

低成長時代における企業経営及び企業財務の課題

渡 邊 昌 彦*

1. はじめに
2. 企業における最近の資金調達の動き
3. 企業経営及び企業財務を取り巻く環境変化
4. 企業における財務状況の変化
5. 企業経営・企業財務上の課題
6. 結び

1. は じ め に

バブル経済の崩壊以降、日本経済は長期にわたり低迷している。この低迷は、中国をはじめとした新興国の参入による激しい国際間の競争、少子高齢化（人口減）、経済構造の抜本的変革の必要性などにより長期的に継続することが予想される。また日本の経済成長を支えてきた金融システムも大きく揺らいでおり、金融機関が高度成長期のように個別企業を丸抱えで支えて行くことは不可能である。

このような環境下、企業経営においてもこれまでの右肩上がりの経済成長を前提とした経営体制・経営方法では対応出来ず全く異なった観点から、これを再構築することが最重要課題である。財務部門が果たすべき役割も、これまで以上に重要なものとなっている。このような中、企業の資金調達活動も大きな変化が起こっている。このような変化は何故起こっているのか。

本稿では、企業経営・企業財務を取り巻く環境変化、このような環境のもとでの、企業における財務状況の変化を検討することで、最近の資金調達活動における変化の背景を明らかにし、成長の低い成熟型経済下での企業経営・企業財務のあるべき姿について考えてみたい。

* 広島経済大学経済学部教授

2. 企業における最近の資金調達動き

近年、企業の資金調達においてシンジケートローン（協調融資）及びコミットメントライン（融資枠）契約が大幅に増加している。また資金調達の新しい手法であるアセツファイナンスといわれる資産の流動化も大きく伸びている。

(1) シンジケートローン（協調融資）

①シンケートローンとは

企業が斡旋人を通じて複数の金融機関と同一条件、同一契約書で借入を行う借入形態である。通常、取引金融機関に加え取引のない多数の金融機関からの参加を募って資金の調達を行う。この意味で「間接金融の市場化」とも言える方法である。（図1）

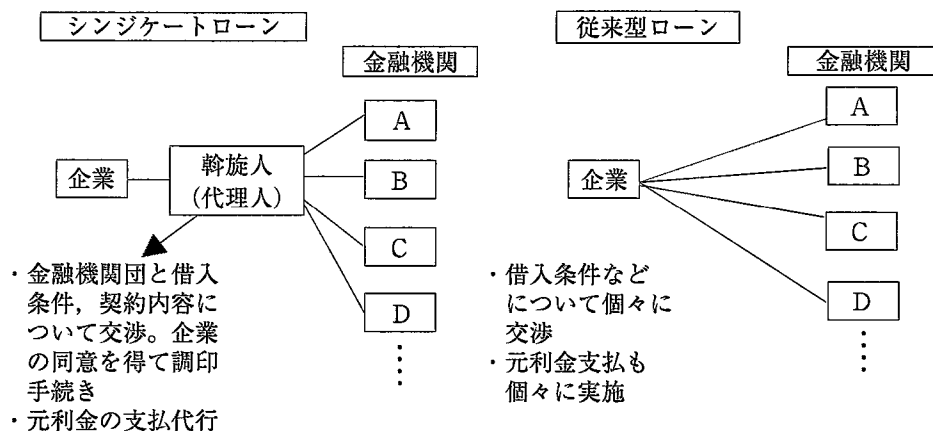


図1 シンジケートローンの仕組み

②市場規模

シンジケートローンは、この5年間で急増しており2002年度は1085億ドルに達した。これは1998年度の実績118億ドルに対し9.2倍の規模である。（表1）

表1 シンジケートローン組成実績（資料：トムソンファイナンス）

（単位：億ドル）

98年度	99年度	2000年度	01年度	02年度
118	491	977	967	1,085

③メリット

（企業）

イ. 大きなコストをかけることなく、多額の資金調達が可能であると共に資金調達

方法及び資金調達先の多様化を実現できる。

- ロ. 証券取引法の規制対象ではないので、社債発行に際して必要である届出書・目論見書の作成、届出等複雑な手続きが不要である。
- ハ. 従来の個別借入では、決算報告・元利金支払の手続きなど借入に関連した事務を借入先毎に行わなければならないが、シンジケートローンでは代理人を通じて一括で行うので、借入管理に関するコスト削減が可能である。
- ニ. 格付に関係なく低利で調達できる可能性がある。(特に BBB 以下の低価格付会社)

＊シンジケートローンの留意点

既存取引銀行との取引の希薄化の懸念があり注意を要する。

(金融機関)

- イ. 取引先企業の資金需要に対応する為の融資に、多数の銀行が参加することで融資リスクが分散できる。

金融機関はこれまで単独（又は少数）で、取引企業の資金需要に対応し、その結果、当該企業への融資リスクは大きなものとなっていた。体力が低下し、又収益環境が厳しい中、このような融資方法を続けることは困難である。シンジケートローンは、企業への融資リスクを軽減しつつ企業の資金需要に対応できる。

- ロ. 複数の金融機関が、対象企業の信用度を客観的に評価し、オファーされた金利の妥当性を判断した上で参加を決定する。従ってこれまでのような信用度と一致しない金利の設定が排除できる。

金融機関は激しい競争の中、融資シェア拡大の為、融資に際して個別企業の信用リスクに応じた金利の設定が不十分で、総じて低利での融資が行われてきた。経済環境が極めて厳しく企業への融資リスクが高まり信用力に応じた金利設定が重要であることに加え、金融機関自体の収益拡大の為にも融資金利の引上げが金融機関にとって重要課題の一つである。しかしながら企業との金利引上げ交渉は、企業側の強い抵抗により思うように進まない。シンジケートローンは、これを解決できる。

- ハ. 組成の際の斡旋人、当該企業の経営状況の把握、元利金支払等ローン期間中の事務を行う代理人は手数料収入による収益が獲得できる。⁽¹⁾

- ニ. 財務内容が良好で貸出余力が大きい金融機関は、大きなコストをかけずに融資先を獲得できる。⁽²⁾

(2) コミットメントライン（融資枠）契約

①コミットメントライン契約とは

契約額の範囲内であれば、いつでも必要なときに必要な金額の借入が可能な借入契約形態である。(但し未借入の契約額部分については、コミットメントフィーを支払う必要がある。)

契約は大半がシンジケート型で行われる。又長期資金の融資をコミットするタイプ、複数の通貨で借入ができるタイプ、子会社も借入可能なタイプ等、様々な形態がある。

②市場規模

近年、契約件数・金額とも大きく増加している。また一件あたりの契約額は低下傾向にある。これはコミットメントライン契約が中小規模の企業へも導入され始めていることを反映したものと推測される。(表2)

表2 コミットメントライン契約の推移

(単位：契約金額は兆円、一件当たり契約額は億円)

	2001/12	02/12	03/3	03/6	03/9	03/12
件数(件)	3,029	4,013	4,601	4,776	5,282	5,789
契約金額	12.8	15.4	16.3	16.8	17.2	17.8
一件当たり契約額	42.3	38.4	35.4	35.2	32.6	30.7

(資料) 日本銀行：金融経済統計(預金貸出(残高等))

③メリット

(企業)

イ. 従来、銀行は企業に対して一定の融資枠を設定し、その範囲内であれば比較的簡単に融資を行ってきた。しかしながら、この枠は企業と銀行間で明確な契約が結ばれているわけではなく、銀行は企業に無断で枠を削減することも出来た。企業は枠が削減されて、必要なときに資金が調達できなくなることを回避する為、不必要なときでも借入を継続せざるを得ず、その分財務構造が悪化していた。コミットメントライン契約は、このような不必要な借入をする必要がなく、財務体質の改善が実現できる。

ロ. 契約額の範囲内であれば、いつでも必要な資金が調達できる。

ハ. コマーシャルペーパー(Commercial Paper: CP)のバックアップラインとすることで、CPの信用力を強化でき、より低利でCPの発行が出来る。

ニ. シンジケート型の場合は、シンジケートローンと同じメリットがある。

(銀行)

イ. 総資産の圧縮は出来ないが、未使用契約額については手数料収入があり、収益

拡大が実現できる⁽³⁾。

ロ. シンジケート型の場合は、シンジケートローンと同じメリットがある。

(3) 資産の流動化

近年、企業が保有する資産を切り離し、当該資産が生み出すキャッシュフローをもとに資金を調達する資産の流動化が、急激に増加している。(表3)

表3 資産の流動化状況

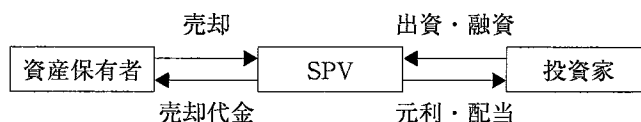
(億円)

1994年	95年	96年	97年	98年	99年	2000年	01年	02年	03年
300	117	1,400	6,608	8,603	20,946	21,553	24,372	39,159	32,881

野村證券が公表資料(格付けレポートなど)をもとに作成。非公表銘柄・小口の受益権・ABCP・ローンなどは集計対象外。

①資産流動化の基本パターン

資産流動化の基本的な仕組みは図2のとおりである。



- ・ SPV (Special Purpose Vehicle: 特別目的体) の代表的形態は、信託, SPC (Special Purpose Company) である。
- ・ SPV の投資家からの資金調達
 売上債権など短期資産—ABCP (Asset Backed Commercial Paper) が中心
 不動産等長期資産—社債 (ABS: Asset Backed Bond), 出資, ノンリコースローンなどの借入
- ・ SPV のABCP, 社債など有価証券による資金調達を証券化という

図2 資産流動化の基本パターン

②対象資産

売掛債権, 未収金, リース債権, ローン債権, 不動産, 知的財産権等で投資家が投資対象として、魅力があると判断し出資・融資する資産が対象となる。

③特徴・メリット

- イ. 企業が保有する資産を切り離した上で、当該資産の生み出すキャッシュフローをもとに資金を調達する。従って投資判断は当該資産そのものの信用力に限定され企業の信用力は考慮されない。当然ノンリコースベースである。
- ロ. 企業は資産を切り離すことによって獲得する資金を、有利子負債の削減に充当することにより財務体質を強化できる。また有利子負債を増やすことなく

(財務構造を悪化させることなく) 新規に発生する所要資金を調達できる。

ハ、資産サイドを活用した資金調達であり、これまでの負債・資本サイドでの資金調達に加え資金調達の多様化が実現できる。

ニ、企業側のニーズに合わせた、いわばテーラーメイドでのスキームの設定が可能である。

前節2. では企業における資金調達活動の変化を述べた。以下ではこのような変化の背景、それを踏まえたこれからの企業経営・企業財務のあり方を検討する。

3. 企業経営及び企業財務を取り巻く環境変化

1990年代初頭のバブル経済崩壊以降、企業経営及び企業財務を取り巻く環境はこれまでにないスケールと速さで変化している。

(1) 低成長時代へ

戦後、オイルショックなどの一時的な混乱の時期を除いて順調に成長を遂げてきた日本経済は、バブル経済の崩壊以降極めて低い成長が(年度によってはマイナス成長)続いている。1992年度以降の11年間の実質国内総生産(GDP)成長率は単純平均で1.1%に過ぎない。この低成長時代は激しい国際間の競争、少子高齢化社会の到来(人口減)、経済の抜本的構造変革の必要性などの要因により、長期に渡り継続することが予想される。(図3)

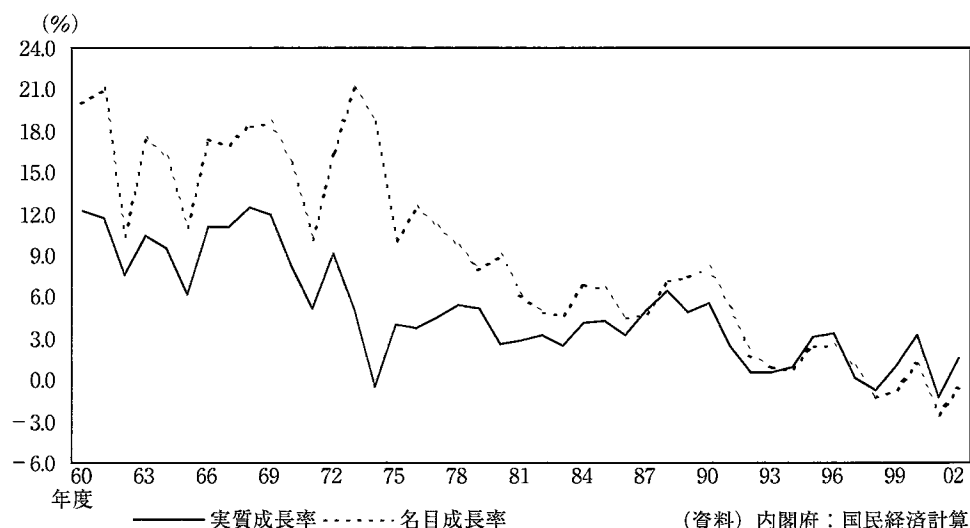


図3 GDP 成長率推移

(2) 国際的な市場競争の激化

経済の国際化・自由化に加え、中国をはじめとした新興国の市場への参入により市場競争は国際的なレベルで激化している。ちなみに中国の実質 GDP は1989年の4229億ドルから2000年には10800億ドル（11年間で2.6倍）へ、この間の年間 GDP 成長率は単純平均で9.6%、輸出額は1989年の525億ドルから2000年2493億ドル（11年間で4.7倍）へと急激に成長しており、世界経済における中国の存在感・影響力は大きく拡大している。（図4）

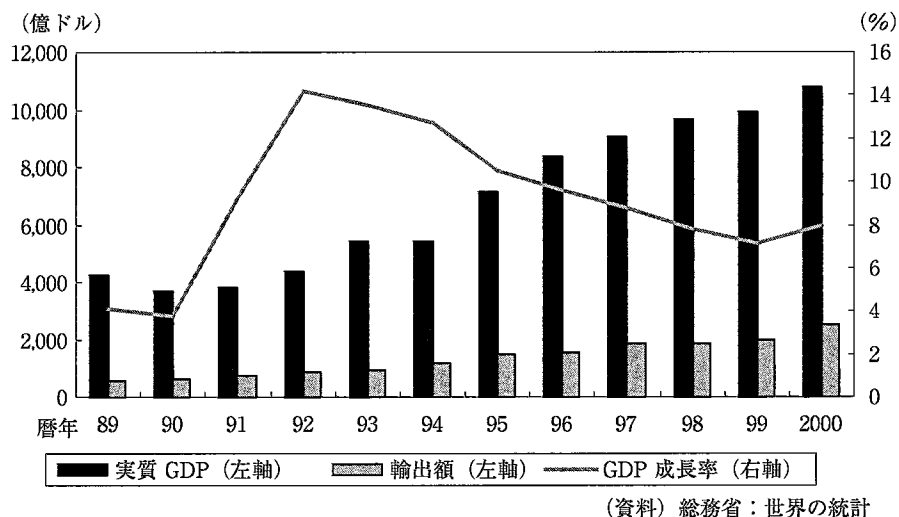


図4 中国の経済状況

(3) 企業活動の国際化

1980年代以降、日本企業の海外事業はそれまでの輸出を中心としたものから、現地での生産（現地化）へと大きく変化している。代表的な業種である自動車業界の主要な海外生産工場は、1985年末の29工場から2002年末には75工場と急激に増加している。更に2003年5月日産が米国で1工場を稼働させ、トヨタは米国、東欧などで工場を新設する計画である。また海外生産台数も1985年には89万台であったが、2002年は765万台と大きく増加している。ちなみに国内生産台数は1985年1227万台で、これに対する海外生産台数の比率は7.3%であった。2002年の国内生産台数は1026万台で、これに対する海外生産台数の比率は74.6%となっている。（図5）

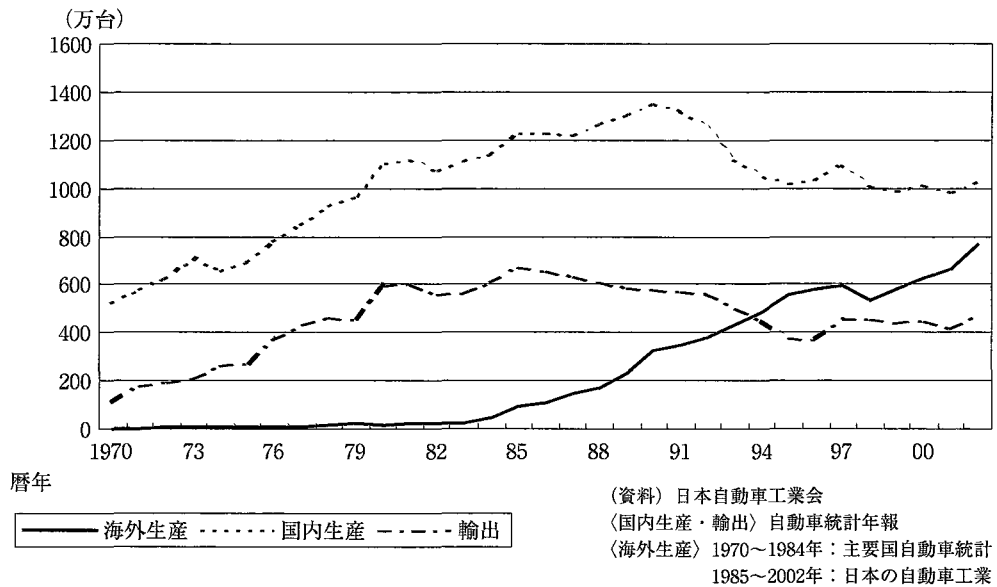


図5 日本の自動車海外生産・国内生産・輸出の動き

(4) 金融システムの脆弱化、相次ぐ金融機関の合併・統合

①不良債権の処理、持合株式の評価損失などで、日本の金融機関の株主資本は大きく毀損している。都市銀行の株主資本中、配当・税金を支払った後の自行に留保した利益の累計をあらわす内部留保額は、1994年末（ピーク）の8.4兆円から減少し続け2003年3月末時点で、わずか1.8兆円になっている。（図6）

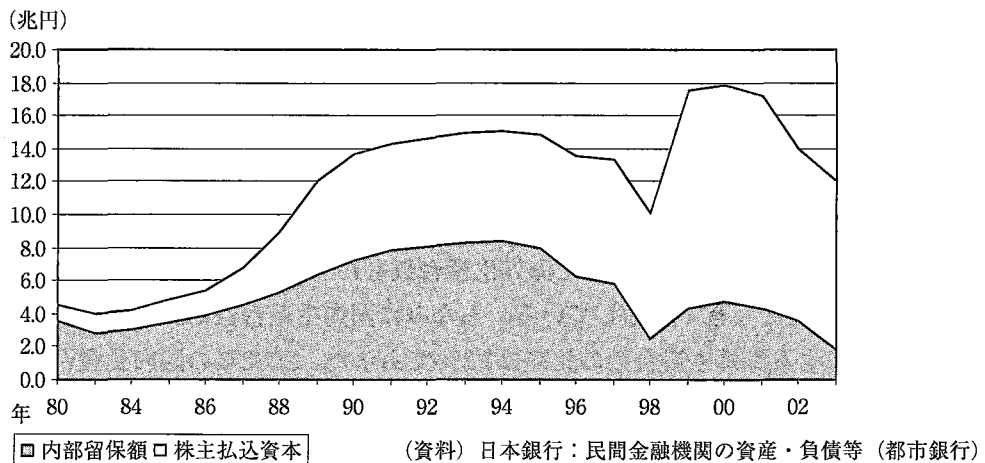


図6 都市銀行の株主資本構成

加えて処理が進んでいるとは言え、まだ巨額の不良債権が残存している上に株主資本の中には、将来の利益を見込んだ繰延税金資産（純額）が同時点で6.6兆円（対株主資本比55.0%）に達している。⁽⁷⁾もし予定通りの利益が確保できない場合は、繰延税金資産の取り崩しによる大きな損失（株主資本の減少）が発生するリスクがある。

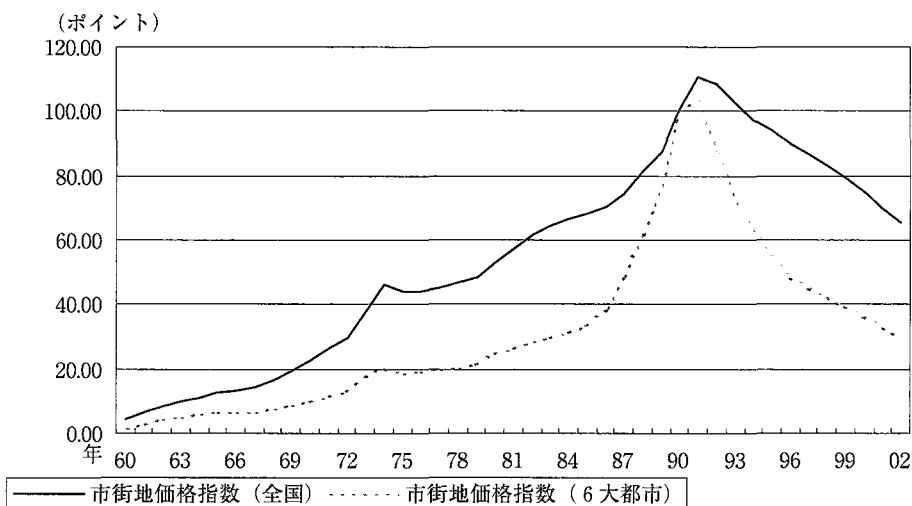
②金融機関の合併・統合が相次いでいる。ちなみに1990年には23行あった主要銀行（全国に支店を保有している都銀・長期信用銀行・信託銀行）が合併・統合により7グループに集約された。⁽⁸⁾この動きは銀行だけでなく生保・損保・証券会社でも相次いでいる。

(5) 資産価値の継続的、大幅な下落

戦後、一貫して上昇を続けてきた土地価格・株価はバブル崩壊後、大幅に下落した。

①土地価格の動向

上昇を続けてきた土地価格は、1991年にピークを迎えて以来、下落を続けている。全国の市街地〈全用途平均〉価格は、1991年110.4ポイント（1990年100）だったが、2002年末には65.3ポイントまで45ポイント下落した。ちなみに1990年の日本の土地資産額は、2455兆円であったが、2002年には1369兆円となり△1086兆円減少している。⁽⁹⁾（図7）



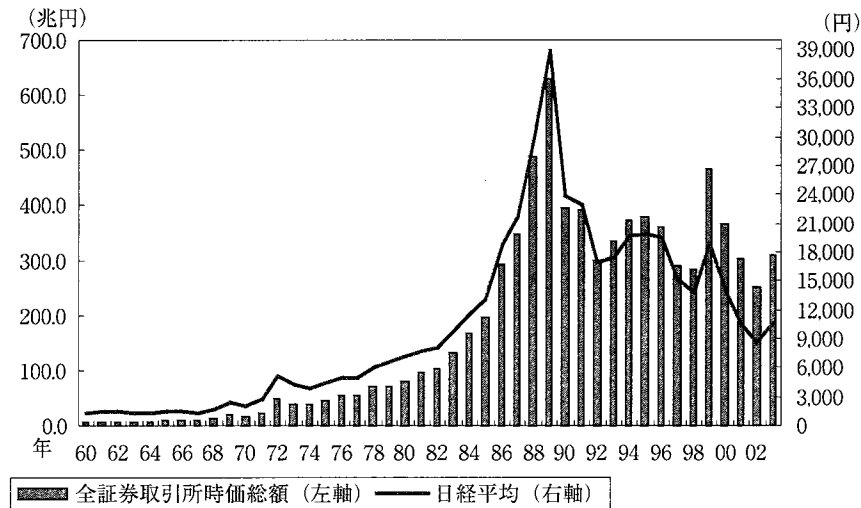
（資料）日本不動産研究所：市街地価格指数

図7 地価の動向

②株価の動向

日経平均株価は、1989年末の38916円をピークに下落を続け、2003年4月に最安値7602円となった。時価総額も、1989年の630兆円をピークに減少を続け2002年末には251兆円となりピークから△379兆円減少した。株価はその後、回復傾向を示しており2003年末には10677円となり、時価総額も309兆円（東証のみ）まで回復したが、日本経済の先行きは楽観できず、再度大幅な下落のリスクがある。（図8）

日本の株式資産額は1990年の522兆円から2002年379兆円と△143兆円減少した。ちなみに1990年から2002年の間に日本の正味資産（国富）は3552兆円から2800兆円へ△752兆円減少している。⁽⁹⁾



（資料）〈時価総額〉東京証券取引所：証券統計年報
 〈日経平均株価〉日本経済新聞社：日経平均プロフィール

図8 株価・時価総額の推移

(6) 経営の前提となる指標の短期間での大幅な変動

土地価格、株価に加え、為替相場、金利など経営の前提となる指標が、短期間で大幅に変動をする。

①為替相場の動き

1985年9月のプラザ合意以降、円・ドル為替相場は大幅且つ急激に円高・ドル安が進み、95年5月には1ドル＝79円台となった。その後、100円台から130円台で推移しているが、毎年10円から20円の幅で変動している。（図9）

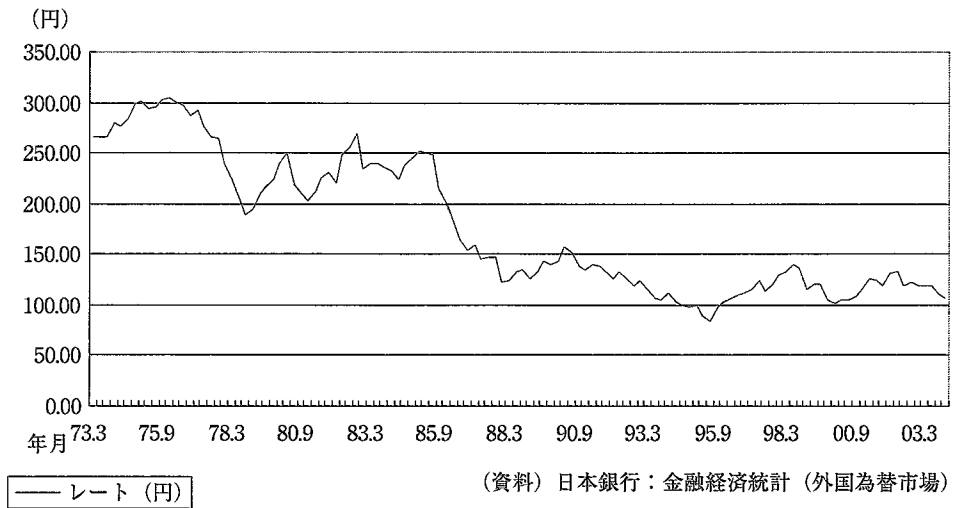


図9 円・ドル為替相場の推移 (インターバンク中心レート：月中平均)

②金利の動き

指標となる10年物国債利回りは、乱高下を繰り返しながらデフレ傾向を受けて低下を続けてきた。1997年10月には2%を下回り、2003年5月末には0.53%まで低下している。その後、急激に上昇を示し2003年12月末で1.36%となっている。(図10)

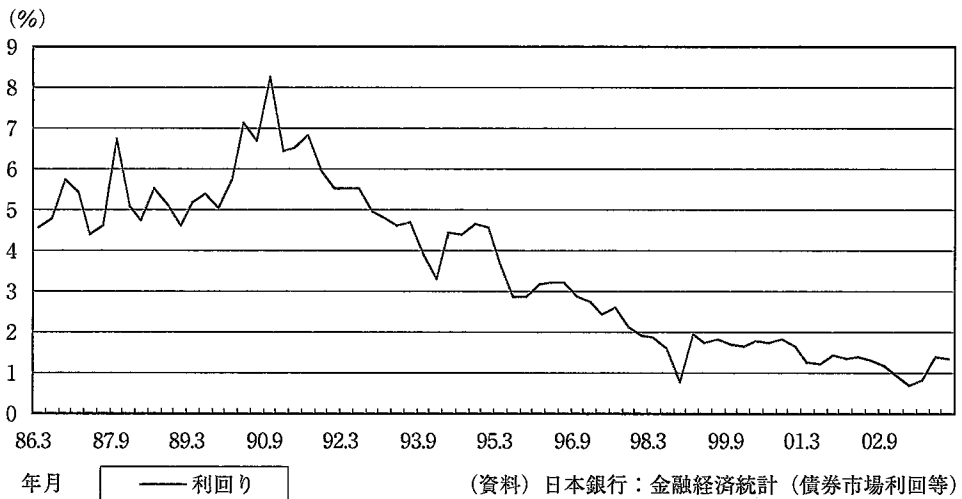


図10 国債(10年物)利回りの推移

(7) 会計ビッグバン

経済・金融のグローバル化により、海外の投資家から企業内容の国際的

な基準でのディスクロージャーの要請が高まった。これを受けて「会計ビッグバン」といわれる会計処理及びディスクロージャー方法の変更が、矢継ぎ早に行われた。主なものは以下の通りである。

2000年3月期—連結決算での開示・税効果会計の導入

2001年3月期—金融商品の時価主義会計・退職給付会計の導入

2006年3月期（予定）—減損会計の導入

4. 企業における財務状況の変化

これまでに述べてきたような企業経営・企業財務を取り巻く極めて大きな環境変化を受けて、企業の財務状況は厳しい状況に置かれている。

(1) 売上高・利益の低迷

戦後、オイルショックなどの一時期を除いて順調に拡大してきた売上高・純利益（税引後：以下同様）も90年代以降、低迷が続いている。財務省の法人企業統計によると（以下同様）日本企業の売上高は1995年度の1485兆円をピークとして停滞を続けている。純利益も1989年度の18兆円をピークに低水準を続け1998年度、2001年度には赤字を記録した。2002年度は売上高が前年比マイナスとなる中、企業における事業再構築活動（いわゆるリストラ）効果もあり純利益は6.2兆円と大幅な回復を示した。（図11）

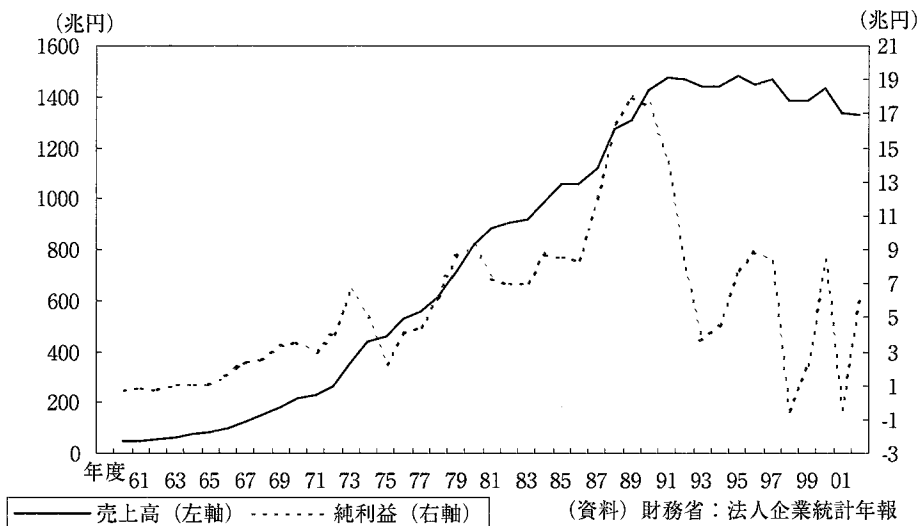


図11 売上高・純利益の推移

2003年度は、これまでのリストラ効果と合わせ、米国・中国などでの好景気と国内におけるデジタル関連商品の売れ行き好調に支えられて、売上高・利益とも改善傾向がうかがえる。しかしこの改善は輸出と国内での限られた業種の好業種に支えられてのものであり、この改善傾向が今後も続くかどうかは楽観を許さない。

(2) 資産効率の悪化

業績の低迷を受けて、企業の資産効率も大幅に悪化している。総資産純利益率 (Return on Asset: ROA), 株主資本純利益率 (Return on Equity: ROE) とともに1990年代に入って、大幅に低下しており、それぞれ1%, 4%を下回る水準で推移している。(図12)

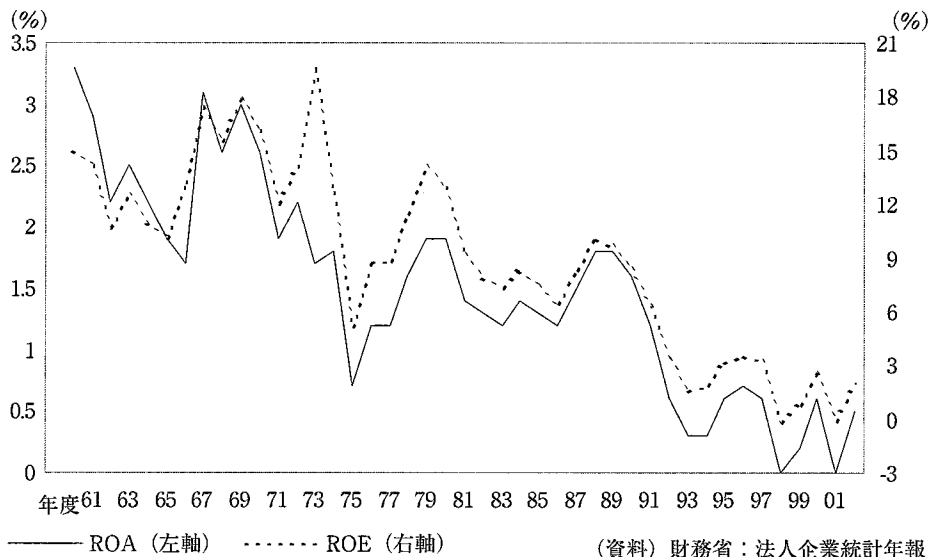


図12 ROA・ROE の推移

この効率悪化の要因は、資産・株主資本ともに高度成長期のままにもかかわらず、利益が低迷していることによるものである。総資産は企業の削減努力により、1995年度（ピーク）の1345兆円から2002年度1235兆円と△110兆円減少しているが、今後、低成長で売上の大幅な拡大が見込めないことを踏まえれば、更なる資産圧縮が必要である。(図13)

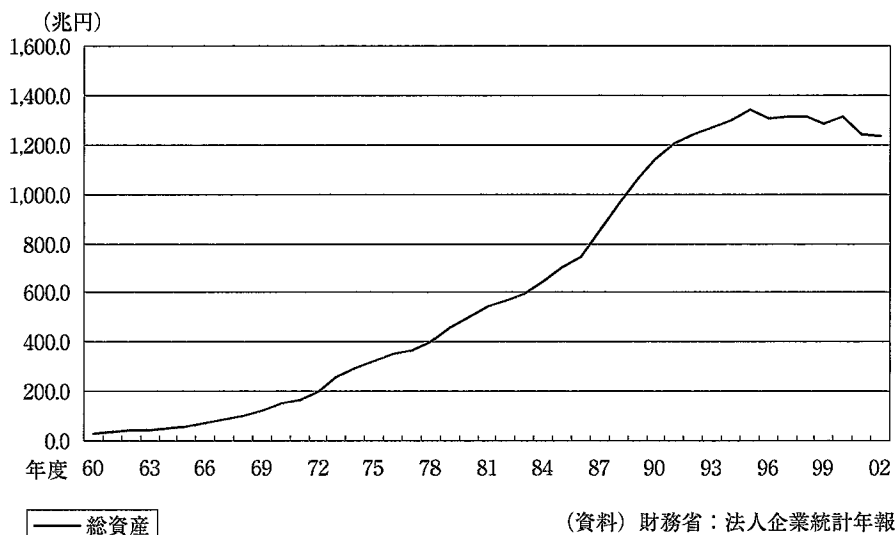


図13 総資産の推移

(3) 脆弱な財務構成

日本の企業は、高度成長期から1990年代前半にかけて有利子負債にウエートを、かけた資金調達を行ってきた。その結果、財務の健全性を示す有利子負債・株主資本比率 (Debt to Equity Ratio: D/E レシオ) は、1970年代以降一貫して2～3倍の高水準で推移してきた。低成長時代に、世界市場で激しい競争に打ち克つ⁽¹⁰⁾ 為には、出来るだけ早く健全水準レベルまで引き下げる必要がある。これを受けて1990年代

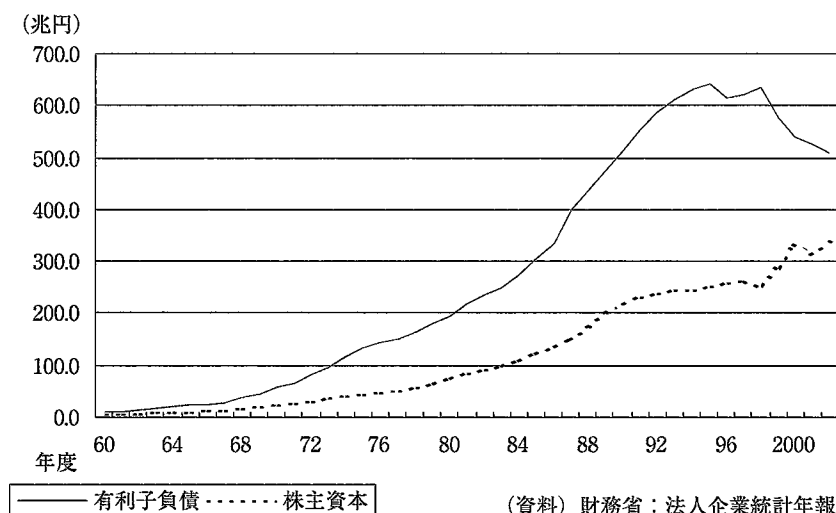


図14 有利子負債・株主資本の推移

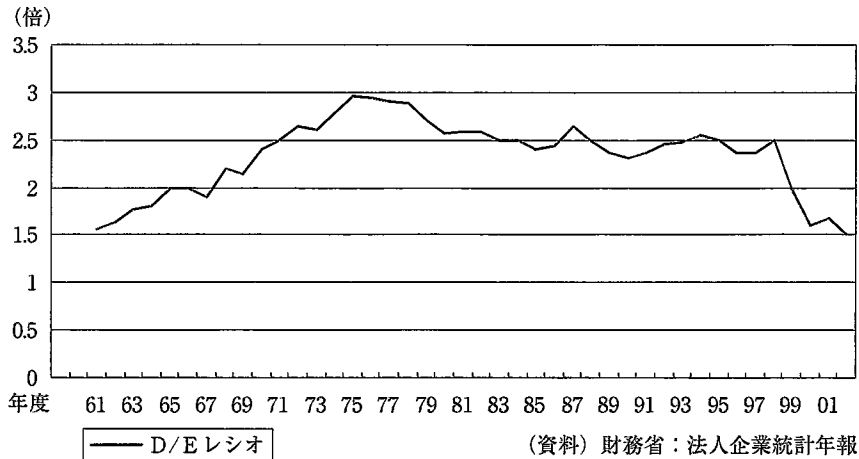


図15 有利子負債/株主資本比率 (D/E レシオ) の推移

後半以降、企業は有利子負債の削減に努めてきた。1995年度（ピーク）には641兆円であった有利子負債は、2002年度には508兆円まで△133兆円減少し、D/E レシオも1.5倍となったが、更なる削減が求められる。（図14、図15）

(4) 資金調達リスクの増大

金融機関の株主資本の毀損が著しく、大きなリスクをとった貸出は不可能となっている。当然、これまでのように行き詰まった企業を、メインバンクが丸抱えで面倒を見る体力は残っていない。また銀行数の減少は、企業が借入を依頼する先が減少することになる。加えて土地価格の下落は担保価値の下落を意味し、これまでのように土地を担保とした借入は困難である。

(5) 為替相場などの変動が企業業績・資金調達に大きな影響

①為替相場変動の影響

為替相場の変動が、企業業績に大きな影響を与える。ちなみに、規模により差はあるが自動車業界では1ドル＝1円の変動が利益ベースで数十億円の影響を与える。円高となった場合、部品一品、一品についての銭単位のコスト削減努力が、一瞬にして水の泡となる。

②時価主義会計導入

時価主義会計の導入により、保有株式・債券などについては期末時点の相場で評価して損益に反映する必要がある。期末の相場次第で、利益が大きく変動し1年間の努力が実らない結果になりかねない。

③資金調達への影響

株価・金利の大幅な変動は、条件の悪化だけにとどまらず、調達が不可能となる

など、企業の資金調達に大きな影響を与える。

(6) 会計ビッグバン—企業の全貌が明らかに

①連結決算

子会社・関連会社を含めたグループ全体の、経営成績・財務状況が明らかとなり、財務上・労務上の子会社への押し付けは意味をなさなくなった。

②時価主義会計・減損会計

時価主義会計は保有株式・債券などを期末時点の時価で評価し、簿価との差額を損益に反映する必要がある。また減損会計は稼働率が低く十分なキャッシュフローが出ていないか又は大きく減価した固定資産について、その減価分を損失計上しなければならない。つまり時価主義会計、減損会計の導入により企業は保有資産に関わる隠れた損益を財務諸表に表す必要があるわけで「含み」の概念は無くなった。従って困ったときに資産を売却してつじつまを、合わせるいわゆる「含み益経営」は不可能となった。また「当面使うことはないが、将来の為にとりあえず買って置こう」というような投資についての甘い判断は出来なくなった。

③退職給付会計の導入

退職給付に関する隠れた債務が全て明らかになる。年金制度の抜本的見直しはもちろん、年金運用についてこれまでのような運用機関への任せきりは出来なくなっている。

5. 企業経営・企業財務上の課題

以上述べてきたように、企業経営・企業財務を取り巻く環境は大きく変化しており右肩上がりの経済成長を踏まえた経営・財務活動のあり方では、勝ち残って行けない時代となっている。

右肩上がりの成長時代は、水ぶくれで脆弱な財務内容であっても売上の拡大で一定の利益が確保出来たし、業績悪化の場合は含み益の実現で帳尻を合わせることが出来た。またメーン銀行の全面的な支援も期待出来た。単独決算によるディスクロージャー制度では子会社の不振も表面化しなかった。取得原価主義の会計制度下では、資産の大幅な毀損も損益に反映する必要がなかった。

しかしながら 低成長でマイナス成長もあり得、国際的な競争と経営環境の変化が、激しい時代では売上の大きな伸びは見込めずリスクも大きい。このような環境下では、右肩上がりの経済成長を前提とした財務構造では利益を確保し続けることは困難である。

「会計ビッグバン」で企業の資産内容の変化は直ちに全て損益に反映され、困っ

たときに保有資産を売却して含み益を計上する「含み益経営」も不可能である。

また金融機関の体力の低下は著しく、これまでのようなメインバンクが丸抱えで企業を支えることも困難となった。

連結決算によるデイスクロージャーにより、企業グループの全貌も明かになる。

資金調達においても、直接金融のウエートを高めていかざるを得ない。間接金融ですら、「市場化」が進んでいる。

このような時代に、企業がサバイバルし成長を続けるためには、「自己責任原則に基づいた自助努力の経営（グローバルスタンダードに立脚した経営）」が求められる。「金は後からついてくる」という言葉も通用しない。「必要なときにいつでも、必要なだけの資金を、好条件で調達」できるような財務状況と経営体制が不可欠である。

その為にはどのような環境下でも黒字のキャッシュフローを確保し、企業価値の向上が実現できる、スリムで効率的な、小回りが効きスピード感にあふれ、公正で、開かれた経営体制を出来る限り早く構築し、それを維持・拡大しなければならない。これまでの売上高・利益といったフローを重視するだけでは不十分で、公表するバランスシートはもとより、知的財産権等表面に現れない企業のストック部分の隅々まで綿密にコントロールし、有効活用することが極めて重要である。

かかる意味で、企業財務の果たすべき役割も、格段に大きくなっている。右肩上がりの経済成長時代における企業財務の役割は「必要な資金を調達し、それを企業の目的に合わせて運用すること」⁽¹¹⁾であり、トップマネジメントとの関係は、やや距離のあるものであった。これからの厳しい時代の企業財務の役割は、トップマネジメントと緊密な連携を行い、これまでに述べてきた財務状況及び企業経営のあり方を確立・維持・発展させ磐石の資金調達体制を創ることである。⁽¹²⁾

具体的な企業経営・企業財務の課題は以下の通りである。

(1) 株主重視の経営—企業価値の最大化—

これまで日本企業の成長を支えてきたものの一つに、メイン銀行を中心にした株式持合があった。株式を持ち合った企業同士は、営業面に限らず様々な面で緊密な取引関係を築くことによって相互に大きなメリットを享受しあってきた。こうした関係のもとでは、株式を保有している企業は企業価値（株主価値）の向上、高配当など株式の保有自体でのリターンを求める株主としての行動をとる必要がなかった。（いわゆる「物言わぬ株主」）

低成長下、保有資産の徹底的な見直しとスリム化による資産効率アップの必要性、株価の継続的な下落の中での時価主義会計の導入などにより、企業は効率の悪い持

合株式の売却を進めてきた。(株式持合の解消)売却された株式の受け皿となったのは、海外の機関投資家を中心とした一般の投資家である。彼等は、投資した株式が期待した通りの利益を生むかどうかを投資の判断材料とする。株主総会などを通じて、経営方針・配当方針についても、どんどん意見を言ういわゆる「物言う株主」である。彼等は、期待するリターンが得られないと判断すれば投資をしないし、購入した株式を遠慮なく売却する。株式を買ってもらえない企業は、資金調達が困難となる。

企業は投資家の期待するリターンが実現できるレベルの経営成績をあげる必要がある。ここでいう経営成績とは、単なる会計上の利益を挙げるだけでなく、企業価値(株主価値)を向上させるということである。金融機関の体力低下が著しく、投資家から直接資金を調達する必要がある時代に、株主重視の経営は欠かせず、その為には企業価値の向上が極めて重要である。

(2) 企業グループ全体を見渡した経営

連結ベースでの決算とディスクロージャーは、企業グループ全体の状況を明らかにする。子会社の劣悪な経営状態を放置することは出来ないし、子会社への無理な売上、人員のシフトは意味をなさない。資金面でも親会社での一括資金調達、グループ一体での資金管理システムの確立など、グループ全体を見渡した効率のよい経営を行う必要がある。

(3) 効率性・安全性重視の経営(ストック管理の徹底)

低成長経済下では、売上高の大きな伸びは期待できず、逆に減少することもある。加えて経営環境の変化も激しい。このような環境のもとで、右肩上がりを前提とした資産規模・構成では安定的な利益を確保することは極めて困難である。経営の安全性を確保し、変化に機敏に対応できる小回りの効く経営体制を構築し、常に安定的な利益を生み出す為に、資産規模の圧縮・資産構成の健全化を可能な限り早く実現する必要がある。問題先送りの経営は傷を深くすることになる。金融・資本市場でも、これまでの売上高・資本金・従業員数などの規模を表す指数だけでなく ROA, ROE などの効率性, D/E レシオなどの財務構成の安全性が重視されてきている。当然、工場の新規建設など今後の新規プロジェクトの立ち上げに際しては、十分なキャッシュフローが確保でき、資産効率が悪化しないよう事前の慎重な検討が不可欠である。またプロジェクト推進中にも、当初計画通りのキャッシュフローが見込めるかどうか、常にチェックし必要であれば計画を見直す(中止を含めて)ことが求められる。

(4) キャッシュフロー(現金収支)重視の経営

言うまでもないことであるが、売上代金が現金で回収されてはじめて、利益が確定する。しかしながら会計上の決算書で表される利益は、現金化されていないものも含まれる。また企業によって会計方針に差がある。投資がグローバルに行われる時代にもかかわらず、国によって会計制度に差もある。従って会計上の利益では企業の実態が正確に把握できない。

国際的な投資家は会計上の損益計算書で表されない企業の実態を示すものとしてキャッシュフロー計算書を重要視し、キャッシュフローが継続的に黒字の企業に投資をする。現金の動きを見れば、売上代金が問題なく回収され利益が間違いなく企業に確保され、企業価値が増加していることが確認できる⁽¹³⁾し、現金の動きに企業の会計方針による差、国の会計制度による差はないからである。

会計上の利益だけでなくキャッシュフローの黒字を確保しつづけることが極めて重要である。

(5) 有利子負債の削減

企業は右肩上がりの成長経済のもと、有利子負債にウエートを置いた資金調達活動を行ってきた。その結果、企業の財務構成は極めて脆弱なものとなった。右肩上がりで経済が成長し、売上高も順調に伸びているときは、表面化しないこのような財務構成の脆弱さも、低成長でマイナス成長もありえる時代では、企業経営上大きな弱点となる。またデフレ傾向が続く中、有利子負債のコストは表面利率以上に大きい。遊休資産、非効率な資産の圧縮によって生み出されるキャッシュフローで削減し、財務安全性を改善するとともに、新規資金需要も保有資産の有効活用を最優先し増加を極力防止すべきである。

(6) 外国為替相場など経営の前提となる様々な相場変動リスクへの対応

外国為替・債券・株価変動は、企業における経営努力を無為にし、業績に大きな影響を与える。また資金調達も、条件の悪化だけにとどまらず不可能となる場合もある。現地生産の拡大などビジネス構造の変革に加え、多面的な情報収集による変化の事前察知、為替リスクヘッジ・資金調達・運用戦略の立案、機敏な対応行動が可能となる権限委譲などの社内体制の整備が不可欠である。

(7) 資金調達リスクへの対応

①IR 活動の充実

金融機関の体力低下、土地価格の下落による土地担保融資の困難さなど、これまで日本企業の資金調達を支えてきた間接金融が困難となり、企業は必要資金を市場から直接調達する直接金融に重点を置いた資金調達活動を行って行かなければならない。

これまでに述べてきた(1)～(6)の課題の徹底的な遂行に加え、経営戦略及び財務状況の正確・タイムリー・公平なディスクロージャーと、経営トップによる投資家への直接説明（Investors Relation 活動：IR 活動）による世界の投資家との積極的な対話が欠かせない。IR 活動はこれまで株式投資家に重点を置いて行われてきたが、これからは社債・シンジケートローンなど負債性の資金の投資家への、IR 活動である「デット IR」も重要となっている。

②バランスのとれた資金調達構造の構築

しかしながら、資金調達を過度に市場からの直接調達に頼るのは危険である。1997年～1998年の金融パニックで、運転資金の調達を CP に頼っていた企業が苦境に陥ったことは記憶に新しいところである。貸出余力が減退したとはいえ、金融機関は依然多額の資金ポジションを保有しており、また財務体質が良好で好条件の貸出先を増やそうとしている金融機関もある。また金融機関は資金調達先としてだけでなく、経済・金融及びビジネス上の様々な情報の収集先としても、非常に有効である。既に取引のある金融機関との良好な関係の維持に加え、新規取引先の開拓による資金調達先の多様化による資金調達に関するセーフティネットを確立し、様々な資金調達方法を多面的に活用すると共に、直接金融・間接金融間でバランスの取れた資金調達構造を構築することが極めて重要である。

6. 結 び

企業による懸命の事業再構築活動の結果、企業業績は昨年度より回復傾向が見えてきた。財務構造も着実に改善している。しかしながら、どのような環境下であっても常に黒字のキャッシュフローが確保され、企業価値が向上して内外の投資家が、こぞって投資を行ってくるような企業体質・経営体制が確立されたと判断するには時期尚早である。最近の業績好調を受けて「事業再構築は完成した」と判断し経営体質の改善がストップされ、中途半端になることがないように、引き続き徹底した財務構造の改善活動を行って行く必要がある。

資金調達面では2. で述べたシンジケートローン、コミットメントライン、資産の流動化は財務体質の強化を図りつつ、資金調達に関するセーフティネットを構築する上で非常に有効であり、これまでに述べた企業財務上の課題にマッチするものである。今後中小・中堅企業への浸透、様々なバリエーションの導入などにより定着・拡大していくものと思われる。

また金融自由化・金融技術革新で、企業のニーズを反映した資金調達スキームの構築もより容易となった。これからの企業財務は経営に深く参画すると共に、各々

のニーズにあったスキームを自ら考案し、金融機関に逆に提案し実現していく能動的な活動が重要である。特に資産流動化の分野では大きなチャンスがある。

注

- (1) 斡旋人・代理人はメイン銀行がなるケースが多いが、より好条件での組成が可能となる競争入札的な方法が増えてくることを期待する。
- (2) 主として地方優良銀行。地方優良銀行は地元での貸出先が少ない中、地域にこだわらず優良貸出先への融資を増やそうとしているが、カバーするエリアが狭く単独で融資先を拡大するには大きな時間と労力を要する。
- (3) 契約枠内であればいつでも融資が可能というコミットメントライン契約と似たような契約で、従来からある貸出方法に当座貸越契約がある。しかしながら未使用枠に対する手数料を、徴収できず金融機関にとってメリットが少ない。
- (4) 自動車生産工場のみ。別途エンジン工場、部品工場が多数あり。(日本自動車工業会：『日本の自動車工業〈2002年，2003年版〉』)
- (5) みずほ、東京三菱、三井住友、UFJ、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそなの7行(日本銀行：『民間金融機関の資産・負債等(都市銀行)』)
- (6) ちなみに金融庁が、2003年8月1日に公表した2003年3月末時点での主要11行(都銀・長信銀・信託から新生銀行、あおぞら銀行を除いたもの)の不良債権残高は20.2兆円である。
- (7) 日本銀行：『民間金融機関の資産・負債等(都市銀行)』
- (8) 北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行は破綻。
- (9) 内閣府：『平成14年度国民経済計算ポイント』，2003年12月
- (10) D/E レシオの水準は、「製造業では1倍以下が望ましい。サービス業、金融業、総合商社等の流動資産比率(流動資産/総資産)が高い企業は1倍を超えることが普通である。」『入門企業財務～理論と実践』津森信也，東洋経済新報社，2002年，337ページ
- (11) 『ひとめでわかる企業財務』津森信也，阿部正樹，東洋経済新報社，2001年，14ページ
- (12) 財務部門が果たすべき役割の重要性拡大を受けて米国流のCFO(Chief Financial Officer：最高財務責任者)という役職を設置し、最高経営責任者たる社長を財務面から直接補佐させる企業が増加している。
- (13) 企業が公表するキャッシュフロー計算書の営業活動によるキャッシュフローと、投資活動によるキャッシュフローの合計であるフリーキャッシュフロー(純現金収支)の黒字の維持・拡大がベストであるが、企業が将来を見越して戦略的に大きな投資を実施し、投資活動によるキャッシュフローの赤字が、営業活動によるキャッシュフローを上回ることもある。この場合でも最低限営業活動によるキャッシュフローの黒字は確保すべきである。

参 考 文 献

- (1) 朝日(現あずさ)監査法人/KPMG『CFOのための財務戦略』東洋経済新報社，2003年
- (2) 井出正介，高橋文郎『経営財務入門』日本経済新聞社，2003年
- (3) 内藤伸浩『アセットファイナンス』ダイヤモンド社，2003年
- (4) 大垣尚司『ストラクチャードファイナンス入門』日本経済新聞社，1997年
- (5) 岡内幸策『証券化入門』日本経済新聞社，2003年

- (6) 津森信也『企業財務戦略と技法』東洋経済新報社，1999年
- (7) 津森信也，阿部正樹『ひとめでわかる企業財務』東洋経済新報社，2001年
- (8) 津森信也『企業財務～戦略と実践』東洋経済新報社，2002年
- (9) 氏家純一『日本の資本市場』東洋経済新報社，2002年