

上場企業が実践すべきファイナンスの10のポイント —すべきこととやめるべきこと

手 島 直 樹

1. 上場企業のエチケット：投資家に文句を言われなかったための最低限の ファイナンス戦略

私の持論は上場会社であっても、非上場会社のように経営をすることが企業価値を高めるといえるものである。短期的な業績、短期的な株価動向、短期投資家の意見などは無視してキャッシュフローの改善に注力すれば良いのである。これは非上場企業に与えられた特典であり、この特典のおかげで上場企業となりえる業績を生み出すことができたと言える。もちろん、早期の上場を求めるベンチャーキャピタルが株主であればその特典も価値が下がりすぎるが。

何も上場した途端に非上場企業の特典を捨て去ることはないのだが、MBOを実施する企業は上場した途端に非上場企業の特典がはく奪されるとでも考えているのだろう。これまで述べてきたように株式市場は企業が将来的に生み出すキャッシュフローに基づき株価を決定することを考えれば、「非公開化で経営の意思決定を迅速にし、短期的な業績変動に左右されることなく事業改革を実施する」などというよくあるMBOの目的は、「上場後に経営の意思決定が遅くなり、短期的な業績変動に左右され事業改革を実施するどころではなかった」ことを株式市場のせいにして思っているように思えてならない。経営者が株式市場のメカニズムを理解していないだけだ。上場前の勉強があまりにも不足している。

本稿は、拙著『まだ「ファイナンス理論」を使いますか？』（日本経済新聞出版社）の第4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。

とはいえさすがに上場企業になった後も、非上場企業とまったく同じように行動するわけにもいかず、上場企業としての最低限の振る舞いは必要になる。もちろん、これまで通りキャッシュフローの最大化と、そして新たな役割として投資家への経営状況の説明さえ確実に実行すれば良く、何もファイナンス理論の教科書通りにファイナンス戦略を実行する必要などは一切ない。よって、M&Aの社長直轄部隊のような戦略的ファイナンス部隊を作ってはならない。時限爆弾となるだけだ。

基本方針としては、企業が長期的に価値を創造できるようにファイナンス戦略がサポートをすることである。ファイナンスの悲劇が生じないように、無駄なリスクを取らない。とにかく上場企業に求められる必要最低限だけをエチケットとして行うだけだ。結果として企業価値が創造され、長期的に投資する株主が増えればファイナンス戦略は成功したといえるだろう。

2. 業績予想は開示しない：わざわざ自分の首を絞める必要はない

業績予想開示が変わる

「予算が未達成となり、『男の約束』が果たせなかった。皆さんにおわびしたい」。2012年4月27日に都内で開かれた12年3月期決算の説明会で、スタートトゥデイの前沢友作社長は頭を下げたという。こんな風景はもう見られなくなるかもしれない。2012年3月に東京証券取引所が「業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直し内容について」という資料を公表したからだ。

これまでは、第2四半期累計及び通期の売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、1株当たりの当期純利益、及び1株当たりの配当金の予想値を次期の業績予想として開示する「表形式」が広く採用されていた。例外的な取り扱いとして、レンジ形式での開示、第2四半期累計の6か月予想の省略、12か月予想に代えて翌四半期の3か月の予想、非開示も可能としていた。

2010年3月期の調査では、97%がこの形式で将来予測情報を開示していたという。今後は将来の業績を予想するのに有用と思われる情報として、定性的な

記述を行ったり、経営指標や財務指標の見込みを開示したりするなどの「自由掲載形式」も認められる。とはいえ、内部的に計画がある場合は開示すべきとしているので、まったく何も情報開示をしない企業が続出することはないだろう。せいぜい情報開示の自由度が高まったということではないだろうか。

次期の業績予想はそれほど大事なのか

資産の価値というものは、その資産が将来生み出すキャッシュフローの現在価値である。実際、DCFモデルでは5年から15年程度の予測期間における現在価値と予測期間以降の永続価値の現在価値の合計で企業価値を算出する。つまり、企業が永続する前提で株価を算出するのだ。

であるならば、次期の業績が株価に占める割合はごくわずかであり、証券取引所までが一緒になって大騒ぎするほどの話ではない。実際、業界によって差はあるといえ、5年以降のキャッシュフローが現在価値に占める割合は、8割ほどとなっている。もちろん次期のEPS予想に予想PERを掛け合わせて株価を予測するようなアナリストにとっては死活問題だろうが、長期的に企業価値を創造する使命を担う経営者には関係のない話である。実際、バフェットは業績予想開示に批判的であり、CFA協会（証券アナリストの世界的な組織）や米国商工会議所も同様である。一方で、業績予想開示により株主資本コストが下がることで資本コストが下がるという業績予想開示を推奨する考え方もある。

ここで業績予想開示に関する米国での調査結果を紹介したい¹⁾米国では、証券取引委員会（SEC）及び取引所は上場企業に将来予測情報の開示を求める規制を定めていないため、自主的な情報開示となっている。

結論から先に言うと、業績予想開示の有無が株価に影響を与えることは無い。マルチプルに関しては、調査ではEV/EBITA（EBITDAではない）が利用されたが、業績予想開示の有無による差異はなかった。株価リターンに関して

1) Peggy Hsieh, Timothy Koller, and S.R. Rajan, "Balancing ROIC and growth to build value", McKinsey Quarterly (March 2006)

は、業績予想開示を開始した年のTRS（株価変動に配当を加えたリターン）が業績予想開示を行わない企業のTRSと異なることは無かった。また、ボラティリティに関しては、業績予想開示を開始したからといって必ずしも下落することは無く、下落する企業と増加する企業がほぼ半々であった。最後に流動性に関しては、業績予想開示を開始した年には売買高が増えるが、翌年にはその影響も徐々に消えていった。

ただし業績予想開示を中止するケースは注意が必要である。中止の発表時に株価が平均4.8%²⁾下落したという調査結果があるからだ。しかし株価の下落は業績予想開示の中止自体が原因というよりも、業績予想開示の中止をすることが、将来の業績見通しの悪化の兆候だと判断され、将来のキャッシュフロー予想が下方修正されることが原因と考えられている。つまり、業績が悪化すると考える企業が業績予想開示を中止することが多いということだ。米国のデル社はその典型例である。マーヴェリックキャピタルのマネージングパートナーであるリー・アインスイリーも業績予想開示を中止するならば、業績の良い時が良いと述べている³⁾。もちろん業績予想開示の中止により予測の精度が悪化するという影響もある。アナリスト予想のばらつきも大きくなるだろう。資本コストが上昇すると考えられているのはこれが原因である。

業績予想開示こそが短期主義の原因

調査結果を見る限り特に業績予想開示にメリットがあるようには思えないが、コストは確実にかかる。まず経営者は業績予想に時間を割かねばならない。実績が業績予想を下回れば、株価が下落したり、資本市場からの信頼を失ったりするなどの影響があるため、かなり時間をかけて業績予想値を決定すること

2) Shuping Chen, Dawn Matsumoto, and Shiva Rajgopal, "Is Silence Golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly guidance", *Journal of Accounting and Economics* 51 (2011), 134-150

3) R. Dobbs and T. Koller, "Inside a Hedge Fund: An Interview with the Managing Partner of Maverick Capital", *McKinsey on Finance*, no. 19 (Spring 2006) : 6-11

になる。もちろん状況が変われば、業績予想を修正することも必要になる。

しかし、経営者の時間以上に大きなコストは、経営者が短期主義の罠にはまってしまうことである。調査によれば、日本の経営者は自社が公表した予想値の達成の実現を重視しており、そのためには企業価値を犠牲にしてもよいと考える企業が半数を超えていた。つまり、広告費の支出を削減したり、設備投資を減額したりして自社の予想値を達成しようとするのだ。たしかに短期的には面目を保つことができるが、目先の支出の削減が将来的に会社の競争優位性に悪影響を起すことも考えられる。これでは長期的に考えれば株主のためにもならない。

結局、企業にとってもコストがかかり、株主（特に長期的な株主）にとっても利益とならないものをなぜ企業はやらないといけないのであろうか。企業は自分で自分の首を絞めているだけであり、私は従来型の予想数値に基づく業績予想開示は意味が無いと考える。後述するように、業績予想数値ではなく業績予想に有効となる情報を提供する方が良いと考えている。

業績予想はアナリストや投資家の仕事だ

業績予想は企業が行うものではなく、アナリストや投資家が行うべき仕事だと私は考えているが、このような意見に対しては、企業と投資家間の情報の非対称性によりリスクプレミアムが上昇し、結果として資本コストが上昇するという反論があるだろう。

しかし、情報の非対称性は存在して当たり前ののだ。企業はIR活動を通じて情報の非対称性を削減する努力をしている。IR部門は株価パフォーマンスで評価するわけにもいかないため、「証券アナリストによるディスクロージャ優良企業選定」の結果は非常に重視されており、フィードバックに基づき評価の改善に努めているのだ。実際、生命保険協会の調査によれば、97%の企業が業績予想を開示し、7割を超える企業が中期経営計画を公表しており、そのうちの9割以上が数値目標を公表している。

企業がこれだけの情報を提供しているのだから、投資家もアナリストも自分で“宿題”をできるはずだ。仮に十分な情報量でなくとも、すべての投資家もアナリストも同じ条件で“宿題”をする環境にはある。情報開示以外にも、配当や自社株買いなどの企業の行動から予測するのもアナリストや投資家の仕事のはずだ。

アナリストも投資家も多額な手数料のおかげでIR部門のサラリーマンより高い給与をもらっているのだからプライドを持って仕事をしていただきたい。企業が業績予想を出さないと自分で業績予想ができないようでは存在価値は無いだろう。しかも予想が企業の予想と大して変わらないようであれば付加価値は無い。

また、実際のところ企業側の業績予想も必ずしも当てにならない。業績予想を下回れば株価が下落したり、資本市場からの信頼を失ったりすることが分かっている以上、企業が必要以上に保守的な予想を出すこともある。場合によっては、「あの会社の期初の予想は保守的だが徐々に上げてくる」というような憶測が飛び交うこともある。これでは完全にゲームであり、企業がキャッシュフローを生み出す能力以外の理由で株式が売買されかねない。株主の質も悪化することになる。

今後業績予想開示を中止する企業が出てくれば、本物と偽物が明確に区別できるようになる。非常に楽しみだ。実際、CFA協会とビジネスラウンドテーブルの考え方は、「優れたスキルを持つアナリストとアセットマネージャは、企業による業績予想開示の減少を、自分を差別化し、より直接的なリサーチを実施し、優れた企業評価分析やモデルを作成することにより付加価値を提供できる機会ととらえるはずだ⁴⁾」というものだ。まったく同感である。

情報開示でDCFモデル作成を手助けする

バフェットの投資家とのコミュニケーションのガイドラインは至ってシンプ

4) CFA Centre for Financial Market Integrity/Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, Breaking the Short-Term Cycle (2006)

ルである。

当社のガイドラインは、立場が逆になった場合に私たちが知りたいと思うビジネス上の事実を株主の皆様にお伝えすることである。

当社のアニュアルレポートは、我々自身が内在価値を算出するために利用する事実を提供するものである。(パークシャーハザウェイ オーナーズマニュアル)

要するに、相手の立場になって考えるということだ。では企業の経営者が株主になった時に投資先について何を知りたいと考えるだろうか。M&Aを例に考えるとわかりやすい。昨今の日本企業によるM&Aは、円高と潤沢な手元資金が主な要因と考えたくもなってしまうが、本来は買収先の持つ長期的な可能性を買っているはずだ。そのために時間をかけてデューデリジェンスを行うわけだ。

まさかアナリストや短期投資家のように、配当性向、自社株買いの有無、次期EPS予想、PER、サプライズの有無などで買収先を評価することは無いだろう。M&Aでは投資期間は無限に近いわけであり、短期的な魅力度は重要ではない。長期的にどのような価値を買い手にもたらしてくれるのかが極めて重要になるはずだ。よって、経営者が株主として知りたいことはアナリストや短期投資家とは全く異なる。

結局のところ、長期的な投資家は、長期的な企業価値の創造に影響するバリュードライバーの動向や見通しを把握できればよいはずだ。だから、売上成長、営業利益率、追加投資といったバリュードライバーに影響を与える各要素の現状と見通しを示せばよいだろう。財務数値自体よりも、その根拠となる事業上のデータを示すということだ。

たとえば、将来的な業界の規模、自社のマーケットシェア目標、プロダクトパイプライン、価格動向の見通し、コスト削減目標、投資計画などを示せば、

投資家やアナリストは自分で宿題をやり、財務値予想はできるはずだ。また経営者が、中期計画の進捗状況を把握するために利用する経営指標を公表するのも良いだろう。もちろん経営指標は良くても悪くても一貫して継続的に公表する必要がある。悪化したからといって公表をやめてはならない。

生命保険協会の調査によれば、中期経営計画の内容について投資家が改善を望む点としては「目標達成までのプロセス・戦略が明確でない」、「ビジョンが抽象的で分かりにくい」というものがある。彼らは中期経営計画の目標達成プロセスを知りたいのだから、バリュードライバーの見通しや主要な経営指標を公表すれば、具体的な業績予想開示があろうがなかろうか大して変わらないだろう。

バリュードライバーや重要な経営指標の現状や見通しを示すことによって、投資家やアナリストはDCFモデル作成に必要なデータが入手できるはずだ。長期投資家であればあるほど、PERやPBRなどのマルチプル分析よりもDCFモデルを利用することが多い。長期投資家によって価値のある情報を提供することにより、株主に占める長期株主の比率が高まることだろう。

IPOしたばかりのベンチャー企業は話が違う

IPOしたばかりのベンチャー企業に関しては、過去の業績データに限られる。投資家もアナリストも情報不足により宿題が大変であり、場合によっては過度な期待をし、株価が正当な水準を超えてしまうリスクもある。その後株価が暴落すれば、企業への信頼感は消滅しかねない。そこで、IPOしたばかりのベンチャー企業に関しては、投資家やアナリストの期待が実現可能な水準に収まるように業績予想開示を行うのも良いだろう。もちろん確実に実現できそうなコンサバティブな業績予想を行うべきである。さもなければ、自分の予想値で自分の首を絞めることになり、短期経営の罫にはまりかねないからだ。見栄を張ってはいけない。

3. IRは社長の仕事である：創業経営者を見習い、自分の思いを自分の言葉で伝えよ

社長は自分の意見を持っているのか

社長にはカネを生む仕事だけをしてほしいと私は考えている。IR活動は直接的にはカネを生むものではないが、カネの生み方に関して株主や投資家から客観的な意見をもらえる良い機会だと考えている。もちろん、社長自らがIR活動を行う以上、IR部門は社長が時間を割くに値する株主や投資家を選別できなければならない。IR担当者で済むような質問を社長にされても困るからだ。貴重な時間を投資する以上、なによりも社長にとって学びがなければならない。

社長は会社にいる限り、誰にも意見されるようなこともないだろうから、「ボス」との意見交換は経営上のヒントを得られるかもしれない貴重な機会なのだ。「ボス」はいくらでも言いたいことや聞きたいことがある。問題は社長に意見があるかどうかだ。パフェットはこう述べている。

広報部門やPRコンサルタントが作成したメッセージは読みたくない。CEOに自分の言葉で現状を説明してもらいたい（2000年の株主への手紙）。

こんなことは当たり前のことだと私は考えていたのだが、松井証券の松井社長がIPOの際の海外ロードショーで会った機関投資家の日本人経営者の印象とは次のようなものだった⁵⁾。

日本の経営者の大部分はビジネスモデルが答えられない。企業のストーリーが語れない。日本の企業にはストーリーがない。

5) 松井道夫、「おやんなさいよでもつまんないよ」、ラジオたんぱ

ストーリーを語れる日本人経営者はあまりいない。ソニーの出井さんのような経営者は極めて稀で、ほとんどの経営者は、単なる「担当者」になってしまっている。

しかし、社長がこの程度の人材であれば、株主と会うたびに株が売られ、株価が下がることになる。実際、わざわざ社長が海外ロードショーに行っても株価が下落するケースもあるという。このように社長の能力が“社外秘”の状態ではまずい。これでは株主と効果的なコミュニケーションを行い、経営に活かすことは不可能だ。とはいえ社長の質の問題は、企業の採用と昇進の基準の問題であり、ファイナンス戦略では解決のしようはないのだが。

創業経営者を見習う

松井社長は「日本の経営者で、あなたのようにはっきりものを言い、自己主張をする人に会ったのは初めてだ」と言われたそうだ。広告のキャッチコピーも自分で書き、志や魂の叫びを綴っているという。このように創業経営者や創業一族系の経営者はストーリーやメッセージに事欠かない。自分でゼロから会社を興したり、この世に生まれた時点で後を継ぐことが決まっていたりするため、ビジネスモデルを語ることができないということはありません。そもそもIR活動や広報活動をIR部門や広報部門に任せているようでは大企業病だと私は考える。どちらも社長の仕事である。IR担当者や広報担当者のようなメッセージには社長の志や魂の叫びを代わりに伝えることができるはずもない。

日経ヴェリタスが「市場が惚れる社長 株価を上げたオーナーの流儀」という特集をしていたが、「在任中、最も株価を上げた上場企業の社長」ランキングではトップ10のうち、9人がオーナー系企業の社長が占めていた。そして、「長期志向」、「俊敏経営」、「一意専心」が彼らの経営のキーワードとしている。どれもが企業価値を長期的に創造する上での重要な要素である。これを口だけでなく、実行するのがオーナーの流儀だ。「すべてを会社から得ている以上、一歩間違えればすべてを失う」という日医工の田村友一社長の言葉がオーナー

の覚悟を表している。資産のリスク分散と正反対の立場にいるのだ。

だから、IRでのコミュニケーションがどうのこうのという以前の安心感がある。株主と同じ船に乗っているのだ。ファイナンス理論で堅苦しく言うなれば、この安心感により資本コストが下がるということであり、結果的に株価は上がることになる。コモンズ投信の井伊哲朗社長は「リーダーシップを重視すると、結局ポートフォリオにオーナー系が多くなる」と話しているが、私も投資をするならオーナー系中心になるだろう。

いかに持続的に利益を生むのかを具体的に示し、実現し続ける

創業社長の圧倒的な存在感とこれまでの実績を真似するのはなかなか難しいのだが、彼らのエッセンスだけでも取り入れることは可能だ。彼らの特徴は、これまで利益を出し、現在も利益を出しているため、今後も利益を出してみせるといった言葉に信憑性がある、ということである。実際、「任せなさい」といわれるとお任せしたくなる説得力があるのは確かだ。

創業経営者のような実績が無いのであれば、ビジネスモデル、簡単に言えばカネの儲け方について考えに考え抜いて自分の信念を自分の言葉で投資家や株主が納得できる形で説明するしかない。そして説明の通りに実現していくのだ。実現できなければ辞めればいい。実現できない経営者が辞めれば株価は上がり、株主のためになる。これがまさにコミットメント経営である。

具体的には以下のような内容を投資家やアナリストに訴えればよいだろう。何も目新しいことは無いが、最後のコミットメントの有無が大きな差を生むはずだ。

- ① 現状はこうである
- ② 将来はこうありたい
- ③ そのために●●の分野もしくは地域を攻める
- ④ そのために必要な能力は●●である

- ⑤ その能力はこうして育てる
- ⑥ できなかつたら辞める

前述したように、中期経営計画に関して投資家が改善を求めているのが「目標達成までのプロセス・戦略が明確でない」、「ビジョンが抽象的で分かりにくい」という点であったが、これは経営者が真面目に考えていない証拠である。とりあえず利益の目標数値を示せば文句は言われまいだろう、という中途半端な気持ちの表れではないだろうか。これでは皮肉屋な投資家やアナリストのノイズに負けてしまう。「(自社についての) ネガティブなアナリストレポートを読むと、がぜんやる気が出る」と日本電産の永守重信社長は述べているが、株式市場はメジャーリーグ同様に戦いの場である以上、上場企業は経営者にこのようなファイティングスピリットがないと生き残れないのだ。

上場企業でも非上場企業でも、キャッシュフローを最大化し企業価値を創造しなければならない点では同じだが、上場企業ではそうすることが当たり前であることに注意しなければならない。しかもノイズ多い。株式市場は厳しい場であり、上場企業の経営者はそうした環境下で戦っているという事実を認識しなければならない。

4. マルティプル分析で市場の期待を把握する：高マルティプル企業は要注意！

株価分析は大雑把で十分

DCFモデルが長期的なキャッシュフローを予測する正当な評価方法であり、マルティプル分析は現在の株価をベースに競合他社と比較するショートカットである。株式市場もDCFモデルに基づいて株価を決定していると考えられるため、もちろんDCFモデルを利用して、自社の内在価値、つまり理論株価を算出するのが正しいのであるが、社内の人間であろうとも長期の業績予測は困

難であり、また資本コストを正確に算出するのもほぼ不可能なため、企業による利用はお薦めしない。また実際のところ、株価は大体正しいことが多いため、わざわざDCFモデルを使って内在価値を算出することもあるまい。

ただIR部門や財務部門には、PER、PBR、PCFR、EV/EBITDA（EBITAでもよい）といったマルチプルを競合他社と比較することはお薦めしたい。算出も極めて簡単である。ただし、マルチプルを算出するのは、他社と比較して割安だと不満を言ったり、割高だといいい気になったりするためではなく、市場の期待水準を把握するためである。特にこれらのマルチプルが競合他社と比較して高めの場合要注意である。業績下方修正や成長鈍化の兆候などのネガティブなニュースがあると、株価が急落することが多いからだ。株式市場の期待というもの、何か確固たる根拠に基づくものではないため非常にもろく、一瞬で消え去ってしまう。もちろん経営に深刻な問題があるということではなく、期待水準が修正され、適切な株価水準に修正されたに過ぎないのだが。

株価にふりまわされない

企業もこれらを理解しているため、会計や利益の調整までして何とか成長企業である振りをしたがる傾向がある。どんな経営者であっても、株価が大幅に下落するのは、たとえその水準が適正なものであっても、嫌なはずだ。社外取締役などにはこうした経営者のインセンティブを理解した上で、経営をモニターすることが求められる。一方、投資家は会計や利益の調整の兆候を見出せば、すばやく売却するなり、空売りすれば良いだろう。

株価分析などというものは特に難しいものではない。株価が上昇している時には謙虚になり、会社が株価にふさわしいのかどうかを冷静に考える。株価に織り込まれた株式市場の期待は高過ぎないか、それだけの成長の機会が本当にあるのかなどと自問すべきである。経営者が株価上昇にのぼせあがると、株価の下落は近い。一方、株価が下落している時には、真摯にその原因を考える。割安だとか、株式市場はおかしいなどと考えてはならない。そう考えた時点で会社の成長は止まる。DCFモデルのようなバフエットしか使いこなせないよ

うな道具に翻弄される必要はない。株価は大体正しいのだから。

5. 会計数値は気にしない：決算ではウソはつかず、利益が減っても必要な投資は行う

決算報告は正直に

業績予想開示を行ったり、アナリストレポートを読んでアナリスト予想を本気にしたりしていると、決算を正直にやるという当たり前のことすらできなくなる可能性が高い。業績予想開示を継続する企業は実際のところは多いはずなので、バフェットとページの考え方を頭の隅に入れておいてほしい。彼らは利益の平準化やアナリスト予想の達成のための“企業努力”を批判している。

バフェットは言う。

パークシャー・ハザウェイでは、「ビッグバス」会計操作、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（スムージング）」も株主の皆様が見ることは無い。我々は、各ホールでのストローク数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。数値が「当てずっぽう」であれば（保険ビジネスの準備金で常にそうなのだが）、当社のアプローチは首尾一貫した保守的なものであるように心掛けている。（パーク社ハザウェイ オーナーズマニュアル）

ページは言う。

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、彼らは、額は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。セルゲイと私はこの行動は有害であると考えており、正反対に舵を切るつもりだ。（グーグル オーナーズマニュアル）

利益の平準化に関しては、投資家がリスクを低く評価する、アナリストなど

の予想を容易にするなどの効果が期待されている⁶⁾が、利益の平準化自体が株価パフォーマンスに与える影響は小さい⁷⁾。よって、会計操作や利益調整をしてまで実現する価値のある行為ではないのである。利益の平準化よりも、利益の長期的な成長やROIC改善の方が株価パフォーマンスに与える影響ははるかに大きい。幸いなことに、日本企業は利益予想値の達成には必死のようだが、利益の平準化に関しては米国企業ほど熱心ではなく、過半数の企業が企業価値を犠牲にしてまで利益の平準化を達成しようとは考えていない。利益調整などによる利益予想値の無理な達成も利益の平準化も上場企業のエチケットではないことを忘れないでいただきたい。

損して得取れ

投資を行うと、その年度はキャッシュアウトフローが発生し、利益にマイナスになることもある。しかし、その後投資額を上回るキャッシュインフローがあるはずだ。トータルで考えれば企業価値は高まるのだが、投資を実施したタイミングだけを見ると、キャッシュフローが悪化し、利益も減るということになる。よって、短期主義の罫にはまっている企業は、業績予想値に達しないようであれば、投資先送りという利益調整をすることになる。ただし、その間に競合他社が投資を行うリスクもある。短期的にはメンツを保てても、長期的には競争優位性にマイナスの影響を与えかねない。

ページは言う。

短期の業績を犠牲にせざるを得なくても、当社の株主にとって最大の利益になるチャンスがあれば、当社はそのチャンスをつかむ。我々は勇気を持ってそのように行動する。当社の株主には長期的な視点を持って頂きたい。(グーグ

6) 須田一幸・花枝英樹「日本企業の財務報告－サーベイ調査による分析－」『証券アナリストジャーナル』Vol.46 No. 5, 2008年5月

7) Bin Jiang and Tim Koller, “The myth of smoothed earnings”, McKinsey Quarterly (February 2011)

ル オーナーズマニュアル)

つまり、損して得取れということである。長期的に投資額を上回るキャッシュインフローがあるならば、短期的に業績が悪化したとしても、投資を行うべきなのだ。アナリストや短期投資家は短期的な業績の悪化が原因で大騒ぎするかもしれないが、株式市場はそうではない。たとえば、R&D投資は費用として利益を圧迫するが、R&D投資を行う発表をした後に株価が上昇することも多い。それは株式市場が長期的な視点でキャッシュフローの動向を判断しているからだ。短期か長期かで迷った場合は、長期を優先するのが上場企業のエチケツトなのである。

6. 上場企業のストックオプション制度は廃止する：報酬は長期のパフォーマンスに対して払う

報酬制度が宝くじであってはならない

ストックオプション制度の持つ問題点としては以下の通りである。

- ・ 株価は業績以外の多くの要因に影響を受ける
- ・ 株価は短期的には期待と実績の差で変動する
- ・ 行使価格が一定であることが多い
- ・ 株価に影響を与えられるのは経営陣に限られる
- ・ 希薄化防止のために自社株買いをする

それぞれの問題に関して解決策を提示したが、結論としては上場前のベンチャー企業ぐらいにしかストックオプション制度は適切でないとは私は考えている。株価連動型の報酬により経営者の利害と株主の利害を合致させたいという考えは良くわかるが、創業経営者の報酬制度にはかなわない。彼らは資産のほぼすべてを会社の株で保有しているのだ。報酬の一部として、ダウンサイドリスクのないストックオプションを付与したところで経営者の行動が変わるはず

が無い。宝くじをもらったようなものだろう。

実際のところ、ストックオプション制度は短期主義を助長している。多くのビジネスパーソンが株式市場のメカニズムを誤解している以上、これは当然な結果であろう。ストックオプション制度によって短期株主とアナリストの利害とは合致したかもしれないが、長期保有の株主の利害と合わなければ意味が無いのだ。

こんなことでは社員まで短期株主のような行動を取るだけだろう。株価が上昇する見込みがなければさっさと辞めてしまう。会社の経営方針やビジョンではなく、配当性向や配当利回りで株主を引きつけられれば、もっと配当の水準の高い企業に目移りするのと同じだ。株価上昇を前提とした報酬制度は、株価上昇が止まった時点で機能しなくなる。このような制度よりも、業績が良かった場合に、サプライズで臨時ボーナスを払うほうが、人事の専門家には原始的に思われるかもしれないが、はるかに効果的ではないだろうか。

上場企業における人事評価とは、社員が長期的に企業価値を創造することに寄与しているかどうかを判断するものでなければならない。これは簡単なことではないが、だから人事部が存在するのである。ストックオプションのばら撒きは報酬制度ではない。株式市場への“アウトソース”に過ぎない。創業経営者は10年後、20年後を見据えて経営する。企業にそうした文化が根付くような報酬制度を考えるのが人事部の仕事であろう。

7. M&Aはやらない：M&A投資枠は設定せず、M&A部門は持たない

記録的なM&Aの背景にあるもの

2011年度の日本企業による海外企業の買収は7兆3千億円を超え過去最高を更新している。1980年代の末のバブル期、2000年前後のIT景気期に次ぐ第3次ブームとなっている。背景にあるのは国内市場の成熟化と国際競争の激化だと考えられる。前者はM&Aを成長戦略の一環とするものであり、後者は世界

的に企業の合従連衡が進む中でM&Aにより規模を拡大し競争力を強化するものである。

どちらの見解ももっともなものであるが、実際は円高と潤沢な手元資金の影響がかなり大きいのではないかと私は考えている。円高のうちに手元資金を投資に回してしまおうという焦りがこの第3次ブームには感じられてしかたがない。これまでも述べてきた“成り金型M&A”である。しかし、M&Aにおいて焦りは禁物である。バフェットは打率4割を達成した「打撃の神様」テッド・ウィリアムズの著書「バッティングの科学」を引用してこのように説明する。

テッドはストライクゾーンを77個のセルに切り分けた。各セルのサイズはボール1個分である。彼にとって“最高な”セルの投球だけを打てば4割になり、“最悪な”セル（外角低め）に手を出すと2割3分に打率が落ちることを彼はわかっていた。つまり、打ち頃の投球を待てば野球殿堂入りで、どんな投球でも無差別に打ちにいけばマイナー行きということだ(1997年株主への手紙)。

バフェットはinactivity（動かないこと）こそが賢明な行動だとよく言っているが、これは打ち頃の投球が来るまで待つという姿勢を意味している。実はこれが通常は難しい。金融機関は投資家をアクティブ、つまり動かすことで手数料を取り利益を上げる。投資家が株式の取引を頻繁に行えば行うほど利益を上げることができるし、M&Aもしかりである。彼らの提案には、打ち頃のものもあれば、そうでないものも混在する。投資家自身が判断をしないとイケないのだ。残念ながら、M&A経験の浅い企業が的確な判断ができるとは思えない。よって、株式市場も買収の噂に素早くネガティブに反応する。2012年3月、海外ファンドが売却に動いていたと東欧のビール大手スターベブの買い手として「アサヒが最有力」と伝わると、アサヒグループホールディングスの株価が急落した。結局、米国企業による買収が決まると、今後は株価が急反発した。価格も分からないうちから「高値づかみ」による企業価値の破壊が株価に織り

込まれるのだ。それぐらい信用されていないということである。

M&A投資枠は設定してはいけない

M&A投資枠とは、企業が将来のM&Aに向けて準備している投資枠のことである。2000年代半ばからビールや化学など内需依存度の高い業界を中心に金額を明示する企業が目立ってきた。国内需要の先細り懸念が強まる中、成長戦略の一環としてM&Aが定着してきたことが背景にある。金額を明示する企業は30社近くあり、合計は約5兆円になるという。

もちろん投資枠があるおかげで、枠以上の無駄遣いはできないのだが、枠の範囲内で無駄遣いは発生する可能性はある。「M&A目標を掲げるあまり、焦ってしまうのではないか」とみずほ証券の北岡智哉シニアストラテジストは述べているが、まさにこの通りであろう。企業は、自社株取得枠の設定と同じ感覚で使い切ろうとする可能性が高い。おそらく社内にM&A検討チームのようなものが発足しているはずだ。たとえば、味の素は社長直轄のM&A部隊を発足している。彼らの評価はM&Aの実績となるだろうから、打ち頃の案件が無かったのでM&Aを一切実施しなかったとは言いにくいはずだ。また、自分の財布の中身を正直に見せている以上、投資銀行などからM&Aの案件はいくらでも持ち込まれる。もちろん投資銀行が成長よりもROICの改善が企業価値の創造には大事だと提言することはない。彼らには一円にもならないからだ。そして企業は成長こそがすべてとでも信じ込むのであろう。ROICが低い場合は成長率を高めるよりもROICを高める方が企業価値に与える影響は大きいのだ。しかもM&Aのように莫大な投資額が必要になるわけでもない。無駄な資産を無くすだけでもROICは上昇するのだ。

また、M&A失敗の悲劇はかなり先の時点で生じるため、M&A検討チームはとりあえず実績作りをすることになる。もちろんM&Aの発表の翌日には株式市場は将来の悲劇を予測して株価を下げるだろうが、M&A検討チームは、バフエットの比喩を使えば、既に次の外角低めの球を打つ構えに入っている。

正直なところ、M&A投資枠の金額は株主に還元する方が株主にとって望ましい結果になるだろう。実際、「むちゃな買収はやめて欲しい」とアメリカの運用会社の社長が来日のたびに日本企業の社長に提言しているという笑うに笑えない話がある。M&Aの授業料を払うのは株価下落で迷惑を被る株主であるため、株主は投資先の無駄遣い阻止に必死だ。残念ながら枠を使い切らないうちは、この社長の言うことは受け入れられない。その間M&Aの悲劇の時限爆弾が埋められることになる。

M&A専門家を採用してはいけない

バフェットは投資銀行に買収すべきかの相談をするのは、理髪店で髪を切るのを相談したり、5万ドルのカーペットが必要かどうかインテリアデコレータに相談したりするようなものと述べている。要するに、やめた方が良いというアドバイスは絶対に得られないということである。M&Aが手数料ビジネスである以上これは当然だ。

投資銀行とは利害が合わないので、社内にそうした能力を持つべきだと考え、M&A専門の部署を設けたり、M&Aのアドバイザー経験のある人材を採用したりする企業もある。たとえばファーストリテイリングにはM&A部門がある。エーザイでは米コンサルティング会社出身で欧米の製薬大手に助言してきたアイヴァン・チャン執行役がM&Aを担当している。また武田薬品にもグループ企業には企業買収の専門家がいる。チャン執行役はこう語る。「自社にとって重要な案件であればあるほど、投資銀行に頼ることは無い」と。

たしかにM&Aの専門家が社内にいると心強いのだが、M&A投資枠と同じ問題が起こり得る。つまり、M&Aの専門家もM&A部門もM&Aをするために存在する以上、テッド・ウィリアムズのように打ち頃の投球を待っている余裕が無い可能性が高い。企業価値を高める案件が無かったため一年間M&Aをしなかった、と社長に報告できるサラリーマンはいないだろう。何らかの実績を出すために、外角低めも打ちに行くことになるのだ。これはバフェットの考え

に反するものであるが、バフェットにじっとしている余裕があるのは本人がCEOであり、気を使う対象が株主ぐらだからだ。もちろん株主は外角低めも打ち損ねるよりも、じっとしてもらった方が得であることを分かっている。本当に株主のためを思うのなら、M&Aなんてしない方が良い。

M&Aで成長企業のふりをするのはやめよう

高成長を維持するのは不可能である。市場の成長も国の経済成長も鈍化するからだ。DCFモデルによる企業価値評価においても、長期的には成長率はGDP成長率と同程度になると想定する。つまり、成長は鈍化するものなのである。経営者は無理な抵抗はせずこの当たり前な現実を受け入れるべきである。

そもそも投資家はポートフォリオを構築して株式投資をしているため、特定の会社が成長し続けることを求めている。ポートフォリオ内に一定の割合で成長企業があれば良いのだ。成長が止まった企業があれば、その株式を売却し新たな成長企業に投資をするだけの話である。成長が止まり株価が下落するのは経営者としては嬉しくないだろうが、投資家の立場に立って考えれば、これも自然なことである。成長のためにM&Aを行い、M&Aが失敗し株価が下落しても投資家は売却するはずであり、どちらにせよ売却されるのは同じ話である。異なるのはM&Aの失敗により企業価値が破壊されていることである。単に成長が止まるだけであれば株価は下落しても、企業価値は破壊されはしない。M&Aに投資した金額を配当や自社株買いにより株主に還元して入れば、株主はその資金を他の成長企業に投資できたはずだ。そしてその成長企業も投資により成長を加速できたかもしれないのだ。言うなれば、成長企業の振りをするために無駄なM&Aを行うことにより、経済のダイナミズムを破壊しているのだ。企業は天井が見えたら無駄な抵抗はせず舵取りを変えなければならない。一企業の自分勝手な振る舞いで、経済のダイナミズムを台無しにすることは許されない。経営者には自社の将来を冷静に考えて欲しいと思う。

8. 手元資金：とりあえず多く保有しておくが、成長が鈍化すれば株主還元へ回す

最適な手元資金額はわからない

高成長、高リスク企業は手元資金を潤沢に持つことが普通である。高成長企業は成長投資の機会が豊富であり、手元資金を十分に持つことで投資のチャンスを確実につかむことができる。一方、高リスク企業であれば、業績の悪化によりキャッシュフローが悪化すると十分な投資ができなくなるなどのリスクがあるため、手元資金を多めに持つことになる。

もちろん資本効率性の観点から無駄な手元資金を保有したくは無いのだが、最適な手元資金額は誰も見つけることは出来ない。事業計画をベースにキャッシュフローインフローとアウトフローの予測をすることは可能だが、事業計画ほどあてにならないものはない。これを真に受けて最適な手元資金額を算出し、その額を上回る現金を余剰現金として全額株主還元へ回したりすると、後に社債を発行するような羽目になりかねない。これもファイナンスの悲劇の一つだ。これを回避するためには多めに手元資金を保有するしかないのだが、上場企業である以上ルールが存在する。一言で言えば、経営者が規律を持っているかどうかということだ。

潤沢な手元資金保有のためのルール

誰もが認める高成長企業であればいくら手元資金があっても堂々としていれば良いのだが、それ以外の企業は株主に対して下手に出ないといけな。平均的な日本企業は、当期純利益を100%内部留保すべき企業像よりは100%株主還元すべき企業像に近いはずだ。現実としては、経営者だけが高成長だと思込んでいたり、M&Aや積極的な投資をすることで高成長企業の振りをしたりしているケースも多い。つまり、経営者と投資家の間で潜在成長性の認識にギャップがあるのだ。そのため、投資家は経営者が考えるほど会社が成長するとは思っ

ていないという前提に立ち、潤沢な手元資金を保有することを理解してもらう必要がある。以下の3つのルールを念頭に入れるべきだ。

・根拠があること

競合他社と同水準であれば問題は無いが、それよりも高い場合は根拠が必要である。マイクロソフトは、少なくとも一年分の営業経費と売上原価に相当する額の手元資金は保有したいと考えており、その額が約200億ドルだということである。ビル・ゲイツ、スティーブ・バルマーや取締役も非常に保守的で、バランスシートが原因で何らかの意思決定が必要になるような状況は望んでいないようだ⁸⁾。つまり、余計な心配で時間を取られたくないということだ。正直なところ、現金保有額の根拠として腑に落ちるようなものは私も聞いたことは無いが、業績が良い限りは問題ない。

・成長が鈍化したら、それを素直に認めて株主還元を増やす約束をすること

株価が割安だと考える経営者が多いように、会社はさらに成長すると考える経営者も多い。経営者が成長戦略の名のもとに成長を目的化しM&Aなどの無駄な投資を行い、企業価値を破壊することを株主は懸念している。よって、成長が鈍化した場合には、必要な投資も減る分、株主還元をより厚くすることを約束すればよい。保有現金額の根拠が納得いくものでなくても、この約束をすれば株主は安心するはずだ。スタートトゥデイは2012年6月に前期比5円増配となる20円の配当と、2007年の上場以来初の上限45億円の自社株買いを発表し、株価が6.7%上昇した。成長の鈍化を素直に認めて株主還元を強化したのが高く評価されたと思われる。同社は自社株買いについて「これまでも株主配分の強化を検討してきたが、株価水準が低い現在が適切と判断した」とコメントしているが、本当に割安だったのかどうか今後の株価動向が楽しみである。

8) Bertil E. Chappuis and Timothy M. Koller, "Finance 2.0: An interview with Microsoft's CFO", McKinsey Quarterly (February 2005)

・投資家があまにも騒がしくなったら、それは成長が鈍化している兆候だと認める

前述の通り、経営者と投資家の間で潜在成長性の認識にギャップがあり、経営者はまだ成長できると考えがちである。かりに成長が鈍化し株価が下落しても、経営者は一時的なものと考えてしまうこともある。ただそうしたケースでは、投資家からの株主還元要求が急激に高まるため、そろそろ潮時かと認めるべきであろう。約束を果たすべき時だ。実際のところ、日本企業の多くは潮時がすでに来ていることを認めた方がいいだろう。

どのように株主還元を増やすべきか

日本企業の中でもグローバルで競争する企業は海外のライバル企業の株主還元を意識するようだが、収益性やROEなどで負けているケースが多いはずなので、せめて株主還元だけでは負けたくないなどと無理をすると、後に減配する羽目になるだけだ。収益性やROEで海外のライバルに追いつくことを最優先するべきである。企業価値を創造するのは、株主還元という企業価値の分配ではなく、キャッシュフローを生み出す能力である以上、株主還元は二次的なものに過ぎない。目標を掲げて達成する類の話ではないのだ。余剰になった現金を株主に還元すれば良いだけの話である。

とはいえ成長性が陰りを見せ株主還元をより厚くすべき企業が多いのは確かであるし、またより厚くできるだけの余力がある企業も多いだろう。ではどのように株主還元を増やすべきなのか。配当に関しては減配のリスクを回避するために、出し惜しみをして少しずつ増配すれば良い。花王は22期連続、米国のP&G社は55期連続で増配しており、無理な増配をしていればこれだけの長期間にわたり増配は不可能だったはずだ。そして増配しても余剰現金があるようであれば、バッファーとして自社株買いを行い、調整すればよい。自社株買いは配当と異なりコミットメントが高くないため、毎年の投資計画に合わせて縮小しても株価への影響は減配のように大きくない。無理に増配するよりも、リスクが小さいのだ。できれば割安で自社株買いをしたいところだが、プロの投

資家でない以上それは欲張り過ぎだと思われる。自社株買いは配当よりも自由度の高い株主還元と割り切って株価を気にせず実施すれば良いだろう。

9. キャッシュフローの改善に努める：運転資金を改善せよ

在庫と売掛金を減らせ

フリーキャッシュフローの算出方法は以下のとおりである。

$FCF = \text{営業利益} (1 - \text{実効税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資金増加額}$

フリーキャッシュフローを増加させるためには、営業利益を増加させ、設備投資と運転資金を減少させればよいのだが、営業利益を増加させることはそう簡単でない上に、実効税率の影響を受けるため、営業利益の増加がそのままフリーキャッシュフローの増加につながることはない。もちろん営業利益は本業の収益性で決まる以上、ファイナンス戦略が役に立てることは無い。一方、設備投資と運転資金は実効税率の影響を受けないため、増減がフリーキャッシュフローにそのまま影響する。つまり、削減できれば、その額がそのままFCFの増加に直結するのだ。

パナソニックは2013年3月期の設備投資を前期実績の約2割減となる2500億円程度にし、設備投資を減価償却の範囲に抑える方針としている。とはいえ、将来に向けた投資を削減し続けるわけにもいかない。そこで運転資金を削減する努力をすることになる。運転資金の削減には投資が必要になるわけでもなく、社員の知恵を活かすことで可能である。今日からでもできる企業価値創造への取り組みといえよう。

在庫削減に成功したアンリツのケース

通信系計測機器大手のアンリツは在庫削減により運転資金を削減し、キャッシュフローを大幅に拡大してきた。スマートフォン向け開発用計測器の需要増

を背景に2012年3月期は当期純利益が過去最高となっている。しかし同社は2008年3月期と2009年3月期に二期連続の最終赤字を計上し、業績の立て直しを迫られ、そこで当時CFOであった橋本裕一社長は在庫の圧縮に取り組むこととなったのだ。棚卸資産回転率を指標として使いながら、在庫の効率化を進めていった。棚卸資産回転率が低下すると、棚卸資産評価損・廃却損が発生し利益を圧迫していたからだ。

そこで、マーケティング部門と研究開発・生産部門を一本化し、需要動向を開発や生産に直接反映できるようにした。各部門の連携で生産計画が需要に即したものとなり、在庫の削減に成功したのだ。それに伴い、棚卸資産評価損・廃却損も2010年3月期以降はゼロとなっている。

こうした成功の背景には、同社が資本コストを意識した経営を行っていることもある。同社の決算短信にこのように書かれている。

当社グループは、企業価値の最大化を目指して連結キャッシュフローを重視した経営を展開していくとともに、資本効率を重視し、投下資本の回収率を評価するための当社独自の指標「ACE」(*Anritsu Capital-cost Evaluation*)を各事業部門の業績評価の指標としております。

ACE (Anritsu Capital-cost Evaluation) : 税引き後営業利益 - 資本コスト

この言葉通り同社は効率的な経営ができています。過去10年で売上は約20%増加したが、総資産は30%以上縮小している。しかも営業利益率が大幅に改善している。より少ない資産からより多くの利益を生みだしていることになる。M&Aによって総資産は増えたが、利益は伸び悩む、というような企業とは対照的だ。またキャッシュフローの面では、過去10年で運転資金は20%以上削減され、2012年3月期を除いて設備投資は減価償却の範囲で行われている。つまり、フリーキャッシュフローに影響するすべての要素がプラスに働いている。よって、企業価値が創造されるのが当たり前ということになる。

株価は2007年と2008年は大幅に下落したが、2009年から2011年はTOPIXを大幅に上回って上昇した。これは営業利益と営業利益率のV字回復と合致している。

もちろん株価回復には収益性の大幅な改善の影響もあるが、在庫を中心とした運転資金管理の成功も大きな影響を与えていると考えられる。部門間の壁を無くすなど、お金をかけずに社員の知恵と努力で対応できるものであるため、運転資金管理はすぐにも始めるべきである。

EBITDAを経営指標にしてはいけない

EBITDA（税引前金利償却前利益）はM&Aで良く利用される指標であるが、経営指標として利用する企業もあるようだ。もちろんキャッシュフロー指標であるため、キャッシュフローの改善に役立つものではあるが、フリーキャッシュフローと比べて欠点がある。

EBITDA = 営業利益 + 減価償却費（有形固定資産と無形固定資産の償却費の合計）

まずはバランスシートが考慮されないことである。運転資金の増加はキャッシュフローにマイナスの影響を与えるため、特に在庫や売掛金は注意深くモニターする必要がある。EBITDAをキャッシュフロー指標として利用すると、運転資金がおろそかになる可能性がある。次に設備投資が考慮されていないことである。これでは効率的に設備投資を行うというインセンティブが失われてしまう。運転資金も設備投資もフリーキャッシュフローに大きな影響を与える。人間は測定しないものは重視しない傾向があるので、EBITDAではなくフリーキャッシュフローを利用することをお薦めする。

10. アナリストレポートはスーパーのチラシと同じ：経営者は読んではいけない

アナリストレポートの効用

私はMBA留学中にアナリストを志望していたこともあったため、日産のIR部門で働くようになってアナリストの仕事ぶりを見るのを楽しみにしていた。有名なアナリストになるとかなりの影響力を持ち、レポートの内容に合わせて株価が変動するくらいだ。

ここで確認をしておくと、アナリストにはバイサイドアナリストとセルサイドアナリストとが存在し、前者はファンドなどの機関投資家のアナリストであり、後者は証券会社のアナリストである。バイサイドアナリストのレポートは投資家内でのみ利用されるものであるが、セルサイドアナリストのレポートはさまざまな投資家が読むことができる広く公開されるものである。ここでアナリストレポートと呼んでいるのは、証券会社のセルサイドアナリストが書くレポートのことである。

セルサイドアナリストのレポートは投資家にとっては投資判断に活用できるものであり、また上場企業にとっても投資家間での企業の認知度を高める役割を果たしてくれるものである。実際、企業をウォッチするセルサイドアナリストの数が多いほど、情報の非対称性が減少し、株価のミスプライシング（割安や割高）は少なくなると一般的に考えられている。

アナリスト予想の特徴

決算発表を中心に企業に何らかのイベントがあればアナリストレポートが発行される。レポートでは企業の分析に基づいてアナリストが業績の予想を行い、また売りや買いといった推奨をする。さまざまなアナリストの業績予想の平均値がコンセンサスとなり、投資家や経営者に注目される。ただし、注目される数値でありながら、問題も多い。結論から言うと、あまり当てにならない、ということである。米国での調査によるとアナリスト予想には以下のような特徴

がある⁹⁾。

- ・利益を過大評価する

当初の予想は過大評価であることが多く、その後企業の業績予想開示に合わせて下方修正されることになる。

- ・予測期間が長ければ長いほど、過大評価の水準が大きくなる

アナリストは次期だけでなく数年後の業績予想も行うことが多いが、将来の予想はさらに過大評価となる。

- ・新たな経済状況を反映して予測を修正するタイミングが遅く、経済成長が鈍化した場合予測誤差が大きい

経済成長が加速する場合は過大評価の影響が限られ予測誤差は小さいのだが、経済成長が鈍化すると過大評価の影響が大きく予測誤差が拡大する。

- ・決算発表の数ヶ月前の予想値は信頼性が高い

決算発表3か月前のEPS予想の誤差の平均は5%未満となっており、非常に精度の高いものとなっている。この時期のコンセンサスを下回るとネガティブサプライズとなることが多い。

結局のところ、企業は数年先までの業績予想を開示しないため、過大評価によりアナリストの予測精度は低いですが、決算発表三か月前にもなると企業の業績予想もあり、実績にきわめて近い予想値に近付くということである。後述するように、アナリスト予想があまり当てにならないというのは、経営者にとって非常に重要な事実である。

9) Marc Goedhart, Rishi Raj, and Abhishek Saxena, "Equity analysts: Still too bullish", McKinsey Quarterly (April 2010)

なぜアナリストレポートは発行されるのか

アナリストがレポートを書く目的はジャーナリズムではなく、もちろんビジネスである。アナリストが所属する証券会社は、証券の売買手数料が収入源である以上、投資家に新たな情報を提供し、頻繁に売買をしてもらう必要がある。よって証券会社にとっては短期的な売買を繰り返してくれる投資家が最優良顧客であり、アナリストレポートもそうした投資家を意識したものになるのは自然なことである。

一言でいえばアナリストレポートはスーパーのチラシと同じなのだ。スーパーがチラシで買い物客を呼び寄せるように、証券会社はアナリストレポートで投資家が売買するように刺激するのだ。投資家がバフェットのようにほんのたまにしか売買をしないようでは証券会社にとっては利益にならない。投資家が動けば動くほど証券会社には利益になる。もちろん投資家には手数料がリターンを食いつぶすのだが。よって、証券会社はとにかく投資家に売買をさせる理由を何とか作ろうとするのだ。来た球を何でも振ってくれるバッターが一番ありがたいのである。

経営者はアナリストレポートを読んではいけない

アナリストレポートは経営者が読むべきものではない。前述の通り、アナリストレポートは投資家、特に短期的な投資家向けに書かれているため、長期的な視点で経営をすべき経営者が読み、経営の参考にするということがあってはならない。アナリストの業績予想が気になるかもしれないが、直近の業績予想は信頼できる一方で、長期的な業績予想は過大評価のために外れることが普通であることは先に述べた通りだ。よって、長期のアナリスト予想を参考にして、ネガティブサプライズにならないように中期経営計画の目標を設定するようになると、計画は破たんするであろう。経営が破たんすることすらある。

かつて米国にエンロンという企業があったが、エンロンはまさにこのケースであった。株価が上昇するにつれ、アナリスト予想も上昇したため、事業を本業と無関係な分野にまで拡大したり、不正会計を行ったりすることによってア

ナリスト予想を達成しようとしたのだ。まさに短期主義の罠にはまってしまったのだ。結局破綻することになったが、経営者がアナリストレポートを読まない、もしくはアナリストに対して正直に予想が高過ぎると伝えれば良かっただけの話である。正直に話せば株価は大幅に下落しただろうが、経営が破綻することは無かっただろう。また低い株価からやり直せばいいだけの話だったのだ。このように経営者がアナリスト予想というノイズに振り回されてまともな経営ができるはずがない。

とにかくアナリストが市場の声を代弁しているなどと考えるはいけない。市場の声を代弁するのは株価なのだ。市場の声を知りたければ株価を見ればよい。アナリストレポートにヒントを求めるのは筋違いである。「短期的な市場予測は毒であり、子供や子供のように市場で振る舞う大人の目につかないように安全な場所にロックして保管すべきだ」とバフェットは言う。この意見は投資家に対するものであるが、投資家に有害であるのなら、経営者にとってはさらに有害であるといえよう。

11. 増資は計画的に：安易な増資は株主の信頼を破壊する

増資にはインサイダー取引よりも大きな問題がある

2012年は大手証券会社が絡んだ増資インサイダー事件が注目を浴び、市場の信用が大きく揺らいだ。証券会社が株式市場で不正な行動を取るのには、力士が自分の仕事場である土俵をぶち壊すようなものであり理解しがたいものであるが、実際私もファンダメンタル投資の重要性を説いていながら、短期的に株式投資で利益を上げるには、証券会社からインサイダー情報をもらえるような存在になるのが最も有効であると考えている。とはいえ、個人投資家には無理な話ではあるが。

この事件では増資を実施した企業が被害者のように見える。たとえば、日本板硝子はニュースリリースにおいて「極めて遺憾」と述べている。しかし「極めて遺憾」なのは明らかに株主である。日本板硝子は2010年に402億円の増資

を行ったが、2013年3月期の業績予想が営業赤字であることを考えれば、株主資本コストを上回るリターンはまったく生み出せていない。これでは企業価値が破壊され、株価が暴落するのは当然の話だ。

上場企業はフーテンの寅さんではいけない

フーテンの寅さんはたまに故郷の柴又に帰って来ては騒ぎを起こしていたが、上場企業もたまに株式市場に帰って来ては株主をがっかりさせることが多い。全日空は2012年7月に2100億円の増資を発表した。2009年に1417億円の増資をして以来、3年ぶりに株式市場に帰って来たことになる。発表当日に株価は13.8%下落した。また川崎汽船は2012年7月に238億円の増資を発表した。2010年に381億円の増資をして以来、2年ぶりに株式市場に帰って来たが、発表翌日に株価は14.7%下落した。両社とも前回の増資発表前の株価と今回の増資発表前の株価の変化を見ると大幅にTOPIXを下回っており、また直近三年間のROEも株主資本コストを上回っているようには思われぬ。増資時に掲げた目標を実現できたとはいえないということになる。前回の増資以前からの既存株主にとっては非常に腹立たしい結果となっている。

しかしこの二社が特別なわけではなく、増資時に掲げた目標を実現する企業はきわめて少ないというのが投資家の判断である。これでは増資の発表後に株価が暴落するのは当然ということになる。増資を実施した理由として、将来への成長に向けた布石をあげる企業が六割を超えているが、結果だけを見ると、企業が無駄遣いをするために、小遣いをせびられた株主が泣くというwin-loseな関係となってしまっている。

増資は必要悪である

本来は本当に将来への成長に向けた布石を打つ必要のある企業だけに増資をしてもらいたいところであるが、必ずしもそうは行かない。株式市場での資金調達の上場企業の特権であるため、やめさせるわけにもいかない。そもそも十分な金がないために何もしないでジリ貧になるよりはましではある。増資によ

り株価は下落し、投資家としては納得がいかないだろうが、結局、増資をしないと生き残れないような会社に投資をしたのが問題だということだ。投資家の判断ミスであり、あきらめるしかない。

私は寅さん型増資を行う企業が企業価値を創造するとは思わないが、言い古された表現ではあるが、そうした企業の経営者には株式による資金調達コストが高い、ということだけは頭に入れておいていただきたい。資本コストというコンセプトも日本でも一般的になっている。資本コストがいくらかは正確に計算することは不可能ではあるが、借入コストよりはるかに高いのは当然のことである。よって、企業には調達した資金から高いコストに見合うリターンを出せるように最善を尽くしていただきたい。しかし、このハードルはかなり高い。資金を提供した投資家からすれば、業績がいくら改善したり、いくら成長したりするのではまったく満足はできない。コストが高いというのは、投資家の要求水準が高いということであり、業績の大幅な改善や高い成長率を求めているのだ。期待が高い以上、株価はそう簡単には上がらない。これは自業自得であり、「株式市場は短期的だ」などと文句を言う前に、投資家を黙らせる業績を出していただきたいと思う。

財務の健全性を目的化してはならない

財務の健全性は非常に大事である。パークシャー・ハザウェイ社も常に十分な現金を持っていることで有名だ。私が資本コストの話を持ち出して、無借金経営を否定するほどファイナンス理論を信用してはいないのはこれまで述べてきた通りだ。ただし、財務の健全性は良い経営を行った結果として享受すべきものであり、既存株主を犠牲にしてまで増資で健全になったところで特に褒められたものではないのは明らかである。私は前述のように財務の健全性を重視してはいるが、借入余力があるにもかかわらず増資を実施したり、増資額を最小限に抑える努力を怠ったりする企業は理解に苦しむ。これでは財務の健全性が目的化しているといわざるを得ず、明らかに本末転倒である。

工作機械大手の森精機製作所のケースを考えてみる。同社は非常に保守的な

ファイナンス戦略を選択している企業であり、競合他社よりも高い自己資本比率を維持してきた（2012年3月期は競合よりも低い自己資本比率となっている）。景気変動を受けやすい業種であることを考えれば、これは正しい選択である。同社は金融危機以降業績が大幅に悪化したのが、積極的な投資を継続したため、資金調達必要性が生じ、2009年11月に168億円の増資を発表した。そして、お約束通り、増資のニュースを受け同社の株価は11.2%下落した。もちろん増資が本当にやむを得ないのであれば仕方がないのだが、同社の場合はどうもそうとは考えにくい。少なくとも増資額を最小限に抑える努力をしたとは考えにくい。

まず、同社の期首の自己資本比率は78.3%と非常に高く、競合他社を大きく上回っていたことを考えると、十分な借入余力があったはずである。次に、自己株式も保有しており、すべてを処分すれば70億円近くにはなったと思われるが、自己株式には手を付けていない。さらに、増資を実施した期は一株当たり40円から20円の配当に減配はしたものの、総額約20億円を配当しており、翌期も22億円を配当している。増資の期の当期純利益が約350億円の赤字であったことを考えると、増資で得た資金が配当に回っているようなものであり、新たな株主が提供した資金が、単に既存株主に流れただけの話でしかない。

結局、自社株を処分し、せめて増資を実施した期だけでも無配とするだけで、増資額の約半分は賄えたはずだ。残りの半分の額であれば、増資ではなく借入で調達したとしてもバランスシートリスクが過度に高まることはなかったであろう。また仮に残りの半分以上を増資で調達したとしても、株価への影響はもっと小さかったはずだ。上場企業の経営陣にはこうした気配りが求められるのだ。

増資後の同社の業績は増資以降大幅に改善しているのだが、株価のパフォーマンスは競合他社に対して大きく水をあけられている。これは増資が企業価値の創造につながっていない証拠であるといえよう。この増資の痛い経験による影響からか、同社は2012年3月期には300億円の社債を発行したが、それでも自己資本比率は50%を上回っている。