

財務マネジメントとは何か¹⁾

手 島 直 樹

I. ファイナンスから財務マネジメントへ

皆さんのファイナンスのイメージはどのようなものだろうか。おそらくは、次のようなものではないだろうか。まずは、株主や債権者から資金を調達し、次にその資金を経営という「ブラックボックス」に投入する。そして、「ブラックボックス」が知らぬ間に生み出すキャッシュフローを資金の出し手に還元するというものである。いわば、ファイナンスを資金の「入口」と「出口」の「番人」ととらえるイメージだ。

より具体的に言うと、「入口」では「あるとき払いの催促なし」のような好条件での調達を目指すことになる。事実、昨今の低金利の環境を活用し、長期の社債を発行する企業も多い。しかし、その一方で、実質無借金の上場企業が9年連続で増加し、2017年度末にはその比率が59%に上昇している。また、上場企業は株式発行どころか、2014年度から4年連続で自社株を買い越しており、こうした状況を考慮すれば、「入口」の「番人」の役割は大きく変化しつつあるといえよう。

その一方で、「出口」の「番人」はさまざまな資金還元のアプローチの選択に忙しい。まずは、「守銭奴と豚は死んで初めて役に立つ」アプローチである。現金を手放すことをしないためバランスシート上に積み上がっていくことにな

1) 本稿は、会報（東京株式懇話会）第802号に掲載された論文に修正を加えたものである。

るが、もちろんこれをアクティビストの超高性能レーダーがキャッチしないはずはない。逆に、江戸っ子のように「宵越しの銭は持たない」アプローチも可能だ。積極的な資金還元により、特定のタイプの投資家に支持されることになる。株価に株主還元プレミアムも上乘せされることになるだろう。もちろん、過度な還元を継続すれば、「金の切れ目が縁の切れ目」となりかねない。人生でもビジネスでも「愛想尽かしは金から起きる」のが常である。最適な株主還元政策は「守銭奴」と「江戸っ子」という両極端の間に位置するが、日本においては最適な水準は一般的に三割配当と機動的な自社株買いのコンビネーションと考えられているようだ。その結果、2017年度の上場企業の配当総額は過去最高の13.5兆円、自社株買い総額は4.4兆円となった。

以上のように、日本企業の資金の「入口」と「出口」の「番人」としてのファイナンスは十分に機能していると思われるのだが（もちろん投資家が満足することは永遠にない）、このようなイメージでファイナンスをとらえることは果たして適切なのだろうか。私の答えはNOである。ファイナンスのバイブル²⁾では、次のように述べられている。

企業の財務責任者は二つの大きなファイナンス上の問題に直面する。まずは、企業はどの投資を執行すべきなのか。次に、投資の資金をどのように賄うべきか。投資面の意思決定とは資金の活用であり、ファイナンス面の意思決定とは資金の調達である。

バイブルによる定義が前述の一般的なファイナンスのイメージと大きく異なるのは、投資面の意思決定がファイナンスの範囲に含まれる点である。つまり、経営を「ブラックボックス」とせず、財務最高責任者（CFO）が積極的に経営に関与することが必要ということだ。また、バイブルは次のようにも述べている。

2) R. Brealey, S. Myers, and F. Allen, Principles of Corporate Finance (McGraw Hill, 2016)

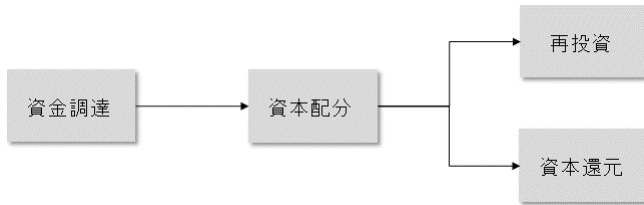
優れた投資面の意思決定は、優れたファイナンス面の意思決定よりも価値を創造する。

バイブルは、ファイナンスの本質は企業価値の創造であるというスタンスに立つのだが、「入口」と「出口」の「番人」による資金調達や株主還元よりも、投資という経営活動こそが価値創造の源泉だと主張する点が、巷に溢れる「ファイナンス本」と大きく異なる点である。企業価値が将来生み出されるフリー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当然なことであるが、狭義の定義にとらわれる限り、ファイナンスが価値創造に貢献することはない。

そこで、本稿では、図表1が示すように、ファイナンスを資金調達と資本配分から構成される財務マネジメントととらえ、企業価値創造に資するファイナンス機能について理論、ケース、そして日米企業比較に基づき考えていく。結論から言えば、財務マネジメントとは、「金は天下の回り物」ということである。つまり、資金を調達・配分することにより、さらに多くの資金を生み出し、そしてその資金を再配分するというプロセスを永遠に繰り返すことである。カール・マルクスの「資本論」の言葉を借りれば、M-C-Mだ。Money（資金）がCapital（資本）となり、最終的にMore Money（より多くの資金）となるプロセスである。More Moneyを生み出せる企業が企業価値を創造し、Less Moneyに終わる企業が企業価値を破壊することになる。

財務マネジメントのコンセプトは、「価値協創ガイダンス」や「コーポレートガバナンス・コード」で議論されている資本コスト、そして経営資源や資本の配分の考え方と親和性が高い。エンゲージメントにおいて自社のスタンスを「投資家言語」で語り、投資家を納得させるためにも多くの財務関係者にこのコンセプトを活用していただきたい。財務マネジメントのコンセプトは、エンゲージメントの「ゲームチェンジャー」なのである。

図表1：財務マネジメントの全体像

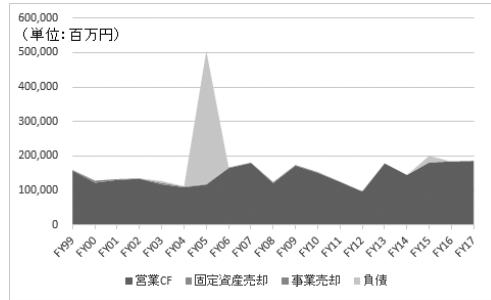


Ⅱ. 資本構成とは何か

資金調達は、前述の資金の「入口」の「番人」の業務であり、基本的には有利な条件での外部調達を目的とし、特に負債と資本の選択が重視される。しかし、実際には、手元資金、営業活動からのキャッシュフロー、そして資産や事業の売却など企業内部に資金調達源も存在する。前述の通り、ネットキャッシュポジションの上場企業の比率が59%に上る状況を考えると、投資家からすれば十分過ぎると判断されかねない多額な資本や現金という「贅沢な悩み」にどのように対処すべきかがより重要となっている。こうした問題に対処するための方針が資本構成である。

ここで花王の資金調達を見てみよう。図表2が示す通り、同社の資金調達の多くが営業活動からのキャッシュフローを源泉としており、2005年度のカネボウ買収時に多額の負債を調達したのを除けば、外部調達を不要としている。また、2005年度以降の負債の減少と自己資本の強化により、デットエクイティ・レシオは80%から2017年度には15%に大幅に低下し、2000億円を超えるネットキャッシュポジションとなっている。

図表 2：花王の資金調達推移



花王の資金調達を見る限り、資本構成は単に経営の結果であり、方針も何もないのではないかと思う方も多いただろう。たしかに、良い会社は負債が少ないがゆえに良い会社であり、悪い会社は負債が多いがゆえに悪い会社である。しかし、資本構成の興味深い点は、良い会社ほど明確な方針が必要だということだ。悪い会社は、事業再生のケースを見ればわかるように、金を稼いで負債を減らすことが第一優先であり、資本構成の方針も何もあったものではないのだが、良い企業はそうはいかない。儲かる企業であるがゆえに面倒なのだ。実際、優良企業の資本構成に対する投資家の関心は非常に高い。この理由は単純だ。資本構成は資本コスト、特に加重平均資本コスト（WACC）にダイレクトに影響を及ぼすからである。しかしながら、資本構成に関して明確な方針を持つ企業は限られており、資本コストと比較すると関心は低いと言わざるを得ない。本来は、資本構成の方針を明確にした後に資本コストを算出すべきものであるが、本末転倒が生じている。リキャップCBのような財務テクニクに翻弄されるのは、資本構成という「戦略」がない中で、資本コストの算出という「戦術」ばかりを意識しているからであろう。事実、平成29年度生命保険協会調査によれば、18.2%の企業が自己資本比率、13.1%がデットエクイティ・レシオを中期経営計画で公表するにとどまっており、「戦略」の策定は喫緊の課題となっている。

Ⅲ. 資本構成の理論

では、資本構成の方針の策定に必要な基礎知識として、主な資本構成の理論を見ていくことにする。

1. トレードオフ理論

この理論は負債のメリットとデメリットに注目するものである。メリットは負債の節税効果であり、一方のデメリットは財務破綻コストである。このコストは倒産に直接的に関連するコストだけでなく、財務状況の悪化による過少投資がもたらすコストも含む。

ここで無借金企業を例に考えよう。この企業がデットエクイティ・レシオを高めると、負債の節税効果によりWACCは低下するが、一定の水準を超えると財務破綻コストが節税効果をオフセットしWACCが上昇する。トレードオフ理論では、WACCを最小化し企業価値を最大化する資本と負債の比率を最適資本構成と定義する。この理論に基づけば、企業は時価総額や金利状況に合わせてダイナミックに比率を調整することになる。これは米国企業の資本構成の変化を見ると明らかだ。米国の資本構成に関する調査³⁾によれば、同一企業の格付けが過去25年の間に大幅に変化している。顕著なのは、2017年時点においてBBB格の比率が44%と1993年の21%から倍増していることである。一方、A格以上の格付けの比率は、同期間に68%から48%に減少している。つまり、A格以上からBBB格に「格下げ」された企業が20%ほど存在するということがある。これは、米国企業の業績が悪化したのではなく、低金利を活用し戦略的に財務レバレッジを高めたことを意味している。金融市場の状況を見ながらダイナミックに資本構成を調整するのが、米国企業の特徴といえる。

では、米国企業を見習い単に負債を増やせば価値が上がるのだろうか。Yesと断言できるのは、無借金企業に限られる。こうした企業が負債を増やしても、

3) J.P.Morgan, Rethinking capital structure today? March, 2017

財務破綻コストは限りなくゼロに近い。つまり、節税効果をフルに企業価値に結びつけることができるのだ。

一方、Noと断言できる企業タイプの一つが、企業価値の多くが成長オプション、つまり投資機会の実現による収益成長期待から構成される企業である。こうした企業は持続的に投資を行えるか否かが企業価値を決定するため、過度な財務レバレッジにより過少投資に陥った時点で「ゲームオーバー」となる。また、キャッシュフローのボラティリティが高い企業もNoと断言できる。キャッシュフローが悪化した際に、金利の支払いが不可能となり、デフォルトするリスクがあるからだ。このように高成長企業とハイリスク企業にとっては節税効果など大したメリットではない。保守的な資本構成を維持すべきである。

最後にYes or Noなのが、安定的なキャッシュフローと担保となり得る有形固定資産を持つ成熟企業である。ガスなど公益事業を営む企業を見ればわかるように、こうした企業と負債の親和性は高い。現時点で最適な負債比率を下回っているのであれば、追加的な負債が企業価値を高める可能性がある。しかし、正直なところ、投資家が騒ぎ立てるほどのインパクトはないというのが私の見解である。最適資本構成というのは、トレードオフ理論に従えば、たとえばデットエクイティ・レシオが30%というようにピンポイントで特定されることになるが、実際は一定のレンジで最適資本構成は存在する。そのレンジ内であれば、資本構成の調整による企業価値の増大は期待できないのだ。よって、競合他社と著しく異なる場合を除けば、資本構成はレンジ内に収まっている可能性が高く、何ら気にすることもないのである。また、注意しなければならないのは、資本構成調整のリスクは非対称であることだ。つまり、過小資本と過大資本のリスクが大幅に異なるのである。過大資本である限り経営に問題は生じない。株主還元により調整すればよいだけだ。しかし、過小資本のリスクは大きい。経営破綻や増資による資金調達必要性も生じかねない。このようなリスクを取ってまで最適資本構成を実現する必要はあるのだろうか。結局のところ、最適資本構成もトレードオフ理論も多くの企業にとっては所詮机上の空論に過ぎないと私は考えているが、後述するように、エンゲージメントにおいてはこの

理論に基づく対話が適切と思われる。実際、前述の米国の資本構成に関する調査によれば、最高財務責任者（CFO）はトレードオフ理論を重視している。

2. ペッキング・オーダー理論

この理論は、情報の非対称性に基づく理論である。「理論」という名前がついているものの、実務上腹落ちしやすい常識的な考え方である。実際、日本では低金利を活かした社債の発行額が増加する一方で、株式発行に関しては自社株の買い越しとなっているが、これはまさにペッキング・オーダー理論の示す通りの企業行動である。この理論の結論は、企業は、資金調達源として、手元資金、負債、転換社債など株式に類似する債券、そして株式という順番で選択するということである。なぜならば、経営者と投資家の間の情報の非対称性を考えた場合に、リスクが低いのがこの順番だからだ。実際、株式発行時には株価が下落し、社債発行時にはニュートラル、もしくは若干のポジティブな反応となることが一般的である。よって、既存株主の利害を最優先するのであれば、経営者はこの優先順位で資金調達をすべきということになる。ただし、高成長企業や過剰債務を抱える企業の場合、株式発行が適切なケースもあるため、過度な「増資恐怖症」は避けるべきであることも付け加えておく。

結局のところ、この理論の結論は、資本構成とは長期にわたって最適な資金調達手法を選択した積み重ねの結果に過ぎず、企業は最適資本構成を意識しながら資金調達をしているわけではないというものだ。皮肉にも多くの日本企業の資本構成を説明するには最適な理論ではあるが、これでは対話にならない。やはりトレードオフ理論を活用すべきである。

3. フリーキャッシュフロー理論

この理論は、エージェンシー・コストに基づく理論である。エージェンシー・コストでは、昨今のガバナンス改革を見ればわかるように、経営者と株主の関係が注目されることが多いが、資本構成においては株主と債権者の関係も考慮しなければ、誤った判断につながりかねない。そこで、それぞれの関係について考えてみたい。

まずは経営者と株主の関係におけるエージェンシー・コストであるが、単純化すれば、この関係により生じる問題は過大投資であるといえる（近年の問題は、投資水準と比較して過大な資本といえる）。よって、株主の主張は、企業価値を生まない投資をするのであれば（資金を投資に回さないのであれば）、資金を株主に還元すべきであるということになる。実際、前述の生命保険協会調査によれば、69.8%の投資家が自己資本に関して、また81.9%が手元資金に関して「余裕のある水準」と考えている。企業の6割程度がどちらに関しても「適正な水準」と考えているのとは対照的である。投資家からすれば、理想的な資本構成は「宵越しの銭は持たない」、もしくは「借金で首が回らない」水準ということなのだろう。投資家からすると、こうした制約が経営者に対する規律となる。よって、彼らの目には、企業が「守銭奴」に映っているはずであり、積極的な株主還元強化を望むことになる。

次に株主と債権者の関係におけるエージェンシー・コストであるが、結論から言えば、理想的な資本構成は保守的なものとなる。つまり、経営者と株主の関係におけるエージェンシー・コストとは真逆の結論だ。この背景には、投資先の企業のデフォルトの可能性が高まった場合に、株主と債権者の利害が合致しないことがある。特に経営者が株主の利害に基づき行動する場合、債権者の犠牲のもとに株主が利益を得ることになりかねない。たとえば、「一発逆転」を狙ったハイリスク投資へのシフトが考えられる。リスク上昇により債券の価値は下落しても、資本の価値が上昇すれば株主には正しい行動となる。また、NPVがプラスの投資案件があったとしても、資本による資金調達が必要であれば投資を実施しないという過少投資のリスクが生じる。これは、株主が自らの負担により生じうるプラスのNPVを債権者と分け合うことを嫌うためである。

このようにデフォルトのリスクが高まる状況においては、まともに経営ができなくなる。デフォルトのリスクが生み出すコストは、トレードオフ理論で議論した財務破綻コストに該当するものであり、負債の節税効果の多くはオフセットされるだろう。経営者と株主の関係というエージェンシー・コストの一面だけを考慮するのであれば、資本構成の「ダイエット」が最適だが、株主と

債権者の関係におけるエージェンシー・コストも考慮すれば、「ダイエット」には「副作用」が大きいことがわかる。資本は負債と比較して高コストな資金調達源ではあるが、それにはそれだけの理由があるのだ。

4. モディリアーニ＝ミラーの定理（MM理論）

これまで3つの理論を紹介してきたが、最後に資本構成研究の原点である1958年に発表されたMM理論⁴⁾を紹介する。原点でありながら、最後に紹介するのは、最初に紹介すると、資本構成について学ぶのがバカバカしくなるからである。この理論の基本メッセージは、「財務レバレッジにマジックは存在しない」というものであり、「企業価値を創造するのは、本業が生み出すキャッシュフローであり、財務戦略ではない」という私のファイナンスに対するスタンスのベースとなっている。ただ、注意が必要なのは、税金、情報の非対称性、そしてエージェンシー・コストという前述の3つの要素が存在しない完全市場を前提としているため、実務の観点からは非現実的であることだ。しかし、逆に資本構成の本質を理解するには最適な理論ともいえる。ここでは2つの命題を紹介しよう。

まずは、「企業価値が資本構成によって変化することはない」という命題だ。これは資本構成の考え方を全否定している。というのも、MM理論は、バランスシートの右側（負債・資本サイド）は無視し、左側（資産サイド）にフォーカスしているからである。より分かりやすく述べると、企業価値の源泉であるキャッシュフローは資産サイドが生み出し、割引率となるWACCは資産サイドのリスク、つまりビジネスリスクで決定されるというのがMM理論のスタンスである。ビジネスリスクで決定されるのであれば、WACCは負債・資本サイドがどうであろうと一定となるのだ。結局、MM理論では、負債・資本サイド、つまり資本構成は単なる「お飾り」のようなものであり、トレードオフ理

4) F. Modigliani and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48 (June 1958), pp.261-297

論もフリーキャッシュフロー理論も「学者の娯楽」に過ぎなくなる。MM理論以降、ファイナンス理論は大幅に発展したが、それは「学者の娯楽」であることを学者が必死に否定するための努力の賜物であったともいえよう。

次は、「デットエクイティ・レシオの上昇に合わせて株主資本コストも上昇する」という命題だ。これは、前述の命題を負債・資本サイドに注目しながら言い換えたものである。WACCが一定である以上、デットエクイティ・レシオが上昇しても、レバレッジ効果は株主資本コストの上昇によりオフセットされる。これは、負債比率が上昇するとリスク上昇に対して株主が追加的なリスク・プレミアムを要求するからだ。その結果、資本構成の調整には意味がないという結論になる。負債の節税効果がない前提であるため、一定水準の範囲内であればデットエクイティ・レシオの上昇がWACCを低減させるというトレードオフ理論と異なる結論となるのだ。

以上、資本構成の理論を見てきたが、資本構成に悩むことがあればMM理論に立ち返ることをお勧めしたい。MM理論は、「企業価値とは、企業が生み出す期待キャッシュフローをそのリスクを反映した資本コストで割り引いた金額の合計額である」という企業価値創造の「常識」と整合している。企業価値を創造したければ、キャッシュフローを増やすか、ビジネスリスクを低減して資本コストを下げればよい。資本構成を調整したところで、そのインパクトは学者や投資家が主張するほどではないのだ。彼らの主張ではなく、ノーベル経済学賞受賞者の主張にこそ耳を傾けるべきである。

IV. 資本構成決定の実践的フレームワーク

では、次に実務上どのように資本構成を決定するのかについて考えたい。結論としては、トレードオフ理論とフリーキャッシュフロー理論を併用するイメージである。ここでは、企業価値評価のバイブル⁵⁾が推奨する4つのステップを紹介する。

5) T. Koller, M. Goedhart, and D. Wessels, Valuation (Wiley, 2015)

ステップ1は、営業キャッシュフローの予測である。事業計画に合わせて営業キャッシュフローを予測するが、その際には事業計画の前提となるベースシナリオに加えて、ダウンサイドシナリオも準備する。ダウンサイドシナリオにおいては、予想営業キャッシュフローが低水準となるため、許容される負債水準はベースシナリオよりも低くなる。

ステップ2は、資本構成のターゲットの決定である。ターゲットとする格付けを決定し、格付けに相応しいインタレスト・カバレッジ・レシオを設定する。その際には、自社の成長性、投資ニーズ、キャッシュフローのボラティリティ、そしてビジネスサイクルなどを考慮する必要がある。しかし、前述の通り、最適資本構成に一定のレンジが存在することを考えれば、資本構成の現状とターゲットに大きな差異が存在する企業は少数派であろう。

ステップ3は、資金超過や資金不足の予測である。ターゲットとするインタレスト・カバレッジ・レシオとシナリオごとの営業キャッシュフローの予測に基づき、ターゲットとする負債水準を算出する。そして、ターゲットとする負債水準に営業キャッシュフローを加えた金額（つまり、キャッシュインフロー）が、予想株主還元総額と現状の負債水準の合計額（つまり、キャッシュアウトフロー）を上回れば資金超過、下回れば資金不足となる。

最後となるステップ4は、余剰資金の還元や不足額の調達の決定である。ステップ3において資金超過となれば、増配や追加的な自社株買いにより資金超過を解消することになる。一方、特にダウンサイドシナリオのケースが主に想定されるが、資金不足となった場合にはターゲットとする負債水準を低下させる必要がある。

これらのステップを経て資本構成の方針が決定されるが、エンゲージメントにおいて重要となるのはステップ2である。これに関しては、S&P100企業の資本構成のコミュニケーションに関する調査⁶⁾が参考になる。100社中39社がコミュニケーションを実施しており、33社が格付け関連（19社が特定の格付

6) J.P.Morgan, To speak or not to speak, November, 2014

け、14社が格付けのレンジを開示)、11社が財務レバレッジ関連(7社が負債/EBITDAのターゲット、2社が負債/時価総額のターゲット、2社が負債の絶対額を開示)となっている(なお、両方のコミュニケーションを行っている企業は5社)。また、こうしたコミュニケーションを実施する企業は、非実施企業と比較し、ベータ及び株価ボラティリティが低水準となるため、日本企業にもコミュニケーションの改善が期待される。

V. 資本配分とは何か

これまで資本調達に関して議論してきたが、次に財務マネジメントのもう一つの柱である資本配分について考えてみたい。「金は天下の回り物」を実行するのが財務マネジメントであると本稿の冒頭に述べたが、調達した資金を社内及び社外に「回す」のが資本配分の役割である。結論から言えば、資本配分、特に再投資の巧拙が将来のキャッシュフローを決定するため、持続的な企業価値創造を生み出す源泉となる。

本稿の冒頭に、「優れた投資面の意思決定は、優れたファイナンス面の意思決定よりも価値を創造する」というバイブルの一文を引用したが、この一文は、資本配分における再投資の重要性を訴えている。ファイナンスの研究者の立場としては自然なことであるが、資金以外のリソースの存在を完全に無視すれば、経営の本質とは資本配分だということである。具体的に言えば、儲かる分野に資金を重点的に再投資し、そうでない分野からは資金を回収する。そして、余剰現金があれば株主に還元する。私にとってはこれが経営であり、ファンドマネージャーの仕事と何も変わらないのだ。いわば、経営とは、where to play & how to playであり、日本語訳すれば、どこを土俵とし、どのように勝負するかである。正しい土俵を選択できさえすれば、企業価値は創造しやすい。そして、私が理想とするこの超合理的な経営において、投資家と同様に「数字で考える」ことができるCFOが果たす役割は大きい。CFOが経営を「ブラックボックス」とせず、積極的に経営に関与することが必要だと冒頭に述べたのはこれが理由である。

しかし、資本配分を得意とする企業は少ない。米国での投資家調査⁷⁾によれば、戦略策定やリスクマネジメントなどのさまざまな戦略的能力の中で、資本配分が最も改善の余地が大きいと投資家は考えている。また、米国企業の資本配分の調査⁸⁾によれば、米国企業の約三割が、資本配分を変更することなく毎年ほぼ同様な配分を実施している。もちろん、そうした「惰性経営」企業の株価パフォーマンスは、ダイナミックに資本配分を変更する企業と比較して低水準にとどまる。そして、反論も多いものの最近注目されているのが、米ブラックロックのローレンス・フィンクCEOの主張⁹⁾である。彼は、米国企業の資本配分において、研究開発や設備投資などの再投資よりも、株主還元が重視されていると述べ、経営の短期主義に警鐘を鳴らしている。

ここで、花王の資本配分を図表3で確認しよう。まずは、再投資であるが、資本投資と研究開発は安定的に実施されている。M&Aに関しては、2005年のカネボウ買収以降、M&Aよりも内部成長を重視しているようだ。一方、資本還元に関しては、2017年度に28期連続増配を達成していることもあり、配当は持続的に増加している。自社株買いは年度ごとに大きく変動しており、余剰現金を見ながら機動的に実施していることがわかる。また、負債返済に関しては、カネボウ買収以降6年間にわたり多額の配分が行われていたが、それ以降はほぼゼロとなっている。このように同社はダイナミックな資本配分を行うことにより、持続的に企業価値を創造してきたことがわかる。

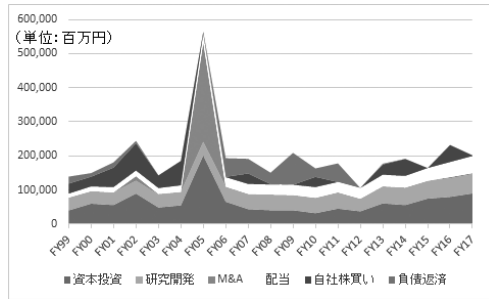
では、次に資本配分の巧拙を左右する要因であるハードルレートについて見ていきたい。

7) The Boston Consulting Group, Investor seek new ways to create value, May, 2016

8) S. Hall, D. Lovallo, and R. Musters, "How to put your money where strategy is," McKinsey on Finance, 43 (Spring 2012), pp.2-8

9) L. Fink, A Sense of Purpose, 2018

図表 3：花王の資本配分の推移



Ⅵ. ハードルレートが資本配分を破壊する

資本配分には、前述の通り、再投資と資本還元の二つがあるが、ハードルレートがこれらの「分岐点」となる基準である。単純化すれば、投資案件の投下資本利益率（ROIC）や内部収益率（IRR）などの期待リターンがハードルレートを上回れば、資金は再投資に配分され、下回れば資本還元配分されることになる。ハードルレートを下回る投資案件は企業価値を破壊することになるため、資本還元が適切な判断となるのだ。前述したように、経営の本質とは資本配分なのだが、期待リターンとハードルレートを比較して再投資すべきか、もしくは資本還元すべきかを判断するだけであれば、経営は単純なものであるが、そうは問屋が卸さない。経営を担うのが人間である以上、ファイナンスの研究者には理解しえない「ヒューマンファクター」がどちらの計算にも影響するのだ。その影響とは、楽観的な期待リターン予測と保守的なハードルレート設定であるが、後者に大きなリスクが潜んでいることは認識されていない。それどころか、保守的なハードルレートをポジティブにとらえる風潮すらある。では、なぜハードルレートは保守的になるのか。それは、ハードルレートを決定するために、基準となるWACCにさまざまな調整を施すからである。調整とはWACCにバッファを上乗せすることであり、その一例としては楽観的な予測、事業セグメントのリスク、地域のリスクなどに対する調整などがある。

このようにハードルレートにはさまざまなバッファーが上乘せされるため、確実にハードルレート $>$ WACCという関係が成り立つことになる。もちろん、投資案件の期待リターンはハードルレートを上回ることが求められるため、期待リターン $>$ ハードルレート $>$ WACCという関係が成り立つ。この関係によりハードルレートを上回ると期待される案件のみが厳選されるという「理想的」な結果になるのだが、実はここに罫が存在する。

結論から言えば、このバッファーがハードルレートを上振れさせ、再投資に配分される資本は減少し、資本還元が優先されることになる。つまり、過少投資による機会損失のリスクを引き起こしかねないのだ。企業は、意図せずして経営の短期主義に陥ってしまう。まさにハードルレートが資本配分を破壊しかねないのである。

ここで米国のハードルレートを見ていこう。米国での調査¹⁰⁾によれば、米国企業のWACCの平均値は7%であるが、ハードルレートの平均値は12%となっている。つまり、5%ものバッファーが上乘せされているのだ。

この条件下において、仮に期待リターンが10%の投資案件があったとしよう。7%のWACCを上回るため企業価値の創造を期待できるが、12%のハードルレートを下回るため投資は実行されない。この結果、資本は再投資ではなく、資本還元を通じて主に株主還元配分にされることになる。もちろん、株主還元の強化自体は間違った行動ではないが、たとえハードルレートを下回っていたとしても、WACCを上回る案件であれば投資をする方が、資金を還元されるよりも株主にとっても価値が高いのだ。このような一見すると正しそうに思われるが、実際は誤った企業価値創造経営は、企業の成長の機会を奪ってしまう。

このようにハードルレートを高めに設定するのは、お金は大事に使わなければならないという考えがあるからである。この考えに異論はないが、リーマンショック直後のように資金調達が困難なケースと現在のように世界中で金余りとなっているケースでは、お金の大事な使い方の定義に違いがある。危機の際のメンタリティーを引きずると、経営を誤りかねない。企業にはパラダイムシフトが求められているのだ。

10) J.P.Morgan, It's time to reassess your hurdle rates, November, 2016

では、金余りはどのような影響をもたらすのだろうか。一つ目は、資金の価値が下落し、資本コストが低下することである。前述のハードルレートに関する調査によれば、2000年には米国企業のWACCの平均は9.5%であったが、現在は7%に下落している。このWACCの低下は重要な意味を持つ。なぜならば、WACCが低下すれば、企業価値創造のバリュードライバーが収益性から成長にシフトするからである。というのも、 $ROIC < WACC$ の状況下においては、収益性の改善を優先して企業価値の破壊に歯止めをかけるが、 $ROIC > WACC$ の状況下においては、収益性の改善よりも成長の方が企業価値を創造することになるのだ。当然のことであるが、WACCが低下すれば、 $ROIC > WACC$ となる投資案件は自動的に増えることになり企業価値創造の可能性が高まるのだが、ここに大きな壁がある。それは、企業がハードルレートを変更しないことだ。実際、前述の調査によれば、ハードルレートは2000年から12%のまま高止まりしている。つまり、金余りによってWACCが低下しても企業の投資へのスタンスは変わらないのだ。これでは再投資よりも資本還元、特に株主還元が強化されるだけの結果となってしまう。だからこそ、WACCが低下した今こそ企業はハードルレートを下げるべきなのだ。バッファーをゼロにせよとまでは言わないが、大幅に削減し再投資への配分を増やさなければならない。

もちろん、経営者の立場からするとバッファーの圧縮はリスクが高いと思うかもしれない。実際、私自身も経営コンサルタント時代から「成長よりもまずは収益性の改善」とクライアントに言い続けてきたこともあり、抵抗があるのは確かだ。だが、金余りの影響でWACCが勝手に下がってくれたおかげで収益性改善の必要性が下がったのだ。ラッキーとしか言いようがない。だから、ハードルレートを下げることにリスクがあるのではなく、高水準に放置しておくことにこそリスクがあるのだ。経営者はパラダイムシフトに適応しなければならない。

二つ目の影響は、企業サイドの金余り、つまり多額な手元資金や資本によりリスクが取りやすくなることである。投資の真のリスクとは、投資が失敗し収益が悪化することではなく、失敗により経営危機に陥ることである。そのようなリスクがある中では投資は困難となる。一方、多額な手元資金や資本という

リスクバッファーがあれば、失敗による経営危機を恐れることなく積極的な投資が可能となるのだ。積極投資は、もはやベンチャー企業の代名詞ではないのである。世界中の企業で「やってみなはれ」の時代になったのだ。ハードルを下げることにより数多くの投資を実行し、その後のパフォーマンス次第で存続か中止を決定するような「リアルオプション」型の投資マインドにシフトしなければならない。実際、米国の機関投資家は、現金の利用方法として増配や自社株買いよりも投資やM&Aを望んでいる¹¹⁾。

これらの二つの金余りの影響が積極的な成長投資を可能にする。収益性から成長へ素早く舵を切る企業が新たなパラダイムにおいて企業価値を創造できるのだ。

Ⅶ. 資本還元の理論

では、資本配分のもう一つの柱である資本還元、特に株主還元について見ていきたい。結論から言えば、株主還元は企業価値創造において「二次的」な要因であり、投資家が声高に主張するほどの影響はない。株主還元は、所詮は資金という「商売の元手」の「社外流出」であり、キャッシュフロー創出とは真逆の行為である。企業価値創造の基本は、資金を社内で再投資し、キャッシュフローを持続的に生み出すことなのだ。

ここでは、さまざまな理論に基づきながら「How」及び「How Much」について議論する。まずは「How」、つまり配当と自社株買いの選択について考える。1961年に発表されたMM理論¹²⁾では、両者は完全に代替可能であるとされ、それどころか株主還元自体が企業価値に無関係だと考えられている。もちろん、MM理論は税金や取引コストなどが存在しない完全市場を想定するため非現実的ではあるが、「企業価値はバランスシートの資産サイドから生まれる」

11) The Boston Consulting Group, Increasingly concerned investors seek long-term value creation, December 2017

12) F. Modigliani and M. Miller, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *The Journal of Business*, 34 (October, 1961), pp. 411-433

というMM理論の考えに基づけば、株主還元が企業価値に無関係なのは当然だ。MM理論では、株主還元とは、ハードルレートを超える投資案件に配分されない余剰資金が投資家に「返却」されるだけの話に過ぎない。

次に配当が望ましいとする二つの理論を見ていこう。まずは、エージェンシー・コストに基づくフリーキャッシュフロー理論である。この理論では、配当と自社株買いの特徴の違いに注目する。前者はコミットメントであり、株主としては持続的に支払いを受け続けられると期待できるが、後者は柔軟性が高く、余剰資金が生じた場合に実行されるため、配当のような持続性は期待できない。よって、「会社に多くの現金があると経営者がロクなことをしない」と考えるフリーキャッシュフロー理論は配当を好むことになる。よって、この理論では株主還元はガバナンスに有効であるとされ、株主資本コストを低減させる効果があると考えられている。次は配当ケータリング仮説であるが、安定的に配当を支払う企業の株式を好む投資家は、自社株買いよりも配当を実施する企業にプレミアムを支払うと考えられている。

一方、自社株買いが望ましいとする考え方もある。キャピタルゲイン課税が配当課税よりも低い場合、自社株買いを活用する方が株主にとって望ましいという考えだ。

最後に、配当と自社株買いが株価に与えるインパクトの差に注目するのがシグナル仮説である。配当がコミットメントであるとすれば、企業は持続的に収益が改善する場合に限り増配の判断をするため、増配は経営者の自信の表れであると考えられる。よって、増配と自社株買いの発表では、コミットメントの差により前者の方が株価へのインパクトは大きくなるはずであるということになるが、実際には両者に大きな差は見られない。

では、実務上ではどうなのだろうか。まずは投資家の視点であるが、彼らが特定のアプローチを好むことはない。米国の機関投資家に対する調査¹³⁾によれば、24%の投資家はどちらを優先することではなく、49%は両者のコンビネーションを望

13) J.P.Morgan, *Wiser by the Dozen*, March, 2016

んでいる。両者を補完的な関係にあると考える投資家が多いということであろう。

一方、財務責任者の視点からすると、両者は多くの点で異なるが、その要因はコミットメントの差によるものがほとんどである。米国の調査¹⁴⁾によれば、配当は、過去の還元方針との一貫性が重視され、また設備投資などの投資計画と並行して検討されている。一方、自社株買いは、投資機会がなく現金が余剰となった場合や一過性の収益が生じた場合に実施されている。

次に「How Much」、つまり株主還元の金額について考える。ファイナンス理論の限界は、最適資本構成比率であれ、最適現金保有額であれ、特定の企業に最適となる具体的な数値までは教えてくれないことだ。結局は、成長性とリスクという基準に基づき大雑把な傾向を示してくれるだけに過ぎない。もちろん、株主還元に関しても同様である。

株主還元に関しては、ライフサイクル仮説が重視される。この仮説を単純化すれば、成長企業は投資機会が多いため、株主還元配分する資金はないが、企業が成熟するにつれて投資機会が徐々に減少し、余剰現金を株主還元する必要が生じるというものである。とはいえ、成熟の定義も明確ではないのだが、ファイナンスのバイブルに基づき次の三点を確認する必要がある。

まずは、プラスのNPVの全案件に投資をした後であってもフリーキャッシュフローがプラスとなっており、またこの傾向が続く可能性が高いのか。次に、負債比率は保守的な水準に収まっているのか。最後に、現金保有額は、予期せぬ業績の悪化に対してクッションとなり、また予期せぬ機会に対して資金源となりえるのか。

すべてに対して回答がYesであれば、成熟企業であり、株主還元が必要となる。ただし、IT企業を中心に高収益かつ低投資という企業もあるが、こうした企業は成長企業であったとしてもフリーキャッシュフローがコンスタントに生まれるため、成熟企業のように株主還元を考える必要がある。さもなければ、米アップル社もそうであったように、アクティビストの攻撃に晒されることになるだろう。

14) A. Brav, J. R. Graham, and R. Michaely, "Payout Policy in the 21st Century," *Journal of Financial Economics*, 77 (September, 2005), pp. 483-528

VIII. 株主還元の実践的フレームワーク

では、企業はどのような株主還元を実施すればよいのだろうか。ここでは理論の世界から離れて、「投資の神様」であるウォーレン・バフェットから学ぶことにする。彼には株主還元に関して多くの名言があるが、私のお気に入りには次のものである。

ほとんどの企業は、一貫して配当を支払っている。一般的に毎年増配し、減配は極力回避する。当社の「ビッグ4¹⁵⁾」企業は、この適切かつわかりやすいアプローチに従っており、またかなり積極的に自社株買いを行うこともある。我々は彼らの行動に拍手を送るし、今後もこのアプローチを継続することを期待している。我々は増配が好きだし、適切な価格での自社株買いを愛する¹⁶⁾。

この名言を受けて私が考える5つの理想的な株主還元のアプローチを紹介する。かなり地味で投資家ウケするものではないが、財務マネジメントの観点からは優れたアプローチだと考えられる。

まずは、ケチケチ増配と自社株買いのコンビネーションである。減配リスクを最小化する最善の方法は、増配の水準を最小限に抑えつつ、さらなる増配の余地があろうとも自社株買いを活用することだ。大幅増配後の減配ほど信頼を失う経営行動はないことを認識すべきである。

次に、総還元性向にターゲットは設定しないことだ。総還元性向にターゲットを設定してしまうと、自社株買いまでもがコミットメントとなってしまう、柔軟性を活かせない。あくまで自社株買いは機動的に行うのが基本である。

三番目が、各年の配当性向よりも、中長期での総還元性向を重視することだ。相変わらず配当性向への注目が高いが、総還元に占める自社株買いの比率が高

15) ビッグ4とは、コカ・コーラ、IBM、ウェルズ・ファーゴ、アメリカン・エキスプレスである

16) Warren Buffett, Letters to Berkshire Shareholders, 2012

まっていることを考えれば、総還元性向で議論する方が適切だ。ただし、自社株買いは定期的実施されるものでないため、各年の総還元性向は大きく変動することを考慮すると、中長期の視点でとらえるべきである。その際には、国内外の同業他社の動向もベンチマークする必要がある。

四番目は、資本構成の調整は、配当ではなく自社株買いを活用することだ。これは、配当のコミットメントが資本構成の調整と相性が悪いからだ。また、資本構成のターゲットから乖離したとしても、慌てて行動する必要はない。調整にはコストを伴うため、一定のレンジ内に収まっている限り放置して構わない。

最後が、割安よりもドルコスト平均法での自社株買いを実施することだ。この点に関しては、バフェットと意見が異なる。もちろん、割安での自社株買いが理想であるが、「投資の神様」の真似は難しい。ドルコスト平均法を活用して毎月同額を自社株買いの方が、結果的には割安で自社株買いにつながる可能性が高い。

このように非常に当たり前なアプローチであるが、この背景にあるのは、株主還元政策を「マーケティングツール」にしてはならないという考えである。株主還元政策を武器に株式市場で競い始めると、最終的にはかつて一世風靡した「全額還元」に落ち着くだけだ。もちろん、これを魅力的に思う投資家も多いだろうが、彼らは企業として株主になって欲しいタイプの投資家ではないはずだ。彼らの存在は株主の質を下げる可能性がある。そして、彼らの生み出す「ノイズ」の影響により経営の質も下がりかねないのだ。株主還元政策こそ経営の質のパロメーターであることを経営者は認識すべきである。株主還元の「ばらまき」ではなく、持続的にキャッシュフローを生み出す経営戦略を「マーケティングツール」として株式市場で勝負すべきである。

Ⅷ. 株主還元政策のディスクロージャー

株主還元政策に関連する項目として最後に、ディスクロージャーについて考えたい。ここでもバフェットの名言からスタートする。

配当政策は株主に報告されることは多いが、説明されることはほとんどない。(中略)その配当政策が株主にとって最善である理由を示す分析が提供されることはない。資本配分は事業及び投資管理に不可欠である以上、経営者も株主も収益が内部留保されるべき状況と還元されるべき状況についてよく考えるべきである¹⁷⁾。

バフェットの不満は、日本企業にも当てはまる。前述の生命保険協会調査によれば、54%の企業が数値目標を公表し、9割を超える企業が説明を「十分に行っている」もしくは「一定程度行っている」と考えている。その一方で、そう考える投資家は5割に満たない。このギャップの原因は投資家が求める観点から説明がなされてないことだ。投資家は定量的な観点だけではなく、ライフサイクル、余剰現金、そして資本構成などの視点からの説明を求めている。投資家が知りたいのは、必ずしも具体的な数値ではなく、特定の株主還元政策に至るまでのプロセスなのだ。そこに隠された経営者の意図を見破るのが彼らの仕事なのである。財務マネジメントの視点から株主還元政策を説明できる企業は、エンゲージメントにおいて投資家を納得させることができるはずだ。

X. 結び

本稿では、財務マネジメントというコンセプトを資金の循環という視点だけにフォーカスを当てて考えてきた。ファイナンスの研究者からすれば自然なことであるが、企業に勤める皆さんからすれば不自然極まりないだろう。経営者はファンドマネージャーと同じだという意見に賛同する人はいないはずだ。私の議論が資金以外の経営資源の視点を無視している以上、当然なことである。

たとえば、ハードルレートを超えるリターンを期待できる案件に投資をすれば企業価値が創造されると述べた。これは、投資さえすればあたかもキャッシュ

17) Warren Buffett, Letters to Berkshire Shareholders, 1984

フローが空から降ってくるような話であり、まさにマルクスのMoney-Capital-More Moneyと同じである。だが、この視点には、実際に企業価値を創造するプロセスが完全に抜け落ちている。実際にハードルレートを超えるリターンを生み出せるか否かは、投資案件に関与する従業員の能力にかかっているのだ。つまり、企業価値創造とは投資家の資金と従業員の能力の「共同出資」によって成り立つのである。よって、M-C-Mに人材（Human Capital）を加えたM-C-H-Mこそが正しい姿なのだ。

加えて、世界的な金余りの状況下で、資金の価値が下落している。この事実が意味するのは、投資家が絶対に認めることはないが、彼らの立場が弱くなっていることだ。投資家がリターンを得るには、以前に増してH、つまり投資先の人材に依存するようになってきているのである。しかし、皮肉なことに日本におけるガバナンス改革は、投資家の立場を強化する方向に向かっている。こうして欧米企業と比較して「周回遅れ」とされるガバナンスの現状にメスが入りつつあるが、日本のガバナンスは本当に「周回遅れ」なのだろうか。私にはそうは思えない。世界のユニコーン企業が、種類株を活用し株主の立場を弱体化しているのがその証拠である。彼らは「カネ」の支配から「ヒト」を解放しようとしている。これは、今や諸悪の根源のように扱われている持ち合い株の本来の目的と合致する。もちろん、かつての日本企業のガバナンスが正解だと主張する気はないが、あるべきガバナンスの姿は、「カネ」を重視する欧米型よりも「ヒト」を重視する日本型の近くにあるのではないか。

皆さんには時代の波に流されることなく、あたかも最適資本構成のように自社に最適な「カネ」と「ヒト」の「マリアージュ」を追求していただきたい。その最適解を見出すまでは、「二枚舌経営」で切り抜けるのが上場企業としての「大人の対応」といえるだろう。