

2015年11月19日 全11頁

《実践》経営ビジョン・経営計画

【経営企画部 業務必携】

コーポレートガバナンス・コード時代の 企業価値創造プロセス（6）

チャーミングなストーリーラインを目指して

経営コンサルティング部
主任コンサルタント
林 正浩

[要約]

- コーポレートガバナンス・コードに準拠し Comply をいくら積み上げても、現場の毛細血管に達するまで関連する課題が数多く顕在化するだろう。企業価値創造の本質を踏まえ、経営企画部門は現場とも正対し、こうした課題解決のために骨を折る局面も想定される。但し、同部門の肥大化は避けなければならない。
- 事業別ハードルレートの検討に際しては、いわゆるポートフォリオ理論に基づく統計解析が「ファクト&ロジック」のベースとなる。定量化は必須だが、一方で数字に拘泥するあまり、本質を見誤らないよう細心の注意が必要だ。
- 事業ドメインの定義をクリアにし、同時に各々のドメインに経営資源を帰属させる過程では、純粋持株会社によるグループ経営への移行も視野に入る。グループ内の事業ポートフォリオを最適化する盤面として、あるいはグループ価値創造の推進力である M&A を迅速に進めるための「エンドレス機構」として持株会社体制への移行は有力な選択肢となるだろう。

1. 本邦企業における経営の近代化と経営企画部門

本稿では、前稿に引き続きブロック4「ポジショニング&事業PF」をテーマに論じていきたい。最適な事業ポートフォリオを保つための課題として、前稿の最後では ROE を語る戦略主体としての経営企画部門について論じた。多くのご指摘を頂戴したが、ある事業部門の統括役員から「現場にあれこれ指示する経営企画部の存在自体については議論の

余地がある。要するに必要性を感じない。多くの判断は、現場より顧客に近いところで行うことが賢明だ。経営管理・支援センターのような、つまり格下げでよいのではないか」このような趣旨の貴重なご意見を頂戴した。これなどは近代国家の成立過程で不可避免的に生じるある種の弊害を皮膚感覚でとらえ、嫌悪しているケースといえなくもない。考えさせられる見方である。しかし国家であれ企業であれ、形式的な合理主義を是とし組織を堅牢なシステムとしてとらえるステージは、その歪みや副作用をも抱えながらも、ある種近代化の宿命として避けることはできないだろう。

近代化、という意味では半数近くがバリューデストロイヤー（価値破壊企業）と評され且つ PBR が 1 倍を割れている現状を見るにつけ、わが国の多くの上場企業がまさにその段階にあるといえる。上場企業を中心に本邦企業の経営近代化は緒についたばかりである。この意識は極めて重要だ。

イノベーションには「プロダクト」「プロセス」「マネジメント」の 3 方向が考えられるが、とりわけ最後のマネジメント・イノベーションについては手つかずといっても過言ではなかろう。そうした意味では、近代化の入り口に立った企業経営の現場で「あれこれ指示する」経営企画部門は不可欠といった見方もあながち的外れと言えまい。

一方、そうした経営企画部門が、専門知識を駆使し「非人間的」に「職務上の事柄」を処理するような官僚組織、すなわちドイツの社会学者マックス・ウェーバーの「官僚制」に説明のあるような組織であってはならないことは言うまでもない。こうした主知主義的な合理¹の行きつく先は「反自然」にはほかならない。こうした「反自然」のなれの果てである極端な官僚主義や行き過ぎたセクショナリズムの歪みや弊害については読者の皆様にも馴染み深いのではないだろうか。

コーポレートガバナンス・コード時代における経営企画部門の理想像を語ることは筆者の身に余る。しかし、企業経営にデザイン思考が求められる昨今の経営環境を鑑みると、感性を重んじる「反」主知主義のスタンスも同時に保ち、そのバランスする過程で実践知をも鍛えあげることが第一優先と言えよう。

2. 事業ポートフォリオ管理を成功に導くための3つの課題

さて、先を急ごう。前稿の後段部では『ガバナンス・コードを起点とした経営システムはうまく回り始めるはずだ』などと力強く断言してみせたが、実際のところ、見目麗しい

¹ 目的・目標を達するに際して役に立つか、役に立たないかで判断し、極端に言えば「役に立つ」と合理的に判断された事柄のみを優先して手掛ける姿勢を指す。計算可能性に依拠したスタンスといえよう。反主知主義はその逆で、むしろ感性を重んじる。国語の宿題に例えると「来週月曜日までに漢字ドリルを仕上げてください」が主知主義であり、「来週月曜日までに短編小説を1つ書いてください」が反主知主義となる。いずれにせよ、シナリオやビジョン、計画には両方のエッセンスが不可欠であり、偏りを避けることが先決であろう

事業ポートフォリオは経営書のショーケースにのみ存在するといっても過言ではなく、実務上の運用も極めて困難であるケースが少なくない。なぜなら、精緻にファクトとロジックを積み上げたとしても、必ずといって良いほど、そこにウエットな人間関係が複雑に絡むからに他ならないからだ。「人間関係」すなわち EQ に関わる事象は、経営全般にとって極めて重要な課題を孕んでいるが、それはさておき、ここでは事業ポートフォリオ管理に関連した喫緊の課題をいくつか示したい。

(1) 経営企画部門の肥大化の回避、(2) 合理的な事業別ハードルレートの決定プロセス、(3) 事業ドメインの定義の3つである。各々の論点で1つの論稿が成立するほどのイシューではあるが、ここでは実務上の要点を簡単に整理していきたい。

(1) 経営企画部門の肥大化の回避

「投資家の代理人としての顔を持つ」これは明らかに行き過ぎであり、「そこまで必要なのか」との反論が当然想定される。一方エクイティ・スプレッドを見据えた事業ポートフォリオの全体最適を担う実務者は、少なくとも事業サイドにはいないことだけは確かであろう。とすれば、目下のところの担い手は経営企画部門にならざるを得ない。ただ明確な答えはないだけに、まさに各社の「工夫」に託されている。監督と執行の未分離が許され、どちらかというトップライン重視の経営を志向しているうちは、「全体最適を担う実務者問題」は、悪しき暗黙の了解として争点にならなかったイシューではないだろうか。

上記との関連で、ある会社の経営企画部マネージャーの方からこんな質問をお受けしたことがある。「今までは、株主総会や取締役会の事務局は総務部で経営会議や執行役員会の事務局は経営企画部だったのですが、ガバナンス・コードの趣旨に照らすと、変わるべきなのでしょうか。経営企画部の負担は増えるのでしょうか。事務局の運営や事前準備の仕方は変わるのでしょうか」。これなどは小さな論点だが、似た文脈ではこんな悩みもある。「そもそも経営戦略上の事項をどう切り分けて取締役会と経営会議で具体的にどう議論するのか」この質問がさらに進むと「取締役と執行役員を兼務している場合でも、経営会議で散々議論した後に、“大局観”を持って再度取締役会で議論しろというのか。そんな“二重人格”的振る舞いは不可能だ。どうすれば良いのか」となり、質問のトーンも上がる。そして徐々に詰問調になっていく。ところが、指針でしかないガバナンス・コードの73項目をいくら読み込んでもどこにも答えは書いていない。

ガバナンス・コードを整備し企業価値向上を目指す取り組みの中核は、取締役会の機能強化に他ならない。具体的にはその実効性の向上であり、特に監督機能の強化であろう。しかし、コードに準拠していくらComplyを積み上げて、価値向上を真なる意味で実現するためには、現場の毛細血管に達するまで、数珠つなぎのように顕在化する様々な課題に対処する必要性が出てくる。模範解答がないだけに、多大な工夫が必要なのである。

但し、様々な意味で経営企画部門の肥大化は避けなければならないであろう。コックピット上で常時ウオッチを要する計器類が増えていく過程で、必要以上の権限委譲により経営企画部門が肥大化することは、事業部門の士気を低下させかねないので細心の注意が必要である。私見の域を出ないが、戦後の大型倒産をトレースすると「現場からかい離した経営企画部門」がちらつくケースが少なくない。こう考えると作戦参謀の影響力は少ない方がよいことは自明なのではないだろうか。

答えになっていないかもしれないが、チェックが必要な計器類が2次元から3次元に進化するなか、一人一人の経営企画部員がバリューアップする必要がある。安直な“二重人格”を超えた意識改革が求められよう。

(2) 合理的な事業別ハードルレートの決定プロセス

次に、事業別のハードルレートの決め方である。これこそ業種業態や企業の成長ステージによって千差万別であり工夫が求められるところだ。

前稿でご紹介したパナソニックにおけるCCM²の場合、ハードルレートとしての期待収益率は43事業毎に4%から16%の間で設定される。新聞報道によると、海外比率が高く利益の振れ幅が大きくなりがちなファクトリーオートメーション（FA）事業や電子部品事業は高めに設定される一方、内需向けビジネスを展開し安定的な収益が見込める住宅関連事業などは低めに設定しているという。

事業別ハードルレートの決定に際しては全社ベースの期待収益率（パナソニックの場合9.0%）を軸とすることは当然だが、話し合いだけですんなり決まることは稀であろう。少なくとも、議論の材料や意思決定のサポートとなる参考資料、あるいはシミュレーション結果の提示を経営陣から求められるケースも少なくない。その際、経営企画部門がどう補助線を引き、どのレベルまでマネジメント層と共有するか。事業ポートフォリオの最適化のファーストステップといえよう。

図表1をご覧いただきたい。想定事業は2つ（事業部A、事業部B）、事業環境の長期的変化を示す代理変数（以下、代理変数）は為替変動のみ、シナリオは3パターンのみ（円高、現状維持、円安）とした際の期待収益率とリスク評価³を示した表である。なお、説明用のイメージであることから極端に単純化した提示であることをお断りしておく。

² Capital Cost Management（資本収益性管理指標）

³ これは最終的に数値化された(h)標準偏差に収斂する。統計学上の「リスク」とはリターンの変動（振れ）幅を指し、大きければ大きいほど不確実性が高いと判断される。「危険を伴う可能性、損失を被る可能性」といった一般的な意味とはやや異なることに注意を要する

(図表 1) 事業部ごとの収益率及びリスクの考え方

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(e)'	(f)	(g)	(h)
	代理変数	発生確率	予想収益率	期待収益率	偏差	偏差 ²	偏差 ² × 発生確率	分散	標準偏差
	為替変動	全社共通	事業部ごと シナリオごと	$\Sigma((b) \times (c))$	(c)-(d)	(e) ²	(e')×(b)	$\Sigma(f)$	$\sqrt{(g)}$
事業部 A	円高	40%	40%	23%	17%	289	115.6	206	14.35%
	現状維持	40%	15%		-8%	64	25.6		
	円安	20%	5%		-18%	324	64.8		
事業部 B	円高	40%	5%	9%	-4%	16	6.4	14	3.74%
	現状維持	40%	10%		1%	1	0.4		
	円安	20%	15%		6%	36	7.2		

(出所)大和総研作成

・期待収益率の考え方

では、左から順に説明しよう。まず、(a) 代理変数だが、これは他にも GDP 伸長率などのマクロ経済指標や世帯数などの人口動態、物価指数、設備投資状況など比較的指数化しやすいものから、定性的な内部資源の状況を定量化したものまで多岐にわたる。実際は各変数の組み合わせやウエイト付けによって環境変化への感応度や耐性を測るのであるが、単年度予算編成や 3 年中計の策定とはそもそも目線が異なるため、メッシュを細かくしすぎることは避けたい。これは分岐させるシナリオにしても同様のことがいえる。手段が目的化しないように注意を払うことが肝要だ。

次に各事業部共通の、(b) 発生確率であるが、これは決め打ちできるものではないので表計算ソフトの機能を用いてある程度分岐可能な状態とすることが望まれる。そもそも事業環境をどう考えるかについては拙稿『コーポレートガバナンス・コード時代の企業価値創造プロセス (1)』で強調したように、経営会議のみならず取締役会においても十分な議論を重ねるべきである。そのうえで、議論の結果を発生確率として適切に反映させる。

「概ねこのような感じだろう」といった感覚を「発生確率として 40%」「否、60%近辺だろう」と数値に置き換えることで議論を深める習慣づけが欠かせない。

加えて、各シナリオの、(c) 予想収益率を事業ごとに算出し、「シナリオごとの発生確率×各シナリオの予想収益率」の合計として各事業の、(d) 期待収益率を求める。この期待収

益率がハードルレートとなる。企業におけるポートフォリオの最適化は、単純化すればこのようなロジックをベースに進めていくケースが多い。

ここでシナリオごとに確認すると、期待収益率は事業Bよりも事業Aの方が高くなっており、①事業部Aが円高、事業部Bが円安で各々の収益が高くなる、すなわち、②収益の観点から事業ポートフォリオとしては補完関係にあること、加えて③シナリオ毎における予想収益率の振れ幅は事業B（円高時5%→円安時15%）よりも事業A（円安時5%→円高時40%）の方が大きくなっていることが感覚的に分かり頂けるだろう。

ここまで確認して、(e) 偏差に移る。この (e) は各シナリオの予想収益率から期待収益率を減じて求める。各事業の (d) 期待収益率からどの程度、(c) シナリオ別予想収益率がかい離しているかを確認する。あくまでも (c) と (d) のかい離、距離感を明らかにすることが目的であることから (e) ' にあるように、マイナス数値を除去するためにいったん二乗する。そのうえで (b) 発生確率を掛け合わせ、シナリオごとに足し合わせると (g) 分散を求めることができる。分散の正の平方根が標準偏差 (h) である。この (h) がリスク、すなわち各事業のばらつきの大きさを示す。この数値が大きければ大きいほど事業自体のボラティリティ（変動幅）が大きくなりリスク選好的なビジネスというわけだ。上記③の見立て通り、事業A（14.35%）の方が事業B（3.74%）に比しリスク選好的であることが定量的に確認できるであろう。

本来であれば、偏差や分散についての詳細な説明が必要となろうが、本稿ではその趣旨に鑑み、分散の平方根である標準偏差 (h) の意味合いをおさえておけば充分だろう。

・最適なポートフォリオの考え方

次に、事業ごとの最適な組み合わせを考えていきたい。紙ばさみや書類フォルダを意味する「ポートフォリオ」の概念は、複数の金融商品に分散投資をする際の組み合わせを割り出す際に用いる。またマーチャンダイジングやブランドマネジメントの現場でもお馴染みであろう。シナリオ別の予想収益率と事業ごとの期待収益率からリスクを推計する。そして「組み合わせ」であるがゆえに、どのエレメントとどのエレメントをどんな割合で組み合わせると利益が最大化するか、そしてばらつきが極小化するかをシミュレートする。図表 2 にその結果を示した。なお、事業部 α と事業部 β の期待収益率及び標準偏差は以下の通りとした。

	期待収益率	標準偏差
事業部 α	12.0%	15.0%
事業部 β	8.0%	10.0%

(図表 2) 事業ポートフォリオと期待収益率・リスク

構成比率		期待収益率	標準偏差 (リスク)
事業部α	事業部β		
0%	100%	8.0%	10.0%
10%	90%	8.4%	9.12%
20%	80%	8.8%	8.54%
30%	70%	9.2%	8.32%
40%	60%	9.6%	8.49%
50%	50%	10.0%	9.01%
60%	40%	10.4%	9.85%
70%	30%	10.8%	10.92%
80%	20%	11.2%	12.17%
90%	10%	11.6%	13.54%
100%	0%	12.0%	15.00%

(出所)大和総研作成

この 2 つの事業を組み合わせた場合の期待収益率と標準偏差 (リスク) を確認できるであろう。10%刻みで 2 つの構成比率を変化させていくと、事業部 α が 30%、事業部 β が 70% の構成でリスクが最小化され、これを「最小分散ポートフォリオ」という。もちろん、この組み合わせを是とするわけではなく、こうしたテーブルをもとにどの程度のリスクを許容できるか、あるいはリスク許容度の変化に伴い期待収益率がどう変わるかを定量的に推し測ることがむしろ肝要だ。

また、今回の組み合わせは事業部 α と事業部 β が互いに独立し、影響し合わないこと (これを、無相関、すなわち相関がない状態という) を前提としたが、互いの相関関係を考慮するとポートフォリオ全体の標準偏差 (リスク) も異なることに留意した方が良いだろう。すなわち、相関関係を念頭に置きながら組み合わせを検討することによって、理論上は標準偏差 (リスク) を限りなくゼロに近づけることも可能といえる。

・まとめ

最適なポートフォリオ構築を目的とした統計解析の実施に際しては事業ごと、あるいは代理変数のシナリオごとの分析やベストな組み合わせを導出するためのテーブル作成など、実に骨の折れるワークが予想される。こうした表計算ソフトを用いての事業ポートフォリオのダッシュボード化や検討過程の自動化は、それ自体を目的とすることのないようにしたい。あくまでもコーポレートガバナンス・コードの趣旨や精神を意識した「中長期の」価値創造のプロセスの一翼を担っているとの意識が経営企画部門には欠かせないのである。

そして、こうしたダッシュボードは「ファクト&ロジック」をベースに、情実を排した

議論を行うための前提といっても過言ではない。ここに予想財務3表をジョイントし、長期的な企業価値創造プロセスを全社レベルで共有できれば尚良いだろう。

数字に拘泥しない、且つ数字をおろそかにしない。議論の過程では常にこのことを肝に銘じたいものである。なおポートフォリオ理論については数多くの類書が出版されている。ベーシックなものを中心に手に取ってみると良いであろう。

(3) 事業ドメインの定義

この事業ドメインの定義については、特に本邦企業が陥りがちな総花的な経営形態から、曖昧となりがちであることは読者の皆様にも心当たりがあるだろう。競争力やグループとしての意思を色濃く反映した「長期目線の事業領域ごと」ではなく、「既存の製品群やアカウントごと」に組織を構築してしまったことによって、事業環境の変化を先取りしにくくなっているケースも散見される。しかし、残念ながら特効薬はない。

確かに、事業ポートフォリオの遷移やその巧拙をケーススタディとして紹介する経営書は数多いが、それらをトレースしたところで、後講釈の域を出ないことがほとんどである。

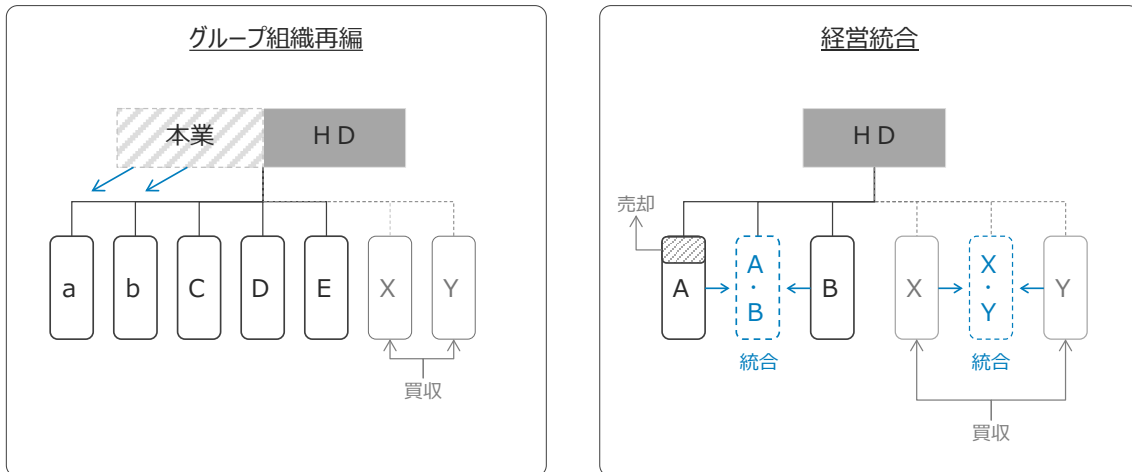
結局、ここでも各社の「工夫」が欠かせないということになる。但し、その工夫の中心は経営資源の配分を効果的に行うマネジメント・イノベーションに紐づくことを本項では強調しておきたい。

このように事業ドメインの定義も困難であるが、一方「真水」を追求することを念頭に置くと投下資本をドメインごとに切り分けるワークも想定される。これも実務上困難であることが少なくない。長期的な事業用資産はともかく、運転資本を含む短期資産を事業別に認識することは容易ではないだろう。また、段階論にはなるが海外拠点を含めたグローバルレベルでの対応、ということになると管理会計システム構築の観点からは極めてハードルが高くなると言わざるを得ない。

事業ドメインの定義を含めた課題を解決する手段の一つとして、純粹持株会社によるグループ経営への移行を検討するケースも出てこよう。事業別の価値創造プロセスをドライビングフォースとした企業グループ全体の価値創造を目指す上での有力なオプション案といえる。事業領域のあり方を中長期目線で整理したうえで、事業領域ごとに子会社を設立し、それらに経営資源を帰属させることで、特に各事業領域における収益と投下資本との関係をダイレクトに――複雑な管理会計システムを構築することなく――把握することが可能となる。こうした持株会社体制下では、コントロールタワーとしての純粹持株会社が各々の事業会社を傘下に収め、グループ価値創造の強力な推進力でもある M&A に際しスピーディーな戦略実行も容易となろう。持株会社化は当初の目的がグループ内組織再編であれ経営統合であれ、図表 3 に示すようにその効用の本質は成長エンジンとしての「エンド

レス機構」の提供にある。

(図表 3) 成長エンジンとしての持株会社体制 (イメージ)



分割・統合・買収・売却を機動的に実施する「エンドレス機構」として捉える

(出所)大谷政弘著「持株会社と日本経済」(岩波書店、2009年)を基に大和総研作成

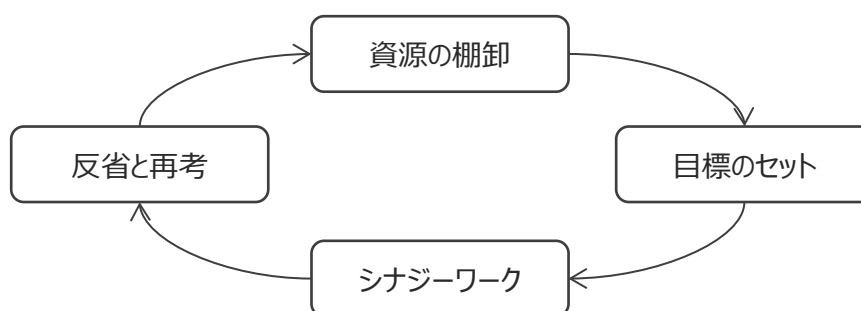
こうしたメリットの反面、持株会社体制への移行には間接部門の重複や遠心力の効きすぎた経営の常態化など、お馴染みのデメリットも想起される。そして、特に会社分割を伴う場合には当たり前のことであるが「そう簡単には元に戻らない」ことも見逃してはならない。多くの場合、グループ全体にメスを入れる、いわば外科手術を伴うだけに慎重な判断が求められる。人間に例えれば全くの健康体をバラバラにするケースもあり得るわけであり、経営判断の前にこの当たり前に立ち返るべきであろう。

一方全く逆説的な見解にはなるが、持株会社体制への移行は企業グループの価値最大化にあたっての一つの方法論でしかないことも真である。従い所定の目標を達すれば持株会社体制を解消し、ワンカンパニー化を志向するケースも珍しいことではない。いずれにせよ、環境の変化に応じた柔軟な組織のあり方を実現したい。

さて、持株会社体制への移行に関連する様々な論点については類書に譲るとして本項では、事業ドメインの定義を助けると同時に、事業別の価値創造プロセスを確実なものとする、換言すれば事業ポートフォリオの最適化にあたっての盤面、プラットフォームとしての持株会社化への移行を念頭に置く。そして、その場合におけるグループ経営体制構築に際して踏むべき大まかなステップについて考察を深めていきたい。

図表 4 に示した各段階に基づき考えていこう。松崎（2013）では、これらを「確実に実行することでグループ経営の成功の確率を飛躍的に高められる」としている。

（図表 4）グループ経営の成功に必要な 4 つのステップ



（出所）松崎和久著「グループ経営論 -その有効性とシナジーに向けて-」P313（同文館出版、2013 年）

まず、起点となる「資源の棚卸」であるが、これは事業ポートフォリオ最適化の起点として極めて重要なステージであろう。不明確な事業ドメインの定義自体をクリアにするためにも「グループ内のどこにどのような経営資源が位置しているのか」を正確におさえておく必要がある。これはタレントマネジメントの観点からも重要だ。イノベーションを担うライトパーソンが人知れず関連会社に長らく在籍していることなど現場ではよく見受けられる。戦略目標を立てる前提としても現有資源を徹底的に精査したい。数千億円以上の売上規模の企業グループともなると、事業をつかさどる執行役員でも、細部にわたっては把握しきれていないことが意外にも多いものである。

その上での「目標のセット」であろう。これは価値創造目標に他ならず、本シリーズでも取りあげた事業部門やドメイン単位での利益目標の設定を指す。事業毎のハードルレートの先に全社 ROE、そしてエクイティ・スプレッドを見据えたい。

3 つ目、「シナジーワーク」については、事業間シナジーや親会社と子会社間のシナジーに加え、持株会社体制の有する機動力を活かし M&A を実行した際に見込まれるシナジーをも念頭に置くべきであろう。また、触媒となるのは「プロダクト」「プロセス」「マネジメント」のどのイノベーションなのか、あるいはそれらの組み合わせなのかを意識することも大切である。

最後の「反省と再考」だが、これは分析と評価に他ならない。上記 3 つに関する冷静な分析と評価がグループ経営に一層の推進力を与える。その一翼を担うのが参謀組織たる経営企画部門、ということになるだろう。

さて、次稿においても引き続きブロック4「ポジショニング&事業PF」をテーマとして論を展開していく。事業ポートフォリオを最適な状態に、そしてよりイノベティブな状態に保つためには、その基礎代謝を上げることが何よりも重要であろう。事業ポートフォリオをフックにしたこの問題意識を大切にしたい。基礎代謝を上げるポイントは何か。それは戦略的事業撤退に他ならない。引き続きお使いいただければ幸いである。

—以上—

参考文献

- 仲正昌樹著「マックスウエーバーを読む」(講談社現代新書、2014年)
- 「経営コンサルタントによる経営戦略と経営管理に効く経営管理会計」(小林正昭、2015.03.17)
(<http://keieikanrikaikei.com/>)
- 2015年度上期・持株会社レビュー(大和総研 コンサルティングインサイト)
(http://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20151014_010205.html)
- KPMG FAS Newsletter 特別編集号(2015年1月)
- KPMG Insight Vol.4(2014年1月)
- 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書 要旨
- 松崎和久著「グループ経営論 -その有効性とシナジーに向けて-」(同文館出版、2013年)
- 大谷政弘著「持株会社と日本経済」(岩波書店、2009年)
- 新日本有限責任監査法人(編集)、EY税理士法人(編集)、EYトランザクション・アドバイザー・サービス株式会社(編集)「持株会社の運営・移行・解消の実務」(中央経済社、2015年)