

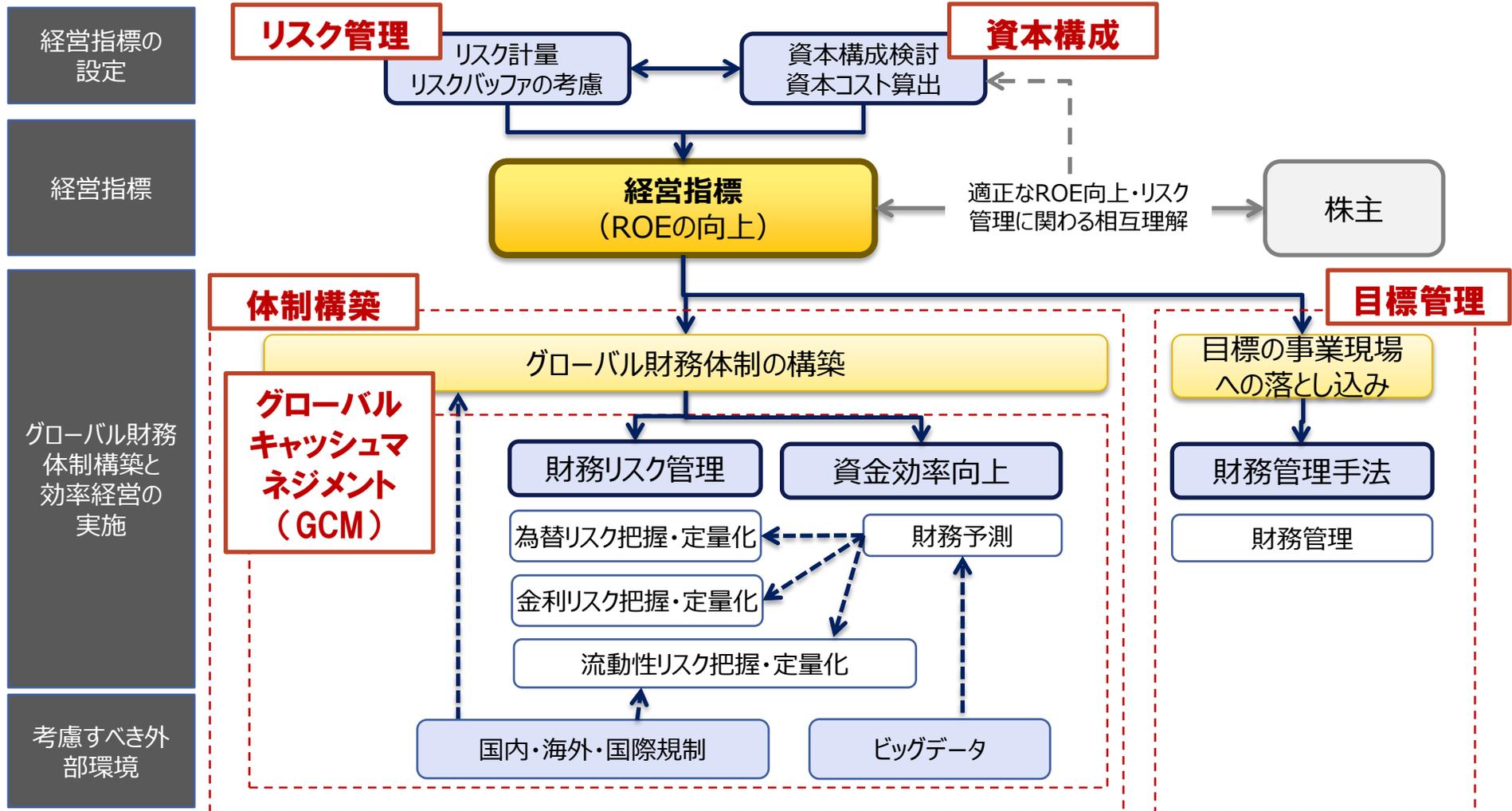


平成27年度総合調査研究
グローバル財務戦略に関する調査研究
【概要版】

2016年3月
株式会社NTTデータ経営研究所

NTT DATA

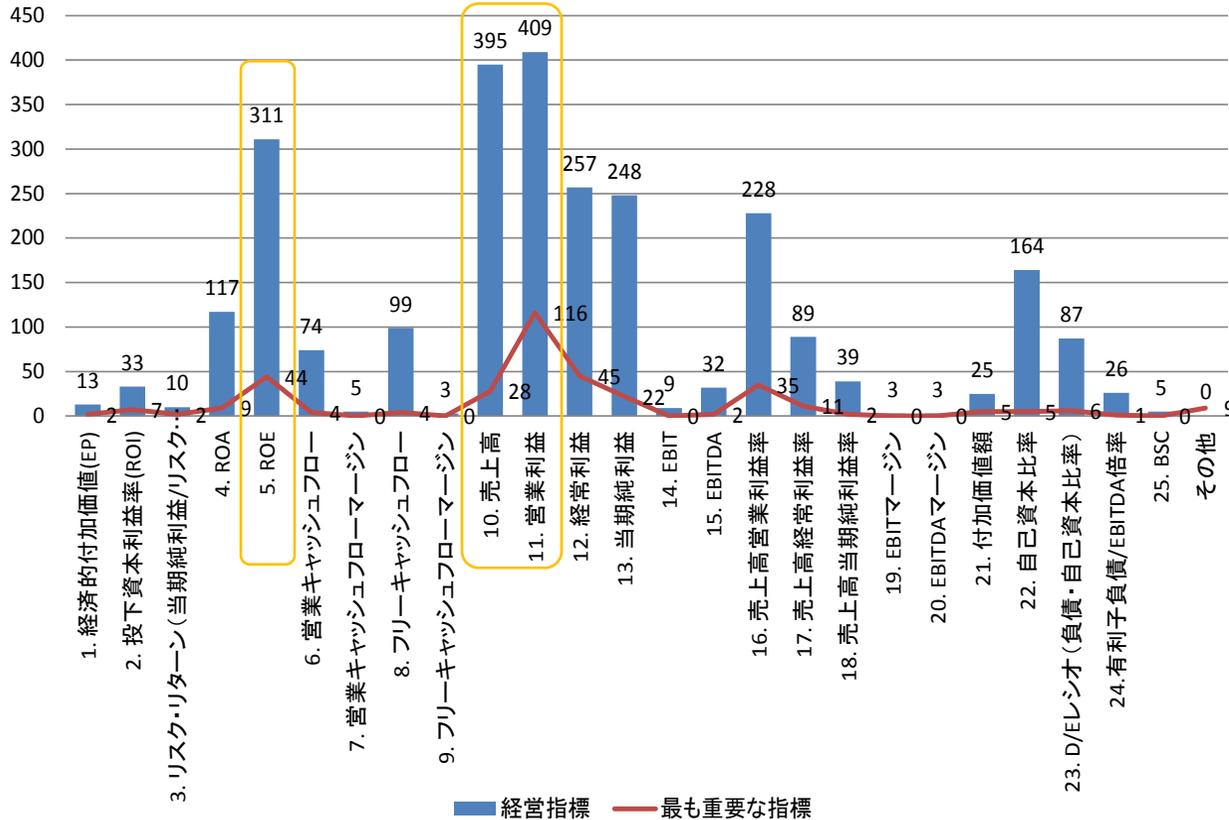
- 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)にも示された資本効率(ROE等)向上のため、財務の観点からの課題や必要な対応等を整理。
- ストック(資本構成)及びフロー(キャッシュマネジメント)の理論と実務について、リスク管理の観点も含めて検討。
- 加えて、資本効率目標を実現するための目標管理のあり方や、財務予測の手法等についても調査を実施。



- 最終的な経営目標となる指標として、売上・営業利益等の損益項目を用いる企業が多いものの、ROEを採用しているとする企業も半数程度存在。
- その他の資本効率やキャッシュに関する指標(ROA、フリーキャッシュフロー等)を採用する企業は多くないものの、これらの指標は有利子負債圧縮や事業構造の変革等、具体的な変革につなげていくために有効との指摘がある。

企業が採用する経営指標・最も重視する指標

回答企業数：647社



資本効率やキャッシュフローを経営指標に採用している企業の声

【ROE導入企業】

- 従来、評価の良い事業も悪い事業も個別に判断されることなく維持されてしまった経緯があるため、資本利益率を目標に設定し、部門にも同様に資本効率を求めていくことによって、部門間の危機感をあおり、動機づけをしていくことを目的としている。

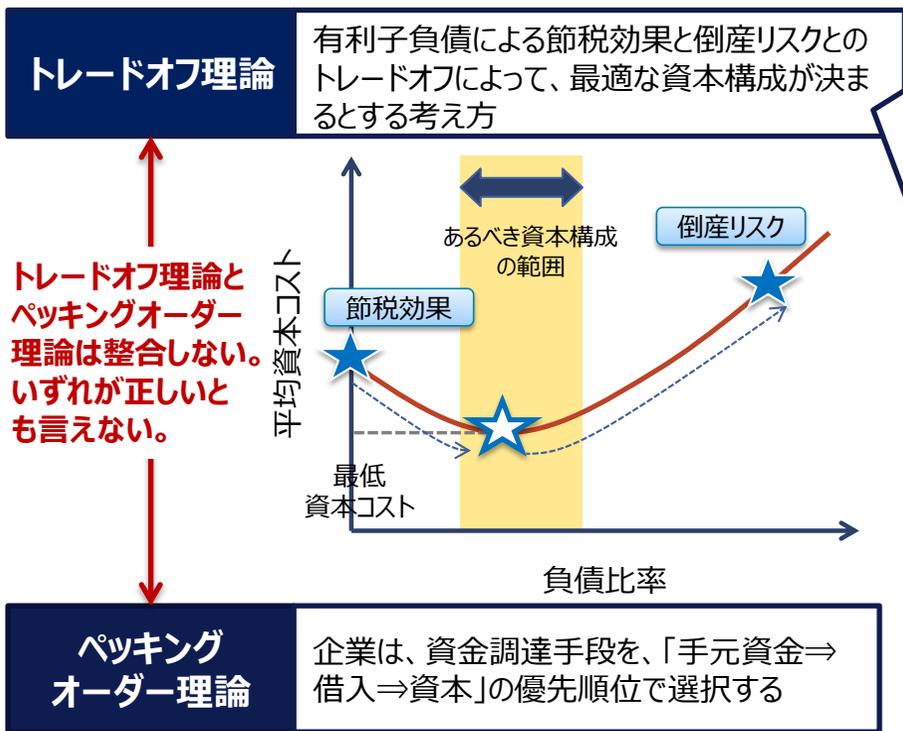
【ROA導入企業】

- ROAを部門にも適用している。既存事業からのシフトが必要であり、遊休資産も含めて資産効率を図っていく意識を部門にも浸透させようとしている。

【フリーキャッシュフロー導入企業】

- 有利子負債の増加により格付が低下したため、フリーキャッシュフロー重視の管理体制に変更し、また、グループ内の余剰資金を集約して資金効率を高めることで負債を圧縮した。

- 最適資本構成については、トレードオフ理論やペッキングオーダー理論等、いくつかの考え方が存在。
- 資本コストについても、代表的な算出方法であるWACCやCAPM等の手法について、矛盾の指摘や実証による反論等がなされている。
- 資本コストを意識した経営は、資本効率の向上等に資するものだが、その算出や適用に際しては、これらの理論や手法の限界についても考慮する必要がある。



資本コストの算出方法

WACC, CAPMの計算式はトレードオフ理論を反映した内容になっている

WACC

$$WACC \text{ (加重平均資本コスト)} = \frac{D}{D+E} \times r_D(1-t_c) + \frac{E}{D+E} \times r_E$$

負債コスト×負債比率 株式コスト×株式比率

負債の節税効果を考慮 rEの計算上、倒産リスクを考慮

CAPM

$$CAPM: r_E = r_F + \beta (r_M - r_F)$$

注：資本コストの算出においてCAPMは良く使用される手法ではあるものの、理論上の矛盾等の指摘もあり、完璧な手法ではない

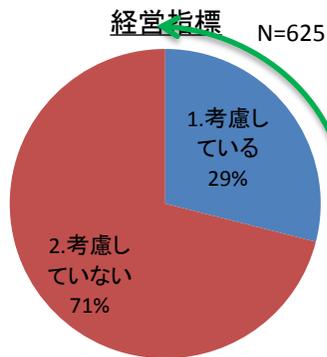
$Re = r_F + \beta (r_M - r_F)$

株式市場利回り r_M	株式プレミアム $(r_M - r_F)$	業種・業績や倒産リスクをβ値で調整
	無リスク資産の利子率 r_F	

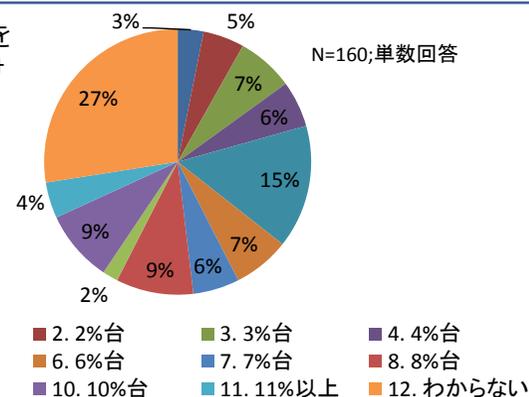
資本コストの理論値には限界があることを踏まえながら活用することが必要

経営指標

- 目標となる経営指標に資本コストを考慮している企業は約3割。
- その資本コストの水準は2%未満から11%以上まで幅広く分布。

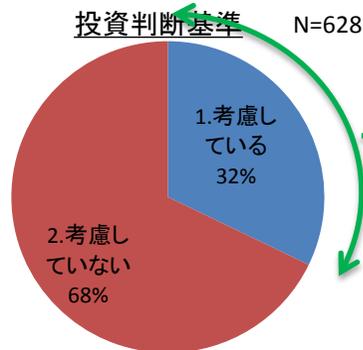


経営指標に資本コストを考慮している企業における資本コスト水準

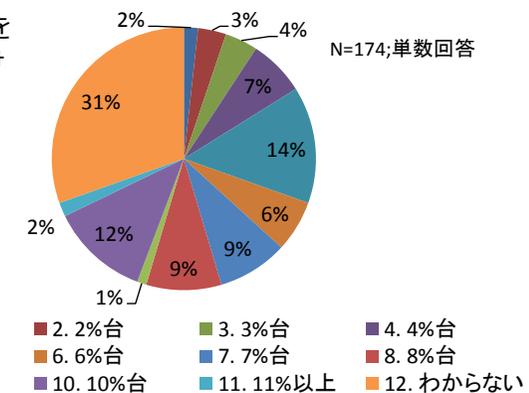


投資判断基準

- 投資判断の際の基準に資本コストを考慮している企業は3割強。
- その資本コストの水準は2%未満から11%以上まで幅広く分布。

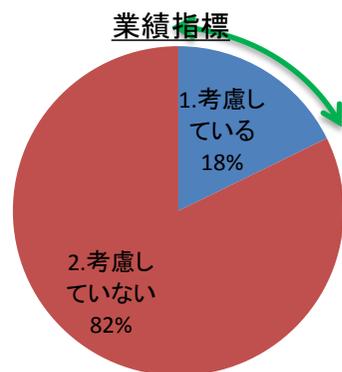


投資判断に資本コストを考慮している企業における資本コスト水準

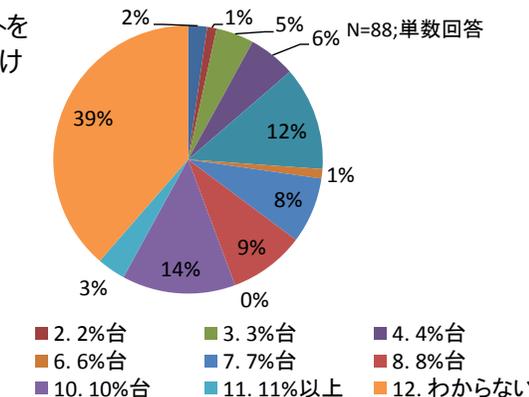


業績指標

- 事業等の業績指標に資本コストを考慮している企業は2割弱。
- その資本コストの水準は2%未満から11%以上まで幅広く分布。「わからない」とする企業も約4割。



業績指標に資本コストを考慮している企業における資本コスト水準



- 資本構成の決定には、資本コストの観点に加え、リスクバッファとしての必要資本水準も考慮する必要がある。
- 実際には、リスクについて自己資本での対応を考えている企業は限られており、借入枠(コミットメントライン)やリスクファイナンス(保険等)といった金融手法で対応している企業がほとんどとなっている。

リスク額を資本で対応

リスク額を借入・リスクファイナンスで対応

No	1.	2.	3.	4.
リスクバッファの考え方	<p>リスクが発現した場合に、自社が想定する「適正な自己資本額」を確保できる様、自己資本にリスク額相当分を積み増す。</p>	<p>リスクが発現した場合に自己資本額の範囲内で吸収できる様、リスク・自己資本額を調整する。</p>	<p>リスクが発現した場合に、必要となる資金を確保する為、貸出枠(コミットメントライン等)を設定する。</p> <p>貸出枠で対応</p>	<p>リスクファイナンス(保険等)によって、リスクを自社から切り離す。リスク発現時の企業財務への影響は無い。</p> <p>リスクファイナンスで切離し</p>
	回答者率	7.8%	21.5%	40.2%

- 伊藤レポートの中で、資本効率経営を推進していくためには、リスク認識を高め、精度の高いリスクマネジメントとリスク選好を図ることが重要との指摘がなされている。
- 現状では、リスクを計量化している企業は4割に満たず、日本企業は、リスクを管理すべき対象と見ておらず、単に「危ないもの」「避けるべきもの」等と捉える傾向があるとの指摘もある。

「伊藤レポート」 提言2)資本効率を意識した企業価値経営への 転換より

企業のリスクマネジメントは資本コストに反映され、投資家との対話においても重視される。適切なリスクを取って競争力確保を図るため、精度の高いリスクマネジメントが求められる。

目指すべきROE水準と資本コストへの認識を 高める

資本コストには(中略)、将来の不確実性リスク等が総合的に反映される

企業価値向上の観点から資本政策を語る

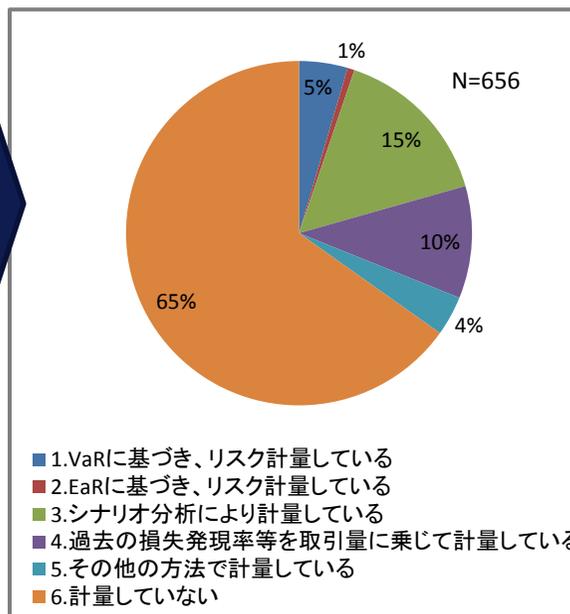
企業と投資家との対話において企業のリスク対応(中略)が議題となることは重要

CFO人材を強化・育成する

資本コストやROE等の資本規律を中長期的な経営指標として組み込んでいくためには、(中略)精度の高いリスク・マネジメントを前提に、適切なリスクを取って競争力確保・向上に取り組むことが求められる。

平成27年度アンケート調査 企業におけるリスク計量の状況

企業はリスクは認識しているも、ほとんど計量化できていない。



有識者ヒアリング 日本企業のリスクに対する認識

日本企業はリスクを「危ない」「避けるもの」と捉えがちで積極的にリスクを取る、管理するという考えに欠ける。リスク管理規程も形式的になりがち。

「リスクが多い会社は危ない」という認識が強く、リスクの存在をマイナスと捉えがちである。

リスク管理の社内規程は設定されていても形式的で機能していないこともある。

日本企業は不測の事態が発生した場合、銀行借入で賄う傾向が強かった。そうした経緯から日本企業はリスクを避けるものと捉えがちで、リスクを取って管理するという認識はまだ薄い。

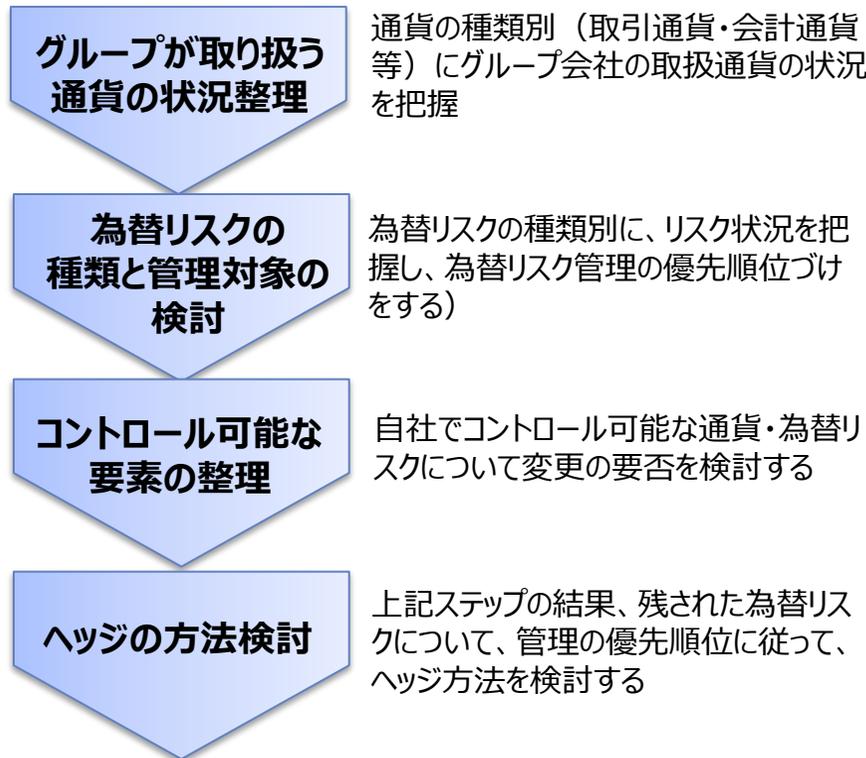
適切なリスク選好を図り、リスクマネジメントの状況について積極的に投資家と対話を行うことが望ましい

- 財務リスクについては、リスク自体は認識しているものの、その定量化までできている企業は少ない。
- そのため、対応策の検討においても、定性的な判断になりがちであると想定される。
- 適切な財務リスク管理の実現に向け、リスクの定量的な把握に基づく適切なヘッジ手段等の判断を目指すべき。

	リスク内容	管理手法	留意点																				
金利リスク	金利が変動することで、保有する資産のポジション価格が変動により損失を被るリスク	<p>円金利スワップ 金利オプション等</p> <table border="1"> <tr><th>管理手法</th><th>割合</th></tr> <tr><td>1. 金利スワップ(変動化金利スワップ)</td><td>11%</td></tr> <tr><td>2. 金利スワップ(固定化金利スワップ)</td><td>50%</td></tr> <tr><td>3. 金利キャップ</td><td>4%</td></tr> <tr><td>4. 固定金利による金融機関借入</td><td>74%</td></tr> <tr><td>5. 社債発行</td><td>25%</td></tr> <tr><td>6. その他</td><td>13%</td></tr> </table>	管理手法	割合	1. 金利スワップ(変動化金利スワップ)	11%	2. 金利スワップ(固定化金利スワップ)	50%	3. 金利キャップ	4%	4. 固定金利による金融機関借入	74%	5. 社債発行	25%	6. その他	13%	売上（業績）が金利に連動する部分がある場合には、金利リスクの全体/一部は、売上変動と相殺される						
管理手法	割合																						
1. 金利スワップ(変動化金利スワップ)	11%																						
2. 金利スワップ(固定化金利スワップ)	50%																						
3. 金利キャップ	4%																						
4. 固定金利による金融機関借入	74%																						
5. 社債発行	25%																						
6. その他	13%																						
為替リスク	異なる通貨間の為替レートが変動することに伴い発生するリスク	<p>ナチュラヘッジ・直物取引・為替フォワード・為替スワップ・通貨オプション等</p> <table border="1"> <tr><th>管理手法</th><th>割合</th></tr> <tr><td>1. 本社/財務統括組織における支払代行</td><td>7.1%</td></tr> <tr><td>2. 本社/財務統括組織におけるラインボイス</td><td>2.3%</td></tr> <tr><td>3. 資産・負債の両建てによる為替エクスポージャー</td><td>31.3%</td></tr> <tr><td>4. 為替フォワード(先物為替予約)</td><td>70.2%</td></tr> <tr><td>5. 為替スワップ</td><td>18.3%</td></tr> <tr><td>6. 長期為替予約(フラットフォワード)</td><td>11.6%</td></tr> <tr><td>7. 通貨オプション</td><td>14.1%</td></tr> <tr><td>8. その他</td><td>2.9%</td></tr> <tr><td>9. 為替ヘッジは実施していない</td><td>10.1%</td></tr> </table>	管理手法	割合	1. 本社/財務統括組織における支払代行	7.1%	2. 本社/財務統括組織におけるラインボイス	2.3%	3. 資産・負債の両建てによる為替エクスポージャー	31.3%	4. 為替フォワード(先物為替予約)	70.2%	5. 為替スワップ	18.3%	6. 長期為替予約(フラットフォワード)	11.6%	7. 通貨オプション	14.1%	8. その他	2.9%	9. 為替ヘッジは実施していない	10.1%	為替フォワードは、通貨間金利差から算出されるため、将来の為替相場に対するインセンシティブで決められる訳ではない（将来の為替相場を約束するものではない）。
管理手法	割合																						
1. 本社/財務統括組織における支払代行	7.1%																						
2. 本社/財務統括組織におけるラインボイス	2.3%																						
3. 資産・負債の両建てによる為替エクスポージャー	31.3%																						
4. 為替フォワード(先物為替予約)	70.2%																						
5. 為替スワップ	18.3%																						
6. 長期為替予約(フラットフォワード)	11.6%																						
7. 通貨オプション	14.1%																						
8. その他	2.9%																						
9. 為替ヘッジは実施していない	10.1%																						
流動性リスク	支払義務に対して、それに充てるべき現預金、流動性資産が不足し、支払が困難となるリスク	<p>キャッシュコンバージョンサイクルの改善・資金調達(CP発行・コミットメントライン・融資枠・プーリング・ネットिंग等)</p> <table border="1"> <tr><th>管理手法</th><th>割合</th></tr> <tr><td>1. コミットメントライン契約</td><td>34.5%</td></tr> <tr><td>2. その他融資枠</td><td>42.0%</td></tr> <tr><td>3. CP発行に係る限度額の設定</td><td>12.0%</td></tr> <tr><td>4. 資金調達の長期・短期比率に係るルール設定</td><td>9.5%</td></tr> <tr><td>5. 流動性資金・(短期)資金化可能資産の確保</td><td>24.1%</td></tr> <tr><td>6. プーリング・ネットिंगによるグループ資金</td><td>30.6%</td></tr> <tr><td>7. その他</td><td>1.4%</td></tr> <tr><td>8. 対応していない</td><td>19.4%</td></tr> </table>	管理手法	割合	1. コミットメントライン契約	34.5%	2. その他融資枠	42.0%	3. CP発行に係る限度額の設定	12.0%	4. 資金調達の長期・短期比率に係るルール設定	9.5%	5. 流動性資金・(短期)資金化可能資産の確保	24.1%	6. プーリング・ネットिंगによるグループ資金	30.6%	7. その他	1.4%	8. 対応していない	19.4%	キャッシュコンバージョンサイクルを改善した場合（支払条件の延長、回収条件の早期化）に、受取額の減少や支払の増加につながる可能性がある		
管理手法	割合																						
1. コミットメントライン契約	34.5%																						
2. その他融資枠	42.0%																						
3. CP発行に係る限度額の設定	12.0%																						
4. 資金調達の長期・短期比率に係るルール設定	9.5%																						
5. 流動性資金・(短期)資金化可能資産の確保	24.1%																						
6. プーリング・ネットिंगによるグループ資金	30.6%																						
7. その他	1.4%																						
8. 対応していない	19.4%																						

- 特に為替リスクに関しては、企業のグローバル展開に伴いリスクの源泉や捉え方も多様になるため、どのリスクに着目し、どうコントロールすべきか等について、丁寧な検討が必要となる。

為替リスク管理手法の検討手順（例）



※規制やコストは別途検討を要する

通貨と為替リスクの種類

通貨の種類		説明
取引通貨	表面通貨	売買価格の表示通貨・決済通貨
	実質通貨	ある通貨建ての売買価格について、他の通貨に基づいて価格決定がなされている場合、その他の通貨
会計通貨		会計上の基準通貨

為替リスクの種類	説明
取引リスクと換算リスク	実際の損益に影響する「取引リスク」 会計上の為替評価換算上の「換算リスク」
長期（構造）と短期（期間損益）	長期・構造的な為替エクスポージャーの最適化」 短期期間損益の変動抑制
取引ベースとゴーイングコンサーンベース	個々の取引に紐づけて為替ヘッジをかける「取引ベース」 一定期間における為替エクスポージャーのネット額を対象として期間平均レート等で為替ヘッジをかける「ゴーイングコンサーンベース」

前提となる通貨及び管理対象とするリスクによって管理のあり方が変わるため、まず前提の意識合わせを行うことが重要。

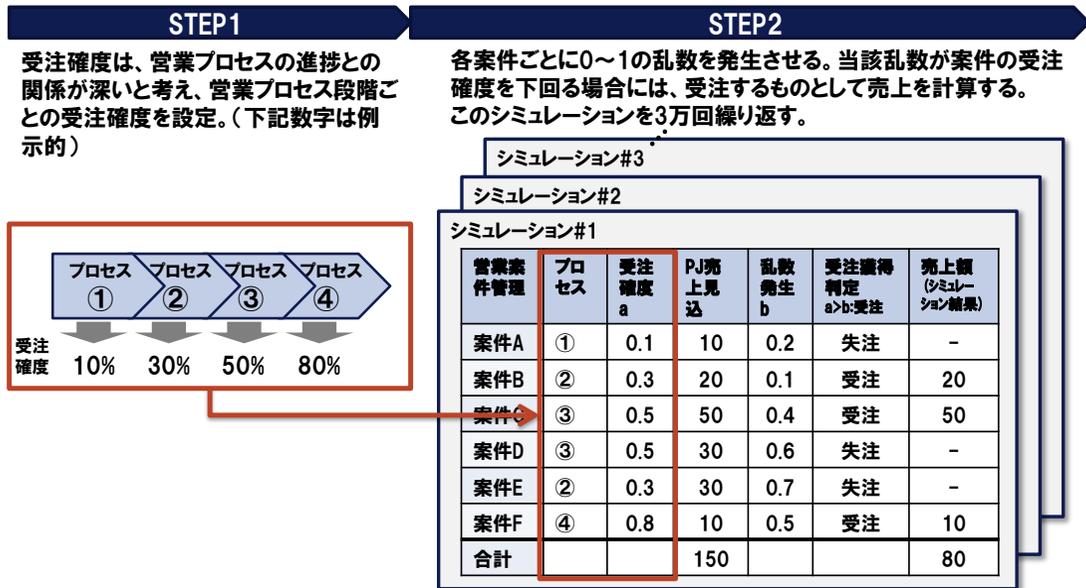
- 財務資金管理に関わる規制として、我が国の規制の他、諸外国の国内規制及び国際規制、更に金融機関等企業向けサービス提供事業者への規制までもが、企業のグローバルの財務活動に影響を及ぼし得る状況となっている。

	主な規制内容	企業への影響
国内規制	<p>【外為報告】</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 海外との資金取引に係る報告義務が課せられている <p>【貸金業法】</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 適用除外となる「同一会社等の集団」の範囲がグループファイナンスとして想定しうる全ての範囲をカバーしていない 	<ul style="list-style-type: none"> ● 外為取引を行う際の事務負担 ● ジョイントベンチャーへの貸付や子会社売却後のつなぎ融資等の場合に円滑に対応できない場合がある
海外規制	<ul style="list-style-type: none"> ● アジアを中心として為替取引・送金規制等がある <p>例)</p> <p>【タイ】国外への貸付金送金はパーツ建てのものは中央銀行の事前承認を要する</p> <p>【インドネシア】国外外貨建債務に係るヘッジ・流動性比率規制</p> <p>【インド】国外からの貸出上限・期間・コストの制約</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● グループファイナンスやキャッシュマネジメントを円滑に実行できない
国際規制	<p>【バーゼルⅢ】</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 流動性カバレッジレシオ・安定調達比率等の計算上、各種預金に掛け目がかけられる。(右記は安定調達比率掛け目) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業の「ノンオペレーショナルな預金」がバーゼル規制の評価上、低めに評価されてしまうことに伴う、金融機関の預金獲得戦略等の方針への影響可能性

- 財務予測は、事業部門から提出された数値等に依存するところが大きく、「客観性のある数値」になっていないとの課題があった。近年では、財務予測にビッグデータを活用する事例等も出てきている。
- また、新たな技術として、「ブロックチェーン」等も注目されている。まだ検証を要する点も多いが、財務管理等に関連する分野でも活用の検討は進んでいることから、今後注視していく必要がある。

ビッグデータによる将来予測

受注獲得リスクについては、乱数的なランダムな要素が大きいため、受注確度に基づくモンテカルロシミュレーションを実施している。

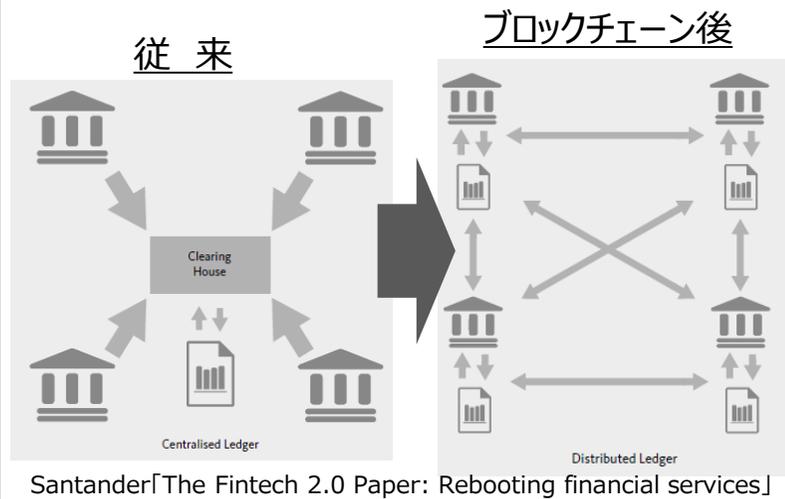


採用上の留意点

- 財務諸表全体をモデリングすることが難しい(業種による差もある)
- 必ずしも現場の予測値から精度を向上しない可能性がある(客観性の確保)

ブロックチェーンによる影響可能性

ブロックチェーンとは、分散的に台帳を共有するP2Pのネットワークの仕組み。中央集約的に管理する必要がなく、信頼性やコスト面で優位といわれている。

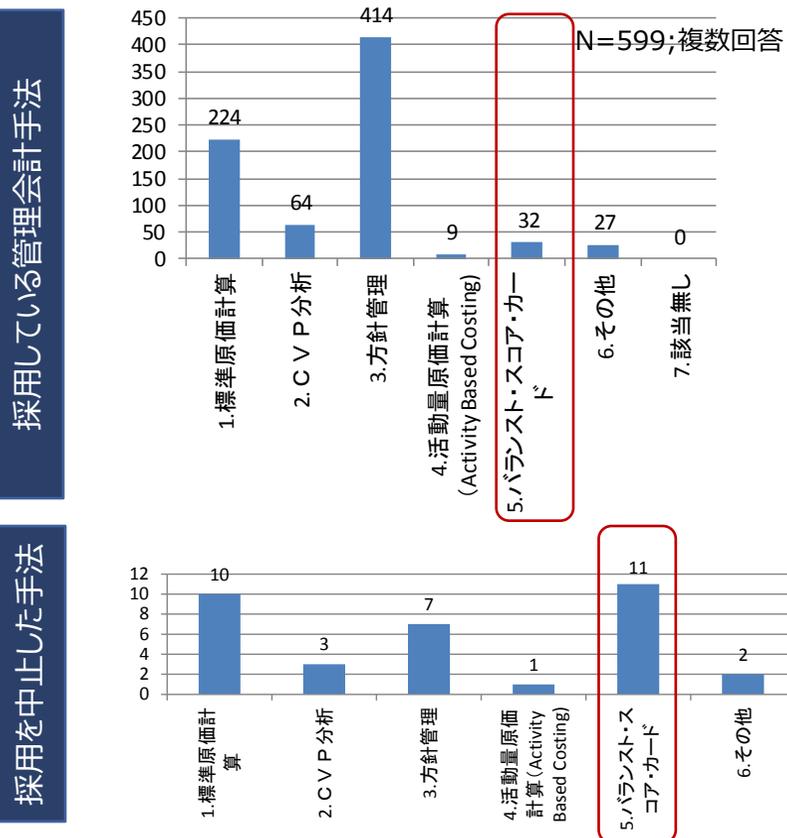


仮想通貨が発祥の技術だが、送金・決済・証券取引等への活用が検討されており、海外では**トレードファイナンス**についても開発・検討が始まっている

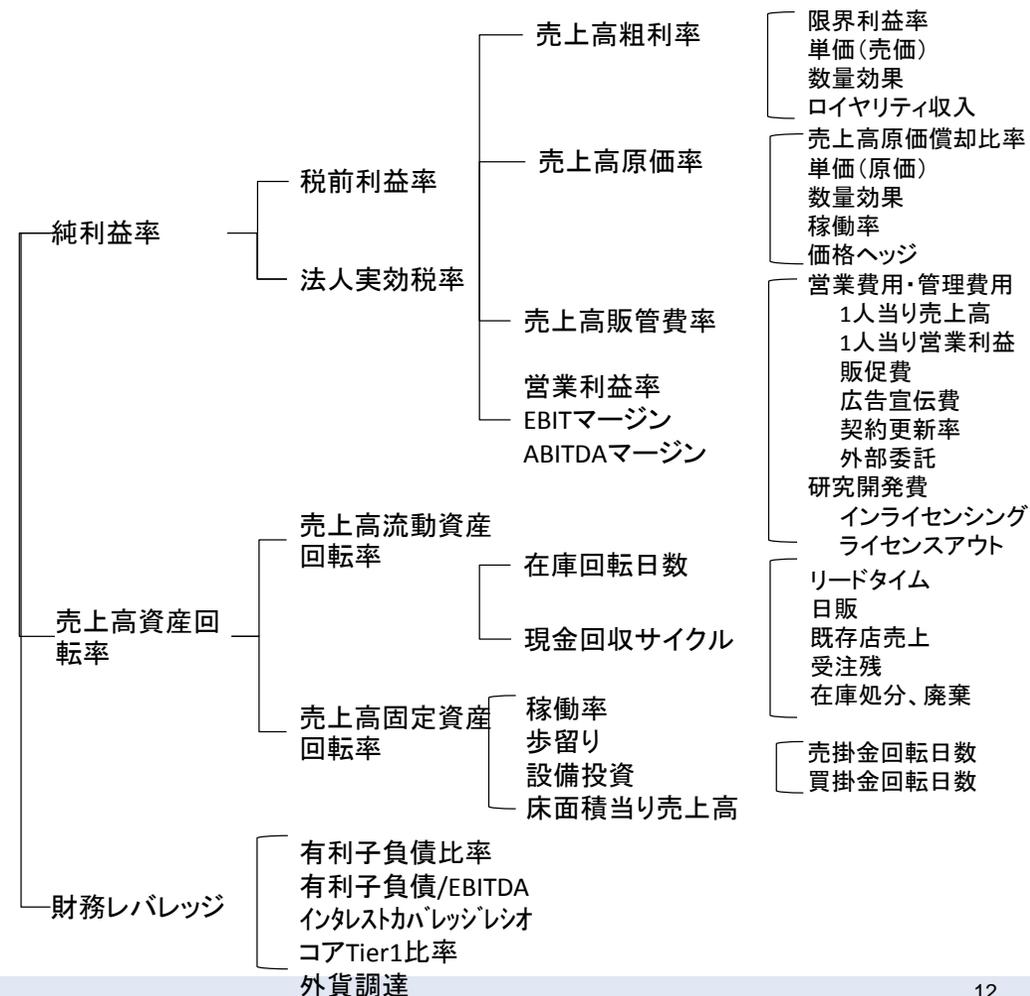
- 経営目標の実現に向けた事業活動の財務的な側面からの管理(管理会計)において、活動量原価計算やバランスト・スコア・カードといった複雑な手法は、その採用及び継続的な使用が現実には難しい。
- 実際には、複雑な手法を用いずに、経営指標を現場に分かりやすいものに置き換え、管理するケースがある。

管理会計の採用状況

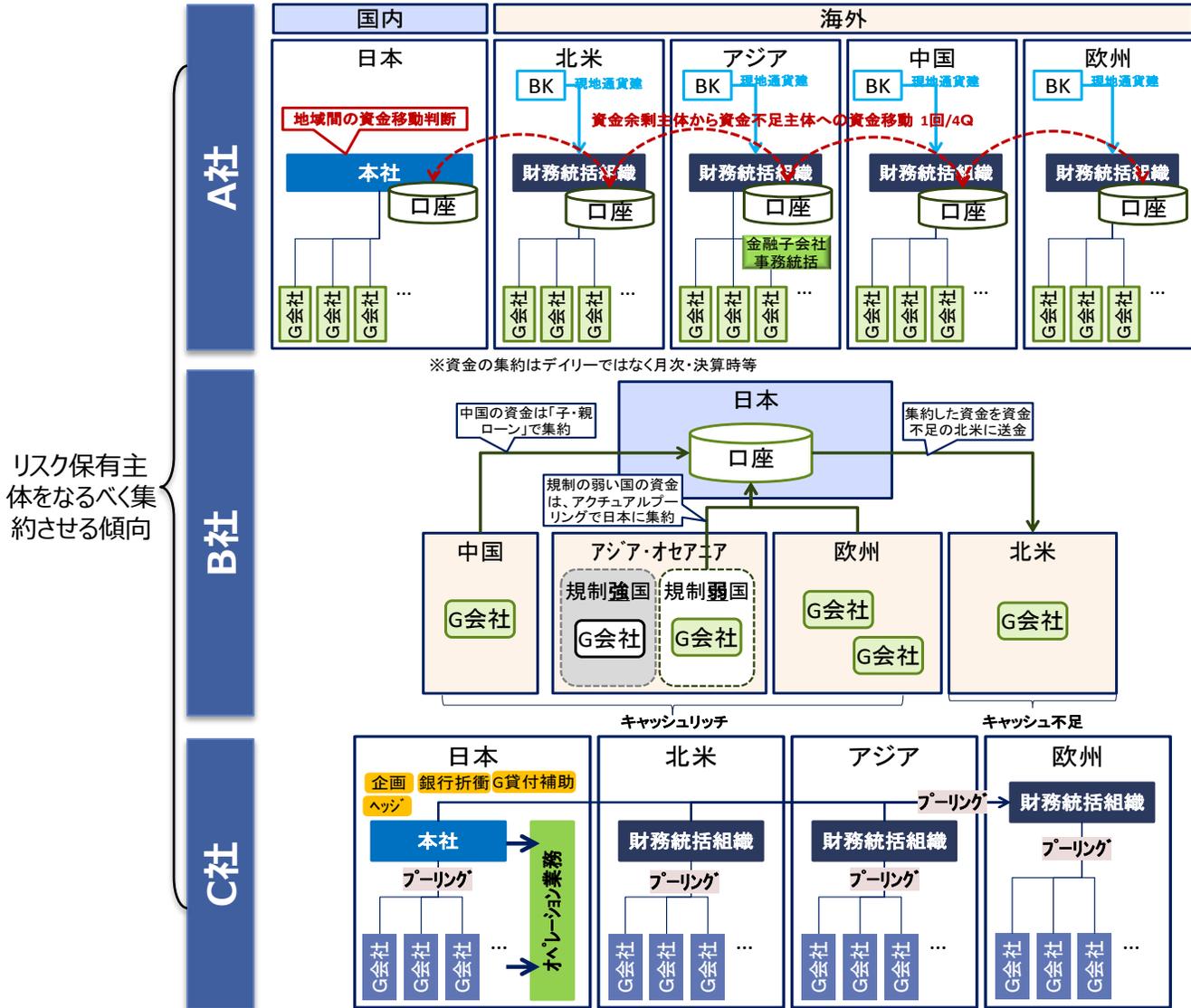
採用している管理会計は方針管理・標準原価計算が多い。バランスト・スコア・カードについては採用社数32社に対して、採用中止企業が11社と、採用・継続ともに難しいことが想定される。



ROEの分解例



- グローバルの資金管理体制は、企業活動のグローバル展開の度合や取引状況、財務リスクの状況等により、最も管理しやすい形態も異なると考えられ、実例も多様となっている。



リスク保有主体をなるべく集約させる傾向

- 地域毎に財務統括組織は設けている。
- 四半期毎に、財務拠点間の資金移動を行い、資金の効率化を図っている。(期中の地域財務統括拠点間の連携は無い。)
- 資金移動の判断は、日本本社側が実施。
- グローバルの資金を月次・決算時等のタイミングで日本に資金集約している。(日本が全体管理)
- 地域財務拠点無し。
- 出資や投資に関わる資金は日本で借入調達を行うとともに、キャッシュリッチな地域が多い為、それらの地域からプーリングや子・親ローンで日本に資金を集約し、資金不足である北米に貸付を行っている。
- アジア・オセアニア地域では規制の厳しい国もある為、その他国からの集約を図っている。
- 各地域 (北米・ASEAN・欧州・日本) に財務統括拠点を設置しており、各拠点の資金をプーリングで欧州の財務統括拠点に接続している。
- その他、国内のオペレーションを、グループ会社に外部委託、集約している。

- シンガポールは、アジアの地域統括拠点として選定されることが多く、日系企業も多く財務拠点を設置している。
- ただし、アジア各国の規制も強いため、資金集約を実施している企業は一部に留まり、アジア地域におけるガバナンス機能等を狙った進出等も見受けられる。

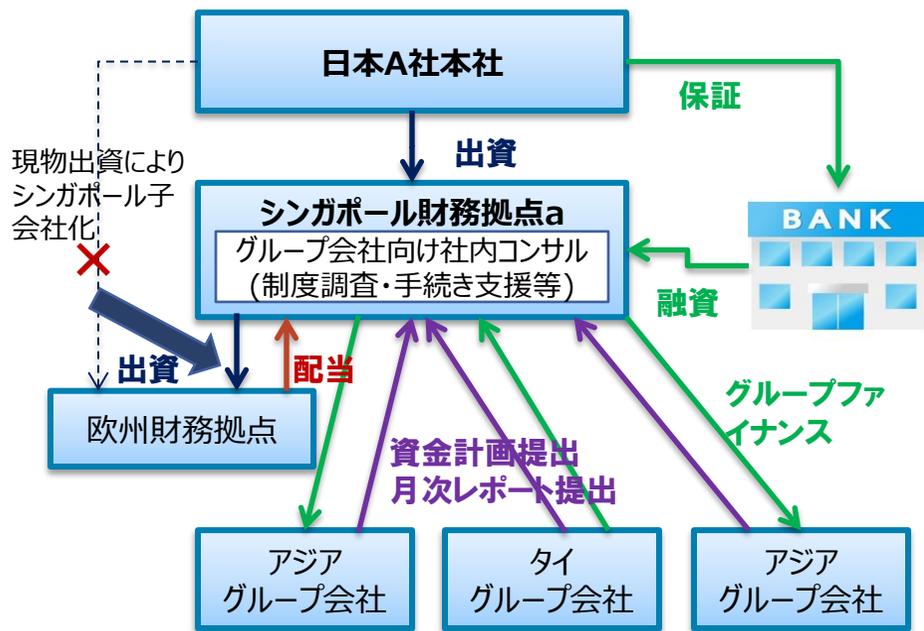
		A社	B社	C社	D社	E社	F社	G社	H社	I社	
FTC 資格 ※		有り	有り	無し	無し	無し	無し	無し	無し	有り	
設置目的		グループ資金の有効活用。将来的なグローバル本社化	グループ会社向け金融サービス提供	内部資金の効率性向上、ガバナンス向上	ASEAN 地域の各種業務の統括	金融機関からの一括資金調達。		グループ資金効率向上	トレードハブ・ハブ化に伴う金融機能提供	資金の透明化・効率化とガバナンス強化	
財務管理の業務内容	グループファイナンス	○	○	○	△(一部の国)	×(余剰無し)	○	○	○(一部)	×(本社)	
	余剰資金の本社宛ファイナンス	×	×	○	×	○	×	×	×	×	
	資金調達	○(本社保証)	×	×	×	×	×	×	○	×	
	資金集約	タームローン	○	×	○	×	○	○	×	×	×
		プーリング	×		△ 一部国国内プーリング	×	△ シンガポール香港間プーリング	△ シンガポール国内プーリング	×	×	○ ノーショナルプーリング
	為替リスク管理	×		○ 統括会社経由取引の為替リスク	○ シンガポール経由取引の為替リスク	×	×	×	○ ヘッジの際は本社の承認が必要	○ NDF 取引	○ 非規制通貨ヘッジ
	金利リスク管理	×	×	×	×	×	×	×	×	○ VaR に基づきヘッジ実施	
各国のグループ会社の協力を得るために鍵となる事項		①ファイナンス提供のため、グループ各社から資金計画の提出を受ける。 ②現地報告手続支援・現地法調査・翻訳支援等のメリットを提供	・ファイナンス提供によって経営指標の健全性・為替管理等を指導し易くなる			①金融機関より良い利率提示 ②本社経由で各事業部門に資金集約の説明、事業部門から各グループ会社に資金集約の指示を出す		①各種支援の積み重ね ②執行役員クラスの駐在、シンガポールで決裁可能な事項の幅 ③金融機関よりも良いレートの提示		・良いレート、薄いスプレッド等のメリット提示 ※ソフト面の支援よりもメリットとして明確	

※FTC=Financial Treasury Center：シンガポールに拠点をもち、アジア域内の関連会社に財務・資金調達のサービスを提供する会社は、申請により「FTC」認定を受けられる。FTC資格を取得すると適格所得増分に対して軽減税率が適用されるほか、銀行借入利息に関する源泉税が免除される等のメリットが与えられる。

➡ **シンガポールにおける財務統括の業務詳細事例は次頁ご参照**

日系A社のシンガポール業務概要

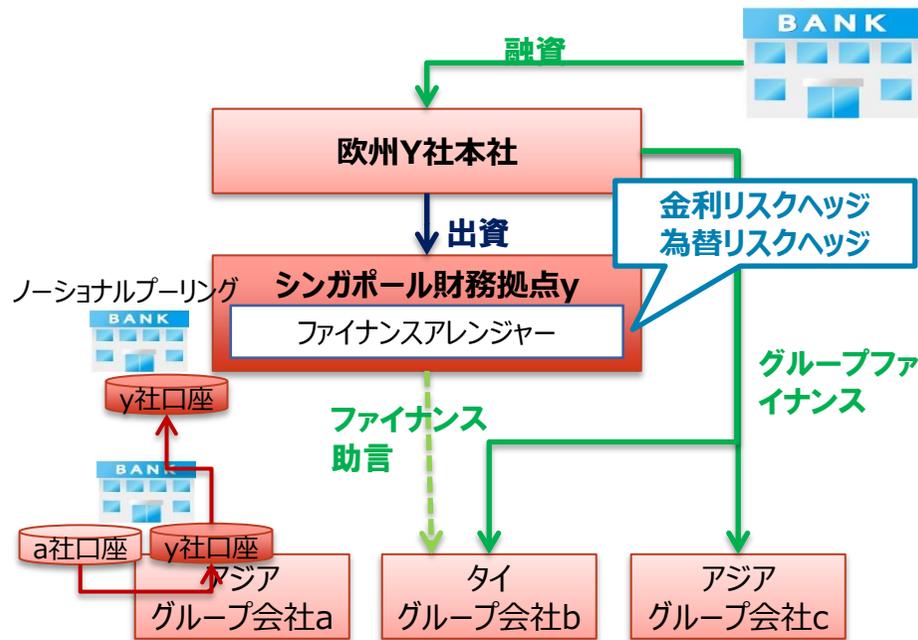
- A社では、かつてグループ会社で個々に資金調達していたものの、バランスシートが膨らんでしまったことから、グループファイナンスに変更。
- 日本本社の保証によりシンガポールの銀行からシンガポール財務拠点が借入を行い、シンガポールから各社に貸付けている。
- 従来は、円ベースを中心に保有していたが、今後はユーロ・米ドル通貨のポートフォリオも作っていく予定。
- アジアの場合、規制の関係上、資金移動を頻繁に行うことは難しいので、資金集約はタームローンで実施している（デیلیーではない）
- 将来的には、グローバル本社に発展させるべく、業務の幅を拡大させていく予定。



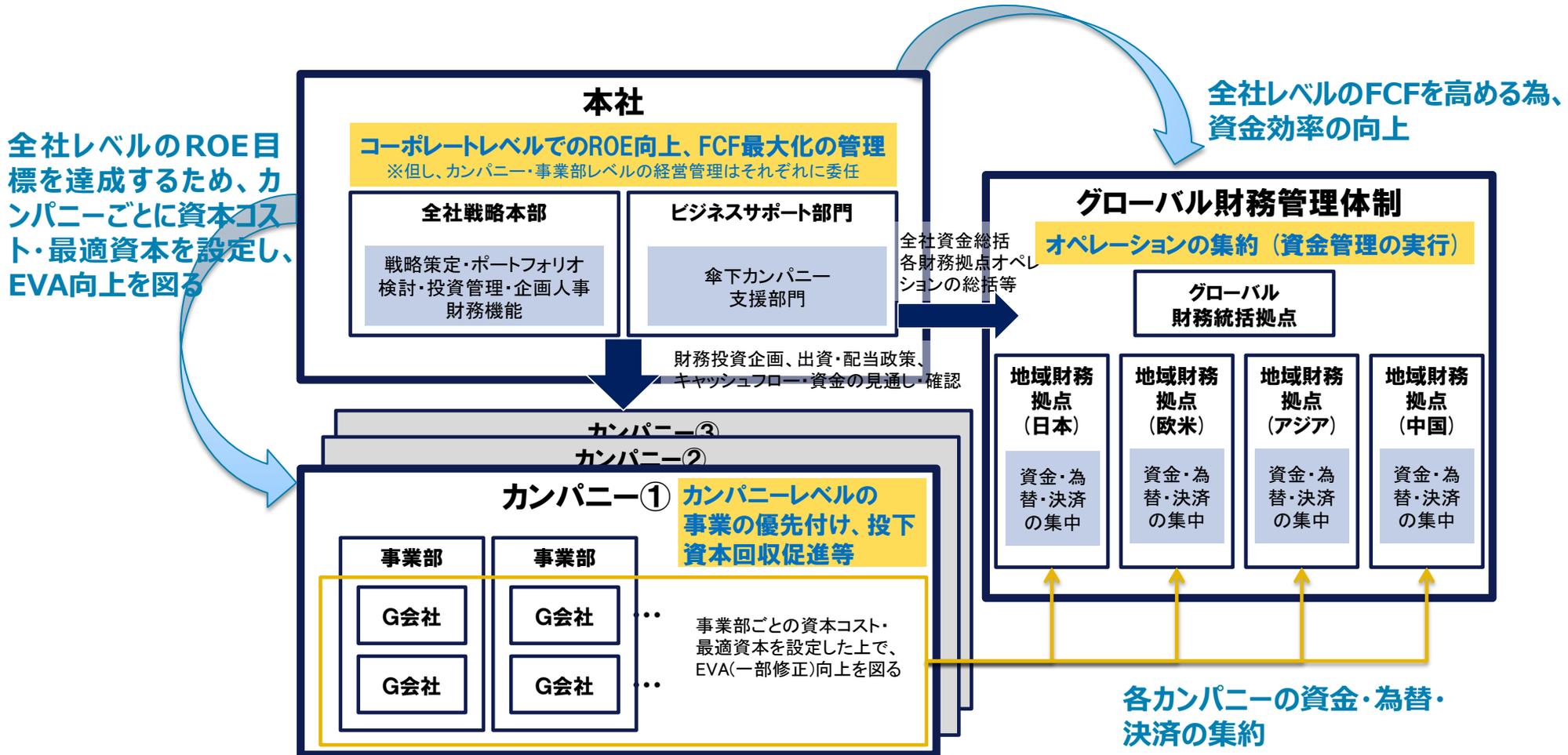
タームローンの形でタイ法人からシンガポール法人へ余剰資金貸付

外資系Y社のシンガポール業務概要

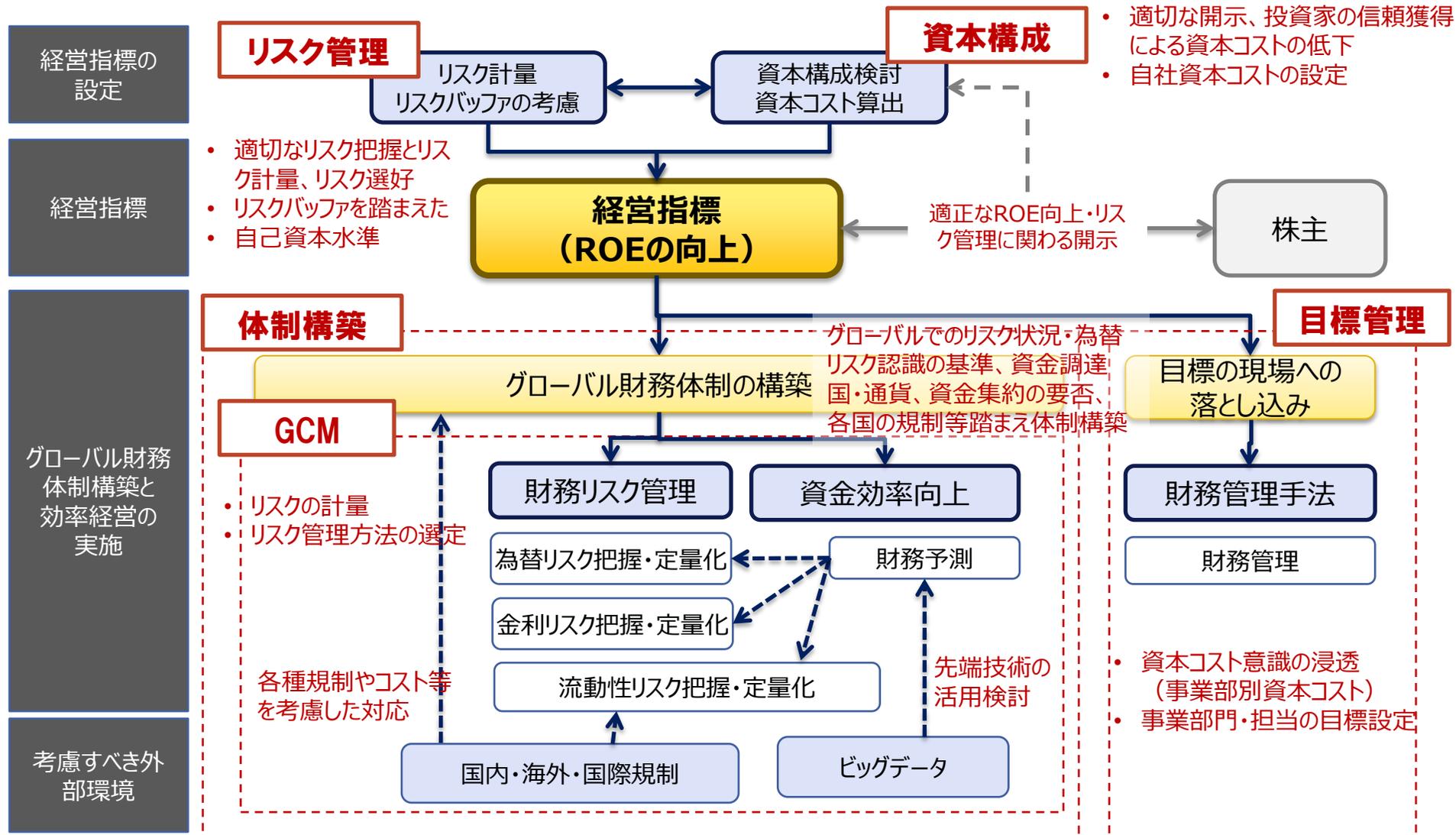
- グループファイナンス・金融機関からの資金調達ともに欧州本社が実施しており、シンガポール拠点では対応していない。
- シンガポールは、ファイナンスに際してのアレンジャー、各国グループ会社の資金プーリング（ノーショナル）、財務リスクヘッジを実施している。
- 財務リスクヘッジは、資金調達と完全に分けて捉えており、VaR（バリュアットリスク）を用いて、適正なヘッジ額を算出してシンガポールでヘッジしている。（シンガポールでまとめて実施するため、各国にヘッジ取引ができる人をおかなくて良い）
- 「しかるべきポジションをとってリスクを取り、利益を確保する」という基本思想に立ち、VaRが許す限りは、なるべく金利は固定化しないようにしている。

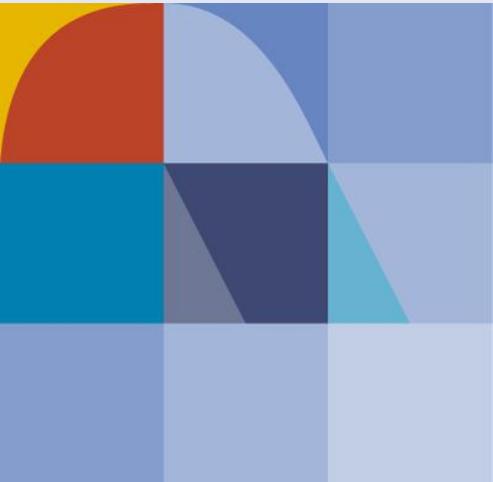


- 経営目標・資本構成・財務リスク管理等の内容を含めた財務管理全体を効果的に実施する管理体制及びそれぞれの目標設定については、例えば以下のような考え方(事例)がある。



- 資本効率経営を実現するためには、適切な目標設定を行うとともに、管理体制の構築や管理手法の検討等を十分に行い、資本効率経営を現場レベルまで浸透させることが求められる。





NTT DATA

Global IT Innovator

平成 27 年度総合調査研究

グローバル財務戦略に 関する調査研究 報告書

株式会社 NTT データ経営研究所

平成 28 年 3 月

第1章	本件調査の背景・概要・調査方法.....	1
第1節	調査の背景.....	1
第2節	調査の概要.....	1
第3節	調査方法.....	1
第1項	平成27年度アンケート調査実施概要.....	3
第2項	高度金融人材産学協議会実施概要.....	3
第3項	その他ヒアリング対象者.....	5
第2章	財務の役割.....	6
第1節	財務の役割.....	6
第2節	財務の役割に関わる課題.....	6
第3節	企業における経営指標の設定.....	6
第3章	資本構成の適性化.....	9
第1節	資本構成の適性化の概要.....	9
第1項	資本構成に関わる理論.....	9
第2項	企業における取組実態.....	12
第2節	資本構成の適正化における課題と留意点.....	21
第3節	リスクマネジメント.....	22
第1項	リスクの種類.....	22
第2項	リスクマネジメント手法.....	22
第3項	リスク管理と企業価値.....	29
第4項	企業のリスクマネジメントの実態.....	30
第4節	リスク吸収バッファとしての自己資本に関する検討.....	35
第2項	リスクマネジメントに関わる課題.....	37
第5節	リスクファイナンス.....	38
第1項	リスクファイナンスの概要.....	38
第2項	リスクファイナンス手法.....	39
第3項	リスクファイナンスに関わる企業の取組実態.....	40
第4項	採用しているリスクファイナンスに関わる課題.....	41
第4章	グローバル財務・資金管理の強化(フロー管理).....	43
第1節	財務リスク管理.....	43
第1項	金利リスク.....	44
第2項	為替リスク.....	52
第3項	流動性リスク.....	59
第4項	グローバル企業の財務リスク.....	70
第5項	財務リスク管理に関わる課題.....	81
第2節	財務・資金管理に関わる国内外の規制と企業における課題.....	82

第1項	国内規制	82
第2項	国外規制	97
第3項	国際規制	103
第4項	各種規制に関わるニーズ・留意点	108
第5章	資本効率目標実現のための財務予測・管理のあり方	111
第1節	財務予測	111
第1項	財務予測に関わる概要	111
第2項	財務予測に関わる取組実態	114
第3項	財務予測に関わる課題と留意点	115
第2節	財務管理(管理会計)	115
第1項	財務管理に関わる概要	115
第2項	財務管理に関わる取組実態	118
第3項	財務管理の課題と留意点	120
第3節	財務予測・管理におけるIoT・ビッグデータの活用可能性	121
第1項	先進技術の動向	121
第2項	ビッグデータの活用状況	125
第3項	有識者ヒアリング	127
第4項	財務部門におけるデータ活用の事例	129
第5項	データ分析による財務予測取組上の課題と留意点	134
第6項	その他の技術動向	136
第6章	グローバル財務拠点の設置	140
第1節	グローバル財務拠点の設置状況	140
第2節	シンガポール財務拠点設置の実態	140
第3節	シンガポールにおける財務拠点誘致策	143
第1項	FTC(=Financial and Treasury Centre Award)	143
第2項	Incentives under RHQ(=Regional Headquarters) Programme	143
第3項	Incentives under IHQ(=International Headquarters) Programme	144
第4節	その他国における財務拠点誘致策	145
第5節	グローバル企業の財務管理体制	145
第1項	事例紹介	145
第2項	グローバル管理体制における課題と留意点	148
第6節	シンガポール統括拠点の活動	149
第1項	シンガポール財務拠点設置経緯と活動内容まとめ	149
第2項	財務部門に関わるグローバルでの分業の動向	151
第3項	財務拠点設置の課題と留意点	151
第4項	日本に求められる取組	153

第7章	まとめ	155
第1節	資本構成の適性化	155
第2節	財務リスク管理(金利・為替・流動性)	155
第3節	財務・資金管理に関わる規制	156
第4節	財務予測	157
第5節	財務管理	157
第6節	グローバル財務管理体制	158
第7節	シンガポール統括拠点の業務内容	158

第1章 本件調査の背景・概要・調査方法

第1節 調査の背景

近年、「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）をはじめ、政府の成長戦略として、企業の「稼ぐ力」、資本効率（ROE等）の向上に向けた取組を図ってきた。こうした取組により、企業や投資家の資本効率に対する関心も高まりつつある。

そこで、各企業における資本効率向上に向けた認識向上の機運を捉えて、財務の観点から、資本効率の向上をどのように実現すべきか、理論と実務の両面から検討し、実際の各企業の取組に資する情報提供を行うことや、必要な制度環境について検討することを目的として本件調査を実施することとした。

第2節 調査の概要

①ストック管理（資本構成の最適化）及び ②フロー管理（グローバル財務・資金管理の強化）に関わる理論を整理するとともに、各企業における実践につなげるべく、実際の管理手法やその適用状況といった実務面について整理する。また、③資本効率目標を実現していくための財務予測や管理の在り方についても、同様に理論面と実務面について整理をする。

さらに、これらの整理を踏まえて課題となる点を抽出し、必要な対応策、制度環境整備等について具体的に整理を行った。

第3節 調査方法

本件調査は以下に示すフローにて実施した。

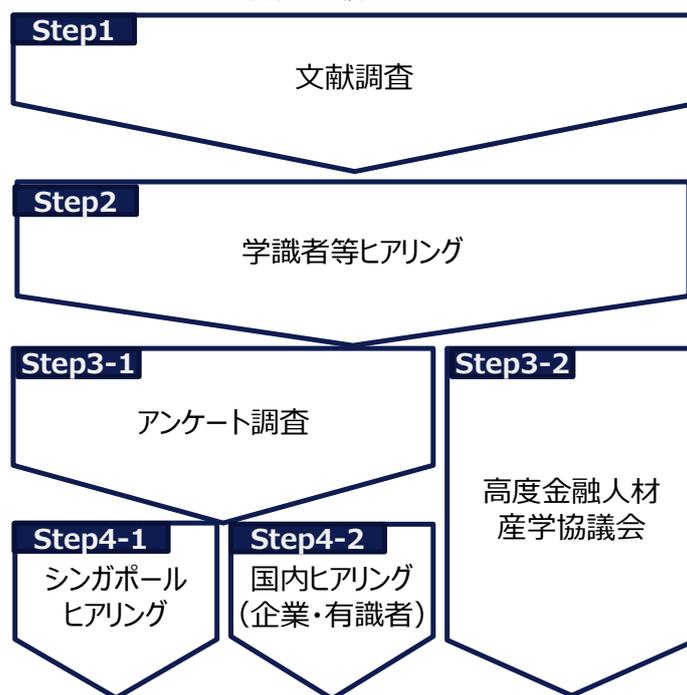
- Step 1: 文献調査
 - ①ストック管理（資本構成の最適化）②フロー管理（グローバル財務・資金管理の強化）③資本効率目標を実現していくための財務予測・管理の在り方に関わる一般的理論とその課題仮説を抽出した。
- Step 2: 学識者等ヒアリング
 - 上述の課題仮説及び、理論と企業実務との乖離や課題の状況について学識者や有識者の意見を確認した。
- Step 3-1: アンケート調査（以下、「平成27年度アンケート調査」）
 - グローバル展開企業に対して①ストック管理②フロー管理③財務予測・管理の在り方に関わる取組実態についてアンケート調査を行った。
- Step 3-2: 高度金融人材産学協議会（以下、「ワーキンググループ」）
 - 高度金融人材産学協議会にて、②フロー管理（グローバル財務・資金管理の強化）に関わる課題を中心として、ディスカッションを行い、課題抽出・事例の収集を行った。
- Step 4-1: シンガポールヒアリング

シンガポール財務拠点へのヒアリングにより、海外財務拠点における活動や日本との差異について把握した。

- Step 4-2:国内ヒアリング（企業ヒアリング・有識者ヒアリング）

アンケート回答企業を中心とした国内企業への個別ヒアリングにより、取組実態の詳細について把握し、ビッグデータやリスクマネジメント等に関わる有識者へのヒアリングも行った。

図表 1 調査フロー



第1項 平成27年度アンケート調査実施概要

「Step 3-1：アンケート調査」の実施概要は以下の通りである。

図表 2 アンケート実施概要

項目	実施内容
アンケート実施期間	平成27年9月1日～平成27年10月31日
アンケート実施方法	郵送送付・回収
アンケート対象先企業	上場企業のうち海外展開している企業 <ul style="list-style-type: none">東洋経済「海外進出企業総覧」に掲載されている約4,700社から選定。グローバル企業の中でも、特に2以上の拠点を有する方が財務管理の煩雑性、重要性が増すとの理解から、同誌掲載企業から抽出。業種・展開対象国等が偏在することの無い様、ランダムに選定。
アンケート対象企業数	2,500社 <ul style="list-style-type: none">対象先に該当する企業のみで2,500社に満たない部分については、東洋経済「海外進出企業総覧」に掲載されている未上場企業まで対象を広げて抽出した。
回収数(回収率)	656社 (26.2%)
アンケート調査項目	<ol style="list-style-type: none">1. 貴社概要2. 事業戦略上の課題について3. 資本構成の最適化4. リスクファイナンス5. 金利リスク6. 為替リスク7. 流動性リスク8. 財務予測・管理

第2項 高度金融人材産学協議会実施概要

(1) 実施目的

従来のグローバル・キャッシュ・マネジメント（以下「GCM」）¹の議論では、「資金フロー」に限定した内容が中心となっていた。そこで今年度は、資金フローに加え、財務リスク管理や財務予測等、その前後のフローを含めて、財務部門として考慮が必要な事項について整理し、資本効率化に資する活動につなげていくことを目的とした。

¹ 平成26年度の経済産業省委託調査『平成26年度総合調査研究 GCM 及び ABL の現状と普及促進に向けた課題の調査等』におけるグローバル・キャッシュ・マネジメントの議論

(2) ワーキンググループ日程・テーマ

下記日程及びテーマにて、ワーキンググループを開催した。

図表 3 ワーキンググループ日程・テーマ

	WG日程	WGテーマ
第1回 (準備会)	2015年9月28日	(1) 昨年度調査の振返り及び今年度WGの検討対象 (2) GCMの目的・担当者の役割について (3) GCMに係る規制について
第2回	2015年11月12日	(1) 前回WGの振返り (2) GCMに係る規制課題 (3) 企業経営管理とGCM
第3回	2015年12月9日	(1) 前回WGの振返り (2) 外貨資金管理について (3) 国際税務について (4) 資金予測について
第4回	2016年1月8日	(1) 今年度WGの振返り (2) 財務予測について (3) 日本における財務拠点設置上の課題について

(3) 参加者

座長 : 早稲田大学大学院商学研究科 西山 茂教授

参加者 :

伊藤忠商事株式会社

株式会社 NTT データ

オリックス株式会社

JX ホールディングス株式会社

新日鐵住金株式会社

ダイキン工業株式会社

東京海上日動火災保険株式会社

日東電工株式会社

パナソニック株式会社

株式会社日立製作所

三井物産株式会社

JP モルガン・チェース銀行

シティバンク銀行株式会社

バンク・オブ・アメリカ・エヌ・エイ

香港上海銀行

株式会社三井住友銀行

株式会社みずほ銀行

一般社団法人日本 CFO 協会

企業の資金調達の円滑化に関する協議会 (企業財務協議会)

第3項 その他ヒアリング対象者

《学識者・有識者ヒアリング対象者》

Step 2 及び Step 4-2 の学識者・有識者ヒアリングにおいて協力を戴いた方々は以下の通りである。(敬称略・順不同・氏名掲載応諾者のみ)

- 村藤 功(九州大学経済学研究院産業マネジメント部門 教授)
- 鈴木 一功(早稲田大学高等研究所商学大学院 教授)
- 川野 克典(日本大学商学部 教授)
- 窪田 祐一(南山大学 大学院ビジネス研究科ビジネス専攻 教授)
- 岡本 弦一郎(株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所 研究員)
- 市川 雅浩(三井住友アセットマネジメント株式会社 シニアストラテジスト)
- SAS Institute Japan
- 柏木 吉基(データ&ストーリー LLC 代表)
- 一般社団法人リスクマネジメント協会
- スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社

《国内企業ヒアリング対象者》

Step 4-2 の企業ヒアリングでご協力戴いた企業はアンケート回答先を中心として、26社である。

《シンガポールヒアリング対象者》

Step 4-1 のシンガポールヒアリングでご協力戴いた企業は、日系・外資系企業を含め合計9社である。(詳細第6章第6節参照)

第2章 財務の役割

第1節 財務の役割

本件調査は、ROE等の資本効率に向けた取組施策の促進を目的としている。

そこで、まず始めに、それら取組施策の担い手になるであろう「財務」の役割について紹介する。

企業ヒアリングの結果、我が国の財務部門の役割として、「資金の安定的確保」と「金融コスト削減」を挙げる企業が多く、「安全性」を重視する傾向が見受けられた。一方で、効率性を財務の役割として意識している企業はまだ少ない。その他、財務リスク回避や業務効率改善を意識している企業も一部存在している。

図表 4 財務の役割に関わる企業ヒアリング結果

No	財務の役割	回答内容
1	資金の安定的確保・金融コスト削減	<ul style="list-style-type: none">• 事業活動を遂行するために、安定的且つローコストでの資金繰りが、支障なくできるようにすること。• 低利率での資金調達を確保すること。近年は海外拠点に対する資金繰り・借入等のサポートも求められている。• 経営サイドから高度なことは求められていない。有利子負債が多いため、事業に必要な資金を低利でスムーズに調達できることが求められている。資金調達・運用に関しては、効率性よりも安全性が優先されている。
2	資金の安定的確保・金融コスト削減・財務リスク回避	<ul style="list-style-type: none">• 「安定的な資金の確保」が第一であり、付加的なものとして「コスト削減」や「リスクマネジメント」といった観点が出てくる。
3	財務リスク回避、金融コスト削減、業務効率の改善	<ul style="list-style-type: none">• 財務リスク回避、金融コスト削減、業務効率の改善の目的に向けて、①経営に貢献できる財務を指向した組織体制の見直しや、②オペレーションの集約化による効率化の推進を図っている。

第2節 財務の役割に関わる課題

「資本効率経営」を推進していくためには、資本効率指標を把握している財務部門自身はその課題意識をもって財務のコントロールを図る必要がある。

しかしながら、現状の財務の役割としては安定的な資金確保に重点が置かれており、効率の観点は少なく、資本効率経営の推進力となるには課題がある。

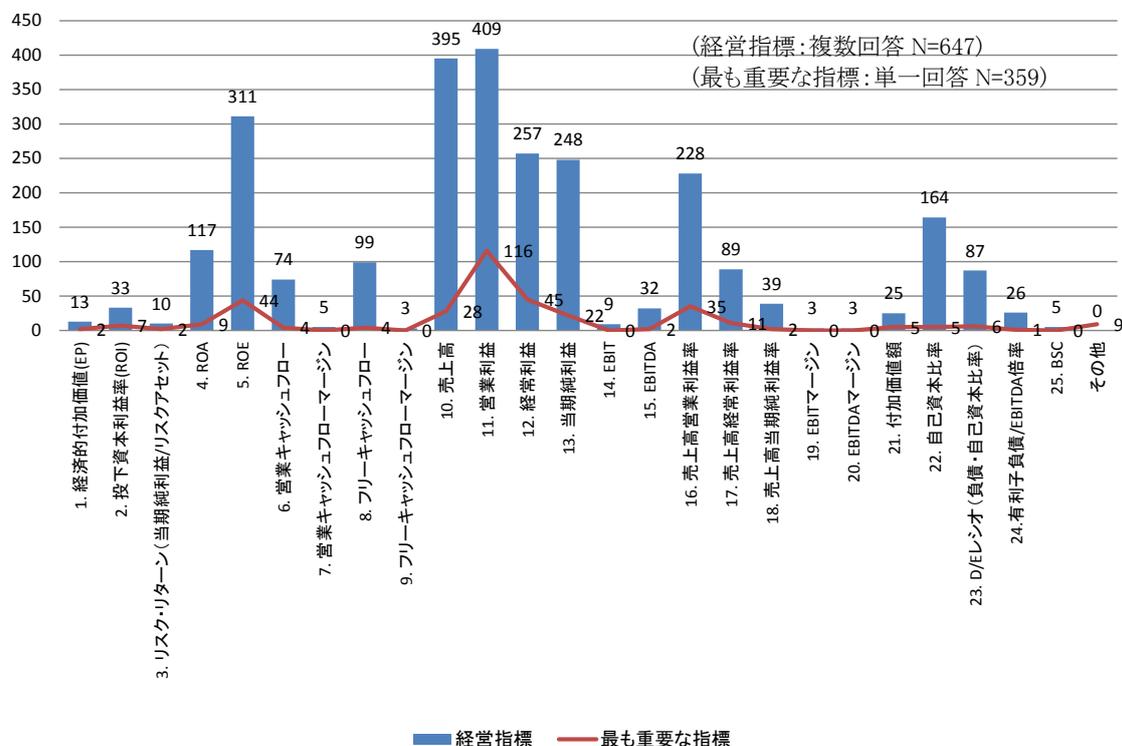
第3節 企業における経営指標の設定

平成27年度アンケート調査によると、企業が経営指標としているのは、売上、営業利益、経常利益、当期純利益、営業利益率等の損益項目の他、ROEや自己資本比率を指標としている企業が多くなっており、ある程度、資本効率や資本構成について意識している企業が存在している。ただし、キャッシュフローに関わる項目を経営指標としている企業は極めて少なかった。

なお、企業ヒアリングでは、ROEを評価指標として掲げている企業でも、社内

での業績評価においては、現場が理解・管理しやすい別の指標（売上・営業利益等）で管理がなされている傾向が確認された。

図表 5 経営指標・最も重要な指標



また、キャッシュフローやROA等を経営指標や業績目標としている企業に対して、それらを採用するに至った経緯についてヒアリングをしたところ、キャッシュフローの目標については、例えば、キャッシュ余剰或いは有利子負債削減等の資金効率を改善する必要に迫られた場合等、また、ROAについては、投資効率の低い既存事業からの事業転換に迫られた場合等に導入が図られており、いずれも、資本もしくは資金効率を改善する目標として採用されていることが判明した。

図表 6 キャッシュフロー・ROAを指標とする企業の取組経緯

No	財務の役割	回答内容
1	キャッシュフローを指標とする企業	<ul style="list-style-type: none"> 経営目標として、「キャッシュフロー」と「損益」を掲げている。キャッシュフローを意識し始めたきっかけは、借入のあった状態からネットキャッシュ状態になったタイミングである。この頃から、キャッシュの「効率的な活用方法」について考え始めた。また、投資家が着目する点も経営効率や中期経営計画の内容となっている。 かつては損益に偏重した管理を実施していたが、フリーキャッシュフロー(FCF)重視の体制に変更し、資金の一括管理体制が敷かれることとなった。FCF重視となった経緯としては、有利子負債の増加に加え、格付の低下により資金調達コストが上昇し、顧客の信頼低下につながっていたことがあげられる。そこで有利子負債圧縮を図るべくグローバルのグループ企業の資金の凹凸を解消し、余剰資金を集めることとなった。
2	ROAを指標とする企業	<ul style="list-style-type: none"> ROAを経営指標として最重要視している。その背景としては、当社の既存事業の市場は縮小傾向にあるため、事業転換を図ることが経営課題となっていることが挙げられる。既存事業は装置産業であり、需要減少に伴い、遊休設備も増加している。そのため、①遊休資産も含めたROAは分母が大きいことから低位にとどまっており、これを標準並みにしていくこと と、②ROAを経営指標とすることで、事業転換を押し進めていくことが狙いである。全社に、今ある資産を活用して、別の事に取り組む必要性を理解してもらう必要があり、また、株主がROEを重視しているとすれば、ROAを改善することで必然的にROEも改善していくものと考えている。

第3章 資本構成の適性化

第1節 資本構成の適性化の概要

企業は、債権者と株主から必要な資金を調達して事業を行っており、債権者に対しては負債利子を支払い、株主に対しては株式投資へのリターン（配当、キャピタルゲイン等）をもたらしている。企業は、負債と株式等によって調達した資金を用いて、資金提供者（投資家）の期待する収益率である「資本コスト」以上の収益率を達成することを求められている。

ここで「資本コスト」とは、資金を拠出する投資家が企業に要求する期待投資収益率であり、負債コスト及び株主資本コストから構成される。このため、資本コストは、資本構成（負債と資本の構成比率）の影響を受けることとなる。

コーポレートファイナンスの理論によれば、負債による資金調達と資本による資金調達の割合の改善（財務レバレッジの効果）によって、企業価値を向上させる、またはROEを向上させることが可能である。

第1項 資本構成に関わる理論

(1) 資本構成に関わる理論

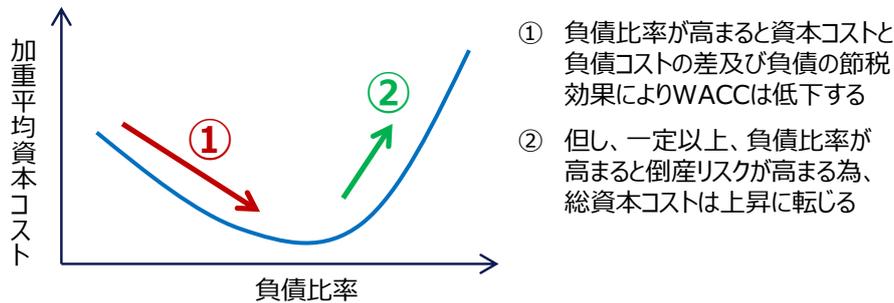
資本構成に関する理論は、モディリアニ・ミラーの理論（MM理論）に始まる。MM理論は、税金、債務不履行リスク等が存在しないならば、投資家による企業評価（企業価値）は、企業の資金調達状況（資本構成）と無関係であることを示している。なぜならば、支払利息の節税効果（タックス・シールド）がないならば、企業が負債により資金調達を行うメリットが存在しないからである。このような状況において、企業は、資金調達的手段に関心を払うことはない。

しかし、現実の資本市場においては、負債調達コスト（利息）が損金算入されるために節税効果が生じ、また倒産コストが存在する。この節税効果と倒産コストはトレードオフの関係にある（トレードオフ理論）。つまり、以下の効果により、企業価値を最大化する最適資本構成が理論的には存在するとされている。

- 借入利息の支払により課税所得が圧縮され、企業価値が増加
- 一方、負債が過剰となった場合は、債務不履行リスク（デフォルト率）が高まり、企業価値が減少

上記において、企業価値を最大化する最適資本構成は、資本コストが最小となるような資本構成として決定される。資本コストとして、負債コスト及び株主資本コストを負債と資本の構成比率に応じて加重平均した加重平均コスト（WACC）が用いられることが多く、加重平均コストが最小となるような負債と資本の比率（負債比率、総資産に占める負債の割合、自己資本比率等）として、最適資本構成が決定される。

図表 7 トレードオフ理論



資料:各種理論の内容に基づきNTT データ経営研究所作成

最適資本構成の議論における債務不履行リスク（デフォルト・リスク）の効果をまとめると以下の通りである。

- 負債の増加に伴い、債務不履行リスクに起因するコストが上昇
- このコストは、企業価値を低下させ、タックス・シールドの効果を打ち消す
- このコストは、株主資本コスト、負債コストをともに上昇させる要因

以上の通り、企業の最適資本構成に関しては、以下に示すトレードオフ理論を中心に議論され、理論的には、企業価値向上に寄与する最適資本構成（最適な負債と資本の比率）が存在するとされている。

(2) 資本コストに関わる理論

上述の資本構成の理論において、株式資本コストの計算には、CAPMが採用されることが多い。CAPMとは、株式の資本コストについて、リスクフリー・レートに、通常株式に対して求められるプレミアム部分を上乘せしたレートであり、当該企業固有のリスク尺度を勘案して算出する方法である。

図表 8 CAPMの算式

$$R_E = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

R_E : 株式の資本コスト(株式の期待収益率)

R_F : リスクフリー・レート

$(R_M - R_F)$: マーケット・リスクプレミアム

β : 個別株式のリスク尺度。ベータが高い株式ほど、ハイリスク・ハイリターンとなる。

資料:NTT データ経営研究所作成

しかしながら、複数の有識者より、実務面でも学術の世界でも、CAPMが正確に資本コストを表すものとは考えていないとのコメントが確認された。

CAPMについては、既に昭和40年代から理論面での課題が指摘されており、CAPMが成立しない事を示す実証研究結果²³も複数発表されている。また、CA

² Fama Eugene F. and Kenneth R. French, 平成4年の実証研究等。その他日本の株式市場についても、丸・蟬山(昭和49年)、紺

PMは極めて単純化された仮定に基づいて算出されている点についても問題指摘があり⁴、例えば、①CAPMでは、投資家が平均分散的にポートフォリオを選好することを前提としているものの、実際にはそのような行動はとらない、②市場が完全に一般均衡な状態（完全競争市場）にあった場合を前提としているが、実際には、人間は限られた範囲内で最善の結果に近づこうとする、つまり「限定的な合理性」に従っている等といった指摘がある。また、日本の株式市場については、特に、子会社の株式時価総額の方が親会社よりも高くなる事象が生じたことや、わが国では、上半期（1～6月）のリターンが下半期（7～12月）のリターンよりも高いとする「上半期効果」等、CAPMとは関係の無い事由によって株価が変動している事実が報告されている⁵。

但し、以上の様な批判はあるものの、現時点で存在する資本コストの考え方の中では「論理的に説明可能な計算方法」として今でも資本コスト算出の際に使用されることが多くなっている。

(3) 資金調達の優先度に関わる理論

ペッキングオーダー理論は、「投資家は企業の既存の資産と新規の投資機会の真の価値を知らず、新規発行株式の価値を正確に評価できない」という前提のもと、企業経営者は、資金調達の容易さに従って予め資金調達方法の優先順位を決めるとする考え方である。この理論のもとで企業は、コストが最も低い内部留保を最優先に使用し、次いで、情報の非対称性にかかるエージェンシー・コスト⁶が相対的に小さい借入を利用する。そして、次に、社債や株式といった市場性の資金調達を行う。

なお、企業が株式による調達を最も避ける理由は、以下の通りである。⁷

- 企業経営者は、企業に関わる情報を最も豊富に有しており、企業の価値を最も良く理解できる立場にあると考えられる。その為、現在の株価が自社の実質的な価値と比較して「割安」と捉えれば株式による調達を避け、「割高」と捉えれば、株式による調達を行う可能性がある。
- しかしながら、投資家側は、経営者との情報の非対称性を理解しているため、企業が株式にて調達を行おうとした場合には、「株価が割高である」と理解する。その結果、株式の売りが増加して株価が下落する可能性がある。経営者側は、投資家のそのような行動が想定できるので、株価が割高な時には株式調達を実施しにくく、割安な場合には、そもそも株式調達を実施しない。したがって、資金調達手段の中で最終的な方法として位置づけられる。

谷(昭和53年)等が実証でCAPMの説明力不足を指摘している。

³ 日本銀行金融研究所「金融研究」第6巻第3号「日本における株価変動のメカニズムについて-APT(裁定評価理論)の実証分析」櫻庭千尋

⁴ 成蹊大学経済学部論集 第46巻第1号(2015年7月)「証券市場のアノマリー」俊野 雅司

⁵ 榊原・山崎[平成16年]、城下・森保[平成21年]

⁶ 会社経営において、所有と経営の分離がある場合に発生する経営委託(エージェンシー)に伴うコストの総称

⁷ 「コーポレートファイナンス(上)」リチャード・ブリーリー/スチュワード・マイヤーズ(日経BP社)説明内容をもとに、NTTデータ経営研究所まとめ

以上の結果、企業は、内部留保（自己資金）、借入、株式の優先順位で資金調達を行うと考えられている。

但し、ペッキングオーダー理論が成立する場合においては、最適資本構成は存在せず、トレードオフ理論が想定する節税効果や倒産リスク上昇による費用も、意味をなさなくなってしまう。

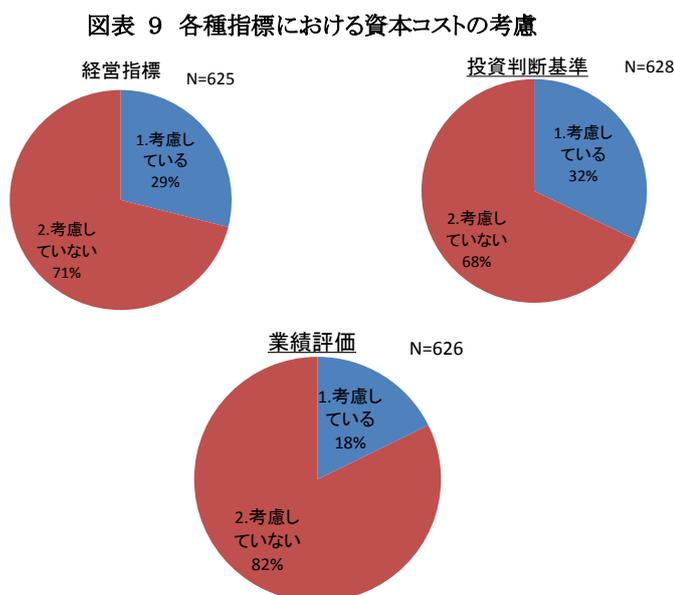
なお、やや古い情報ではあるが、平成17年の日本銀行ワーキングペーパー「わが国企業による資金調達方法の選択問題：多項ロジット・モデルによる要因分析」では、我が国企業の資金調達の選択において、ペッキングオーダー理論が有意に当てはまることを示している。

第2項 企業における取組実態

本項では、上述のような最適資本構成、資本コストの理論に対して、実際に企業において資本コストや資本構成についてどの程度考慮しているかについて平成27年度アンケート調査とその後実施した企業ヒアリングの結果をもとに整理する。

(1) 各種指標における資本コストの考慮

図表9は、企業の、経営指標、投資判断基準、業績評価の設定に際して、それぞれの程度資本コストを考慮しているかを示したものである。経営指標や投資判断基準では約3割の企業が資本コストを考慮しており、業績評価でも約2割が資本コストを考慮している。



なお、企業ヒアリングでは、経営指標について、ROEからエクイティスプレッド導入に変更、もしくは変更を検討している動きが確認された。また、その際の自己資本コストとして、現在の自社の資本コストではなく、投資家の期待収益率を採

用しているとの回答もあった。

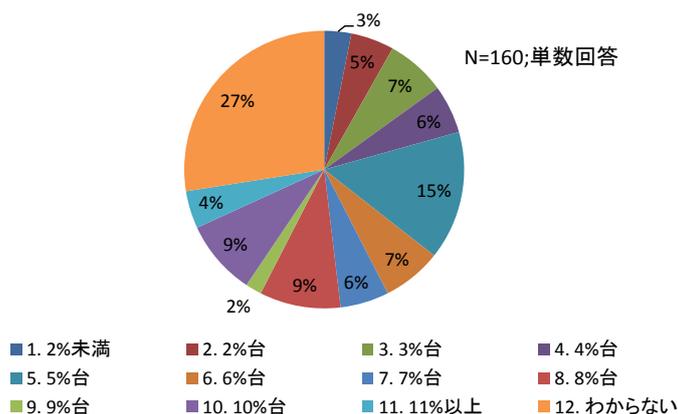
図表 10 経営指標にエクイティスプレッドを採用している企業

No	経営指標	回答内容
1	エクイティスプレッド	<ul style="list-style-type: none"> 経営指標については、ROEを目標としてきたが、<u>現在、エクイティスプレッド(ROE-資本コスト)について意識し始めたところである。</u> 経営指標についてはROEを経営目標としていたが、3年ほど前から、<u>エクイティスプレッドを導入した。エクイティスプレッドにおける資本コストとは株主資本コストのことであり、8%で計算している。実際に当社の株主資本コストを試算すると5%程度となるものの、投資家が求めるリターン8%以上を目指すということを対外的にも示している。</u>

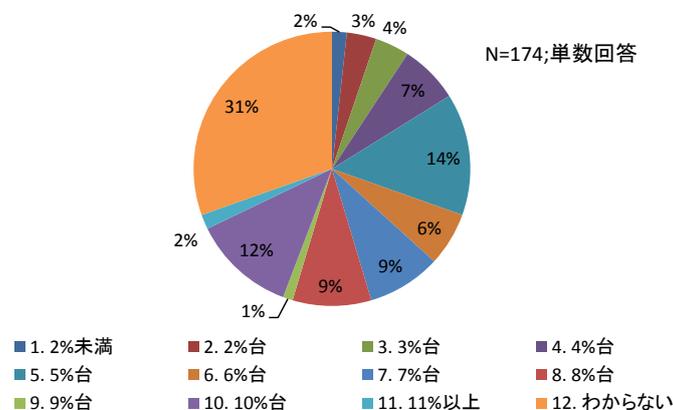
(2) 資本コストの水準

各社が想定する資本コストの水準については、経営指標、投資判断、業績指標とも、2%未満から11%以上まで幅広く分散している。

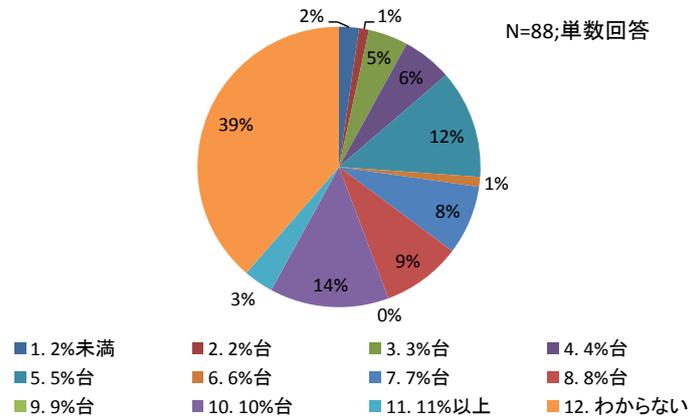
図表 11 経営指標における資本コストの考慮



図表 12 投資判断における資本コストの考慮



図表 13 業績評価における資本コストの考慮



なお、投資判断に関わる企業ヒアリングでは、以下の通り、WACCや β を使用するなど、資本コストを求めている企業を確認できた。

図表 14 投資判断に関わる資本コストの算出

No	算出方法	回答内容
1	WACCを基本	<ul style="list-style-type: none"> IRRベースで8.5%をハードルレートとして設定している。ハードルレートはWACCをベースに設定した。設定以来見直しはされていないものの、現在再計算するとWACCが下がるはずなので、それよりも厳しく見ている分には問題ないと認識している。
2	業績評価コストよりも高めに設定	<ul style="list-style-type: none"> 投資判断における株主資本コストは業績評価のコストよりも高めに設定している。事業投資計画自体が甘くなりがちなため、資本コストでハードルを上げているもの。
3	リスク調整ハードルレート+2% 投資リスク度に応じた β 適用	<ul style="list-style-type: none"> 投資判断の基準は「CFOポリシー」の中に定めがある。投資条件として、例えば、『リスク調整ハードルレート(現在6%)にスプレッド2%を加算して利益が出ること』『ローリスク投資、ミドルリスク投資、ハイリスク投資、それぞれに対してβを1.1、1.2、1.3と設定』等が挙げられる。

また、業績評価に関わる企業ヒアリングでは、事業の入れ替えを促進する等の目的で業績評価に資本コストを考慮している企業があることを確認することができた。

一方で、「全社目標には資本コストを考慮しているものの部門業績評価には考慮していない場合」や、「『事業部』レベルの業績評価では資本コストの考慮を求めるものの『担当』レベルについては別の指標に置き換えて設定している場合」があった。

図表 15業績評価に関わる資本コストの考慮

No	資本コストの考慮	回答内容
1	事業部目標に資本利益率を導入 (担当ベースの目標は他の数値に置き換え)	<ul style="list-style-type: none"> 部門毎の資本効率を求めていくことによって部門の危機感をあおり、動機づけをしていくことを目的としている。従来、評価の良い事業も悪い事業も、個別に判断されることなく、維持されてしまった経緯があるため、<u>想定資本に対する資本利益率を各事業部に求めていくこととしている</u>。但し、部門から担当ベースへの目標の落とし込みの際には、資本利益率を貸借対照表・損益計算書上の数値に置き換えて目標を設定している。
2	資本コストの認識共有のため、業績評価に「経済的付加価値」を導入	<ul style="list-style-type: none"> 業績評価に際して、従来から「株主資本コスト」を考慮した方法をとっている。経済的付加価値(事業利益－(投下資本×資本コスト))の考えを採用しており、業績評価としての株主資本コストは5～6%としている。なお、<u>細かな値を把握するためではなく、あくまで社内で資本コストが何%程度かを認識共有するために実施している</u>。
3	業績評価に資本コスト導入せず	<ul style="list-style-type: none"> 業績評価ではセグメント利益(売上一経費)にて評価を実施しており、資本コストは考慮していない。<u>資本コストや本社管理費は、全社ベースで管理すべき費用と考え、財務部門が管理している</u>。セグメント利益による業績評価は「分かり易い」というメリットがある。

上述の、「業績評価に資本コストを導入すること」については、導入企業の回答(図表 15-1・2)の通り、現場レベルまで資本コストの認識を広める点で有意義と考えられるものの、有識者からの指摘(図表 16)の通り、現場からの理解を得るための努力も必要となると考えられる。

また、複数の事業部門を有する企業が、各事業内容に応じた部門別資本コストを設定しようとする場合には、(高い資本コストを課された)部門側の反発が想定される旨の課題指摘もあった。

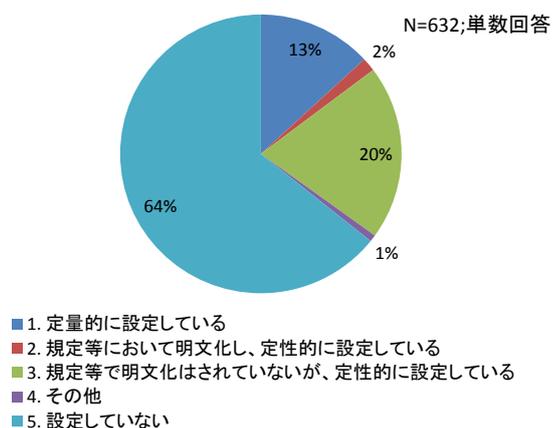
図表 16 資本コスト導入の課題(有識者意見)

No	課題事項	回答内容
1	現場理解を得ることが難しい	<ul style="list-style-type: none"> 社内管理において資本コストを導入しようすると、部門別に設定する場合であっても、全社統一的に導入する場合であっても、<u>現場レベルにCAPMの考え方を理解して貰うのに苦労するはずである</u>。研修が必要であり、重要である。
2	部門別に適正な資本コストが異なるものの、部門間の衝突が起き、適切な資本コストを設定できない	<ul style="list-style-type: none"> 部門別の資本コストを設定しようすると、<u>高い資本コストが設定された部門(事業のリスクが高く、割引率が高く設定された部門)の部門長が強く反対するものである</u>。その結果、社内のパワーバランスの課題が解決できず、部門別の資本コストを設定できない事例が少なくない。

(3) 資本構成に関わる目標設定

平成27年度アンケート調査によると、自社の資本構成について目標を設定している企業は、4割弱に留まっている。また、目標設定している企業の中でも、定性的な設定が多く、定量的に設定している企業は少ない。

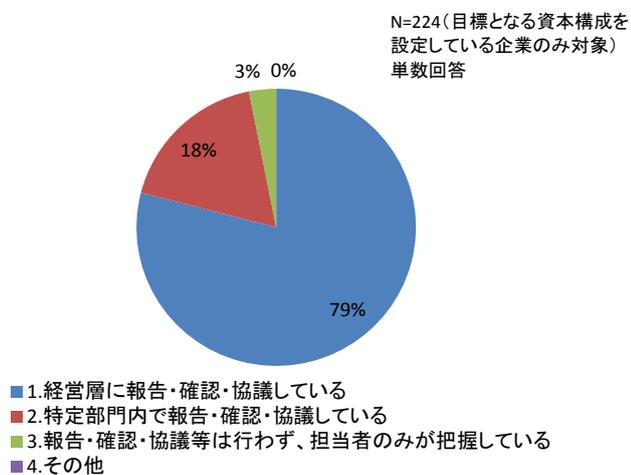
図表 17 資本構成に関わる目標設定の有無



(4) 資本構成に関わる報告状況

資本構成の目標を設定している企業においては、約8割の企業がその資本構成について経営層まで報告を行っている。

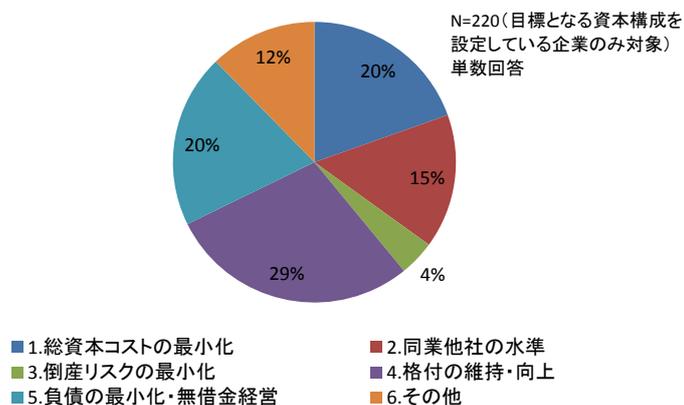
図表 18 資本構成に関わる報告状況



(5) 最適資本構成目標設定の目的

最適資本構成の目標を設定している企業の目標設定の目的は、「格付の維持・向上」が約3割、「総資本コストの最小化」「負債の最小化・無借金経営」がそれぞれ2割となっている。

図表 19 最適資本構成目標設定の目的



実際にヒアリングした企業においては、「格付維持」を目的として最適資本構成を設定している企業が多かった。格付によって資金調達コストや調達の難易度に影響するため、目標数値の設定に際しては、格付基準を考慮して決定がなされるということである。

格付は、BBB以上は「投資適格」、BB以下は「投機的」と分類され、大きく調達条件が異なることになる。ヒアリングした会社ではA-を維持できる水準とのコメントが2件あった。

また、ペッキングオーダー理論に基づき、現金、借入、資本の優先順位により調達をしているという企業も確認された。

図表 20最適資本構成目標の目的

No	目的	回答内容
1	格付維持	<ul style="list-style-type: none"> 最適な資本構成については、格付維持を目的として目標値を設定している。現状「A-」の格付となっているため、このレベルの維持・向上が経営課題にもなっている。 5年間の財務推定を行い、格付会社の格付「A-」を維持できる構成にしている。 格付会社との対話、同業他社との比較、CFOの見解等を根拠として、D/Eレシオ0.4と設定している。WACCも計算しているが、WACCによる資本コストの軽減というよりも、上述の観点の方が大きい。 資本構成の目標検討に際しては、格付の維持・向上を最も重視しており、D/Eレシオを強く意識している。D/Eレシオの状況については経営者にも報告している。
2	ペッキングオーダー理論に基づき調達	<ul style="list-style-type: none"> ペッキングオーダー理論を厳格に遵守するよう、CFOポリシーに明記されている。CFOからは、「CDEの順番を遵守」するよう明確に指示されている。つまり、設備投資のための資金確保の優先順位は、C(Cash=手許現金・内部留保資金)、D(Debt=借入、社債)、E(Equity=資本)の順位である。負債のなかでは、社債より借入が優先され、これもペッキングオーダー理論を厳格に遵守している。資本による調達は最後の手段との意識はかなり強い。以上により、デット・キャパシティ2,000億円レベルを維持することが財務目標として定められている。

(6) 日・米・英企業の資本構成水準

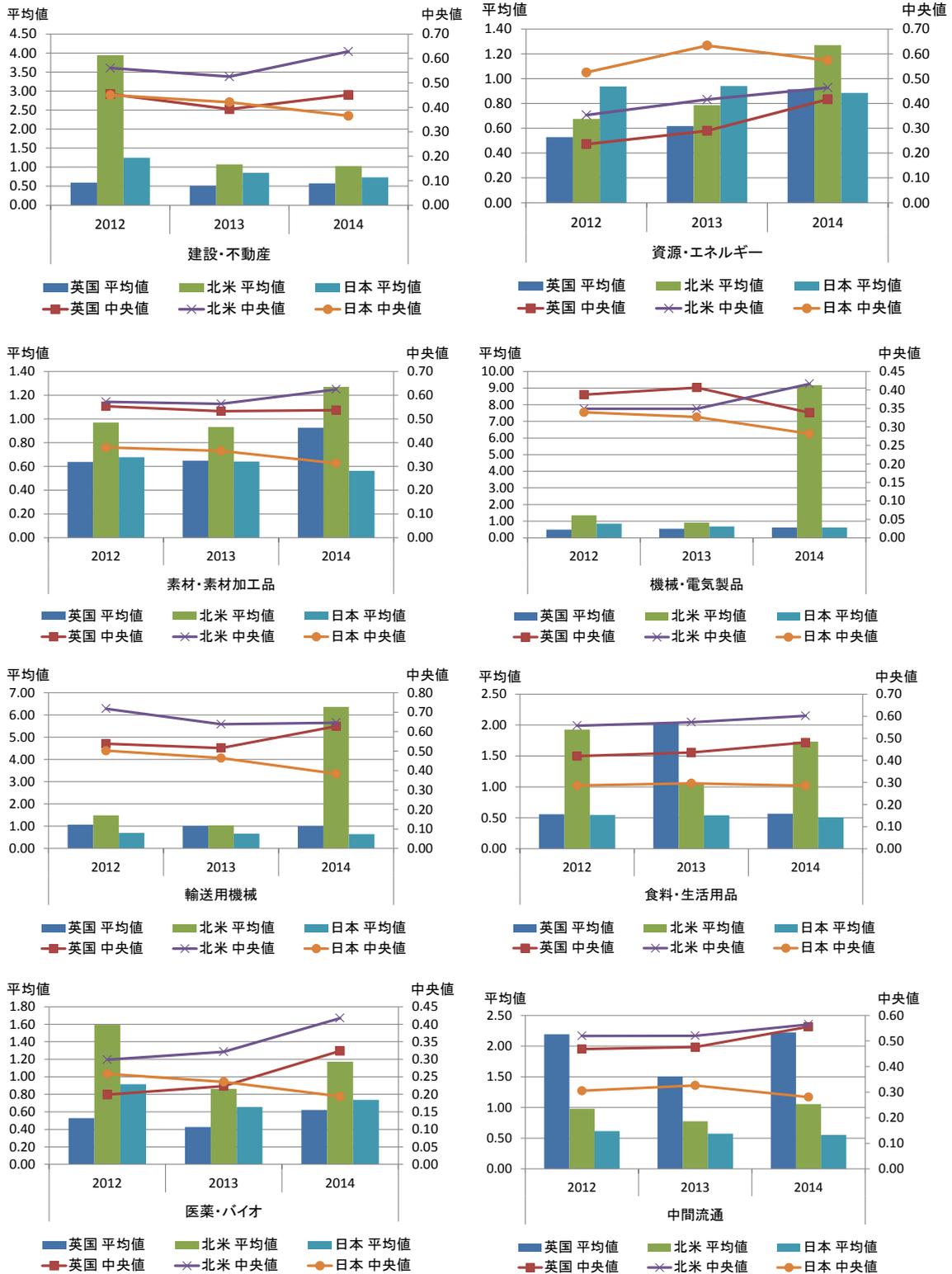
伊藤レポートでは、日本企業の内部留保は、他国に比べて厚いという意見とそれほど顕著に厚い訳ではないというデータがあると記載されている。

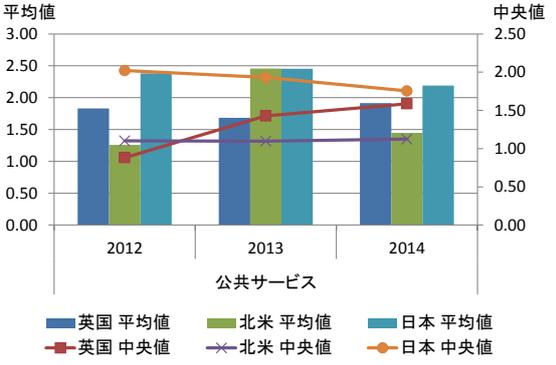
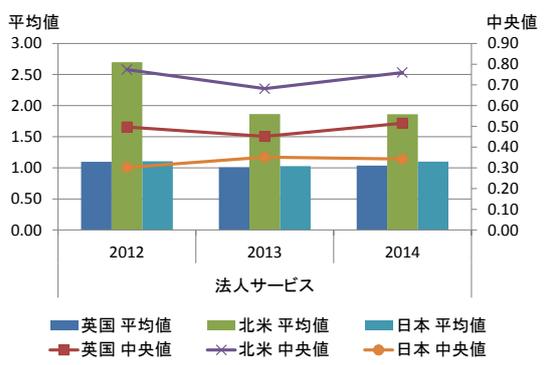
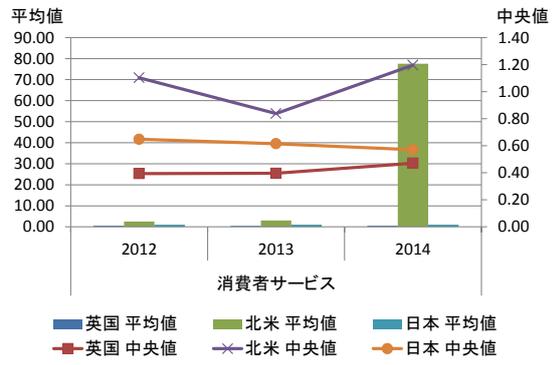
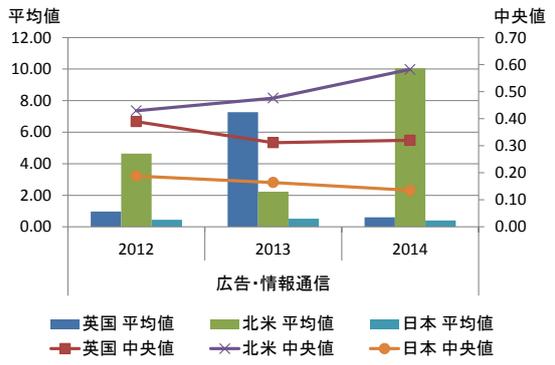
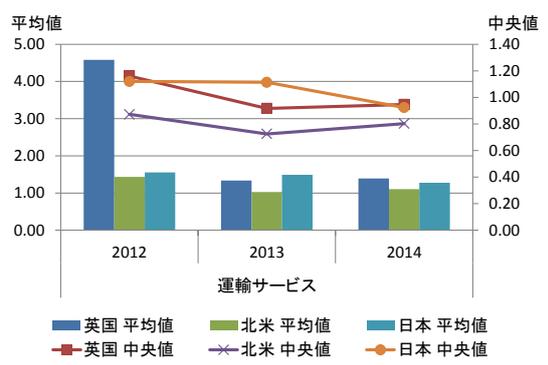
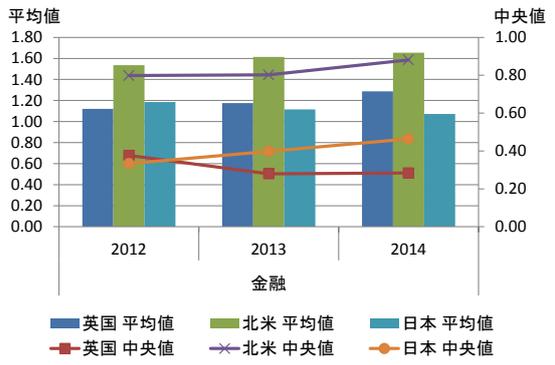
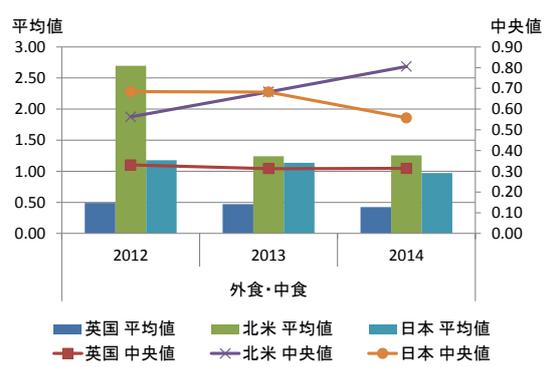
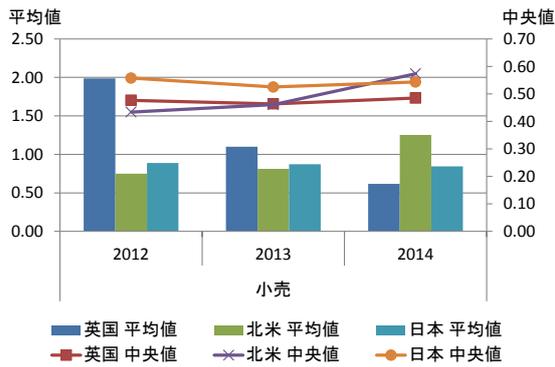
そこで、本調査では、実際の国内外の上場企業の有価証券報告書のデータを使用して⁸、D/Eレシオ（簿価ベース）の比較を行った（図表21）。

その結果、「平均値」は極端な値の企業による影響が大きいため、「中央値」で見ると、日本企業のD/Eレシオが低い業種もあるものの、業種によっては、他国よりも高くなっており、日本企業の資金調達において、資本の比率が突出しているとは言えない状況となっている。

⁸ SPEEDA社のサービスを使用して、日本・米国・英国の上場企業の財務数値を業種別に取得し、それぞれ、現預金高対月商倍率（現預金÷月商）、総資産現預金比率（現預金÷総資産）を計算し、業種別に平均値・中央値を計算した。対象企業は、SPEEDA社が、情報収集している日本・米国・英国の上場企業で、現預金高・売上高・総資産高を同社サービスで提供している企業である。

図表 21 D/E レシオ日・米・英企業比較(業種別)





第2節 資本構成の適正化における課題と留意点

資本構成の適正化については、資本コストを反映した経営指標・業績評価は、資本効率向上や事業の入れ替え等の変革を進めていく上で有効と考えられるものの、以下の2点の「導入に際しての課題」があることを理解して取り扱う必要がある。

《導入に際しての課題》

- **絶対的な資本コストを算出する理論が存在しない**

適正な資本構成の水準に関連する理論については、CAPMやトレードオフ理論、ペッキングオーダー理論等が挙げられるものの、いずれの理論についても、理論に対する批判や理論間の矛盾等の問題があるため、企業において資本コストを考慮する場合は、絶対的な資本コストを算出する方法が存在しないという限界を理解しながら扱う必要がある。

- **WACCを過度に意識した資本構成の調整は企業にとって逆効果を生じるリスクも**

WACCに基づいて、資本構成の目標を設定し、その目標に向けて資本構成の調整を図る場合、以下の有識者コメントの様な矛盾を生じることになる。

《有識者コメント》

- WACCにおける資本・有利子負債は、それぞれ「時価」で計算する。そのため、対象企業自体に何も変化が無かったとしても、株式市場が下落した場合には資本構成が変わってしまい、最適な資本構成を維持するためには、調整が必要となる。具体的には、WACCの株主資本の割合が減少するため、これを調整するためには、増資を行うこととなる。また、逆に株式市場が高騰した場合には、株式を買入消却もしくは負債を増加させることとなる。
- しかしながら、上述の行動は、株価が高いときに、株式を買入れ(もしくは負債の増加)、株価が低いときに株式を売却(増資)することとなり、本来企業がとるべき方策(株価が高いときに株式を売却(増資)し、株価が低いときに買い入れる)と逆の方向になってしまい、矛盾する。

上述の通り、過度に適正な資本構成を意識しすぎると、本来企業にとって不利な取引を実行してしまうことにつながる懸念も有るため、理論の限界を理解しながら、採用していくことが望ましい。

第3節 リスクマネジメント

企業が持続的に収益性を確保していくためには、継続的にイノベーションを起こすこと、適切なリスクをとることが不可欠である。

また、資本コストやROE等の資本規律を中長期的な経営指標として組み込んでいくためには、ビジネスモデルやマネジメントシステム、インセンティブ構造等を変革していくとともに、精度の高いリスクマネジメントを前提に適切なリスクを取って競争力確保・向上に取り組むことが求められる⁹。

適切なリスクを取る経営においては、リスクマネジメントの重要性も増す。保有リスクが発現した場合の対応策としてのリスク吸収バッファとしての自己資本水準や、リスクファイナンスの導入などの検討の必要性も増すこととなる。

企業は、「財務リスク」以外にも多様なリスクに晒されており、企業活動がグローバル化し、取引関係や組織構成等が複雑化していくに伴い、その管理すべきリスクも複雑化・多様化している¹⁰。企業を取り巻くリスクのうち、財務リスクについては第4章にて別途説明するものとし、本節では、企業の全社的なリスクマネジメントについて説明をする。

第1項 リスクの種類

企業を取り巻くリスクには、以下の4つに大別される¹¹。

図表 22 リスクの種類

リスク分類	リスク内容
戦略リスク	商品戦略、価格戦略、事業戦略、M&A、海外進出、設備投資等、企業成長そのものを左右するリスク。結果にはプラスもマイナスもある。
財務リスク	為替・金利・株価・地価・債券・デリバティブ等の財務的なリスク。結果にはプラスもマイナスもある。
ハザードリスク (外来的リスク)	地震、水害、台風、疫病、火災、事故、戦争、テロ等外来のものによるリスク。一般に結果にはマイナスのみ存在する。
オペレーショナルリスク (内在的リスク)	法律違反、製造物責任、リコール、社内不正、事務ミス等、企業の業務活動に伴い、企業内部にその原因があるリスク。一般に結果はマイナスのみ存在する。

資料:TRC EYE VOL.38「企業におけるリスクマネジメント目的の階層化」東京海上リスクコンサルティング株式会社 よりNTTデータ経営研究所作成

第2項 リスクマネジメント手法

多様なリスクをコントロールする方法として、「リスクコントロールのフレームワーク」と「リスク定量化の方法論」が挙げられる。

⁹経済産業省(平成26年)、「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書

¹⁰「グローバル財務戦略の高度化に向けて」グローバル財務戦略研究会(平成7年8月)

¹¹ERM2008「企業価値向上に資するERM構築に向けて」大和総研(平成10年8月)

まず、フレームワークについては、米国COSO(トレッドウェイ委員会組織委員会)が採用しているものと、格付会社がリスクマネジメントの評価に採用している方法としてS&Pの評価方法を紹介する。

(1) リスク管理フレームワーク…COSOフレームワーク

米国COSO(トレッドウェイ委員会組織委員会)は、平成25年5月に、平成4年に発行した「内部統制の統合フレームワーク」を全面的に見直した「改訂版」を発行している。米国COSOで定められたフレームワークは、各国の規制にも組み込まれており、グローバルに広く受け入れられている。

日本の内部統制報告制度では、COSOのフレームワークを参考としているものの、「財務報告に関わる内部統制の評価及び監査に関する実施基準」の中で、日本用にカスタマイズされた「内部統制の基本的枠組み」を採用しているため、COSOのフレームワークを直接的に採用している状況には無い。但し、平成25年8月に日本内部統制研究学会が、研究部会報告「COSO内部統制報告書改訂版が我が国に及ぼす影響」として提言を行っている等、今後影響を及ぼしていく可能性はある。

上述の、日本の内部統制の動向への影響という面からも、グローバルにおけるリスク管理のあり方の傾向を見るうえでも、米国COSOのフレームワークについて理解しておく事は有意義であるため、以下に、平成25年改訂で定められた新たなフレームワークについて概説する。

① 5つの構成要素に関わる17の原則

平成25年の改訂版フレームワークでは、従来のフレームワークで定められていた「5つの構成要素」に関連する基礎的な概念を示すものとして、「17の原則」が新たに示されており、さらに、各原則についての理解を正確にするために、それぞれの原則に対して複数の「着眼点」も設置されている。¹²

また、「外部向け財務報告アプローチと実例の要約(ICEFRガイダンス)」が定められ、外部向け財務報告の内部統制に適用できるアプローチと実際の適用事例が例示されている。

図表 23にて、基本的な考え方を示す5つの構成要素と17の原則について紹介する。

¹² 「17の原則」が実現されることで、「5つの構成要素」は有効であると評価され、その原則が実現されているかについては、「着眼点」により評価することができる という関係にある。

図表 23 COSO平成25年の改訂版フレームワーク

構成要素	17の原則
統制環境	原則1) 組織体は、誠実性と倫理的価値観に対するコミットメントを表明する。
	原則2) 取締役会は経営者から独立していることを表明し、且つ内部統制の構築・運営について監視する。
	原則3) 経営者は、取締役会の監督の下、内部統制の目的を達成するために組織構造、報告経路及び適切な権限と責任を構築する。
	原則4) 組織体は、内部統制の目的に合わせて、有能な個人を惹きつけ、育成し、かつ維持することに対するコミットメントを表明する。
	原則5) 組織体は、自らの目的を達成するにあたり、内部統制に対する責任を個々人にもたせる。
リスク評価	原則6) 組織体は、内部統制の目的に関連するリスクの識別と評価ができるように、十分な明確さを備えた内部統制の目的を明示する。
	原則7) 組織体は、自らの目的の達成に関連する組織全体にわたるリスクを識別し、当該リスクの管理方法を決定するための基礎として、リスクを分析する。
	原則8) 組織体は、内部統制の目的の達成に関連するリスクの評価において、不正の可能性について検討する。
	原則9) 内部統制システムに重大な影響を与え得る変化を識別し、評価する。
統制活動	原則10) 組織体は、内部統制の目的に対するリスクを、許容可能なレベルまで低減するのに役立つ統制活動を選択し、整備する。
	原則11) 組織体は、企業目標の達成に寄与するIT全般統制を選択し、整備する。
	原則12) 組織体は、期待事項を明確にした方針、及び、その方針を実行に落とし込む手続きを通じて統制活動を展開する。
情報と伝達	原則13) 組織体は、内部統制が機能することを支援する、関連性のある質の高い情報を取得し若しくは作成して利用する。
	原則14) 組織体は、内部統制を機能させるために必要な、内部統制の目的と内部統制に対する責任を含む情報を組織内部に伝達する。
	原則15) 組織体は、内部統制の機能に影響を与える事項に関して、外部の関係者との間で情報伝達を行う。
モニタリング活動	原則16) 組織体は、内部統制の構成要素が存在し、機能していることを確かめるために、日常的評価及び/または独立的評価を選択し、適用・実施する。
	原則17) 組織体は、しかるべき立場にある上級経営者及び取締役会を含む是正措置を講じる責任を負う者に対して、適時に内部統制の不備を評価し、伝達する。

資料:「COSO内部統制フレームワークの改訂」あらた監査法人(平成25年)よりNTT データ経営研究所作成

② 報告の目的の拡大

改訂前のフレームワークでは、内部統制の目的が「財務報告」に限定されていたが、改訂版では、「報告」が目的とされており、財務報告のみならず、非財務情報の報告も目的に含まれることとなった。また、報告には、「内部向け報告」と「外部向け報告」が含まれることが明示された。

財務・非財務情報の外部向け報告は、主に法令や基準等に遵守することを目的としており、財務・非財務情報の内部向け報告は、事業活動を測定する基準等、主に経営者の意思決定支援を目的としている。

(2) リスク管理フレームワーク … S&P「経営陣とガバナンスに関する信用力評価要因」

格付会社における企業のリスク管理評価のフレームワークを紹介するに際して、

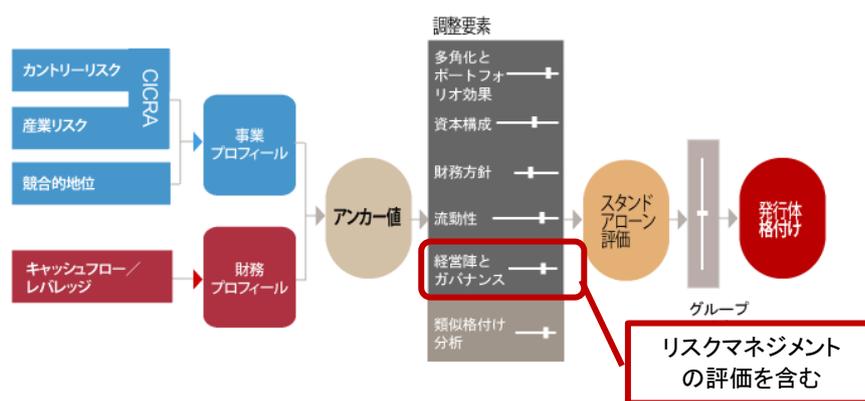
まず、格付会社側が行うリスクマネジメントのモニタリングと、事業会社におけるリスク管理では以下の差異がある点に留意が必要である。

- 格付会社は、基本的に「発行体」として、有利子負債の償還能力を評価することが目的となっている。そのため、キャッシュフローの評価において、経済的なストレスがかかった場合の振れ幅を見る場合でも、中心として、蓋然性が高い振れの分布を評価することとなる。
- 一方で、事業会社のリスクマネジメントにおいては、リスクが顕在化した場合のロス如何に最小化するかにフォーカスするため、格付会社では対象にならないような「テール」のリスクも対象となる。

このような差異があるため、事業会社のリスクマネジメントが、格付会社の基準に従えば完全な状態になる訳ではない点には留意しつつ、以下の評価方法を参照されたい。

S & Pの事業会社の格付基準¹³では、以下のプロセスに沿って評価がなされている。基本的には、「事業プロフィール」と「財務プロフィール」に基づく格付が評価され（アンカー値）、その格付を調整する「調整要素」として6要素が勘案され、当該事業会社単体での評価（スタンドアローン評価）がなされる。更に当該事業会社の属するグループや政府等の影響を勘案し、最終的な「発行体格付」となる。この中で、「リスクマネジメント」は、「調整要素」を構成する6要素の中の1つである「経営陣とガバナンス」に含まれる。そのため、リスクマネジメントについて格付に大きく影響を与えるものではない。

図表 24 S&Pにおけるリスク評価手順



©2013 スタンダード & プアーズ

資料:平成24年11月13日「General Criteria: Methodology: Management and Governance Credit Factors for Corporate Entities and Insurers」詳細脚注 13 参照

¹³ 平成24年 11 月 13 日「General Criteria: Methodology: Management and Governance Credit Factors for Corporate Entities and Insurers」。(平成10年4月15日付「2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology」平成13年1月20日付「Management and Corporate Strategy of Insurers: Methodology and Assumptions」を改訂した内容となっている)

「経営陣とガバナンス」の項目は、更に、「経営陣の内訳」と「ガバナンスの内訳」とに分かれている。

うち、「経営陣の内訳」については、①経営戦略の策定と遂行の評価、②リスク管理・財務管理の評価、③組織運営能力の評価 の3項目からなっており、それぞれ図表25の通り、マネジメントによる「リスクの把握」と、「リスク認識」と「対応」について評価している。「ガバナンスの内訳」については、図表26に示した構成となっており、主に体制面を中心とした内容になっている。不測の事態が発生した場合に対応できる体制となっているか、情報・伝達の対応が図られているか等の確認を取る。

「適切な情報開示」は、有識者ヒアリングでも「重要である」と指摘があり、十分な情報開示が為されない場合には、市場と企業との間に憶測を生じてしまうことになる。例えばM&Aを実施した際に、M&Aの取引内容のみならず、どのような事業戦略になっているのか、戦略内容が見えないケースがあり、そういう場合には、分析上も、「リスク要因」としてみなされてしまう。

図表 25 「経営陣」に関わる評価内容

	ポジティブ	中立的	ネガティブ
経営戦略の策定と遂行の評価に用いる内訳項目			
戦略策定プロセス	具体的な財務・事業目標と、それを達成する手段が明確に盛り込まれた戦略策定が存在する証左がある。	戦略策定が存在する証左はあるが、深みに欠けるか具体的な財務・事業上の目標が欠如している。達成する手段が不明確。	戦略策定が存在する証左が極めて限定的か、計画が表面的である。
戦略と組織の能力・市場環境との整合性	経営陣の戦略は、ほぼ常に、市場環境を踏まえた内容になっており、かつ企業の能力と整合している。市場でのリーダーシップや効果的な変革の面で実績を持つ。	経営陣の戦略は、市場環境を踏まえた内容になっており、企業の能力と概ね整合している。	経営陣の戦略は、企業の能力や、市場環境と整合していない。事業戦略の変更や、買収、事業の売却・再編が急激あるいは頻繁に行われたことがある。
戦略の遂行状況をモニター、調整、コントロールする能力	経営陣は、戦略的な決定のほぼすべてを建設的な行動に移すことができている。経営陣には、財務・事業目標を達成した実績があり、競合他社より成功している。	経営陣は、戦略的な決定の大半を建設的な行動に移すことができている。経営陣には、財務・事業目標の大半を達成した実績がある。	経営陣は、戦略的な決定を建設的な行動に移せないことが多い。経営陣は財務・事業目標を達成できないことが多い。

資料：スタンダード&プアーズ「一般格付け規準：手法：事業会社と保険会社の経営陣とガバナンスに関する信用力評価要因」（平成25年1月）

	ポジティブ	中立的	ネガティブ
リスク管理/財務管理の評価に用いる内訳項目			
全社的なリスク管理基準とリスク許容範囲の包括性(事業会社のみ適用)	経営陣は、主要なリスクを効果的に特定、監視、選択、軽減する包括的な方針の策定に成功しており、リスク許容範囲を主要な利害関係者に明確に伝えている。	経営陣は、リスク管理基準とリスク許容範囲について、基本的な基準を設定しているが、リスク管理能力が十分に高いとは言えない可能性がある。	経営陣はリスク管理基準とリスク許容範囲に関する基準を、まったくあるいは殆ど設定しておらず、リスク管理能力は殆ど無い。
財務管理基準の包括性(保険会社のみ適用)	経営陣は、包括的かつ精緻な財務管理基準を設定している。	経営陣は基本的な財務管理基準を設定している。	経営陣は財務管理基準を、まったくあるいは殆ど設定していない。
リスク許容範囲(保険会社のみ適用)	経営陣は保守的なリスク許容範囲を明確に設定し、かつ維持している。	経営陣は、やや保守的なリスク許容範囲を維持している。	経営陣は非保守的なリスク許容範囲を維持している。
業績目標	経営陣は、厳格・意欲的だが合理的な業績目標を定めている。	経営陣は、業界平均と同程度の達成可能な業績目標を定めている。	経営陣に、目標達成に必要な手段・規律、または目標達成に対するコミットメントが欠如している、または目標水準が低い。
組織運営能力の評価に用いる内訳項目			
経営陣の業務運営能力	経営陣が、業務運営上のリスクの顕在化による収益やキャッシュフローの予想外の落ち込みを生じさせたことが無い。	事業運営における予想外のリスクの顕在化が、収益やキャッシュフローの影響を与えたことが時折ある。	業務運営における予想外のリスクの顕在化が繰り返し収益やキャッシュフローに影響を及ぼしている。
経営陣の専門知識と経験	経営陣は企業の主要事業ラインのすべての運営において、かなり豊富な専門知識と経験があり、良好な実績をあげている。	経営陣は企業の主要事業ラインの運営において、十分だがごく普通の専門知識と経験がある。	経営陣は企業の事業ラインの多くを十分に理解・統制するための専門知識と経験を欠いている。企業運営が計画から大きく逸脱することが多い。
経営層の厚みと幅	各主要事業ライン全般にわたり十分な厚みと幅がある経営チームが存在し、要となる人材の喪失も、それぞれの重要事業部門の運営やキャッシュフローに大きな混乱をきたすことなく乗り切ることができる。	経営層の厚みと幅は、一部の分野に限られている。要となる人材の喪失が、その企業の事業運営やキャッシュフローに与える影響は一時的なものに留まる見通し。	企業全体として、1人または少数の経営管理者に依存している。要となる人材の喪失は、その企業の事業運営に深刻な影響を及ぼすと思われる。

資料:スタンダード&プアーズ「一般格付規準:手法:事業会社と保険会社の経営陣とガバナンスに関する信用力評価要因」(平成25年1月)

図表 26 ガバナンスに関わる評価項目

	中立的	ネガティブ
取締役会の有効性	取締役会は、経営陣を効果的に監督できる、経営陣から独立した体制を維持している。取締役会は、主要なエンタープライズ・リスク、報酬制度、および/あるいは、利益相反に関する最終的な意思決定機関として主導権を握っている。	取締役会の経営陣からの独立性が明らかに欠けており、経営陣の監視や、主要なエンタープライズ・リスク、報酬制度に関する精査が不十分であり、かつ/あるいは、利益相反の管理がなされていないことを容認している。
創業者の所有権または支配的所有権	経営陣と取締役会が、少数持分所有者を含む全ての利害関係者の代わりに、リスクの監視に従事する能力のある専門家または独立したメンバーを置いている。支配株主の影響は、リスクを把握・認識する専門家から成る経営陣と、全利害関係者の利益に効果的に寄与できる取締役会によって、相殺されている。	支配的所有権が企業の意思決定に悪影響を及ぼしており、支配株主の利益を他の利害関係者より優先させている。
経営文化	経営陣が全利害関係者の利益に対応できており、利益配分のバランスを取るとともに、最終的な意思決定機関が取締役会であることを認識している。	経営陣が自身の利益(あるいは、少数の利害関係者の利益)を最大関心事としており、上位経営陣の間で通常、異議が許されない、もしくは、異なる利害関係者グループの間で生じる利益相反を管理する能力が経営陣に無い。頻繁に起こる経営陣の交代が、経営文化におけるガバナンス上の欠陥を示唆していることもある。あるいは、会長や CEO による支配権の行使や、過大なリスクテークを奨励する報酬・インセンティブのプログラムに示されるように、経営陣が取締役会を支配している。
規制・税制・法制度での違反行為	総じて、規制・税制・法制度での違反行為の無い状態が続いており、規制当局とも良好な関係を保っている。	規制・税制・法制度での違反行為が単発的ではなく複数、あるいは業界の標準以上に発生しており、企業にとって重大なリスクとなっている。
情報の伝達	総じて、すべての利害関係者に、一貫した情報を伝えている。	重要な事項について、異なる利害関係者に相反する情報を提供している。
内部統制	内部統制環境に欠陥は見られない	決算報告の修正や遅延等、入手可能な証左に基づき、内部統制環境に欠陥があるとみなされる。
財務報告と透明性	会計処理方法の選択は通常、事業の経済的側面を反映したものになっている。	財務諸表が主要な取引の真の意図や経済的動機を意図的に分かりにくくしている、あるいは、標準的なユーザーが把握するには財務諸表が不十分な内容になっている。

資料:スタンダード&プアーズ「一般格付規準:手法:事業会社と保険会社の経営陣とガバナンスに関する信用力評価要因」(平成25年1月)

(3) リスク計量化手法

リスクの計量化を図り、リスクが発現した場合でも当該リスクを吸収可能な資本を確保しておくといった動きがみられる。

上場企業の中には、リスク対比の資本の十分性（リスク吸収バッファとしての資本の水準に関する評価）に関する情報開示を行なう事例も見られる。一方、非上場企業においても、リスクを計量化することによって、負債調達柔軟性確保、一定水準以上の手許現金確保が重視される傾向がある。これは、一時的なキャッシュフロー不足への備えを確保しておくこと、投資機会、仕入機会に対して即時に対応する準備をしておくことが重視されているものと考えられる。

業種別には、金融機関では、制度対応として、計量化されたリスクと資本の対比によるリスクマネジメントが求められているほか、大手商社のなかには、金融機関に類似したリスクマネジメントを実施している事例が見られる¹⁴。

《有識者ヒアリング》

- 上場企業については、リスク(VaR等)を資本と対比するという考え方は理解できる。しかし、非上場企業については、アベイラビリティの影響が大きいと、キャッシュ保有額が重要な意味を持つ。

《企業ヒアリング》

- 為替リスクはVaRにより計測している。
- 為替リスク以外のリスクを計量化しているわけではない。為替リスク以外のリスクに対しては、経験的に自己資本の25%程度を配賦している。

第3項 リスク管理と企業価値

リスクマネジメントについては、COSO、格付会社ともに、①財務のみならず非財務のリスクについても管理すること、②企業外部・内部を含む関係者との情報伝達の枠組みを構築すること、といった見直しを図っている。

では、これらのリスク管理を実施した場合、実施しない場合と比較して、企業収益や企業価値に影響があるだろうか。このことについては、RIMS（リスクマネジメント協会）の「2015 Annual Conference & Exhibition(4/26-29)」の資料において、リスク成熟度とTOBINのQ¹⁵との相関について調査したものがあり、「優れたリスクマネジメントを実施している企業は企業価値が高い」との報告がされている。

同調査では、図表 27 の通り、7項目について5段階で成熟度を評価し、その

¹⁴ 北村康一(平成17年)、京都大学経済学部大学院経済研究科目平成 17 年度前期「資産 運用論」資料、「三菱商事におけるビジネスポートフォリオマネジメント～価値創造経営とリスクマネジメント～」

¹⁵ 企業が事業活動により生み出している価値が、保有資産の時価総額より大きいかどうかを見る指標。トービンのQが1より小さいと株価は過小評価されていると考え、1より高いと株価は過大評価されていると考える。

総合評価のレベル毎に、TOBINのQを計算している。その結果、リスク管理の成熟度が高い企業群ほど、TOBINのQが高いという結果となったことが示されている。

図表 27 RIMSリスク成熟度とTOBINのQ

分類	成熟度				
	Level5 Leadership	Level4 Managed	Level3 Repeatable	Level2 Initial	Level1 Ad hoc
ERMベース アプローチ	【評価の視点】：ERMに係る経営層のサポート/事業プロセスの定義とリスク所有/先見性のあるリスクマネジメントビジョン/フロントラインとサポートプロセスオーナーの参加				
ERMプロセス 管理	【評価の視点】：反復可能性とスケーラビリティ /ERMプロセス監視 /ERMプロセス段階 /リスク文化、説明責任とコミュニケーション /リスクマネジメント報告				
リスク選好管理	【評価の視点】：リスクポートフォリオの見解 /リスクと報酬のトレードオフ				
根本原因規律	【評価の視点】：依存関係と結果 /分類指標 /リスクと機会の情報収集 /根本原因の検討				
カバーされていない リスク	【評価の視点】：形式化されたリスク指標と計測 /不利な出来事/フォローアップ報告/事業領域におけるリスク所有				
実績管理	【評価の視点】：ERM情報と計画 /コミュニケーションゴール/ERMプロセスゴールと活動				
事業弾力性・ 継続性	【評価の視点】：分析ベースの計画 /弾力性・運用計画 /結果の理解				
各レベルの企業における Tobin's Q	1.2761	1.0492	1.0956	1.1148	0.4854

資料：RIMS「2015 Annual Conference & Exhibition(4/26-29)」(<https://www.rims.org/Session%20Handouts/RIMS%2015/SRM005/SRM005.pdf>) よりNTTデータ経営研究所作成

第4項 企業のリスクマネジメントの実態

(1) 日本企業と欧米企業のリスク管理の相違

有識者へのヒアリング結果に基づき、日本企業と欧米企業のリスク管理の相違について整理する。

① リスク選好に関わる差異

有識者ヒアリングによると、図表 28

図表 28 に示した通り、日本と米国では、歴史的に、リスクに対する対応方法が異なっている。

日本は、メインバンク制を中心として間接金融が発展していたため、リスクについて銀行借入で賄う傾向があったものの、米国では間接金融がそれほど浸透していなかったため、リスクに対しては、企業が保険等でカバーするか否か等の対応を検討し、対応してきた。

そうした経緯の差異から、日本では、リスクを回避しようとする傾向があり、米国ではリスクを認識したうえで、リスクを保有するか移転するか等を検討す

る傾向がある。

図表 28 日米のリスク管理に関わる差異(有識者ヒアリング)

No	項目	回答内容
1	米国におけるリスク管理の歴史	<ul style="list-style-type: none"> 米国では、間接金融が日本ほど浸透していなかったため、従前はリスク管理は保険の対象となっており、保険が引き受け対象としないものはリスクとして認識されない傾向があった。企業にはリスクマネージャーが存在しており、自社のリスクについて、保険をかけるか否かを判断してきた。その後、管理するリスクの対象範囲が信用リスク等に拡大していった。
	日本におけるリスク管理の歴史	<ul style="list-style-type: none"> 一方日本では、リスクマネージャーは存在せず、不測の事態が発生した場合等は、銀行借入で賄う傾向が強かった。「メインバンク制度」によって、金融機関との関係が密接であったため、事業計画書を提出するなどして融資を受けることが可能でありリスクの認識は低かった。但し、阪神大震災や1990年代の企業不祥事等によってBCPやコンプライアンスに関わるリスク認識が高まってきたところである。
	日米のリスク管理に関わる差異による認識の相違	<ul style="list-style-type: none"> 以上の様な資金調達環境の相違から、日本企業はリスクを避けるものと捉えがちで、リスクを取って管理するという認識はまだ薄い。 <ul style="list-style-type: none"> 例えば、当初、自動運転型の掃除機は日本でアイデアが出ていたものの、日本企業は不在時に自動運転をして火災等が起きた場合のリスクを想定して事業化に踏み出せなかった。しかし、海外企業は、同様のリスクを認識していたものの、リスクを取り保険でカバーするという発想ができたため、日本企業よりも先に事業化に踏み出すことができたと言われている。

② 説明責任と透明性

有識者によると、リスクに対する説明責任に関わる認識も、日本企業と海外では異なっている。

図表 29 日本と海外企業の説明責任と透明性に関わる差異(有識者ヒアリング)

No	項目	回答内容
1	グローバルなリスクの説明責任に関わる認識	<ul style="list-style-type: none"> グローバルで企業活動をしていくためにはリスクに関する「説明責任」と「透明性」が必要とされる。 特に、欧米企業の場合、企業は売買するものという認識が強く、リスクマネジメントを図っている企業の方が高く評価されるという点も挙げられる。

日本におけるリスクの説明責任に関わる認識	<ul style="list-style-type: none"> • リスク管理のための社内規程は設定されていても、形式的となっており実際に機能していないこともある。特に、一旦マニュアルが策定されると改訂されない傾向がある。 • また、「リスクが多い会社は危ない」という認識が強く、経営者はリスクの存在を開示することに抵抗を感じがちであるため、「リスクを正しく認識し、管理する企業は優れた企業である」との認識を広めていく必要がある。
----------------------	--

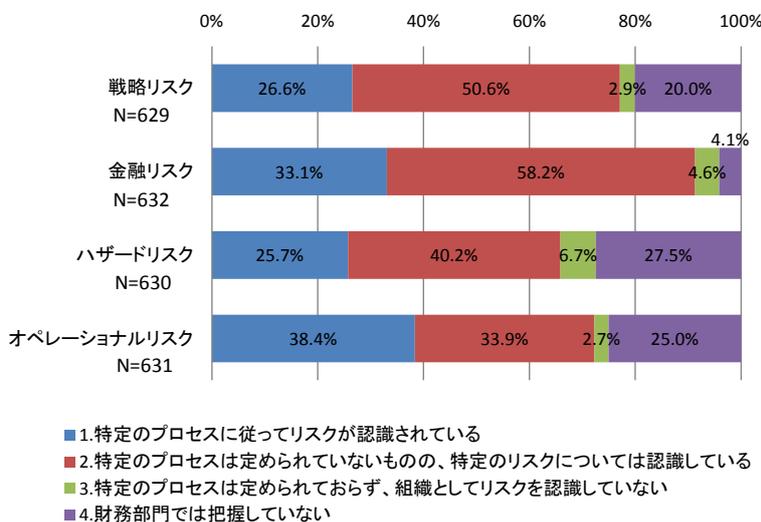
グローバルでは自社のリスクについてきちんと説明することが重要と認識されているのに対して、日本では、まだリスクがあることを良くないことと捉えがちであり、形式的な開示に留まりがちであるとの指摘があった。

(2) 平成27年度アンケート調査結果によるリスク管理の実態

平成27年度アンケート調査によると、「財務部門では把握していない」¹⁶場合を除き、ほとんどの企業がリスクを認識している。しかしながら、リスク認識のプロセスまで定めている企業は少ない。

プロセスを定めてリスク認識している企業は、最も多いオペレーショナルリスクで4割弱、金融リスクで3割強、戦略リスク・ハザードリスクは3割弱に留まっている。

図表 30 リスク種類別の認識状況

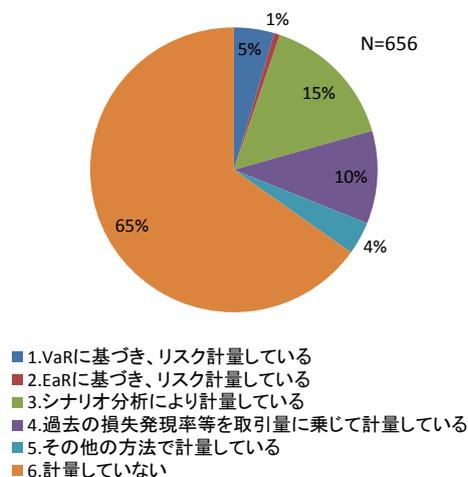


リスクの計量化に関わる取組状況については、65%の企業が「計量していない」と回答している。計量している企業では、シナリオ分析や過去の損失発現率によるものが多くっており、VaRやEaR等による計量をしている企業はごくわずか

¹⁶ 平成27年度アンケート調査は、財務部門の担当者宛の調査であったため、他部署が管理している等の理由により財務部では把握していない場合については「財務部門では把握していない」との回答となっている。

に留まる。

図表 31 リスク計量化の状況



(3) リスクマネジメントの実例

リスクマネジメントの優れた企業として、有識者から紹介のあった企業のうち、花王株式会社のリスクマネジメント体制について、花王株式会社「サステナビリティレポート2015」に基づき、紹介する。

同社では、事業活動を進めるうえで様々なリスクを想定し、リスクの発生頻度や事業活動への影響を低減させる対策を実施するとともに、リスクが現実に発生した場合に被害・損害をできる限り小さくするための備えが必要との認識を持ち、リスクマネジメント活動に取り組んでいる。

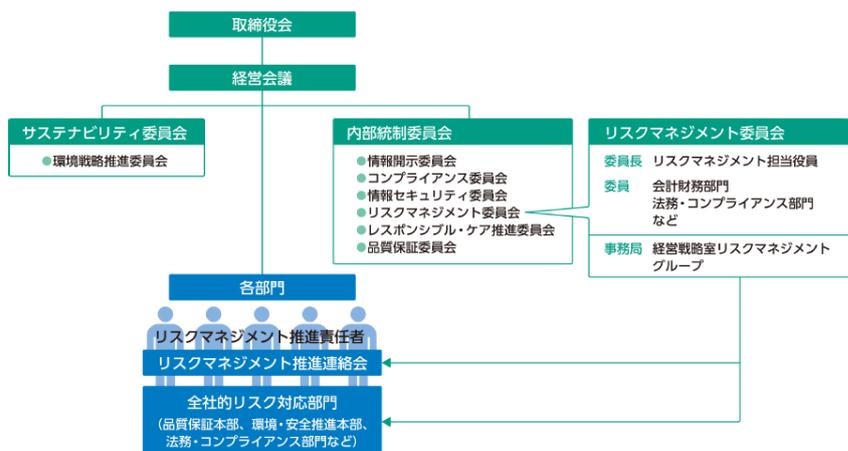
リスクマネジメント担当役員を委員長とし、委員長が指名する委員で構成する「リスクマネジメント委員会」を内部統制委員会の中に設けている。リスクマネジメント委員会は、全社のリスクマネジメント活動を推進・促進するために、①リスクマネジメント活動の基本方針の審議・決定、②リスクマネジメント活動の整備・運営計画の審議・決定、③リスクマネジメント活動の考え方や組織活動の花王及び子会社への展開支援、④各部門のリスクマネジメント活動状況の共有、を実施している。また、取締役会では、全社横断的なリスク管理体制を確認・監督しており、特に重大なリスクへの管理や対応について基本的な方針を定めている。

このような体制の下で、「経営戦略上のリスク」については、事業活動に応じて、関連部門で事業機会に影響を与えるリスクの分析や対応策を検討し、必要に応じて経営会議や取締役会で審議・監督している。さらに「業務運営上のリスク」については、部門毎にリスクマネジメント推進責任者を定め、業務に沿ったリスクの洗い出し、評価、回避・低減策の検討といったリスク管理を日常的に行っている。

その他、経営戦略室の中にリスクマネジメントグループが設置されており、各部門のリスクマネジメント活動状況を把握し、改善提案し、全社横断的な見地からリスク管理を強化するリスクマネジメントのPDCAのサイクルを推進している。同

グループは、リスクマネジメント委員会の事務局の役割も担っている。

図表 32 花王のリスクマネジメント体制



資料:花王株式会社「サステナビリティレポート2015」

また、有識者から、リスクマネジメント及びリスクコミュニケーション¹⁷の優れた例として挙げられたイオン株式会社、パナソニック株式会社における、有価証券報告書上のリスク説明の項目を図表 33に記載する。

リスク情報は、本来、各企業の事業や環境を反映するため画一的なものにはならないものであり、各企業が、自社の状況を反映し、且つ適宜見直しをすることが必要となる。

¹⁷リスクコミュニケーション (Risk Communication) とは社会を取り巻くリスクに関する正確な情報を、行政、専門家、企業、市民などのステークホルダーである関係主体間で共有し、相互に意思疎通を図ることをいう。

図表 33 有価証券報告書上のリスク情報の記載事例

イオン株式会社：有価証券報告書掲載 リスク情報	パナソニック株式会社：有価証券報告書掲載 リスク情報
<ol style="list-style-type: none"> 1. 小売業界における持続的な低迷又は更なる悪化のリスク 2. 競争激化に関するリスク 3. 天候不順に関するリスク 4. 消費税率の引き上げに伴うリスク 5. 不動産価格等の上昇に伴うリスク 6. 食品の安全性及び品質の水準低下に伴うリスク 7. 人件費等の増加等に関するリスク 8. 都市計画法、建築基準法及び大規模小売店舗立地法に関するリスク 9. 成長戦略の停滞に関するリスク 10. ダイエーの各種再編に関するリスク 11. プライベートブランド（P B）商品に関するリスク 12. 仕入・流通ネットワークの障害に関するリスク 13. 減損に関するリスク 14. 海外取引及び海外事業に関するリスク 15. 経営陣その他重要な役職員への依存に関するリスク 16. 地震や台風等の災害、テロ活動等に関するリスク 17. グループ会社の事業活動を効果的に活用できないリスク 18. 金利変動に関するリスク 19. 為替変動に関するリスク 20. 資金調達に関するリスク 21. 退職給付債務に関するリスク 22. 総合金融事業における法的規制に関するリスク 23. 保有資産等の価格変動等に関するリスク 24. 貸倒れに関するリスク 25. 総合金融事業の成長に関するリスク 26. 顧客情報の漏えいに関するリスク 27. 知的財産権に関するリスク 28. 敵対的買収防衛策に関するリスク 29. 不動産施設に係る環境問題に関するリスク 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 経済環境に関するリスク <ul style="list-style-type: none"> - 経済状況の変動 - 為替相場の変動 - 金利の変動 - 資金調達環境の変化 - 株式価値の下落 2. 当社グループの事業活動に関するリスク <ul style="list-style-type: none"> - 競合他社との競争 - 製品価格の下落 - 国際的な事業活動における障害 - 技術革新・業界標準における競争 - 有能な人材確保における競争 - 他社との提携・企業買収等の成否 - 原材料や電力等の供給不足・供給価格の高騰 - 顧客の資金状況・財政状態 3. 将来の見通し等の未達リスク 4. 法的規制・訴訟に関するリスク <ul style="list-style-type: none"> - 製造物責任や補償請求による直接・間接費用の発生 - 知的財産権に関連した損害 - 会計制度・税制の変更等 - 環境に関する規制や問題の発生 - 情報セキュリティに関するリスク - その他の法的規制等による不利益および法的責任 5. 災害・事故等に関するリスク 6. その他のリスク <ul style="list-style-type: none"> - 年金債務 - 長期性資産の減損 - 繰延税金資産および法人税等の不確実性の認識 - 持分法適用関連会社の業績・財政状態

資料：イオン株式会社、パナソニック株式会社の有価証券報告書より抜粋し NTT データ経営研究所作成

第4節 リスク吸収バッファとしての自己資本に関する検討

いわゆるリーマンショックやその他の市場の急変に対処できるよう、一定のリスク（損失）が発生した場合の対応策として、バッファを設定することが一つの手段として考えられる。換言すれば、極端なストレス状態において予測される損失額が、損失吸収バッファ（多くの場合、自己資本の額以下の金額として設定したリスク限度額）の範囲内となるような業務運営、資産保有等を行なうことが現実的かつ実務的な対応と考えられる。

こうしたリスク管理の手法は、全社的リスク管理（ERM：Enterprise Risk Management）の考え方と整合している。全社的リスク管理の考え方が良く整理されている例として、金融機関における統合的リスク管理の仕組みが挙げられる¹⁸。金融検査マニュアル「統合的リスク管理態勢の確認検査用チェックリスト」は、金融機関に対して、計量化されたリスクの総量を経営体力（自己資本）の範囲内とする自己管理型のリスク管理を行なうよう求めている¹⁹。

¹⁸ トレッドウェイ支援組織委員会(COSO)(平成16年)、「Enterprise Risk Management - Integrated Framework」

¹⁹ 金融庁(平成27年)、金融検査マニュアル(預金等受入金融機関に係る検査マニュアル)「統合的リスク管理態勢の確認検査用

《金融検査マニュアル「統合的リスク管理態勢の確認検査用チェックリスト」より抜粋》
統合的リスク管理とは、金融機関の直面するリスクに関して、(中略) リスク・カテゴリー毎(信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスク等)に評価したリスクを総体的に捉え、金融機関の経営体力(自己資本)と比較・対照することによって、自己管理型のリスク管理を行うことをいう。

近年、金融機関、大手総合商社を中心に、リスクが顕在化した場合の損失吸収バッファを自己資本と捉え、計量化されたリスクと自己資本を対比し、リスクの多寡(資本の十分性)を検証する取組が見られる。

(1) 目指す自己資本比率の設定

第3章第1節、第2節では、資本構成の構築(資金調達としての負債と資本の組合せの最適化)に関して、企業は、理論上の最適資本構成を目指すわけではなく、「同業他社と同水準の資本構成」「一定の水準の格付(目指す水準の格付)を維持できるような資本構成」を目指す傾向があることを指摘した。

このように、実務においては、「業種平均との対比」「一定水準の格付の維持・向上」の観点から目指す自己資本比率を設定するとともに、リスク(資本毀損の可能性)へ対処するリスクバッファの観点からも目指す自己資本比率の設定(または目指す自己資本比率の見直し、検証)が行なわれているものと考えられる。

《有識者ヒアリング》

上場企業については、リスク(VaR等)を資本と対比するという考え方は理解できる。しかし、非上場企業については、アベイラビリティの影響が大きいと、キャッシュ保有額が重要な意味を持つ。

《企業ヒアリング》

資本の水準の考え方は、①業種平均との対比、②B/S上のリスクへの対処すなわち「リスクバッファ」としての位置づけ、という2つの面がある。

- ①は、業種平均の自己資本比率も睨みつつ、当社の目指す自己資本比率を決めている。業界としての考え方や、同一業界に対する格付機関の見方は同じ方向なので、結果としてそうなる。自社の収益力(当期純利益)と投資家が求めるROEを対比して資本の水準を考えると、レバレッジ引上げ(借入またはD/E比率引上げ)によってROE引上げが可能なのは理解している。しかし、だからと言って、同業の中で、当社だけがレバレッジを引上げることが有利だといえる状況はないはずである。
- ②は、資本配賦の考え方を定めているということである。当社では、無形資産がB/Sに占める割合が高いため、減損負担に耐えるための資本の確保という観点(最悪で全額の減損に耐える観点)での最低所要自己資本比率を定め、その他のリスクへの備えを加算して、自己資本比率の目標としている。

(2) リスクバッファとしての手許現金確保

また、企業の資金繰りを急速に悪化させるような外生的ショック（流動性ショック）への対策として最も単純な方法は現金を保有することであり、現金保有はショックに対するバッファとして機能すると考えられており²⁰、有識者ヒアリングにおいても、手許現金保有額を、短期的ショック（短期的な資金支出）に対する備えとして位置づけるべきであるとの指摘があった。この様に、手許現金は、経常的支出への対応の他、投資機会の捕捉や業績の悪化への対処等のため、一定の残高確保が必要と考えられている。

その他、企業の実務においては、負債調達余力（デット・キャパシティ）について財務上の目標設定を行なう事例が見られる。

《有識者ヒアリング》

- 最適資本構成の実現（資本効率）と、適時に投資機会を捉えるための手許資金確保の間にはトレードオフの関係がある。また、手許現金については、事業運営上の経常的な支出や投資機会の捕捉のほか、短期的な環境悪化、業績悪化等への対処を想定し、一定の残高確保が必要である。
- リスクを分析・検討する際に、資本とキャッシュを分けて考えることはできないはずである。
- リスクバッファとしての手許資金は、あくまでも短期的スクイーズ（短期的ショック）に対する備えとして位置づけるべきである。長期的な業績低迷を、本質的な意味でカバーするバッファはないと考えるべきである。
- 日本企業は、「存在する資本を事業部に振り分ける」という発想をする。これは、資本をサプライ・サイドから捉えた発想であるが、本来は、ディマンド・サイドの発想で考えなければならない。つまり、「この事業に必要な資本はいくらである」ということを決めて、その合計を、存在する資本と対比し、存在する資本の十分性を判断すべきものである。

《企業ヒアリング》

- デット・キャパシティ（負債調達余力）を一定水準以上に維持することが財務目標として定められている。

第2項 リスクマネジメントに関わる課題

前項に記載したリスクマネジメントの重要性は増しているものの、まだリスクを計量できている企業は限定的である。

適切なリスクを取っていくためには、リスク計量化の精度向上、範囲の拡大を図ることが必要である。リスク計量化の難易度や必要性の度合は企業によって異なるものと想定されるものの、まずは、簡易計測から取り組み、V a R 等による精緻な計測のウェイト配分を高めていく等の対応が必要である。

また、把握困難なリスクについては、リスクファイナンスを活用して自社のバランスシートから除外していくこと等についても検討していく必要がある。

²⁰池田直史・富田信太郎（平成23年）、「現金保有とコミットメントラインの比較— 震災時における株価反応に着目して—」

第5節 リスクファイナンス

企業は、事業活動に付随するリスクが顕在化した場合のネガティブインパクトを緩和・抑止する財務手法（リスクファイナンス）の導入を検討する必要がある。企業にとって、予期しない、または突発的なリスク事象が顕在化した場合であっても、財務の健全性を確保し、運転資金、事故対策資金・復旧資金等を確保する方策を事前に講じておくこと、すなわちリスクファイナンスは、企業としての存続、事業継続等の観点から必要なことである。

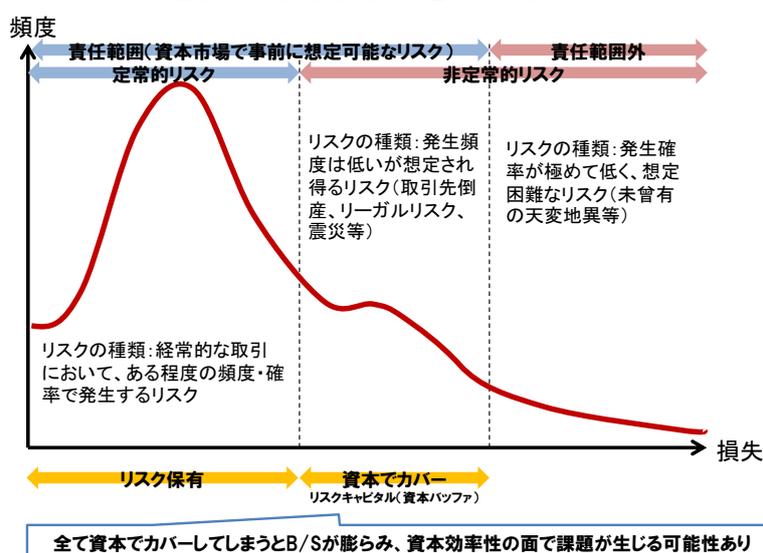
第1項 リスクファイナンスの概要

リスクファイナンスとは、「企業が行なう事業活動に必然的に付随するリスクについて、これらが顕在化した際の企業経営へのネガティブインパクトを緩和・抑止する財務手法」である²¹。

非定期的リスクへの対応として、全て自己資本で対応しようとする、資本効率性の面で問題が生じる。そこで、リスクファイナンスでは、常にオンバランスとしてリスクキャピタルや流動性を保有しておくのではなく、必要なときに行使できるファイナンスのオプションを確保することを基本的な発想とし、資本効率性を悪化させずに、非定期的な状態においても次の2つの効果を得ることができる^{21,22}。

- (ア) 緊急的な資金調達（コミットメントライン、コンティンジェント・デット、コンティンジェント・エクイティ）
- (イ) 損益・資本の毀損を緩和（保険デリバティブ、CATボンド、ファイナイト保険、キャプティブ等）

図表 34 非定期的リスクとリスクキャピタル



資料:「企業価値向上の財務戦略」野村証券金融経済研究所 金融工学研究センター

²¹ リスクファイナンス研究会報告書(平成18年3月、リスクファイナンス研究会)

²² 「企業価値向上の財務戦略」野村証券金融経済研究所 金融工学研究センター

企業は、自社の内部環境（財務状況、リスクマネジメントの状況等）及び外部環境（顧客動向、経済動向、法制・税制・会計制度の変更等）を踏まえて、最適なリスクファイナンス手法を選択する必要がある。

第2項 リスクファイナンス手法

リスクファイナンスの代表的な手法として、目的ごとに、図表 35 や図表 36 のような手法が挙げられる。

図表 35 緊急的な資金調達を目的としたリスクファイナンスの手法

リスクファイナンス手法	概要
コミットメントライン	<ul style="list-style-type: none"> 借入人が金融機関と合意した条項を遵守し、金融機関に対して所定の手数料（コミットメント・フィー、ファシリティ・フィー等）を支払うことを条件として、一定の金額の範囲内で金融機関が融資義務を負う契約 当座貸越の形態、当座貸越と証書貸付とを組合せた形態にて契約されることが多く、シンジケートローンの形態での契約も可能
コンティンジェント・デット (コンティンジェント・コミットメントライン)	<ul style="list-style-type: none"> 予め定めたリスク（事故、災害等）が顕在化したことを条件として、予め定めた条件により、必要資金を機動的に借入可能とする契約 コミットメントライン契約においては、リスク（事故、災害等）が顕在化した場合や、リスク顕在化により借手企業側の信用力が低下した場合に金融機関側の融資義務が免責となったりする可能性があるが、コンティンジェント・デットについては、こうした免責条項の定めはないため、資金調達の確実性を担保できる
コンティンジェント・エクイティ	<ul style="list-style-type: none"> 予め定めたリスク（事故、災害等）が顕在化したことを条件として、予め定めた条件による株式発行等を可能とするオプションを企業が購入するスキーム コンティンジェント・デットと同様に、資金調達の確実性を担保できる

資料：リスクファイナンス研究会報告書（平成18年3月、リスクファイナンス研究会）

図表 36 損益・資本の毀損の緩和を目的としたリスクファイナンスの手法

リスクファイナンス手法	概要
保険デリバティブ (天候デリバティブ、 地震デリバティブ)	<ul style="list-style-type: none"> 天候変動、地震等の保険関連リスクに関連する指標の変動を対象としたデリバティブ取引 保険関連リスクを金融・資本市場に移転 天候デリバティブ、地震デリバティブ等が代表例
CATボンド	<ul style="list-style-type: none"> リスク顕在化の可能性が低いものの顕在化した場合の損害規模が大きい異常災害(カタストロフィー)リスクを証券化し、リスクを金融・資本市場に移転 予め定めたトリガーイベントが発生した場合、企業は、イベントに応じた資金を受領
ファイナイト保険	<ul style="list-style-type: none"> 発生する損害を契約者が分割して自己負担するという考え方に基づき、複数年契約としたうえで、個別リスクに応じた保険料を一定期間、一定金額ずつ積み立てる保険プログラム 複数年契約とすることにより、大数の法則が効かない特殊なリスクであっても、時間軸上にリスクを分散させることで保険化を可能とする仕組み 企業と保険会社のリスクシェアリングにより、保険会社にリスク情報が乏しいリスクの保険化が可能
キャプティブ	<ul style="list-style-type: none"> 特定の親企業等(グループ企業を含む)のリスクを専門的に引き受けるため、当該親企業等により所有され、管理されている保険会社 一般保険会社では情報格差が大きく保険引き受けが困難なリスクであっても、子会社であるがゆえに情報格差を排除でき、付保できる可能性が拡大 再保険市場への直接アプローチによる効率的付保、グループ内企業のリスク一元管理、グループ内での戦略的リスクファイナンスの達成、リスクマネジメントの機能向上を可能とする仕組み

資料:リスクファイナンス研究会報告書(平成18年3月、リスクファイナンス研究会)

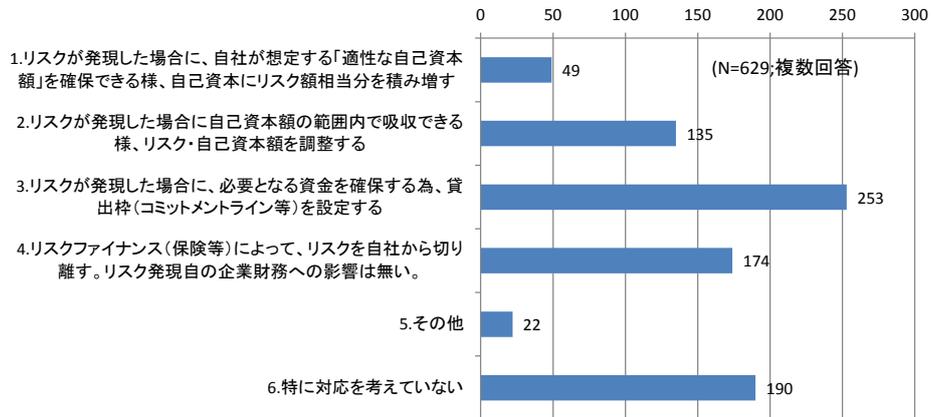
第3項 リスクファイナンスに関わる企業の取組実態

(1) リスクが発現した場合の対応

平成27年度アンケート調査によると、リスクが発現した場合の備えとしては、貸出枠(コミットメントライン等)を設定している企業が多い(約4割)。リスクを切り離すためにリスクファイナンス(保険等)を利用している企業、リスクが自己資本額の範囲内となるようリスクと自己資本額を調整する企業も相応に存在する。

リスクが発現した場合への対応を特に考えていない企業も約3割存在する。

図表 37 リスクが発現した場合の対応

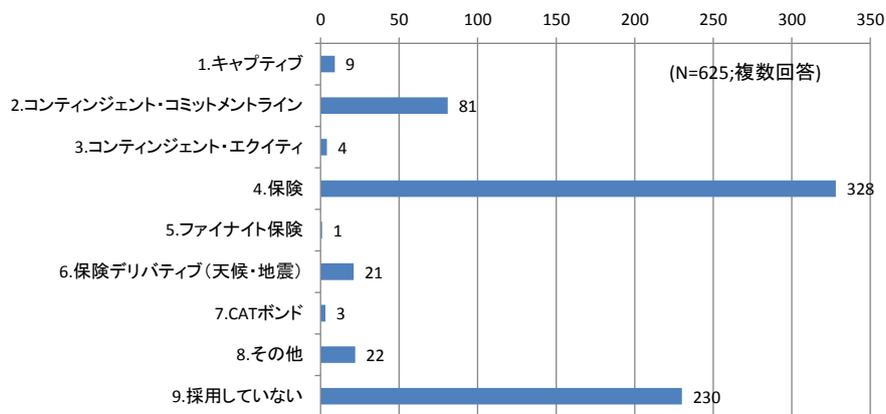


第4項 採用しているリスクファイナンスに関わる課題

リスクファイナンスの手法として、保険を利用している企業が最も多く(約5割)、保険以外のリスクファイナンスを利用している企業は少ない。

しかし、この結果を平成18年度に実施したアンケート調査結果と比較すると、コンティンジェント・コミットメントライン(平成18年調査では「リスク対応型コミットメントライン」と表現)の採用率に顕著な伸びが見られることがわかる。

図表 38 採用しているリスクファイナンス手法



図表 39 リスクファイナンス採用状況比較(平成18年²³比較)

	平成18年取組企業比率	平成27年アンケート調査	増減
キャプティブ	182社中 4社(2.2%)	625社中 9社(1.4%)	▲0.8%
(リスク対応型)コミットメントライン	182社中 3社(1.6%)	625社中 81社(13.0%)	+11.4%
コンティンジェント・キャピタル	182社中 1社(0.5%)	625社中 4社(0.6%)	+0.1%
ファイナйт	182社中 0社(0.0%)	625社中 1社(0.2%)	+0.2%
保険デリバティブ	182社中 5社(2.7%)	625社中 21社(3.4%)	+0.7%

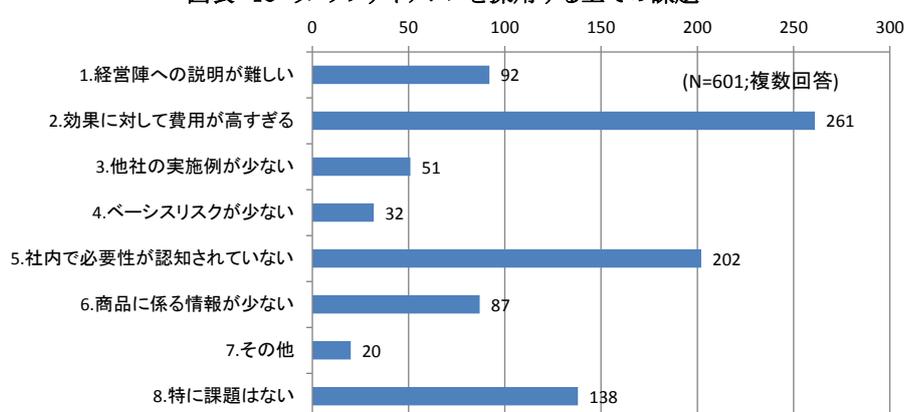
資料: リスクファイナンス研究会報告書(平成18年3月、リスクファイナンス研究会)及び平成27年度アンケート調査結果よりNTTデータ経営研究所作成

²³ リスクファイナンス研究会報告書(平成18年3月、リスクファイナンス研究会)

各リスクファイナンス手法を採用する上での課題は、「効果に対してコストが高すぎる」こととする企業が最も多く(約4割)、「社内での必要性が認知されていない」とする企業も少なくない(約3割)。なお、「特に課題はない」とする企業も約3割存在している。

平成18年の調査と比較すると、「効果に対して費用が高すぎる」との回答が増加しており、「社内での必要性が認知されていない」「他社の実施例が少ない」を課題と認識している企業は減少している。まだ十分とは言えないものの、リスクファイナンスの認知が進み、採用に際しての課題が、情報面からコストに移行している傾向が見られる。

図表 40 リスクファイナンスを採用する上での課題



図表 41 リスクファイナンス採用上の課題比較(平成18年²⁴比較)

	平成18年アンケート調査					平成27年アンケート調査	
	キャプティブ	(リスク対応型)コミットメントライン	コンテインジエント・キャピタル	ファイナイト	保険デリバティブ		
経営陣への説明が難しい	11.5%	6.6%	9.3%	14.3%	10.1%	15.3%	↑
効果に対して費用が高すぎる	14.3%	25.3%	22.0%	15.9%	30.2%	43.4%	↑
他社の実施例が少ない	16.5%	13.2%	15.4%	19.8%	16.5%	8.5%	↓
ベーシスリスクが少ない	—	—	—	—	—	5.3%	
社内での必要性が認知されていない	62.1%	54.4%	62.1%	59.3%	56.6%	33.6%	↓
商品に関わる情報が少ない	—	—	—	—	—	14.5%	
特に課題はない	—	—	—	—	—	31.3%	

²⁴ リスクファイナンス研究会報告書(平成18年3月、リスクファイナンス研究会)

第4章 グローバル財務・資金管理の強化(フロー管理)

第1節 財務リスク管理

財務リスクには、主に、金利リスク、為替リスク、流動性リスクが挙げられる²⁵。それぞれの主な内容は以下の通りである。

図表 42 リスクの種類

リスクの種類	リスクの内容
金利リスク	将来の金利が変動することによるリスクで、主に企業収益に対する金利負担を指す。
為替リスク	将来の為替レートの変動によるリスクで、例えばキャッシュフローや財務諸表、経済活動等に与えるリスクが想定される。
流動性リスク	支払義務に対して、それに充てるべき現預金、流動性資産が不足し、支払が困難となるリスク。

資料:「トレジャー・マネジメント CFOと財務担当者のための「資金管理」の教科書」岸本・昆・大田・田尾よりNTT データ経営研究所作成

上述の財務リスクは、単一国（日本）のみを見ている場合には、日本国内の活動及び日本円をベースとした管理のみを行えばよく、比較的単純である。しかしながら、グローバル展開をしている企業にとっては、管理すべき国や通貨が複数となり、複雑性が高まる。

つまり、複数それぞれの通貨における、金利・為替・流動性の各リスクについて考慮する必要が生じ、なおかつ基準とする通貨やこれらの財務要素と経済・ビジネスとの連動性等についても考慮する必要が生じる。そうした中で、財務リスクの管理方法について選択肢を抽出するとともに、自社にとって最適な選択肢を選定していくこととなる。

以上を踏まえると、グローバル展開を図る企業においては、基本的な知識を備えることはもちろん、どの国や通貨をベースとしてリスクを管理していくかという基準の明確化や、それぞれのリスクの関連性等も理解して、財務リスク管理に取り組むことが求められる。

図表 43 財務リスク

	金利	流動性	為替
国内企業 円・日本をベースにした 全社管理	<ul style="list-style-type: none"> 円金利の動向 	<ul style="list-style-type: none"> 資金決済高に対する手持流動性・流動枠 グループ会社流動性管理 	<ul style="list-style-type: none"> 日本円に対する他通貨のエクスポージャーの管理 為替相場動向
グローバル企業 ベースとすべき国・通貨が画一的ではない	<ul style="list-style-type: none"> 通貨別の金利差・金利動向 金利変動部分の価格等実態経済との連動性 	<ul style="list-style-type: none"> 国別の流動性と通貨別流動性 国をまたぐ流動性管理（資金集約・貸借） 	<ul style="list-style-type: none"> 為替リスクを見るべき対象通貨（ベース通貨） オンショアとオフショア為替市場 為替の安定性 通貨間の連動の有無 取引通貨と決算通貨 等

資料:ヒアリング内容等に基づきNTT データ経営研究所作成

²⁵ 出典:「キャッシュマネジメント入門-グループ企業の資金の見える化-」西山茂

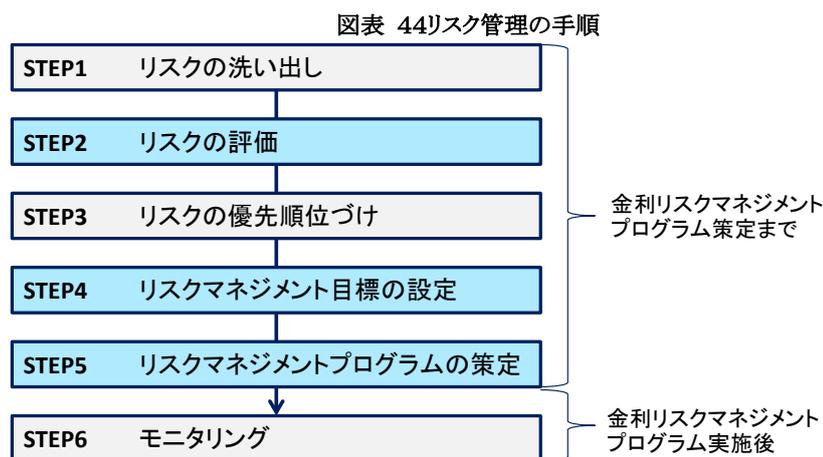
こうしたグローバルな財務リスクの管理については、国毎の規制による制約や、企業毎の事業の展開状況、リスクの採り方等の方針も異なるため、最適な選択肢は一つに絞られる訳ではない。但し、その考え方や幾つかの企業における取組を示すことで、グローバル展開を図っていく企業にとって、財務リスク管理の助けとなればと考える。

本章では、まず、主な3つの財務リスクに関わる基本的内容を説明した上で、グローバル企業において特に留意すべき事項について、実際の企業における財務リスクの整理例をもとに説明する。

第1項 金利リスク

金利リスク（金利変動リスク）とは、金利が変動することで、保有する資産のポジション価格が損失を被るリスクのことを指す²⁶。

一般にリスク管理は、以下の手順で実施される。本項では金利リスクに限定して整理するため、STEP1とSTEP3を省略し、金利リスクマネジメントプログラム策定までの手順について説明する。



資料: 先進企業から学ぶ事業リスクマネジメント実践テキスト(平成17年3月)より NTT データ経営研究所作成

金利リスクの管理方法のうち、ヘッジ水準を具体的に示すことができる方法として、定量的な管理方法について紹介する。定量的な金利リスクの管理方法としては、まず将来の金利シナリオを策定してリスクの定量分析を行い、そのうえで、今後のマクロ経済動向や相場を勘案して具体的な施策を決定していく方法が挙げられる。

(1) 金利リスクの管理方法

① リスクの評価 1…金利シナリオの策定

例えば、フォワードレートと、エコノミストやシンクタンク等が発表する長

²⁶経済産業省委託事業「事業リスク評価・管理人材育成システム開発事業」－ 主要キーワード集 － (2003年12月)

期予測値を使用して「予想中心値」及び「リスクシナリオ」を算出するといった対応が想定される。

② リスクの評価2…リスクの定量分析

企業が財務戦略上の目的を達成するためにとっての金利リスクが適正水準かどうかを判断するため、将来の企業の金融収支、キャッシュフロー等をシミュレーションする「リスク定量分析」を実施する。

代表的な定量分析手法としては、図表 45 の4つの手法がある。(ただし、「バックテスト」は定量分析の検証手法)

分析に必要な想定条件としては、金利シナリオ、企業の収益力・有利子負債残高の大小・今後の残高推移予想、予想される調達、リファイナンスの時期、営業キャッシュフローの変動性や金利との相関性、金利感応度資産の有無等が挙げられる。

図表 45 リスクの定量分析手法

主な測定手法	定義や内容
感応度分析	ある特定の項目について、その値を変化させたら採算性がどう変化するかを測定する手法。例えば金利が1%変化したら損益にどの程度の影響が生じるのかを測定する
ストレステスト	予想するのが困難な通常では考えられない状況や統計的に極めて発生しにくい状況などを想定し、こうしたシナリオのもとでポートフォリオが被る損失を推計すること
VaR (Value at Risk) バリュー・アット・リスク	保有している資産について、保有期間内に特定の確率(例えば1%など)の範囲で生じる最大損失額を統計的に計測する方法
バックテスト	推計されたリスク量と実際の市場変動による損益とを比較することにより、リスク量算出モデルの信頼性を検証するテストのこと

資料:先進企業から学ぶ事業リスクマネジメント実践テキスト(平成17年3月)よりNTTデータ経営研究所作成

③ リスクマネジメント目標の設定

金利リスクには変動金利と固定金利の場合でそれぞれにリスクがある。例えば、負債に関わる金利の場合、固定金利は契約期間中の平均的な変動金利よりも約定金利が割高になれば損失となり、変動金利は市場金利が高騰した場合に損失となるように、金利リスクは、固定金利の場合も変動金利の場合も発生し得る。こうした金利リスクの特性を踏まえると、金利リスクの対応策は、固定金利と変動金利を調整することが最も基本的な金利リスクの管理方法と考えられる。

最適な固定・変動比率の決定に関わる判断基準には、①支払利息基準、②収益基準、③金利負担率基準 の3つの考え方がある。

それぞれ、支払利息の最小化、支払利息控除後の収益の最大化、EBITDAインタレストカバレッジの安定化又は改善を目的として、設定した金利シナリオに基づく数値がリスク判断基準を満たす様、固定変動比率を調整していく

こととなる。

なお、一般的に固定金利の金利水準は、契約締結時と同時期の変動金利よりも割高であることが多い。そのため、一定のリスクがあることを認めた上で、金利の固定化を図るのではなく、リスクを許容する考え方もある（リスク選好）。但し、この場合においても、どの程度のリスクが存在しているかについては把握しておく必要がある。

図表 46 固定変動比率の判断基準

判断基準		管理目的	リスク判断基準説明
支払利息基準	支払利息基準	支払利息の最小化	支払利息の最悪予測値が設定された水準を超えないこと
	インタレストコストアットリスク (ICaR)		最悪の場合でも、支払利息は予想中心値から設定された金額以上は上昇しないこと ²⁷
収益基準		支払利息控除後の収益の最大化	<p>EaRや収益の最大下落幅を一定以下に抑えること</p> <p>※EaR:Earnings at Risk。金利などの外部環境が不利な方向に動いた場合に、ある一定期間において、一定の確率で起こる期間損益（金利差益）ベースでの予想最大変動額を示す方法。以下の手順で算出することができる。</p> <p>①識別可能な市場リスクファクターと関連する全キャッシュフローを洗い出す。</p> <p>②企業内のリスク間の相殺関係を考慮してエクスポージャーを集計する。</p> <p>③市場リスクファクターの変動と相関のデータをインプットし、数千回の統合シミュレーションを実施（モンテカルロシミュレーション）。収益への潜在的な影響を予測する。</p> <p>④シミュレーション結果（潜在的収益確率分布）の最左側の裾の値を求める。</p>
金利負担率基準		EBITDAインタレストカバレッジの安定化又は改善	EBITDAインタレストカバレッジの予想最悪値が設定された水準以下に悪化しない、または悪化する状態が継続しないこと

資料:「企業 ALM の理論と実務」金融財政事情研究会「事業リスク評価・管理人材育成システム開発事業『事業リスクマネジメント』テキスト」経済産業省(平成 16 年 3 月)、より NTT データ経営研究所作成

《留意事項：収益と金利の相関性》

図表 47 の様に、企業の売上が金利と連動するような場合には、売上の増加によって、金利リスク（利益の減少）も緩和される傾向がみられるため、相関が無い場合と比べると、より高い変動金利の割合を許容できると考えられる。

図表 47 売上が金利と連動する場合の例

²⁷ 将来にわたる金利変動パターンについて、確率的な金利モデルに基づきシミュレーションすることにより、利払い費率の平均値（コスト）や利払い費率の分布の幅の大きさ（リスク）を計測する分析

※費用は全て固定費と仮定して試算

当初	金利が1.5倍に上昇	利益への影響
CASE1:売上が金利に連動		
売上 1,000	売上 1,500	金利上昇に伴い売上も上昇するので
金利 200	金利 300	支払金利が増えても
費用 550	費用 550	利益は増加
250	利益 650	+400
CASE2:売上が金利に非連動		
	売上 1,000	金利上昇に伴い売上が上昇せず、
	金利 300	金利が増加した分
	費用 550	利益は減少
	利益 150	▲100

資料:ヒアリング内容等に基づき NTT データ経営研究所作成

④ リスクマネジメントプログラムの策定…ヘッジ手段の選定

第4章第1節第1項(1)③で説明した通り、変動金利と固定金利のリスクは、相反するリスクとなるため、金利リスクの対応策は、固定金利と変動金利を調整することが最も基本的な金利リスクの管理方法と考えられている。

金利の固定変動調整手段としては、デリバティブが活用されることが多い。デリバティブは、主に以下の3つの種類に分類することができ、実際の負債と紐づけた取引は勿論、デリバティブのみでの活用も可能であるため、その時期における企業の状況や金融情勢等を鑑み、柔軟に対応をとることができる。

なお、ここで考慮すべき主な「企業の状況」とは、事業キャッシュフローの変動、事業と景気動向・金利との関連性、有利子負債の規模、負債の償還規模、金融資産の規模等であり、「金融情勢」とは、金利動向の他、今後の金融政策の転換、イールドカーブの形状、金融市場のボラティリティ増減等の変化が挙げられる。

図表 48 金利リスクのヘッジ手段

取引種類	取引の概要	金利関連の商品例
先物取引	特定の金融商品を将来の一定期日に特定の価格で受け渡す取引	金利先物: 将来の一定期日に契約時点で取り決めた条件で特定の商品(金利)を売買する契約
スワップ取引	将来の一定期間にわたってキャッシュフローの交換を約束する取引	金利スワップ: 同一通貨間の異なる種類の金利の将来キャッシュフローを交換する取引
オプション取引	特定の期日・期間に特定の価格で金融商品を購入(売却)する「権利」を売買する取引	金利オプション: ある金利商品を将来の一定期日に特定の価格で買う/売る権利。

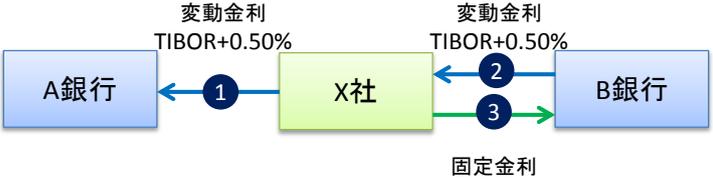
資料:「企業 ALM の理論と実務」金融財政事情研究会「事業リスク評価・管理人材育成システム開発事業『事業リスクマネジメント』テキスト」経済産業省(平成 16 年 3 月)等の記載内容をもとに、NTT データ経営研究所作成

以下、金利リスクヘッジ手段として活用される主要なヘッジ手段について説明する。

⑤ 円金利スワップ

円金利スワップは、円の固定金利と変動金利を交換する取引である。

図表 49 円金利スワップの種類

スワップの種類	説明
1 変動金利スワップ	固定金利受取りと変動金利支払いを交換する金利スワップで、ヘッジ対象負債の公正価格のヘッジに使用される。
2 固定金利スワップ	固定金利支払いと変動金利受取りを交換する金利スワップでヘッジ対象負債のキャッシュフローのヘッジに使われる。  <ul style="list-style-type: none"> ● X社は、A銀行から変動金利借入をしており、変動金利を支払っている（上図①） ● X社は、この変動金利支払を固定金利化するため、金利スワップ（変動金利を受取り（上図②）、固定金利を支払う金利の交換（上図③））を組む。 ● X社の実際の支払いは、変動金利部分が、B銀行からの受取とA銀行への支払いで差し引きゼロとなるため、固定金利支払い負担（上図③）のみとなる。

資料:「企業 ALM の理論と実務」金融財政事情研究会「事業リスク評価・管理人材育成システム開発事業『事業リスクマネジメント』テキスト」経済産業省(平成 16 年 3 月)等の記載内容をもとに、NTT データ経営研究所作成

⑥ オプション

オプションとは、ある商品（原資産）をあらかじめ定められた権利行使価格（ストライクプライスともいわれる）で購入（コール）または売却（プット）する権利を売買する取引であり、権利の対価としてオプションプレミアムが支払われる。

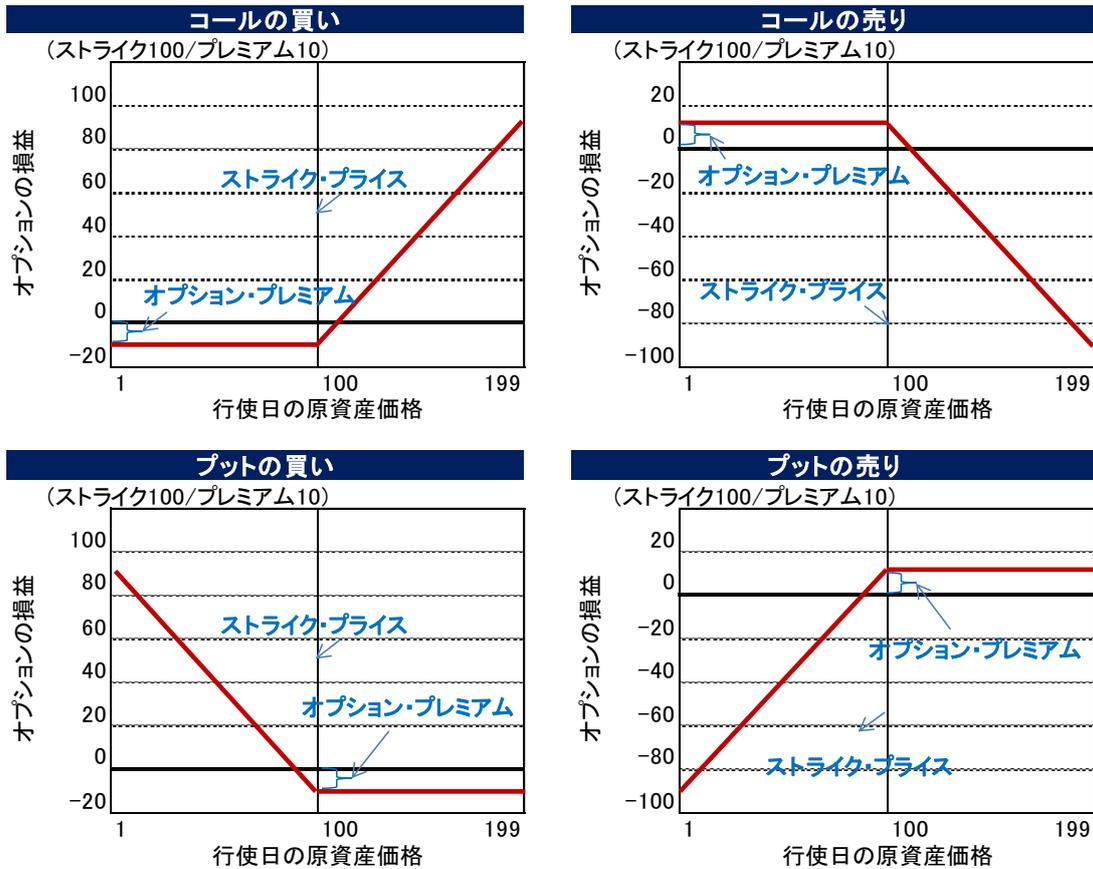
図表 50 コールオプションとプットオプションの買手と売手

オプションの種類	買手	売手
コールオプション	購入する権利	売却する義務
プットオプション	売却する権利	購入する義務

資料:「企業 ALM の理論と実務」金融財政事情研究会より NTT データ経営研究所作成

オプションの買手は、自分にとって有利なときに権利行使ができる。一方、売手は、オプションの買手によって権利行使されたときには、それに応じる義務がある。このような関係を損益グラフで示すと、図表 51 の通りとなる。

図表 51 コールオプションとプットオプションの損益グラフ



資料: 各種オプションの内容に基づき NTT データ経営研究所作成

なお、オプションは、その行使日や行使期間によって、以下の3つのタイプに区分される。

図表 52 行使日・行使期間によるオプションの区分

オプションのタイプ	内容
ヨーロピアンタイプ	権利行使日の1日だけしか、オプション行使ができない契約
アメリカンタイプ	権利行使期限日までの期間内であればいつでも1回のみオプション行使が可能な契約
バミューダタイプ	複数回の権利行使日の中から1回だけオプション行使が可能な契約(マルチ・ヨーロピアン・タイプとも呼ぶ)

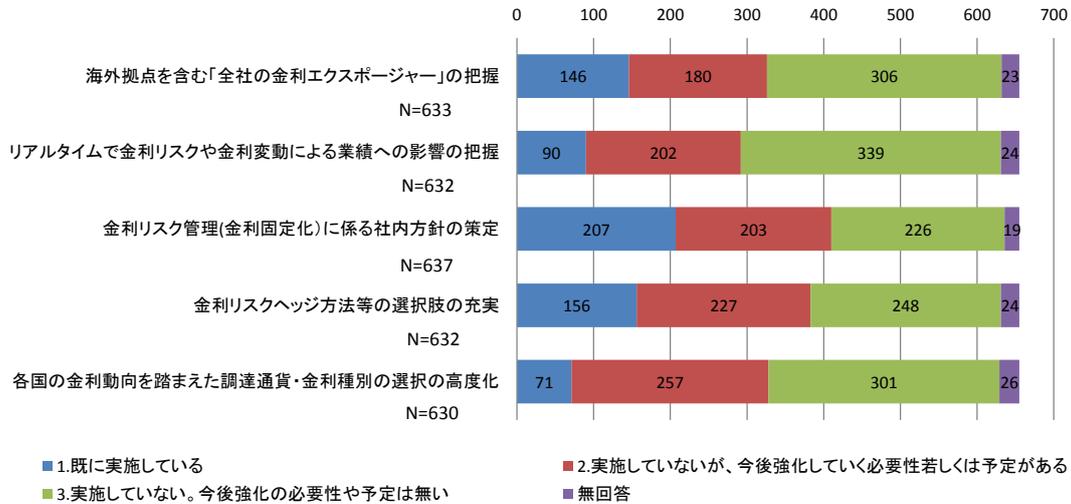
資料: 「事業リスク評価・管理人材育成システム開発事業『事業リスクマネジメント』テキスト」経済産業省(平成16年3月)より NTT データ経営研究所作成

(2) 金利リスクの管理実態

① 金利リスクの管理状況

平成27年度アンケート調査によると、低金利下ということもあり、金利リスクについては特に対応していない企業が多い。また、今後の対応の必要性も感じていない企業が多くなっている。

図表 53 金利リスクの管理状況



《企業ヒアリングによる結果》

企業ヒアリングにおいても、金利リスクへの対応状況は低位にとどまっていたものの、長期借入の金利リスクをヘッジする企業や、バランスをとった調達とする企業等、ルールに沿った対応をとっている企業もあった。

なお、ヒアリングした企業においては、特に金利リスクに対応していない場合でも、リスクの発生見込等も踏まえた上で「対応をしていない」との判断をしていることが分かった。

図表 54 金利リスクへの対応状況

No	対応状況	回答内容
1	リスクが低く特段の対応をしていない	<ul style="list-style-type: none"> 近年、世界各国通貨の金利が低い傾向にあったため、金利リスクをヘッジする理由があまり無かった (VaRに基づき算出した結果、特段の対応をしないと決定したもの)。今後は変わってくる可能性がある 現在は低金利であるため、金利リスクは低いと認識している。また、長期金利リスクが発生するような借入も殆どしていない
2	長期借入の金利リスクのみヘッジ	<ul style="list-style-type: none"> 長期借入には金利スワップをかけ、金利上昇リスクを抑えている
3	変動・固定、直接・間接のバランスをとった調達	<ul style="list-style-type: none"> 国内については変動金利と固定金利、直接金融と間接金融等、バランスをとった調達にしている

また感応度分析を実施してリスクを把握している企業、金利動向を見極め他通貨での調達を検討している企業もあった。

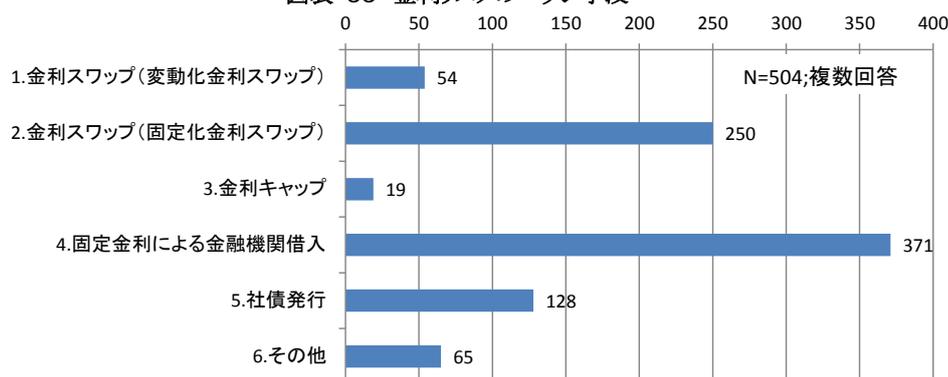
- 金利については、各国のグループ会社の資金調達を判断しており、常に、各社がどのような金利体系・水準で調達しているかを把握している。また、金利が1%変動するとどのような変化が及ぶかを把握している。

- 海外の現地通貨借入には金利が高いものが多く、当社の場合、投資から資金回収までに一定の期間が空くことから、別の通貨で調達することも検討しつつある。

② 金利リスクのヘッジ手段

平成27年度アンケート調査によると、金利リスクのヘッジ手段は、「固定金利借入」及び「固定化金利スワップ」が多くなっている。

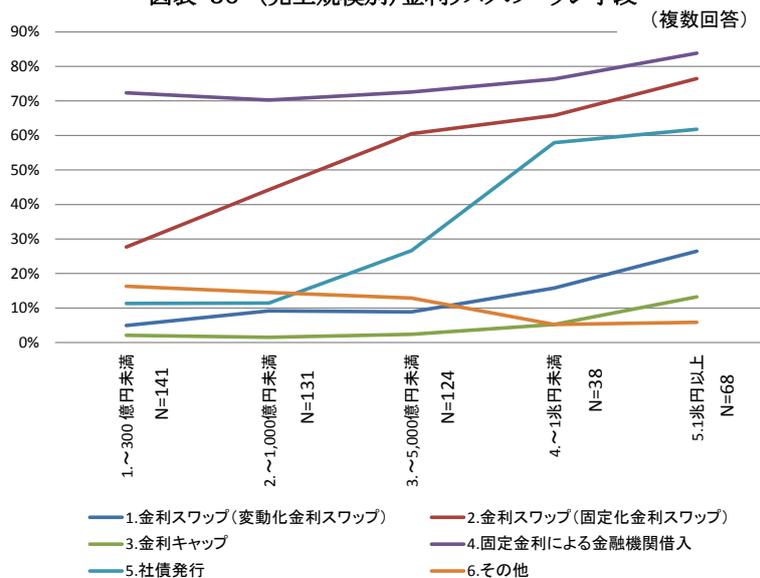
図表 55 金利リスクのヘッジ手段



③ 売上規模別金利リスクのヘッジ手段

売上規模別の金利リスクのヘッジ手段を見ると、固定化金利スワップや社債発行については、売上規模が大きくなるほど採用率が高まり、特に社債については、全体としては2割強程度の採用率に留まるものの、売上5,000億円以上の企業では約6割の採用率に達している。

図表 56 (売上規模別)金利リスクのヘッジ手段



第2項 為替リスク

為替リスク（為替変動リスク）とは、異なる通貨間の為替レートが変動することに伴い発生するリスク²⁸である。企業が直面する為替リスクとして、①キャッシュフローリスク、②通貨換算リスク、③純資産価値リスクが挙げられ、それぞれ異なる特徴を有している。

図表 57 為替リスクの種類

為替リスクの種類	内容
キャッシュフローリスク	収入通貨と支出通貨が異なる場合の、2通貨の交換レートによって、手許に残るネットキャッシュフローが変動するリスク。会計上、損益認識される
通貨換算リスク	海外現地法人の期間損益を親会社に連結する際の企業会計上の評価損益
純資産価値リスク	外貨建て純資産価値に関わる為替リスク。出資金及び出資金に対する純資産価値が為替相場の変動によって実質的に毀損する評価上の損益。為替換算調整勘定を通じて損益の繰延がなされ、配当・減資・持ち分譲渡等が行われた場合に、会計上、損益認識される

資料:「企業 ALM の理論と実務-金利・為替リスクのヘッジとデリバティブの活用」佐藤司より NTT データ経営研究所作成

為替リスク管理についても、金利リスク管理と同様、リスクの評価、リスクマネジメント目標の設定、リスクマネジメントプログラムの策定について紹介する。

まず、将来の為替シナリオを策定してリスクの定量分析を行い(リスクの評価)、予め設定した収益・コスト・リスク量等のリスク管理目標に応じて(リスクマネジメント目標の設定)、為替リスクヘッジ等の管理手段を選定していく(リスクマネジメントプログラムの策定)こととなる。

(1) 為替リスクの管理方法

① リスクの評価①…為替レートシナリオの策定

為替レートにおいても、金利と同様、フォワードレートと、エコノミストやシンクタンク等が発表する長期予測値を使用して「予想中心値」を設定して「リスクシナリオ」を策定する方法が想定される。

「リスクシナリオ」の設定方法としては、予想中心値に対して、以下の様な方法を用いることが挙げられる²⁹。

- パラレルシフト（予想中心値に対して一定幅増加する）
- 一定の掛け目を使用
- 過去の為替変動率（ヒストリカルボラティリティ）

²⁸「トレジャリー・マネジメント CFO と財務担当者のための「資金管理」の教科書」岸本・昆・大田・田尾

²⁹「企業 ALM の理論と実務-金利・為替リスクのヘッジとデリバティブの活用」佐藤司

※ヒストリカルボラティリティを使用してリスクシナリオを策定する場合にはモンテカルロシミュレーションを使用することが多い。具体的には、ヒストリカルボラティリティと変数間の相関係数をベースに乱数発生関数を使用して為替シナリオを無数に発生させ、その際、シナリオ全ての平均値を「予想中心値」となるようにする。最悪のリスクシナリオとして95%信頼区間で発生する最悪値を使用することが多い。

② リスクの評価②…リスクの定量分析

為替レートシナリオに基づき、企業の設定した基準値（予想中心値や社内レート等）からのギャップを分析する。定量化の手法は金利リスクと同様、図表45記載の、感応度分析、ストレステスト、VaRである。

③ リスクマネジメント目標の設定

最適なヘッジ比率、外貨建て負債比率を選定していくための基準として、①収益基準、②リスク削減基準、③投資収益基準の3つの考え方が挙げられる。

それぞれ、円建てベース収益の最大化、円建てベース収益に対するリスク量の削減、円建てベースの投資収益の最大化を目的として、設定した為替シナリオに基づく数値がリスク判断基準を満たす様、ヘッジ比率等を調整していくこととなる。

図表 58 ヘッジ比率選定基準

判断基準	管理目的	リスク判断基準説明
収益基準	円建てベースの収益最大化 ①会計上の収益最大化(円建て営業利益-支払利息-ヘッジコスト) ②キャッシュフローの最大化(円建EBITDA-支払利息-ヘッジコスト)	EaR(Earnings at Risk) ヘッジコスト控除後の収益が、最悪の場合でも予め設定した金額以上は、予想中心値から下落しないこと。
リスク削減基準	円建てベースの収益に対するリスク量(EaR)の削減	リスク量の削減目標の実施において、ヘッジコストが予算を超えないこと。あるいは、十分なヘッジ効率が確保されていること。
投資収益基準	円建てベースの投資収益(未実現為替差損益も含めた経済的な投資収益)の最大化	VaR(Value at Risk) ヘッジコスト控除後の投資収益が、最悪の場合でも予め設定した金額以上は、予想中心値から下落しないこと。

資料:「企業 ALM の理論と実務-金利・為替リスクのヘッジとデリバティブの活用」佐藤司より NTT データ経営研究所作成

④ リスクマネジメントプログラムの策定…為替リスクヘッジ手段の選定

為替リスクのヘッジでは、為替エクスポージャー自体を抑制する「ナチュラルヘッジ(マリー等)」と、発生したエクスポージャーに対するリスクヘッジの手段がある。後者については、金利リスク同様、先物、スワップ、オプションといったデリバティブを活用することが多い。

図表 59 為替リスクのヘッジ手段

取引種類	取引の概要	金利関連の商品例
ナチュラルヘッジ	あるリスクを有する資産と逆方向のリスクを保有することにより、リスクを相殺すること	ある為替の債権と債務の双方を保有し、相殺することで為替リスクを削減する「マリー」が代表的。 デリバティブ等の金融商品を使用することなく、コストも不要。
直物取引	スポット(直物)為替	取引成立日から2営業日後に受け渡すことを前提とした通貨間の交換を行うこと。
先物取引	為替フォワード(先物為替)	将来日付での為替取引における交換レートを確定する商品。 理論上は、スポット為替レートと期日までの2通貨の金利により計算できる。 例:ドル円為替フォワードレート=スポット為替レート×{(1+円金利×実日数/360)÷(1+ドル金利×実日数/360)}
	フラットフォワード(長期為替予約)	一定期間の為替の予約を単一レートで一括して締結する方法。フラットフォワードの約定レートは、個別のフォワードレートの加重平均に近似する。
スワップ取引	為替スワップ	直物の買いと先物の売りを組み合わせて同時に実行する為替取引。 高金利通貨は低金利通貨に対してディスカウントになる。
	通貨スワップ	異なる通貨間の金利及び元本を予め定められた条件に従って一定期間にわたり交換する取引。
オプション取引	通貨オプション	ある通貨をあらかじめ定められた為替レートで購入または売却する権利を売買する取引であり、権利の対価としてオプションプレミアムを支払う。

資料:「企業 ALM の理論と実務-金利・為替リスクのヘッジとデリバティブの活用」佐藤司、「貿易取引通貨の選択と為替戦略:日系企業のケーススタディ」(RIETI Discussion Paper Series 08-J-009)独立行政法人経済産業研究所より NTT データ経営研究所作成

a) 為替フォワード・為替スワップ・通貨スワップの差異

為替フォワード、為替スワップ、通貨スワップに関わる元本や金利の扱いの差異について、以下の通り整理することができる。

図表 60 為替フォワード・スワップ、通貨スワップの差異

	為替フォワード	為替スワップ	通貨スワップ
期初 《元本交換》	無し	スポットレートでA通貨買いとB通貨売り。	A通貨の受けとB通貨の払い。
期中 《金利交換》	無し (金利差をフォワードレートに反映)	無し	A通貨金利の払いとB通貨金利の受け。(LIBORが一般的)
期末 《元本交換と金利交換》	金利差(固定金利が一般的)をフォワードレートに反映。 例:ドル円為替フォワードレート=スポット為替レート×{(1+円金利×実日数/360)÷(1+ドル金利×実日数/360)}	先物レートでA通貨売りとB通貨買い。 金利差(固定金利が一般的)は先物レートに反映される。	A通貨の払いとB通貨の受け(期初と同一為替レート)。 A通貨金利の払いとB通貨金利の受け。

資料: 市川レポート(No.179)「為替スワップと通貨スワップ～米ドル調達コスト上昇の影響」三井住友アセットマネジメント(2015年11月25日)及び「企業ALMの理論と実務」金融財政事情研究会よりNTTデータ経営研究所作成

b) 留意事項: 為替フォワードレートと実際の為替相場

為替のフォワードレートは、将来の為替に対するコンセンサスによって決められるものではなく、表60、図表61に示した通り、あくまで当該通貨間の金利差に基づき決定される。そのため、フォワードレートを為替レートシナリオの「予想中心値」として使用する場合には、それが実際の為替相場変動とは異なる点を理解し、扱う必要がある。

図表 61 為替フォワードレートの算出

<p>【事例】 現在のドル円為替: 1USD=110円 USD(1年金利)=3% JPY(1年金利)=0.5%</p> <p>【フォワードレートの計算】 360日後のフォワードレートを求める場合 フォワードレート = スポット為替レート × {(1+円金利 × 実日数/360) ÷ (1+ドル金利 × 実日数/360)} = 110円 × {(1+0.5%) ÷ (1+3%)} = 107.3円</p> <p>※現在ドル交換してドルで保有し続けた場合と円のまま保有し続けた場合の差分を、現在のドル円のスポットレートに乗じることで算出</p>
--

資料: 市川レポート(No.178)「為替ヘッジの考え方」三井住友アセットマネジメント(2015年11月24日)説明内容を参考としてNTTデータ経営研究所作成

(2) 為替リスクの管理実態

① 為替リスクの把握組織

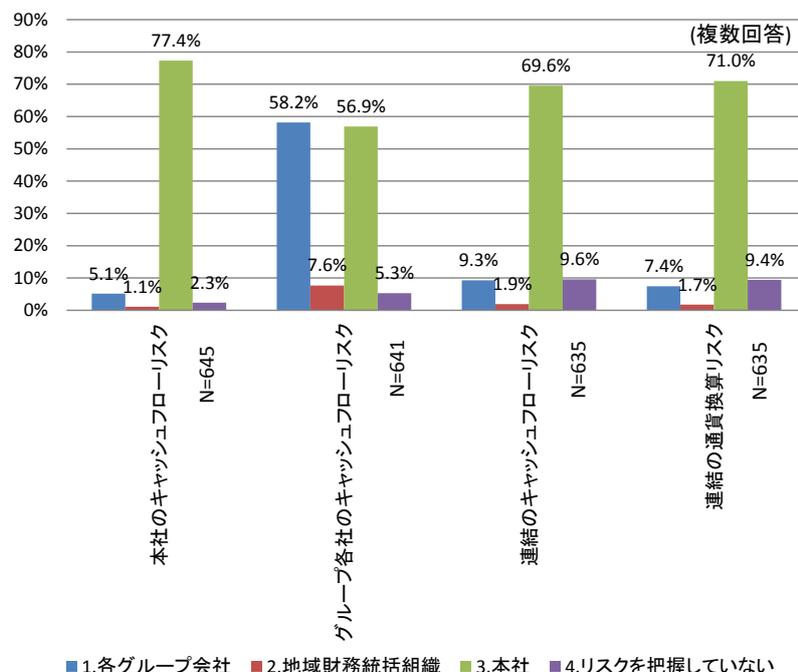
平成27年度アンケート調査によると、「グループ各社のキャッシュフローリスク」を除くと、為替リスクを本社で管理している企業が約7～8割となっている。

「グループ各社のキャッシュフローリスク」については、本社で管理してい

る企業とグループ各社で管理している企業が、ともに6割弱となっている他、財務統括組織で管理を行う企業も1割弱存在した。

なお、連結ベースのキャッシュフローリスクや通貨換算リスクについては把握していない企業も1割弱存在している。

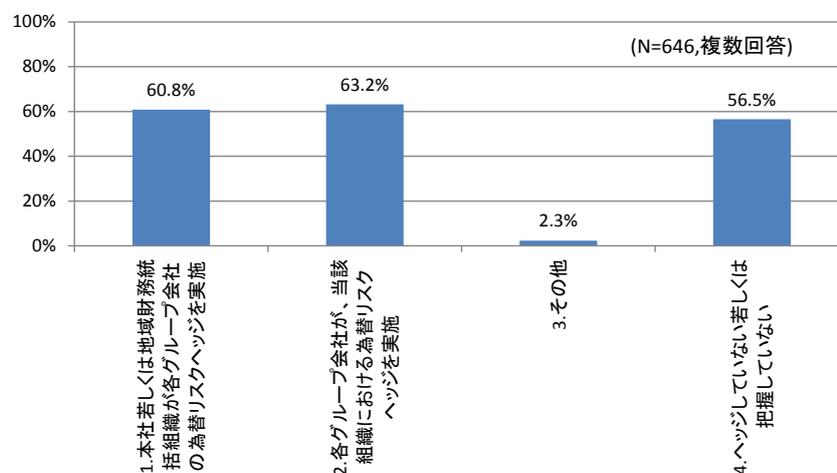
図表 62 為替リスクの把握組織



② グループ各社の為替リスクのヘッジ主体

為替リスクの管理主体と同様、「本社若しくは地域財務統括組織がリスクヘッジを実施」している企業と「各グループ会社がリスクヘッジを実施」している企業が、いずれも6割強で同程度という結果となった。また、「ヘッジしていない若しくは把握していない」という企業も6割弱存在した。

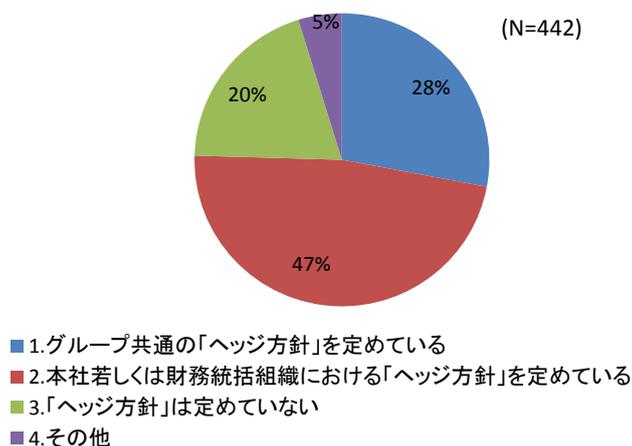
図表 63 グループ各社の為替リスクヘッジの実施状況



③ 為替リスクのヘッジ方針

為替のヘッジを実施している企業のうち、グループ共通、若しくは、本社・財務統括組織におけるヘッジ方針を定めている企業は合わせて75%、ヘッジ方針を定めていない企業は約2割に留まっている。

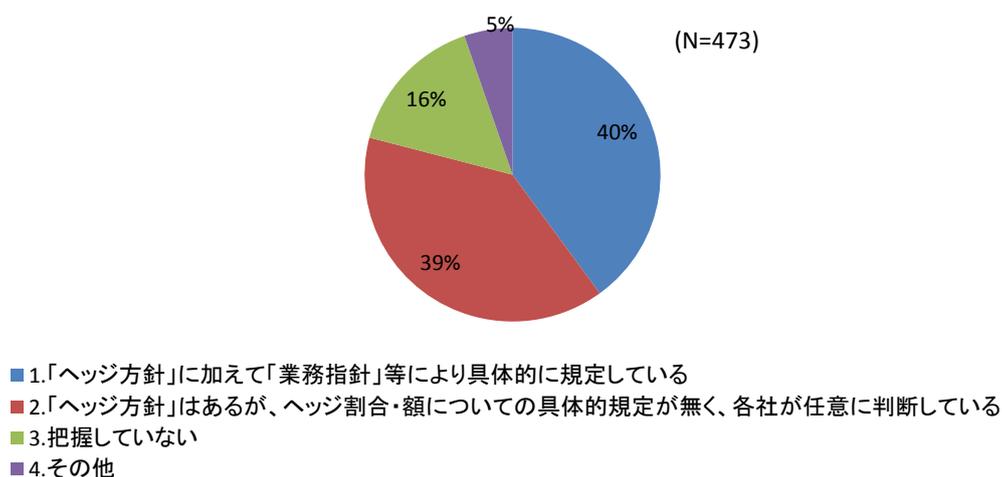
図表 64 ヘッジ方針の策定状況



④ 為替リスクのヘッジ割合・額に関わる規程状況

また、為替のヘッジを実施している企業のうち、「ヘッジ方針のみならず、ヘッジ割合や額について、業務指針等で具体的に規定している」企業、「ヘッジ方針はあるものの、具体的な割合や額については各社が任意に判断している」企業は、それぞれ4割弱となっている。

図表 65ヘッジ割合・額に関わる規程



《企業ヒアリングによる結果》

アンケート結果と同様、為替リスクヘッジを実施している企業では、グループの共通ポリシーを設けている企業、共通ポリシーにおいてヘッジ割合についても本社側で決定している企業が確認された。

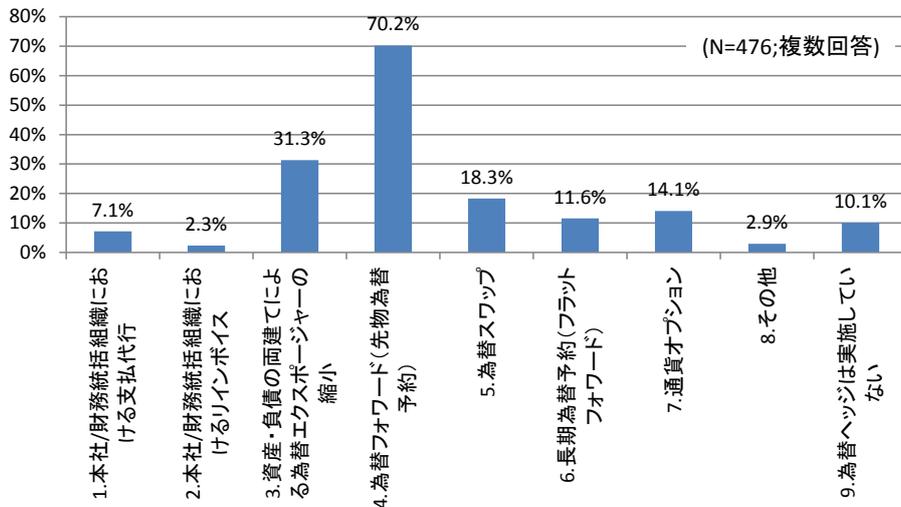
図表 66 為替リスクへの対応状況

No	対応状況	回答内容
1	【為替リスク管理方針】 グループ共通ポリシーを設定	<ul style="list-style-type: none"> 為替についてはグループで共通ポリシーを掲げて管理している。 本社は、本社の為替リスクのみを見ており、グループ会社の為替リスクについては各社が独自に判断している。ただし、子会社のヘッジ等の基本方針は本社と同様としている。 為替リスクのヘッジ割合は本社側で決めて、現地で実施している。

⑤ 為替リスクのヘッジ手段

為替リスクの具体的なヘッジ手段は、「為替フォワード」が圧倒的に多く7割強、続いて「為替エクスポージャーの縮小（ナチュラルヘッジ）」が3割強となっている。但し、「第4章第1節第2項(1)④b)留意事項：為替フォワードレートと実際の為替相場」に記載の通り、為替フォワードは実際の為替相場というよりも金利差に基づき決定される点³⁰は理解の上、取り扱う必要がある。

図表 67 為替ヘッジ方法



《企業ヒアリングによる結果》

為替リスクヘッジのタイミングについては、把握、もしくは想定された為替リスクのエクスポージャーに対してある程度機械的に実施している企業が多かった。

³⁰ 但し、為替相場も、通貨間の金利差に影響されるため、全く関係が無い訳ではない。

図表 68 為替リスクのヘッジタイミング

No	ヘッジタイミング	回答内容
1	先6カ月程度の予測値から予め決められたヘッジ比率に基づきヘッジ	<ul style="list-style-type: none"> 先6カ月程度の輸出入を計算し、当該数値に基づき為替リスクヘッジを行っている。為替リスクヘッジは、6カ月以内のキャッシュフロー、3カ月以内のキャッシュフローに対して、予め決められた比率に基づき実施している。
2	平均レートでヘッジできる様、毎日一定額をヘッジ	<ul style="list-style-type: none"> 為替リスクは年間を通じて概ね平均的に発生している。そのため、毎日一定額ずつをヘッジし、それを積み上げることで月中平均レートでのヘッジとしている。
3	為替リスクが把握できた段階で原則全てヘッジ	<ul style="list-style-type: none"> 為替はオープンポジションにせず、為替リスクが把握できた段階でヘッジを実施している。ただし、為替予約は複数案件をまとめて実施しているため、若干のポジションを保有している通貨もある。

その他、今後の検討課題として、純資産リスクに関わる課題認識が確認された。

- 従来は「現地決済通貨に対するリスク」のみを見ていたが、日本本社から見ると「決算通貨に対するリスク」が重要であるため、対応を検討している

第3項 流動性リスク

流動性リスクとは、支払義務に対して、それに充てるべき現預金、流動性資産が不足し、支払が困難となるリスクをいう。³¹

(1) 流動性リスクの管理方法

流動性リスクについても、他の財務リスク同様、「リスクの評価・リスクマネジメント目標の設定」「リスクマネジメントプログラムの策定」の順に説明する。

① リスクの評価/リスクマネジメント目標の設定

流動性リスクに関わる、リスクの評価・リスクマネジメント目標の設定方法として、a) 所要運転資金の算出、b) 格付機関による流動性必要額の算出、c) その他の流動性管理方法 が挙げられる。

a) 所要運転資金の算出

一般に流動性リスクを検討する場合、流動性必要額算出のため、まず「所要運転資金」を計算することが多い。所要運転資金とは、「売上債権＋在庫－仕入債務」により求められるものであり、売上債権と在庫の額に対する仕入債務の額のギャップを表すものである。

³¹ 「トレジャリー・マネジメント CFOと財務担当者のための「資金管理」の教科書」岸本・昆・大田・田尾

また、運転資本の管理には、「キャッシュコンバージョンサイクル(CCC)」という指標が用いられることが多い。これは、収入・支出の回転期間の差により現金の回転速度を表す指標であり、CCCを平均月商に乗じることで、所要運転資金が算出される。³²

- $CCC = \text{売上債権回転期間} + \text{在庫回転期間} - \text{買入債務回転期間}$
- $\text{所要運転資金} = \text{平均月商} \times CCC$

以上に基づき算出された所要運転資金に対して、一定倍率を乗じて流動性確保を図る方法がある。

b) 格付機関における流動性必要額の算出

格付機関が企業の流動性保有状況を評価する際に使用している流動性必要額と流動性の源泉³³の評価方法を紹介する。格付機関では、以下の通り、「所要運転資金」の他、有利子負債の返済・新規調達や投資の実行・回収等、営業外のキャッシュフローまで含めた流動性を確認している。

実際の流動性水準は、企業活動全体に充てられるものであるため、こうした考え方も併せて取り込むことが望ましい。

【流動性必要額】

- FFO (Funds From Operation: 営業キャッシュフロー) の予想額 (マイナスの場合)
- 設備投資予想額: 保守費用の推定や、可能性の高い拡張プロジェクトの費用を含む
- 運転資本の予想流出額 (マイナスの場合)
- 全ての債務の償還額で、会社が自社のために負うもの、または支援のために予想されるもの (発行済CPの償還額を含む)
- 退職者給付に関する現金ベースでの積み立て必要額
- 最大ノッチ (段階) の格下げによって債務の弁済期日繰り上げを引き起こすクレジット・プット、または発生する新規担保差入義務
- 契約締結済の買収費用、ストレスシナリオ下での予想株主配当 (自社株買いを含む)

【流動性の源泉】

- 現金と流動性の高い投資
- FFO (Funds From Operation: 営業キャッシュフロー) の予想額 (プラスの場合)

³² 西山茂編「キャッシュマネジメント入門」117頁(中西哲執筆)

³³ スタンダード&プアーズ「手法と想定:世界の事業会社の流動性の評価区分」(2015年1月)

- 運転資本の予想流入額（プラスの場合）
- 資産の売却代金（確実に予測できるもの）
- 設定済与信枠の未使用・利用可能分で、期限まで1年超のもの
- 予想される継続的な支援（親会社や関連会社からの支援）

流動性リスク管理のレベルと定義は図表 69 の通り、 $[(\text{流動性の源泉A}) \div (\text{流動性必要額B})]$ 、及び $[(\text{流動性の源泉A}) - (\text{流動性必要額B})]$ で算出されたそれぞれの値によって、流動性リスク管理のレベルを5段階に分類している。リスクマネジメント目標の参考として活用することもできる。

図表 69 流動性管理レベル³⁴

流動性管理レベル	左記レベルの定義
Exceptional 極めて高水準	2年間の[源泉A]/[必要額B]は2倍以上。EBITDA予想が50%減少してもA-Bはプラス。 債務に殆どコベナンツは設定されておらず、設定されている場合は、EBITDA予想が50%減少しても抵触しない余裕があると同時に債務はコベナンツ限度を30%下回る。 発生する可能性は低い但实际上に発生した場合の影響が大きい事象を借り換えせず、吸収できる。
Strong 高水準	1年間の[源泉A]/[必要額B]は1.5倍以上。その後1年も1倍超の水準に留まる。EBITDA予想が30%減少してもA-Bはプラス。 コベナンツにはEBITDA予想が30%減少しても抵触しない十分な余裕があり、債務はコベナンツの限度を少なくとも25%下回る。 発生する可能性は低い但实际上に発生した場合の影響が大きい事象を借り換えせず、吸収できる。
Adequate 十分	1年間の[源泉A]/[必要額B]は1.2倍以上。EBITDA予想が15%減少してもA-Bはプラス。 コベナンツにはEBITDA予想が15%減少しても抵触しない十分な余裕があり、債務はコベナンツの限度を少なくとも15%下回る。 発生する可能性は低い但实际上に発生した場合の影響が大きい事象を限定的な借り換えにより吸収できる。
Less than adequate やや低水準	1年間の[源泉A]/[必要額B]は1.2倍未満。A-Bはゼロまたはマイナス。 コベナンツの余裕が小さくEBITDA予想が10%減少すると抵触する。 設備投資の減額、資産売却、株主分配減少を考慮しても発生する可能性の低いネガティブな事象を吸収できない可能性が高い。
Weak 低水準	1年間の[源泉A]/[必要額B]は1倍を大幅に下回り、A-Bは大幅なマイナスとなる。 重要なコベナンツへの抵触を回避するための信頼性の非常に高い計画がない限りコベナンツ抵触の可能性が高い。

c) その他の流動性管理方法

その他の管理方法として、キャッシュフロー計画書（フリーキャッシュフロー

³⁴ スタンダード&プアーズ「手法と想定：世界の事業会社の流動性の評価区分」（2015年1月）

一の算出) や、資金繰り表等を活用して、当該期間におけるキャッシュアウトの額や、手許資金・資金余裕度等を確認する方法がある。

② リスクマネジメントプログラムの策定

流動性確保のための具体策として、CCCの改善と資金調達が挙げられる。

a) CCCの改善

CCCを短縮すれば、所要運転資本が減少するため、流動性必要額が減少し、流動性リスクは低減する。

CCCの短縮のためには、回収の早期化、支払条件の延長、在庫の圧縮といった方法がある。ただし、このうち、回収の早期化や支払条件の延長を図る場合には、当該変更期間分に関わる信用コスト分が対価に反映され、回収代金の割引や支払代金の割増等につながる可能性もある。そのため、流動性所要額減少により達成される当該金額に関わる調達コストの低減と、それに伴う回収額の減少・支払額の増加を比較検討の上、対応を決定する必要がある。

また、以上の様な直接的な費用対効果の他、取引先との関係や総資産の圧縮等についても考慮が必要と考えられる。

b) 資金調達

流動性資金の外部からの調達手段として、直接調達と間接調達がある。

図表 70 流動性資金の外部調達手段

調達市場	手段	説明
直接金融 (市場)	CP発行	<ul style="list-style-type: none"> CPや社債は投資家からの直接調達。所要運転資金を長期固定的に調達できるメリットがあるものの、将来の償還期日のロールオーバーについては不確実性が高くなる。 CP発行の「枠」を設定するケースがあるが実際の調達は市場環境にも左右される。 格付機関が付与する「発行体格付」において、BBB以上の格付であれば「投資適格債」となるものの、それ未満だと投資不適格となり、投資家の裾野は著しく限定されることになる。
間接金融 (金融機関)	コミットメントライン	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関との契約で一定金額までについては、随時必要な時に借入可能な契約。現金を必要以上に増加させずに必要な流動性に対応することができる。 但し、財務制限条項等の条件も付されるため、抵触しない様留意する必要がある。
	当座貸越枠 他	<ul style="list-style-type: none"> コミットメントラインと同様に、予め設定した金額までは随時借入可能となる契約。個別借入に関わる条件については、金融機関との契約内容による。
直接金融 (流動化)	債権流動化枠	<ul style="list-style-type: none"> 企業信用に基づき資金を調達する手法の他、自社の有する債権を証券化して販売することで資金調達する方法もある。この方法による場合、オフバランス化のメリットがあるものの、手間も要する。
資金効率化	キャッシュ ーリング・ネッ ティング	<ul style="list-style-type: none"> 企業グループの資金を集約し、資金不足のグループ企業・事業所に対して、資金余剰の企業・事業所が資金を融通する仕組み。グループ内部資金を活用することで、外部からの資金調達を削減することができ、且つ総資産の縮小にもつながる。

資料:「グローバル財務戦略の高度化に向けて」グローバル財務戦略研究会(平成17年8月)を参考としてNTTデータ経営研究所作成

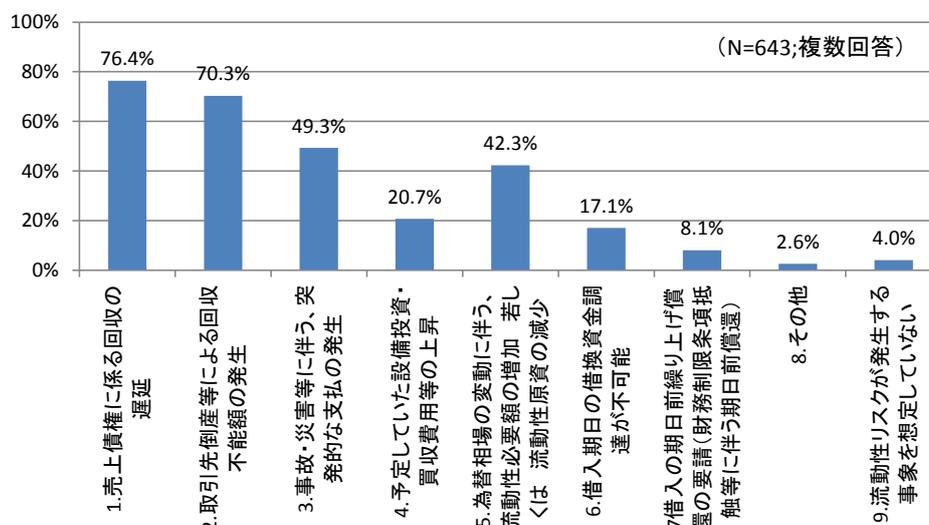
(2) 流動性リスク管理の実態

① 流動性リスクが発生する事象に関わる認識

平成27年度アンケート調査によると、流動性リスクが発生する事象については、回収遅延等の取引先の「信用リスク」に関わる事項についての認識は、8割弱程度と高くなっている。

「事故・災害」や「為替相場変動」等については5割弱程度に留まり、特に借換不能等、資金調達が困難になる場合についてのリスク認識は2割弱と低くなっている。

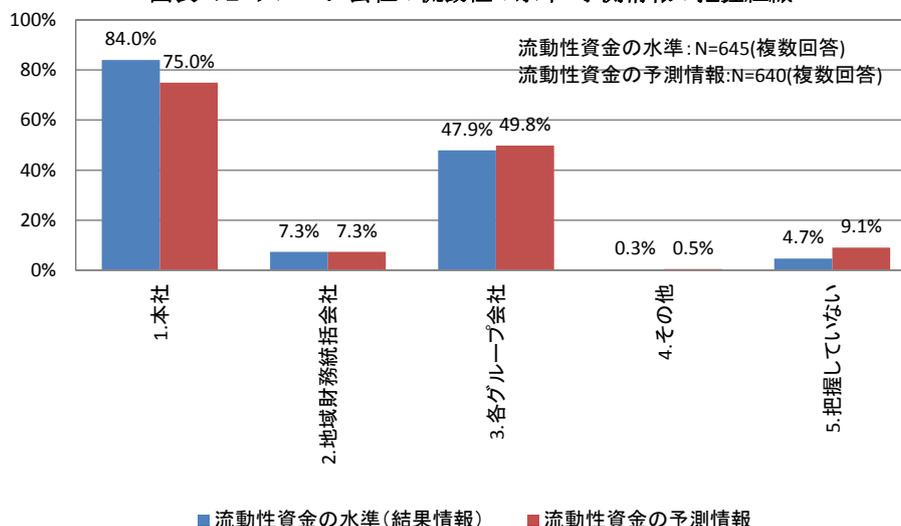
図表 71 流動性リスクが発生する事象に関わる認識



② グループ会社の流動性の水準・予測情報の把握状況

グループ会社の流動性の水準・予測情報等について把握している組織は、「本社」が8割前後と最も多く、各グループ会社とする企業も5割程度となっている。

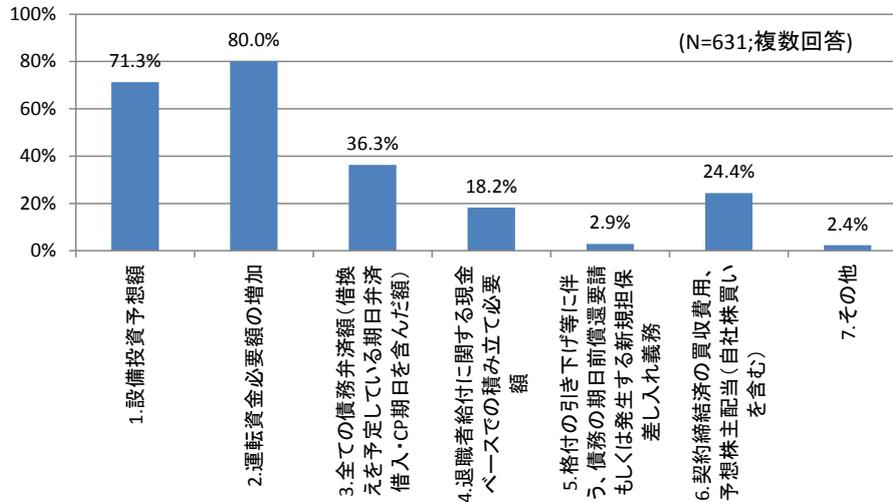
図表 72 グループ会社の流動性の水準・予測情報の把握組織



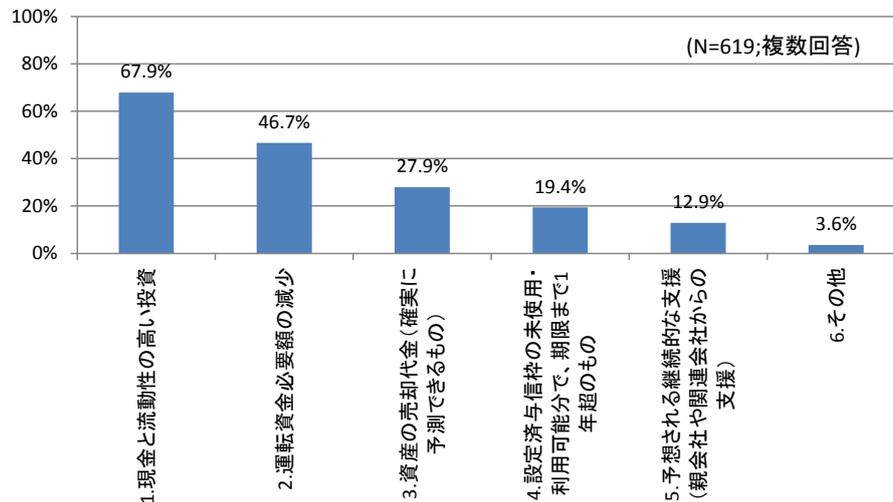
③ 流動性必要額/流動性原資として認識している項目

また、「第4章第1節第3項(1)①b)格付機関における流動性必要額の算出」に記載した、格付機関が流動性を評価する際の流動性必要額・流動性原資のそれぞれの項目について、各企業における流動性にどの程度考慮されているかを確認した。その結果、運転資金と設備投資額についての認識は高かったものの、借換に伴うリスクや退職給付費用、あるいは資産売却代金・与信枠等についての認識は低水準に留まっていた。

図表 73 流動性必要額として認識している項目



図表 74 流動性の源泉として認識している項目



④ 企業の流動性の日米英水準比較

日本企業の高水準に積み上がった手許流動性については、海外企業に比べ高水準であるという指摘と、それほど突出していないとのデータも存在する³⁵。

そこで、本調査では、実際の有価証券報告書公表数値に基づいて、日本・米国・英国の上場企業の現金保有率の水準を比較した³⁶。

a) 総資産現預金比率(平均値)比較

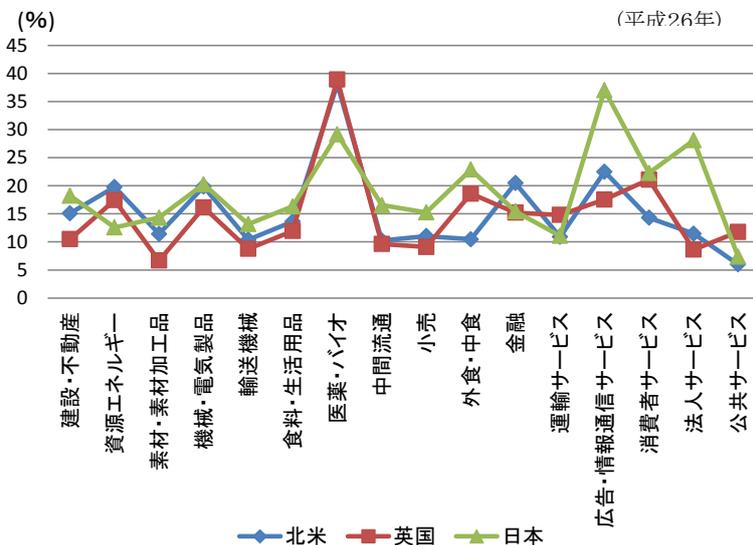
平均値で見た総資産現預金比率は、日本企業が全般にやや高めとなっている

³⁵ 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書 P45,46

³⁶ SPEEDA 社のサービスを使用して、日本・北米・英国の上場企業の財務数値を業種別に取得し、それぞれ、現預金対月商倍率(現預金÷月商)、総資産現預金比率(現預金÷総資産)を計算し、業種別に平均値・中央値を計算した。対象企業は、SPEEDA 社が、情報収集している日本・北米・英国の上場企業で、現預金高・売上高・総資産高を同社サービスで提供している企業である。

ものの、広告や法人サービス等一部の業種を除けばそれほど突出した状況には無い。

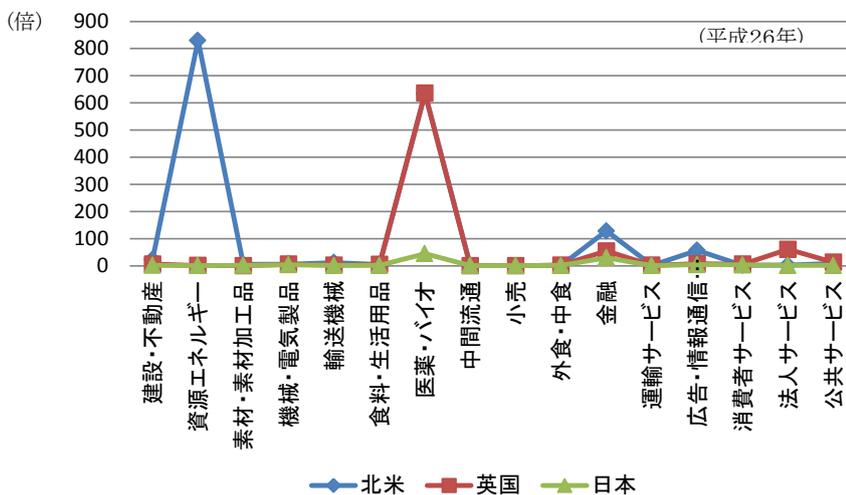
図表 75 日・米・英 総資産現預金比率(平均値)



b) 現預金対月商倍率(平均値)比較

現預金対月商倍率では、資源エネルギーや医薬・バイオの業態で、それぞれ北米・英国が突出している状況にある。但し、「平均値」であるため、一部の極端な企業の数値が影響している可能性もある。

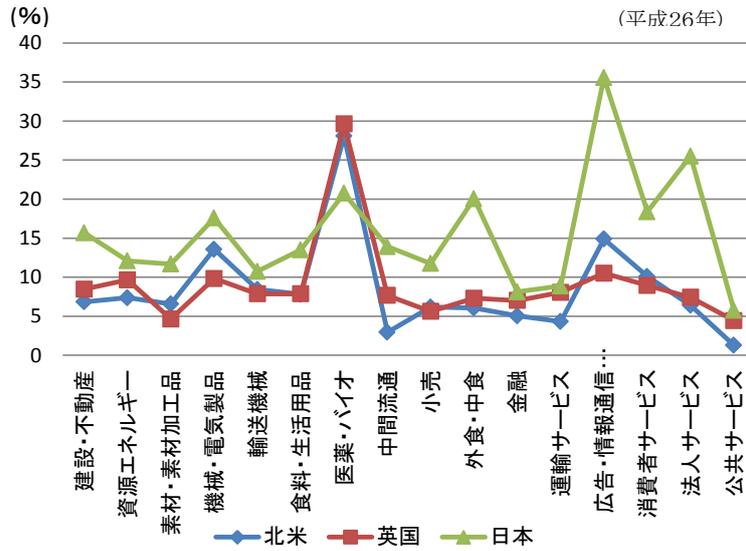
図表 76 日・米・英 現預金対月商倍率(平均値)



c) 総資産現預金比率(中央値)比較

一部の極端な指標を避けるため、中央値で見た場合の指標についても紹介する。総資産現預金比率の中央値では、「医薬・バイオ」を除き、日本企業が英米企業を大幅に上回る現預金比率となっている

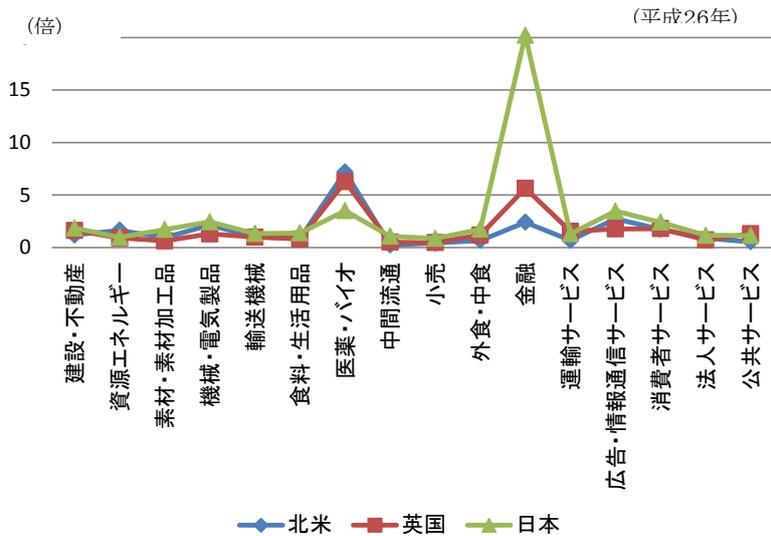
図表 77 日・米・英 総資産現預金比率(中央値)



d) 現預金対月商倍率(中央値)比較

現預金対月商倍率の中央値では、日本の金融業の中央値が突出している。

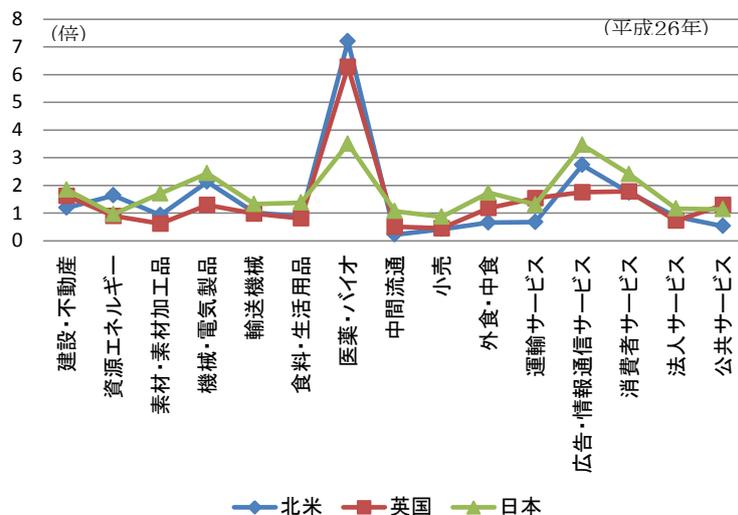
図表 78 日・米・英 現預金対月商倍率(中央値)



e) 現預金対月商倍率(中央値)比較(金融除く)

図表 79 は、金融業を除いた現預金対月商倍率中央値の比較結果である。日本企業の比率が英米企業よりも高くなっている業種は多いものの、その水準の差は大きくない。

図表 79 日・米・英 現預金対月商倍率(金融除く:中央値)



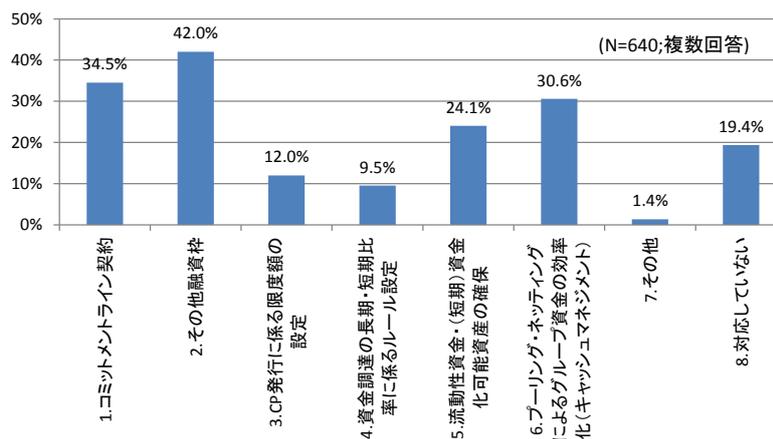
以上の通り、我が国企業の現預金保有高は、中央値で比較をすると³⁷、総資産現預金比率という観点では、英米企業と比較して顕著な高さが確認できたものの、現預金対月商倍率という観点では、それほど大きな差は無い状況にあることが判明した。

⑤ 流動性リスクに関わる対応方法

流動性リスクに関わる企業の対応方法としては、コミットメントラインや融資枠で対応している企業が、それぞれ3割強、4割強となっている。

一方で、特段の対応をしていない企業も2割弱存在する。

図表 80 流動性リスクに関わる対応方法



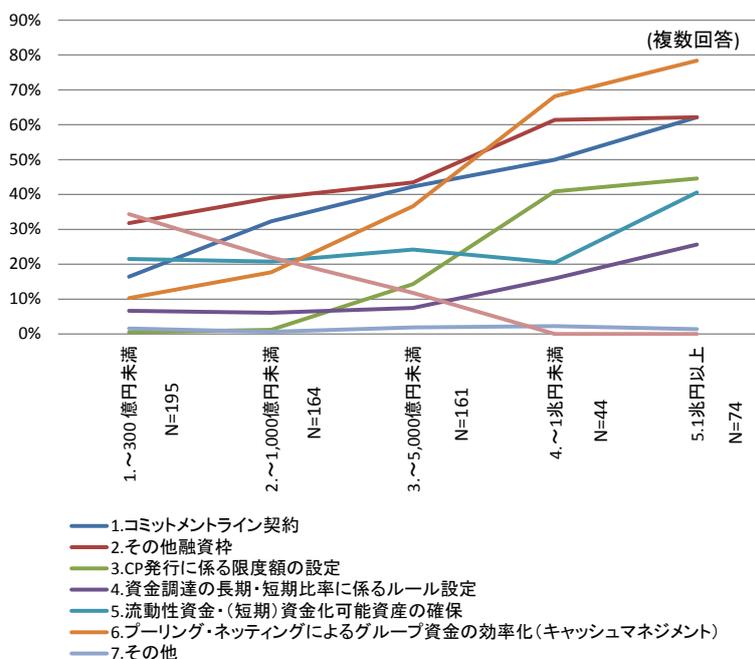
⑥ 売上規模別流動性リスクに関わる対応方法

いずれの対応方法も、売上規模に比例して採用率が高まる傾向が見受けられ

³⁷ 平均値は、一部、突出した指標を有する企業が混在している場合に、当該企業の影響が極度に反映されてしまい、全体の傾向とは異なるリスクがある。特に今回の現預金対月商倍率では、北米の資源エネルギーで800倍超、英国の医薬・バイオで600倍超という極端な数値が算出されたため、一般的な傾向を見る為に中央値に基づき評価を行った。

た。特に、「プーリング・ネットティングによるグループ資金の効率化」や「CP発行に関わる限度額の設定」ではその傾向が顕著となっており、全体の採用率では、それぞれ、約3割、1割強に留まるものの、売上1兆円以上になると、それぞれ8割弱、4割強もの企業が採用している。

図表 81 (売上規模別)流動性リスクに関わる対応方法



⑦ その他

企業ヒアリングでは、流動性水準について、

図表 82の通り、効率性を追求するよりも、ある程度潤沢に保有して、将来の投資に備えるという企業と、リスク発生時に対応できる水準の資金を現預金として確保する企業が確認できた。業種によっては、資金効率を上げることが必ずしも投資家からの評価に結びつかないことが示された。

図表 82 流動性水準

No	流動性水準の考え方	回答内容
1	効率性追求よりもある程度潤沢に現預金を確保	<ul style="list-style-type: none"> 従来は、不必要な資金調達はせず、ギリギリの現預金で資金繰りを回す方針だったが、近年は、成長のための資金として、ある程度潤沢に資金を保有する という方針に代わってきている。 キャッシュ保有高は当社の業界においては将来投資余力を示すものとして、プラスに評価される。そのため、必要量を確保することが(程度の問題はあるが)重要である。
2	半年間生産中断のリスクを考慮して現預金を確保	<ul style="list-style-type: none"> 流動性の水準は、半年間生産が中断し、収入が無かったとしても給与支払い等を継続できる金額を、手許現預金の基準額としている。また、これとは別にコミットメントラインも契約している。

また、流動性リスクのシナリオについて、各部署にリスク時の見積もりも含めた資金予測を立てさせ、その内容を本社側に報告させ確認をとる体制としているものもあった。

図表 83流動性管理の実態

No	流動性管理の役割分担	回答内容
1	適正な流動性水準は各社が想定し、本社はその設定根拠の報告を受け、管理している	<ul style="list-style-type: none"> • シナリオベースで「平常時」「異常時」の資金予測を立てている。 <ul style="list-style-type: none"> - 平常時の予測については、キャッシュイン/アウト、及び10年に1度程度発生するリスクも考慮して資金予測を立てている。 - 異常時への対応としてはストレスにさらされた場合のストレスシナリオ(金利・株価・為替変動を含む)を考慮し、シナリオを検討している。 • 各部署に「懸念時」「危機時」といった「アラートライン」を設定させている。 <ul style="list-style-type: none"> - キャッシュポジションについては、現在保有している資金総額を把握すると同時に、向こう1年間で出ていくと想定される資金量を予測する。 • <u>各数値の設定基準は各社に任せているものの、その根拠については本社側に報告させている。</u>

第4項 グローバル企業の財務リスク

第3項で示した財務リスクの説明は、日本本社(基準となる一カ国)を中心とした財務リスクを前提としている。日本を基準としてリスクを考慮する場合、基準とする為替や会計通貨等も「円」ベースとなり、資金調達も円金利での検討になるため、第3項に示したリスク管理方法を単純に適用していくことも難しくはない。

しかしながら、よりグローバル化が進展した企業においては、必ずしも「日本」や「日本円」を基準とした管理が最適とは言えない。そこで、本項では、グローバル化した企業における財務リスクの捉え方・留意点について、整理する。

(1) グローバル経営における財務リスク

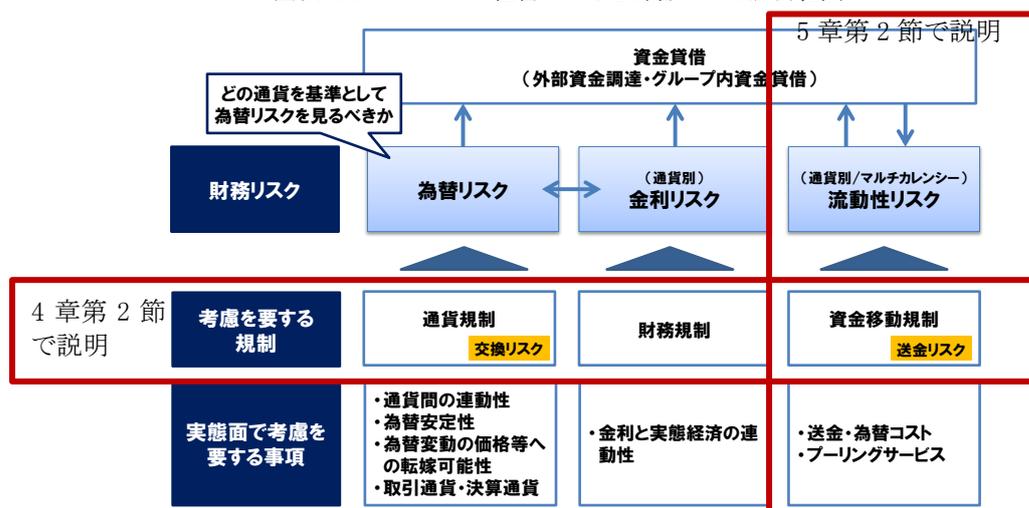
グローバル経営を図る企業において、管理すべき財務リスクは、より多面的となる。金利リスクや流動性リスクは通貨毎の管理が必要となり、為替リスクについては、必ずしも日本円を基準とする必要はなく、取引通貨や決算通貨その他各種要素を考慮の上、どの通貨を基準として為替リスクを見るべきか、検討が必要となる。

また、財務リスクに関連する規制は国毎に異なる。例えば為替リスクであれば、必ずしも他通貨との交換が自由な通貨ばかりではないし、流動性リスクでは、自由に他国へ資金を移動できる国ばかりではない。

また、各要素間、あるいは、実態経済との関係性も留意が必要である。それらの関係を見極め誤ると、かえってリスクを増大させてしまいかねない。

以上の様に、財務リスクそのものの複雑性に加えて、コスト面やガバナンス体制等も考慮した上で、グローバルでの資金調達をどのように実施すべきか、外部調達か内部調達かを含め検討を行い、その実現手段として、グローバルでの流動性及び関連財務リスクを管理していくための具体的な仕組み（トレジャリーマネジメントシステム等）の導入検討を行っていくこととなる。

図表 84 グローバル経営における為替リスクと説明範囲



資料:各種ヒアリング内容等に基づき NTT データ経営研究所作成

図表 84 は、グローバルな資金管理を検討する上で考慮すべき財務リスク、規制、実態面を整理したものである。このうち、「考慮を要する規制」については、第4章第2節にて解説、「流動性リスク」の管理方法については、第5章第2節にて解説し、コスト面等の経済性も含めたグローバル体制については第6章で整理するものとする。

従って、本項では、「為替リスク」の管理方法を中心として、それに関連する資金調達に関わる問題等について説明する。

(2) グローバル経営における為替リスクの管理

グローバル経営における為替リスクの管理方法については、ヒアリングを行った『A社』における管理例を参考に説明する。

① 通貨の種類別の整理

グローバル経営において取り扱う通貨は、取引通貨と会計通貨に分けられ、また、取引通貨は、表面通貨と実質通貨に分けて考えることができる。

為替リスクについて検討をする場合には、これらのどの通貨を念頭においているかを明確にした上で行うことが有益である。

図表 85 通貨の種類



資料:A 社提供資料より NTT データ経営研究所作成

a) 取引通貨

取引通貨とは、営業活動に使用する通貨で売掛金・買掛金等の通貨である。このうち、「表面通貨」は、実際に決済がなされる通貨である。これに対して「実質通貨」とは、ある通貨(X)における売買価格について、他の通貨(Y) (例:米ドル) に基づいた価格決定がなされたうえで、通貨(X)に換算されて売買価格が決定されている場合、この価格決定の基となる「他の通貨(Y)」を「実質通貨」と呼ぶ(X国内価格のY国通貨へのリンク性)。つまり、為替変動について売買価格に転嫁されるような取引の場合、表面通貨にかかわらず、実質的な経済効果としては売買価格がリンクしているY通貨建てとなる。

この「実質通貨」についても、販売価格への転嫁のタイミングによって更に以下の2つの種類に分けて考えられる。

(ア)顧客との間では実質通貨ベースで価格が決定され、決済においてのみ決済通貨を使うケース

(イ)顧客との間では表面通貨ベースで価格が決定されるが、一定のタイムラグを伴って、実質通貨ベースにリンクするケース

上述のうち、(ア)については、価格への転嫁までのタイムラグが無い場合、損益上は実質通貨で捉えることが可能であるものの、(イ)の場合については、タイムラグが生じ、また、リンク度合いが低いケースも多い場合、為替リスク管理がより難しくなる。

b) 会計通貨

会計上の基準通貨である。通常、会計通貨は、自国通貨が採用される場合が多いものの、一部の国では他国通貨での決算を認めている国もある。

② 為替リスクの種類と管理対象の検討

為替リスク管理の対象について、A社では、以下の3つの視点を挙げており、どのリスクを対象として管理すべきか、認識を共通にした上で具体的なヘッジ手段の選定に入る必要がある。

a) 取引リスクと換算リスク

為替リスクは、実際の損益・キャッシュフローに影響する「取引リスク」と、会計上の為替評価換算上の「換算リスク」に分類され、いずれを管理しようとするか

しているかを明確にすることが重要である。

『B社』では、これらのリスクについて、具体的にどのような為替バランスを生じるかについて、以下の様に整理している。

図表 86 為替リスク分類

A社における 為替リスク分類	B社における為替リスク分類	
	為替リスク	為替バランス
取引リスク	営業活動に伴うリスク	資産・負債
		契約通貨構成
換算リスク	投資活動に伴うリスク	海外子会社等の P/L 換算
		海外子会社等の B/S 換算
		一般投資等の期末為替時価評価

資料:A社及びB社説明内容に基づきNTTデータ経営研究所作成

b) 長期(構造)と短期(期間損益)

リスクの期間の視点からは「長期・構造的な為替エクスポージャーの最適化」と「短期期間損益の変動抑制」に分類される。

c) 取引ベースとゴーイングコンサーンベース

一つ一つの取引に紐づけて為替ヘッジをかける「取引ベース」と、一定期間における為替エクスポージャーのネット額を対象として期間平均レート等で為替ヘッジをかける「ゴーイングコンサーンベース」がある。

③ コントロール可能な要素の整理

A社では、為替リスクの管理方針を策定する際に、まず、自社でコントロール可能な要素が何であることを列挙した上で方針・対応を決定している。

- (ア) 実質収入通貨：損益への影響を考慮し、支出通貨との整合性を検討。
- (イ) 会計通貨：対象国の事業が実質的に特定通貨ベースで行われており、且つ当該国の会計制度がその通貨での決算を許容している場合には会計通貨をその特定通貨に揃えることも検討（為替評価損の回避につながる）
- (ウ) 売掛・買掛条件：売掛・買掛の通貨や期間をできるだけ合わせることを検討。また、取引時点と収支時点での為替レートの乖離をなるべく回避することが損益への為替差損益の回避につながるため、取引と決済のタイミングはあまり間が空かない方が望ましい。
- (エ) 借入通貨：基本的には、返済原資となる収入通貨（考え方としては、実質通貨ベース）との整合性を検討するが、主要通貨とのリンク度合や主要通貨との金利差等も踏まえて、決定する。

④ 為替ヘッジの方法検討

上述の通り、コントロール可能な要素の通貨を調整することで、まず「ナチュラルヘッジ」を図り為替エクスポージャー自体を圧縮することが考えられる。その上で、第4章第1節第2項(2)に記載したような各種為替ヘッジを行うことが考えられる。

その際、どの通貨に対してのヘッジを行うかについては、上述の「①為替リスク管理の目的」に記載した各種目的のうち、何を目的とするかを整理した上で、ヘッジの基準となる通貨を決定していく必要がある。

⑤ グローバル経営における為替リスクの管理手順

以上の手順をまとめると、以下のようなフローとなる。

必ずしもこの手順に従わねばならない訳ではないが、社内検討を進める際の参考として示すものである。

図表 87 為替リスク管理の手順

実施手順	実施内容
Step1 通貨の種類別状況の整理	<ul style="list-style-type: none">通貨の種類別(取引通貨・会計通貨等)にグループ会社の実際の取扱通貨の状況を把握する。
Step2 為替リスクの種類と管理対象の検討	<ul style="list-style-type: none">為替リスクの種類別に、自社のリスクの状況を把握する。管理すべき為替リスクを明確化する。(優先順位づけする)
Step3 コントロール可能な要素の整理	<ul style="list-style-type: none">Step1,2で整理した、通貨・為替リスクの状況のうち、自社でコントロール可能な部分について検討する。(調達通貨・取引通貨の変更等)
Step4 為替ヘッジの方法検討	<ul style="list-style-type: none">Step1～3の結果、残された為替リスクについて、Step2で明確化した優先順位に従って、為替ヘッジの方法を検討する。

資料:A社説明内容から、NTT データ経営研究所整理・作成

尚、規制やコスト等を含めたグローバルの資金管理体制については、第6章で説明する。

(3) グローバル経営における為替リスクの管理事例

第4章第1節第4項(2)⑤第4章第1節第4項(2)では、グローバル経営における為替リスクの捉え方について整理した。ただし、実務上対応すべき状況は企業毎に様々であるため、幾つかの企業における対応方法についてヒアリング結果に基づき例示する。

① A社における為替管理

図表 88 A社における為替管理の状況

項目	管理の状況
為替エクスポージャー	<ul style="list-style-type: none"> 一部あり 各国とも米ドル決済が中心となっている 各通貨の収支が概ね一致しており(エクスポージャーが殆ど発生していない)為替変動が損益に影響しない状況となっている
ヘッジ方法	<ul style="list-style-type: none"> 原則、現地通貨による余資を抑制 再投資が見込まれる国を除き、現地通貨の余資は最小限に留めている エクスポージャーに対しては為替予約を採用 「期間における平準化」を念頭に、毎日為替予約を実施(一定のリーズアンドラッグズを含む)
グループ管理	<ul style="list-style-type: none"> 「各社」が自前資金調達・為替管理を実施 経営の自立の面からも、グループ会社側が自前での調達と為替管理を実施
検討事項	<ul style="list-style-type: none"> 通貨多様化や海外事業規模拡大に伴い、データを集約して下記に関わる本社-主要会社間での対話を開始 ①各社為替リスク・ヘッジ方針の適切性 ②連結での通貨別為替エクスポージャーの状況について

② B社における為替管理

図表 89 B社における為替管理の状況

項目	管理の状況
為替エクスポージャー	<ul style="list-style-type: none"> 一部あり 原則として為替バランスは保有しないよう調整している 保有する場合でも、債権債務の通貨をマッチさせている
ヘッジ方法	<ul style="list-style-type: none"> ナチュラルヘッジを基本とし、エクスポージャーについては為替予約 事業部門で為替バランスを保有する場合は、システムで本社宛報告。必要があればヘッジをするが、いつどの程度のヘッジをするかについては、各営業部門に任されている 但し、為替バランスが一定以上になった場合には、本社の財務でヘッジ素案を作成し、CFOの承認を受けて本社財務がヘッジを実行する
グループ管理	<ul style="list-style-type: none"> 本社が実行(ヘッジ)・モニタリング 為替バランスは、オンバランス・オフバランス(発注残等)を含めて日次で管理、翌日の夕方にはCFOに報告している
検討事項	<ul style="list-style-type: none"> ストックの為替管理(純資産リスク)に関わる方針 連結のB/Sを、ドル、円、その他通貨に分けて作成しており、各通貨の変動による影響は見ているものの、結論は出していない

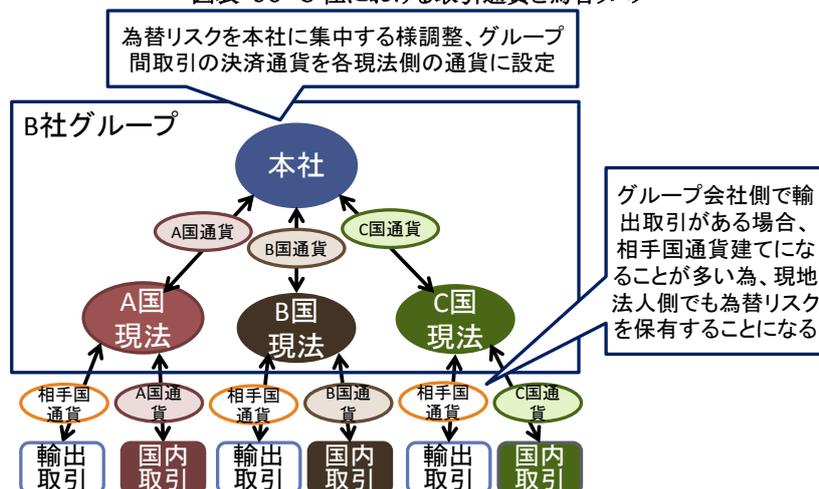
③ C社における為替管理

C社では、本社及び各国の現地法人が為替エクスポージャーを保有している。グループ企業間の取引については、本社側の決済通貨を相手国通貨にすることで、グループの為替リスクを本社側に集約しようとしている。しかし、グル

ープ会社側のグループ外企業への輸出取引については輸出相手国通貨建決済となる傾向がある。

そのため、日本本社・各国のグループ会社ともに、為替リスクを負う結果となっており、10か国以上で為替ヘッジを実施している。

図表 90 C 社における取引通貨と為替リスク



資料:C 社ヒアリング内容に基づき NTT データ経営研究所作成

図表 91 B 社における為替管理の状況

項目	管理の状況
為替エクスポージャー	<ul style="list-style-type: none"> あり(本社・各現法) 決済通貨は輸出先国の通貨によることが多い(一部地域ではドル建てもあり)
ヘッジ方法	<ul style="list-style-type: none"> 為替予約(生産拠点通貨建て) グループの基本方針として、先3カ月までは50%為替予約、先6カ月までは30%為替予約を実施 各生産拠点の通貨に換算して当該通貨建てで資金を保有
グループ管理	<ul style="list-style-type: none"> 「本社設定の基本方針」を「各社」が遵守 為替予約の基本方針を本社が設定し、各社の遵守状況について毎月報告を受けて管理
検討事項	<ul style="list-style-type: none"> 財務部門の為替方針と、営業部門の為替に対する考えの相違の調整 営業部門は、業績への為替の影響を避けたいと考えるが、財務部門は、平均レートでの売上換算を実施

(4) グローバル経営における資金調達

「(2) 為替リスク管理」でも触れた通り、グローバル企業では、為替リスクの保有主体や通貨ごとのバランス等を検討する際、資金調達についても、調達国や通貨について考慮することとなる。

企業の決済通貨は、現地通貨、日本円、米ドル等の基軸通貨³⁸ のいずれかとなっている場合が多く³⁹、特に、新興国への展開を図っている企業では、現地通貨ではなく、米ドルベースでの取引を行っている企業も多い。そのため、資金調達においても、米ドルベースでの調達を実施している企業が少なくないと考えられる。

こうした状況下、平成27年下半年期より、『ドル調達コスト高』といった報道がなされ、今後の企業の海外展開に支障を来す可能性に関して懸念の声も聞かれたため、近年のドル調達コスト高の状況について、有識者にヒアリングを実施し、状況を確認した。

① 企業における課題認識の状況

企業によって、ドル調達コスト高に関わる認識状況は異なるものの、一部の企業からは、強い問題認識が提起された。

【B社の課題認識】

- ドルコストの上昇はマーケットの問題ではあるものの、それだけで割り切れる水準の上昇ではない。
- コストを支払えばドル資金を調達することは可能であるものの、邦銀がドル調達する際のコストが上昇しているため、金融機関によっては、貸出先を縮小・選別していく可能性も懸念される。(当該金融機関の調達構造によっては、「貸出を待ってくれ」という要請が出ているケースもあるようだ)
- 投資資金が金利の高い通貨に集まる傾向があり、デフレ対策をしている国(欧州、日本等)では、通貨調達コスト高の課題が発生している。

② 報道記事

平成27年秋以降、ドル調達コスト高に関わる報道が数多くなされているため、以下、そのうちの2件につき、紹介する。

平成27年9月17日付ロイター通信社の記事は以下の通り、円資金需要の低迷と高いドル資金需要水準という不均衡がドル調達コスト高という状況を生じている旨の報道をしている。

³⁸ アジア圏や北南米では基軸通貨で使用されているのは米ドル中心となっているものの、欧州では、ユーロを自国通貨とする国にかかわらず、ユーロを基軸通貨とするケースが多い。

³⁹ 平成27年度アンケート調査結果による

日本勢のドル調達にかかわる上乗せ金利が、欧州債務危機以来3年9カ月ぶりの水準まで上昇している。9月期末越えの季節的な上昇圧力に加え、米利上げ予想や中国など新興国の自国通貨防衛に伴うドル資金需要も影響を及ぼしているもようだ。

ドル調達コストが高止まりすれば日本勢の外貨資産投資に冷や水を浴びせかねない。

<低迷する円需要と旺盛なドル需要>

本邦機関投資家の多くは、対外投資に伴う為替リスク回避のため、為替スワップ取引などで、円を担保として差し入れ、外貨(ドル)を借り入れるオペレーションを行う。ただし、このオペレーションは海外勢の間で相応の円資金需要が存在することが前提だ。(中略)

SMBC日興証券シニア金利ストラテジストの野地慎氏はドル調達コストの高騰について、「米利上げ期待の広がりに加え、通常は円資金の取り手である海外中銀が、通貨防衛のために外貨準備で保有する円資産を取り崩し、ドル資金の取り手になっている可能性がある」との見方を示した。

海外勢の円需要の低下を反映して、ドル/円スワップ1カ月物では、円投/ドル転に際してのジャパン・プレミアム(日米金利差からのかい離)が92.74ベースポイント(bp)まで拡大。欧州危機が深刻化した2011年12月15日以来、3年9カ月ぶりの高水準となった。

(中略)

他方、本邦勢の対外証券投資は6月にいったん売り越しとなったが、その後、7月に3兆1713億円の買い越し、8月に2兆9044億円の買い越しと高水準を維持している。

本邦投資家の対外投資は、アベノミクスのねらいの1つ。円資金需要の低迷と依然高水準のドル資金需要という不均衡が、結果的に、ドル調達コストの高騰を招いている構図だが、このままコスト高が続けば、順調に拡大してきた対外投資に水をさすことになりかねない。

また、日本におけるマイナス金利導入後は、以下の通り、邦銀の収益圧迫懸念からより一段の調達コスト高が進んでいる旨の報道がなされている。

[2016年2月15日 ロイター] - 日銀のマイナス金利導入を受けて、本邦勢によるドル調達コストが一段と上昇している。(中略)

<4年3カ月ぶりの高水準>

円投/ドル転スワップによるドル調達コストは15日、3カ月物で115ベースポイント(bp)で推移している。この水準は、欧州債務危機が深刻化していた2011年11月以来4年3カ月ぶりの高さだ。(中略)2014年7月に米国証券取引委員会(SEC)が公表した米国のMMF(マネー・マーケット・ファンド)の規制強化に伴い、邦銀のCPやCDの主要な買い手だった米MMFからのドル資金供給は極端に細った。一方、米国債レポの規模は、金融規制の影響で大幅に減少。結果的に重要性が増した円投/ドル転スワップ(円資金を担保にドル資金を調達する取引)では、マイナス金利導入以降、本邦勢のドル調達コストが顕著な上昇圧力に直面している。

<邦銀の信用リスク悪化も一因>

邦銀の信用リスクの悪化も一因だ。前週には一部欧州銀の経営への不安が高まるなか、思惑先行的にマイナス金利による邦銀の収益圧迫という懸念が高まってしまった。(中略)スワップ取引でドル供給/円運用サイドとなる欧米銀は「バーゼル3など金融規制の影響で、信用リスクにはナーバスにならざるを得ない状況」(外資系金融機関)といい、対邦銀とのスワップ取引には後ろ向きな機関が多い。

<「得する」海外勢はJGB投資>

一方で、一部の外銀は、裁定機会を利用して日本国債(JGB)での運用を拡大している模様だ。欧米金融機関は、円投/ドル転スワップで発生しているベース(ドル調達の上乗せ金利)のおかげで、マイナス50bp程度で3カ月物の円資金を調達できる。こうして調達された円資金を、マイナス12.5bpの利回りのJGB5年物で運用すれば、十分に運用利益を確保できることとなる。(中略)

③ ヒアリング結果

以上の様な企業の声、及び報道内容を受けて、ドル調達高の背景や課題について有識者にヒアリングを行った。以下、有識者からの回答内容を記載する。

a) ドル調達コスト高の実態

米ドル調達に際して、金融機関は「為替スワップ」や「通貨スワップ」を活用して資金を調達することが一般的となっている。

為替スワップは、異なる2通貨を期初のスポットレートと先物レートで同時に反対売買する形で交換し、それぞれの金利の受払を先物レートに織り込む形で交換する取引である。したがって、先物レート（受取円貨）の減少がドルの調達高を示すこととなる。

そこで、B l o o m b e r g . L . P . のデータから、為替スワップ（直先スプレッド）の動きを見ると、先物レートの受取円貨が減少し（将来の受取円貨の減少＝ドル調達コストの上昇）、直先スプレッドは平成27年度上半期にはマイナス15銭程度で推移していたものが、平成28年2月末時点でマイナス31.77銭まで拡大しており、ドルの調達コストが上昇している。

一方、通貨スワップは、期初と期末に異なる2通貨を同一為替レートで交換し、期中と期末にそれぞれの金利を交換する取引である。通貨スワップでは、「ベースス・スワップ・スプレッド（期間1年で3カ月LIBORのスプレッド）」でその水準が示され、ベースス・スワップ・スプレッドのマイナス値の増大は米ドル調達コストの上昇を示す。

実際のベースス・スワップ・スプレッドの動きをB l o o m b e r g . L . P . のデータで確認すると、受取金利である円LIBORに対して平成27年度上半期にはマイナス40bp程度だった「ベースス・スワップ・スプレッド」が、平成28年2月末時点でマイナス64.375bpへと拡大しており、受取円貨が減少する結果となっている。

ただし、為替スワップ、通貨スワップとも、平成27年前半と比較した場合には、「調達コスト高」となっているものの、平成27年11月に急速に悪化した後は、やや落ち着いた動きとなっている。

b) ドル調達コスト高の要因

有識者によると、ドル調達高の背景としては、米国での利上げ観測が高まり、投資の為の調達が増加したことが主要因となっている。また、一時的には、バーゼルⅢのレバレッジレシオ対策として、米銀が平成27年末にかけてスワップ取引によってドルを買い戻したことも要因となっているとのことである。

報道記事にあるような、日本企業の海外進出に伴う実需の部分の影響もあるものの、より大きく影響しているのは、実需よりも日米金利差に伴う証券投資等の動きにあるとのことである。

c) 流動性の懸念の有無

今回ヒアリングした有識者からは、かつての金融不安の様に、調達そのものが厳しくなっている様な状況ではなく、流動性確保というよりも純粋にコスト面の問題であるとの認識が示された⁴⁰。

d) 金融機関におけるドル調達

金融機関のドル調達コストは個別の金融機関のドル調達構造にも左右される。

ドル資金の調達をほぼスワップ市場に依存している金融機関においては、今回の調達コスト上昇の影響を大きく受けると想定されるが、スワップ市場以外に外貨の調達手段を有している金融機関⁴¹（ドル資金の捕捉が可能な海外拠点や、国内での外貨獲得活動等）では、調達コスト上昇の影響をある程度抑えられることになる。

なお、ドル調達コスト高の影響は、米ドル金利が実際に上昇基調にあることから、顧客への適用金利に転嫁可能な状況にあるとは捉えられるものの、実際の金利への反映は、金融機関毎の方針によることとなる。

e) マイナス金利の影響

我が国では、平成28年1月29日に、日本銀行が、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。そして、その結果として海外投資家が日本国債への投資を高める結果となった。

マイナス金利にもかかわらず、円国債に投資が向かうようになったのは、米国投資家にとっては、図表9-2に示した通り、通貨スワップを活用して、米ドル投資よりも高い利回りを確保できるためである。

⁴⁰ 今回ヒアリングを実施した有識者は限定的であるため、調達コスト高に対して別の見解がある可能性もあり得る。

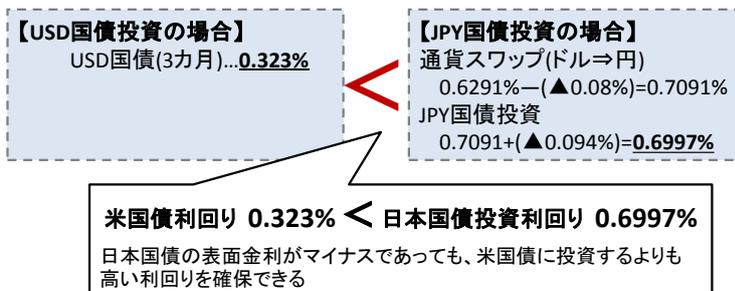
⁴¹ 海外に拠点を有している場合には、ドル資金を市場に頼るだけでなく、金融機関自体がドル預金等による調達手段を確保することになる。また、国内の活動であっても外貨預金高が多い金融機関では自ら外貨調達力を有することになる。この様に、自ら外貨調達手段を有する金融機関と、必要額全額を市場に頼らねばならない金融機関との間では調達コストに差が生じる。

図表 92 米投資家による日本国債投資が進む理由

■前提条件:各種レート(平成28年2月)

USD-LIBOR(3カ月)...0.6291%
 JPY-LIBOR(3カ月)...▲0.08%
 USD国債(3カ月)...0.323%
 JPY国債(3カ月)...▲0.094%

■米国投資家の投資効果の比較



資料:有識者ヒアリング内容に基づき NTT データ経営研究所作成

ただし、この様な、米国投資家による円国債の投資が進むことは日本円の調達ニーズを高めるため、「ドル調達コスト高」の要因である「通貨スワップ」のベースス・スワップ・スプレッドを縮小する方向に働くこととなる（ドル調達コスト高の緩和）。

こうした影響もあり、平成27年末以降は、ドル調達コストは、あまり上昇していない。

第5項 財務リスク管理に関わる課題

- グローバル企業におけるリスク認識においては、前提として、リスクの種類
の整理や実質的なリスクの有無の判断から着手が必要

財務リスクは、企業活動がグローバルになることで、リスクを考慮すべき基準となる通貨が一様ではなくなり、また、為替・金利とも、市場の経済動向との連動や価格との連動等もあるため、表面的なリスクが実質的にもリスクであるか否かの見極めも必要になる。そのため、様々な観点のリスクがあることを理解したうえで、まずは、自社のリスクについて正しく整理・把握する必要がある。

- コントロール可能な要素の判断

自社の保有しているリスク状況を把握したうえで、コントロールできる要素・できない要素を考慮し、リスクをコントロールできる要素については、コントロールすることによる影響も考慮した上で、対応方針を決定する。

リスクをコントロールできない要素、あるいはコントロールすることが経済性に合わない場合等については、リスクを保有するかヘッジするかを検討する

こととなる。

- **ヘッジ方針・方法の決定（財務リスクの管理目的）**

ヘッジ方針・方法の決定に際しては、特に金利と為替は相互に影響し合う場合もあるため⁴²、あるリスクを軽減することで別のリスクを保有する可能性もある点に留意が必要である。

また、具体的な方法決定の際の基準としては、例えば金利であれば、収益基準、リスク削減基準、投資収益基準のいずれで管理するのか等、管理の目的を明確にして臨む必要がある。

財務リスクが複雑化するがゆえに、根拠となる部分を明確に定義しておかないと、コストを支払って逆にリスクを高めたり、本来不要な、相反するヘッジをかけたりする懸念もある。

第2節 財務・資金管理に関わる国内外の規制と企業における課題

グローバルな資金移動・財務管理活動は、国内の規制のみならず、海外規制・国際規制等に準拠して実施する必要があり、また、規制によっては行動に制約を受ける場合もある。そこで、それら影響する規制について理解したうえで資金管理の計画をたてる必要があるため、以下、主な国内外の関連規制について紹介する。

第1項 国内規制

(1) 外国為替法規制

① 日本の外国為替法における規定内容

我が国の外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」）その他関連法令では、海外との資金取引について、企業に報告義務が課せられている。

⁴² 本報告書で示した中でも、例えば為替フォワードの計算や、ドル調達コスト高で、金利差による当該通貨への投資の増加を説明した通り、通貨間で金利差がある場合には、それを利用した投資の流れが生じる為、為替レートにも影響が及ぶ等の影響がある。

図表 93 外為法

外為法第五十五条 居住者若しくは非居住者が本邦から外国へ向けた支払若しくは外国から本邦へ向けた支払の受領をしたとき、又は本邦若しくは外国において居住者が非居住者との間で支払等をしたときは、政令で定める場合を除き、当該居住者若しくは非居住者又は当該居住者は、政令で定めるところにより、これらの支払等の内容、実行の時期その他の政令で定める事項を主務大臣に報告しなければならない。

外国為替令第十八条の四 法第五十五条第一項に規定する政令で定める場合は、居住者又は非居住者がした支払等が次に掲げる支払等のいずれかに該当する場合とする。

一 財務省令又は経済産業省令で定める小規模の支払等

二 貨物を輸出し、又は輸入する者がその輸出又は輸入に直接伴ってする支払等

三 その他法第五十五条第一項の規定に基づく報告がされなくても法の目的を達成するため特に支障がないものとして財務省令又は経済産業省令で定める支払等

外国為替の取引等の報告に関する省令

(報告を要しない支払等の範囲)

第一条 外国為替令（以下「令」という。）第十八条の四第一項第一号に規定する財務省令で定める小規模の支払等（支払又は支払の受領をいう。以下同じ。）は、三千万円に相当する額以下の支払等とする。

2 令第十八条の四第一項第三号に規定する財務省令で定める支払等は、非居住者がした本邦から外国へ向けた支払及び外国から本邦へ向けた支払の受領並びに次の各号に掲げる者がした当該各号に掲げる支払等とする。

(中略)

(銀行等又は資金移動業者を経由しない支払等の報告)

第二条 居住者が法第五十五条第一項に規定する支払等（同条第二項に規定する銀行等又は資金移動業者が行う為替取引によってされた支払等を除く。以下この条において同じ。）をしたときは、当該居住者は、当該支払等が第一条に規定する支払等に該当する場合を除き、当該支払等について、別紙様式第一による報告書一通を作成し、当該支払等をした日の属する月の翌月二十日までに、日本銀行を経由して財務大臣に提出しなければならない。

(中略)

(銀行等又は資金移動業者を経由する支払等の報告)

第三条 居住者が法第五十五条第一項に規定する支払等（同条第二項に規定する銀行等又は資金移動業者が行う為替取引によってされた支払等に限る。以下この条において同じ。）をしたときは、当該居住者は、当該支払等が第一条に規定する支払等に該当する場合を除き、当該支払等について、別紙様式第三による報告書一通を作成し、当該支払等をした日から十日以内に、当該支払等に係る為替取引を行った銀行等又は資金移動業者に提出しなければならない。ただし、当該報告の手續を、行政手續等における情報通信の技術の利用に関する法律（平成十四年法律第百五十一号）第三条第一項の規定により同項に規定する電子情報処理組織（次項において「電子情報処理組織」という。）を使用して行う場合については、日本銀行に対して行うものとする。

(中略)

4 第一項又は第二項の規定による報告書の提出を受けた銀行等又は資金移動業者は、当該報告書の提出を受けた日から十営業日以内に、当該報告書を日本銀行を経由して財務大臣に提出しなければならない。

a) 報告対象取引

企業が報告を要する取引は、「外国為替令」18条の4及び「外国為替の取引等の報告に関する省令」に定めがある。

ヒアリングおよび企業団体へのアンケートにより、報告対象のうち以下の項目について、企業から課題がある旨の意見が寄せられた。

図表 94 外為法及び関連法令に対する企業の意見

報告対象	企業からの意見
相殺取引 源泉所得	<ul style="list-style-type: none">銀行経由での報告が不可能のため、取引の把握・報告が負担となっている。
海外金融子会社との貸借	<ul style="list-style-type: none">海外金融子会社との貸借の報告の事務負担が大きい。キャッシュプーリングの資金移動を全て報告対象とすることによる事務負担が大きい、合理性を感じない。
報告対象全般	<ul style="list-style-type: none">報告の要否の判断が難しい。報告手続きが分かりにくい(フローチャート・解説、Q&A 等による対応が有効ではないか)。報告対象が多い。

b) 報告書記載項目

報告書記載項目は、「外国為替の取引等の報告に関する省令」の別表・別紙にフォーマットの掲載がある。

例えば、図表95の報告書は、30百万円超の「外国への支払」又は「外国からの支払の受領」、及び、30百万円超の「本邦非居住者への支払」又は「本邦非居住者からの支払の受領」について提出する必要がある。貨物の輸出入代金は当該報告の対象外であるものの、キャッシュコンセントレーションやグループ金融、支払代行、三国間貿易等は報告対象となる。

また、報告内容については、取引毎、支払・受領の区別に提出が必要で(別途とりまとめ報告の方法もある)、資金移動日、社名、住所、代表者名、担当者名、取引の相手方、相手方の住所、所在国、取引の相手方の業種番号、金額、国際収支番号の記入が必要である。

「業種番号」については、特定の国際収支項目番号に該当する取引について、省令により定められた業種コードに基づき記載する必要がある。

また、国際収支項目番号についても、図表98に示す通り、細かな分類が為されている。

図表 95 支払等報告書様式(金融機関経由)

別紙様式第三	掲載法規：外国為替の取引等の 報告に関する省令 主務官庁：財務省
支払又は支払の受領に関する報告書 (銀行等又は資金移動業者を経由する支払又は支払の受領)	
(該当分に○) 1. 支払 2. 支払の受領 報告年月日： _____	
財務大臣殿 (日本銀行経由)	支払又は支払の受領の実行日
1 報告者 氏名又は 名称 及び代表者の氏名	
住所又は 所在地	
担当者の氏名(電話番号)	
2 取引の相手方(非居住者発行証券への投資に係る支払等にあつては証券の発行体) 氏名又は 名称 所在国又は地域	
業種番号(15～17) (「4 国際収支項目番号」が記入要領3に該当する場合に記入)	
3 金額(決済通貨により記入すること。) (18～29)	
(記入要領) 1 西暦により記入すること。 2 「2 取引の相手方」欄には、原取引(支払又は支払の受領(以下「支払等」という。))の原因となった取引の相手方(非居住者発行証券への投資に係る支払等にあつては証券の発行体)を記入すること。ただし、原取引の相手方を記入することが困難な場合には、支払等の相手方を記入して差し支えない。 3 業種番号については、本省令別表第3に定める業種番号を記入すること。ただし、報告者の業種番号については、支払等の目的が、国際収支項目番号512, 521, 531, 541, 568, 813, 817, 823, 911, 912, 915, 920に該当する場合に、取引の相手方の業種番号については、支払等の目的が、国際収支項目番号512, 521, 531, 541, 568, 811, 812, 815, 820, 913, 917, 923に該当する場合に記入すること。 なお、発行済株式等の売買に伴うものとして国際収支項目番号912にて報告する場合には、報告者の業種番号に代えて当該株式等の発行体の業種番号を記入すること。 4 非居住者との間の債権債務の決済に伴い、他の非居住者への一時的な預金(預入期間が十日以内のものに限る。)を行う場合であつて、本省令第1条第2項第1号ハ又はニに該当する場合には、当該債権債務の決済の相手方である非居住者を取引の相手方として記入し、当該債権債務の決済の内容に従つて国際収支項目番号を記入すること。	4 国際収支項目番号 (本省令別表第1に定める番号を記入すること。該当する項目が2以上にわたる場合は、番号を連記し当該番号に対応する金額をかつこ書きすること。) (30～32)
(注) 1 貨物の輸出入代金については、本報告の対象外である。 2 月末における海外預金の残高が、1億円相当額を超えるものについては、別途「海外預金の残高に関する報告書」の提出を要するので留意すること。	5 報告者の区分 (33) (該当分に○) 1. 銀行 2. その他金融機関 3. 一般政府 4. 中央銀行 5. その他 業種番号 (上記5のうち「4 国際収支項目番号」が記入要領3に該当する場合に記入) (34～36) ()
日本銀行使用欄	
国 (37～39)	通貨 (40～42)
銀行等又は資金移動業者使用欄	
整理番号等 (43～47)	
取扱店署名	

図表 96 業種番号の記載が必要となる取引

512	支店収益	812	本邦親会社等による外国子会社等株式等の取得又は処分代金（清算配当金を含む。）
521	配当金（清算配当金を除く。）（外国親会社等又は外国子会社等との間）	815	本邦親会社等による外国子会社等又は本邦関連企業による対外投資に係る外国関連企業発行債券の取得、処分代金又は償還金（金融会社間以外）
531	貸付利息又は借入利息（外国親会社等、外国子会社等、対外投資に係る外国関連企業又は対内投資に係る外国関連企業との間（金融会社間以外））	820	本邦親会社等による外国子会社等又は本邦関連企業による対外投資に係る外国関連企業への貸付金（金融会社間以外）
541	債券利子（外国親会社等、外国子会社等、対外投資に係る外国関連企業又は対内投資に係る外国関連企業との間（金融会社間以外））	913	外国子会社等による本邦親会社等株式等の取得又は処分代金
568	欠損補填金（外国親会社等又は外国子会社等との間）	917	外国子会社等による本邦親会社等又は対外投資に係る外国関連企業による本邦関連企業発行債券の取得、処分代金又は償還金（金融会社間以外）
811	対外支店投資	923	本邦親会社等による外国子会社等又は本邦関連企業による対外投資に係る外国関連企業からの借入金（金融会社間以外）

図表 97 業種番号例（一部抜粋）

業種番号	業種分類	主要業種	
160	ガラス ・土石	<p>ガラス・同製品 （板ガラス、板ガラス加工、ガラス製加工素材、ガラス容器、理化学用・医療用ガラス器具、卓上用・ちゅう房用ガラス器具、ガラス繊維・同製品、その他のガラス・同製品）</p> <p>セメント・同製品 （セメント、生コンクリート、コンクリート製品、その他のセメント製品）</p> <p>建設用粘土製品 （粘土かわら、普通れんが、その他の建設用粘土製品）</p> <p>陶磁器・同関連製品 （衛生陶器、食卓用・ちゅう房用陶磁器、陶磁器製置物、電気用陶磁器、理化学用・工業用陶磁器、陶磁器製タイル、陶磁器絵付、陶磁器用はい（坏）土、その他の陶磁器・同関連製品）</p> <p>耐火物 （耐火れんが、不定形耐火物、その他の耐火物）</p>	<p>炭素・黒鉛製品 （炭素質電極、その他の炭素・黒鉛製品）</p> <p>研磨材・同製品 （研磨材、研削と石、研磨布紙、その他の研磨材・同製品）</p> <p>骨材・石工品等 （砕石、再生骨材、人工骨材、石工品、けいそう土・同製品、鉱物・土石粉碎等処理）</p> <p>その他の窯業・土石製品 （ロックウール・同製品、石こう（膏）製品、石灰、鋳型、他に分類されない窯業・土石製品）</p> <p>主として窯業・土石製品製造業の事業所を統括する本社等として現業以外の業務を行う事業所 主として窯業・土石製品製造業における活動を促進するための支援業務を行う事業所</p>
170	鉄・非鉄・金属	<p>製鉄 （高炉による製鉄、高炉によらない製鉄、フェアラロイ）</p> <p>製鋼・製鋼圧延 製鋼を行わない鋼材 （熱間圧延、冷間圧延、冷間ロール成型形鋼、鋼管、伸鉄、磨棒鋼、引抜鋼管、伸線、その他の製鋼を行わない鋼材）</p> <p>表面処理鋼材 （亜鉛鉄板、その他の表面処理鋼材）</p> <p>鉄素形材 （鉄鉄鋳物、可鍛鉄鉄、鋳鋼、鍛工品、鍛鋼）</p>	<p>ブリキ缶・その他のめっき板等製品</p> <p>洋食器・刃物・手道具・金物類 （洋食器、機械刃物、利器工匠具・手道具、作業工具、手引のこぎり・のこ刃、農業用器具（農業用機械を除く）、その他の金物類）</p> <p>暖房・調理等装置・配管工事用附属品 （配管工事用附属品（バルブ、コックを除く）、ガス機器・石油機器、温風・温水暖房装置、その他の暖房・調理装置（電気機械器具を除く））</p> <p>建設用・建築用金属製品 （鉄骨、建設用金属製品、金属製サッシ・ドア、鉄骨系プレハブ住宅、建築用金属製品、製缶板金） 金属表材形製品</p>

図表 98 国際収支項目

(直近改訂時点：2013年4月)		
国際収支項目の内容 —— 目次 ——		
取引の内容		該当する番号
物品の取引	製品、原材料などの売買、仲介貿易 (ファイナンスリースの元本を含む)	011～077
サービスの取引	加工・修理	081～091
	観光・業務旅行、留学、治療を目的とした渡航時の 現地での消費	112～114
	物品や人の輸送	211～234
	保険	311～319
	その他のサービス(1) 通信、建設工事、金融取引、ソフトウェア・システムの使用、オペ	411～462
		463～468
		469～481
		491
		511
		512
		521～563
		564～579
		611～612、 621～626
		615
		616～619
		711
		720～723

国際収支 項目番号	国際収支項目	内容の説明・主要事例 (下線のある用語は法令等に基づき特別な意味で使われています ので、必ず本資料末尾の「用語の解説」を参照してください)
820	本邦親会社等による外国子 会社等又は本邦関連企業に よる対外投資に係る外国関 連企業への貸付金(金融会社 間以外)	<p>1. 本項に該当するもの(参考3を参照)</p> <p>(1) 本邦親会社等による外国子会社等への貸付けの実行に伴う 支払又は本邦関連企業による対外投資に係る外国関連企業 への貸付けの実行に伴う支払であって、当事者の双方又はい ずれか一方が金融会社でない場合。</p> <p>(2) 上記(1)の貸付けの回収に伴う受取。</p> <p>2. 本項による報告対象外のもの(紛らわしいもの)</p> <p>(1) 貸付債権の売買に伴う代金等の受払は「873」又は「973」 で報告。</p> <p>(2) 利息の受取は「531」で報告。</p>
823	本邦子会社等による外国親 会社等又は本邦関連企業に よる対内投資に係る外国関 連企業への貸付金(金融会社 間以外)	<p>1. 本項に該当するもの(参考3を参照)</p> <p>(1) 本邦子会社等による外国親会社等への貸付けの実行に伴う 支払又は本邦関連企業による対内投資に係る外国関連企業 への貸付けの実行に伴う支払であって、当事者の双方又はい ずれか一方が金融会社でない場合。</p> <p>(2) 上記(1)の貸付けの回収に伴う受取。</p> <p>2. 本項による報告対象外のもの(紛らわしいもの)</p> <p>(1) 貸付債権の売買に伴う代金等の受払は「873」又は「973」 で報告。</p> <p>(2) 利息の受取は「531」で報告。</p>
824	本邦関連企業による対外投 資に係る外国関連企業又は 対内投資に係る外国関連企 業発行債券(中長期)の取 得、処分代金又は償還金(金 融会社間)	<p>1. 本項に該当するもの(参考1を参照)</p> <p>(1) 本邦関連企業による対外投資に係る外国関連企業又は対内 投資に係る外国関連企業発行中長期債券(原契約期間が1年 超)の取得代金の支払であって、当事者の双方が金融会社で ある場合。</p> <p>(2) 上記(1)の債券の処分代金又は償還金の受取。</p>

これらの報告書記載項目についても、企業から報告の煩雑さ等について意見・改善要望の声が挙がっている。

図表 99 報告書記載項目に関わる企業意見

報告書記載項目	企業からの意見・要望事項
国際収支項目番号	<ul style="list-style-type: none"> 項目数が多く、内容が細かく判別しづらい
実質的な相手先の記載	<ul style="list-style-type: none"> GCM専用口座経由で、グループ会社宛送金する場合について実質的な送金先の報告が求められているが、実態に合っていないと感じる
相手先業種番号	<ul style="list-style-type: none"> 相手先の業種番号の抽出に時間を要する
一括報告の場合の記載項目	<ul style="list-style-type: none"> 一括報告の場合における支払目的・国別集計の記載の事務負担が大きい

c) 報告様式

報告様式については、紙ベースの報告とオンラインの報告が用意されているが、いずれの報告様式についても改善のニーズが寄せられた。また、一部の企業からは、法令の規定にはないものの、個別に報告を求められる事項がある等の指摘もあった。

図表 100 報告様式に関わる企業意見

報告様式	企業からの意見
紙ベースの報告	<ul style="list-style-type: none"> 一般に使われていないA5サイズ指定は合理的なのか
オンライン報告画面構成	<ul style="list-style-type: none"> 入力画面に改善の余地があるのではないか Excelで統一し、Excelからxmlへの変換ツールを公開して、オンライン報告を容易にすると非常に便利ではないか
銀行経由・銀行別報告	<ul style="list-style-type: none"> 一括報告(銀行経由)の場合に銀行別報告を求められることがあるが、この事務負担が大きい ※規程には「銀行別に集計・報告する」旨の記載がないが、個別に、銀行別に集計して提出するように要請があり、対応せざるを得ないことがあった

d) 報告頻度・期限

銀行経由での報告の場合については、翌月10日までの報告が求められている。これについては、報告事務負担量との関係で期間が短いとの指摘があった。

② 外為法に対応する海外での対応状況

以上の通り、手続き負担の重さが指摘されている外為法報告について、まず「国際収支統計」の作成と外為法報告との関係について説明し、海外での対応状況を説明する。

a) 国際収支統計と外為法報告

国際収支統計の作成方法については、各国が、IMFが発行している「国際収支マニュアル第6版」やOECD発行の「海外直接投資の基準定義第4版」等に基づいて作成しているものの、具体的な統計の方法論やデータソース等については各国が決定している。

そのため、日本では、外為法報告を中心として統計を作成しているものの、

日本の様な報告を求めず、もしくは報告負担を軽減して、統計を作成するための別の手段を用いている国もある。

過去の調査報告書（「市場開放問題における対日直接投資に関する調査研究（平成15年度）」内閣府）によると、国際収支統計にかかわる報告システムは、報告制度をとる国（日本）と、アンケート調査で対応している国（米国・英国）、それらの併用による国（仏）に分けられる。

図表 101 諸外国の国際収支統計に関わる報告システム

	米国	英国	フランス	日本
報告システム	<ul style="list-style-type: none"> 5年毎に行う強制的な調査は、ほぼ100%回収。四半期ごとにサンプル調査を行う。 資産・売上・収益の全てが各々一定のレベルに達していない場合は、調査の対象外となる。 	<ul style="list-style-type: none"> 年次と四半期に行う調査に基づく。10万ポンドが統計選別基準（投資規模等）となる。 	<ul style="list-style-type: none"> フローデータは、国際取引報告制度に基づく。ストックデータは企業調査（100%回収）に基づく。規模にかかわらず全てが対象となる。 対内投資は1,000万フラン未満の届け出義務はない。 	<ul style="list-style-type: none"> 支払等報告書（報告下限金額3,000万円）及び対内直接投資に関わる外国法人の内部留保等に関する報告書（報告下限金額10億円）
統計作成機関	Bureau of Economic analysis Department of Commerce	Office for National Statistics	フランス銀行/経済財政産業省	財務省/日本銀行

資料:「市場開放問題における対日直接投資に関する調査研究(平成15年度)」内閣府に基づき NTT データ経営研究所作成

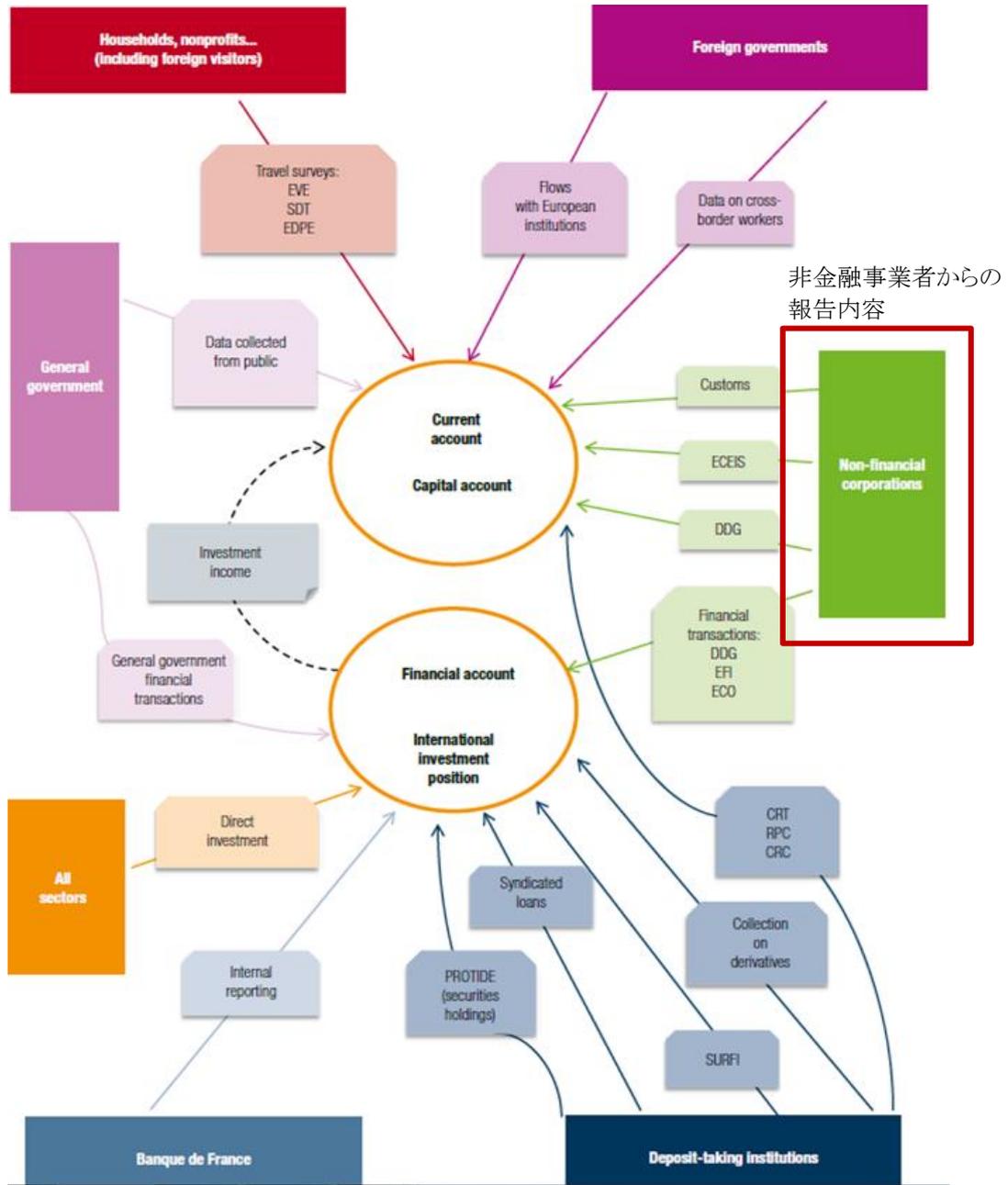
ただし、図表 101 の整理がされてから相当年数が経過しているため、欧米諸国の直近の国際収支統計の作成方法について追加調査を行った。

b) フランスにおける国際収支統計の作成

フランスにおける直近の国際収支統計の作成方法では、企業からの外国為替取引報告は3,000万ユーロ以上の取引が対象となっており、日本よりも作成対象金額の水準が高く設定されている。

一方で、日本では実施されていない複数のサンプル調査やクレジット・決済事業者への報告義務等が設定されている。

図表 102フランスにおける国際収支統計に関わる報告フロー



資料:「2015METHODOLOGY THE FRENCH BALANCE OF PAYMENTS AND INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION」
BANQUE DE FRANCE

図表 103 非金融事業者からの報告・サンプル調査内容

報告書名	対象数	報告内容(サンプル調査か否か等)
Full direct reporting system (DDG)	月間 約500社	報告者:海外取引にかかわる製造業・商業・航空・保険・再保険企業 対象取引:€30M以上の全ての取引、貿易信用・金融資産・負債取引 例外:税関に報告される商品取引、証券・金融商品のポジション
Supplementary survey on international trade services(ECEIS)	年間 約5,500社	報告者:非居住者との(旅行を除く)サービス取引にかかわる事業者のサンプル調査(DDGの補足調査として)
Survey of trade receivables and payables (ECO)	四半期 900社 年間 1,000社	報告者:商品・サービスの海外取引にかかわるオペレータのサンプル調査 対象取引:売掛・買掛取引、前受・前払取引 報告頻度:四半期や年度など。報告企業の規模等により異なる
Survey of financial assets and liabilities (EFI)	四半期 600社 年間 1,000社	報告者:国内の製造・商業企業、保険企業のサンプル調査 対象取引:非居住者に対する金融資産・負債、それに伴う未払・未収金 報告頻度:四半期や年度など
Transaction reports (CRT)	月間 300社 年間 1,500社	報告者:全ての金融中間事業者 対象取引:自己勘定によるクロスボーダー取引(証券・貸出・借入取引を除く) 報告頻度:大規模事業者は月次,小規模事業者は年次報告
Customer payments statement (RPC)	月間 300社 年間 1,500社	報告者:全てのクレジット・決済事業者 対象取引:SEPA ⁴³ 外に対する顧客の取引が月間5万€を超える場合 報告頻度:月次

資料:「2015 METHODOLOGY THE FRENCH BALANCE OF PAYMENTS AND INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION」
BANQUE DE FRANCE に基づき NTT データ経営研究所作成

c) 米国における国際収支統計の作成

米国では、各種サーベイ調査の他、金融機関からの報告やその他統計調査等から国際収支統計を作成しており、企業からの報告書の提出を求めている旨の記載は見受けられなかった。

図表 104 米国におけるサーベイフォーマット

資料:BEA ホームページより(<https://www.bea.gov/surveys/pdf/be9.pdf>)

43 Single Euro Payments Area 単一ユーロ決済圏。ユーロ通貨圏全域であったかも国内決済のように決済できるようにする。

図表 105 米国における国際収支統計のためのサーベイ内容

報告書名	調査内容	
Bureau of Economic Analysis (BEA) Survey data	BEA's direct investment surveys	対象取引: 海外直接投資、対内直接投資 実施頻度: 四半期、年度、ベンチマーク(5年毎)のサーベイを実施
	BEA's services surveys	対象取引: 米国のサービス輸出入 回答者: 主にクロスボーダーのサービス授受のある米国企業 調査頻度: 四半期、年度、ベンチマーク(5年毎)
	Survey of Foreign/US Airline Operator's Revenues And Expenses in the US	対象取引: 収益とコスト 回答者: 米国・海外の航空オペレータ企業 調査頻度: 四半期
	Survey of Foreign Ocean Freight Revenues and Foreign Expenses of US Carriers	対象取引: 収益とコスト 回答者: 海外貨物船企業 調査頻度: 四半期 ※その他、年間収入もしくは費用が50万USDを超える(昨年度・今年度見込み)海外貨物船企業は収支や貨物重量等について報告書の提出を求められる
	Survey of Financial Services Transactions Between US Financial Services Providers and Foreign Persons	ウェブサイトに対象判定等のガイドあり 調査頻度: ベンチマーク、四半期
	Survey of Insurance Transactions by US Insurance Companies with Foreign Persons	回答者: 保険会社 調査頻度: ベンチマーク、四半期
	Survey of Transactions in Selected Services and Intellectual Property with Foreign Persons	対象取引: 指定されたサービス・知財資産にかかわる外国人との取引 回答者: 外国人と取引をした米国人 調査頻度: ベンチマーク、四半期
	Survey of Payment Card and Bank CARD Transactions Related to International Travel	対象取引: 米国人の海外旅行・海外ビジネスにかかわる決済取引、海外カードホルダーが米国旅行・事業を行う際の決済取引 回答者: 決済・銀行カードネットワークを運営する米国企業 調査頻度: 四半期
BEA's Institutional Remittances Survey	米国の宗教、チャリティ、教育、科学、それに類する非営利組織の海外居住者への送金	
The current TIC reporting system	米国銀行、証券ブローカー、カストディアンからの報告を要請	

資料: 「U.S. International Economic Accounts: Concepts and Methods」Chapter13 Data Sources を参考として NTT データ経営研究所作成

d) オランダにおける国際収支統計作成方法

オランダでは、1990年代以降、外為取引にかかわる中央銀行の許可内容と、決済システムから必要な統計データを抽出することで、国際収支統計データの収集を図っていた。しかし、国際資本市場の自由化が進展するに伴って、

報告負担が増大し、また、決済システムからのデータ抽出だけではとらえられない取引も増加したことから、報告負担の軽減とデータ品質の向上を目的として、統計の作成方法を変更した。

新たなモデルでは決済システムからのデータとサーベイを併用することとし、サーベイでの無回答を防ぐために、無回答者への罰則も設けている。

図表 106 オランダにおけるサーベイ対象

	サンプル	特徴
大企業	128	全サービスカテゴリー、地域別明細15サービスカテゴリー
中小企業	3, 000	カテゴリー別上位3か国にかかわる明細
構成比		企業全体の10%程度がサーベイ対象となる。 大企業・中小企業=4:6の比率で抽出

資料:Balance of payments in the Netherlands—the road to a modern survey system(De Nederlandsche bank)

図表 107 オランダにおけるサーベイサンプル構成

	対象数	サンプル	%
銀行自身のクロスボーダー取引	107	35	32. 7
デリバティブに係る銀行の中間事業者報告	107	19	17. 8
ポートフォリオ投資に係る銀行の中間事業者報告	52	11	21. 2
投資企業	380	80	21. 1
年金ファンド	280	82	29. 3
保険会社	450	84	18. 7
特別金融機関	12, 500	1, 022	8. 2
金融企業	29, 000	1, 438	5. 0
合計	42, 876	2, 771	6. 5

資料:Balance of payments in the Netherlands—the road to a modern survey system(De Nederlandsche bank)

③ 必要な対応

外為法は、国際収支統計作成に必要な情報収集にかかわるものであるため、報告制度を廃止した場合には、代替となる統計作成方法を検討する必要がある。

ただし、グループ間の資金授受にかかわる決済データから報告対象となる取引を抽出する等の工夫の可能性や、サーベイと報告制度を併用させる等によって負担軽減を図ることも可能である。

なお、他の方法を活用することによる統計の精度上の問題や、個々の企業における負担の具体的なあり方については、更なる精査が必要である。

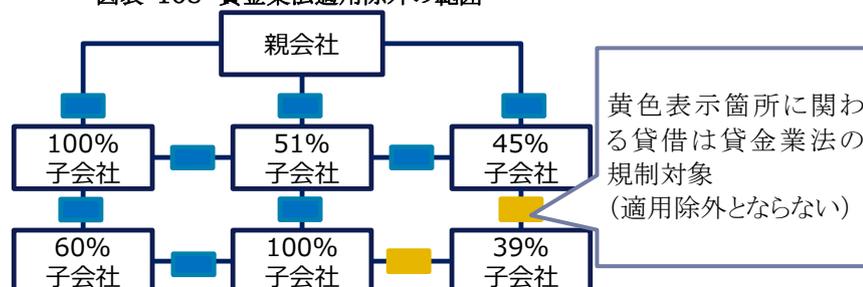
(2) 貸金業法

① 日本の貸金業法における規定内容

日本の貸金業法では、かつては、キャッシュマネジメントにかかわる資金の貸借についても適用除外とされておらず、「貸金業」の登録をし、必要な報告や書類の整備を求められていたが、平成26年の同法改正によって、「同一会社等の集団」間における貸借については、貸金業法の適用除外とされた。

しかしながら、同法における「同一会社等の集団」は、会社法や財務諸表規則等の定義よりも狭く規定されており、例えば図表 108 の黄色部分については改正法においても適用除外とならない。

図表 108 貸金業法適用除外の範囲



資料: 経済産業省 平成26年度総合調査研究「GCM及びABLの現状と普及促進に向けた 課題の調査等」報告書より、NTT データ経営研究所作成

図表 109 貸金業法

貸金業法施行令第1条の二第六号(貸金業法2条第5項に定める貸金業法適用対象除外)

六 貸付けを業として行う会社等であつて、かつ、次に掲げる他の会社等に対する貸付以外の貸付けを業として行わないもの

- イ 当該会社等を含む同一の会社等の集団(一の会社等及び当該会社等の子会社等(会社等がその総株主又は総出資者の議決権の過半数を保有する会社等その他の当該会社等がその経営を支配している会社等として内閣府令で定めるものをいう。)の集団をいう。)に属する他の会社等
- ロ 当該会社等(当該他の会社等の総株主又は総出資者の議決権に内閣府令で定める割合を乗じて得た数以上の議決権を保有するものに限る。)を含む二以上の会社等が共同で営利を目的とする事業を営むための契約に基づき当該他の会社等の経営を共同して支配している場合における当該他の会社等

貸金業法施行規則1条3項(施行令1条二項第6号の対象)

3 前項の「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」とは、次に掲げる場合をいう

一 他の会社等の議決権の総数に対する自己の計算において所有している議決権の数の割合が百分の五十を超えている場合

(中略)

二 他の会社等の議決権の総数に対する自己の計算において所有している議決権の数の割合が百分の四十以上である場合であつて、次に掲げるいずれかの要件に該当する場合

- イ 他の会社等の議決権の総数に対する次に掲げる議決権の数の合計数の割合が百分の五十を超えていること。
 - (1) 自己の計算において所有している議決権
 - (2) 自己と出資、人事、資金、技術、取引等において緊密な関係があることにより自己の意思と同一の内容の議決権を行使すると認められる者が所有している議決権
 - (3) 自己の意思と同一の内容の議決権を行使することに同意している者が所有している議決権
- ロ 他の会社等の取締役会その他これに準ずる機関の構成員の総数に対する次に掲げる者の数の合計数の割合が百分の五十を超えていること。
 - (1) 自己の役員
 - (2) 自己の業務を執行する社員
 - (3) 自己の使用人
 - (4) (1)から(3)までに掲げる者であつた者

ハ 自己が他の会社等の重要な財務及び事業の方針の決定を支配する契約等が存在すること。

- ニ 他の会社等の資金調達額の総額に対する自己が行う融資の額の割合が百分の五十を超えていること。
- ホ その他自己が他の会社等の財務及び事業の方針の決定を支配していることが推測される事実が存在すること。
- 4 会社等及びその一若しくは二以上の子会社等又は当該会社等の一若しくは二以上の子会社等が財務及び事業の方針の決定を支配している他の会社等は、前二項の適用については、当該会社等の子会社等とみなす。
- 5 令第一条の二第六号ロに規定する内閣府令で定める割合は、百分の二十とする。

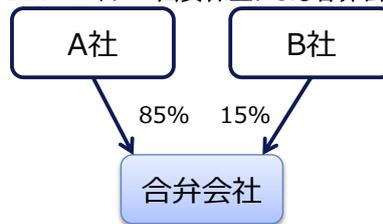
② 企業における課題意識

企業ヒアリング及び企業団体におけるアンケートからは、以下 a)～e) に示す課題意識を確認することができた。

a) 議決権保有比率20%未満の合弁会社株主による合弁会社への貸付

現行法上、自社の出資比率が20%未満の合弁会社に対する貸付は、貸金業法の適用対象となる。

図表 110 マイナー出資株主による合弁会社貸付



資料:NTTデータ経営研究所作成

例えばマイナー出資の合弁会社が国内にあるB社のケースでは、貸金業法の適用を回避するため、もう一方の合弁会社株主A社（50%超株主）が、必要額全額について合弁会社宛て貸付を行い、その上で、20%未満株主（B社）から裏保証を取り付けるといった対応をとっている。この場合、A社は、自社の与信枠を使用する必要が生じてしまい、また、裏保証の料率設定も決定が難しいといった問題がある。

また、マイナー出資の合弁会社が「海外」にあるケースでは、貸付のみを行うSPCを海外に設立し、当該SPCに貸付金と同額の資本金を送金し、SPCから貸し付けを実施しているケースがある。但し、この場合には、SPC運営コストを要するといった課題が生じている。

企業からは、「出資比率に応じた負担」という合弁会社の精神を踏まえ、同時同条件で、議決権比率に応じて貸付を行う場合については適用除外とするような対応を採ることができる様、改善のニーズが挙がっている。

b) 議決権保有比率40%未満の株主による出資先子会社への貸付

議決権保有比率40%未満の株主による出資先子会社への貸付についても貸金業法の対象となる。

例えば、M&A（売却）等によってグループ外となった企業に対して、買収企業側からの要請により6カ月程度のつなぎ融資を行う必要が生じることがある。しかし、現状、当該つなぎ融資は貸金業法の対象になってしまうため実施せず、実際には、金融機関宛に当該企業に対する「保証」を差入れて、金融機関から当該企業宛てに融資を行うといった対応をとっている。（もしくは資金提供を見送る）

しかし、現行の方法によると、借入は金融機関からの調達資金となってしまうため、グループ内の余剰資金を活用することはできない。

以上の様な状況を踏まえ、議決権保有比率40%未満の会社に対する融資、あるいは「関連会社」まで適用除外となる貸付の範囲を広げられる様、改善のニーズが挙がっている。

c) 貸金業者による議決権保有比率100%子会社への貸付

100%子会社宛ての貸付であっても、本業が「貸金業」に該当する場合には、貸金業法の適用を受けて、法定帳簿の作成や書面の事前交付等の必要が生じてしまう。そのため、機動的な親子ローンを実行できないといった問題が生じている。

d) その他の改善ニーズ

その他、以下の様なニーズが確認された。

- 合弁会社株主の100%子会社である金融子会社による合弁会社宛て貸付は貸金業法の適用対象となってしまうため、現状は合弁会社株主が貸付を実施している。しかし、金融子会社と業務が重複するため、コスト高となっている。
- 平成26年改正における「同一の会社等の集団」の範囲に含まれない持ち分法適用等の関係会社への貸付、平成26年改正において適用除外となった共同支配企業（20%以上出資かつ他の株主の同意有り）の子会社への貸付にかかわる問題が生じている。
- 貸金業法第2条で貸金業からの除外されている「物品の売買、運送、保管または売買の媒介を業とする者がその取引に付随して行うもの」の適用範囲の拡大・明確化が必要。

e) 外資企業の日本拠点設置における課題

第6章とも関連するが、外資企業へのヒアリングの結果、アジアにおける財

務拠点の設置国を検討する際、日本における設置については、特に貸金業法が大きな課題となって、見送りとなった旨のコメントがなされた例が見られた。

図表 111 外資系企業コメント内容

- シンガポールに財務拠点を設置する際、設立委員会を立ち上げ、幾つかのクライテリア(コスト・規制・法令・人材・地理的リスク・英語人材等)を設けて、日本を含む複数国を比較検討した。
- キャッシュプールの為に、グループ企業向け貸付を行うための非居住者預金口座を開設した際、日本では「貸金業のライセンスが必要」と言われ問題となった。
- 貸金業法は借り手の保護が法の目的でありグループ資金管理の問題とは別問題の筈であるにもかかわらず、問題となった。その後解決(法改正)に向かったと聞いたが、そもそも法の目的外であるし、是正対応までに時間がかかりすぎる。
- 貸金業の様な法律は、アジアでも日本とタイにしか存在しないと聞く。

③ 必要な対応

貸金業法におけるグループ会社間での資金貸借については、同法の主旨とも異なるものである。企業活動が複雑化し、合弁会社やグループ等での資金貸借の動きの高まり等を勘案し、法の主旨を害さない範囲で規制対象外としていくことが望ましいと考えられる。

第2項 国外規制

企業のグローバル化が進展すると、グループ企業間の国際的な資金授受も増加する他、グループ資金の効率的な活用や、投資資金の回収等のニーズも高まってくる。

しかしながら、国によっては、通貨規制や送金規制等の規制が厳格であり、また頻繁に変更される等の状況が見受けられるため、投資の際にも、当該国の市場あるいは生産拠点等としての魅力のみならず、当該国の規制内容や国毎の特性を見極めて対応していくことが必要となる。

特にアジア圏では、通貨危機以降、通貨に関連して厳しい規制を設けている国もあり、企業ヒアリングにおいて、課題があると認識している国として具体的に名前があがった数か国について、以下に主な規制内容を説明する。

(1) タイにおける規制

① 企業におけるタイの規制にかかわる課題認識の声

タイの規制にかかわる我が国企業の課題認識としては、海外との資金移動規制にかかわるものが中心となっており、具体的には図表 112 に示すような意見が寄せられた。

図表 112 タイ規制に対する企業意見

意見概要	企業からの意見・要望事項
CMS実施に支障となる貸金業及びそれに伴う要件/送金規制等	<ul style="list-style-type: none"> • CMSの効率的かつ円滑な構築・運営を図るには、以下の制度・規制につき、弾力的な運用または撤廃が望まれる。 <ul style="list-style-type: none"> ①外国人事業法に基づき、商務省による貸金業ライセンスの取得が必要(申請、審査、認可まで半年弱を要する) ②上記①の取得認可要件としてD/Eレシオ規制(7倍以下) ③特別事業税の賦課(直接資本関係のない場合、利息に対して3.3%) ④パーツの海外送金規制(不可)、円ドル等外貨送金時のタイ中銀による事前認可
貸金業認可要件/プーリング対象通貨/国外への資金集約に際しては、実際に資金送金の必要あり	<ul style="list-style-type: none"> • 貸金業ライセンスの取得認可要件として、D/Eレシオ規制(7倍以下)、プーリング可能通貨はタイパーツのみで外貨は不可能である。 • また、タイからタイ国外へ融資をする(資金を集約する)場合や外貨建ての契約とした場合は、実際に外貨を送金しなくてはならないとの規制が導入されており、グループ内で資金を融通する場合の制約条件の一つとなっている。

② タイにおける規制の内容

以下、タイ規制に対する企業意見で確認された、課題のある幾つかの規制について、当該規制の概要について説明する。

a) D/Eレシオ規制

タイ国では、商務省（以下、「MOC」）が管轄する外国人事業法が施行されており、外資過半企業はMOCから外国人許可を取得することが義務付けられている。同法では外資に対する規制業種が定められており、外国資本が総資本の50%以上の企業は、「外国企業」とみなされ、原則、3種の事業を営むことができないとされている。

外資過半企業による営業ができない事業として指定のある3事業のうち「第3種 外国人との競争力がまだついていない事業」については、サービス業全般が含まれており（但し省令で定められた業種は除く）、金融分野では証券売買仲介、代理業を除く事業が規制対象となっている。つまり、グループ会社向けファイナンスについてもこの規制の対象となっている。これらを外資過半企業が行う場合には、MOCやタイ投資委員会等の許可を得る必要があり、外国人事業法18条では、許可を得た外資企業が従うべき、D/Eレシオに対する条件を含む複数の条件について、MOC大臣が省令を公布する権限を有することが規定されている。

図表 113 タイ 外国人事業法

【外国人事業法18条】

MOC大臣は、外国人事業委員会の提言に基づいて、外国人事業許可証を取得したものが遵守すべき条件を規定する省令を公布する権限を有する。

- ①許可を受けた事業における借入金と資本金との比率(D/Eレシオ)
- ②タイ国内に居住すべき外国人取締役の人数
- ③最低資本金についてタイ国内に維持すべき金額と期間
- ④技術あるいは資産
- ⑤必要なその他の条件

ただし、D/Eレシオについては、「省令で定められる」と規定されているものの、実際には省令ではなく、日系事業者（外資過半企業）がMOCから発行される「外国人事業許可証」上にてD/Eレシオ（7倍まで）が規制されていることにより当該規制を受ける。

b) 貿易外取引規制の概要

下記の貿易外取引については、報告もしくは事前承認が必要となっている。

● 仕向送金(支払)

貿易外取引（保険、運輸など役務の提供に関する取引）の場合：パーツ建て・外貨建てとも原則自由となっているが、一部の資本取引についてはタイ中央銀行（以下、「BOT」）への事前通知や事前承認等が必要とされる。また、一部の資本取引額に上限が設けられている。なお、いずれの取引も送金の目的を示す書類を外国為替銀行に提出する必要がある。

ロイヤリティーおよび配当金の送金、借入金の返済、利益等の返還（清算に伴う資本金の返還、配当金・減資金の返還等）の場合：BOTの事前承認は不要。しかし、5万ドル以上の場合、外国為替取引を認可された者への為替取引書の提出が必要。

貸付金の送金の場合：タイ国外に居住する者への貸付金の送金は、外貨建てで、海外への親会社・子会社・関連会社向けに限り、BOTの事前承認は不要。但し5万ドル以上の場合、外国為替取引を認可された者への為替取引書の提出が必要。関連会社以外への貸付金の送金は、年間5,000万ドルが上限で、この上限を超える場合にはBOTの事前承認が必要。

● 被仕向送金(受取り)

パーツでの外国からの受け取りには制限はない。入金は公認銀行または外貨預金口座を通じて行うことができる。外国に旅行する者は、タイと国境を接する国に旅行する場合は200万パーツ、その他の国には5万パーツまでのタイパーツをタイから許可なく持ち出すことができる。

● 外国通貨の受け取り

輸出代金ではない5万ドル以上の受取がある会社は、外国為替銀行経由で、

BOTに為替取引書の様式で受け取りの報告をしなければならない。

(2) インドネシアにおける規制

① 企業におけるインドネシアの規制にかかわる課題認識の声

インドネシアの規制については、国外外貨建債務にかかわるヘッジ・流動性比率規制への課題認識が寄せられた。

図表 114 インドネシア規制に対する企業意見

意見概要	企業からの意見・要望事項
米ドル建会計・米ドル建債務における適合	<ul style="list-style-type: none"> 国外外貨建債務を保有する企業に対するヘッジ・流動性比率等の規制が導入されたが、米ドル建て会計を採用し、米ドル建て対外債務を保有する場合(会計上は「外貨」ではない)にも適合が求められる。
ヘッジ・流動性比率	<ul style="list-style-type: none"> 銀行以外からの外貨建て債務を保有する企業に対するヘッジ・流動性比率等の規制が導入されている。

② インドネシアにおける規制の内容

a) 外貨建て債務にかかわる規制概要

インドネシアでは、銀行を除く全てのインドネシア法人（非銀行会社）を対象として、インドネシア中央銀行がインドネシアルピア建て以外の外貨建て債務にかかわる新規則を発行した（平成26年10月29日公布、平成27年1月1日施行）。同規則では外貨建て対外債務について遵守すべき①ヘッジ比率、②流動性比率、③信用格付取得について定めている。

これは、民間部門の外貨建て対外債務が増大している状況を踏まえ、通貨リスクや流動性リスクを抑制したいという中央銀行の意向を受けて規定されたものである。

b) 規制内容:ヘッジ比率

平成25年10月、インドネシア中央銀行は、インドネシアルピアの為替変動を抑制するため、個人や法人による為替ヘッジ行為の規制開始計画を公表した。これによって、為替ヘッジを行う際には、ヘッジの前提となる経済活動が何であるかを文書に記載した上で、インドネシア中銀に提出することが求められることとなった。

また、外貨建対外債務を負う非銀行会社は、最低25%以上のヘッジ比率を保つことが求められている。つまり、外貨建て債務額が、外貨建資産額を上回っている場合、両者の差額の25%について、為替ヘッジ取引が求められる。但し、外貨建て売掛金は外貨建資産には算入しない。

同規定は、移行措置として平成27年1月1日から同年12月31日までは20%、平成28年1月1日より、25%が適用されることとなっている。

c) 規制内容:流動性比率

外貨建債務に対する外貨建て資産の割合について、平成28年1月1日より、70%以上とすることが求められる。

移行措置として、平成27年1月1日から12月31日までの期間は50%以上とされている。ここでの外貨建債務とは、各四半期末を基準日として、同日から3カ月以内に履行期を迎える債務を指す。

d) 規制内容:信用格付取得

外貨建対外債務を負う非銀行会社は、指定の格付機関よりBB相当以上の信用格付を取得することが求められる。

ただし、企業間信用（物品・サービスの受取の代りに海外サプライヤーから提供される信用債務）については、国際取引の促進のため、規制対象外とされている。

なお、上記規制に違反した場合、警告書の発行による行政罰が科されることとなっている（平成27年第3四半期～）。

(3) インドにおける規制

① 企業におけるインドの規制に係る課題認識の声

インドの規制については、国外資金調達及び国内資金調達に係る規制への課題認識が寄せられた。

図表 115 インド規制に対する企業意見

意見概要	企業からの意見・要望事項
国外資金調達の制約	<ul style="list-style-type: none"> 国外資金調達規制(ECB規制)については、親子融資の運転資金への充当も認められる等緩和の兆しもあるが、依然、借入期間の制約等があり柔軟性に乏しい。加えて、ローン番号取得等、中銀宛ての事務手続きが煩雑である。
国内資金調達の制約	<ul style="list-style-type: none"> インド国内借入(全インド法人が規制対象)についても、規制上、柔軟な短期借入が困難である。また投入した資本の回収(減資)も極めて困難である等、柔軟な資金施策を行うことができない。運転資金借入("Working Capital Demand Loan")は、BS上で確認できる運転資本を超えてはならないとの規制があり、運営上、多くの銀行は保守的に運転資本の80%までしか認めていない。"Short term loan"という別の融資スキームもあるが、ロールオーバーは2回までしか認められていない。根底にあるのは、赤字資金を銀行が安易に融資し、結果として銀行において不良債権化することへの懸念・備えと想像されるが、企業から見れば、銀行借入による資金対策の制約が大きい。

② インドにおける規制の内容

a) ECB規制

国外資金調達規制（ECB規制）は、インド内国企業が国外資金調達を行う際に遵守が求められる規制で、インド内資企業にも適用されている。

インド内国企業が国外資金調達を行う場合には、①事前に中央銀行に申請して承認を得る、②事前申請・承認が不要な自動認可方式をとる（但し、調達に際してローン番号を取得する必要があるため、そのための手続きは必要）のいずれかの方法を選択する。①の事前承認には時間を要するため、自動認可方式を採用することが一般的となっている。

事前認可方式の場合、貸出上限や期間・コスト・通貨等の制約がある。

図表 116 インド ECB その他規制

項目	規制内容
借手業種	<ul style="list-style-type: none"> 製造業、インフラ、ホテル、病院、ソフトウェア、その他サービス(教育研修・研究開発関連企業、インフラ産業支援企業)等
通貨	<ul style="list-style-type: none"> 外貨(JPY/USD/EURO) インドルピー(親子ローンのみ)
上限コスト	<ul style="list-style-type: none"> 3年以上5年以内6カ月ものLIBOR + 350bp 5年超6カ月ものLIBOR+500bp
平均借入期間	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル20M以下 3年以上 米ドル20M超 5年以上 ※平均借入期間の条件を満たしていれば期限前返済可能
資金使途	<ul style="list-style-type: none"> 原則、設備資金・インフラ開発資金 (25%以上出資親会社からの借入で製造業・インフラ・ホテル・病院・ソフトウェア業種の場合、運転資金も可)
貸出上限	1会計年度につき、 <ul style="list-style-type: none"> 一般・インフラ事業米ドル750M サービス米ドル200M

資料:BTMU Global Business Insight臨時増刊号AREA Report416「インド:ECB ポリシーの変更」(平成27年12月7日)
三菱東京UFJ銀行、「インドの投資環境」国際協力銀行(平成15年12月)等を参考としてNTT データ経営研究所作成

(4) その他国における規制

欧米における規制としては、海外送金に際して、AML関連の規制強化等にかかわる課題認識が示された。

図表 117 欧米規制に関わる課題事項

項目	海外送金において課題になっている事項
欧州規制にかかわる課題事項	<ul style="list-style-type: none"> • EMIR対応 (Timely Confirmation, Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution, Transaction Reporting) • 各金融機関とのISDA又は個別契約締結、LEI (Legal Entity Identifier) 番号の取得、維持、取引報告 • Double Taxation Relief適用時の英HM Revenue & Customs (HMRC) への確認 • Reliefを適用する場合、英国外金融機関(貸し手)は、HMRCからDouble Taxation Treatyパスポートナンバーを取得、HMRCに対するDouble Taxation Reliefの適用確認(オンラインでの確認レター発行)
米国規制にかかわる課題事項	<ul style="list-style-type: none"> • OFAC (Office of Foreign Asset Control: 米国財務省外国資産管理室) 規制に伴う、米国向け又は米ドル建て送金に対して、仕向(および経由)銀行による送金電文の受取人情報に関する確認作業が強化されており、以下事象が発生している。 • 受取人住所に国名、都市名を含めることが原則化。含めていない場合、1件毎に確認電話を受電返答。(例) NEW YORK × / NEW YORK USA ○、SINGAPORE × / SINGAPORE SINGAPORE ○ • (理由は明らかにされないことが多いが) 電文の一部(送金メッセージなど)にSDN (Specially Designated Nationals and blocked Persons) リストに抵触の疑いを持った場合、経由銀行より電文記載以上のこと(例えば、船籍、船名、航路等)までのヒアリングを受け、先方が納得しない限り、受取人に届かないケースが稀ながらあり、被仕向銀行と経由銀行と当方と当社契約部署の伝言リレーを繰り返すことがある。記載が必須の内容は、フォーマット上も個別の項目を立てて分かり易くするようフォーマット修正すべきではないか。

第3項 国際規制

国際規制としては、金融機関の健全性を維持するための規制であるバーゼルⅢの規制内容が、金融機関の運営に影響を及ぼす結果、間接的に企業のグローバル財務管理にも影響を及ぼす可能性が指摘されているため、説明する。

また、多国籍企業による各国の課税制度の違いを利用した租税回避行為等に対応するためのB E P Sプロジェクトの動向についても、今後、日本での税制(タックスヘイブン税制等)に影響があると考えられるため、その動向を概観する。

(1) バーゼルⅢ

① 規制の概要

バーゼルⅢは、昭和63年に公表された、銀行の自己資本比率に関する規制である「バーゼル合意（B I S規制）」、平成16年に公表された「バーゼルⅡ（新B I S規制）」に次ぐ、新たな枠組み（規制強化策）であり、平成24年末から段階的に導入し、平成31年から全面的に適用する予定となっている。また、国によってはバーゼルⅢのスケジュールを前倒ししたり、適用比率を修正したりして採用している場合もあるため、現時点における導入内容については国によって差が生じている状況である。

なお、バーゼルⅢは、①資本水準・質の向上、定量的な流動性規制、②金融機関の自己管理と監督体制の検証、③情報開示を通じた市場規律の活用 の「3本の柱」から成っており、今回、特に企業活動に影響を及ぼし得ると考えられる規制は①資本水準・質の向上、定量的な流動性規制にかかわる内容である。

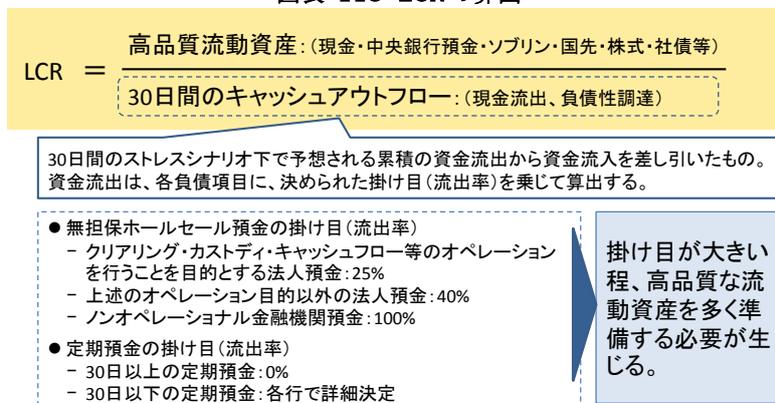
② 企業活動に影響を及ぼし得る新たなガイドライン

バーゼルⅢの規制のうち、企業活動に影響を及ぼす可能性があるのは、バーゼル3本の柱の「第1の柱」の以下の3つの指標である。各金融機関は、第1の柱の規定条件としてこれらの比率の算出及び水準維持を求められることとなる。

a) 流動性カバレッジレシオ (LCR=Liquidity Coverage Ratio)

短期流動性管理指標で、ストレス下でも市場から流動性を調達することができる高品質な流動資産を、30日間のストレス下におけるキャッシュアウトフロー以上(LCR100%以上)に保有することが求められる。

図表 118 LCRの算出

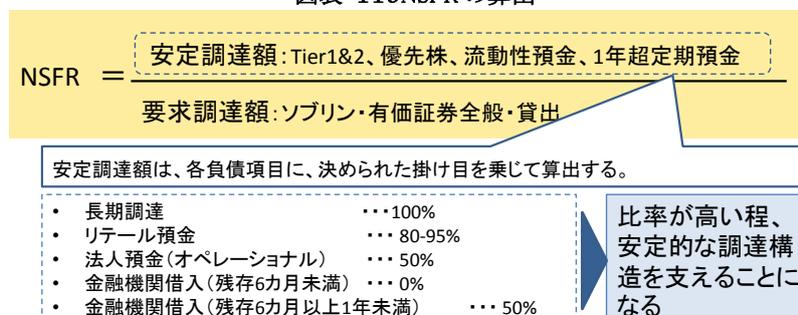


資料:「高度金融人材産学協議会平成27年度GCM分科会」第2回WG 香港上海銀行提供資料よりNTTデータ経営研究所作成

b) 安定調達比率(NSFR=Net stable funding ratio)

長期的な資金調達構造の安定性を図るための指標で、資金の運用調達のエクスポージャーの抑制、調達先集中の回避等を奨励する目的がある。

図表 119 NSFRの算出



資料:「高度金融人材産学協議会平成27年度GCM分科会」第2回WG 香港上海銀行提供資料よりNTTデータ経営研究所作成

c) レバレッジレシオ(Leverage Ratio)

自己資金に対する有利子負債の割合を示すもので、リスクウェイトに依存しない財務レバレッジの尺度を規制対象としている。

図表 120 LCRの算出

$$\text{Leveraged Ratio(3\%)} \geq \frac{\text{Tier1 Capital}}{\text{Non-Risk Weighted Assets}}$$

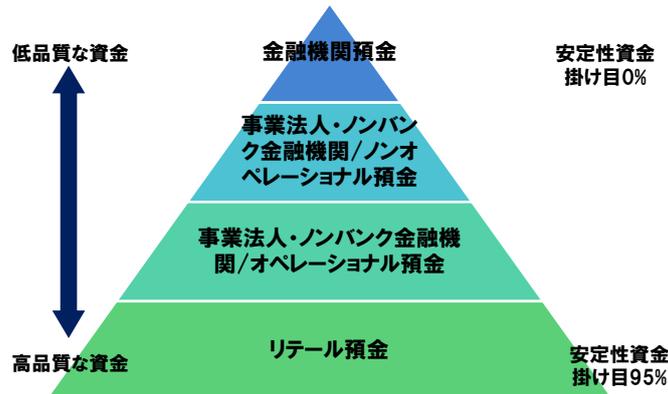
資料:「高度金融人材産学協議会平成27年度GCM分科会」第2回WG 香港上海銀行提供資料よりNTTデータ経営研究所作成

Non-Risk Weighted Assetsの計算上、ノーショナルプーリング(マルチエンティティ型)の資産・負債の相殺は認められないこととなっている。

③ 企業活動への影響の可能性

以上の通り、バーゼルⅢでは、預金の種類(預入人・期間・目的)によって預金の評価掛け目が異なっているため、金融機関にとっては、同じ資金でも預金の種類によって品質の高低が生じることとなる。

図表 121 バーゼルⅢ評価上の預金品質



資料:「高度金融人材産学協議会平成27年度GCM分科会」第2回WG 香港上海銀行資料よりNTTデータ経営研究所作成

そのため、各金融機関においては、バーゼルⅢの条件を満たす観点から、低品質な預金をできるだけ避け、高品質な預金を集めるニーズが高まると考えられる。

高度金融人材産学協議会GCM分科会では、以下のような影響が生じるのではないかという意見が提示された。

- 金融機関預金や、ノンオペレーショナル預金の評価が低いため、今後、中小金融機関のコルレス預金等、「低品質な資金」に対する影響が生じる可能性がある。
- 金融機関の法人預金獲得戦略へのインパクト（特にオペレーション口座の獲得の重要性が増す）の可能性がある
- 金融機関が金利選好の高い顧客向けのサービス拡充（流動性預金から、30日以上定期預金やMMF等へのシフト）を図る可能性がある。

④ 実際の影響

バーゼルⅢの影響が既に発生している事象等を確認したところ、以下のような意見が寄せられた。

- 自社のデリバティブ証拠金口座残高に対して、金融機関からチャージされることになった。
- すぐに邦銀まで含めて影響が出る可能性は低いものの、将来的に影響が出る可能性はある。（米銀は自国の方針に基づき、バーゼルのスケジュールを前倒しして適用しているため既に影響が生じ始めている。一方、日本を含むその他の国では、バーゼルのスケジュールに基づき同様の規制が適用されるため、米国より遅れて影響が出る⁴⁴⁾

⁴⁴ 例えば米国では、LCRの最低基準をバーゼルよりも2年前倒しで引き上げており、平成28年1月1日時点でバーゼルLCRが70%であるのに対して、米国LCR90%である。その他、キャッシュアウトフローの想定内容や適格流動資産に含まれる内容等の差異もある。

- 銀行によって、オペレーショナル/ノンオペレーショナルの区分にかかわる解釈や顧客へのアナウンスの仕方にバラつきがある。これは、バーゼルに明確な定義が無いことが要因で、区分方法としては例えば、一定期間における入金額累計、引出額累計、最低残高等で見ることがある。
- 以上の通り、バーゼルⅢは、あくまで金融機関に対する規制ではあるものの、企業の資金管理のあり方にも影響を及ぼすため、他の規制同様、その動向には留意が必要である。

(2) BEPS規制

① 規制の概要

BEPSは多国籍企業による租税回避の防止を目的として行動原則等を定めるもので、平成26年9月に公表された15のアクション・プランそれぞれについて、平成27年10月、OECDに「最終報告書」が提出され、11月にG20で公表された。今後は、最終報告書の提言内容に基づき、OECDモデル租税条約やOECD移転価格ガイドラインの改訂作業が進められるとともに、日本を含む各国における国内法上の制度整備が進められる見込みである。

② グローバル資金管理への影響が想定される最終報告書の内容

国内法は今後整備されていくため、実際の規定内容は現段階では不明である。そのため、あくまで「行動原則」としてとりまとめられた内容について記載する。

a) 行動13「移転価格文書化(多国籍企業の当局への報告制度)」

国別報告書、マスターファイル、ローカルファイルの3種類の報告書の提出義務付け。

b) 行動3「効果的なCFC税制(外国子会社合算税制)の構築」

合算課税対象が、「全所得」から「特定所得」となり、トリガー税率は高めに設定されることが想定されている。

c) 行動4「利子控除制限ルール」

現在の日本の過大支払利子税制では50%だが、最終報告では10～30%となっている。

③ 企業におけるBEPSへの対応状況・反応

企業側でのBEPSへの対応検討については、現状「取り掛かり始め」か「未検討」の段階である。そこで、上述のBEPSの最終報告書の内容に対して事業会社の財務担当者に意見を求めたところ、特に、行動3、行動4について以下のようなコメントを得た。

図表 122 BEPS に対する意見

対象となる行動原則	企業からの意見・要望事項
行動3	<ul style="list-style-type: none"> グローバルな財務拠点の置き方や資金集約の方法が一変する可能性もあるため、企業の声を反映して慎重に対応すべきではないか。
行動3・4	<ul style="list-style-type: none"> 税率をコントロールすることが難しい場合でも、「例外規定」の盛り込み方によって対応できる部分もあると考える。 行動3・4: 例外規定を設置しない場合には、拠点配置変更、オペレーション変更等につながる可能性が出てくるかもしれない。

第4項 各種規制に関わるニーズ・留意点

グローバルな財務管理の遂行に際して、影響を受ける規制は多い。

規制には、①企業の行動に直接的に制約を与えるもの②企業の行動自体には制約を与えないものの、コスト面で負担を与えるもの③同じく事務面で負担を与えるもの④企業を取り巻く者への規制により間接的に企業の行動に制約を与えるものが挙げられる。

図表 123 各種規制の分類

	企業の行動に直接的に制約を与えるもの	企業の行動自体には制約を与えないものの、コスト面で負担を与えるもの	企業の行動自体には制約を与えないものの、事務等の面で負担を与えるもの	企業を取り巻く者への規制により間接的に企業の行動に制約を与えるもの
国内規制	貸金業法		外国為替法	
海外規制	【タイ】D/E レシオ 【タイ】貿易外取引規制 【インドネシア】外貨建債務に関わる規制・ヘッジ比率 【インド】ECB規制		【タイ】貿易外取引規制 【インドネシア】信用格付取得	
国際規制		(BEPS)	(BEPS)	バーゼルⅢ

資料: NTTデータ経営研究所作成

これら規制に関わる企業のニーズ及び取組上の留意点としては以下の様な事項が挙げられる。

《企業におけるニーズ》

- 外為法は報告制度の改善が望まれている。ただし、企業側の事務変更に伴う負担等への留意が必要である。**

外国為替法や海外規制のいくつかの法は手続き面で企業に負担を与えていることから、法の目的を満たす範囲で改善が望まれる。特に外国為替法の様に、国際収支統計作成という目的においては、他の国も同様の目的で対応をとっており、それ

らとある程度の整合性を図った方が負担は減るものと考えられる。

ただし、既存の制度であるため、実務担当者側では既に現行法の事務手続きに慣れてしまっている側面もある。そのため、「事務変更負担」といった側面も考慮の上、改善検討をすることが望ましい。

- **貸金業法の適用除外対象範囲の拡大が望まれている。(合弁会社・40%未満出資子会社への貸付等)**

グループ企業の形態の多様化やグループ間取引の多様化、企業再編の増加等の状況を受けて、貸金業法の適用除外対象が十分ではなくなりつつある。そのため、現時点では、適用を回避するための代替策を検討する必要があり、改善が期待される。

《企業における留意点》

- **金融機関規制等周辺規制による影響を考慮する必要がある。**

また、これまでは企業を対象とした規制を見てきたものの、金融機関に対する規制が、その企業向けサービスに影響を及ぼし、その結果として企業の財務活動に間接的に影響を及ぼす可能性があることも留意が必要である。

- **海外規制・財務規制に留意する必要がある**

海外の通貨規制・財務規制等は、具体的にグループファイナンスや資金集約等、企業の財務活動に制約を与えており課題となっている。

グローバルの財務リスク管理や財務管理体制を検討していく際には、以上の様な国内外、及び国際的な各種規制による制約や負担があることを踏まえたうえで計画を立てる必要がある。

特にアジア圏では、規制が強い国も少なくないため、アジアに財務統括拠点を設置する場合に何を目的とし、その目的は、各種規制を踏まえても達成可能であるか否かはあらかじめ検討が必要である。

【参考】「決済業務等の高度化に関するワーキンググループ報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」について

- 「決済業務等の高度化に関するワーキンググループ」は、「我が国の決済サービスの高度化に対する要請の高まり等を踏まえ、決済及び関連する金融業務のあり方並びにこのそれらを支える基盤整備のあり方等について多角的に検討する」ことを目的として設けられた機関である。
- 平成27年12月、上記ワーキンググループは、同年7月以降の検討結果について「決済業務等の高度化に関するワーキンググループ報告～ 決済高度化に向けた戦略的取組み～」としてとりまとめており、同報告書の「ホールセール分野」の項目に、第4章第2節第1項で課題指摘をした、「貸金業規制」と「外為報告の合理化」に関する検討結果が記載されている。

決済高度化WGにおけるキャッシュマネジメント関連規制に関わる検討結果

	規制見直しの背景	規制見直しのニーズ	検討結果 (見直しが必要な内容)
貸金業規制に関わる検討	<ul style="list-style-type: none"> 企業グループ等がキャッシュマネジメントの高度化・国際化等を図るにあたって、企業グループ内での資金融通に関する貸金業規制の適用が制度的な障害要因となっているとの指摘がある。 こうした状況に対して、これまでも企業グループ内の貸付を貸金業の適用除外とし、その対象範囲の見直しを行う等、適宜対応を図ってきたところではある。 	金融子会社を活用したキャッシュマネジメント <ul style="list-style-type: none"> 金融子会社を企業グループ内のトレジャリーセンターとして位置づける動きが拡大する中、合併会社株主の100%子会社たる金融子会社から貸し付けを行うニーズが挙げられている。 	<ul style="list-style-type: none"> 実質的に親会社との経済的一体性が認められるため適用除外が適当と判断
		事業再編等に伴うつなぎ融資 <ul style="list-style-type: none"> 事業再編によりグループ企業を売却する場合に、当面の売却会社の資金繰りについて売却元が手当する「つなぎ融資」が条件となるケースがあり、こうした場合を適用除外にして欲しいとのニーズ 	<ul style="list-style-type: none"> 買収側企業では買収企業の資金繰りまで予定していないことが多い為、売却企業側のつなぎ融資提供の必要性については、実態があるため、規制の潜脱防止に留意しつつ、一定期間に限定して適用除外とすることが適当と判断
外為報告の合理化	<ul style="list-style-type: none"> 一定規模以上の対外支払いに対して、取引当事者となる企業は、外為法に基づき、財務大臣宛て報告書提出が義務付けられていることが企業の負担となっており、金融機関の送金業務との一体的な処理等について指摘がある。 但し外為法は国際収支統計作成や対外取引の実態把握を目的としていること、及び、事務を扱う日本銀行や報告書の提出に関わる金融機関の実務負担も考慮が必要である 	電子的な方法での報告拡大 <ul style="list-style-type: none"> 銀行経由の報告に際しては、紙ベースでの報告しか認められておらず、IB等での提出ができない 金融機関が企業を代行することも可能であるものの、作成・提出手続きに瑕疵があった場合に手続きを実施してしまい企業側に責任が発生する等の問題がある 	<ul style="list-style-type: none"> EB・FBによる銀行へのデータ送信を法令上の報告手続きとして位置づけると言う制度面の対応につき検討していくことが適当 電子的報告が可能である旨の周知を充実させること
		ネットिंगの趣旨から行われる資金移動の外為報告上の取扱の合理化 <ul style="list-style-type: none"> キャッシュマネジメントの為のグループ企業間の資金のやりとりについて、取引のそれぞれが外為報告の対象とされている。一定期間内に行われるものについてはネットिंगを認めて欲しい 	<ul style="list-style-type: none"> クロス報告の必要の程度と企業側の負担等の観点から、取扱の合理化の検討の必要がある 一括報告が可能であることを企業の多くが認識していない為、周知を充実させること

資料:「決済業務等の高度化に関するワーキンググループ報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」の内容をもとにNTTデータ経営研究所作成

第5章 資本効率目標実現のための財務予測・管理のあり方

第1節 財務予測

第1項 財務予測に関わる概要

企業活動において、将来を予測することは重要である。

従来、企業の財務予測は、「1つの将来」を予測するとの前提に基づき実施されてきた。しかしながら、実際の事業環境においては、必ずしも過去の延長線上にはなく、この不連続・不確実性の傾向は、企業のグローバル化、あるいは、当該企業がグローバル化していなくとも、経済環境自体のボーダーレス化（市場・競合関係等）に伴い、強まり続けている。

そこで、本章では、従来の伝統的な財務予測手法に加えて、「不確実なビジネス環境下」での財務予測手法について紹介する⁴⁵。

図表 124 財務予測手法とその前提

将来の姿	前提事項	対応する予測手法
1つの確実な将来	未来は従来延長戦上に1つあり、とるべき戦略は1つである	<ul style="list-style-type: none"> ● 比率分析 ● 外挿法 ● 相関モデル
	未来は1つであり、特別な者がそれを予測できる	<ul style="list-style-type: none"> ● デルファイ法
不確実な将来	未来は不確実で予測不可能であり、採るべき戦略はシナリオにより異なる	<ul style="list-style-type: none"> ● 感度分析(What if) ● シナリオ分析 ● シミュレーション

資料:「ファイナンシャル・マネジメント」ロバート・C・ピギンズ、「シナリオ・プランニング-戦略的思考と意思決定」キース・ヴァン・デル・ハイデン、「先進企業から学ぶ事業リスクマネジメント実践テキスト」(平成17年)経済産業省よりNTTデータ経営研究所作成

(1) 財務予測の種類

財務予測は、予測の対象によって、「財務諸表予測」「キャッシュフロー予測」「現金予算予測」⁴⁶に分類される。

① 財務諸表予測

予測期間末における企業の財務諸表を予想したものである。通常、将来の外部資金調達必要額を見積もるために活用されることが多い。

財務諸表の勘定毎の発生額をそのまま把握することが可能であるため、追加的な財務分析に活用しやすく、計画策定や信用力分析に適している。

② キャッシュフロー予測

将来の期間中の予想される全てのキャッシュインフローとキャッシュアウト

⁴⁵ 予測手法については、「ファイナンシャル・マネジメント」ロバート・C・ピギンズ、「シナリオ・プランニング-戦略的思考と意思決定」キース・ヴァン・デル・ハイデン、「先進企業から学ぶ事業リスクマネジメント実践テキスト」(平成17年)経済産業省を参考として記載。

⁴⁶ 「ファイナンシャルマネジメント」ロバート・C・ピギンズ(ダイヤモンド社)

フローの総計を一覧化して示すものである。キャッシュインの額から、キャッシュアウトの額を差し引いたものが、当該期間におけるキャッシュの増加分になり、この値がマイナスの場合は資金不足となる。ただし、財務諸表予測では、資金の過不足を示すのみではなく、資金調達力等のキャッシュフローに関連する情報も併せて提供することができるのに対して、キャッシュフロー予測では、各項目の変化額しか表現していないという課題はある。現金予測よりも幅広い視点で企業の事業をとらえている。

③ 現金予測(資金繰り表)

数カ月単位の期間内に期待される現金収入と現金支出のリストである。

キャッシュフロー予測同様、将来の現金不足や余剰を予測する目的で、現金収入、支出をまとめたものであり、短期的な資金繰りを管理するために、週次や日次で作成されることもある。短期的な予測及び管理に適している。

(2) 不確実性を考慮しない将来の予測手法

不確実性を考慮しない(将来は過去からの延長線上にあるという前提に基づく)予測手法として、比率分析、外挿法、相関モデル法、デルファイ法が挙げられる。

① 比率分析

財務諸表の多くの項目は売上に連動して発生しているため、売上高に対する比率を用いて、それら勘定科目に関わる残高を推計することができる。また、売上に連動しない固定資産や費用等の幾つかの項目については、別途調整を行うことで、全体の財務諸表を予測する。この予測結果に基づき、外部資金調達の必要額を見積もることができる。

《比率分析の進め方》

- 過去データに基づき、財務諸表のうち、売上高に比例して連動している項目を抽出する。
- 売上高の予測をする。
- 売上高に連動している項目の残高を推計する。
- 売上高に連動しない要素については別途調整が必要となる。

② 外挿法

過去の時系列データを基礎として、未来を予測する手法。統計的に予測が可能だが、事業環境の構造的変化に対応できないという課題がある。

《外挿法の進め方》

- 時系列データを収集する。
- 当該実績データをプロットする。
- プロットデータから、近似線を描く。
 - ✓ 近似線の求め方には、目線で近似直線を描く「スキャッター・チャート法」、業務量が最高と最低の線を結ぶ「高低点法」、統計的に近似直線/近似曲線を

描く「最小二乗法」等が挙げられる。

- 近似直線に基づき将来を予測する。

③ 相関モデル法

財務諸表の勘定科目間の相関関係・相似性を分析して、将来を予測する手法。外挿法が一つの科目の時系列データから将来を予測するのに対して、相関モデル法では、2以上の科目の関係に着目する点が異なる。

④ デルファイ法

多数の専門家に同一のアンケート調査を繰り返し、回答者の意見を収斂させる手法。主観的、直観的に明快な予測が可能であるが、専門家のバイアスが強く現れる可能性もある。

(3) 不確実性を考慮した将来の予測手法

不確実性を考慮した将来（将来は不連続で過去からの延長線上にはない）を前提とした予測手法として、感度分析、シナリオ分析、モンテカルロシミュレーションが挙げられる。

① 感度分析(What-if 分析)

勘定科目のある要素を変動させた場合に、それに対して、他の要素がどのような様に変化するかを分析する方法。予測財務諸表を作成する基礎となる仮定を変更してみて、予測がどのように変化するかを観察する。

感度分析では、生じうる可能性のある結果の範囲を示すことができ、また、より重大な影響を及ぼす要素とそうではない要素を峻別することもできる。

② シナリオ分析

シナリオ分析は、補完的な影響まで考慮した一連のシナリオを描く方法である。

例えば売上高の減少を想定する場合には、当初は在庫高の増加として現れるが、その後販売量増加を維持するために販売価格を下げ、結果として利益率が低下する、という様に、シナリオ分析では一度に一つだけの仮定を操作するのではなく、視野を広げて、ある経済事象に対して、複数の仮定がどのように変化するかを予測する手法である。

《シナリオ分析の進め方》

- 検討すべき課題を設定する。
- 当該課題に対する外部環境データを収集・分析する。
- 外部環境データから重要と考えられる変動要素を抽出し、因果関係をもとにパターンを推定する。
- 変動要素の因果関係から全体のシナリオを策定する。
- シナリオ別に戦略オプションを設定する。

③ モンテカルロシミュレーション

モンテカルロシミュレーションとはシミュレーションや数値計算に乱数を用いて行う手法の総称である。感度分析やシナリオ分析とは異なり、特に複雑な計算式を伴うため、コンピュータを活用して実施することが多い。

シミュレーションの手順としては、まず、その予測における不確実な要素を確率変数として捉えし、各変数の取り得る値とそれぞれの値の起こる確率（確率分布）を明らかにする（あるいは仮定する）。次に、その確率分布に基づいて、系統的に乱数を発生させて、それぞれの変数を選択させる。こうして得られた数値に基づく予測財務諸表を計算させ、これを繰り返すことで、何組もの予測財務諸表ができる。

シミュレーションの結果は、こうした沢山の予測財務諸表をまとめた一つの表、あるいは、各値の発生度数をグラフ化した形で示される。

モンテカルロシミュレーションには全ての不確実な入力変数を一度に変化させることが可能という利点があるものの、以下の2つの理由により、「結果の解釈が困難」という問題が生じる。

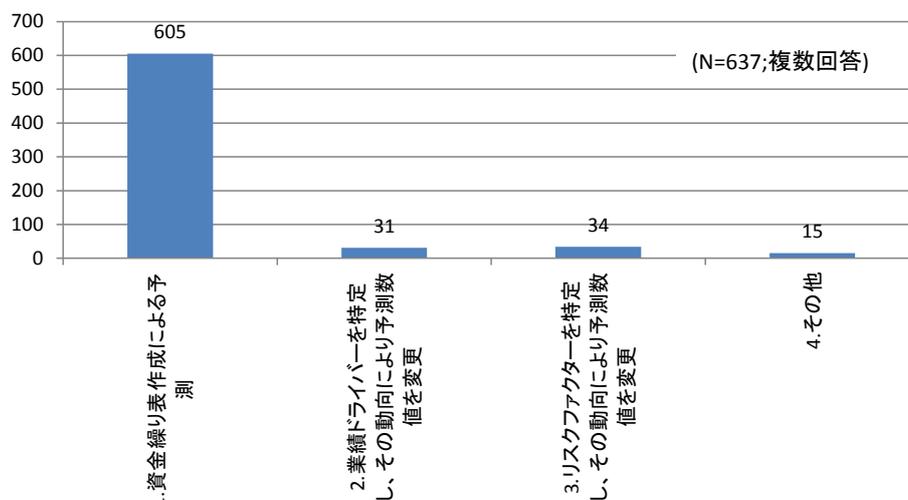
- 多くの経営者が将来の事象を確率として捉えることに慣れていないこと
- 計画策定プロセスのほとんどをコンピュータが実施してしまうため、多くの場合において、その結果を見るのみとなってしまう、結果に対して洞察を加えることが難しくなる可能性がある

第2項 財務予測に関わる取組実態

(1) 3カ月程度の資金繰り予想

平成27年度アンケート調査によると、企業における3カ月後程度の資金繰り予測の方法としては、「資金繰り表作成による予測」が圧倒的に多く約95%の企業が採用している。その他、業績ドライバーやリスクファクターに基づく予測は、それぞれ5%程度が採用しているに留まっている。

図表 125 3か月程度の資金繰り予測方法



第3項 財務予測に関わる課題と留意点

財務予測については、多くの企業が資金繰り表による管理をしている。

企業ヒアリングの結果、戦略リスクを考慮する場合や新規投資を行う場合等の財務予測については、シナリオ分析により、中立ケース、楽観ケース、悲観ケース等で財務予測を実施しているケースが確認できた。また、シナリオ分析を実行する際、一部の科目については、比率分析や外挿法、相関モデル法等の「不確実性を考慮しない将来の予測方法」を採用して算出し、その結果と併せて採用しているケースが確認された。なお、モンテカルロシミュレーションまで実施しているケースは多くない。

シナリオ分析は、前提の変化によって複数項目への影響を考慮することから、前提条件の設定によって大幅に数値が変動し得る可能性がある。しかしながら、採用したシナリオが妥当か否かの判断が難しく、その分析結果の解釈においては留意が必要である。

第2節 財務管理(管理会計)

第1項 財務管理に関わる概要

経営指標は、全社としての目標値が掲げられるものの、それは個別の事業部門の活動の積み重なりによって実現されるものである。そのため、経営指標を如何にそれらの事業部門等の現場まで落とし込んでいくかは、経営指標実現に向けて重要な課題である。

本章では、現場に適用する指標を策定する方法として、ABC分析とバランスト・スコア・カード(BSC)、CVP分析といった管理会計手法について説明する。

(1) ABC分析

ABC分析とは、間接費を活動（activity）と呼ばれる基準で分解して配賦する考え方である。

従来の原価計算では、製品ごとに「直接原価」を紐づけることはできても、「間接費」を適切に配賦することが難しく、正確な製造原価を把握することができなかった。

そうした問題を解決するため、「間接費」を製品に紐づける方法として、「間接費」を活動ベースに分解するという方法が考えられたものである。活動ベースに間接費を分解した後は、実際に発生した間接費を「活動」に配賦し、活動回数等によって配賦された間接費を製品別に集計することで原価計算に反映することとなる。

《実務に適用する場合の課題》

① コスト・ドライバの測定の負担が過大

ABC分析で間接費を配賦する場合、毎日どの活動にどの程度の時間を要したかを記録し続けなければならない。また、活動時間の単位を細かくしても、計算結果がそれほど改善される訳ではない。

② 全てのコストを配賦しようとし、共通コストとしての概念が薄れる

可能な限りの間接費用を原価計算対象に配賦するのが基本的な考え方ではあるが、これによって、個別商品毎の利益が厳密に管理されてしまうことになり、ある商品が減収となっても、他の商品の増益で間接費分をカバーする等の共通コストとしての概念が薄れてしまうことになり、全ての製商品が、厳密に赤字であり続けることを求めることになってしまう。

③ 配賦の本来の意味

本来、間接費を部門毎に配賦するのは、間接部門が自らは回収できないため、収益部門に回収を委ねることが目的である。この意味に立ち返れば、複雑で厳密な配賦をしなくても政策的な配賦でも構わないのではないかと、という考え方もある。

(2) バランスト・スコア・カード(BSC)

企業としての目標となる財務的指標を実際の業務で達成させていくために、「財務の視点」「顧客の視点」「業務プロセスの視点」「学習と成長の視点」から、評価指標を設定する方法である。

目標となる財務指標を達成するために、まずは収益源たる「顧客」が誰で、何を提供するかを検討する。その上で、その提供に関わる「業務プロセス」（提供コストにつながる）を検討する。そして、「学習と成長」において、実際にそれらを担う従業員がどうあるべきか、求められる知識やスキル等を検討する。そして、それぞれの4つの視点に対して業績指標(KPI)を設定する。

《実務に適用する場合の課題》

① 全社目標とBSCのKPIとの間の整合性の欠如

BSCでは、全ての個別の事業部門が、直接的に財務指標そのものをコントロールする活動を行うことは難しいと考え、4つの視点に基づくブレークダウンによって、企業が目標とする経営指標を各事業部門における具体的な活動目標(KPI)に結び付けていく方法である。

但し、実際のKPIを部署単位で設定する場合、大企業等においては、KPIの方向性が全社の目標とずれてしまう課題等が指摘されている⁴⁷。

② KPIの絞り込みの欠如

BSCでは、限られた経営資源で何をして何をしないかを決定していくことが重要であるが、財務的指標に直接的に結びついている明確な指標はあまりないため、多くのKPIを抽出しすぎてしまう懸念がある。

③ パフォーマンス・ドライバの設定の適切さ

BSCの成果を評価するには、「成果尺度」と「パフォーマンス・ドライバ」がある。

- ・ 成果尺度：直接的に成果を測定するKPIで事後的に計測されるもの。
- ・ パフォーマンス・ドライバ：「成果」をもたらすために「何をしたら良いか」を示すKPI。事前に測定されるKPI。

成果尺度は、自社の経営方針によって決定されるものの、パフォーマンス・ドライバは企業自らが探し出すしかないが、設定したパフォーマンス・ドライバが必ずしも売上に結びつくとは限らないという課題がある。

そこで、パフォーマンス・ドライバが適切か否かを検証するために、パフォーマンス・ドライバの変化に対する成果尺度の反応を感度分析することが考えられる。ただし、こうした経験値をデータとして蓄積するためには時間がかかり、その間に人事異動等、社内の状況も変動するため、容易ではない。

(3) CVP分析

原価・営業量・利益 (Cost/Volume/Profit)の相関関係を分析する手法であり、企業において、損益が分岐する点を知るための手法である。

費用には、売上の増減にかかわらず固定額が必要となるもの(固定費)と、売上に連動して変動する費用(変動費)がある。そこで、一定の操業度(もしくは売上)の場合の固定費・変動費を足し合わせた総費用と、売上を一つのグラフ上に示すと、総費用・売上の交点が、損益がゼロとなる「損益分岐点」となり、分岐点よりも右側、売上線と総費用線の差分が、当該操業度における「利益」となり、分岐点より

⁴⁷ 「バランスト・スコアカード-戦略経営への変革」ロバート・S・キャプラン(生産性出版)

左側では、総費用と売上の差分が「損失」となる。

ただし、CVP分析では、製造数と販売数が同じであることを前提としており、売れ残りを想定していない点で実態とずれる面がある点に留意が必要である。

第2項 財務管理に関わる取組実態

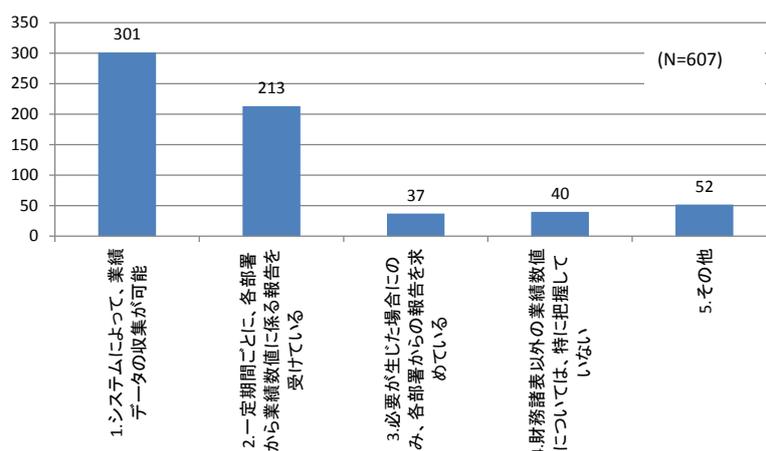
財務管理の実施状況について、平成27年度アンケート調査にて確認した結果を記載する。

(1) 財務部門における期中の業績把握

まず、財務部門における期中の業績把握状況については、約5割の企業が、システムによってデータ収集が可能な状況であり、更に約3割強の企業が各部署から一定期間毎の報告を受けている。

但し、必要が生じた場合のみ報告を受けている企業や、財務以外の業績数値については把握していないという企業も、それぞれ数%ずつ存在している。

図表 126 財務部門における期中の業績把握状況

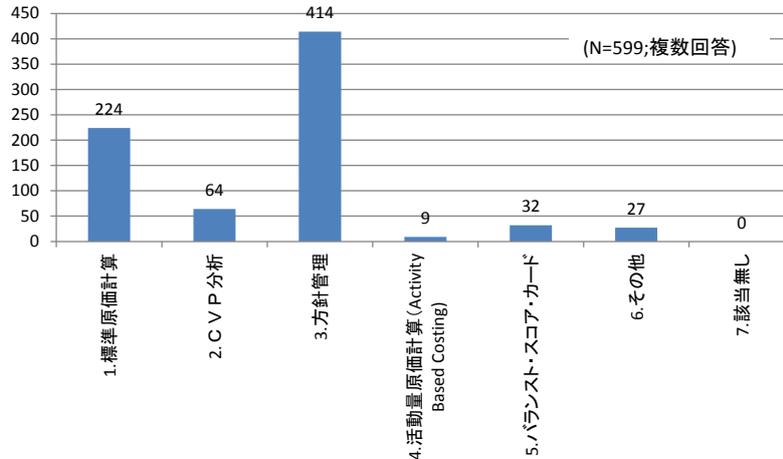


(2) 予算・経営目標を現場に落とし込むために活用している手法

次に、予算・経営目標を現場の目標・管理指標に落とし込む場合に活用している方法については、「方針管理」が圧倒的に多く、7割弱の企業が採用しており、続いて「標準原価計算」を4割弱の企業が採用している。

「バランスト・スコア・カード」や「活動量原価計算(ABC)」は、数%程度の採用に留まっている。

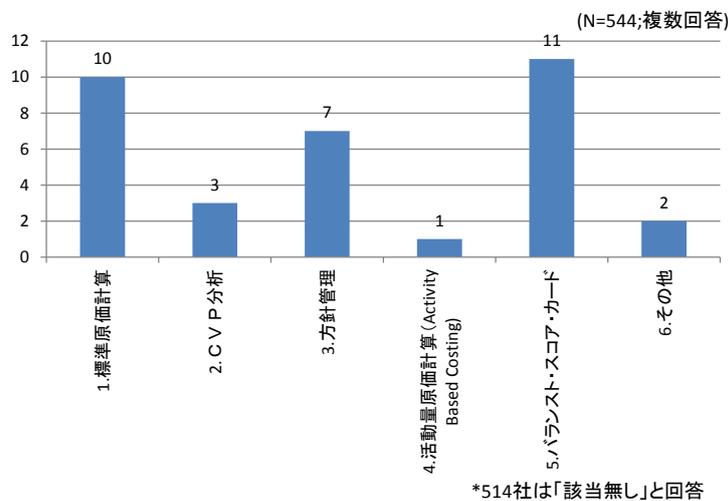
図表 127 予算・経営目標を現場に落とし込むために活用している手法



(3) 使用を取りやめた手法

また、かつて採用していたものの、使用を止めた手法についても確認したところ、バランスト・スコア・カード、標準原価計算、方針管理の回答が多かった。方針管理や標準原価計算については、採用企業数に対する、使用を中止した企業の割合は5%未満に留まるものの、バランスト・スコア・カードについては採用企業数32社に対して11社が中止しており、運用していく上での課題が大きいと想定される。

図表 128 使用を取りやめた手法

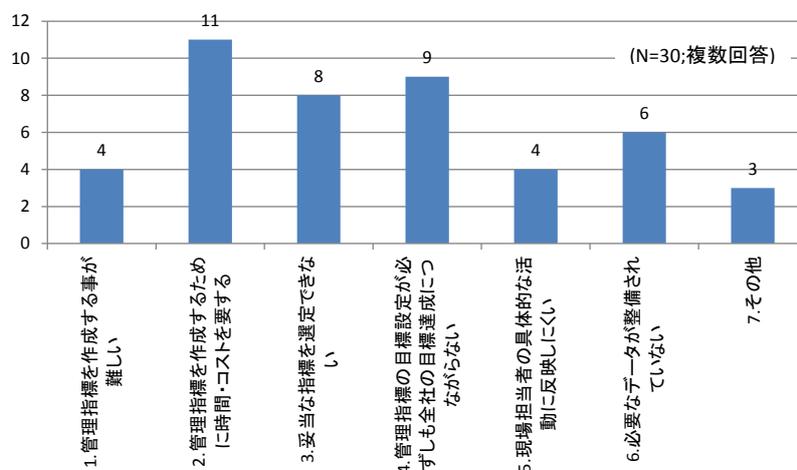


(4) 使用を取りやめた理由

「使用を取りやめた」と回答した指標について、取りやめた理由を確認した（図表 129）。その結果、「管理指標を作成するために時間・コストを要する」「管理指標の目標設定が必ずしも全社の目標達成につながらない」「妥当な指標を選定できない」等の課題が多いものの、突出した項目はない。

また、使用を取りやめた指標ごとに見ても、特定の中止理由への傾り等は見られなかった。

図表 129使用を取りやめた理由



第3項 財務管理の課題と留意点

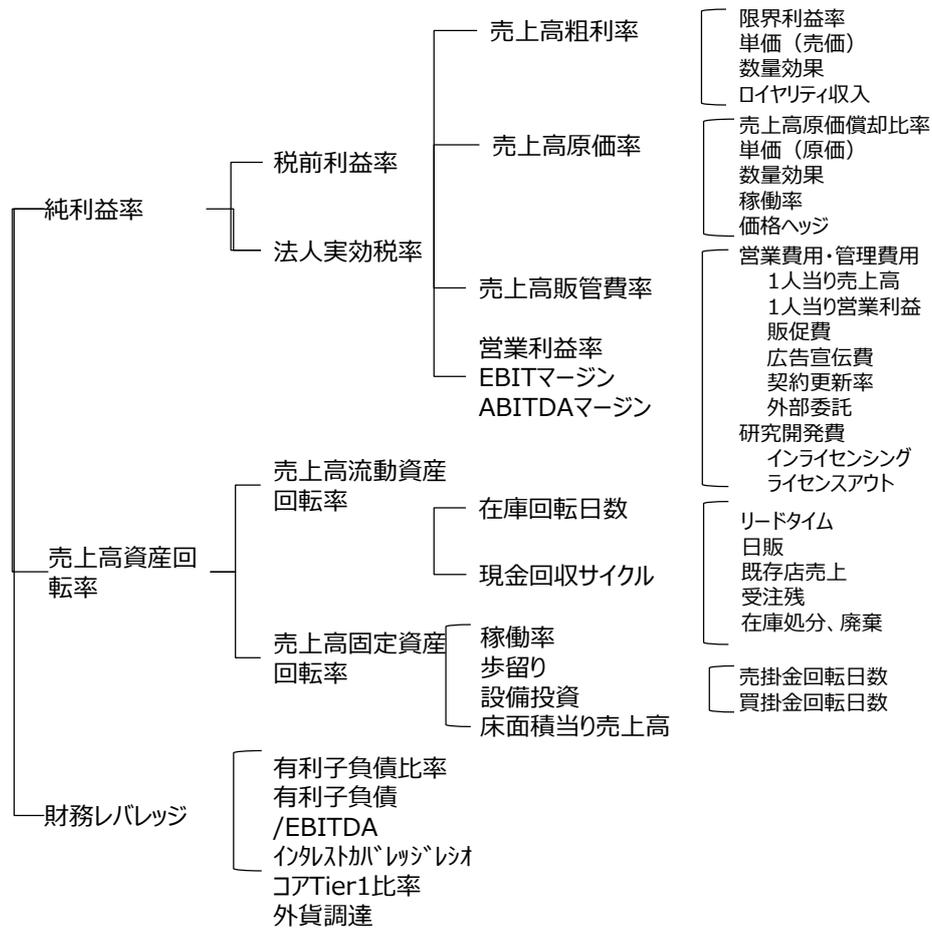
- 財務管理手法の分かり易さ

財務管理手法はいくつか存在しているものの、実際に導入されているものは、従前から取組が進んでいた方針管理や標準原価計算が中心となっており、あまり複雑な手法は、管理指標作成のための時間を要し、経営指標との相関が曖昧になる等の課題が生じている。そのため、管理方法としてはある程度のシンプルさが求められる。

- 現場への目標の落とし込み手法(ROEの分解例)

企業ヒアリングでは、事業・部門別の売上や営業利益等を目標値として落とし込み、そのうえで、当該目標を実現するための具体策については各部署で検討しているという企業が多かった。実務で使用されているこうした方法は、図表130の様な経営指標の分解をしていくことによって適用することができる。

図表 130 ROEの分解例



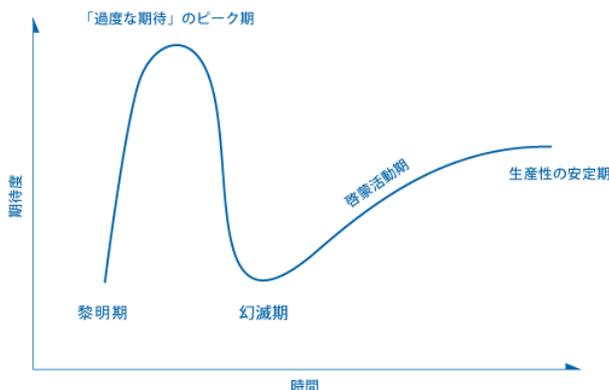
資料:「持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築-」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書(平成26年8月)よりNTTデータ経営研究所作成

第3節 財務予測・管理におけるIoT・ビッグデータの活用可能性

第1項 先進技術の動向

本項では、まず、IoTやビッグデータといった技術について、ガートナー社の公表している「ハイプサイクル」を基に、それら技術の現状及び今後の見込みについて整理する。ガートナー社の「ハイプサイクル」は、技術分野における新たな動向について、技術の成熟度や採用までの年数等を整理したもので、企業における先進技術のポートフォリオの策定の際に考慮すべきトレンドを業種横断的に示したものであり、実際に多く参照されている。

図表 131 ガートナー社ハイプサイクル



資料:ガートナー社ウェブサイト「リサーチメソドロジー:ハイプサイクル」https://www.gartner.co.jp/resEaRch/methodologies/resEaRch_hype.php

図表 132 ハイプサイクル各フェーズの説明

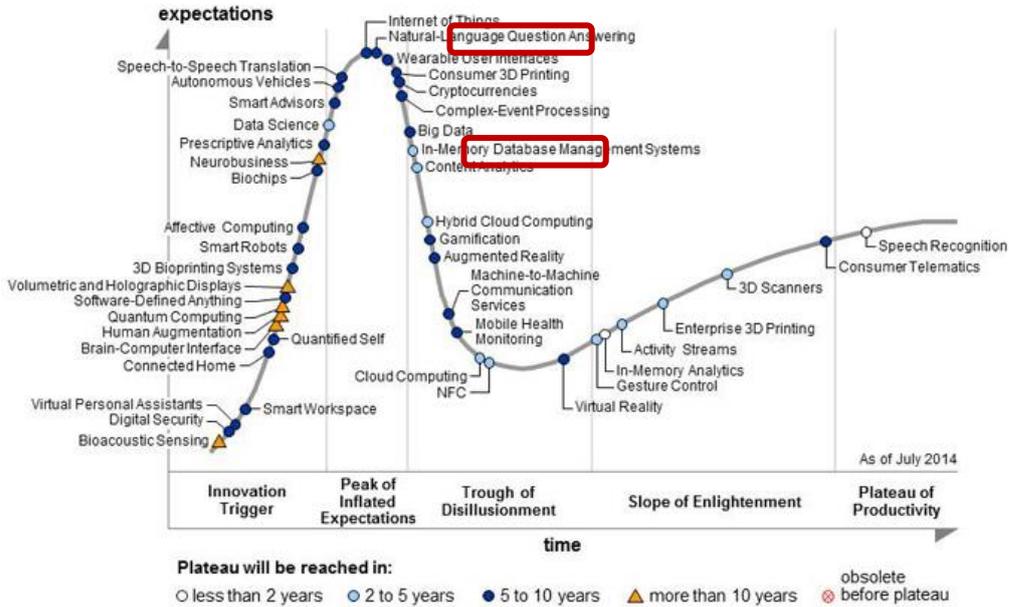
フェーズ	各フェーズの説明
黎明期 Innovation Trigger	新規技術としての潜在的な可能性への期待から、世間から大きな注目を浴びる。まだ実用レベルの製品が存在していないことが多く、ビジネス面での存続性は証明されていない状況。
「過度な期待」のピーク期 Peak of inflated expectations	高い話題性の初期段階では、成功事例が多く報道される一方で失敗事例も多く存在する。一部の企業は、この段階で行動を起こすものの、多くの企業は静観している。
幻滅期 Trough Disillusionment	実際の導入が行われない等、結果が出せないと脅威が失われ、ベンダーの淘汰や消滅が進む。残ったベンダーが製品改善を図り、早期採用企業がそれに満足した場合に投資が継続される。
啓蒙活動期 Slope of Enlightenment	新規技術による企業メリットの実例が増え具体化していくとともに理解も広がる。パイロットに投資する企業数は増えるものの保守的な企業はまだ静観している。
生産性の安定期 Plateau of Productivity	主流の採用が始まり、ベンダーの実行能力を評価する基準も明確に定義される。技術の市場での広範な適用が明確な便益をもたらす。

資料:ガートナー社ウェブサイト「リサーチメソドロジー:ハイプサイクル」より NTT データ経営研究所作成
https://www.gartner.co.jp/resEaRch/methodologies/resEaRch_hype.php

ガートナー社の平成26年ハイプサイクルによると、「ビッグデータ」は「期待のピーク期」から「幻滅期」に移行する間あたりに位置していたものの、平成27年ハイプサイクルでは、ハイプサイクル上から「ビッグデータ」という項目が消えており、これはビッグデータが「実用段階」に入ったことを意味している。

一方で、「IoT」については、平成26年、平成27年とも「過度な期待のピーク期」に属している。

図表 133 ガートナー社による平成26年ハイプサイクル



資料:ガートナー「先進テクノロジーのハイプサイクル 2014」(平成26年)

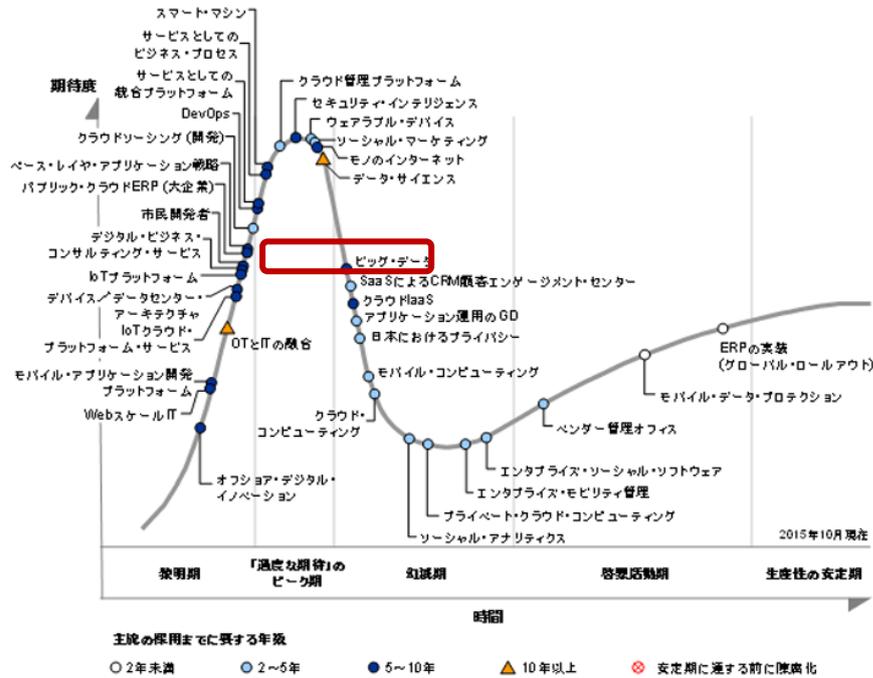
図表 134 ガートナー社による平成27年ハイプサイクル



資料:ガートナー「先進テクノロジーのハイプサイクル 2015」(平成27年)

但し、平成27年の「日本におけるハイプサイクル」では、「ビッグデータ」のフェーズは、未だ「幻滅期」にあり、今後5～10年程度で成熟するものとみられている。IoTについてはグローバルの動向と同様の動きである。

図表 135 我が国における平成 27 年ハイプサイクル



資料:ガートナー「日本におけるテクノロジーのハイプサイクル 2015」(2015年)

では、こうしたビッグデータの導入により、企業活動にどのような影響がもたらされているだろうか。

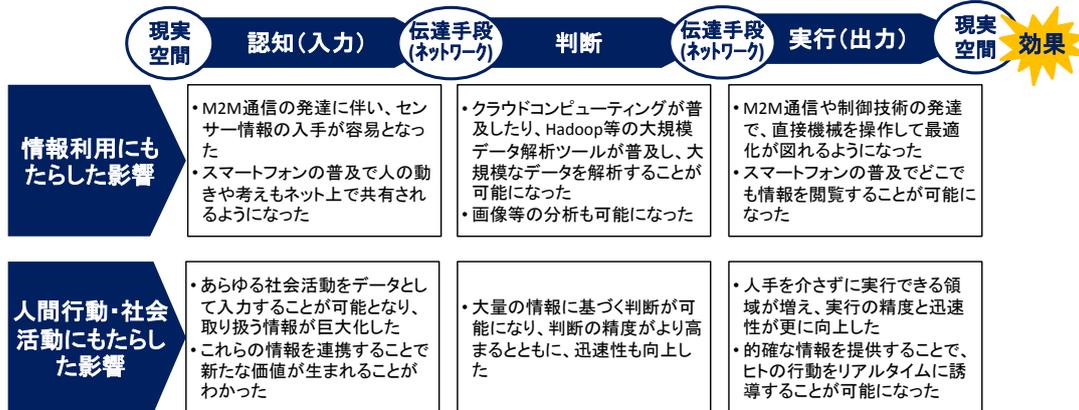
図表 136 は、ビッグデータの活用など ICT の高度化が認知・判断・実行にどのように影響するかを示したものである。

自動認識や制御技術といった M2M⁴⁸通信の発達により、人手を介さずにデータの入手（「認知」の向上）や「実行」の最適化が可能となったほか、大規模データ解析ツールの普及により、より実数に近い大量のデータが分析可能となった。その結果として、「判断」の迅速化及び精度向上が図られ、従来は分析対象外であったデータからも新たな価値を見いだすことが可能となっている。

また、データの解析の高度化については、上述の他、人工知能や機械学習等の分析技術の進展も寄与しているものと考えられる。

⁴⁸ 機械と機械が通信ネットワークを介して互いに情報をやりとりすることにより、自律的に高度な制御や動作を行うこと

図表 136 ビッグデータがもたらした影響



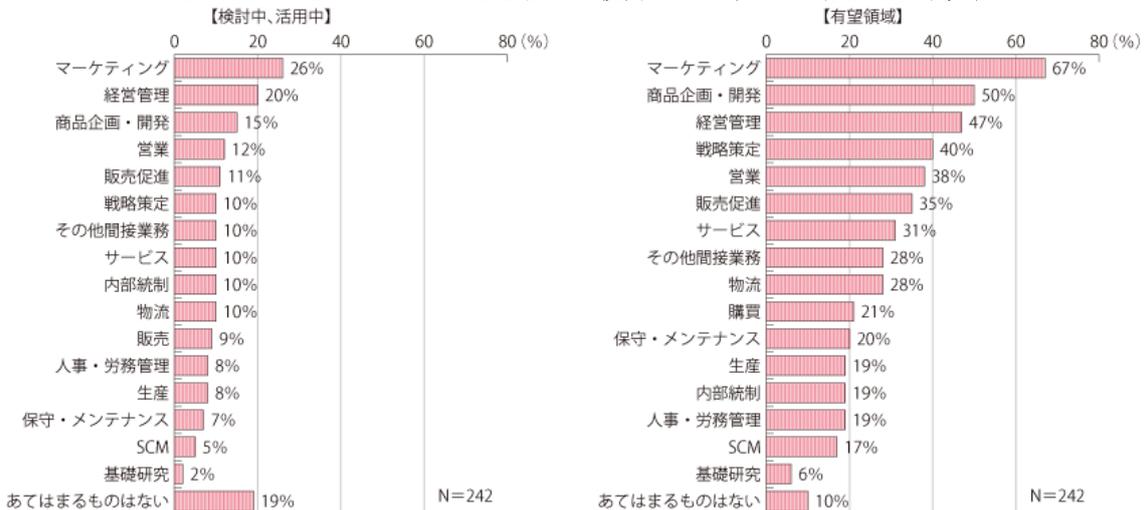
資料: 総務省「ICT分野の革新が我が国社会経済システムに及ぼすインパクトに係る調査研究」(平成25年)よりNTTデータ経営研究所作成

第2項 ビッグデータの活用状況

我が国におけるビッグデータの活用状況について整理する。

平成25年度「情報通信白書」(総務省)によると、ビッグデータを既に活用している、または活用を検討している企業において、活用中もしくは活用を検討中の領域は、マーケティングや経営管理が上位となっているものの、多岐の領域に広がっている。

図表 137 ビッグデータを活用する(活用を検討している、活用が有望である)領域



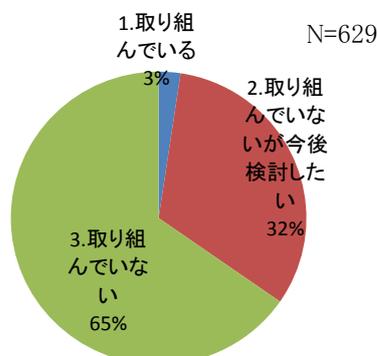
資料: 平成25年度「情報通信白書」(総務省)

(1) 財務予測・財務管理に関わるビッグデータの活用意向

上述の調査では「財務」という項目が無いため、平成27年度アンケート調査では、財務領域に関わるビッグデータの活用状況・関心を調査した。財務予測・財務管理に関わるビッグデータの活用状況については、「取り組んでいる」企業は3%

に留まっている。

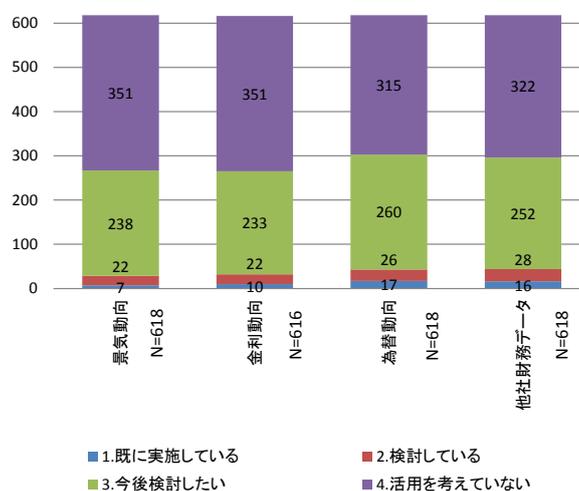
図表 138 財務予測・財務管理に係るビッグデータの活用意向



(2) 外部指標に関わるビッグデータの活用意向

また、財務指標や財務リスク等との関連が強いと想定される外部指標に関わるビッグデータの活用については、いずれの項目についても、実施・検討している企業はごく僅かにとどまっている。しかし、活用に対する関心は高く、4割程度の企業が、これらの指標にビッグデータを活用していくことについて「今後検討したい」と回答している。

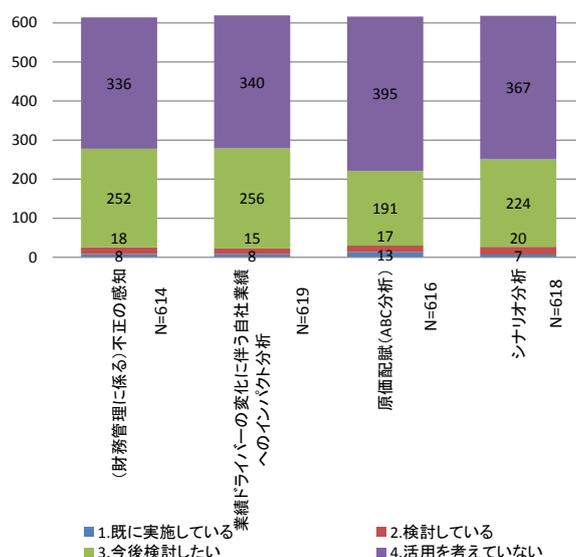
図表 139 外部指標に係るビッグデータの活用状況・関心



(3) 財務予測・管理会計に関わるビッグデータの活用意向

次に、財務予測・管理会計に係わるビッグデータ活用への関心についても確認をとった。「不正の感知」や「業績へのインパクト分析」については、外部指標同様、約4割の企業が「今後検討したい」と回答。シナリオ分析やABC分析への活用については、その割合が若干下がっている。

図表 140 財務予測・管理会計に係るビッグデータの活用状況・関心



以上の通り、財務部門におけるビッグデータの活用については、「今後の検討」に対する関心はあるものの、実際に導入している企業は少ない。

第3項 有識者ヒアリング

ビッグデータ及びデータ解析に関わる有識者に、財務部門に係わるビッグデータ活用の状況と、導入における課題点についてヒアリングを実施した。

その結果、財務部門におけるビッグデータ（あるいは統計的手法）の活用が限定的である点については有識者も同様の認識である。

財務部門での活用が進みにくい理由は、図表 141 の有識者Bの説明にある通り、「財務諸表を構成する各科目が、それぞれ複数の事業活動の結果を収集・合算したものであること」が挙げられる。事業活動とその結果を示す数値との関係は、それぞれ異なるロジックが存在していることが多く、例えばある勘定科目について、モンテカルロシミュレーション等を使用して推計することが考えられる。しかし、別の勘定科目では、それほど変動が無いものもあり、一律的なモデルはあてはめにくい。このように、財務に関わるビッグデータの活用は、個別の企業活動と財務項目との関連を一つずつ扱っていく様な取組になってしまうため、進みにくいと考えられる。

また、有識者Aが述べている通り、財務データ分析を高度化した場合の具体的な効果が見えにくく、且つ、データ分析に必要となると想定される元データは、財務ではなく、各事業部門が保有していることが多いことも、推進のしにくさにつながっていると想定される。

図表 141 ビッグデータの財務分野への適用:有識者コメント

	有識者A	有識者B
データ活用 の状況	実際にデータ分析をできているのは0.1%にも満たないレベル。	クラウド管理・マーケティング・管理会計・開発・リスク管理等、 <u>極めて広範な分野でデータ活用がなされている。</u>
適した 分野・業種	データの種類・数が簡単に手に入る分野 ※ウェブマーケティングや物流等がデータ分析には適合する	特になし ※インターネット系の業態等はデータの取得の容易性から取り組みやすいとのコメントも
財務分野での データ活用	殆ど無い	殆ど無い (一部、金利・為替・株価の分析や、マクロ指標と業績相関等の分析)
財務分野での データ活用が 進まない理由	財務は管理部門であるため、データ分析結果を活用して改善するインセンティブが無い (<u>データ分析の目的が無い</u>)	財務は、企業活動結果が各勘定項目に反映され、それらが集約して成立する。そのため、データ解析のモデルを作ろうとしても <u>財務全体に対して1つのモデルを適用できない。</u> 特に資金予測に関しては、 <u>業績予測結果に更に入金有無の判断を加えねばならず難易度が高い。</u> (ヒストリカルデータと直近の状況等から算出する方法もあるが、精度は高くない)
財務管理・予 測でのデータ 活用の推進上 の留意点	財務部門では、分析に必要なデータを保有していないため、 <u>現場の協力を得る必要がある。</u> (現場の作業が増える) 又、数値のみで判断することは困難であるため、 <u>現場へのヒアリングが必要となる。</u> 財務部が、データ分析結果から、現場以上の示唆を出すことができるか疑問。 又、現場の人間が、財務のデータ分析に基づく指示に従うかも疑問。 データ活用を図るとしても、現場の人間が入力したデータに基づいて分析する場合には、現場のバツファが含まれる。	ビッグデータ解析結果は、 <u>現場の予測数値から必ずしも精度が上がるという訳ではない。</u> (アプローチの違いで精度の問題ではない) また、解析モデルについては、一度作成した後も、都度バックテストを行う等して、そのモデルが引き続き有効であるか確認、必要に応じて修正を加える必要がある。 また、分析モデルができて過去データが不足するケースがある。その場合は、モデリングができたところから徐々に広げていく必要がある。
企業のデータ 活用に関わる ご意見	データ活用は、管理部門よりも、現場からのアプローチの方が適している。 <u>現場は、データ活用により業務効率化や全体最適を図ることができる。</u> <u>現場担当者がデータ分析を実施し、事業計画の背景を裏付けられれば、管理部門としてのデータ分析は不要となる</u> (財務部門でデータ分析が必要な理由は、現場が提出する事業計画等に客観性・ロジックが不足する事が考えられる。現場がデータ分析をすれば解決する。)	上述の通り、財務諸表全体として予測するなどの方法は難しいものの、特定の勘定科目についての予測等には活用できる。(空席率の予測や新製品が出た場合のインパクト等) 事業部側では、ビッグデータ/データ解析の取組が進みつつあるため、財務としては、財務管理に活用可能な部分があれば、それらの事業部から解析データを吸い上げる等の連携を図っていくことが考えられる。
成功要因	以下の2つのパターンが想定される。 ①経営層の要望に基づき各事業部門が検討 ②従来の方法では十分な効果が出ないと自覚している担当者が導入を検討 ※実際には、IT・情報システム部門が主導しているケースが多く上記と乖離がある。	財務が、個々の事業活動の結果を集約したものであることから、 <u>財務諸表そのものをデータ解析で求めることは難しい</u> 場合が多い。 為替・金利等に関してはシミュレーションのひな形ができています。
グローバルでの 管理	グローバル共通フォーマットでのレポート管理が考えられる。 現場担当者から管理部門宛ての報告に対するインセンティブの設定が重要。	

第4項 財務部門におけるデータ活用の事例

前項では、財務部門におけるデータ活用があまり進んでいないこと、及び財務におけるデータ活用が難しい理由について整理してきた。

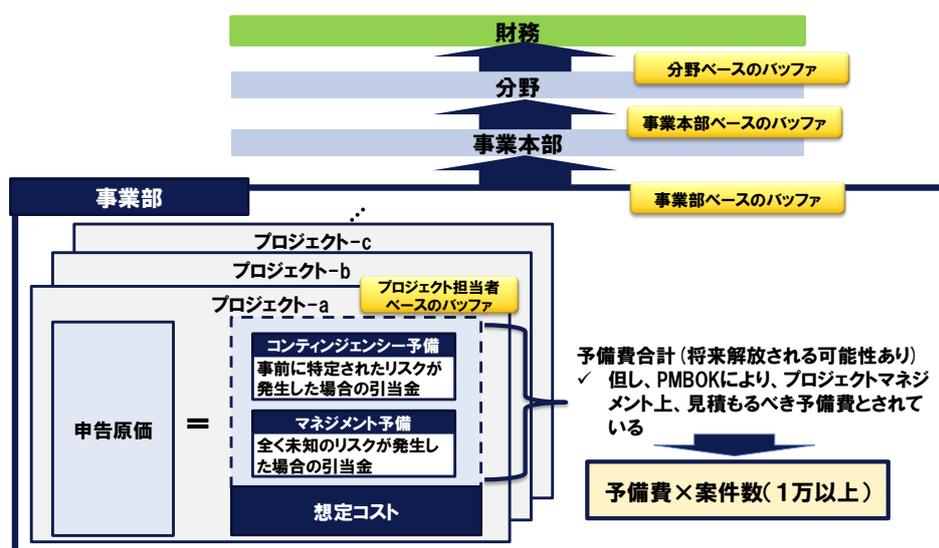
本項では、企業ヒアリングの結果より、財務領域にデータを活用している企業の取組事例を紹介する。

(1) 情報通信企業D社(モンテカルロシミュレーションを活用した業績予測)

① 取組の背景

D社では、各事業部門からの申告に基づいて損益を予測してきたものの、經由する複数のレイヤでバッファが積み重ねられてしまうため、各事業部からの申告に基づいて、財務部が正確な予測をすることは難しく、新たに「科学的方法」で財務予測をする必要があるとの課題が認識された。

図表 142 各部門におけるバッファの積み重なり



資料: D社説明資料・説明内容より NTT データ経営研究所作成

② 取組内容

D社が業績予測として取り組んだ項目は、売上に関わる「受注獲得リスク」と、費用に関わる「計画原価未使用分解放」の2点である。

不採算化リスクについては、分析に資する事例の件数が少ないため、経験則からの予測を実施している。

図表 143 分析対象リスクと予測手法

損益項目	リスクの種類	データ数	統計的アプローチの適合性	予測方法
売上	受注獲得リスク (売上変動リスク)	膨大	適合	受注確度に基づく モンテカルロ シミュレーション
費用	計画原価 未使用分解放※ (費用の減少)	膨大	適合	過去傾向に基づく ヒストリカル シミュレーション
利益	不採算化リスク (想定外の費用の発現リスク)	極少	不適	現場からの 定期報告反映

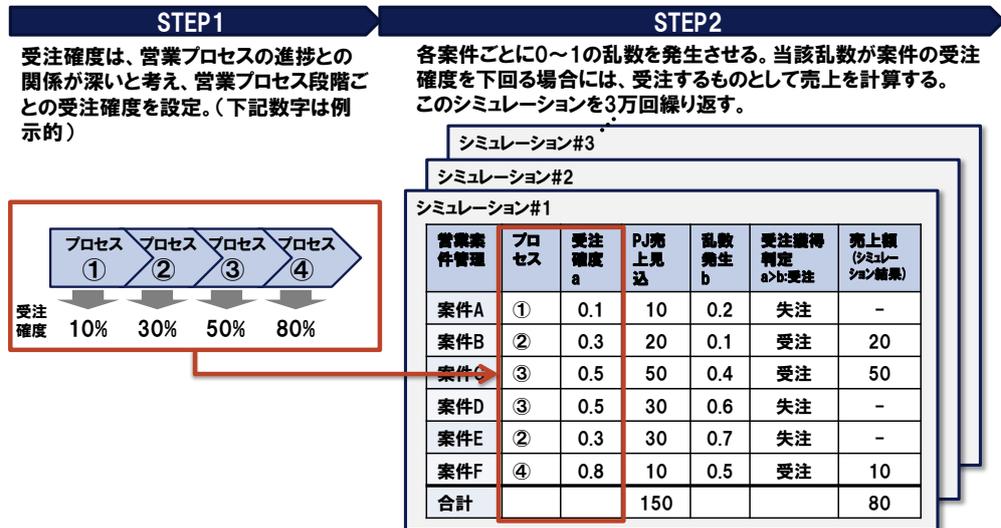
※「計画原価未使用分解放」は、プロジェクト毎に見積もられたバッファ(予備費)が、プロジェクト進捗とともにリスク減少するため、解放される部分を指す。

資料: D社説明資料・説明内容よりNTTデータ経営研究所作成

「受注獲得リスク」については、乱数的な要素が大きいため、受注確度に基づくモンテカルロシミュレーションを実施している。

具体的には、全てのプロジェクトに関し、受注確度をA～Eで付けている。それらを基に、シミュレーションを3万回実施することによって、受注確率、及び受注額の収束値を算出している

図表 144 受注獲得リスク分析プロセス



資料: D社説明資料・説明内容よりNTTデータ経営研究所作成

次に、計画原価の変動予測に際しても、「各事業部門の申告による業績予測数値を集計」するのではなく、「過去案件の原価変動率」を使用して、ヒストリカルシミュレーションをすることで予測値を計算している。

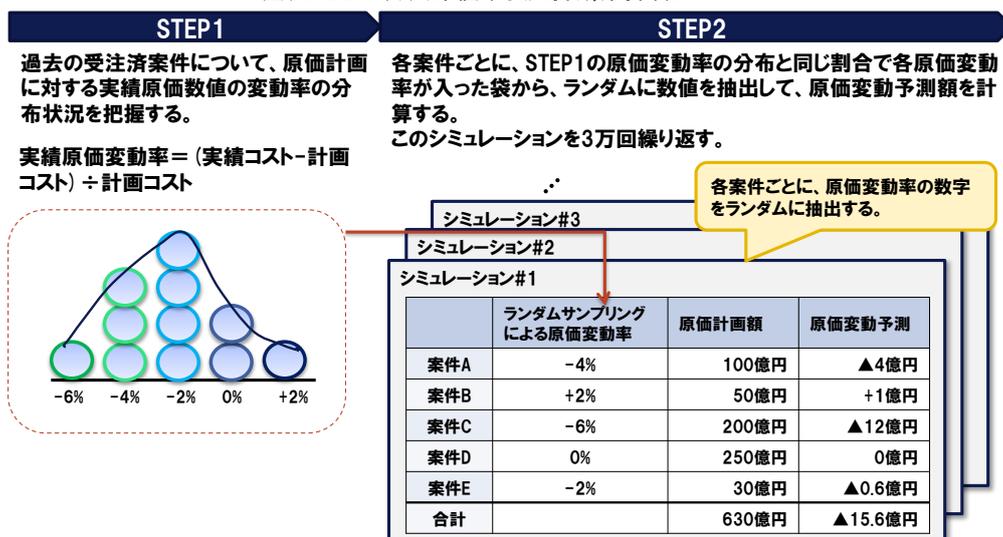
原価部分については、受注確度の様なランダム性はなく、原価は上昇傾向、収入は下降傾向にあり、値引き圧力とコスト上昇圧力は拮抗していることから、

過去値を予測に活用している。

過去データから、「1%上振れた案件数」、「5%下振れた案件数」等を把握し、その発生確率を基にシミュレーションを3万回繰り返し、予測を行う。

統計学的には3万回では回数は少ないとされるものの、使用機器の性能、及びデータ件数を勘案し、今回は3万回程度あれば十分という結論となった。

図表 145 計画原価未使用分解放分析プロセス



資料: D社説明資料・説明内容より NTT データ経営研究所作成

③ 実施効果

「科学的アプローチ」導入の成果として、合理的な数値を以て各部署に対して指導が可能になった。

④ 成功要因

本取組の成功要因について、D社は以下の2点を挙げている。

- ✓ トップマネジメントの強いコミットメント
- ✓ モデルの精度よりも、シンプルさや分かりやすさを重視

「科学的アプローチ」推進担当者は、その専門性からモデルの精度にこだわりがちとなるが、D社では「実際に数値を見て活用するラインの長」にとって分かりやすいことを重視した。

(2) 輸送機器企業E社(ビッグデータ経営分析に向けたデータ整備に着手)

① 取組の背景

E社では、これまで、重要な経営指標を手管理としていたが、経営者が、グローバルでの競争力確保と意思決定の迅速化を図るためには、データを集約し、欲しい情報を抽出可能な体制を整える必要があると判断した。そこで、事業所

別・製品別・プロジェクト別の損益等をタイムリーに把握できるようにするためのシステム構築が必要であると考え、取組に着手した。

E社では、現状においても、国内については概ね予測が可能だが、海外については予測の精度が低く課題となっている。

経営層が指標として意識しているのはROE、営業利益、自己資本比率であるが、特に営業利益については、期によってばらつきが出てしまっていることから注視している。

② 取組内容

E社では、平成32年までにグローバルのシステム統一を図るためのスケジュールを描いている。

現状は、ビッグデータ化を図るため、グループ内のデータの物差し(「コード」「科目」「言葉」等、各種データの定義)を統一する作業を実施している。今後、平成30年までに、「財務」のみならず、「人事」「営業」「品質」「調圧」に関わる情報をデータベースに集約して把握可能とし、更に平成32年までに、グローバルのシステム統一を実現し、経営指標の適時把握可能な体制を構築していく予定である。

検討体制は、経営企画が中心となり、外部コンサルタントも加えた推進組織を組成する予定であるものの、詳細は未定。

③ 期待効果

財務予測の精度向上といった直接的な効果の他、財務予測を全て日本側で管理できる状態することによって、海外に配置している間接人員を削減できるのではないかと考えている。

また、シェアードサービスやキャッシュマネジメントの提供も可能になると期待している。

④ 取組における課題事項

グループ会社のうち、システム変更を依頼しなくてはならない会社が、円滑にシステム移行に応じてくれるかは課題である。但し、役員クラスの間が熱心に取り組んでいることから、実現できるのではないかと考えている。

同様に、グループ各社におけるコード統一、管理レポート内容、情報連携等について、各社の同意を得て協力してもらう必要がある。

(3) 情報通信業F社(予測が下振れした場合の財務全般へのインパクト分析)

① 取組の背景

同社の事業では、新規投入商品の売り上げ動向等によって事業のボラティリティが高いという特徴がある。そのため、対外的にも十分なキャッシュを保有していることは強みの一つとなっている。

全社レベルでの財務予測は半期に一度実施しているが、着地見込みについては毎月見直しを実施している。

既存商品については、数カ月後等の予測が可能であるものの、新商品の予測は難しく、かなり保守的な予測を立てている状況。(商品数は数百程)

② 取組の内容

財務の健全性に対するストレスチェックという意味で、シナリオ分析をしている。具体的には、財務予測が下振れした場合の純資産やキャッシュ保有高に対するインパクトを予測している。

特に、かつては、コベナント条項が付されていた銀行借入があるため、それに抵触しないようにするという目的もあったとのことである。

③ その他通常時の財務予測の方法

国内の売り上げ予測については管理会計システムを使用して管理、実績数値として、売上は毎日、利益は月次で管理している。

管理会計システムへの入力、商品開発・運営担当部門が実施。予測に対する実績のずれは基本的にはあまり生じていない。

海外の売上予測については、国内システムと同様のフォーマットで海外拠点からデータを送信してもらい、それを日本側の管理会計システムに入力し直している。国内作業のため、タイムラグは発生している。

④ 取組上の課題

上述の通り、予測下振れ時のインパクト分析はできるものの、新商品の販売動向については予測する術を有しておらず、担当者の主観に頼る状況である。しかし、新商品の売れ行きは、当該商品の特徴に依存する部分があり、データ化しにくいとの課題認識をもっている。

(4) 情報通信会社G社(顧客情報のデータベース化による財務予測の実施)

① 取組の背景

同社のサービスに関わる各種契約関連数値はデータベース化されており、事業の特性上、収入予測も立てやすいこと等から、予測財務データを適時把握す

ることにより、タイムリーにオペレーション改善を図ることを目的としている。

② 取組の内容

G社では、顧客情報管理を徹底しており、契約内容や解約率、新規獲得率、契約変更時期等、顧客毎の情報が詳細にデータベース化されている。

上述の情報に基づく財務予測データを作成、翌日にはその概要を閲覧可能、翌々日にはその詳細の確認が可能な体制となっている。

週次にて、経営幹部に対して、前日までのデータをもとにした前年差異・変動度合い・事業への影響を報告するとともに、営業所を含む各部署に実績値を共有している（部署により閲覧可能な範囲は調整している）

特に財務予測を変更する場合と自社のサービス内容を変更した場合と競合がサービス内容の変更した時で、いずれも自社業績のインパクトを予測している。

③ 取組の効果

前日データを可視化するためには相応のコストを要するものの、G社では、データに基づき兆候を察知することで、タイムリーにオペレーションを改善できる点で効果的な取組であると認識している。

以上の通り、財務部門におけるビッグデータの活用（データ分析の活用）は、一部の企業で導入が進められつつある状況である。

加えて、実施されている内容は、「売上」等の個別の勘定科目毎の取組や、財務諸表上のいずれかの要素が変動した場合の、他の財務指標へのインパクト分析等となっており、財務全般に対する予測にはなっていない。

データベース化等には、相応のコストも要する事や、現場から提示された予測以上に精度を向上させるとは限らず、客観性を向上させるものであるため、その導入目的を明確化した上で臨む必要がある。

第5項 データ分析による財務予測取組上の課題と留意点

ビッグデータ分析による効果は、一般に、大量のデータ分析による判断の迅速化及び精度向上等とされている。

財務予測については、現状、各事業部門からの予測数値と過去実績等との比較等を勘案して実施している等の方法があるものの、担当者の主観やバッファなどが含まれてしまう点で課題も生じているため、ビッグデータによる分析が進むと、予測値の客観性を確保できるメリットがある。しかしながら、今回のヒアリングにおいて、財務部門への適用については、以下の様な課題があることも判明した。

- **財務の特性によるデータ分析の難しさ**

データ分析では、分析対象を抽出するためのモデリングを行う。しかし、財務分野に関しては、財務の個別の項目が、事業活動の集約になっており、一つのモデルで全ての項目を予測することは難しい。例えば「現金」といった項目になる場合には売上、回収条件、実際の相手先の入金タイミング等、複数の条件を勘案した結果として表れることになるため難易度は増す。更には、それに必要なデータは、財務部門には無く、事業部門側からの協力が必要となるといった障壁もある。

そのため、現時点では、過去数値や、外部環境要素等との相関等から数値を算出するか事業部門からの予測をそのまま採用するしかなく、経営者から見た場合の客観性の確保は難しくなっている。

- **データ分析が精度向上につながらない可能性**

有識者によると、ビッグデータは、その数値の客観性・説明力を向上するものではあっても、予測精度を必ずしも向上できるものではない。例えば、現場側では、モデリングに該当するロジックを暗黙知として持ちながら予測をしている可能性もあり、それをコンピュータによって実施しても効率化にはつながっても精度向上には必ずしもつながらないためである。

また、データ分析で財務予測を実施する場合でも、現場側が、当該データを財務予測に活用していると知った場合に、データ入力を保守的に変更できてしまえば従来の方法とあまり変わりなくなってしまう。

- **データの客観性確保の代替策の考慮**

データの客観性を確保するという意味では、データ分析により対応する方法と、現場から論拠を提出させる方法も想定される。これは、「財務リスク管理」で紹介した図表 83 の様に、現場側で計画を作成し、その論拠も付して本部に報告させ、本部はその論拠を精査して疑問点等を確認するというものである。

おそらく、現状でもこれと同様に何らかの説明はなされていると考えられるため、この論拠についていかに客観性を持たせるかという点からの改善も考えられる。ただし、この場合、データの更新等に、ある程度の時間を要することになる。

- **財務部門においてデータ分析を活用している事業の特性**

現在、データ分析を財務予測に活用している事業者は、比較的事業内容や営業プロセス・契約内容等が同様の性質を有するものであり、売上/解約に至る条件をモデル化しやすく、且つ十分なサンプル数を確保できるといった特性を有している。ただし、事業が分散しており、その販売形態も多様である場合等は、十分なモデル数が確保できるか、また、それらのモデリングを実施するまでのコストに堪えられるか、現場が協力するか、等といった課題が想定される。

以上を踏まえ、各社において、予測の客観性確保策については個別に検討する必要がある。なお、ビッグデータに関しては、マーケティングの分野等で導入されているケースも増加しているため、社内でこうした取組をしている部署がある場合には、その結果を財務側でも活用していくことなどから着手していくことも考えられる。

第6項 その他の技術動向

前項までに既に実用化が始まっている技術について、財務分野への適用可能性とその事例を述べた。本項では、実用段階として広まっている段階ではないものの、近年話題となっている技術として、ブロックチェーンについて紹介する。当該技術については、現在、各国の金融機関やITベンダーが研究を進めているところであり、まだその適用可能性は不詳ではあるものの、今後、グローバル財務管理において活用可能な機能が登場する可能性もあるため、技術の概要と、トレードファイナンスにおける研究状況について、EVERY社発行のWhite Paper「Blockchain: Powering the Internet of Value」⁴⁹に基づき概説する。

(1) ブロックチェーン

① ブロックチェーンとは

ブロックチェーンとは、分散しているコンピュータにデータを分散することで、中央集権的な第三者機関を置かずに、安全に破壊・改ざんが困難なネットワークを作る技術である。

当該イノベーションの中核は、「分散型ネットワーク上に台帳が保管・維持される」という『分散型台帳の共有』のコンセプトにある。この元帳は、ネットワーク全体で共同して管理することで、「履歴の改変が無い」取引及び取引履歴を作成・実行・保管することを可能とする。

かつては、ブロックチェーンの議論は、主にビットコイン等で知られる仮想通貨に関わるものであったが、現在はブロックチェーンそのものの中核的要素である「分散型台帳」の性質をどのように活用できるかということに関心に移りつつある。

デジタル情報は、改ざんやコピー等が行われやすいという特性があるため、従来は、資産の移転等の取引については、銀行やクリアリングハウス等の信頼

49

<https://www.every.com/globalassets/insight/bank2020/bank-2020---blockchain-powering-the-internet-of-value---whitepaper.pdf>

できる第三者に、中央集権的な役割を任せてきた。しかし、ブロックチェーンでは、取引を行うために、中央集権的な役割は不要となり、分散型台帳に全ての取引履歴を保管することとなる。

② ブロックチェーンの成立までのフロー

ブロックチェーンは以下のようなステップで取引・記録される。

(1) 取引の依頼

- 取引の実行者は、必要事項を入力して送信する。一般的に入力項目は、受取人情報、移転対象資産に関する情報、取引認証に必要な暗号化デジタル署名等である。

(2) 取引認証

- ネットワーク上の「承認者」は、上述のメッセージを受信したら、当該メッセージを認証する。認証された取引は、この段階で「留保取引」として保存される。

(3) ブロック組成

- (2)の留保取引は、ネットワーク中のノードによって、更新予定の台帳に入れられる。(この段階で「ブロック」と呼ばれる)

(4) ブロック認証

- ネットワークの「認証者(複数)」は、(3)で台帳に入れられた「ブロック」を受け取ると、それを認証する。取引成立に必要な合意者の承認が得られるまで、当該プロセスを繰り返して証明する。

(5) ブロックチェーン化

- 全ての取引が認証されたら、当該「ブロック」は、ブロックチェーン上に「チェーン化」されたことになり、元帳が更新されてネットワーク間で共有される。

③ ブロックチェーンによる革新

ブロックチェーンは、以下の2つの革新の可能性があると言われている。

- 既存事業者が効率性を追求する業界レベルの記録システム
- 中央集権的な第三者を不要とするイノベーションとして新興事業者が提供するデジタル通貨

④ トレードファイナンスに関する事例

ブロックチェーンは、スマート契約、国内決済、国際決済、貿易金融、資本

市場等の分野でも研究・開発・実証事業が進められているところである。⁵⁰

これらの分野は、いずれも「グローバル財務」との関連性はあるものの、ここでは貿易金融分野における技術開発例を紹介する。

a) Wave社による貿易金融ソリューション

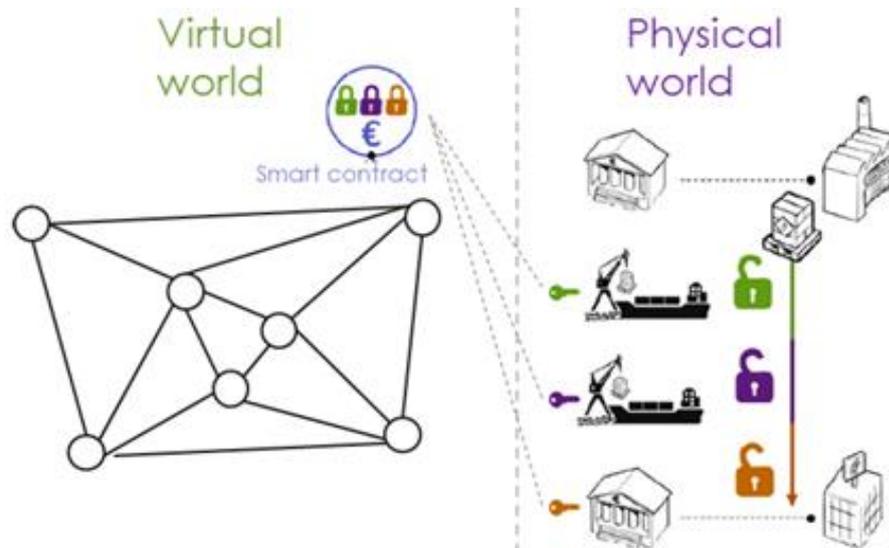
ブロックチェーンを活用したサプライチェーンソリューションのスタートアップ企業であるWave社（イスラエル企業）は、平成27年10月、英国のバークレイ銀行とパートナーシップを結んだ。

同社のサービスは、従来の船荷証券（B/L）の授受にブロックチェーンを活用する方法である。貿易取引の際は、B/L以外にも紙の書類が極めて多く発生することから、それらの授受もブロックチェーンのネットワークを活用して実現することを検討している。

船積港から別の荷揚げ港へ商品が運ばれると、港湾のプライベートキーを使用して所有権の移転が「取引」として記録される。すると貿易を管理している「スマート契約」側にも所有権が更新された旨が記録される。またその記録を受けて、代金の一部支払が自動的に実行される。

現段階では、上述以上のソリューションの詳細は開示されておらず、実際の利便性や効果は明確に判断できる状況には無いものの、貿易分野においても、こうした技術活用の検討が進められているため、将来的にこれらが実現する可能性はある。

図表 146 ブロックチェーンによるサプライチェーンソリューションイメージ



資料:WHITEPAPER「Blockchain: Powering the Internet of Value」EVRY社⁵¹

⁵⁰ 海外では、金融機関等が採用に動き始めているが、国内ではまだ具体化していない。

⁵¹ <https://www.evry.com/globalassets/insight/bank2020/bank-2020---blockchain-powering-the-internet-of-value---whitepaper.pdf>

なお、上述の他にも、貿易金融や海外送金等の分野で、金融機関と新興事業者がパートナーシップを組んだり、金融機関が投資をしたりしているケースが見受けられ、今後、グローバル財務を管理・実行していく上でもこれらの仕組みを取り込んでいく可能性が想定される。

ただし、現状、国内において実務に活用している企業は確認できていないため、現時点では今後の可能性として認識するにとどまる。

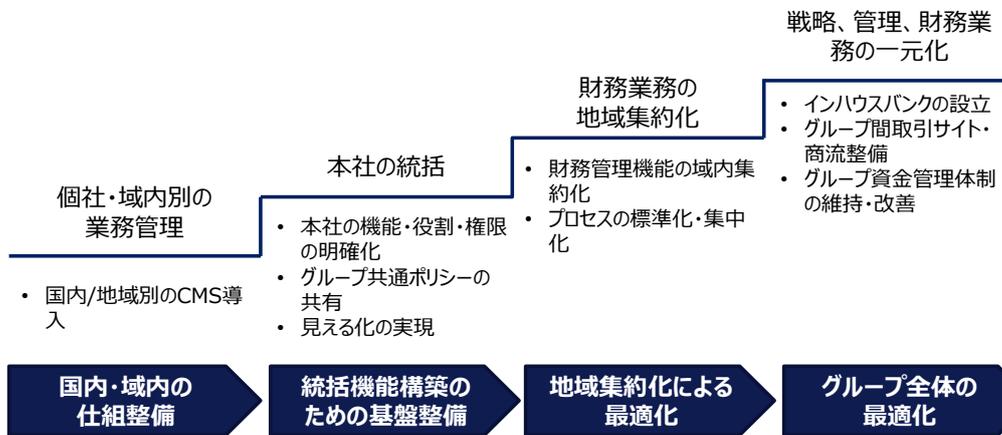
第6章 グローバル財務拠点の設置

第1節 グローバル財務拠点の設置状況

グローバルの財務管理にかかわる文献等では、企業のグローバルな活動の進展に伴い、財務管理のあり方もグローバル化が進展し、本社統括から、地域単位の財務統括拠点の設置、グローバル統括拠点の設置へとという段階を経て発展していく旨の記載が見受けられる。

「平成26年度総合調査研究『GCM及びABLの現状と普及促進に向けた課題の調査等』報告書」でも、同様に、「個社・域内別の業務管理」「本社統括」から、「財務業務の地域集約化、戦略・管理・財務業務の一元化」へと進展していく図が示されている。(図表 147)

図表 147 GCM高度化のステップ



「平成26年度総合調査研究GCM及びABLの現状と普及促進に向けた課題の調査等報告書」『GCM高度化のステップ』より、NTTデータ経営研究所作成

特にアジア圏については、日本本社の他、シンガポールが財務拠点として挙げられる傾向が見受けられるため、本章では、まず、企業におけるグローバル財務管理体制の実態を概観した上で、シンガポールの財務拠点を中心として、財務拠点の活動の実態と、国としての財務拠点誘致活動等取組について整理を行う。

第2節 シンガポール財務拠点設置の実態

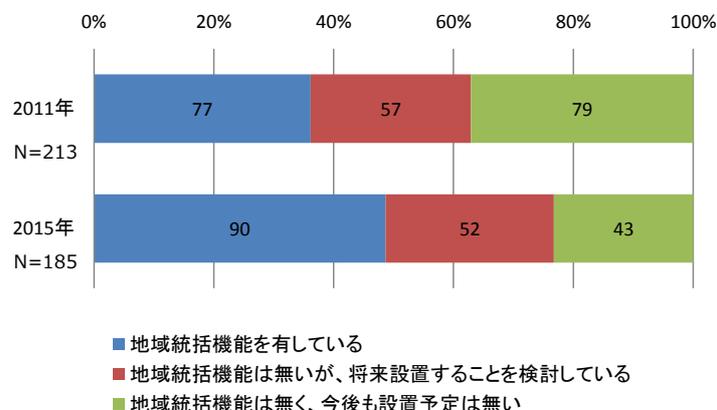
シンガポールへの統括拠点設置の状況については、「第4回在シンガポール日系企業の地域統括機能に関するアンケート調査」(平成27年12月)⁵²に参考となる情報が掲載されている。

同資料によると、シンガポールに統括機能を有している企業は、平成27年の時点で約5割に達しており、「将来設置することを検討している」企業を含めると8

⁵² ジェトロシンガポールがJCCI(日本商工会議所)加盟の法人企業を中心とした765社に実施したアンケート調査

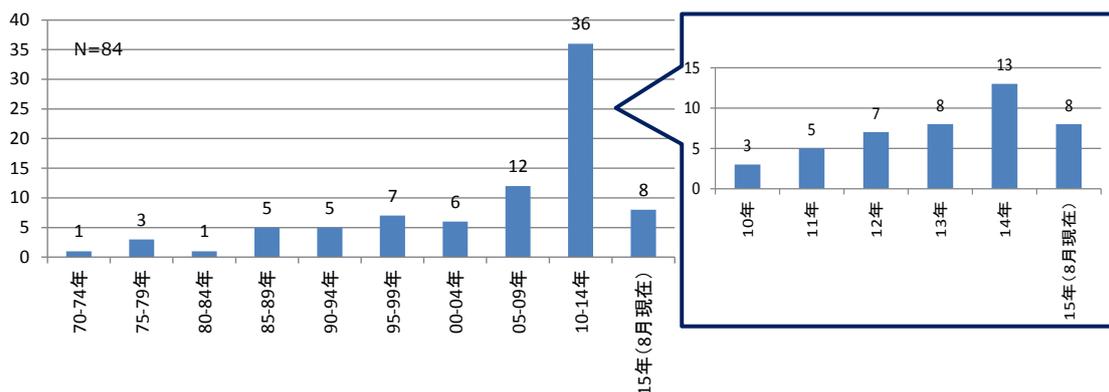
割弱にも達しており、今後も地域統括機能の設置が進むものと推定される。

図表 148 シンガポールにおける統括機能



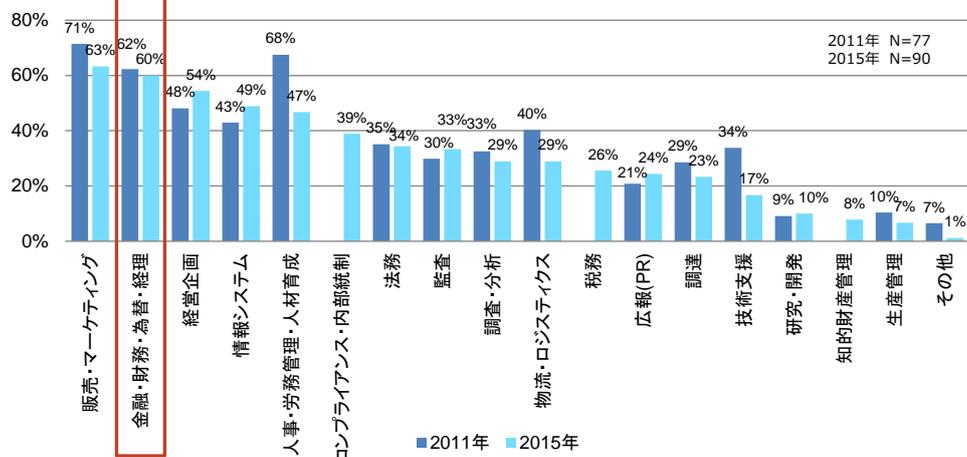
また、既に「地域統括機能を有している」企業における設置年数は、2010年(平成22年)以降が圧倒的に多くなっている。

図表 149 統括機能設置時期



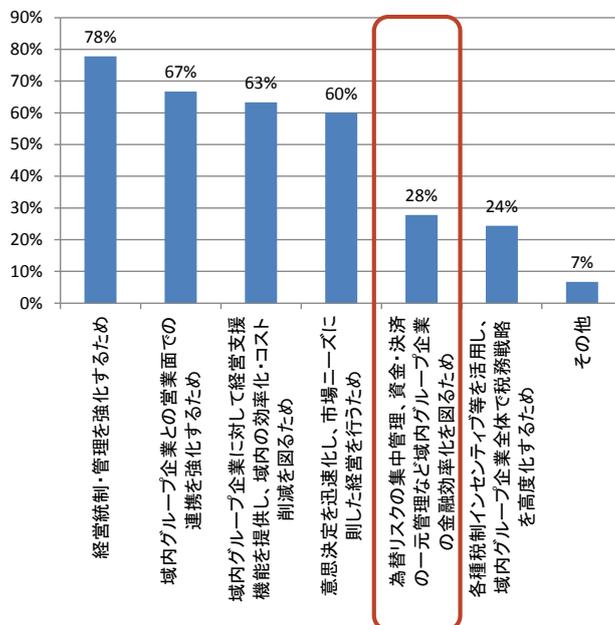
統括機能としては、販売マーケティングに次いで、金融・財務・為替・経理部門が多く約6割となっている。

図表 150 設置している統括機能



「金融・財務・為替・経理」に関わる統括機能を設置している企業が多い（6割強）にもかかわらず、地域統括機能を設置する理由として、「域内グループ企業の金融効率化を図るため」を挙げている企業は3割弱に留まっている。

図表 151 地域統括機能を設置する理由



また、財務拠点として「シンガポール」を選定した理由については、周辺地域へのアクセス、情報収集の容易さ等が上位となっており、税率・優遇税制等や柔軟な金融規制等の理由は5割弱に留まっている。

図表 152 シンガポールに地域統括機能を設置する理由

理由	件数	構成比
周辺地域へのアクセスが容易な立地にある為	82	91.1%
ビジネスに関する情報収集が容易である為	55	61.1%
英語が広く通用する為	54	60.0%
政治的に安定している為	54	60.0%
法制度の整備、行政手続きの透明性、効率性がある為	47	52.2%
物流、輸送、通信等のインフラが整備されている為	46	51.1%
低い法人税率、優遇税制等税制上の恩典が充実している為	44	48.9%
柔軟な金融規制、資金調達市場の整備等金融面での優位性がある為	42	46.7%
地域統括に必要な優秀な人材が確保しやすい為	39	43.3%
法律、会計、コンサルタント等専門サービス企業が集積している為	38	42.2%
外国人にとっての生活環境が整備されている為	34	37.8%
地域統括の対象拠点規模が最も大きい、若しくは最も多く立地している為	17	18.9%
投資協定により同国からの投資保護、国際仲裁制度を利用し易い為	14	15.6%
自然災害が少ない為	14	15.6%
外国人の就業ビザの取得が容易である為	12	13.3%
その他	3	3.3%
物価が比較的安価な為	1	1.1%

第3節 シンガポールにおける財務拠点誘致策

シンガポール経済開発庁（EDB）は、同国が企業にとってグローバル事業や域内事業を統括する拠点となるために、統括プログラムを提供している。同プログラムの対象企業は、適格所得に対して優遇税率の適用を受けられる。統括プログラムのインセンティブは主に国際統括会社優遇措置（IHQ）と地域統括会社優遇措置（RHQ）、財務統括会社優遇措置（FTC）に分けられる。以下、それぞれのインセンティブの概要（認可要件と優遇内容）について整理する。

第1項 FTC(=Finance and Treasury Centre Award)

一定の条件を見たし、シンガポールに認められた「財務統括会社」には、税制上の優遇を中心としてメリットを享受できる制度。

(1) 認可要件

以下の要件を満たしてシンガポール経済企画庁の認可を受けた企業は、財務統括会社としての優遇措置を受けることができる。

- 年間の合計事業費用が75万SGD以上であること
- FTCによって3人の専門職スタッフが雇用されていること
- 3つのFTCの認可サービスが3以上のネットワーク企業⁵³に提供されていること

(2) 優遇内容

優遇税制は、シンガポールのFTCの財務レベルや人的資源によって、5年から10年の間で認められる。

- 優遇税制10%
 - ✓ FTCがその子会社・関係会社・関連企業（認可されたネットワーク企業）から、その口座で実施された承認済のFTCサービスや活動に関して得た全ての収入
 - ✓ 利子、配当、株式債券取引利益、FX取引、金利スワップ、金融先物、オプション
- 源泉税免除
 - ✓ FTCの認可活動を行うために使用された、海外銀行・認可されたネットワーク企業からのFTC借入に対する利子支払

第2項 Incentives under RHQ(=Regional Headquarters) Programme

シンガポールでは、申込人のシンガポールでの本社機能の運用の規模や価値に応じて、インセンティブパッケージを用意している。

⁵³ ネットワーク企業とは、少なくとも25%の持分が直接・間接にFTCにより保有されている企業。もしくは、少なくともFTCの25%の株式が認可ネットワーク企業によって直接・間接に保有されている企業。

そのうち、RHQプログラムは、地域本社を設置する企業に提供されるインセンティブである。

(1) 認可要件

- インセンティブ期間の1年目の末と3年目の末までに、それぞれ、20万SGD、50万SGDの資本が払い込まれていること。
- 3年目の終わりまでに、シンガポール国外の3ヶ国のネットワーク組織に3つの本社サービスを提供していること。
- インセンティブ期間を通して75%は有能なスタッフ（NTC 2⁵⁴の資格以上を有する者）が占めていること。
- シンガポール国内で3年目の終わりまでに10人以上の専門家（Diploma以上）を追加雇用すること。
- 適用開始から3年以内に上位5位の管理職者の平均年収が10万SGD以上になること。
- シンガポールにおける年間事業費用が、3年目の末までに200万SGD増加していること。（総事業費用—シンガポール外で契約された業務のコスト：ロイヤルティ、海外に支払われたノウハウ手数料等）
- インセンティブ期間の3年間で累積事業費用が300万SGD以上増加すること。

(2) 優遇内容

- 海外からの適格所得の増分に対して、3年間15%の軽減税率が提供される。
- また、インセンティブ期間の3年間で、当該企業が上述の要件を満たした場合には更に2年間の優遇税率を適用することができる。

第3項 Incentives under IHQ(=International Headquarters) Programme

IHQのプログラムは、国際統括会社に対してインセンティブを提供するものである。

(1) 認可要件

RHQの最低条件を満たす企業は、EDBと協議の上適格所得の増加分に対して優遇税制を受けられる。

(2) 優遇内容

国際統括本部としての認定を希望する企業は、適格所得に対する5%または10%の低率な軽減税率をはじめとする個別のインセンティブパッケージについてEDBと協議を行う。軽減税率やその適用期間は、個々の統括会社の規模やシ

⁵⁴ 「NTC2」とは、シンガポールの職業訓練専門学校(ITE)が定めた「国家専門資格コース(National Technician Certificate Grade-2)」のことをいう。

ンガポール経済への貢献度により決定される。

第4節 その他国における財務拠点誘致策

シンガポール以外のアジア諸国でも統括拠点を誘致するためのインセンティブ制度を設置する例が見受けられる。

- 香港：香港におけるR T C誘致政策として、平成27年2月に出された法案で、「シンガポール以上にR T C設置に関して香港が魅力的になるようにする」旨を制定している。
- タイ：以前は規制等によりT C設置には向いていないとされたが、近年規制緩和が進んできている。
- マレーシアやフィリピン等：T C設置のためのインセンティブを設けている。

第5節 グローバル企業の財務管理体制

以上の通り、シンガポールでは、日本企業の統括拠点の設置が増加しており、財務拠点に対する税制優遇策も存在している。ただし、日本企業でグローバル展開している企業が全て海外に財務拠点を設置している訳ではないため、まず、日本企業のグローバルの財務管理体制の現状について、事例を紹介する。

第1項 事例紹介

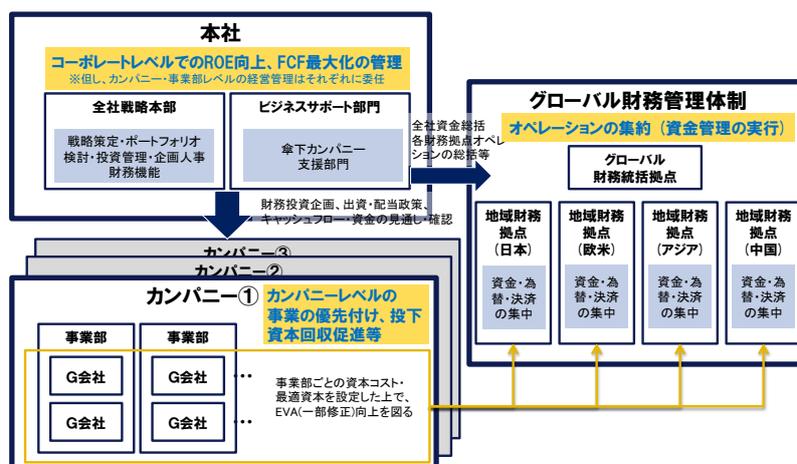
(1) A社(電気機器)のグローバル管理体制

A社では、財務管理の「オペレーション業務⁵⁵」について財務統括拠点に集約し、効率化を図っている。

かつては投資業務や資金管理も含めて財務拠点が担っていたが、「オペレーション」と「財務管理」を両立することが難しかったため、「財務管理」部分を本社及び地域統括会社に移行させ、「オペレーション」に特化する財務統括拠点として、業務集約と効率化を目的としてパフォーマンス向上に努めている。

⁵⁵ A社では、判断を要さないルーチンの業務を「オペレーション業務」と呼んでいる

図表 153 A社におけるグローバル管理体制



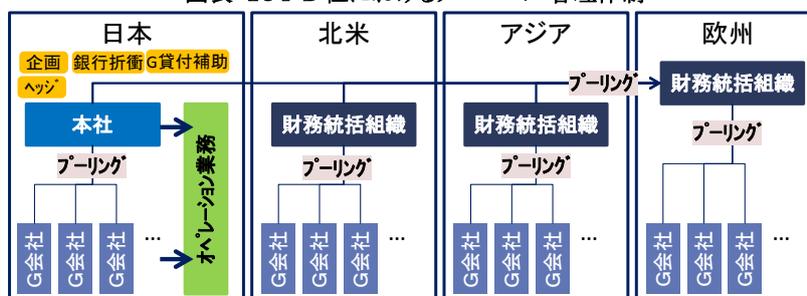
資料: 第2回ワーキンググループ資料

(2) B社(卸売)のグローバル管理体制

B社では、地域（北米・ASEAN・欧州・日本）の各地域に財務統括拠点を設置しており、各財務拠点の資金をプーリングで欧州の財務拠点に集約している。なお、国内のオペレーション部分については、グループ会社に外部委託、集約している。

日本本社に残されている業務としては、財務部全体としての企画統括、資金調達に関わる銀行折衝、グループ会社向け貸し出し業務補助、ヘッジ取引等が挙げられる。

図表 154 B社におけるグローバル管理体制



資料: B社ヒアリング結果よりNTTデータ経営研究所作成

(3) C社(機械)のグローバル管理体制

C社では、グローバルの資金を月次・決算時等のタイミングで日本に資金集約しているが、特に地域財務拠点は設けていない（日本が全体を見ている）。

出資や投資に関わる資金は日本で借入調達を行うとともに、キャッシュリッチな地域が多いため、それらの地域からプーリングや子・親ローンで日本に資金を集約し、資金不足である北米に貸付を行っている。アジア・オセアニア地域では規制の厳しい国もあるため、それ以外の国からの集約を図っている。

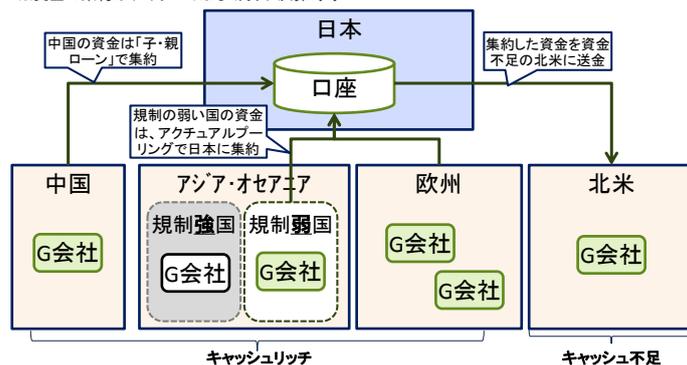
ただし、資金の出し手である国では、資金を集約させるよりも、現地で預金した方が利回りは良く、調達国では、グループ内で借入れるよりも低コストで資金調達

ができる状況にある。決算上も、グループ内の資金相殺よりも預金金利・借入金利を発生させた方が収益に資する結果となるため、どのように運用すべきか、課題である。

財務拠点設置については社内で議論しているところ。統括拠点を設置する場合は、タイムゾーンでまとめていくことになると思われる。

図表 155 C社におけるグローバル管理体制

※資金の集約はデイリーではなく月次・決算時等



資料:C社ヒアリング結果よりNTTデータ経営研究所作成

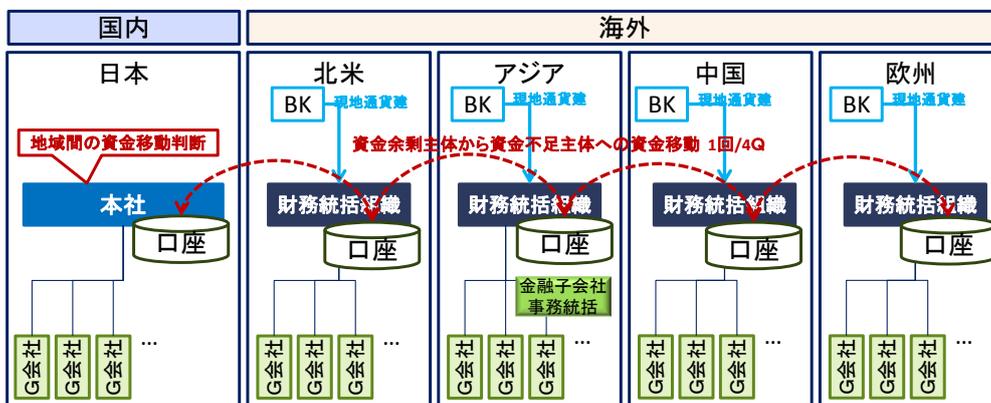
(4) D社(電気機器)のグローバル管理体制

D社においては、地域毎に財務統括組織は設けているものの、期中の地域財務統括拠点間の連携は無い。但し、四半期毎に、グループ資金効率化のため、資金余剰地域から資金不足地域へ資金移動を行い、資金の効率化を図っている。この際の資金移動の判断は、各財務統括拠点ではなく、日本本社側で実施している。

現地法人で借入を行う場合には、原則として、財務統括会社が、現地通貨建てで借入れている。

場合によって、米ドル建てで借入を行う場合もあるが、ドルの金利上昇が見込まれていることを勘案すると、貸借の通貨がマッチしていない場合にバランスシート上の貸方をドル建てのまま保持してしまうと、資産に対して、負債のみが増加してしまうことになりかねないという問題を含んでいる。

図表 156 D社におけるグローバル管理体制



資料:D社ヒアリング結果よりNTTデータ経営研究所作成

(5) E社(化学)のグローバル管理体制

E社では、比較的資金が潤沢であるため、通常の投資や日常の資金繰りでは問題は生じないものの、キャッシュレベルを超えるようなM&Aを実施するような場合に、グループ全体では資金余剰でも、現地で借入をせねばならない状況になりかねないことから、グローバルで保有している資金の「見える化」を図ってきた。

資金集約については、日々ゼロバランスになるところまでは考えておらず、まとまった資金について資金の再配分ができる程度で良いと考えている。

現在、見える化に向けて、キャッシュマネジメントシステムを構築している段階である。

以上の通り、実際のグローバルでの資金管理の体制や資金集約の頻度等については、資金の過不足の状況や、対象国、方針等によって、異なってくる。但し、資金の状況について、タイムゾーンがある程度近い地域に区分して管理する傾向は概ね共通している。

また、今回、体制を確認した5社では、財務拠点は、資金集約の拠点ではあるものの、その意思決定にかかわる部分は、本社側が関与している。

第2項 グローバル管理体制における課題と留意点

以上、企業におけるグローバル管理体制をまとめると、以下のような傾向や課題・留意点が挙げられる。

- **財務統括拠点には資金効率性追求を求める企業が多い**

グローバル財務拠点での主要な目的は資金管理にかかわる効率性追求とする企業が多く、それらにかかわる意思決定部分については日本に残す傾向が見られる。また、資金集約のほか業務面の集約を図る企業も見受けられる。

- **グローバルの資金過不足の状況・展開状況により統括拠点設置・頻度は様々**

具体的な管理体制としては、グローバルでの財務統括拠点を有する企業と地域財務統括拠点を設け、地域財務統括拠点の一つに資金集約を図っているケース、地域財務統括拠点を設置せず日本に集約している企業、特に資金集約を図っていない企業等、様々であった。

- **自社の状況を踏まえた拠点設置の検討が必要**

資金集約のニーズは、特にグループ会社間での資金の凸凹がある場合には有効であるものの、そうでない場合には、資金集約に関わる拠点としては、特に設ける必要性が無い事も考えられ、また、D社のように、日本本社が集約拠点となって、地域間の資金の過不足を調整していく方法もあり、財務拠点設置の目的と自社の状況を踏まえ、決定していく必要がある。

- **資金効率と収益性の相反への対応（投資資本収益性考慮等）**

グローバル財務体制での課題としては、資金集約による効率性追求が上述の地域統括の主たる目的ではあるものの、収益面を見ると、グループ会社にとって、また、企業全体にとっても資金集約せずにそれぞれ預金・借入をした方がメリットのある場合があり、課題となっているとのコメントが確認された。これは企業の方針にもよるだろうが、投資資本収益性の管理等も考慮して決定することが想定される。この様なケースは他社でも発生し得ると想定されるため、フロー管理上も、ストック管理・経営指標との関連を考慮しながら判断をしていく必要がある。

第6節 シンガポール統括拠点の活動

前節でグローバル全体での財務管理体制について記載したので、次に、アジア地域の財務統括拠点として、実際にシンガポールに財務部門を設置している企業にヒアリングした結果を整理する。

シンガポールにおける企業の財務活動については、以下の要領で現地ヒアリングを実施したため、その結果を整理する。

図表 157シンガポールヒアリング実施概要

項目	内容
現地調査期間	平成28年2月22日(月)～24日(水)
調査対象先	日系企業の統括拠点 8社 内訳:電気機器3社、機械2社、ガラス・土石製品1社、建設1社、輸送用機器1社 外資系企業の統括拠点 1社 内訳:輸送用機器1社
ヒアリング項目	シンガポールにおける事業概要 シンガポールにおける財務管理の内容 シンガポールの魅力 シンガポールにおける課題 日本への要望事項

第1項 シンガポール財務拠点設置経緯と活動内容まとめ

前項で紹介した事例について、実施状況をまとめると次頁の通りとなる。

図表 158 シンガポール財務拠点活動内容一覧

		A社	B社	C社	D社	E社	F社	G社	H社	I社(外資)	
FTC資格		有り	有り	無し	無し	無し	無し	無し	無し	有り	
設置目的		グループ内資金の有効活用。将来的にはグローバル本社化を検討	グループ会社向け金融サービス提供	内部資金の効率性向上、ガバナンス向上	ASEAN地域各種業務の統括。財務経理のモニタリング、シェアードサービス	個別会社に代わり金融機関からの資金調達を行う		グループ資金効率向上	シンガポールをトレードハブとした経緯からそれに伴う金融機能を設置	資金の透明化・効率化とガバナンス強化(特にガバナンス強化)	
シンガポールにおける事業概要		ファイナンスのみならず、研究開発・ASEAN人材の採用も実施	統括会社の他に、アジア圏を対象とした販社を設置	統括会社(財務経理・販売)の他に、部門別販売会社がある 財務経理ではシェアードサービスを提供	営業・マーケティング、研究開発、ものづくり支援、各種管理業務、業績モニタリング・内部監査・経理シェアードサービスを提供		各事業部の販売統括と経理業務・ファイナンス支援	事業持株会社として持株会社機能(人事・資金管理の権限を有し、アジアの管理統括拠点として機能)と2事業部門を有する	商流のハブ機能、IT統括、グループファイナンス機能の提供		
財務管理の業務内容	グループファイナンス	○ 6カ月単位でのタームローンを提供(アジア圏の通貨規制を考慮)	○ キャッシュフロー通貨(米ドル)建てで提供	○ 資金不足のグループ会社には、地域から集約した資金をファイナンス提供	△ 一部の国に対してファイナンス提供	×	○ 年次の資金計画に基づき資金枠を設け、必要時に申請を受けタームローン提供	○ 米ドル建てでタイ・インドネシアに貸付	○(一部) 調達額が大きい場合や、当該子会社に調達能力が不足している場合のみ提供	×	
	本社宛ファイナンス	×	×	○ シンガポール拠点で生じた余剰資金を本社宛て貸付	×	○ アジア地域での余剰資金を本社宛て貸付	×	×	×	×	
	資金調達	○(本社保証) 一括調達することにより、規模の利益を図り調達金利の低下を図る	×	×	×	×	×	×	○ 自己資金及び銀行借入にて調達している	×	
	資金集約	タームローン	○ タイからのドル建てタームローンでの集約等		○ タームローンによってシンガポールに資金集約	×	○ 複数年しくは貸付枠内での1-3カ月のタームローン	○ タイからのドル建てタームローンでの資金集約	×	×	×
		プーリング	×		△ マレーシア・タイ・インドネシアにおける国内プーリング	×	△ シンガポール香港間の米ドル、日本円、シンガポールドルのみプーリング導入	△ シンガポール国内プーリングのみ	×	×	○ NZドル、豪ドル、シンガポールドル、日本円、米ドルのノーショナルプーリング
	為替リスク管理	×		○ 統括会社経由取引の為替リスクは統括会社が負担・ヘッジ、その他は各社で管理	○ シンガポールとグループ各社間の取引の為替リスクは全てシンガポールが負担	×	×	×	○ シンガポール拠点で米ドルによるNDF取引 ⁵⁶	○ 非規制通貨についてはシンガポール側でヘッジ(オフショア取引が可能なため)	
金利リスク管理	×	×	×	×	×	×	×	×	○ 資金調達と金利を完全に分けて捉え、VaRに基づき適正なヘッジ額を算出し実施		
管理頻度		<ul style="list-style-type: none"> ある程度のトレンドをつかむ為の「見える化」が必要。 ただし、あまり細かな把握は必要としていない 		<ul style="list-style-type: none"> 随時資金状況をモニタリング。(予実管理については販売統括が管理) 本社が決定した枠組み・方針の範囲内で、統括拠点が、業務運営を担う 		<ul style="list-style-type: none"> 週次で各社から資金繰予測を取得し、予実分析している 分析結果は、本社経由で各事業部に還元している 	<ul style="list-style-type: none"> グループファイナンス提供先のみ現地法人からの月次報告を受ける 業績管理は、本社事業部門の財務担当者が管理 	<ul style="list-style-type: none"> 四半期毎に子会社からEXCELベースの報告受領、年2回現地監査 	<ul style="list-style-type: none"> ASEANについては、本社がグループ会社を直接管理 統括会社のタイ子会社でインボイススイッチ⁵⁷を提供、生産計画を確認 	<ul style="list-style-type: none"> グループ会社からシンガポール、シンガポールから本社宛 月次報告 事業部門はタイムリーな管理が必要だが、管理部門は日次の管理は不要 	
各国のグループ会社の協力を得るために鍵となる事項		<ol style="list-style-type: none"> ファイナンス提供のため、グループ各社から資金計画の提出を受ける 現地報告手続支援・現地法調査・翻訳支援等のメリットを提供 	<ul style="list-style-type: none"> ファイナンス提供によって経営指標の健全性・為替管理等を指導し易くなる 			<ol style="list-style-type: none"> 金融機関よりも良い利率を提示する 本社経由で各事業部門に説明、事業部門から各グループ会社に資金集約の指示を出す 		<ol style="list-style-type: none"> 各種支援の積み重ね 執行役員クラスが駐在し、シンガポールで判断できることが多いこと 金融機関よりも良いレート提示 		<ul style="list-style-type: none"> 良いレート、薄いスプレッド等のメリットを提示 ※ソフト面の支援も提供しているが、レート等の方がメリットとして明確である 	
今後の検討課題		<ul style="list-style-type: none"> 今後は、日本円、米ドル、ユーロの3通貨のポートフォリオを構築していくことを検討中 統括機能の地域分業も検討予定 	<ul style="list-style-type: none"> 不正リスクが大きいと牽制力が効いていることを示していく必要ありと認識 	<ul style="list-style-type: none"> ノーショナルプーリングを活用した資金一元管理 会計ソフト共通化によりグループ各社の支払をシンガポール決裁事項とする。 資金管理業務の国際分業の検討(ルーチン業務のシンガポールからの移転) 	<ul style="list-style-type: none"> 提供するシェアードサービスの業務拡大を検討 シンガポールのコスト高騰に伴い、製造関連等業務をタイに移行することも検討 			<ul style="list-style-type: none"> 事業持株会社(現在)から純粋持株会社に移行して、意思決定の迅速化を図るとともに、グループ再編を容易な体制にしたい 			

⁵⁶ NDF取引: Non-Deliverable Forwardの略。NDF取引では、予め決められた取引価格(NDF価格)と決済時の実勢価格との差額を米ドルなどの主要通貨で差金決済する。新興国通貨取引の場合に為替ヘッジを行う場合等、その通貨自体での取引が難しいことから、NDF取引が利用されている

⁵⁷ インボイススイッチ: 生産国とは異なる第三国にある本社や地域統括会社などからインボイスを発行する「商流形態」であり、(原産地証明書)は生産国において発行され、モノは生産国から輸入国に直送されること

財務機能を設置している企業でも、財務機能のうちグループファイナンス、資金集約、財務リスク管理 の3つを全て実施している企業はごく一部に留まり、設置目的についても、グループ資金の効率性を挙げた企業は一部に留まっている。

資金集約では、クロスボーダープーリングを施している企業は僅かであり、殆どが資金貸借（タームローン）での実施となっている。

資金の管理頻度は、日系・外資とも、それほど頻度が高い訳ではなく、週次もしくは月次での管理が多くなっている。

なお、F T C資格のメリットは、殆どの企業が認識していたものの、今回ヒアリングした先の中で実際に取得している企業は3社に留まった。取得していない理由は、F T C資格を認められるほどのボリュームが無いとの回答が多かった。

第2項 財務部門にかかわるグローバルでの分業の動向

また、図表 158 「その他」に記載の通り、今般インタビューを実施した企業のうち、複数の企業から、統括機能の中でも、A S E A Nの中で地域分業についても考慮していく必要性が挙げられた。これは、シンガポール進出当初と比較して、シンガポールのコストが上昇しているためであるが、資金移動を伴う部分については、シンガポール国内に留める必要についてのコメントも聞かれた。

具体的には、ルーチン業務等、シンガポールの特性である「情報が集まる」「英語人材」「資金の出し入れ」との関連が低い業務については、必ずしもシンガポール国内で実施する必要は無く、より人件費の安価なタイ等で実施していくことも想定される。

第3項 財務拠点設置の課題と留意点

シンガポールにおける財務拠点の傾向を踏まえ、以下のような課題や留意点が挙げられる。

- **本社側との連携・財務統括機能は部分的**

シンガポールの財務機能については、アジア諸国の通貨規制や送金規制等の問題もあり、プーリング等でグループ間の資金集約を実現しているケースは少なく、資金の効率的活用をしている場合においても、タームローンで実施しているケースが多く見受けられた。

また、本社との関係では、本社側で方針決定等がなされ、その決定の範囲内で運営を担っているケースと、シンガポール側で方針を定めているケースが見受けられるものの、後者の場合においても、本社側での承認を求めながら実施している。

- **外資・日系とも、グループ会社側のメリットを提供して協力を得る必要がある**

財務拠点、資金集約や、現地のガバナンスを利かせたためには、現地側の協力が必要である。協力を得るための方法として、①現地側に対する具体的なメリット・サポートの提供②執行役員・部長クラス等の人材の派遣や人事権の付与 等の意見が出されたが、実際には①の方法で協力を得ている企業が多く見受けられた。(②を実現している企業においても①による信頼関係を醸成している)

- **アジア域内での財務業務分業体制への動き**

また、財務統括の中でも、資金の移動を伴う部分や企画に近い業務はシンガポールに残しつつ、人件費等の高騰に伴い、ルーチン業務等については、更に別の国に移管していくことを検討している事業者等、アジア域内での分業体制が進みつつある。この傾向はAEC⁵⁸によってモノの移動の自由が高まれば、製造・物流拠点等を含めて更に拡大していくのではないかとの見方もある。

- **シンガポールの魅力は税・インセンティブのほか人材・情報・制度等も大きい**

シンガポールを財務拠点とする理由は、税制・インセンティブ、内外に等しい制度、英語人材、情報等が主要なものとなっている。

シンガポールという国は、中国系、インド系、マレー系等、多様な人々が居住しており、言語面のみならず、それらの国々との取引の歴史も長く、また地理的にも近いことから情報を得やすい環境にある。一方で、日本の様にものづくり等の地元に根付いた産業が強いわけではなく、上述の強みを生かしながら、外部から金融産業や、ハブ拠点を誘致することで国民の雇用を確保し、成長を遂げている。更には、それらの施策の効果により既に世界の拠点がアジア統括拠点をシンガポールに有しており、金融機関も同様にアジア統括拠点を設けたりしているため、当該施策の効果が、また一段の同国への情報集中を進めている状況である。この様に、そもそもの国の在りかたや税制の目的等も異なっており、日本がこれと同様の条件を提供していくことは難しい。また、一部の税制を変更しただけで得られる効果は限定的に思われる。

- **財務拠点を撤退している日本企業もあり**

日本企業の中には、一旦財務拠点を設けたものの、撤退している事業者もあるとのコメントが確認された。今回は、直接撤退企業のインタビューを実施していないため、原因は確認できていないものの、シンガポールで十分な機能を果たせずに撤退しているというコメントが確認できたため、これらの企業が進出する前に、実現可能なことと困難なこと等を明確に提示していく必要性、及び

⁵⁸ AEC:ASEAN Economic Communityの略で「アセアン経済共同体」。ASEAN域内の物・金・人・サービスなどの移動を基本的には自由化・活性化させ、加盟国全ての経済発展を目標とする共同体。

進出企業においても、進出目的と実施計画をより具体化し、配属予定者のコミットメントを得ていく必要があることが想定される。

- **財務担当の専門性と裁量**

今般、外資企業へのインタビューは1社しか実現できていないため、それだけで議論を一般化することは難しいが、ヒアリングした外資企業では、リスクの定量化を図り、自らのヘッジをなすべきか否かを判断し、必要以上にヘッジをしないという判断もしている。財務としての効率性を追求する様、体制面でもフロント・ミドル・バックに分かれている。

日系企業は、ヘッジに関しては、エクスポージャー額に対するヘッジ割合を決定しているケース等が多く、客観的で透明ではあるものの、どうリスクをとるかといった議論はあまり聞かれなかった。財務リスクに関わる企業方針や当該企業が晒されている為替・金利リスクにも依る部分ではあるが、統括してそれらリスクを管理すれば、各地に専門家を派遣する必要もなくなるため、こうした取組も一つの選択肢となり得る。

第4項 日本に求められる取組

ヒアリング結果を踏まえ、我が国に求められる財務に関わる取組としては下記事項が挙げられる。

- **ノーショナルプーリングに対する取り扱いの明確化**

アジア圏でプーリングを実行する場合の方法は、今回ヒアリングした2社ともが「ノーショナルプーリング」と回答した。(その他国内のプーリングについてはアクチュアルプーリングもあり。)

しかし、ノーショナルプーリングについては、日本会計上の扱いが明確になっていないとの金融機関からの問題指摘があったところであり、企業側からは「日系金融機関からノーショナルプーリングに関わる明確な回答がない」との課題指摘があった。多くの企業が同様の仕組みを設けていくものと思われ、この扱いについては判断の明確化を図る必要がある。

- **国際分業における日本の位置づけ**

既にシンガポールに拠点を設ける企業の中では、ルーチン業務や資金の出し入れを伴わない取引については他国への移管を検討している企業がある。上述の通り、シンガポールの特性は、日本の特性と大きく異なるため、同様の手段をとることはあまり効果を発揮しない可能性がある。ただし、AECの取組が進んでいく中では、少なくとも、ASEAN内での国際分業が進展していくと想定され、ASEANとの関係において、日本も（財務に限らず）一定の役割を担うことを考えるならば、日本の強みを生かしたコンセプトを明確化し、誘致を図ることが考えられる。

- **国際的な慣行・制度との整合**

今回の外資企業へのヒアリングでも聞かれたが、財務統括拠点としては、今後も日本も候補先となる可能性は高い。中国等の台頭があり、注目は弱まってはいるものの、日本には国内市場がある点は大きな強みの一つではあり、進出国の一つで財務統括を行うことの合理性を感じるケースもありうる。また、日本企業の中でも、進出国や資金過不足の状況、規模等の問題から財務統括部門を設けるほどのメリットが生じない企業もある。

そうした場合に、外資・内資の企業が財務管理を行う上での混乱を防ぎ、円滑に国際的な活動を実現させるためには、国際的な制度慣行とある程度整合を図ることが望ましい。

国際的に活動している企業にとって、国毎の制度差異は活動の制約事項の一つである。

そのため、規制を置く場合には、なるべく国際的な動向と整合をとっておくと、同様に手間を要する場合でも、実際の負担感は異なる。

今回のシンガポールヒアリングの中では、貸金業法に関わる問題指摘がなされたが、グループファイナンスは、当該法の趣旨から外れていること等を勘案しても特段の問題もなく、アジア圏では日本とタイのみが同様の規制があるのみとなっていること等からも、法の再度の見直しが期待されるところである。

第7章 まとめ

本調査においては、資本効率向上に向けた財務の観点からの取り組みとして、資本構成（ストックの観点）、財務リスク管理（フローの観点）、財務管理・予測といった3つの観点で調査を進めてきた。以下、項目毎に、その概要と望ましい企業の対応策や採るべき施策等について整理する。

第1節 資本構成の適性化

資本構成については、資本・負債比率は、負債の節税効果と倒産リスクとのトレードオフ関係にあるものの、CAPMの様な形で算出された資本コストが正しいか否かといった点については理論的にも実務的にも疑問があるとの指摘がある中、過度にCAPMやWACCといった手法に基づいて資本構成を調整することについては、留意する必要がある。有識者ヒアリングにおいても、理論的な側面から過度に資本構成を調整しようとする、株価の高い時期に自社株を購入し、株価の安い時に増資等をするといった非効率な行動にもつながりかねないとの指摘があった。

資本構成に関しては、こうした資本・負債比率の構成に過度にとらわれず、まずは資本コストに対する理解の浸透や、その実務への活用を図っていく必要があると考えられる。

平成27年度アンケート調査でも、資本コストを経営において考慮している企業は約3割にとどまり、資本コストを考慮している企業においても、その水準は幅広い。伊藤レポートにおける投資家の期待するリターン水準が概ね8%以上であるとの指摘を踏まえると、企業が自身の資本コストについて十分に理解をしているかについては、よく見ていく必要がある。企業には資本コストを上回るリターンの創出が求められているとの認識を確認し、その上で、自社、あるいは各事業にかかわる資本コストの水準を適切に把握していくことが重要である。

日本においては、貸借対照表を重視する国際会計基準（IFRS）を採用する企業が一部に留まることもあり、貸借対照表よりも損益計算書を重視する意識が強いことが窺える。貸借対照表にも目を向け、資本コストの最適化、資本効率向上に取り組んでいく必要がある。国際的な会計基準との整合、あるいは海外投資家からの期待に応えるという観点からも、資産及び資本に関わるコストの認識を高めることが望ましいと考える。具体的な資本コストの水準については、様々な算出手法があり、各手法にその限界もあることから、精緻な算出を追求するよりも、WACC等の手法による理論値や投資家の期待利回り、事業毎のリスク等を勘案して概算的な水準値を決めていくことが望ましいのではないかと考える。

第2節 財務リスク管理(金利・為替・流動性)

昨今の低金利環境もあり、財務リスクのうち金利リスクに関する意識は相対的に

低い。一方で為替リスクについては、新興国通貨の急激な為替変動等もあり、相応の問題意識を持って管理している。リスク管理規程を設けている企業も多く、具体的なヘッジ比率まで定めている企業もある。

ただし、リスクの定量化まで実施できている企業は限定的である。多くの企業では、リスクヘッジ比率やその手法について定性的、感覚的に決定しており、結果として無駄なヘッジをしている可能性も否定できない。このため、リスクの定量化を試みた上で為替リスクヘッジの程度や手法を見直すことも必要だと考えられる。

特にグローバル展開を図る企業では、進出国や扱う通貨も多様であるため、リスクの源泉や捉え方も一様ではない。このため、リスク管理の目的等を明確にしたうえで、まずは自社のリスク状況を適切に把握し、コントロール可能な要因とそれ以外を見極め、リスクの削減策やリスクヘッジを行う必要がある。なお、為替に関しては、ナチュラルヘッジ（債権債務のマッチング）が最も効率的でリスクのないヘッジ方法（調整策）であり、企業ヒアリングでも、ナチュラルヘッジを最優先と考える企業が多かった。

流動性リスクについては、日本企業の流動性は諸外国に比べ高い水準にある。そのため、資本コストの認識を高め、より収益性の高い資産への投資、あるいは、資産の圧縮を図る等の対応を進めるべきである。なお、今回の企業ヒアリングでは、銀行借入ができないことへのリスクを認識していない企業がほとんどであった。

第3節 財務・資金管理に関わる規制

グローバルに展開する企業においては、財務・資金管理に関わる規制として、国内規制の他、諸外国の国内規制や国際規制についても考慮する必要がある。さらに、企業・企業活動への直接の規制のみならず、企業へのサービス提供主体である金融機関への規制についても、注視する必要がある。企業にとっては、個々の国ごとに異なる規制や手続きに対応する負担は大きく、可能な範囲で国際的な整合性、標準化が図られることが望ましい。

国内規制については、平成26年度総合調査研究「GCM及びABLの現状と普及促進に向けた課題の調査等」でも指摘された通り、貸金業法や外国為替法が財務活動に影響しており、諸外国との整合や法律の目的等も勘案の上、企業活動に不要な制約を加えず、また事務負担をかけない形での見直しが期待される。具体的には、マイナー出資の合弁会社等を含むグループファイナンス（本業が貸金業法である事業者における場合も含む）にかかわる貸金業法の適用除外や、外為法の報告義務の軽減ないし報告方法の合理化等を望む声があった。

諸外国の規制については、特に、アジア諸国での通貨・送金規制が厳しく、急な変更も有り得ることから、これらの情報を適宜正確に収集する必要がある。特にこれらの地域への企業進出は今後も増加していくと思われる。社内に十分な調査部署

を設けられる事業者ばかりではないため、不十分な情報に基づき誤った対応策を選択したり、情報収集が負担となり進出に支障が生じたりといった影響が懸念される。

国際規制では、B E P SやバーゼルⅢが挙げられる。バーゼルⅢは、金融機関向けの規制であるが、企業の財務活動にも間接的に影響を及ぼす可能性がある。こうした規制の動向については、企業のみでは把握が困難な面もあるため、このような間接的な影響についても、情報収集を図り注視していく必要がある。

第4節 財務予測

日本企業における財務予測は、資金繰り表による管理が中心となっている。現状、業績予測や財務予測については、事業部からの報告や過去の実績からのトレンド等に基づく場合等があるものの、各企業からは、事業部側で積まれている「バッファ」部分の把握等が困難であり、正確な予測ができないとの課題認識が挙げられた。

また、事業計画においては、シナリオ分析によって通常ケースの他、楽観・悲観ケース等を作成して財務変動リスクを見ている企業も少なくない。ただし、採用企業においては、これらのシナリオは、前提条件の項目の変動幅等を如何に変更するかで結果が大きくぶれてしまうこと等についての課題認識も確認された。

財務予測に際しては、ビッグデータ等の活用による分析も考えられ、一部の企業ではその採用が始まっている。ただし、財務数値が各種企業活動の結果として現れる数字の集合体であることから、財務数値の特定の項目について予測することはできても、全体をモデリングすることは困難といった指摘があった。

以上のような点から、財務予測にビッグデータ分析を適用することには難しさを伴い、また、データ取得の面でも、財務部門が必要なデータを保有しているわけではないケースが多いため、協力体制の構築等の面でも課題が指摘されている。

また、データ分析は、事業部の予測数値の客観性を高めることはできるものの、精度を高めるとは限らないとの指摘もあった。

第5節 財務管理

経営指標を現場に落とし込んでいく際の方法としては、管理会計で言われている様な、方針管理、標準原価計算、C S V分析、A B C分析等各種方法が存在しているものの、あまりに複雑な手法の場合には、採用されてもその後の維持負担も大きく、効果も見えにくくなるため、使用が中止されるケースも見受けられる。

平成27年度アンケート調査の回答では、最も多かった方針管理の他、売上や営業利益等の指標をそのまま各部署にも適用しているケースが多かった。これは、経営指標自体が、営業利益や営業利益率となっているケースが多いことに加え、現場へのわかり易さといった面も挙げられる。

また、進んだ企業では、事業部毎の資本コストを設定し、バランスシートを作成

して、投下資本利益率等を計算しているケースも見受けられる。こうした管理まで進むと、資本構成の部分で述べた通り、現場でも資産に対するコスト意識が高まり、より積極的にキャッシュを含むよう、資産の効率的運用を進めていくことが可能となり得る。

第6節 グローバル財務管理体制

グローバル財務管理体制としては、平成26年度総合調査研究「GCM及びABLの現状と普及促進に向けた課題の調査等」でも示された通り、グローバルでの財務統括拠点を設けている企業もあれば、地域財務拠点設置に留まる企業、日本から管理している企業等、様々な状況が確認された。

財務管理体制は企業活動のグローバル展開の度合や、取引状況、財務リスクの状況等にもより、最も管理しやすい形が望ましいため、一概にどのモデルが望ましいとは言えない。

ただし、グローバルに展開すると財務リスクの状況も、より複雑化していくため、多くの企業では、リスクの保有・管理主体をなるべく集約させる傾向があり、グループ会社よりは地域統括会社、地域統括会社よりは、グローバル統括拠点もしくは本社の方にリスクを集約している。資金集約の面のみならず、こうしたリスク集約の観点も踏まえ、他社事例等を参考にしながら、自社の管理体制を決定していくことが望ましい。

第7節 シンガポール統括拠点の業務内容

シンガポールはアジア地域における統括拠点として選定される傾向があり、高度金融人材産学協議会ワーキンググループでは、我が国においても同様に財務統括拠点を誘致する策をとるべきではないかとの意見も提示された。

これについては、実際のシンガポール拠点での財務活動を見ると、アジア圏の規制が厳しいこともあって、資金集約やグループファイナンス、財務リスク管理については部分的な実施に留まっており、かつ、意思決定に係る部分は日本側で実施している企業が多い。

また、シンガポールヒアリング結果によれば、シンガポールに拠点を設置する理由としては単に税率等の問題ではなく、F T Cの資格を取得している日系企業はごく一部に留まっているとのことである。シンガポールの魅力は、英語人材や情報、特に、多様な人種が長年経済活動を営んでいることによる周辺国とのネットワークや、各国へのアクセス、世界中のアジア統括拠点が集中している点等、これまで長い時間をかけて培ってきた結果であるとの捉え方もできる。

一方で、近年では、シンガポールから更に、アジア圏内で財務の国際分業（ルーチン業務に関わる他国への移管）を進める動きも見られ、今後A E Cの活動が活発

化していくとASEAN諸国内でのこのような動きが活発化していくことも想定される。日本がこうしたASEANの国際分業の動向の中で役割を担っていくならば、日本の強みを活かしたコンセプトを打ち出すことが必要となるだろう。我が国には、国内市場も存在し、ものづくりの歴史が長く、先端技術を有する企業も多く存在している等といった強みも存在しており、それを如何に活用していくかといった観点で日本の担うべき役割を検討することが望ましい。

財務拠点に関しては、上述の通り、全ての財務機能が流出している訳ではなく、特にアジア圏については、現時点ではごく一部の機能に留まっているケースが多い。ただし、今後のAECの動向によって、シンガポールで遂行する機能が拡大していく可能性も秘めている。また、アジア圏における金融人材が同国に更に集約していくことによる影響も懸念される。

また、シンガポールに財務統括拠点を設置している企業と比べ、日本で管理している企業に対して、事務等の面で不要な負担をかけることの無いよう、関連規制や制度については、グローバルに活動している企業を前提として、整備・見直しが必要とされることが望ましいと考える⁵⁹。シンガポールに拠点を設置して管理できるほどの経営資源が無い企業もアジア諸国に多く進出しているため、日本に財務拠点を誘致するという観点よりも、日本でグローバルな財務管理活動を行おうとする企業における利便性を向上するという観点での制度の見直しが望まれる。

⁵⁹ シンガポール企業ヒアリングでは、グローバル展開している企業が、海外の自社グループの現地法人口座を日本に設ける場合の口座(非居住者預金)開設手続きが進めにくい、金融法人の貸金業法適用等の問題が指摘された。また、外為円決済の「取引時限」もアジア圏を前提とすると短すぎるとの指摘があった。

