

書 評

田尾啓一著『グループ経営の財務リスクマネジメント』

(中央経済社 2007 年 9 月 294 ページ)

岸 本 光 永

1. はじめに
2. 本書の視点について
3. 本書の構成
4. 連結財務情報による企業価値分析
5. グループ財務管理と財務リスクマネジメント
6. おわりに

1. は じ め に

多くの日本企業において、最近まで財務の目的や役割を的確に理解されていないことがしばしば見受けられた。財務部門と経理部門が混在して、責任が曖昧であることも少なくない。経理は過去の会計上の記録と予算案を策定することが主たる任務である。一方、財務は伝統的に金融機関から資金調達の主たる任務であったが、近年、資本市場の発展による多角的な資金調達、運用の業務が拡大した。その結果、財務リスクが飛躍的に増大した。また、過去の財務的な評価一辺倒の企業評価から、将来の稼ぐ能力を見る企業価値評価へ移行し、企業価値評価を基準にした M&A が盛んに行われるようになってきた。

資本市場との関わりの拡大、国内外の会計基準の変更、ビジネスや資本のグローバル化によって財務管理のあり方を大きく変化させた。その影響の大きいことの 1 つにリスク対応がある。最近、多くの企業が株式の持ち合いを復活させてきた。その目的は旧来と異なり、外部からの M&A 阻止を目的としている。M&A による企業買収リスクは減少したかも知れないが、株価変動リスクは増大している。現実には、2008 年 3 月期決算では株価下落で企業業績が低下した企業も多い。このことは日本においてリスクマネジメントは未だ、発展途上であるとの印象づけたに違いない。

最もリスクマネジメントに長けていなければならない金融機関でも、日本の金融機関が、リスクマネジメントについて本格的に取り組み始めたのは、約 20 年前くらいからである。当時はバブルがはじける前後くらいであり、まだ株価も高く、金融機関は巨額の含み益を保有し、さらに BIS 規制が導入される以前で、規模の拡大をまっしぐらに進んでいた時期である。時価会計の導入前であり、金融機関は巨額の含み益が経営の安全弁としてのバッファーとなっていた。生命保険会社の場合は、特別金銭信託のスキームを活用して、高利回りのインカムゲイン

を計上し、一方、そこでの評価損は含み益の売却益で埋め合わせするという形で、当時のインカムゲイン配当規制に対してキャピタルゲインをたくみにインカムゲインに付け替えるという手法をとっていた頃である。わが国の大手金融機関は、そのころからリスクマネジメントについて、本格的に取り組み始めた。しかしながら、今回のサブプライムローン問題で我が国の金融機関もリスクマネジメントに万全でないことを図らずも露呈した。

トヨタ自動車等の優良企業は財務を中心とした高い質のリスクマネジメントが行われているが、一般企業におけるリスクマネジメントの水準は未だ十分とは言えない。特に、連結経営についての理解が未だ不十分と思える大企業が多く存在していることを実感している。この様な企業を取り巻く環境条件の中で、本書はタイミング良く、上梓されたと考える。

2. 本書の視点について

著者が述べているように、今日、企業経営はグループ連結経営に大きくパラダイムシフトしている。投資家は、企業を単体で見るのではなく、企業グループ全体の企業価値を評価し、将来の成長性を評価するようになってきている。金融機関においても、当該企業の信用のみならず、当該企業の企業グループとしての信用分析を行うようになってきているのである。また、一方で、変化の激しい時代にあって、事業再編を機動的に実施するためには、持ち株会社のもとで、事業子会社組織にすることが、変化への対応力という点で最も機動性が高い。事業からの撤退、あるいは新規参入は株式の取得・売却で簡単に行えるからである。また、買収への備えという意味でも時価総額を大きくするため、持ち株会社のみを上場し、その下に非上場事業子会社を展開することが有効である。グローバル競争の激化する中、業界で生き残れるのは上位の数社しかないといわれる。こうした中で、今後も、業界再編が進み、集約されていく傾向が強いが、そうした場合にも、最も抵抗の少ない方法は、持ち株会社のもとでの事業子会社化である。

しかし、著者が指摘するように、グループ経営には、こうした有効な面がある一方で、様々な課題がおきている。実際に、グループ組織を形成しても、グループとして一体となった経営が行われず、企業グループとしての価値創造につながっていないという状況にある企業グループが多い。今日、内部統制はじめ、企業グループとしてのリスクマネジメントの構築が必要となっている中で、どのような企業価値創造とリスクマネジメントを企業グループとして構築していけばよいか大きな喫緊の経営課題となっているとする視点は重要である。

本書はこうした現状認識を踏まえ、財務に関して企業価値向上という「攻め」と高い信用等级付けの実現という「守り」の2つの視点からグループ経営を総合的に分析したものであり、わが国の企業経営のあり方に提言をした意義の高い著作といえよう。

3. 本書の構成

本書の構成を目次に沿って記述すると次の通りである。

第1部 連結財務情報による企業分析

第1章 財務分析の視点

1. 企業価値とは何か
2. 企業情報の有用性
3. 連結財務情報と単体財務情報の情報価値
4. 非財務情報の有用性
5. まとめ

第2章 資本収益性の分析

1. 財務諸表の組み替え
2. 資本の調達と運用に関する構造分析
3. 資本収益性の分析
4. 収益の安定性分析
5. 成長性分析
6. まとめ

第3章 財務の健全性の分析

1. 経営環境の変化と倒産要因の変化
2. 危険度分析の視点
3. 資金移動表分析
4. 経常収支比率マイナス値・累乗加算
5. 収支分岐点分析
6. 金融費用分析
7. 利付負債負荷分析
8. 利付負債／キャッシュフロー比率
9. デット・キャパシティレシオ
10. まとめ

第2部 グループ財務管理と財務リスクマネジメント

第4章 資本・負債の構造分析

1. 資本・負債の構造分析の視点
2. ROE 経営と財務レバレッジ戦略

3. MM 理論

4. 負債・資本構造の変化と価値変動
5. 財務リスクの計測—EL と UL の概念
6. 負債構造検討の視点としての ALM
7. ペッキング・オーダー仮説
8. ポートフォリオ・リスクマネジメントによる UL のコントロール
9. まとめ

第 5 章 規制環境の変化とリスクマネジメントのフレームワーク

1. 規制環境の変化
2. リスクマネジメントのフレームワークの必要性
3. COSO の内部統制フレームワーク
4. COSO の ERM フレームワーク
5. ERM と財務リスクマネジメントの関係
6. まとめ

第 6 章 グループ経営とリスクマネジメント

1. グループ経営の視点
2. CMS によるグループ財務効率化
3. 企業再編によるグループ財務構造改革
4. グループの財務リスクマネジメント体制の確立と CFO の役割
5. 本章のまとめ

本書の目次を見ても、著者が企業財務を広範囲に捉え、意欲的に取り組んだことが理解できる。本書のタイトルからして、著者が意図しているヤマは第 6 章に集約されるが 6 章に行き着くまでの長い道のりを、種々の観点から論述している。

4. 連結財務情報による企業価値分析

筆者は財務会計の観点から企業価値の評価についての考察を述べている。財務会計は 2000 年 3 月期より投資家向けの開示情報は連結財務諸表が中心となり、連結範囲も支配力基準となっている。エンロンはじめ外部の事業体を使った粉飾が増加し、さらに最近ではサブプライムローンの問題をきっかけに、企業外部での SPV¹⁾ を使った運用での含み損が問題となってきた。こうした経緯から、真の実態は連結で見ることが必要であり、著者の指摘するように、連結財務諸表が企業価値算定の中心となってきた。しかし、会計ビッグバンともいべき大

1) Special Purpose Vehicle

きな会計基準の変更の進む中、連結財務諸表から企業価値の評価をどう行うかについての研究を日々見直す必要があることから、著者はこうした会計ビッグバンの状況下での連結財務情報による企業価値評価についての考察を行っている。さらに、連結財務諸表のみでは、企業価値の算定が必ずしも有効でない事例として著者が挙げたソニーのように、子会社の銀行、生損保、映画会社を連結した連結財務諸表は、業種ごとの異なる会計基準と異なる分析手法の必要な塊であり、連結財務諸表だけでは企業価値の分析が困難な面がある。こうした企業に対して、単体財務諸表とセグメント情報の必要性を述べている。また、知的財産を中心とした無形資産がほとんどオフバランス化されている財務諸表における課題についても記述している。このように、企業価値分析において、今日の財務会計に内在している様々な課題に関する深い洞察がなされている。

次に、企業価値を構成する分析として、本書は資本収益性、収益安定性、持続可能成長分析等の展開を行っているが、その中で、いくつかの新規性のある切り口が導入されている。例えば、変動係数分析は統計上の指標である変動係数（＝標準偏差／平均値）を企業分析に活用したものであり興味深い分析である。また、持続可能成長率は、財務の視点からの持続可能な成長力を示したもので、黒字倒産など急成長後、倒産するベンチャー企業の分析に有用と考えられる。

健全性分析については、資金移動表分析、経常収支比率分析、収支分岐点分析、金融費用分析、利付負債負荷分析、利付負債／キャッシュフロー分析、デット・キャパシティレシオをあげている。著者は以前、東洋経済新報社の有価証券報告書データを用いて企業の倒産に関する判別分析システムの構築を行っており、そのプロジェクトでは、評者は財務データ側から参加していた。こうした経緯から、著者は、企業の倒産の原因分析について、財務の面からの分析と、理論上の視点のみならず、実際の企業データを取り扱うことで、指標の特性や有効性について検証し、指標の見方については長い経験を有している。例えば、著者は、流動比率や固定長期適合率といった、従来、企業の健全性に有用な財務比率とみなされていた静的な比率について、疑問を投げかけているが、これは、著者の統計的な分析の結果に基づいている。倒産の危険性といった判断において当該財務比率が有用であるか否かを評価する場合、倒産企業と非倒産企業の間、例えば平均値において乖離があったとしても必ずしも有用とは言えない。標準偏差、バラツキが大きい場合は、倒産企業群と非倒産企業群の両群を判別する能力が十分に有意なレベルにならないからである。こうした分析を踏まえて著者は、動的な比率を中心に企業の財務の健全性に関する指標の展開を行っている。

5. グループ財務管理と財務リスクマネジメント

グループ財務のファイナンスについて、アセットファイナンス、デットファイナンス、エクイティファイナンスの3側面から、それぞれの説明をした上で、特に応用範囲が広がってい

る証券化の手法に関して意義と、会計上の認識について、より詳細な記述がされている。証券化はわが国では、ABCPによる企業の売掛債権の証券化から始まり、期間の長い資産の証券化としては、オートローンの証券化が、最初であり、その後、リース債権、貸付債権、住宅ローン債権、クレジット債権、最近では、知財への適用もされており、有力なファイナンスになってきている。しかし、そのスキームの格付けや会計上のオフバランス化に関する取り扱いなどについては、まだ、固まっていない部分が多く、最近のサブプライムローンの証券化による金融機関を中心とした多額の評価損の計上に見られるように、さらなる規制と会計上、開示上の再考がされつつあるところである。こうした点について、著者は監査法人勤務時代に多くの証券化案件を手がけた経験があることから、本書で現時点での取り扱いについて詳しく記述されている。

グループ経営において、ヒト、モノ、カネ、情報の経営資源を如何にグループとして最適に資源配分し活用するかが鍵になる。著者が、グループ経営の中で、コングロマリット・ディスカウントの問題を論じているが、まさにグループ経営資源の最適配分と有効活用ができていないことが、本書の課題認識にある。

著者が第 6 章で紹介している CMS は、こうした中でカネという最も集中管理に馴染みやすい経営資源をグループ集中管理する情報システムの仕組みである。CMS は著者が 1997 年より、多くの事業会社や金融機関で構築を手がけている仕組みであり、実際の構築経験に基づいての記述であるが、現状の CMS のみならず、今後のあるべき姿を考察している点は興味深いものである。アセットサイドの圧縮・効率化と負債の圧縮は、財務の健全化を実現のみならず、ROA の改善をもたらすことから、企業財務にとって重要な経営課題である。しかし、現状の CMS はあくまでキャッシュの効率化に止まるものである。しかし、総資産に占める現預金の割合はわずかなものである。アセットは運転資産と設備投資資産から構成され、企業の経営ニーズは、運転資産の圧縮であることから、CMS はキャッシュの圧縮にとどまらず、運転資産にまでマネジメントを拡げるべきと著者は指摘している。こうした指摘は企業の本来的ニーズに基づいたものであり、グループとしての企業財務の効率化を実現するための CMS の今後の発展の方向を示しているといえよう。

著者は金融機関の ALM について、多くのプロジェクトを手がけてきた。しかし、その内容は時代によって変化してきている。ALM は、その名のとおりに、資産と負債に関するバランスシートを中心とした総合管理であるが、時価会計の導入により、金融機関はマーケットリスクに晒されるようになった。それ以前は、短期調達・長期運用を基本としていた運用調達構造のなかで、資産と負債の期限のミスマッチの管理が ALM の中心となる管理対象であったが、時価会計の導入により、マーケットリスクの計測が ALM 上の重要な管理対象となり、近時は自己資本比

率の管理も重視されている。マーケットリスクの計測手段として代表的なものは **VaR**²⁾ である。**VaR** は保有期間と信頼水準の前提を置いた上での最大損失を示す概念であり、統計上の概念である。この概念そのものは、金融機関に限るものではなく、あらゆる資産、負債に適用できる統計概念である。例えば、信用リスクに関してはクレジット **VaR**、オペレーショナルリスクについては、オペレーショナル **VaR** という形で、リスクの計測に用いられる。**VaR** の有用な点は、リスクを統合する共通言語となりうることである。統合 **VaR** を計測することにより、事業体の保有するリスクを総合的に計測することが可能となる。**VaR** は、このように一般的なリスク計測の概念であり、今後、多くの分野で用いられるようになってくると考えられる。この統合 **VaR** を用いて予想外損失である **UL (Unexpected Loss)** を算出することができる。

著者は、リスクの測定値である **UL** の概念を用いて、リスクの最終レポートとしての資本（純資産）との対比で必要自己資本の概念を導出している。こうした考え方は、金融機関では **BIS** 規制の導入により適用されているが、著者は一般化し、事業会社の財務リスクマネジメントに適用して理論展開を行っている。

次に、著者は、リスクマネジメントのフレームワークについて、**COSO** のフレームワークを中心に論じている。**COSO** の内部統制のフレームワークは、世界的にデファクトスタンダードとなっている。わが国においても、2008年4月以降上場企業やその関連会社は、金融商品取引法上、内部統制整備の規制対象となるが、内部統制のフレームワークとして、やはり **COSO** のフレームワークに準拠している。本書では、**COSO** のフレームワークと、エンロン事件、ワールドコム事件等が発端となったサーベインズ・オクスレー法の規制環境の記述から、次の課題としての内部統制を拡張した統合リスクマネジメントのフレームワークである **ERM** に展開している。本著の大きな特徴であり新規性のある点は、**ERM** のフレームワークと上述の必要資本概念をベースとした定量分析の統合を行っていることである。**UL** をベースとした金融工学的手法を **ERM** に持ち込み、管理会計に新たな展開の可能性を示した点は大きな意義がある。

6. お わ り に

企業におけるリスクマネジメントは、リスクの把握・計測というデータ面からの手当てと、実際にそうした分析結果を意思決定に反映する組織マネジメントが重要となる。これまで、評者は、多くの企業で情報系システムといわれる管理会計のシステムが構築されたものの、実際に活用されずに終わっているケースを数多く見てきている。リスクマネジメント・システムについてもバブル崩壊前の時代においては、実際にリスクを経験せずにきている経営陣が多かつ

2) Value at Risk. **VaR** は、対象が正規分布の場合は、分散共分散法により計算できるが、それ以外は、モンテカルロシミュレーション法を用いられるのが一般的である。

たこともあり、リスクマネジメント・システムは構築されたが、対監督行政用の説明資料に過ぎず、実際のマネジメントに活用されなかったケースが多い。

近時の内部統制に関する規制についても、規制対応で文書化をしている企業が多いのではないだろうか。こうした場合は、実際の財務報告の信頼性と法令順守につながるものとはならない。こうした経験を踏まえると、リスクマネジメントについて、理論面での研究に加えて、とりわけ、組織運用体制が重要となってくる。著者は実際の企業とのプロジェクトの経験から、CFO の役割についても多くの頁数を割いて、その機能と重要性について記述している。こうした点は、本書が単なる学術書ではなく、実務書としての意味を持っている点であろう。著者は、評者とともにリスクマネジメントに関するコンサルティング、また、企業分析システムの開発を手がけてきた。こうした中で実際の企業の生の課題に対して、ソリューションを提供するという活動を行ってきている。理論研究のみならず、実践の場での経験を踏まえたものとなっていることが、本書に厚みを持った展開をもたらしていると評価している。

今後の財務（ファイナンス）は意思決定に目的を合わせて、より一層、経済学的なフレームおよび思考方法になってくる。しかしながら、将来を考える上で、過去の財務諸表は最も重要な情報であることは変わりがない。一部の金融工学の専門家が財務諸表等の会計情報を軽く扱うことには問題が多い。このことは会計的な思考に戻ることを意味していない。会計情報を利用して、必要なキャッシュフローに情報を転換し、経済学的に新たな論理的な組立を必要としている。今後、著者のキャッシュフローを基礎にした新たなフレームワークを期待したい。

本書の執筆は、著書のあとがきにも述べられているように、著者が今日まで財務リスクマネジメントに関する研究を続けてきた成果の総まとめといえる書である。著者の実践の場での経験と、理論面での研究を総合したものとなっている。

著者と評者は過去において、コンサルティング実務で一緒に仕事をしてきたが、著者の前向きな仕事の成果が本書の随所に表れている。現在、評者も著者と同じように社会人大学院生を教育する立場にあることから、多面的な思考、検討する重要性を感じている。本書の意味も一つのアプローチとしてビジネス教育に必要な深い洞察力を示唆している。