

後半：前半は2005年12月に
配信しました。前半をご希望の
方はご連絡ください。

借入の時価を知っていますか？

“できるCFO”の要件

(株)クレジット・プライシング・
コーポレーション

法月 洋

2005年11月2日

将来シナリオ設定条件

これまでの分析を踏まえ、以下の将来設定条件を置き、**EVシリーズ**を用い、将来5年のPL、BS、CFを作成します。

EVシリーズを用いるとシナリオの作成、将来設定/変更などを簡単、自在におこなうことができます。

シナリオ名	概要
基本シナリオ	<ul style="list-style-type: none">・ 売上伸び5%、・ 原価中固定費率 55%、販管費中固定比率 90% (現状横ばい)・ 1年目、2年目に各々20、30億円の追加設備投資
低成長	<ul style="list-style-type: none">・ 売上伸び0%・ 他は基本シナリオと同じ
変動	<ul style="list-style-type: none">・ 売上5%増、4年後の売上25%減・ 原価中固定費率 55%、販管費中固定比率 90% (現状横ばい)・ 1年目、2年目に各々20、30億円の追加設備投資・ 4、5年目に各々60億円、30億円の特別損失
変動(固定費圧縮)	<ul style="list-style-type: none">・ 原価中固定比率 40%、販管費中固定比率 75% に改善・ 他は変動シナリオと同じ

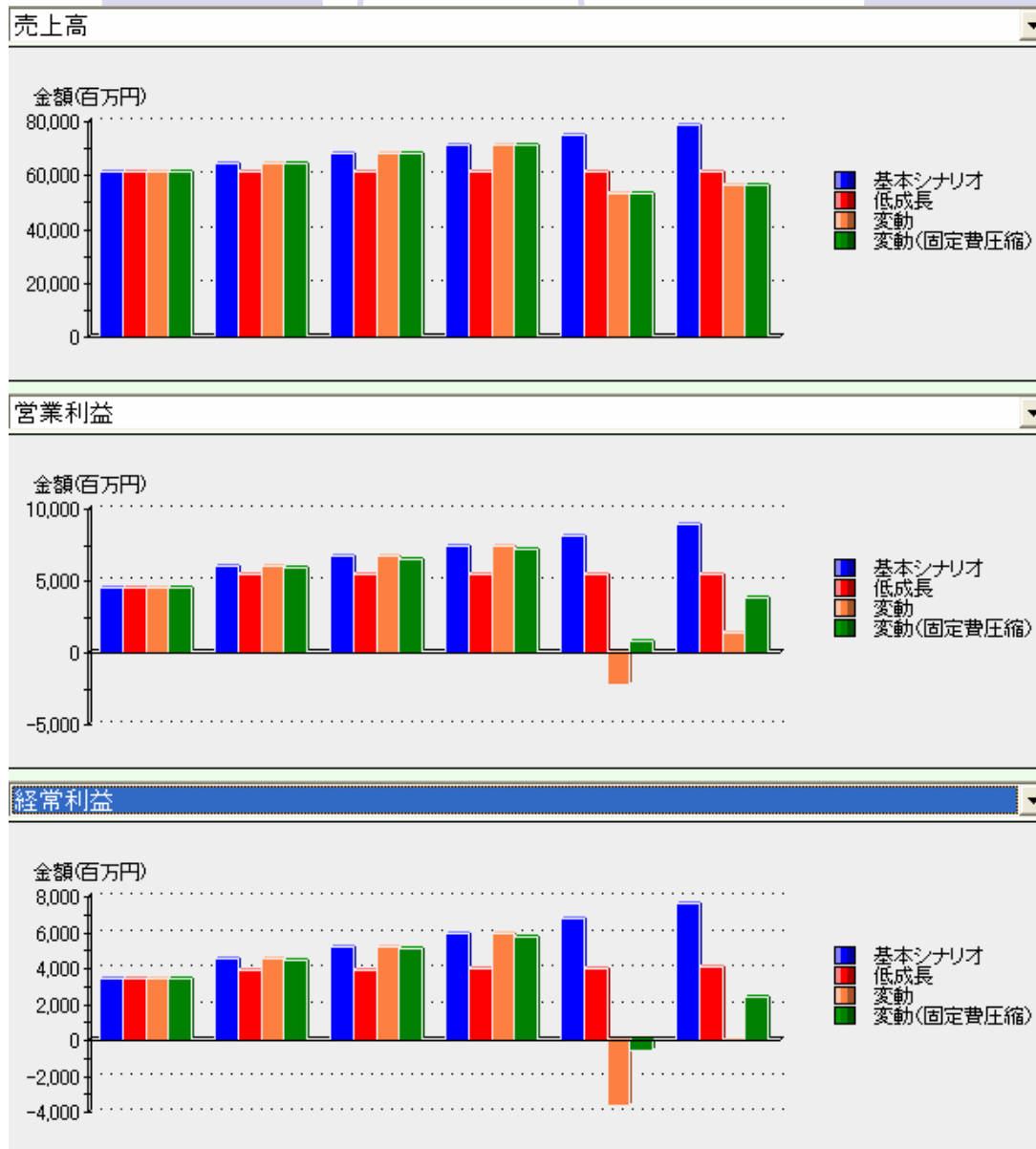
将来像の比較1 (なま数値)

EV分析画面より

- **EV** でシナリオ設定を終えると瞬間的に5年分のPLとBSが作成されます。

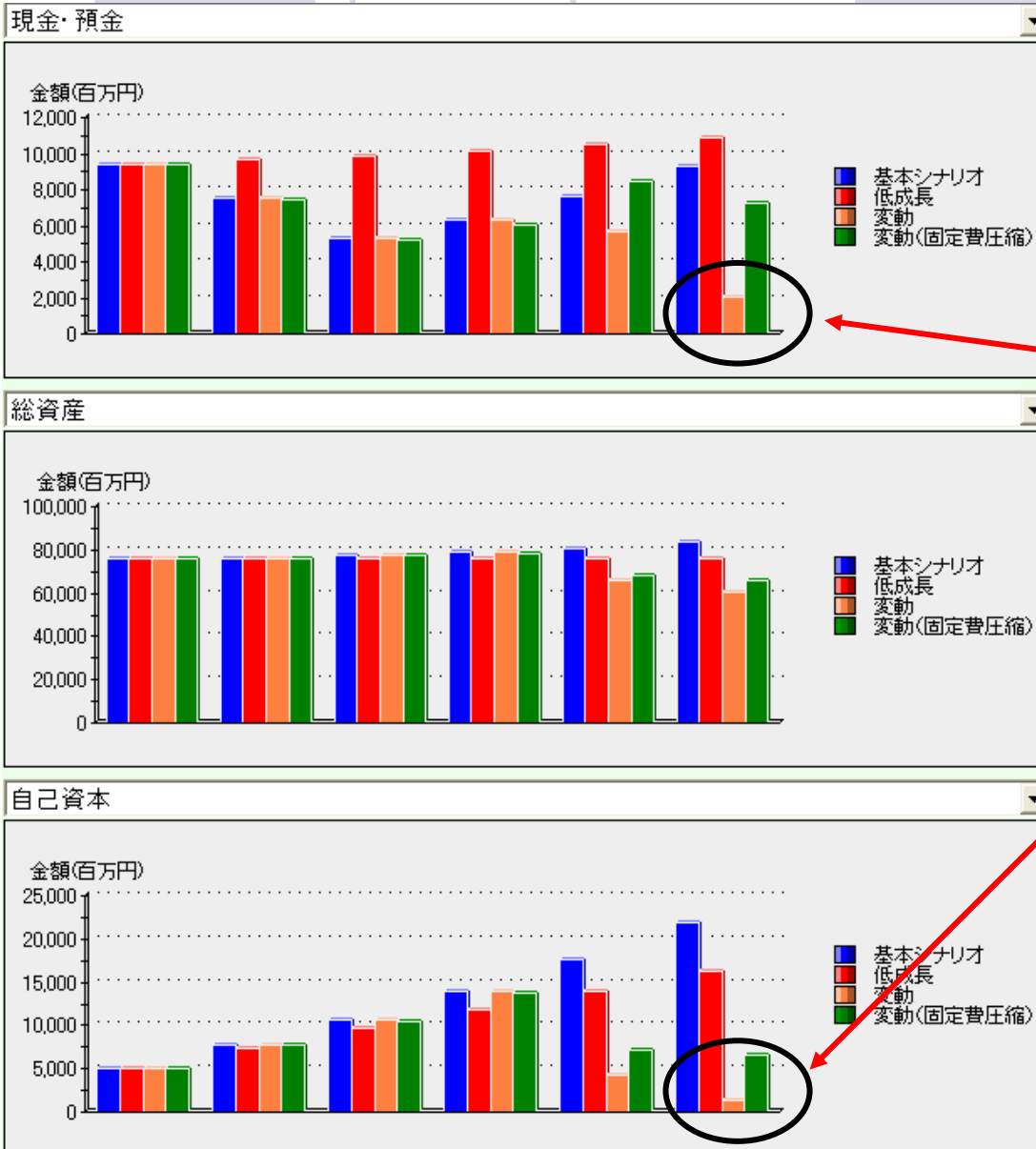
- PLとBSが連動しているため、出来上がりをみて初めて「あア、そうなるんだ。」というような発見もあります。

- 利益率と借入と資産の回転期間を同時に動かした場合などは、出てきたものを見るまで全体像をつかむのは困難です。



将来像の比較2 (なま数値)

EV分析画面より



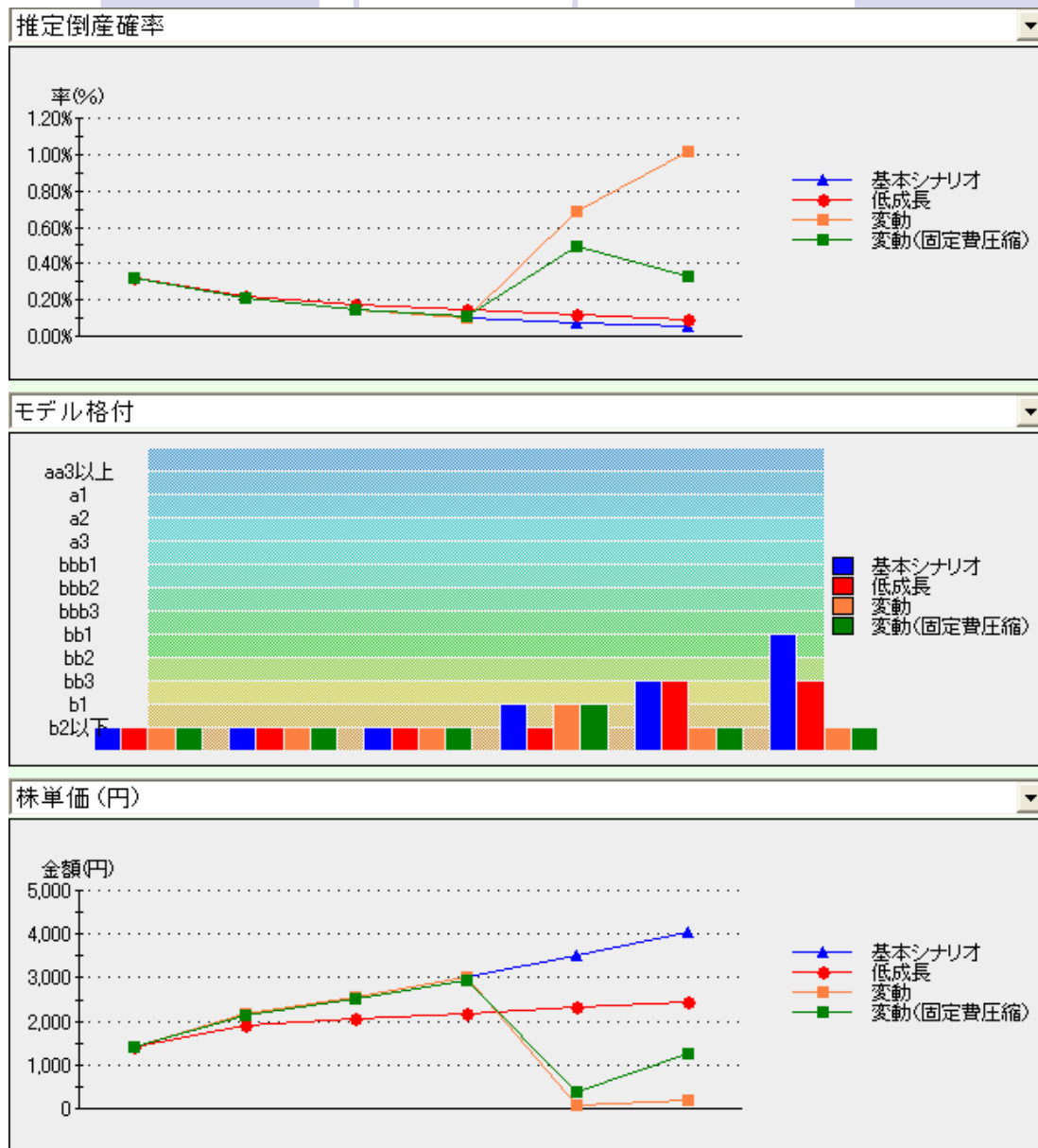
変動シナリオにおいて、収益上の危機は4年目に訪れますが、現預金が枯渇(倒産)するという観点から、本当の危機は5年目であることが覗えます。

右肩上がりの希望的な将来予想だけ描いていて、突然債務超過の危機に見舞われて狼狽するというようなことは避けたいものです。

将来像の評価

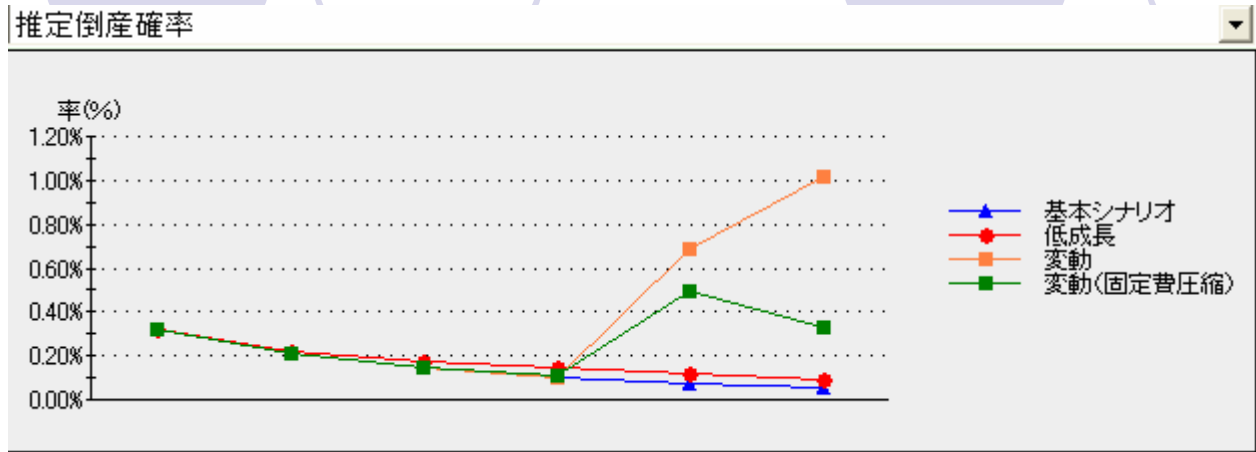
EV分析画面より

- なまの財務数値をEVに搭載している諸モデルに通すと、シナリオによる将来像の違いが、より鮮明なものになります。
- EV諸モデルにより、データを客観的に評価することができるため、“次に何をすべきか？”も自ずから明らかになります。



倒産確率により得られるものは・・・

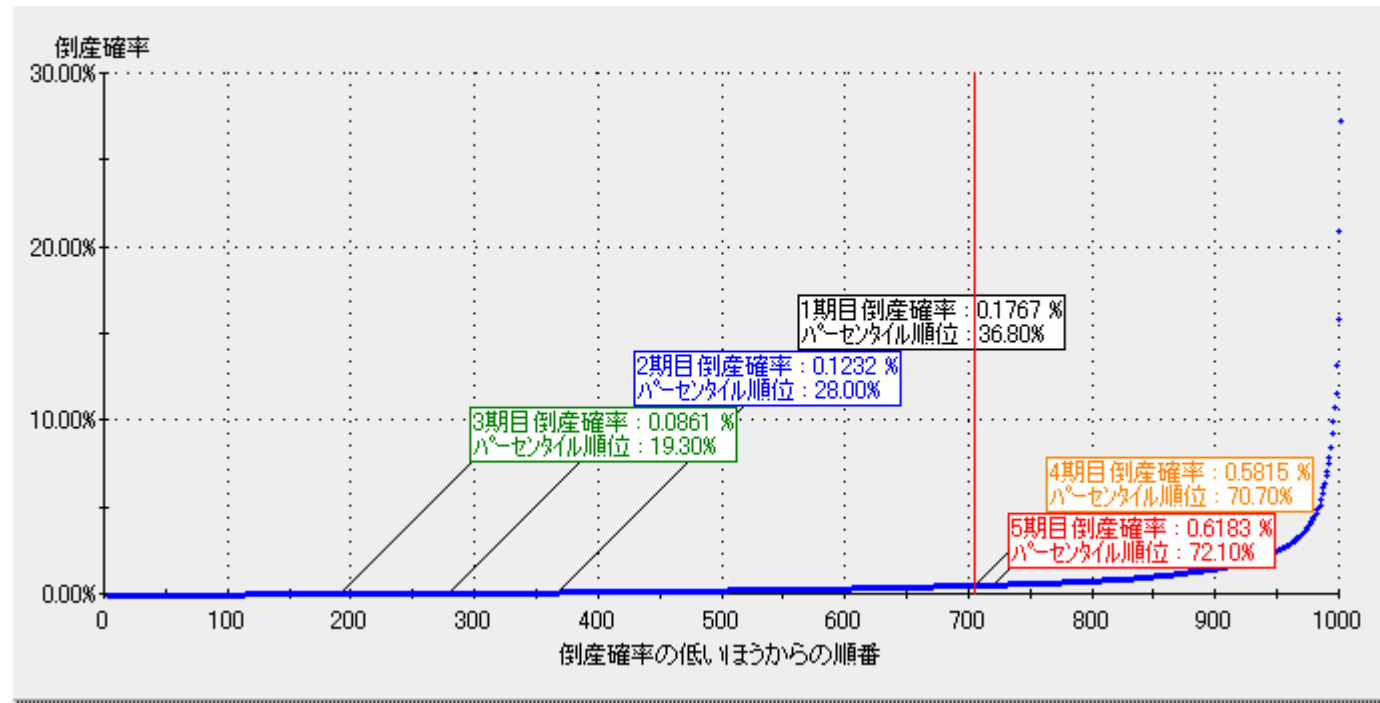
EV分析
画面より



信用面からの会社の通信簿

● 将来計画の健康診断

● 将来シナリオ毎の借入時価 = 将来見通しと調達戦略



債権時価分析 1

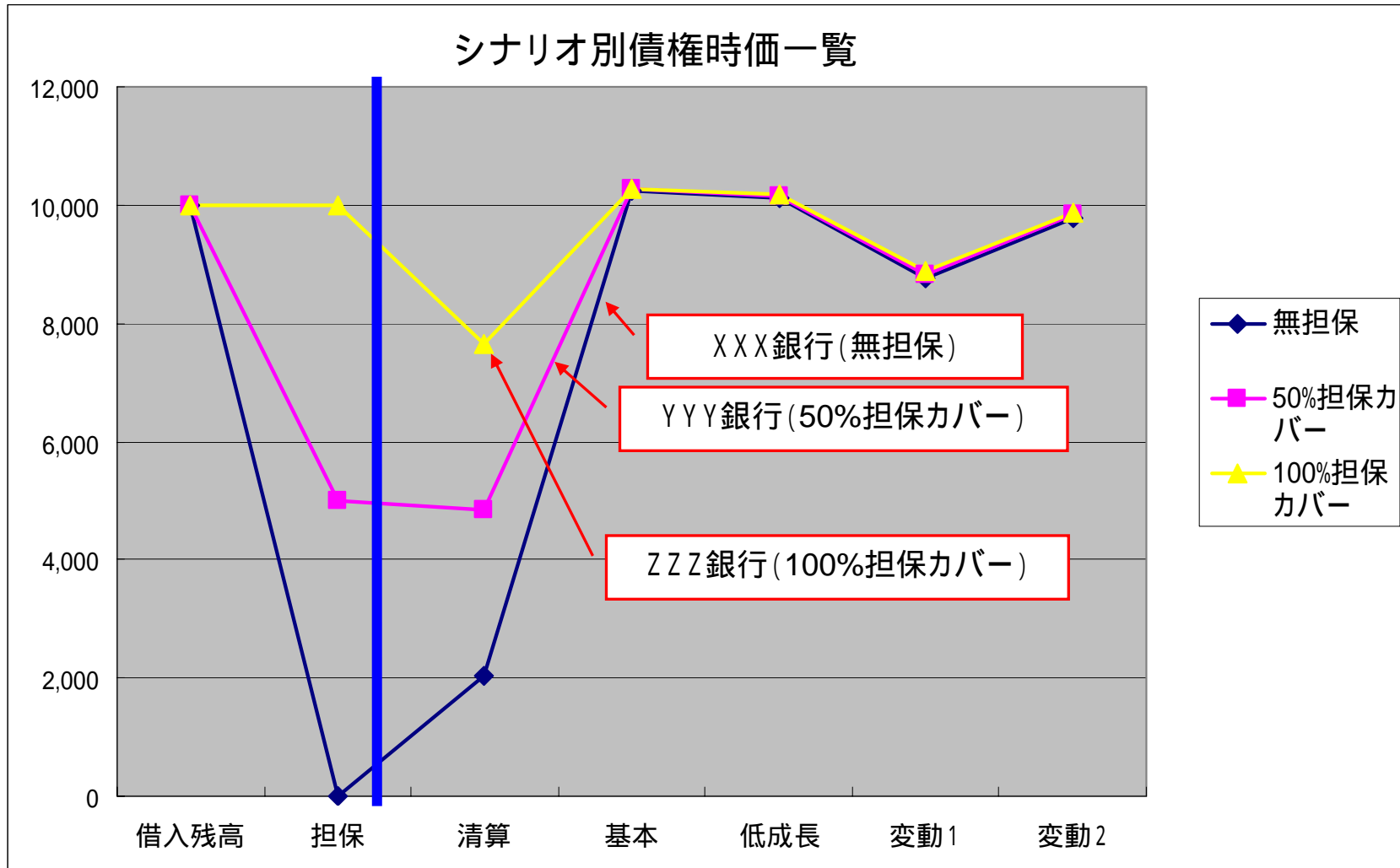
- A A A社が借入をしている3銀行からの借入の時価を、将来シナリオ毎に、計算してみましょう。

(百万円)

	債権額	担保
X X X銀行	10,000	0
Y Y Y銀行	10,000	5,000
Z Z Z銀行	10,000	10,000

債権時価分析 2-1

- 将来シナリオ毎に借入の時価は変化します。



債権時価分析 2-2

- 基本シナリオ、低成長シナリオの借入時価は100%(パー)を越えています。
- 変動シナリオ1では87～89%、変動シナリオ2では98～99%となります。
- ここで言えることは、

現状の成長がそのまま続いたら借入の時価は簿価と略同じだが、

世の中一般で売上の急減がありうると信じられると9割弱まで時価が下がる可能性がある。

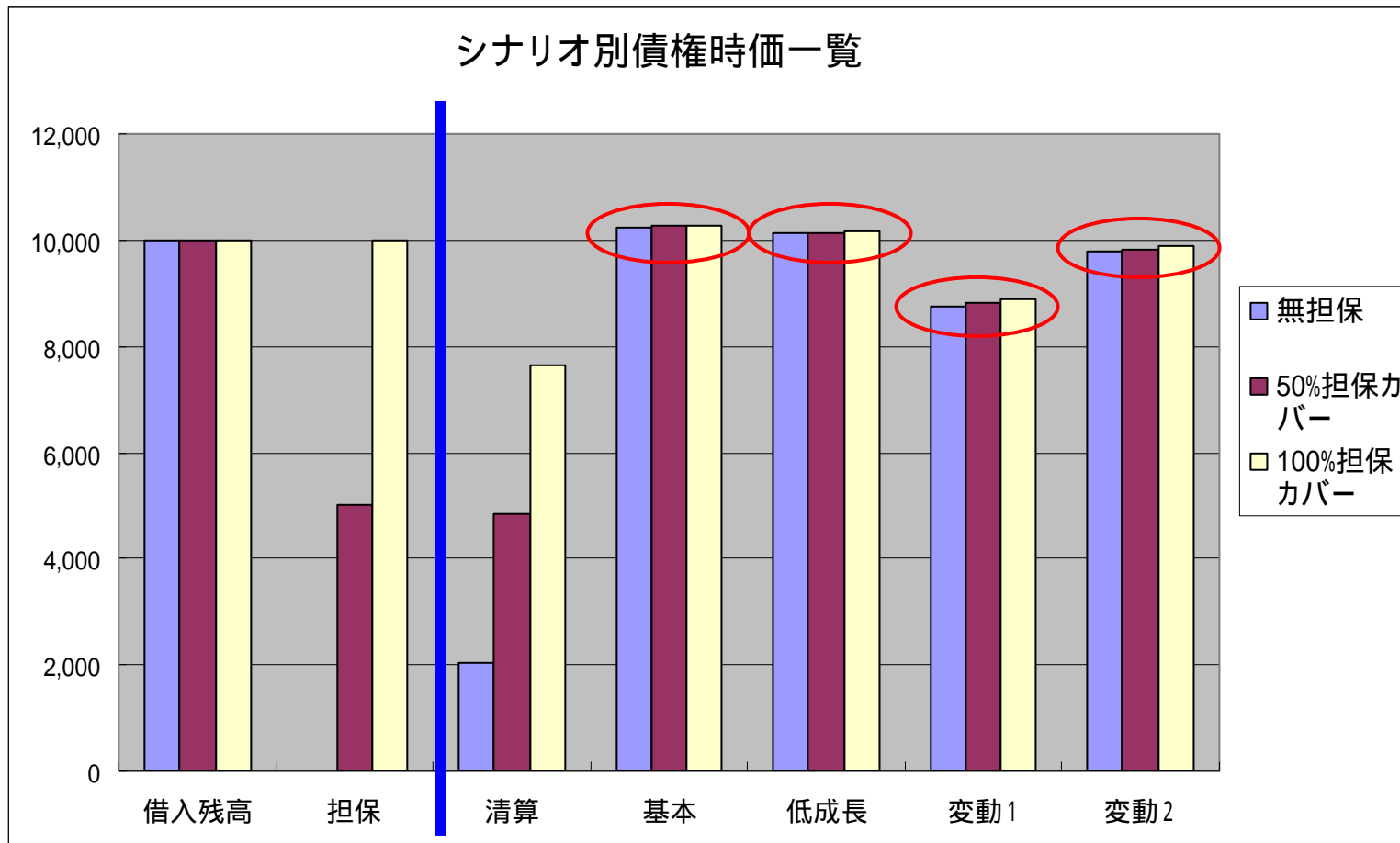
売上が急減しても、急激な変動に対応する体質に固定費・変動費構造を改善するとの見通しがはっきりすれば、時価はパー近くまで戻せる。

です。

- このように債権時価は、将来見通しという漠然としたものにより大きく変化します。

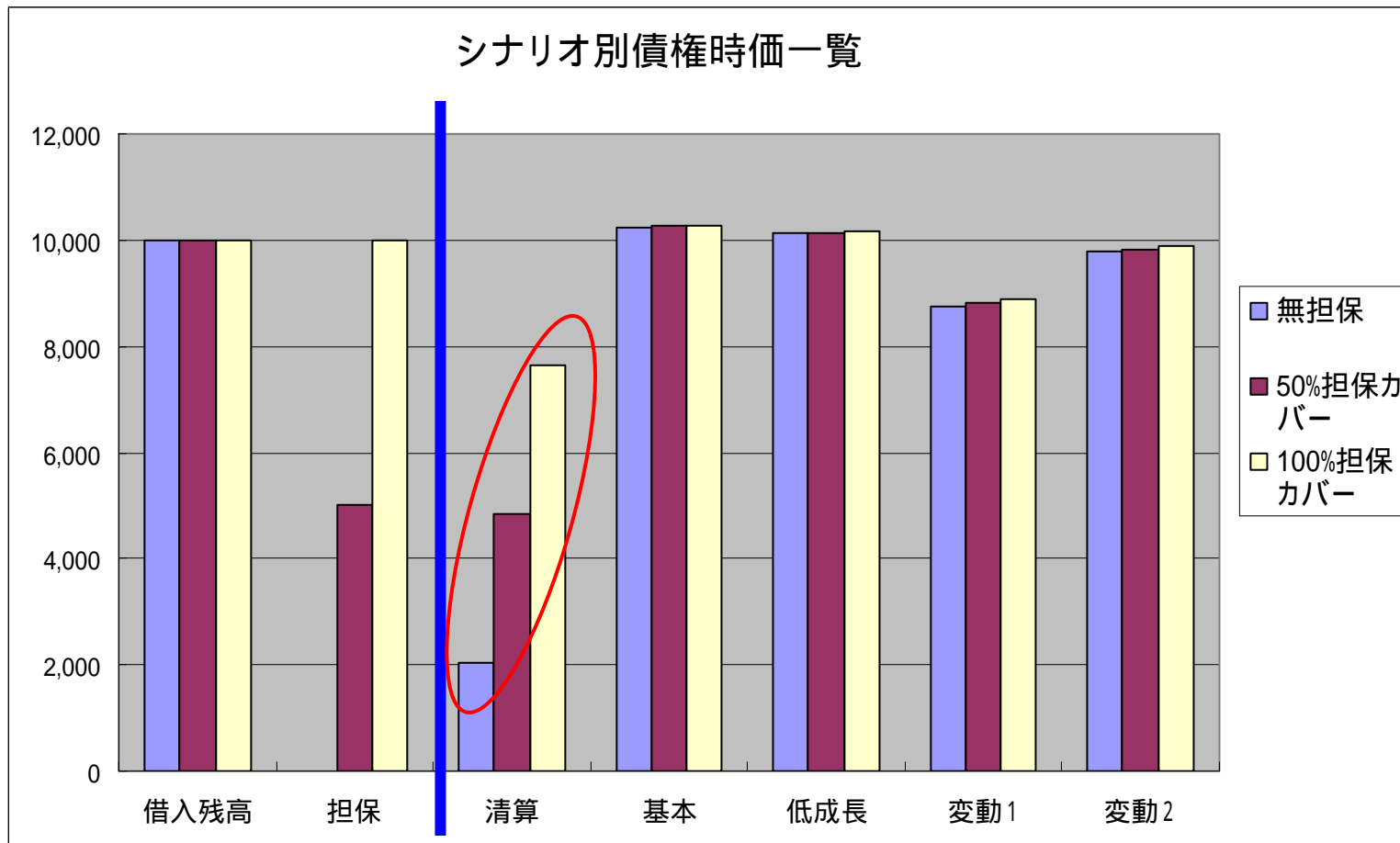
債権時価分析3

- 信用力が普通以上であれば、担保の有無による借入時価の差は小さなものになります。



債権時価分析4

- 究極の状態では、担保の有無が債権の価値に決定的な影響を与えます。

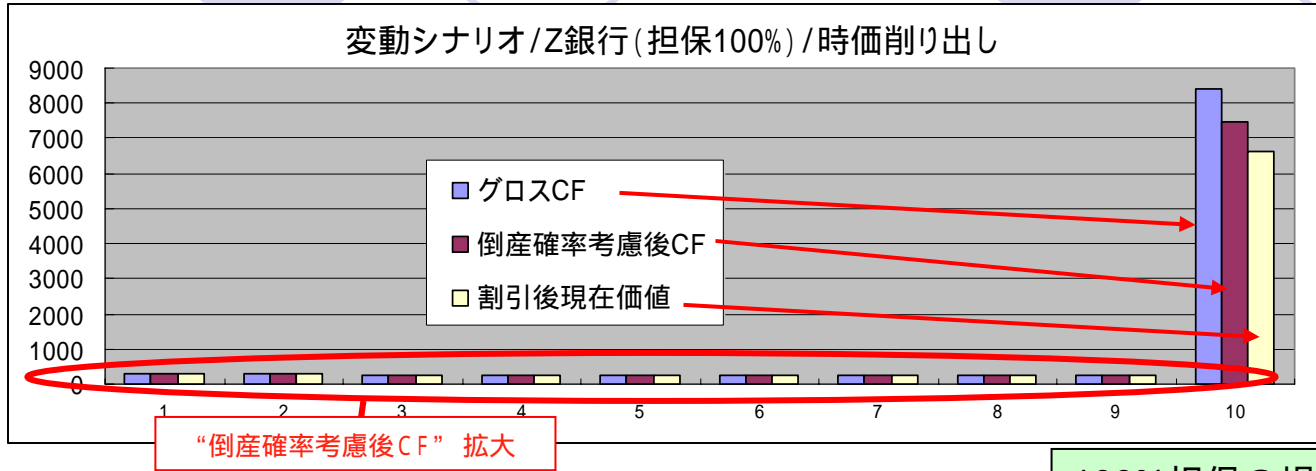


債権時価分析4-2

- “信用力が普通以上であれば、担保の有無による借入時価の差は小さい”一方で、“究極の状態では、担保の有無が債権の価値に決定的な影響を与える”という観察ができました。
- 仮に担保があるほうに低い金利、無い方に高い金利の適用を受けているとした場合、金利の差は、倒産のような究極の事態を懸念する債権者によりよいポジションを与えた見返りということになります。
- 倒産の可能性が極めて低いということが、倒産確率モデルのような客観的な測定道具を使って合理的に説明できれば、担保差し入れを一律無しにするという選択もありえます。

時価計算プロセス

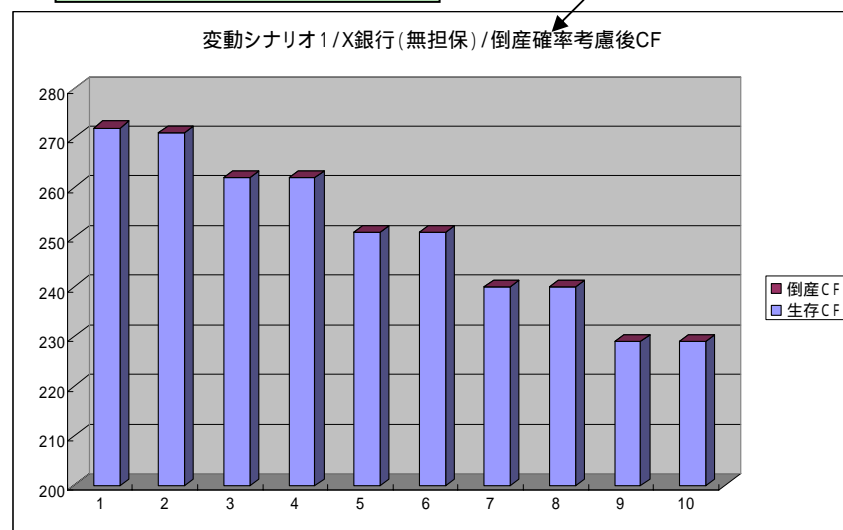
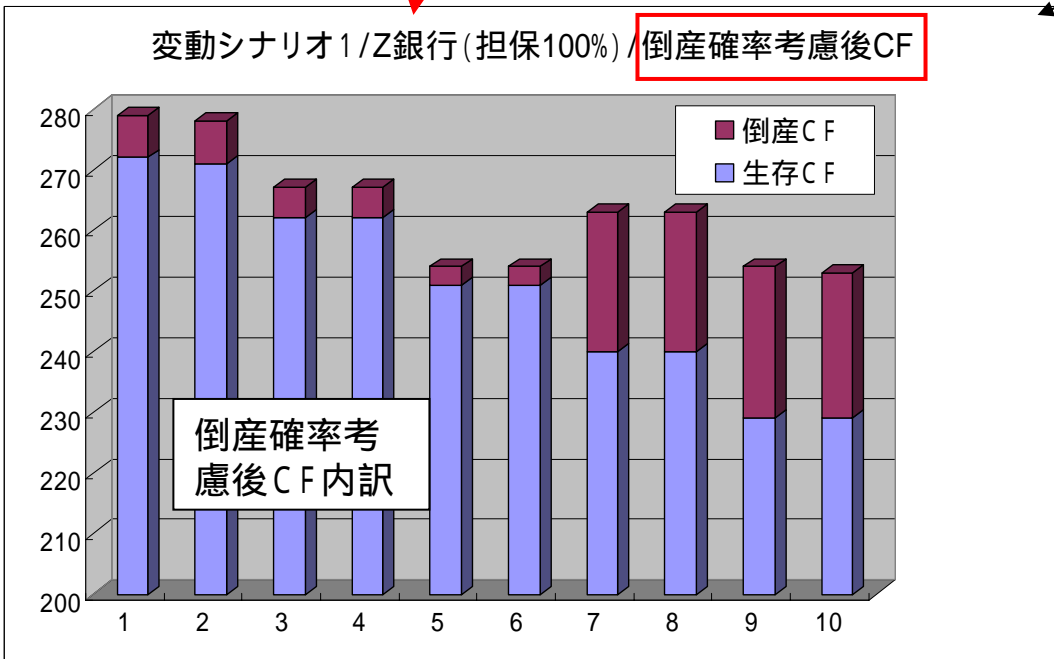
変動シナリオ/担保100%のケースで時価計算プロセスの復習をしてみたいと思います。



無担保と有担保の違いは、回収分に見合うCFが割引対象のCFに上乘せされるかどうか、ということです。

100%担保の場合

無担保の場合 (比較用)



シンジケート・ローンの時代

- 今後、大企業の借入の多くは、シンジケート・ローンの形態に変化すると予想されます。
- シンジケート・ローンのメリット
広汎な金融機関との取引による調達の安定性
(セカンダリー・マーケットの発達 (= 流動性の増加) につれて、更に参加者は増加の見通し)

全取引金融機関に対して同一の条件が適用されるので、(1) アドミ・コストを削減でき、(2) いざという時(クライシス時)に債権者の意見の集約、統一がしやすい。

* 社債など他の調達手段と比較した場合、相対的にコストが低くなるとも言われていますが、少なくとも近時の社債スプレッドのつぶれ方は甚だしく、シンジケート・ローンの方がスプレッドを維持しているように思われます。

これから起こること

- あなたの会社の借入が売買される時代が来ています。
- シンジケート・ローンはもちろんのこと、個別金融機関からの借入に関しても、売買市場が成立し活発化してゆくものと思われます。
- 将来の見通しを正しく語れない会社向けの貸付の価格は不安定になります。

ある日知らない債権者が・・・

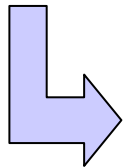
- 貸付債権が売買されるようになると、ある日これまで何の接触も無かった債権者が、あなたの会社の貸主として、現れるという事態が容易に想定されます。
- 新しい債権者は、邦銀とは限りません。外国の投資銀行、投資ファンドもありえます。
- 貸付債権が活発に取引されるのは、対象企業の将来評価が分かれる局面です。
- 新たな債権者は、対象企業の将来見通しをポジティブに変えることで、取得債権売却益の実現を狙います。

アンダーパーの脅威への対応

- “新たな債権者が、対象企業の将来見通しをポジティブに変える” というのは、経営に関与するということです。
- もちろん貸付債権者として企業経営に関与できることは、財務制限条項などを通じてのみで、極めて限定されています。
- しかし、大幅なアンダーパーが発生しているような状況下では、相対的に貸付債権者の発言力が高まっていると考えるべきでしょう。
- アンダーパー債権を取得し、アンダーパー部分を優先株に転換するという戦略は既に実行段階に入っています。 優先株には普通株への転換権が付与されていることを忘れてはなりません。
- 今後の企業財務戦略においては、借入の時価を常に監視し、大幅なアンダーパーが発生しそうであれば、積極的に買いに入るといった戦略も必要となります。

CFOにとって借入時価の意味

- 借入時価を常時チェックするということは、会社の将来計画を常時見直すということと同義です。



CFOは、COOが責任を持つ生産・販売面の計画をPL、BSの形に吸収したうえで、種々の環境変化、経営ポリシーの変更を想定したシミュレーションを常時行っておく任務があります。
借入時価のチェックというのは、実はコーポレート・プランニング・シミュレーションのことでもあるのです。

- 借入時価を知ることにより、最適な資金調達への洞察を深めます。
- 現在、貸付債権のセカンダリー・マーケットにおける取引が本格化すると、新たなリスクファクターが発生し、借入時価を知ることがCFOにとっての必須要件になります。

EVシリーズはなぜ役に立つか？

- これまで見てきたように、正しい時価の計算には、次のような巨大なインフラを必要とします。

実績分析のための業種統計データ

類似企業比較機能

将来シナリオ設定、シミュレーション機能

倒産確率モデル、スプレッドモデル他のモデル群

DCF計算機能 他

- いくらCF0にとって借入の時価を知ることが重要であるといっても、これらの機能を独自で揃えることは、コストの点で間尺にあいません。
- EVシリーズは、時価計算に必要な、データ配信と計算機能をワン・パッケージにし、お手ごろな値段で提供しています。