

経営者こそ投資家である
手嶋直樹 著 日経新聞社

内容説明

余計なプライドを捨て「キャッシュ創出マシン」になりきれるか？
経営をお金の視点から見ることではじめてわかる企業価値創造のプロセス。

本書は「キャッシュ創出マシン」への変身プロセスを「経営者こそ投資家である」という視点に立ち、特にキャピタルアロケーションにフォーカスを当て、国内外の事例とともに解説する。

キャピタルアロケーションは、バフェット氏がその重要性を説いた影響もあり、一部関係者の間では既に関心が高い。

日本でもコーポレートガバナンスコードに関連する記述があり、経営資源としてのお金の配分(=キャピタルアロケーション)への関心も高まりつつある。

また、事業ポートフォリオの見直しによるキャピタルアロケーションの変更への投資家の関心も高まり、

アクティビストを中心に、再投資ではなく資本還元へのキャピタルアロケーションの引き上げへの要求も増えている。

ファイナンス研究の第一人者が、ESGを含む最新動向にまで目配りをしながら、そうした状況を踏まえ解説する最新の実践の書である。

目次

序章 コロナ・ショックが企業価値創造を「正常化」させる

第1章 キャピタル・マネジメントの全体像——お金の「やりくり」が企業価値創造のカギとなる

第2章 投資へのキャピタル・アロケーション——投資こそ企業価値創造の源泉である

第3章 資本還元へのキャピタル・アロケーション——規律ある資本還元が資本コストを低下させる

第4章 ファイナンス——キャピタル・マネジメントの起点はファイナンスである

第5章 M&A——成長や組織能力を買う「攻め」の事業ポートフォリオ・マネジメント

第6章 事業売却——「引き算」で価値を創造する事業ポートフォリオ・マネジメント

終章 企業価値創造実践のためのチェックリスト——7つのチェックリストを実行し、企業価値を創造する

経営者による「お金のやり繰り」の巧拙が企業価値へ影響を及ぼす

筆者の主張は『経営者の仕事は“お金のやりくり”であり、投資家のように“儲かるためのお金の匂い”を嗅ぎつける嗅覚が不可欠』というものと理解しました。経営者は投資家と同じ視点で事業を捉える必要があり、そのような観点からコーポレートファイナンス理論や M&A について説明されています。教科書的な内容ですが、アカデミックな堅苦しい表現が少なく、国内上場企業の事例が多く含まれており、読みやすいです。

予め断っておくと、本書は経営者に株式投資を推奨する本ではない。経営者が「投資家の視線」で会社を動かすべきだとの視点で書かれている指南書だ。

コロナ・ショック後の企業価値をどう向上していくかというテーマの下、フリーキャッシュフローの創出や投資の判断、株主への還元、資金調達などについて、具体的な事例を紹介しつつ分かりやすく解説している。

特筆すべきは M&A だ。市場の変化に対応するため、企業は常に事業ポートフォリオを見直さなくてはならない。そこで重要な役割を果たすのが M&A だ。

しかし、マスメディアで大きく伝えられる M&A には失敗が少なくない。

著者の「M&A 必勝法」は極めてシンプル。多数の M&A を成功させた「M&A 巧者」の戦略を学ぶべきだという。それだけだ。

M&A の成否を分ける要員は「経験」「買収先の規模」「既存事業との関連性」の三つ。

ベストな戦略は「既存事業との関連性」が高く、「買収先の規模」が小さい案件を、多数買収して「経験」を積むこと。

その上で難易度の高い異業種企業をターゲットにしたり、大型買収に手を出すべきだという。

M&A の失敗事例の多くは「高値づかみ」であることをデータから明らかにし、オークションで想定を買収金額を上回った場合は潔く諦める勇気を持つことも重要だと説く。理想は売り手企業から「ぜひ御社に買ってほしい」と言ってもらえる買い手企業になること。

さらに M&A は買収完了で終わりではなく、その後の PMI(合併・買収後の統合プロセス)が成否を分ける。統合初日から成果を出せるよう、できるだけ PMI 作業を前倒しすることが重要。

統合後の 2 年間でシナジー目標を達成した企業は、4 年以上かかる企業よりも M&A の成功確率が 2.6 倍になるという。M&A はスピード勝負なのだ。

M&Aに関係する章だけでも読む価値はある。経営者のみならず個人投資家や企業財務・戦略に関心のある人におすすめの一冊だ。(2020年12月発売)

経営をお金の視点から見ることではじめてわかる企業価値創造のプロセス

マルクスは資本主義システムの機能を「お金→資本→より多くのお金」というフローを作り出すことであるとした。つまり企業とはより多くのお金を生み出す「キャッシュ創出マシン」であるということだ。実際、企業価値評価の2大バリュードライバーはキャッシュフローとその成長性であり、余計なプライドを捨て「キャッシュ創出マシン」になりきれぬかが企業価値創造を左右するのである。

そのために求められるのがコーポレートファイナンスにおけるパラダイムシフトだ。

結論から言えば「お金 → 資本 → より多くのお金」というフローを、「ファイナンス(お金 → 資本)」と「キャピタルアロケーション(資本 → より多くのお金)」の2つのプロセスから構成される「財務マネジメント」と捉え直し、

特に後者を重視する。

つまり財務マネジメントにおいて重視するフェーズを「お金 → 資本」から「資本 → より多くのお金」へ転換すべきであり、かつてのコーポレートファイナンス的発想は役割を終えたのだ。

しかし現実にそれを理解しているのは一部に限られ、ほとんどは「予算消化」のような発想で取り組んでいるのが実態であろう。

本書は「キャッシュ創出マシン」への変身プロセスを「経営者こそ投資家である」という視点に立ち、特にキャピタルアロケーションにフォーカスを当て、国内外の事例とともに解説する。キャピタルアロケーションは、パフェット氏がその重要性を説いた影響もあり、一部関係者の間では既に関心が高い。日本でもコーポレートガバナンスコードに関連する記述があり、経営資源としてのお金の配分(=キャピタルアロケーション)への関心も高まりつつある。

また、事業ポートフォリオの見直しによるキャピタルアロケーションの変更への投資家の関心も高まり、アクティビストを中心に、再投資ではなく資本還元へのキャピタルアロケーションの引き上げへの要求も増えている。

ファイナンス研究の第一人者が、ESGを含む最新動向にまで目配りをしながら、そうした状況を踏まえ解説する最新の実践の書である。

資本還元率

【よみ】しほんかんげんりつ【英名】Capitalreductionrate

企業評価の方法として収益還元方式を採用する場合、平均収益額を資本還元率で除して企業価値を求る。資本還元率は、市場金利・長期国債利回り・評価対象会社の調達金利等をもとにこれに危険率を加味して決定されるが、危険率の決定に際しては評価対象会社の規模・業種・経営環境・市場動向・カントリーリスク等を総合的に判断して決定する。

コーポレート・ガバナンスは、企業経営を管理監督する仕組みのこと。株式会社の場合、会社の所有者である株主の利益を最大限に実現できているかどうかを管理監督するシステムのことである。一般に多く使われるのは、企業の不正行為の防止と競争力・収益力の向上を総合的にとらえ、長期的な企業価値の増大に向けた企業経営の仕組み。

個別案件レベルでのお金の「やりくり」がキャピタルマネージメントである

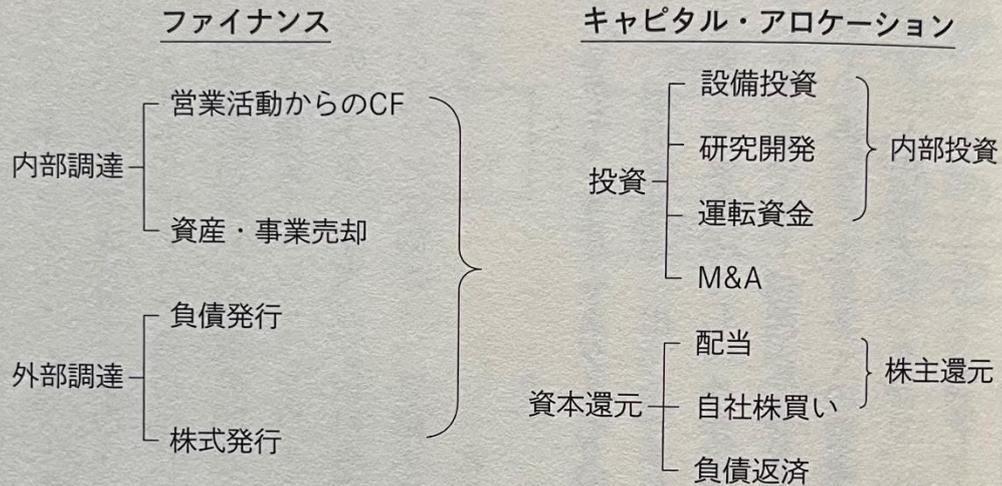
一定成長モデルが示すように企業価値評価は1年間のお金の「やりくり」の合算、つまり年間とFCFに基づき算出されることが一般的。

しかし、企業では毎日のように「出」と「入」が発生します。

言い換えれば、こうした日々の「出」と「入」の1年間の合算が年間のFCFとなるのです。

実際、企業は新技術開発の研究開発プロジェクト等の個別案件レベルで「出」と「入」を「やりくり」しています。

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

「出」、つまりキャピタル・アロケーション(資本配分)に関しては、**投資と資本還元**の2つに分類することができる。

どちらを選択するにせよ、資金を調達しなければ実行することはできない。

そこで、「入」、つまりファイナンス(資金調達)を**内部調達**、もしくは**外部調達**により実施し、「出」とマッチングさせることになる。

このような「出」と「入」のマッチングを**キャピタル・マネージメント**と呼ぶ。

このようにキャピタル・アロケーションとファイナンスのマッチングには様々なコンビネーションが存在するが、

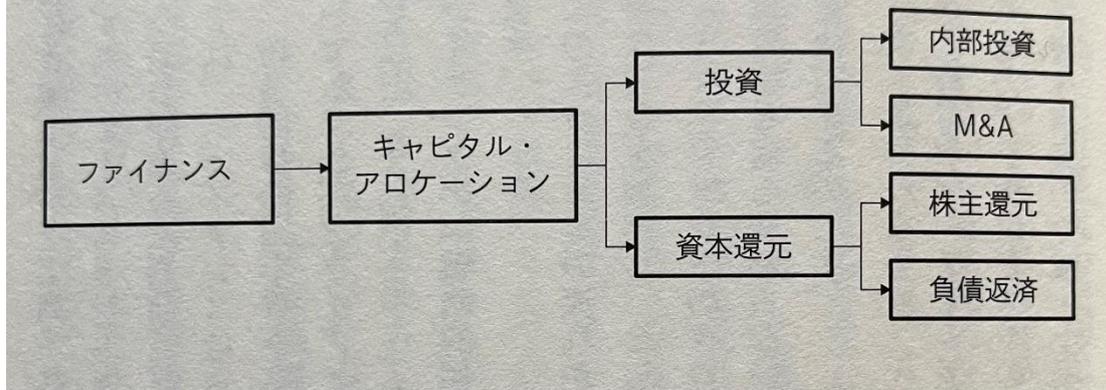
個別案件のマッチングを上手に「やりくり」し、

「出」を十分に上回る「入」につなげることができれば、

会社全体の FCF が拡大し、企業価値が創造されることになる。

NPV がキャピタル・マネージメントの軸になる

図表1-2：キャピタル・マネジメントの全体像



個別案件の「出」、つまりキャピタル・アロケーションを実行する上での判断はどのように実施すべきなのか。

実は、NPV(正味現在価値)がその判断基準となる。

結論から言えば、キャピタル・アロケーションの「分岐」において、投資により、多くの手法を配分できるかが、キャピタル・マネジメントのカギ。

これが FCF の増大につながり、企業価値を創造する。

$FPV = \text{期待 FCF の現在価値の合計額} - \text{初期投資額}$

投資が生み出す期待 FCF 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を算出した後に、初期投資額を差し引きます。

つまり、NPV がプラスである事は、投資により期待される「入」が「出」を上回ることであり、企業価値を創造することになる。

ですから、内部投資だろうが、M&A であろうが、NPV がプラスの案件を見出し、確実にファイナンスとマッチングさせることが FCF を成長させて企業価値を創造するための不可欠となるのです。

一方でキャピタル・アロケーションの「分岐」において資本還元を選択するとどうなるか。

定量化は困難ですが、企業価値の創造につながると考えられます。

資本還元は、FCF には影響与える事はありませんが、投資家が企業に対して感じるリスク水準を低下させることとなります。

この結果、割引率が低減し、企業価値の創造につながることが期待できるので

NPV がプラスの投資案件総額を回る資金、つまり、余剰資金は株主還元に戻すと
言う規律を遵守する企業に対しては、投資家の信頼が高まると考えられます。

また、負債水準の高い企業が積極的に負債の返済を実施すれば、バランスシート
のリスクは低下することとなります。

ですから、いずれのケースにおいても、割引率の低減が期待できるのです。
もちろん、余剰資金を無駄遣いする恐れがあると判断できれば、割引率は上昇しかねません。

ファイナンスは企業価値にどのような影響与えるのでしょうか
資金調達に関しては、超過債務や過少資本などのケースを除けば、ファイナンスは企業価値には中立と考えた方が良いでしょう。

ファイナンスは、NPV がプラスの案件があれば、それらに資金を提供するという「裏方的」な役割を果たす存在なのです。

ただし、ファイナンスの「戦略的側面」である資本構成に関しては、割引率を通じて、企業価値に影響を与えます。

このようにお金の流れから見ると、
経営とは、

NPV がプラスの投資案件を見出し、
投資に必要な資金を調達し、
そして、不要な資金は還元する、
と言う3つの行動から構成されるキャピタル・マネージメントのプロセスだと考えられます。

このように考えると、経営者がとるべき行動は投資家と何ら何も変わらないのです。
結局は、経営も投資もキャピタル・マネージメントの巧拙が勝敗を決定するのです。

iPhone12proMax から河野清一が送信