

企業価値最大化に向けた財務戦略

春日 尚義 | NAOYOSHI KASUGA

取締役 グループCFO

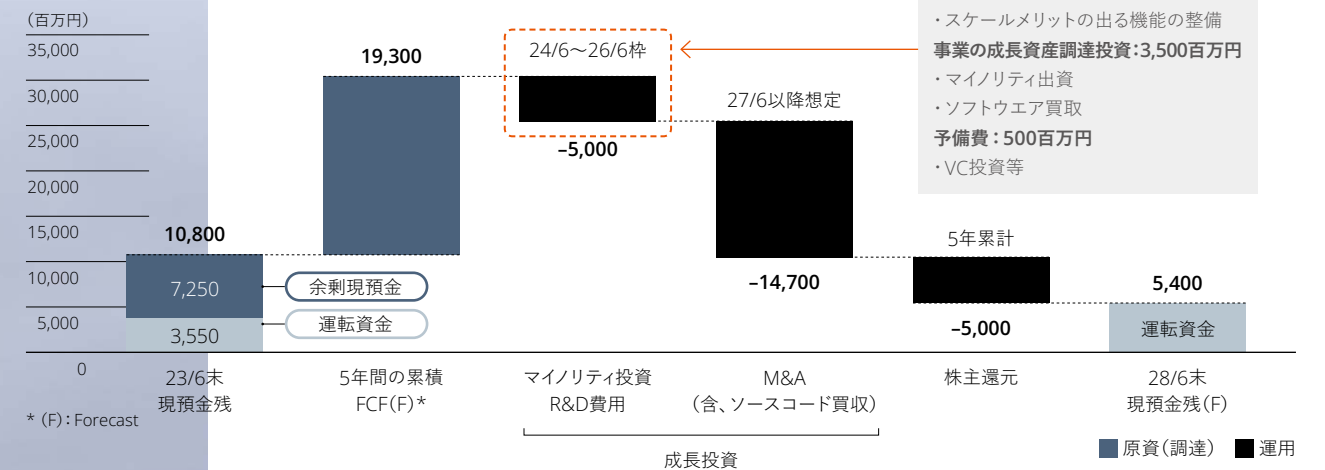
前中計の振り返りと新中計の方針

前中期経営計画(以下、前中計)に関しては、オペレーショナルKPIと財務KPIをともに達成したものの、戦略KPIであるストック売上比率およびGPP(売上高成長率+営業利益率)は未達に終わりました。その最大の原因は、前中計において、経営トップが各戦略KPIの目標値達成に向けたグループ戦略の要諦をビジネスモデルの転換であると考えていた一方で、戦略の実行にあたる事業会社からは十分な理解を得られていなかったことにあると思われます。ゆえに2023年7月より始動した新中期経営計画(以下、新中計)「BE GLOBAL 2028」策定にあたっては、前中計の未達から学び、事業会社の経営陣を最初から巻き込んで、彼らとの議論を十分に行いました。

新中計の5年間では、グループ全体で売上高を2倍以上にする一方、純利益を年平均25%以上の成長により3倍以上に伸ばさせ、企業価値の向上を図ります。その実現のためのCritical Success Factor(CSF)はソフトウェアドリブン戦略の実行であり、今後はソフトウェア粗利益を最重要戦略KPIとして、その推移をモニタリングしていきます。また、ソフトウェアドリブン戦略実行の効果を可視化するため、ほかにもオペレーション・商品価値・サービス価値および生産性についてもそれぞれKPIとその目標値を設定し管理していきます。さらに各事業会社においても、それぞれのビジネスモデルを踏まえたCSFとKPIを設定し、目標値に対するギャップを埋めるための施策を打ち出し、その実践に着手しています。

[新中計におけるキャピタルアロケーション]

中計期間の5年間で成長投資に総額約200億円、株主還元(配当)にのべ50億円の支出を想定



GROUP CFO MESSAGE

グループCFOメッセージ

◎ 成長投資

新中計でのソフトウェアドリブン戦略の実行にあたり、投資は非常に重要な手段として位置づけています。新中計の前半3年間は投資対象案件の探索フェーズとして50億円の枠を設定し、1件当たり5~10億円を目安としてマイノリティ出資や社内のR&Dを実行します。出資により構築するネットワークを活かして、後半の2年間にM&Aなどのより大規模な投資を行うことも視野に入れています。この投資方針も、前中計で当初からM&A案件を探したものの、結局、実現には至らなかったことへの反省を活かして定めたものです。当初、M&Aではなく少額出資を志向する狙いは、大株主がEXIT策として株式の売却先を探す際に、予めインサイダーとなり対象企業の価値をある程度見極めたうえで売却先候補になることができることにあります。今後、投資対象となる企業やソフトウェア製品等の選定は、2023年7月に持株会社に新設したマテリアリティ実現室が担います。グループCFOの主な役割は、ゲートキーパーとして投資候補先の財務デューデリジェンスを行うほか、投資案件の採用および

撤退基準を整備し、投資後の管理をすることが主な役割になると考えています。

大前提としてグループの事業に関わりのない投資はしません。つまり、経済的リターン^①の獲得のみを目的とする純投資は行わない意向です。事業の中でも、あくまで当社グループの事業と関連がある領域で、特にソフトウェア売上高と粗利益の増加に資する、かつ持続的成長を可能とする対象に投資を行うこととなります。当然ながら最低限資本コストを上回るリターンをもたらすことが案件を採用する基準の一つとなりますが、マイノリティ出資の候補先はスタートアップの未上場企業が多くなると考えられ、場合によってはシード段階の企業であることも想定されます。さまざまな仮定を設けて綿密に将来キャッシュフローを予想しても精度が低くなるのは避けられません。それならば、より実務的なFeasibility Study(採算性の検証)の方法として、むしろキャッシュフローの予想はほどほどにしておき、他社の類似例からキャッシュフローの期待成長率とボラティリティ^②を推定することで案件ごとのハードルレートを設定し、予想した

キャッシュフローのディスカウントに用いることを考えています。より具体的に申し上げますと、当社の2024年2月時点の株主資本コストはおよそ7%*ですので、それに案件ごとに設けたリスクプレミアムを付加したハードルレートを用以たキャッシュフローの割引現在価値がプラスとなる(もしくは想定される案件のIRR^③がハードルレートを超える)ことが、投資対象候補の前提条件となります。

一方、Feasibility Studyの結果は、あくまで数字上の話でしかないことも理解しています。案件を担当する責任者の意志や情熱も、投資の採否には非常に大切な判断材料となります。グループCFOの役割上、ブレーキを踏もうとする場面もあるでしょうが、そこで担当者の並々ならぬ情熱や意志が見られる案件であれば、場合により「虎穴に入らずんば虎子を得ず」の覚悟でより大きなリスクをとっていくこともあるでしょう。もっとも、当社グループにおいては、グループCEOをはじめとして投資判断の議論を行うグループ経営会議の参加者である各グループCxOが、企業価値や資本コストなどの共通言語で議論ができるため、精神論のみで経済合理性にそぐわない判断がなされることはないと考えます。

* 10年国債の利回り0.725%、Equity Beta1.04および市場リスクプレミアムを6.0%と仮定し算出

◎ 株主還元

前中計では計画通りに投資が進まなかったことがあり、2023年6月末時点の余剰現預金残高は70億円を超えました。新中計で掲げたソフトウェアドリブン戦略の実践において、マイノリティ出資やM&Aは重要な手段であり、これまで積み上げられた余剰現預金も、そうした活動に投じられる想定ですが、結果的に適切な投資先が見つからず、余剰現預金がさらに積み上がるかもしれません。そのような場合には新中計で予定している5年間累計で50億円の現金配当のほかに、株主への追加還元だけでなく、従業員へのインセンティブ報酬やM&Aにおける補完的支払い手段としても活用できるメリットを勘案して、市場からの自己株式取得を適宜検討することになるでしょう。

なお、キャピタルアロケーションに限らず、新中計のPDCAサイクルを可能な限り早く運用に乗せることはとても重要であり、そのためには最新の情報が必要な時に参照できる社内のソフトインフラが整備されていることも肝心です。当社グループでは新中計の開始を契機に、自社製品である「AVANT Cruise」を用いてグループ内経営データの一元管理を行い、その中から新中計で取り扱う多くのKPIを自動的に刷新・抽出することで、計画進捗状況の可視化と効率的なモニタリングを可能にしました。一方で、各事業会社へ適切かつ迅速なフィードバックをすることを通じて、課題の早期発見と迅速な対応を図ることに役立てようと自社のグループ経営管理のDXも並行して進めています。

企業価値向上についてのレビューと方針

当社は企業価値評価において株主総利回り(TSR^④)やIRR(内部収益率)を重視しています。例えば、前中計の期首に当社株式を購入し、その後5年間保有された場合、TSRは304.6%となり、同期間におけるTOPIXの配当込みTSR149.3%を

初めの3年間は探索フェーズとし、4年目以降に成果の実現を狙う

	24/6	>	25/6	>	26/6	>	27/6	>	28/6
	探索フェーズ: 50億円				実現フェーズ: 147億円				
1. ソフトウェアの調達	<ul style="list-style-type: none"> ■ 海外のSaaSベンダーやソフトウェア開発会社等へのマイノリティ出資を通して協業関係を築き、自社取り扱いソフトウェアを増やすと同時に自社開発力向上にもつながるネットワークを拡大 ■ ソフトウェアの獲得が目的ではなく、幅広い選択肢を持つためのネットワーク構築が主目的 				<ul style="list-style-type: none"> ■ 探索フェーズで築いたネットワークを用いてソーシングを行い、ソースコード買収やM&Aを実行 				
2. 生成AI等を活用するためのR&D	<ul style="list-style-type: none"> ■ サービス提供の投下コスト生産性を上げるための研究開発活動を実施 				<ul style="list-style-type: none"> ■ 研究開発活動の成果を投下コスト生産性の向上に結び付ける 				
3. サイバーセキュリティの強化	<ul style="list-style-type: none"> ■ ノウハウ蓄積や設備投資を継続し、お客様の業務継続に寄与 								



上回る一方で、IRRも25.2%とTOPIXの実績を大幅に上回る結果となっています。さらに、超過リターンをリターンの変動率で除したシャープレシオ^[5]や、β値で除したトレイナーレシオ^[7]はいずれも、同期間のTOPIX自体のシャープレシオおよびトレイナーレシオ実績を上回っていることから、リスクを考慮しても市場より十分に高いリターンを株主へもたらしうることができたと認識しています。

TSRはキャピタルゲイン^[3]とインカムゲイン^[1]に分けられますが、インカムゲインについてはすでに説明した通りの株主還元方針に従い配当を行う予定です。一方、以下の図の通り、キャピタルゲインはEPS^[19]成長とPER^[22]に分解できますが、まずEPSについては、新中計期間中にソフトウェアドリブン戦略の実行によって純利益を3倍以上に伸長させる計画です。

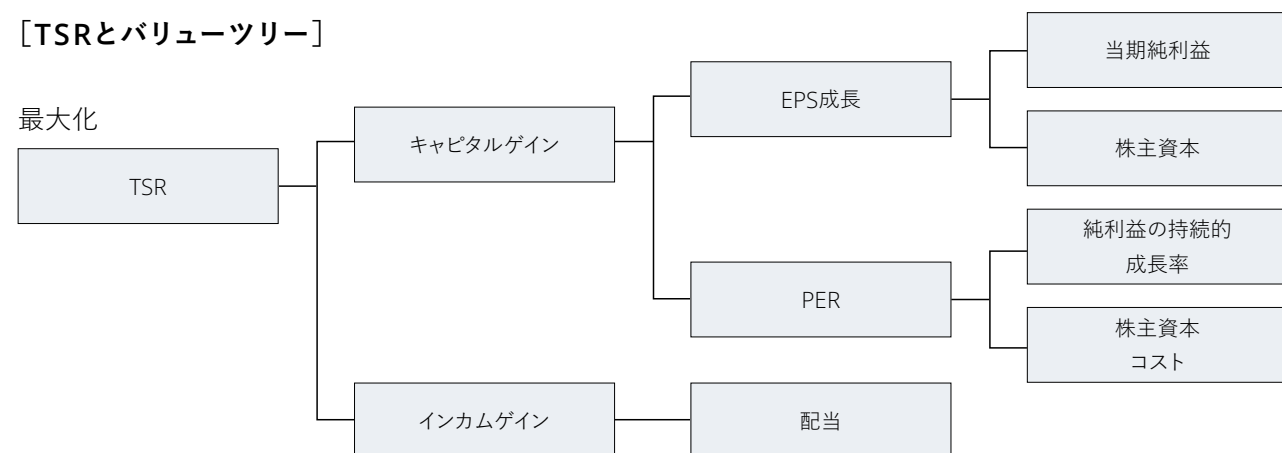
[投資リターンの実績評価]

		(円)					
Year		0	1	2	3	4	5
キャッシュアウト	当初の株価*1	-482					
キャッシュイン	1株当たり配当金		6	7.5	9	11	13
	5年後の株価*2						1,411
キャッシュフロー		-482	6	7.5	9	11	1,424
IRR (内部収益率)							25.2%

*1 2018年7月1日の当社株価終値
*2 2023年6月30日の当社株価終値

2018/7/1~2023/6/30	アバントグループ	TOPIX
IRR(内部収益率)	25.2%	5.75%
リスクフリーレート	0.03%	0.03%
ボラティリティ	39.14%	15.34%
β	1.2165	1.0
シャープレシオ	0.643	0.373
トレイナーレシオ	0.207	0.057

[TSRとバリュートツリー]



次いでPERですが、PERは1÷(株主資本コスト-純利益の持続的成長率)と変換できますので、理論上は分母である株主資本コストを下げ、純利益の持続的成長率を上げることで、PERを上昇させることができます。株主資本コストはCAPMモデルで、リスクフリーレート+β×市場リスクプレミアムとなりますが、このうち個々の企業活動を通じて動かせる唯一のパラメーターはβであり、当社グループの場合には、収益もしくはキャッシュフローのボラティリティ低減を通じてβ値を引き下げ、その結果、株主資本コストが低下する可能性があると考えます。具体的には、SaaS事業やBPO事業からのストック売上が増加すれば、β値を下げることにつながりそうです。

一方、PERを大きく上昇させるために当社グループが取り組むべきことは、株主資本コストの低減もさることながら、純利益の持続的成長率を引き上げることであると考えます。持続的成長率は収益力とその持続性に分解できますが、当社の場合、粗利率で比べる収益力は自社ソフトウェア製品売の方がサービス売よりも圧倒的に高いため、まずは前者を伸ばすことが収益力向上のポイントになります。持続性については継続収入が多いことと同義ですので、やはりSaaSやBPOなどの事業を一層伸ばすことが対策となります。

総括しますと、自社ソフトウェア製品の販売と、SaaSやBPOに軸を置いたビジネスモデルを掛け合わせることで、PER、そしてキャピタルゲイン、その結果TSRの上昇が期待されます。新中計達成に不可欠なソフトウェアドリブン戦略には、こうした理論的な裏づけもあり、それを実行することは当社の企業価値向上にもつながると考えます。

グループCFOとしての課題認識

これまで述べてきたことのほかに、今後の課題として2つ挙げておきます。まず1つ目は、将来のグループCFOや事業

会社CFOの候補となる人財を増やすことです。目下、各事業会社のCFOとこれからの時代のCFOはいかにあるべきで、その役割を担うのはどのような人財が望ましいかについて議論を重ねており、今後は当該議論の結果にかなう候補者の育成や採用を通じて人財を増やしていかなければなりません。もっとも、私個人としては、将来のキャリアゴールがCFOである人財ばかりを候補者と見なす意向はありません。最早、経営トップが非財務畑の出身であっても、「財務のことはCFOに聞いてほしい」では済まされない時代になってきましたので、将来経営トップを担う可能性のある人財であれば、一度はCFOというポジションを経験しても良いのではと考えます。

2つ目は、当社グループにおける国際会計基準(IFRS)の採否に関わることです。「BE GLOBAL 2028」では前中計から引き続き、内なるグローバル化を目指しており、国際会計基準の採用もグローバル化に資するとして、これまで幾度か検討事項とはなったものの、当時は必然性が感じられず採用には至りませんでした。しかしながら、今後、新中計通りにキャピタルアロケーションが実行され、3年目以降に大型M&Aが起こると仮定すると、日本会計基準ではそのれん代の償却が各利益水準に大きく影響する恐れがあり、目標として掲げている純利益年平均25%以上成長の達成が危ぶまれます。もちろん、のれん代の償却はキャッシュフローに影響するものではありませんし、会計基準の相違により本質的な企業価値が変わるわけではありませんが、過日IRの面談でお会いしたグローバル機関投資家から、多額のれん代償却を伴うM&Aの実施後も純利益を3倍以上とすることの実現性について質問され、正直なところ回答に窮した覚えがあり、その経験から国際会計基準の採用については、純利益の目標を達成するための手段の一つであることを念頭に、現時点における費用対効果を再度検討する必要性を感じています。