

VI-1. 持続的成長を支える財務マネジメントのあり方

【要約】

- ◆ 近年、日本企業を取り巻くコーポレートファイナンス理論を背景とした「通説」が財務マネジメントポリシーの確立を阻害している。結果、日本企業の財務マネジメントは閉塞状況にあり、日本企業の成長の妨げとなっているケースが多くみられる。
- ◆ 本稿では、持続的成長を支える財務マネジメントのあり方を提言する。財務運営の基軸確立(キャッシュフロー創出力と余裕のある財務運営を重視)と、株主との調和(株主視点の長期化)を同時達成することで好循環の実現を狙うものである。
- ◆ 検証により、持続的成長企業はかかる財務マネジメントを行っており、好循環を実現していることが分かった。一方、自然体では、キャッシュフロー創出力の減退や企業体力の低下に伴い悪循環に陥る可能性が高いということも判明した。
- ◆ 日本企業の多くは悪循環に陥っているが、その原因は営業利益率と売上高成長の低さにある。悪循環から脱却するためには、優先的に営業利益率改善に取り組むことが効果的である。その際、成熟事業をキャッシュカウ化し、確保したリソースを成長事業へ意識的に配分していくことで拡大均衡を目指すことが重要である。
- ◆ 拡大均衡に向けて有利子負債を導入する場合の財務規律は、(1)M&A のような非連続成長投資を想定して平時・有事の二段構えとすること、(2)ストレス時のキャッシュフロー創出力をベースとした債務償還能力を指標とすることが妥当であると考える。

1. 閉塞状況に陥った日本企業の財務マネジメント

～問題意識～
コーポレートファイナンス理論が日本企業の投資に対する意識決定を阻害した結果、日本企業は閉塞的状況に陥った

1990年代後半以降、日本企業はコーポレートファイナンス理論の導入に伴い株主価値を重視した経営を行ってきた。しかし、短期的なROE向上や株主還元を求める株主からの過度な要求にさらされ、株主との調和を上手く図れていないケースが多くみられる。

リーマンショック以前、多くの日本企業は株主価値向上のためレバレッジをかけた財務運営を行った。2005～2007年の好況期にかけて、配当性向30%¹を意識し積極的な株主還元を行ったほか、財務規律を緩めて投資を積極化させた。

投資の鉄則は、「安く買って高く売る」ことである。本来であれば、好況期には採算性を重視した投資を行い、不況期には差別化投資を積極的に実施すべきである。しかし、コーポレートファイナンス理論に後押しされた企業は、好況期にレバレッジをかけ、意図的に財務を悪化させて投資を行った。

リーマンショック以降、規律を緩めて行った投資の失敗が顕在化し減損等が発生したことから、日本企業は意図せざる財務悪化へと陥り、投資を十分に行えずにいる。

¹ 生保協会が企業に求める配当性向の目安が30%とされている。

固定費負担の重い収益構造から減益を余儀なくされ、利益・株価ともに低迷することとなった結果、日本企業は、株主からのさらなる強い要求にさらされることとなったのである。

日本企業がこのような閉塞的状況に陥った原因の一つには、財務マネジメントポリシーが不十分であったことが挙げられるだろう。

また、レバレッジを是とするコーポレートファイナンス理論が企業の投資に対する冷静な意思決定を阻害したために、本来志向すべき企業の持続的成長を意識した財務マネジメントが疎かになった面があるのではないだろうか。

本稿のスコープ

本稿では、株主価値重視を軸としたこれまでの日本企業の財務マネジメントを見直し、企業が持続的成長を志向する際に必要な財務マネジメントについて提言を行う。

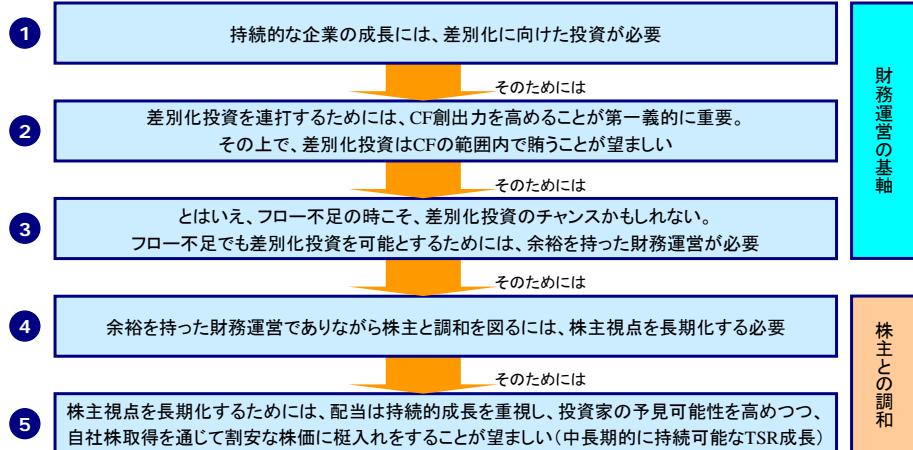
なお、本稿における財務マネジメントとは、財務戦略・資本政策に始まり、経営としての財務規律、事業部門に対する財務ガバナンス、経営資源配分・ポートフォリオ運営といったCFOが考えるべき経営課題全般を指す。

2. 持続的成長を支える財務マネジメント(仮説)

持続的成長の好循環をもたらす財務マネジメント(仮説)

持続的成長を支えるための財務マネジメントのあり方について以下のような仮説構築を行った(【図表VI-1-1】)。

【図表VI-1-1】持続的成長をもたらす財務マネジメント



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

(注)TSRはTotal Shareholder's Returnの略。一定期間の配当の総和と株価上昇を期初の株価で割った利回りのことで、次の式で求められる。TSR=(Σ配当+キャピタルゲイン)/購入株価

ポイントは、次のとおりである。

財務運営については、キャッシュフロー(以下、CF)を重視すること、余裕を持った財務運営を行うこと、が重要である。

株主との調和については、長期的な株主の期待に応えることが重要であり、そのためには指標として、長期的なTSRを重視する必要がある。

株主視点を長期化することで、企業は余裕のある財務運営を行い差別化投

資に備えることができる。差別化投資の結果、企業の CF 創出力が高まり、成長投資への原資を確保するとともに安定した株主還元を行うことができる。安定した株主還元によって、株主視点が長期化される。このような好循環が、財務運営と株主との調和を融和させることで可能となるのではないだろうか。

上記仮説は、財務運営は最適資本構成重視でレバレッジをかけることを是とし、株主還元は配当性向に基づき変動的に行う、といふこれまでの日本企業の財務マネジメントの通説とは異なる考え方である。

3. 持続的成長を支える財務マネジメントの仮説検証

仮説検証に先立ち、持続的成長企業の定義と分類を行う。

持続的成長企業は、(1)事業が持続的に成長していること、(2)長期的に株主に報いていること、この2つを同時達成している企業と定義する。

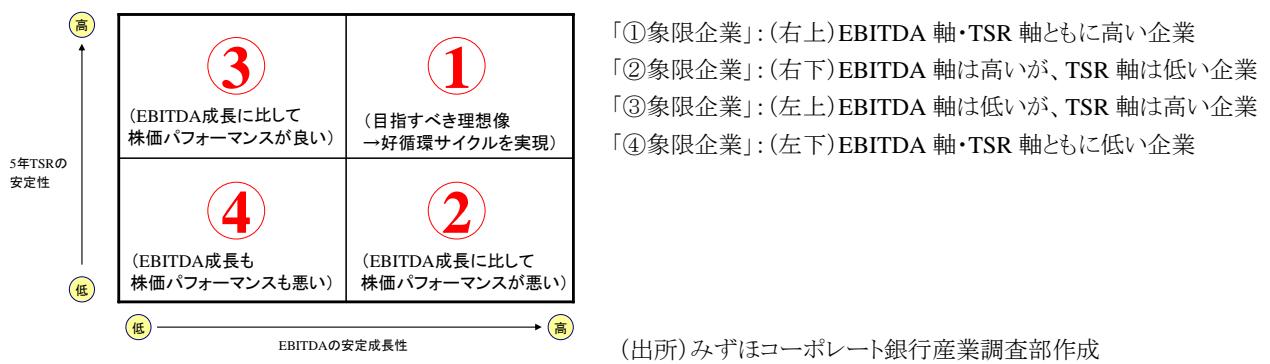
持続的成長企業とその他企業の具体的な分類方法は下記のとおりである。

Step1.日米欧の時価総額 10 億ドル以上の企業のうち、データが連続して 15 年以上取得可能な先から、急成長・急減退企業を除いた残りを分析対象企業として抽出する(876 社)。

Step2.分析対象企業を、TSR の安定性(長期的に株主に報いていることの代理指標)、EBITDA の安定成長性(事業が持続的に成長していることの代理指標)の2つの項目から評価し、パフォーマンスが優れている順に、項目ごとに順位付けを行う。縦軸に TSR の安定性、横軸に EBITDA の安定成長性をとり、対象企業の順位を基に、縦軸、横軸とも 60%th 点で4象限に分類する。TSR の安定性、EBITDA の安定成長性については、業種特性や企業の実力と関係のない市況変動要因を極力排除するような方法で評価を行った²。

分類結果のフレームワーク図を【図表VI-1-2】に示す。

【図表VI-1-2】 仮説検証のための企業分類のフレームワーク



² TSR の安定性、EBITDA の安定成長性の具体的な順位付け方法は以下の通りである。TSR の安定性は、企業の実力と関係のない市況変動要因をなるべく排除するようなアプローチで計測した。まず、5 年 TSR(1996 年～2001 年、1997 年～2002 年…2006 年～2010 年の、5 年 TSR10 年分のデータ)を算出し、それぞれについて搅乱項要因を排除する。さらに、損失の発生を大きくマイナスで評価するため、1+5 年 TSR(搅乱項要因排除後)を対数変換した上で、シャープレシオ(リスク調整済みリターン)を算出し、降順で順位付けを行った。EBITDA の安定成長性は、安定性、成長性の2つの視点から評価を行った。安定性は直近の推定値を下方標準偏差(EBITDA が減少した場合のみ考慮)で割り、下振れした場合のみマイナス評価となるようにした。成長性は、前後 3 年(計 7 年分)のデータを用いて線形補完したトレンド線の 10 年 CAGR で評価し、業種特性をなるべく排除するアプローチで計測した。安定性、成長性毎に順位付けを行い、2 つの順位の平均から最終的な順位付けを行った。

持続的成長企業
の仮説検証

以下、このフレームワークを用いて、持続的成長企業の財務マネジメントについて仮説検証を行う。

持続的成長を支える財務マネジメント(仮説)に必要な要件は、1)投資が十分に実施されている、2)CF 創出力が強い、3)財務が安定している、4)長期保有株主が多い、5)配当の予見可能性がある、の 5 項目である。

象限ごとに、この 5 項目の水準を調査し、比較検討を行った。

具体的な調査方法と結果は、以下のとおりである。

(注:【図表VI-1-3~8】の各象限の数字は、象限に属する企業の中央値。期間の明示がないあるいは 10 年と記載したものは 2001~2010 年度の 10 年間、5 年と記載したものは 2006~2010 年度の 5 年間が調査の対象期間。)

要件 1) 投資が十分に行われているか

【図表VI-1-3】 営業 CF、投資 CF の伸び

営業CFの伸び		投資CFの伸び	
③	①	③	①
1.17	1.54	1.06	1.53
1.11	1.47	1.13	1.73

(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

営業 CF、投資 CF それぞれについて、直近 10 年の累計額を前半 5 年と後半 5 年に区分する。営業 CF の後半 5 年累計を前半 5 年累計で割ったものと、投資 CF の後半 5 年累計を前半 5 年累計で割ったものとを比較し、投資 CF の伸びが営業 CF の伸びと比べて大きいほど、投資が積極的に行われていると判断する。

①象限企業は営業 CF の伸びが最も大きい。投資 CF は営業 CF の伸びとほぼ同じ水準である。②象限企業は投資の伸びが最も大きく、営業 CF の伸びを上回っている。③象限企業は投資 CF の伸びが最も小さい。④象限企業は営業 CF、投資 CF の伸びがともに小さい。

要件 2) CF 創出力の強さ

【図表VI-1-4】 FCF 創出力

FCF創出力	
③	①
6.66	8.98
5.27	6.91

(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

営業 CF から固定資産投資を除いた実数(フリーキャッシュフロー(以下、FCF))を投下資本(有利子負債+自己資本、以下同)で割り、結果が大きいほど CF 創出力が高い企業と判断する。

①象限企業が最も大きく、次いで②⇒③⇒④という順番となった。

要件 3) 財務の安定性(レバレッジをきかせていない)

【図表VI-1-5】 財務構成

Net D/(D+E)				D/(D+E)			
③	0.30	0.23	①	③	0.41	0.34	①
④	0.26	0.25	②	④	0.41	0.38	②

(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

財務構成が優位である(NetD/投下資本、Debt/投下資本が低い)ほど財務が安定していると判断する。

Netベースでみても Gross ベースでみても、①象限企業の財務が最も安定している。最もレバレッジをきかせているのは、③象限企業である。

要件 4) 長期保有株主

【図表VI-1-6】 株式の保有年数

保有年数(10年)				保有年数(5年)			
③	1.14	1.30	①	③	1.04	1.25	①
④	0.99	1.08	②	④	0.89	0.88	②

(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

発行済み株式数を出来高で割ることで便宜的に保有年数を算出し、長期であるほど長期保有株主が多いと判断する。

長期保有株主が最も多いのは①象限企業、次いで②象限企業が多い。

要件 5) 配当の予見可能性

【図表VI-1-7】 1株あたり配当の傾向

安定性(10年)				増配確率(10年)			
③	53%	35%	①	③	66%	79%	①
④	71%	57%	②	④	50%	61%	②

(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

配当の安定性と成長性という 2 つの観点から総合的に判断を行う。安定性については、配当実施企業のうち対象期間内に 1 回でも減配した企業の割合を算出し、減配企業の割合が小さいほど安定性が高いと判断する。成長性については、対象期間内に増配した回数を配当した回数で割り、増配確率が高いほど成長性があると判断する。

①象限企業が、安定性・成長性ともに最もパフォーマンスが優れており、株主から見た配当の予見可能性が高いという結果となった。

なお、各象限の配当水準を比較するため、一般的な指標となっている配当利回りと配当性向についても調査を行った。

【図表VI-1-8】配当水準

配当利回り				配当性向			
③ 3.4%		① 2.4%		③ 42.0%		① 35.9%	
④	2.4%	②	1.8%	④	38.2%	②	31.0%
(出所)Reutersより、みずほコーポレート銀行産業調査部作成							
配当利回り、配当性向ともに③象限企業が最も高いという結果になった。配当水準という観点からは、①象限企業が必ずしも高いわけではないということが分かる。							

【図表VI-1-9】が、仮説検証結果のまとめである。

【図表VI-1-9】仮説検証の結果のまとめ

項目	評価	順位	③	項目	評価	順位	①
①投資	×	4	投資を実施せず、成長にかけりあり。 投資より配当を重視。	①投資	○	2	余裕を持った財務運営を行い、投資と配当にバランスよく配分。 配当の安定性が高く、予見可能性から長期保有株主に恵まれる。
②CF創出力	△	3		②CF創出力	◎	1	
③財務構成	×	4		③財務構成	◎	1	
④長期保有株主	○	2		④長期保有株主	◎	1	
⑤配当の安定性	○	2		⑤配当の安定性	◎	1	
項目	評価	順位	④	項目	評価	順位	②
①投資	△	3	投資を実施せず、CF創出力も劣る。 配当の安定性も低く、長期保有株主には恵まれない。	①投資	◎	1	配当よりも投資への配分を重視。 配当の安定性に欠け、TSR安定性が欠如。
②CF創出力	×	4		②CF創出力	○	2	
③財務構成	△	3		③財務構成	○	2	
④長期保有株主	×	4		④長期保有株主	△	3	
⑤配当の安定性	×	4		⑤配当の安定性	△	3	

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

①象限企業は全ての項目で高いパフォーマンスを示す

分析結果をみると、①象限企業(持続的成長企業)は全ての項目で高いパフォーマンスを示しており、仮説通りの結果となった。他の象限についてみると、②象限企業は投資を最も積極的に行いCF創出力も相応にある一方、配当の安定性が欠けている、③象限企業は投資に消極的でCF創出力も果実しないが、配当については積極的に行っている、④象限企業は全ての項目で劣位している、という傾向がみられた。

企業の
ライフサイクル
に対する仮説

①から④象限の特徴をながめると、一つの企業が発展から衰退に至るまでの次のようなライフサイクルが想起される。すなわち、②象限は、積極的な投資によって将来の種まきをしている「成長期」にあたる。投資を重視し配当の安定性に欠けるため、市場の評価が安定せずTSRの安定性に欠ける。投資の成果が実ると、①象限の「最盛期」に移る。事業の成長によってCF創出力が高い状態となると、潤沢なCFを原資に、投資と安定した株主還元を実施する。市場の評価も高く、TSRは安定性が高い。投資意欲が減退すると、③象限の「成熟期」に入る。有望な投資先が見つからない中、既存事業のCFを原資に積極的な株主還元を実施する。積極的な株主還元に支えられて、TSRの安定性は高い。しかし、成長投資がない中、既存事業のCF創出力に陰りがみられるようになると、④象限の「衰退期」に入る。CF創出力が減退する中、株主還元の安定性が失われ市場の評価は低下し、TSRも不安定となる。また、CF創出力が低いことから必要な投資もできず、衰退に拍車がかかる。

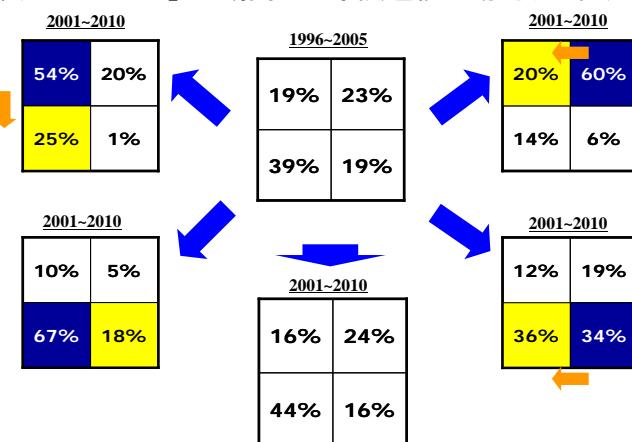
ここから、企業が②⇒①⇒③⇒④という半時計回りのサイクルを辿るのではないかという仮説が導き出せる。

実態は仮説通り
ではない

実際に企業はこのようなライフサイクルを辿るのだろうか。次のような検証を行った。まず、1996年から2005年を対象期間(以下、before)として企業を①～④象限に分類する(分類方法は、持続的成長企業の仮説検証で行った方法と同じ)。次に2001年から2010年を対象期間(以下、after)として再度分類を行い、beforeの各象限の企業がafterでどの象限に移動したかを調査した(【図表VI-1-10】)。

その結果、①、③象限企業については仮説通り、半時計周りの力が働くことが確認された。①象限企業については60%が①象限に留まり、20%が③象限へ移動した。③象限企業は、54%が③に留まり、25%が④象限へ移動した。しかし、②象限企業についてみると、②象限に留まった企業は34%に過ぎず、最も割合の大きい36%の企業が④象限へと移動している。②象限企業は、②象限に留まる力が弱い上、①象限よりも④象限へ移る力が強く働くことが分かる。

【図表VI-1-10】2期間での象限遷移の動向(日米欧企業)



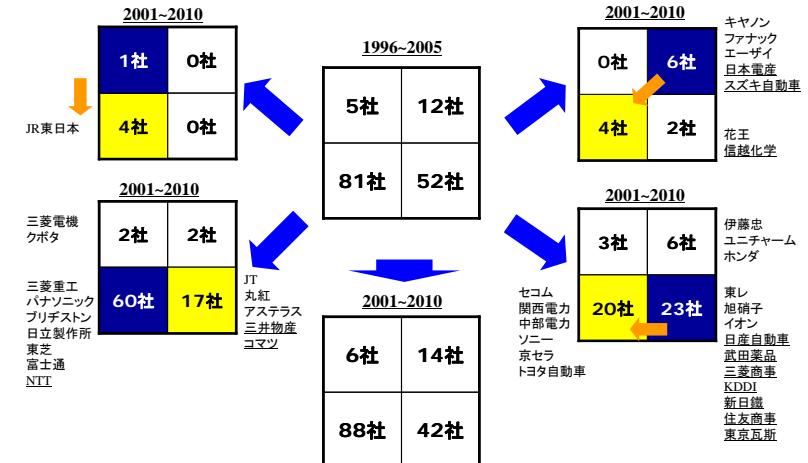
(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

(注)図表中央上がbeforeにおける企業の構成比を、中央下がafterにおける企業の構成比を示す。矢印の先は、beforeにおける各象限企業が、afterにおいてどこの象限に移動したかを示す。例えば、beforeで①象限にいた企業(全体の23%)をみると、afterでは60%の企業が①象限に留まり、20%の企業が③象限へ移動したことが分かる。文字が白抜きになっている箇所は、beforeと同じ象限に留まった企業の構成比を示している。

日本企業の多く
は④象限に滞留

検証結果から日本企業のみを抽出したものが【図表VI-1-11】である。日米欧企業の動きと概ね同じ傾向がみられるが、日本企業においては、④象限に多く滞留していることが特徴的である。

【図表VI-1-11】2期間での象限遷移の動向(日本企業)

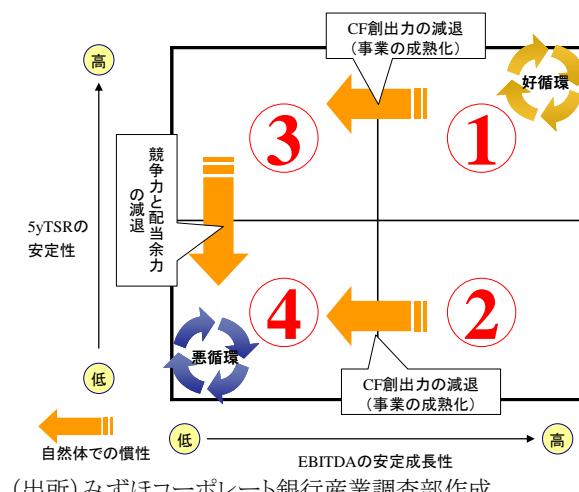


(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

(注)社名が記載されているのは、時価総額100億ドル以上の企業。下線のある企業は、before もしくは after において EBITDA が急成長した等の理由で今次分析対象外とされた企業。図表の見方については、【図表VI-1-10】の(注)を参照。

以上、持続的成長企業の仮説検証の結果とライフサイクルに対する仮説検証の結果から、②象限企業から①象限企業となるには高い壁がある、①象限企業となっても、事業が成熟化し CF 創出力が減退すれば③象限企業へと移動する、③象限企業は企業体力の低下とともに④象限に移る、ということが分かった。また、①象限企業は①象限に留まる確率が高く、④象限企業は④象限に留まる確率が高いことから、①象限では好循環が続き、④象限では悪循環が続く可能性が高いということが言えるだろう(【図表VI-1-12】)。

【図表VI-1-12】象限遷移に対する慣性



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

4. ジリ貧からの脱却からの方向性(持続的成長企業へ向けて)

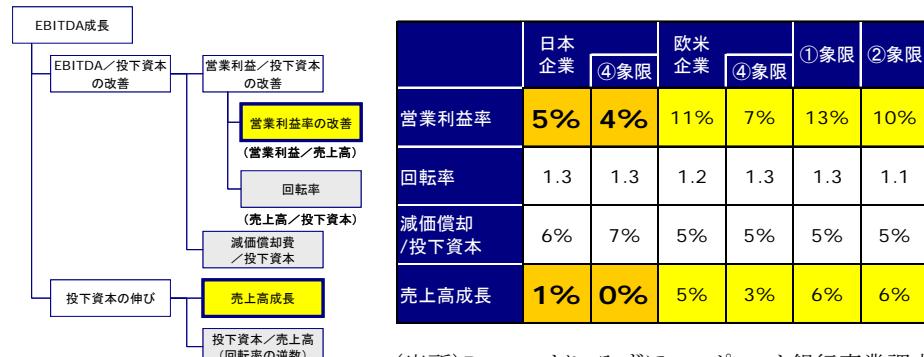
日本企業に
足りないのは、
営業利益率改善
と売上高成長

本章では、日本企業の多くが滞留する④象限から脱却するための方向性について検討を行う。

④象限企業の一義的な問題は、EBITDA 成長ができないことにある。その原因を見つけるため、象限ごとに EBITDA 成長を要素分解すると次のような傾向がみられた(【図表VI-1-13】)。

回転率と減価償却/投下資本は国や象限ごとに大きな違いがみられず、回転率は 1.1~1.3 程度、減価償却/投下資本は 5~7%程度という結果であった。一方、営業利益率の改善と売上高成長については、国と象限ごとに大きな違いがみられた。営業利益率は、日本の④象限企業が 4% (日本企業全体では 5%) であるのに対し、①、②象限企業は 10%超、欧米の④象限企業は 7% であった。売上高成長は、日本の④象限企業が 0% (日本企業全体では 1%) であるのに対し、①、②象限企業は 6%、欧米の④象限企業は 3% であった。売上高成長、営業利益率ともに日本企業の水準の低さが目立つ。分析の結果、日本企業が④象限からの脱却を企図し EBITDA 成長を志向するには、営業利益率と売上高成長の 2 つの要素の改善が必要であることが分かった。

【図表VI-1-13】 EBITDA 成長の要素分解



(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

優先すべきは
営業利益率改善

続いて、課題である営業利益率改善と売上高成長のどちらを優先して取り組むべきかを検討する。

結論から述べると、優先して取り組むべきは営業利益率改善であると考える。理由は、大きく分けて 2 つある。

1 つ目の理由は、実証結果である。2001~2005 年における④象限企業が、2006~2010 年で EBITDA 軸(横軸)の順位改善をどの程度果たしたか調査を行った。その結果、営業利益率が改善した企業の方が、売上高成長を達成した企業よりも、より多く順位改善を果たしたことが確認された。また、営業利益率改善を行った企業の方が、改善確率(営業利益率を改善した企業のうち、順位改善がみられた企業の割合)が高いことが分かった(【図表VI-1-14】)。

【図表VI-1-14】 旧④企業のパフォーマンス分析

営業利益率改善	売上高成長	社数	社数比率	改善社数	改善確率	改善効果*	効果順位
		<i>a</i>	<i>b</i>	<i>b ÷ a</i>			
○	○	19	7%	17	89%	296	①
○	×	91	32%	58	64%	94	②
×	○	30	10%	17	57%	19	③
×	×	146	51%	41	28%	▲ 102	④

(出所) Reuters より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

(注)・営業利益率改善が「○」= 営業利益率改善が①②象限企業の営業利益率改善(1.7%)を上回る
・売上高成長が「○」= 売上高成長が①②象限企業の売上高成長(5.9%)を上回る

*改善効果は、④象限企業のEBITDA順位改善平均(127位)に対して、どの程度パフォーマンスが優れていたかを示す。数値が高いほどEBITDAの安定成長性のパフォーマンスが高い。

2つ目の理由は、実務的にみても営業利益率改善を優先することが合理的であると考えられるからである。それは、1)コストコントロール、2)財務規律、という2つの観点から説明できる。

コントロールしやすいのはコスト

1)コストコントロール

グローバル競争が激化し、国内では過当競争が余儀なくされる中、販売価格をコントロールすることは難しい。販売価格がコントロールできない以上、持続的成長のためにはコスト優位の実現が不可欠となる。新興国攻略や国内過当競争下での生き残りのためには、一定の利益確保を所与とし、販売価格から一定の利益を差し引いたコストで事業が成り立つように事業構造を設計・転換することが必要である。グループ経営の観点からも、売上高成長を優先し後々不採算となった事業にムチ打つよりも、利益率を優先しながら成長にアメを与える運営を行うことの方が現実的といえよう。

2)財務規律

売上高成長を優先すると、利益軽視や Debt 依存に陥りやすく、財務規律が緩みがちとなる。売上高成長を優先した場合、利益は売上についてくるとの発想の下、コスト意識が希薄となり盲目的拡大に陥る懸念がある。売上高成長のためとの号令の下財務規律が緩みがちとなり、利益・CF が出ない中で Debt 依存が強まる可能性が高い。また、成長事業の不確実性が高いほど、Debt に依存した投資は痛手を被るリスクが大きいといえよう。

目指したいのは、拡大均衡

一方、営業利益率改善を優先した場合、縮小均衡となる恐れがある。目指したいのは「拡大均衡」である。そのためには、成熟事業をキャッシュカウ化することでリソースを確保し、成長事業投資への資源配分を意識的に行うことが重要である。

コマツは、坂根社長時代に「成長とコストを分離する」とし、構造改革を実施する一方でダントツ商品の開発や KOMTRAX 等の IT 化といった成長のための差別化投資を行った。

最近では、住生活グループが拡大均衡を目指すとみられる計画を発表した。国内既存ビジネスの固定費を 30% 削減することで営業利益率 10% を達成し、確保したリソースを国内成長事業や海外事業へ配分することで、売上高を 2010 年の 1.2 兆円から 2015 年には 3 兆円へと拡大させるというものである。

利益を重視しつつ、拡大均衡を目指すことこそ、持続的成長企業へ向けた一步といえるだろう。

5. 拡大均衡に向けての歯止めとしての財務規律の考え方

最後に、拡大均衡を目指すまでの歯止めとしての財務運営のあり方について考察する。

一義的には、これまで述べてきたとおりCF創出力を高め、CFを原資に投資を連打することが肝要である。すなわち、「 $FCF > 0$ 」を規律として設定し、営業 CF の拡大を図ることで連続的な投資を行うマネジメントである。全社及び事業単位でも意識されるべき規律であろう。しかし実際には、常に CF が潤沢であるとは限らない。フロー不足により必要な投資が制限されれば、負のスパイラルに陥る可能性がある。そのためには余裕をもった財務運営を行うこと、すなわちストックでフロー不足に備える必要がある。余裕をもった財務運営として最もパワフルな規律は無借金経営であろう。無借金経営を規律とすることで、有利子負債の水準はどの程度が適切なのか、といったことを議論する必要もなくなる。キヤノンの例をみると、御手洗氏の社長就任後、利益重視、無借金経営を財務の規律としたことで、高収益優良企業へと成長を遂げた。パナソニックの例では、松下幸之助氏は設備や在庫だけでなく資金についても余裕をもつべきだとし（「自己資金中心主義」「ダム経営」）、「ダム経営は実行しがたいことと思えるが（中略）これを断固としてやっていかねばならない」と提唱した³。

しかし、多くの企業にとって無借金を規律とすることは困難である。また、成長のために有利子負債を導入することには、一定の意義があるとも考えられる。有利子負債を導入する場合には、一定の規律を設けることが妥当であろう。その際の考え方としては、次の2つの観点が重要であると考える。(1)M&Aのような非連続成長投資を想定して、平時・有事の二段構えで規律を設定する、(2)ストレス時の CF をベースとした債務償還能力を指標として設定する。

(1) 平時・有事の二段構えで規律を設定

キリンは、長期的に DER0.5 を目安とするが、成長投資のため一時的に 1.0 程度とすることも許容する、としている⁴。また東芝は、成長のための投資を厳選し DER を 0.5 まで低下させる一方、7,000 億円の機動枠を用意し有事に備える、としている⁵。

(2) ストレス時の CF をベースとした債務償還能力を指標として設定

日本企業は、日系格付会社が自己資本を格付決定の重要な因子としてきたこともあって、自己資本比率や DER 等、自己資本対比での財務構成指標を規律として設定する傾向にある。財務構成指標はコントロールし易く、格付との相関性から戦略的意義が高いことが指標として採用される背景となっているとみられる。

自己資本は安定的なリスクバッファーであるという認識の下、有利子負債は自己資本に見合う水準であれば信用力が担保されると考えられてきた。しかし、リーマンショック以降、期間損益の悪化に加えて、繰延税金資産の取り崩し、減損、為替換算調整勘定、有価証券評価差額金等によって、自己資本が大幅に毀損する事例が散見されるようになった。自己資本は過去の利益蓄積に過ぎず、将来の返済の確実性を示すものではない。有利子負債の導入を自己資本見合いで行った場合、身の丈を超えて有利子負債を抱えてしまうリスク

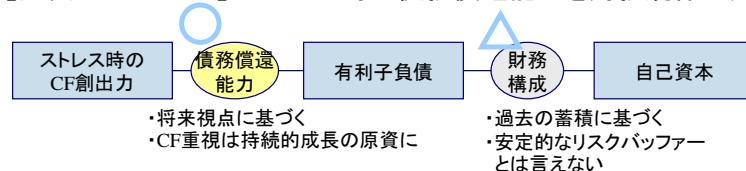
³ パナソニックホームページより引用。

⁴ 2008年8月4日発表の中計修正時に発表。

⁵ 2011年5月24日経営方針説明会にて発表

がある。実際に有利子負債の返済原資となるのは、将来事業が生み出す CF である。そのため、財務規律には返済原資である将来 CF をベースとした債務償還能力を用いることが適当ではないだろうか（【図表VI-1-15】）。債務償還能力を算定するにあたっては、不確実性を考慮の上、ストレス時の CF を用いることが望ましいであろう。ストレス時の債務償還能力を規律として設定することは、（1）CF 創出力を重視する財務マネジメントの考え方と整合的であること、（2）事業部門の経営管理に落とし込みやすいこと、（3）M&A の投資判断に過度にネガティブにならないこと、の 3 つの点でも妥当であると考えられる。

【図表VI-1-15】ストレス時の債務償還能力を財務規律とする



（出所）みずほコーポレート銀行産業調査部作成

6. まとめ

これまで検討を行ってきた「持続的成長を支える財務マネジメントのあり方」を【図表VI-1-16】にまとめた。

いずれも、従来の日本企業の財務マネジメントとは一線を画す考え方である。持続性、安定性を重視し、長期的な目線で企業の成長を捉える内容となっている。企業がこうした財務ポリシーを確立・表明するにあたっては、各項目を単独で完結せずに全体の整合性を十分にとることが重要である。

また、財務ポリシーの根幹となる考え方から派生し、経営の仕組みやポートフォリオ運営のあり方等についても実務的な対応を検討していくことが必要であろう。

【図表VI-1-16】持続的成長を支える財務マネジメントのあり方

	日本企業の現状、取り巻く通説	本稿での提言
① 景気変動と投資の考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 好況期に、財務規律が緩み、投資を実施しがち ✓ 不況期に、戦略投資を行う余裕がない 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 好況期に、選別投資し抑制的 ✓ 不況期に、差別化投資・戦略投資を積極実施
②③ 基本的な考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 最適資本構成の実現を意識 ✓ レバレッジをかけると企業価値が増大するので、株主だけでなく発行体にもメリットがある 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ キャッシュフロー創出力を持続的に高め、一義的にCFの範囲内で差別化投資を連打 ✓ フロー不足でも戦略投資を可能とすべく、余裕を持った財務運営を重視
負債導入に対する歯止めの考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自己資本や財務構成(DER等)を重視（日系格付け会社の考え方を踏襲） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 無借金が究極的にパワフルな規律 ✓ 負債導入時は、ストレス時のキャッシュフローをベースとした債務償還能力重視
自己資本のとらえ方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自己資本は安定的なリスクバッファーで財務安定性を支える最重要要素 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自己資本は過去の利益蓄積に過ぎず、安定的なリスクバッファーとは限らない
④ 株主との向き合い方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 株主からの要求を一律で取扱う 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 短期グリードな株主の要求は気にせず、長期株主を重視しTSRで報いる
⑤-1 配当の考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 配当性向を変動係数として捉え、配当は利益次第で変動 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 持続的成長を重視し、安定性・持続的成長性・近似性を重視し、長期株主の予見可能性を高める
⑤-2 自己株取得の考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ レバレッジをかけWACCを引下げる手段 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 割安の株価に刺激を与える手段 ✓ 買収リスク軽減の手段
ジリ貧からの脱却の方向性	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 全社一律でのコスト削減（縮小均衡） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 成長とコストを分離し、拡大均衡を志向（成熟事業をキャッシュカウ化し、成長事業への投資資金を捻出）
成長事業の育成原資の考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 最適資本構成の実現に向け、Debt導入もよしとする 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不確実性の高い成長事業は、継続して創出されるキャッシュフローで賄う（意識的に継続実施）

（出所）みずほコーポレート銀行産業調査部作成

（注）図表に記載されている数字は、【図表VI-1-1】を参照。

（事業金融開発チーム 山口 敦之／豊沢 泰寿／大野 晴香／大津 太郎）
atsushi.yamaguchi@mizuho-cb.co.jp