

総合報告

キャッシュフロー重視の経営

池田 和明*

<論文要旨>

キャッシュフローの重視が日本企業にも浸透しつつある。しかし誤解されていることも多いようだ。例えば、単なる運転資本の効率化、資金の集中管理または不採算事業の整理だと捉えられたりしている。我々はキャッシュフロー重視の経営とはバリュー・ベースト・マネジメント（企業価値経営）と同義と考えている。それは、戦略的意思決定や業務的意思決定において企業価値増大という判断基準を適用することである。これによって自社の価値増大に向けて、企業全体のベクトルを揃えることができる。

顧客の長期戦略構想策定において、我々はシナリオ・エンビジョニングというアプローチを使うことがある。これは劇的な事業環境変化に直面している企業に特に有効な方法である。まず顧客と共に将来の事業環境に関する複数のシナリオを作成する。そして現状の事業モデルが新たな環境で有効に機能するか否かを評価する。そして新たな環境に対応するための事業モデルの構想を策定する。この過程で、環境変化の影響評価および戦略代替案の経済的効果定量化のために企業価値分析を実施する。

さらに企業価値増大の現実化には、戦略だけではなく事業運営が重要である。企業のあらゆるレベルの構成員を企業価値増大に向けて動機付けることが望まれる。そのためには期間業績を的確に測定する評価指標が必要となる。EP (Economic Profit) はその目的に適した指標である。

<キーワード>

キャッシュフロー、企業価値分析、シナリオ・エンビジョニング、業績評価指標、エコノミック・プロフィット

1999年8月受付
2000年2月受理

* プライスウォーターハウスコンサルタント株式会社 戦略コンサルティングサービス事業部 シニア・マネージャー

1. はじめに

日本で今、キャッシュフロー重視の経営が着目されているが、運転資本効率化、投資の圧縮、および不採算事業の切捨てといった面が強調され過ぎ、本来の意味が曲解されていることが多い。キャッシュフロー重視の経営とは、企業価値、すなわち企業自体の市場価値の増大を指向する経営であり、バリュー・ベースド・マネジメントと同義である。企業価値の増大のためには、戦略立案と事業運営の両方が重要である。本稿では、我々のキャッシュフロー重視経営に対する考え方と、顧客である企業の皆様に提案し、共に実践している企業価値向上に向けた戦略策定と事業運営について述べる。

2. キャッシュフロー重視の意味

フリー・キャッシュフロー (FCF) は企業本来の事業活動から創造されるキャッシュフローであり、資金調達活動に関するキャッシュフローは含まない。今、経営管理指標としてFCFが注目される理由のひとつに、財政状態や資金繰りが悪化した企業の増加があげられる。こうした企業は年度のFCFを黒字化し財政状態を改善する必要がある。そこから、キャッシュフロー重視とは、投資を圧縮し事業展開を絞り込む縮小指向の経営であるという誤った認識が生れがちだ。確かに過大な成長期待や精度の低い経営管理が原因で過剰投資となった企業、自社の強みについて吟味せず横並的に事業展開してきた企業においては、縮小施策は有効である。

ただし、本来は投資期間を通算した上でFCFがプラスであり、かつ資本コストを上回る余剰を創造する投資案件は実行すべきだ。そうした投資案件があるとき、ある年度のFCFをマイナスにして、その分外部から資金調達することは、当然合理的である。一律に年度のFCFを黒字化することがキャッシュフロー重視ではない。

キャッシュフロー重視の目的は、企業価値や株主価値の増大にある。株主資本は、株式として流動化され売買価格がつく。上場企業であれば、株式市場で時価評価されており、株価に発行済株式数を乗じた時価総額が、文字どおり資本の時価を表している。この時価総額に有利子負債の時価を加えたものが、企業の「経済的な」価値であり、企業価値（または市場価値）と呼ばれる。時価総額の部分だけでみれば株主価値となる。企業価値と投下資本（修正項目を反映したもの）差額はMVA (Market Value Added:市場付加価値) と呼ばれる。

企業価値は、過去の業績ではなく、将来に対する期待によって形成されている。株価の低迷は、企業の未来に対する投資家の評価が低いことを意味する。財務諸表の情報は、過去情報として今後の期待形成へのインプットとなるが、それ以上のもではない。企業価値の形成過程を説明する最も基礎的なモデルは、言うまでもないが割引キャッシュフロー (DCF: Discounted Cash Flow) 法である。DCFは、資本の時価は、企業が将来獲得するであろう期待FCF流列の現在価値合計によって決定されると考える。

株式市場における自社の評価を注視する経営者が増加している。株式市場と積極的にコミュニケーションし、自社の価値に関する情報を伝えることで、より適切に評価されるようになる。また市場からのメッセージに関心を持つことで、自社の状況を客観的に見ることが出来る。資本市場の主要プレイヤーである機関投資家は、経済環境、産業動向、投資企業の戦略、競合他社の動向、に関して多くの情報を持ち、洗練された投資判断を行っている。彼らが企業を評価し

た結果が、資本市場での時価に反映されている。資本市場に関心を持つことによって、彼らの持つ情報と判断を企業経営に取入れることが出来る。投資家の言う通り経営すべきというつもりはない。しかし自分の姿を鏡に映して見ることは重要だ。

3. 企業価値増大のための経営

企業は、ドメイン（事業領域）を定義し、経営資源を投下し、競争優位の確立を試みる。これらを検討することが戦略立案である。ここでは他社に出来ないこと、他社がやらないこと、をやるのが重要である。過去、日本企業はこれが苦手であった。もちろん全ての日本企業がそうであったという訳ではなく、一般論ではあるが、経済が持続的に成長していた時代では、戦略を明確にし他社との差別化を考えずとも、同じことをより効率的に実施することで成長することが出来た。そこで日本企業の経営においては、事業運営の効率が重視されてきた。効率は重要ではあるが、それだけではダメだ。長期的な観点から、有形、無形の資産に投資するという行為は、極めて戦略的なものである。過去、日本企業は高水準の投資を継続してきた。しかしその投資に関する意思決定は、他社に追随するとか、既存市場の成長を当て込んだものであって、戦略的意図を持っていなかったのではないか。

そして、戦略の重要性と同じくらい事業運営も重要である。素晴らしい戦略が出来ても、適切に実行されなければ意味が無い。また事業運営が非効率では、戦略は実行できない。よって、有効な戦略と事業運営は企業価値向上の両輪である。

シナリオ・エンビジョニングによる戦略策定

事業環境の変化が激しい業界においては、将来の事業環境について、ある一つの状態を想定して戦略を策定する手法は有効とは言えない。想定と全く異なった環境が現実となった時、過去に立案した戦略は意味を無くしてしまう。企業を取巻く環境変化は激しくなる一方のように思える。技術革新による産業構造の激変、規制緩和、新しいタイプの競合他社参入による競争の変質といった、現状の延長ではない、不連続的な新しい事業環境が出現する可能性が高い産業が多くなっている。それは企業にとって脅威であるが、裏返せば新たな成長の機会でもある。

シナリオ・エンビジョニングは、激変する事業環境下で有効な戦略立案手法である。将来の事業環境について複数のシナリオを作成する。そして、各シナリオが現実化した場合、現状の戦略でいったら自社はどうなるのか、また勝ち残るために有効な新たな戦略について、真剣に検討しておく。人間や組織は、経験があることには上手に対処できる可能性が高い。シナリオ・エンビジョニングによって、企業は未来の経験を獲得できる。

シナリオ作成時には、何をシナリオの主題（シナリオ・ドライバー）にするのか、何年後（シナリオ・タイムフレーム）の事業環境を予測するのか、そして将来のシナリオテーマの変動範囲（バウンダリ）をどう見るのか、について留意する。シナリオ・ドライバーとしては、不確実性が大きく、かつ自社に与える影響が大きい要因を選定する。不確実性の小さい要因であれば、その変動についてシナリオを作成する必要はなく、対処するための戦略を立案し事業計画に織込めば良い。また不確実性が大きくとも、自社に与える影響が小さい要因については、真剣に考える必要はない（図1参照）。

影響度 大 小	大	事業計画に 反映する課題	シナリオ ドライバ
	小	モニターする 課題	モニターし 再評価する 課題
		小	大

不確実性

図1 シナリオドライバの抽出

シナリオ・ドライバーが選定されたら、次に各々の相互作用、すなわち各ドライバーの変動の相関分析を行う。そして作成するシナリオのフレームワーク（枠組）を決定する。各シナリオは単なるバリエーションではなく、本質的に異なった未来について記述し、シナリオ数をあまり多くしないことが重要である。また、シナリオが整合性を持っていることは当然として、内容がもっともらしく、かつ現状の延長ではない新しい未来を描出している必要がある。

そして、戦略の策定過程においては、代替案の投資効果を定量化し、経済性を評価した上で、実施の可否や優先度が決定される。経済性という価値判断基準は企業経営の根本である。経済性評価のフレームワークとして、従来の会計によらず、企業価値概念を適用することによって、よりの確な意思決定が可能となる。

これはシナリオ・エンビジョニングにおいても同様である。シナリオで想定した事業環境の中で、自社の企業価値はどうなるのか。また、その事業環境の中で有効な戦略は何か。戦略シナリオ策定プロジェクトでは、この2つの質問に回答するために、企業価値分析を実施する。そのために、企業価値をその決定要因（バリュードライバーと呼ばれる）に因数分解し、モデル化しておく。また、各要因の企業価値に与える重要度分析（感度分析）は、戦略代替案の抽出と評価に有益な情報を提供する。

業績評価指標へのEP (Economic Profit) の導入

企業は人間の集りであり、戦略に従った事業運営を行うのは企業の構成員である。よって、戦略の実行には、彼らを動機づけることが重要となる。また事業運営の効率性を測定し、その改善を企業構成員に動機づける仕組が必要である。更に、経営陣は、適切な頻度で戦略の実行状況とその結果および効率性を把握する必要がある。それを可能とする仕組が業績評価指標体系である。

戦略の実行を動機づけるために、当然ながら業績評価指標体系は戦略と整合性をもっている必要がある。また、ケース・バイ・ケースであるが、戦略を明示するためには、財務指標だけではなく他の切口での業績評価指標を設定することが有効な場合がある。これらの財務指標以外の指標を適切な切り口でバランスさせるというコンセプトをバランスド・スコアカードと呼

ぶ。このコンセプトを提唱したカプランとノートンは「財務」、「顧客」、「学習と成長」、「社内ビジネスプロセス」という4つ切口をあげている。また、それ以外にも様々な切口が提唱されており、導入する企業は自社に適した切り口を設定している。

バランスド・スコアカードのもう一つの意味は、財務指標に影響を与えるであろう事象を事前に認識し測定することにある。こうした指標を先行指標と呼ぶが、先行指標を認識し測定することで、問題点に関する、より素早いアクションが可能となる。

ただし、経済的業績を測定する財務指標は最も重要なものである。年次の業績測定には、企業価値のような一定時点のストックではなく、期間内のフロー概念の指標が必要である。ここで下記の3つの指標について年次業績評価への適合性を検討してみる。

① 年初と年末の市場価値（時価総額＋有利子負債）あるいはMVAの差分

市場価値やMVAは株式市場要因によっても変化し、かつ変動が激しい。市場や業種別インデックスと対比し、市場や業界全体の平均より上回ったか否かという切り口から、企業全体に対して責任を負う経営者の業績評価指標としては適用可能である。しかし企業内の事業部、部門、社員個人の業績管理指標には適さない場合が多い。

② フリーキャッシュフロー

確かに、企業価値は将来のFCF流列を資本コストで現在価値に割引いて資本化したものである。しかし、年次で見た場合、投資によるキャッシュ・アウトとリターンによるキャッシュ・インとの対応関係に大きなズレがあることが多い。よって、FCFは、年次の業績評価に適さない。仮に、本社経営陣が各事業部のトップの業績評価を年次のFCFで実施するという状況を想定して欲しい。こうした中で将来に向けた価値ある投資が実行されるだろうか。

③ EP (Economic Profit)

EPはFCFの持つ欠点を補正しており、下記算式で求められる。

$EP = NOPAT$ (Net Operating Profit After Tax : 税引後営業利益) - 資本使用料

資本使用料 = 投下資本残高 × 資本コストレート

EPの世界では、減価償却費金額が維持投資金額であるという仮定を置くか、または減価償却費の計上を維持投資金額に近づけるような修正（すると投下資本も修正される）を行って、NOPATを算定する。そして減価償却費を上回る純投資（これを新規投資とみなす）については、それがキャッシュアウトした年度のNOPATから差引くのではなく、資本使用料によって標準化し、複数年度に亘って差引くという仕組みになっている。EPの本質は投資によるキャッシュアウトをその時点で認識せず、投資期間に亘って標準化したフリー・キャッシュフローである（図2参照）。年度業績管理にはEPが適している。

将来の期待EP流列の現在価値合計はMVAとなり、FCFによる企業価値評価とEPによる年度業績評価は、理論的な整合性が取られている。

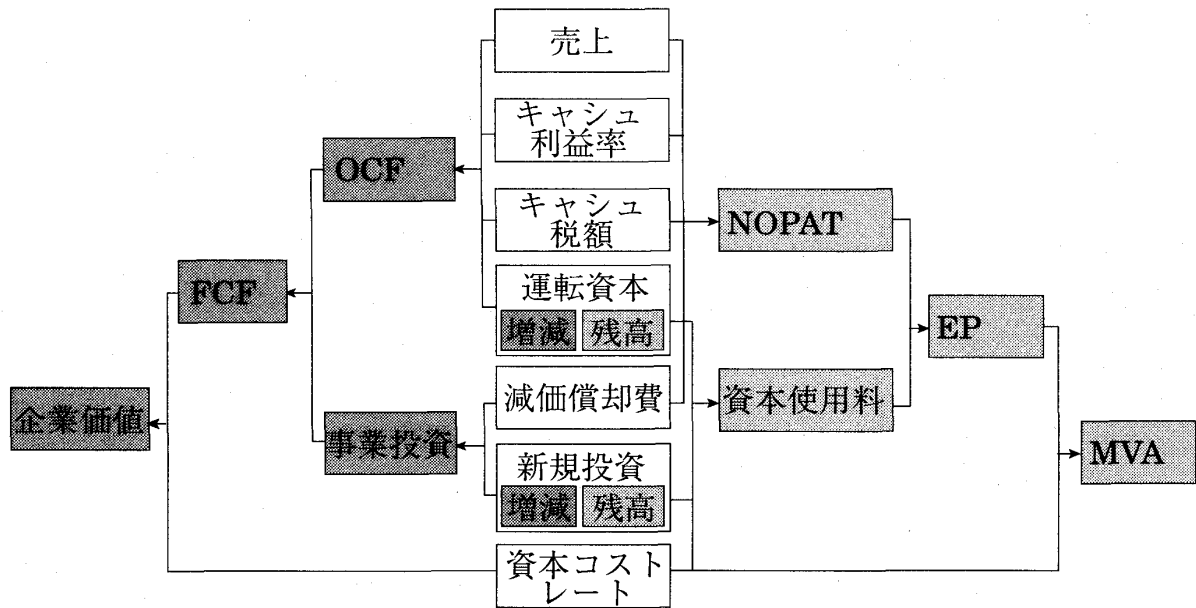


図2 FCFとEPの関係

4. むすび

企業価値の増大のためには、的確な戦略立案と効率的な事業運営が必要である。シナリオ・エンビジョニングは、激変する環境下で有効な戦略策定手法である。この中で企業価値分析を行い、シナリオの影響や、戦略代替案の効果を評価することは、重要な意思決定基準となる。また、戦略は、絵に描いた餅であってはならず、適切に実行されてこそ意味がある。実行のためには事業運営において戦略の達成を動機づけることと、運営の効率性が重要である。業績評価指標体系は、それらを実現するための経営ツールである。その体系の中で基本になる財務指標としてはEP (Economic Profit) が適している。

Value Based Management

Kazuaki Ikeda*

Abstract

Maximizing cash flow is becoming a key corporate objective in Japan. However the concept is often misunderstood that it is just a working capital management, a cash pooling or a divestment of money losing business unit. We define the cash flow management as the same as Value Based Management, which means that applying a shareholder value concept to strategic and operational decision making, is a powerful way of energizing the whole corporation in pursuit of value.

In creating a long-term strategy, we sometimes use Scenario Envisioning, an innovative technique used to develop a new vision of an industry's possible future with our clients. Then, we evaluate a client's current business model against some future scenarios and design a new business model to survive in a new environment. Shareholder value analysis is a precise tool to evaluate the long-term economic impact of environmental changes and strategic options.

To make Value Based Management a reality, we need performance measures, which can measure real shareholder value creation in a certain period, and we need to incentivize people at all levels to pursue the overriding objective of improving shareholder value. The Economic Profit is suitable for these objects.

Key Words

Cash Flow, Shareholder Value Analysis, Scenario Envisioning, Performance Measures, Economic Profit

Submitted August 1999.

Accepted February 2000.

*Price Waterhouse Coopers Consultants Co. Ltd, Strategic Change Division, Senior Manager