

# 財務力創成に関する一考察

—企業競争力との関連で—

## A Managerial Approach of Creative Finance: In Relation to Corporate Competitiveness

東洋大学経営力創成研究センター 研究員 小椋 康宏

### 要旨

本論文は、経営学的視点から財務力創成に関する理論的位置づけを検討する。ここでは、企業体における要素的職能としての財務を、どのようにその力を高めるかについて、若干の考察を行う。ここでは、Emery, Finnerty & Stoweによる経営財務モデルである投資媒体モデル、会計モデルおよび企業体の一連の契約モデルを使って、財務力の位置づけを考えた。日本企業の財務力創成は、企業競争力を高めることになり、その展開過程において企業体を強くする力を与えている。企業競争力を高める財務力創成は、最高財務責任者（CFO, Chief Financial Officers）の財務能力の育成によって達成されることになる。財務力そのものは、企業価値を創造するものではないが、経営財務の目標である企業価値最大化のもとで、企業体にとって重要な意味を有することになる。

キーワード (Keywords) : 財務力創成 (Creative Finance)、企業競争力 (Corporate Competitiveness)、最高財務責任者 (Chief Financial Officers)、企業価値創造 (Value Creation of the Firm)、エクイティ・ファイナンス (Equity Finance)

### Abstract

This paper is to clarify the theoretical framework of Creative Finance by a managerial approach. The finance function is a function of business functions in business organizations. In this paper, I have highlighted Emery's three different models of the firm: the investment vehicle, accounting and set-of-contracts models.

What is the Creative Finance? The creative finance in Japanese corporations have enhanced the value of the firm. And chief financial officers (CFO) in Japanese corporations have extended their jobs to maximize the corporate value.

Today, I consider that Management Development Programs of CFO is essential. The creative finance is not concerned with the value of the firm. But the creative finance is useful for the corporate value under the maximization of the value of the firm.

### 1 問題の所在

1990年代の日本企業のバブル経済後の変革は、20世紀型の従来の事業を再構築する基礎を前提に展開してきたといえる。具体的な経営財務政策では、第一に不必要な資

産を処分し、経営をスリム化すること。第二に、主として労務費を下げることによって、経営効率を上げること。第三に、生産コストを引き下げることによって、経営効率を上げること。第四に、長・短の借入金（有利子負債）の返済によって、経営全体の経営効率を上げる政策をとってきた。

財務の視点からみると、これらの変革は、日本企業の経営者が会計利益をベースにした経営改革であって、将来キャッシュフローと資本コストを考慮に入れた経営財務政策ではなかったところに問題点があったと考えられる。しかしながら、1990年代の後半においては、日本企業のなかに企業価値創造が重要であるという考え方が生まれてくる。例えば、日本企業による EVA<sup>®</sup>による経営指標の導入、あるいはそれに類似した会社独自の経営指標の導入によって経営財務政策の変更が行われることになった。

今日における日本企業の経営財務政策は、「資本コスト」を財務意思決定基準とした企業価値創造経営が求められているといえる。

ところで、企業体の成長のなかで、財務力がどのような位置を示しているかを明らかにすることは重要である。また財務力は、最高財務責任者（CFO: Chief Financial Officers）の能力によるところが大である。ここでは、経営全体の経営機能の一つとしての財務の理論的意味を明らかにした上で、その財務能力を検討することが課題である<sup>(1)</sup>。

加えて経営財務目標である「企業価値最大化」は、その具体的経営財務課題としては、資本調達と投資決定の領域を包含しているが、両者の領域の橋渡しを成す「資本コスト」の領域は財務力を考える上で重要な内容を有しているといえる。したがって、ここでは、第一にまず企業価値創造と財務力の問題を明らかにする。第二に、経営財務の枠組みの中で財務力の位置づけを明らかにする。また、最後には資本調達に限定して、デット資本（負債資本）とエクイティ資本（自己資本）による資本調達を取り上げることによって、財務力との関係を明らかにすることにしたい。

## 2 企業価値創造と財務力

### 1. 投資媒体モデル

財務力を考える上で、まず経営財務の枠組みを考えてみよう。企業価値創造をもとに、ここでは、会社に関する三つのモデルを説明してみる。

Emery, Finnerty & Stowe (2007, pp. 9-10) は次のように説明する。

まず第一に、投資媒体モデルである。このモデルは三つの主要な財務領域と関連している。図表1に示される投資媒体モデルは、会社の三つの主要な領域を表している。投資家は、金融市場での交換によって資金（あるいは資金調達）を提供する。そのとき、会社は、その資金を投下し、利益を投資家に支払う。Emery *et al.* (2007) によれば、二つの基本的なタイプの金融資産、エクイティとデットを次のように定義する。エクイティとは企業体の所有権である。典型的なものとしては、普通株式によって示される。すべての普通株式を所有する人は企業体を支配する。複数の株主の場合には、所有権は持分の割合となる。会社の総数1,000株のうち350株を所有する株主は、35%の株式を所有していることになる。

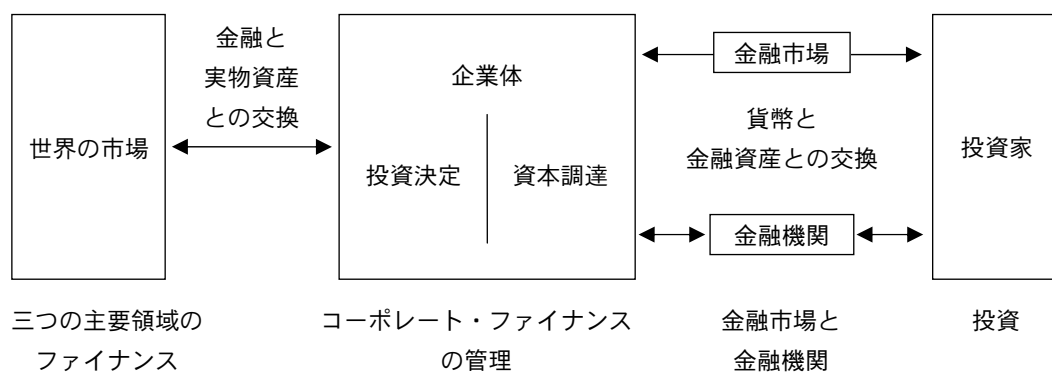
デットは、契約上将来の支払いに同意する法的義務である。利子と元金（最初のデット金額）の支払いとして一体化される。

デット保有者は、会社に金を貸し付ける。所有者と経営者は、会社が支払いに義務を果たしている限り、所有権の権利をもたない。会社は資金の利用をコントロールできる。

Emery *et al.* (2007) による投資媒体モデルでは、経営者は、株主の最善の利益にのみ行動する中立的金融機関であるという。特に中小の企業体の場合には、所有者は経営者である。このような場合には、彼らが同一人物であるため、所有者と経営者との間に明確な葛藤はない。

企業体の投資媒体モデルでは、経営者が株主の富を最大化しなければならないという経営財務目標に一致しているといえる。株主の富を最大化する「完全」な市場（所有者、経営者が葛藤のない世界）では、株主の富の最大化は、理論的に正当な経営目的である。このためには、投資媒体モデルは、財務論的意思決定を分析するための最もよい出発点であるといえる。

図表1. 企業体の投資媒体モデル



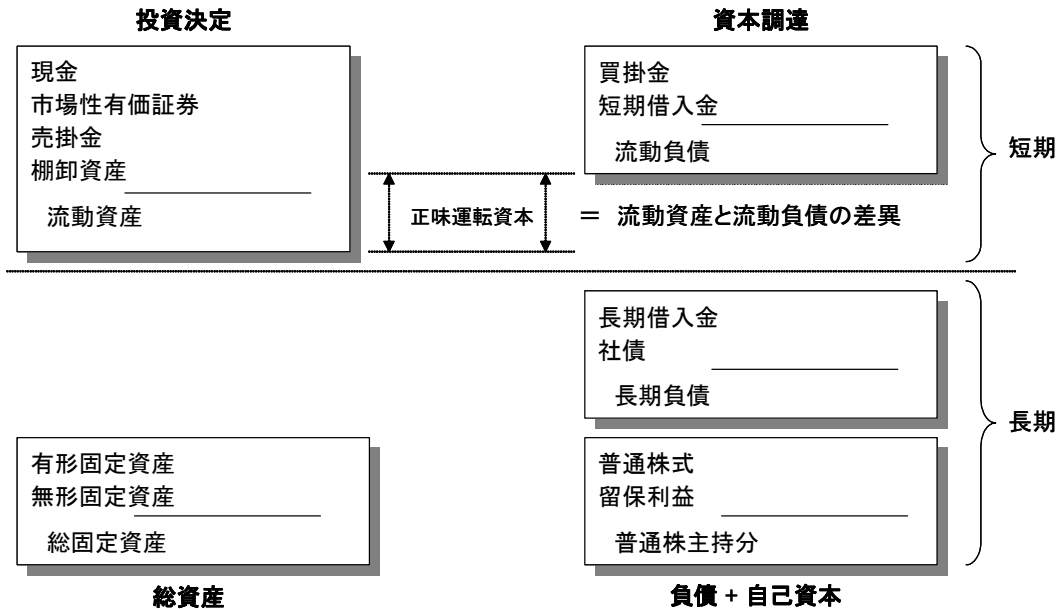
出所) Emery D.R., J. D. Finnerty and J. D. Stowe (2007) p.9.

## 2. 会計モデル

第二は、会計モデルである。Emery *et al.* (2007) によれば、アメリカの会計モデルは、投資媒体モデルに操作性をもたせ、近づける方法である。

会社の貸借対照表において、図表2で示される簡略版である会社の貸借対照表に一体化される。企業体の投資決定は資産側と関係しており、他方、企業体の資金調達決定は、負債と株主持分側と関連している。多くの日常業務と財務政策（経営意思決定）は、貸借対照表、損益計算書およびキャッシュフロー計算書によって明らかにされる。

図表2. 企業体の会計モデル



(出所) Emery D.R., Finnerty J.D. and J.D. Stowe (2007) p.10.

会計モデルの第一の利点は、企業体のそれぞれのボックスの部分がいっしょに如何にして適合するかを示すことによって、十分に統合化されるということである。もう一つの利点は、会計モデルが意思疎通する良い方法として幅広く親しまれているということである。

しかしながら、会計モデルに対する不利益点がある。主なものは会計が本質的には過去向き視点にある。意思決定するために利用する多くの情報は、単純に会計制度だけではない。会計の予測は重要であり、しばしば役立つけれども、それだけでは、多くの会社の意思決定には不適切である。

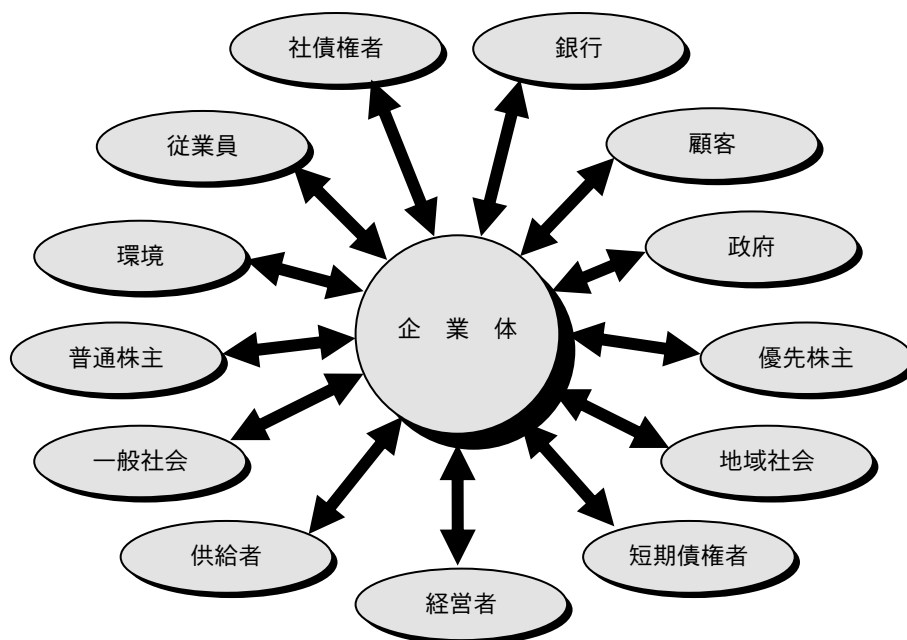
### 3. 企業体の一連の契約モデル

企業体の一連の契約モデルは、投資媒体モデルを精緻化したものである。Emery et al. (2007) によれば、これは、投資媒体モデルから出発する。しかしこれは、企業体の多くのステークホルダー間での契約(関係)において生ずる不完全さを認識している。図表3は、企業体の主要な多くのステークホルダーを示している。

企業体の一連の契約モデルにおける契約は、明示的であり、非明示的でもある。明示的な契約においては、会社は特定の約束をする。非明示的契約は社債、以前に売られた製品の期限付きの保証、就業期限付従業員に対する契約解除および年金負担金といったようなものを含んでいる。正直であるが正当でない情報である非明示的な契約がある。従業員は、自分らの最善の努力を与える非明示的な契約をもっている。経営者は株主の最善の利益に向かって行動する株主と非明示的な契約をもつ。作業現場の

安全基準や製造物責任といった原則的で法的要件は明示的であるが、非明示的契約である。

図表3. 企業体の一連の契約モデル



出所) Emery D.R., J. D. Finnerty and J. D. Stowe (2007) p.9

### 3 財務力の位置づけ

前項でみてきたように資本調達には、デットによる資本調達とエクイティによる資本調達がある。デット資本のうち短期の資金は運転資金として、長期の資金は運転資金および投資資金として使われる。資本調達決定の行動原理は資本コストの視点と対境財務である金融・資本市場との対応関係において実施される。ここにいう対境財務は、たとえば企業体と株式市場の関係を表す。企業体の行動原理と株式市場における株主の行動原理とは、日本においては一体ではないと考えている。われわれの考えでは、企業そのものの本源的価値と株式市場であるマーケットで評価される株価あるいは自己資本価値（時価総額）は一致することは極めて稀であり、通常は一致していないと経営財務の視点から考える。

「財務力とは何か」に関しては、金融・資本市場からの資本調達力を意味する。このうち、ここでいう「財務力」は、第一義的には、エクイティ資本の調達力を考える。エクイティ資本は企業体の存続にとって必要な資本であり、エクイティ資本の調達企業が企業体そのものの力を生み出す源泉であるといえる。エクイティ資本の調達はとくに株式市場の動向によって左右されるが、常にエクイティ資本の調達を可能にする企業

体を維持することが経営者に求められている。

日本企業の事例では、エクイティ資本を重視して企業成長をしてきた会社がある。エクイティ資本は、企業体の持続・成長のなかで企業年齢の低い場合を除いて、成長企業、成熟企業において極めて重要なものであると考える。その事例は、ソニー (Sony Co.) である。ソニーのエクイティ資本調達の変遷は、必ずしもコーポレート・ファイナンスの理論に沿った経営財務政策ではないが、ソニーの経営体の持続・成長には大きな貢献をなした経営財務政策であったといつてよい(第8回東洋大学経営力創成研究センターシンポジウム「最高財務責任者の役割と企業競争力」におけるソニーフィナンシャルホールディングス株式会社相談役、元最高財務責任者 (CFO) 伊庭保氏特別講演に基づく)<sup>(2)</sup>。したがって、日本企業における財務力の創成のためには基本的には、日本企業それぞれの企業価値創造が求められることになる。

## 4 デット資本とエクイティ資本による資本調達

### 1. デット資本による調達

資本の調達にはデット資本の調達とエクイティ資本の調達がある。これらデット資本とエクイティ資本を調達する力が財務力である。財務力は、経営財務意思決定過程のなかで資本コストの視点から検討を加える必要がある。デット・ファイナンス (debt finance) は負債による資本調達のことをいう。通常、金融機関などから調達する方法が負債による資本調達であるが、金融・資本市場から直接、必要資金を調達する方法もある。

デットによる資本調達手段については次のようなものがある。

#### ① 短期・長期の借入金

これは金融機関から通常は担保付で借り入れるもの、または担保なしの信用で借り入れるものがある。借入金は社債に比べて、迅速にかつタイミングよく資本調達できる。借入金は運転資金管理のときに基本的に使われ、企業体の財務力を示す財務活動である。

#### ② コマーシャル・ペーパー (CP, commercial paper)

これは短期・金融資本市場から資本調達する無担保の約束手形である。日本では、当初は証券会社や銀行と、発行条件等を決める「間接発行」から、企業体が機関投資家などに直接売り出す「直接発行」も認められてきた。コマーシャル・ペーパーは、日本では、優良会社のデット資本調達の一形態であるといえる。

#### ③ 普通社債 (SB, straight bond)

これは通常、デット (負債) のうち長期の資本調達する手段として基本的なものとなっている。普通社債は株式に付随する議決権はなく、原則として確定利子が付与されている。

普通社債の社債権者は、決まった期日に一定の利子を受け取り、償還日に元本を受

け取る。普通社債は長期の資本調達手段となっており、負債比率が相対的に高い電力事業では、多額の社債が定期的に発行されている。

#### ④ 商取引上利用される支払手形、買掛金、未払金

これは商取引上、代金の後払い方法である資本調達である。通常、デット（負債）は負債利子をもつが、これらは無利子負債であるところに特徴がある。

ところでデット・ファイナンスは、無利子負債と、有利子負債が対象となる。負債利子と呼ぶ場合には有利子負債に対する利子対応額であるということが出来る。有利子負債の特徴は借入額に対して名目利率と借入（満期）期限が約定されている。デット（負債）の約定利子はそれぞれの資本調達手段によって異なる。

結局、資本コストの視点から、これらデット（負債）資本は債務資本コストとして計算される。

## 2. エクイティ資本による調達

エクイティ・ファイナンス（equity finance）は新株発行をとまなう資本調達のことをいう。

エクイティ資本の調達は企業体の生成・発展にとって基本的財務活動であり、まず企業体が資本調達する資本調達手段をみておくことが必要である。エクイティによる資本調達手段については次のようなものがある。

### ① 転換社債型新株予約権付社債（転換社債，CB, convertible bond）

これは転換請求期間内に、一定の条件のもとに、普通株に転換できるオプションがついた社債をいう。この社債の転換請求期間は、社債が発行され、その後、1～2ヶ月といったある一定期間経過した日から償還日の直前の日までが権利を行使できる期間をいう。この社債の表面利率は普通社債と異なり、株式に転換できる権利が付いており、その利率は普通社債より低い。この社債の償還期限は、発行会社によって異なるが、現在2年～15年まであり、現状では10年のものが多い。この社債の転換価格は株式に転換する際における1株当たりの株式価格をいう。

転換社債型新株予約権付社債の資本コストは資本コストの視点では、筆者としては最初の資本調達の時点でエクイティ資本として計算したい。

### ② 新株予約権付社債（ワラント債，WB, bond with warrant）

この社債は分離型と非分離型といった二つの方法がある。分離型は新株予約権（ワラント）を社債と切り離して流通する。非分離型は新株予約権を社債から切り離すことができない。社債権者は社債を保有しながら新株予約権だけを行使することができない。この社債に付随する発行会社の新株の割合を付与率と呼んでいる。この付与率は最大1.00であると決められているが、通常付与率1.00が多い。

新株予約権付社債は、エクイティ資本として分類されるが、通常、その新株予約権付社債は新株式の選択権を行使した後もそれは社債として残る。その結果、資本調達

後の適切な時点での新規株式発行分を除いて、その新株予約権付社債はデット資本として計算したい。

### ③ 優先株式 (preferred stock)

優先株式は普通株式に対してその権利内容において優先的扱いを認められた株式である。優先株式の基本的な権利内容は次のようである。普通株式に対して第一に利益配当を優先的に受け取ること、第二に残余財産の分配を優先的に受け取ることである。優先株式には一定の予定配当率が決められており、また優先配当を支払った後、さらに残余利益の配当を受け取れる権利があるかどうかによって、「参加的優先株式」、「非参加的優先株式」の区別がつけられる。

また企業体の業績が不十分で、その残余利益が優先株主に支払うべき予定配当率の金額に満たない場合、この不足した配当分を次年度以降受け取る取ることができる(累積性)権利を有するかどうかによって、「累積的優先株式」と「非累積的優先株式」との区別がある。

なお、優先株式には通常、普通株式に転換できる転換優先株式があり、一般に多く発行されている。

### ④ 普通株式 (common stock)

普通株式は長期資本調達手段のエクイティ資本として、もっとも基本的なものである。普通株式の株式所有権の基本的権利の特徴の主要なもののうち、二点を取り上げてみよう。

第一には配当を受け取る権利である。これは普通株式以外の株式にも付随する権利である。第二には、取締役を選任する投票権をもっており、いわゆるコントロール(所有)の権利は、株式所有数に対応している。この権利は普通株式にのみ与えられており、この点が普通株式のもっとも重要な特徴となっている。またこのコントロール権は今日の企業経営のなかで、コーポレート・ガバナンス(企業統治)の問題としても取り上げられる。

このように、普通株式の所有は企業体の経営権を法律上コントロールすることができ、M&A (mergers and acquisitions) や持株会社 (holding companies) などの経営財務政策にも影響を与えている。

優先株式および普通株式の資本コストはエクイティ資本として計算される。

## 3. 資本の調達と財務力の創成

企業体は、企業価値創造を経営財務目標の基礎とする。資本の調達と財務力の創成は次のような内容をもっている。

第一は、企業体がエクイティ資本調達力を絶えず維持することである。その結果、企業体は、企業価値創造を支援することができる。

第二には、財務力は、エクイティ資本調達力だけではなく、デット資本調達力も含まれる。デット資本調達力をもつためには、ファイナンス理論を適用した最適資本構



成の経営財務実践を取り入れることが必要である。

第三には、財務力の創成には、最高財務責任者の育成が最も重要である。最高財務責任者は財務力の創成の仕事を行なうことが必要である。

## 5 結び

以上にわたり、財務力創成に関し、企業競争力との関連で検討を加えてきた。財務力は、企業体の経営職能のうちの要素職能の一つである財務を行なう力という。財務力は、企業体が持続・成長する場合の基盤を与えており、財務力の強化によって企業体の実践活動が展開される。

財務の基本的活動は、デットとエクイティの資本の調達である。会計モデルでは、貸借対照表の貸方を指し、それはデット資本とエクイティ資本ということになる。デット資本は資本コストの面では、負債コストであり、税節約分の効果により、エクイティ資本より相対的に資本コストは低い。一方、エクイティ資本は、資本コストの面では、自己資本コストとして計算され、株主が要求する利益率としてのリスク・プレミアムを考慮するため、負債コストより相対的に資本コストは高い。このような点からみて、財務力は全体としては、デット資本とエクイティ資本を調達する能力を意味することになる。資本市場からのエクイティ資本の調達能力に加え、デット資本の金融市場からの調達能力を加えた財務力が最高財務責任者に求められる。

このような財務力を企業体のなかでどのように位置づけるかについては、企業体の経営職能分析を行なう最高財務責任者が、この財務能力を高める役割を行なう責任者として考え、この最高財務責任者の能力開発が求められるのである。

デット資本とエクイティ資本による資本調達のなかでとりあげた資本調達手段の種別化はすべて、経営財務政策における資本コストの理論をベースに体系的に経営財務意思決定過程に組み込む必要がある。この経営財務的意思決定過程への資本コスト論の組み込みによる経営財務実践が、企業体の財務力の強化につながるものであると考えたい。

### 【注】

- (1) 経営力と財務力との関係については、小椋（2007）、図1-1を参照されたい。
- (2) 伊庭保氏の特別講演については、東洋大学経営力創成研究センター編『経営力創成研究』第3号、pp. 189-190を参照のこと。

### 【付記】

本稿での図表・資料整理では、東洋大学大学院経営学研究科修士課程、小野崎雄介氏に助力を得た。厚くお礼を申し上げたい。

### 【参考文献】

小椋康宏（2002）『マネジメント・バイアウト（MBO）の財務行動基準に関する経営学的研究』科学研究費補助金（基盤研究（C）（2））研究成果報告書。

- 小椋康宏 (2004) 「戦略財務の基礎構造に関する一考察」『経営論集』第62号, 東洋大学経営学部, pp69-83.
- 小椋康宏 (2005) 「日本のベンチャー・キャピタルの投資行動基準—アンケート調査をもとにして—」『現代社会研究』第2号, 東洋大学現代社会総合研究所, pp. 13-20.
- 小椋康宏 (2006) 「経営力創成に関する一考察—企業競争力との関連で—」『経営力創成研究』第2号, pp. 33-44.
- 小椋康宏 (2007) 「経営力創成と企業競争力」『企業競争力の研究』, 中央経済社, pp. 1-20.
- 柿崎洋一 (2003) 「経営者バイアウト (MBO) の経営原理」『経営論集』第59号, 東洋大学経営学部, pp. 133-143.
- 坂本恒夫編, 現代財務管理論研究会 (2007) 『テキスト財務管理論』第3版, 中央経済社.
- 杉浦慶一 (2004) 「エグジット案件の増加」三菱総合研究所編『日本バイアウト案件の総括—2003年—』三菱総合研究所, pp. 68-75.
- 東洋大学経営力創成研究センター (2007) 『経営力創成研究』第3号.
- 東洋大学経営力創成研究センター編 (2007) 『企業競争力の研究』中央経済社.
- Barnes, S. and V. Menzies (2005) “Investment into Venture Capital Funds in Europe: An Exploratory Study,” *Venture Capital*, Vol.7, No.3, pp.209-226.
- Besley, S. & E. F. Brigham (2008) *Essentials of Managerial Finance*, 14<sup>th</sup> ed., Thomson South-Western.
- Brigham, E.F. & M.C. Ehrhardt (2008) *Financial Management: Theory and Practice*, 12<sup>th</sup> ed., Thomson South-Western.
- Cardis, J., Kirschner, S., Richelson, S., Kirsschner, J. and H. Richelson (2001) *Venture Capital: the definitive guide for entrepreneurs, investors, and practitioners*, John Wiley & Sons.
- Cochrane, J. H. (2005) “The risk and return of venture capital,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, pp.3-52.
- Cooke, D. (1996) *Venture Capital: law and practice*, London: Financial Times Law & Tax.
- Coyle, B. (2000) *Venture Capital & buyouts*, New York: American Management Association.
- Cumming, D. J. (2005) “Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting,” *Journal of Business Venturing*, Vol.20, No.5, pp.573-622.
- Davydenko, S. A. and I. A. Strebulaev (2007) “Strategic Actions and Credit Spreads: An Empirical Investigation,” *Journal of Finance*, Vol.LXII, No.6, pp.2633-2671.
- Emery D.R., J.D. Finnerty and J.D. Stowe (2007) *Corporate Financial Management*, 3<sup>rd</sup> ed., Pearson Prentice Hall.
- Gitman, L. J. (2006) *Principles of Managerial Finance*, 11<sup>th</sup> ed., Pearson Addison Wesley.
- Hsu, D. H. (2004) “What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, pp.1805-1844.
- Large, D. and S. Muegge (2008) “Venture capitalists’ non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research,” *Venture Capital*, Vol.10, No.1, pp.21-53.
- Lerner, J., F. Hardyman, and A. Leamon (2005) *Venture Capital and Private Equity: A Casebook* 3<sup>rd</sup> ed., John Wiley & Sons.

- Metrick, A. (2006) *Venture Capital and the Finance of Innovation*, Wiley.
- McNally, K. (1997) *Corporate Venture Capital: bridging the equity gap in the small business sector*, Routledge.
- Smith J. K. & R. L. Smith (2004) *Entrepreneurial Finance*, 2<sup>nd</sup> ed., John Wiley & Sons. (山本一彦総監訳 (2004) 『アントレプレナー・ファイナンスーベンチャー企業の価値評価とディール・ストラクチャー』 中央経済社.)
- Wright, M. and K. Robbie, eds. (1999) *Management Buy-outs and Venture Capital: into the next millennium*, Edward Elgar Pub.