

国際市場時代 の財務戦略

仁科一彦





Strategy&Management

国際市場時代 の財務戦略

仁科一彦

仁科一彦 (にしな・かずひこ)

1946年 山梨県に生まれる
1970年 東京大学経済学部卒業
1975年 東京大学大学院経済学研究科博士課程修了
横浜市立大学商学部助教授、フルブライト
客員研究員 (マサチューセッツ工科大学)
を経て
現在 大阪大学経済学部助教授
著書 『企業財務』 (日本経済新聞社, 1986)
訳本 T. Hill 『企業利潤と収益率』 (有斐閣, 1983)
J. Cox, M. Rubinstein 『オプション マー
ケット』 (監訳, HBJ 出版局, 1988)

国際市場時代の財務戦略

一九九三年八月二十五日 一版一刷

著者 仁科一彦

© 1993 Kazuhiko Nishina

発行者 田村祥蔵

発行所 日本経済新聞社

東京都千代田区大手町一の九の五 一〇〇六六
電話〇三三三二七〇〇二五一 振替二五五五

印刷 東光整版印刷 製本 積信堂

ISBN4-532-13043-3

本書の無断複写複製(コピー)は、特定の場合を
除き、著作者・出版社の権利侵害になります。

Printed in Japan

はじめに

戦後の日本企業が高いパフォーマンスをあげてきたことは、よく知られている。個々の企業でみれば、世界のエクセレントカンパニーに名を連ねるようになったし、企業全体でみても、高い成長と発展を遂げている。その原因についてはすでにさまざまな議論が展開されてきたし、これからも引き続き研究されていくだろう。現在の時点で誰をも納得させるような答はない。しかし、企業経営そのものと、それを取りまく環境条件の両方が、ともに高いパフォーマンスに深く関わっていたことは、誰の目にも明らかだと思われる。

ところで、一九九〇年代に入り、二一世紀を展望して、日本の経済システムを国際的な共通ルールに合わせるべきだという意見が強い。海外の論調はもちろん、国内でも行政やビジネスに携わる人々が、共通ルールに合わせていくことこそが日本企業ひいては日本経済の生きる道として適当である、という認識を持つようになっていく。とりわけ消費者が、商品の内外価格差や労働時間の短縮の問題に関連して、国際的な共通ルールに従うことを望んでいる。

しかし経済の制度をそのようなルールに合わせていくことは、日本企業の経営にとってこれまで慣れてきた環境条件が大きく変わることを意味する。今までうまくやってきた日本企業の経営が、これ

から激変する環境条件のもとでも、優れたパフォーマンスをあげてほしいと願うのは筆者だけではない。すべての日本人が期待しているといつてもよい。そのためには、いままでと同じビジネスの原理とやり方でよいのか、そのままで過去と同じように高いパフォーマンスをあげる保証があるのか、と多くの人が不安に思うだろうし、心配する人も少なくないと推察する。

一方、国際的な共通ルールというテーマについても、諸説があるかもしれない。しかし、それが資本主義の経済システムを基礎におくということだけは、多くの人々の合意を得られるに違いない。そこで、資本主義経済システムの基本原理をもう一度整理して、そのなかで発展をめざす企業の経営や意思決定に役立てたい、というのが本書のねらいである。つまり本書の基本的なスタンスは、企業がこれからの新しいビジネス環境のもとで適切な意思決定を追求していくために、有効な理論とアイデアを提供することにある。そうした理論やアイデアは、直接ビジネスに携わっている人々だけでなく、これからの日本企業の行動に関心を持つ人々にとっても有益なはずである。

したがって本書は、将来を考えるビジネスマンのための参考書として位置づけることもできるし、経済理論との整合性を重視した、企業行動の解説書として利用することもできる。

ビジネスや経営戦略に関する議論には、企業内組織や意思決定のプロセスあるいは人間関係に力点をおくものが多い。これまでの経営環境ではそういった内容が重要だったのかもしれない。しかしこれからは、市場メカニズムのもとで構成される経済の論理がいつそう強く作用すると予想されるので、それを正しく理解しておく必要がある。日本的な人間関係やビジネスの習慣、社会の仕組みとい

うような、これまでの企業経営で重視されていた内容に加えて、あるいはそれ以上に、市場メカニズムを基礎にする合理的な経済の原理と考え方が重要になり、それらをバランスよく備えた経営が求められるに違いない。そのために参考となる考えや理論のメニューを提供するのが本書の目的である。

企業経営の本質は、個々の企業が独自の経験や環境条件から判断して、望ましい意思決定を追求していくものだという考えがある。つまり、あらゆる企業の経営に通用するような論理や考え方を求めるのは基本的に無理なこと、個別企業に立ち入らないかぎり優れた経営など考えられないという主張である。よく使われる表現では、経営はアート（*art* 技）の部分が多いから、そこに論理を持ち込んでも効果は期待できないという意見である。企業経営ではアートに属する内容を見捨てるから、それについて広く一般に通用する理論を追求しても成果が乏しいことも確かだろう。しかし、技や勘だけで経営が成立することはないし、技や勘も経済システムの中でしか威力を発揮できない。また、アートとしての経営を議論しても、個別の事例にとどまってしまう、それ以上の発展や進歩は望めないことが多い。

そこで本書では、企業経営に関するいわゆるアートの部分には触れない。企業の歴史やビジネスの内容を問わず、すべての企業に通用するような論理だけを説明する。資本主義の経済システムのもとで競争する企業を前提にして、誰にでも理解できるような理論を紹介したい。

個々の企業やビジネスマンは、激変する環境条件のもとで常に適切な意思決定を追求しなくてはな

らない。その答は書物に求めることもできないし、他人に聞くこともできない。自分の能力を十分に發揮して答を導かなければならない。それが企業やビジネスマンの本来の仕事でもある。本書は、これからの日本企業が新しい環境のもとで優れた戦略を求めていくときに、いわばその応援をしながら手伝いをしたい。筆者は、企業の意思決定に参画する多くの人々が、本書のメッセージを参考にして過去に優るパフォーマンスをあげることを期待している。

以下ではまず、日本企業の経営環境がなぜ変わろうとしているのか、それは具体的にどのような内容に変わっていくのかを説明する。変わっていく方向は、資本主義の経済システムにもとづいた市場メカニズムが、世界の共通ルールとして、今までより明快に機能するような環境であることを明らかにする。そのうえで、本書の半分以上を費やして、そうしたシステムを支配する経済原理の本質と、そのなかで競争していく企業が備えていなくてはならない合理的な考え方を説明することにした。

目次

Ⅰ 変わる企業環境

1	日本企業の優れたパフォーマンス	9
	(1) 付加価値で測る企業のパフォーマンス	
	(2) 設備投資で測る企業のパフォーマンス	
	(3) 高いパフォーマンスを支えた条件	
2	自由化・国際化の波	19
	(1) 諸規制の緩和の流れ	
	(2) 企業戦略を変えるグローバルな活動	
	(3) 「世界の共通ルール」への同調	
3	金融・資本市場の変貌	29
	(1) 戦略の環境としての市場	
	(2) 急速な自由化と国際化	
	(3) 戦略の評価をする	

Ⅱ 経営目標と戦略

1	経営目標の多様化	39
	(1) 多様な経営目標の醸成	
	(2) コーポレート・ガバナンス	
	(3) 長期利益の増大	

2	経営戦略と資本の論理	53
---	------------	----

- (1) 明快な資本の論理
- (2) 情報にもとづく戦略
- (3) 市場情報の重要性

3	「生産資産」の重視	72
---	-----------	----

- (1) 経営資源とは何か
- (2) 時価表示のバランスシート
- (3) 生産資産のとらえ方

3 成長のための投資行動

1	企業成長と投資戦略	85
---	-----------	----

- (1) 成長を支えた設備投資
- (2) 投資決定の要因
- (3) さらなる成長の必要性

2	合理的な投資戦略の基準	96
---	-------------	----

- (1) 投資の回収期間の問題点
- (2) NPVとIRR
- (3) 投資決定の新しい論理

3	戦略ビジョンの長期と短期の複合	108
---	-----------------	-----

- (1) アメリカ企業の戦略は短期指向か
- (2) 日本企業の戦略は長期指向か
- (3) 二つの有名な研究

4 成長と資本の論理

1	資本ストラテジーとは何か	121
---	--------------	-----

- (1) 資本ストラテジーの中身
- (2) 日本企業の資本ストラテジー
- (3) ビジネスと資本ストラテジー

2	資本を選ぶ.....	131
---	------------	-----

3	高度な資本ストラテジー.....	150
	(1) 積極的な負債の利用	
	(2) 社債の格付けの充実	
	(3) 株式持ち合いの再検討	
	(4) 自社株取得のすすめ	

5 資金調達の新しい流れ

1	変貌する資本ストラテジー.....	169
---	-------------------	-----

- (1) 能動的な資本ストラテジーへ
- (2) 「手ごわい財務部」の必要性
- (3) 市場が決める資金コスト

2	変わることのない原理.....	180
---	-----------------	-----

- (1) 資金需要は多様化する
- (2) すべての資金は有料
- (3) 資本ストラテジーとメ
インバンク機能

6 経営成果の分配

1	日本企業の分配行動.....	195
---	----------------	-----

- (1) 日本の労働分配率は低い
- (2) 配当決定をめぐる誤解
- (3) 「再投資優先の

分配」の過大評価

2	望ましい分配の方向……………	209
---	----------------	-----

- (1)労働と賃金の多様化
- (2)自主的な配当政策
- (3)戦略に応じた分配

3	企業の分配行動と社会……………	218
---	-----------------	-----

- (1)企業の社会的責任とは何か
- (2)企業メセナとフィランソロピー
- (3)ステイ
クホルダーの新しい課題

参考文献	229
------	-----

おわりに	231
------	-----

装丁 安彦勝博

Ⅱ 変わる企業環境

1 日本企業の優れたパフォーマンス

戦後の荒廃から復興して先進工業国のリーダーに加わった日本経済は、諸外国、とりわけこれから経済発展をこころざす国々にとって、成功の模範になっている。また後世の歴史家にとっても、この間の日本経済は研究して礼賛する格好のテーマになるだろう。

国民経済が評価されるポイントは、高い経済成長と安定した物価、そして公平な所得の分配等にある。こうした評点のいずれにおいても、日本経済は高い得点を残した。いってみれば、全教科の試験に強い優等生だった。どのような条件のもとで、いかなる人々が貢献して、このような高い経済成果をもたらしたかについては、すでに諸説があるし、これからさらに新しい議論が展開されていくに違いない。

しかし、どのような視点に立とうとも、いかなる側面を強調しようとも、日本経済における企業の役割を軽視したり否定することは不可能だろう。いいかえれば、優等生となった日本経済のパフォーマンスは、日本企業の行動に非常に多くを負っていた。そのように優れた日本経済のパフォーマンス

は、種々の書物によってさまざまに分析されたり紹介されている。しかし日本の企業のパフォーマンスは、必ずしも広く知られているとはいえない。それほど重要な役割を果たした日本企業であれば、多くの人がそのパフォーマンスについて関心を持つはずである。おそらく多くの人が、日本経済と同様に日本の企業も高いパフォーマンスをあげたと想像するのではないだろうか。

ところで、日本経済全体のパフォーマンスについては誰もが同じような指標で測るのに、なぜ企業のパフォーマンスについては共通の尺度がないのだろうか。利益が大切だという人もいれば、売上や資産だと主張する人もいる。これにはさまざまな理由が考えられる。最大の理由は、企業のパフォーマンスは評価する人によってあるいは立場によって、異なった評価をされるということにある。企業の経営者が評価するのと、従業員あるいは消費者が評価するのでは、同じ企業でも異なる結果になる可能性が大きい。

本書も、これからの新しい時代の企業経営に役立つことを目的としている以上、この問題を避けて通ることはできない。本書を通して、企業のパフォーマンスに関する理論的、実践的ないくつかの尺度を紹介したり検討するが、最初は、まず付加価値と設備投資に注目したい。

(1) 付加価値で測る企業のパフォーマンス

誰もが優れていると認める企業は、種々の条件を備えている。たとえば日本の代表的な電機メーカーを思い浮かべてみよう。この会社は研究や技術開発に積極的であり、生産効率も高いといわれて

1 変わる企業環境

表1-1 日米企業のパフォーマンス比較

		付加価値(実質)の平均成長率(%)		
		1960年代	70年代	80年代
日 本 アメリカ	日本	11.0	6.2	4.3
	アメリカ	4.2	4.0	4.0
		設備投資(実質)の平均成長率(%)		
		1960年代	70年代	80年代
日 本 アメリカ	日本	19.1	4.0	8.5
	アメリカ	7.0	3.7	3.5
		設備投資／付加価値の平均(%)		
		1960年代	70年代	80年代
日 本 アメリカ	日本	24.4	17.1	15.1
	アメリカ	10.3	12.2	13.2

資料：日本『国民経済計算』
アメリカ“Survey of Current Business”

いる。人事や労務の制度もしっかりしているので、優秀な人材を集めやすい。販売や流通にも十分な資金を使って、安定した経路を持っている。銀行とも良い関係を維持しているし、最近では社債やエクイティという直接金融の市場でも高い評価を得ている。株価も高いし、さらには経営者に対する世間の評価も高い。このような企業は、誰がみても高いパフォーマンスをあげている。

このパフォーマンスを測る代表的な指標のひとつに、付加価値がある。企業行動の最も基本的な役割は、広い意味での生産活動を効率的に行うことであり、生産活動の結果は付加価値で測ることができる。付加価値は、国民経済や企業をはじめとする経済活動が新たに作り出したすべての価値の合計を表す。企業が高い付加価値をあげているということは、盛んに生産活動を行っているという証拠でもある。企業活動に関する細かい指標をみれば、種々の立ち入った分析もできるが、とにかく活発な生産活動を維持することが優れたパフォーマンスの第一条件である。そして、生産活動の結果はまず付加価値に表れる。

表1-1は、日本とアメリカの企業が、過去三〇年間

に付加価値をどのくらい伸ばしてきたかを表している。アメリカの企業に比べて、日本企業は高い付加価値の伸びを示している。少なくとも一九六〇、七〇年代の伸びははるかに高かった。しかし八〇年代はほぼ同じ程度になっている。付加価値が長期間にわたって高い伸びを示しているということは、企業活動のパフォーマンスが高かったことの有力な証拠である。問題は、これから将来に向かつて、過去と同じように高いパフォーマンスを維持できるかということだろう。特に八〇年代に入ってから、平均成長率がアメリカとほぼ同じにまで低下してきたことに注意したい。

コラム 1 付加価値

国民経済や企業あるいは個人が、一定期間の経済活動によって創り出した価値のことを付加価値と呼ぶ。国民経済であればGNPや国民所得に相当する。企業であれば賃金や利益として分配される額の合計である。付加価値がどのように分配されるかをみるほうが、その意味を理解しやすいかもしれない。

国民経済の付加価値＝雇用者所得＋利子所得＋企業利益＋税金
企業の付加価値＝人件費＋支払い利子＋配当＋内部留保＋税金

つまり国民経済も企業も、ある年にそれぞれの付加価値だけの金額を新たに創り出しているのだから、経済活動のパフォーマンスの指標として、付加価値が最も代表的な概念であることがわかる。ちなみに、ここで説明した国民経済の付加価値は国民所得にはほぼ一致しているのでよく知

られているが、企業の付加価値はあまり知られていない。一九九一年の日本の国民所得は約三九〇兆円、日本企業全体（金融機関を除く）の付加価値は約二七〇兆円だった。

「わが社の製品にもっと付加価値をつけて販売しよう」とか、「製品の高付加価値化をめざし、それによって価格と利益を上昇させたい」などという場合に使われる付加価値は、別の意味で使われている。そのような使い方は曖昧で標準的とはいえないが、日常的に使われているのも確かだから、あえて否定する必要もないと思われる。

(2) 設備投資で測る企業のパフォーマンス

企業が高いパフォーマンスを維持していくためには、絶え間ない設備投資が必要なことはいうまでもない。現在行っている設備投資が将来の企業活動を決めることになるのだから、設備投資はパフォーマンスをあげるために必要な条件になっている。有望な設備投資を積極的に行っていく企業こそ、将来に高いパフォーマンスをあげることができる。

ところが、どんな企業でも有望な設備投資を積極的に行えるわけではない。そもそも、そうした設備投資を実行できる企業は、高いパフォーマンスをあげたか、あるいはあげそうだと評価されている企業に限られるという場合もある。たとえば、そのような企業では、研究開発（R & D）の蓄積によって優れた製品を生み出して、需要動向を的確に判断してから設備投資にふみきる。そのために必要な資金に関しては、豊富な自己資金はもとより、新規の調達に対しても有利な条件で供給がある。

このような企業はすでに高いパフォーマンスをあげているか、将来性について広範な支持を得ていることが多い。もちろん、過去に優れた業績を残した企業が将来も高いパフォーマンスをあげる保証はないし、業績不振の経験を持つ会社でも将来に大きく飛躍することはある。しかし積極的な設備投資を維持することは、どこかで高いパフォーマンスと結びついているはずである。

そこで、現在と将来の両方のパフォーマンスを測る尺度として、両者に密接に関係している設備投資に注目してみよう。表1—1には、日米の企業が設備投資を過去にどの程度積極的に実施してきたかが示されている。一九六〇年代の日本企業は、驚異的な成長率で毎年設備投資を増やしていった。年率で一九パーセントの成長率は、投資の規模が四年で二倍になることを意味している。それほどまでに旺盛な日本企業の投資意欲は、特筆すべきものだった。現在までの経緯をアメリカの企業と比較すると、いかに日本企業が設備投資に意欲的であつたかが明瞭にわかる。日米企業の設備投資成長率の差は、三〇年間で五倍の格差をもたらした。もし三〇年前に日本の設備投資の規模がアメリカの五分の一であつたとすると、現在時点で両者は等しい規模になっていることになる。

日本企業の積極的な設備投資行動は、単に成長率で観察されるだけではなく、(1)で強調した付加価値との関係においてもみてとれる。企業が一年間に創り出した付加価値に比べて、将来の成長に向けて新しい資本の蓄積をどの程度の規模で行ったかについても表1—1に示してある。日米企業の設備投資額対付加価値額の比率を平均値で比べてみると、最近でこそ両者は接近しているようにみえるが、日本企業は付加価値に比べて圧倒的に高い比率で設備投資を実行してきた。やはり、設備投資は