

寄稿②

統合報告書を読み解くヒント<第3弾>

～具体的な目標数値より大事なこと～

大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

宮川 壽夫

■またもやROICか！

最近の統合報告書の構成は実に整然としていてわかりやすい。その企業グループが持つ複数の事業を事業部門ごとに整理し、各事業の特徴、事業環境、戦略が網羅されている。さらには各事業部門の達成目標が具体的な数値として示され、まさにPDCA（Plan Do Check Action）サイクルが手に取るように把握できる企業が増えた。最近の統合報告書で特徴的なのは、数値目標がおしなべてROEやROICなど資本利益率を採用している点だ。何社もの統合報告書を読み続けていると「またもやROICか」と感じることもある。これはコーポレートガバナンスコードが「収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直し」を企業が「行うべきである」と言い出したことの影響が大きいと思われる。

具体的な財務数値の目標を達成するために「事業ポートフォリオ」という形で企業内の事業を切り分け、各事業部門長は権限を与えられるとともに目標達成への責任を負うことになる。すべての事業部門が平等な機会を与えられ、財務数値という公正な目標に向かって同じ条件で競い合う。そして自分たちの努力の結果として、企業内で生き残る、つまりは投下資本を受けるに値する地位を獲得する。まさに自立と自己責任という理想が達成されているかのように見える。だが、果たして企業経営はそれほど単純だろうか。

このような社内の体制はまさに市場性と親和的だ。市場原理によって社内の資本が各事業部門に配分されるという意味で、ファイナンス分野では「内部資本市場」と呼んでいる。ところが、こ

れが意外とうまくいかないという問題も指摘されている。

■財務数値の客観的合理性より

経営者の主観的創造性

ファイナンスの教科書には、ROEやROICなど会計数値によって業績を評価する場合は「会計上のバイアスを考慮する必要がある」^{※1}と慎重な注意書きが置かれている。これは会計上の利益と企業価値の拡大は異なるということを強く暗示したものだ。企業の現状を客観的に把握するためには財務指標の分析は手っ取り早くて便利だ。しかし、企業価値の拡大にとって大事なことは企業がこの先どうするのか、どうなっていくのかという将来の話になる。客観的で具体的であるとはいえ現時点の財務指標に表れている情報はその事業の将来を予測する上で必ずしも十分ではない。

現実には事業にさまざまなステージがあるというのも一筋縄でいかない問題の一つだ。市場が成長していて利益よりも売上シェアの拡大を優先すべき事業もあるだろうし、あるいは事業が成熟してくれば一転していかに効率性を確保するかが優先課題となるだろう。新規事業に関してはもちろんだが、サイクルの変動が激しい事業などは、一時的に収益性が低く見えても、投資の仕方によっては将来キャッシュフローを生む可能性が十分にある。事業の現状を把握するといってもそれは実に複雑で、多面的な分析視点が必要だ。しかも、それぞれの事業はそれぞれに特殊解を持っている。なにか便利な共通指標があって、それさえ使ってふるいにかけれ

ばいいというようなわけにはいかない。ましてや各事業部門が必ずしも資本利益率のみにこだわらなければならない理由はないはずだ。

現在の貸借対照表や損益計算書から算出した財務比率の結果だけを見て、それが客観的で公平だという理由で機械的な基準を設けて事業投資の意思決定を行う、そういうものを経営判断とは呼ばない。経営にとって重要な判断とは、財務分析によっていまどういう状態にあるかを客観的に把握したうえで、この先どうなるのか、どうしたいのか主観的に考えることにある。そして、「いままではこうだったけど、これから先はこうなる（あるいはこうする）」というために「なぜいまがこうなのか」「将来こうなるという根拠はなにか」という、より高次の因果律を絶えず思考することにある。それには業界を知り尽くした経営のプロとしての主観的な経験と知見が客観情報に勝る。企業価値の拡大は時として客観より経営者の主観、そして合理性より経営者の創造性の方が重要な局面がある。過去の戦略の妥当性は必要な情報ではあるが、経営者がもしも過去の記録のみを頼りに仕事をしていたら価値を拡大することは不可能だ。

■このさい思いきり抽象度を上げるというのはいかがでしょう？

会計上の指標を事業部門の目標数値にしたり、経営成果の目安に使うことが間違っているわけでは決してない。それはそれで重要なことだ。ただ、CGコードがそうであるように、多くの人は具体的に比較可能性が高いことのみが実践的で実効性があると思いがちだ。しかし、企業の現場がROIC10%の達成を目標に仕事をしていて、果たして従業員は楽しいだろうか。それが資本コストを上回っているからと言われたらなんだか生命力を奪われそうになる。

その目標を達成することにはどのような意味が

あるのか、数字よりも抽象化された言葉で表現された情報がほしい。数字の目標を決めることは簡単だし、数字の結果に表れる相対的優劣のみを評価することはだれにでもできるが、その意味を抽象的に表現するためには脳みそにいささかの汗をかかねばならない。数値目標を達成する前と後とでは、自社にとって従業員にとってなにがどのように変わるのだろうか。目標を達成した暁には一体どのようなことが起きるのだろうか。経営者だけでなく、事業部門長も従業員もむしろ思いきり抽象度を上げて丁寧に言語化する。すぐれた経営の原動力はむしろ高度に抽象化する思考力にあるような気がする。コンテンツの自由度が高い統合報告書にはそういう抽象的なメッセージがもっとあってもいいような気がするが、いかがでしょうか。

■財務分析の達人、それはヒマラヤの雪男？

数字のわかりやすさは得てして複雑さを迂回し、思考を停止させる力も持っている。目標を達成したら満足して終わり、ということは現実によくある話だ。財務分析はたくさんある分析視点のわずか一つに過ぎない。コーポレートファイナンスの教科書にも必ず財務分析の章が設けられているが、先に挙げたブリリー・マイヤーズ・アレンの教科書はさんざん財務分析の解説をした後で次のように言っている。私がとても気に入っている箇所なので引用して本連載を締めくくりにしよう。

「おそらくこれまでに、たちどころに会社の会計を分析し、財務比率を計算し、会社の行く末を予言する達人たちの話を聞いたことがあるだろう。そうした人たちはヒマラヤの雪男のようなもので、よく話に出るが本当に見た人はいない。財務比率は占いの水晶玉のようなものではない。大量の財務情報を要約したり、企業の業績を比較するための便利な道具に過ぎない。財務比率は適切な質

問をする助けにはなるが、滅多にその答えを与えてくれることはない。】^{※2}

つまり、財務数値の目標や分析は答えを出すためではなく適切な問題意識を持つためにあるという教訓だ。統合報告書は毎年作成されるのが普通

だろう。だからすぐに答えを出さなくていい。ただ常に高度な思考を繰り返している、そういう統合報告書を作る企業の何社かに昨年は出会えた気がする。

(完)

※1 R.Brealey, Myers, S. and Allen, F. (2013) *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Education, 本文中の訳は藤井眞理子他監訳(2014)リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン『コーポレートファイナンス』(日経BP社)による。

※2 前出の藤井眞理子他監訳(2014)リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン『コーポレートファイナンス』(日経BP社)の訳を採用。

宮川壽夫 (みやがわひさお)

大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

筑波大学大学院博士後期課程修了。博士(経営学)。専門はコーポレートファイナンス理論の実証研究。野村証券、米国トムソンフィナンシャルを経て2010年より大阪市立大学(現大阪公立大学)に専任。主な著書に『企業価値の神秘~コーポレートファイナンス理論の思考回路』2016年(中央経済社)『配当政策とコーポレートガバナンス~株主所有権の限界』2013年(中央経済社)他論文多数。