



## 財務の時代を迎えて

### ～企業にとってのファイナンシャル・リテラシー～

松田千恵子

日本国債格下げ発表のタイミングと「格付けはなぜ下がるのか？」の出版が重なったこともあり、格付けを巡る諸問題から、本の実質的な主題である信用リスクと企業戦略に至るまで、様々なお問い合わせやメディアを含めたインタビューなどに接する機会が多くありました。非常に優れた問題意識をお持ちになって討議参加など依頼してこられる企業もある一方、一般誌などの中にはお断りするにも辟易するような相変わらずの外れた格付け論議を持ってこられるものもあったように思います。ただ、こうした受け答えを通じて実感しましたのは、立場による、あるいは人による企業財務に関する理解の落差、その大きさ、といったものです。最近ベスト・セラーとなっている個人投資家向けの本で、財務的な読み書き能力、いわゆるファイナンシャル・リテラシーの重要性を説いたものがありますが、そのコーポレート・ファイナンス版といえれば良いのでしょうか、企業にとってのファイナンシャル・リテラシーについて今回は少し考えてみたいと思います。

#### 企業にとって財務とは何か

ファイナンス、あるいは財務というと、多くの人々は「それは専門の人達の世界だから」と敬遠するようです。確かに、ちょっと勉強をしようと思うとすぐに数式が乱れ飛ぶ本にあたり、訳の分からないカタカナ用語の連発で頭が痛くなったりすることが続けば、そう思われるのも無理はないでしょう。このニュースレターにしても、「財務」という文字がタイトルとして使われたのは実は今回が初めてです。お読み頂いている方の中には、題字を見て「今回は数字の話か」と顔をしかめている方もいらっしゃるかもしれません。

ここで考えてみたいのはそうした技術論ではありません。ファイナンスの分野には確かに高度な専門性も必要ですので、そういった点は専門家に任せた方がはるかに安全かつ生産的です。しかし、任せるべきは技術や知識の個別具体的な使用であって、経営に関する意思決定ではないはずです。企業にとって財務とは、その営む事業を資金的に支える全ての活動であり、その活動に関する意思決定なのではないでしょうか。それを行うべきは経営トップ以外にはないはずです。

では、改めて企業の営む事業と財務との関係を見てみましょう。企業経営の重要な側面に、資本を投下して必要な経営資源を市場で購入し、それに付加価値をつけてモノ・サービスを生産し、それを市場で販売して資本を回収する、という価値創造のサイクルが存在します。「事業」面のサイクルと言ってもよいでしょう。ここでは、「いかに良いものを安く提供するか」というのが至上命題となります。当然、「何に比べて」良いか、安いか、という点が問題になるために、各企業は必死に競合他社と差別化可能な優位性を確立しようとします。しかし、他社が追随できないユニークネスを次々と生み出し、かつ維持し続けるのはそう簡単なことではなく、多くの場合は価格政策に走って単なる売り上げ至上主義、利益無き繁忙に陥りがちです。即ち、単に「良いものを安く」というだけでは企業の価値創造のルールとしては不十分ということになります。

ここで、もう一つのサイクル、「財務」のサイクルを考えてみましょう。市場から他人資本（負債）、若しくは自己資本という形で資本を受託し、その資本を事業に投下し、そこからのリターンを資本提供者に還元する、というのがそのサイクルです。ここでは、「資本提供者の要求するリターンをあげる」というのが至上命題です。他人資本を提供している債権者にとっては、期日に確実に元利払が行なわれることが重要なので、要求するリターンを確実に挙げる、という安定性が要求されることとなります。そして、その債権者の要求を満たした後は、株主の要求に応えることを考えなければなりません。自己資本の提供者である株主は、配当というインカムゲインのほかに、株価の上昇というキャピタルゲインを期待して投資を行なっているわけですから、リターンは高ければ高いほどよい、という成長性が重視されます。従って、「資本提供者の要求するリターンをあげる、高ければ高いほどよい」というのが財務のサイクルにおいて企業に要求される実際の命題でしょう。

即ち、企業は事業のサイクルで要求される命題「良いものを安く」と、財務のサイクルで要求される命題「より高いリターンを」を両立させることが必要になってきます。この二つは容易に両立できる類いの要求ではありません。価格競争に明け暮れていれば事業からあがるキャッシュフローは先細り、資本提供者に還元するリターンの源泉は枯渇します。一方、資本提供者に高いリターンを渡すことだけに汲々としていれば、事業への正しい資本投下は行なわれません。エンロンの例を見るまでもなく、企業が事業と財務の両面からの厳しい要求にさらされてきた米国では、以前からこうした二律背反のワナに陥る例には事欠かないのはご存知の通りでしょう。この二つの相反する命題を両立させること、即ち事業と財務のバランスをどのように取って価値創造を実現していくか、これこそが企業の経営に最も必要な意思決定なのです。

### ファイナンシャル・リテラシーの必要性

米国での最近の事例が、財務のサイクルに過度に傾いた結果であったとすれば、日本のこれまでの状況は、事業のサイクルだけに注力しすぎたものだったといえるでしょう。戦時に作られた資金統制のシステムは、それがあまりに強固であったた

めに戦後もそのまま温存され、メインバンクシステムと制限された市場機能に代表される、経済社会主義的な金融システムに姿を変えて戦後の経済復興に大きく貢献しました。間接金融への極端な傾斜により貸し手を銀行に限定し、企業のリスク判断に必要な情報開示は最小限に留め、リスクに対するリターンといった利潤追求の概念を排し、企業が倒産しにくいシステムを作って人為的な安定を図ってきたのがこれまでの姿だったのです。企業としては、財務のサイクルが要求する命題を気にすることなく、事業のサイクルの要求する命題だけに忠実であり続ければよかったわけで、日本企業が高度成長を謳歌できたのも、長らく売り上げ至上主義に走り続けていたのもこのためです。この間、財務のサイクルは銀行が全て面倒を見てくれました。債権者としては信用リスクにかかわらず低い金利で資金を提供してくれ、リターンの安定性が確保できなくなっても常に最後の貸し手として企業支援を行なってくれることが期待できました。また、株式持ち合いにより株主としても君臨し、高いリターンを要求しない物言わぬ株主として財務のサイクルが要求する命題を企業が気にすることのないように振舞ってくれていたわけですが、財務のサイクルを進めていく上で本来企業に必要とされる意思決定は、銀行の存在により免除された形になりました。その代わりに、銀行自身は強力な護送船団方式によって経済のインフラとして手厚く守られることとなりました。

さて、今やこうした体制がほころび、新しいパラダイムへの過渡期にあることはどなたも感じられていることでしょう。しかし、そのことは同時に企業に対して二つの重要な質問を突きつけることにもなります。一つは、今まで「免除してもらって」いた財務のサイクルにおける意思決定を企業自らがなうことができるのか、もう一つは、本来企業経営に最も必要とされる意思決定、即ち事業と財務のバランスをどのように取っていくか、についての的確な答えを導き出すことができるのか、ということです。そして、これらの質問に胸を張ってYesと答えるためには、企業財務というものに対する読み書き能力、ファイナンシャル・リテラシーがどうしても必要となってくるのではないのでしょうか。逆に言えば、今後企業経営を行っていく上で、ファイナンシャル・リテラシーを持たないということは企業経営における意思決定の少なくとも半分については遂行する力が無い、ということにもなりかねません。財務が分からない、ということは、パソコンが打てないとか、英語がしゃべれない、といった技術的な問題とは全く異なる、経営者にとって「経営の意思決定に絶対に必要なものの見方が分からない」という、より本質的な問題なのです。一時期騒がれたITベンチャー経営者が次々と姿を消していった一因は、分からないがゆえに財務を遠ざけ、遠ざけたがゆえに経営の重要な意思決定を放棄してしまったからであるように思えてなりません。

### 日本における財務への認識

先ほど、今が過渡期にあることはどなたも感じられているでしょう、と申し上げましたが、その中でファイナンシャル・リテラシーの重要性に対する認識、平たく言えば「財務をどれほど分かっているか、財務が分かることがどれほど重要である

と分かっているか」という点についての認識は千差万別であるように思います。企業によっても異なりますし、企業の中でも部署により、人により様々です。多いのは「財務部門では危機意識を持っているがトップは何が問題なのか分からない」、あるいは逆に「トップが様々な経営、財務の意思決定をするのだが担当部署がついてこられない」といったような状況です。また、企画部門が財務的な重要性に鑑みて様々な管理指標を導入したが、現場では全く理解されなかった、といった事例もよく見聞します。企業価値を増大させよという大号令の下、テクニクに走った末に現場には訳も分からない計数をやたらと持ち込んで混乱に陥っている企業などはその典型的な例でしょう。逆に、印象に残った事例もあります。負債への依存が多すぎると気がついたその企業トップは、財務のサイクルにおける債権者からのプレッシャーが強まれば企業として事業展開の柔軟性を失う、と危機感をもち、負債削減目標を定めました。そしてそれだけでなく自ら現場に赴き、事業所に積んである流通在庫を示しては「これは借入金」、工場で放置されている器具を見ては「これも借入金」と従業員に説いて回りました。こういった取り組みは、企業全体のファイナンス・リテラシーを上げるためには実は最も効果的なのではないかと思います。資産効率を上げて借入金を削減せよ、と山のように数字を積み上げ、難しい言葉を駆使して頭で理解するだけでなく、実際にこういうことなのだと言葉の意味を体感するのとなかなか身にはつかないものです。ちなみにその企業の負債削減実績は目覚ましいものでした。

今の話から類推される通り、金融機関が必ずしも企業財務に必要なファイナンス・リテラシーを備えているわけでもありません。証券会社や銀行が企業に日参するのは、それこそ先に述べた専門家として培った金融技術を商品として売りに来ているからで、彼らは企業にとって何がベストな財務的意思決定であるか、そしてその意思決定がどのように事業と財務のバランスを取ることに役立つか、という企業としての全体的な整合性にことさら理解と関心があるわけでは必ずしもありません。金融機関について触れたついでに、先ほど市場について述べた点をやや敷衍させて頂ければ、市場は、それ自体が効率的かつ公正なものでなければ、企業における事業と財務のサイクルが正しく回るための規律として機能する意义がありません。具体的には、市場における価格形成が合理的であり、企業の価値創造の実情を正しく投資家に伝える情報開示の制度が整っており、かつそれらを検証し分析する中立的な専門家が存在する、という状況が必要です。これらが理想的に運営されている市場が現実的に存在しにくい、というのは最近の米国における企業スキャンダルの例を見てもお分かりの通りです。ただ、日本の市場においては、情報開示一つを取っても、効率的かつ公正な市場となるべき取り組みはまだ始まったばかりです。企業がこれからファイナンス・リテラシーの獲得につぎ込むのと同様の努力を、市場の側も行なっていく必要があるように思います。

## 事業と財務のバランス

---

話が若干それましたが、このように未だ成熟途上にある金融市場、これまで企業

財務を一手に引き受けながら現在は体力が疲弊しきっている銀行、そして財務の意思決定を自ら行わなければならなくなった企業、といった各プレイヤーが今後の方向性を模索している過渡期の現在ほど、その中でのファイナンシャル・リテラシーを持つ者と持たざる者の、「経営」というものに対する認識の違いが大きくなっている時期はないのではないかと思います。戦略構築一つ取っても、財務のサイクルの制約を考えながら事業のサイクルを回すのと、そうでないのとは、考え方はかなり異なってきます。事業のサイクルだけを考えればよいのであれば、企業の戦略は売り上げを増やす、即ち損益計算書を中心としたものになってくるかもしれません。しかし、財務のサイクルと事業のサイクルの両立、正反合一を考えることによりはじめて貸借対照表に象徴される経営のバランスの概念が入ってきます。事業で取っているリスクは果たして本当に財務で取っているリスクに見合ったものであるのか、事業を展開していく上でつぎ込んだ資金はそれに見合うリターンを挙げたのか。そして、それを考えるためには、各事業におけるROA、ROIなどが把握されなければなりません。多くの企業の各事業部門はこうした計測に耐える貸借対照表を持たないのが実情ですから、そうした面の整備から取り組む必要も出てくるでしょう。また、それらが整備されれば、各事業部門を独立した会社として考えることも可能になってきますから、バーチャルカンパニー制、更にはヒトの問題も考えたうえでの分社化、といった選択肢にもつながってきます。より財務的な意思決定も必要でしょう。どのように投資を決定するのか、どのように資金調達を行なうのか、配当政策をどうするのか、といった点です。こうした「財務の制約を念頭に置きながら事業を考える」という観点は、これからの経営を考える上では不可欠なものとなってくるでしょう。我々が戦略を考える上でも常にこのことを念頭に置きながら、最近では改めて財務面から見た戦略コントロール、市場の眼から見た企業のリスクと競争力の評価、といった点での様々な業務を進めつつあります。あるものは事業ごとの投資効率調査へ、あるものはIR体制の見直しへ、と企業の方々とのお話も様々な展開を見せておりますが、財務というものが各社固有の、現実のキャッシュ創出力を背景としたものである限り、こうしたお話はCDIが標榜するリアル・チェンジの実践の場としてふさわしいものと考えています。財務は、専門用語や金融技術の羅列ではありません。ただ数字を数えて重箱の隅をつつく、といった類いのものでもないですし、ましてや企業で働く人たちを数字で全て一刀両断にする、といった冷血無比なものでもありません。企業が適切な事業サイクルを実践し、良い製品を作り、消費者に喜ばれ、従業員の幸福を増す、それを支えるのが財務サイクルの適切さです。ファイナンシャル・リテラシーを持って今後の企業のあり方を考えた時、この二つのサイクルのバランスを取る、という役割は非常に重要かつエキサイティングなものとして企業経営者の目の前に現れてくるに違いありません。

(まつだ ちえこ コーポレートディレクション主査)