

自動車産業における利益情報と キャッシュフロー情報の乖離

— キャッシュフロー・パターンからの考察 —

石 田 裕 明

土 田 俊 也

1. はじめに

本論文では、自動車メーカーにおいて、自動車事業と金融事業の事業ライフサイクルが異なることを、キャッシュフロー・パターンから考察する。そして、その事業ライフサイクルの違いが、利益情報とキャッシュフロー情報との乖離の一因となっていることについて検討する。

今日の自動車メーカーにおいて、金融子会社の存在は、競争戦略上の優位性をもたらす重要な経営資源の一つとなっている¹⁾。実際に、トヨタ自動車のアニュアルレポートにおいて「トヨタの金融事業は、当社のコアビジネスである自動車事業の成長を支える上で大きな役割を担っています。クルマの購入に自動車ローンはつきもので、質の高い販売金融サービスの提供が自動車販売における競争力の一端を担っています²⁾」と明記されている。

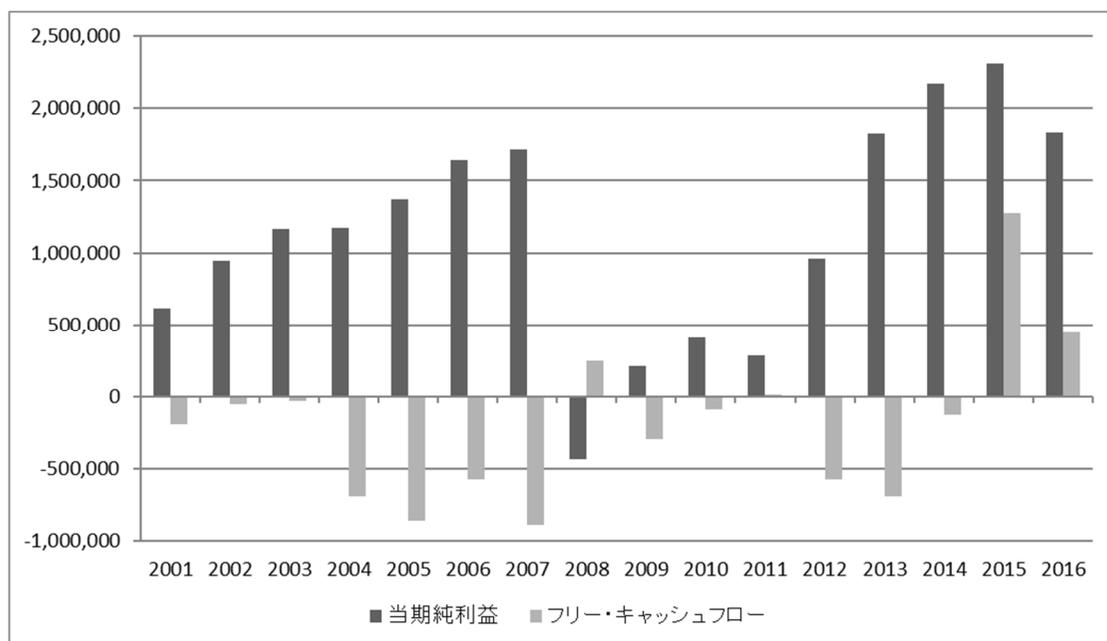
上述の金融子会社の経営活動は、親会社である自動車メーカーの利益情報とキャッ

¹ Standard & Poor's (2014)は、自動車メーカーにとって、自動車の販売を支える確実な資金提供能力は、差別化のための重要な競争優位性となりうるとしている。

² トヨタ自動車株式会社 (2006, p. 40)。

キャッシュフロー情報に乖離をもたらすことになる³⁾。これは、金融子会社を連結している自動車メーカーにおいて、販売金融債権の回収期間が長期にわたることに起因している。ここでは、具体例としてトヨタ自動車の利益情報とキャッシュフロー情報を確認する。図表1は、トヨタ自動車の2001年度から2016年度にかけての当期純利益とフリー・キャッシュフロー（以下「フリーCF」という）⁴⁾の推移を示している。図表1からも明らかのように、財務会計上において認識される当期純利益に対して、フリーCFは過少となっている。こうした傾向を持つのは、金融子会社が融資を提供することで自動車販売した場合、売上高と利益は増加するのに対し、販売金融債権の回収期間が長期にわたるため、キャッシュフローの増加にはつながらないからである。

図表1⁵⁾ . 当期純利益とフリー・キャッシュフローの推移 (Toyota : 2001-2016)



³⁾ 金融子会社は、資本市場や商業銀行から有利子負債の形態で資金調達を行い、その資金を元手に親会社である自動車メーカーの売上高に貢献し、その対価として販売金融債権を認識しているからである（有限責任あずさ監査法人（2012, pp. 72-74)）。なお、Moody's（2016）によると、金融子会社は、資産と負債の平均デュレーションを概ね一致させるように取り組んでおり、その平均期間は3年程度であるとされている。

⁴⁾ 連結キャッシュ・フロー計算書における、営業活動によるキャッシュフローと、投資活動によるキャッシュフローを合算して求めている。

⁵⁾ 有価証券報告書より筆者作成。

他方、自動車メーカーにおいて、自動車事業と金融事業の役割は明確に区別されているために、両者のキャッシュフロー・パターンは異なる。そのため、キャッシュフロー・パターンに基づいて事業ライフサイクルを識別したとき、自動車事業と金融事業が分類されるライフサイクルも異なることになる。よって、自動車メーカーにおいては、事業別のライフサイクルの違いに焦点を当て、利益情報とキャッシュフロー情報が乖離する原因を詳細に検討する必要がある。しかし、セグメント別のキャッシュフロー・パターンに基づいて事業ライフサイクルを識別し、その背景を明らかにした研究は、これまで行われていない⁶⁾。

そこで本論文では、自動車メーカーにおいて、利益情報とキャッシュフロー情報が乖離する原因を、自動車事業と金融事業の事業ライフサイクルとの関係から明らかにする。本論文の研究結果には、将来の経営成績やキャッシュフローの予測に資する、自動車産業に特有の原因を明らかにするとともに、セグメント別のキャッシュフロー情報が、有用な情報を提供している証拠を提示するという意義がある。

2. キャッシュフロー・パターンによるライフサイクルの識別

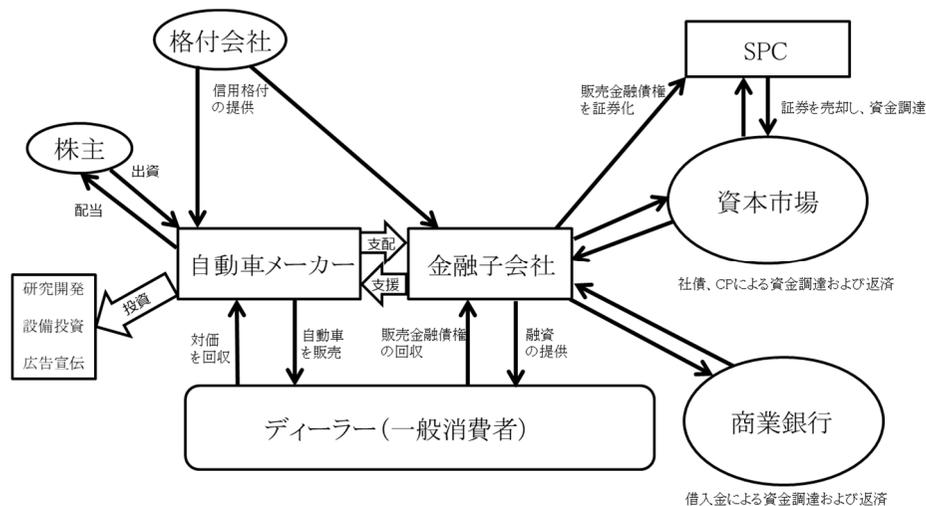
本節では、自動車事業と金融事業の事業ライフサイクルが異なることを明らかにするための研究方法を検討する。

親会社である自動車メーカーと金融子会社は、財務的な性格を異にしている⁷⁾。そのため、セグメント情報として提供されている自動車事業（自動車メーカー）のキャッシュフロー情報と、金融事業（金融子会社）のキャッシュフロー情報をそれぞれ分析することが重要となる。また、図表2で示しているように、自動車メーカーと金融子会社の経営上の役割は、明確に分担されていることから、各事業が属する事業ライフサイクルの発展段階は異なると予想される。

⁶⁾ セグメント別のキャッシュフロー情報の有用性については、永田（2010，pp.136-148）において検討が行われている。

⁷⁾ Standard & Poor's(2015)は、金融子会社が持つ金融資産は、製造業など本業の資産よりも高い水準の負債水準を許容できるものの、金融子会社が行う事業には固有のリスクも伴うとしている。

図表 2⁸⁾. 自動車メーカーと金融子会社の経営活動



よって、本論文では、図表 3 のように、営業活動によるキャッシュフロー（以下「営業 CF」という）、投資活動によるキャッシュフロー（以下「投資 CF」という）、財務活動によるキャッシュフロー（以下「財務 CF」という）の符号の組み合わせから、キャッシュフロー・パターンを 8 つに分類し、まず連結キャッシュ・フロー計算書によって提供される情報から、企業ライフサイクル⁹⁾の識別を試みる。続いて、セグメント別のキャッシュフロー情報に基づき、自動車事業（自動車メーカー）と、金融事業（金融子会社）について、事業ライフサイクル¹⁰⁾を識別する。そして、その結果から、自動車事業と金融事業の事業ライフサイクルの違いが、連結ベースでの利益情報とキャッシュフロー情報との乖離に影響を与えていることを明らかにする。

図表 3. キャッシュフロー・パターンと企業ライフサイクルの識別

	1	2	3	4	5	6	7	8
	Introduction (導入期)	Growth (成長期)	Mature (成熟期)	Shake-Out (淘汰期)	Shake-Out (淘汰期)	Shake-Out (淘汰期)	Decline (衰退期)	Decline (衰退期)
Cash flows from operating activities (営業活動によるキャッシュフロー)	-	+	+	-	+	+	-	-
Cash flows from investing activities (投資活動によるキャッシュフロー)	-	-	-	-	+	+	+	+
Cash flows from financing activities (財務活動によるキャッシュフロー)	+	+	-	-	+	-	+	-

⁸⁾ 内田 (2010)、Standard & Poor's (2014)、Moody's (2016) を参考に、筆者作成。

⁹⁾ Gort & Klepper (1982) が定義した 5 つの製品ライフサイクルの発展段階を、企業ライフサイクルに当てはめている。

¹⁰⁾ 本論文では、自動車事業（自動車メーカー）および金融事業（金融子会社）のライフサイクルに言及する場合には「事業ライフサイクル」、連結ベースでのライフサイクルに言及する場合には「企業ライフサイクル」という用語を用いることにする。

なお、図表3はDickinson (2011)の方法に基づいている。この研究では、キャッシュフローの符号で企業ライフサイクルを識別するとともに、これが妥当であることを、様々な財務指標を利用することで明らかにしている。また、わが国における、キャッシュフロー・パターンによる企業ライフサイクルの識別と、それに基づいた実証研究としては、土田・山下 (2013) が挙げられる¹¹⁾。この研究では、キャッシュフロー・パターンによる企業ライフサイクルの識別は、多くの財務的特徴を正確に捉えていることから妥当であり、将来の収益性の予測に有用であることを示している。また、成熟期の企業ライフサイクルにある企業は、高い収益性が維持されることを明らかにしている。

ただし、上述の研究では、サンプルから金融業の企業が除かれていた。そのため、Dickinson (2011) で用いられた方法が、金融子会社の事業ライフサイクルの識別にも適用することができるのかという問題が指摘されよう。そこで、次節において、本論文で取り上げる金融子会社が、先行研究においてサンプルから除かれているような金融業の企業とは異なることを示す。次に、金融子会社におけるキャッシュフロー・パターンを予想したうえで、それが金融子会社の事業ライフサイクルの識別において妥当であることを、自動車メーカーの事業の観点から考察する。

3. 金融子会社の特性と予想されるキャッシュフロー・パターン

3-1. 金融子会社の特性

まず、金融子会社が一般的な金融業とは異なることを示すために、特性による切り分けを行う。この切り分けを可能とする第一の特性は、金融子会社の資金調達方法が、社債発行や商業銀行からの借入れ、あるいは販売金融債権の証券化に依存している点である¹²⁾。よって、預金や保険料収入による資金調達を可能としている銀行や保険会社と、金融子会社は異なるといえよう。第二に、金融子会社の資金調達方法と類似するノンバンクとの切り分けを行う¹³⁾。金融子会社とノンバンクの特性で大きく異なる点は、企業使命と収益構造にある。金融子会社の企業使命は、親会社である自動車メーカーの収益に貢献することである。さらに、金融子会社とノンバンクのビジネスモデルは、

¹¹⁾ その他の研究としては、須田・渡辺 (2010)、永田 (2010) がある。

¹²⁾ 内田 (2010) , p. 156。

¹³⁾ 堀田 (2006) を参考に、金融子会社とノンバンクの切り分けを検討している。

通常であれば、債権から得られる金利を収益源としているが、金融子会社は金利手数料を減少させたとしても、親会社の製造する自動車の販売促進を優先する。このように、金融子会社は、親会社である自動車メーカーと密接不可分な相互依存関係にあり¹⁴⁾、一般的な金融業と比較し、その特性が大きく異なっている。

よって、先行研究において、金融業がサンプルから除かれていたことを理由に、事業ライフサイクルの識別が金融子会社に適用できないとはいえないと考える。なお、後述するように、経営状態の悪化した自動車メーカーの金融子会社が、図表3における淘汰期や衰退期に分類されており、事業ライフサイクルの識別が適切に行われている証拠が示される。

3-2. キャッシュフロー・パターンの予想

次に、金融子会社において、予想されるキャッシュフロー・パターンの検討を行う。

金融子会社において予想される営業CF

金融子会社の営業CFは、主として販売金融債権の金利から得られる収入と、有利子負債の利息を支払うことによる支出で構成されると考えられる。販売金融債権と有利子負債のデュレーションは概ね一致していることから、利息収入と支出の差額は、通常であれば収入が上回る。よって、金融子会社の営業CFは正となる蓋然性が高い。

しかし、自動車販売を増加させるため、きわめて低金利の融資を行った場合、収入が下回ることもあり得る。また、自動車販売が落ち込み、販売金融債権が減少すれば利息収入も減少する。よって、営業CFが負となる場合、成長が鈍化しているか、あるいは事業規模が縮小していると考えられる。

金融子会社において予想される投資CF

金融子会社の投資CFは、主として販売金融債権の増加および減少、金融子会社において重要となる与信管理などのための情報システムへの投資で構成されると考えられる。そのため、自動車メーカーと金融子会社が成長を続けている場合、投資CFは負となる蓋然性が高い。仮に、投資CFが正となる場合、販売金融債権が減少していること

¹⁴⁾ 信用格付け会社が作成している報告書において、親会社と金融子会社の経営の一体性が強調されている。なお、格付投資情報センターのホームページ (<https://www.r-i.co.jp>) から、トヨタファイナンス、日産フィナンシャルサービス、ホンダファイナンスの格付け理由が記載された報告書を取得し、確認を行った。取得日は、2020年8月16日。

が予想されるので、成長が鈍化しているか、あるいは事業規模が縮小していると考えられる。

金融子会社において予想される財務CF

金融子会社の財務CFは、主として短期および長期借入金や、社債発行による資金調達による収入と、それらの返済および償還による支出、親会社に対する配当金による支出で構成されると考えられる。金融子会社は、資本市場から継続的に資金調達を行い、親会社である自動車メーカーの販売を拡大することを目的としているため、財務CFは正となる蓋然性が極めて高い。仮に、金融子会社の財務CFが負となる場合、成長が鈍化しているか、あるいは事業規模が縮小していることが明らかである。

3-3. 事業ライフサイクルの識別

上述のキャッシュフロー・パターンから、金融子会社の事業ライフサイクルを識別すると次のようになる。

①導入期

金融子会社を設立して間もない頃は、販売金融債権の残高が大きくないことから、得られる金利収入も少なく、有利子負債について支払われる利息を下回ると考えられる。よって、営業CFは負となる。また、与信管理などのための情報システムへの投資は必要であることから、投資CFも負となる。他方、顧客に提供する資金を調達する必要があることから、財務CFは正になる。

②成長期

金融子会社の営業が拡大するようになると、販売金融債権の残高が大きくなり、得られる金利収入が有利子負債について支払われる利息を上回るようになると考えられる。よって、営業CFは正となる。しかし、販売金融債権は依然として拡大していくので、投資CFは負となるであろう。さらに、顧客に提供する資金を調達する必要性も変わらないことから、財務CFは正になるはずである。

③成熟期

営業CF、投資CFの符号は、成長期と変わらないであろう。ただし、金融子会社が安定してキャッシュフローを生み出すようになれば、親会社の格付けへの影響などを考慮して有利子負債を減らすようにしたり、また親会社への配当を増加させたりするようになるであろう。よって、財務CFは負に変わるものと考えられる。

④淘汰期、衰退期

自動車事業が淘汰期や衰退期に入ると、金融子会社の販売金融債権も縮小に向かい、金利収入も少なくなるであろう。あるいは、与信審査を甘くしてでも売上の拡大を優先するあまり、貸倒れのリスクが高まることも考えられる。その結果、営業CFは減少することになる。

そこで、キャッシュフローの減少をカバーするため、販売金融債権を証券化し、回収を急ぐような動きも出てくるであろう。その場合、投資CFは正となる。

金融子会社において、多額の固定資産売却収入があるとは考えられないため、通常の状態では投資CFは正にはならないはずである。よって、投資CFが正になっていた場合には、資金繰りに問題が生じているものと考えられる。

以上の考察から、Dickinson (2011) の方法に基づく事業ライフサイクルの識別は、金融子会社にも適用することができると考えられる。

4. 会計情報による分析

4-1. データの定義

本節では、第2節で検討した研究方法に従った会計情報による分析と、第3節で検討した事業ライフサイクル識別のための検証を行っていく。

分析を行う研究対象は、Moody's (2012)およびMoody's (2016)で金融子会社を持つ自動車メーカーとして挙げられていた企業の中から、トヨタ自動車、日産自動車、本田技研工業、GM、Ford、Volkswagen、BMWを選択した。研究対象期間については、2001年から2016年までとする。分析のために必要な会計情報は、研究対象が提供する有価証券報告書、10-k (年次報告書)、アニュアルレポートから入手している。GMは、2007年から2009年にかけてGMACの数値を参考にした推計値¹⁵⁾となっている。なお、セグメント別のキャッシュフロー情報は自動車事業 (事業会社) や金融事業 (金融子会社) などの区分で提供されている¹⁶⁾。

なお、一部のサンプル企業において、販売金融債権の増減とリース資産 (自動車) の

¹⁵ GMACの数値を金融事業、GMの数値を自動車事業と仮定し、両者を合算したものを連結情報としている。

¹⁶ 自動車以外に、二輪事業などを営む企業では、自動車事業と二輪事業などを含んだ事業会社のセグメントとして開示されている場合が多い。本論文では、自動車メーカーにとって、事業会社の主体が自動車事業であることから、事業会社のセグメントである場合においても、自動車事業としている。

増減を営業CFで捕捉しているケースが見られる。しかし、これらの資産は、金融子会社において収益（利息）を生み出す源であり、一般事業会社における固定資産と同様の性質をもつと考えられることから、本論文では投資CFで捕捉するものとしてデータを統一している。

4-2. ライフサイクルの識別

以上のデータに基づき、まず自動車事業と金融事業を含んだ連結情報のキャッシュフロー・パターンに基づく企業ライフサイクルの識別を行った結果を図表4および図表5に示す。

図表4. 連結ベースにおける分析結果（企業別）

Cash Flow Pattern (%): Consolidated

	Pattern1	Pattern2	Pattern3	Pattern4	Pattern5	Pattern6	Pattern7	Pattern8
Toyota	0.00%	75.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nissan	0.00%	62.50%	37.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Honda	0.00%	75.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
GM	0.00%	50.00%	12.50%	0.00%	0.00%	18.75%	6.25%	12.50%
Ford	0.00%	37.50%	37.50%	6.25%	0.00%	18.75%	0.00%	0.00%
Volkswagen	0.00%	81.25%	18.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BMW	0.00%	93.75%	6.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
(All Data)	0.00%	67.86%	23.21%	0.89%	0.00%	5.36%	0.89%	1.79%

図表5. 連結ベースにおける分析結果（年度別）

Cash Flow Patterns(Consolidated: 2001-2016)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Toyota	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3	2	2	2	3	3
Nissan	2	3	3	2	2	2	3	3	3	2	3	2	2	2	2	2
Honda	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	2	2	2	3	2
GM	2	2	2	2	7	8	6	6	8	6	3	3	2	2	2	2
Ford	3	3	3	3	6	2	3	4	6	6	3	2	2	2	2	2
Volkswagen	2	2	2	2	3	3	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2
BMW	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

これによると、調査対象期間において、70%近くがパターン2に分類されており、成長期の企業ライフサイクルを示す傾向にあることが分かる。自動車産業は、その誕生から100年以上の歴史を刻んできており、一般には、高度に成熟した産業の一つと考えられている。しかし、ここでの結果は、成熟期ではなく、成長期を示す傾向が強いことが示されていたのである。

そこで、さらに詳細な検討を行うため、自動車メーカーを自動車事業と金融事業に

分け、それぞれの事業ライフサイクルのキャッシュフロー・パターンを確認すると、図表6から図表9のようになる。

図表6. 自動車事業における分析結果（企業別）

Cash Flow Pattern (%) : Automotive

	Pattern1	Pattern2	Pattern3	Pattern4	Pattern5	Pattern6	Pattern7	Pattern8
Toyota	0.00%	6.25%	93.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nissan	0.00%	12.50%	87.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Honda	6.25%	0.00%	93.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
GM	12.50%	12.50%	50.00%	0.00%	12.50%	12.50%	0.00%	0.00%
Ford	12.50%	18.75%	62.50%	0.00%	0.00%	6.25%	0.00%	0.00%
Volkswagen	0.00%	43.75%	56.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BMW	0.00%	18.75%	81.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
(All Data)	4.46%	16.07%	75.00%	0.00%	1.79%	2.68%	0.00%	0.00%

図表7. 自動車事業における分析結果（年度別）

Cash Flow Patterns (Automotive : 2001-2016)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Toyota	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Nissan	3	3	3	3	3	2	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Honda	3	3	3	3	3	3	3	1	3	3	3	3	3	3	3	3
GM	2	2	1	3	6	5	3	1	5	6	3	3	3	3	3	3
Ford	3	2	3	3	3	1	3	1	2	6	3	2	3	3	3	3
Volkswagen	2	2	2	3	3	3	3	2	2	3	3	2	2	3	3	3
BMW	2	3	3	3	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	3	3

図表8. 金融事業における分析結果（企業別）

Cash Flow Pattern (%) : Finance

	Pattern1	Pattern2	Pattern3	Pattern4	Pattern5	Pattern6	Pattern7	Pattern8
Toyota	0.00%	87.50%	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nissan	0.00%	81.25%	12.50%	0.00%	0.00%	6.25%	0.00%	0.00%
Honda	0.00%	87.50%	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
GM	0.00%	62.50%	0.00%	0.00%	0.00%	18.75%	6.25%	12.50%
Ford	0.00%	37.50%	25.00%	0.00%	0.00%	37.50%	0.00%	0.00%
Volkswagen	0.00%	93.75%	6.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BMW	0.00%	87.50%	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
(All Data)	0.00%	76.79%	11.61%	0.00%	0.00%	8.93%	0.89%	1.79%

図表 9. 金融事業における分析結果（年度別）

Cash Flow Patterns (Finance: 2001-2016)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Toyota	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3	2	2	2	2	2
Nissan	2	2	2	2	2	2	3	6	3	2	2	2	2	2	2	2
Honda	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3	2	2	2	2	2
GM	2	2	2	2	7	8	6	6	8	6	2	2	2	2	2	2
Ford	3	6	6	3	6	2	3	6	6	6	3	2	2	2	2	2
Volkswagen	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
BMW	3	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2

図表 6 および図表 7 によると、自動車事業は、75%がパターン 3 に分類されており、成熟期の事業ライフサイクルを示す傾向にあることが分かる。他方、図表 8 および図表 9 によれば、金融事業は 75%以上がパターン 2 に分類されており、成長期の事業ライフサイクルを示す傾向にあることが分かる。

上述の結果から、自動車事業は成熟期にある事業であるといえるが、金融事業が成長期にあるために、連結ベースでの企業ライフサイクルが成長期の傾向を示していたことになる。その原因は、図表 2 で示したように、自動車メーカーにおいて、自動車事業と金融子会社の役割が明確に分担されていることにある。すなわち、金融子会社は、積極的に資金を調達し（財務 CF が正）、その資金で顧客に融資を提供して（投資 CF が負）、親会社の自動車販売を拡大しようとするのに対し、自動車事業はむしろ債務の返済を進める（財務 CF が負）などして財務内容を改善しようとしていると考えられるのである。そして、2011 年以降、ほとんどのケースにおいて、自動車事業のライフサイクルは成熟期、金融事業のライフサイクルは成長期にある。これは、今日の自動車産業全体が、成長期にある金融事業の支えを受けて、本業が安定した成熟期を迎えているという構図になっているものと考えることができよう。

よって、連結ベースのキャッシュフロー・パターンのみから自動車メーカーを成長期にある企業と判断すると、自動車事業のライフサイクルを見誤ることになる。よって、自動車メーカーにおいては、自動車事業と金融事業のそれぞれについてキャッシュフロー・パターンを検討し、ライフサイクルを識別することが重要であるといえよう。

なお、図表 8 を見ると、日本の金融子会社のライフサイクルは、日産の 2008 年を除き、成長期または成熟期のいずれかに分類されているのに対し、米国の GM およびフォードの金融事業のライフサイクルには、淘汰期（Pattern 6、7）や衰退期

（Pattern 8）が現れている。さらに図表 9 を見ると、淘汰期や衰退期に識別されている時期は、GM やフォードが大幅な赤字を計上したり、債務超過に転落したりした時期（2005 年～2010 年）と一致しており、金融子会社の経営状態もまた、正常ではな

かったものと思われる。よって、キャッシュフローの符号にもとづく方法は、金融子会社においても、ライフサイクルを適切に識別できているといえよう。

4-3. 利益とキャッシュフローの乖離に関する考察

ここでは、自動車事業および金融事業のキャッシュフロー・パターンの違いが、利益とキャッシュフローの乖離に与える影響を考察する。

まず、営業利益と、営業CFとの乖離について考える。顧客が、金融子会社のローンを利用して自動車を購入したとき、売上高が増加するのはいうまでもないが、販売金融債権自体の増減は金融事業の投資活動で捕捉されるので、自動車事業の営業CFには影響を与えず、金融事業の営業CFには利息部分のみが影響を与える。このことが、自動車メーカーにおける、営業利益と営業CFの乖離をもたらす原因になる。これが顕著になる例として、自動車事業が不振に陥り、営業利益と営業CFが、ともに減少すると見込まれる状況を考えてみよう。このようなとき、金融子会社は、自動車販売の減少を食い止めるべく、顧客への低金利の融資を拡大し、販売金融債権を増加させるであろう。その結果、損益計算書における営業利益の減少幅は、縮小するかもしれない。しかし、キャッシュ・フロー計算書においては、販売金融債権の増加は、自動車事業の営業CFに影響を与えないため、営業CFは大幅に減少する（負になる）であろう。一方、金融事業では、過去の販売金融債権からの利息収入は変わらないので、利益も営業CFも大きな変化はない。よって、「自動車事業の利益＝減少」、「自動車事業の営業CF＝大きく減少」、「金融事業の利益、営業CF＝変化なし」となって、自動車事業および連結ベースでの、営業利益と営業CFの乖離が生じるのである。

次に、当期純利益と、営業CFと投資CFの合計であるフリー・キャッシュフローの乖離について考える。自動車事業の経営環境が悪化し、営業CFが負になったとしても、投資を減らしたのではますます状況は悪くなるため、投資CFは負のままであると考えられる。一方、金融事業では、上述のように販売金融債権を増加させるが、これは投資活動による支出となるので、投資CFも負になると考えられる。よって、連結ベースでの投資CFは大きな負の値となり、フリー・キャッシュフローも大きく減少することになる。その結果、当期純利益とフリー・キャッシュフローとの乖離が生じるのである。

4-4. 事業ライフサイクルとの関係

ここでは、上述のキャッシュフロー・パターンから識別される事業ライフサイクル

と、利益とキャッシュフローの乖離との関係について考察する。

自動車事業が不振に陥ったとき、営業CFは負になるが、投資を減少させることはできないので、投資CFも負になる。しかし、そのための資金は借入などによらざるを得ないため、財務CFは正になる。よって、図表3によれば、自動車事業は導入期に分類されることになる。一方、金融事業は、過去の販売金融債権からの利息収入が減少することはないので、営業CFは正であるが、顧客への融資を拡大しなければならないので、投資CFは負になる。そして、融資のための資金を調達することから、財務CFは正になる。よって、図表3によれば、金融事業は成長期に分類されることになる。

自動車事業＝導入期、金融事業＝成長期であると、既述のように、利益とキャッシュフローの乖離が生じる。しかし、このことは、自動車メーカーにとってマイナスに評価されることではない。むしろ、自動車事業が不振のときでも、金融子会社は成長を促進する行動をとっていると、プラスに評価することができる。そして、これが功を奏すれば、その後の経営の安定につながるであろう。このパターンに該当するのが、いわゆるリーマン・ショックが発生した2008年における、ホンダである。図表7からわかるように、ホンダの自動車事業は、2008年に導入期となったが、その後は一貫して成熟期を維持している。ホンダにとって、2008年の導入期は、「再スタートの時期」であったといえるであろう。

他方、2008年に自動車事業が導入期に分類されていたのは、ホンダ以外にGMとフォードもあった。ただし、両社の金融事業のライフサイクルは淘汰期であった。すなわち、販売金融債権を売却するなどして回収を進めた結果、投資CFが正となった一方で、債務の返済を進めて財務CFが負となったのである。金融事業の投資CFが正であるので、当期純利益とフリー・キャッシュフローの乖離は、ホンダに比べて大きくはない。しかし、自動車事業が不振の時は、融資を拡大してその下支えをしなければならないにもかかわらず、縮小したのでは回復にはつながらない。事実、2008年以降もフォードの自動車事業の回復は遅れ、GMに至っては2010年に経営破綻することになるのである。

よって、自動車メーカーにおいて、利益とキャッシュフローの乖離は、金融事業の事業ライフサイクルに大きく影響されることが分かる。とくに、金融事業が成長期にあることで、当期純利益とフリー・キャッシュフローの乖離が拡大しているならば、プラスに評価すべきであると考えられる。このように、利益とキャッシュフローの乖離を、企業ライフサイクルの観点から考察することは、とりわけ自動車メーカーにお

いては重要といえるといえよう。

5. 日産自動車におけるキャッシュフロー・パターンの考察

5-1. 日産リバイバルプランにおける金融子会社の位置づけ

前節における考察の中で、成長期にある金融事業が、成熟期の自動車事業を支えていることを度々述べた。ただし、これは筆者の単なる憶測ではなく、自動車メーカーも認めていることである。本節では、そのことを、日産自動車の経営再建の事例から考察する。

日産自動車は、1990年代に経営不振に陥り、長く低迷していた。経営不振からの脱却のために、Renaultからの出資を受け、日産リバイバルプラン¹⁷⁾（以下「NRP」という）を実行し、経営再建に成功したことは広く知られているところである。NRPは、組織変革を中心としたコストダウンが軸となっている。本事例の経営学における研究として、例えば鶴岡（2003）は、経営不振に陥った背景と経営再建の具体的な内容を明らかにし、コストダウンの成果を示している¹⁸⁾。また、会計学における研究として、例えば藤川（2005）は、経営再建の実行に必要な危機意識の醸成と、経営再建の演出にビッグバス効果を利用したことを示唆している。このように優れた研究の蓄積がある一方で、自動車メーカーと密接不可分な相互依存関係を持つ金融子会社の側面からの事例分析はこれまで行われていない。そのため、本事例に対して、金融子会社の観点から考察を行うことは、意義がある。

ここで、日産自動車の経営再建における金融子会社の位置付けを、日産自動車が提供しているアニュアルレポートの記述から明らかにする¹⁹⁾。

日産自動車の2001年度のアニュアルレポートでは、次のように記述されている。「2000年7月、当社は販売金融部門の組織改革を行い、当時存在していた販売金融会社3社を日産フィナンシャルサービス（NFS）1社に統合しました。…（中略）…NFSの業務は従来からのクレジットが主体となっており、2001年度で新車販売における利用

¹⁷⁾ 日産リバイバルプランの詳細については、日産自動車株式会社（1999）を参照されたい。

¹⁸⁾ その他の研究としては、藤原（2004）、増木（2004）などがある。

¹⁹⁾ 西口・小口（2016）では、日産自動車の再建計画を立案していくクロスファンクショナルチームにおいて、自動車の販売以降の経営活動に長く携わっていた遠藤淳一氏に対するインタビューを紹介し、日産自動車の内部では、金融子会社を効果的に利用して、自動車の販売を促進していこうとする議論があったことが明らかにされている。

率は約 18.7%となりました。しかし同社は、2001 年 9 月に『日産マイ・リース・プラン』を発表し、日産車をより手頃なリース月額で若年層に提供する試みをスタートしました。この斬新なプランは、日本で大きな反響を呼んでいます。²⁰⁾

さらに、「2001 年度の日本市場でのシェアは対前年比 0.1 ポイントの 17.9%となり、長年にわたるシェア減少を食い止めるという目標は達成されました。²¹⁾」という同年のアンニュアルレポートの記述と併せると、日本市場におけるシェア減少を食い止めるという目標の達成に、金融子会社の貢献が大きかったであろうことが伺える。

加えて、日産自動車の 2005 年度のアンニュアルレポートでは、次のように記述されている。「米国日産販売金融会社 (NMAC) では、約 50%に達し、日産フィナンシャルサービス (NFS) では、36%と 2004 年度より若干増加、カナダ日産販売金融会社 (NCF) では、リースの好調もあって 73%を記録しました。また、メキシコのエヌアール・エフ・メヒコ社 (NRFM) でも、34%と最高記録を達成。販売金融事業平均としては、43%という結果になり、新車販売に大きく貢献しました。… (中略) …販売金融事業は自動車事業を映す鏡のようなものです。米国、欧州、日本などの既存の主要市場のみに注力することも可能ですが、今後、市場の成長が見込まれるのは、新興市場であり、販売金融事業がその成長の実現に大きな役割を果たします。²²⁾」この記述内容からは、日産自動車成長を実現するために、金融子会社の存在が重要であると認識していることが推察される。

よって、上述の内容から、日産自動車の経営再建において金融子会社は、自動車の販売を促進することで自動車事業を支え、連結ベースでの成長を実現する重要な役割を担っていたといえよう。

5-2. 経営方針変更後のキャッシュフロー・パターン

上述のように、金融子会社の支えもあって経営再建を進めてきた日産自動車であったが、NRP 以降、日産自動車を率いてきたカルロス・ゴーン氏が 2018 年に退任すると、成長を重視するのではなく、事業の質を高める方向へと経営方針が変更されることになる。この経営方針の変更は、事業構造改革計画/NISSAN NEXT において明記されており、計画のポイントの一つとして「過度な販売台数の拡大は狙わず、収益を確保した着

²⁰⁾ 日産自動車株式会社 (2002), p. 30.

²¹⁾ 日産自動車株式会社 (2002), p. 21.

²²⁾ 日産自動車株式会社 (2006), pp. 52-53.

実な成長を果たすこと²³⁾」が挙げられている。そのため、NRP の実行から 2017 年までの期間は、成長を重視するライフサイクルが識別される一方で、2018 年以降の期間は、成長を止め、再スタートを試みているライフサイクルが識別されるであろうことが推察される。

ここからは、上述してきた内容について、キャッシュフロー・パターンによっても同様の解釈を行うことができるかを検討する。

図表 10 は、図表 5、図表 7、図表 9 から日産自動車のキャッシュフロー・パターンのみを抜き出したものを示している²⁴⁾。図表 11 は、日産自動車の 2001 年度から 2019 年度にかけての当期純利益とフリーCF の推移を示している。図表 10 および図表 11 から、自動車事業が、2001 年から 2017 年のほぼ全期間にわたり成熟期にある一方で、金融事業の事業ライフサイクルが、成長期を維持し、リーマン・ショックの発生に対応する形で成熟期に移行し、その後の景気回復期において、再び成長期になり、連結ベースにおいても再成長の傾向を示していることが明らかとなる。そのため、キャッシュフロー・パターンによるライフサイクルの識別からも、日産自動車の経営再建において、金融子会社は自動車の販売を促進することで自動車事業を支え、連結ベースでの成長を実現する重要な役割を担っていたと解釈を行うことができるであろう。そして、経営方針が変更された 2018 年から 2019 年にかけて、自動車事業は成熟期から成長期、導入期へと若返り、金融事業は成長期から成熟期へと移行していることから、上述の解釈が適切であることがより明確となる。

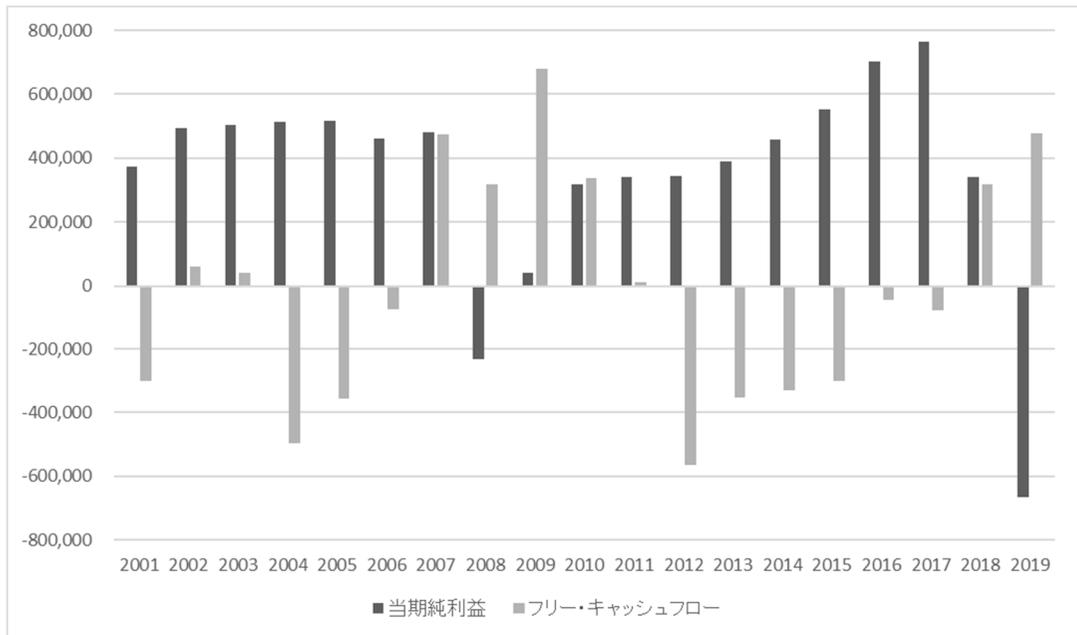
図表 10. キャッシュフロー・パターンの推移 (Nissan : 2001-2019)

Cash Flow Patterns (Nissan: 2001-2019)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Consolidated	2	3	3	2	2	2	3	3	3	2	3	2	2	2	2	2	2	3	3
Automotive	3	3	3	3	3	2	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	1
Finance	2	2	2	2	2	2	3	6	3	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3

²³⁾ 日産自動車株式会社 (2020b)。詳細については、日産自動車株式会社 (2020a) および日産自動車株式会社 (2020b) を参照されたい。

²⁴⁾ 有価証券報告書から、2017 年度から 2019 年度にかけてのキャッシュフロー・パターンを追加している。

図表 1 1²⁵⁾ . 当期純利益とフリー・キャッシュフローの推移 (Nissan : 2001-2019)

6. おわりに

本論文では、自動車メーカーにおいて、自動車事業と金融事業のライフサイクルが異なることを、キャッシュフロー・パターンから検討してきた。会計情報による分析では、成熟期に位置している自動車事業に対して、導入期あるいは成長期にある金融事業が成長を補完するという意味を持つことを明らかにすることができた。また、セグメント別のキャッシュフロー情報が、有用な情報を提供している証拠の一つを提示することができた。

しかし、自動車メーカーと金融子会社のような、比較可能性に優れたセグメント情報を提供する企業で構成された産業は限られている。そのため、他の産業においても、本論文で検討してきた研究方法を利用できるかについては、今後の研究で明らかにする必要がある。

このように課題は残されているものの、それは今後の研究の中で明らかにしていきたい。

²⁵⁾ 有価証券報告書より筆者作成。

参考文献

- 内田修(2010)「自動車産業の金融業化と証券化」『横浜国際社会科学研究所(横浜国立大学)』, 15(3), pp. 137-159。
- 鎌田信夫(2006)『キャッシュ・フロー会計の原理 [新版第2版]』税務経理協会。
- 新日本有限責任監査法人 自動車産業研究会(2012)『業種別会計シリーズ 自動車産業』第一法規。
- 末政芳信(2004a)「わが国自動車 3 社における金融セグメント貸借対照表の比較分析—トヨタ, 日産自, ホンダの金融セグメントの役割に注目して—」『税経通信』, 59(7), pp. 17-32。
- (2004b)「わが国自動車 3 社における金融セグメントの役割—トヨタ, 日産自, ホンダのキャッシュ・フロー分析を中心に—」『産業経理』, 64(1), pp. 4-18。
- (2006)『トヨタの連結財務情報』同文館出版。
- (2008)『トヨタの連結財務情報の読み方』清文社。
- 須田一幸・渡辺正和(2010)「企業のライフサイクルとキャッシュフロー情報の有用性」『産業経理』, 70(3), pp. 59-72。
- Standard & Poor's(2014)「Key Credit Factors: 自動車業界」https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/article/-/view/type/PDF/id/1954145、2018年6月11日訪問。
- (2015)「販売金融(キャプティブ・ファイナンス)事業が事業会社に及ぼす影響の評価手法」https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/article/-/view/type/PDF/id/1994264、2018年10月10日訪問。
- 土田俊也・山下和宏(2013)「キャッシュフロー情報による企業ライフサイクルの識別と将来の収益性への含意」桜井久勝・音川和久(編著)『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社, pp. 75-100。
- トヨタ自動車株式会社(2006)「トヨタ自動車株式会社 アニュアルレポート2006」https://www.toyota.co.jp/pages/contents/jpn/investors/library/annual/pdf/2006/ar06_j.pdf、2018年10月23日訪問。
- 鶴岡詳晃(2003)「日産自動車の再建について」『千葉経済論叢(千葉経済大学)』, 28, pp. 1-15。
- 永田靖(2010)『キャッシュ・フロー会計情報論—制度的背景と分析手法—』中央経済

社。

日産自動車株式会社(1999)「日産リバイバルプラン」https://www.nissan-global.com/JP/DOCUMENT/PDF/FINANCIAL/REVIVAL/DETAIL/1999/fs_re_detail1999h.pdf、2018年10月10日訪問。

—————(2002)「Nissan Annual Report 2001」<https://www.nissan-global.com/JP/DOCUMENT/PDF/AR/2001/ar2001.pdf>、2018年10月23日訪問。

—————(2006)「Nissan Annual Report 2005」https://www.nissan-global.com/JP/DOCUMENT/PDF/AR/2005/AR2005_j_all.pdf、2018年10月23日訪問。

—————(2020a)「事業構造改革計画 / NISSAN NEXT (プレゼンテーション)」https://www.nissan-global.com/JP/DOCUMENT/PDF/FINANCIAL/PRESEN/2019/2019results_presentation_939_j.pdf、2020年8月10日訪問。

—————(2020b)「事業構造改革計画 / NISSAN NEXT (スピーチ)」https://www.nissan-global.com/JP/DOCUMENT/HTML/FINANCIAL/SPEECH/2019/2019Results_speech_071_j.html、2020年8月10日訪問。

西口敏宏・小口覺(2016)「現代のオーラルヒストリー：日産自動車の生え抜き史上最も若くして常務となった遠藤淳一氏が語る、ゴーン改革とクロスファンクショナルチーム(CFT)の威力」『IIR Working Paper#16-08(一橋大学イノベーション研究センター)』

藤川義雄(2005)「キャッシュ・フロー計算書にみる日産V字回復の再検証」『京都学園大学経営学部論集』, 15(1), pp.45-57。

藤原貞雄(2004)「日産自動車の経営リーダーシップの移譲と成果」『山口経済学雑誌(山口大学)』, 52(3), pp.293-319。

堀田真理(2006)「ノンバンクをめぐる論点整理」『経営論集(東洋大学)』, 68, pp.49-65。

増木清行(2004)『データで読み解く日産復活のヒミツ』ぱる出版。

Moody's(2012)「事業会社とその金融子会社の格付けの関係 The Rating Relationship Between Industrial Companies And Their Captive Finance Subsidiaries」<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MoodysJapan/WatermarkedReports/167258.pdf>、2018年10月10日訪問。

—————(2016)「事業会社の金融子会社 Captive Finance Subsidiaries of Nonfinancial Corporations」<https://www.moodys.com/sites/products/>

ProductAttachments/MoodysJapan/188897.pdf、2018年10月10日訪問。
有限責任あずさ監査法人（2012）『業種別アカウンティング・シリーズⅡ 4 自動車・
電機産業の会計実務』中央経済社。

Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). “Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis.” *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), pp.203-227.

Dickinson, V. (2011). “Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle.” *The Accounting Review*, 86(6), pp.1969-1994.

Gort, M., & Klepper, S. (1982). “Time Paths in the Diffusion of Product Innovations.” *The Economic Journal*, 92(367), pp.630-653.