

○序章

本章では、短期の資産（流動資産）と短期の負債（流動負債）の管理について述べる。これらの流動資産と流動負債は集合的に**運転資本**（working capital）として知られているが、その内訳は米国の製造業において、流動資産>流動負債となっている。つまり**純運転資本**（Net working capital：流動資産マイナス流動負債）は正の値をとる。

また、本章では運転資本の管理の議題を、**売掛金**、**在庫**（商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品）、**現金**、**有価証券**の4つの主要な種類の流動資産に着目することから始まる。

○30.1 信用管理

通常、取引間では即時に支払を受けることは難しく、**企業間信用**（trade credit）と**消費者信用**（consumer credit）の二つによってなりたっており、その支払方法が流動資産である、売掛金である。企業間信用を管理する上で、販売条件、支払の約束、信用分析、与信判断、債権回収方針の5つに注目しなければならない。

□販売条件

代金引換え払い、引渡前現金払い、出来高払いなど、信用供与が伴わない販売取引もあるが、信用供与を伴う取引においては、それぞれの産業によって異なる。（耐久消費財を扱う会社なら買い手に1カ月の支払期日を与えるだろうが、生鮮食品を扱う会社なら1週間以内の支払期日しか与えないであろう。）また企業によっては顧客に最終期日より早く支払を促すため、早く支払った場合に値引きを行う。例えば売り手は、30日以内に支払わなければならないところ、10日以内に支払えば2%の値引きを受けられる（「2/10、ネット30」という）という条件を、買い手に提示するが、これは買い手からすれば、10日以内に支払わなければ、年率44.6%の金利で20日間、借入れているようなものである。

□支払いの約束

商品の売買は殆どが掛売買勘定によって行われるのだが、買い手からのはっきりとした約束が欲しい場合は**商業為替手形**（commercial draft）（一般的には為替手形という）を仕組むことができる。これは商品売買時に顧客に支払を命じる為替手形を振り出し、顧客の銀行に送付する。この時、売り手が即時に顧客の支払が必要な時は**一覽為替手形**（sight draft）、を振り出し、支払が即時に必要な場合には**確定日払為替手形**（time draft）に署名をして振り出し、銀行から現金あるいは引受済荷為替手形をもらう、と言う様に、場合に依じて為替手形の種類が変えられる。もし、顧客の支払能力に不安があるならば、顧客の銀行に顧客の確定日払為替手形を引き受けさせる銀行引受手形（bankers acceptance）を用いることもできる。他にも、海外企業との取引の際、使用する取消不能の信用状（irrevocable letter of

credit) や売掛金が回収不可となっても痛手を被らないために結ぶ条件付販売 (conditional sale) など支払条件は多岐にわたる。

□信用分析

顧客が支払に応じてくれるかどうかという信用は既存顧客であれば過去を手繰ればよいが、新規顧客に対しての信用分析においては、財務指標を用いることや、投資家の信頼度を見ること、最も単純な方法は信用評価の専門家の意見を求める事である。その専門家は大企業向けであればムーディーズやS & Pなどの社債格付機関、それらの企業よりも小さい企業向けであればダン・アンドブラッドストリートなどの信用情報機関である。

□与信判断

販売条件の設定、契約、顧客の支払能力の推計を終えた後、どの顧客に信用供与すべきかを決定しなければならない。

- ・顧客が支払を行う確立：p
- ・顧客が支払わない確立：1-p
- ・顧客が支払った時に得られる追加的収入：REV
- ・信用供与する時に係る追加的費用：COST

とした時期待損益は以下ようになる。

期待損益がプラスの時、信用を供与すべきである。

$$\frac{\text{信用供与を断る} \quad 0}{\text{信用を供与する } p \times (\text{REV} - \text{COST}) \text{ の現在価値} - (1-p) \times (\text{COST}) \text{ の現在価値}}$$

また、たとえそれが何年か続いて取引される場合、一年目の期待損益がマイナスであろうと、翌年より常連となり (常連となる事で支払う確立が上がる)、二年目以降の期待収益との合計がプラスとなれば、信用供与すべきである。

期待損益の合計 =	一年目の期待損益		二年目の期待損益		...
	$p_1 \times \frac{(\text{REV} - \text{COST})}{\text{の現在価値}}$	$- (1-p_1) \times \frac{(\text{COST})}{\text{の現在価値}}$	$+ p_2 \times \frac{(\text{REV} - \text{COST})}{\text{の現在価値}}$	$- (1-p_2) \times \frac{(\text{COST})}{\text{の現在価値}}$	

与信を供与する時に気をつけなければならない点は以下の3つ

- ・利益を最大化すること
- ・危険性の高い顧客に集中すること
- ・目前にある注文だけでなく、その先を考えること

□債権回収方針

債権回収のため小企業は与信業務の一部をファクタリング会社 (factor) に下請けに出す。この処理の事をファクタリング (factoring) という。ファクタリングとは企業が売掛債権をファクタリング会社に売却し、ファクタリング会社が企業に成り代わって売掛債権を回収する取引の事をいう。ファクタリングの実施に当たっては、債権の売却者はその債権回収

に対しての保障を負わないため、貸倒れリスクはファクタリング会社が背負うが、その代わりに、企業はファクタリング会社に対して手数料を支払うか、割引売却する。他にも債権の回収方法としては、信用保険などがある。

30.2 在庫管理

企業は在庫を持たなければならない義務は無いものの、大量生産による規模の経済、在庫ロスによる機会損失を避けるために、一定の在庫を保有する。しかし、同時に在庫を保有することは保管料、保険料といったコストも付随する。つまり、在庫を保有することに伴う便益とコストの間の合理的なバランスをとらなければならない。また、現在の企業はジャスト・イン・タイム・アプローチへ移行することにより低い在庫水準となっている。(30年前の米国企業は在庫が総資産の12%を占めていたが、現在ではその半分を下回っている。)

30.3 現金

現金はその高い流動性が故に、ビジネスをする上で必要とされ保有されるが、現金は保有していても財務相証券とは異なり高い金利がつかない。一方で、財務相証券を保有していると、その金利において利益を獲得することは可能であるが、代金の代わりに財務相証券を支払うという事はできないし、現金に換金するにも費用がかかる。つまり、現金も在庫と同じく、現金という在庫を保有するコスト(逸失利子)と便益(取引コストの節約)のトレードオフを考慮しなければならない。

しかし、大企業にとってはこのトレードオフは小企業程あてはまらない。大企業は保有する現金残高の大きさ故に、財務相証券の売買取引にかかるコスト以上に運用利益が大きくなるからである。

□現金を効率的に使う

米国においては多くの場合、小切手で支払が行われ、そうした大量の小切手を受領する企業はできるだけ早く現金を入手したいと考える。早く現金に換えるための工夫の一つが集中銀行制(concentration banking)である。これは、顧客に売り手の本社ではなく支店に対して支払せ、支店は地方銀行に預け入れる。この事によって、郵送期間が短縮され、清算される時間の短縮にもつながる。集中銀行制と併せて、地域の私書箱に小切手を預け入れるロックボックス方式(lockbox system)もある。

□電子送金

企業間の支払の大半は電子的に行われており、米国では電子資金振替(electronic funds transfer)が金額ベースで93%を占めている。また企業が従業員や株主に賃金や配当を支払う時、銀行に指図のコンピュータ・ファイルを送信するだけで、銀行が従業員や株主の銀行口座に送金するまでの全ての工程を行ってくれる、オートメイテッド・クリアハウリング・システム(Automated Clearinghouse system: ACH)を決済システムに使用する。

電子送金のメリットは以下の三つに表される。

- ・記録の自動化
- ・取引コストが安い事
- ・資金へのアクセスの早さ

□国際的な現金管理

多国籍企業においては、取引は世界各国で行われる。そのために、各地の銀行と契約していたのでは、ある銀行では資金余剰、ある銀行では資金不足という状況になりかねない。そこで企業は、金融センターにおいた複数通貨を扱う中央口座に余剰資金をまとめる。

□銀行サービスへの支払い

小切手の処理、損金、貸金庫の運営、会社の口座管理の補助といった現金管理の多くは銀行が行っている。企業はその銀行のサービスに対して手数料を支払わなければならないのだが、企業が金利のつかない口座に最低限の平均残高を維持している時、この手数料は免除される。この銀行預金のことを、歩積み預金 (compensating balance) という。

30.4 市場性有価証券

企業は必要とされていない現金を短期運用においておこうとする。そうした現金は資金運用市場、マネー・マーケット (money market) にて運用される。マネー・マーケット・ファンドでは、政府発行の短期証券などに投資して、元本の安全を確保しながら安定した利回りを得られるような運用を行っている。即日の購入・解約が可能。

□マネー・マーケット運用における利回り計算

マネー・マーケットでの運用商品の多くは投資家が支払った額と満期時に受け取る額の差が収益となるという純粋な割引債である。

例えば、3 か月物の証券が 5% の割引率で発行された時、98.75 ドル ($100 - 3/12 \times 5$) が 3 か月後には 100 ドルとなるということと同義である。これは、3 か月の収益率は $1.25 / 98.75 \times 100 = 1.27\%$ であり、年利回り 5.08% (1.27×4) となる。

□マネー・マーケット商品の運用利回り

国債と社債の利回りを比べた時、社債の方が一般的に利率は良い。これは、たとえ大企業であっても将来トラブルに巻き込まれる可能性がありリスクが高いためである。また短期と長期においても同じで、短期運用である短期債務は、結果の違いがより小さい範囲の中に収まる事、ほとんどの場合、マネー・マーケットで資金が借り入れられるのは十分確立された会社だけである事、からリスクが小さく利回りも低い。

□国際的なマネー・マーケット

国際的な取引においては使用される銀行は国の垣根を越える。例えば、米国の石油会社がアラブの首長から原油を購入、代金 100 万ドルを J P モルガン・チェース払いの小切手

で支払うとする。そしてアラブ側はロンドンのバークレイズ銀行に預金する。この結果、バークレイズ銀行は 100 万ドルの資産をJPモルガン・チェースにある自行口座に保持することになる。同時にバークレイズ銀行は同額の負債をドル預金という形で負うことになる。このドル預金はヨーロッパに所在することになるのでユーロドル預金と呼ばれる。この事例はアメリカとヨーロッパ間に限ったことではなく、世界各国で行われている。しかし、各国では政策が異なるため、アメリカは 1970 年代後半、銀行ビジネスを国内に誘致すべく国債金融ファシリティ（International Banking Facility：IBF）を設けた。

□マネー・マーケットの運用手段

・米国財務省証券

通例毎週発行され満期は 4 週間、3 か月、6 か月。単一価格入札。

・連邦機関証券

連邦住宅貸付銀行や連邦抵当金庫などの連邦政府機関が発行する短期・長期債券。

・短期免税証券

地方自治体、州政府、州立大学や公立学校区などの期間が発行する短期債。利子が連邦税の課税対象外となるが、税率次第では他の課税対象が利益とならない場合もある。

・変動金利要求払債

長期債のひとつで、利払い額が短期金利の水準と連動し、金利が再設定される場合には投資家は債券を額面で売却する権利を有している。

・銀行定期預金及び譲渡性預金証書

定期預金は満期を待たずして現金を引き出す際にペナルティとして金利が減らされる。譲渡性預金証書は銀行が投資家から現金を借り入れる際に発行する証拠となり、投資家が満期前に現金が必要となった時、別の投資家に売却することが可能。買い取った投資家は満期をまって銀行に支払を受ける。

・コマーシャル・ペーパー及びミディアム・ターム・ノート

コマーシャルペーパー（以下CP）とは企業が短期で資金調達するための、無担保型約束手形。社債の償却期限は通常 1 年以上であるのに対して、CPは償却期限が 30 日以内のものが多い。またCPは有価証券ではなく手形であるため銀行等でも扱われる。

・銀行引受手形

銀行自ら支払人として引き受けた期限付為替手形のことであり、通常は輸入業者が信用条件に基づいて信用状発行銀行あるいは輸出地の通知または確認銀行を支払人として振り出し、当該銀行が引き受けた場合の手形のことであり。

・買戻し特約

買戻し特約は別名レポと呼ばれる。レポ取引とは、債権の賃貸取引のことであり、当事者の一方が他方に債権を貸出し、見返りに担保金を受け入れ、一定期間経過後にこの債権の変換を受けて担保金を返却する取引のこと。リバーチェス取引とも呼ばれる。

債権の借り手は債券に対する賃貸料を支払い、この差額が（担保金金利-債権賃貸料）がし

ポレートという。

- ・変動配当型優先株式

配当の支払が金利の一般的水準にリンクする優先株式。また、硬直的に金利と結びつける代わりに配当を設定しなおせる。