

## 研究論文

# 企業経営のリスクキャピタル

Risk Capital in Corporate Management

岩瀬 泰弘\*

- I. はじめに
- II. 企業経営リスクマネジメント
- III. リスクキャピタル
- IV. 福井県下企業の実情調査
- V. 考察及び今後の課題
- VI. 結びにかえて

リスクキャピタルは企業のビジネスリスクを負担する資本で、最悪の場合は無価値になるかもしれないという性質を持っている。リスクキャピタルの本質は市場の変化による様々なリスクを数値化し必要資本量を計算することにある。米国金融危機に見られるように、リスクが多様化、複雑化する中、企業はあらためてリスクキャピタルの把握とコントロールが求められている。

企業の健全性は借入金の総額、D/Eレシオ、あるいは株主資本比率で測るものではなく、保有する資産のリスクに対応する株主資本を有しているかどうかで決まる。金融機関の融資に頼る企業は今後直接金融を視野に入れる必要があるが、増資や転換社債の発行については市場から一定の理解を得なければならない。その際、資本の収益性と同時にリスクに対する健全性が要求される。利益と資本コストを重視した経営において、リスクキャピタルの計測は企業の健全性を確保するためのMile Stone（一里塚）である。

**キーワード：リスクキャピタル、非期待損失、資産レバレッジ・インデックス、  
経済的利益**

### I. はじめに

サブプライムローンに端を発した米国金融危機は証券会社リーマンブラザーズの経営破たん、保険持株会社AIGの巨額損失を引き起こした。

金融市場は世界規模の混乱に陥り、金利の協調引き下げや新たな資本注入が行われている。株価は復調の兆しを見せているものの本格的な回復には至っておらず、今や資産の時価会計の凍結にまで論議が及んでいる。リスクが多様化、

---

\* 福井県立大学地域経済研究所

複雑化する中、企業はあらためてリスク資本の把握とコントロールが求められている。

本稿は企業経営におけるリスク資本の在り方を論じる。第Ⅱ章の「企業経営のリスクマネジメント」では企業経営における執行リスクについて述べる。第Ⅲ章の「リスク資本」ではリスク資本の基本的考え方を論じる。第Ⅳ章の「実情調査」では福井県下企業のリスク資本の実情を概観する。第Ⅴ章の「考察及び今後の経営課題」では第Ⅱ章から第Ⅳ章を踏まえ企業経営におけるリスク資本の課題を挙げる。

## Ⅱ. 企業経営リスクマネジメント

### 1. 経営体制リスクマネジメント

リスクは「危険」ではなく将来起きるかもしれない「不確実性」を意味する。これを企業経営に置き換えると、企業経営の基本的リスクとは自社の将来の業績の「不確実性」であり、「不確実性」の結果には業績向上と業績悪化がある。企業経営リスクマネジメントの主眼は企業が業績悪化にならないようマネジメントを行なうことにある。

企業の究極的目標が企業の存続であることは言うまでもない。換言すれば、企業にとって最大のリスクとは企業が存続できなくなるリスク（経営破綻）であり、それは単独のリスク（与信リスク、火災リスク、投資リスク、為替リスク、不祥事など）ではない。最も重視すべきは“各種のリスクに適切に対応できる経営体制”、すなわち「経営体制リスクマネジメント」の構築である<sup>1)</sup>。まずはこの基盤整備がすべての出発点となる。

### 2. 執行リスクマネジメント

「経営体制リスクマネジメント」の構築ができれば、次に対応すべきは“日々の業務執行上遭遇する各種の個別リスクのマネジメント”である。これを「執行リスクマネジメント」という。「執行リスクマネジメント」はリスクの分類を行うことから始まる。リスクの分類には様々あるが、実務上最も多く用いられているのは図表2-1の4分類である。

このうち「①戦略リスクおよび②金融リスク」は企業が抱える「B/S上の資産リスク」として部門別に資産単位で計測する。これに対し「③ハザードリスクおよび④オペレーショナルリスク」は「P/Lの変動要因」として全社ベースで計測する。

「①戦略リスクおよび②金融リスク」と「③ハザードリスクおよび④オペレーショナルリスク」の決定的な違いは、前者2つは部門の方針に委ねられるが、後者2つは全社的に対応しなければならないという点にある。例えば工場や設備に関する火災保険の場合（③ハザードリスク）、A工場には火災保険を付けているがB工場には火災保険を付けていないといった事態は避けるべきである。全社的なリスクマネジメントの方針が決定された場合は単独の部門の意思とは関係なく全工場に火災保険を付けることが必要であり、それに要する費用（保険料）は部門への配賦という形で各部門の業績に反映させる。

これに対し、株式売却、設備投資、売掛金の回収、在庫処分、遊休不動産の売却など（①戦略リスクおよび②金融リスク）は基本的に各部門で判断し対応すべきリスク処理である。

図表2-1 リスクの分類

リスクの分類	具体例	リスクの対応	リスクの計測
①戦略リスク	経営判断に係るリスクをいう。設備投資に係るリスクやマーケティングに係るリスクなどが該当する。	部門	資産単位
②金融リスク	取引先の信用リスク、株価・金利・為替などの変動に伴う市場リスクなどが該当する。	部門	資産単位
③ハザードリスク	火災、地震などの災害リスクが該当する。	全社	費用
④オペレーショナルリスク	事務システム上のリスク、製造ラインのリスク、法令違反のリスク、人事・雇用リスク(セクハラ問題、懲戒処分紛争等)などが該当する。	全社	費用

(出所)津森・大石[2005]を基に筆者作成。

### 3. リスクの計測

リスクの分類ができれば、次に実行すべきはリスクの計測である。リスクの計測は「期待損失への対応」と「非期待損失への対応」に分かれる<sup>2</sup> (図表2-2参照)。

「期待損失」とは平均的な損失をいう。例えば運送トラックが事故にあふ確率が年1%だとすると、100台の運送トラックを有する運送会社は年に1台のトラックが事故に遭遇することになる。このように“予想できる損失(平均的に計算できる損失)”を「期待損失」という。しかしながら毎年1台が必ず事故を起こすとは限らない。まったく事故を起こさない年もあれば、不測の事故により20台が事故を起こす年もある。このような予想できない損失(不測の事故の損失)を「非期待損失」という。

「非期待損失」は「期待損失」からの乖離度(偏差)で表わされる。すなわち「非期待

損失」とは“どの程度「期待損失」から乖離しているか”を示すもので、どの程度の乖離までをリスクマネジメントの対象とするかは各企業の経営戦略の問題である。たとえば運送トラックの例で言えば、「非期待損失」を50年に1回起きる程度の損失と見なすか、あるいは100年に1回程度の損失と見直すかは各企業の経営判断に委ねられる。

## Ⅲ. リスクキャピタル

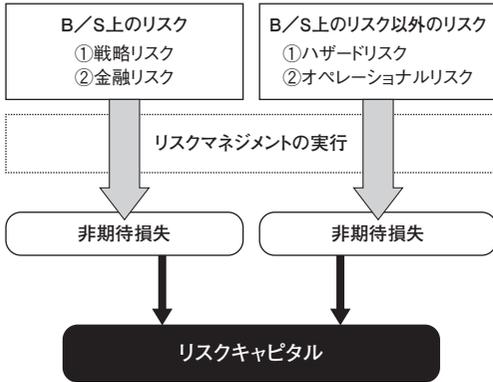
### 1. 非期待損失への対応

「期待損失」はそれぞれの部門における取引の利益に含めることで対応するが、問題は「非期待損失」の対応である。これは株主資本(自己資本)以外では対応できないリスクであり基本的に株主資本で対応する。換言すれば、企業全体の「非期待損失」の合計は、その企業が備えておくべき最低限の株主資本額に該当する。これが「リスクキャピタル」の基本的考え方である。執行リスクマネジメントのポイントは、「非期待損失」が顕在化してもその損失に耐えうるだけの株主資本を有しているかどうかである。

図表2-2 期待損失と非期待損失

①期待損失 (EL:Expected Loss)	事業活動において個別リスクから発生する「予想できる損失」
②非期待損失 (UL:Unexpected Loss)	個別リスクから発生するもの、および企業全体のリスクから発生する「予想できない損失」

図表3-1 非期待損失とリスクキャピタル



(出所)津森・大石[2005]p.165。

## 2. 経営者の誤解

企業の健全性は借入金の総額、D/Eレシオ (Debt Equity Ratio：有利子負債÷株主資本)、あるいは株主資本比率 (株主資本÷総資産または総資本) で測るものではない。あくまで“保有する資産のリスクに対応するだけの株主資本を有しているかどうか”で決まる。極端な例を挙げて説明する。以下はA社とB社のB/Sを比較したものである。

A社のD/Eレシオは4倍 (80億円÷20億円) でB社は0.25倍 (20億円÷80億円) でありB社の方が健全である。しかしながら問題は売掛金の中身である。例えば、A社の売掛金は信用度が高い超優良企業向けの短期債権で、一方、B社の売掛金は信用度が低い企業向けの長期延払債権であったとすると、逆にA社の方が健全であると言える。この場合、A社の株主資本が半分の10億円であれば、D/Eレシオは9倍 (90億円÷10億円) になる

(単位:億円)

A 社		B 社	
資産	負債及び資本	資産	負債及び資本
現預金 10	有利子負債 80	現預金 10	有利子負債 20
売掛金 90	株主資本 20	売掛金 90	株主資本 80
計 100	計 100	計 100	計 100

が、超優良企業は格付が高いため短期与信に対するリスクは殆どない。つまりA社は売掛金に必要な資金はいくらでも調達できる。他方、B社のD/Eレシオは0.25倍であったとしても借入金の調達を行うのは困難である。

この例から分かることは借入金の削減が必ずしも企業の健全性に直結するものではないということである。“負債の削減は企業の健全性に直結する”という短絡的な発想は企業経営に以下の2つの問題を引き起こす。

- ①資産の削減は一朝一夕に実現できるものではない。資産を削減し借入金を削減すれば自社は立ち直れるという短絡的な発想は優良資産の減額に繋がる。優良資産の売却は単に利益を失うだけである。つまり資産の総額が減少するだけで本来の目的である資産の健全化は進まず、逆に不良性の高い資産だけが残る。
- ②仮にA社とB社が同じ会社におけるA部とB部であった場合、A部長は社長から「B部に比べ借入金が多すぎる。利益が少ない。」と指摘される。その結果、最悪の場合はA部が閉鎖される。これは資産の効率性を無視したことから起こる悲劇である。

結論的に言えば、企業の健全性は資産や負債の量で測るものではない。優良な資産はいつでも売却できる。問題は「資産の質」、すなわち「資産が抱えるリスク」を如何に計測するかである。

## 3. 資産が抱えるリスク

では企業全体のリスクはどのように計測すればよいのか。企業全体のリスクの計測方法

にはリスクを種類別に計算して積み上げる方法がある。その場合、企業全体および部門別B/Sから「資産リスク」を計算し、さらに「資産リスク」を計算するだけではカバーできないと判断されるリスクを加える方法がよく用いられる。

本稿ではB/Sから「資産リスク」を計測する手法を述べる。B/Sにおける「資産リスク」とは、その資産が現金化できないかもしれないというリスクをいう。すべての資産は現金化できなければ最終的にその簿価は損失になる。資産が現金化されないリスクには次の3つがある。

資産が現金化されないリスク	例
①現金化できなければ即座に損失となるリスク	売掛債権
②減価償却費を補うに足るだけのキャッシュを生むかどうかのリスク	固定資産などの減価償却を行う資産
③実際に簿価で売却可能かどうかのリスク	土地などの減価償却を行わない資産

「資産リスク」とは事業活動を通じて本来現金化(キャッシュフロー化)されるべき資産が現金化されないリスクを言う。したがって「資産リスク」の算定にあたっては現預金のリスクを「0(ゼロ)」とみなす。もちろん現預金にリスクがない訳ではない。盗難リスクなどの影響を受けることがある。しかしながら、ここでは通常の企業であれば常識的なリスクマネジメントは行われているとの前提に立っている。

#### 4. リスクキャピタルの計測

##### (1) 資産レバレッジ・インデックス

企業経営には必ずリスクが伴う。一切リスクがない状況で経営が行われ利益が計上されることはない。企業経営リスクマネジメントとは、

考えられるあらゆるリスクからの損失を「0(ゼロ)」にすることではない。それは不可能である。企業経営リスクマネジメントの目的は自社が許容する範囲内にリスクを留めることにある。換言すれば「資産リスク」に対し如何に最低限の株主資本を準備するかである。

リスクキャピタルの計測は、通常それぞれのリスクカーブ(発生頻度と損益の関係を示すもの)を参考に、経営判断に基づき「非期待損失」の値を決定する。リスクカーブが正規分布を示す場合は「非期待損失」の計測は容易である。また市場リスクに晒される金融商品であればVaR(Value at Risk)<sup>3</sup>、売掛債権であれば資産それぞれのリスク度とそれぞれのリスクの相関係数を計測しリスク額を求めるモンテカルロ・シミュレーション<sup>4</sup>と呼ばれる手法が用いられる。

ここでは実務上最もよく使われる簡便法の「資産レバレッジ・インデックス」を用いる。これは資産額に一定の係数(レバレッジ係数)を乗じることにより資産ごとのリスクキャピタルを計測する方法である。

##### 当該資産に対するリスクキャピタル

$$= \text{個別資産額} \times \text{個別資産レバレッジ係数}$$

キャッシュ化が容易、すなわち流動性が高い資産ほどレバレッジ係数は小さくなる。最も流動性が高いのは現預金、譲渡可能定期預金および短期国債である。これらのリスクは「0(ゼロ)」とみなされ、流動性が低くなるにつれレバレッジ係数は大きくなる<sup>5</sup>。

こうして勘定科目ごとにレバレッジ係数を決定し合計すれば、企業全体のリスクキャピタルを求めることができる。以下の式はB/S

上の資産に対して、「その勘定科目に応じて係数(レバレッジ係数)を掛けて求められる金額の合計」と「株主資本の実額(Real Capital: 株主資本簿価)」を対比したものである。

#### 資産レバレッジ・インデックス

$$= \text{「リスクキャピタル」} \div \text{「株主資本の実額」}$$

$$= \{ \text{「現預金および有価証券} \times 0\% \} + \{ \text{「売掛債権} \times 15\% \} + \{ \text{「棚卸資産} \times 40\% \} + \{ \text{「その他流動資産} \times 40\% \} + \{ \text{「有形固定資産} \times 60\% \} + \{ \text{「子会社投資} \times 100\% \} + \{ \text{「その他投資・その他資産・無形固定資産} \times 100\% \} \} \div \{ \text{「普通株主資本および剰余金」} - \text{「為替調整勘定」} + \text{「少数株主持分」} \}$$

資産レバレッジ・インデックスの分子はリスクキャピタルを示している。資産レバレッジ・インデックスが「1」より小さければ、現実の株主資本額はリスクキャピタルより大きく、その企業は健全な財務構造を有していると言える。逆に資産レバレッジ・インデックスが「1」より大きければ、リスクキャピタルに見合う株主資本の実額を備えておらず企業の財務構造は脆弱であると言える。

### IV. 福井県下企業の実情調査

資産レバレッジ・インデックスを用いて福井県下企業のリスクキャピタルの実情調査を行った。以下、調査の概要と結果を述べる。

#### 1. 調査の概要

##### ①調査対象

福井商工会議所会員企業300社

(従業員規模順)

##### ②調査方法

郵送配付・郵送回収法

##### ③調査期間

平成20年11月10日～平成20年12月5日

##### ④調査主体

福井県立大学地域経済研究所

##### ⑤回収率

回収率	郵送企業	宛先不明	回収企業
25.4%	300社	17社	72社

### 2. 企業の概要

#### (1) 資本金

「5,000万円以上～1億円未満」が36.1%で最も多く、次いで「3,000万円以上～5,000万円未満」が20.8%、「1億円以上～3億円未満」が16.7%となっている。

資本金	割合(%)
1,000万円以上～3,000万円未満	11.1
3,000万円以上～5,000万円未満	20.8
5,000万円以上～1億円未満	36.1
1億円以上～3億円未満	16.7
3億円以上	15.3

#### (2) 従業員数

「101人～300人」と回答した企業が56.9%で最も多い。次いで、「300人以上」が22.2%、「51人～100人」が16.7%となっている。

従業員数	割合(%)
1人～5人	2.8
6人～20人	0.0
21人～50人	1.4
51人～100人	16.7
101人～300人	56.9
300人以上	22.2

#### (3) 業種

「繊維・衣料の製造業」が14社で最も多

く、次いで「卸売・小売業」が13社、「その他の製造業」が10社、「運輸・倉庫・情報通信業」が9社の順となっている。

業種	企業数(社)
食品・飲料の製造業	1
繊維・衣料の製造業	14
木工・家具の製造業	0
化学品の製造業	4
非鉄金属の製造業	0
金属製品の製造業	5
一般機械器具の製造業	1
電気機械器具の製造業	2
輸送用機械器具の製造業	0
精密機械器具の製造業	2
その他の製造業	10
卸売・小売業	13
運輸・倉庫・情報通信業	9
サービス業	6
その他の非製造業	0
建設業	3
金融	2
合計	72

#### (4) 従業員の平均年齢

「35歳以上40歳未満」および「40歳以上～45歳未満」が32.4%で最も多い。次いで「30歳以上35歳未満」が14.1%となっている。

平均年齢	割合(%)
30歳未満	0.0
30歳以上～35歳未満	14.1
35歳以上～40歳未満	32.4
40歳以上～45歳未満	32.4
45歳以上～50歳未満	8.5
50歳以上	2.8
無回答	9.9

### 3. 調査結果

#### (1) 資産レバレッジ・インデックスによる分析

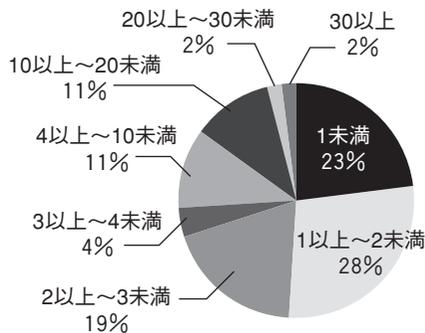
福井商工会議所の会員企業300社（従業員ベース上位順）にアンケートを行い、回答企業72社のうち48社より財務データの提供を得た（提供率66.7%）。以下、資産レバレッジ・インデックスによる分析結果を記す。尚、

業種別の特性についてはデータ量が不足しているため分析できなかったことをお断りしておく。

#### ①資産レバレッジ・インデックス

図表4-1は48社の資産レバレッジ・インデックスである。「1以上～2未満」の企業は28%で、次いで「1未満」の企業が23%、「2以上～3未満」の企業が19%の順になっている。尚、「10以上」の企業が全体の15%を占めている。

図表4-1 資産レバレッジ・インデックス

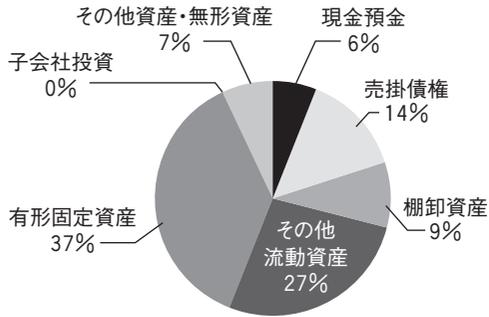


#### ②資産レバレッジ・インデックスが「最も高い企業」と「最も低い企業」の比較

##### a. 資産レバレッジ・インデックスが「最も高い企業」

図4-2は資産レバレッジ・インデックスが31.1と「最も高い企業」、すなわちリスクに備える資本が脆弱な企業の資産構成である。当該企業は有形固定資産が資産全体に占める割合が37%と高く、現金預金は僅か6%である。

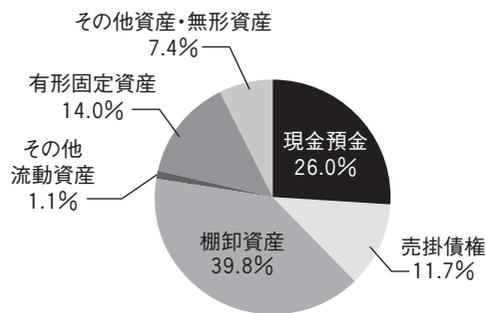
図表4-2 資産レバレッジ・インデックスが「最も高い企業」



b. 資産レバレッジ・インデックスが「最も低い企業」

図4-3は資産レバレッジ・インデックスが0.36と「最も低い企業」、すなわちリスクに備える資本が充実している企業の資産構成である。当該企業の売掛債権が資産全体に占める割合は11.7%であり、先の「最も高い企業」の売掛債権が14%であることから両者の差は殆どない（但し、売掛金のリスクは不明）。異なる点は当該企業の現金預金（リスク「0（ゼロ）」）が資産全体に占める割合が26.0%と高いことである。一方、リスクの高い有形固定資産は14.0%と低い数字になっている。

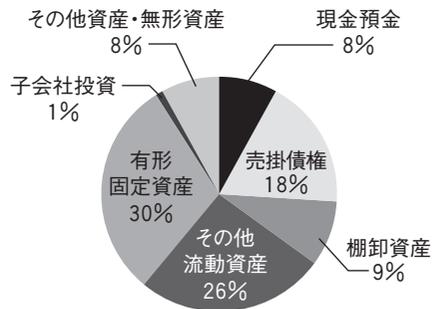
図表4-3 資産レバレッジ・インデックスが「最も低い企業」



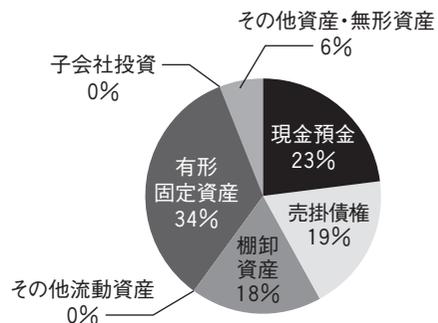
③株主資本規模が同程度の企業の比較

図4-4と図4-5は、株主資本規模が同程度で、資産レバレッジ・インデックスが「高い企業」と「低い企業」との資産構成を比較したものである。売掛債権および有形固定資産が資産全体に占める割合は殆ど同じである。しかしながら資産レバレッジ・インデックスが「高い企業」は現金預金が8%と低く、その他流動資産は26%と高い。一方資産レバレッジ・インデックスが「低い企業」は現金預金が23%と高く、その他流動資産は「0（ゼロ）」である（但し、その他流動資産のリスクは不明）。

図表4-4 資産レバレッジ・インデックスが「高い企業」



図表4-5 資産レバレッジ・インデックスが「低い企業」

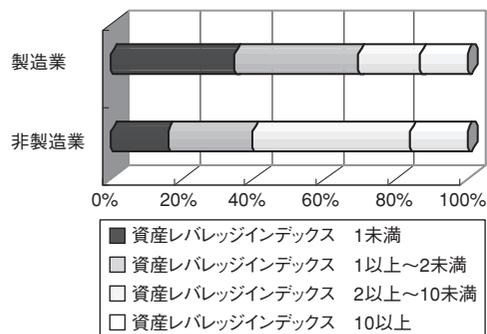


④資産レバレッジ・インデックスの分布

a. 製造業・非製造業の比較

図4-6は製造業と非製造業の資産レバレッジ・インデックスの分布を比較したものである。概して製造業は非製造業に比べ資産レバレッジ・インデックスが高く、「2以上～10未満」の企業が約半数を占めている。尚、業種別の比較についてはデータ量が不足しているため分析は行っていない。

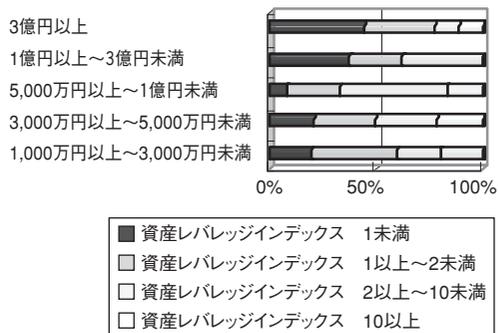
図表4-6 製造業・非製造業別の資産レバレッジ・インデックスの分布



b. 資本金別の比較

図4-7は資本金別の資産レバレッジ・インデックスの分布を表したものである。資本金規模が大きい企業ほど資産レバレッジ・インデックスは低い。しかしながら、資本金5,000万円以上～1億円未満の企業について見ると、資産レバレッジ・インデックスが「1」以下の企業が少ない。

図表4-7 資本金別の資産レバレッジ・インデックスの分布

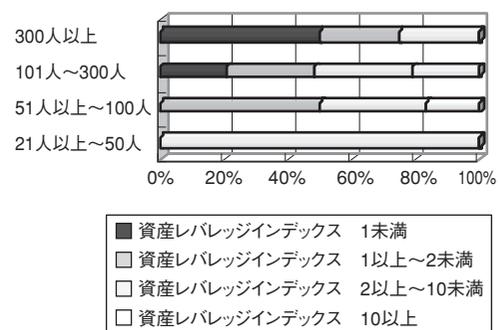


c. 従業員別の比較

図4-8は従業員規模別の資産レバレッジ・インデックスの分布を表したものである。

従業員規模が大きい企業ほどレバレッジ・インデックスは低い。一方、従業員が21人～50人の小規模企業の殆どは資産レバレッジ・インデックスが「2」を超えており、「1」以下の企業は皆無である。

図4-8 従業員規模別の資産レバレッジ・インデックスの分布



## V. 考察及び今後の課題

### 1. 実情調査の概観

福井県下企業については資本金規模5,000万円以上～1億円未満の企業の資産レバレッジ・インデックスが概して高い。業種別の分析や最適資本構成を勘案しないと正確な判断はできないが、資産構成に問題があるか、あるいは自己資本(株主資本)が不足していることが考えられる。まずは資産レバレッジ・インデックスを利用し同業他社との比較を試みる必要がある。その場合、資産構成に問題があればポートフォリオの組み替えが必要であり、資産構成に問題がなければ、次代の業容拡大のために、負債に頼るだけでなく自己資本(株主資本)の増強を図る必要がある。

「期待損失」について言えば、歴史を有する企業であれば、これまでに述べたリスクの顕在化による「期待損失」の実績は当然把握しているはずである。例えば売掛債権に関して言えば平均的な貸倒損失額を把握しており、また在庫の陳腐化による廃棄実績や、土地及び工場の減損実績や廃棄実績も掴んでいる。したがって、こうした実績値により「期待損失」の計算は可能である。

問題は「非期待損失」の把握である。「非期待損失」を厳密に計算するにはVaRやモンテカルロ・シミュレーションなどの数学的手法を必要とするが、最も簡便な方法が本稿で用いた資産レバレッジ・インデックスである。以下、資産レバレッジ・インデックスの留意点について述べる。

### 2. 資産レバレッジ・インデックスの留意点

#### (1) 他社比較

株主資本の実額がリスクキャピタルよりも大きい小さいかは、自社が満足すればよい問題である。しかしながら同業者との競争においては他社比較が必要である。現状、他社比較の指標として最も多く用いられているのは「格付」<sup>6</sup>である。資産レバレッジ・インデックスは格付会社が実際に採用している指標であり<sup>7</sup>、まずは資産レバレッジ・インデックスを利用し他社との比較を試みるのが肝要である。その上で、資産レバレッジ・インデックスの格差がそのまま「格付」の差に反映されていれば、自社の資産ポートフォリオの改善に努力すべきである。一方、資産レバレッジ・インデックスの格差が「格付」の差に反映されていなければ、レバレッジ係数を実態に合わせ修正する必要がある。

#### (2) 収益性の検証

同じ財務内容であっても収益の差が「格付」に影響する場合がある。したがって収益性も同時に見る必要がある。また自社が「格付」を取得していない場合であっても、「格付」を取得している同業他社との比較検討は是非行うべきである。よくオーナー企業では「赤字にならない程度の決算でよい」とするケースが多く見られるが、そのような経営体制ではいずれ他社の後塵を拝することになる。

#### (3) 基本的な経営姿勢

最も大切なことは、自社が持つ資産を

“定性評価から定量評価に変えようとする基本的な経営姿勢”である。資産レバレッジ・インデックスは万能薬ではない。しかしながら簡便な方法であるとは言え、資産の「非期待損失」を求めることができる。企業経営における執行リスクマネジメントの基本は、リスクキャピタルと自社の株主資本実額との比較・検証を常時行うことから始まる。

### 3. 間接金融から直接金融へのシフト

#### (1) 直接金融の必要性

機械設備、土地、建物建設という長期資金や新規投資の資金調達を金融機関に依存している企業(特に中小企業)は今後直接金融を視野に入れる必要がある。政府系金融機関による救済はあくまで不況対策の一環であり、政府系金融機関が間接金融を維持し代行するという意味ではない。仮に政府保証の無担保融資が得られたとしてもそれはあくまで運転資金の返済つなぎ資金であり設備投資の資金ではない。また貸渋りが云々されているが、それも短期資金のことであり長期資金は基本的に融資の対象にはなり難いことを認識する必要がある。

#### (2) 直接金融の留意点

自己資本(株主資本)は事業会社に出資された資本金額と営業の結果である利益留保金、準備金などの総額である。新しい事業計画による新規投資は原則として自己資本が用いられ、その調達は増資、転換社債の発行等により行われる。これが直接金融の原点である。

内部留保が充分あり自社のリスクで投資活動を行う場合は別としても、増資や転換社債の発行等については市場で一定の理解を得なければならない。間接金融の場合は有利子負債(借入金、社債など)の信用リスクは金融機関が負うため、事業会社の収益性よりも返済能力、安全性に重点が置かれる。これに対し直接金融では資金の信用リスクの責任を直接負うことになり、資本の収益性とリスクに対する健全性が要求される。

### 4. 経済的利益(Economic Profit)の認識

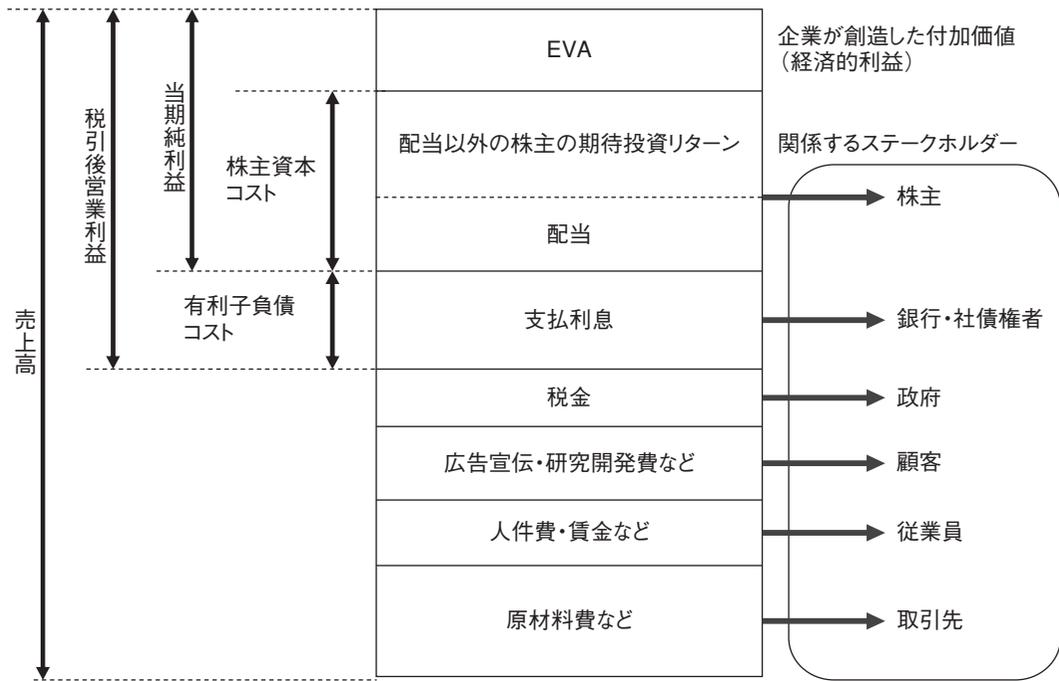
#### (1) 利益と資本コスト

直接金融においては利益と資本コストを意識する必要がある。資産レバレッジ・インデックスはシンプルな考え方であるが、レバレッジ係数だけですべての企業を判断できるものではない。ただし近年、資本コスト<sup>8</sup>を意識したEconomic Profit<sup>9</sup>の考え方が企業経営の主流となっており、EVA(Economic Value Added: 経済的付加価値)<sup>10</sup>に代表される経営管理指標を導入している企業が増えている<sup>11</sup>。こうした企業では基本的に資産レバレッジ・インデックスの考え方を採用している。

ここでは、利益と資本コストを結びつけた経営評価指標EVAの基本コンセプトを述べる。

図表5-1はEVAとP/Lの関係を表わしたものである。EVAの基本コンセプトは、利益が資本コストを上回る部分を経済的に付加された価値と考える点にある。つまり、企業の真の利益はP/Lのボトムラインに書か

図表5-1 EVAとP/Lの関係



(出所)伊藤[2007]p.441。

れた純利益 (Net Profit) ではなく、純利益から株主資本コストを差し引いた経済的利益 (Economic Profit) をいう。

$$\text{EVA} = \text{税引後営業利益} - (\text{株主資本コスト} + \text{有利子負債コスト})$$

また図表5-2は、EVAと従来型の経営管理指標であるROEおよびROSとの比較を一覧表にしたものである。EVAは2000年代になって登場したが、それまでは1980年代のROS (Return on Sales : 売上高経常利益率) や、1990年代のROE (Return on Equity: 株主資本利益率) が注目を集めていた。しかしながらROSとROEには以下の問題点が指摘されている。

- ①ROSとROEは会計基準の影響や経営者の会計政策による会計数値の歪みを受けやすい。
- ②ROSとROEには株主資本コストが考慮されていない。
- ③ROSとROEはどちらも比率指標(%)であるため、企業が創造した価値額(大きさ)を表すものではない。比率向上のために株主資本を縮小すれば企業が縮小均衡に陥るリスクを伴う。比率が改善されたとしても、それは創造された価値額が縮小するに過ぎない。
- ④ROSとROEとの比較において、ROEは当期純利益を株主資本(自己資本)で割ったものであるためB/Sの視点が反映されているが、ROSは単に利益を売上高で割ったものであるためB/Sの視点が反映されていない。

図表5-2 EVA、ROE、ROSの定義、特徴および問題点

	EVA (2000年代)	ROE (1990年代)	ROS (1980年代)
定義	税引後営業利益－(投下資本×資本コスト率)	当期純利益÷株主資本	経常利益÷売上高
特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>①資本コストを反映</li> <li>②すべての利害関係者の利益を反映</li> <li>③価値が金額ベースで算出されるため、縮小均衡に陥るリスクが少ない</li> <li>④B/Sの視点を反映</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①株主から預託された資金の効率的活用および運用成果が分かる</li> <li>②株主重視を反映した指標</li> <li>③規模重視ではなく、効率重視の指標</li> <li>④B/Sの視点を反映</li> <li>⑤規模の違いにかかわらず企業間比較ができる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①売上高の規模に対する収益力が分かる</li> <li>②規模の違いにかかわらず、企業間比較ができる</li> </ul>
問題点	<ul style="list-style-type: none"> <li>①比率指標ではないため、規模の違う企業間比較ができない(但し、EVAスプレッドでの比較は可能)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①会計政策の影響を受ける</li> <li>②資本コストは反英されない</li> <li>③比率指標のため、創造された価値額を表さず、縮小均衡に陥るリスクがある</li> <li>④資本構成(財務レバレッジ)の影響を受けやすい</li> <li>⑤ベンチマークが困難</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①会計政策の影響を受ける</li> <li>②資本コストは反映されない</li> <li>③ベンチマークが困難</li> </ul>

(出所)伊藤[2007]p.442。

(2) EVAによるリスクキャピタルの算出

企業のリスクキャピタルはEVAにより求めることもできる。

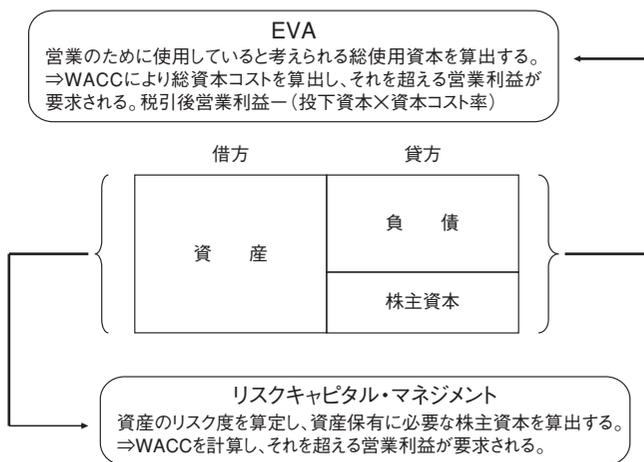
先の資産レバレッジ・インデックスはB/Sから直接リスクキャピタルを計算する方法

であるが、EVAは同業他社の資本構成を参考にする方法である。EVAは同業他社で自社よりも格付けが高い企業と比較して、自社が有しているD/Eレシオ(Debt Equity Ratio: 有利子負債÷株主資本)を決定し、そのD/Eレシオを使って計算されたWACC<sup>12</sup>を超える利益を追求する。

つまり、資産レバレッジ・インデックスがB/Sの借方からのアプローチ(リスクキャピタル・マ

ネジメント)であるのに対し、EVAは貸方からのアプローチである。それぞれアプローチ方法に違いがあるものの、経済的利益の追求を主眼としている点においては同じである(図表5-3参照)。

図表5-3 EVAとリスクキャピタル・マネジメント



(出所)岩瀬[2007]p.93。

## VI. 結びにかえて

事業会社(特に中小企業)にとってリスクキャピタルの概念は馴染めないものがある。特に資本コストの考え方は理解し難い。しかしながら、日本の企業はバブル崩壊後、無節操な資産の拡大が自社の存亡にかかわるようなリスクを抱えていることに気付き、資産の圧縮に走った苦い経験がある。これは企業の新規調達された株主資本も借入金も社債資金もリスクを無視して投資されていたことがバブル崩壊とともに露呈され、金融機関が融資回収に走りまわったからである。

間接金融はあくまで景気回復のカンフル剤であり、企業が自社のさらなる発展を目指し上場を行う意欲があれば、資産が抱えるリスクキャピタルの計測は避けて通れない。

今回の調査では負債の調査は行っていない。資産が抱えるリスクに対する安全性と同時にその収益性を見るには最適資本構成(負債と株主資本)を勘案しないと正確な判断はできない。これについては稿を改めて論じる。

### 注)

- <sup>1</sup> 詳細は福井県立大学地域経済研究所[2008]参照。
- <sup>2</sup> 詳細は宮内[2004]参照。
- <sup>3</sup> 現在保有している資産の損失可能性を過去の価格推移を基に統計的に測定する指標として用いられる手法。VaRは時価会計への移行に伴い、金融機関の保有資産リスクを評価するために考案された。
- <sup>4</sup> 膨大な対象を分析する際、乱数を用いることにより分析対象数を低く抑えシミュレーションを行う数学的手法。

- <sup>5</sup> キャッシュフローが不足した場合に容易に資産が売却できれば資金繰り上の危険性は低い、多くの土地を保有している場合は現金化が困難である。したがって、株主資本に比べ土地等の固定資産が多い企業の格付は一般的に低く、資産レバレッジ係数が高い。
- <sup>6</sup> 格付とは本来、企業のランク付けや危ない会社を判定するものではなく、債券の安全度を誰にでもわかるように工夫された1つの指標である。格付機関には、スタンダード&プアーズ社、ムーディーズ社、格付投資情報センター(R&I)、日本格付研究所(JCR)、A.M.ベスト等がある。
- <sup>7</sup> 格付会社ムーディーズ社が財務指標の1つとして使用している。
- <sup>8</sup> 同様のリスクを持つ企業の株式に投資した時に得られると期待されるリターン、すなわち機会費用をいう。配当のみが株主に対するコストとする考え方は誤りである。資本コストは資金提供者が資金抛出に際して、投資先に求める最低限の期待収益率で表される。
- <sup>9</sup> 純利益(Net Profit)に対する用語で経済的利益と邦訳されている。株主にとっての利益は純利益ではなく、純利益から株主資本コストを差し引いた利益が経済的(Economic)に意義のある利益(Profit)とされている。
- <sup>10</sup> 資本コストの考え方を採用した経営評価指標。米国のスターン・スチュワート社が商標登録をしている。EVAはこれまで証券アナリストやM&Aアドバイザーなど、一部の専門家を除き一般的なものではなかった。しかしながら1997年頃から一般

事業会社において株主価値経営を重視する企業価値創造への取り組みが本格化したことから、経営目標としてEVAを採用する企業が増えている。EVAの最大の特徴は利益と資本コストを結びつけた点にあり、利益が資本コストを上回る部分を経済的に付加された価値と考える。

- <sup>11</sup> 旭化成、旭硝子、大阪ガス、オリックス、花王、川崎製鉄、関西電力、京セラ、キリンビール、コカコーラ、シャープ、住友商事、ソニー、TDK、日立製作所、HOYA、松下電器、丸紅、三菱商事etc.
- <sup>12</sup> 加重平均資本コスト率 (Weighted Average Cost of Capital)。有利子負債コスト率と株主資本コスト率を加重平均した資本コスト率をいう。

### 【参考文献】

[和文]

- 伊藤邦雄訳[2002]『EVA価値創造の変革』日本経済新聞社
- 伊藤邦雄[2007]『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞社
- 岩瀬泰弘[2007]『企業価値創造の保険経営』千倉書房
- 岩瀬泰弘[2009]「損害保険のリスクキャピタル」『損害保険研究』第70巻第4号、財団法人損害保険事業総合研究所
- 上田和勇[2006]『企業価値創造型リスクマネジメント(第3版)』白桃書房
- 上野雄史[2008]『退職給付制度再編における企業行動』中央経済社
- 川村義則[2004]「負債と資本の区分問題の諸相」『IMESディスカッションペーパー』No.2004-J-11、日本銀行金融研究所

- 北出公英/田中鉄/佐藤龍司[2006]『勝者の保険リスクマネジメント入門』東洋経済新報社
- 鈴木一功編[2006]『企業価値評価 実践編』ダイヤモンド社
- 竹谷仁宏[2003]『トータルリスクマネジメント』ダイヤモンド社
- 高橋智弘[2001]『リスクマネジメント入門』日本経済新聞社
- 津森信也[2001]『EVA価値創造経営』中央経済社
- 津森信也/大石正明編著[2005]『経営のためのトータルリスク管理』中央経済社
- トーマス・L・バートン+ウィリアム・G・シェンガー+ポール・L・ウォーカー著、刈谷武昭/佐藤勉/藤田正幸訳[2003]『収益を作る戦略的リスクマネジメント』東洋経済新報社
- ニール・クロックフォード著/南方徹也訳[1999]『リスクマネジメント概論』晃洋書房
- 三浦良造訳[2004]『リスクマネジメント』共立出版
- 宮内篤[2004]「新BIS規制案の特徴と金融システムへの影響」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ『経済セミナー』No.598
- 福井県立大学地域経済研究所[2008]「産学連携プロジェクト」福井県(中小)企業のリスクマネジメントの課題と対策『第1回報告書 企業経営リスクマネジメントの意識調査』
- 牟田誠一郎[1999]『リスクキャピタルをマネージする』シグマベイスキャピタル
- S・E・ハリントン+G・R・ニーハウス著、米山高生+箸方幹逸監訳[2005]『保険とリスクマネジメント』東洋経済新報社

[英文]

Cummins J.D.and R.D Phillips[2005]"  
Estimating the Cost of Equity Capital  
for Property-Liability Insures"Journal  
of Risk and Insurance 72 (3)

Joel Wiley M.Stern and John S.Shiely  
[2001]The EVA challenge,John Wiley  
& Sons,Inc.

John D.Martin and J.William Pretty[2000]  
Value Base Management,Harvard  
Business School Press

McKinsey & Company,Inc.,Tom Copeland,  
Tim Koller, and Jack Murrin [2000]  
VALUATION:MEASURING AND  
MANAGING THE VALUE OF COM-  
PANIES, 3/Edition,John Wiley &  
Sons,Inc.

McKinsey & Company,Tim Koller,Marc  
Goedhart and David Wessels [2005]  
Valuation :Measuring and Managing  
the Value of Companies,4/Edition,John  
Wiley & Sons,Inc.

Harrington and Niehaus[2004]Risk man-  
agemet Insurance 2/e,McGraw Hill

Swiss Re[2005]"Capital cost and creation  
of economic value in insurance compa-  
nies,Theory and operational prob-  
lems"sigma, Vol.3