

2015年11月6日 全14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（5）

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・コードの趣旨や精神を踏まえると「稼ぐ力」のドライバーは売上・利益の拡大からエクイティ・スプレッド<sup>1</sup>の拡大へと変わる。
- こうした動きを反映し、中長期的な視点からの事業別「稼ぐ力」の最大化に際してもEP(Economic Profit)などの「真水部分」を管理指標とし、事業ポートフォリオの最適化を志向する動きが加速するであろう。
- それに伴い、経営企画部門のマインドセットもトップマネジメントのエージェントから投資家のエージェントへと大きく変わるのではないだろうか。従前のように「3年中計」のドラフトをはさみ、積み上げ発想で「できる、否できない」を繰り返す不毛な対話ではなく、これからはワンベクトルでエクイティ・スプレッドを高めるべく、建設的な対話を現場と同部門には期待したい。

前稿の『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（4）』では、いわゆるプロダクト・ポートフォリオ・マネジメント（PPM）を取り上げ、「攻めのガバナンス」のコンテクストにのせて考察を試みた。

<sup>1</sup> ROE－自己資本コスト

## 1. フレームワークもコーポレートガバナンスもプロセスが肝要

前稿で紹介した PPM の基本形である BCG モデルや、「強み」「弱み」「機会」「脅威」の 4 象限で整理する SWOT 分析などもそうだが、「使えない」「汎用性が乏しい」「ウチの事業形態にはフィットしない」などと、こうしたベーシックなフレームを軽視することが戦略策定の現場ではよくある。手垢がつき新味に乏しいことから忌避するコンサルタントも少なくない。もちろん事業環境や組織体制の変化を踏まえた結果、ビジネスフレームを使った分析のプロトコルが間尺に合わなくなることも自体珍しいことではないだろう。

しかし、古典の領域に入ったこうしたフレームを統制要件ととらえ、多面的な戦略ストーリーの展開に役立てること自体に意味がなくなったわけではない。確かに SWOT 分析などは現時点を起点としているだけに、未来志向の戦略策定にはやや使いにくいかもしれない。一方で「強みとは何か」「弱みとは何か」「機会はどこに見いだせるか」「脅威はどこに潜んでいるか」といった根源的な問い<sup>2</sup>に向き合うことは、中長期の戦略ストーリーを紡ぐ一丁目一番地として欠かせないプロセスであろう。現に、都道府県の中にも SWOT 分析を戦略策定に用いるケースもあるくらいだ。例えば、高知県の産業振興計画は SWOT 分析がベースとなっており、有名な地産外商モデルのもとにもなっている。

根源的な問いに向き合うという意味では、10 年ぶりに改訂版が出版され今一番ホットともいえるブルー・オーシャン戦略<sup>3</sup>における戦略キャンパスや最近よく見かけるようになったビジネスモデルマッピングにも似たようなことがいえる。食わず嫌いに陥ることなく、改めてベーシックなフレームを見直してはいかがだろうか。

もともと、コンサルタントが用いるフレーム自体が問題解決や戦略策定そのものを可能とするわけではない。フレームはあくまでも補助線に過ぎない。結果ではなくそのプロセス、とりわけ「強みとは、脅威とは」や「派生技術が切り拓く付加価値と事業自体が帯びる付加価値の方向性との本質的な違いとは」といった基本的なイシューを前に、考え抜くプロセスこそ欠かせない。

本シリーズでも再三にわたり強調しているように、コーポレートガバナンスの本質も全く同じある。大切なのは、カタチではなく結果でもなく、プロセスである。現状におもね

<sup>2</sup> 当然のことながら、強みと弱みは裏返しであり、機会と脅威も裏返しである。これは書き出してみればわかることであるが、非常に奥が深い。競合他社が「脅威」と捉える環境変化を「機会」に転じることができるか、あるいは「強み」と社内では認識されていた事柄に紐づく“ある状態”が長年にわたる事業の停滞をもたらしていたのではないかと、などと深く考え抜くことが欠かせないだろう

<sup>3</sup> 改訂版では、この 10 年間にわたるブルー・オーシャンブランドの足跡とわが国におけるブルー・オーシャン候補に関する解説が施され、併せて実務上の罣にも言及しており、より実践的な内容となっている

---

ることなく建前論を貫き通し、愚直にベーシックなプロセスを重んじる。このことを肝に銘じたい。

## 2. 不退転の決意が滲む企業統治改革の行方

さて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の最適化」を紐解いていくが、その前に本年6月1日にコードが導入され約5か月が経過した時点での関係筋の注目すべき動向を駆け足で振り返っておこう。

先ず挙げるのは、金融庁が9月18日に発表した「平成27年事務年度の金融行政方針」である。この中で、2つのコードについて大切なことは「形式」ではなく「実質の充実」であることが改めて強調された。ひな型的表現を戒め、形式主義へ警鐘を鳴らすガバナンス・コードの序文と見事にシンクロしており興味深い。

「(中略) これはゴールではなくスタートである。いまだに形式的な対応にとどまっているとの問題点も指摘されていることから、今後更に『形式』から『実質の充実』へと次元を高める必要がある」(下線部筆者)

強いリーダーシップに定評のある森信親金融庁長官のこの言葉の裏には、苛立ちに近い感情と同時に「レ点統治」を排することでガバナンス改革の実質性を確保・充実させ、企業経営自体の改革をやり抜こうとする決意が滲んでいるのではないかと筆者は推測する。「実質の充実へと次元を高める」との観点で注目されるのは例えば、後継者計画(コード補充原則4-1③<sup>4</sup>)についての分析結果の報告である。

図表1に示すように実に95.6%がComplyしていることになっている。他の項目はともかく、事業承継の感覚自体が薄いと思われる上場会社には出来が良すぎると筆者の目には映る。

---

<sup>4</sup> 最終的には「取締役会、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、最高責任者等の後継者の計画(プランニング)について適切に監督を行うべきである」に落ち着いたが、「後継者の計画(プランニング)について」の部分には、「後継者計画を承認し」といったタイトな案や「後継者に関する基本的な考え方を共有し」といったよりプリンシプル色の強い案も存在したことは留意するべきであろう。結果的にモニタリングボードとしてのコミットをあらわすフレーズのみが残ったが、各社「工夫」の余地が相当程度残されているといえそうだ。こうした最終的な文言に到達するまでの議論の過程は様々な示唆を与えてくれよう

(図表1) コードごとの“実施”・“説明”状況

	「実施」会社数	「説明」会社数	実施率
基本原則 4	68	0	100.0%
原則 4-1	68	0	100.0%
補充原則 4-1①	67	1	98.5%
補充原則 4-1②	66	2	97.1%
補充原則 4-1③	65	3	95.6%

(出所)2015年9月24日株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」  
より「原則 4-1」に関する部分のみ抜粋(対象:市場第一部 66社、市場第二部 2社)

表現の差こそあれ「取締役会が適切に監督している」「指名委員会において選定基準や選定プロセスを策定している」旨をCG報告書に記載すれば、確かにComplyしていることになるのかもしれない。だが本来、上場会社に馴染みのないこうしたイシューを本当に「95.6%もの企業が」議論し尽したのか。甚だ疑問ではある。拙稿でも言及した通り<sup>5</sup>、単なる「コンプライ・オア・エクスプレイン」ではなく、踏み込んだ「エクスプレイン・アランド・エクスプレイン」の姿勢にこそ、コードの高い実効性が宿るのではないだろうか。

戦略ツールとしてのPPMやSWOTも同様である。ボックスの中を箇条書きで形式的に埋めることは容易だが、それに基づき自社の戦略ストーリーを語るとなると深い考察が求められ、一筋縄ではいかないものである。

ところで後継者計画については、あるオーナー系の上場会社でこんな話を聞いたことがある。「他社はどうかわからないが、この『後継者計画』だけが、当社にとって先ずは喫緊の課題と考えている。しかし、そのプロセスを整備することは容易ではない。今すぐ決められるものではない。ただ、コードをきっかけとして独自にチームを立ち上げようと思っている」

異論もあろうがこの発言に、自社の経営課題を解決する駆動装置としてガバナンス・コードを捉えている姿勢を筆者はみる。「喫緊の課題だからこそ今すぐ決められるものではない」「…だけが先ずは重要」といった自社への引きつけが「実質の充実」を目指すにあたっては不可欠であろう。先ずは73項目を改めて俯瞰し自社に引きつけ、対応に際しての自社

<sup>5</sup> 拙稿「独立社外取締役の『鳥の目』はどこに向けられるのか」(2015年4月6日付)  
[http://www.dir.co.jp/consulting/theme\\_rpt/vision\\_rpt/20150406\\_009623.html](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/vision_rpt/20150406_009623.html)

---

としての手順と優先順位を明確にすることが先決だ。

「金融行政方針」の発表からほどなく、金融庁と東京証券取引所による第1回フォローアップ会議<sup>6</sup>が開かれている。9月24日に開催されたこの会議では、日立の川村相談役から「ガバナンスで1番大事なのはトップの選任と解任だ」との指摘が明確になされたことが印象的である<sup>7</sup>。

そして、フォローアップ会議の5日後の9月29日、ニューヨークのブルームバーグ本社で開催された北米金融関係者との対話イベントの席上、安倍首相は自らの「トップアジェンダはコーポレートガバナンスの改革である」としたうえで、「CEOなど経営者の選定プロセスの透明化」に向け、「チェックする仕組みを新たにつくります」と明言をしている<sup>8</sup>。一国の首相が民間企業の経営者の選定プロセスにまで言及するのは異例中の異例であろう。

関係者のこうした発言の背景に、トップマネジメントの選任・解任に関わる取締役会の実質性が欠かせないとの強い意識を見て取れる。

トップマネジメントの選任・解任に関わる 이슈と伊藤レポートの本質<sup>9</sup>との交差点がガバナンス改革の要諦であり、焦点の絞り切れない企業は一旦ここにフォーカスして差し支えないのではないかと筆者は考える。他の項目も重要だが、この交差点からの距離を測り優先順位を付けつつ他は整理した上で、企業統治改革の「次元を高める」ことに全力を尽くすべきであろう。一連の改革の潮流は一過性のブームではない。まだ一里塚に立ったに過ぎないのである。

### 3. 売上・利益の拡大からエクイティ・スプレッドの拡大へ

さて、事業ポートフォリオに話を戻そう。各事業ドメインをどう定義するかといった厄介な問題は蔑ろにはできないが<sup>10</sup>いずれにせよ、ガバナンス・コードの趣旨や精神に照らすと、真水としての創出キャッシュが事業毎に株主期待を超えているか否かを定量的に評価するケースも出てくるだろう。こうした評価が適切な事業ポートフォリオ管理を可能とするといっても過言ではない。

従い、業績管理に際しては事業別 PL のみならず、今後は BS サイドにも目を配ることが求められよう。もちろんマストではない。マストではないが、コードに即して全社レベル

---

<sup>6</sup> 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」第1回会合(座長・池尾和人慶應義塾大学教授)

<sup>7</sup> 「金融庁と東証、企業統治指針の検証で初会合 2つのコードに意見発信」(2015年9月24日日経電子版)

<sup>8</sup> 「金融を中心とするビジネス関係者との対話」(2015年9月29日)

[http://www.kantei.go.jp/jp/97\\_abe/statement/2015/0929business\\_speech.html](http://www.kantei.go.jp/jp/97_abe/statement/2015/0929business_speech.html)

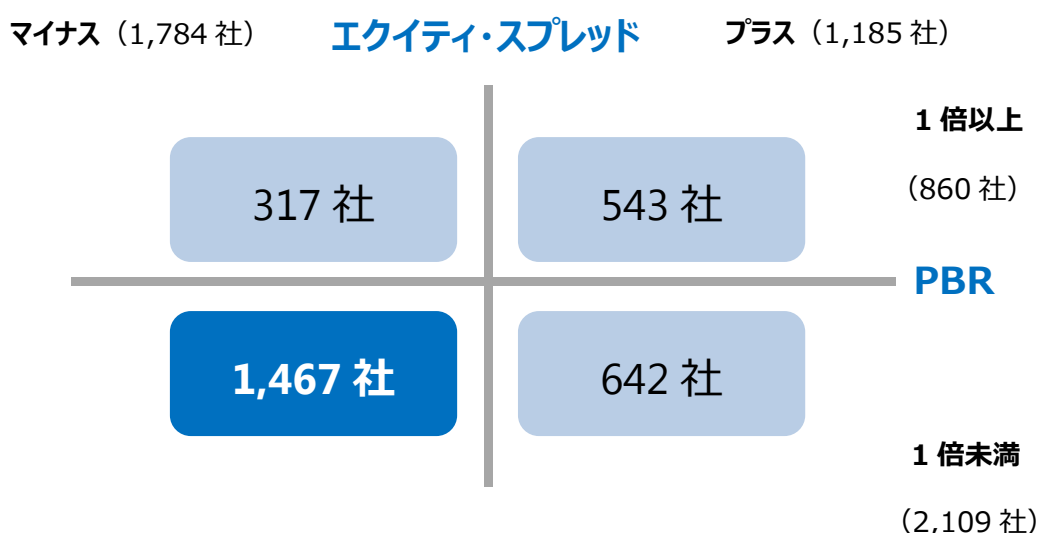
<sup>9</sup> 拙稿「コーポレートガバナンス・コード時代の企業価値創造プロセス(2)」で指摘した起点としての「継続的なイノベーション」であると筆者は考えている

<sup>10</sup> この論点は次稿で触れたい

で持続的な企業価値向上を目指すとなると、事業別の EP (Economic Profit)<sup>11</sup>やその先の ES (Equity Spread、以下エクイティ・スプレッド)<sup>12</sup>を KPI とした事業収益力の強化は企業経営の大きなテーマとなってこよう。

図表 2 など是一目瞭然である。対象となった上場企業 2,969 社のうち約半数にあたる 1,467 社が PBR1 倍未満且つエクイティ・スプレッドがマイナスとなっている。教科書通り表現すると、解散を迫られながらも価値破壊企業としてマーケットに居座る企業の割合が半分、ということになる。もちろん、PBR1 倍割れの要因は多岐にわたるので決めつけは禁物だが、伊藤レポートで指摘されるイノベーション創出能力が事業収益力につながっていない端的な証左であることは間違いないだろう。

(図表 2) エクイティ・スプレッド×PBR<sup>13</sup>



(出所) 保阪薫「投資家の期待に応えられていない日本企業」(2012.10.11)<sup>14</sup>

ここで事業ポートフォリオを検討するに際して、事業毎に資本効率を管理する必要性について改めて考えてみたい。関連箇所を同レポートから以下に引く。

<sup>11</sup> 経済的利益。税引き後の事業利益から資本コストを控除して算出する。投資家が期待する投資利回り以上に税引き後事業利益を獲得しているかを示す。プラスであれば価値創造、マイナスであれば価値破壊と評価される。「稼ぐ力」を表象するといっても良いだろう

<sup>12</sup> ROE－自己資本コスト

<sup>13</sup> 会社四季報CD-ROM版(東洋経済新報社)より2012年決算から計算可能な企業2,969社が対象。なお株主資本コストは $\beta=1$ で8%想定

<sup>14</sup> [http://www.bridge-salon.jp/blog/president/archives/2012/10/post\\_96.html](http://www.bridge-salon.jp/blog/president/archives/2012/10/post_96.html)



---

「(中略) 企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回る ROE を上げ続けることである。なぜならそれが企業価値の持続的成長につながるからである」

「個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限 8%を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである」

(伊藤レポートより引用、傍点筆者)

この伊藤レポートにおける『ROE 8%』に加えて ISS の『5年平均の ROE 5%未満で CEO に反対票』、すなわちこの 8%と 5%が走り高跳びのバーのごとく捉えられ、わが国においてはやや独り歩きをした感は否めない。結果として、最近では極端な ROE 否定論者も出始めているのが現状だ。確かに、この2つの数値のエビデンスとしての確からしさは一定程度担保されている<sup>15</sup>ものの、伊藤レポートの真なる狙いはむしろ別のところにある。

引用部分の傍点部に注目してほしい。この2つの部分をつなげて意識すると「個々の業種特性に見合った資本コストを上回る ROE を中長期の視点から目指してください」となる。つまりは、持続的な企業価値創造の結果は中長期的なエクイティ・スプレッドの積み上げとほぼイコールといえ、単なる利益額や利益率だけではなく、事業の特性に応じたリスクや投下資産コストを加味した利益創出、すなわち真水部分こそ重要、という訳だ。

従い 8%をクリアしていても価値破壊企業と評価されることもあれば、ROE は 5%にはわずかに届かないものの、独自色の強い IR や明確なターゲティングに基づく SR の継続的な実施によって資本コストを押し下げ、真水部分を長期的に確保することができれば価値創造企業と見做されるケースも想定される。この本質を蔑ろにして ROE 水準のみをあげつらい、一喜一憂することこそ「レ点統治」のはじまりといえないだろうか。

そして、この「真水の積み上げ部分」と「非財務資本」がシンクロするとの前提がわが国コーポレートガバナンス改革の底流にあると筆者は考えている。この大局観を大事にしたいものである。

---

<sup>15</sup> この ROE8%については、柳(2013)の調査結果(国内平均 6.3%、海外平均 7.2%で最頻値 8%、8%前提で約 9 割のグローバル投資家の想定資本コストをカバー)が伊藤レポートに掲載されているので参照されたい。加えて川崎(2014)の考察結果(ROE8%以下では PBR はほぼ1倍前後だが、8%を境に ROE との正の相関傾向が顕著となる)が良く引合いに出される。一方 5%の方だが、日本株式のリスクプレミアム水準である 3%~6%の中央値プラス  $\alpha$  と考えて概ね差支えないだろう。少々古いが、渡辺(2003)の 3.8%、石野(2005)の 5~5.5%、内閣府(2006)の 4%、伊藤(2007)の 3%~4%あたりが目線であろう

---

当然のことながら、中長期的なエクイティ・スプレッド向上にフォーカスするならば上場各社が自社の資本コストをどの程度意識しているのか気になるところだ。

日本 I R 協議会が毎年実施している「I R 活動の実態調査」(2014 年度)<sup>16</sup>にそのあたりの関連項目を見ることができる。同調査によると、I R 実施企業(全体の 96.6%)のうち、中期経営計画や経営戦略に連動する形で資本政策を作成している企業の割合は 32.6%<sup>17</sup>となっている。そのうち自社の資本コストを認識している企業の割合は 61.1%、更にそのうち資本コスト導出にあたっての根拠(算定式など)を有する割合は 67.2%である。

大ざっぱに言えば、I R 実施企業のうち資本コストを意識している企業は全体の 20%程度であり、自社としての資本コストの根拠を持っているケースは 15%にも満たない計算になる。確かに企業価値評価実務の現場ならともかく、中長期の戦略ストーリーや事業戦略を検討する過程で資本コストが真っ先に話題になることはそう多くはないだろう。

企業価値創造の KPI として、エクイティ・スプレッドが定着するか否かは未知数であるが、考察を深めるため、関連データをもう少し見てみよう。図表 3 は、UBS 証券のセールスチームの協力のもと実施したグローバルレベルの機関投資家サーベイの結果<sup>18</sup>である。国内 53 社、海外 69 社を対象にしたこの調査では、エクイティ・スプレッドを決算短信で開示し議論するとの提案について「A. 強く支持」「B. 一応支持」の合計が 70%弱となっており、注目に値しよう。本サーベイの母集団が国内外の投資家の中でも特に高い知見を有し、模範的な投資行動をとるであろうことを差し引いても、無視できない水準とはいえないだろうか。

---

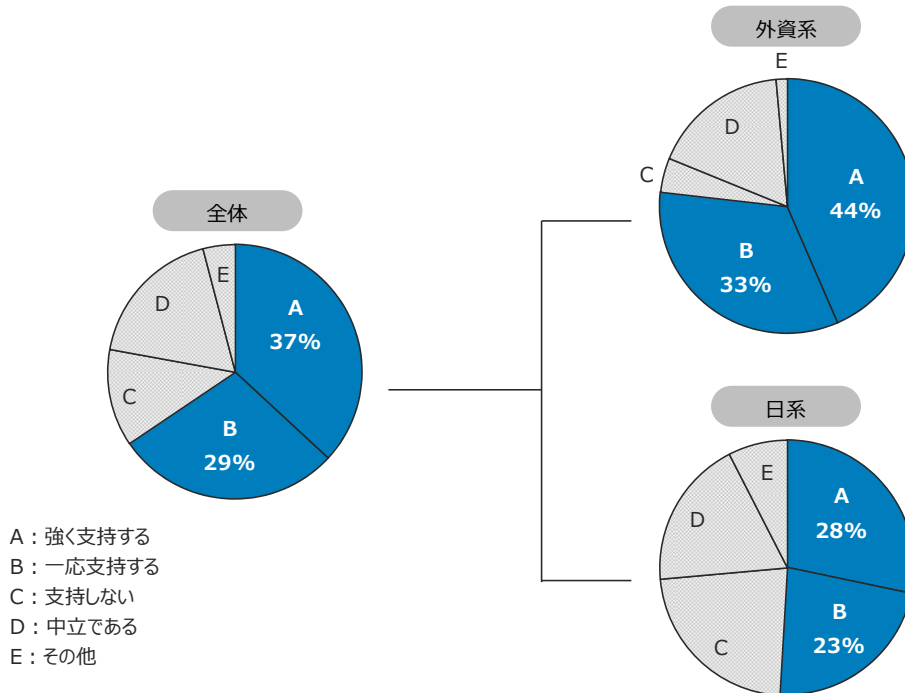
<sup>16</sup> 調査期間は 2014 年 1 月 31 日～3 月 10 日、対象は全上場会社 3,543 社、回答率 29%

<sup>17</sup> このうち、「資金使途計画とそれに必要な資金調達方針」が 72.2%と最も多く、「設備投資などの新規投資のハードルレートの設定」が 41.7%で続いた

<sup>18</sup> 詳細は柳良平著「ROE 革命の財務戦略」(中央経済社、2015 年)参照



(図表3) エクイティ・スプレッドに対するスタンス



(出所)柳良平著「ROE革命の財務戦略」(中央経済社、2015年) P62-63より

当然のことながら海外機関投資家の方が支持率は高い(A+Bで77%)ものの、国内機関投資家においても過半数(同51%)となっており、こうした機関投資家の認識を十分に理解したうえで企業価値創造プロセスを組み立てることが肝要であろう。

ROEからエクイティ・スプレッドへ。日本でも胎動はある。日本取引所グループが2012年以来毎年実施している「企業価値向上表彰」の選定プロセスで、エクイティ・スプレッドの平均値または成長率が今年初めて採用されることになった。全上場会社のうち400社程度に絞るファーストステップではエクイティ・スプレッドを基準にするという。こうした動きは加速していくのであろうか。ちなみに、本年度のファイナリストは日本ハム、カシオ計算機、ピジョンの3社である。

#### 4. 中長期の視座から持続的成長を 事業部別の資本コスト管理体制の構築

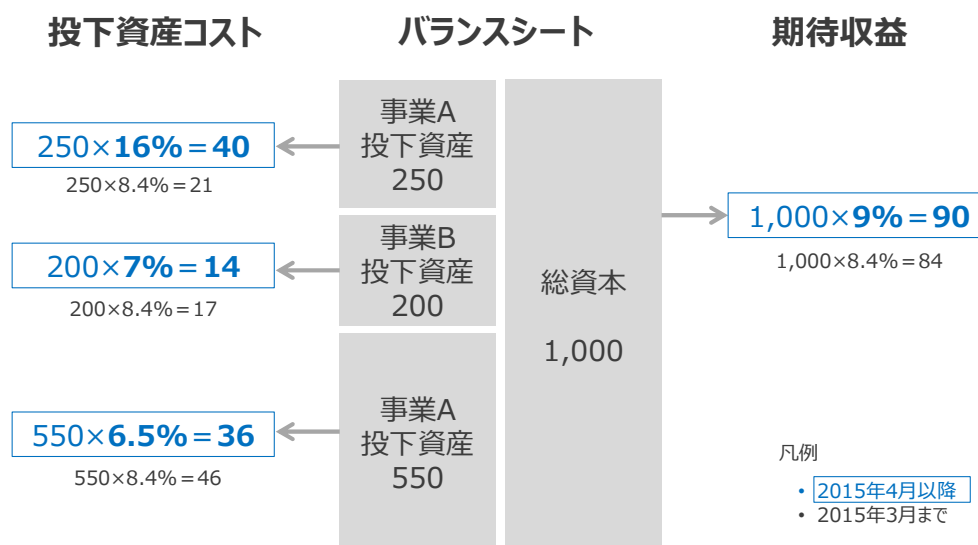
上場各社の取り組み状況と国内外機関投資家のパーセプションとの現時点におけるギャップを念頭に置きつつ、近い将来全社レベルのみならず個々の事業(部門、セグメント)における「真水部分」も脚光を浴びるであろうとの仮説のもと、ここからは関連する他社の取り組みを概観し更に考察を深める。

本稿で紹介するのは、自社の経営指標である CCM（キャピタルコストマネジメント；資本収益性管理指標）の運用を本年 4 月より見直したパナソニックのケースである。狙いは、事業部別の中長期的な価値向上に他ならない。同社は景気変動や設備投資、為替動向などの事業環境に関連する諸要素を勘案し、43 事業部毎に投下資産コスト率を定めることに踏み切った。CCM は同社独自の経営管理指標であり、運用開始は 2000 年 3 月期、価値創造の源泉を残余利益に求めている点ではエクイティ・スプレッドとも考え方はシンクロする。

$$\text{CCM} = \text{事業利益（営業利益} + \text{受取配当金} - \text{支払利息）} - \text{投下資産コスト（各事業への投下資産} \times \text{事業部ごとに設定する期待収益率）}^{19}$$

下記図表 4 に示すように、今まで全社一律 8.4% であった期待収益率を 9.0% に引き上げたうえ、事業部毎に管理する体制に移行することにより、同社では事業ごとにハードルレートを意識した経営が求められるようになった。

(図表 4) CCM のイメージ図



(出所)2015 年 3 月 11 日付日本経済新聞「資本コスト管理体制を変更 パナソニック、事業部別に」を参考に大和総研作成

CCM がプラスであれば、事業展開上の固有リスクを加味したコストに見合う利益を上げている事業部とみなされる。一方、マイナスの場合は放置せず期中に原因を究明し対策を講

<sup>19</sup> 定義、文言は 2015 年 3 月 11 日付日本経済新聞「資本コスト管理体制を変更 パナソニック、事業部別に」に準じた

---

じる、というわけだ。当然、海外比率が高く内外の景気動向の影響を受けやすい事業のハードルレートは高く、内需向けで収益が安定している事業は低く設定される。

創業以来、事業部制による自主責任経営のDNAを有する同社の利益管理手法や財務戦略は、1953年の内部資本金制度や翌年の標準予算制度の導入に端を発する。

また、経営戦略や財務規律に関わる論点については、バブル崩壊後の1990年代における業績低迷期を経て、中村邦夫社長のもとでの事業構造改革、収益を伴った着実な成長を志向した大坪文雄社長のもとでの「パナソニック」へのブランド一本化、そしてグローバルエクセレンスを目指し1兆円の戦略投資を標榜、更なる成長を目指す現在に至るまで、実に多くの専門書が刊行され詳細に解説が施されている。論文や雑誌寄稿も数多い。詳しくはそちらをご参照いただくとして、次項ではこのパナソニックのCCMをフックに一般的な企業の経営企画部門の視座に立って考察を深めていこう。

## 5. 投資家のエージェントとしての顔を持つ経営企画部門

仮にガバナンス・コードの趣旨・精神を下敷きとして、事業部門別の「真水」を追求する場合、全社戦略を担う経営企画部門のスタンスはどのように変わるのであろうか。もうお分かりかと思う。ここでいう事業別ハードルレートの先に、エクイティ・スプレッドを見据えるならば、経営企画部門は投資家のエージェント（代理人）<sup>20</sup>としての側面をより強く帯びるようになると考えられる。こうしたことを背景に、同部門はドラステックな意識改革が求められ、同時にコーポレート部門自体も変革を迫られよう。

トップマネジメントの意向を各事業部に伝達し事業部間の調整に奔走、経営戦略や事業計画をお得意の“すり合わせ”技術で着地させる「オールド経企」の存在価値はゼロにはならないが、大きく減じると考える。また、3年ごとに訪れるイベントとしての中計の策定作業自体、かなりの高い確率で無用の長物となるだろう。

これからは、株主に擬制された経営企画部門が各事業部へのアセット投下について——もちろん程度の問題はあるものの——チェック機能を有し最適事業ポートフォリオを実現するエンジンとなるべきであろう。この後ろ盾として、様々なスキルセットを有する独立取締役がバックに控え、中長期的な事業環境の変化を見据えながらプリンシプルに忠実な助言を「株主の代弁者として」展開する。もちろん、この独立取締役とのセッションを仕切る推進役も経営企画部門である。経営企画部門がこうした「ニュー経企」へ変貌を遂げられるか否かが持続的な企業価値向上への試金石になると筆者はみる。

---

<sup>20</sup> 金融業や旅行業、広告業で進みつつある販売代理モデルから購買代理モデルへの転換をイメージしていただければわかりやすいだろうか。自社のトップマネジメントの代理人から投資家の代理人へとマインドセットを変えたい

---

またニュー経企への脱皮という意味では、あくまでもイメージだが、「分子」と「分母」をブリッジする機能も併せ持つことにもなろう。結果としてのROE(当期純利益/自己資本)を持続的に成長させるためのベクトルを大きく「分子」「分母」に整理して以下のように捉えてみたい。要は役割分担の話である。

先ず分子の主たる部分は各事業部門が担い、「事業利益－投下資産コスト」のプラスを目指す。事業収益力の強化を第一に、投下資産をコントロールしながら営業利益拡大を志向することを通じ分子の極大化を目指す。一方、分母のエクイティ部分については、CEOとCFOの専権事項との認識のもと分子を横に見ながら、配当を増やす、あるいは自己株式を取得するといった資本効率に関わる打ち手を講じる。

そのうえで、経営企画部門は分子を形成する事業ポートフォリオ全体に目を配りつつ、分子と分母の懸け橋としての機能も果たす。全体最適を担う同部門は、結果的に皮膚感覚でROEを語る戦略主体になる、というわけだ。この文脈からIR部門は経営企画部門や財務部門により近くなるだろう。奔走は奔走でも中身とベクトルが今までとは大きく異なるといっても過言ではない。

同時に、ROEを語る戦略主体＝経営企画部門は正しいメッセージを現場にもたらず。間違っても、「全社一丸となってROEの向上を」といった平板なメッセージを現場に対して発してはならない。ミスリードになりかねない。事業部門の長がコントロールすべきは、事業利益から投下資産コストを引いた「真水」であり、配下である現場は事業利益の大半を占める営業利益<sup>21</sup>を担う。

こう考えると事業部門の長はともかく、現場にとってのKPIは営業利益となり、今までと大枠は変わらないケースも多いかもしれない。しかし、目標とする財務数値は同じであっても前提となるコンテキストが今までとは大きく異なる。この辺りを因数分解したうえでの現場との弛まない対話が欠かせないのである。もともと、「現場」というキーワードからは財務的なアウトプット指標よりもむしろビジネスプロセス・マネジメントに係るアクション指標の方が実務上はより重要なのだが、これについては別稿で改めて触れることとしたい。

ともあれ、従前のように「3年中計」のドラフトをはさみ、積み上げ発想で「できる、できない」を繰り返す不毛な対話ではなく、これからはワンベクトルでエクイティ・スプレッドを高めるべく、建設的な対話を現場と経営企画部門には期待したいものである。そして因数分解されたROEを共有し、セカンドステップとしてそれを部門業績評価や人事評価へと適切に反映させることができれば、ガバナンス・コードを起点とした経営システムもうまく回り始めるはずだ。

---

<sup>21</sup> 実務的には、当該部門で管理可能な利益である貢献利益を目標とするケースが多いだろう。また機能別組織の場合、製造部門のプロフィットセンター化も 이슈 度が高くなる

---

さて、次稿においてもブロック4「ポジショニング&事業PFの最適化」をテーマとして論を展開していく。まずは、事業ポートフォリオマネジメントが抱える課題を整理し、読者諸兄と共に考えていくところから始めたい。引き続きお付き合いいただければ幸いです。

—以上—

---

## 参考文献

- 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」(2015年9月24日)
- 東レ(株)常務取締役 内田章「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方に係るたたき台」(2014年12月11日)
- 佃秀昭「安倍首相が企業統治改革に「本気」の意味」(日経BizGate「攻めのガバナンス」実現への道)
- 「官民協働での挑む『地産外商』戦略」(月刊事業構想 2013年11月号)
- 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
- 柳良平著「ROE革命の財務戦略」(中央経済社、2015年)
- 柳良平「Equity Spreadの開示と対話の提言」(『企業会計』65巻1号、2013年、pp86-93)
- 川崎健「『8%』は魔法の数字」(2014年8月26日付日本経済新聞朝刊 スクランブル)
- 手島直樹著「ROEが奪う競争力」(日本経済新聞出版社、2015年)
- 長田貴仁著「増補新版 パナソニック ウェイ」(プレジデント社、2008年)
- 小菅正伸「日本企業におけるビジネス・プロセス・マネジメント-パナソニック(株)の事例を中心として-」(関西学院大学 商学研究 2009年12月 第27巻第3号 p27-59)
- 池田健一「パナソニックの組織変革と財務への影響」(福岡大学商学論叢 2012年9月 第57巻1/2号 p13-26)
- 太田珠美「コラム 企業の資金調達コスト意識は高まるか」(大和総研金融調査部)  
[http://www.dir.co.jp/library/column/20151021\\_010235.html](http://www.dir.co.jp/library/column/20151021_010235.html)
- 八田真資著「不確実性の時代を生き抜く'最強の経営企画部」(中央経済社、2015年)
- 中村和己著「経営企画部が日本企業をダメにする『実務家のための事業戦略論』」(飛鳥新社、2004年)
- 渡辺茂著「ケースと図解で学ぶ企業価値評価」(日本経済新聞社、2003年)
- 石井雄一著「道具としてのファイナンス」(日本実業出版社、2005年)
- 伊藤邦雄著「ゼミナール 企業価値評価」(日本経済新聞社、2007年)
- 内閣府政策統括官室「アンケートからみた日本の経営の特徴」(平成18年7月)
- W・チャン・キム、レネ・モボルニュ著、入山章栄(翻訳)、有賀裕子(翻訳)「[新版]ブルー・オーシャン戦略—競争のない世界を創造する」(ダイヤモンド社、2015年)
- 保阪薫「日本企業の半数以上 株主の期待に応えられず」(2012年10月11日付 読売新聞)