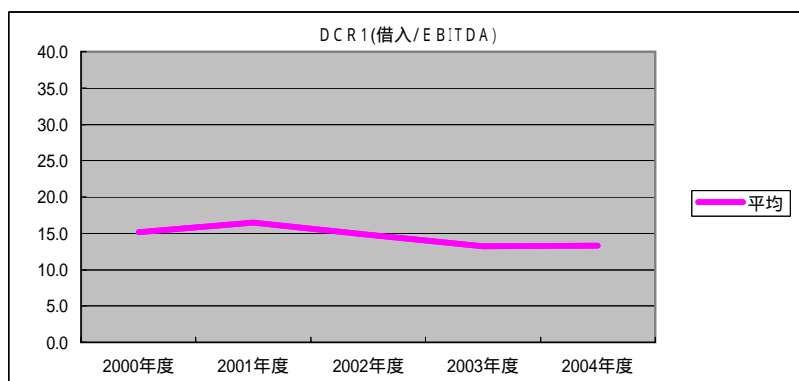


「Exit」の根拠は何ですか？」

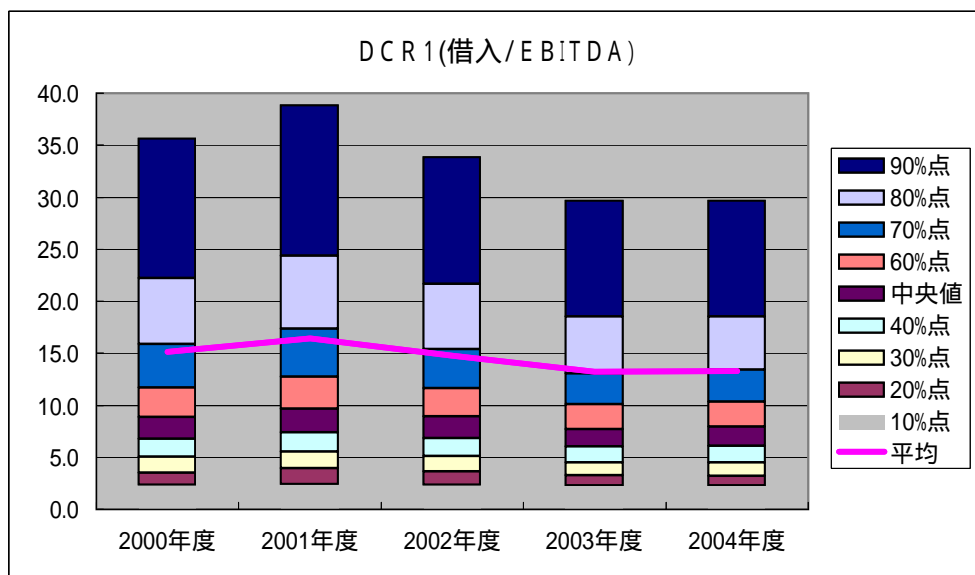
・貸付債権として買取った場合に、投資家側は将来に予想されるリファイナンスを投資の「Exit」として想定します。
 ・リファイナンス可能性の目安として最もポピュラーな指標は、デッド・サービス・カバレッジ・レシオ(借入総額/EBITDA(営業利益+減価償却費)以下、「DCR1」という。)です。
 ・ところが、不思議なことにDCR水準の客観的な統計値というのはあまりみかけません。
 ・そこでEVシリーズの基礎データを用いて大企業(上場企業全社(銀行、証券、保険を除く)に売上100億円以上の未公開企業を加えた約1万社)についてDCR1を計測してみました。

計測の結果、**大企業の平均DCR 13.3**を得ることができました。計算の際には、借入の無い会社とEBITDAがマイナスの会社は除外しています。
 過去5年間をみると、2001年度をピークに約3ポイント低下しおり、この間の大企業の借入金返済の潮流と一致します。



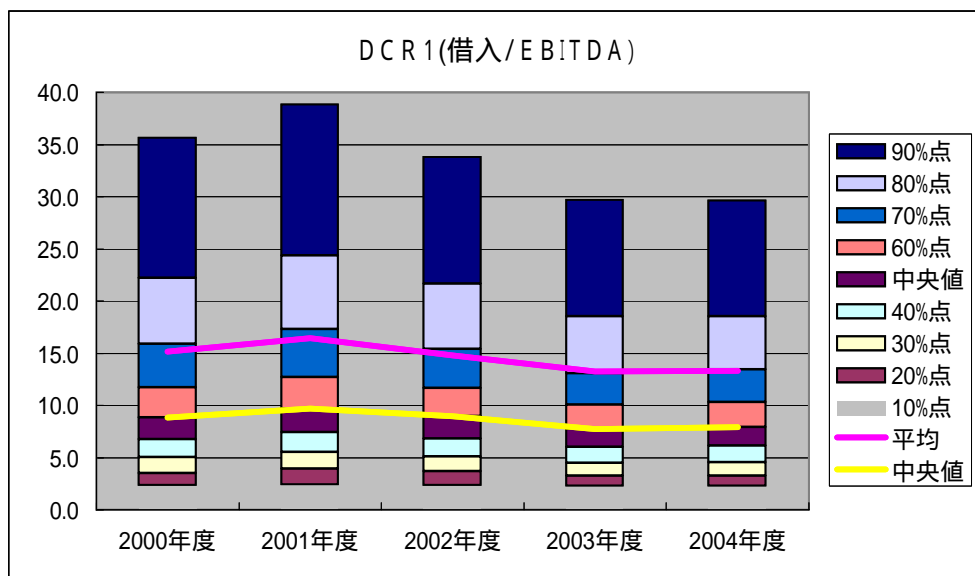
では、5年後に100百万円のEBITDAが予想されるなら、13億円のファイナンスがつくと考えてよいのでしょうか。ファイナンスの蓋然性を推定するには、もう少し考察が必要です。

まず、過去5年のDCRの分布状況をチェックしてみましょう。
 結果は、以下の表のとおりです。棒グラフの最下点は、対象企業群をDCRの水準で10等分した時の下から10番目の企業のDCRを示しています。
 一つあがったところが20番目、もう一つ上がると30番目となり、90番目の会社のDCRまで表示されます。



ここで注意したいのは、DCR1が平均の上下で均等に分布している訳ではないことです。DCRが高くなるにしたがって一ノッチの幅が広がります。つまり比較的少数のハイレバレッジ企業がDCRの水準を引き上げていることが観察されます。

全社の丁度真ん中にあたる会社のDCR1(中央値)を見てみましょう。
DCR1の中央値は 7.9 と平均の13.3を大きく下回っています。



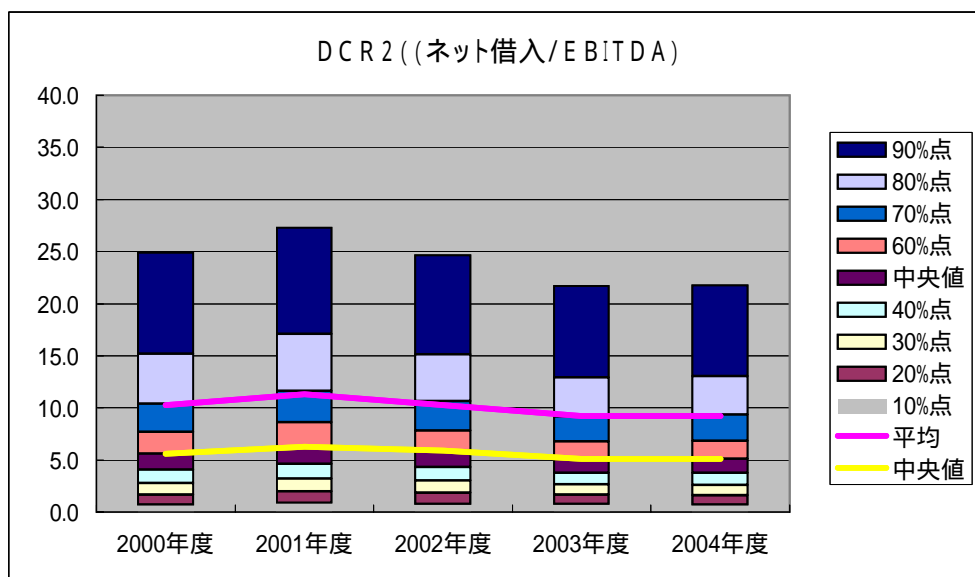
それでは、1億円のEBITDAがあれば、8億円程度の借入が期待できると考えてよいのでしょうか。

これまで計算してきたDCRは 広義の借入(長短借入 + 社債 + 割手 + 保証)をEBITDAで割ったものです。EBITDAに対してどれだけの借入をしているかという状態を示していますが、銀行が「これだけのキャッシュフローがあればここまで貸すことができる。」という目安とは微妙に違います。この問題を緩和するために新たなDCRの定義をおこないます。

$$\text{DCR2} = (\text{長短借入} + \text{社債} - \text{現預金}) / \text{EBITDA}$$

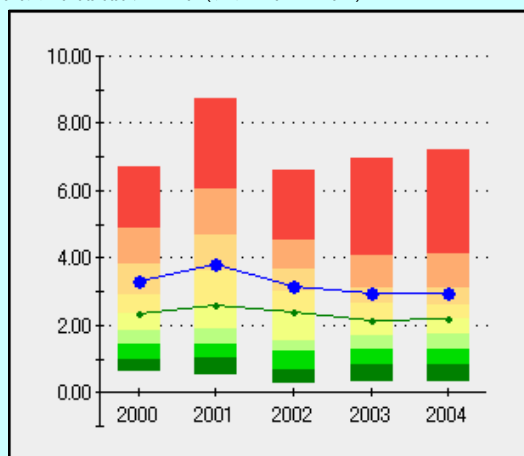
DCR1との違いは借入に割手、保証が含まれず、現預金が控除されていることです。純粋にキャッシュフローを担保にお金を貸す場合、本質的には資産担保金融である割手と事実上の銀行の担保になりうる現預金相当分は、対象とならないからです。

DCR2の平均と中央値は、各々 9.2 と 5.1 となりました。EBITDAの5倍というのは企業価値を計る際のマジックナンバーとしても知られています。企業価値のボトムラインを借入可能額と考えるなら、企業価値のマジックナンバーにもそれなりの根拠があったといえるかもしれませんが。

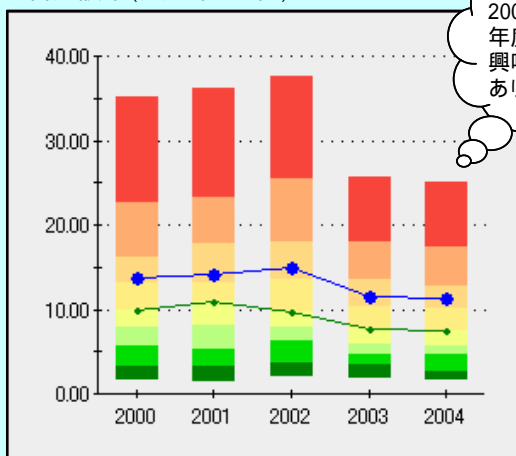


実際のプライシングに使用するには、業種毎のDCRの平均値と中央値を参照する必要があります。なぜならDCRは業種によってかなり違うからです。自動車部品製造業のDCR2平均は3.5ですが、総合建設業では10倍を少し越える水準です。

自動車部品製造業(大企業191社)



総合建設業(大企業325社)



余談ですが、2002年度と2003年度の断層には興味深いものがあります。

青折れ線：平均 (EVリサーチ画面より)
緑折れ線：中央値

EVシリーズでは、**大企業1万社、中小企業6万社の154業種**について、常時DCR水準を計測し、半年に1回データを配信しています。債権価格のプライシングのみならず、シンジケート・ローンの財務制限条項(Covenants)の検討基礎資料など多様な用途で使用されています。

本件およびEVシリーズに関するご質問、今後取り上げるテーマに関するご要望など承ります。
お気軽にメールを頂ければと思います。

---配信元---

株式会社クレジット・プライシング・コーポレーション
〒104-0044 東京都中央区明石町8-1 聖路加タワー28F
TEL:03-3524-7220 FAX:03-3524-7221
URL:<http://www.credit-pricing.com/>
お問合せ担当： 法月(のりづき)、佐々木 / info@credit-pricing.com