

赤渕寛信

マッシュブローカー・ジャパン株式会社
バイスプレジデント

コーポレート ファイナンスと リスクマネジメント

東日本大震災およびタイ洪水は、日本の企業に大きな打撃を与えた。新聞等で保険の効果に関する多くの事象が報道され、企業のリスク・ファイナンスへの関心は高まっている。リスク・ファイナンスは、コーポレート・ファイナンスの一部として捉えられるべきである。

リスク・ファイナンスにおいて重要なのは、「経営の屋台骨が揺らぐような損害」を定量的に把握することである。財務的インパクトは、自社が重要視する経営指標（ROE、ROA等）とリンクさせて検討する必要がある。

本稿で提起したい点は、「巨大災害が企業の財務諸表に与えるインパクト」、「リスク・ファイナンスによる財務インパクト軽減の効果」である。

以下、事例に基づき二つの財務的手法の特徴を述べる。

まず、この事例における財務インパクトは、①建物・設備等の固定資産損害、②事業中断に伴う売上・利益の喪失と逸失に分けられる。A社は、①として一〇〇億円の損害、また、②として年間売上の二ヵ月分（六六七億円）を失うが、売上原価（三二〇億円、変動費部分）の減少もあり、三四七億円の営業利益減少。

1. 特段のリスク・ヘッジ手法を 講じない場合

損益計算書（P/L）では、税引前当期利益は一八〇億円の黒字から、二六七億円の赤字に転落する。自己資本は四四七億円毀損することになる。自社財務体力の観点から損害受容可能性とステークホルダーへの十分な説明の可否を経営者は判断しなくてはならない。

2. 地震保険でリスク・ヘッジを行う場合

①固定資産損害につき八割の八〇億円の保険金求償、②事業中断損害につき約六割の二二〇億円の保険金求償。P/L上は特別利益（受取保険金）三〇〇億円を計上し、税引前当期利益は一八億円の黒字を確保した。自己資本の毀損は一四七億円、ROEの低下は一〇%。地震保険により、期間損益の悪化を緩和できたという事例。

3. リスク対応資本で リスク・ヘッジを行う場合

予め増資等により資金調達し、リスク対応資金三〇〇億円を確保。①固定資産損害一〇〇億円、②事業中断損害三四七億円をこの資金で賄うが、PL上のプラス要因はない。

重要なポイントは、保険はオフバランス資産であるということである。本事例は、一五億円の保険料支払いによる三〇〇億円の資金調達予約に類似している。保険が適用される損害の発生時にはこの予約が発動し、外部から最大で三〇〇億円の資金が得られる。受取保険金額は事故の程度によるが、被害が大きいほど効果が最大限に発揮される。

昨今は保険料支払いを利益処分の一手法と捉え、企業価値向上と株主利益の確保のために積極的に活用する企業もある。また、保険料一五億円は損金処理可能なため実効税率を四〇%とすると、実質保険料は九億円（二五億円－六億円＝九億円）。これは、利益の一部からヘッジコストとして地震保険購買に投入されたとの見方も可能である。

目的が何であれ、そもそも資本を持つことには配当等のコストが伴う。過剰な自己資本は資本効率と企業の株主価値を低下させる。資金が預金等にストックされるのであれば、それ以外の

●災害による財務インパクトの比較

(百万円)

			0. 地震事故 発生前	1. 特段のリスク・ ヘッジ手法を 講じない場合	2. 地震保険で リスク・ヘッジ を行う場合	3. リスク対応資本 でリスク・ヘッジ を行う場合
貸借対照表	資産の部	流動資産	320,000	253,333	281,833	283,333
		受取保険金	-	-	30,000	-
		支払保険料	-	-	-1,500	-
		リスク対応資金	-	-	-	30,000
		休業 流動資産減少	-	-66,667	-66,667	-66,667
		固定資産	230,000	220,000	220,000	220,000
		災害による除却	-	-10,000	-10,000	-10,000
		資産	550,000	473,333	501,833	503,333
	負債・純資産の部	流動負債	270,000	238,000	238,000	238,000
		休業 流動資産減少	-	-32,000	-32,000	-32,000
		固定負債	180,000	180,000	180,000	180,000
		負債合計	450,000	418,000	418,000	418,000
		株式資本	100,000	55,333	83,833	85,333
		災害・休業による減少	-	-44,667	-14,667	-44,667
		支払保険料	-	-	-1,500	-
		リスク対応資本	-	-	-	30,000
損益計算書	損益計算書	純資産合計	100,000	55,333	83,833	85,333
		負債・純資産	550,000	473,333	501,833	503,333
		売上高	400,000	400,000	400,000	400,000
		休業による減少	-	-66,667	-66,667	-66,667
		売上原価	320,000	320,000	320,000	320,000
		休業による減少	-	-32,000	-32,000	-32,000
		売上総利益	80,000	45,333	45,333	45,333
		販売費 管理費	60,000	60,000	60,000	60,000
		支払保険料	-	-	1,500	-
		営業利益	20,000	-14,667	-16,167	-14,667
		営業外費用	4,000	4,000	4,000	4,000
		営業外収益	7,000	7,000	7,000	7,000
		特別損失	8,000	8,000	8,000	8,000
		特別損失 (災害)	-	10,000	10,000	10,000
		特別利益	3,000	3,000	3,000	3,000
		特別利益 (受取保険金)	-	-	30,000	-
経営指標	経営指標	税引前当期純利益	18,000	-26,667	1,833	-26,667
		法人税等	7,200	-	733	-
		税引後当期純利益	10,800	-26,667	1,100	-26,667
		株主資本利益率	11%	-48%	1%	-31%
経営指標	経営指標	総資産利益率	2%	-6%	0%	-5%
		自己資本比率	18%	12%	17%	17%

資産で相当高い資産運用をしなければ、株主価値の低下は免れない。また、リスク対応資本コストは、利益処分等により支払われる。リスクが何であれヘッジをしない場合、資本はリスクに晒されており、リスクの保有(自己資本等)にせよ

移転(保険等)にせよ資本コスト負担が発生する。ヘッジすべき巨大リスクは何か、受容可能な損害額はいくらか。損害発生時に経営指標はどのように変化し、ステークホルダーへの説明責任を果たせるのか。最適なリスク保有・移転のバラ

ンスは、企業の成長段階や資本政策により異なる。また、保険政策は保険料の多寡のみで考えるべきものではない。こうしたコーポレート・ファイナンスの観点で、最適リスク・ファイナンスの検討を進めることが望まれる。