



AFP Conference

グローバルマーケット への財務チャレンジ

グローバル・トレジャリー・フォーラム参加報告

戦略的資本構成とは

ムに参加してみることをお奨めしたい。

参加者としての満足感
は大きかった。
全部をこの誌面で紹介
するのは無理な話だ。機
会があれば、皆様も海外
のこうした財務フォーラ
ムに参加してみることをお奨めしたい。



大田研一

日本CFO協会主任研究委員

遠藤裕明

T・ロウ・プライス・グローバル投資顧問
マーケティング・マネージャー
日本CFO協会主任研究委員

まず、オラクルのエリック・ボール氏とヒューレット・パカード(HP)のケン・フライア氏の話を紹介しよう。オラクルの財務課題のひとつは、「いかにして負債を増やし、資本コストを下げるか」であったという。テクノロジー企業は、本業の収益の振幅が大きいことや企業買収に備え、往々にしてキャッシュを多めに保有する傾向があるが、オラクルは資本効率の観点、また歴史的な低金利などを勘

AFPグローバル・トレジャリー・フォーラムが、五月に米国ワシントンで開かれた。参加者は八カ国から約一五〇名。CFOをはじめとした上級管理職レベルを対象を絞ったこのフォーラムも、今回が三回目ということで顔見知りも増え、質問やディスカッションはより活発になった。前夜のウェルカム・レセプションが、要人が利用するなど由緒あるヘイ・アダムスホテルの屋上、ホワイトハウスが見下ろせる最高の眺望のもとで行われるなど、



Ken Frier
Vice President -
Corporate
Treasury
Hewlett-Packard
Company



Eric Ball
Vice President
and Treasurer
Oracle
Corporation



案し、借り入れの増加に踏み切った。社内でも、本業の成熟化に伴ってキャッシュを減らすべき、との議論もあつたというが、重要なのはキャッシュをいかに活用するかであり、M&Aと研究開発費(R&D)につきこんだという。その他の余剰資金は株主に還元すべきという考えだ。

オラクルのビジネスモデルでは、パッケージ・ソフトを売った後は安定的なサービス・メンテナンス収入(保守)が約束される。これはHPも同様で、ハードを売った後は安定的なサービス・メンテナンス収入(保守や消耗品)が見込まれる。二人の話によれば、このような安定収入が見込める会社は、安定した現在の市場環境を考慮すれば「トリプルB」まで格付けを引き上げるべきだ、との提案を投資銀行から受けているという。この提案の背景には、当然「自社株買い」があるわけだが、HPのフライア氏によると、「一七〇億ドルの自社株買いを発表して市場の注目を集めたものの、実際に行った時点では市場は反応しなかった。これはIBM、マイクロソフトと同様だった」そう。オラクルでは、これまで期中に適宜相場を見ながら買戻しを行っていたが、これだと市場リスクやインサイダー取引のリスクがあるため、今では、VWAP(売買高加重平均価格)での買戻しをブローカーにオプション・プログラムとして

委託しているという。自社で買戻しをして
いた際、CEOのラリー・エリソン氏が株価
に日々一喜一憂しすぎてしまったので、本
業に集中させるためにも委託することに
したそうである(笑)。

ところで、オラクルでは「キャッシュ残高は
大きい、その大半は海外にある」状態との
ことで「税務上のコストや市場の成長率を考
えると、海外の現地で再投資したほうが有
利」という考えを示した。昨年のマイクロソ
フトのトレジャラーが発言した、「将来、ドル
が弱くなるリスクが大きい時に、ドルでキャ
ッシュを持つことを見直すべき」という考え
方をより進めたものと思えた。

彼らの議論は、われわれが普段議論して
いるテーマとあまり変わりはないものの、そ
の目のつけ方はグローバル財務の洞察力を感
じさせられ、考えさせられる点が多かった。

グローバル キャッシュマネジメント

ビジネスがグローバル化した結果を受け
て、米国企業ではグローバルキャッシュマネジ
メントへの取り組みを本格化させている。

事務用品メーカーステイプルズ社は、ブラ
ジル、アルゼンチン、中国、インド等の新興国
に急速に拡大している。グローバルキャッシュ
マネジメントは、スイフトメッセージを受領し
てリアルタイムで二二カ国の七〇銀行、二八

〇口座の情報にアクセスしている。欧州では、
二億ドルのキャッシュをプーリングで集中し、
その運用実績は一〇〇bpの収益改善を達
成している。少数で効率的なオペレーション
を行っているのが特徴で、本社のボストンに
は一四名のスタッフしかいないし、ヨーロッパ
には一人という状況である。

世界最大のパッケージ配送業者であるU
PSは、世界二〇〇カ国に年間四一億個の
パッケージを五、〇〇〇カ所のロケーションに配
送している。コーポレート・トレジャラーの方
針に従って地域財務センターが動くというの
が原則で、流動性集中管理にはクロス・ボー
ダーでマルチカレンシーのノーショナル・キャッ
シュプーリング(資金移動を伴わないプーリ
ング)が使われている。この平均残高は七億
ドルで、一二六社、二六五口座をカバーす
る大規模なものである。すべての通貨によ
る受け取りと支払いは、米ドルでのノーショ
ナル口座を経由することでポジションは相殺
される。集中型財務によって方針や手続き
が標準化されることやノーショナル・プーリ
ングを活用するためにこれまでのやり方を
見直す(リエンジニアリング)ことができた
と語ったのが印象的であった。

シェアード・サービス

シェアード・サービスについてのセッション。
従来型の機能の集中化では、集中された



Gary T. Barth
Assistant
Treasurer
United Parcel
Service



Marci Lerner
Vice President
and Assistant
Treasurer
Staples, Inc.



部門はコストセンターとして位置づけられ、
各部門からのサービス要求はコストを無視
した形で行われるため、コストの増加が懸
念される一方で常にサービスの質について
の不満も生じてしまう。したがって、意思
決定は、現場とセンターの双方を監督する
立場において行われなければならない。こ
れを解消するのがシェアード・サービスモデ
ルであり、サービスを求める各部門がコス
トを負担する形をとる。これにより、コス
トを無視したサービスを要求することも
なくなるし、センターと現場が、予算、サ
ービス内容について双方納得する議論を行
うパートナーとして協力し合うこととな
る。

成功事例、失敗事例が多く紹介された
が、ベッド大手のシモンズは、最近、シェア
ード・サービスを導入して一定の成功を見て
いるという。シモンズの場合、業績の悪化
に伴い、社内改革の一環として提起された
ため、経営陣や現場においてサポートが得
られたことが大きな成功の要因となった
ようである。シェアード・サービスには、移
転価格税制をも含めたサービスと価格に
関する詳細な議論、契約が必要になる。
経営陣、現場、センター全ての相互理解と
コミットメントが重要である点、そして、プ
ロセスを書面化し、問題が起こったときに
はどこにその根拠があるのかを、感情的に

ならず冷静に追求することが重要であることが再確認された。うまくいかない場合、シェアード・サービスの導入そのものが間違っていたかのようには糾弾される傾向にあるが、実際には処理プロセスそのものに問題を抱えていることが多く、取りやめでも解決にはならないことが多いようだ。

アメリカにおいてうまくいっている事例を日本に導入する場合などに往々にしてありがちなのは、表面的なところだけ導入して失敗することである。事前に十分に議論したうえで、その必要性、プラスの点、マイナスの点などを浮き彫りにし、コストなどについてきちんと書面化し、経営陣のみならず関係部署におけるコミットメントを得ることが不可欠だと痛感した。

サプライチェーン・マネジメント

財務の視点から見るワーキングキャピタルマネジメントは、フィジカルなビジネスプロセスの視点から見ればサプライチェーン・マネジメントとなる。サプライチェーン全体を対象にファイナンスする新しい財務テクニックをいくつか紹介したい。

最初は、製造受託専門のEMS (Electronic Manufacturing Services) 業界で第二位を占めるフレクトロニクス社の話だ。上流・下流の両方からプレッシャー

を受けるために大幅な在庫を抱えやすく、WACC (業界平均一二%) 対比低いROIC (投下資本利益率) を余儀なくされ、株価や格付けでも不利な扱いを受けている。こうした問題を解決するのが在庫の証券化だ。オフバランスも可能と説明されていたが、実際にはかなりの作業が必要になるようである。

シティバンクによれば、グローバル企業が新興国へ進出する一方で、コストの安い部品を新興国から調達する傾向が進んだ結果、先進国間での貿易取引では問題にならなかつた財務上のコンフリクトが生じているという。新興国ではファイナンス手段が限られており、支払いを遅らせた、また回収は早めたいとするため、先進国側ではワーキングキャピタルが大きく増加することになってくる。このサプライチェーン全体を理解し、資本コストの差を考慮してチェーン参加者にコストの安い資金を供給する役割を果たすのが金融機関だとの意見で、「Cost of Capital Supply Chain Arbitrage」と呼んでいる。

その他、何段階にもわたるサプライチェーン全体の透明性を高める(部門障壁を取り除く)ことが重要だという意見もあった。単に支払条件を延ばすことで対応するのではなく、第三者のビークルを通して資材を購



Geoffrey Bell
Executive Secretary, Group of Thirty
President, Geoffrey Bell and Company



Brian Breen
Vice President and Treasurer
Simmons Bedding Company



入する方法で部材の供給者に資金を供給する、新しいファイナンススキームも紹介されていた。

エマージング市場

この他、世界の通貨マフィアと呼ばれるグループオアサティのメンバー、ジェフリー・ペル氏を中心に、エマージング市場についてのパネル・セッションもあった。エマージング市場は、成長が引き続き著しい反面、法制度、投資家保護制度、ディスクロージャー、社会インフラなどが不十分である。エマージング諸国全般について言えることだが、通貨が上昇したため輸出が厳しくなってきたっており、経常収支も当面黒字だが早晚悪化してくる可能性がある。チャールズ・デイケンズの言葉を引用すれば、「今一番よいと思われることで、最も危ないときだ」とのことである。

しかしながら、中央銀行の外貨準備は着実に積みあがってきており、二〇〇〇年前半には二兆ドル程度であったのが、二〇〇六年には五兆ドルに及んでいる。中国だけでも一兆ドルあるため、ある意味で、米国の双子の赤字をエマージング諸国がファイナンスする構造になったことは驚異的である。この流れが逆転するリスクはあるだろうか? — ないとはいえないが、その可能性は低いだろうと語られていた。