

企業価値の創造は、

お金の「やりくり」の結果である

経営者が多額の金額を動かして様々な企業活動を行っている事はキャッシュフロー計算書を見れば一目瞭然です

まずは、**投資活動からのキャッシュフローを見ていきます。**

どれだけの金額を「投資」しているかがわかるはずですが。

企業は3年から5年の間に少なくとも時価総額の半分に相当する金額を投資に配分すると言われていています。

しかも、投資の対象は投資家のように株式や債券などの金融資産に限定されません。

M&A、研究開発、設備投資、人材投資、そして、IT投資など経営者の投資対象は多岐に渡ります。

次に**財務活動からキャッシュフローを見ていきます。**

キャッシュフローの「出」としては、**まず株主還元**があります。

当期純利益の約3割に相当する金額を毎年**配当**し、最近では**自社株買い**を同時に実施することも一般的になっています。

次に**負債の返済**があります。

負債があれば当然なことですが、**金利や元本を返済**する必要があります。

一方、キャッシュフローの改革「入」としては、**フリーキャッシュフローがマイナスの場合が一般的**ですが、**株式発行や、借入による資金調達**を実施することがあります。

つまり**経営とは「お金のやりくり」**などです。

この巧拙が企業の将来を決定すると言っても言い過ぎではありません。

「金は天下の回りもの」と言われますが、「わらしべ長者」のように「元手」となる資本を続的に増大できれば、企業価値が向上し、それができなければ、人生と同じように「金の切れ目が縁の切れ目」となります。

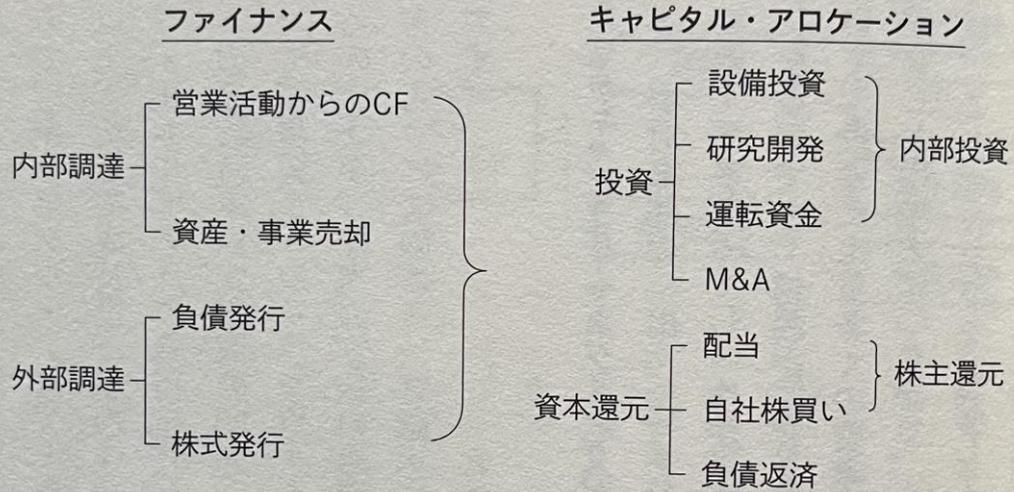
投資家が離れ、企業価値は破壊されることになります。多くの新規上場企業が「IPOがゴールか」と批判される結果となるのはまさにこのためなのです。

まとめ

・企業価値の源泉となるFCFを創出するためには、「出」を上回る「入」を生み出すことが求められる

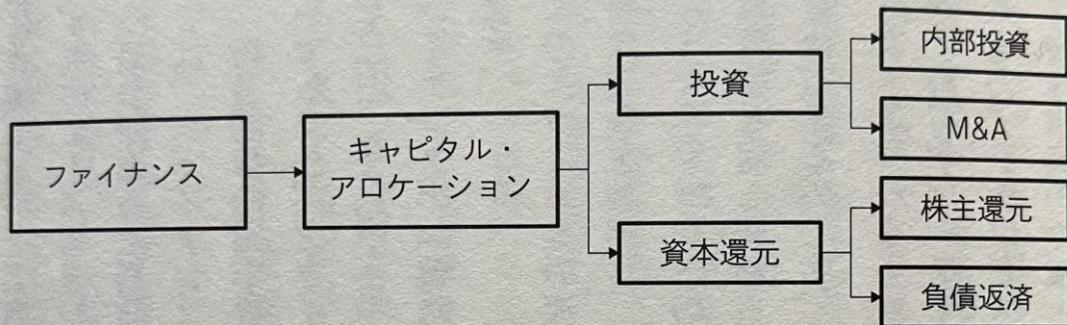
・一定成長モデルが示すように、「入」と「出」のギャップを持続的に拡大できれば、企業価値は増大する。

図表1-1：ファイナンスとキャピタル・アロケーション



出所：Capital Allocation, Credit Swissに筆者が加筆

図表1-2：キャピタル・マネジメントの全体像



キャピタル・マネジメントとはお金の「やりくり」の実践である

・キャピタル・マネジメントは、

- ① MPV がプラスの投資案件を発掘し、

② それらを実行できるようにファイナンスをし、

③ 余剰資金を投資家に還元する

と言う3つのプロセスから構成される。

・NPV がプラスの投資案件は直接的に企業価値を高めるが、株主還元は主に割引率を通じて企業価値に影響を与える。

余剰資金を株主に還元するという規律を守る企業に対して投資家が感じるリスクは下がるため、割引率が低下することが期待できる。

逆に、余剰資金を無駄遣いする恐れがあると判断されれば、割引率は上昇しかねない。

・ファイナンス理論では、NPV がプラスの投資案件はファイナンスされる前提となっており、超過債務や過小資本などのケースを除き、ファイナンスは企業価値には中立的である。

・成長機会の水準と財務状況の2つの要因がキャピタル・マネージメントに大きく影響する。

・成長投資の多い企業は、投資への配分が高くなり、財務レバレッジが高水準の企業は負債の返済が優先される

・一般的には、企業も投資家も投資と株主還元の両立を重視している。

資産・事業売却が企業価値創造に与える影響は様々である

・資産・事業売却は本業に関連しないため、FCFのパラメーターにはならないが、売却資金を投資や資本還元配分することにより、企業価値の創造に貢献することになる。

・不採算事業を売却すると、キリンHDのケースが示すように、収益性と効率性と言う2つの事業バリュードライバーが改善されることになる

キャピタル・マネージメントの投資家へのコミュニケーションは「常識」となる

・投資家のキャピタル・マネージメントへの関心は高いため、ファイナンス、投資、そして資本還元に関するガイドラインを「キャピタル・マネージメント計画」として公表することが上場企業のエチケットとなると考えられる。

・日本企業では、キリンHD やソニーなどが、キャピタル・マネージメントのコミュニケーションを既に実践している。

株式による資金調達は今や昔

日本企業のファイナンスは、「社債一色」と言っても過言ではない状況となっています。

コーポレートガバナンス改革が進展する中で、資本に対する企業の意識の高まりに加えて、マイナス金利政策による超低金利が社債での資金調達を促していると考えられます。

2019年の日本企業による資本市場からの資金調達額は、総額16兆7572億円とバブル経済崩壊後で最高だった2009年(17兆3083億円)に迫る水準となりました

そのうち社債発行額は過去最高の14兆5100億円となり、調達額全体の約9割を占めています

その一方、株式による資金調達は減少しています。公募増資や売り出しも1991年以降のピーク(2009年の5兆5107億円)を7割も下回る水準になっています。

また、転換社債の発行額も1060億円と過去最低です

こうした社債の大幅な増加により、世界金融危機以降低下傾向にあったDEレシオが2019年末に若干の上昇に転じています。

とは言え、0.7倍程度であり、1.2倍程度の欧州企業や2倍を優に超える米国企業と比較すると、日本企業のバランスシートの健全性は非常に優れているといえます

日本企業のキャピタル・マネージメント

日本の主要企業約400社の10年間累計のキャッシュフローに関する調査によると、事業を通じて471兆円を稼ぎ、373兆円を設備投資やM&A、91兆円を株主還元配分に配分しています。

つまり、「入」が「出」を7兆円ほど上回っており、この結果、手元現金が増加し、世界金融危機以降、総資産に占める現金比率は8%台から12%台へ右肩上がりです

また、上場企業(金融・日本郵政を除く)の年度別の調査によると、2007年度以降で営業CFが投資CFを下回ったのは、世界金融危機の影響を受けた2008年度に限られます

しかし、株主還元も「出」として考慮すると、2016年度から2018年度においては「出」が「入」を上回る状況になっています

特に2018年度は、「出」が「入」を大きく上回っています。

営業CFは前年度比7%減の59兆5000億円でしたが、投資CFが51兆6000億円と3年連続の最高額となり、FCFは、7兆9000億円になりました

一方で、株主還元に関しては、配当が前年度比2%増の11兆4000億円、自社株買い(売却を加味したネットの金額)は7割増の5兆4000億円となっています。

その結果、2018年度は「出」が「入」を8兆9000億円上回っています。

なお、社数ベースでは、上場企業約3600社のうち約1630社が「出」か「入」を上回ります

このように日本企業は稼ぐ力を着実に増加し、原子に投資と株主還元を大幅に拡大していると言うのは、お金の「やりくり」で見た日本企業のトレンドといえます。