にとって最適な自己資本と負債の比率の範囲を、資本コストと事業リターンとの関係から導くことができることを説明しましたが、最適資本構成を考える上では、更に企業に投資する社債の投資家の観点も併せて考察することが重要となります。

銀行や社債投資家にとっては、格付け向上・リスク管理の観点から、貸出先・投資先の会社に自身以外の者に対する負債が存在しない状態が望ましいと言えます。変動する利益を享受する株主とは違い、負債提供者は金利と元本の返済以外のキャッシュを手に入れることができる訳ではないため、自身の金利・元本の返済可能性を高めることが関心事です。そのためには、負債比率が低い方が望ましいことになります。従って、株主のみではなく、銀行や社債投資家のことを考えると、最適資本構成ポイントは、平均資本コストを最低にする点よりも左に行ってもおかしくないこととなります。ただし、格付け向上を重視しすぎるあまり自己資本の比率を大きくしすぎると、負債の金利コストより自己資本コストの方が高くなり、結果として資本コストが高くなってしまいます。資本コストが高くなれば株主にとって事業価値の最大化が阻害されることになってしまい、株主の利害に反することになります。このように、株主と社債投資家の利害は資本構成においては矛盾し得るのです。

それでは、社債投資家と株主の利害をバランスさせる資本構成の領域は、どのように考えれば良いのでしょうか。図表6-2-1の網掛けの部分、資本コストが事業リターンを下回っている範囲であり、事業価値はプラスとなっています。この範囲においては、株主はリスクに見合ったリターンを受け取ることができるため、株主にとって最適な自己資本と負債の比率の範囲内にあると言えます。社債投資家は債権のリスクに見合ったリターンを求める一方、自分以外の負債がない状況を選好するため、社債投資家にとっては、図表6-2-1の濃い網掛けの範囲に負債比率があることが望ましいこととなります。このことから、一般的に株主にリターンをもたらし、かつ株主と社債投資家の利害をバランスさせる資本構成は、図表6-2-1の濃い網掛けの範囲内に求められるべきということになります。

図表 6-2-1 負債比率と資本コストの関係



■ 資金の期間構成と資本コスト

資金調達手法を選択する視点の一つとして、資本構成とその結果による資本コストを考慮すべきことを説明しましたが、資金需要と資金調達の期間をマッチングさせることも非常に重要となります。

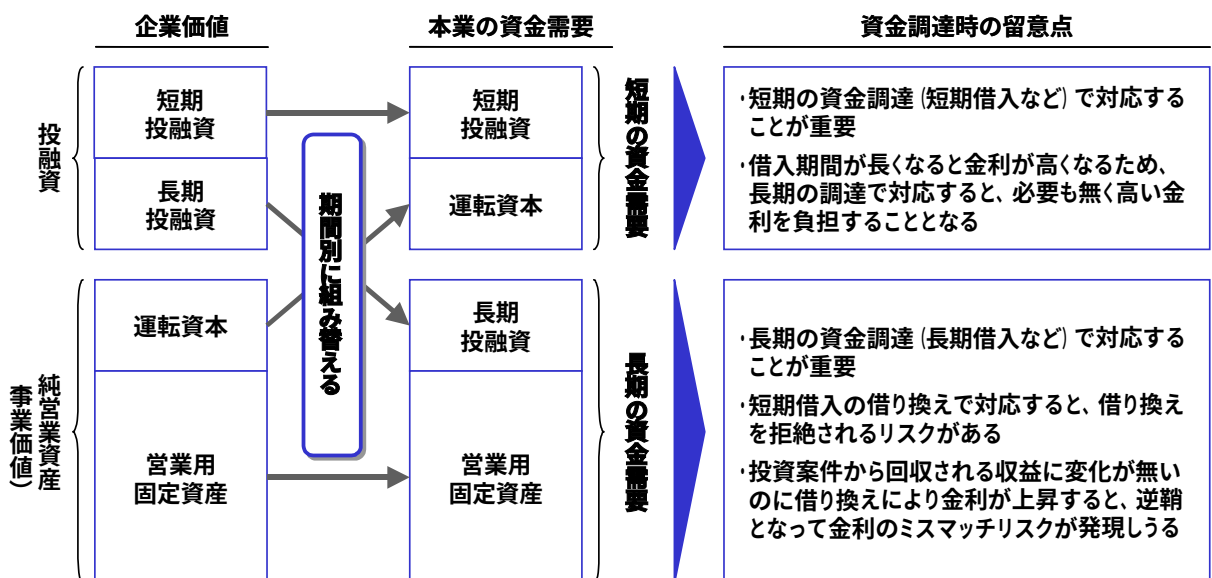
資金調達期間のマッチングを考える際には、前述した企業財務の基本バランスシートを期間別に組み替えることが有効です。まず、投融資を短期投融資、長期投融資に分類し、純営業資産を運転資本と営業用固定資産に分類します。短期投融資と運転資本の合計が短期の資金需要を、長期投融資と営業用固定資産の合計が長期の資金需要を示すこととなります（図表6-2-2を参照）。こうした短期・長期の資金需要に応じて、資金調達手法を考慮します。

短期の資金需要に対しては、短期の資金調達（短期借入など）で対応することが基本です。負債による資金調達では、借入期間が長くなると金利が高くなるため、短期の資金需要に長期の調達で応じることは必要もなく高い金利を負担することになり、望ましくありません。

逆に長期の資金需要に対しては、短期の資金調達で応じてはならないことが重要であり、長期の資金需要に対しては、長期の資金調達で応じるべきです。長期の資金需要に対して短期の資金調達、例えば短期借入で応じた場合、借り換えを行って資金需要を満たす必要がありますが、この借り換えを拒否されるリスクが発生します。また、借り換え時に金利が上昇した場合には、投資案件から回収される収益に変化がない以上、逆鞘となって金利のミスマッチが発現することとなります。

中堅／中小企業の中には、長期の資産に対応すべき資金調達も短期の借入で余儀なくされている企業が実際に見受けられます。この場合には、可能な限り早く、長期借入への借り換えや社債・株式の発行によって資金調達期間のミスマッチを是正することが望まれます。

図表 6-2-2 資金の期間構成と資本コスト



■ 信用格付の考え方

ここからは、銀行借入、社債、自己資本といった各資金調達手法に関する説明を行います。まず、銀行借入についてですが、近年の金融環境の変化に伴い、金融機関は従来の担保中心の考え方から、リスクに見合ったリターン（金利）を獲得すべく、貸出姿勢を変化させています。金融機関が融資の可否の判断や金利の設定に用いているものが「信用格付」であり、間接金融による円滑な資金調達を実現するためには、企業としては、この「信用格付」の内容を理解し、格付向上に向けた施策を実行することが重要となります。

信用格付の評価は、①スコアリングシートを用いた定量分析、②企業の定性情報に対する分析という2つのステップを経て行われます。スコアリングシートを用いた定量分析では、決算書の数値をもとに算出された安全性・収益性・成長性・債務償還能力に関する財務指標を個々に評価し、財務指標の重要度に応じてウェイト付けを行って点数をつけ、その合計点で評価を行います。さらに、金融庁の「金融検査マニュアル（別冊）」の重視項目である定性分析の評価をもとに、定量分析の評価を上方・下方に修正することにより、最終的な企業の信用格付が決定することとなります（図表6-2-3を参照）。

このように、信用格付は、財務指標の分析に定性情報の分析を加味して決定されますので、信用格付の向上に向けては、財務指標の改善、および、企業情報の開示による自社の信頼性の向上がポイントとなります。

財務指標の改善に向けては、まず信用格付の評価に用いられる財務指標の種類とその算出方法を把握したうえで、自己判定の際に問題があると考えられた財務指標を構成する数値の改善施策を検討します。信用格付の評価に用いられる主な財務指標は、「自己資本比率」、「ギアリング比率」、「売上高経常利益率」、「総資産経常利益率」、「当期利益の推移」、「経常利益増加率」、「自己資本額」、「売上高」、「債務償還年数」、「インタレスト・カバレッジ・レシオ」、「キャッシュフロー額」などです。これらの財務指標を構成する決算書の勘定科目の数値を改善して財務指標を向上させることが、信用格付の改善へつながります。

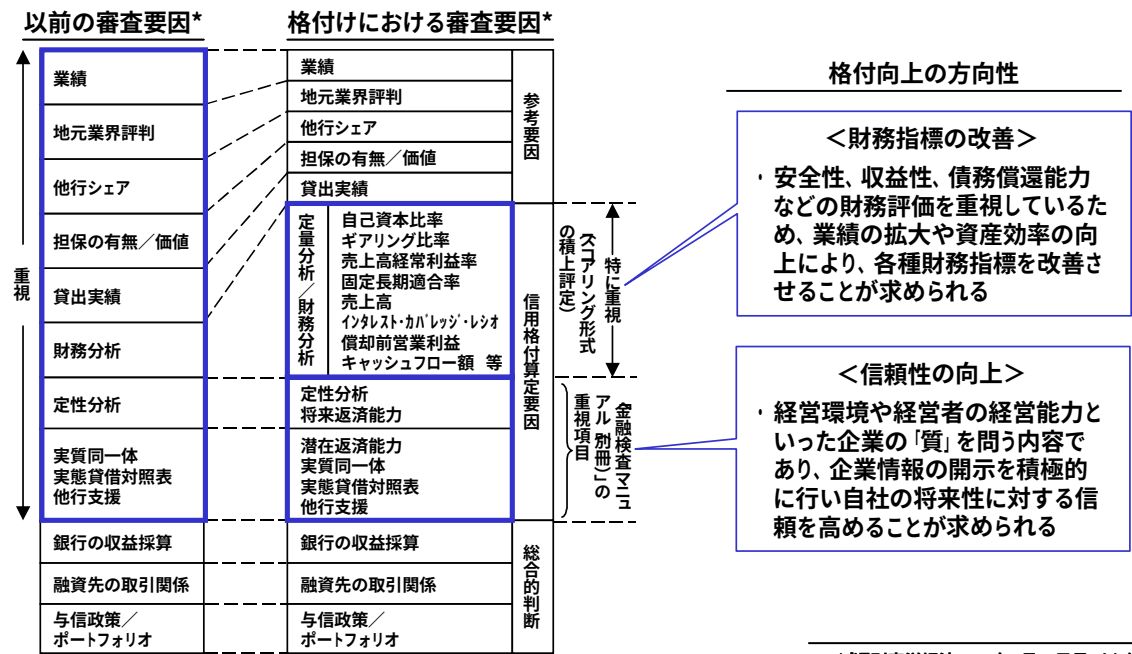
財務指標を改善させる施策としては、営業収益を増加させることの他に、資産や負債を圧縮することや、自己資本額を増加させることがあります。資産を圧縮する手法としては、売掛債権の回収サイトの短縮やファクタリングの活用、機械設備等のリースの活用、投資目的で購入した事業と関わりのない不要な投融資の処分、不動産や売掛債権の証券化といった手法があります。資産の圧縮により獲得した現金を用いて有利子負債（借入金）を返済することにより、自己資本比率やギアリング比率などの指標の改善や、金利負担の軽減が図られます。また、自己資本を増加させる手法としては、増資を行うこと以外には、借入金を自社の株式と交換する債務の株式化（Debt-Equity Swap）を活用することなどの手法があります。

また、財務指標の改善とともに、金融機関に対する情報開示を通じて自社の信用力を向上させることも信用格付に影響を与えます。定性分析の主な評価対象は、経営者の経営理念・リーダーシップといった経営者能力、既存技術の競争力・技術水準や新技術への取組みといった技術力、現在の販売ルートの継続性や新製品への活用可能性等の販売力、中期経営計画・短期経営計画の策定の有無、計画の実行体制の整備、差異分析等の経営計画策定／財務管理能力、金融機関への毎期の決算の説明や経営計画の説明等の銀行取引に係る情報公開状況、企業と代表者等の実質同一性、含み損益を反映した実態バランスシートなどです。自社の信頼性を向上させるためには、これらの内容を金融機関に対して説得力をもって説明できることが求められます。

定性情報を金融機関に説明するためのツールが経営計画ですが、経営計画を用いて金融機関を「説得」する以上、経営計画には高い実現可能性が求められます。実現可能性の高い経営計画とは、経営計画に示される売上、損益や資金繰りの予測、借入金の返済スケジュールが、市場の動向等の外部環境や人員・生産能力等の内部環境の分析に基づいており、設定した目標数値の具体的根拠が説明できる計画をいいます。また、計画が「画に描いた餅」とならないためにも、計画の実行体制を整備すること、常に実績値と計画値との差異を把握し、その原因分析、および、改善施策を実行すること等により、計画の実現可能性を担保する経営努力を行うことが重要となります。さらに、これらを実行する過程において、資金提供者たる金融機関に定期的に状況を報告することで、経営者の経営能力と借入金の返済能力をアピールすることも重要となります。

近年は、金融機関の融資姿勢が資産担保を重視した融資から事業が生むキャッシュフローを担保とした融資を行うように変化しつつあります。キャッシュフローを担保に無担保／無保証での借入を実現するためには、自社の事業が生むキャッシュフローで元利金返済が可能であることを金融機関に対して説明できなくてはなりません。実現可能性の高い経営計画の策定と金融機関への情報開示は、現在の借入条件の改善のみならず、将来の無担保／無保証での借入の実現に向けても検討すべき取組みであると考えられ、財務管理サービス人材としては、これらについても適切な助言・提案をすることが求められています。

図表 6-2-3 信用格付における審査要因と格付向上の方向性



*「週刊東洋経済 2003年8月23日号」より作成

■ ミドルマーケット構築の過程と中堅／中小企業のあるべき対応

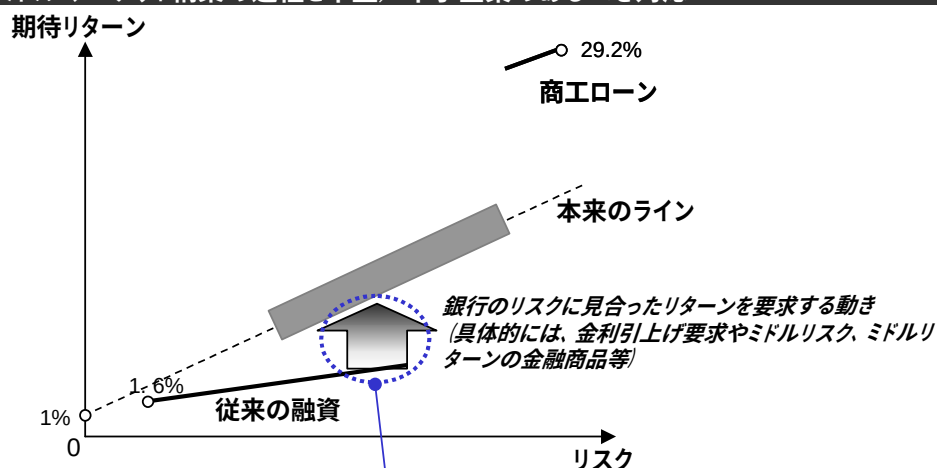
これまでの金融機関は、担保中心でリスクに見合ったリターンを求めてこなかったこともあり、中堅／中小企業から見て資金調達の可能性を広げるミドルマーケットが空白地帯になっています。米国におけるハイ・イールド債のような、リスクがある程度大きくてもそれに見合ったリターンを提供すれば調達できるような市場が、日本ではまだできていない一方で、商工ローン等の金融業者が借り手が事業を継続できないような金利を取りつづけてきたという経緯があります。

しかし、最近では、金融ビッグバンや不良債権問題等の影響もあり、前述したように金融庁のマニュアルや信用リスクをベースとした行内格付けをベースとして銀行がリスクに見合ったリターンを要求する動きも出はじめており、具体的には、金利引上げ要求やミドルリスク、ミドルリターンの金融商品等としてあらわれています（図表6-2-4を参照）。これは、中堅／中小企業にとっては、リスクに見合ったリターンを銀行や投資家に提供できれば、資金調達の可能性が広がることを意味しています。

金融機関等によるミドルマーケット構築の過程で、財務管理サービス人材としては、これらの動向の意義を十分認識すると共に、企業に対して、経営管理・改善によるリスクに合ったリターンを提供できる経営力を付けることについて、助言・提案できることが求められます。特に中堅／中小企業にとっては、マーケットからの直接の資金調達も視野に入れるものの、今後も主な資金調達先となるであろう金融機関との適切なコミュニケーションによりウィン＝ウィンの関係を築くことが重要となります。

具体的な対応としては、①金利引き上げ等条件提示・変更があった場合、その意義の認識（自社が金融機関からどのようなリスクを見られ、格付けられているか）、②自社のリスク低減に向けた経営管理・改善施策の検討と金融機関に対する説明、③金利引上げ等の条件提示に対し①②を踏まえ、借入条件見直しや自社の財務・リスク管理、事業債構築のアドバイス等の付加サービスについて交渉等の対応を行いつつ、銀行とより良い関係を築いていくことが重要になります。同時に、商工ローン・消費者金融などから、利息制限法違反の金利が設定されている借入を短期返済の見込みなしに安易に行わないことについても、十分留意すべきと考えられます。

図表 6-2-4 ミドルマーケット構築の過程と中堅／中小企業のあるべき対応



中堅・中小企業としては、以下のような対応により、金融機関とウィン＝ウィンの関係を築くことが重要となる

- ① 金利引き上げ等の条件提示・変更があった場合、その意義の認識
- ② 自社のリスク低減に向けた経営管理・改善施策の検討と金融機関に対する説明
- ③ ②を踏まえ、無担保・無保証など借入条件見直しや、財務管理アドバイザーサービス・リスク管理支援サービスなどの付加サービスの利用について交渉
- ④ 短期返済の見込みなしに、商工ローン・消費者金融などから利息制限法違反の金利が設定されている借入を行わない

■ コミットメントラインの活用

信用格付の向上には、資産圧縮により財務指標を改善させることが有効であることを説明しましたが、その実現を図ることができる手法の1つとして、資産の企業の資金需要のタイミングに合わせて資金調達を行うことができるコミットメントラインという契約形態があります。

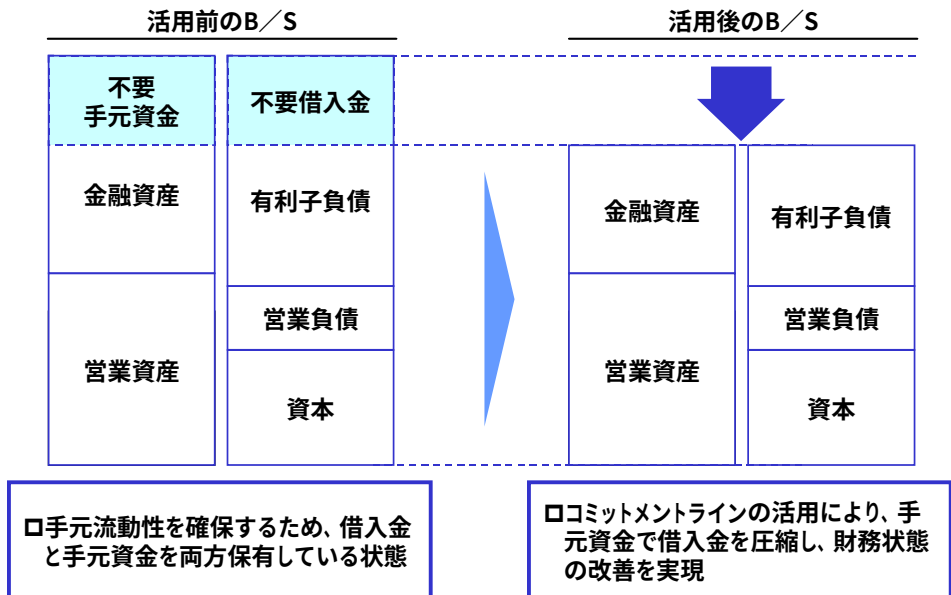
コミットメントラインとは、企業と金融機関が予め契約した期間・融資枠の範囲内で、企業の請求に基づいて金融機関が融資を実行することを約束する契約のことをいいます。コミットメントライン契約の締結により、企業は一定期間に渡り予め設定した借入限度内で自由に借入を行うことができるため、運転資金を安定的に確保できることや緊急の資金需要に対応することができること等のメリットを享受することができます。

また、コミットメントライン活用のポイントの1つとして、手元に確保しておくべき資金を減少させることができる点があります。企業によっては、万が一の事態に備えて手元流動性のある程度確保するために、大きな手元資金を保有している企業があります。しかし、コミットメントラインを活用することにより、予め設定した期間・金額であれば自由に資金調達が可能であることから、資金提供先を確保するために大きな手元資金を保有する必要がなくなります。確保する必要のなくなった手元資金を用いて有利子負債を削減することにより、総資産の圧縮による自己資本比率の向上や金利負担の軽減といった財務改善効果が期待できます(図表6-2-5を参照)。

コミットメントラインの設定には以上のような特徴とメリットがありますが、借入に伴う金利支払いの他に融資枠の設定にかかる手数料が掛かることは留意する必要があります。この手数料は借入を行わない場合でも支払う必要があるため、その場合は結果的に高コストになってしまいます。

また現時点ではコミットメントラインを利用できる企業は、出資法の金利規程の適用除外となる資本金3億円超の企業に限定されています。しかし、この点に関しては、例えば創業期のベンチャー企業等では資金調達に係る事務負担を軽減して事業の成長への専念を促進することが社会的にも望ましい等の意見もあります。より幅広い企業にコミットメントラインの効果を享受させるべきとして、中小企業にもコミットメントラインを利用できるようにするための規制緩和の主張もあり、今後の動向に注視すべきです。

図表 6-2-5 コミットメントラインの活用による有利子負債の削減



■ 社債の発行

中堅／中小企業の資金調達の多くは銀行借入により行われている状況にあります。近年は社債、株式といった直接金融による調達を行う企業も増加しています。

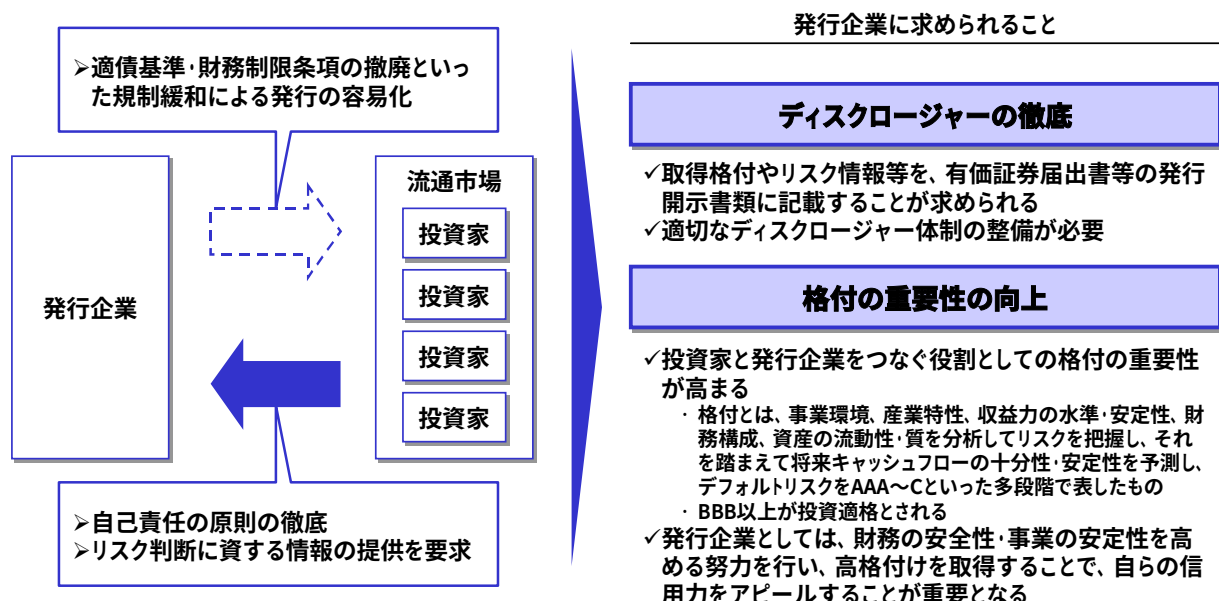
社債発行は信用力の高い大企業のみが可能なものと考えている中堅／中小企業も多いと思われますが、近年は、私募債の保証制度が整備されたことを受けて、銀行や信用保証協会の保証付私募債により資金を調達する中堅／中小企業が増加しています。株式の公開を予定している企業にとっては、新株予約権付社債を発行することも考えられます。また、公開後は、広く一般に対して公募債を発行し、自社の信用力を基に投資家から直接資金を調達することとなります。

社債の発行が一部の企業に限定されていた背景は、適債基準と財務制限条項により規制されていたことにありますが、平成8年に両者が撤廃されたことにより、企業にとっては社債発行が容易となりました。また、これまで投資家に対して社債発行企業が優良企業であることを示していた適債基準や財務制限条項の撤廃は、投資家にとっては、自己責任のもとで、発行企業がリスクに見合ったリターンを提供してくれるのか否かの判断をしなければならないこととなります。その結果、投資家としては、発行企業のリスクを判断するための情報の開示を、発行企業に求めることとなります。

投資家の自己責任の原則が徹底されると、投資家と発行企業をつなぐ役割としての格付の重要性が更に高まることとなります。格付を取得する義務はありませんが、格付が未取得の社債を投資家が購入することは考えにくく、また、取得した格付は発行開示書類に開示することとなります。また、財務の安全性の確保やディスクロージャー体制整備の重要性については、公募債を発行する企業のみ求められることなく、例えば、保証付私募債を発行する際にも、引受銀行や信用保証協会が設定した財務上の要件を満たしていることが必要となります。

今後は、直接金融により資金調達を行う企業が増加することが考えられますが、社債のように投資家から直接資金を調達することを目指す企業としては、自社の財務の安全性、事業の安定性を高める努力と適切なディスクロージャー体制の整備を徹底し、投資家に対して、自社がリスクに見合ったリターンを獲得できる投資対象であることをきちんとアピールすることが重要となります。

図表 6-2-6 社債発行企業に求められること



■ 自己資本リターンの考え方

借入金や社債といった負債による資金調達では、銀行や社債投資家はリスクに見合うリターンとして適切な利回り・金利を求めていることを説明しました。自己資本については、昨今の経済環境の下では、株主が投資姿勢を慎重にしている状況にあり、今後は、株主にとってのリスクに見合ったリターンを提供していくことが、自己資本による資金調達を円滑に行うためには重要になっていくと思われます。それでは、自己資本については、調達コストをどのように考えるべきなのでしょう。

社債や銀行借入については、「借金だから返さなければならない」ということを理解しない経営者はいません（転換社債型新株予約権付社債が結果的に株式に転換された場合を除く）。しかし、株主からの出資金である自己資本については、「返済の必要がなく、コストもかからないお金である」という考え方をする人も見られますが、株式のコストがゼロであるという認識は、本当に正しいのでしょうか。

株主に対するリターンを巡る考え方をまとめたものが図表6-2-7となります。上述の「株主資本コストはゼロである」という考え方は、最も初歩的な誤解です。そもそも、企業にとって自己資本コストがゼロであれば、株主には何も経済的利得がないこととなり、投資家が株式を購入する理由が無くなってしまいます（株主総会での投票権を行使する権利は得られます）。「安定配当が必要である」という考え方についても、配当のみではなく内部留保も株主にとってのリターンであることを考えると不十分です。「金利と同等もしくはそれ以上の配当が必要である」という考え方についても、これでは株主に十分なリターンをもたらすことにはなりません。このような発想は、社内貸出金利制度の影響が考えられます。本社から事業部門に対する社内貸出金制度を採用している企業では、事業部門としては、社内借入金にかかる金利を支払った後に黒字であることにより、部門業績評価基準を満たすことから、良い評価を受けることが考えられます。しかし、株主が負うリスクに見合うためには、金利よりも高いリターンを上げねばなりません。

基本的には、株主はトータルリターンとして、配当とキャピタルゲインを求めています。これが投資家にとって最重要となる考え方です。しかし、企業の側で株式市場をコントロールするのは不可能ですので、企業としては、配当とキャピタルゲインの源泉となる当期利益（経常純利益）の向上に努める必要があると考えられます。

図表 6-2-7 投資家（株主）に対するリターンの考え方

ゼロコスト	➢ 自己資本は元本の返済が不要の資金であるため、自己資本の調達はゼロコスト調達である
安定配当必要	➢ 株式を購入して頂いた株主には配当を払う必要がある ➢ 配当は額面に対するものとして安定している必要がある
金利必要	➢ 資金を利用する以上、金利よりも安い配当ではまずい ➢ 社内の事業部は使用資金については社内借入として金利を支払うべきである
税引後経常利益 当期利益	➢ 税引後経常利益、当期利益は、自己資本を増加させる配当とキャピタルゲインの原資である ➢ 理論的には、株価は配当を支払った後に内部留保された利益の分だけ上昇するはずである
配当 + キャピタルゲイン	➢ 期首にキャッシュで株式を購入した株主が一年保有した場合、配当と配当落後株価で期末売却時のキャピタルゲインがそのトータルリターンとなる

■ 債務の株式化

自己資本を充足させる手法の一つとして、「債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ Debt-Equity Swap）」という手法があります。債務の株式化とは、企業（債務者）と債権者との交渉により、文字通り債務と株式を交換することを言います。ここでは、債務の株式化の概要と、債務の株式化を正当に提案・実行するために踏まえるべきポイントについて説明します。

債務の株式化により、負債が自己資本に変化するため、自己資本比率が改善する結果、様々な財務上の効果を享受できます。まず、自己資本比率の向上による信用リスクの改善を通じて、負債調達コストを低下させることが可能となり、有利子負債の時価が増大する効果があります。この効果は、債務の株式化の実行直後から新たに有利子負債の借り換えを行う期間に発生します。負債コストの低下により、債務の株式化の対象とならなかった有利子負債を、以前より有利な条件で借り換えした後は、企業体質の改善によって企業がそれまでより元気になり、これまで取り組むことの出来なかった収益機会を追求することにより、企業価値そのものを増大させる効果があります。

以上のような効果を生む債務の株式化ですが、近年は債権放棄の1つの手段として用いられて新聞紙上に登場することがあり、債権放棄や債務免除の変形として認識されることがあります。しかし、債務の株式化の本質は、実施企業は企業活動の正常化を通じて企業価値を増大することができ、また、新たに株式を引き受けた債権者も、債務者の企業価値増大により、配当や株式転売によるキャピタルゲインを獲得することができるということにあります。

また、債務の株式化は、負債と株式の等価交換（現在価値が等しいもの同士のスワップ取引）であることに留意しておく必要があります。従来の債権者に対して新たに会社の株式を保有してもらおう訳ですから、その株が価値のあるものでなければ、こうした等価交換は成立不可能です。ところが、債務の株式化を行う企業では財務的な苦境に陥っている場合が多く見られます。そのうちでも特に状態が深刻な場合には、自己資本の価値がマイナスになっていることもあり得ます。いわゆる債務超過の状態です。この場合には相手に対してマイナスの価値の株式を与えることになってしまうので、このままでは等価交換としての債務の株式化はできません。

従って、債務の株式化をスムーズに推進するためには、まずは自社の自己資本の価値を評価することが必要です。これについては、第Ⅱ章で解説したバランスシートの組み換えを行い、投融資・純営業資産（事業価値）・純有利子負債の各項目を時価評価したうえで判断を行います。

具体的には、投融資については、個別の項目を時価で評価して積み上げて算出します。純営業資産についてはDCF法などを用いて時価に換算します。一方、純有利子負債の時価は通常簿価と同じです（ただし社債の発行時点の金利と現在の金利が著しく違う場合などは、必ずしもこの限りで無い場合もあります）。このように、各項目について時価評価を行った後に、投融資と純営業資産を合計して、企業価値の時価を求めます。この企業価値と純有利子負債の価値について、（ともに時価で）比較を行います。企業価値が純有利子負債の価値を上回っていれば、自己資本の時価価値はプラスとなりますが、逆に企業価値が純有利子負債の価値を下回っていれば、自己資本の時価価値はマイナスであり、その会社は実質債務超過であることになります。

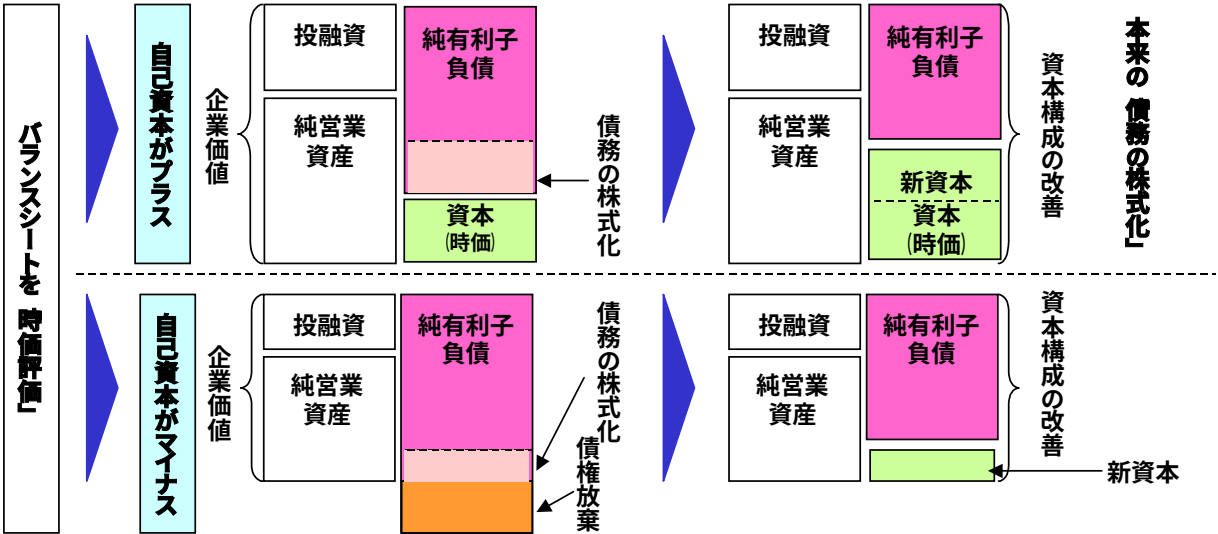
自己資本がプラスであれば、株式にはプラスの価値があることとなるため、負債と等価の自己資本を交換することが可能です(図表6-2-8の上段を参照)。この場合には、資本構成の改善が図れ、前述した債務の株式化による効果について、株式を引き受けた債権者も実施企業も享受することができることから、債務の株式化を正当に実施するための基本的な条件は満たされています。従って、債務の株式化を実施する際には、株式を引き受ける債権者に対して、基本的な要件である「自社の企業価値は有利子負債の価値を上回っている状態にある」ということを、説明することが重要となります。

自己資本がマイナスである場合(図表6-2-8の下段を参照)は、純有利子負債が企業価値を上回っている部分を解消することが先決です。さもないと、債権者は価値のない株式を引き受けることとなり、等価交換としての債務の株式化はできません。それでは、自己資本がマイナスの場合は債務の株式化を実施することはできないのでしょうか。この場合に問題となるのは、その会社の将来性、および、純有利子負債の企業価値の超過の程度(マイナスとなっている自己資本の大きさ)です。自己資本の価値がマイナスの場合でも、企業に将来性があるか、自己資本のマイナスが債務の株式化後の企業価値増大でカバーできるか否かにより、債務の株式化を行いうる可能性は大きく変わってきます。

事業運営の効率化、事業ポートフォリオの最適化、不要投融資の処分といった各財務上の課題に取り組むことで企業価値を高め、自己資本のマイナスを解消することが可能であること、または、自己資本のマイナスを解消できなくとも、マイナス幅を小さくできることを示すことができれば、債務の株式化への道が開けてきます。後者の場合は、債権者はある程度の債権放棄をしたうえで債務の株式化をすることを受け入れなければなりません。債権放棄による損失よりも債務の株式化後の企業再生による企業価値向上の利得の方が大きければ、それは債権者にとっても理に適った選択となります。

また近年ではDDS(デット・デット・スワップ)という仕組みも登場しています。これは債権者が保有する貸出金の一部を劣後貸出金(返済順位が通常貸出金よりも劣後する)に振り替え、中小企業に長期の劣後貸出金を供与するものです。株式非公開の企業に対する債務の株式化では、債権者が取得した株式の流動性が制限されることからくる難点も指摘されています。本来は非公開企業でも配当等で株主が満足するリターンを提供できれば債務の株式化は可能ですが、DDSと債務の株式化とを合わせたより広い選択肢から企業の財務状態改善を検討するのは有意義なことです。

図表 6-2-8 債務の株式化の考え方



＜まとめ＞

- ✓ 負債と自己資本の選択にあたっては、資本コストに留意する必要があります。債券投資家と株主の利害をバランスする資本コストは、事業リターンを下回っており、かつ、最低資本コストとなる負債比率より負債比率が低い範囲と考えられ、この範囲に資本コストが位置づけられるような資本構成を実現すべきです。
- ✓ 資金調達にあたっては、資金需要と資金調達の期間のマッチングが重要となります。短期の資金需要に長期の資金調達で対応すると必要も無く高い金利を負担することとなり、また、長期の資金需要に短期の資金調達で対応すると再調達が困難となったり、金利のミスマッチが発現するリスクを負うこととなります。
- ✓ 信用格付は、スコアリングシートを用いた定量分析と企業の定性情報の分析を基に決定されます。格付向上のためには、財務指標を改善すべく資産・負債の圧縮や営業収益の増大に向けた施策を実施すると共に、自社の信用力を向上すべく、適切な経営計画を策定し情報開示を適時行うことが求められます。
- ✓ 金融機関は、現在、ミドルマーケットを構築している過程にあります。また、財務管理アドバイザーサービスやリスク管理支援サービスの提供も開始しています。企業としては、金融機関との適切なコミュニケーションにより、金融機関とウィン＝ウィンの関係を築くことが重要となります。
- ✓ コミットメントラインを活用することにより、手許資金で借入金を圧縮し、財務状態の改善を実現することができます。しかし、金利以外に融資枠設定に係る手数料が発生することから、高コストの資金調達手段となる可能性があります。
- ✓ 社債の発行により資金調達を行う場合には、自社の財務の安全性・事業の安定性を投資家に対して適切にアピールすべく、ディスクロージャー体制の整備を徹底する必要があります。
- ✓ 株主はトータル・リターンとして配当とキャピタルゲインを求めていることから、企業としては、その源泉となる当期利益（経常純利益）の向上に努める必要があります。
- ✓ 債務の株式化の本質は、負債と自己資本の等価交換です。自己資本価値がプラスの場合は、債務の株式化により資本構成の改善が図れ、実施企業も株式を引き受けた債権者も様々な効果を得ることができます。マイナスの場合は、各種財務上の課題の解決に取り組むことで、マイナス幅を減少できたり、将来の企業価値増大でマイナスをカバーできることがポイントになります。



Short Case ～資本構成の変化に伴う企業価値の変化～

クライアント企業が、企業価値向上に向けて、

- ① 20億円の社債を発行し、獲得資金を全額本業へ投資する
- ② 20億円の投融資を処分し、獲得資金を全額用いて負債を圧縮する
- ③ 20億円の増資を行い、獲得資金を全額本業に投資する

という3つの施策を考えています。それぞれの施策を実施した場合に、企業価値がどの程度になるのかを算出することとなったあなた（財務管理サービス人材）は、クライアント企業に関する以下のようなデータを準備しました。以下のデータを基に、3つの施策のそれぞれについて、施策を実行した場合の企業価値を算出し、どの施策が最も企業価値向上に効果的であるかを判断してください。

<クライアント企業の財務データ（施策実施前）>

投融資の額	: 40億円	負債コスト(Rd)	: 2.0%
純営業資産の額	: 160億円	自己資本コスト(Re)	: 6.0%
純有利子負債の額(D)	: 100億円	実効税率(t)	: 40%
株価総額(E)	: 100億円		

<クライアント企業の予測営業フリーキャッシュフロー（施策実施前）>

[単位: 億円]

	1年目	2年目	3年目	4年目以降
営業フリーキャッシュフロー	4	5	6	7

施策

①

【20億円の社債を発行し、獲得資金を全額本業へ投資する】

<施策実施後の財務データ>

投融資の額	: 40億円	負債コスト(Rd)	: 2.4%
純営業資産の額	: 180億円	自己資本コスト(Re)	: 6.6%
純有利子負債の額(D)	: 120億円	実効税率(t)	: 40%
株価総額(E)	: 100億円		

<施策実施後の予測営業フリーキャッシュフロー>

[単位: 億円]

	1年目	2年目	3年目	4年目以降
営業フリーキャッシュフロー	4.4	5.5	6.6	7.7

施策 ②

〔20億円の投融資を処分し、獲得資金を全額用いて負債を圧縮する〕

＜施策実施後の財務データ＞

投融資の額	： 20億円	負債コスト(Rd)	： 1.6%
純営業資産の額	： 160億円	自己資本コスト(Re)	： 5.4%
純有利子負債の額(D)	： 80億円	実効税率(t)	： 40%
株価総額(E)	： 100億円		

＜施策実施後の予測営業フリーキャッシュフロー＞

[単位:億円]

	1年目	2年目	3年目	4年目以降
営業フリーキャッシュフロー	4	5	6	7

施策 ③

〔20億円の増資を行い、獲得資金を全額本業に投資する〕

＜施策実施後の財務データ＞

投融資の額	： 40億円	負債コスト(Rd)	： 1.8%
純営業資産の額	： 180億円	自己資本コスト(Re)	： 5.5%
純有利子負債の額(D)	： 100億円	実効税率(t)	： 40%
株価総額(E)	： 120億円		

＜施策実施後の予測営業フリーキャッシュフロー＞

[単位:億円]

	1年目	2年目	3年目	4年目以降
営業フリーキャッシュフロー	4.4	5.5	6.6	7.7

□ 事業価値＝一定年度までの予測DCF＋継続価値の現在価値

□ DCF法の公式＝ $\frac{\text{営業FCF}_1}{1+r} + \frac{\text{営業FCF}_2}{(1+r)^2} + \frac{\text{営業FCF}_3}{(1+r)^3} + \dots$

□ WACC (r;割引率)の公式＝ $\frac{D}{D+E} \times Rd(1-t) + \frac{E}{D+E} \times Re$

□ 継続価値＝ $\frac{\text{営業FCF}}{r}$

□ 企業価値＝投融資＋事業価値

3 資本構成の最適化に係る専門家

ここでは、資本構成の最適化のための施策を企業が実行する際に、その実行を支援する専門家の種類とその役割について概観します。

■ 事業運営の最適化に関わる専門家とその役割

前節では、資本構成の最適化に係る各ソリューションについて、実行にあたって留意しておくべき点や重要なポイントを説明しました。ここでは、企業が「金融機関との関係強化」、「社債の発行」、「株式の発行」、「債務の株式化」といった資本構成の最適化に係る各ソリューションを実行するにあたり、その実行を支援する専門家について説明を行います（図表6-3-1を参照）。

「金融機関との関係強化」に関しては、近年は金融機関がリスクに見合ったリターン（金利）を設定するように融資姿勢を変化させつつあることを説明しました。それに伴い、融資先企業に対して、融資先企業の財務を改善する財務管理アドバイザーサービスや、金利・為替などのリスクの回避を支援するリスク管理支援サービスを提供するための専門部署を設立する金融機関が増加しています。企業としては、金融機関と適切なコミュニケーションを図り、これらを有効活用することにより、金融機関とウィン＝ウィンの関係を築くことが今後は重要となります。

「社債の発行」に関しては、社債の引受審査や発行条件・発行時期などの起債内容についてのアドバイスをしたり、社債の引受・募集・販売などを中心となって行う引受証券会社が増加しています。また、社債の発行にあたっては、財務代理人や発行事務代行会社、登録機関、社債管理会社などが関与しますが、これは主に銀行や信託銀行といった金融機関がその役割を担うこととなります。また、銀行は、企業の発行する社債を購入して社債権者となることも多くあります。さらに、弁護士、公認会計士、税理士が、起債前後の法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点についてのアドバイスをすることとなります。

「株式の発行」に関しては、株式公開の場合は、公開審査へ対応、公開価格の決定、公募・売出株式の引受といった公開準備作業全般の支援を主幹事証券会社が行うこととなります。また、株式公開に必要な会計監査の実施を始めとして、公開準備作業全般について監査法人が支援を行います。さらに、税理士が、資本政策などに係る税務面からの支援を行います。未公開企業が増資により資金調達を行う場合は、特に株式公開を目指す企業に対しては、ベンチャーキャピタルが株式公開に至る過程において、資金提供や企業経営そのものの支援を行います。

「債務の株式化」に関しては、金融機関からの借入金を自社の株式と交換することとなりますので、金融機関が債権者から株主へと変化することとなります。

図表 6-3-1 資本構成の最適化に関わる専門家とその役割

ソリューション	ソリューションに係る主な専門家	専門家の果す役割
金融機関との関係強化	金融機関	✓事業会社のニーズを踏まえたうえで、長短の融資を提供 ✓事業会社の財務を改善するアドバイザー業務の提供 ✓事業会社の金利・為替等のリスクの回避を支援
社債の発行	(主幹事) 証券会社	✓引受審査、発行条件・発行時期等の起債内容についてのアドバイス、社債の引受・募集・販売等の実施
	金融機関	✓投資家として社債権者となる ✓財務代理人、発行事務代行会社、登録機関、社債管理会社等を担い、社債の発行時・発行後の事務を行う
	弁護士、公認会計士、税理士	✓法律・会計・税務上の詳細事項や手続き上の留意点などに関するアドバイスを実施
株式の発行	(主幹事) 証券会社	✓公開審査への対応、公開価格の決定、公募・売出株式の引受等の公開準備作業全般の支援 ✓公開後の直接金融による資金調達の支援
	公認会計士(監査法人)	✓公開に向けた予備調査・会計監査や、公開準備作業全般の支援
	税理士	✓税務面からの資本政策等に対する支援
	ベンチャーキャピタル	✓未公開企業に対し、株式公開にいたる過程で資金提供や経営支援などを行う
債務の株式化	金融機関	✓貸付金と株式を交換することで、新たな株主となる

＜まとめ＞

- ✓「金融機関との関係強化」については、近年金融機関が提供し始めている財務管理サービスやリスク管理支援サービスを有効活用するために、金融機関と適切なコミュニケーションを図った上でサービス利用に向けた助言を行うことが重要となります。
- ✓「社債の発行」については、引受審査の実施、記載内容についてのアドバイス、引受・募集・販売を主幹事証券会社が中心となっており、金融機関が財務代理人・発行事務代行会社・社債管理会社等として社債の発行時・発行後の事務を行います。また、弁護士、公認会計士、税理士が法律上の詳細事項や手続き上の留意点などについてアドバイスを行います。
- ✓「株式の発行」については、株式公開に関しては、公開準備作業全般や公開後の資金調達の支援を主幹事証券会社が中心となっており、また、監査法人が会計監査や公開準備作業の支援を行い、税理士が資本政策等に対する税務面からの支援を行います。未公開企業に対してはベンチャーキャピタルが公開に至る過程での資金提供や経営支援を行います。
- ✓「債務の株式化」については、金融機関が企業に対する貸付金をその企業の株主と交換することにより、新たな株主となります。

財務課題解決



Short Case 演習解答例

<解答と解説> Short Case ～平均資本コストの算出～ (18P)

<事業ベータの算出>

クライアント企業の行っている事業の事業ベータは、ベンチマーク対象とする上場企業のデータから、0.5と算出される。

$$\begin{aligned}
 \text{事業ベータ} &= \frac{\text{ベンチマーク企業の自己資本}}{\text{ベンチマーク企業の純有利子負債} + \text{自己資本}} \times \text{ベンチマーク企業の自己資本ベータ} \\
 &= \frac{50\text{億円}}{50\text{億円} + 50\text{億円}} \times 1.0 \\
 &= 0.5
 \end{aligned}$$

<自己資本ベータの算出>

クライアント企業の自己資本ベータは、事業ベータと自己資本比率の逆数から、0.83と算出される。

$$\begin{aligned}
 \text{自己資本ベータ} &= \text{事業ベータ} \times \frac{\text{クライアント企業の純有利子負債} + \text{自己資本}}{\text{ベンチマーク企業の自己資本}} \\
 &= 0.5 \times \frac{4\text{億円} + 6\text{億円}}{6\text{億円}} \\
 &= 0.83
 \end{aligned}$$

<自己資本コストの算出>

クライアント企業の自己資本コストは、リスクフリーレート、実効税率、自己資本ベータ、株式市場の平均期待リターンをCAPMの公式に算入することにより、3.85%と算出される。

$$\begin{aligned}
 \text{自己資本コスト} &= R_f (1 - t) + \text{クライアント企業の自己資本ベータ} \times (R_m - R_f) \\
 &= 1.3\% \times (1 - 0.4) + 0.83 \times (5.0\% - 1.3\%) \\
 &= 3.85\%
 \end{aligned}$$

<平均資本コストの算出>

クライアント企業の平均資本コストは、負債コスト、自己資本コストを平均資本コストの公式に算入することにより、2.79%と算出される。

$$\begin{aligned}
 \text{平均資本コスト} &= \frac{D}{D + E} \times R_d (1 - t) + \frac{E}{D + E} \times R_e \\
 &= \frac{4\text{億円}}{4\text{億円} + 6\text{億円}} \times 2.0\% \times (1 - 0.4) + \frac{6\text{億円}}{4\text{億円} + 6\text{億円}} \times 3.85\% \\
 &= 2.79\%
 \end{aligned}$$

<解答と解説> Short Case ～DCF法による事業価値評価～ (41P)

<平均資本コスト (WACC) の算出>

X社の平均資本コスト (WACC) は、負債コスト、自己資本コスト、純有利子負債、自己資本を平均資本コストの公式に算入することにより、3.0%と算出される。

平均資本
コスト

$$\begin{aligned} &= \frac{D}{D+E} \times R_d (1-t) + \frac{E}{D+E} \times R_e \\ &= \frac{50\text{億円}}{50\text{億円}+30\text{億円}} \times 2\% \times (1-0.4) + \frac{30\text{億円}}{50\text{億円}+30\text{億円}} \times 6\% \\ &= \boxed{3.0\%} \end{aligned}$$

<3年目までの予測DCFの算出>

X社の3年目までの予測DCFは、1年目から3年目までの予測営業フリーキャッシュフロー、WACCをDCF法の公式に算入することにより、140.9億円と算出される。

予測DCF

$$\begin{aligned} &= \frac{1\text{年目の予測営業FCF}}{1+r} + \frac{2\text{年目の予測営業FCF}}{(1+r)^2} + \frac{3\text{年目の予測営業FCF}}{(1+r)^3} \\ &= \frac{40\text{億円}}{1+0.03} + \frac{50\text{億円}}{(1+0.03)^2} + \frac{60\text{億円}}{(1+0.03)^3} \\ &= \boxed{140.9\text{億円}} \end{aligned}$$

<4年目以降の継続価値の算出>

X社の4年目以降の継続価値は、4年目以降の予測営業フリーキャッシュフロー、WACCを継続価値の公式に算入することにより、2333.3億円と算出される。

継続価値

$$= \frac{4\text{年目以降の予測営業FCF}}{r} = \frac{70\text{億円}}{0.03} = \boxed{2333.3\text{億円}}$$

<4年目以降の継続価値の算出>

継続価値は3年目時点で4年目以降の価値を計算したものであるため、これを現在価値に割引くと、億円と算出される

継続価値

$$= \frac{4\text{年目以降の継続価値}}{(1+r)^3} = \frac{2333.3\text{億円}}{(1+0.03)^3} = \boxed{2135.3\text{億円}}$$

<事業価値の算出>

X社の事業価値は、3年目までの予測DCFと4年目以降の継続価値の現在価値を足し合わせることで、2474.2億円と算出される。

事業価値

$$= 3\text{年目までの予測DCF} + 4\text{年目以降の継続価値の現在価値} = \boxed{2276.2\text{億円}}$$

<解答と解説> Short Case ～資本構成の変化に伴う企業価値の変化～ (67・68P)

【施策① 20億円の社債を発行し、獲得資金を全額本業へ投資する】

<平均資本コスト (WACC) の算出>

$$\begin{aligned}
 \text{平均資本コスト} &= \frac{D}{D+E} \times R_d (1-t) + \frac{E}{D+E} \times R_e \\
 &= \frac{120\text{億円}}{120\text{億円}+100\text{億円}} \times 2.4\% \times (1-0.4) + \frac{120\text{億円}}{120\text{億円}+100\text{億円}} \times 6.6\% \\
 &= \boxed{3.79\%}
 \end{aligned}$$

<3年目までの予測DCFの算出>

$$\begin{aligned}
 \text{予測DCF} &= \frac{1\text{年目の予測営業FCF}}{1+r} + \frac{2\text{年目の予測営業FCF}}{(1+r)^2} + \frac{3\text{年目の予測営業FCF}}{(1+r)^3} \\
 &= \frac{4.4\text{億円}}{1+0.0379} + \frac{5.5\text{億円}}{(1+0.0379)^2} + \frac{6.6\text{億円}}{(1+0.0379)^3} \\
 &= \boxed{15.3\text{億円}}
 \end{aligned}$$

<4年目以降の継続価値の算出>

$$\text{継続価値} = \frac{4\text{年目以降の予測営業FCF}}{r} = \frac{7.7\text{億円}}{0.0379} = \boxed{203.4\text{億円}}$$

<継続価値の現在価値の算出>

$$\text{継続価値の現在価値} = \frac{4\text{年目以降の継続価値}}{(1+r)^3} = \frac{203.4\text{億円}}{(1+0.0379)^3} = \boxed{182.0\text{億円}}$$

<事業価値の算出>

$$\text{事業価値} = 3\text{年目までの予測DCF} + 4\text{年目以降の継続価値の現在価値} = \boxed{197.2\text{億円}}$$

<企業価値の算出>

$$\text{企業価値} = \text{投融資 (40億円)} + \text{事業価値} = \boxed{237.2\text{億円}}$$

【施策② 20億円の投融資を処分し、獲得資金を全額用いて負債を圧縮する】

＜平均資本コスト (WACC) の算出＞

$$\begin{aligned} \text{平均資本コスト} &= \frac{80\text{億円}}{80\text{億円} + 100\text{億円}} \times 1.6\% \times (1 - 0.4) + \frac{100\text{億円}}{80\text{億円} + 100\text{億円}} \times 5.4\% \\ &= 3.43\% \end{aligned}$$

＜3年目までの予測DCFの算出＞

$$\begin{aligned} \text{予測DCF} &= \frac{4\text{億円}}{1 + 0.0343} + \frac{5\text{億円}}{(1 + 0.0343)^2} + \frac{6\text{億円}}{(1 + 0.0343)^3} \\ &= 14.0\text{億円} \end{aligned}$$

＜4年目以降の継続価値の算出＞

$$\begin{aligned} \text{継続価値} &= \frac{7\text{億円}}{0.0343} = 204.3\text{億円} \end{aligned}$$

＜継続価値の現在価値の算出＞

$$\begin{aligned} \text{継続価値の現在価値} &= \frac{\text{4年目以降の継続価値}}{(1+r)^3} = \frac{204.3\text{億円}}{(1+0.0343)^3} = 184.6\text{億円} \end{aligned}$$

＜事業価値の算出＞

$$\begin{aligned} \text{事業価値} &= \text{3年目までの予測DCF} + \text{4年目以降の継続価値の現在価値} = 198.6\text{億円} \end{aligned}$$

＜企業価値の算出＞

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{投融資 (20億円)} + \text{事業価値} = 218.6\text{億円} \end{aligned}$$

【施策③ 20億円の増資を行い、獲得資金を全額本業に投資する】

＜平均資本コスト (WACC) の算出＞

$$\begin{aligned} \text{平均資本コスト} &= \frac{100\text{億円}}{100\text{億円} + 120\text{億円}} \times 1.8\% \times (1 - 0.4) + \frac{120\text{億円}}{100\text{億円} + 120\text{億円}} \times 5.5\% \\ &= 3.49\% \end{aligned}$$

＜3年目までの予測DCFの算出＞

$$\begin{aligned} \text{予測DCF} &= \frac{4.4\text{億円}}{1 + 0.0349} + \frac{5.5\text{億円}}{(1 + 0.0349)^2} + \frac{6.6\text{億円}}{(1 + 0.0349)^3} \\ &= 15.3\text{億円} \end{aligned}$$

＜4年目以降の継続価値の算出＞

$$\text{継続価値} = \frac{7.7\text{億円}}{0.0349} = 220.6\text{億円}$$

＜継続価値の現在価値の算出＞

$$\text{継続価値の現在価値} = \frac{4\text{年目以降の継続価値}}{(1+r)^3} = \frac{220.6\text{億円}}{(1+0.0349)^3} = 199.0\text{億円}$$

＜事業価値の算出＞

$$\text{事業価値} = 3\text{年目までの予測DCF} + 4\text{年目以降の継続価値の現在価値} = 214.3\text{億円}$$

＜企業価値の算出＞

$$\text{企業価値} = \text{投融資 (40億円)} + \text{事業価値} = 254.3\text{億円}$$

【結論】

本ケースの場合は、以上3つの施策のうち、「③20億円を増資し、獲得資金の全額を本業に投資する」という施策が最も企業価値を高める施策であると考えられる。

- ・リチャード・A・ブリーリー 他「コーポレート・ファイナンス (第6版) 上下」日経BP社 2002年
- ・ロバート・C・ヒギンズ「ファイナンシャル・マネジメント」ダイヤモンド社 2002年
- ・マッキンゼー・アンド・カンパニー「企業価値評価」ダイヤモンド社 2002年
- ・村藤 功「連結財務戦略」東洋経済新報社 2000年
- ・村藤 功「日本の財務再構築」東洋経済新報社 2004年
- ・安田 隆二「企業再生マネジメント」東洋経済新報社 2003年
- ・長谷川 英司 他「バランスシート効率化戦略」中央経済社 2002年
- ・井手 保夫「証券化のしくみ」日本実業出版社 1999年
- ・平野義昭 他「証券化ハンドブック」税務経理協会 2002年
- ・社団法人 不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック 2003」2003年
- ・尾関純 他「M&A戦略策定ガイドブック」中央経済社 2003年
- ・鈴木義行 他「M&A実務ハンドブック (第2版)」2003年
- ・西村総合法律事務所 (編)「M&A法大全」、商事法務 2001年
- ・あさひ法律事務所、アーサーアンダーセン(編)「会社分割のすべて(全面改訂)」中央経済社 2001年
- ・レコフ「日本企業のM&Aデータブック 1988～2002」レコフ、2003年
- ・中島康晴「時価・減損会計の知識」日本経済新聞社 2003年
- ・住友信託銀行／住信パーソナルサービス株式会社「証券業務の基礎 (2003年版)」経済法令研究会 2003年
- ・中村 中「中小企業経営者のための格付アップ作戦」TKC出版 2003年
- ・西村善朗 他「Q&A 債務の株式化(DES)の実務」清文社 2002年

