

上場企業に求められる最低限のファイナンス理論

—上場企業としてのエチケットとしてのファイナンス—

手 島 直 樹

1. 私が考える最高の財務戦略：経営の論理を最優先する

私が考える最高の財務戦略は極めてシンプル

私はビジネススクールでコーポレートファイナンスを教えているため、ファイナンス理論に基づいた完璧な財務戦略を追求していると思われがちなのですが、実は私が考える最高の財務戦略は、数年に一度の増配と自社株買いだけすればよく、それ以外は余事であるという、極めてシンプルなものです。もちろん、ビジネススクールの授業では、私が米国でのMBA留学時代に使っていた分厚いコーポレートファイナンスのバイブルをベースしており、ベータや資本コストといったものを教えているのですが、私がCFOになればそうしたことは気にもしません。「二枚舌経営」で投資家に対しては、資本コストは大体この程度であり、意識しながら経営しているというような話はするでしょうが、企業価値を左右する投資判断のような一大事に資本コストなど使うはずはないのです。投資判断を誤ったら大変ですから。

ではなぜ数年に一度の増配と自社株買いなのか。理由は二つです。

一つは、資本効率性を考慮しているという投資家に対するメッセージ。もう一つが、増配トレンドを続けられるようにキャッシュフローを持続的に増やす

本稿は、拙著『ROEが奪う競争力－「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す』（日本経済新聞出版社）の第四章に修正を加えたものである。投稿を許可いただいた日本経済新聞出版社に感謝の意を表したい。

という社内へのメッセージ。増配トレンドといっても、数年に一度のケチケチ増配になるため、キャッシュフローが期待通り増えていけば、内部留保が増えていきます。私は内部留保が潤沢であればあるほど良いと思いますが、数年に一度言い訳程度に自社株買いをしておけば、資本効率性を意識していることは伝わりますから、投資家も文句は言わないはずです。要するに、上場コストと割り切って自社株買いに資金を使って投資家を意識しているフリをするわけです。投資家のような外部のステークホルダーには、株主還元政策が一番目立つものであり、株主還元さえそれなりにしておけば、まともな上場企業らしく見えるものなのです。

株主還元政策以外の財務戦略に関してはどうするのか。私がCFOであればエクセルがなかった時代と同じように経営します。エクセルがなければ、NPV（正味現在価値）もIRR（内部収益率）も計算する気にもならないでしょうし、また、ベータの計算も大変ですから資本コストの議論に大事な時間を費やすこともありません。そして、ここぞという勝負の時にはNPVでは絶対却下されるような社運を賭けた投資を実行する。そして、投資から十分な価値が創造できるようにエネルギーを注ぐ。そうやって企業は成長していくものなのではないでしょうか。

資本コストを使わずに投資判断をするなどクレイジーだと投資家は言うかもしれませんが、私からすれば資本コストを使って投資判断をするほうがクレイジーなのです。資本コストを使わないと投資判断ができないというのは、投資内容が良く分かっていない証拠です。その投資が儲かりそうなのかそうでないのかの勘が働かないのであれば、その事業は売却したほうがいいのです。定量分析で投資判断をするようでは、将来をまったくコントロールできていないわけで、経営を運に任せているだけです。これでは経営とは呼べません。日本企業の製品・サービスがコモディティ化し、収益性が悪化したのは、事業を理解せずに資本コストやNPVなどの定量指標を意識するようになったからではないでしょうか。NPVはイノベーションの可能性を潰してしまうのです。

投資家がファイナンス人材の育成を求める理由

私は、企業がファイナンス理論を活用しながら経営を行うと企業価値を破壊しかねないと考えているのですが、最近では投資家が、CFOを中心にファイナンス人材の育成を投資家が求めています。それはなぜか。企業との間における共通言語が必要だと投資家が考えているからだと思います。投資家が事業を理解し、企業がファイナンスを理解すれば、相互の理解は深まるはずというわけです。

では、投資家が求めるように、ファイナンスを学習するとどうなるのでしょうか。結論から言うと、思考回路が投資家と似てきます。企業のファイナンス人材が学ぶファイナンスはコーポレートファイナンスですが、これが曲者なのです。コーポレートファイナンスは企業財務と訳されるため、企業のための財務と思われがちですが、実はそうとも限りません。というのも、コーポレートファイナンスはアメリカ直輸入のコンセプトであるため、企業は株主のものであり、株主価値を最大化することが企業の使命であるという前提に立つものだからです。

これは投資家にとっては好都合です。コーポレートファイナンスという共通言語を通じて、投資家の論理が受け入れられ、経営に入り込みやすくなる。資本コストを使って投資判断をし、無駄な資本は持たずに株主に還元し、財務レバレッジを高めながら資本構成を最適化する。そしてさらに資本コストを下げる。コーポレートファイナンスのテキストにはこのように書かれていますが、これらは全て投資家の論理です。このような論理を真に受ければ、ROEは向上するでしょうが、磐石な財務状況を維持して積極的に投資をするという企業としての当たり前の経営行動が取りにくくなります。思考回路も行動様式も投資家と同じになってしまうのです。これはかなり危険です。

財務戦略は企業の都合を最優先しコンサバティブに

第三章で取り上げたファーストリテイリングは、2014年度の自己資本比率が62.3%、2700億円のネットキャッシュポジションとなっています。この磐石な

財務状況は、柳井会長兼社長の著書の通り「一勝九敗」でも経営を続けるには必須です。仮に財務部が同社の経営戦略を無視して、コーポレートファイナンスのテキストに書いてあるままに株主還元強化やリキャップCBなどを実行すれば、資本が圧縮されROEが改善されるため、投資家は喜ぶでしょう。しかし、許容できるリスクが減少し、リスクの高い成長戦略は描きにくくなります。

同社はこの問題を認識しているため、自社株買いも行わず、磐石な財務状況を維持しているのです。まずは自分が経営しやすい環境を作り、そして結果を出して投資家を黙らせる。稲盛和夫京セラ名誉会長は、つねにお金のことについて心配しなくても、安心して仕事ができるようにすべきと考え、京セラを早い時期より無借金経営に導いています。お金がたっぷりあると人間は怠けるといのが投資家の論理ですが、その論理を業績で否定する。目先の評価を気にして投資家の論理に屈するのではなく、経営の論理を最優先して「ノー」と言える経営者が求められているのです。

ファイナンスにベストプラクティスは存在しない

企業は、何事にもベストプラクティスを求める傾向があります。例えば生産方式であれば、トヨタ自動車のカンバン方式がベストプラクティスとされ、多くの企業がベンチマークにしています。

ファイナンスに関しても、同様にベストプラクティスを探し求める企業もあるかもしれませんが、残念ながらファイナンスの分野にはベストプラクティスは存在しません。なぜならば、良い財務戦略があるのではなく、良い会社の財務戦略が正解となるからです。多額の現金を持つのが、種類株を発行しようが、それがトヨタ自動車の採用する財務戦略であれば正解であるし、同じ財務戦略を業績が低迷する企業が採用すれば、不正解になる。つまり、財務戦略は横綱相撲なのです。

不公平だと思ふかもしれませんが、財務戦略で企業が良くなるわけではありませんから、当然の話です。横綱相手に財務戦略を駆使して戦いを挑んでも一

蹴されるだけ。日産自動車がかつて経営危機に陥ったのも、トヨタ自動車という大横綱に本業では勝てないことを悟り、財務戦略で勝負を挑んだことも原因の一つと言われています。財務戦略を云々する前にまずは業績を向上させる。持続的に好業績を出し続ければ、どのような財務戦略も正解にすることができるのです。

財務戦略よりも経営哲学が大事

私は、財務戦略に経営の質が見出せると考えています。ここで経営の質とは、利益追求の姿勢に対する自律や経営の時間軸といったものです。経営哲学とも言い換えられます。

例えば、リキャップCBを活用する企業。もちろんROEは改善されるでしょうし、多くの場合株価も上昇します。投資家は喜ぶことでしょう。しかし、私の疑問は、そこまでする必要があるのかというものです（もちろん悪いことではありません）。そこまですればROEも株価も上がるのはわかっているのに、それを実行しない企業がある、この違いは何か。それが経営の質の相違だと思うのです。

経営において、「やるべきこと」と「やってはいけないこと」という境界の設定が厳しいのか、緩いのか。正直なところ、リキャップCBを活用する企業は、儲かればよいというような姿勢が強いと感じてしまいます。そして、他にも経営上の様々な点において無理なストレッチをしているのではないかと。もちろんそうとは限らないのですが、そういう印象を私は持ちますし、第三章でも述べたように、株主の質は経営の鏡であるとするれば、短期的に株価が上がればよいというような姿勢の投資家が株主になってしまいます。

ROEも株価も上がるけれども、その副作用は大きいのです。そうした短期的な株主の期待に応えるために、また財務テクニクを活用せざるをえなくなります。リキャップCBなどを活用するような企業は、このような中長期的な副作用を考慮することもなく、経営の時間軸が短期的になっている気がしてならないのです。

また、株主還元政策からも経営の質が判断できます。短期的に大幅増配を繰り返して、その後減配するような企業を見ていると、経営者に長期的な視点で将来を冷静に見る姿勢が欠如している、と私は判断します。増配すれば、多くの場合、株価は上昇します。将来の業績が改善すると経営者が考えていると投資家は期待するからです。もちろん減配によりこの期待を裏切れば、株価は下落し、経営者への信頼も失われます。この点でも、リキャップCBを活用するような企業と同様に、中長期的な副作用を考慮することもなく、経営の時間軸が短期的になっている気がしてならないのです。

一般的に米国企業の経営は短期的と言われますが、50年以上も連続増配続けているような企業が多数存在します。P&G、スリーエム、ジョンソン・エンド・ジョンソン、コカ・コーラなど、日本でも著名な企業が並んでいます。半世紀以上も連続増配を続けるというのは、もちろん高業績を持続的に継続したこともあります。目先の大幅増配による株価上昇に目が眩むこともなく、将来の増配余地を残すために、地道に1セントずつ増配するような堅実な増配を続けてきたからなのです。これこそ経営哲学が受け継がれる企業の行動ではないでしょうか。

「私は短期的な視点で経営をしています」と述べる経営者はまずいませんが、行動を見る限りそのように判断せざるを得ない経営者が少なくありません。逆に、連続増配記録を更新するような企業の経営者は、自分が長期的に経営していることをアピールする必要もありません。

もちろん経営哲学がしっかりしていても、時の経過とともに風化するケースもあります。パナソニックがそれに当たるでしょう。同社は、2011年度と2012年度は大幅な最終赤字となり、またかつては1兆円を超えるキャッシュポジションであったのが、2009年度にはネットデットとなってしまうほど危機的な状況に陥ってしまいました。次のような松下幸之助の経営哲学とはまったく異なる状況となってしまったのです。

- ・ 自主経営：資金については、原則として蓄積による自己資本を中心にしておくことが大事である

- ・ダム経営：余裕、ゆとりをもった経営
- ・適正経営：無理をせず、自分の力の範囲で経営を伸ばしていく

稲盛和夫京セラ名誉会長はダム経営に感銘を受け、京セラの財務戦略を保守的にしたのですが、本家本元がそうではなくなってしまったのです。日本経済新聞は、「パナソニック 復活は本物か」という特集で次のように伝えていきます（2014年4月24日朝刊）。

「プラズマテレビへの巨額投資や三洋電機の買収など失敗に終わった前体制の経営。当時の経理担当役員が有力OBから「何をやとったんじゃ」と痛烈な批判を浴びせられたのを河井（筆者注：現代表取締役専務）ら経理幹部たちは目の当たりにした。旧松下電器産業時代から「経理部は経営の羅針盤」といわれてきた。無謀な投資には体を張って止める。それが「堅実経営」を誇った松下の金庫を預かる経理マンの自負だった」

松下幸之助の後輩たちですら、創業者の経営哲学を忘れてしまうのです。代々その哲学を継承し続けるのは難しいことかもしれませんが、素晴らしい経営哲学があったからこそ、企業は上場にまで上り詰めることができたのです。是非その哲学を風化させることなく、いつまでも引き継いで欲しいと思います。哲学が風化したときに、財務戦略が暴走し始めるのです。

財務戦略よりもキャッシュフローの創出が不可欠

ファイナンスには二つの役割があります。価値の評価と分配です。

まずは価値の評価ですが、投資家であれば、企業が将来生み出すと期待されるキャッシュフローを予測してその企業の価値を算出し、投資判断を行うことになります。企業のケースでは、投資案件があれば、その案件が将来生み出すと期待されるキャッシュフローを予測して価値を算出し、投資判断を行い、また必要があれば投資資金の調達を行うことになります。そして、次の分配ですが、事業活動や投資活動の結果として生み出されたキャッシュフローから株主還元を行ったり、負債の返済を行ったりします。

もちろん、ファイナンスの価値の評価と分配は大事な役割なのですが、分配

されるキャッシュフローはどこかよくわからないところから降ってくるかのような印象があります。これは、ファイナンスが、実際にキャッシュフローを生み出すことには何ら関わりがないからです。つまり、ファイナンスは評価をして分配するのが役割で、キャッシュフローを生み出すのは別の誰かの役割。しかし、実際は企業価値を創造するためにはキャッシュフローを生み出すことが重要なのであり、価値を評価したり、分配したりすること自体はまったく価値を生み出しません。

ピザに例えれば、ピザのサイズを測ったり、6ピースや8ピースにカットしたりしたとしても、ピザのサイズに変化はないのと同じことです。サイズを測ったり、カットしたりするよりも、ピザを作ることが大事なのです。それどころか、サイズを測ったり、カットしたりすることが、ピザを作ることの障害になるようでは本末転倒です。NPVを使って投資の評価をするようになった結果として、リスクの高い投資ができなくなったり、株主還元政策を強化したら内部留保が圧縮されてリスクが取りにくくなったりでは、まさに本末転倒なのです。

結局ファイナンスは価値を創造しないということです。企業価値の源泉は本業が生み出すキャッシュフローであり、そのために企業は競争優位性を磨き続けなければなりません。本業があってこそその企業価値創造であり、本業が輝けるようにサポートをするのがファイナンスの役割であることを、常に頭に入れておく必要があります。

財務戦略よりも価値創造の具体策を考える

私のファイナンスの考え方は、寅さんの名言である「それを言っちゃおしまいよ」的なものであるため、知人たちは、私がビジネススクールのコーポレートファイナンスの授業で何を教えているのかに非常に興味があるようです。もちろん、理論に沿ってコーポレートファイナンスの授業をやっているのですが、私の授業のフォーカスは、後述する最低限のファイナンス理論を学習した後に、ディスカウントキャッシュフロー（DCF）モデルを構築することにより企業

価値を評価し、それをベースに価値創造につながる提案を考えることです。つまり、価値の評価で終わることなく、評価と創造の橋渡しをする。まさにマーケット・インテリジェンスを養成することを目的としています。

例えば、企業価値創造の手段としてM&Aや事業売却による企業価値創造の可能性について検討もします。もちろん、最近流行の財務戦略の小手先テクニックも紹介しますが、まずその副作用についても検討しています。私の授業を受けた学生がリキャップCBをやるとは思えません。

繰り返しになりますが、ファイナンス自体が直接的に価値を創造することはありません。しかし、価値評価のメカニズムを理解すれば、価値創造のための具体策を考えることは可能です。直接的に価値を創造できなくても、価値の創造をサポートすることがファイナンスに求められる新たな役割だと思えます。

財務戦略よりも本業でリスクを取る

財務戦略の特徴は、企業が投資家に対して自社の将来性に自信があることを示すためにリスクを取るという“チキンゲーム”の要素があることです。資金調達には、増資よりも負債。自社株買いよりも増配。内部留保は少ないほどよい。どれも将来のキャッシュフロー創出に自信がないとできることではありません。積水ハウスの阿部俊則社長は次のように述べています。

「自社株買いと配当性向を合わせた総還元性向60%をしっかりと維持する。今後成長するという自信の表れだ」（日経ヴェリタス2015年5月10日～16日）

しかし、企業は投資家に将来の自信を財務上のリスクを取ってまで示さなければならぬのでしょうか。もちろん、リスクを取って、自信を見せることにより、株価は上昇するでしょう。将来生み出されると期待されるキャッシュフローが増えると株式市場は判断しますので、それは当然なことです。ただ一方で、投資家に自信など示さなくても、株式市場の期待を上回る結果を出せば、結果的にポジティブサプライズにより株価は上昇します。何も即効性を求めなくても、そのタイミングまで待てばよいのです。本業でリスクを取るほうが、より高いリターンを生み出せるはずですし、そもそもそれができないようであ

れば、企業が存在する理由が無くなります。

企業の取ることが許容されるリスクは決まっています。もちろん、リスクを取らなければリターンは生まれませんが、どのようにリスクを配分するのが期待リターンを決定します。株主還元やリキャップCBにリスクを配分するよりも、競争優位性の強化につながる投資でリスクを取る方が賢明です。そうした投資が成功すれば、結果として株主還元も強化できます。株価上昇を先取りする必要はないのです。実際にキャッシュフローを高めて、企業価値を創造し、その結果として株価を上昇させればよい。焦りは禁物です。経営が短期的になりかねません。

本物のファイナンスプロフェッショナルとは

第二章において、番頭とIR人材の議論をしました。どちらも企業内におけるファイナンスプロフェッショナルという点で共通しています。企業を代表して、投資家とファイナンスという共通言語を用いてコミュニケーションをする。事業に詳しい内部昇進者である場合もあれば、ファイナンスに詳しい金融機関出身者である場合もあるでしょう。いずれにせよ、注意しなければならないのは、ファイナンスに溺れないこと。ファイナンスは企業価値を創造することはない以上、過度なことなしない。内部昇進者であれば、知らないことはやらない。金融機関出身者であれば、知っていても使わない。本業の足を引っ張ることだけはしてはならないのです。こうした規律を持つのが本物のファイナンスプロフェッショナルなのです。

ただ人間なんて弱いもので、知っていることは実践してみたいし、新しいことにもチャレンジしてみたいものです。金融機関はいくらでも新しい提案を持ってきてくれます。心が動かされることもあるでしょう。しかし、どんなにイノベティブな提案であっても、自社の商品やサービスの販売につながる提案ではありません。つまり、キャッシュフローには影響しない。そうであるならば、無視するのが一番です。

第三章でオリンパスの再生を紹介しましたが、オリンパス事件は財テクによ

る損失の粉飾決算でした。同社のビジネスを考えれば、わざわざ本業でもない財テクをする必要はなかったのです。それなのに手を出してしまった。仮に利益が出ていたとしても、本業からのキャッシュフローではない以上、企業価値には影響しないし、株価にも特に影響しなかったはずです。何かイノベータ的な提案だったのかもしれませんが、価値を創造しないことに勤しんでいる時間はないのです。価値を生まないことをどうしてもしたいのならば、自分で会社を起業して自分でリスクを取るべきなのです（価値を生まない以上必ず失敗しますが）。

本物のファイナンスプロフェッショナルの活動領域は、ファイナンス自体ではなく、より経営に近いところになってくると思います。そのためにも、ファイナンス領域での自己表現は、次に述べるように最小限にとどめるべきなのです。

2. ファイナンスの四本柱：これだけで上場企業らしく振る舞える

これまでの実務経験で至った結論

私は大学卒業後、ファイナンスとはまったく無関係の仕事をしていましたが、28歳で米国にMBA留学しファイナンスと出会って以来、その面白さのあまりすっかりはまってしまい、ファイナンスに関連する知識をコツコツと蓄積してきました。留学中は、コーポレートファイナンスからスタートし、そして企業価値評価を学び、企業価値の創造に実際に関わりたいと思うようになりました。

そこで転職先は事業会社にしようと考え、MBA卒業後に日産自動車の財務部に入社。毎日コーポレートファイナンスに関連する海外の論文を読みながら知識を磨き、会社の役に立ちそうなことを思いつけば、CFOにレポートするという日々を送っていました。その後、IR部に異動してからは、投資家と会う機会も増えたため、インベストメントマネジメントにも興味を持ち勉強するようになり、私は今でも投資にまったく興味がないのですが、CFA（CFA協

会認定証券アナリスト)も最短期間で取得。ファンドマネージャーになったとしても成功するとは思ってはいませんが、TOPIXをアンダーパフォームした理由をもっともらしく理論的に説明できる知識は持ち合わせています。

このようにして、企業の視点も投資家の視点も理解できる知識をコツコツと蓄えてきたため、経営コンサルタントとして独立して以来、クライアントから相談を受けて困ったことはありません。そのように言うと、私が有能なコンサルタントだったように思われるかもしれませんが、実はそれほどのものでないのです。正直なところ、これまでオタクのように蓄積してきた知識はほとんど活用することなく、限られた分野の知識しか使っていないのです。完全に宝の持ち腐れです。実際は、MBAに留学したり、CFAを取ったりするほどのこともなく、分厚いテキストの数章分を読んでいれば対応できるレベルの話だったのです。分厚いテキストの数章分で十分。これがとんでもなく遠回りして至った私の結論です。

「いい製品を作って、それを適正な利益を取って販売し、集金を厳格にやる。そういうことをそのとおりにやればいいわけである」という松下幸之助の言葉を思い返せば当然の話であり、テキストに出てくるリアルオプションや金融工学なんて経営に必要がなく、逆に、経営をややこしくしているだけ。正直なところ、私としてはもっと難しいことを相談して欲しかったのですが、現場にいるクライアントのほうが、ファイナンスに求めるべきことをよくわかっていたのです。彼らの相談は、ファイナンスの二つの役割である価値の評価と分配、そして資金調達だけでした。具体的な相談内容としては、次の通りです。

- ・ 自社の資本コストはどの程度なのか
- ・ 投資案件の価値はどの程度なのか（自社や買収先の価値評価も含む）
- ・ 株主還元政策はどのように決定すればよいのか
- ・ 資本構成はどのように決定すればよいのか

これで相談内容の9割程度はカバーされます。逆に言えば、この分野の知識があれば経営コンサルタントにもなれるし、実務上もほとんど問題はないということです。投資家とのエンゲージメントにおいても、ファイナンスに関して

はこれらの4点セットを抑えておけば完璧です。

物言う投資家も、難しいファイナンスは求めている

物言う投資家といえば、何か難しそうなファイナンスを要求するかと考えがちですが、実は前述の4点を抑えておけば、まず問題はありません。イギリスのハーミーズというエンゲージメント系の投資家が公表する「責任投資原則」を見ると、投資家が投資先に何を求めるファイナンスは至ってシンプルであることがわかります。「責任投資原則」を要約すると次のようになります（傍線は筆者による）。

- ・ 情報開示と株主の対話を行うこと
- ・ 持続的に資本コストを上回るリターンを生み出す事業を行うこと
- ・ コア事業に集中すること
- ・ 投資判断は企業の価値創造の視点から行い、買収には高いハードルを課すこと
- ・ リスク管理を適切に行うこと
- ・ 資本と負債のバランスを変更することにより資本構成を調整し、資本コストを最適化すること
- ・ ガバナンスを強化すること

ファイナンスに関しては、4点セットでほぼカバーできているのがわかります。私も日産自動車のIR部時代に投資家に会うことが多くありましたが、ファイナンスに関しては配当政策ぐらいしか聞かれることはなくいつもがっかりしていたものです。今思えば当然なことですが、彼らの最大の関心事は、どの市場にどのような車を販売するのにかあったのです。企業価値が、将来のキャッシュフローの現在価値の合計額であることを考えれば、本業の戦略を確認することのほうがはるかに大事であり、ファイナンスについてあれこれ聞いたところで意味がないのは本物の投資家ならわかっているのです。

ですから、4点セットに関してだけは投資家の厳しい質問にも十分対応できる知識武装をしておく必要があります。以下、それぞれに関して詳細に見てい

きましょう。

3. 資本コスト：精緻な計算よりも、意識しているフリをすることが大事

資本コストをピンポイントに特定するのは神業

株主資本コストであれ、WACCであれ、ピンポイントで設定するのは過大評価や過小評価につながる恐れがあります。

その原因は、CAPMのパラメーターにあります。マーケット・リスクプレミアムは一般的に4～6%が利用されることが多く、リスクフリーレートは10年物の長期国債の利回りが利用されることが多いですが、その代わりとして将来的な予想利回りを利用するケースもあります。

第一章でも紹介した通り、伊藤レポートでは、マーケット・リスクプレミアムはレンジの最大値である6%、リスクフリーレートは2%と、2015年6月末時点の新発10年国債利回りである0.455%よりも高い水準となっており、保守的な想定となっています。仮にマーケット・リスクプレミアムをレンジの最小値である4%、リスクフリーレートを0.455%とすれば、ベータが1の銘柄の株主資本コストは4.455%。伊藤レポートの8%よりもはるかに小さくなります。CAPMは素晴らしい理論だと思うのですが、結局、最後は「エイヤ！」になってしまうので、次に述べるように経営判断に利用できるような代物とは思えません。

資本コストだけで経営判断をしない

私にとって資本コストとは、投資家とのコミュニケーションツールに過ぎません。資本コストを社内で計算し、資本コストを意識した経営をしていることを投資家にアピールし、安心感を与えるためのツールに過ぎず、私がCFOならば経営判断に利用することはありません。前述の通り、資本コストの算出には問題があるからです。

先ほどの例で言えば、4.455%から8%のレンジのどこかに正しい株主資本

コストがあるはずですが、保守的に設定すれば、投資判断においては過少投資になり、業績評価においては低評価となりやすく、事業売却や撤退などが必要以上に行われることとなります。一方で、低めに資本コストを設定すれば、その真逆となります。つまり、株主資本コストの設定水準に経営が左右されることになるのです。

投資判断に関しては後述しますが、業績評価に関しては株主資本コストを利用したエクイティ・スプレッドや残余利益、WACCを利用したROIC/WACCスプレッド、Economic Profitなどの指標があります。どれも資本コストを上回るリターンを生み出したか否かを評価する指標であり、会計指標よりは有効だと考えられていますが、所詮過去の業績を評価する指標であるという点では同じことです。つまり、将来は考慮していないのです。

しかし、事業の価値はその事業が生み出すキャッシュフローの現在価値の合計額であることを考えれば、業績評価にも投資判断と同様に将来性を反映させる必要があります。エクイティ・スプレッドやROIC/WACCスプレッドがマイナスだからということだけで、事業売却や撤退となるのであれば、事業部門の経営は投資を削減するなど短期的になるでしょう。また仮に資本コストが実体よりも高めに設定されていれば、企業価値を創造していても破壊しているように見えてしまいます。それならば、赤字か黒字かという会計数値ベースの判断のほうがよほど経営判断のミスのリスクが減ります。

資本コストへの関心が高まるのは悪いことではありませんが、資本コストを利用したからといって、商品やサービスが売れるということはありません。しかも、設定される水準によっては、誤った経営判断につながりかねません。このような理由により、資本コストだけに頼らずに、経営判断には将来性なども考慮してバランススコアカードなどの定性的な指標などもあわせて活用すべきだと思います。

個別銘柄のベータよりも業界ベータのほうがより正確

個別銘柄のベータは、算出に利用される期間中のデータ（過去5年間の月次

データが一般的)によっては過大や過小評価されることがあります。そこで、競合他社のベータも算出して業界の平均値を求め、業界ベータを算出することにより、個別企業のベータ算出から生じる誤差を軽減することができます。このアプローチは、同一業界であればベータ（事業ベータ）は同一であることを前提としています。もちろん、同一業界であっても、各企業の財務レバレッジは異なるため、業界ベータを算出するには各社の財務レバレッジの調整が必要となります。

事業ごとに資本コストを算出するのは実質的に不可能

全社の資本コストを算出するのも一苦労ですが、各事業の資本コストを算出するのは理論的には可能とはいえ、正確に算出するのはほぼ不可能と考えたほうがよいでしょう。

各事業の資本コストは次のプロセスに沿って算出することになります。

- ・各事業に類似した上場企業のベータを算出し、アンレバーと再レバーにより各事業のベータを算出
- ・各事業のベータに基づき、各事業の株主資本コストやWACCを算出

非常にシンプルなのですが、問題となるのは、全社のベータや資本コストとの整合性です。各事業のベータや資本コストの加重平均は、当然のことですが、全社のベータや資本コストと合致しなければなりません。そのため、事業の数が増えれば増えるほど、全社のベータや資本コストと合致させるための調整が複雑になり、事業のリスクを正しく反映しなくなる可能性が高くなります。ですから、事業別のエクイティ・スプレッドや残余利益、ROIC/WACCスプレッドやEconomic Profitを算出して事業評価をすることは止めたほうが良いと思います。誤った経営判断になる可能性が高くなるからです。実際は価値を創造していた事業を売却してしまったなどということがあったら、それこそ大問題です。ですから、前述の通り、会計指標を使うほうが判断ミスは少なくなります。

株主資本コストよりもWACCの方がまだマシ

資本構成に負債が存在する場合には、株主資本コストの算出誤差よりもWACCの算出誤差の方が小さくなるので、資本コストにはWACCを利用すべきです。

というのは、株主資本コストの算出は前述の通りかなり怪しいものですが、一方の負債コストは格付けをベースにしたり、もしくは支払金利と負債総額の比率から計算したりすることで正確に計算することができるからです。そのため、WACCの誤差は株主資本コストの誤差の資本比率分に限定されることになります。株主資本コストであれ、WACCであれ私は信じませんが、どうしても利用する必要がある場合には、誤差の少ないWACCを利用することをお勧めします。

株主資本コストの推移を見るのは有効

私が、株主資本コストもWACCも信じないのは、パラメーター次第で数値が大きく変動してしまうため、絶対値として信用ができないからです。しかし、パラメーターの設定に恣意性を無くし一貫性を持たせることができれば、絶対値への信頼性には変わりはないものの、相対的な変化には意味が出てきます。

例えば、CAPMのパラメーターを過去5年間の月次データをベースにして算出されたベータ、マーケット・リスクプレミアムは5%、リスクフリーレートは算出日の新発10年国債利回りとして計算するルールにすれば、会計年度末ごとに算出することで、株主資本コストの変化が把握できます。もちろん、絶対額には誤差があると思われませんが、一貫した前提で算出すれば、その変化には意味があります。下落すればリスクが低減しており、上昇すればリスクが増加している。財務部門やIR部門を中心に株主資本コストの削減に向けた活動に取り組んでいるはずですから、一貫したプロセスで定期的に株主資本コスト算出することにより、そうした活動の効果を定量的に把握することができます。

PBR 1 割れはROEが株主資本コストを下回っている証拠

PBRは次の式にあるように、ROE、株主資本コスト、そして成長率を使って計算することができます。

$$PBR = 1 + \{ (ROE - \text{株主資本コスト}) / (\text{株主資本コスト} - \text{成長率}) \}$$

重要なのは、ROEが株主資本コストを上回らない限り、PBRは1倍割れしてしまうことです。つまり、PBRが1割れの企業は、長期的に期待されるROEが株主資本コストを下回ると想定されていることがわかります。ですから、そうした企業は、時間をかけて精緻に株主資本コストを計算する時間があれば、ROEを改善するなり、株主資本コストを下げるなりの努力をすべきなのです。

東京証券取引所第1部の上場銘柄のうち、株価純資産倍率（PBR）が1倍に満たないのは44%、816銘柄もあります（日本経済新聞 マーケット反射鏡 2015年5月27日）。これらの企業は、企業価値を破壊していることは株主資本コストを算出するまでもなく明らかですから、算出に要する時間を本業磨きに使い、PBR 1倍を回復していただきたいと思います。

財務戦略以外の手法でも資本コストを低減させる努力をする

ファイナンス理論に従うと、WACCを低減させるには高コストの資本を減らし、低コストの負債を増やせばよいということになります。こうした財務戦略以外にも、情報開示による透明性の改善、またマーケット・インテリジェンスを持つ人材を育成することによる投資家からの信頼の改善などのアプローチも、資本コストを低減させる要因となり得ます。財務戦略では、リスクが高まったり、コストがかかったりしますが、情報開示や人材育成には少なくともリスクはありません。第二章で述べたように、情報開示に関しては収獲逡減の域に入っていると思いますが、積極的にこうした手法も活用し、資本コストを低減させる努力をする必要があります。

4. 投資判断：定量分析よりも、商売人の勘と嗅覚を磨く

ファイナンス理論とエクセルの融合で投資判断を誤る

平成26年度生命保険協会調査によると、投資の意思決定の判断基準として企業が重視する指標は、「事業投資資金の回収期間」が62.0%、「売上・利益の増加額」が60.6%とトップ2を占めており、資本コストを活用するNPVやIRRといった判断基準は20%程度にとどまっています。一方、投資家が企業に求めている指標は、投下資本利益率（ROI）であり、ダントツの84.9%となっています（IRRは33.7%、NPVは16.3%）。しかし、資本コストというコンセプトが一般的になりつつあることを考えると、今後はNPVやIRRが判断基準として広く利用されるようになると思われます。

NPVとIRRのどちらが投資判断基準としてより適切なのかと質問を受けることが多くあります。私の答えは、どちらも投資判断基準として適切ではないが、NPVの方がまだマシだというものです。というのは、算出されたNPVが株式市場も信じるほど適切なものであるならば、NPV分だけ企業価値が高まるからです。例えば、ある新商品への投資のNPVが10億円だとすれば、企業価値が10億円上昇するということです。ですから、企業価値創造の視点にピッタリの判断基準だといえます。一方のIRRは、IRRがハードルレートを上回れば価値を創造するのは確かなのですが、パーセントベースの投資判断基準であり、NPVのように絶対額では示されません。ですから、IRRは高いが、絶対額としての企業価値創造が小さいこともあり得ます。ですから、NPVの方がマシなのです。

しかし、そうは言っても、「算出されたNPVが株式市場も信じるほど適切なものであるならば」というほぼ100%ありえない条件を満たさなければなりません。この条件を満たすには、利用される資本コストが適切である、また将来のキャッシュフローの予測が適切である、という二つのほぼ100%ありえない条件を同時に満たさなければならないのです。

資本コストについては前述の通り、ピンポイントで特定するのは「エイヤ！」

を除けば不可能です。また、将来のキャッシュフローを予測することも、冷静に考えれば不可能です（投資申請者は予測可能と言い張るとは思いますが）。このように考えると、NPVを活用している企業は、ありえないことを前提に投資判断をしていることになり、知らぬ間にかなりのリスクを取っていることになります。投資判断が仮にうまくいったとしても、単にまぐれとか、現場が頑張ったとしか言いようがないのです。

また、NPVを使った投資判断を誤らせる要因となるのがエクセルを使うことです。エクセルが原因となり、投資案件の申請者と承認者の間で「いたちごっこ」が生じるのです。提案者は自分の投資案件に楽観的であるため、将来予想を過大評価する傾向があります。承認者はそれを認識しているために、割引率を高めます。そして、提案者は高い割引率でもNPVが正になるように、将来予想をさらに楽観的に修正します。場合によっては、ゴールシークなどの関数を使って、NPVが正になるように前提を逆算することさえあるのです。ですから、どのような投資案件も結局はNPVが正となるのです。

このようなプロセスは、「算出されたNPVが株式市場も信じるほど適切なものであるならば」という先ほどの条件を満たすとは思えません。企業価値の創造どころか、単なるゲームと化しています。そこで、次からその解決策を考えていきます。

割引率に投資リスクを反映させると、ハイリスク投資は過少投資となりかねない

通常のNPVによる投資判断の限界は、最も起こりうるシナリオ（most likely scenario）のみをベースに投資判断を行うことです。将来のことなど誰もわからないのに、「最も起こりうるシナリオ」というものがあるのが不思議ですが、そのシナリオがベースになる。そして投資案件のリスクが高ければ、割引率を上げる。例えばエーザイでは、投資収益率が新興国でのベンチャー投資なら25%、工場建設なら15%などのように事業や地域ごとに200種類もが設定されています（日本経済新聞朝刊、2015年7月14日）。もちろんハイリスク・ハイリターンの原則がありますから、新興国での投資であれば期待収益率が高くな

ければ投資するに値しません。

しかし、割引率を上げることでリスクを反映しようとする、前述の「いたちごっこ」が生じることに加えて、新興国での投資のようなハイリスクな案件には過少投資となりかねません。その結果、投資原資はミドルリスク・ミドルリターンやローリスク・ローリターンの投資案件に配分されることとなります。こうなるとイノベーションによる企業価値創造の可能性は期待しにくくなり、改善により企業価値を維持するか、最悪の場合にはコモディティで企業価値を破壊することになりかねません。

また、ハイリスクな案件に投資されるべきであった原資は、余剰現金として株主還元にも回することも考えられます。これはファイナンス理論の視点からは好循環ですが、企業価値創造の視点からすると悪循環に思われます。もちろんハイリスクな案件が期待通りのリターンを生む保証はありませんが、そのリスクに賭けて企業価値創造を狙うことこそが経営者の使命なのです。その結果として、将来的により多くの株主還元をすればよい。このように、投資のリスクを割引率で反映しようとする、一見保守的ではありますが、過少投資という副作用を伴いかねません。

ではどうすればよいのか。分母である割引率ではなく、分子である期待キャッシュフローにリスクを反映させるのです。投資のリスクが意味するのは、期待される結果のばらつきです。つまり、最も起こりうるシナリオが実際に起こることもあれば、最悪のシナリオ (worst scenario) や最善のシナリオ (best scenario) が起こることだって考えられるのです。ですから、最も起こりうるシナリオのNPVだけを求めるのではなく、期待キャッシュフローが低水準の最悪のシナリオと高水準の最善のシナリオのNPVも求めればよい。そして、各シナリオが起こりうる確率を割り当ててNPVを加重平均するのです。

このアプローチのほうが、割引率を恣意的に調整するよりも透明性が高く、申請者と承認者との議論も深まると思います。どのような好条件が満たされれば最善のシナリオになるのか、どのような悪条件が生じれば最悪のシナリオになるのか。そしてどのようにすれば最悪のシナリオから脱することができるか

るのか。このような議論から、投資承認者は申請者しか知りえない情報も引き出すことができ、単に割引率を調整する場合よりも精度の高い判断が可能となるのです。

	NPV	×	確率	=	期待投資価値
シナリオ1:基本ケース	100億円		60%		60億円
シナリオ2:良いケース	150億円		20%		30億円
シナリオ3:悪いケース	20億円		20%		4億円
					94億円

図表 4-1 シナリオ分析のイメージ

M&Aの期待シナジーの算出は社内で行う

M&Aは投資のなかでも金額が大きく、企業の将来を左右するものも多くあります。特に重要になるのは、M&A後の統合ではありますが、支払いプレミアムの設定もかなり重要と言えます。なぜならば、プレミアムを払い過ぎてしまうと、M&A後の統合がどれほどうまくいこうとも、プレミアムの払い過ぎを挽回することは難しくなるからです。先発投手が、初回に5点も失点されると試合が早々と決まってしまうようなものです。

では、なぜプレミアムを払い過ぎが生じるのでしょうか。それは、M&Aが生み出す期待シナジーを過大評価してしまうからです。その理由の一つとして、オークションの過程において期待シナジーでは説明できない水準にまでプレミアムが上昇してしまうことがあります。つまり、過大評価しないとオークションで勝てないのです。これは明らかに本末転倒です。

もう一つの理由としては、期待シナジーの算出を投資銀行に任せてしまうことがあります。彼らはM&Aや企業価値評価の専門家ではありますが、実務家

ではないため、具体的にどのようなシナジーが期待できるのかまでは把握することが難しいのです。私のコンサルタント時代の経験でも、M&A巧者と言われる企業は、被買収企業に社員を送り込み、業務改善の可能性や期待シナジーを積み上げて算出し、支払いプレミアムを決定していました。

結局、期待シナジーの算出は、同業種の人材でなければなかなかできない業務なのです。ですから、期待シナジーの算出は、社内の人材が責任を持って行い、そしてその見積もりは保守的に行う。これが期待シナジーの過大評価を回避するには最適なアプローチです。もちろん、保守的であるがために、プレミアムが低くオークションで負けてしまうことはあるでしょうが、勝ったとしても高値づかみで株価が下落することはありません。

M&Aで企業価値を創造したいのであれば、まずは社内のスキルを高めなければなりません。日本企業はこのようなスキルに関してはまだ発展途上の段階にあると思います。数をこなして経験を積むしか解決策はありません。

大型投資発表の後の株価の反応は必ず確認する

M&Aなど大型投資の発表があれば、株式市場はその投資のNPVを予測し株価に反映します。株価が上昇すれば、株式市場もその投資のNPVが正であると判断していることになり、株価が下落すればNPVが負であると判断していることになります。

株式市場の最初の反応は正しいことが多く、企業にとっては重要なシグナルとなります。株価が上昇するということは、株式市場が良い投資と判断しているということです。その期待に応える結果を出さなければ、将来的にはネガティブサプライズで株価は下落することになります。一方、株価が下落したということは、悪い投資と判断しているということです。その判断を覆す結果を出せば、将来的にはポジティブサプライズで株価は上昇します。

どちらにせよ、株価の反応に一喜一憂している暇はなく、企業は投資から最大のリターンを生み出さなければなりません。また、株式市場の最初の反応は、投資判断の最初のレビューの機会となります。もちろん、継続的に投資の進捗

をモニタリングすることになりますが、株式市場の最初の反応から学べることは多いのです。特にM&A発表後の株価の反応には注意しましょう。

定量分析から企業の将来を決める投資は見つからない

ファイナンスにおける投資判断とは、定量分析によって行うものなのですが、こうした投資判断の前提は、投資予算の奪い合いです。もちろん、正規の投資判断プロセスを経て投資が実行されるわけですから、それなりの成果は出ることは期待できます。しかし、企業の将来を決めるような投資は、定量分析で投資予算を奪い合う過程では生まれてこないのではないのでしょうか。

例えば起業。起業のNPVがいくらかといえ、起業する人間の数が極めて少ないことを考えれば、かなりのマイナスだと思われます。しかし、実際には一代で一部上場にまで上り詰める経営者が存在するのも事実です。これは、ファイナンスの視点から考えれば、価値の評価ではマイナスだったが、価値の創造で一気に挽回してNPVをかなりのプラスに変えてしまったということです。つまりポジティブサプライズです。でも、成功した起業家は、他人は気づいていなかったが、自分には可能性が見えていて、その可能性を実現しただけだと考えていることが多いものです。つまり、当人にはNPVは最初からかなりのプラスだったということです。

これは、商売人ならではの勘や嗅覚なのだろうと私は思います。だから、世の中には新たな商品やサービスが出てくるのです。しかし、定量分析が主流になるにつれて、そうした商売人ならではの勘や嗅覚が鈍ってしまうのではないかと思います。特に大企業においては、定量分析による投資判断は当たり前の儀式となっており、高い割引率が適用されるイノベーションよりも低い割引率が適用されるコモディティが優先的に選択されやすくなります。そしてイノベーションが減り、コモディティが氾濫するのです。

ではどうしたらよいのか。磐石な財務状況を維持して、面白そうなアイデアに種まきをし続ける。目先のEPSなど気にしない。このようなかつての日本企業のような、そして非上場企業のような経営をすることです。

このような経営は、無駄な資金は持たず、投資採算を重視すべきとするファイナンス理論と真逆ですが、グーグルなどの成長し続けるベンチャー企業を見ていると、持続的に競争優位性を磨き、イノベーションを生み、そして企業価値を創造し続けるにはこのような経営をするしかないように思われます。結局、投資家の論理にNOと言うような企業しか生き残れないのです。

米国のアマゾン・ドット・コムは赤字続きですが、2015年7月24日、時価総額が日本円で30兆円を突破し、売上高で世界最大手のウォルマート・ストアーズを超え、時価総額では世界最大の小売り企業となりました。何か期待をさせてくれるワクワク感のある企業は、投資家の論理には従いませんが、実は投資家にとって最高の“投資案件”なのではないでしょうか。

5. 株主還元政策：単に余剰現金を株主に還元すればよい

株主還元は企業価値に影響しない

平成26年度生命保険協会調査によると、株主還元政策に関しては、34.2%の企業が数値基準を公表しています。株主還元政策は、コーポレートガバナンス改革の三点セットの一つであり、投資家は株主還元の強化だけでなく、数値基準の公表も求めています。もちろん、投資家にとっては数値基準があれば、株主還元から得られるリターンが予測できるため、投資リスクも減ることでしょう。

株主還元政策への注目がこれほどまでに高まると、株主還元は企業価値に影響すると考えてしまう経営者も出てくるはずです。実際、株主還元政策の発表により株価が変動することは非常に多いのが現状です。株価が変動する以上、企業価値にも影響するのではないかと考えるのは当然のことです。

しかし、何度も繰り返すように、企業価値は、将来生み出されると期待されるキャッシュフローをそのリスクを反映した割引率で割り引いた現在価値の合計額であり、価値の分配に過ぎない株主還元は企業のキャッシュフロー創出能力に影響しません。だから、企業価値は不変なのです。増配という情報を通じ

て企業と投資家間の情報の非対称性が軽減されたことにより、株価が変動しているだけなのです。

ですから、必要以上に株主還元を意識する必要はありません。次に述べるように、経営活動で使わなかった余剰資金を還元すれば十分なのです。

株主還元政策は経営活動の結果である

私の株主還元の見解は、本業から得られたキャッシュフローを投資に回し、また将来の投資原資として内部留保に回した後に残ったキャッシュを株主に戻すというものです。ですから、キャッシュを使い、蓄え、そして還元するという優先順位であり、株主還元は経営活動の結果に過ぎないと考えています。

配当性向の目標を3割と設定したとしても、当期純利益が下落しているようでは配当総額が減少することになるから意味がありません。経営者は株主還元政策以前に、利益を成長させることにコミットすべきなのです。その結果として長期にわたり増配トレンドを維持できることが理想的な姿です。金額が同額であるならば、経営活動の結果として株主還元をすることと、事前にコミットした通りに株主還元をすることに特に差はありません。どうせならコミットメントという余計な負担を背負わずに経営をするほうが自由度は高くなるのです。

自由度という点では、一株当たりの配当額にコミットするのが一番辛いでしょう。配当性向や総還元性向であれば、当期純利益に合わせて株主還元総額が自動的に調整されます。特に業績が悪化したときには、株主還元の負担が軽減されます。しかし、一株当たりの配当額にコミットしてしまうと、基本的には業績とは無関係にコミットした金額を還元しなければなりません。

例えば武田薬品工業は、営業活動からのキャッシュフローは過去5年間でほぼ半減していますが、一株当たり180円の配当額をコミットしているために、業績がどうであろうが、配当額を変更することができません。これは株主にとっては都合の良い話ですが、企業経営の柔軟性を犠牲した株主還元だと思われます。株主還元コミットなどしなくても、キャッシュフローを改善し、その一部を着実に還元していれば、投資家も安心して投資ができます。投資家の要求

を満たすために、自分の首を絞める必要はないのです。

株主還元政策をIR上のマーケティングツールとして利用してはいけない

日本企業の配当性向は、3割前後に集中する傾向があります。もちろん、自社の今後の投資ニーズや内部留保の適正水準を考慮した結果として、3割前後が余剰現金となっているという判断ならば問題はないのですが、3割配当が目的化しているように思えてなりません。また、業界内での株主還元政策競争も激化している印象もあります。つまり、株主還元政策の「横並び」と「いたちごっこ」です。もちろん国内企業や競合他社と比べて株主還元政策が魅力的でなければ、投資家の関心を引き付けることができないと考えるのも無理はないのですが、私が経営者であれば、競合他社が株主還元政策競争にエネルギーを注いでいる間に、積極投資をして競争優位性を磨いておきます。将来的に株主還元を強化すればよいのです。

もちろん、株主還元政策が競合他社よりも魅力的ではないため、一時的には不利になるかもしれませんが、それでも他社に移らず残ってくれる株主もいるでしょうし、積極投資を評価してくれる投資家もいるはずです。つまり自社をどのようにポジショニングするのか。株主還元政策で勝負するのか、積極投資による企業価値創造の可能性で勝負するのかです。株主還元政策で株主になる投資家は、バーゲンハンターみたいなもので、さらによい株主還元政策の企業があれば、さっさとそちらに移っていきます。一方、積極投資を評価する株主は、企業価値創造が実現するまで株主でいてくれます。さて、どちらの株主が望ましいのか。言うまでもないでしょう。

結局、株主還元政策を投資家向けのマーケティングツールとして利用してしまうと、株主還元政策を重要視する投資家が引き寄せられてきます。なかには、経営方針などを理解しない投資家もいるはずです。そうした投資家を満足させ続けるには、株主還元を強化し続けるしかありません。彼らは、将来的に積極投資に舵を切る必要が出てきたときに、理解してくれない可能性もあります。これでは、そのような存在は経営の足かせになってしまいます。このような副

作用を回避するためには、株主還元政策は退屈なものに止めておくほうがよい。企業価値創造の実績をマーケティングツールとできるように努力すべきなのです。

増配はケチケチが一番

配当のエチケットは、非常にシンプルです。減配しないこと。たかが減配と思うかもしれませんが、業績が悪化したとしても、減配という手段を選ぶのは最後の最後。企業はそこまでして減配を回避しようとするのです。

では、減配のリスクを軽減させるにはどうしたらよいのか。それは増配しないことです。当然なことですが、増配すればするほど減配のリスクは上昇します。投資家はこうした企業の行動を理解しているため、企業が増配をするということは、減配リスクがない、今後持続的に業績を改善させる自信を持っている、と判断します。ですから、投資家は期待キャッシュフローを上方修正し、そして企業価値も上方修正され、その結果として株価が上昇すると予測します。一方で、減配することになればまったく逆の展開となるのです。

ですから、企業は増配の決定を真剣に考えなければなりません。一時的に業績が改善した程度では増配をしてはいけません。持続的に業績が改善すると確信できる時のみ、増配する。その際にも、大幅増配は避けるべきです。株価に与える影響は大きいですが、減配のリスクも上昇します。大幅増配する自信があったとしても、将来の増配の余地を残して1円ずつケチケチを持続的に増配するほうが、減配リスクも小さいですし、“配当ハンター”のような投資家をブロックできます。

しかし最近では、業績連動型の配当政策も増えており、増配や減配がかつてほどの重要性を持たなくなっているケースもあります。このほうが、株主還元政策を通じて余計なシグナルを株式市場に送ることを避けられるので、今後業績連動型の配当政策採用する企業も増えてくるかもしれません。

究極の株主還元はすべて自社株買いで実施

本章の冒頭に、私が考える最高の財務戦略は、数年に一度の増配と自社株買いだけすればよいという極めてシンプルな提言をしました。これは私が、上場企業のCFOに上り詰めたケースを想定しています。もし私がベンチャー企業にCFOとして入社し、その後上場にまでこぎつけたケースならば、また最高の財務戦略は変わってきます。前例がなく、ゼロベースで考えられるからです。

では、どのような財務戦略かという点、配当は実施せず株主還元は自社株のみで行うというものです。これは自社株買いが持つ柔軟性をフル活用するためです。柔軟性というのは、実施するのもしないのも企業側の都合で決められることを意味します。配当は毎年一定金額を支払わなければならないが、減配やさらには無配に転落するようなことがあれば、投資家からの信頼は失われます。つまり、配当は実質的に金利の支払いにも似たコミットメントなのです。

一方の自社株買いは、余剰現金があれば実施するという気楽さがあります。ある期間は大型投資が続いたため余剰現金がなかったが、その後投資が一巡したために資金が余剰になれば、自社株買いを実施することが可能です。企業側の都合にも見えますが、株主還元の本質は企業の都合なのです。使い道のない資金を株主に還元すればよいのです。

私が配当は窮屈だと思うのは、当期純利益の3割はとりあえず“没収”されることです。投資ニーズがない年度にはそれでも問題がありませんが、投資ニーズがある年度に3割を“没収”され、その穴埋めに増資をしたり、社債発行をしたりするのは何ともチグハグにしか思えません。投資家は“没収”が資本効率を意識する規律を生むと言いますが、資金調達をして余計なコストを払うのならば、投資家に事情を説明して減配の方がマシに思えます（株価は下落するでしょうか）。自分の生活が厳しいのに、お年玉を奮発する人はあまりいないはずで、企業も同じです。余剰現金がある時だけ株主還元をすればよいのです。見栄を張って株主還元をして、後で借金をしているようでは無計画としか言いようがありません。

正直なところ、歴史ある優良企業が無配となり、全額自社株買いで株主還元

を行うのは非現実的だとは思いますが、やはりベンチャー企業が取べき政策です。しかし、全額自社株買いの柔軟性を理解した経営者は、総還元性向を株主還元政策の指標にするのはやめた方がいいことに気がつくでしょう。配当だけでも息苦しいのに、柔軟性が売りの自社株買いにもコミットするわけですから、一層息苦しくなります。総還元性向は、自社株買いのメリットを消してしまうのです。

平成26年度生命保険協会調査によれば、株主還元の目標値として公表が望ましい指標としては、「総還元性向」が67.6%となっており、70.3%であった「配当性向」とほぼ水準です。そのため、総還元性向を目標値として公表する企業も増えていくことだと思いますが、あまりの息苦しさに目標を配当性向に切り替える企業が多くなるでしょう。

割安で自社株買いをしようと考えるはいけない

理想的な自社株買いを考えるために、バフェットの2つの方針を確認してみましょう。まずは、明らかに割安であること。2012年の自社株買いの際には、バフェットはPBR1.1倍以下を割安と定義しています。次に、自社株買いにより財務状況が悪化することがないこと。現金等価物が200億ドルを下回らないことを条件としています。

正直なところ、割安で自社株買いをすることはあきらめた方がいいでしょう。いくら社内の人材であれ、自社株のフェアプライスが簡単に把握できるものではありません。私も日産自動車に在籍中はこれで痛い目に逢いました。社内では知りえない情報を自分のDCFモデルに反映させてフェアプライスを算出していましたが、結局株式市場には敵わないのです。多くプロの投資家がTOPIXをアンダーパフォームすることを考えれば、割安での自社株買いは不可能だと思ったほうがよいのです。

株価は気にせず、余剰現金で機械的に自社株買いをするのがベストです。高値で自社株買いをすると物を言う投資家もいますが、気にすることはありません。目的が、株価が割安であるというメッセージを市場に伝えることなく、

余剰現金の還元であることを説明すればよいのです。

バフェットの方針で参考にすべきなのは、自社株買い後も財務状況を磐石に維持することです。余剰現金を還元することが目的なので、これは当然のことですが、自社株買いで投資の原資が減少してしまうようでは意味がありません。そのためにも、公表する必要はありませんが、どの程度の資金を持つべきかをバフェットのように設定すべきです。ただし、次の「6. 資本構成」で述べるように、設定方法に合理的な手法はありません。これも保守的に「エイヤ！」で決めることになります。バフェットの200億ドルも「エイヤ！」なのです。

資本構成の調整には自社株買いを利用する

私は、自社株買いにより資本構成を調整してROEを改善することに否定的ですが、今後必要とされる投資ニーズを考慮しても内部留保が潤沢過ぎるなど資本構成の調整に正当な理由がある場合には、配当ではなく自社株買いを活用すべきです。前述の通り、配当はいったん増配してしまうと気楽に減配することはできません。ですから、単に資本を圧縮することが目的であれば、いつでも実施できていつでも止められる自社株買いを活用すべきです。

富士重工業の高橋充最高財務責任者（CFO）が、「万一、ROEが20%を割り込めば配当性向を引き上げたい」と述べています（日本経済新聞 朝刊2014年5月27日）。もちろん同社の高成長と高収益性を考えれば、特に増配自体にはまったく問題はないのですが、資本構成の調整が目的であれば、本来は自社株買いを行うべきです。成長性も収益性もほどほどの企業が同社と同じアプローチを取ると、将来的には減配に直面する可能性もありますので、要注意です。

6. 資本構成：コンサバティブに磐石な財務状況を維持する

資本構成は企業の歴史を物語る

第一章で日米企業のROEを比較した際に、日本企業はキャッシュリッチなイメージの強いにもかかわらず、財務レバレッジが米国企業よりも高いという

意外な事実について触れました。その原因は、過小資本の企業とキャッシュリッチな企業が共存しており、平均値としては財務レバレッジが高くなっていることでした。

ではなぜ過小資本の企業もあれば、キャッシュリッチな企業もあるのか。それは単に過去の業績によるものです。持続的に好業績を出し続けていればキャッシュリッチになりますし、業績が低迷し続ければ過小資本になります。

ですから、前者が良い会社であり、後者が良くない会社。しかし、ROEを計算すれば、前者が不利で、後者が有利になることが多いのです。だから、キャッシュリッチの企業が株主還元強化のターゲットとして狙い撃ちされるわけです。しかも、日本企業の中で、資本構成に関して明確な方針を持つ企業は多くはありませんから、どうすべきかに頭を悩ませているのが現状と思われるが、過小資本の企業からすれば贅沢な話です。本来は、資本が多いことではなく、資本をどのように活かすべきかに頭を悩ませるべきなのです。

最適な資本構成は立場で異なる

平成26年度生命保険協会調査によれば、企業の自己資本の水準に関しては68.6%の投資家が「余裕のある水準と考えている」と回答しています。一方、企業側は、26%が「余裕のある水準と考えている」、56.7%が「適正と考えている」と回答しています。手元資金に関する調査も同様な結果となっています。

なぜこれだけの差が生じるのでしょうか。それはリスク許容度の差が原因です。投資家は分散投資を行うため、過小資本の企業が倒産しようとも投資パフォーマンスに大きな影響はありません。ですから、企業に資本効率性の改善を要求してくるのです。一方、経営者も社員も勤務先は一社ですから、過度なリスクを取ってまで資本効率性の改善を迫及すること気にはなりません。

立場が異なる以上、最適と考える資本構成が異なるのは当然です。両者の考えが合致することは永遠にないのです。投資家に手許現金や内部留保が多過ぎるという指摘を受ける企業は多いとは思いますが、気にすることはありません。そのような場合には、「ではいくらが最適なのですか」と質問してみてください。

もっと少ないほうが良いとは言うでしょうが、いくらが良いとは言いません。彼らにもわからないからです。せいぜい期待するROEと予想当期純利益から逆算する程度の話でしょう。

ファイナンス理論でも最適資本構成はわからない

ファイナンス理論では、WACCを最小化する最適資本構成が存在すると考えます。もちろん、WACCが最小化されれば、企業価値が最大化されることとなります。ですから、最適資本構成を追求しないことは機会損失となりかねません。そこでエクセルでシミュレーションをすれば、WACCを最小化する資本構成を特定することができます。

ただここで注意しなければならないのは、前提として、株主資本コストの正確さが求められることです。しかし、CAPMの問題点を考えれば、この前提はかなり非現実的です。仮に株主資本コストが正確でなければ、最適と判断された負債・資本比率が実は高過ぎており、バランスシートのリスクを過度に高めてしまうこともあり得ます。このようなリスクを考えれば、ファイナンス理論を使うことなく、自己資本比率や負債・資本比率を競合他社とベンチマークして高過ぎず、後述するように低過ぎずの水準に維持するという昔ながらの手法がベストということになるのです。

磐石な財務状況を維持することが最優先

最適資本構成などという難しい話は忘れて、磐石な財務状況を維持することこそ最優先されるべきだと私は考えます。もちろん、磐石な財務状況も、最適資本構成と同じように数量的に特定できるものではなく「エイヤ！」になってしまいますが、二つの視点から考えることにより、あるべき資本構成の方向性をつかむことができます。まずは、成長投資を確実に行える資本を持つという成長性の視点。もちろん、仮に成長投資に失敗したとしても財務状況が磐石であることも成長性の視点には含まれます。そして、最悪のシナリオでもデフォルトを回避できるという安全性の視点。

これらの視点から導き出される結論は、成長性の高い企業とキャッシュローの変動性が大きい企業は資本を多めに持つこと。逆に低成長の企業とキャッシュローの変動性が小さい企業は資本を多めに持つ必要はないこと。この結論の背景には、機会損失リスクとデフォルトリスクという二つのリスクがあります。

成長性の高い企業は投資ニーズが高いため、過小資本であれば、投資のチャンス タイミングよくつかむことができなかつたり、投資に失敗した場合のリスクの大きさにより投資をあきらめたりする機会損失が生じる可能性があります。一方で、キャッシュローの変動性が大きい企業は、財務レバレッジが高いとキャッシュフローが減少した場合に、負債の返済ができずデフォルトする可能性があります。ですから、高成長や変動性の高い企業には資本を多めに持つ理由があり、逆に低成長や変動性の低い高い企業には資本を多めに持つ理由はないのです。たとえば、高成長企業であるガンホー・オンライン・エンターテイメントの自己資本比率は80.0%（2014年度末実績）となっており、変動性の低い企業である大阪ガスの自己資本比率は47.7%（同）となっています。

このように考えると、キャッシュリッチで株主還元強化のターゲットとして狙い撃ちされる企業は、単に手許現金や内部留保が高水準であることだけが原因なのではなく、成長性が低かつたり、キャッシュローの変動性が低かつたりすることも原因として挙げられるのです。

ですから、最適資本構成のような回答の出ない宿題に時間があれば、この二点を冷静に分析する必要があります。その際には、競合他社の自己資本比率や負債・資本比率とベンチマークするとよいでしょう。成長性やキャッシュローの変動性は業界特性に影響を受けるため、同業企業は類似した資本構成を持つ傾向があるからです。業界平均を大きく上回れば、磐石な財務状況を上回る過剰資本である可能性があり、大きく下回れば、磐石な財務状況を下回る過小資本である可能性があります。もちろん、業界平均と大きく異なつたとしても、それが最適な水準であると考ええるならば、業界特性だけでは説明できない自社の成長性やキャッシュフローの変動性について投資家に説明をすればよいので

す。実績次第では納得してもらえるでしょう。

このアプローチは、ファイナンス理論の最適資本構成のようにアカデミックではありませんが、これが最も現実的なアプローチだと思います。

磐石な財務状況を超えたら株主還元を強化する

自社の成長性やキャッシュローの変動性分析や、競合他社の自己資本比率や負債・資本比率とベンチマークしたりした結果、磐石な財務状況を超えているという判断に至った場合、「5. 株主還元政策」で述べたように、配当ではなく自社株買いをメインの調整手段として資本構成を調整することになります。

また、自己資本比率や負債・資本比率などにより目標とする資本構成を設定する場合、ピンポイントではなくある程度のレンジで余裕を持つことをお勧めします。なぜならば、厳格に資本構成を維持しようとする、そのための資金調達が必要になり、余計なコストが生じることになるからです。ですから、実績値が目標を一定水準乖離した場合に、時間をかけて目標とする水準に徐々に近づける努力をするのがよいでしょう。そもそも目標とする水準が正解とも限りませんので、焦る必要もないのです。

第一章でも紹介しましたが、平成26年度生命保険協会調査によれば、今後の資本政策のスタンスとして、自己資本比率は現水準程度を維持する方針の企業が59.8%となっています。ですから、利益の一部を株主還元することにより資本構成を調整する必要のある企業が増えてくるでしょう。大幅増配を選択する企業が多いのではないかと思われませんが、保守的にケチケチ増配と自社株買いで調整することをお勧めします。

資本構成はROE目標実現のための調整弁ではない

ROEを目的化するROE逆算経営においては、資本構成はROE目標を実現するための調整弁に過ぎなくなりつつあります。当期純利益が不足すれば、株主還元によって自己資本を圧縮し、ROEを「製造」する。こうした行動は、財務状況によっては財務リスクを過度に高めてしまいかねませんが、より深刻な

問題としては、ROEが実態以上に良く見えることにより、経営者も自社の本来の実力がわからなくなりかねないことです。本来、目標を達成するということは、良い経営の証となりますが、ROEに関してはそうとは限りません。

ではどうすべきか。ROE目標だけではなく、ROEの構成要素である売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの目標値も設定するのがよいでしょう。これで財務レバレッジの“一本足打法”によるROE改善は回避できるはずであり、ROEは経営の実態をより正確に映し出すことでしょう。

さて、ROE改善が求められるなか、日本企業は財務レバレッジの誘惑に耐えられるのでしょうか。まさにファイナンスプロフェッショナルの規律が求められるところです。

7. オリエンタルランドの財務戦略：私が理想とする自己主張のない財務戦略を追求

オリエンタルランドは、第三章でも松下幸之助の教えを実践する最たる例として取り上げましたが、本章においては私が考える理想的な財務戦略を実践する企業として取り上げます。

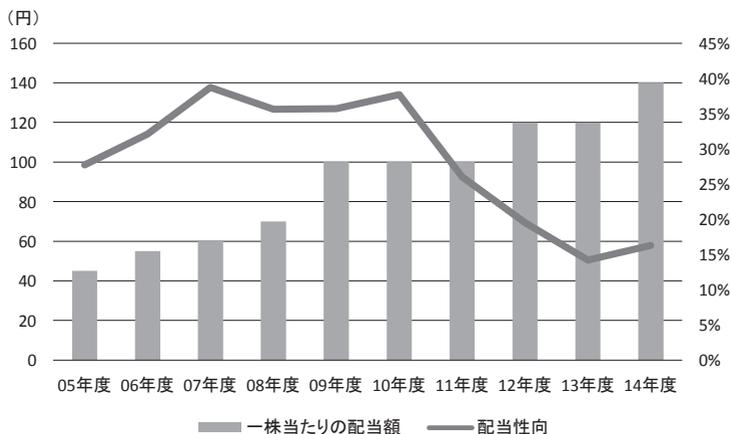
なぜ私が同社の財務戦略が理想的と考えるかということ、財務戦略に自己主張がないからです。自己主張というのは、株価を上げたいとか、経営指標を良く見せたいというような欲のことで、ファイナンスプロフェッショナルの規律が効いていて、やろうと思えば何でもできるのに余計なことはしない。淡々とやるべきことをやり、磐石な財務状況を維持する。とにかく健全なイメージなのです。主要なポイントに関して見ていきましょう。

投資家ウケを狙わない株主還元政策

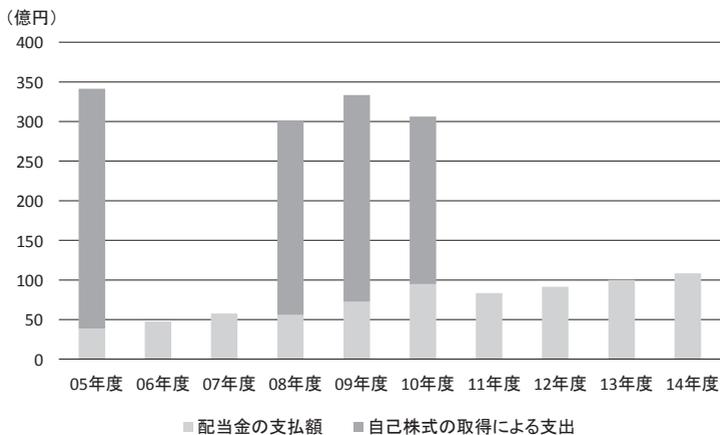
一株当たりの配当は持続的に増配傾向にあります。しかし、連続増配にはこだわりはなく、踊り場もあり、慎重に増配の判断をしているように思われます。また、当期純利益の成長により配当性向は13年度と14年度には15%前後にまで

下落しています。

もちろん、財務状況を考えれば、日本企業の平均である3割配当も問題なく実施できると思いますが、配当性向を維持するために大幅増配をする意思はなく、堅実に増配をすることを選択しているようです。自社株買いに関しても、



図表 4-2 オリエンタルランドの一株当たりの配当額と配当性向



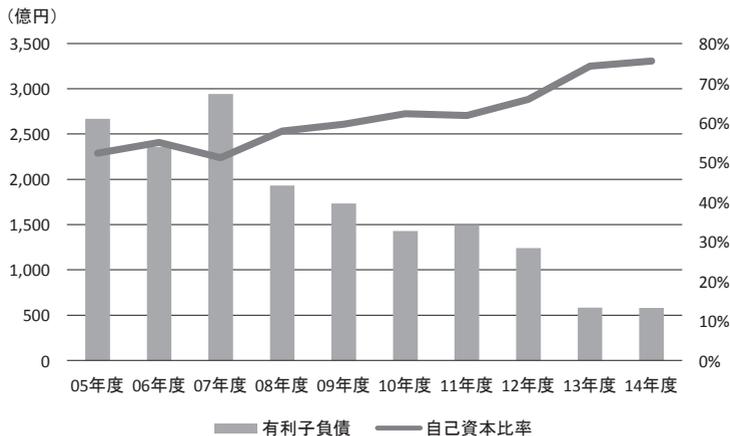
図表 4-3 オリエンタルランドの配当金の支払額と自己株式取得による支出

過去10年間のうち4年間で計1000億円に上る大規模な自社株買いを実施しています。

以上のように、同社の株主還元政策は、堅実な増配と財務状況に応じた自社株買いのセットとなっています。財務状況を見る限り、さらなる株主還元の強化は可能ですが、株主還元政策を投資家向けのマーケティングツールとして利用しようという意思はないようです。

ROE改善よりも磐石な財務状況を優先

有利子負債は、10年間で2000億円ほど減少し、2014年度の自己資本比率は75.6%となっています。ここまで磐石な財務状況であれば、財務レバレッジを高めて、ROEを改善したり、WACCを減少させたりする余裕は十分にあるのですが、そうした気配は見られません。このままでは自己資本が増えることによりROEは悪化し、WACCは上昇しかねませんが、そうしたことは気にしていないかのように思われます。



図表 4-4 オリエンタルランドの有利子負債と自己資本比率

やはりファイナンスは横綱相撲

オリエンタルランドの財務戦略を見ていると、余裕を感じます。ROEを改善しよう、配当性向を維持しよう、というような欲がまったく見受けられないのです。

磐石な財務状況を維持して、将来の大規模投資に備える。投資が落ち着き、資金が余剰になれば、自社株買いで還元する。まさに横綱相撲です。本業でキャッシュフローが創出され、企業価値が創造されているのだから、財務戦略で余計なことをする必要もない。本業あつてのファイナンスであり、ファイナンスは磐石な財務状況を維持することにより本業をサポートする。そのような好循環が生まれています。

投資家の論理が経営に入り込みつつあるなか、同社のような規律あるファイナンスが求められています。同社のようなファイナンスのスタンスを持つ日本企業が増えることを期待したいと思います。