

「二刀流」企業価値創造経営

— 企業価値創造は結果ではなく目的である —

手 島 直 樹

1. バフェット流DCFモデル活用法：DCFモデルが企業価値創造と企業価値評価を一体化する

割引キャッシュフロー（DCF）モデルこそ「二刀流」にとっての最強の武器

序章において、マーケット・インテリジェンスについて紹介しました。ここで再度確認しておく、マーケット・インテリジェンスとは基本的な株式市場のメカニズムやファイナンス理論を理解し財務マネジメントを行う能力です。これにより企業価値創造のプロセスを理解したり、自社に最適な財務戦略を策定したりすることが可能となります。

序章でも述べたように、競合他社と株価パフォーマンスや財務指標をベンチマーク分析して投資家目線で客観的に自社を見つめ直すこともマーケット・インテリジェンスの役割ではありますが、その最も重要な役割は、企業価値を絶対評価し、そして企業価値をさらに高めるための要因、つまりバリュードライバーを特定し改善することです。いわば、投資家が行う企業価値評価と経営者が行う企業価値創造を一体化する「二刀流」を実践することだと言えます。

では、バフェットはどのように「二刀流」を実践しているのでしょうか。そ

本稿は、拙著『株主に文句を言わせない！ バフェットに学ぶ価値創造経営』（日本経済新聞出版社）の第一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。

のカギを握るのがDCFモデルです。彼は多くの投資家が活用するPER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）などの株価マルチプルだけに基づいて企業価値評価を行うことはありません。株価マルチプルは、競合他社との相対的な比較により株価を予測するには有効ですが、なぜ株価がその水準なのか、そしてどうすればさらに株価を高められるのかを把握するには不十分だからです。要するに、株価マルチプルでは株価予測はできても、企業価値を創造するためのヒントにはまったく得られないのです。これでは、一般的な投資家と同じく企業価値評価のみの「一刀流」にとどまります。

しかし、バフェットは、経営者としてパークシャー・ハザウェイ社の企業価値を評価するのみならず、同社の企業価値を高めるためのアプローチも考えなければなりません。つまり、企業価値評価と企業価値創造の「二刀流」です。DCFモデルは、なぜ株価がその水準なのか、そしてどうすればさらに株価を高められるのかについてヒントを与えてくれます。内在価値、つまり理論的な企業価値の理解は、投資家だけでなく経営者にとっても大事であるというのがバフェットの持論です。これからの時代は、経営者もDCFモデルを使いこなして「二刀流」を実践することが求められるのです。では、DCFモデルについて見ていくことにしましょう。

DCFモデルの本質

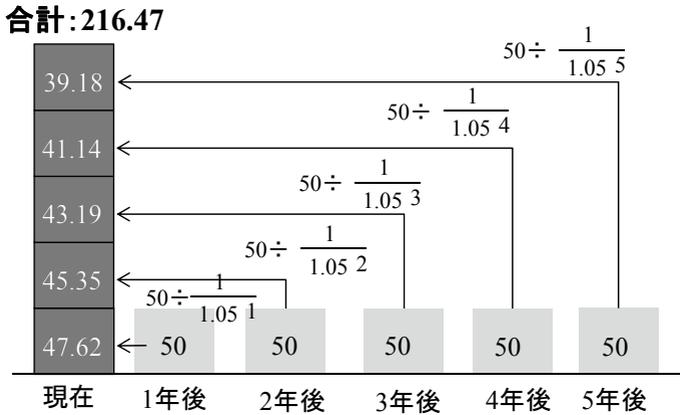
では、DCFモデルとはどのようなものなのでしょうか。ファイナンス理論によれば、企業価値とは、企業が将来生み出すと期待されるキャッシュフローをそのリスクを反映した割引率で割り引いた現在価値の合計額だと考えられています。DCFモデルとはまさにこの通りに企業価値を実践するための道具です。キャッシュフロー、より正確にはフリーキャッシュフロー（FCF）と現在価値という2つの概念が理解できれば、DCFモデルを活用することは難しくありません。

まずはFCFから見ていきましょう。先に結論を述べておくと、F（フリー）がポイントになります。会社の自由になるキャッシュフローという意味であり、営業活動により得られたキャッシュフローから必要な投資額を差し引いたものです。FCFは、株主還元に分配しようが、負債返済に分配しようが、内部留保しようが自由なものなのです。算出方法は次の通りとなります。

$$\text{FCF} = \text{売上高} \times \text{営業利益率} \times (1 - \text{実効税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資金増減額}$$

FCFの特徴は、現金支払いを伴わない費用である減価償却費を足し戻す点と、投資に分類される設備投資や運転資金という貸借対照表の項目も考慮される点です。そのため、投資からどれだけのリターンが期待できるのかという投資効率性が意識されることとなります。なお、企業価値評価においては実績値のFCFではなく、期待FCFが利用されるため、業績予想に基づき、各パラメーターを決定することとなります。

次に現在価値ですが、各年の期待FCFの時間軸を現時点に割り戻すことがその意味するところです。というのは、各年の期待FCFは時間軸が異なるため、そのまま合算することができないのです。そのため、時間軸を現在時点に移してから合算することになります。たとえば、図表1-1のように、来年の50円と5年後の50円をそのまま合算して100円とすることはできず、割引率を使って時間軸を調整し、来年の50円は1年分、5年後の50円は10年割り戻したのちに合算することになります。割引率は資本コストとも呼ばれ、一般的にCAPM（資本資産価格モデル）という公式を活用して算出されます。単純化すると、リスクが高ければ資本コストは高くなり、リスクが低ければ資本コストは小さくなります。



図表 1-1：期待FCFの現在価値の合計

このように期待FCFと資本コストを算出すれば、各年の期待FCFを現在価値にして合算することになります。この合算値が事業価値と呼ばれ、遊休不動産などの非事業資産や負債などを調整したものが内在価値となります。それを発行済み株式総数で割れば一株当たりの理論株価が算出されます。そして、現在の株価と比較することにより、割安か割高かの判断を行うのです。

バフェットはDCFモデルの不確実性をいかに克服しているのか

これまで見てきたように、DCFモデルは、期待FCFを資本コストで割り引くという非常にシンプルなものですが、どちらのパラメーターもビジネス環境によって大きく変動することがあります。たとえば、英国の欧州連合（EU）離脱のようなイベントが発生することにより、業績に大きな影響を受けると考えられる企業もあるでしょう。その場合、期待FCFも大きく変動することになります。また、CAPMで利用されるパラメーターであるリスクフリーレートも日々変動しています。

そのため、DCFモデルの背景にあるファイナンス理論や内在価値の計算プロセス自体はシンプルだとしても、特にFCFの各パラメーターは将来の予測に基づくため、ガベージイン・ガベージアウトのリスクが高まります。DCFモデルによる企業価値評価は、過去ではなく未来予測を前提とするためこの問題から逃れることは難しいのです。たとえば、IPO後間もない企業であれば、実績データも限られるため、将来の業績予想が困難となります。その結果として期待FCFの精度も低下してしまい、算出された企業価値の精度に確信を持つことは難しくなります。

では、バフェットはこうしたDCFモデルの不確実性をどのように克服しているのでしょうか。「投資の神様」であるということは、未来予測が誰よりも確実にできるということなのでしょう。しかし、バフェットも「投資の神様」とは言え、本当の神様ではないため、未来がわかるということはありません。それどころか、未来はわかるはずがない、という前提で二つのアプローチを活用して不確実性を克服しています。一つ目は、理解しやすいビジネスで業績が安定的な企業を投資の対象とすることです。つまり、パラメーターの予測がしやすい企業に絞ります。二つ目は、彼の師匠であるベンジャミン・グラハムが提唱する「安全余裕度」の原則を活用することです。パラメーターの予測を非常に保守的に行っても、理論株価が市場価格を大幅に上回るという割安の状況でなければ投資をしません。このように、予測の精度を上げようとする正攻法ではなく、予測のミスが少ない企業を保守的に価値評価するという現実的なアプローチなのです。

一方、経営者としてのバフェットは、バークシャー・ハザウェイ社の株主の立場に立って、DCFモデルの不確実性が少なくなるような経営を実践しています。つまり、業績予想がしやすい経営です。バフェットは次のように述べています。

ビジネスの将来が不確実であればあるほど、内在価値の計算は大幅に外れる可能性も高い。ここに当社の強みがある。莫大な流動性と最小限の負債、そしてさまざまな比較的安定的な収入源である。これらの要因が意味するのは、当社の内在価値が他のほとんどの企業よりも正確に計算できることである（2005年の株主への手紙）。

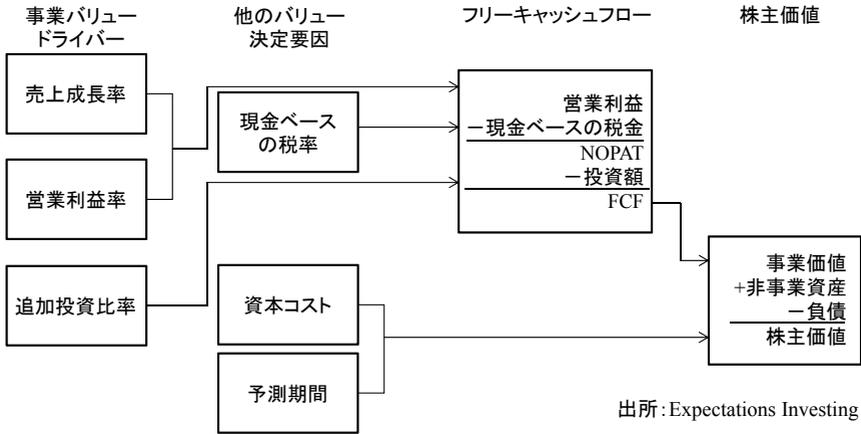
パークシャー・ハザウェイ社は現在約90社の傘下の企業から構成されるコングロマリットであるため、個々の傘下の企業では業績の変動があったとしても、会社全体としてはリスク分散効果により業績の変動は縮小されます。ですから、DCFモデルのパラメーターの予測に伴う不確実性は減少することになり、株主もバフェットも理論株価の算出で大きな計算ミスを犯すリスクは小さくなるのです。

2. バリュードライバーを理解する：バリュードライバーはどのように企業価値に影響するのか

バリュードライバーを重視する「リバースエンジニアリング型経営」

序章において、バリュードライバーとは企業価値創造に影響を与える項目であり、バリュードライバーにフォーカスを当てる経営を「リバースエンジニアリング型経営」と呼びました。経営の結果として企業価値を創造するのではなく、企業価値に影響する項目を意識しながら逆算的に経営を行うという意味合いです。

ここで図表1-2をご覧ください。前述のFCFのパラメーターや資本コストが最終的に株主価値、つまり理論的な時価総額（理論株価×発行済み株式総数）につながるプロセスが示されています。話を単純化にすれば、FCFを増やし、資本コストを下げれば、株主価値が上昇する、逆に言えば、FCFにも資本コストにも影響しないものは企業価値を創造する上ではノイズに過ぎない



図表 1-2 : 株主価値ロードマップ

ということです。「リバースエンジニアリング型経営」では、バリュードライバーにフォーカスを当てて企業価値に直結させる合理的な経営を目指します。では、バフェットが投資と経営の両面において、いかにバリュードライバーを重視しているかを見ていきましょう。

バフェットの投資基準と企業価値創造経営

バフェットは、投資に際して明確な基準を設定しています。具体的には次の4点が基準となります。

1. 理解できるビジネスであること
2. 経済性が長期的に良好であること
3. 経営者が有能で信頼できること
4. 価格が納得できる水準であること

これが「投資の神様」の投資基準なのか、とがっかりされたかもしれませんが、1から3の基準はDCFモデルを構築する際には特に重要となります。こ

これらの基準が意味するのは、彼が投資先に求めているのが、イチかバチかの高リターンではなく、業績予想の確実性であることです。彼が業績変動の激しいテクノロジー企業に投資をしないのはこれが原因です（アップルへの投資が大きなニュースになったのはこのためです）。

投資候補の企業が、1から3の基準を満たすのであれば、業績が大幅に悪化する可能性も低く、5年後でも10年後でも現在の業績が適度な水準で成長する前提でDCFモデルを構築すれば特に問題はありませぬ。よって、複雑な予測モデルなど不要であり、また算出される理論株価が大きく誤ることも極めて少なくなります。そして自身で算出した理論株価が現在の株価を大きく上回れば、つまり株価が理論株価に対し大幅に割安であれば、4の基準を満たすこととなり、投資を実施することになります。彼は分散投資ではなく集中投資をしますので、このような割安の株式があれば、多額な資金を投入することになります。なお、彼は4の基準に関連して投資のタイミングについて次のように述べています。

株式投資に参入するタイミングを計ろうとするならば、他人が貪欲な時に恐怖心を持ち、他人が恐怖心を持つときに貪欲になるようにすることだ（1996年の株主への手紙）。

他人が恐怖心を持つときには市況が悪く株価が低くなるため、4の基準を満たしやすくなります。1から3の基準を満たすのであれば、株価がさらに下落するリスクも低いと考えられるため、投資が大きな失敗となる可能性はかなり減少することになります。前述の「安全余裕度」の原則に基づいた堅実な投資アプローチだと言えます。

次に、経営者としてバフェットは、次の手法でパークシャー・ハザウェイ社の一株あたりの内在価値を高めると述べています。

1. 多くの子会社の収益力を持続的に改善する
2. 追加的な買収により利益をさらに拡大する
3. 投資先の成長性から利益を得る
4. 株価が内在価値よりも大幅に割安であれば、自社株買いをする
5. 時に大規模な買収を行う

4の自社株買いに関して財務戦略となりますが、他の項目は収益性と成長性に関連するものとなっています。序章でも述べたように、1980年代半ばから、株式投資よりも事業買収に軸足を移しており、やはり買収による成長に対する積極的な姿勢が表れています。高成長率企業への投資をしないのとは対照的に自社の成長は追求しているのです。では、次に事業バリュードライバーについて見ていきましょう。

バリュードライバーと3つのビジネスのタイプ

バフェットは、ビジネスを真に偉大なるビジネス、良いビジネス、そして悪いビジネスという3つのタイプに分けています。3つの事業ドライバーが企業価値に与える影響が理解しやすいので、それぞれを紹介していきます。まず真に偉大なるビジネスから見ていきますが、序章でも述べた不朽の競争優位性の有無が、高水準の営業利益率を維持するためにいかに重要なかが述べられています。一方で、売上高成長率に関してはあまり重視されていません。また、追加投資比率に関しては、利益に比べて少額な投資で済むことを理想的と考えています。バフェットは、「堀」と「城」のたとえを使いながら、次のように述べています。

真に偉大なるビジネスは、素晴らしいROIC（投下資本利益率）を守る持続する「堀」を保有する。ダイナミックな資本主義においては、競合企業が高水準のリターンを稼ぐビジネスの「城」に絶え間なく攻撃を仕掛けてくる。それゆえに、低コスト生産者であること（GEICOやコストコ）、もしくは有力なグ

ローバルブランドを保有すること（コカ・コーラ、ジレット、アメリカン・エキスプレス）が持続的な成功には不可欠である（2007年の株主への手紙）。

低コスト戦略やブランド力による差別化戦略が「堀」となって競合他社を跳ね返すことにより、真に偉大なるビジネスは持続的に高水準の営業利益率を維持することができるのです。次に持続性について次のように述べています。

我々の「持続性」という基準では、急速かつ継続的な変化を受ける産業に属する企業は投資対象から除外することになる。資本主義の「創造的破壊」は社会にとっては非常に有益だが、投資の確実性には妨げとなる。継続的に再構築しなければならない堀は、最終的には堀ではなくなる（2007年の株主への手紙）。

ビジネスの環境が大きく変化すると、競争優位性を維持できず企業価値が破壊される可能性があります。もちろん、業績の予想も困難となり、DCFモデルによって算出された理論株価が大きく誤る可能性も高まります。また、経営者の能力については次のように述べています。

また、この4つの基準では、成功が偉大なる経営者の有無に左右されるビジネスは除外する。もちろん、素晴らしいCEOはどんな企業にとっても資産であり、また当社にはそうした経営者が豊富にいる。彼らの能力は、一般的なCEOが経営をしていれば実現することがなかった数十億ドルの価値を生み出してきた。しかし、もしビジネスが素晴らしい結果を生むためにスーパースターを必要とするならば、ビジネス自体は素晴らしいとは思えない（2007年の株主への手紙）。

最近日本ではプロフェッショナル経営者が注目されていますが、経営者の個人的な経営能力ではなく、企業が持つ競争優位性で勝負できる企業が望ましい、というのがバフェットの考え方です。スーパースター経営者が何代も連続する

ことは期待できないため、平均的な人材が経営者になったとしても持続性に影響がないのが理想なのです。追加投資比率については次のように述べています。

安定的な産業における長期的な競争優位性こそが我々がビジネスに求めるものだ。そのビジネスが、急速な組織成長を伴うのであれば素晴らしいことだ。しかし、組織成長がなくても、そうしたビジネスには価値がある。そのビジネスが生み出す肥えた利益を受け取って、他に同様なビジネスを買収するのに利用すればよい。稼いだ場所に投資しなければならないというルールはない。実際、そのルールは誤りであることが多い。有形資産に対して高い利益を生み出す真に偉大なるビジネスは、長期にわたり利益の多くを高水準のリターンで内部において再投資することができない（2007年の株主への手紙）。

収益性が高い企業は、特に成長率が高水準ではない場合、再投資に必要な金額を大幅に上回る利益を生み出すため、株主還元により利益を株主に返還することになります。バフェットは還元された資金を活用して企業買収をすることによりパークシャー・ハザウェイ社の利益を成長させることができるわけです。同一企業内での再投資に限定しなければ、成長の機会は他にいくらでもある、というのがバフェットの考えです。

以上見てきたように、事業バリュードライバーでは、安定的な売上高成長率、持続的な高水準な営業利益率、そして低追加投資比率がポイントとなり、バフェットが安定的な産業における長期的な競争優位性を求めているのが理解できます。ですから、DCFモデルの観点から言うと、業績予想がしやすくなり、ガベージイン・ガベージアウトのリスクを軽減することができます。つまり、企業価値評価でミスが少なくなり、投資が失敗に終わるリスクが大幅に低減されるのです。

次に、良いビジネスに関しては、飛行訓練サービスを提供する傘下のフライ

トセイフティ社を例に次のように述べています。

経済的収益率だけで判断すれば、フライトセイフティ社は素晴らしいが、驚くほど素晴らしいビジネスではない。利益を成長させるためにより多くの資金を必要という状況は、ほとんどの企業が直面するものである。たとえば、規制公益事業における当社による大規模投資はまさにこの分類となる。当社は、10年後にはこのビジネスでかなり多くの利益を上げるだろうが、そのためには何十億ドルも投資をすることになる（2007年の株主への手紙）。

真に偉大なるビジネスと良いビジネスの大きな違いは、成長のためにどれだけの追加投資が必要か、ということです。投資をせずに成長しようというのは甘い考えですが、ある期間に利益が4倍になったとしても、投資も4倍となっていれば、FCFを創出する効率性には大きな変化はなく、真に偉大なるビジネスほどの企業価値創造は期待ができません。しかし、現状としては、多くの企業がこのカテゴリーに分類されるといえます。

最後に悪いビジネスに関しては、航空業界を例に次のように述べています。

最悪のビジネスは、急速に成長し、成長の実現のために多額の資本を必要とするが、ほとんど利益を生まないビジネスである。航空業界を考えてみよう。ここでは、持続的な競争優位性は、ライト兄弟の時代から存在しない。（中略）最初のフライト以来航空業界の資本需要は飽くことを知らない。投資家は、近づくべきでなかった時に、航空業界の成長にひきつけられて、無尽蔵に資金をつぎ込んできた（2007年の株主への手紙）。

良いビジネスと悪いビジネスの大きな違いは、追加投資に対してリターンがあるか否か、ということです。悪いビジネスは、利益が低い上に投資がかさむため、FCFはマイナスになることが多くなります。この状況が続けば、かつ

てのインターネットバブルの時のように、企業価値が破壊されることになりません。

バフェットは、この3つのタイプのビジネスを預金口座にたとえて次のように総括しています。

総括するために、3つのタイプの預金口座を考えてみよう。偉大なる口座は、非常に高い金利を払い、しかも時間の経過とともに金利が上昇する。良い口座は、追加された預金にも魅力的な金利が支払われる。最後に、悪い口座は金利が低く、しかもがっかりするような低いリターンで資金を追加し続けるように要求する（2007年の株主への手紙）。

時間は素晴らしいビジネスの友だ、とバフェットは言いますが、真に偉大なるビジネスと預金口座にとってはまさにその通りです。時間の経過とともに価値が増大していくのです。もちろん、真に偉大なるビジネスだけに投資をできるのが理想的ですが、そうした企業はそれほど多くは存在しません。投資家としてのバフェットは真に偉大なる企業を見つけ出し、経営者としてのバフェットはそうした企業が生み出す利益を新たな買収に再投資し、成長の実現を目指しているのです。では、次にバリュードライバーについてより詳細に見ていくことにしましょう。

3. 売上高成長率：成長は必ずしも企業価値を創造するとは限らない

なぜバフェットは投資先の売上高成長率をあまり重視しないのか

売上高成長率が高い企業は「成長株」として株式市場による評価が高く、PERやPBRなどの株価マルチプルも高水準であることが多いのですが、前述の通り、バフェットは成長率自体にはあまり関心を持っていません。高成長産業がバフェットの投資対象とする安定産業ではないことも要因の一つですが、

それ以外に重要な要因が2つあります。まずは、成長性は必ずしも企業価値を高めるわけではないこと、もう一点が、高成長率を長期間にわたり維持することは不可能であることです。つまり、事業バリュードライバーとしての企業価値にマイナスの影響を及ぼすことがあったり、プラスの影響が持続的でなかったりするのです。

では、前者から見ていきましょう。再度図表1-2を見ていただければわかりやすいと思いますが、営業利益率が一定と仮定すると、売上高成長率が上昇すれば、絶対額としての営業利益が増加し、その結果NOPAT（税引後営業利益）も増えることとなります。これはFCFにはプラスとなりますが、問題となるのが追加投資比率です。ここで追加投資比率が一定と仮定すると、売上高成長率の上昇に合わせて絶対額の投資額も増加することとなりますが、追加投資比率の水準次第ではFCFへの影響はプラスにもなればマイナスにもなるのです。結論から先に言えば、前述の3つのビジネスのタイプでは、真に偉大なるビジネスであればプラス、良いビジネスではニュートラル、悪いビジネスではマイナスとなります。つまり、投資効率性が低水準であると、高成長は企業価値を破壊することになるのです。成長が企業価値を破壊するというのは、かなり衝撃的な事実です。余談ですが、私の小樽商科大学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は、学生が課題として上場企業の企業価値評価を実施するのですが、学生が驚くのが、売上高成長率の予測を高めた場合に理論株価が下落するケースです。そうしたケースでは企業の投資効率性が低く、成長が追加投資額を増加させることになり、FCFを減少させてしまいます。では、どの程度の投資効率性を実現すれば、売上高成長率は企業価値にプラスとなるのでしょうか。バフェットは次のように述べています。

成長が投資家に利益をもたらすのは、ビジネスが魅力的な追加リターンで投資ができる場合、言い換えれば、成長のために投資された1ドルが1ドル以上の長期的な市場価値を生む場合だけである（1992年の株主への手紙）。

バフェットの主張をファイナンス用語で言い換えれば、ROIC（リターン）がWACC（資本コスト）を上回る場合のみ売上高成長率は企業価値にプラスとなるということです。ですから、ROICが低水準の企業は、売上高成長率を高める前に、営業利益率を高めたり、投下資本を圧縮したりすることによりROICを改善することが優先されるべきなのです。

次に、長期間にわたり高成長を維持することが困難であるという2つ目の要因ですが、これは言うまでもないでしょう。まず、会社の規模が大きくなればなるほど、高水準の成長は困難になります。また、商品やサービスにもライフサイクルがあり、永遠に需要が増加し続けることはありえません。米国の調査によれば、2000年から2003年に15%を上回る売上高成長率を実現した企業のうち、2010年から2013年に同じく15%を上回る売上高成長率を維持したのは26%に過ぎず、37%の企業の売上高成長率が5%未満となっています(①)。ですから、売上高成長率を事業バリュードライバーとして企業価値を創造できる期間は有限ということになります。つまり、売上高成長率の「一本足打法」では持続的に企業価値を創造することはできないのです。ですから、高成長企業の成長性が鈍化した場合やそもそも成長率が低い場合は、営業利益率と追加投資比率という他の2つの事業バリュードライバーで勝負することになります。

なぜバフェットは自社の成長は重視するのか

これまで述べてきたように、バフェットは投資先に対しては高い売上高成長率は求めないのですが、自社の成長は重視しています。これは、経営指標として一株当たりの内在価値の成長を設定しているからです。なぜその指標が選ばれているのかというと、パークシャー・ハザウェイ社が約90社から構成されるコングロマリットであることもあり、一株当たりの内在価値の成長が米国の主要な株価指数であるS & P 500指数のリターンを上回らないのであれば、株主にとっては同社に投資するよりも低コストのインデックス投資をした方が正しい投資判断である、とバフェットが考えているからです。では、成長をどのよ

うに実現するのか。子会社や投資先の成長も重要ですが、前述の通り、企業買収が成長の源泉として特に重視されています。もちろん、バークシャー・ハザウェイ社の企業買収が資本コストを上回るリターンを生み、企業買収による成長が企業価値を創造することをバフェットは十分に理解しているからこそ、積極的に買収を行っているのです。

バフェットから学ぶべきこと：ROICを軸に企業価値を創造する

バフェットの主張は、売上高成長率にフォーカスを当てるよりも、営業利益率や投資効率性の改善によるROIC向上にフォーカスを当てるべきだ、ということです。企業価値創造とは、売上高成長率とROICのいわば掛け算であることを考えれば、売上高成長率が高水準でなければROICで勝負すればよいのです。それどころか、ROICで勝負する方が、持続的に企業価値を創造することが可能になります。前出の調査によれば、2000年から2003年に25%を上回るROICを実現した企業のうち、2010年から2013年に同じく25%を上回るROICを維持したのは83%となっており、5%から15%に下落した企業は21%に過ぎません②。持続性という意味では、売上高成長率よりもROICに軍配が上がっているのです。バフェットは次のように述べています。

明らかに、ハイテク産業や新興産業の多くの企業は「必需品企業（筆者注：コカ・コーラやジレットのように競争優位性により確実に需要が見込める企業）」よりも成長するだろう。しかし、素晴らしい結果の可能性よりも、確実に良い結果が欲しい（1996年の株主への手紙）。

結局、バフェットの投資のカギとなっているのは、成長性ではなくROICなのです。投資基準の一つに、経済性が長期的に良好というものがありました。これはファイナンス用語で言い換えれば、長期的に高水準のROICを維持できる企業ということになります。持続的な企業価値創造には、高水準のROICが不可欠なのです。では、次にROICの重要な要素である営業利益率を見ていく

ことにしましょう。

4. 営業利益率：「堀」の有無が持続的な営業利益率を決定する

バフェットのトラウマ

序章において、バフェットが不朽の競争優位性にフォーカスを当てていることを紹介しました。もちろん、どんな経営者であれ、不朽の競争優位性を構築したいわけですが、バフェットはその意識が非常に強いのです。なぜか。バフェットが1965年にパークシャー・ハザウェイ社のオーナー経営者になった時、同社は将来性があるとは考えにくい繊維会社であり、その後20年間の悪戦苦闘の結果、1985年に操業を停止した経験があるからです。バフェットは悪戦苦闘の原因を次のように説明しています。

国内の繊維産業は、コモディティビジネスであり、相当な過剰生産能力が存在する世界市場での戦いであった。我々が直面した問題のほとんどは、労働者が米国の最低賃金のほんのわずかな賃金で働く諸外国との競争が直接的かつ間接的な原因であった（1985年の株主への手紙）。

繊維産業がコモディティビジネスであったからこそ、価格競争に陥り収益性が改善することがなかったのです。また、USエアウェイズ（2015年にアメリカン航空が経営統合）という航空会社へ投資の失敗を振り返り、コモディティビジネスに関して彼は次のように述べています。

規制のないコモディティビジネスにおいては、企業は競争力のある水準にまでコストを下げなければならない。さもなければ、消滅することになる（1994年の株主への手紙）。

このような痛い経験から競争優位性の構築による「脱コモディティ」に対す

る意識が高まったのだと考えられます。

投資先に求める「堀」という考え方

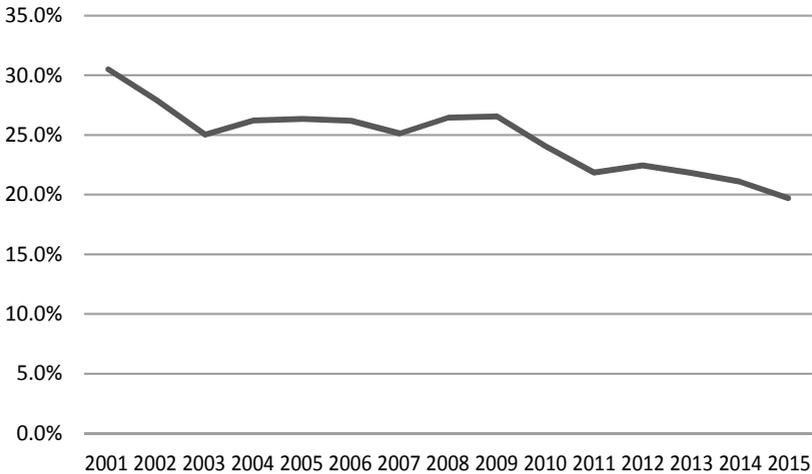
バフェットは、不朽の競争優位性を敵から城を防御する「堀」にたとえますが、「堀」の代表例はブランド力とコスト競争力です。コカ・コーラとジレットをブランド力のケースとして次のように述べています。

コカ・コーラとジレットのブランド力、製品の属性、強力な流通システムが莫大な競争優位性の源泉となっており、両社の経済性の城の周りに防御用の堀を作り上げている。逆に、平均的な企業は、そうした防御の手段もなく日々戦っている。ピーター・リンチ（筆者注：米国の著名な投資家）が言うように、コモディティのような製品を販売する企業の株式には、「競争はあなたの資産に有害かもしれません」という警告ラベルが付いている（1993年の株主への手紙）。

また、ブランド力のある企業の収益性の高さの秘訣を次のように述べています。

「コモディティを買って、ブランドを売れ」が長期にわたりビジネスの成功の方程式だ。コカ・コーラは1886年以来、リグレーは1891年以来、この方程式で、莫大かつ持続的な利益を生んできた。規模は小さくなるが、40年前にシーズキャンディを買収して以来、このアプローチで幸運を楽しんでいる（2011年の株主への手紙）。

ブランド力の高い企業の営業利益率が高い秘訣は、原材料を安く仕入れ、社内で加工して価値を付加し、価格決定力を活かしてプレミアム価格で売ることです。しかもブランド力という「堀」があるため、持続的に高水準の営業利益率を維持することができます。この結果、ROICも高水準で維持されることになるため、持続的に企業価値が創造されるのは当然のことだと言えます。



図表 1-3 : コカ・コーラの営業利益率の推移

一方、コスト競争力に関しては、傘下の自動車保険会社であるGEICOをケースに見ていきましょう。バフェットは、ブランド力のある商品と比較して、いかに自動車保険がコモディティであるかを次のように述べています。

朝食シリアル業界を例にとると、ROICは自動車保険業界の二倍以上だ（だからケロッグやゼネラル・ミルズのような企業は、純資産の5倍で取引され、ほとんどの大手保険会社はほぼ1倍で取引される）。シリアルの会社は定期的に価格を上げるが、コストの大幅な上昇とはほとんど関係はない。しかし、顧客からの不平はない。一方、自動車保険会社がコストの上昇に見合わない価格を値上げするだけでも、顧客は激怒する。人に愛されたければ、低価格の自動車保険よりも高額のコーンフレークを売る方が明らかによい（1988年の株主への手紙）。

このような状況であれば、自動車保険はコスト競争力の勝負になります。GEICOは、バフェットが次のように述べているように、コスト競争力を活か

して自動車保険市場でマーケットシェアを拡大しています。

*GEICO*のコストと競合企業のコストの差は、価値が高く評判の良いビジネスの城を防御する堀の有無である。*GEICO*会長であるビルほど城の周りを防御する堀のコンセプトを理解する人物はいない。彼はコストをさらに削減することにより、継続的に堀を拡大し、経済的フランチャイズを防御し、そして強化している（1986年の株主への手紙）。

このように、かつての痛い経験の反省を活かして、バフェットは「堀」の有無を基準に投資を行い、現在ではバークシャー・ハザウェイ社のポートフォリオには不朽の競争優位性を持つ企業が揃っているのです。自社でゼロから競争優位性を構築しないのも根っからの投資家であるバフェットらしい合理的な経営手法です。

経営者として自社の「堀」のメンテナンスも欠かさない

「堀」は不朽であるからこそ「堀」なのですが、破られてしまう「堀」もあります。長期間にわたり無敵であった企業が業績を悪化させるケースは数え切れません。そのように「堀」が「張りぼて」だった場合の株式市場の反応はかなりシビアなものとなります。その原因は、DCFモデルで考えるとわかりやすくなります。「堀」が「張りぼて」であることが判明した瞬間に、株式市場は営業利益率の想定を大幅に下げることになります。その結果として、期待FCFも大幅に下がり、株価が暴落することになるのです。翌年の期待FCFだけが下落するのであれば企業価値に与える影響は少ないのですが、「堀」がなくなる以上、将来の全期待FCFが下落することになるため、期待FCFの現在価値の合計額は大幅に減少することになります。その結果として企業価値の大幅な減少は避けられません。「堀」が存在すれば、PERやPBRなどの株価マルチプルも高水準となり企業価値には有利なのですが、株式市場の高い期待を裏切った瞬間に期待FCFが将来の全期間にわたり「地盤沈下」して、企業価

値が大きく破壊されることとなります。そのため、「堀」のメンテナンスは不可欠なのです。バフェットは次のように述べています。

バークシャー・ハザウェイ社が保有する各ビジネスの競争上のポジションは、毎日様々な形で強化されたり、弱体化されたりする。顧客を喜ばせ、無駄なコストをなくし、製品とサービスを向上すれば、ビジネスは強化される。しかし、顧客に無関心であったり、コストの膨張に手を打たなかったりするようなことがあれば、当社のビジネスは衰える。一日単位では我々の行動の影響はわずかだが、これが累積すれば結果は計り知れないものになる（2005年の株主への手紙）。

投資先には「堀」の強化を求め、自社の「堀」はメンテナンスをする。まさに「二刀流」経営です。

バフェットから学ぶべきこと：「堀」の構築には長期的な視点で経営をするしかない

バフェットの「堀」という考え方は、マイケル・ポーター教授の差別化戦略とコストリーダーシップ戦略と全く同じです。ブランド力やコスト競争力のある企業は営業利益率が高く、株式市場の評価も高くなりますが、どうすればブランド力やコスト競争力を高めることができるのかについては、バフェットもポーター教授も教えてはくれません。正直なところ、経営者が「堀」を築くために本気で行動するしかないのです。もちろん、私が専門とするファイナンスもこの点に関しては何の回答も提供できませんが、一つ言えるとするれば、当たり前のことではありますが、短期的な業績にこだわりすぎることなく、長期的な視点で経営をすべきである、ということです。次のテーマで述べるように、投資は短期的には利益を減少させる要因になりますが、将来の競争優位性の構築のために投資は継続的に行わなければなりません。投資の削減により利益調整を行っているようでは、ただでさえ困難な「堀」の構築がさらに困難となり

ます。バフェットはパークシャー・ハザウェイ社の経営に関して次のように述べています。

もちろん短期的にも多くの利益を出すことを常に望んではいるが、短期と長期の利益が対立することがあれば、「堀を広げる」ことを優先する。短期の収益目標を達成するために誤った決断をすると、コスト、顧客満足、ブランド力で後れをとることになり、その後どんなに素晴らしい対応をしても、ダメージを補うことはできない（2005年の株主への手紙）。

「投資の神様」が自社の経営において長期的な視点で経営を実践しているのです。昨今、短期的な業績を求める投資家のプレッシャーが強いは思いますが、バフェットが自社を経営するように長期的な視点で経営するのが正しい経営の姿です。では、次にもう一つのROICの重要な要素である追加投資比率について見ていきましょう。

5. 追加投資比率：投下資本の取捨選択がカギとなる

シーズキャンディに見る真に偉大なるビジネスにおける追加投資

バフェットが、ビジネスを3つのタイプに分け、安定的な売上高成長率、持続的な高水準の営業利益率、そして低追加投資比率を特徴とする真に偉大なるビジネスを探し求めていることは前述した通りです。ここでは、追加投資比率をわかりやすく紹介するために、バフェットが「夢のビジネス」と呼ぶパークシャー・ハザウェイ社傘下のシーズキャンディをケースに取り上げます。

同社は米国の西海岸を拠点とするボックスチョコレートの会社であり、安定した業界においてブランド力を「堀」として「夢のビジネス」と呼ばれるにふさわしい驚異的な業績を上げてきました。1972年のパークシャー・ハザウェイ社による買収時の売上高は3000万ドル、税引前利益は500万ドル弱、そして投

下資本は800万ドルでした。つまり、税引前ROICは60%という高水準だったのです。ブランド力により営業利益率が高水準であるのに加えて、現金販売により売掛金がなく、製造と流通サイクルが短期間であったため在庫が極めて少なかったことにより投下資本が少額であったことが驚異的なROICの要因です。これだけでも十分に驚きですが、まだこれでは終わりません。

買収から35年後の2007年には、売上高は3億8300万ドル(1972年対比約13倍)、税引前利益は8200万ドル(同約16倍)、そして投下資本は4000万ドル(同5倍)でした。この間に利益の再投資により投下資本は800万ドルから4000万ドルへ3200万ドルほど増加していますが、税引前利益の35年間の累積額は13億5000万ドルに上っています。言い換えれば、3200万ドルを追加投資することにより、13億5000万ドルに上るリターンを生み出しているのです。これは、驚異的なリターンです。一方で、再投資されることのなかった13億1800万ドルは、親会社であるパークシャー・ハザウェイ社に送金され、法人税を支払った後の残金が、新たな企業買収の原資として活用されました。同社は、少ない投資で持続的に利益を生み出し続けるという真に偉大なるビジネスの典型例と言えます。バフェットがブランド力の価値を理解し、ブランド力のある企業に投資をするきっかけになったのがシーズキャンディだったのです。

GEICOに見る良いビジネスにおける追加投資

バフェットのビジネスへの追加投資に対する姿勢をパークシャー・ハザウェイ社傘下の自動車保険会社であるGEICOにおけるマーケティング投資をケースとして見ていきましょう。パークシャー・ハザウェイ社による買収の前年の1995年には、GEICOは3300万ドルをマーケティングに投資し、電話オペレーターは652名でしたが、1998年には1億4300万ドルを投資し、電話オペレーターは2162名に増員し、その結果として保険契約数は大幅に増加したのです。バフェットは次のように述べています。

*GEICO*が保険契約者に適切なサービスを提供するのに必要となるインフラを構築できるのであれば、パークシャー・ハザウェイ社が同社の新規ビジネスに投資する金額には上限はない（1998年の株主への手紙）。

自動車保険会社としての「堀」を構築するために投資が不可欠だと考えているのです。こうした株主ばかりなら良いのですが、そうはいきません。残念ながら、こうした考え方は一般的でないのです。バフェットは次のように述べています。

四半期決算や年次決算を気に掛ける企業は、長期的な価値を構築する上でどれほど賢明な投資であったとしても、初年度のコストが原因となり、当社と同様な投資は避けることになる（1998年の株主への手紙）。

研究開発であれ、マーケティングであれ、投資活動は直近の会計上の利益を下げてしまいます。ですから、アナリスト予想や自社の業績予想値の達成を意識し過ぎれば、投資削減による利益調整が行われることになりかねません。これでは「堀」を築くことは難しくなります。また、バフェットは次のようにも述べています。

設備投資額を減価償却費よりも低く抑えながら当社のビジネスの競争力を維持できればと願っているが、51年間にわたり実行する方法は見出せない（2015年の株主への手紙）。

もちろん、設備投資額が減価償却費より低く抑えられればFCFが増加し、企業価値が創造されることにはなりますが、真に偉大なるビジネスを除けば、そうはうまくはいかないのです。さらにバフェットは次のようにも述べています。

もちろん、人間が一日、もしくは一週間ですら食事を抜くことができるよう

に、ビジネスにおいてある時期に資本投資を抜くことはできる。しかし、もし食事を抜くことが当然となり、その不足を補うことがなければ、肉体は弱まり、最終的には死ぬことになる。さらには、食べたり食べなかったりを繰り返すうちに、人間であろうと組織であろうと、しっかりとした食事をとった有機体よりも不健康になる。チャーリーと私は、ビジネスパーソンとして、競合他社が資本投資をできないことを喜んでいる（1989年の株主への手紙）。

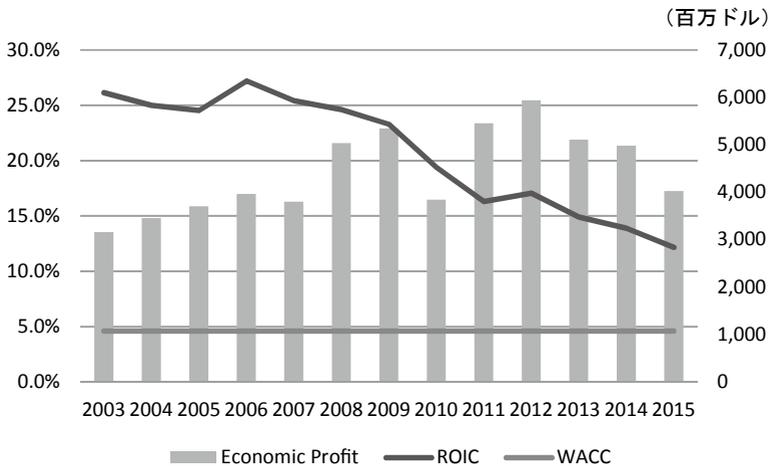
企業価値とは、企業が将来生み出すと期待されるキャッシュフローをそのリスクを反映した割引率で割引いた現在価値の合計額であることを考えれば、ある特定の年度に投資によりFCFが大幅に減少しようとも、その投資が期待通りのリターンを生み出すのであれば、将来の期待FCFは拡大するのです。ですから、企業価値は高まります。まさに「損して得取れ」の世界です。バフェットはDCFモデルの通りに経営をしています。これも「二刀流」のなせる業でしょう。

【ケーススタディ：大幅減益見通しの中、投資を拡大するトヨタ自動車】

トヨタ自動車は、2017年3月期に営業利益の前年度比4割超の減益を見込んでいますが、研究開発費は過去最高となる前年度比1.5%増の1兆700億円、設備投資はリーマンショック後最高水準となる前年度比3.9%増の1兆3400億円を計画しています。豊田章男社長は、2016年度3月期の決算発表において、「昨年は『意志ある投資を進める』と話した。今年は意思が試される一年になる」と述べ、大幅な減益見通しにもかかわらず投資へのコミットが揺らぐことはありません。研究開発に関しては、2016年度に米シリコンバレーに人工知能(AI)の研究所を新設するなど自動車事業外の分野にも積極的な研究開発投資を行っており、設備投資に関しては、部品共通化などによりコスト低減と商品力の強化を両立する新手法である「トヨタ・ニュー・グローバル・アーキテクチャー(TNGA)」の導入に多額の投資を実施しています。「経営を預かる際、20~30年のコミットが必要と考えた」というトヨタ社長の発言は、不朽の競争優位性構築の重要性を訴えるバフェットの主張と重なるものがあります。

バフェットから学ぶべきこと：投下資本を減らしてROICを改善する

では、企業はどうすればよいのでしょうか。まず、これまでのバフェットの主張にあるように、目先の決算数値を気にせず、リターンが資本コストを上回るのであれば積極的に投資をすることです。これで企業価値が創造されることになります。次に、ROICの分母である投下資本に無駄がないかどうかに目を光らせることです。バフェットは、かつて傘下のジャスティン・インダストリーズの事業経営者が投下資本を圧縮しながら利益率を大幅に高めことを高く評価していました。分子と分母を改善しているので、同社のROICは大幅に改善したはずですが、では、具体的にどうすれば投下資本を圧縮できるのでしょうか。第一に、運転資金の圧縮です。前述の通り、「夢のビジネス」であるシーズキャンディは、ビジネスの特性上、売掛金がなく、在庫も極めて少なくなっています。これにより運転資金に対する投資が少なくて済むため、投下資本は工場や設備などの高リターンを生み出す「企業価値創造の源泉」のみで構成されることになります。ですから、同社が驚異的な水準のROICを生み出すのは当然なのです。最近では、日本企業の中にもキャッシュ・コンバージョン・サイクルという指標を導入し、仕入から販売に伴う現金回収までの現金回収サイクル短縮化を目指す企業も増えており、運転資金の改善が期待できそうです。次に、資本コストを上回るリターンを生まない事業や資産の売却です。ROICが高水準にある企業だからと言っても油断はできません。たとえば、複数の事業を持つ企業のケースであれば、一部のコアビジネスからの素晴らしい業績がノンコアビジネスの業績低迷をカモフラージュしていることがあります。バフェットはこうした状況をゴルフのプロアマトーナメントにたとえますが、アマチュア（低迷するノンコアビジネス）がどんなに悪いスコアでもプロ（コアビジネス）がカバーしてくれるのです。しかし、ビジネスの世界においては、テコ入れによる業績改善の可能性が見込めないのであれば、その事業の所有者として相応しい企業に売却するのが正しい選択です。もちろん、既存の投下資本からより多くの営業利益を生み出すことによるROIC改善が理想ですが、投下資本を定期的に見直して、無駄のないスリムな形にしておくことは欠かせません。



図表 1-4：コカ・コーラのROIC/WACCスプレッド及びEconomic Profitの推移

【ケーススタディ：重点領域を絞り込み、経営資源を集中する武田薬品工業】

クリストフ・ウェバー社長は、トップ就任後、同社の重点領域を「がん」、「消化器」、そして「中枢神経」の3つに定め、経営資源を集中する方針を示しています。そこで、3つの領域に該当しない非中核事業の切り離しを積極的に進めています。まず2015年12月に、海外で展開している呼吸器薬事業を英製薬大手のアストラゼネカに5億7500万ドル（約700億円）で売却しました。次に、2016年4月には、イスラエルの後発薬世界最大手テバ・ファーマシューティカル・インダストリーズに約30品目の特許切れ薬を実質的に売却しています。そして、同年8月には同社が約7割保有する創業研究用試薬で国内首位の和光純薬工業の株式を売却するための一次入札を実施しました。こうした事業売却により得た資金を3つの領域の強化に集中投資することにより、長期的には成長とROIC改善が期待されます。

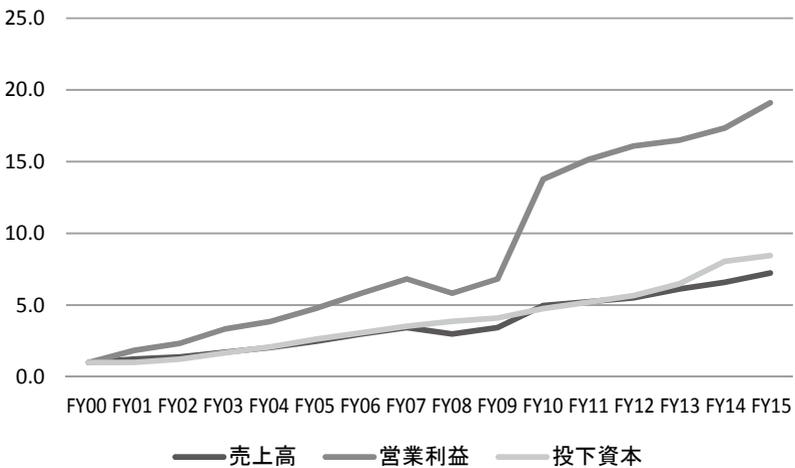
【ケーススタディ：3つの事業バリュードライバーすべてで勝負するニトリホールディングス】

企業価値創造経営の総括として、家具・インテリア製造小売りチェーンであるニトリの持株会社であるニトリHDを紹介しましょう。同社は、企業価値創造の事業バリュードライバーである売上高成長率、高営業利益率、そして低再投資比率のすべてを同時に実現するという「離れ業」を長期にわたって行っています。この結果、同社の株価は過去10年で約5倍となっており（TOPIXは15.9%の下落）、企業価値創造経営のベストケースの一つと言えます。そこで、2000年度から2015年度の期間における同社の事業バリュードライバーの推移をそれぞれについて見ていきましょう。

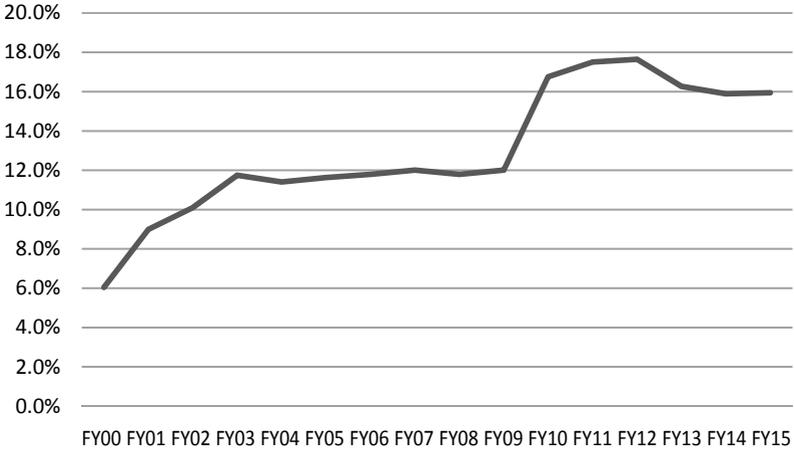
まずは売上高成長率ですが、売上高は7.2倍となっており、年間平均成長率は14.1%と高水準となっています。次に営業利益率ですが、2000年度には6.0%でしたが、2015年度には15.9%にまで上昇しています（当該期間の平均値は13.0%）。売上高が急成長する中で、営業利益率が大幅に改善しているため、絶対額の営業利益は、19.1倍と売上高の拡大の2倍以上となっています。そして、再投資比率に関しては、投下資本の拡大が8.5倍であり、営業利益の拡大の半分以下にとどまっています。ですから、投資効率性は非常に高くなっています。この結果として、ROICの平均値は13.4%と高水準を維持しています。企業価値創造は売上高成長率とROICの掛け算ですから、同社が莫大な企業価値を創造したのは当然なことです。

こうした同社の卓越した業績の背景には、企業価値創造を逆算する「リバースエンジニアリング経営」があるように思われます。同社の決算開示資料を見ると、経営効率性を測定する指標としてROE、EPSや自己資本比率などの全社連結の11の指標に加えて、売場販売効率、商品回転率、坪当たり営業利益、坪当たり在庫高などの家具・インテリア事業の効率性に関連する11の指標の目標値が設定されています。後者のタイプの指標は、3つの事業バリュードライ

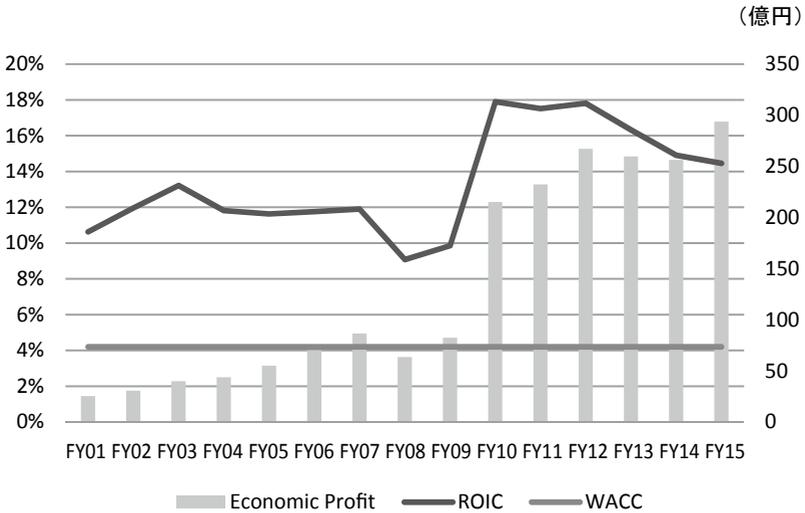
バーを現場レベルに落とし込んだものであり、これらが改善することにより全社連結の指標も改善され、最終的には企業価値が創造されることとなります。現場の人材からすれば、全社レベルの経営指標はピンと来ないかもしれませんが、坪当たりの指標であれば改善に向けた努力もしやすくなるはずです。こうした指標を業績指標として活用しているのが、同社の企業価値創造経営のカギだと考えられます。



図表 1-5 : ニトリHDの事業バリュードライバーの推移 (2000年度 = 1)



図表 1-6 : ニトリHDの営業利益率の推移



図表 1-7 : ニトリHDのROIC / WACCスプレッドとEconomic Profitの推移

6. 資本コスト：バフェットはCAPMを信じていない

バフェットは資本コストを気にしない

バフェットのDCFモデルの謎は、資本コストです。彼が50年以上のわたり執筆し続ける「株主への手紙」には、資本コストの正しい計算方法というテーマが取り上げられたことは一度もありません。売上高成長率、営業利益率、追加投資比率という事業バリュードライバーについては熱い思いを語っているのとは対照的です。なぜか。それは、彼が長期国債の利回り、つまりリスクフリーレートを割引率として利用しているからです。長期国債の利回りは新聞を見れば入手できるデータですので、何ら不確実性はなく、バフェットに言わせればわざわざ議論する余地もないのです。

しかし、前述の通り、割引率の算出にはCAPMが利用されることが一般的です。割引率には個別のリスクを反映させなければならないからです。実際、エーザイやパナソニックでは、プロジェクトや事業のリスクに合わせて全社平均とは異なる割引率を活用することにより投資判断の精度を高めています。ですから、バフェットは、企業価値とは、企業が将来生み出す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るというファイナンス理論の基本中の基本に従っていないこととなります。私はビジネススクールでコーポレートファイナンスを担当する教員でありながら、ファイナンス理論をほとんど信用していませんが、この基本中の基本だけは信用しているのです。さて、バフェットは一体何を考えているのでしょうか。

バフェットが長期国債の利回りを利用する2つの理由

まずバフェットは、CAPMのパラメーターとなるベータをまったく信用していません。よって、CAPMが算出する株主資本コストを信じるはずもないのです。次に、この理由が非常に重要なのですが、リスクを分母の割引率ではなく、分子のFCFに反映させるからです。通常はFCFのリスクが高ければ、

割引率を高めることによってリスク調整を行うのですが、バフェットはそのアプローチを取りません。彼は、自身のアプローチについて期待FCFを森に姿を見せる鳥の数にたとえて次のように述べています。

実際、ピンポイントの数値を利用することはバカバカしい。可能性の幅を考慮して計算するのがより正しいアプローチだ。通常、幅は非常に大きく設定しなくてはならないので、有効な結論には至らない。しかし、将来森に姿を見せる鳥の数（筆者注：期待FCF）に関して非常に保守的に見積もった場合であっても、時に市場価格が価値と比較して著しく低いことがある（2002年の株主への手紙）。

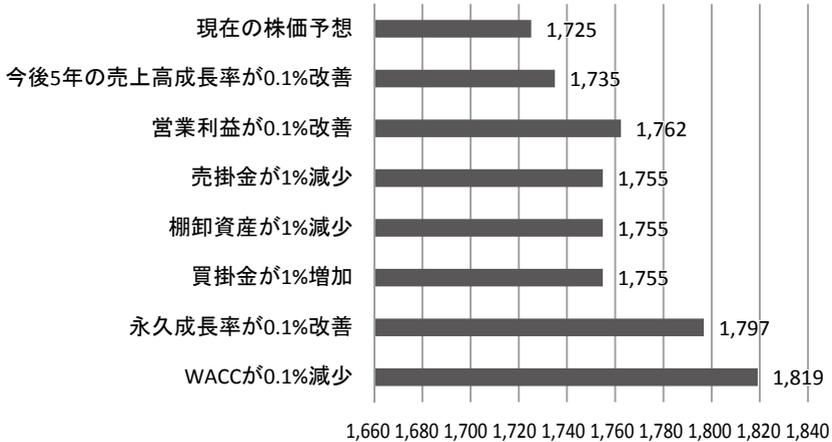
期待FCFを非常に保守的に見積もる場合、割引率にリスクを反映してしまうと、分子と分母でリスクを二重にカウントすることになってしまいます。ですから、バフェットは非常に保守的な期待FCFをリスクが反映されていない長期国債の利回りを割り引くのです。これこそ「安全余裕度」の本質です。しかし、このように一般的ではなく属人的とも思われるアプローチで問題はないのか、と考える方もいることでしょう。それが「二刀流」のおかげで全く問題がないのです。というのは、バフェットは投資立案者であると同時に投資承認者でもあり、社内の他の人材が彼のアプローチが理解できなくても問題ないのです。コーポレートガバナンスが叫ばれるこの時代において、驚くべき話に聞こえますが、バフェットが故意に企業価値を破壊する投資をすることはありえません。なぜならば、彼はパークシャー・ハザウェイ社の大株主であり、自身の資産の98%が同社の株式で形成されています。ですから、企業価値を破壊して一番損を被るのはバフェット本人であるため、彼が暴走することは考えにくいのです（バフェットだけでなく取締役も大株主であるため、暴走を防ぐガバナンスは備わっています）。

バフェットから学ぶべきこと：企業価値の計算よりも、企業価値創造のポイントを把握する

では、一般的なアプローチとバフェットのアプローチではどちらが望ましいのでしょうか。両者の折衷案が現実的だと考えられます。そこで2つのアプローチで対応することになりますが、その一つ目はバフェットが批判するベータの精度を高めることです。個別企業のベータではなく、競合他社も含めた業界ベータという考え方を活用します。具体例をあげると、トヨタ自動車のベータを算出する際に、トヨタだけでなく日産やホンダの株価データも利用して業界大手三社による「自動車業界ベータ」を算出するのです。これにより、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（業界ベータの詳細に関しては、拙著「ROEが奪う競争力」をご参照ください）。こうして算出されるベータが正解だとは限りませんが（バフェットにとってベータは精度を上げてでもベータに過ぎないでしょう）、CAPMを活用する方が、長期国債の利回りを利用するバフェットの天才的かつ属人的なアプローチよりは実践しやすく、また社内でも理解されやすいと思われれます。

次に、バフェットのアプローチを活かすことになりますが、バリュードライバーの予測にはピンポイントの数値ではなく、幅を持たせます。たとえば、営業利益率は8%から9%、資本コストは5%から6%などのように予測を変動させるのです。そのため、DCFモデルから算出される企業価値もピンポイントではなく、たとえば100億円から150億円のように幅を持つことになります。こうした計算に意味があるのかという意見もあるかもしれませんが、企業の立場で考えれば、投資家のように企業価値がいくらであるかを当てることよりも、どうすれば企業価値を創造できるのかを把握することの方がはるかに大事なことです。その意味で、バリュードライバーの予測に幅を持たせることは非常に有効となります。具体的には、感度分析と呼ばれますが、バリュードライバーの変化に合わせて企業価値がどの程度変化するのかを把握することが可能となります。ですので、企業価値に影響が大きいバリュードライバーを特定し、その

改善を優先することができます。このように分析に幅を持たせることは、企業価値の評価よりも企業価値の創造にフォーカスするアプローチなのです。



図表1-8：キリンHDの感度分析

7. 会計：決算数値を騒ぎ立てる「外野」を無視してやるべきことをやる

会計が経営をおかしくする？

これまで企業価値に影響を与えるバリュードライバーを見てきましたが、次は逆に妨げるものを見ていきましょう。その代表格は会計です。会計が企業価値を破壊するというのは意外かもしれませんが、会計数値を意識すると前述の投資削減による利益調整などのような目先に経営に走りかねません。本来は長期的に経営をして、その結果を素直に会計処理すればよいだけの話なのですが、なかなかそうはいかないようです。四半期決算や短期的な投資家の存在などさまざまな要因があると思われませんが、最大の要因は良い結果を見せたいという経営者の「ええカッコしい」だと私は考えています。では、「二刀流」経営者であるパフェットは会計に対してどのようなスタンスなのでしょう。会計数値を見て企業が理解できるほど経営は単純ではない、というのが彼のスタンス

です。会計数値の限界について次のように述べています。

ビジネスの世界は、単一の会計基準があらゆる企業の経済的な現実を効果的に説明するには複雑すぎる。当社のように多くの事業を経営する企業の場合は、特にそうだ（1988年の株主への手紙）。

経営者も投資家も、会計数値は事業評価の目的ではなく、スタート地点であることを理解しなければならない（1982年の株主への手紙）。

経営者と株主は、会計がビジネスの判断の手助けをしてはくれるものの、ビジネスの判断を代わりにやってくれるわけではないことを肝に銘じるべきだ（1986年の株主への手紙）。

会計数値は会計処理の結果に過ぎず、ビジネスの経済的な実態を正確に反映するものではない、というのがバフェットの考え方です。また、次に紹介するように、たった1年という短期間の業績を見て経営の判断をするのも良くないというのが彼の考え方です。

注意すべきなのは、年次決算は、無視されるべきものでもなければ、極めて重要なものとも考えるべきものでもない。地球が太陽の周りを回るペースは、投資のアイデアや経営判断が実を結ぶのに必要となる時間と合致することはない（2010年の株主への手紙）。

DCFモデルで発想するバフェットからすれば、1年間のキャッシュフローが企業価値に占める比率は微々たるものに過ぎません。年次決算は、せいぜい今後の業績を占うための情報源の一つになる程度なのです。ですから、株主にも次のように警告しています。

当社を分析する際には、静止画像としてではなく、実情が次々と明らかになっていく映画のように当社を見ることを忘れないでほしい。当時のスナップ写真（筆者注：年次決算）を重視した人は、誤った結論に至ることもあった（2003年の株主への手紙）。

バフェットは、決算数値自体にフォーカスを当てずに、同社が長期的なゴールを目指す中での進捗状況を確認する、というようなスタンスで決算数値に接してほしいと株主に望んでいます。このようにして長期的な経営が可能になる環境を構築しているのです。

バフェットは利益調整を行わない

バフェットの会計に関する指摘はごく当たり前のことですが、実際は決算数値を真に受ける投資家も多く、まただからこそ利益調整や不正会計まで行って利益をよく見せようとする「ええかつこしい」な経営者が存在するのです。その原因の一つとして、バフェットは次のように述べています。

ほとんどの経営者は、株主が決算結果の変動を好まないと信じている（1990年の株主への手紙）。

この誤解により、経営者は利益成長を平準化する必要があると考え、投資削減などによる利益調整に走るのです。しかし、DCFモデルで考えれば、FCFが毎年変動したとしても、その現在価値の合計が、安定成長の場合のFCFの現在価値の合計額よりも大きければ、企業価値はより高まることになります。たしかに利益の変動が小さい方が、リスクが低く資本コストも低水準となり、株価パフォーマンスに有利に思われるかもしれませんが、米国での調査によれば、そのような効果は存在しません（③）。そもそもビジネスに変動は付き物であることは投資家も理解しており、逆に長期間にわたり変動もなく安定的に成長している方が不自然に思われるぐらいです。バフェットはパークシャー・

ハザウェイ社の方針を次のように述べています。

当社では、「ビックバス」会計、リストラクチャリング、四半期もしくは通期業績の「平準化」も株主の皆様が見ることはない。我々は、各ホールでのストロークを常に株主の皆様にお伝えし、スコアカードをごまかすことはない(株主マニュアル)。

決算数値で嘘をつかないのは当たり前のことですが、経営者の「ええかつこしい」が強すぎると、そうした当たり前のことすらできなくなるのです。バフェットは、傘下の事業経営者に次のようにくぎを刺しています。

ほんの少しでも会計数値を気に掛けることにより意思決定に影響があってはならない。当社傘下の事業経営者には、何が重要なのかを考えてほしい。会計に与える影響は考えなくてよい(1998年の株主への手紙)。

アルファベットの共同創業経営者の一人であるラリー・ページは、バークシャー・ハザウェイ社の「株主マニュアル」に感銘を受けた一人です。彼は、バフェットの主張を参考に自社の「株主マニュアル」を作成し、その中で次のように述べています。

当社は、会計上の判断ではなく、ビジネスのファンダメンタルズに基づいて意思決定を行い、当社と株主の長期的な繁栄を常に念頭に置く(株主マニュアル)。

多くの企業が利益をアナリスト予想に合わせるようにプレッシャーを受けている。それゆえに、それらの企業は、額が大きいが予測しにくいリターンよりも、額は小さいが予測しやすい利益を受け入れることが多い。セルゲイ(筆者注：もう一人の共同創業者)と私はこうした行動は有害であると考えており、

正反対にかじを切るつもりだ (株主マニュアル)。

アルファベットがパークシャー・ハザウェイ社を上回る時価総額となっているのは、バフェットの考え方を実行に移したからかもしれません。アルファベットも「外野」に振り回されることなく非上場企業のように当たり前のことを当たり前前に経営している上場企業の代表例だと言えます。

バフェットは業績予想を行わない

日本において業績予想を開示することはほぼ当然なこととみなされています。前年度の年次決算のタイミングで年間予想を開示し、その後必要があれば、上方修正や下方修正を実施することになり、そのたびに株価が乱高下するため、業績予想は株式市場では重要な「イベント」となっています。しかし、バフェットは日本では常識とされるこの慣行を実施していません。これには3つの要因があります。まずは、業績予想自体が困難であり、かえって利益調整・不正会計という副作用を引き起こしかねないことです。バフェットは次のように述べています。

利益予想や期待成長性を吹聴する企業には注意をすべきだ。ビジネスは、安定したサプライズのない環境で経営されることはほとんどない。利益が安定的に拡大することはない (もちろん、投資銀行のピッチブックだけは例外だが) (2002年の株主への手紙)。

チャーリーと私は、当社のビジネスの来年の利益だけでなく、翌四半期の利益すらわからない。我々は、将来を知っていると定期的に宣言するCEOは疑う。また、彼らが宣言した目標を持続的に達成するならば、全く信じない。数字を達成すると常に約束する経営者は、いつか数字を作る誘惑に勝てなくなる (2002年の株主への手紙)。

2つ目の要因は、業績予想開示が短期主義を助長しかねないことです。アルファベットのラリー・ページは次のように述べています。

当社のビジネスの長期トレンドを議論することはあるが、従来の意味での業績予想開示を提供する予定はない。四半期ごとに正確に当社の業績を予想することは不可能だ。我々は、当社株主の利益を増やすことが義務であると認識しており、人工的に短期的な目標値を設定しても当社の株主に報いることができるとは信じていない。我々は業績予想開示を実施するように求められたくないし、求められたとしても、謹んでお断りする。一連の短期目標に気を取られる経営陣は、30分ごとに体重計に乗るダイエット中の人と同じぐらい無意味である（株主マニュアル）。

ページの主張は、業績予想をすることにより企業が自分で自分の首を絞め、短期主義の罠に自ら入り込むことになる、ということです。こうした理由から、アルファベットはIPOの際に業績予想を開示しない方針を明確にしたのです。とはいえ、業績予想を開示しなければ、投資家によって業績予想の不確実性が高まり、資本コストが上昇し、株価パフォーマンスが業績予想開示企業よりも低くなるのではないかと、という疑問もあるでしょう。しかし、米国での調査によれば、株価マルチプルとTRS（株価変動に配当を加えたりターン）に関して業績予想開示の有無が影響することはありませんでした。さらに、株価変動率や株式の流動性にも影響がなかったのです（④）。結局、業績予想開示に伴うコストが報われることはないのです。

最後の要因は、投機家が近づく恐れがあることです。業績予想開示、そしてその後の上方修正や下方修正は、会社の経済性ではなく、株価に注目する投機家にとっては非常に面白みのある「イベント」なのです。株主の質を悪化させかねないこのような「イベント」を企業が率先して行う必要はない、というのがページの考えだと思われます。

では業績予想を開示しないのであれば、どのような情報開示をすべきなのでしょう。図表1-9にあるように事業バリュードライバーに影響する要因に関する予測を示すのが適切です。このような情報開示であれば「イベント」狙いの投機家は近づきにくくなり、DCFモデルを作成して企業価値評価をする質の高い投資家が企業に関心を持つようになり、株主の質が向上することになります。

図表1-9：バリュードライバー

事業バリュードライバー	バリューの要素	主なポイント
売上成長	ボリューム	<ul style="list-style-type: none"> ・ 業界の成長率 ・ マーケットシェア
	価格とミックス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 価格の変化 ・ ミックスの変化
営業利益率	価格とミックス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 価格の変化 ・ ミックスの変化
	事業レバレッジ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 試作コスト ・ 投資サイクルでのポジション ・ 投資の分割可能性
	規模の経済	<ul style="list-style-type: none"> ・ 購買 ・ 製造 ・ 流通 ・ 学習カーブ
	コスト効率性	<ul style="list-style-type: none"> ・ プロセス再構成 ・ 技術 ・ アウトソーシング
追加投資比率	投資効率性	<ul style="list-style-type: none"> ・ 技術 ・ 設備の再構成 ・ 運転資金管理

バフェットは四半期決算には反対していない

バフェットは、これまで会計基準に関してさまざまな提言をしてきました。たとえば、ストックオプションによる報酬の費用計上や企業買収に伴うのれん償却の廃止などです。しかし、経営の短期主義の悪化を防ぐために、四半期決算の中止を提言する気配はありません。2002年にSEC（アメリカ証券取引委員会）が決算報告の期限を短縮したことに対しては、株主が得る情報の質を悪化させる恐れがあるという理由により反対していましたが、四半期決算自体には特に反対はしないのです。なぜか。バフェットにとっては、経営をする時間軸と決算を発表する時間軸とは無関係だからです。つまり、3か月ごとに決算発表をするからといって、その期間で良い業績を出すような経営を一切しないのです。彼はパークシャー・ハザウェイ社の強みとして、四半期決算や年次決算を気にせずに、長期的な価値を最大化する活動にフォーカスを当てることをあげています。つまり、四半期決算は単に手続きとして対応しているだけで、魂はまったく入っていないのです。実際、年次決算を説明するアニュアルレポートでは「株主への手紙」を自身で執筆し積極的に株主とのコミュニケーションを図っていますが、四半期レポートでは何もしていません。

このように四半期決算を気にも留めないバフェットの行動を見ると、四半期決算に強く反対する企業ほど四半期決算数値を気にして経営しているのではないかと考えてしまいます。四半期決算をする以上、その数値をよくしたいという「ええかっこしい」です。そうした企業は、四半期決算がなくなっても上期と下期の決算の「ええかっこしい」をするだけですから、経営の時間軸が3か月から半年に延長になるだけです。DCFモデルで考えれば、3か月であろうが半年であろうがFCFの現在価値の合計額にはほとんど影響することはありません。

私も四半期決算の有効性には懐疑的ですが、制度の変更を待つよりも、現時点ではバフェットのようにテキトーに対応しておくのが最適だと思います。四

半期決算は、DCFモデルの視点では42.195キロのマラソンにおける5キロ地点での順位と同じように意味がないのです。

バフェットが注目する利益指標は何なのか

これまでバフェットが会計をあまり重視していないことを紹介してきましたが、彼が利益指標についてどのように考えているのかを見ていきましょう。特に興味深いのは、バフェットが他の経営者と異なり、投資家やメディアが非常に注目する当期純利益についてまったく気に留めていないことです。その理由を次のように述べています。

チャーリーと私は、当社の事業の業績にかかわらず、どの年度の当期純利益であれ、合法的に好きな数値にすることができる（2010年の株主への手紙）。

当期純利益といえば、ROEの分子となる非常に重要な会計利益ですが、非営業損益や特別損益を含むため、実はいくらでも調整の余地があります。パークシャー・ハザウェイ社のケースでは、コカ・コーラなど莫大な含み益を抱えた株式を保有しているため、目標とする当期純利益に達しないようであれば（そのような目標はありませんが）、株式売却により利益を計上すればよいのです。同社ほどの規模ではないにしても、日本企業も持ち合い株式や遊休不動産の売却などにより当期純利益を調整することは可能です。こうした「柔軟性」は企業にとっては好都合かもしれませんが、これでは会社の利益創出力を正しく把握することは不可能です。もちろん、一株当たりの当期純利益であるEPSにも同様な問題があります。バフェットはEPSに関して次のように述べています。

我々の見解では、経営者や財務アナリストが、EPSやその年間成長率を重視する状況が改善されれば、株主も一般人もビジネスをより理解できるだろう（1979年の株主への手紙）。

最近では、日本企業も中期経営計画などにおいてEPSを経営指標とするケースが見られますが、当期純利益と同じ問題がある以上、EPSも会社の利益創出力を把握するには適切とは言えません。バフェットは自社を理解するため株主に以下のように述べています。

いくつかの欠点はあるものの、営業利益が一般的には当社の業績に関する適切な指標である（2010年の株主への手紙）。

もちろん営業利益も、投資削減などの利益調整の影響を受けてしまいますが、本業の利益創出力を計る上では当期純利益よりもはるかに有効な指標なのです。また、営業利益はバリュードライバーでもあるため、企業が重視する経営指標として優れていると考えられます。ですので、中期経営計画において何らかの数値目標を提示する必要があるれば、売上高と営業利益の目標値を提示することが適切だと考えられます。さらに投資予定額も提示すれば、投資家は期待FCFの予測がしやすくなります。

では、ROEについてはどうでしょうか。序章でも述べたように、パークシャー・ハザウェイ社の買収基準の一つとしてROEは取り上げられています。ただし、負債はごく少額であるか、無借金であること、というバフェットらしい条件が付いています。一方、自社の経営においては1980年代にはROE目標を15%と設定していましたが、現在は内在価値の年間成長率を経営目標としており、ROEに関する目標は明示していません。もちろん、ROEを無視しているわけではなく、巨大コングロマリットとなった今、会計数値が実態を表しにくくなっていることがROEを明示的に経営目標としなくなった原因だと思われます。

バフェットから学ぶべきこと：非上場企業のように「外野」を気にせずやるべきことをやる

バフェットのすごさは、上場企業の経営者でありながら、あたかも非上場企業の経営者であるかのように、「外野」に振り回されることなくやるべきことをやっていることです。業績予想開示や利益調整などの上場企業の「儀式」を完全に無視しています。「ええかつこしい」とは無縁なのです。オーナー経営者であることも要因の一つではありますが、それ以上に投資家としての経験から上場企業の「儀式」がFCFの拡大、そして企業価値の創造に何ら影響がない、それどころか悪影響をもたらしかねないことを理解しているからだと思います。冷静に考えれば当たり前のことなのですが、「外野」からのプレッシャーがあると、冷静さを失いあらぬ方向に突き進んでしまうのでしょうか。日本のコーポレートガバナンス改革は、上場企業がより上場企業らしく行動することを求めています。バフェットの行動を見る限り、より非上場企業のように経営をする方が正しいのではないかと思います。

【まとめ：バフェットの「二刀流」企業価値創造から学ぶべきこと】

① DCFモデルの通りに経営する

- ・ 企業価値を創造するためには、DCFモデルの通りに期待FCFの現在価値の合計額を最大化する経営をすればよいのです。つまり、売上高成長率、営業利益率、そして再投資比率にフォーカスを当ててFCFを拡大させるのです。FCF拡大のカギとなる不朽の競争優位性を構築するためには、期待FCFの現在価値を高めるのであれば、目先の利益が減少しようとも「損して得取れ」の精神で積極的に投資をすべきです。
- ・ 事業バリュードライバーとしては、売上高成長率は長期的に高水準を維持することは困難であるため、営業利益率と再投資比率を重視するのが効果的です。この2つの要因を改善することにより、ROICが改善することになります。ROICは売上高成長率とは異なり、持続的に高水準を維持することが可

能であり、この結果として持続的に企業価値を創造することが可能となるのです。

- ・ ROICを改善するためには、分母となる投下資本を定期的に見直し、資本コストに満たない資産や事業はテコ入れする、もしくは売却することも欠かせません。これによりアマチュア（低迷するノンコアビジネス）がプロ（コアビジネス）の足を引っ張ることを回避することができ、全社的なROICを改善することが可能となります。
- ・ 企業経営の視点では、価値を正確に測定することよりも、いかにして価値を創造するかにフォーカスを当てるべきです。ですので、感度分析により企業価値に感度の高い要因が特定されれば、その改善のために素早くアクションを取るべきです。

② 非上場企業のように経営する

- ・ DCFモデルで考えれば、四半期や1年間の利益が企業価値に占める割合はごく一部でしかありません。利益調整をしてまで「外野」に良い数値を見せる意味はないのです。
- ・ 業績予想の開示は「外野」には便利な情報かもしれませんが、企業の立場からすれば自分で自分の首を絞めることになりかねません。経営の短期主義に陥ったり、投機家が近づいてきたりするリスクが高くなりますので、バリュードライバーにフォーカスを当てた予想の開示をするなどの改善が必要だと考えられます。
- ・ 当期純利益やEPSへの関心が高まっていますが、どちらの利益指標も非営業損益や特別損益を含むため、利益創出力を計る指標としては、本業の収益力を測る営業利益が適切です。営業利益は、事業バリュードライバーでもある

ため、中期経営計画などで数値目標を開示するのであれば、売上高と営業利益が適切だと考えられます。それらに加えて、投資予定額も提示すれば、投資家は期待FCFの予測がしやすくなります。

参考文献

- ① : McKinsey & Co., Valuation 6th edition, Wiley
- ② : McKinsey & Co., Valuation 6th edition, Wiley
- ③ : Bin Jiang and Timothy Koller, “The myth of smoothed earnings”, McKinsey Quarterly (February 2011)
- ④ : Peggy Hsieh, Timothy Koller, and S.R. Rajan, “The misguided practice of earnings guidance”, McKinsey Quarterly (March 2006)