

事業性融資推進で 改めて見直したい企業価値の 「目利き」

中小企業の現場では、人手不足や賃上げ圧力が経営を直撃しており、企業を取り巻く環境は今後ますます厳しくなると想定される。地域金融機関はもはや『担保や保証』だけでは融資を支えられず、企業の事業性を正確に把握し将来性を見極める、いわゆる「目利き力」を発揮することがより一層求められる。事業性融資推進法の施行と企業価値担保権制度の開始も、こうした融資の実現を企図している。そこで本企画では、経営者保証や担保によらない事業の目利き力を養うためのポイントについて、事例を挙げて解説した。

- 1 事業性評価のための分析フレームの全体像 36
- 2 [STEP1] 事業構造分析 36
- 3 [STEP2] 商流の把握 38
- 4 [STEP3] 外部環境分析 38
- 5 [STEP4] 財務指標分析・業界平均指標 39
- 6 [STEP5] バリューチェーン分析(経営資源の評価) 41
- 7 「目利き力」こそが地域経済の発展に寄与 42

アットストリームパートナーズ合同会社 シニアマネジャー／公認会計士
末廣 健嗣

図表1 分析フレームの全体像

	定量分析	定性分析
外部環境分析	<ul style="list-style-type: none"> ・市場規模推移 ・業界平均指標 	<ul style="list-style-type: none"> ・PEST分析 ・5Forces分析 ・アドバンテージマトリックス
内部環境分析	<ul style="list-style-type: none"> ・財務指標分析 ・コスト構造分析 ・費目別分析 ・事業の経済性 	<ul style="list-style-type: none"> ・組織図の把握 ・事業構造分析 ・商流図の把握 ・バリューチェーン分析

出所：筆者作成

1 事業性評価のための分析フレームの全体像

図表1は企業の事業性を把握するための各種分析を、定量・定性分析と外部環境・内部環境分析に分類したマトリックスである。

企業の事業性を理解しようとする場合、財務数値等の定量面と、管理体制や業務の流

れなどの定性面の双方を分析する必要がある。定性面で把握した情報が定量面にどのよう表れているのかを確認することで、事業性をより理解できるし、定量面の分析結果から、定性面のどこにどのような問題がありそうかの仮説を立てることができる。紙幅の都合上、本稿ですべての分析手法を紹介することはできないが、中小印刷業A社（以下A社）を題材にしながら以下の5つのステップで分析の進め方を紹介したい。

- 【STEP1】 事業構造分析
- 【STEP2】 商流の把握
- 【STEP3】 外部環境分析
- 【STEP4】 財務指標分析・業界平均指標
- 【STEP5】 バリューチェーン分析（経営資源の評価）

2 【STEP1】 事業構造分析

事業構造分析とは、企業の

P/Lに計上されている売上高を、①事業の特徴を理解できる切り口（カット）と粒度（メッシュ）で、②製品・サービス面（製品軸）と顧客・市場面（顧客軸）に分解することをいう。

通常、企業は複数の製品群・顧客群を抱えて事業を営んでいる。製品群や顧客群が異なればそれぞれに競合他社も異なるし、市場の将来性、顧客ニーズや自社の強みや弱みも異なる。そのため、P/Lに計上されている売上高だけを見ていると企業の事業性は理解できず、製品軸と顧客軸の単位まで分解して評価する必要がある。

例として、A社の事業構造を製品軸で分類したものが図表2である。図表からは、製品別の収益性の違いが明確であり、特にノベルティ関連の品種が課題である。

そして、図表3はA社の事

業を顧客軸で分類したものである。金融機関の行内資料でよく見られるのは、得意先別・商品別・仕入先別などに売上金額、仕入金額の大きいものから順に並べた資料である。しかし、事業の特徴を理解しようとする場合、顧客単位など細かく把握するほど良い、金額が大きいものから把握するほど良い、と一概には言えないことに注意が必要である。A社の顧客数は600社もあるため、得意先別に売上高上位順で並べても事業の特徴は理解できず、木を見て森を見ずに陥ってしまうおそれが高い。そこで、中小印刷会社でよく見られる販売チャネルの特性（以下①～③）を踏まえ、図表3では得意先別ではなく顧客業界別に分類している。

① 顧客との打ち合わせが必要という特性、運送コストの負担が重いという特性か

図表2 事業構造分析(製品軸)

品種	売上	粗利率	方針
文具系ノベルティ	231,000	2.4%	利益改善
季節性ノベルティ	193,000	▲0.2%	利益改善
チラシ・伝票	132,000	2.8%	▼
カタログ・冊子	87,000	22.0%	⇒
ノート	69,000	19.0%	⇒
カレンダー	65,000	13.0%	▲
パンフレット	50,000	18.5%	⇒
封筒・はがき	64,000	20.2%	⇒
機関紙	33,000	15.8%	⇒
紙袋・包装紙	25,000	27.0%	▲
合計	949,000	8.8%	

出所：筆者作成

図表3 事業構造分析(顧客軸)

顧客の特徴	顧客数	売上	粗利率	方針
ノベルティ制作企業	5	203,000	1.1%	利益改善
イベント企画企業	7	126,000	1.5%	利益改善
同業他社(業界大手)	2	186,000	6.1%	⇒
近隣同業他社(中小零細)	~10~	67,000	8.0%	⇒
近隣顧客企業(BtoC)	~20~	36,000	26.1%	▲
近隣顧客企業(BtoB)	多数	331,000	16.2%	▲
合計	600	949,000	8.8%	

図表4 事業構造分析の切り口

【製品・サービス】の切り口と粒度	【顧客・市場】の切り口と粒度
事業別・部門別	得意先業界別>得意先別
製造拠点別	得意先の規模別
製品群別>製品別	エリア別>営業拠点別>営業チーム別>営業担当者別
売切り商売か継続課金商売(アフターサービス収入など)か	チャネル別(直接販売・間接販売・ECサイトなど)
見込み生産か受注生産か	BtoBかBtoCか
継続受注か単発受注か	官需か民需か
自社企画品(NB)か顧客ブランド商品(PB)か。PBの場合、企画・設計は自社・顧客いずれが担っているか(ODMかOEMか)	季節別(月別・曜日別・時間帯別など)の売上構成

出所：筆者作成

②
顧客内の事務作
ら、商圏は狭く、
近隣企業が得意先
になる。

なお、ノベルティ関連の製品について売上高が大きく粗利率が低いことから、A社特有の顧客軸として、ノベルティ制作企業、イベ

③ 同業大手からの下請け仕事が多く、また、近隣同業他社との間では保有設備や工場の生産キヤパシティーの関係から、お互いに外注先として仕事を融通しあう関係にある(『仲間仕事』と呼ばれる)。

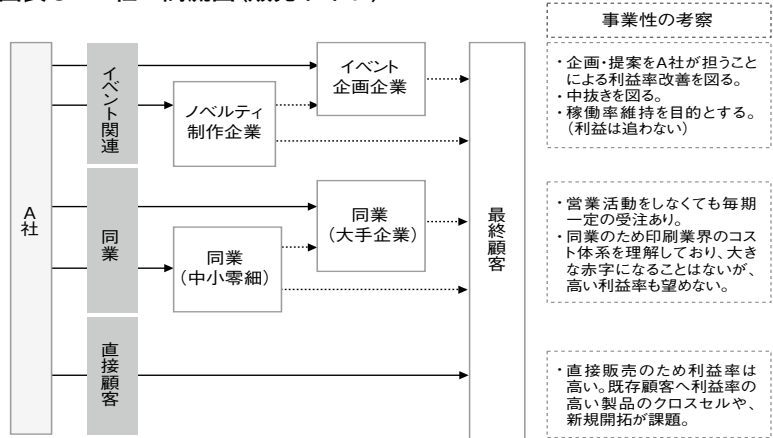
業で利用されるもの(例：伝票)から、エンドユーザー向けのプロモーションツールとして利用されるもの(例：包装紙・カタログ等)まで、商品用途が幅広い。用途に応じて粗利率も異なり、通常、プロモーションツールとして利用されるものは粗利率が高くなる。

また、上記②の粗利率の違いを見るために、近隣顧客企業をBtoC(主にプロモーションツールとして利用されていると想定)と、BtoB(主に事務作業で利用されていると想定)に分類した。

図表3からは、直接取引先である近隣顧客企業の粗利率が高く、同業他社(大手・中小零細)やノベルティ制作企業、イベント企画企業の粗利率が低いことが分かり、前者の売上高向上や、後者の粗利率改善が想定課題として浮かびあがる。

事業構造を正しく分解することは、企業の事業内容を理解するための1丁目1番地である。ここでつまずくと、後続の分析作業も空振りに終わってしまうおそれが高いので、どのように分解すれば事業の特徴を把握できるかという視点を持ってカットすることが

図表 5 A社の商流図(販売サイド)



出所：筆者作成 (注) A社の間接顧客(顧客の顧客)は不明のため点線で表記している

重要である。また、図表2、3ともに今後の方針を確認することが重要である。経営者が現在の事業(製品軸・顧客軸)にどのような課題を感じており、今後どの事

となる。図表5は、その切り口をもとにA社の商流図(販売サイド)を示したものである。顧客グループ別の粗利率の違いが商流図に現れていることが

業を伸ばそうと

しているのかを把握することは事業性を理解するために必須の情報となる。最後に、事業構造を分解するための視点・切り口を前頁図表4に記載したので参考にされたい。

3 STEP 2 商流の把握

前項2で事業構造を分解した切り口は、そのまま商流を理解するための基盤

読み取れる。

印刷業界はもともと粗利率が低く、黒字企業の平均でも5%を下回る水準である。A社の商流の「イベント関連」や「同業」のように、多重下請け構造になっているチャネルでは流通過程で利益は徐々に薄くなってしまう。ここから、図表中「事業性の考察」に記載しているような課題・今後の方向性についての仮説を立てることができる。

事業構造分析と商流図は対の関係にある。良い切り口で事業構造を分解できれば、それがそのまま良い商流図の作成に繋がるし、商流図を作成していく過程で事業構造分析の良い切り口を発見できることもある。優れた事業構造分析や優れた商流図は、それを見るだけで企業のビジネスモデルや経営課題を把握できる強力なツールとなる。

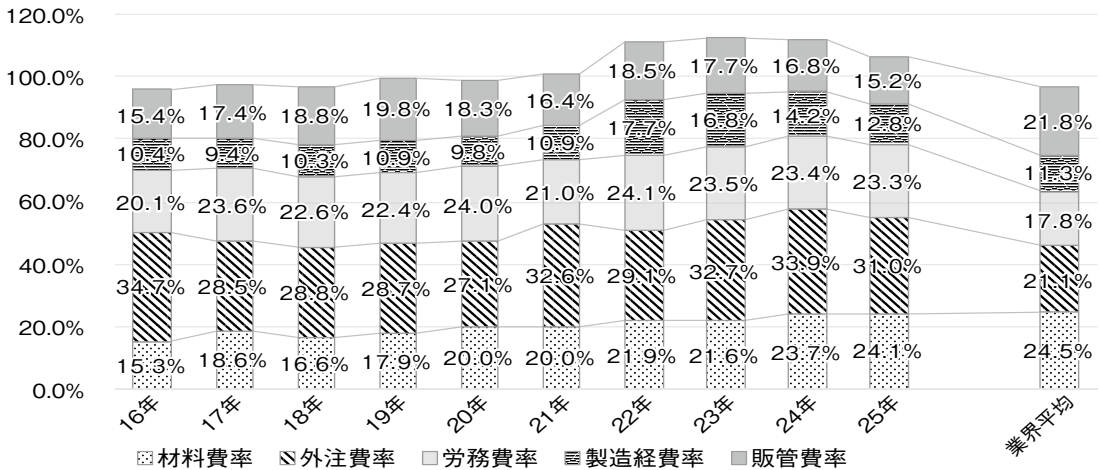
4 STEP 3 外部環境分析

事業構造と商流図で企業のビジネスモデルを理解できたので、本項は外部環境分析を紹介したい。まず、外部環境分析が「フレームワークの穴埋め作業」や「分析のための分析」になっているケースが散見されることから、外部環境分析の目的や着眼点について、代表的な分析手法であるPEST分析、5フォース分析、ベンチマーク分析について整理し、その後、分析の進め方について紹介する。

① PEST分析

PEST分析とは、企業を取り巻く外部環境を政治・経済・社会・技術の4つの視点で分析する手法である。後述する5フォース分析と比較してマクロな観点から外部環境

図表6 財務指標分析によるA社の課題仮説



出所：筆者作成

平均と比較して低い場合、その原因は粗利率の低さにあるのか販管費率の高さにあるのか、粗利率の低さに原因があるのであれば、さらに細かく材料費・労務費・外注費・製造経費まで遡って分析する必要がある。

図表6はA社の各コスト項目を積み上げ棒グラフの形で業界平均と比較したものである。費目別に比較・分析することで、A社が赤字となっている要因について仮説を立てることができる。A社指標と業界平均指標を比較して特に目を引くのは、外注費率の高さと労務費の高さである。通常、外注費率と労務費率は負の関係にある（製造部門の従業員が少ないほど外注依存度は高くなる）が、A社は外注費・労務費ともに高い。このことから、A社の経営課題として以下のような仮説が考えられる。

仮説①

従業員数は適切（労務費率は適切）であるが、社内資源を活用せずに外注に仕事を回している（外注数量の問題）。

仮説②

外注単価の管理ができておらず、高値で外注に依存している（外注単価の問題）。

仮説③

工場の稼働率が低く、売上に対して過剰な生産人員を抱えている（稼働率の問題）。

仮説④

工場の稼働率には問題がないが、生産効率が低く他社と比べて多くの人員を要している（生産効率の問題）。

このように、費目別まで分解して財務分析を行うことで、A社の弱み（問題点）や強みについての仮説を立てることが可能になる。

財務分析は、経常利益率や総資産回転期間といった表面

的な数字を業界平均と比較して○×を付ける成績表ではない。財務指標の羅列は分析のゴールではなく、分析のスタートであるという点を理解することが重要である。

6 [STEP5] バリュエーション分析（経営資源の評価）

本項では、まず簡単にバリュエーション分析を紹介し、前項⑤の財務分析で立てた仮説について、バリュエーション分析で仮説の検証を行う流れを解説する。

バリュエーション分析とは、企業の活動を一連のプロセスに分解し、強みや弱みを明らかにするものである。印刷業A社のバリュエーションを例に挙げると、営業↓制作↓印刷↓加工↓出荷という一連の主活動と、全般管理（経理・IT）、人事労務などの支援活動に分解される。

中小企業でバリュエーション分析を実施する際は、各機能（各部門）の業務内容を理解するだけでなく、「業務が滞りなく流れているか、スムーズな業務の流れを阻害しているような問題（組織体制の問題・仕組みの問題・人の問題）がないか」という視点でチェックすることが重要である。

中小企業では、業務の流れ（価値を生み出す連鎖＝バリュエーション）のどこかに歪みが生じていることが非常に多い。ヒト・モノ・カネが限られている中小企業では、これらの経営資源をいかに有効に活用できるかが業績に大きく影響する。

なお、経営資源と聞くと、特許・商標、オンラインのブランド力や世界に数台しかない最新の設備等、他社が真似できない希少な経営資源をイメージしがちになるが、このような希少な経営資源

を有する企業は少数であり、大多数の企業はありふれた経営資源を使って事業を営んでいる。その中で業績を伸ばせる企業もあれば、右肩下がりの企業も少なくないように、ありふれた経営資源をいかに有効に活用できているかどうかが業績の差となって表れる。

それでは、定量分析と定性分析の繋がりを理解しやすいように、前項⑤で挙げたA社の課題について、以下仮説①④を検証する形でバリュエーションを紹介したい。

仮説① 外注数量の問題

A社では、製造部門で作った商品を営業部門に社内販売する部門別採算管理の仕組みが採用されていた。営業部門が安値で販売することを防ぐために、製造部門のコストにマージンを上乗せして社内販売価格を決定していた結果、社内販売価格が外注単価より

も高くなる現象が発生していた。A社の営業部門にとっては、社内の製造部門に委託するよりも外注先に委託する方が低コストで済むことになる。そのため、製造部門に空きがあるのに外注に仕事を回し、結果的にA社全体として余計なコストがかかっていたことが分かった。社内販売価格の算定方法や、部門別評価基準に問題があったために、近視眼的な部門最適・サイロ化に陥っていた事例である。

仮説② 外注単価の問題

A社に限らず中小印刷業界の営業担当者は、各自で顧客を持ち、各自でお抱えの外注先を活用しているケースが多い。A社では外注先の情報が社内では二元管理されておらず、より安い外注先があるのに、過去からつき合いのある自分の外注先に発注していた。そこで、外注発注の権限を営業部門から生産管理部門に移管

し、生産管理部門で外注先の情報を一元管理し、最適な外注先に発注するよう運用を改めることによって外注コストの削減が可能になった。営業・生産管理の業務の役割分担(職務分掌)が不適切だったことと、外注コストを管理する権限と責任(職務権限)が不明瞭だったことが外注費が高止まりしていた原因である。

仮説③ 稼働率の問題、仮説④ 生産効率の問題

A社の製造部門は、制作課・印刷課、加工課の3つの部門で構成されている。A社は季節性商品を扱っているため、加工課の特定のチームは繁忙の差が激しく残業・休日出勤が続く時期もあれば、特に仕事が無く待ち時間の多い時期もあった。加工課の各メンバーはチーム別に担当業務が縦割りになっており、他チームの業務を経験したこともなく、繁忙期に仕事を手伝うと

いう組織風土も醸成されていなかったために、低稼働・低生産効率の状態に陥っていた。これを受けてA社では、ジョブローテーションの実施、組織風土の改革に取り組みむことになった。

以上紹介したように、定量分析で浮かび上がった課題仮説を定性分析で検証することで、組織体制、仕組み、人の問題を浮き彫りにし、経営資源を有効に活用する処方箋を提案することができた。A社を事例に挙げたが、これは印刷業に限らず、多くの企業に共通する課題でもある。

7 「目利き力」こそが地域経済の発展に寄与

これまでの分析を通じて、A社の事業構造・商流・外部環境・財務指標・バリエーションを紹介してきた。ここで強調したいのは、いずれの

手法も単独で完結するものではなく、相互に関連し合うことで真価を発揮するという点である。事業構造を正しく切り分けられなければ商流の理解も進まず、外部環境を踏まえなければ財務指標の数値の意味を誤解しかねない。そして財務上の課題仮説は、最終的にバリエーション分析を通じて現場の業務プロセスや経営資源の活用度合いと結び付けて検証して初めて説得力を持つ。

金融機関の行職員にとって、これら一連の分析作業は「融資可否の判断材料」という狭義の意味を超え、経営者との対話を深めるための共通言語となる。経営者は日々、事業構造の中で「どの製品を伸ばすか」「どの顧客層に注力するか」といった意思決定を迫られている。金融機関が自らの分析を根拠に課題や改善策を提示できれば、単なる資金提

供者ではなく経営パートナーとしての信頼を得られる。

また、こうした「目利き力」の蓄積は、個々の企業支援にとどまらず、地域産業全体の将来像を描く力につながる。ある企業で得られた示唆が他業種・他地域の取引先に応用できることも少なくなく、金融機関としての情報発信力やコンサルティング機能の強化にも資する。

担保や保証に依存しない事業性評価は容易な営みではない。しかし、定量と定性を往復しながら、事業の仕組み・お金の流れ・経営資源といった多面的要素をつなぎ合わせていくことで、企業の潜在的な成長力を見極めることは可能である。企業価値の真の「目利き」としての役割を果たすことが、地域金融機関に求められる最も重要な使命であり、取引先企業と地域経済の持続的発展に寄与する道である。