

遠藤裕明

日本CFO協会主任研究委員

米国グローバル企業の 財務トレンドに触れる

米国AFP「グローバル財務フォーラム」に参加して

今回で第四回目を数える米国AFP「グローバル財務フォーラム」は、五月一八日、シカゴのジョン・ハンコック・ビル九六階のレセプションで幕を開ける。ミシガン湖や夜景がきらめく素晴らしい眺望だ。参加者は約一四〇人で、同じAFPのイベントでも七、八千人が集まる秋の年次カンファレンスの規模とは比べるまでもないが、グローバル企業のシニア・メンバーに参加者が限定されていることを考え

ると、参加者の顔ぶれだけでも相当な価値を生んでいる。マイクロソフト、マクドナルド、シユルンベルジェなどのグローバル企業のほか、英国ボーダフォンの米国トレジャラー、インドIT企業の社長など、米国以外への広がりも感じられる。

企業戦略とグローバル・トレジャラー

今回の基調講演はシカゴで開業したというマクドナルドのCFOだ。マクドナルド兄弟の最初の店をスタートということもできるが、おそらくフランチャイズとして始めたのがシ

カゴということだろう。一九五五年の開業後、一九六五年には株式公開。一八八カ国で営業拠点を開設し、売

上ベースでは一九九九年以降、営業利益ベースでは九五年以降、米国外の数字が米国内の数字を上回るなど、まさにグローバル企業としての地位を確立する。

マクドナルドの経営でユニークな点は、フランチャイズを中心とした店舗展開にある。フランチャイジーは受動的なオーナーではなく、積極的な改善を行う「経営者」との位置づけのもとに本部からサポートを提供している。店舗の土地は、不動産の保有または長期リースを前提にしており、長期的な資産の



保有、価値の上昇も目指しているという。

財務的課題はいくつかあるが、その最重要項目は流動性の供給だ。これには本部の資金調達だけではなく、フランチャイジーが低コストで資金調達できるような手当ても含んでいる。同社は二〇〇〇年から二〇〇二年にかけて、時価総額が約半分に下落し、格付けもAAからAまで低下した。この際に、経営陣の交代、顧客重視の再徹底、設備投資の見直しや非中核事業の売却を通じた負債の返済などを行って、格付けの低下に歯止めをかけた。特に、店舗不動産の契約が長期リースであることから、債券のアナリストはそれを負債とみなしたのだ。以来、特に格付け機関と常に徹底的に議論し、店舗不動産の位置づけや意味を理解してもらい、現在の格付けを維持することに注意を払っているという。格付けは格付け機関が勝手につけるものという印象があったが、能動的に働きかける点が興味深い。さまざまな業種で資本構造が複雑になっていくことを考えれば、格付け機関としても企業側からの積極的な開示は好ましい印象を与えるのだろう。

グローバルな実効税率の低減と キャッシュの最適化

グローバルにオペレーションを展開する企業において、いかに海外のキャッシュを効率的にコントロールするかというテーマのパネルディス



キャッシュが始まる。海外のキャッシュを単純にアメリカに還流させると基本的に課税されてしまう。これを避けるために、財務担当

レジャーが「この仕組みは当社でも導入したもので、その有効性を別の観点から確認できて有意義であった」と語る。

理解できないものには投資しない

は税務の専門家と密接な議論を行う必要があるのだが、税務の担当と財務の担当は必ずしも共通の言語で会話できるわけではない。財務担当としての目標は、グローバルベースの実効税率をいかに下げるかということ。重要なのだが、税務担当に任せきりになるとこうした財務の観点からは最適の結論にならないことも多い。かといって、財務の担当で税務に明るい人もそう多くはない。実際に、会場で「税務のバックグラウンドがある人は？」という質問で手をあげていたのは三分の一弱だ（日本ではどうだろうか）。財務担当が議論の枠組みをきちんと作ったうえで、税務の担当者のアドバイスを受けるようにしたほうがよいという、極めて実務的なアドバイスとなる。このあたりは教科書的な話ではなく、参加者の実務経験の意見交換による印象だ。こうしたカンファレンスで共有される意義は、誌面では紹介しにくいこうした部分にある。具体的には、海外キャッシュの還流を含めた最適化マネジメント、プーリング、為替の集中管理、借入れの最適化などが議論され、中でも、ルクセンブルグに持ち株会社を設けてグローバルに資金を最適化する例が紹介される。セッション後のカジュアルな会話の中で、ボーダフォン・アメリカのト

パネリストの一人、マイクロソフトのトレジャー

の内容をご紹介する。各拠点で得た収入をいかに次の部門に速やかに渡すが重要だとして、売上が次々と部門を渡って集約されていく流れを「ドルのライフサイクル」というチャートでわかりやすく説明していたほか、余剰資金の運用に絡んで昨今のサブプライム問題にもコメントする。同社ではリスク管理の観点からは、証券レベル、ファクター・レベルなどリスク要因を分解して把握しており、ヘッジファンドのように証券レベルでの内容を開示できないところにはそもそも投資をしない。そもそも、「自分たちで理解できないものには投資しない」といった方針を貫いているという。今日のサブプライム問題を回避するのに役立つ基本的財務ポリシーだ。

また、マイクロソフトの場合ユニークなのは、西海岸に拠点を置いているがゆえにMMFの設定、解約の申し込み時限が東海岸の時間で定められているような場合にも、時間外の申し込みを受け付けてくれる運用会社と取引せざるを得ない、と言っていたことである。国内で時差があることが、このような問題を引き起こすことは、



単一時間の日本においては考えたこともなかったので、極めて新鮮である。

余剰キャッシュとは

マイクロソフトのトレジャーとは夜のディナーで同じ席に座る機会を得ることになる。面白かったのは「トレジャー」としていつか社債の発行をやってみたい」と言っていたことだ。マイクロソフトのように潤沢な資金を保有している企業においては、全く必要のないことと思われるのだが、マイクロソフトのようにビジネスが特定のモデルないしは商品群に集中している場合は、その前提が変化したときの資金の調達やキャッシュフローに関する大きなリスクをトレジャーが考えておかねばならないと説明する。ただでさえ余剰なキャッシュを持っていると言われかねないにもかかわらず、石橋をたたいて渡すかのような慎重さである。日本でもトヨタ自動車のような優良企業がキャッシュをどの程度もつべきか意見が分かれることがある。短期的な株価上昇のためにはバランス・シートのレバレッジを上げた方がよいというのはウォールストリートの意見だが、真に長期的な企業経営においては、先を見据えた資本構造を考えることが真に優れたトレジャーでありCFOなのかもしれない。

取引所の透明性と流動性

ランチオン・スピーチはCME(シカゴ・マー



カンタイル・エクステンジ)グループのCFO。これもやはりシカゴにちなんだ人選であるが、原油が一バレル一三〇ドルを超えるような状況を考えたとタイムリーな人選でもある。CMEは、先日CBOE(シカゴ・ボード・オブ・トレード)と合併し、取引所のフロアを一体化した。当然のことながら電子取引が傾向としては増加しているおり、その取引に要する時間は一四ミリセカンド、つまりまばたきの四分の一の時間だけですむらしいのだが、いまだに取引所のフロアで叫び声(アウトクライという)と手旗信号で取引しているものも二〇%ぐらいあるということだから、むしろそのバイタリティーに驚きを感じる。今後も、NYMEX(ニューヨーク・マーカンタイル・エクステンジ、エネルギーを中心とした取引所)との合併も予定されており、ますます集約化が進んでいるところが実感される。実際、為替の取引所から始まって、穀物、エネルギー、天候までが取引され、一日五〇万件以上の取引が成立、年間で世界のGDP総額の二五倍が取引されている。今ではグローバル化も進み、二五%の取引が米国外のもの、八三カ国が顧客となっている。

今後の取引所のあり方として、クリアリングハウス(決済機構)としての位置づけを強調し、ソシエテ・ジェネラルのトレーダーが

不正取引によって莫大な損害を引き起こした直近の事例を挙げる。取引がOTC(店頭ないしは相対)取引であったため、損失が明るみに出ることなく雪だるま式に累積していった事例だ。その点取引所では決済が都度行われるため、より健全な取引が行われる。透明性、流動性において優位であるCMEは、これまでOTC取引であったものも取り扱えるよう計画しているとのことである。

マイクロソフトとYahoo!

夜はジャズのライブ演奏を聴きながらのダイナーだ。CFOやトレージャー同士が、テーブルを挟んで情報交換をする場も、こうしたフォーラムの重要な価値の一つだ。私たちがついたテーブルに、偶然マイクロソフトとYahoo!のトレージャーが座ってきた。お互いあえて突っ込んだ話をしないように意識していたようであったが、Yahoo!の買収をめぐるさまざまな議論がなされている昨今ゆえ、目に見えない緊張感が走っていたのは興味深かった。隣に座っていたAFP代表のケイツ氏も「写真を撮ってSECに送ろう!」と冗談を言っていて周囲を沸かす。

モーニングスター

フォーラムの後、同じくシカゴに本社を置



くモーニングスター社を訪問する。モーニングスターは、ファンドの格付けをわかりやすく一般投資家に提供してきたが、昨今では機関投資家へのアドバイスや個別株についての情報提供などへサービスを拡大している。インタビュにに応じてくれたのは、新規ビジネス・戦略担当ディレクター、マーク・ラニオン氏。もともとは米国発祥ということで、ビジネスの中心が米国を基本とするものであったが、グローバルな展開の中で地域性を加味しつつ、グローバルなベスト・プラクティスを共有していくことで強みを発揮していくことに力を入れているとの事である。

やはり関心が高い昨今のサブプライム問題と業界に対するその影響について聞いてみたところ、もちろん影響が出ているが二〇〇〇年代前半のミューチュアル・ファンド・スキヤンダルの方が影響は大きかったという。むしろ、サブプライム問題は、仕組み債券を組成・販売していた投資銀行や証券会社、また、そのような債券を格付けしていた格付け会社に批判が集中しており、しばらく混乱はまだ続く可能性はあるとの事だ。しかしながら、不動産マーケット全般に対する影響としては、連銀のコミットメント、金融機関における速やかな償却などを見る限りでは、保証はできないものの見通しはそれほど悲観的ではないようであった。

