

# 中小企業における企業価値ベースの経営計画 ～フリーキャッシュフロー重視の経営～



南都経済研究所 連携コンサルタント 山城 満氏

## 1 キャッシュを創出する企業価値経営へ

### 1. 「会計がわからんで経営ができるか」

企業が健全に成長していくためには、経営の状況が一目で分かり、さらに、経営者のビジョンや戦略を反映した資源配分を適切に管理できる会計システムが必要である。

そのためには、経営者自身がまず会計というものをよく理解しなければならない。「会計がわからんで経営ができるか」とは、経営のカリスマともいえる京セラ創業者稲盛和夫氏の言葉である。

経営者の多くは、「利益追求＝売上追求」と考えて会計をおざなりにしがちで、会計士・税理士が準備する決算書で、売上高と利益だけを重視し、結局「勘と経験頼み」で経営方針を決めている。

決算で利益を出しても、売掛金や在庫が増加すれば未資金化のお金が滞留し、それが不良在庫であったとしても損失とは認識されず利益が見かけ上増えることとなる。そのため、利益とは、そのまま成長に必要な設備投資に使えるわけではなく、実在の不確かなものであるといえる。

どのような利益が数字の上で出ていようとも、リスクを取って成長分野に打って出ようとする場合、結局安心して自由に使えるのは手元にある自分のお金（キャッシュ）しかないことになる。

そのため、企業が将来的に生み出すFCF（フリーキャッシュフロー）を基にした「企業価値」経営が重要視されている。

経営活動においては、必ずモノとお金（キャッシュ）が動く。損益計算書（PL）における利益というあいまいなものではなく、「キャッシュの動き」に焦点をあてて、物事の本質にもとづいたシンプルな経営を行う「キャッシュベースの経営」でなければならない。

## 2. VUCAの時代…社会環境の激変

VUCAとは社会環境の先行きの不透明さを表す次の4つの状況の頭文字をとったものである。

Volatility（変動性）／Uncertainty（不確実性）

Complexity（複雑性）／Ambiguity（曖昧性）

世界は、コロナ禍や国際紛争などの予測困難な変化にさらされ、またテクノロジーの急速な進歩により、新しいサービス、モノづくりが成長し、業界という概念を覆す新規産業が続出している。

これまで、企業は設備投資や人材などの経営資源で成長してきたが、技術革新により、それらは、逆に「負の資産」としてのしかかるケースが頻発するようになってきている。

## 3. 企業価値経営へ（FCF創出経営へ）

企業価値についてはいくつかの定義があるが、近年、日本経済の長期にわたる低迷の打開を目指し企業価値の向上を目標に掲げる企業が増え、また、M&Aも増加していることから、「企業が将来にわたり生み出すと期待されるFCF（フリーキャッシュフロー）の総額を現在価値に割り戻したもの」とすることが、コーポレート・ファイナンスの分野では一般的になってきた。

キャッシュフローには、本業で生み出した「営業キャッシュフロー」、投資に向けた「投資キャッシュフロー」、銀行等からの借入やその返済である「財務キャッシュフロー」があり、そして、FCF\*は文字通り、リスクを取った投資等に自由に使えるキャッシュフローであり、将来的な成長に向けて欠かせない経営資源である。

\*FCF＝営業キャッシュフロー＋投資キャッシュフロー

（FCFの計算式には種々あります）

## 2 経営における損益計算書指向の欠点

### 1. 日本経済の凋落

日本は、「失われた30年」の低成長の時代にあるが、1989年には、世界の株式時価総額トップ50社のうち34社が日本企業であった。しかし、今や1社にすぎず、トップ20社には皆無である。

海外においては、米国の「GAFAM (Google、Apple、Facebook、Amazon、Microsoft)」に代表されるような、破壊的な新興企業が生まれ、経済を牽引している。

日本経済と特に関係の深い米国、中国をみると、米国企業は、長期的視点で事業を計画し、フリーキャッシュフローの創出により、リスクを取った思い切った投資を行い企業価値を増大させてきた。また、中国勢は、政府の政策や補助金にも支えられ、巨大投資を行ってきた。

一方、日本の「失われた30年」においては、多くの企業がバブル経済崩壊後の不良債権処理に追われた面であろう。しかし、経済が成長した昭和期の成功体験を引きずり、売上増加と、コスト削減による単年度利益の捻出にのみ注目し、結局、投資より内部留保を優先する守りの経営で、縮小均衡、企業価値押し下げの方向に進んだといえる。これは、何も大企業だけに言える事ではなく、中小企業においても同様である。

### 2. PL重視経営の陥りやすい行動パターン

決算書において、損益計算書(PL)で単年度の売上高と利益の増減だけを重視した経営では、次のような行動パターンに陥りやすい。

①年間の利益のみを重視し、将来的にどれだけのキャッシュフローを生み出すかという長期的な価値を加味しない。

②成長が期待されるものの先行投資の期間が長く収益化に時間を要する事業でも、PL上の売上や利益を優先して、収益化を急ぎ必要な追加投資を怠ることで、大きな成長機会を逃す。

③資本のコスト感覚に乏しく、そのため、本来は株主から高い期待収益率を課せられ高コストである株主資本を、利息の要らない資金と考え、キャッシュを生まない内部留保として抱え込み低い利益率で満足する。

④事業のリスクに応じた収益(リスクプレミアム)を獲得するという意識に乏しい。

本来、低リスク事業には低コストの借入金で、一方、リスクは高いが高収益を望める事業には、内部留保も含めたエクイティ(株主資本)での調達があふさわしい。

### 3. 利益は意見・キャッシュは真実

損益計算書における利益は意図的に調整することができ、「利益は経営者の意見」ともいわれる。

売上高	・売上計上の決算跨ぎのタイミング調整/前受金の売上計上/押し込み販売等
-売上原価	・製造原価(固定製造間接費)の棚卸資産計上 ・生産増による期末棚卸資産積み増し ・自社制作ソフトウェアの固定資産計上等
売上総利益	
-販管費	・減価償却費の調整(工場・設備、のれん等)
営業利益	
±営業外損益	・研究開発関連コストの無形固定資産計上
経常利益	
±特別損益	・営業費用・営業外費用の特別損失としての計上
税引前利益	
-税金	
当期利益(純利益)	

①発生主義会計から来る売上認識のタイミングを意図的に調整し当期の売上にする、また、押し込み販売で無理やり当期売上高に計上する。

②研究開発関連などで仕訳を調整することにより

費用とすべきところを資産として計上し、経営者の思惑により利益を大きく見せることも可能である。また、期末棚卸高を意図的に膨らませることも売上原価を少なく見せる要因となる。

- ③本来業務における利益を重視する金融機関や債権者に見せるため経常利益を上げておきたい場合、本来は営業外費用に計上すべき支出を特別損失に計上することで経常利益が大きくなる。

経営者は高利益・高配当を期待する株主からの圧力に応えようとする場合や、金融機関などからの評価を上げるため、グレーゾーンにある手法を駆使して短期的な利益の確保に走るようになる。そのため、長期的な成長を視野に入れることができず、成長に必要な研究開発の縮小や見送り、また、企業価値向上に必要なリスクを取った成長投資を躊躇し大きな成長機会を取り逃がす。

#### 4. 長期視点を欠く損益計算書重視

かつて右肩上がりの経済成長が見られた時代、対前年度比で売上X%アップという直線的に成長する経営計画でも増収増益が期待できた。

しかし、現在の日本は、少子高齢化・人口減少、破壊的な技術革新による既存事業の陳腐化、資源の有限性という制約、環境汚染物質の排出規制という制約、等々に直面している。

単年度の売上減少や減益を恐れるあまり、次の主力製品を生み出すための研究開発の縮小や先送り、ブランド力創出のためのマーケティング費の削減、成長分野への進出のための先行投資の先送りといった状況では将来展望はない。

企業は、「業を企てる」という本来の在り方に立ち帰り、短期的な赤字のリスクを恐れず、将来を見据えた先行投資、そのためのキャッシュの調達、そして、ヒト・モノ・カネの経営資源の効率

的な配分といった成長志向の長期的経営計画を策定し、そして、潤沢なフリーキャッシュフローを生み出すという、ダイナミックなスパイラルを構築する必要がある。

### 3 長期的な経営計画の必要性 ～経営者の頭の中にはあるが～

#### 1. 経営計画不在の経営の危険性

##### 【1】会計士・税理士に任せきり

「売上高」と「利益」には注目するが、社内の各事業が赤字か黒字か、また、適切に経営資源が配賦されているかがわからない。また、キャッシュフローがプラスかマイナスか、将来的に損益がどのように推移するかの見通しも判断できない。

##### 【2】経験と勘による経営

創業者、オーナー経営者に多いタイプで、経営が経営者の頭の中にあるだけで、ステークホルダー（株主・債権者・金融機関・従業員）に説得性のある論理的な説明をしにくい。

また、継続的にPDCAサイクルを回すことができず、事業のステップアップが難しい上に、経営ノウハウを次世代に引き継げない。

##### 【3】急激な外部環境の変化に対応できない

コロナ等の感染症の蔓延、世界的な紛争の勃発等々の急激な外部環境の変化、また温室効果ガスの排出量規制、少子高齢化といった趨勢的な変化など、現在はまさにVUCAの時代である。

その中、経営計画、すなわち進むべき方向性についての仮説を構築できていなければ、環境の変化に直面した場合、何が経営計画の予測と異なるのかがわからず、適切な対応ができない。

##### 【4】部門別損益が不明で販売戦略があいまい

儲かる製・商品、問題のある製・商品があいま

いで広告宣伝、販売促進活動への経営資源投入が非効率となる。

【5】将来が不明確で社員の士気・人材採用に難  
将来の成長した姿が見えず、従業員の士気が上  
がらない。また、優秀な人材も集まらない。

## 2. 経営計画に基づいた経営へ

### 【1】数字に強い経営者になる

経験や勘といったあいまいなものではなく、数字という客観的事実を基にした、的確な現状判断と精度の高い意思決定が可能となる。

また、利益ではなくキャッシュフローをベースとした判断も行うことができる。

### 【2】月次決算制度で迅速かつ適切な判断

年に1度の決算を基にした判断では対応が後手に回る。変化の激しい現在の経営環境の中、少なくとも毎月の試算表を基に判断することで、迅速な対応が可能となる。

### 【3】ステークホルダー（投資家・銀行・従業員 etc.）と積極的なコミュニケーション

数字を基にした客観的な判断や事業計画を求める投資家・銀行・債権者とは良好なコミュニケーションをとることにより信頼性が高まり、事業計画の遂行に協力を得やすい。

### 【4】事業の方向性が明確になり投資が効率化

製品・販売先等のセグメント別の収益状況を把握することで、経営資源を効果的に振り向けることができ、投資を効率的に行うことができる。

### 【5】従業員の動機付けにつながり士気向上

自社を取り巻く環境の変化により、従業員の自社の将来に対する不安が高まる可能性があるが、数値で客観的・具体的な将来像を示すことで、安心感が高まるとともにモチベーションが向上する。

## 4 財務分析に基づく企業環境分析

### 1. 「勘と経験」からデータ分析へ

中・長期の視点に立った経営計画の策定に当たって、企業の内部環境と企業を取り巻く外部環境を複数の視点から客観的に見つめる手法として、長年に渡り「SWOT分析」が使われている。

漠然とした分析では結局「勘と経験」に頼ることとなり、客観的な仮説を立てる事が重要である。

その際には、後述の「3C分析」「PESTLE分析」といったフレームを活用し、「7W3H」を駆使した切り口で、普段の業務の中で経営環境を分析することの習慣化が重要であるといえる。

### 2. SWOT分析で環境の見極め

SWOT分析は、企業が意思決定を行うに際し、自社の内部環境である強み（S）と、弱み（W）、社会的な外部環境である機会（O）と脅威（T）の4つのカテゴリーに分けて、自社の経営資源、また、自社が置かれる環境をリストアップし、事業の環境変化に合わせて自社資源の最適配分を図る経営戦略の策定手法である。（図表1）

図表1：SWOT分析の基本形

自社組織の内部環境	
■Strength（強み）	■Weakness（弱み）
生かすべきナンバーワン/オンリーワンの能力	克服すべき改善が必要な点、劣る点
外部の環境（社会的環境）	
■Opportunity（事業機会）	■Threat（社会的脅威）
生かすべきビジネス・チャンスになりうるもの	回避すべき、存在を脅かしそうな外部の動き

### 3. PLと月次試算表をセグメント分析

定性的な分析によりリストアップしたSWOT項目に、3年程度の損益計算書と月次試算表のトレンドにより定量的な裏付けを行うとともに、新

しい定量的な強みと弱みの項目を探る。

また、収益性・安全性・効率性・成長性についての重要財務指標のトレンドに着目し、さらに、製品・サービス別などのセグメント別に、売上高と利益の変動とその要因を分析することで、自社の内部環境がより詳細に具体的な数値に裏付けられた「強み」「弱み」があぶりだされる。

## 4. 環境・資源分析の視点 3C分析

SWOT分析と並んで、伝統的な分析ツールとして「3C分析」がある。(図表2)

図表2：3C分析 <分析対象となる3つのC>

顧客 (Customer)	市場規模、成長性、ニーズ、購買行動 etc.
競合 (Competitor)	寡占度、参入障壁、強み・弱み etc.
自社 (Company)	技術力、販売力、ブランド、収益性、人材組織力、情報 etc.

3C分析は、主に市場と競合を分析するために用いるが、顧客、競合相手、自社の観点から環境を分析し、経営戦略上の課題を導くものである。

これは、SWOT分析において4つのカテゴリで抽出した項目を、ビジョンとして昇華させる場合、あるいは全体戦略や行動指針に落とし込む場合の道筋を作っていく際に有用である。

## 5. 外部環境分析の視点「PESTLE分析」

SWOT分析等における外部環境を探る場合、漠然と考えても捉えどころがない。そのため、6つの重要分野の要因を切り口として分析しようとするものがPESTLE分析で、政治、経済、社会、技術、法律、環境を表す英語の頭文字をとったものである。(図表3)

多方面から環境を客観的に見ることができ、事業機会を見出すのに役立ち、脅威の可能性を警告してくれる。

図表3：外部環境分析<PESTLE分析>

要因	事例
政治的要因 (POLITICS)	政府政策/国家予算/米中動向/地域紛争 etc.
経済的要因 (ECONOMY)	為替相場/経済成長率/金利/各種経済指標 etc.
社会的要因 (SOCIETY)	流行/少子高齢化/女性の社会進出 etc.
技術的要因 (TECHNOLOGY)	AI/ICT/技術革新/電気自動車/大容量通信 etc.
法律的要因 (LEGAL)	規制緩和/規制強化/関連法規/最低賃金 etc.
環境的要因 (ENVIRONMENT)	温暖化/異常気象/冷夏/暖冬 etc.

## 6. 思考方法の原点「7W3H」

思考方法のフレームワークの基本形として「5W1H」があるが、それをさらに細分化したものが「7W3H」である。

When (いつ)	いつ、いつまでに
Where (どこで)	事業の場所や販売チャンネル
Who (誰が)	誰が行うか
What (何を)	事業の内容、テーマ、価値
Why (なぜ)	事業の理由、原因、背景
which (どちらを)	どちらが最善か
whom (誰に・誰と)	誰が顧客か。誰と行うか
How much (いくら)	販売価格や原価
How to (どのように)	方法、手段、手順
How many (いくつ)	販売や生産の数量

経営戦略・経営計画の策定時のみならず、日常業務における報告、交渉、説明、説得等においても有用で、考えを論理的に整理し、プレゼンテーションするツールとして優れている。

## 7. クロスSWOT分析

SWOT分析において4項目のカテゴリでリストアップするだけでは、ビジョンや方向性は導き出されてもなかなか具体的な戦略には落とし込めないため、4項目をクロスさせることにより、具体的な戦略を導き出そうとするのが「クロス分析」である。(図表4)

図表 4： クロス分析の基本図

		経営資源	
		内部環境	
経営環境		■Strength (強み)	■Weakness (弱み)
外部環境	■Opportunity (事業機会)	積極戦略 強みを活かした実現化を具体的に検討	改善戦略 2~3年で市場に追いつく戦略。弱みを補完し強みへの転換を検討
	■Threat (社会的脅威)	差別化戦略 徹底的な差別化。脅威を圧倒的な市場シェア獲得の可能性に高める	回避・撤退戦略 コストの徹底削減。資源を機会や強みのある分野に迅速に振り向け「選択と集中」

クロスSWOT分析では、内部環境の強みと弱み、外部環境である機会と脅威の掛け合わせの可能性を探っていくことにより、具体的なイメージにたどり着くことができる。

さらに、SWOT分析を、より具体的に考える手法としてS・W・O・T 4項目のクロス分析に加えて、3Cとのクロスも有用である。

3C、つまり顧客、競合、自社をより深く具体化することで、SWOTの各項目のリストアップの際の切り口が明確にできる他、中小・中堅企業においてはニッチ市場の発見にもつながる。

また、一層、戦略として具体的に落とし込みやすくなり、さらに、日常的な活動に結び付けることで短期のアクションプランにもつながる。

#### ①【強み×機会】…積極戦略

外部要因である機会と内部要因である強みを掛け合わせ、成長分野としてヒト・モノ・カネの経営リソースを集中して取り組む戦略。

製品・サービス別などのセグメント別に過去の決算書・月次試算表を分析する中で強み、また、掛け合わせが可能な機会を抽出し、迅速に実行する戦略や行動計画を構築していく。

短期経営計画（年度計画）において重点的に取り組み、他社に先んじるべき項目であり、強みを活かした実現化を具体的に迅速に検討する。

#### ②【弱み×機会】…改善戦略

外部環境の機会を捉えようとする場合にネックとなる自社の弱みを抽出し、それを改善して2~3年で強みに転換し市場に追いつく戦略。

多くの場合、人材、技術がネックであり、それを補完するための資金の問題でもある。

キャッシュフローに余裕があれば2~3年をかけて改善も可能であるが、アウトソーシングや「戦略的な連携」で外部に経営資源を求め、スピードを速めることも検討しなければならない。

#### ③【強み×脅威】…差別化戦略

自社の強みを使って圧倒的な市場シェア獲得の可能性を高める戦略で、主として次の方法がある。

##### 〈1〉 残存者利益

市場が厳しくなれば縮小・撤退する企業が増えることから、資金力があれば、当面は我慢の経営を行い残存者利益の獲得を目指す。

##### 〈2〉 ナンバーワン戦略

市場が厳しくても、自社の強みを使った徹底的な差別化を行い圧倒的な市場シェア獲得を図る。

##### 〈3〉 M&A・提携

自社が持つ強みのある製品を販売力が強い他社に販売を任せる、あるいは、商品力は劣るが市場に強い他社を買収する。

## ④【弱み×脅威】…縮小・撤退戦略

コストの徹底削減を図り、資源を強みや機会のある分野に迅速に配分する「選択と集中」を行う。コスト体質の改革、管理強化などのアイデアが中心となるが、事業の撤退も視野に入れておく。

## 5 PPM分析 ～経営資源の効果的配賦～

PPM分析（プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント）とは、自社の持つ種々の製品やサービス、つまりポートフォリオを「市場成長率」「市場シェア」の2軸で整理するもので、縮小あるいは拡大させる分野を分析する手法である。

新製品開発や新事業分野進出による多角化が必須となる中で、全社戦略を各事業戦略に落とし込む際に、企業価値を高めるために経営資源をどう配置するか決定に有用である。（図表5）

中小企業の場合、市場占有率は計測しづらいことから市場全体の伸び率と自社の製品・サービスの売上高の伸びとの比較などで推測する。

「花形」「金のなる木」「問題児」「負け犬」の4象限に分ける手法が代表的で、PPMの座標に位置付けることでその特質が見えてくる。

【花形】成長市場で競争が激しくライバルも多いが、投資効果は期待されることから積極的に投資

し、競合他社に負けないように更なる品質改善と開発を目指す。

【金のなる木】成長は見込めないが、安定した利益で多くのキャッシュフローを生む。現状維持を目指し、経営資源は他の成長期待分野に回す。

【問題児】成長分野だが、現状ではうまくいっていない。更なる開発や改善、また広告宣伝にも経営資源を注力し花形や金のなる木を目指す。

【負け犬】市場が縮小し成長が見込めず利益も低迷している。早期の撤退や事業売却を検討する。

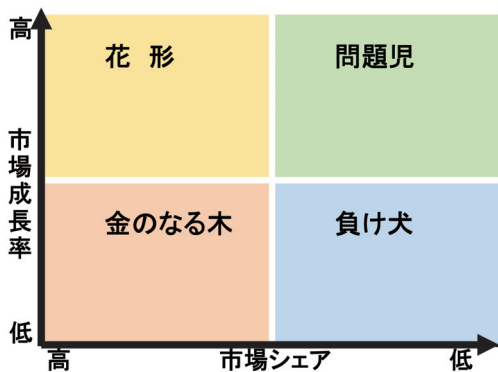
### 【売上の推移と利益の推移を動的に分析】

商品別にセグメント化した3年間程度の売上と利益の推移を動的に分析することで、製・商品のライフサイクルや市場環境がどのように変化しているかを明確化し、フェーズの変化に対応した対策を迅速に打ち出すことができる。（図表6）

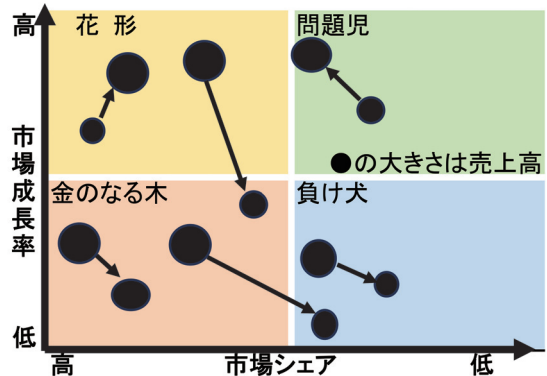
また、製・商品やビジネスの立ち位置が視覚化されることから、事業戦略に必要なフリーキャッシュフローをどこで創出し、どのように配分していくかを判断するためのフレームワークとなる。

将来については、SWOT分析等で導き出されたビジョンや戦略、また、財務諸表での経営判断を併用していくことが必要であるが、PPMはそれらを進めていくうえで必要なキャッシュフローの有り場所を示す有用なポイントである。

図表5：PPMのフレームワーク



図表6：業績推移でPPMを動的に分析



## 【PPM分析の限界】

市場環境は常に変化しており、また、PPM分析も万能ではなく限界についても指摘されている。

既存のビジネスや製・商品だけしか分析できず、破壊的なイノベーションの発掘は見込めないため、将来の戦略には結びつけにくいともされる。

また、負け犬等を含めフルラインのポートフォリオをそろえることによりシナジーやブランド力を生んでいる可能性には留意を要する。

低く、先進性を好むアーリーアダプター（初期導入者）が試験的に購入するが、BtoC市場では、この層は約13%いるといわれている。

層全体に行き渡った後、一般消費者に広がるかがカギとなり、成功すれば、その後、PPMでいう「花形」さらに「金の成る木」へと成長しキャッシュフローの源泉となっていく。

そのため、既存市場への新分野進出、新製品投入においては、市場がどの段階にあるかを見極める必要があり、また、消費者志向の多様化からライフサイクルが短期化しており、事業展開のスピードも重要である。段階により、売上高の成長性はもちろん、資金需要、収益・キャッシュフローも異なる。導入期には、売上の増加は鈍い一方で、多大な改修のためのコスト、宣伝・広告コスト等が必要となる。成長期に入れば、増産のための設備投資、ブランドロイヤルティ確立のための広告・宣伝コストが必要となる。

そのために、設備投資や運転資金の増大に見合った利益、キャッシュフローがなかなかついてこない。つまり、市場投入のタイミングの誤りや、事業展開の遅れによるタイミングの逸失は、経営に重大な影響を与えるのである。

## 6 発展段階別の資金特性

### 1. 製品のライフサイクルと資金特性

経営革新による新分野進出・新製品開発における留意点として、一般的に新製品は「導入期」「成長期」「成熟期」「衰退期」のライフサイクルを待つ。この間のキャッシュフロー特性に応じて、ファイナンス面で適切な対処が必要である。

また、すでに出来上がった市場への新規参入では、成長の余地を見極める必要がある。（図表7）

#### <進出・投入のタイミング>

～ライフサイクル（成長市場か成熟市場か）～  
新製品は、市場に導入されてすぐには認知度も

図表7：製品のライフサイクルと資金特性

	導入期	成長期	成熟期	衰退期
売上高	低い	急成長	低成長	低下
市場浸透	市場認知度は低く、先進性を好む一部の先進的購入者が試用的に購入。	市場認知が進み、先進的な購入者に続く購入者が増加。	製品は市場に行き渡り、成長は減速。	製品の陳腐化が進み売上が減少。
資金需要	●販売促進（広告宣伝・営業）の経費大	●増産向け設備投資 ●増加運転資金拡大	●デザイン変更など販売テコ入れ	●製品延命に向けた改良費・営業
	●クレーム対応や仕様小変更で追加試験研究費発生	●組織拡大費用（人件費等）	●新製品の開発費	
	●増加運転資金の増加	●ブランド・ロイヤルティ確立に向けた広告・営業費大（新規参入者との競合激化）		
利益／キャッシュフロー	マイナス	ようやくプラスに	高い	減少
価格戦略	コスト・プラス法	市場浸透価格（価格低下）	競争対抗価格（価格低下）	利益確保価格（撤退の可能性検討）



## 2. 第二創業・ベンチャー企業の段階別成長特性

既存事業とは異なる新事業・新分野に進出を図る革新的な中長期経営計画は「第二創業」とも呼ばれ、ベンチャー企業の成長特性とも共通する部分は多い。(図表8)

また、事業承継等において、先代のカリスマ性に依存した経営から、システムティックな経営体制への移行を目指す場合にも近似している。

### ①スタートアップ期の企業特性

ゼロから1を生み出す想像力、事業を組み立てていく熱意の時期。

- (a) 創業者の経営思想の下で熱意は高い。
- (b) 知名度は低く信用度は低い。
- (c) 新製品・サービスの場合には市場が不透明。
- (d) 売上は伸びないが支出は多く資金はひっ迫。

### ②成長初期／中期

- (a) 経営者の個人的な経営能力から、組織の拡大に対応したシステムチックな経営へ。
- (b) 市場が成長すれば新規参入により競合が激

化し、新製品の開発体制強化が必要。

- (c) 組織を統制する財務／管理会計が必要。

### ③成長後期・新成長期

- (a) 事業体制や収益が安定化。組織と資産を活用し事業を複線化していく経営の時期。
- (b) 既存製品の陳腐化や経営環境変化に対応し、技術革新や新市場開拓の強化。
- (c) 株式公開も視野に入る。借入では、メインバンクを中心とした複数行で資金調達。

## 3. 魔の川・死の谷・ダーウィンの海

新規技術が製品化され市場を形成するまで大きく分けて「研究～製品開発～事業化～市場・産業化」の段階をたどるが、その間に新規事業による第二創業やスタートアップのベンチャーには乗り越えなければならない障害が存在する。

### ①魔の川（0→1：アイデアの事業化期）

「研究～製品開発」期、新事業を創造する「0→1」の段階における障害。研究開発を進めるも

図表8：企業の成長段階別の事業特性

	スタートアップ期	成長初期・中期	成長後期・新成長期
経過年数	～5年	5年～10年	10年～20年
経営特性	起業家のビジョン・理念がリードする活気のある集団	経営者の個性からシステムチックな経営へ	新事業開発体制の定着化と収益の安定化
財務管理レベル	初歩的経理／税理士依存の税務（売上中心で管理情報に低関心）	月次決算確立／管理会計実施（売上債権・在庫管理不在）	株式公開をにらんで情報公開徹底
内部組織	単独／共同者による仲間経営社長を中心として分担不明確	優秀な幹部中途採用 既存幹部との対立と集団退社	新卒幹部候補採用 幹部の内部分裂
市場成長と競合	市場スタート（新参者の信用不足） 無競争状態に安住	市場急成長 弱小競合による淘汰が始まる	市場安定 大手企業参入激化
新製品開発とリスク	完成品開発の長期化と資金逼迫	製造委託先や海外企業による類似品の販売・競合化と価格低下	技術革新や市場変化で販売低下
資金調達	①自己資金・家族・友人 ②創業者向け制度融資 ③エンジェル（資金逼迫）	①通常の銀行融資 ②ベンチャーキャピタルの投資 ③株式公開による市場資金調達（過剰資金による放漫）	①株式公開による市場からの資金調達

事業承継／M&A

の、市場ニーズにそぐわないと判断され製品化に至らない状況が魔の川と表現される。

### ②死の谷（1→10：急成長・グロース期）

「製品開発～事業化」期、新事業を育てる「1→10」の段階における障害。

魔の川を乗り越えて製品化に至ったものの、事業化には、相当な時間と桁違いに大きな資金調達を要する。ここで売上が伸びないと、優秀な人材も集まらず、十分な製品・サービスが提供できないことから、さらに売上が伸びないというスパイラルに陥るリスクがあり、その状態を指して死の谷と表現される。

### ③ダーウィンの海（10→100：安定成長）

「事業化→市場・産業化」期、新事業を市場に定着させ発展させる段階における障害。

競合企業が現れ市場が大きくなるものの、事業化された製品を市場に定着させるためには競争に勝つ必要があり、加えて、新技術による新しい製品・サービスを、既存の技術と置き換えることの

メリットを市場に認知される必要がある。

## 4. 新事業展開のリスクとキャッシュフロー

新事業進出や新製品開発においては、設備投資や研究開発費等のキャッシュのアウトフローが続き、一方、売上高はなかなか伸びない。その間、人件費や販売促進費等が発生し赤字とキャッシュフローのマイナスが続く。（図表9）

赤字は売上が伸びるにしたがって解消されるが、売上高の増加は、同時に、売掛金や受取手形、在庫といった運転資金の増加につながる。

### <忘れがちな増加運転資金に留意>

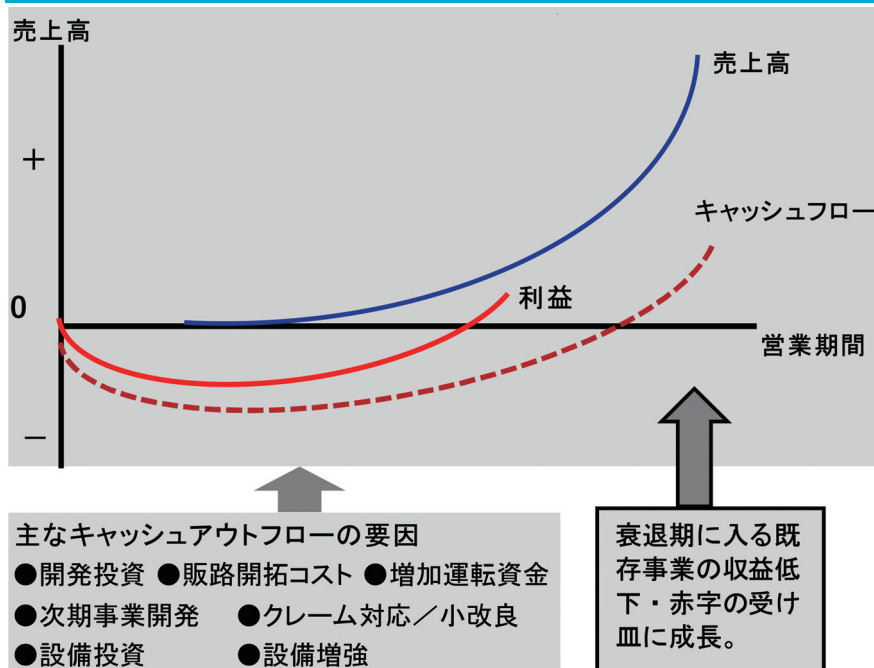
費用増大に比べて、売上・利益・キャッシュの増加は遅れる。特に、増加運転資金の発生はキャッシュフローのマイナス要因であり、キャッシュフローがプラスになるのは最も後となる。

この増加運転資金によるキャッシュアウトフローの増加は、損益決算書をベースとした損益管理では見落としがちであり、最悪の場合には黒字倒産に至る。

この間のキャッシュフローのマイナスを補填するファイナンスが必要で、既存事業における「金のなる木」の育成、また、内部に留保したフリーキャッシュフローの存在が重要となる。

運転資金とは日常業務を続けていく上で必要な資金で、仕入～販売～回収というビジネスの流れの中で、在庫（棚卸資産）を仕入れるためキャッシュを支出し、その後、販売した売上債権（売掛

図表9：新製品や新事業の売上高と利益・キャッシュフロー



金+受取手形)が決済されキャッシュが入るまで、固定化されたキャッシュを賄う資金である。

## B/S (売上増加後)

流動資産 売上債権 棚卸資産	流動負債 買入債務
その他流動負債	その他流動負債
	前期運転資金
増加	増加運転資金
固定資産	固定負債 + 自己資本

$$\begin{aligned} \text{経常運転資金} = & + \text{売上債権 (売掛金・受取手形)} \\ & + \text{棚卸資産} \\ & - \text{買入債務 (買掛金・支払手形)} \end{aligned}$$

また、売上高の増加とともに、在庫も売上債権も増加することから、それに伴い運転資金も増加するがこれが増加運転資金の概念である。

企業の存続において最も優先されるべきものであるが、それそのものは新たな収益を生まない。

## 7 重要なキャッシュマネジメントの意識

### 1. CCC (キャッシュ・コンバージョンサイクル) による資金効率化と投資

欧米では早くからCCCの改善に取り組む企業が多く、一方、日本企業は資本効率やキャッシュマネジメントへの意識の弱さが指摘されてきた。

$$\text{CCC} = \text{「棚卸資産回転期間} + \text{売上債権回転期間} - \text{仕入債務回転期間」}$$

売上が増加し、生産、仕入が拡大していく過程で必要な運転資金は増大していくが、仕入債務の支払いから売上の回収までの期間が長ければ、その分、運転資金として手元のキャッシュの滞留も

増加することになる。

運転資金は、不足すれば支払い不能に陥り即座に経営は破綻に追い込まれることから、企業の存続において最も優先されるべきものであるが、それそのものは新たな収益を生まない。

そのため、CCCを改善し、必要運転資金を最小限にすることで、余剰として生まれたキャッシュで有利子負債を圧縮したり、次の投資の原資として利用できるようにしたりすることは、資産を最大限利用するために極めて有用である。

CCCの短縮に向けては基本的には以下の3つの方向性があり、徹底改善でキャッシュフローを最大化し利益を生む活動に投じる必要がある。

- ① 棚卸資産回転期間短縮のために、商品や原材料の適正在庫を算出し徹底管理することで在庫を削減する。
- ② 売上債権回転期間を短くするために、取引条件の交渉で受取手形サイトの短期化、売掛金の早期回収徹底を図る他、売上代金を早期に受け取れる取引方法を検討する。
- ③ 仕入債務回転期間を長くするために、取引条件の交渉で買掛金の支払を遅らせる他、JIT (ジャストインタイム) 等により、仕入れ量と発注時期の改善、仕入れ先での在庫期間の長期化を図る。

### 2. キャッシュ目線での全社的データ管理

事業が多岐にわたり、購買・在庫・売掛管理の責任が分散している場合などにおいては、キャッシュ目線で全社的な管理を行う必要がある。

また、CCCの管理を行うことで、その数値の変化により、事業活動や取扱い製品・サービスにおける何らかの異常発見の契機ともなり、需要予測の精度や受注管理方法の改善、在庫管理や購買

行動におけるコストコントロールにもつながる。

## 8 最後に (ファイナンス思考の重要性)

### 1. 財務諸表の重要さは変わらない

PL/BSといった財務諸表は企業の状況をデータとして客観的に把握するために重要であり、利益はキャッシュフローの源泉となる。

ただ、日本企業は目先のPL、特に年度の売上高と利益を重視し、大規模な設備投資に慎重になり、VUCAの時代に直面して守りの経営で縮小均衡志向から脱せないように思われる。

半導体、液晶、太陽光発電パネル、リチウムイオン電池など、かつては日本が技術的に先行していたが、市場が拡大期に入り大規模な設備投資が必要となると、長期的な視点が必要となり、単年度決算偏重では社内のコンセンサスが取りにくい状況であったと考えられる。

この傾向は広く見られ、売上や利益計画では、対前年度比で無難で根拠のあいまいな数値が盛り込まれていることが多い。

### 2. ファイナンスの思考へ

ファイナンスとは、直訳すれば財務や資金管理を指し、広義には、企業価値を最大にするために市場から資金を調達し、事業に投資をしてキャッシュを稼ぎ、株主、金融機関に、還元・返済していく一連の活動を指す。

また、財務戦略としては、大規模プロジェクトが軌道に乗り出す10年先程度までの計画に基づき資金調達し、その資金を事業に配分して企業価値を高めるといった長期的視点に立ったものである。

GAFAMが急成長を遂げた財務面での共通す

る特徴は、短期的なPLの棄損をいとわず、投資の目的が長期的で未来志向であることといえる。これは、30年前には零細、あるいは中小企業であった企業の話である。

ファイナンス思考の経営とは、利益ではなくキャッシュフローを最大化することで、長い将来にわたり様々な投資を行い、新事業を生み出していくといった物事の本質にもとづいたシンプルな経営を行う「長期のキャッシュベースの経営」といえる。

(山城 満)

#### 【参考文献】

- 「SWOT, PESTLE&財務分析による【真実の経営計画書】」  
篠崎啓嗣/比果良太郎/佐藤恵介著/延島隆裕/西原英雄/豊田雄平 著 マネジメント社
- 「稲盛和夫の実学—経営と会計」稲盛和夫著 日本経済新聞社
- 「管理会計・入門—戦略経営のためのマネジリアル・アカウンティング」浅田孝/頼 誠/鈴木研一/中川優/佐々木 郁子 著 有斐閣
- 「エッセシャル管理会計」谷武幸著 中央経済社
- 「ファイナンス思考 日本企業を蝕む病と、再生の戦略論」  
朝倉祐介著 ダイアモンド社
- 「いまこそ再認識! 資金繰りとキャッシュフロー」松田修著 税務研究会
- 「CFO 思考 日本企業最大の「欠落」とその処方箋」  
徳成旨亮著 ダイアモンド社
- 「中小・ベンチャー企業 CFOの教科書」高森厚太郎著 中央経済社
- 「攻めのファイナンス スタートアップCFO入門」  
竹居邦彦著 B L A出版

#### 《筆者プロフィール》

山城 満 (南都経済研究所連携コンサルタント)  
中小企業診断士/社会保険労務士有資格者  
国際公認投資アナリスト (C I I A)  
1級ファイナンシャルプランニング技能士  
奈良県立大学地域創造学部兼任講師

1979年 神戸大学経済学部卒業  
南都銀行・南都経済研究所 (出向) 勤務を経て  
2023年6月独立