



## 太陽グラントソントン Advisory Insights

### M&A アドバイザー

今回のテーマ： 財務モデリングにおけるコベナンツ・テスト

#### はじめに

昨今の高インフレ下の厳しい経済情勢において、多くの企業が今後数ヶ月間に自社の財務状況への影響を見極めるために財務予測を検討しています。とりわけ借入金の状況・返済スケジュール等を検討する上では、既存の銀行融資枠で必要運転資金を賄えるかを検討するだけでなく、コベナンツ（財務制限条項）に対してどのように対応するかを検討することが重要となります。貸手はコベナンツ違反の可能性に対して柔軟に対応してくれる可能性もありますが、自社において直面する可能性のある課題を事前に予測し協議を優位に進めるためにも、事前に精緻な計画を立てる必要があります。

事業に対する潜在的な影響を評価するための出発点は、通常、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書、並びに貸借対照表の財務3表を予測する財務モデルとなります。これが柔軟に変更可能な前提条件から構築されていれば、取引減少の影響を洞察したり、緩和策を講じた場合の影響を評価するために、迅速かつ容易に感度を上げることができるはずです。

#### 正しい数値がモデルに組み込まれているか？

ローン・ドキュメンテーションは通常、非常に複雑なものとなります。コベナンツの他に「定義」のセクションがあり、「EBITDA」、「融資手数料」、その他主要な用語が何を意味するかを正確に定めています。貴社のモデルにおける「EBITDA」は、貴社の借入に係る契約文書における定義と一致しているでしょうか？もしそうでなければ、正しい数値を比較していることを確認するための調整が必要です。

#### 参照する期間は適切か？

多くのコベナンツは、「直近12ヶ月」をベースに判定します。OFFSET関数やINDEX関数を使用して、正しい数値を算出するための数式を構築することもできますが、多くの場合「12ヶ月」は変動要素である必要がないため、昨年度の数値を合計するだけでもよいでしょう。

例えばローンの初年度など、コベナンツの参照期間が短い場合は、より難しくなります。このテストでは、期間が短いことを考慮し、異なるテストレベルが設定される、あるいは実績を年率換算することが求められる可能性があります。これは、特に損益やキャッシュ・フローに大きな季節性がある事業の場合、業績の日割り計算のように必ずしも単純ではありません。

## 計算上の留意事項

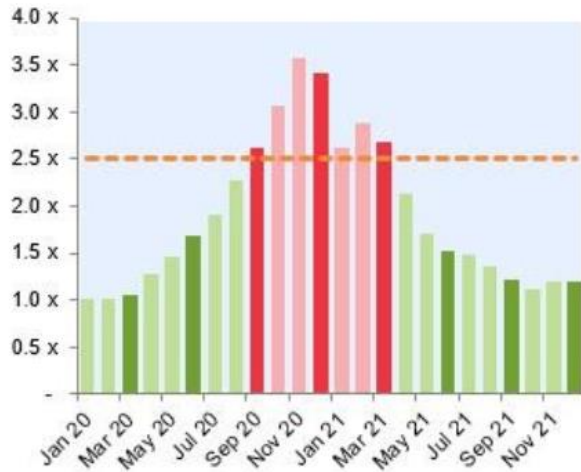
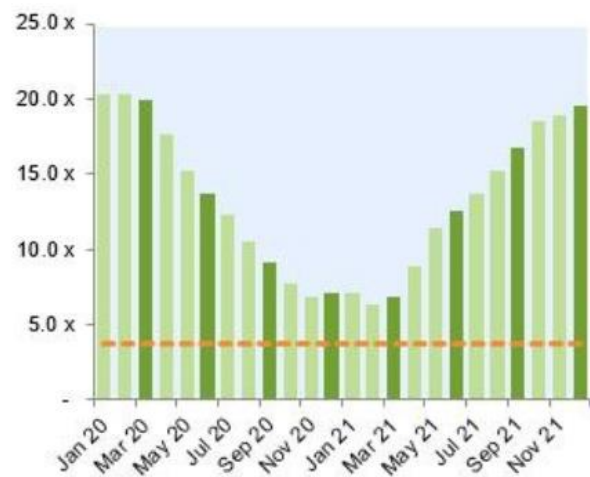
Covenant model			Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Leverage covenant failed!												
Period	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Start date	1 Jan 20	1 Feb 20	1 Mar 20	1 Apr 20	1 May 20	1 Jun 20	1 Jul 20	1 Aug 20	1 Sep 20	1 Oct 20	1 Nov 20	
End date	31 Jan 20	29 Feb 20	31 Mar 20	30 Apr 20	31 May 20	30 Jun 20	31 Jul 20	31 Aug 20	30 Sep 20	31 Oct 20	30 Nov 20	
<b>1 Leverage</b>												
<b>1.1 Flags</b>												
1	Quarterly test flag	flag	-	-	1	-	-	1	-	1	-	-
<b>1.2 Net debt</b>												
2	Term loan	£ 000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
	RCF	£ 000	1,533	1,915	2,132	4,872	4,915	6,480	7,640	8,735	9,226	9,308
	Cash	£ 000	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
	Net debt	£ 000	31,033	31,415	31,632	34,372	34,415	35,980	37,140	38,235	38,726	38,808
<b>1.3 EBITDA</b>												
	EBITDA	£ 000	2,709	2,942	1,413	(483)	(936)	764	695	7	197	323
	Last 12 months' EBITDA	£ 000	30,486	30,715	30,119	27,040	23,547	21,410	19,366	16,758	14,624	12,680
<b>1.4 Covenant test</b>												
3	Net debt	£ 000	31,033	31,415	31,632	34,372	34,415	35,980	37,140	38,235	38,726	38,808
	EBITDA	£ 000	30,486	30,715	30,119	27,040	23,547	21,410	19,366	16,758	14,624	12,680
	Leverage	x	1.0 x	1.0 x	1.1 x	1.3 x	1.5 x	1.7 x	1.9 x	2.3 x	2.6 x	3.1 x
4	Test level	x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x	2.5 x
5	Headroom	x	1.5 x	1.5 x	1.4 x	1.2 x	1.0 x	0.8 x	0.6 x	0.2 x	(0.1 x)	(0.6 x)
	Test result	PASS/FAIL	-	-	PASS	-	-	PASS	-	-	FAIL	-

- コベナンツは通常、四半期または半年ごとにテストされるため、月次モデルでは通常毎月テストを行う必要はないと考えられます。これをコントロールするために、テスト対象期に「1」のみが表示されるようタイミングフラグを設定し、それを掛け合わせることでテストのオン・オフを切り替えることができます。
- コベナンツ・テストに必要な金額を抽出し、それが明らかでない場合は計算方法を明確に示します。上記例はレバレッジ・テストであるため、純有利子負債と EBITDA を含めています。
- 各期間における比率を計算します（テスト期間以外の期間に #DIV/0! というエラーが発生しないよう、エラートラップが必要になります）。ここで、分子と分母の向きが正しいことを確認します。
- テストレベルを、計算式または入力されたインプットを使用して、関連する期間に組み込みます。テストレベルはしばしば「〇倍 (〇 x)」（例：2.5 x）と表記されるため、エクセルのカスタムフォーマットを使用してこれらを明示します。
- 計算された比率をテストレベルと比較し、IF 関数等を使用してテストが合格か不合格かを調べます。これは、数式の "より大きい" または "より小さい" 部分を間違えやすい部分であるため、注意が必要です。

基本的なテスト項目を作成した後、さらにモデル上、以下のような工夫をすることも可能です。

- 条件付書式を使用して、テスト結果を緑色の PASS または赤色の FAIL に変換し、結果を明示する
- コベナンツが不合格になった場合に警告を表示する：これは、前提条件の変更がコベナンツ違反につながる可能性があるかどうかをユーザーが即座に確認することを可能にします。
- コベナンツのヘッドルーム（余裕）を計算する：これは、コベナンツのテストレベルにどれだけ近づいたかを示す重要なステップです。「ヘッドルーム」を定義するには様々な方法がありますが（例えば「コベナンツ違反になる前に EBITDA がどれだけ下がる可能性があるか」等）、比率の絶対差を計算するのが最もシンプルなアプローチです。

- モデル期間中のコベナント結果を要約するために、グラフを作成する（下図参照）。また、テスト期間以外の期間の比率も含めることで、潜在的な問題の有無を指標として組み込むことも可能です。

**Leverage (x)**

**Interest cover (x)**


## おわりに

コベナント違反は、そのものが“すべての終わり”を示すものではなく、重要な事前警告機能となるべきものであり、適切にモデルに組み込まれることは財務予測を構築していく上で非常に重要となります。本稿が皆様のより良い財務モデル作成のための一助となっていましたら幸いです。