

2020.3.4

第3回 事業再編研究会 意見書

首都大学東京
松田千恵子

第3回研究会を欠席するため、以下の通り意見書を提出します。

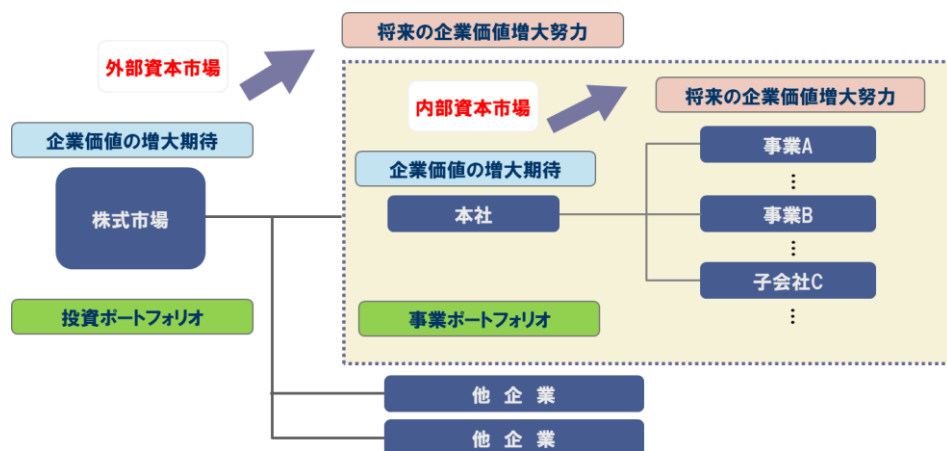
<要旨>

- ・ 「資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメント」に企業がなかなか対応できないのは、実務的には企業内の「データインフラ不備」（特に事業別 BS の不存在）にも理由がある（事業リスクに応じた負債資本構成が事業別に分からないので、全体の財務戦略や全社戦略を立てるための情報が無いということ）
- ・ これを策定するのは、単なる作業ではなく「経営資源の獲得合戦」になりがちなのでトップダウンの意思決定や CFO 機能の発揮が不可欠
- ・ 先進企業のベストプラクティスは有効、資本効率指標等の強制開示には要留意

<内容>

1. 資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメントの必要性

- ・ 株主が資本市場で行う投資ポートフォリオマネジメントと、多角化企業が持つ事業ポートフォリオマネジメントのバッティングが問題となってきた（図1）
- ・ 実際に複数の事業を持つ多角化企業の多くはコングロマリット・ディスカウントの状態にある（筆者及び協力者の試算によると平均 30%程度のディスカウント）
- ・ コーポレートガバナンス・コードにも「資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメント」が明記され、企業も対応を迫られている



出所：松田千恵子『グループ経営入門 第4版』税務経理協会、2019年

図1 投資ポートフォリオと事業ポートフォリオのバッティング（出所は以下同様）

2. 企業において取り組みの障壁となる点

- ・ 然るに、企業における対応が順調に進んでいるとは言い難い
- ・ 根底にあるのは、第1回で述べた通り、「債権者の思考（多角化を株主が嫌うことへの無自覚）」「アカウンティング的思考（ファイナンシャルリテラシーの低さと制度会計の偏重、管理会計の不備）」「オペレーショナル的思考（全社戦略の欠如、マネジメントとしてのCFOおよびCFO的思考の不在）」であるが、今回はもう少し実務的なレベルに立ち入って問題点を指摘したい

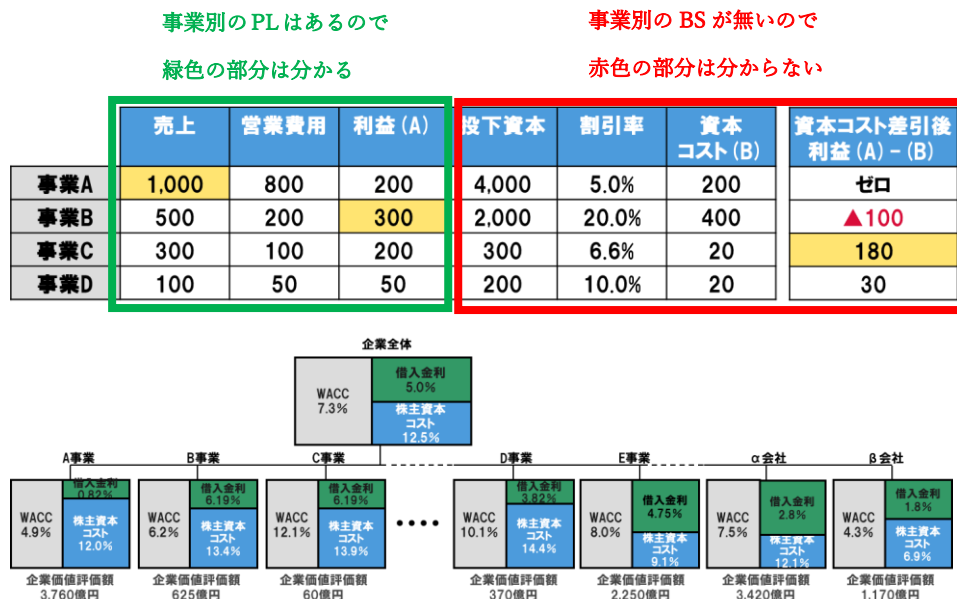
- ・ まず、多角化企業において「資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメント」を行おうとして壁にぶち当たるのは以下の4点

- ① 事業別のバランスシートが無い
- ② 従って、事業別の資本コストが算定できない
- ③ 事業別に競争を設定して比較することをしない
- ④ 従って、事業別の事業価値が分からない

ゆえに、コングロマリット・ディスカウントの状態にあることが定量的に示されない（①②が無ければDCF法は無理、③が無ければマルチプルも無理）

もちろん、この背後には「事業別に戦略ストーリーを設定して吟味しない」という問題があるのだが今回は割愛する

- ・ 図で表すと、以下のようなデータインフラが無いということになる（図2、数字はすべてダミー）
- ・ 超大企業はこの問題を遅くとも数年前までには克服しているところが多いが、一般的にはまだまだ悩みの種であり、またデータインフラができたからと言って活用できているとも限らない（後述）



3. なぜ障壁が障壁であり続けるのか(1)

- ・ 「BS の不存在」が原因なら作ればいいではないか、というのは尤もであり、企業側も努力している
- ・ しかしなかなかできないのは、この作業を「経理部門」に頼むから
- ・ 「経理部門」が悪いわけではないが、同部門のミッションは「制度会計のルールに基づいて過去の実績を正確に報告する」ことにある
- ・ そのため、制度会計のルールに則った精緻な事業別 BS を作ろうとして挫折する
- ・ 挫折しないまでも、何年もかかってしまう
- ・ Ex. 「経理に投げたが、3 年たってもまだ出てこない」(A 社経営企画)
(経営トップの意思決定や理解の問題は当然に存在するが、ここでは割愛)
- ・ また、精緻にやろうとするがゆえに、「資本コストの算定式を法制度化してくれないと対応できない」といった声も出てくる
- ・ 特に、**事業リスクに応じた財務構成**を考えることができない(資産側は紐づけが可能だが、負債と資本はお手上げ→経営資源配分の問題のため(後述)(図 3))
- ・ しかし、この領域の作業はそもそも「管理会計」の領域であり、将来を“確からしく”予測するという意味でファイナンスやマネジメントの領域である
- ・ 敢えて言えば「ざっくり」分かって「さっさと」マネジメントの意思決定に活用するのが大事であり、「作業」にひたすら拘泥するのはナンセンス

分類	概要	メリット	デメリット
1. 損益計算書方式	損益構造から事業リスクを判断して配賦	PLから考えるのでわかりやすい	実際には紐づけるのが難しい 事業資産配賦にはあまり役に立たない
2. 実績配賦方式	過去に遡って株主資本に利益繰り入れ	過去実績に基づいているので、事業側の納得感が高い	配賦したくないところに株主資本が配賦されがち
3. 資産レバレッジ方式	資産に掛け目をかけて必要資本を推定	資産が持つリスクを反映できる 比較的簡単	資産掛け目をどうするか の検討が必要
4. ベンチマーク方式	業種平均や競合に資本構成を合わせる(財務もしくはマーケットデータ)	業種特性としてのリスクを反映できる 比較的簡単	何を比較対象とするか によって変わる
5. 資産総分類方式	全ての資産を事業に紐づける	経理的な意味での納得感が高い	とてつもなく時間がかかる(割に使えない) 負債資本配賦には役立たない

図 3 事業別バランシートの作り方(出所前掲)

4. なぜ障壁が障壁であり続けるのか(2)

- ・ 仮に事業別 BS を作り、事業リスクに応じた負債資本構成を考え、それに見合った資本コストを算定できたとしても、次の問題が立ちはだかる
 - ① 事業部門からの反論に耐えられない
 - ② 事業部門への浸透ができない

③ 事業部門を管理する機能が弱い

- ・ 実際には、こうしたデータインフラ構築は単なる「作業」ではなく、**負債と株主資本という経営資源を巡る配分の問題**である。従って、作業結果が見えた途端、各事業部門からの反論（要は経営資源の獲得合戦）が始まるが、事業部門長のフィナンシャルリテラシーがネックとなり、大抵の場合説明に納得してくれない
- ・ Ex.「これまでわが社を支えてきた事業なのに借金を押し付けるとは何事か」（成熟事業なので、ある程度資本コストを抑えたいだけなのだが）
- ・ また、作業を行った側も、この作業の実態が「経営資源配分」という意思決定の問題であることを意識していない場合も多く、ボトムアップでは殆ど対応できない→経営者のトップダウンで進めなければなかなか動かない
- ・ トップダウンで決定したとしても、今度は各事業部門や現場までブレイクダウンして伝えなければならないが、そうした浸透作業を怠りがち
- ・ Ex. 「ROIC ぐらい理解してほしい（本社側）⇔ 英語略称はもう沢山（事業側）」
- ・ こうした作業に努めても、肝心の業績評価や人事評価などに資本効率を勘案した指標が採択されていなかったり、その改善について「モノを言える」ような組織体制になっていなかったりする
- ・ 事業の将来性を見極め、投資の実効とモニタリングを行い、業績を評価し、次のフィードバックにつなげるという**マネジメントのPDCAサイクルを担う機能がない**
- ・ 別に CFO がいる必要はないが、CFO の傘下にあるべきこうした機能がごっそり抜けていることが組織的には大きな問題。筆者が日本 CFO 協会において行った合サーベイでもそのことが如実に表れている（図4）

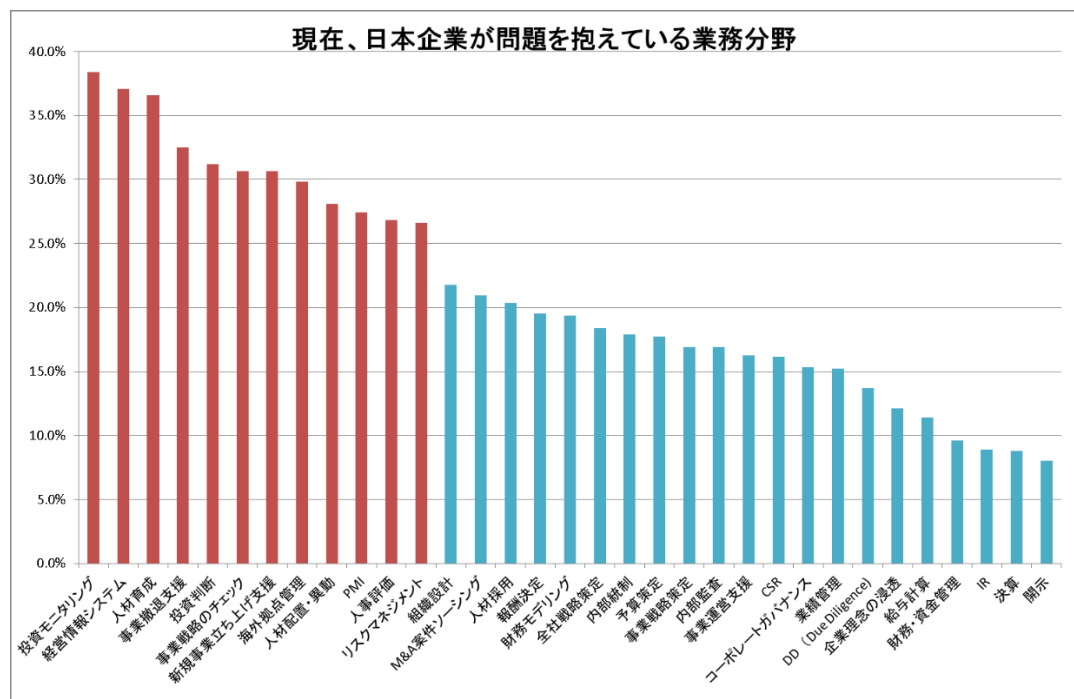


図 4 日本企業が問題を抱えている業務分野
(出所：日本 CFO 協会マネジメントサーベイ 2019)

5. では、どうすべきか

- ・ 「資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメント」を進めるうえでは、①経営者による必要性の認識、②取締役会でのモニタリング、③株主とのエンゲージメント、が欠かせないが、上記に記したような実務上の障壁も大きいと思われる
- ・ 筆者の印象では、「資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメント」に対して全く背を向けている企業よりも、(外には出さないが実は) こうした内部的な問題で悩んでスタックしている企業の方が多いので、実務上の悩みを取り除くような支援が望ましいのではないか
- ・ 具体的には、既に障壁を乗り越えた企業ももちろんあり、そうした企業のベストプラクティスを紹介し、広めていくのが妥当なのではないか
- ・ 本件は、典型的な「制度会計が管理会計を決め、意思決定がそれに従っている」事例である。「**意思決定のために管理会計があり、その結果が制度会計で示される**」ようにするために、ガイドラインなどに「事業ポートフォリオマネジメントにおける意思決定」「管理会計の重要性」について言及するのは有効ではないか
- ・ 資本効率に関わる指標 (Ex, ROIC) や数値 (Ex. 事業別株主資本) などを有価証券報告書などで強制開示させることも考えられるが、この場合、下手をするとより「制度会計的」な作業やメンタリティに陥ってしまう可能性がある。すなわち、**現場は疲弊するがマネジメントの意思決定には役に立たない**という現象が起こることもあり得るので、情報開示の強制適用についてはこの点を十分留意すべきであると考えられる (起爆剤となる可能性もあること、本来管理されていて当然であるべきことなので反対はしない)
- ・ 個人的には任意開示が進むことを望んでいる。多角化企業であるのにいつまでたっても事業別の管理ができずにいる企業経営者には、取締役会のモニタリングおよび資本市場による規律付けがなされていくだろうからである

(以 上)