

# 資金分析の拡張可能性

——ブリヂストンの財務分析——

佐 藤 倫 正

## 1. はじめに

企業分析は、対象企業を、人的側面、物的（技術的）側面、資金的側面、環境的側面などから分析を加えていく。組織活動のこれらの諸側面は、もちろん相互に不可分に絡まりあっている。財務分析と呼ばれる分析手法は、そのなかの資金的側面にまず目を向け、次いで、人的、物的、環境的側面が、資金的側面にどのように現れているかを分析する。

貨幣経済のもとで、組織活動の諸側面は、会計のプロセスを経て財務諸表に集約されている。会計プロセスの決算書たる財務諸表は貨幣単位で表現されているから、それは企業の資金的側面を捉えているといえるが、企業の人的、物的（技術的）、環境的側面は、有価証券報告書の中で、記述情報として補足されている。

財務諸表は、このような意味で企業活動の要約であるが、それは、また、企業が自らを表現する手段でもある。すなわち、そこには自身をこう見せたいという意向が反映する余地がある。その極端な例が粉飾であるが、記録の改ざんまで至らなくても、企業には、利益数値あるいは資産金額を動かす裁量の余地が与えられている。そこで、財務分析は、このような財務諸表から分析をスタートさせて、財務諸表の背後にある事実を見抜かねばならない。利質分析といわれる概念が重視されるのは、このためである。

財務分析の手法としては、比率分析と増減分析がある。増減分析から発展したのが資金分析である。資金分析を利質分析のひとつに位置づけることもできる。1988年以降、資金収支表による資金情報の開示がなされるようになったので、資金情報をつかった比率分析も、その有効性が検討されているところである。そこで、この小論では、ブリヂストンの事例を用いて、この資金分析の有効性を検討してみる。

## 2. 経済記事の論調

ブリヂストンは、その社名が、創業者の石橋という名前をストーンとブリッジと英訳しひっくり返したということで、社名のユニークさで知られているが、わが国の自動車タイヤのシェアの50パーセントを占める国内第一のタイヤメーカーであり、また、テニスやゴルフなどのスポーツ用品も手掛ける優良会社である。

このブリヂストンが経済記事を賑わしたのは、1988年5月、26億ドル（当時の邦貨で約3300億円）支払ってのファイアストーン社の買収劇によってであった。その後、ファイアストーン社の業績がなかなか好転しないところから、1990年代にはいと、ジャパンマネーの威力にものをいさせた海外企業の買収にも落とし穴がある、という論調の記事が目につくようになった。たとえば次のようなものである。

ブリヂストンが巨額の資金を投じて買収した米ブリヂストン・ファイアストーン（B-FS）と欧州生産子会社の赤字が膨らむ一方だ。91年12月期は欧米の海外子会社全体で5億ドル（約650億円）の赤字になる見通しだったが、本体で土地を売却したため連結ベースでの赤字転落は免れる。しかし、今後も欧米の海外子会社の赤字体質を抜本的に改善するような大規模なリストラクチャリング（事業の再構築）を実施しない限り、本体の体力をむしばみ、成長力をそぐ恐れが強まってきた。

「創立60周年を意識していないから、記念措置にはこだわらない」。こう高橋宏常務は語る。91年12月期で創立60周年を迎えるブリヂストンはいまだに株主還元策を検討していない。記念配当、株式分割など株主還元策に踏み切るにはあまりにも経営環境が悪すぎるからだ。

ブリヂストンは期初に今期の連結純利益が100億円（前期45億円）に回復するとみていた。ところが7月の中間決算発表時点で50億円に下方修正。現在でもこの予想を変えてはいないが、本体での土地売却益を100億円から最近になって250億円に増額したのを考えれば、実態は200億円以上の赤字ということになる。

期初段階で欧米の海外子会社の予想赤字は前期並みの3億5000万ドル。5月のBFSの14億ドルの増資で借入金を返済、いったんは赤字が2億4000万ドルに縮小すると見込んでいた。

それにもかかわらず赤字が拡大したのは、売り上げが計画に達しなかったこととリストラ費用がかさんだことが大きい。

今期はBSブランドの高性能タイヤの生産が本格化することから、売り上げが前期の58億ドルから60億ドルに伸びるとみていた。しかし、欧米の自動車生産が低迷したため通期の売上高は前期を下回った。

また、特別損失として3000人の人員削減に伴う退職金やBFSの本社移転費用で合計1億5000万ドルを見込んでいた。しかし、これ以外にポルトガル工場閉鎖に伴う約400人の人員整理、アルゼンチン政府との納税紛争に伴う引当金の計上などが最終赤字を膨らませた。

「92年で欧米の海外子会社が赤字体質から脱却する目標はおろさない」と家入社長は言う。来年の上期はまだ苦戦が続くが、下期にはこれまでのリストラの効果が出てくると手ごたえを感じているからだ。

ただ、不安も残っている。BFSには依然として16億ドルの借入金が残っており、年間の金利負担は約1億3000万ドルになる。加えてM&A（企業の合併・買収）に伴うのれん代の償却が4000万ドル、中南米諸国への税金の支払いが8000万ドルあり、これらの合計2億5000万ドルが損失として負担になる。従って最終損益でトントンまで改善させるだけでも、売上高に対して5%程度の営業利益を稼ぐ必要がある。

確かに欧米で補修用タイヤの値上げが夏以降浸透しており、採算の向上は比較的容易に進むとの見方もある。しかし、新車用タイヤの生産が本格化しないと操業度が上から

ず、固定費の負担に耐えられなくなる。その場合、引き続き人員整理などを進めなければならず、リストラ費用がかさめば通期で赤字脱却は苦しくなる。

.....

同社の株価は1000円台を維持してきたが、20日には一時、1000円を割り込む場面があった。早急に欧米の海外子会社再建のメドを立てないと株価が低迷する恐れもある。低迷したままではユーロドル建てワラント債（新株引受権付き社債）の権利行使が進まず、来年10月には償還資金が約400億円必要になる。当面はコマーシャルペーパーでつなく方針だが、いずれは長期の低利資金導入を検討するとみられる。

「創立60周年」。人間でいえば還暦にあたるが、かつて実質無借金を誇った優良企業はそのまま衰弱するのか、それともよみがえるのか。ブリヂストンの経営は転機を迎えた。

（日本経済新聞、1991年12月21日朝刊）

この記事は、連結利益と金融収支という財務数値をうまく使って、歯切れ良い文章でブリヂストンの財務状態を説明している。さらに、ファイアストン買収がその背景にあることを的確にとらえており、ブリヂストンのとりうる対応策を論じている。

ところで、この買収はどのような財務的見通しのもとになされたのであろうか。これについてももう少し理解が得られると、ブリヂストンの当時の苦悩の実態ももう少しはっきりと見えてくるのではなかろうか。そこで、この買収の経緯をもう少し詳しく把握しておこう。

### 3. 買収の背景と経緯

#### (1) タイヤの業界事情

ブリヂストンのグローバル戦略を理解するには、予備知識として、当時のタイヤの業界事情を整理しておく必要がある。

まず、世界市場であるが、当時（1986年）のタイヤ市場は5兆円市場で

あった。その内訳は、米国が38%、日本が14%、西独が7.5%、フランスが5.4%、イギリスが4.3%であった。

また、表1から知られるようにタイヤ業界は寡占が進んでいて、上位10社で売上の84%を占める。グッドイヤー（米）、ブリヂストン（日）、ミシュラン（仏）、が上位3社である。日本のタイヤメーカーも横浜ゴム、住友ゴム、

表1 1989年タイヤ部門売上高ランキング(表3)  
(単位:百万ドル)

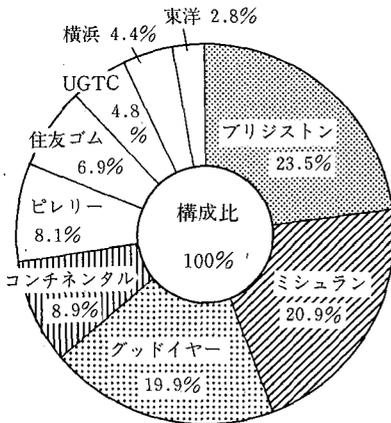
順位	メーカー名	タイヤ売上高	タイヤ比率
1	ブリヂストン	9,324	75.3%
2	ミシュラン	8,287	95.6%
3	グッドイヤー	※ { 7,811	72.5%
		8,849	81.4%
4	コンチネンタル	3,503	78.6%
5	ピレリ	※ 3,200	42.4%
6	住友ゴム工業	2,736	78.0%
7	ユニロイヤル/グッドリッチ	1,905	84.0%
8	横浜ゴム	1,748	66.5%
9	東洋ゴム工業	1,097	58.6%

※1. グッドイヤーの上の数字は新品タイヤのみ。  
下の数字はタイヤ関連用品を含む。  
2. ピレリーの数字は概数。

東洋ゴムの順で、10位の中に入る。

ブリヂストンがファイアストンを買収する前は、グッドイヤー（米）ミシュラン（仏）ブリヂストン（日）ピレリ（伊）の順で、ブリヂストンとピレリはほぼ同規模であった。それにファイアストンが続いていた。

図1 上位9社のタイヤ売上シェア



出典：タイヤ年鑑

1989年の市場は約5.6兆円になっている。1990年には、ミシュランがユニロイヤルとグッドリッチを買収したことによって首位に立ち、1989年に一時首位になったブリヂストンは3位に甘んじている。買収による業界統合が進みながら、激しいシェア競争がおこなわれていると見られる。

また、表2から見て、ミシュランの利益率が高いことは注目しておく

表2 1989年 世界タイヤメーカー経営指標

会社名	売上高利益率		総資本	総資産	自己資本	従業員1人当たり		従業員1人当たり	
	89年	88年	利益率	回転率	比率	売上	高利	売上	利益
	(%)	(%)	(%)	(回)	(%)	(ドル)	(ドル)	(ドル)	(ドル)
ブリヂストン	0.5	3.3	0.5	1.09	26.7	132,833	105,459	732	3,519
グッドイヤー	1.8	3.2	2.4	1.31	25.3	99,083	94,694	1,855	3,036
ミシュラン	4.4	4.6	3.2	0.73	25.3	69,680	74,376	3,089	3,397
ピレリ	2.3	2.5	1.9	0.82	25.7	108,778	97,579	2,516	2,397
コンチネンタル	2.7	2.5	3.7	1.39	29.5	93,831	97,987	2,550	2,459
住友ゴム	1.3	1.2	1.5	1.12	11.2	174,070	171,775	2,400	1,990
横浜ゴム	2.4	1.7	2.3	0.98	14.7	237,334	237,652	5,807	4,121
東洋ゴム	1.1	1.3	1.2	1.08	19.1	247,147	260,366	2,655	3,322

べきであろう。ブリヂストンは、グッドイヤーよりもミシュランの動向を強く意識していたと言われる。

## (2) きびしい業界競争

きびしい業界競争は、1970年代に生じたタイヤ業界を取り巻く環境変化によって引き起こされた<sup>(1)</sup>。まず第1に、自動車産業のグローバル化がおこった。これにともなって、自動車の組立地までの輸送コストを下げる必要が生じ、タイヤ産業もグローバル戦略を練らなければならなくなった。第2に、1975年、ミシュランが、北米にスチールラジアルの製造工場を作ったことから、長持ちするタイヤへと消費者の好みが変わった。第3に、オイルショックのために原料価格が高騰した。第4に、労働問題がおこった。さらに、北米のタイヤ販売（小売り）のネットワークの変化がおこり、自動車ディーラーやサービスショップでの販売から、独立専門店での販売に変わった。国際的競争も激化していった。

それらの結果、メーカー各社は、1978年から1988年にかけて、売上高を増加させることはできなかった。各社は、最小限の売上利益を残す戦略をとらざるをえなかったため、利益率が低くなっていった。そこで、各社は、(1)製造ラインの縮小、(2)工場閉鎖、(3)他社との合併、(4)自動車会社との販売提携、(5)事業多角化、などの対応をして、この難局を切り抜けようとした。

そして、この時代に、どうしても無視できないのが、当時吹きまくっていた M&A の嵐である。経営者たちは、カール・アイカーンや、ジェームス・ゴールドスミスといった名うての乗っ取り屋から企業を守るための手段を講じなければならなかった。それは、従来の利益重視の立場から、株主価値重視の立場に方向転換することを意味していた<sup>(2)</sup>。グッドイヤーが、新規借入や投資売却による資金で株式の買い戻しをしたり、グッドリッチ、ユニロイヤル、ジェネラルタイヤがタイヤ部門を合併したのは、この戦略にそったものである。

### (3) 住友ゴムのグローバル戦略

以上のような業界事情が、ファイアストンの事業再構築にむけての行動の背景となっている。もちろん、ブリヂストンも同様の圧力にさらされていたのであるが、ブリヂストンによるファイアストーン買収に関しては、国内企業の動向も、無視できない要因である。それは、住友ゴムによるダンロップグループの買収である。

わが国のタイヤメーカーで最初にグローバル戦略に手を付けたのは住友ゴムであった。住友ゴムの前進は、明治42年に創業したイギリスのダンロップ社の極東工場であった。これはダンロップ社の100%出資の子会社であった。これが第2次大戦前後の社名変更などを経て、1961年に住友電工と住友商事が資本参加して住友ゴムとなった。それでもダンロップは40%の株式を持つ筆頭株主であった。ところが、住友ゴムは、ダンロップの経営不振から、1984年から1986年までの3年間で、イギリスダンロップの子会社である SP タイヤズ UK、SP ライフェンベルケ（西ドイツ）、ダンロップフランス、アメリカダンロップを立て続けに買収し、ダンロップグループの盟主になった<sup>(3)</sup>。これによって、住友ゴムは、欧米に拠点を確保したことになった。おりしも、日本の自動車メーカーは現地生産を推進しており、それに食い込む体制ができたのが大きなメリットであった。そして、この時、住友ゴムグルー

プは、ブリヂストンを抜いて世界第3位になっていた。

この住友ゴムの動き、あるいは、その背後にある経済的環境が、ブリヂストンのグローバル戦略に影響したものと考えられる。ブリヂストンは米国とヨーロッパのタイヤ市場にほとんど足掛りがなかった。

#### 4. 買収の経緯

##### (1) ファイアストンの魅力

ファイアストンは1900年に設立された老舗で、米と欧州に生産販売拠点を持つ。1980年に、CEOに就任したネビン(John Nevein)は、ファミリー外の最初の社長であった。ネビンは、(1)ゴム関連技術を生かして、従来のものと調和するような製品の多角化によって、タイヤへの依存を減らし、(2)負債を減らすことによって収益性の改善を狙った。また、トラック、オフロードタイヤ部門から撤退して、再度、タイヤ交換市場での小売り販売会社を目指そうとした。

その戦略にそって、北米の13の工場を閉鎖した。1987年までに、米の4工場で乗用車用タイヤを製造することにした。その結果、タイヤ生産は1979年レベルの3分の1強になった。また、ファイアストンの事業規模は下のよう

に縮小した。  
ところが、世界的には、ヨーロッパと南米で、収益の上がる事業を展開していたし、不採算店を切り捨てたため、採算のよい店舗1506店のチェーンを持っていた。

表3 ファイアストンの事業規模の変化

	1979年	1987年
従業員数	110,000人	55,000人
売上高	53億ドル	38億ドル

## (2) 合併会社計画

ネビンは、北米での合併会社の話をブリヂストンに持ちかけた。ブリヂストンは、1982年に、テネシー州のラバージュにあるラジアルトラックタイヤ工場を5200万ドルで買収することで合意していた。その後、1億ドルを投じて設備を更新し、ファイアストンに商品を供給することになっていた。

ブリヂストンとの話し合いは、その後、ひき続き、散発的に行われた。それは、ブリヂストンの取締役会で次のように意見が割れたからである。第1の考え方は、アメリカ市場への進出は、まず輸出によっておこない、販売可能数量が分かった後で、新工場を建てればよいというものであり、第2は、タイヤ需要は工場と組立てのローケーションの近さに影響されるので、輸出ベースで対応をするのでは、予定（8～9万本）のタイヤ製造販売は達成できないというものであった。

ところが、その議論の決着のつかないうちに、1986年から87年にかけて北米での業界統合が加速していった。それにつれて、外国メーカーが新工場を建設できるような立地条件の良い場所がなくなっていった。さらに、米国に足掛りの無いイタリアのピレリーがファイアストンに関心を示し接近してきた。

そこで、ブリヂストンでは、直ちに米国に直接投資をすることで切り抜けることにした。1988年初旬に、家入とネビンがファイアストンの工場の売却の件で交渉をもった。そのときの取引条件は次のようなものであった。

ファイアストンが海外も含むすべての製造資産を出資して、ブリヂストンとの合併会社をつくる。持ち株比率はブリヂストンが75%、ファイアストンが25%とする。ブリヂストンは、ファイアストンに、その權益として7.5億ドル（約1000億円）を支払う。それに加えて、ファイアストンは、資産（帳簿価額が15億ドル＝2000億円）を担保にして、新会社から、5億ドル＝700億円の借入をする。ファイアストンは、しばらくは25%の所有を維持し、小売り販売ネットワークを支配し、そこに、新会社からタイヤを供給する。ファイ

アストンは、税を支払って、特定の従業員に対し、所定の契約報酬 (benefitplan) を支払った後、10億ドル (1500億円) を、株式の買い戻しあるいは配当で株主に還元する。この合併計画の概要を図式的に示すと次の図 2 のようになる。

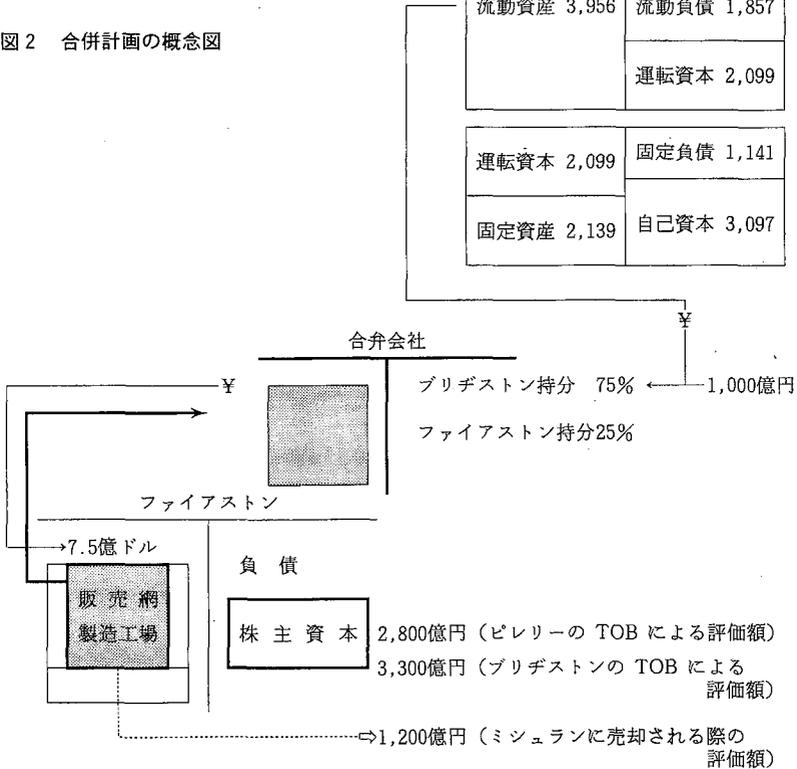
(3) TOB の応酬

1988年 2月16日に、合併会社の話が公表された。ところが、3月6日に、

ブリヂストン要約貸借対照表  
1987年12月31日 (億円)

流動資産 3,956	流動負債 1,857
	運転資本 2,099
運転資本 2,099	固定負債 1,141
固定資産 2,139	自己資本 3,097

図 2 合併計画の概念図



ピレリーが、ファイアストンの発行済み株式3200万株に対して、\$58/株、総額18億5000万ドル＝約2800億円公開買付け（TOB）の計画を発表したのである。これは、当時のファイアストンの株価に16%のプレミアムをつけたことになる。ピレリーは、ファイアストンの買収にあたり、ファイアストンの小売店とブラジル工場と非タイヤ部門の一部を仏のミシュランに8億ドルで売却すると発表した。このニュースでファイアストンの株価は、50ドルから63.125ドルに上昇した。

ピレリーは、他の条件での話をするようファイアストンにもちかけたが、その後ファイアストンは、ブリヂストンとしか話し合わなかった。

そして3月17日に、今度はブリヂストンが逆 TOB を発表し周囲を驚かせた。ピレリーより38%高い80ドル/株、総額26億ドルで、ファイアストンの全株を買い取ると発表したのであった。株主に、60%のプレミアムをつけたことになる。その際、家入は、①ファイアストンの生産性を改善する、②従業員を首切らない、③役員をとりかえない、という条件もつけ加えた。これで、アメリカ市場にイタリアメーカーを入れるか日本メーカーを入れるかの決定は、ファイアストンに委ねられた。ところが、ピレリーは、無茶だといって、撤退したので、ブリヂストンによる買収が決定した。その1ヶ月後に、ピレリーは、アームストロング社を1億9000万ドルほどで買収をした。結果として、ピレリーの横槍はファイアストンの売却価値をつり上げたことになり、ブリヂストンは高い買い物をさせられたという評判が立つのも、うなずけるところである。

## 5. ブリヂストン経営状態

### (1) 買収の規模とその影響

それでは、3300億円という投資がブリヂストンにどのような意味を持つのか。ブリヂストンの平成2年度の有価証券報告書の数字からこれをさぐって

みよう。

貸借対照表をみると、固定資産の区分に、関係会社株式が3460億円ある。この中に、ファイアストーンへの投資の大半が含まれている。この金額の大きさを判断するためにまず考えられるのは総資産との割合である。

総資産は約8560億であるから、この投資は、かなり大きなものであることがうかがえる。

しかし、この投資の相対的な大きさを測るには、投下資本という金額をもとにしたほうが正しい。それは次のような理由による。投下資本は運転資本と固定資産の合計であり、これは固定負債と自己資本の合計に等しい。運転資本は流動資産から流動負債を差し引いて求められる。流動資産のほとんどは、流動負債でまかなわれている。企業が、日々の営業をおこなうのに実際に用立てなければならないのは運転資本の額である。それが、購入—製造—販売のサイクルの中で信用のバランスをとりながら膨らんでいる。投資の相対的な大きさを見るには、この膨らんでいる部分は相殺されなければならないからである。この関係は上の図3のように示される。

これにより、投下資本6422億円のうちの半分強がファイアストーン社への投資となっていることが分かる。つまり、この買収は、ほぼ同じ規模の海外企業を呑み込んだことを意味している。ブリヂストンのグローバル戦略の当時の苦しみは、ここからきているのである。

しかしながら、ブリヂストンの経営状態を、いわゆる基本財務指標でみてみると、表4のようになり、また、株価の推移は表5のようなものであったので、これらを見るかぎり、ブリヂストンの経営状態は、経済記事で取り上げられるほど悪化しているとは見えない。

図3 要約貸借対照表 1990年12月31日 (億円)

流動資産	2,972	流動負債	2,137
		運転資本	835
運転資本	835	固定負債	1,588
固定資産	5,587	自己資本	4,834
(うち関係会社株式 3,300)			

表4 ブリヂストンの主要財務比率

	1989年	1990年
全般的業績		
1. 自己資本利益率 (純利益/自己資本)	40,670/434,481 =0.094	52,059/483,405 =0.108
2. 一株当り利益 (純利益/発行済株式数)	55.26円	67.66円
3. 株価収益率 (平均株価/一株当り利益)	1695/55.26 =30.7	1365/67.66 =20.2
4. 長期資本利益率 (EBIT/長期資本)	90.335/596,493 =0.151	99,499/642,241 =0.155
収益性		
5. 総利益率 (売上総利益/売上高)	34.4%	35.2%
6. 売上高利益率 (純利益/売上高)	5.8%	7.2%
7. EBIT マージン (EBIT/売上高)	13.5%	14.5%
資本利用度		
8. 売上債権回収期間 (売上債権/売上高÷365) 103日		105日
9. 棚卸資産回転率 (売上原価/棚卸資産) 9.9回		10.6回
10. 流動比率 (流動資産/流動負債)	1.38	1.39
11. 負債比率 (固定負債/長期資本)	0.27	0.25
12. 資本回転率 (売上高/長期資本)	1.17	1.13

表5 ブリヂストンの株価の推移

(単位:円)

	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年
最 高	782	1,450	1,590	2,080	1,750	1,210
最 低	510	660	1,120	1,310	980	903

しかし、この買収の苦勞は、ひとつは、ブリヂストンの売上高と利益額の推移から読み取れる。ここでは資料は示さないが、買収が軌道に乗った1989年には、連結売上高が買収前のほぼ2倍になっている。ところが、ブリヂストン単独の純利益は堅調に推移しているにもかかわらず、連結の純利益は1989年から大きく落ち込んでいる(表6参照)。この事態が容易でないことは、表7の住友ゴムの同じ数値と比較してみれば明らかである。

表6 ブリヂストンの利益の推移 (単位：百万円)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年
単独決算	17,114	15,287	29,277	36,146	40,670	52,059
連結決算	21,803	21,006	36,001	39,960	9,644	4,501
倍率	1.23	1.37	1.23	1.11	0.24	0.086

表7 住友ゴム工業の利益の推移 (単位：百万円)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年
単独決算	1,611	1,425	2,819	4,036	4,516	5,536
連結決算	2,094	2,927	5,007	5,163	6,692	1,265
倍率	1.30	2.05	1.78	1.28	1.48	0.23

## (2) 資金分析

流動性で苦勞していることは、つぎの表8の手元流動性分析がはっきりと示している。

表8 手元流動性の推移 (単位：百万円)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年
現金預金	51,697	60,390	105,663	50,470	22,197	29,809
短期 有価証券	23,640	40,398	80,018	14,538	29,831	4,284
合計	75,338	100,788	185,681	65,008	52,028	34,094
売上高	593,783	547,892	557,243	621,416	698,879	724,287
手元流動 性比率	1.552	2.207	3.998	1.255	0.893	0.564

そこで、ブリヂストンがこのような状況を引き起こした原因をもう少し突っ込んで調べてみよう。これに、資金分析が有効と考えられるからである。ここでは、営業活動と投資活動と財務活動のうち、買収にかかわる資金移動を取り出す分析をおこなっておく。

まず第1に、資金の内部源泉であるキャッシュフローをみておく。表9はブリヂストンの事業収支を分析している。

表9 事業収支の推移

(単位：百万円)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年
キャッシュフロー	45,685	45,932	56,117	59,748	66,418	79,486
有形固定 資産投資	15,868	△3,308	△6,624	308	11,673	12,961
事業収支	29,817	49,240	62,741	59,440	54,745	66,525

ブリヂストンは、毎年コンスタントに500億円前後のキャッシュフローを生み出している。これから有形固定資産投資を差し引いた額が、事業収支であるが、ブリヂストンは1987～1989年の3年間、有形固定資産投資を差し控えることによって、余剰資金を約1500億円生み出している。これが、その時期の手元流動性の増加に反映している。1998年と1989年は、それを一気に取り崩している。

次に、関連会社株式への資金運用を見ておく。

表10 関係会社株式の増加

(単位：百万円)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年
関係 会社株式	46,970	47,165	50,482	286,596	320,844	346,227
増加				236,087	34,275	
88—89年度増加合計				270,362		

表10から、1988年から1989年にかけて、関係会社株式が2700億円増加している。これがファイアストーン社の株式と思われる。(3300億円との差額は、外貨換算によるものか、あるいは、残りをブリヂストンの関連会社が取得しているものと思われる。)

それでもまだ買収資金が足りない。そこで、ブリヂストンはこの他に、外部からの資金調達をおこなった。表11から、1988年に約1000億円を社債によって調達したことがわかる。

表11 外部資金調達

(単位：百万円)

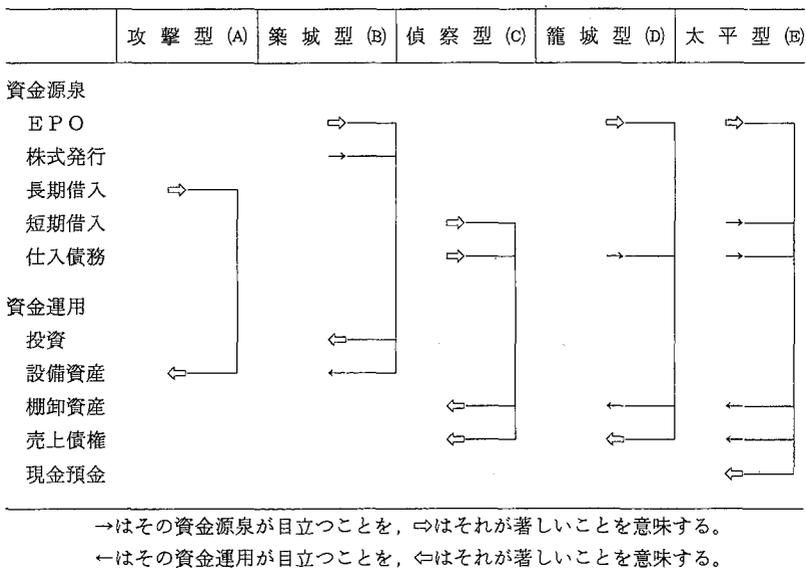
	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年
社債	23,029	4,821	41,955	142,721	78,700	68,274
有利子負債	45,449	25,379	60,485	159,379	99,485	89,654

87—88年にかけて社債の増加が約1,000億円

## 6. ブリヂストンのグローバル戦略の性格

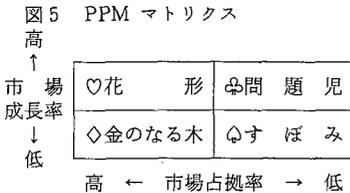
次に、試みとして、もう一步踏み込んだ次元でブリヂストンの資金分析をおこなってみよう。まず第1に考えられるのは、資金運用のパターン分析である。これは、資金の源泉と運用の構造から財務戦略を類型化するもので、これにより企業戦略のイメージを把握することが可能となる<sup>(4)</sup>。

図4 財務戦略の類型



たとえば図4では、長期の借入で設備投資をおこなったのが顕著なパターンは攻撃型として分類されている。あるいは、営業活動から豊富な資金を得て(FPO)、それを現金預金の形で貯えながら営業活動の規模を緩やかに拡大させているパターンは天下太平型と分類されている。ここでは5つのパターンを区別しているが、この他にも資金フローの向きがプラスかマイナスかによって、さらに多様なパターンを識別できるはずである。

もうひとつは、製品ポートフォリオ分析すなわち PPM 分析である。PPM の基本的な考え方は、次のように要約される。



これは、縦軸に市場成長率をとり、横軸に市場占拠率をとり、縦軸は下から上にむかって「低い」と「高い」に、横軸は右に向けて「高い」と「低い」にそれぞれ2分すれば4つの窓が現れる。この4つの窓に、問題児(problem child)、花形(star)、金のなる木(cash cow)、すぼみ(dog)、という仇名がつけられている。それぞれのイメージは次のようになる。

♣問題児 高成長市場にいるが、その市場の占有率は低い事業は、問題児と分類される。問題児は、高成長市場にいるため、可能性という魅力を秘めているが、激しい競争のなかで市場占有率を上げようとするると巨額の資金が必要とされる。そのジレンマゆえに、この呼称が与えられる。

♡花形 拡大する市場において、その市場の占有率も高い事業は、花形と分類される。高い市場占有率は、さしあたりの競争優位を享受させるが、拡大する市場のなかで、その相対的地位を維持するためには、それに応じた資金投下が必要である。資金の動きは賑やかなうちに拡大するところから、この呼称が与えられる。

◇金のなる木 成長が緩やかになった市場において、その市場の占有率が高い事業は、金のなる木と分類される。高い市場占有率がもたらすコスト優位は、潤沢な営業現金を生むが、市場の地位を維持するための資金投下の必要が減少するために、資金ポジションは良好である。このような事業の事業収支は大きな黒字となることから、この呼称が与えられる。

♣すぼみ 成長が大きくない市場において、その市場の占有率も低い事業は、すぼみと分類される。市場の拡大が期待できないうえ、規模の利益も持たない事業であるから、営業収支も事業収支も細々としている。この事業が盛り上げる可能性が遠のいていることから、この呼称が与えられるのであろう。わが国では負け犬と訳されているが、花の咲く前のつぼみの状態あるいは花が咲いた後のしぼんだ状態をイメージすれば、蕾（つぼみ）あるいは、すぼみが適当であろう。

このような製品群に着目することによって、いたずらに製品の市場シェアの拡大を目指すだけでなく、♣⇒♡⇒◇という製品のライフサイクルを考慮にいれ、それらを多角的に組み合わせ（たとえば◇金のなる木から♣問題児への資金供給）、効率的な資金配分を狙うのである。このように、PPMの本質は、事業の多角化戦略のもとでの資金という希少資源の効率的運用にあると考えられる。

このような観点から、この買収劇を見直してみよう。1985年から1987年までは、天下太平型である。すなわち、キャッシュフローを現金や短期の有価証券のかたちで貯えて、買収資金を準備していた。これをPPMマトリクスでみると、典型的な金のなる木であった。ブリヂストン本体は、収益およびキャッシュフロー特性をみると、金のなる木であるように思われる。豊富なキャッシュフローにもとづくブリヂストンの経営多角化投資とみることができる。

ところが、1988年と89年にブリヂストンは攻撃的太平型に一転変化した。ただし、投資先は設備資産ではなく、海外企業であった。

1988年は、社債発行が1000億円ある。事業収支も、ブリヂストン本体では好調であった。そこで、本体と海外事業の二つのセグメントで分析しなければならぬ。ブリヂストン本体はEの太平型であり、依然として金のなる木である。ところが、ファイアストンで金もれるため、借入をせねばならず、全体としては、一時的に攻撃型になっている。その結果、ブリヂストングループとしてはおかしなことになった。一方、ファイアストンは、すぼみであった。財務類型で言うと、これは財務諸表を見ないと何とも言えないが、天下太平型の資金フローの向きが逆の状態であろう。

## 7. むすびにかえて

ブリヂストンのファイアストン買収は、熾烈なタイヤ戦争のなかでのグローバル戦略であった。しかし、衰退するアメリカ産業の救済に利用された面がないとはいえない。

ここでは、企業の経営戦略を、経済あるいは、経営の文献によって明らかにされた事実と会計報告書から得られた情報を組み合わせて、分析を試みてみた。この作業から得られたインプリケーションを、むすびにかえて、確認しておく。

まず第1は、企業の経営行動を分析するには、市場の動向や技術の水準や人的資源の管理の面の他に、財務的な側面も併わせて考察することが望ましいこと。これによって、分析が、より立体的かつ具体的になるはずである。

そして第2に、会計の方から経営を分析しようとするとき、伝統的会計学が強調するような利益の説明力には、自ずと限界があることが指摘される。利益や原価の変化を含めた資金フローの総合的把握が、今後、重視されていくように思われる。

注

- (1) W. Carl Kester, *Japanese Takeovers*, Harvard Business School Press, 1991, P. 124.
- (2) これが最近の米国の企業評価論の論調である。
- (3) 企業情報研究会編『M&A のすべてがわかる本』オーエス出版, 1989年, P. 71.
- (4) 佐藤倫正「企業戦略のキャッシュ・フロー分析」『経営行動』第5巻第3号(1990年9月) PP. 47~53.