

デグーの千夜一夜物語

第七夜 最適で快適な借金



1 借金せよ、借金はお得だ

日本製作所と外資系ミラー社が株式 50:50 で運営するベンチャー企業、日本ミラー社がある。日本ミラー社はニッチ商品を扱っており、長年はそばそど利益を出し続けていた。その結果、今では無借金経営を誇っていた。ところがある時、ミラー社の CFO(最高財務責任者)が日本製作所に訪れて、こう話した。「日本ミラー社の負債を増やせ。株式と負債の比率を最低でも 1:1 にしろ。借り入れは社債で我々が買えばよい」日本製作所は困惑をした。「なぜ無借金の優良会社なのに、わざわざ借金をさせるんだ?」「わからない。しかし、社債なら、利子で返ってくるんだし、いいのでは?」「馬鹿いえ、それはタコが自分の足を食っているようなものだ」ああ、アメリカ流の経営とは複雑怪奇なり……



ここに、必要投資 100 億円のプロジェクト A がある。そのための資金調達を、100%株式とするオプション X と、50%は借入とするオプション Y がある。

	オプションX	オプションY	
売上	200	200	
総コスト	160	160	
営業利益	40	40	
利子費用	0	4	→ 債権者へ
経常利益	40	36	
税金(50%)	20	18	
純利益	20	18	→ 株主へ

オプション X だと、20 億からのリターン。オプション Y だと 22 億 (18+4) からのリターンになる。総額でみたらオプション Y の方がリターンの総額が大きい。

なぜこのようなマジックが起きるのでしょうか?それは、**借り入れの利子は、損金(経費)になる**からです。つまり、その分の利益が減るので、法人税も安くなる。実は、**株というのは税金が引かれた後に配当される**ので、コストとしてはべらぼうに高いのです。

そのため、経営学におけるファイナンス理論では、「**最適資本構成**」という概念が生まれました。「株式と負債の最適な比率があるはずだ!少なくとも、株より借り入れの方が得だ!」というのですね。

(1)

2 本当に借金はお得なのか？

ファイナンス理論のお手本としてよく上がるのが麒麟ホールディングスです。この会社は大量に借り入れた資金を元手に、事業投資をし、規模を拡大するファイナンス戦略をよくとっていました。しかしながら、この最適資本構成はどれだけ価値のある行為なのでしょう。ここで、清涼飲料水メーカーの伊藤園と比較してみます。



(単位:百万)		
連結貸借対照表	麒麟 ビバレッジ 2002年12月	伊藤園 2002年12月
流動資産合計	95,068	65,832
固定資産合計	86,095	31,893
資産合計(総資本)	181,164	97,726
流動負債	79,042	38,043
固定負債	24,738	3,002
資本金	8,416	12,655
資本合計(自己資本)	73,931	56,679
連結損益計算書	麒麟 ビバレッジ 2002年12月	伊藤園 2002年12月
売上高	319,203	214,808
売上総利益	143,309	107,868
営業利益	15,289	15,694
支払い利息	446	120
経常利益	13,523	14,879
当期純利益	6,115	8,003

少し古いですが、2002年の財務諸表です。

資産合計(総資本)と、資本金(自己資本)を見てみましょう。総資本÷自己資本で、**負債をどれだけ活用しているのか**がわかります。その数値は「**財務レバレッジ**」といいます。麒麟ビバレッジは2.45倍。伊藤園は1.72倍ですね。ちなみに、ファーストリテイリングは2.2倍、ソフトバンクに至っては6倍(2018年)です。

さて、麒麟は伊藤園の二倍の比率で借入れをしていることがわかります。ところが、当期純利益と支払い利息を足しても、伊藤園の純利益には届いていません。最適資本構成の話とは違う結果が出ています。

もちろん、その違いは両社の儲けの構造の違いにあります。伊藤園は麒麟との固定資産を比較してわかる通り、工場などをあまり所有せず、生産をグループ外に委託しています。伊藤園は、企画勝負の会社で、川柳の募集などで広告費をかけずに販促をするなど、費用をほとんどかけない戦略をとっているため、売上総利益から費用を引いた営業利益になると、麒麟との差が一気になくなるのです。

この比較からもわかる通り、少し考えれば、資本構成なんてものは、ビジネスにおいてそこまで重要なものではないことがわかります。それにも関わらず、麒麟はグループ全体でも多額の負債をし、設備投資等をする拡大戦略を2000年代は取り続けていました。それがファイナンス理論の示すやり方だったからです。しかしながら、2011年には会社の格付けランクが落とされてしまい、現在では負債の返済に追われている状態へとなってしまいました。

3 借金せぬなら株もいらぬ

(単位:百万)		
連結貸借対照表	キリン ホールディングス 2018年度	アサヒグループ ホールディングス 2018年度
流動資産合計	831,758	714,576
固定資産合計	1,471,866	2,364,738
資産合計(総資本)	2,303,624	3,079,315
流動負債	589,949	939,591
固定負債	512,755	990,076
資本金	102,046	182,531
資本合計(自己資本)	1,200,920	1,149,647
連結損益計算書	キリン ホールディングス 2018年度	アサヒグループ ホールディングス 2018年度
売上高	1,930,522	2,120,291
売上総利益	833,369	817,044
営業利益	198,322	211,772
支払い利息	8,881	12,731
経常利益	246,852	207,308
当期純利益	195,211	150,938

昨年度のキリンの財務諸表を見てみましょう。財務レバレッジは、アサヒは2.6倍ですが、キリンは1.9倍と随分とおとなしくなったようにみえます。そのせいなのか、競合他社のアサヒには2017年に売上高を抜かれてしまいました。

ところが、キリンは前年度に引き続き、2019年11月に自社株買いを1000億円行うと発表をしました。これはいったい何を意味しているのでしょうか？

ファイナンス理論には、**ROE** という**株主からの資本でどれだけ利益を上げたのか**、という良く利用される指標があります。この指標は株主資本利益率(ROE) = $\frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}}$ です。この指標を見て、投資家は投資をするかどうか判断します。ROEを上げるには、分子である利益を上げるか、分母の数を小さくするか、しかありません。

そこでキリンは、**自社株買いという自分の株を買い戻してその株を取り消し、株の全体数を減らそうとしている**のです。しかしながら、それは虎の子である現金を大量に使うということに他なりません。

(3)

ただでさえ借金を抱えているにも関わらず、そのようなことをしている暇は本来ないはずですが。その現金は借金返済に充てることだってできます。しかしながら、ファイナンス理論の教科書としては、それが正解なのです。なぜなら、その行為によって、株主たちが喜ぶROEの数字がグリーンと上がるからです。

4 誰にとっての経営なのか

「レバレッジ経営」と呼ばれているソフトバンクも、キリンのように自己資本が少なかったためROEが17.5%と、ドコモより4%も高いのですが。奇しくも、2019年11月に莫大な投資に失敗し、7000億円の赤字を出しています。

江戸時代には、「**売り手によし、買い手によし、世間によし**」という「**三方よし**」という経営哲学がありました。しかしながら、ファイナンス理論の数式の大前提は、「株主よし」という一方よしにみえます。よく考えてみれば「**最適資本構成**」も、**誰にとって最適か**といえ、**資金の提供者にとってでした**。株主が社債も買った方が得だよ、という話に過ぎなかったはずなのです。

もちろん、「勝負した結果」なら、私はむしろ褒め称えたい側の人間なのですが、ファイナンス理論の通りにした結果だとしたら、あまりにも悲しい結末ではないでしょうか。



文責：田井勝