

レッスン13 コーポレート・ファイナンスにおける資金調達

企業の資金調達の基本的な方法は、下図の通り、3つに分けられます。

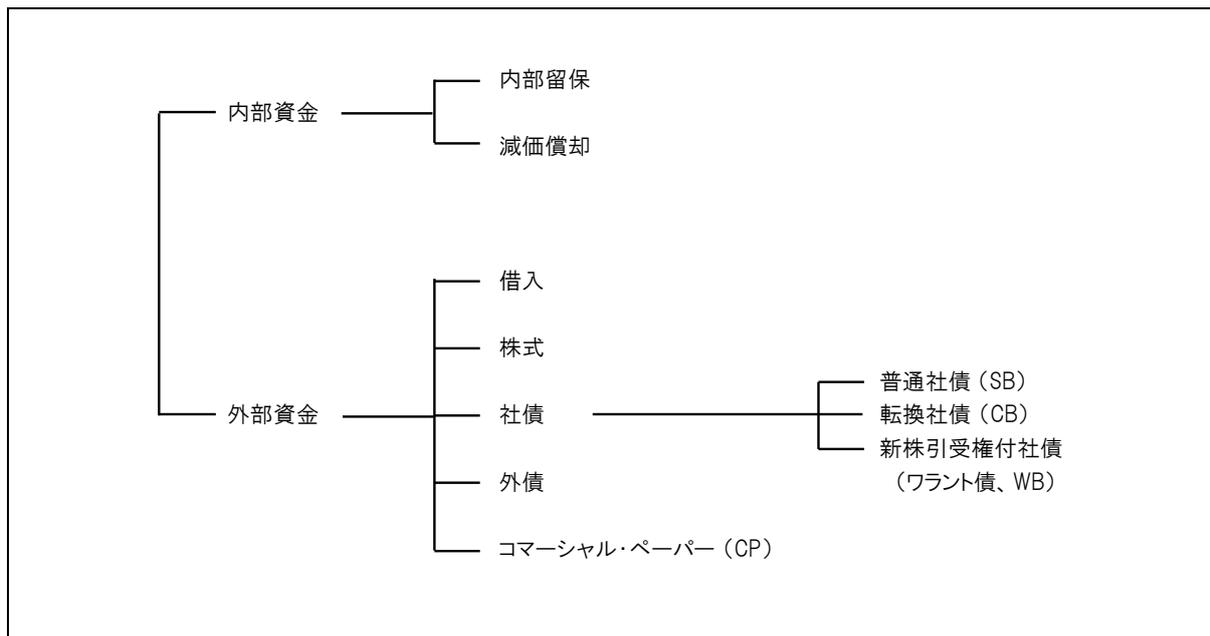
第一に、企業の賞与・配当控除後でかつ税引き後の利益および減価償却費で手元に残る自己資金（内部資金）があります。減価償却費は、経費として計上しますが、現金流出は伴わないので手元に残る内部資金になります。

第二に、企業の銀行からの借入金による調達資金です。

第三に、企業が株式・社債・転換社債・外債を発行し、多くの投資家にそれらを証券会社経由で購入してもらった結果である調達資金です。

自己資金は自らの企業実績の結果による内部資金ですが、借入金や証券による調達は、外部調達による外部資金ということになります。

図表 1 4 企業の資金調達手段



外部調達による資金については、間接金融と直接金融の二つの形態に分けられます。

前者は、投資家から集められた預貯金を原資にして銀行等が企業に貸出すことによって、すなわち、企業は借入することによって資金を得るので間接金融と呼ばれます。投資家と企業の間には銀行等が仲介して企業は資金を得ることになります。

後者は、投資家が当該企業の発行する株式、社債・転換社債、外債を購入し、企業がその資金を得るので直接金融と呼ばれます。直接金融では証券会社が介在するケースがほとんどですが、資金そのものは、投資家がお金を出してその資金が直接企業に入るので直接金融と呼ばれています。

銀行借入、社債・転換社債、株式のいずれの調達が企業にとって良いのか、効率的かどうかの判断が重要です。

まず借入のケースをみてみましょう。

金利は上昇傾向にあるのか、金利は下落傾向にあるのか、の状況判断が必要です。金利が上昇傾向にある場合は、固定金利の借入が有利で、変動金利の借入は不利になります。金利が下落傾向にある場合は、固定金利の借入は不利で、変動金利の借入は有利になります。

次に社債のケースをみてみましょう。

社債は原則として固定金利になりますので、金利が上昇傾向にある場合は、社債による調達は有利になります。過去の社債発行時の金利環境を見ますと、金利が低下し、概ね低金利であるとの認識が広まり、今後金利が上昇するような金利反転局面に社債の発行額が増えるケースが多いように感じられます。一方、さらに金利低下が見込まれる局面では、社債による調達は不利になります。

続いて、株式調達のケースをみてみましょう。

株式による調達は自己資本を充実させるとともに大きな資金調達手段にもなります。この場合、株式市場は活況かどうか、新規の事業資金の調達という意味合いが強く、返済の必要性がないなどが判断要素になります。自社の株価上昇時には、多くの資金が調達できるので、特に有利となります。ただし、自己資本が増加すると過剰資本に導くことになり、配当負担が生じるとともに、自己資本利益率 (ROE) が低下し、株主の反発を招く恐れがあるというケースも考えられますので注意が必要です。

企業の借入資金調達は、運転資金と設備資金に分類されます。

運転資金は通常短期資金で調達され、設備資金は通常長期資金で調達されます。ただし運転資金についても長期運転資金で調達する企業もあります。銀行は、短期運転資金を貸し出す場合に、当該企業に極度額を設定して極度額の範囲であれば、いつでも貸し出すことが多く行われています。企業の

ほうも、短期運転資金は売上や仕入の状況次第で極度額の範囲で自由に借入と返済が出来るので、極度額の設定により取引を行うことが多いのです。

設備資金の場合は、年度資金やプロジェクト毎に企業が銀行と相談して決定していくことが多いと言えます。

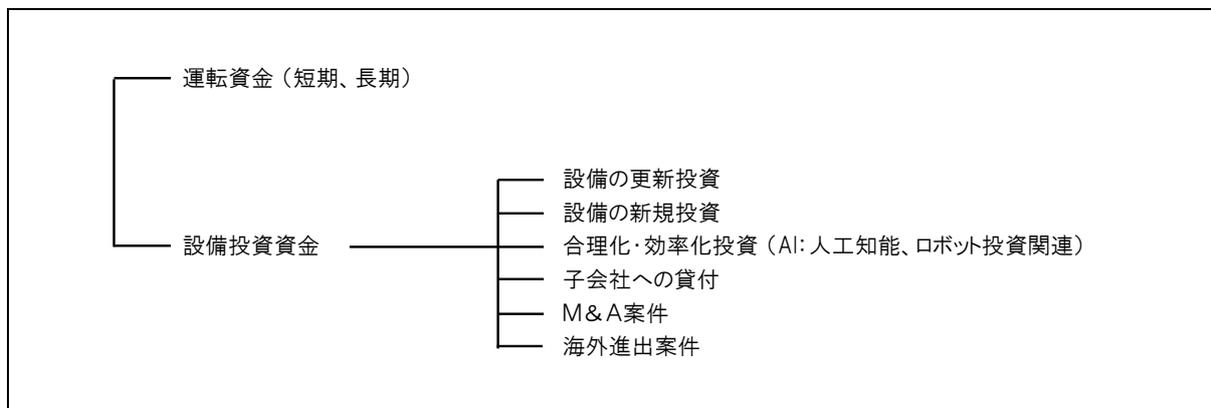
レッスン14 コーポレート・ファイナンスにおける資金運用

企業の資金運用は、下図の通り、運転資金と設備資金に分類されます。運転資金は通常短期間で運用され、設備資金は通常長期間で運用されます。

運転資金は、製造（または仕入れ等）代金の支払と売上代金の回収には時間的な差（ギャップ）があるので企業は恒常的に一定規模の運転資金が必要となります。その中には、在庫資金が含まれることもあります。

配当や賞与資金などについては季節性があり、いわゆる決算、賞与関連の運転資金需要が発生します。そうした短期運転資金については、前に述べたように銀行との間に設定してある極度枠を使った資金調達を行っているケースが多いようです。著者が銀行員時代、都市銀行の人から「短期貸出は超長期貸出です」と聞いたことを思い出します。それくらいに極度枠を使った短期貸は長期間継続されることが多いようです。

図表 15 企業の資金運用手段



設備資金の場合は、年度資金として計画されるものと特別なプロジェクト毎に企業が計画するものに分けられます。

まず、年度設備資金としての運用を検討します。重要な前提は、その企業が樹立している中期・長期経営計画と合致した当該年度の設備投資計画、プロジェクト計画になっているかどうかです。

そして、年度別の設備投資資金は、設備の更新投資（機械設備、建物などで設備の陳腐化を防ぐために更新が必要なものへの投資等）、新規投資（新規の機械設備や工場用地、建物の新設などへの増産投資等）、合理化・効率化のための投資（AI＝人工知能、ロボット関連）などが含まれます。

特別なプロジェクトとして考えられるのは、子会社への貸付、M&A 案件、海外進出案件などが挙げられます。

子会社で必要な設備投資については、まず親会社か子会社かのいずれかで計画しなければなりません。親会社が資金を貸し付けて行う場合も多いと考えられます。

M&A 案件は近時非常に増大しています。特に製薬事業、食品事業、原子力関連事業、ロボット関連事業など欧米の企業との買収・提携が増加しています。もし実行する場合は、多額の投資になりますし、またその採算性、償還能力などの検討が欠かせません。

コーポレート・ファイナンスにおける資金運用のポイントは、当該企業の経営計画、事業計画、売上・利益計画の内容と合致しているかどうか、さらに全体の計画とそれぞれの計画でバランスが取れているかどうか、法的な瑕疵（一般的には、簡単に発見出来ないような法的欠陥）がないかどうか、などのチェックが重要だと考えています。

事業全体の収益率が運用期間全体でファイナンスコスト及び事業自体のコストを上回っているかどうか、常に問われることになるでしょう。

レッスン15 コーポレート・ファイナンスにおける運用と調達のマッチング

(1) 調達と運用の量的なマッチング

資金調達と資金運用のマッチングを図っていく場合には、まず量的なマッチング（量的に調達と運用が一致すること）が問われます。これには、短期的にも中長期的にもマッチングを図る必要があります。

短期資金の調達は、短期運転資金に充当されます。原則として1年以内の需要に応じるには、1年以内の短期資金で賄うということになります。

資金の短期的な債務の返済能力、固定的な投資の資金調達指標、資本構成指標の三つの財務安全性指標について次の通りマッチングしていくことが必要です。

三つの財務安全性指標については、詳しくは次の図をご覧ください。

1. 短期的債務の返済能力：流動比率、当座比率

まず流動比率ですが、流動資産を流動負債で割ったものです。短期的債務の返済能力を示す指標として使われます。

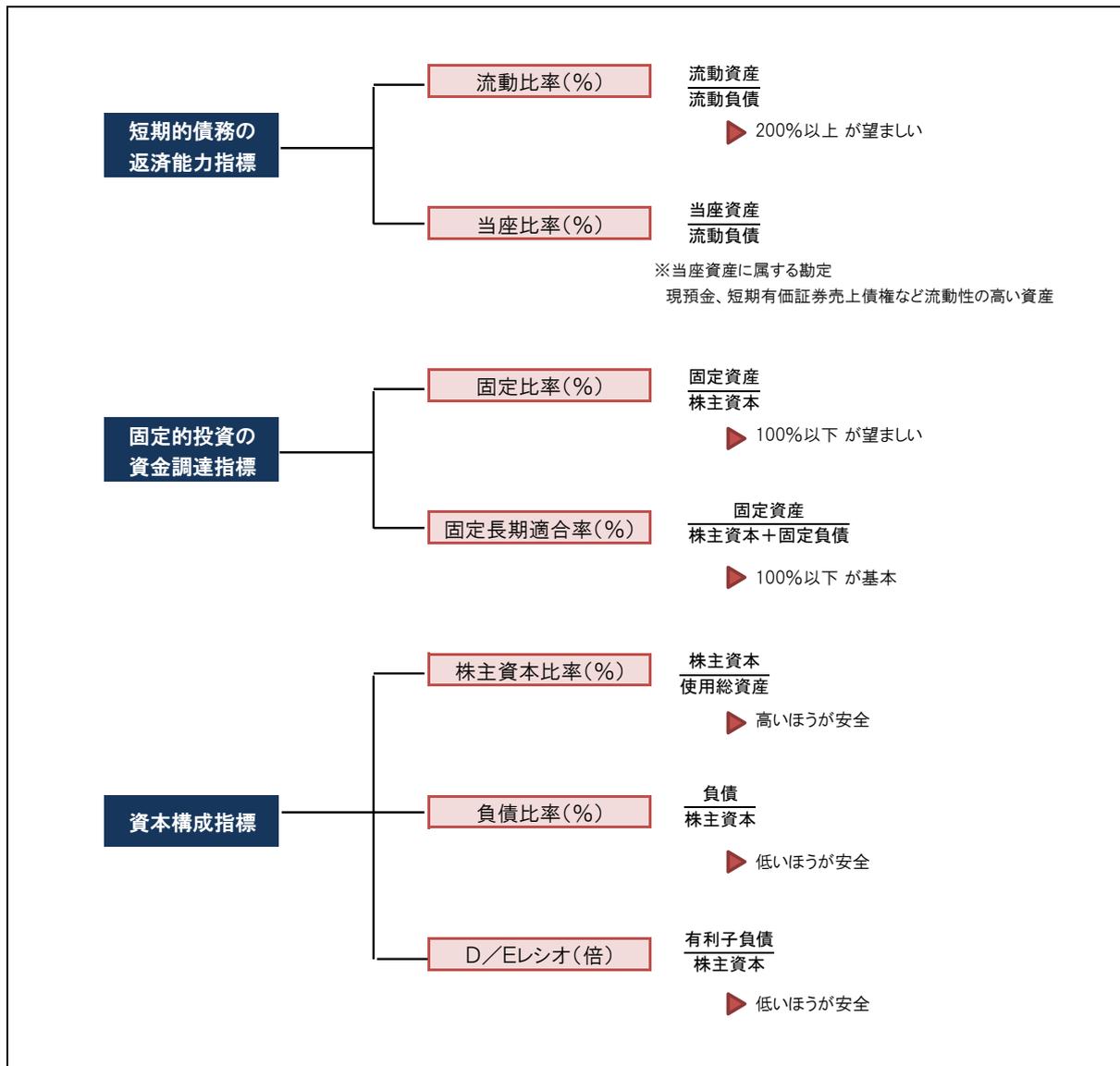
ただ、製造在庫の棚卸資産などはいざとなった時に十分な価値がない場合があるため、現預金、短期有価証券、売上債権の合計である当座資産を流動負債で割って求められる当座比率と合わせて利用します。

2. 固定的投資の資金調達指標：固定比率、固定長期適合率

設備投資などの固定的な投資は回収に時間がかかりますので、返済を要しない資金が望ましいと考えられます。そこで固定資産を株主資本で割って求められる固定比率によってその程度をチェックします。

しかし、現実的にはある程度の負債依存を容認せざるを得ないのですが、それでも返済期限の長い固定負債に限定されるべきです。そのために使用される指標が固定資産を株主資本と固定負債の合計で割って求められる固定長期適合率です。

図表 16 安全性指標



3. 資本構成指標：株主資本比率、負債比率、D/E レシオ

資本構成の安全性を検討する指標としては株主資本を使用総資本で割って求められる株主資本比率、負債を株主資本で割って求められる負債比率が使われます。また、D/E レシオは有利子負債が株主資本の何倍あるかを示し、資本構成の健全性指標として重要になってきています。

(2) 調達と運用の質的なマッチング

次に資金調達と資金運用のマッチングを図る場合には、質的なマッチング（調達金利と運用利回りが一致するかまたは調達金利が運用利回りを下回るのが望ましい）が問われます。つまり、調達金利と運用投資利回りとのマッチングです。

年度資金にしてもプロジェクト資金にしても調達金利以上の運用利回りを上げる可能性が低い場合は、企業としては運用そのものから撤退するくらいの決断が必要になります。結局、損失を出す確率が高いと判断される投資案件は参加しないという経営戦略が必要となります。

こうした点は、CFO（Chief Financial Officer、最高財務責任者）を中心とする企業経営者の大きな決断力が必要です。

レッスン16 コーポレート・ファイナンスと企業財務諸表の収益性指標

レッスン 15 で資金調達方法である銀行借入、社債・転換社債、株式発行と企業財務諸表との関連を見てみました。特に企業財務の安全性指標に注目しました。

安全性指標とともに重要なのは、コーポレート・ファイナンスと営業活動の結果である企業財務諸表の収益性指標をチェックすることです。ここでは、投下資本利益率（ROI）を中心に見ていきたいと考えます。

投下資本利益率は一般的にはプロジェクト毎に投下資本に対して純利益がどのくらいの年率で計上できるかを算出するものです。その利益率が自社の一般的な投資目標（基準）をクリアできるプロジェクトならば実行に移し、そうでない場合は再検討する余地があると判断するものです。

この算式では、分母を使用総資産で把握すれば、いわゆる使用総資本純利益率（ROA）になります。また、営業資産で把握すれば、営業資産純利益率になります。株主資本で把握すれば、株主資本純利益率（ROE）になるわけであり、それぞれの資産に対応して純利益率が判断でき、応用範囲が広いのです。

こうした意味で企業財務諸表の収益性指標として投下資本利益率（ROI）が中心となります。

投下資本利益率の代表的なものは使用総資本事業利益率（ROA）、営業資産営業利益率、株主資本純利益率（ROE）の三つです。これらを順にみていきます。

なお、これらの収益性指標の詳細については、次の図をご覧ください。

1. 使用総資本事業利益率（ROA）

ROA は営業利益と金融収益を加えた事業利益を使用総資本で割って求められます。貸借対照表の資産の部には本来の企業活動に投下されている営業資産と財務活動に投下されている金融資産が計上され、営業資産の成果が営業利益に、金融資産の成果が金融収益に示されています。

したがって、ROA は企業が事業に投下している資産の成果を表し、「会社全体の収益率指標」とか「資産効率指標」と呼ばれています。

2. 営業資産営業利益率

営業資産営業利益率は営業利益を営業資産で割って求められ、本業に投下されている資産の収益率指標です。

3. 株主資本純利益率 (ROE)

ROE は当期純利益を株主資本で割って求められます。株主に帰属する資本の成長率を意味しますから、「株主の立場に立った収益指標」と呼ばれています。株主重視の経営が経営指標として重視されるなかで株主資本利益率が浸透してきていますが、最終利益は会計処理方法、会計制度、税制などによって数値が大きく影響を受けるという点に配慮して利用しなければなりません。

なお、ROE についてはレッスン 24 でも取り上げます。ケース・スタディや、ROE の意義と限界について詳しく解説しています。

図表 17 収益性指標

