

財務戦略の考え方

解説編

しきや会計 & コンサルティング

平成27年10月改訂版

財務戦略の目的

3ページ

- 財務戦略の目的は「規模」と「資金力」をバランスさせることにあります。
- 企業活動において規模の利益を追求することは合理的な行動です。一方、規模を拡大させると財務的に破綻するリスクが高まります。
- この「規模と資金力は相反する」という仮説を理解することが財務戦略の理解に重要です。以後、この仮説を検証することで目的の正しさを理解していただきたいと思います。
- 論点は次の4つです。
 - 規模とは？
 - 規模の利益とは？
 - 資金力とは？
 - 規模と資金力は相反するのか？

規模

4ページ

- 財務において「規模」とは「総資本」を指します。
- 総資本は外部から調達した資金で構成されます。具体的には、株主からの出資、銀行からの借入、取引先に対する一定期間の支払猶予などによって構成されます。
- 企業活動は外部から調達した資金を運用する活動です。そう考えると貸借対照表は右から左に読むのが正しい見方となります。そして、総資本は最終的に全て返済しなければならない性質があります。

規模の利益

5ページ

- 規模の利益とは、規模の拡大につれて平均コストが下がり、より多くの利益が獲得できることをいいます。
- 規模＝総資本が大きい企業ほど利益額・利益率が大きいのは統計的にも明らかです。よって、規模の利益を追求することは企業にとって当然の選択だと言えます。
- より正確に言えば、現在の利益を維持するためには現在の規模＝総資本を維持するのが合理的であり、より多くの利益を獲得したいならば規模＝総資本の拡大を目指すのが合理的だということになります。
- ただし、規模の利益は総資本を増加させても破綻しなかった企業が獲得できるものです。闇雲に総資本を増加させれば利益が増加するわけではないことに注意を要します。

資金力

6ページ

- 資金力とは、キャッシュフローを獲得する能力のことです。
- キャッシュフローを獲得する方法には自己金融と資金調達のとつがあります。つまり、資金力は自己金融能力と資金調達力の二つの要素からなることになります。以後、自己金融能力とはどういうものか、資金調達力とはどういうものか説明していきます。
- 資金力の本質を理解することは、財務戦略の根底を理解することになります。

資金力> 自己金融能力

7ページ

- 自己金融とは、自社が生み出したキャッシュフローを資金源とすることをいいます。また、自己金融能力とは規模に見合ったキャッシュフローを生み出す力のことをいいます。
- 自己金融能力は総資本当期純利益率と自己資本比率の二つの財務指標で測定されます。これらの指標から、現在の収益力と過去の収益力の蓄積が総資本に比べて大きいほど自己金融能力が高いことが分かります。
- そして、自己金融能力は当期純利益と自己資本の大きさに比例し、総資本の大きさに反比例することも重要なポイントです。

8ページ

- 資金調達力とは銀行融資を受ける能力のことをいいます。当たり前を感じるかもしれませんがその根拠を示します。
- 中小企業庁「我が国の中小企業の実態」(平成22年)によると、中小企業の85.5%が民間の金融機関から資金調達した実績があります。一方、ベンチャーキャピタルや投資育成会社から資金調達した実績のある中小企業は6%しかありません。
- このことは、中小企業は資金調達の大半を銀行融資に依存していることを表しています。つまり、資金調達力＝銀行融資を受ける能力ということです。
- そして資金調達力を理解するためには銀行融資の仕組みを理解する必要があることが分かります。以後、銀行融資の仕組みを説明していきます。

9ページ

- 銀行融資の仕組みにおいて、融資判断は2段階で行われています。
- 銀行はまず、内部格付制度で借り手企業の基本的な取引方針や貸出条件を決定します。この段階で融資不適合と評価された企業は、不動産担保を提供する意思があったとしても融資を謝絶されます。融資不適合企業に対する貸出債権には50%を超える貸倒引当金を積まなければならない、銀行にとって経済合理性がないからです。
- 融資適合と評価された企業に対しては、個々の融資案件ごとにその可否・貸出条件が決められます。この段階になって初めて保証の状況・担保の状況・資金使途などが勘案されることとなります。
- 銀行融資を受けるためには、融資適合と評価される必要があるということです。

10、11ページ

- 借り手企業に対する基本的な取引方針・貸出条件を決める手続きを内部格付制度といいます。内部格付制度では実態財務を財務定量モデルに算入して一次格付をします。
- 借り手企業から提出された月次試算表や決算書等の財務情報を表面財務といいます。銀行は表面財務が借り手企業の実態を表していないと考えています。その理由は、借り手企業のほとんどが納税を目的とした財務諸表を作成しているからです。そのため、銀行は独自に会計処理を修正して実態に近い決算書を別途作成しています。それが実態財務です。
- 実態財務の基本的な考え方は二つあります。
- 企業の自己資本は、将来的にキャッシュフローとなる資産に担保されていなければならないという考え方が一つです。不良債権や不良在庫は自己資本から控除されて評価されます。
- 会計処理は每期継続的・規則的に行われるべきという考え方が一つです。減価償却未済額は自己資本や当期純利益から控除されて評価されます。
- なお、実態財務の把握は中小企業の財務戦略にとっても重要です。財務戦略を策定する場合、実態ベースで検討しなければ結論を誤る可能性が高いからです。

12ページ

- 財務定量モデルはデフォルト確率を推定するモデルです。デフォルトとは債務不履行のことで、実質的に企業破綻を意味します。
- 財務定量モデルは、理論的にデフォルト確率を導くのではなく、統計的にデフォルト事象と関連の深い複数の財務指標を照らし合わせることでデフォルト確率を推定します。
- デフォルト確率が低ければ信用格付は高く、デフォルト確率が高ければ信用格付は低くなります。
- 財務定量モデルの精度はデフォルト事象と関連の深い財務指標の選択に依存しています。つまり、デフォルト事象と関連の深い財務指標が明らかになれば、財務定量モデルの本質が分かります。

13、14ページ

- 銀行は内部格付制度の詳細を公表していないため、銀行が採用している財務指標を直接知ることはできません。しかし、デフォルト確率を推定するという観点では格付機関の信用格付も同じものなので、格付機関が公表している財務指標を分析すればその本質が分かります。
- ムーディーズとS&Pが採用している財務指標は奇しくも同じ6種類となっています。このうち、自己資本比率と相関性の高い有利子負債比率、総キャピタライゼーション比率、固定長期適合率、留保利益率を省いてやると、残った財務指標は自己資本比率と有利子負債/EBITDAの二つとなります。
- 自己資本比率は総資本が小さいほど評価が有利となります。また、有利子負債/EBITDAは当期純利益が大きいほど評価が有利となります。つまり、これらの財務指標は7ページで紹介した自己金融能力を測定する財務指標に他ならないことが分かります。
- よって、デフォルト事象と関連の深い財務指標とは、自己金融能力を表す財務指標だと結論付けられます。

15、16ページ

- 財務定量モデルの精度はデフォルト事象と関連の深い財務指標の選択に依存しており、それは自己金融能力を表す財務指標であることが判明しました。
- このことから、財務定量モデルの本質は自己金融能力の測定にあることが分かります。そして、内部格付制度は自己金融能力を測定して信用格付するシステムだと結論付けられます。

資金力＞資金調達力の本質

17ページ

- 借り手企業の基本的な取引方針や貸出条件は自己金融能力の高さによって判断されることが明らかになりました。そうすると、資金調達力は自己金融能力に比例して伸縮することになります。
- 企業の業績が良く自己金融能力が高い時は、銀行の取引方針は「積極的」となり、貸出条件は企業に「有利」となります。すなわち、借り手企業の資金調達力が高まります。銀行には融資を増やすインセンティブが働きますが、借り手企業には銀行融資を返済するインセンティブが働きます。資金余力が発生しているからです。
- 企業の業績が悪化し、自己金融能力が下がると、銀行の取引方針は「消極的」となり、貸出条件は企業に「不利」となります。すなわち、借り手企業の資金調達力が弱まります。借り手企業には銀行融資の必要性が高まりますが、銀行には融資を減らすインセンティブが働くため、借り手企業に資金不足が発生することがあります。
- これが「銀行は晴れた日に傘を差し出し、雨が降ったら取り上げる」ロジックです。このロジックは、資金調達力の本質を端的に表しています。

資金力の本質

18ページ

- 6ページで、資金力とは自己金融能力と資金調達力の2つの要素からなることを述べました。7ページ～17ページでは、資金調達力とは実質的に銀行融資を受ける能力であり、資金調達力は自己金融能力に応じて伸縮することを明らかにしました。
- そうすると、資金力とは自己金融能力そのものということになります。また、自己金融能力は自己資本比率と総資本当期純利益率で測定されることから、総資本と自己金融能力がトレードオフの関係にあるという重要な結論が導かれることになります。
- 3ページで、財務戦略の目的は規模と資金力をバランスさせることだと述べました。そして、その前提となる「規模と資金力が相反するという仮説」を立証することが目的の正しさを示すことになることとしました。
- 規模とは総資本のことであり資金力とは自己金融能力のことです。総資本と自己金融能力はトレードオフの関係にあることから、この仮説は立証され、財務戦略の目的の正しさも示されたことになります。

19ページ

- ここまでの議論をまとめる前に、銀行融資の仕組みについてもう少し説明したいと思います。
- 表は、日銀レポートを基に信用格付・債務者区分の定義を示したものです。定義では「現在の財務内容の良否」と「将来的な事業環境の変化に対する耐性」の二つに言及しながら債務履行能力の程度を区分しています。このことは、現在の財務内容だけでなく将来的なリスクに対する備えがあって初めて債務履行能力が高まることを示唆しています。すなわち、資金余力の重要性を示唆しています。

20ページ

- 表は信用格付・債務者区分に応じた資金調達力の目安を示しています。
- 表を見ると、融資判断が2段階で行われていることが分かります。信用格付8・要管理先以下は融資不適合で銀行融資を受けることができません。仮に、借り手企業が不動産担保を提供する意思があったとしても、要管理先以下に対する新規融資には50%以上の貸倒引当金を積まなければならない、銀行にとって経済合理性がないからです。
- 信用格付7・要注意先は融資適格ではありますが、仮に、借り手企業が不動産担保を提供する意思があったとしても、融資が受けられないことがあります。要注意先に対する新規融資には通常よりも高い貸倒引当金(7~15%程度)を積まなければならない、他の融資と押しなべた金利が銀行にとって経済合理性があれば融資を受けることができます。しかし、金利が高くなるのはやむを得ません。
- 信用格付6・正常先は融資適格ですが、このレベルではキャッシュフローを生み出す力が十分ではないため、無担保無保証で融資を受けられるかは微妙なところです。
- この表を見て分かるとおり、信用格付が高いほど資金調達力は大きいといえます。

21ページ

- 銀行は、中小企業の経営者と経営者が関わる全ての企業(グループ企業)は一体のものと見なしています。グループ企業とは経営者が実質的に支配している企業のことです。
- この銀行の目線を理解しておくことは重要です。なぜなら、財務内容に問題を抱える企業がグループ内にある場合、他のグループ企業が融資を受けられないことがあるからです。銀行は問題を抱える企業に転貸されることを警戒しています。逆に、ある企業が財務内容に問題を抱えていてもグループ企業全体の信用格付が高ければ銀行融資を受けられることがあります。他のグループ企業からの支援が期待できるからです。
- 企業単体の信用格付だけでなく、グループ企業全体の信用格付にも留意することが銀行融資を受ける上で必要だといえます。

ここまでのまとめと新たな問題提起

22ページ

- ここまで、最初に問題提起した財務戦略の目的に合理性があるかどうか検討してきました。議論をまとめると次ようになります。
- 規模の利益は統計的な事実であり、規模の利益を追求することは企業にとって当然の選択です。一方、財務的な破綻を回避するために規模に見合った資金力を確保することは企業にとって当然の義務です。規模とは総資本のことであり資金力とは自己金融能力のことを指します。総資本と自己金融能力はトレードオフの関係にあるため、規模と資金力は自然の流れではバランスしません。
- そうすると、規模と資金力をバランスさせる意図的な取組みが必要となります。それが財務戦略です。では、財務戦略を策定するために必要な要素とは何でしょうか？ここからは、財務戦略を策定する上で必要な要素に関して議論していきます。

財務戦略の策定プロセスに必要な機能

23ページ

- 財務戦略の策定プロセスには、現状認識の機能と試行錯誤の機能が必要です。
- 現状認識は、財務戦略の局面判断に欠かせません。総資本に対する資金力が足りなければ財務改善する局面であり、総資本に対する資金力に十分な余力があれば成長戦略を検討する局面です。その局面判断を正確に行うことが財務戦略を策定するプロセスの第一歩です。
- 局面判断の次にやるべきことは、目標の設定です。目標の設定には、前提条件を変化させたタラレバの試算・検討が欠かせません。目標を実現するための条件が易しすぎても厳しすぎても最適な目標とは言えません。野心的でありながら現実的な目標を設定するには、仮説と検証を繰り返す必要があります。
- 目標の設定と同時にやるべきことは、目標を実現するための計画を考えることです。計画のポイントは、営業政策や生産政策など様々な経営要素を最適に組み合わせることにあります。ここでも、前提条件を変化させたタラレバの試算・検討が欠かせません。

財務戦略の策定プロセスに必要なスキル

24ページ

- 財務戦略の策定プロセスには、信用リスクを測定するスキルと財務指標分析のスキルが必要です。
- 規模と資金力をバランスさせるためには自己金融能力を測定しなければなりません。自己金融能力の測定には、銀行や格付機関と同様に信用格付するスキルが必要です。つまり、信用リスクを測定するスキルが必要です。
- 信用リスクを測定するスキルは財務内容をマクロ的に分析することができるスキルです。その結果、財務戦略の大局的な意思決定に明確な根拠を与えることができます。
- 一方、従来からある財務指標分析のスキルも財務戦略に必要です。財務指標分析は財務内容をミクロ的に分析することができるからです。その結果、財務戦略の目標設定や計画の方向性を探ることができます。

25ページ

- 当事務所が採用している信用格付モデルの概要を説明します。
- 当事務所のモデルは、デフォルト判別モデルがベースとなっています。デフォルト判別モデルとは、デフォルトと非デフォルトを判別するモデルのことで、○×の2区分に信用格付する財務定量モデルです。
- デフォルト判別モデルでは、自己金融能力を表す財務指標を統計モデルに代入し、格付スコアを算定します。
- そして、格付スコアが判別値 k より小さい時にデフォルトと判定します。判別値 k は統計的に高い確率でデフォルトと非デフォルトを区分する値のことです。
- このデフォルト判別モデルは信頼性の高いモデルです。

26ページ

- 次にデフォルトと非デフォルトを区分する判別値 k の意味を詳しく説明します。
- 図は、デフォルト企業群と継続企業群の格付スコアの分布です。横軸が格付スコア、縦軸が企業数を表しています。
- 判別値 k は、デフォルト企業群の格付スコアよりもできるだけ大きく、かつ、継続企業群の格付スコアよりもできるだけ小さい値として統計的に求められます。
- その結果、デフォルト企業群の86%が格付スコア $< k$ 、かつ、継続企業群の75%が格付スコア $\geq k$ となる値が判別値 k として設定されています。判別率は80%と高い水準です。
- 注目すべきなのは、継続企業群の分布と判別値 k の関係です。継続企業群の25%は判別値 k によってデフォルトと判別されているにもかかわらず、実際にはデフォルトしていません。このことは、財務内容が悪化しても実際にはすぐにデフォルトするわけではないことを意味しています。この事実をもとに、判別値 k を信用格付の定義に分類してやれば、デフォルト判別モデルと信用格付を関連付けることができます。

27ページ

- 本編19ページ、信用格付の定義をご覧になって下さい。
- 信用格付6の定義は、「債務履行の確実性が先行き十分とはいえない・事業環境が変化すれば履行能力が損なわれる可能性がある・業況推移に注意を要する」となっています。つまり、デフォルトと判別するよりも非デフォルトと判別することに合理性があります。よって、判別値 k をこのカテゴリーに分類することは不合理です。
- 信用格付8の定義は、「業況、財務内容に重大な問題がある・債務の履行状況に問題が発生しているかそれに近い状態」です。このカテゴリーはデフォルトと判別することに合理性があります。
- しかし、判別値 k を信用格付8に分類すると、信用格付7のカテゴリーは全て非デフォルトと判別されることとなります。信用格付7の定義は「業況、財務内容に問題がある・債務の履行状況に支障をきたす懸念が大きい」です。全てを非デフォルトと判別するには抵抗があります。一方、デフォルトとも判別しにくい状況です。
- 以上のことから、判別値 k は信用格付7のどこかに分類されると考えるとぴったり符合します。
- 信用格付の基準点が定めれば、相対的な順位に対応する格付スコアを設定してやることで、継続企業群の信用格付が可能となります。(上位25%・上位50%など。判別値 k は上位75%の格付スコア)

28ページ 29ページ

- 信用リスクを測定するスキルは、新しい価値を提供することができます。
- 最初の価値は、業種平均と比較分析することなく、自社の最新データを用いて財務内容の良否を直接判定できる点です。
- 従来の、業種平均と比較分析して財務内容を間接的に良否判定することには、2つの問題点があります。
- 本編29ページの図1をご覧ください。業種平均の統計データは1～2年遅れであるため、自社の最新データと単純比較できません。背景となる事業環境が異なるからです。
- 本編29ページの図2・図3をご覧ください。業種平均の信用リスク水準は業種ごとに異なるだけでなく、同業種であっても毎年のように変動します。業種平均が要注意先に格付されている場合もあり、業種平均が目標になるとは限りません。業種平均の信用リスクを把握した上で比較分析しなければ、経営判断を誤ることもあります。

30ページ

- 次に、本編30ページの図をご覧ください。図は信用格付の年度推移を折れ線グラフにしたものです。赤は自社、黒は業種平均を表しています。信用リスクが数値化されているため、業種平均との優劣がはっきり分かります。また、自社時系列での優劣を明確に判断することができます。この点が2番目の新しい価値です。
- さらに、業種平均は景気変動を映す鏡と考えることで、より有効な検証ができます。他社並みの経営努力をしている場合は業種平均に沿って自社の信用リスクも変動するはずですが、業種平均に逆らって変動する場合は何らかの原因があると考えるのが自然です。その「何らかの原因」を検証することが経営革新のきっかけとなる可能性があります。
- 先述したように業種平均の統計データは1～2年遅れであるため、5年以上の中長期的なデータの蓄積が必要となりますが、経営革新のきっかけとなり得ることが3番目の新しい価値です。

31ページ

- 4番目の新しい価値は、財務改善を自己完結できる点です。
- 近年、金融庁はリレーションシップ・バンキングを推進するように銀行を指導しています。リレバンとは、地域密着型金融のことであり、取引先企業と連絡を密に取ることによって取引先企業の実態やニーズを把握するなど、銀行の目利き力を高める狙いがあります。銀行は、リレバンの一環として取引先企業の財務改善支援を行わざるを得ない状況となっています。
- 一方、経営者にとって銀行主導の財務改善にはジレンマがあります。立場の強い銀行に経営の主導権を握られることには抵抗感が強いのではないのでしょうか。また、「銀行管理」のレッテルを貼られることを経営者は最も恐れています。風評被害を受けるかもしれないからです。
- 銀行並みに信用リスクを測定するスキルがあれば、銀行に頼る必要はありません。経営の自由度を確保しながら財務改善を自己完結することは可能です。

32ページ

- 財務指標分析は4つの比較分析からなります。
- 借入金依存率が60%を超えるとデフォルト確率が急激に高まるという統計な事実がありますが、このような統計的な事実と比較分析する方法が一つです。
- 流動比率は100%以上ないと不合理という理論がありますが、このような理論と比較分析する方法が一つです。
- 業種平均との比較分析が一つです。自社の財務的な強み・弱みを分析することで事業計画の立案や経営革新に役立てることができます。
- 自社時系列との比較分析が一つです。業績や信用リスクのトレンドを把握したり、財務的な異常値の発見に役立ちます。

最終まとめ

33ページ

- 規模の利益は統計的な事実であり、規模の利益を追求することは、企業にとって当然の選択です。
- 財務的な破綻を回避するため、規模に見合った資金力を確保することは、企業にとって当然の義務です。
- 規模とは総資本のことであり、資金力とは自己金融能力のことを指します。
- 総資本と自己金融能力はトレードオフの関係にあるため、規模と資金力は自然の流れではバランスしません。
- 規模と資金力をバランスさせるには、財務的に合理的な意思決定・計画 = 財務戦略が必要です。
- 財務戦略の策定プロセスには、静的な分析と動的な分析の2つの機能が必要です。
- 財務戦略の策定プロセスには、信用リスクの測定と財務指標分析の2つのツールが必要です。