

ファイナンスと成長戦略

砂 川 伸 幸

I 企業経営と4C

いま、日本企業が目指しているものといえば成長である。国も成長戦略を掲げている。しかし、成長戦略には注意しなければならないことも少なくない。本稿では、ファイナンスの観点から成長戦略の留意点について論じる。

企業の目的は企業価値の向上である。いまや、企業のホームページには、必ずといってよいほど、企業価値の向上という目的が掲げられている。企業は、経営理念の下、様々な利害関係者と良好な関係を維持して事業活動を行う。利害関係者の中で、投資家にフォーカスし、その視点から事業活動の成果を評価する指標が企業価値である。

投資家が企業経営を評価するのは、資本主義の原則といえる。事業活動を行うためには、資本が不可欠である。資本を提供する投資家は、資本の使途を事前評価し、成果を事後評価する。よい成果が期待できる企業や事業に資本を投下し、ダメなものから資本を引き揚げる。このサイクルが、資本の効率性を高め、経済の発展につながっていく。

企業経営における経営指標の重要性はいうまでもない。経営戦略の大家であるマイケル・ポーターが言うように、企業の務めは、経営資源を効率的に利用することである¹⁾。この考え方に最もフィットする経営指標は、資本利

1) Magretta, J. (2012) を参照。

益率である。資本利益率は、事業活動の成果である利益やキャッシュを、事業に投下された資金に照らして評価する。資本利益率には、自社（Company）の強みを活かし、ライバル社（Competitor）に対抗し、顧客（Customer）のために価値を生み出し、資本提供者（Capital）に還元するという4つのCの側面が含まれている。ここでいう4Cとは、企業経営の3C（自社、顧客、ライバル社）に4つめのCとして資本を加えたものである。

（図表1）日本企業の経営指標

指標と時期	背景
売上高営業利益率 (1990年代前半～)	バブル崩壊による本業外の財テクに対する反省。 低下した本業の収益力向上を掲げる。
ROE (1990年代半ば～)	外国人株主が増加し、日本企業の資本効率の低さが指摘される。 年金基金連合会がROE基準を導入。
EVA (1990年代後半～)	低迷する株価に対し、価値重視の経営の必要性が主張され、経済的付加価値の考え方が導入される。 資本コストを意識することが重要という認識が広まる。
ROIC (2000年代前半～)	事業に対する資本効率を重視。投下資本に対する営業利益率を管理指標とする動きが普及。
CCC (2010年前後～)	金融危機によって、キャッシュフローの重要性が再認識される。

（出所）日本経済新聞2012年12月5日付朝刊15ページ

日本企業においても、資本利益率の重要性が認識されつつある。（図表1）は、バブル崩壊後に日本企業が導入した経営指標をまとめたものである。売上高営業利益率、ROE（Return On Equity：自己資本利益率）、EVA（Economic Value Added、経済付加価値）、ROIC（Return On Investment Capital：投下資本利益率）、CCC（Cash Conversion Cycle）。いずれも企業価値に直結する財務指標であるが、とくに資本利益率が2つ（ROEとROIC）含まれていることに注目しよう。

経営資源の効率性を示すという意味で資本利益率は重要である。加えて、資本利益率が他の財務指標より好ましい決定的な理由がある。Palepu, Healy and Bernard（2000）が強調しているように、資本利益率には明確なベンチマー

ク（ハードル）が存在するのである。資本利益率のベンチマークは、資本コスト（Cost of Capital）である。資本コストを上回る資本利益率をあげることで、企業は経済付加価値（EVA）を生み、企業価値を高めることができる。現代ファイナンスの最も重要な命題である。

II 成長と価値

ここでは、ファイナンス理論をベースにしたサステイナブル成長の数値例を用いて、成長戦略における資本利益率と価値の関係について説明する。サステイナブル成長とは、利用可能な経営資源を用いて持続できる成長をいう。

（図表 2）サステイナブル成長モデル

	T=1	T=2	T=3
期首資本（投下資本）	1,000	1,040	1081.6
資本利益率=10%	10%	10%	10%
利益	100	104	108.16
配当（配当性向 6 割）	60	62.4	64.896
内部留保（再投資）	40	41.6	43.246
期末資本	1,040	1,081.6	1,124.816
利益成長率		4%	4%
資本成長率	4%	4%	4%
配当成長率		4%	4%

（図表 2）は、典型的なサステイナブル成長モデルである。企業は資本 1,000 を投下して事業を行う。資本利益率の目標として 10% を掲げており、具体的な方針も定まっている。企業は利益の 6 割を配当し、残り 4 割を内部留保して再投資にあてる。再投資の利益率は、資本利益率に等しく 10% である。このとき、企業は毎期 4% でサステイナブルに成長する。図表中の数値が示すように、利益、配当、資本のすべてが毎期 4% で成長していく。サステイナブル成長率は、再投資利益率（資本利益率）10% に、再投資比率（内部留保率）4 割をかけた値である。

毎期4%という成長率は魅力的に思える。しかしながら、真の問題は、(図表2)の事業計画が価値を創造するか否かである。事業計画が価値をもつのは、その評価額が投下資本を上回る場合である。ファイナンス理論によると、事業や企業を評価する手法は、DCF法である。この事業は、1年目に60の配当をもたらす。2年目以降の配当は毎期4%で成長する。資本コスト(割引率)を ρ で表そう。定率成長DCF法より、事業の評価額は、 $60 \div (\rho - 0.04)$ で与えられる。事業価値を求めるには、資本コスト ρ を知る必要がある。資本コストは、価値に関して、決定的に重要なパラメータといえる。

現代ファイナンス理論は、リスク・リターン関係の研究を通じて、資本コストの測定に多大な貢献をしてきた。この領域の貢献には、榊原茂樹先生の研究業績も含まれる²⁾。資本コスト測定の詳細は他のテキスト等に譲るとして、ここでは、資本コストが8%、10%、12%のそれぞれにおいて、事業価値がいくらになるかみておこう³⁾。

資本コストが8%のとき、定率成長DCF法によると、事業価値は1,500($60 \div (0.08 - 0.04)$)になる。価値評価額(時価)が投資額(簿価)を上回るため、価値が創造されている。資本コストが10%のとき、事業価値は1,000($60 \div (0.10 - 0.04)$)になる。評価額が投資額に等しいため、価値創造も価値の毀損もない。

注目すべきは、資本コストが12%のときである。このとき、価値評価額は750($60 \div (0.12 - 0.04)$)になり、投資額を下回る。資本1,000を投じた事業の評価が、750にしかならない。これは価値の毀損である。会計監査において、固定資産を減損すべきだという指摘がなされるかもしれない。

資本コストを上回る資本利益率をあげることで、価値が創造される。この命題には、成長や成長率という用語は使われていない。実際、上の数値例において、価値が付加されるのは、資本利益率10%に対して、資本コストが8%のときのみである。資本利益率が資本コストを下回る(資本コストが12%)

2) 榊原(1986)を参照。

3) 資本コストの算出については、砂川・川北・杉浦(2008, 第2章)などを参照。

ケースでは、成長するが価値は毀損される。一見不思議な感じはするが、成長が価値を創造するとは限らないのである。

(図表 3) 成長と価値

資本コスト	成長率 (内部留保率)	定率成長 DCF 法によるバリュエーション
8% 資本コスト < 資本利益率	0% (ゼロ)	$100 \div (8\% - 0\%) = 1,250$
	2% (2 割)	$80 \div (8\% - 2\%) = 1,333$
	4% (4 割)	$60 \div (8\% - 4\%) = 1,500$
	6% (6 割)	$40 \div (8\% - 6\%) = 2,000$
	7.9% (7.9割)	$21 \div (8\% - 7.9\%) = 21,000$
10% 資本コスト = 資本利益率	0% (ゼロ)	$100 \div (10\% - 0\%) = 1,000$
	2% (2 割)	$80 \div (10\% - 2\%) = 1,000$
	4% (4 割)	$60 \div (10\% - 4\%) = 1,000$
	6% (6 割)	$40 \div (10\% - 6\%) = 1,000$
	9.9% (9.9割)	$1 \div (10\% - 9.9\%) = 1,000$
12% 資本コスト > 資本利益率	0% (0 割)	$100 \div (12\% - 0\%) = 833$
	2% (2 割)	$80 \div (12\% - 2\%) = 800$
	4% (4 割)	$60 \div (12\% - 4\%) = 750$
	6% (6 割)	$40 \div (12\% - 6\%) = 667$
	9.9% (9.9割)	$1 \div (12\% - 9.9\%) = 50$

(図表 3) は、数値例による成長と価値の関係をまとめたものである。資本コストが 8% のとき、内部留保を増やして成長率を高めると、事業価値も向上する。定率成長 DCF 法のルールより、資本コストを上回る永続的な成長率はあり得ないため、成長率の上限は 7.9% にしてある。

資コストが資本利益率 10% に等しいとき、成長率にかかわらず事業価値は 1,000 になる。資本コストが 12% で資本利益率を上回るとき、成長率を高めると、事業価値は低下する。事業を始めた後、最も価値を高める政策は利益を全額配当することになる。それでも、投下資本 1,000 に対して評価額は 833 であり、時価簿価比率は 1 を下回る。時価簿価比率は、株価指標の PBR と解釈してよい。PBR が 1 を下回る企業は、事業を清算する方がよいといわ

れることがある。理由は簡単である。事業を行うと1,000の資本が毀損されるからである。現実の世界は数値例のようにシンプルではないが、本質は変わらない。

数値例を用いて議論したことは、簡単な数式を用いて普遍化できる。投下資本を B 、投下資本利益率（再投資収益率）を r 、配当性向を d 、内部留保率を e としよう。成長率を g とすると、 $g=re=r(1-d)$ である。資本コストは ρ とする。定率成長 DCF 法より、事業価値 P は下記で与えられる。

$$P = \frac{Brd}{\rho - g} \quad (1)$$

ただし、 $\rho > g$ は仮定する。

事業が価値を付加するのは、 $P/B > 1$ であることに注意して、上式を展開すると下記が得られる。

$$\begin{aligned} \frac{P}{B} &= \frac{rd}{\rho - g} = \frac{(\rho - g) - (\rho - g) + rd}{\rho - g} = 1 + \frac{rd - \rho + g}{\rho - g} = 1 + \frac{rd - \rho + r(1-d)}{\rho - g} \\ &= 1 + \frac{r - \rho}{\rho - g} \end{aligned} \quad (2)$$

これより、 $P/B > 1$ である条件は $r > \rho$ であることが分かる。もし $r < \rho$ であれば、 $P/B < 1$ となる。サステイナブル成長する事業が価値を付加する可否かは、成長率 g ではなく、資本利益率 r と資本コスト ρ の関係に依存する。

他の条件を一定にすると、内部留保率 e を高めると成長率も高くなる。内部留保率を高めて高成長を目指す方針を成長戦略とよぼう。成長戦略が事業価値に与える影響を調べるため、 P/B を e で偏微分する。

$$\frac{P}{B} = 1 + \frac{r - \rho}{\rho - re} \quad (3)$$

であることに注意すると、

$$\frac{\partial(P/B)}{\partial e} = \frac{r(r - \rho)}{(\rho - re)^2} \quad (4)$$

が得られる。(4)式より、 $r > \rho$ のとき P/B は e の増加関数であり、 $r < \rho$ のとき P/B は e の減少関数であることが分かる。資本利益率が資本コストを上

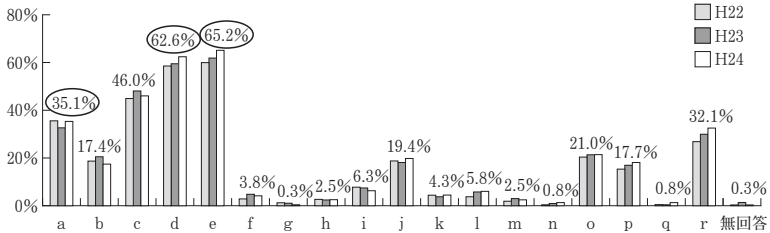
回るとき、成長戦略は事業価値に貢献する。逆に、資本利益率が資本コストを下回るとき、成長戦略は事業価値を毀損する。この場合、最良の戦略は内部留保をせず、利益を全額配当することである。それでも $P/B=r/\rho < 1$ となる。(表3)では、資本コスト12%、成長率0%のケースに相当する。

(図表4) 成長を重視する日本企業

【図表11：中期経営計画において公表している経営指標（企業）】

a. ROE(株主資本利益率)	g. 経済付加価値(EVA®)	m. 総還元性向
b. ROA(総資本利益率)	h. ROIC(投下資本利益率)	((配当+自己株式取得)/当期利益)
c. 売上高利益率	i. FCF(フリーキャッシュフロー)	n. 配当利回り(1株あたり配当/株価)
d. 売上高・売上高の伸び率	j. 配当性向(配当/当期利益)	o. 自己資本比率(自己資本/総資本)
e. 利益額・利益の伸び率	k. 株主資本配当率(DOE)	p. DE レシオ(有利子負債/自己資本)
f. 市場占有率(シェア)	(DOE=ROE×配当性向)	q. 資本コスト(WACC等)
	l. 配当総額または1株当たりの配当額	r. その他(具体的には)

(回答数：H24年度：396、H23年度：415、H22年度：402)
※複数回答可



(出所) 平成24年度生命保険協会調査結果「株式価値向上に向けた取り組みについて」図表11

日本企業が成長を志向していることは(図表4)からも分かる。(図表4)は、生命保険協会が毎年行っているアンケート調査からの抜粋である。中期経営計画において企業が公表している経営指標に関する調査結果が、まとめられている。最も多いのは、利益の伸び率である。ほぼ同じ割合で売上高の伸び率がくる。資本効率の指標であるROEは第四位になっている。企業が中期経営計画で公表する指標は、企業が目標とする指標である。目標の達成に向けて、企業は経営を行う。日本企業は、売上と利益の伸び率を高める成長路線を志向している。

投資家の意見は企業と異なっている。(図表5)は、投資家が企業に目標

値を公表してほしいと考えている経営指標である。その第一は、資本効率の指標 ROE である。ROE の公表に対する要望の割合は、毎年増加している。直近（平成24年度）では、投資家の 9 割以上が ROE の公表を望んでいる。

売上や利益の伸びが企業価値の向上に直結するのであれば、成長戦略こそが企業経営の基軸になる。しかしながら、先述したように、成長やボリュームを追求するだけでは、価値は高まらないことがある。成長戦略と企業価値の向上は両立するわけではない。価値創造の原則は、資本コストを上回る資本利益率をあげることに尽きる。

いまの時代、日本企業が成長を目指すのは分かる。国も成長戦略を掲げている。しかし、成長に目がくらみ、資本効率を高めて企業価値を向上させるという原則を忘れていないだろうか。生命保険協会の調査結果は、このようなメッセージを発しているようにも見える。

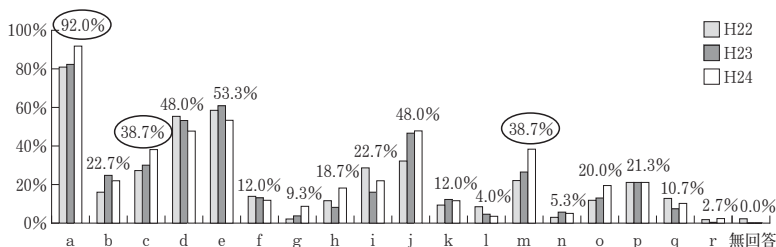
（図表 5）資本効率を望む投資家

【図表 5：中期経営計画での公表を望む経営指標（投資家）】

a. ROE(株主資本利益率)	g. 経済付加価値(EVA®)	m. 総還元性向
b. ROA(総資本利益率)	h. ROIC(投下資本利益率)	((配当+自己株式取得)/当期利益)
c. 売上高利益率	i. FCF(フリーキャッシュフロー)	n. 配当利回り(1株あたり配当/株価)
d. 売上高・売上高の伸び率	j. 配当性向(配当/当期利益)	o. 自己資本比率(自己資本/総資本)
e. 利益額・利益の伸び率	k. 株主資本配当率(DOE)	p. DE レシオ(有利子負債/自己資本)
f. 市場占有率(シェア)	(DOE=ROE×配当性向)	q. 資本コスト(WACC 等)
	l. 配当総額または1株当たりの配当額	r. その他(具体的には)

(回答数：H24年度：75, H23年度：79, H22年度：90)

※複数回答可



（出所）平成24年度生命保険協会調査結果「株式価値向上に向けた取り組みについて」図表 5

Ⅲ 海外成長投資の注意点

近年、日本企業は、海外進出によって成長戦略を実践する動きをとっている。M&Aの専門誌によると、日本企業のM&A件数や金額は2006年をピークに低下傾向にある。一方、日本企業が海外企業を買収するIN-OUTの件数と金額は増加している。日本企業の海外M&Aの目的は、成長ポテンシャルが高いアジアへの進出である。ここでは、海外投資の留意点について述べておこう。

まず、再投資なくして成長はない。サステナブル成長モデルでもみたように、成長は投資（再投資）によって実現できる。海外に進出するだけでは、高い成長率を享受することはできない。継続的な投資が必要になる。松本（2012）によると、海外企業を買収（海外投資）が成功する必要条件の一つは、事業地域での追加的な買収であるという。加えて、成長が価値を高めるとは限らない。成長による企業価値の向上という果実を得るためには、資本コストと資本利益率の関係を見極める必要がある。新興国の成長率が高いが、成長期にある国は金利やリスクが高く、資本コストも相対的に高くなる傾向がある。回避することが困難なカントリーリスクもある。

ライフサイクルの成長期にある国の資本コストが高くなることは、日本の高度成長期をみれば理解できる。高度成長期の期間については、1954年から1973年の20年間というのが定説である。Bloombergのデータを用いて、当該期間の日本の株式市場のリスクプレミアムを算出すると、年平均で約15%となっている。当時の新発国債利回りは約5~7%であるから、株式の実現リターンは年平均20%もあった。リターンをリスク負担の見返りとみるファイナンス理論によると、成長はリスクを伴うといえる。

成長期にある国のリスクと資本コストが高いことは、実際のデータにも表れている。（図表6）は、海外5ヶ国の株式市場のリスク指標である。オリジナルデータはBloombergから取得した。サンプル期間は2007年－2012年の5年間である。

(図表 6) 成長期にある国のリスク指標

	相対ボラティリティ (新興成長国 対 日本)	ダウンスайдベータ (新興成長国 対 日本)
オーストラリア	1.13	1.30
インド	2.03	2.15
タイ	1.63	1.52
ベトナム	1.92	1.29
トルコ	2.13	2.01

図表の相対的ボラティリティ (relative volatility) は、その名の通り、二国間の株式市場の相対的なボラティリティ (収益率の標準偏差) である。歴史的には、Bank of America や Goldman Sachs が、新興国企業のバリュエーションを行う際に用いたとされる。相対的ボラティリティは、クロスボーダーのバリュエーションを取り上げている近年のテキストにおいても、主要なモデルとして紹介されている⁴⁾。(図表 6) には、各国の株価指数のボラティリティと日本の株価指数 (TOPIX) のボラティリティの比率を示した。いずれも 1 より大きい。成長ポテンシャルが高いと思われる海外 5 ヶ国は、成熟期にある日本よりハイリスクといえる。

(図表 6) の第 3 列にあるダウンスайдベータは、株価下落時のデータのみを用いてベータを算出したものである。株価や景気の下振れリスク (downside risk) に注目した指標といえる。ダウンスайдベータの数値も 1 より大きい。やはり、成長期にある 5 ヶ国はハイリスクといえる。

成長はハイリスクであり、資本コストが高い。成長率だけに目を奪われてはいけない。成長率とリスク、資本利益率と資本コストの関係を複合的にみなければならない。投下資本 1,000、資本コスト 5 %、資本利益率 6 %、ゼロ成長 (内部留保ゼロ) の企業価値は、1,200 である。投下資本 1,000、資本コスト 9 %、資本利益率 8 %、4 %成長 (内部留保率 50 %) の企業価値は、

4) 相対的ボラティリティについては、Goldfrey and Espinosa (1996), Ogier, Rugman, and Spicer (2004), Pratt and Grabowski (2012) などを参照。

800である。成長率は低くても、リスクの低い成熟国で、資本コストを上回る資本利益率をあげる方が、企業価値に貢献することがある。

永続的に高成長が続くことはない、ということにも注意する必要がある。産業のライフサイクル仮説や日本経済の歴史が示すように、成長期の後には成熟期や安定期がくるものである。世界各国の平均的な成長率を大きく上回る国があるとしよう。この状態が長期間続けばどうなるか。世界中の富がその国に集中する。おそらく、そのような事態は起こらない。世界平均を超える高い成長率が永続的に続く国はない、業界平均を超える高成長が長期間継続する企業はないのである。

IV 成長とキャッシュフロー

ファイナンスの領域では、Cash is King といわれる。利益も重要であるが、それ以上にキャッシュフローを重視するのがファイナンス理論の特徴である。成長戦略が奏功し、高い成長率が実現すると、キャッシュが不足しがちになる。成長するための在庫投資が必要になったり、有益な実物投資機会が豊富にあったりするためである。デルの事例を紹介しよう。

パソコン事業に参入し、成功を収めたデルは、1993年の夏、四半期ベースで創業以来初の損失を計上した。このときのデルの懸念は、赤字という成績ではなく、キャッシュフローという現実の問題であった。創業者のマイケル・デルは次のように語ったといわれる。「多くの企業と同様に、われわれは損益計算書ばかりを注視してきた。キャッシュフローについては、ほとんど検討してこなかった。ガソリンがいくら残っているかを気にせず、スピードメーターばかり見て、走ってきたようなものだ。」

デルは、成長一辺倒から、キャッシュフロー・収益力・成長のバランスを重視する経営に方針を転換した。経営指標として、投下資本利益率（ROIC）とキャッシュ・コンバージョン・サイクル（CCC）を導入した。

デルのキャッシュフロー経営は成功した。同社の1995年度の在庫保有は、コンパック社の1/2以下であった。新製品が絶え間なく発売されるパソコン

業界において、在庫は二つの意味でキャッシュフロー経営を傷つける。一つは、在庫が多いほどキャッシュの回転が遅くなることである。キャッシュ⇒製品在庫⇒販売⇒キャッシュ、というサイクルが長期化する。もう一つは、在庫評価損の問題である。新製品が販売されると、在庫として残っている旧製品は値引き対象になるため、回収できるキャッシュが減少する。在庫は罪庫といわれる所以である。デルは受注生産と効率的なサプライチェーン・マネジメントによって、在庫を極力もたない経営を実現した。他社が製造してから売のに対し、デルは売ってから製造するといわれるようになった。

デルは高成長の障害に直面した。このとき、同社の経営陣には、客観的に問題を把握する能力とファイナンシャルリテラシーがあった。デルは、ファイナンス理論が教えるように、資本利益率とキャッシュフローを重視した。日経ベリタス（2009年6月14日）によると、同社はいまでもCCCを重視していることが分かる。下記は同紙からの抜粋である。

資金効率をみるCCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）という指標が世界標準になりつつある。「前の四半期に比べてCCCは3日短縮した。さらに潤沢なキャッシュが生み出せるはずだ」。米デルが開いた2009年2月～4月期決算の投資家向け電話説明会で、ブライアン・グラッデンCFO（最高財務責任者）は力を込めた。デルをはじめ、米国企業の間ではCCCはごく当たり前の経営指標として浸透している。

（図表1）で紹介したように、リーマンショックによる流動性リスクを経験した後、日本企業の間にもCCCが普及した。例えば、東芝は2008年4月にCCCプロジェクトを開始した。きっかけは、フリー・キャッシュフローが赤字になったことだという。リーマンショックの影響で、外部資金調達が困難であったため、キャッシュフローが改善しなければ、投資資金が賄えないという危機感があった。そこで、同社は、事業の集大成はキャッシュであるということを確認し、CCCの改善を全社のイノベーション活動の一つに掲げた。社内カンパニーやグループ会社ごとにCCCの目標を設定し、評価するシステムを導入した⁵⁾。

CCCの数値変化は、企業の体質変化を示し、長期的には株価の先行指標になるという指摘もある。米アップル社は、商品の絞り込みや一括購買などによって、1990年代後半に30日前後だったCCCを2000年にはマイナスまで改善した。2001年に発売したiPodを一気に拡販できたのは、CCCの改善でキャッシュが回ったからだという見方がある。同社の株価上昇は2003年からであるが、それより一足早くCCCが飛躍的に改善した。CCCが株価の先行指標になった事例である。

(図表7) アーバンの要約BSと要約PL

要約 PL (億円)	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
売上高	514	570	643	1,805	2,437
営業利益	56	105	120	613	696
経常利益	48	95	107	564	617
当期純利益	27	65	79	300	311
要約 BS (億円)					
流動資産	565	905	1,649	3,978	5,563
(内) 在庫	278	345	737	2,930	4,378
固定資産	101	300	378	454	460
総資産	666	1205	2,030	4,433	6,026
流動負債	259	384	989	2,016	2,485
固定負債	234	458	365	1,385	2,226
純資産	167	355	666	1,031	1,315
負債・純資産合計	666	1,205	2,030	4,433	6,026

高い成長と利益を維持しながら、キャッシュがフローしなかったために、経営破綻することがある。近年では、リーマンショック前後の不動産デベロッパーの事例がよく知られている。(図表7)は、アーバンコーポレーション(アーバン)の要約損益計算書(要約PL)と要約貸借対照表(要約BS)である。計上基準の変更があったとはいえ、アーバンは、この時期に驚くほど

5) 日経ベリタス2009年6月14日。

のペースで規模を拡大した。2004年から2008年までの5年間で、売上高は4倍、営業利益や当期純利益は10倍以上、総資産は10倍近くになっている。

アーバンの問題は在庫投資にあった。売上を増やすためには在庫の手当が必要になる。不動産デベロッパーの在庫は土地や建物である。デベロッパーは、仕入れた土地や建物をデベロップして、付加価値をつけて売却する。(図表7)から分かるように、2006年までは、在庫が売上に結びついていた。例えば、2006年末の在庫737億円に対し、2007年は1,805億円の売上を計上している。自社が保有する在庫を1年間で売り尽くしたことになる。ところが、2008年には、2007年末にあった在庫を売り尽くすことができなかった。それにもかかわらず、2008年の期中には、前年以上の在庫投資を行っている。サブプライム問題が顕在化したのが2007年であるから、過剰な投資であったことは否めない。

アーバンの成長投資の資金が、返済義務のない利益留保やエクイティによって調達されていたならば、経営破綻には至らなかったであろう。残念なことに、同社は成長のための在庫投資を負債調達に頼った。このことは、(図表7)から明らかである。負債には返済義務がある。在庫が思うようにさばけないと、資金繰りに行き詰まる可能性がある。ストックした在庫が売れなければ、キャッシュがフローしなくなる。

成長と財務の構図は、(図表8)の要約キャッシュフロー計算書をみると、より鮮明に分かる。アーバンの営業CF(営業キャッシュフロー)は、この期間に黒字化したことがない。利益を上回る在庫投資が原因である。キャッシュの不足額は、借り換えや新規の負債調達に頼っていた。借入と返済を繰り返すアーバンの財務状態は、まさに自転車操業であったのだろう。マイケル・デルの言葉を借りれば、ガソリンがいくら残っているかを気にせず、スピードメーターばかりを見て走っているようなものであった。成長を目指すという経営方針とそれを支える財務のバランスが崩れていた。アーバンの経営は2008年8月に行き詰った。不動産市況が悪化し、在庫が不良化し、資金繰りに行き詰まった。在庫が罪庫になったのである。

(図表 8) アーバンの要約キャッシュフロー

	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
営業 CF (億円)	▲3	▲250	▲330	▲550	▲1,000
(内)税金調整前利益	47	117	147	586	615
棚卸資産増加額	▲78	▲236	▲536	▲994	▲1,381
投資 CF	▲12	▲66	11	▲91	▲111
FCF (資金過不足) (営業 CF + 投資 CF)	▲15	▲316	▲319	▲651	▲1,111
財務 CF	▲27	402	430	832	892
(内)短期借入純増	▲6	117	151	445	310
長期借入	227	304	314	836	1,436
負債返済	▲234	▲173	▲190	▲676	▲1,025

同じ時期、経営と財務のバランスが欠けて経営破たんした不動産関連企業は少なくない。不動産ファンド大手のパシフィックホールディングス（パシフィック）もその一つである。日本経済新聞（2009年3月18日付夕刊）によると、同社は、短期借入調達した資金で不動産を購入し、他のファンドに売却する事業を行っていたという。不動産投資の特徴は、初期に多額の投資を行い、長期的に安定的な収益をあげて、資金を回収することである。本来、不動産事業にマッチするのは、長期資金のはずである。市況が悪化すると、短期資金に依存する経営は困窮し、破綻に追い込まれる。パシフィックは、短期の調達で長期の不動産投資を繰り返す mismatch を犯していたようである。事業と財務のバランスが崩れていた。

V 成長戦略と資金調達

サステナブル成長であれば、成長投資に必要な資金は内部資金で調達できる。それを超える高い成長を目指す、事業と財務のバランスが崩れやすい。バランスが崩れているところで、成長の背後に潜むリスクが顕在化すると、企業の存続そのものが脅かされる。返済義務のある有利子負債が多いときは、とくに注意が必要である。資金調達方法は、成長戦略の成否を決める

重要な要因といえる。代表的な外部資金調達の方法には、負債調達とエクイティファイナンスがある。

金融資本市場が完全かつ完備という教科書的な条件を満たせば、負債調達とエクイティファイナンスの選択は事業に影響しない。このことを提示したのは、ノーベル経済学賞を受賞した二人の研究者 F. Modigliani と M. Miller である。二人の頭文字と命題の内容から、MM の無関連命題 (Modigliani and Miller (1958)) とよばれている。紹介しよう。

The market value of any firm is independent of its capital structure and given by capitalizing its expected return at the rate, ρ , appropriate to its class. The average cost of capital to any firm is completely independent of its capital structure.

(企業価値は、将来の収益をそのリスクに見合う期待収益率 ρ で割引いた値である。企業の資本コストや企業価値は、資本構成と無関連である。)

MM の無関連命題を礎にして、ファイナンスの研究者たちは、実際の企業の資金調達に影響を与える要因の研究を蓄積してきた。そして、資金調達に影響する重要なファクターが見出されている。ここでは、その中から、ファイナンシャル・フレキシビリティに注目して、成長戦略における資金調達を考察しよう⁶⁾。

成長戦略はハイリスクであり、継続的な追加投資が必要になる。ハイリスクと追加投資に適した資金は、リスクマネーのエクイティというのが定石である。理由はフレキシビリティにある。同じ成長戦略に取り組む二つの企業を考える。一方はエクイティファイナンスを行った企業U、他方は負債調達を行った企業Lである。MM の無関連命題が成り立つ世界では、両社のパ

6) ファイナンシャル・フレキシビリティの重要性については、砂川・川北・杉浦 (2008, 第8章)などを参照。

フォーマンスの差は小さいであろう。実際には、企業Uが、財務的に成長戦略を有利に展開することができる。負債のない企業Uの方が、財務の余力が大きいからである。

アーバンの事例で示したように、ネガティブなリスクが顕在化したとき、有利子負債が多い企業はデフォルトの懸念にさらされる。経営陣が資金繰りに奔走して事業がおろそかになる可能性がある。先行きに不安を感じる優秀な社員が退社すれば、事業の競争力は低下する。そのような実例はいくつもある。デフォルトがおこれば、成長どころではない。追加投資の必要性もエクイティを支持することは、説明を要しないであろう。

ただし、エクイティファイナンスは、準備に時間と手間がかかる。そのため、意思決定と資金調達スピードが要求される大型のM&Aファイナンスは、一時的に負債調達を行い（ブリッジローン）、中長期的にエクイティに切り替えていくという方針をとる。金融資本市場が安定的に推移していれば、このような財務戦略と成長戦略の組み合わせが現実的に適切である。

しかしながら、金融資本市場はしばしば混乱する。近年では、アジア危機、ユーロ危機、リーマンショックなど、リスク選好と流動性に影響を与えるイベントが頻発している。金融資本市場の混乱期にブリッジローンの返済が重なれば、明らかに不利な条件で返済資金を調達しなければならない。あのソフトバンクでさえ、ボーダフォン日本法人を買収した後のリーマンショックでは、財務的に痛い目にあった。通常であれば2%程度で発行できる社債が、5%の金利でしか発行できなかったのである。ファイナンシャル・フレキシビリティが欠如していた同社は、不利な条件での資金調達に応じるしかなかった。金融市場が早期に落ち着きを取り戻し、買収事業の経営がうまくいったために、同社の財務的な損失は小さくてすんだ⁷⁾。

成長戦略には、ファイナンシャル・フレキシビリティを維持するエクイティが好ましい。ファイナンシャル・フレキシビリティには、リスク耐用力と追

7) 砂川・川北・杉浦・佐藤（2013、第3章）を参照。

加投資への対応力がある。成熟事業から成長事業への転換を目論む際にも、エクイティファイナンスが好ましい。好ましいのは分かるが、投資家がエクイティファイナンスに応じてくれるか否かという問題が残る。ファイナンスに際しては、投資家にエクイティストーリーを説明する必要がある。戦略を公にしなければならないのである。競争上不利になることは否めない。

そこで、普段から資本市場との良好的な関係を維持することが必要になる。投資家はエクイティの顧客である。製品市場でライバル社に勝ち、顧客をつかみ、売上と利益をあげ続けることと同じくらい、エクイティの顧客との関係を構築し維持することが大切になる。

経営戦略や成長戦略そのものに差がないなら、資本主義経済では4つめのCである資本市場との関係が勝敗を決める。

VI まとめ

経営戦略は、事業戦略と財務戦略の組み合わせである。事業の重要性はいうまでもないが、ファイナンスのリテラシーと実践力も重要である。近年のように、金融資本市場を取り巻く環境の変化が激しいときは、なおさらである。財務やファイナンスに長けた人材がいるかどうか、そのような人材を生かせるかどうか。そこが成否の分かれ目になることがある。

筆者が社外役員をしている TASAKI は、数年に及ぶ経営難をしのぎ、2013年度の中間決算で営業利益の黒字化を達成した。ブランド再構築という事業戦略とキャッシュフローを重視し続けた財務戦略が、マッチした成果である。CEO はブランド戦略に集中し、CFO はキャッシュフローや資本効率を注視し続けている。エクイティの形で資本を投下し、ブランド再構築に十分な時間がかかることを理解していた新しい株主の方針も正しかった。そのような株主を探し、エクイティによる資金調達をまとめあげた経営陣の方針と行動力が、新生 TASAKI の起点になった。TASAKI の CFO は関西学院大学出身である。

(筆者は神戸大学大学院経営学研究科教授)

引用文献

- Estrada, J. (2007), "Discount Rates in Emerging Markets: Four Models and an Application," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, pp. 72-77.
- Godfrey, S., and R. Espinosa (1996), A practical Approach to Calculating Costs of Equity for Investment in Emerging Markets, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3), 80-89.
- Magretta, J. (2012), *Understanding Michael Porter*, Harvard Business Review Press. (櫻井祐子訳『マイケル・ポーターの競争戦略』早川書房)。
- Modigliani, F., and M. Miller (1958), The cost of capital, corporate finance, and the theory of firm, *American Economic Review* 48.
- Ogier, T., J. Rugman and L. Spicer (2004), "*The Real Cost of Capital: A business filed guide to better financial decisions*," FT Prentice Hall.
- Palepu, K., P. Healy, and V. Bernard (2000), *Business Analysis & Valuation*, South-Western College Publishing. (齊藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会)。
- Pratt, S., and R. Grabowski (2010), *COST OF CAPITAL: Applications and Examples*, 3rd Edition, John Wiley and Sons.
- Sabal, J. (2004), "The Discount rate in Emerging Markets: A Guide," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, pp. 155-166.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳・佐藤淑子 (2013) 『経営戦略とコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社。
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳 (2008) 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社。
- 榊原茂樹 (1986) 『現代財務理論』千倉書房。
- 松本茂 (2013) 「企業買収の長期評価—日本企業によるクロスボーダー案件の事例研究—」神戸大学大学院経営学研究科博士論文。