

# 事業評価・管理の現状

## - EVA™を中心とした主要企業インタビュー調査 -

### 【要約と結論】

ここ数年で、日本企業の間にも株主価値や資本効率、資本コストの考え方やエコノミックプロフィット（EP、EVA™等の総称）等を事業評価・管理に取り入れる企業が増加してきた。

当レポートでは、EPをはじめ斬新な事業管理指標を取り入れている主要企業19社へのインタビューを通じて、導入の目的や指標算出の定義・工夫、事業間の経営資源配分や新規事業進出や撤退の基準、役職員への人事・経済処遇への事業評価の活用といった点を中心に浸透状況や課題をまとめた。

EPを事業評価指標に選択した理由として共通に挙げられたのは 連結経営移行に伴うグループ共通の新たな尺度、 縮小均衡に陥らずに単年度評価ができる指標、 収益性と効率性の両立する指標、 人事評価への活用可能な指標等であった。

EPの算出において、EVA™の定義やファイナンス理論を忠実に適用するよりも、事業利益や投下資本、資本コストを独自に定義あるいは簡略化しているケースが多かった。これは、厳密さよりもまず組織への理解・浸透を優先させたことによる。導入期の過渡的な面もあるが、前提に左右される資本コストや指標の算出への客観性・納得性への配慮であると言える。

EPは、主に経営資源配分のための事業ドメインの評価に用いられている。ドメイン内の事業の進出基準へはDCF法の利用が多かった。一方、撤退・再建の基準には、事業利益や営業キャッシュフロー、EPが用いられているケースが多かった。EPに加えて他の指標を併せて利用する企業が大半で、バランスドビジネススコアカードなど業務に関係の深い指標を用いている企業が多かった。

ほとんどの企業が事業評価と賞与を連動させていた。しかし、連動割合や指標設計に改善の余地があるとする意見も多かった。更に、人事ローテーションとの関係も新たな課題と考えられる。

今回インタビューを実施した企業では、事業評価の枠組みがかなり定着してきていると判断できる。一方、現実には、事業評価や撤退に伴う人的な問題等もあり、今後の更なる改善が期待される。

No.39

2004年2月

野村証券金融研究所  
経営調査部

森 智世

## 【目次】

はじめに.....	1
インタビュー調査の概要 .....	2
<b>I. 事業評価対象となる組織の枠組み .....</b>	<b>3</b>
1. 評価・管理対象となる事業組織の範囲.....	3
2. グループ組織構造 .....	4
3. 評価・管理対象となる事業組織の深さ .....	5
<b>II. エコノミックプロフィット.....</b>	<b>6</b>
1. エコノミックプロフィット（EP）導入の理由.....	6
2. エコノミックプロフィット（EP）の算定式 .....	8
3. エコノミックプロフィット（EP）の組織浸透度 .....	15
<b>III. 事業評価のフレームワーク .....</b>	<b>17</b>
1. 複数指標の活用とそのフレームワーク .....	17
2. ROA の併用 .....	19
3. 評価方法 .....	20
4. 事業評価を支える IT インフラ .....	21
<b>IV. 事業評価の活用の実際.....</b>	<b>22</b>
1. 新規事業進出、事業撤退における定量的手法 .....	22
2. 事業進出 .....	23
3. 事業撤退 .....	26
4. 定量的判断 vs 定性的判断.....	27
5. 産業別事情.....	28
6. 業績連動報酬 .....	29
<b>V. その他運営上の課題 .....</b>	<b>32</b>
<b>VI. 補論： 持株会社とカンパニー制 .....</b>	<b>35</b>

## はじめに

90年代後半、株式市場の低迷や大手金融機関の破綻、収益の著しい低下に伴う企業倒産等が相次ぎ、フリーキャッシュフロー、DCFといった考え方が、企業価値創造経営の旗の下、急速に我が国の経営の場にも広がりを見せた。1997年、ダイヤモンドハーバードビジネス誌においてもキャッシュフロー経営特集が生まれ、1998年にはEVA<sup>TM</sup>が、従来の会計利益指標に代わるものとして話題を集めた。これら一連の動きは、我が国企業経営者に対し、今一度、誰のために何を持って儲けを測り価値とするのかについて再考を促す機会となった。

実際、2003年4月に野村証券金融研究所が実施した大手企業調査<sup>1</sup>からも、資本効率の概念を適用した事業管理の導入には進展が見られ、事業管理の強化に合わせたインセンティブ制度の導入を行っている企業も増加傾向にあることが見て取れる。

グループ事業評価・管理に係る事業評価指標・手法導入後の現状を把握するために、1998年以降、資本効率指標、EVA<sup>TM</sup>、または、斬新な評価フレームワークなどを事業評価に積極的に導入していると報じられた企業に対しインタビューを行った。<sup>2</sup>

いずれの企業も、自らの企業文化・風土に適する事業管理の仕組みを模索し続けた結果、輸入物であった概念・指標を巧く自社の理念に帰化させていた。従来のグループ経営のあり方を数年でドラスティックに変革するに当たり、グループ内で直面する様々な課題があったであろうことは言うまでもない。インタビューを通して語られた経験智の全てをここに書き記すことはできないが、このレポートを通し、少しでも我が国先進企業の事業評価の現状について認識を共有できれば幸いである。

<sup>1</sup> 2003年4月、野村証券金融研究所経営調査部、企業財務レポート No.36「事業再構築に向けた財務管理の強化」

<sup>2</sup> 当調査期間中にインタビュー可能であった19社を対象とする。

### 野村証券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

# インタビュー調査の概要

## 1. 対象企業選択方法

1998年から2003年の6年間に、日経四紙、日経ビジネス誌、ダイヤモンド誌、東洋経済誌などを通じて、エコミックプロフィット（EP）を中心に資本効率指標または斬新な評価フレームワークなどを事業評価に積極的に導入していると報じられた企業群から、日本を代表すると考えられる企業を選び、今回は、19社に対しインタビューを実施することができた。

報道時点における事業評価指標の導入状況	19社中
エコミックプロフィット(EP)を導入している	16
エコミックプロフィット(EP)以外の指標を導入している	3

EVA™は、スタンスチュアート社によって指標が導入された場合にのみ正式に用いることができる固有名称であるため、当レポートにおいては、EVA™という名称を使用せず、エコミックプロフィットまたはEPという汎用名称を用いることとする。

## 2. インタビュー実施企業の属性

インタビュー実施企業の内訳	
食品	3
素材(化学)	3
加工(エレクトロニクス中心)	7
商社	2
運輸	2
公益	2
合計	19社

## 3. インタビュー方法と実施期間

インタビュー内容を(1)事業評価対象となる組織の枠組み、(2)事業評価に用いている指標または手法、(3)事業評価結果の活用の実際、(4)その他運営上の課題、の4項目とし、各項目における詳細を対象企業の有価証券報告書、ホームページ、および上記外部報道による情報から作成し、インタビュー実施日の数日前に質問状として電子メールにより送付した。インタビューは、対象企業の経営企画・管理担当責任者、財務または経理の企画・管理担当責任者、およびIR担当責任者のいずれかまたはすべてに対し、個別訪問によって、2003年10月中旬～2004年1月上旬の約2ヶ月間に渡り実施した。当レポートは、上記の質問に沿ってまとめている。

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

# 1. 事業評価対象となる組織の枠組み

## 1. 評価・管理対象となる事業組織の範囲

評価対象となる事業の単位として、まず、経営資源配分の対象となる事業ドメインが挙げられる。この事業ドメインは、約半数の企業で有価証券報告書上の事業セグメントと同一ではなかった。もちろん、有価証券報告書のセグメントとまったく関連のない括りを採用しているということではなく、一単位と認識する事業の範囲が異なるという方が正確である。

資源配分対象となる事業ドメイン	
有価証券報告書のセグメントと同じ	9
有価証券報告書のセグメントと異なる	10
	19社

有価証券報告書のセグメントと異なる事業範囲を採用している理由には、大きく2つあるように思われた。ひとつは、開示ガイドライン上では、同一セグメントとして認識される事業であるが、実際には、顧客も市場も異なる複数事業が含まれているため、評価・管理上、それぞれ異なる事業ドメインとして扱っているというものである。もうひとつは、開示ガイドライン上は、異なるセグメントと認識されているが、実際には、セグメント間におけるシナジーが非常に高いため、事業評価・管理上は同一事業ドメインとして経営資源配分を行っているというものである。

どちらかという、有価証券報告書のセグメントの括りよりも、組織図（組織構成）の方が、実際の事業評価・管理の括りをより正確に表しているようである。組織論の基礎を成す「組織は戦略である」とする考え方からも、各企業が自らの戦略（経営資源配分）の単位として認識している事業ドメインを、そのまま物理的組織として編成するのは当然の結果だと思われる。機能（バリューチェーン）別組織形態を基本構造としている企業においても、組織図に基づく機能別管理と、製品・サービスによるバーチャルな事業管理の両方を実施していることから、組織図と評価の括りは、やはり同一だと言える。中には、組織改編が頻繁に行われるため、物理的な組織を動かすことをやめ、概念的なバーチャル組織を構築し、それを経営資源配分の単位としている企業もあった。

一方、有価証券報告書は、投資家の理解を促すためのコミュニケーション・メディアであるため、セグメント開示ガイドラインに則ってセグメントを括ることが選択されており、必ずしも戦略単位を表現しているわけではないようだ。その意味では、外部から企業の戦略事業単位を理解するためには、有価証券報告書のセグメントよりも組織図の方が有効だと言える。

### 1) 子会社の位置づけ

子会社の位置づけについては、各事業ドメインに関連性の深い子会社をそれぞれ連結させた上で事業評価を行っている企業がほとんどで、18社中17社を占めた。下記表中、「全て事業部門へ連結した上で

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

評価」の項目に分類した 10 社の中には、どこの事業部門にも属さない特殊子会社については例外として個別に管理している、または、コーポレート預かりとしている、などとした企業も含まれる。

グループ本社による事業評価における子会社の位置づけ	有効回答18社中
全て事業部門へ連結した上で評価	10
全て事業部門へ連結した上で評価し、かつ個社別にも評価	7
事業は単体のみで評価し、子会社は個別評価	1

表中「事業は単体のみで評価し、子会社は全て個別評価」とした企業は、コアとなる事業を全て本社単体で行っている運輸企業である。子会社には周辺事業のみを任せていることから、本社事業に連結すべき子会社がないことによる。本社内に各子会社を主管する部署を設け、子会社の業績についての指導、業績評価のベースとなる資料作成等の責任を課しているが、主管部長の評価には、子会社業績を反映させておらず、子会社に対する実質的な統制は本社経営レベル（委員会等）に属している。

## 2. グループ組織構造

各企業が事業ドメインを現実的な組織として編成する場合において、採用するグループ組織構造には多様性がある。今回インタビューを実施した 19 社においても、カンパニー制が多く見られたものの、純粋持株会社から機能別組織まで様々な形態があった。

グループ組織構造	
純粋持株会社	2
事業持株会社	1
分社制	1
カンパニー制	7
擬似カンパニー制	1
事業グループ制	4
機能部門制	3
	19社

表は、企業グループの組織構造を分類したものである。「純粋持株会社」から「カンパニー制」までの組織構造は、各事業ドメインにおける P/L と B/S の両方を完全な形で作成・管理している組織を指す。持株会社内にプロフィットセンター（収益目的の事業）を有する場合を事業持株会社、そうでない場合を純粋持株会社としてここでは分類している。また、社内に事業ドメインを残している場合は「カンパニー制」、社外に出している場合は「分社制」と分類した。「擬似カンパニー制」から「機能部門制」までの組織は、B/S の貸方（調達側）を事業資本金等まで切り分けていないものである。P/L と B/S の借方（資産側）を事業別に切り分けている場合は「擬似カンパニー制」、P/L のみ切り分けている場合を「事業グループ制」と分類した。

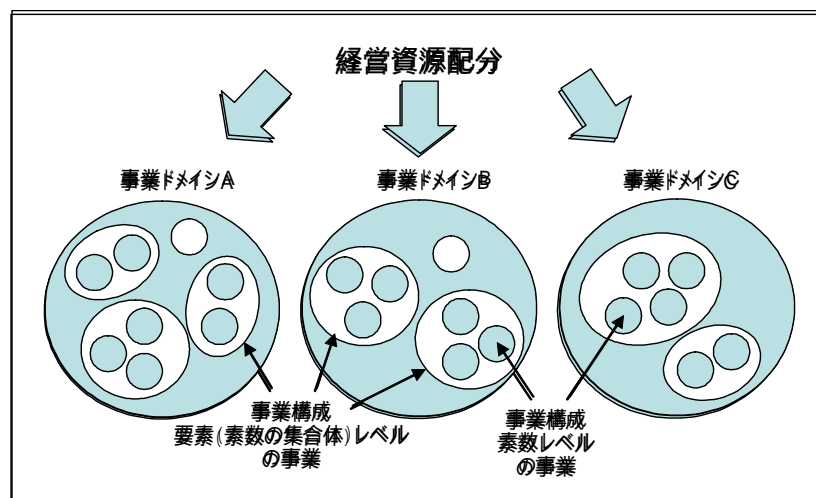
尚、コアとなる事業をグループ本社が行っている運輸企業 1 社と公益企業 1 社は、本社内を機能部門制に組織編成しているが、上の表では、周辺事業を含めた上でのグループ管理構造を基準に分類しているため、それぞれ事業持株会社制、分社制に分類している。

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

### 3. 評価・管理対象となる事業組織の深さ

今回インタビューを実施した企業の多くに共通していた認識は、経営資源配分に用いる事業単位と撤退・進出を実際に行う事業単位を区別していたことである。進出・撤退における判断は、事業ドメイン内を掘り下げ、製品、技術、リスク、またはビジネスモデル等がお互いに重複しない事業（ここでは、事業素数、または事業構成素数と呼ぶ）に細分化した単位を対象としていることが多かった。また、事業ドメインを構成する最小単位（素数）においては、P/L 管理がほとんどであり、B/S まで把握しているのは、事業素数から見て約 1~2 階層上で括られた事業であることが多かった。



もちろん、新規の事業ドメインへの進出や既存事業ドメイン自体からの撤退という判断も経営資源配分を目的に評価・管理している以上、皆無とは言えない。しかし、既存事業ドメイン自体からの撤退を判断する前に、上記した事業ドメイン内の構成素数の単位における事業進出・統廃合を繰り返し、既存事業ドメインの再建を図っていくことが、現実的な判断のようである。事業進出および事業撤退の具体的な基準については、IV 章「事業評価の活用の実際」にて紹介する。

子会社もまた、独立した一つの事業進出・撤退の単位となる。特に、子会社がある事業ドメインの中核を成している場合や、事業構成素数そのものである場合がそれに当る。事業へ連結した子会社の評価についても、特に、重要性の高い子会社については、多くの企業が個社別にも事業評価・管理をしている。子会社の事業管理責任は、グループ本社（経営）レベルが直接負うとした企業が多かったことに対し、事業グループまたは主管部署（つまり事業ドメイン）へ権限（責任）委譲し、事業グループ責任者の評価に反映させていると回答した企業も数社あった。

事業ドメイン内における複数の事業（要素、素数）に関係する製品や技術を扱っている機能分担子会社、例えば、製造子会社や販売子会社等は、各事業との関係性の度合い、または、事業割合などによって、帰属すべき事業へ按分した上で、管理連結し事業評価をすると回答した企業もまた大半を占めた。

## II. エコノミックプロフィット

### 1. エコノミックプロフィット（EP）導入の理由

1998年から2003年の6年間にエコノミックプロフィット（EP）を導入したと報じられていたのは、対象企業19社中16社であった。このうち15社ではEP導入後2年以上が経過している。また、2003年度からEPの使用を取り止めた企業、新たに導入した企業がそれぞれ1社あった。

エコノミックプロフィット(EP)導入状況	19社中
導入している	16
導入後2年以上経過	15
導入後1年未満	1
導入を取りやめた	1
導入していない	2

EP導入企業16社が、従来の事業評価・管理指標に代えて、エコノミックプロフィットを選択した理由には、幾つかの共通点があった。(1)グループ間の共通言語としての指標、(2)縮小均衡とならない単年度事業評価に適した指標、(3)事業部門に収益性と効率性の両方の事業責任を課すことのできる指標、(4)人事評価にも使用できる指標、などであった。以下、各点について説明を付していく。

数年前までは、単体経営が中心であったことから、子会社評価を含めた事業評価には、個々別々な指標がその時々で使用されてきたとする企業は多かった。グループ経営、連結経営という意識が浸透していく中で、グループ内の統一的事業評価尺度を求める動きが生まれ、当時、企業価値と相関が非常に高いと紹介された指標であったことから、エコノミックプロフィットがグループ共通言語として選択されたようである。

縮小均衡とならない単年度指標であることについては、他の指標との比較について触れた企業も多く、例えば、フリーキャッシュフロー（FCF）が単年度の先行投資額の影響をそのまま反映してしまうことから、投資抑制的に働き、縮小均衡や単年度評価に適さないとする意見や、ROEにおいては、借入を誘発し、健全な財務体質の阻害要因となるとする意見や、ROAにおいても何パーセントであれば十分とする基準が設けられないことなどが、エコノミックプロフィットを事業評価・管理指標として選択した理由として挙げられている。

収益性と効率性の両方を評価できる指標であることについては、「B/S、P/L、C/S<sup>3</sup>がしっかり管理できるのであれば、指標は何でも良い。」と、しながらも、その全てを1つの指標で管理できるのがエコノミックプロフィットであったことを選択の理由として上げている企業も多い。特に、P/L（収益性、利益率）に対する責任は、従来から事業部門へ課してきたが、B/S（資産効率性および資本コストの概念等）に対する責任をも合わせ、事業部門に課すことのできる指標として、メリットを感じているようであった。例えば、昔からDC（ディレクト・コストイング：直接原価法）を原価計算に用いているある素材（化学）

<sup>3</sup> キャッシュフロー計算書のこと。業務プロセスごとのキャッシュフローを指しているのではない。



系企業は、DC 指標は既に組織の末端まで浸透していたが、「投資に対するリターン」という概念が不足し、ややもすれば、投資過多に陥りやすかったため、事業評価に資本効率の考えを加味する必要性を感じたと、説明する。

最後に、人事評価に適した指標であることについては、特に、業績連動型報酬制度に適した業績尺度は、単年度評価に適し、かつ絶対額で算出される指標である必要があるため、その両方を満たすことができるエコノミックプロフィットを選択したとした企業があった。その企業は、最初に人事評価に EP を導入し、その後、人事評価制度に併せ、事業評価の尺度としても EP を採用している。

人事評価のための業績指標として EP を選択したという理由以外は、全て、コーポレート（企業戦略）レベルの視点で語られていることに気付く。言い換えれば、エコノミックプロフィットは、事業ドメインの業績評価指標となることを主眼に選択されたのであって、社員の業務管理指標となることを主眼に導入されたわけではないのである。このことは、後述の 3 節「EP の組織浸透度」および III 章「事業評価のフレームワーク」においても同様の方向性を見ることができる。

#### 事例 1

EP の導入後 2 年以上経過している 15 社のうち、全社業績を測る指標としてのみ EP を用い、事業評価には別の指標を用いている企業が 2 社あった。うち 1 社は、あるエアコンメーカーで、来期から EP を、全社業績を測る指標としてのみ用いることとし、事業評価指標としては、キャッシュフローと ROA を用いる。「製造業にとってサプライチェーンマネジメント（SCM）は非常に重要であり、SCM の効果は、キャッシュフローでなくては測れず、フリーキャッシュフロー（FCF）は運転資本効率を直接反映するため現場にわかり易いことと、FCF が改善すれば EP は上がる。」ことを理由として述べている。

この企業について、もう少し詳しく背景を述べると、生産におけるプロセスの効率化を大きな経営目標としてあげており、ハイサイクル生産システムを生産プロセスに導入している。このことにより通常 2 週間かかる製造工程を 3 日で行っている。また、26 年前（昭和 53 年）から、トヨタのカンバン方式を導入することで国内工場における混合生産を可能にし、部品の規格統一や企業機密となっている工夫を通して、混合生産から発生するラインのリマウントやりセットにかかるコストの増加を抑制している<sup>4</sup>。更に、在庫を全てメーカー側のコンサインメントにしたことにより、消費者需要動向が即座に生産計画に反映できることから、仕掛り在庫および流通在庫として滞留するキャッシュを大幅に減らしている。

つまり、生産にかかる調達から製造、物流、販売までのプロセス（SCM）を効率化することで、現金化されないキャッシュ（運転資本）を削減しているのである。この企業が生産工程を事業の重要な戦略要素としていることは、組織図において、製品別に編成された組織から、生産部門だけを別途切り出していることから窺うことができる。企業目標である生産効率の成果を直接測ることのできる指標として、キャッシュフローを選択し、過去の投資の累積である総資産効率を測るために ROA を併用しているのである。

<sup>4</sup> 昨年下半年から海外工場についてもトヨタのカンバン方式を導入し始めており、グローバルな SCM の効率化を測っている。

事業評価・管理と言う時、本社経営陣または持株会社による経営資源配分を目的とした視点と、事業責任者による事業進出・撤退を目的とした視点があり、更に、事例のエアコンメーカーの様に事業責任者による業務管理を目的とした視点といった目線の違う仕組みがいくつか存在している。それぞれの目線の違いを意識して事業評価制度の導入を行ったか否かによって、その後の運営状況や組織への浸透度に違いが現れてきていると考えられる。

尚、2003年度から導入を取りやめた1社は、EPの概念が子会社から理解されず、グループ統一指標とできなかったことから、2003年度からはROAを主要事業評価指標として用いる。2003年度からEPを導入した1社は、今まで長期にわたりROAを用いてきたのだが、事業特性ごとの目標水準に変化をつけたいとの意向からEPの導入に踏み切り、現在、ROAとEPの両方を事業評価に用いている。

## 2. エコミックプロフィット（EP）の算定式

インタビュー対象となったEP導入企業16社が採用している算定式は、表の通りである。算定式1から3は、スタンスチュアート社の定義に沿った基本的な式と言える。ただし、今回インタビューを実施した総合商社（2社）は、投下資本の考え方にバリュアットリスク（VaR）の概念を取り込み新しい指標を構築しているため、基本算定式の採用というよりは、VaRとのハイブリッド指標の採用と言ったほうが良いだろう。

エコミックプロフィット(EP)算定式	16社中
1: 『税引後事業利益 - 資本使用料』方式 $\text{事業利益} \times (1 - \text{法人税率}) - \text{投下資本} \times \text{資本コスト率}$	12
2: 『スプレッド×投下資本』方式 $\left\{ \frac{\text{事業利益} \times (1 - \text{法人税率})}{\text{投下資本}} - \text{資本コスト率} \right\} \times \text{投下資本}$	3
3: 『スプレッド』 $\frac{\text{事業利益} \times (1 - \text{法人税率})}{\text{投下資本}} - \text{資本コスト率}$	2
4: 純利益 - 株主資本×株主資本コスト率	1

重複回答あり

算定式4を採用している1社は、素材（化学）系企業で、無借金であることが理由ではなく、経営目標である「株主価値を創造する」こととの繋がりが、全投下資本ではなく株主資本のみを用いることで、また、加重平均資本コストではなく株主資本コストのみを用いることで、社員にストレートに理解されやすいこと、更に、支払金利（負債コスト）が既に負担されている純利益を税引後事業利益（NOPAT）の代わりに用いることで、株主資本を投下資本として用いることと辻褃を合わせている。つまり、理論

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

を社内の事情に合わせ、導入当初から組織に受け入れられやすい形に内製化しているのである。

インタビュー対象となった商社やこの企業のように算定式自体を独自理論によって改造するところまではいかなくとも、少なくとも表面上は理論に則った算定式を用いているように見える企業が、どの程度、理論に忠実に EVA™ を導入しているのか、以下にまとめていく。

## 1) 企業会計方針からの調整

EVA™ の考え方は、スタンスチュアート社が考案したものであり、その考え方に従えば、「正しい」EVA™ の算出には、約 170 項目に及び会計基準および企業会計方針からの調整が必要となる。しかし、ハイブリッド指標を採用している商社(2社)を除く EP 採用企業 14 社中 10 社は、こうした調整を行っていない。

エコミックプロフィット(EP)算出の際に会計上の数値に調整を行っている

	14社中
はい	4
いいえ	10

スタンスチュアート社によって指標の導入を実施した企業は、「はい」と回答した企業中 3 社、「いいえ」と回答した企業中 1 社であった。

調整を行っていない 10 社に共通する理由は、(1) 従来 of 会計情報を用いることによる組織への理解促進、(2) 算定の簡便化による運営の維持継続(組織浸透)、(3) 制度会計情報の適用による IR 情報としての活用、であった。うち 2 社は明確に「外部の投資家によって妥当性が判断できないのであれば導入する意味がない。」と述べ、EP 導入が IR を意識したものであることを明言している。まったく調整を行っていない企業 10 社中 1 社は、スタンスチュアート社によって指標を導入した企業であったが、導入当初、理論に従って導入したものの「調整が複雑すぎたために組織に定着させることができなかった。」ことから、いっさいの調整を取り止めたと説明する。

一方、調整を行っている 4 社においても、調整は行っているものの、研究開発費の資本化やリースのオンバランス化等、経営判断にとって重要と思われる項目以外は、できるだけ調整を行わない方針であると述べている。その理由は、調整をしていない企業同様、組織への定着であった。

こうしてみると今回インタビューを実施した企業いずれもが「正しい」EVA™ を算出することに必ずしも執着していないことが判る。それよりも、EVA™ 理論が背景とする調達資本に係るコスト概念を組織に浸透させることを優先的に考え、従来 of 会計概念から大きく外れる調整を結果的に避けている。確かにどんなに素晴らしい道具であっても誰も使えないのでは、あるだけ無駄な存在となる。これは、「指標を計算することが仕事になってはいけない」、「指標がぶれにならないことだ」、「継続的に使用することを考えると、できるだけシンプルな方が良い」と言った導入経験に基づく意見からも十分に窺うことができる。

しかし、調整の有無によって企業が EP に求める役割が二分していることも判った。調整を行っていな

## 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

い企業が EP に IR の役割を期待している一方で、調整を行っている企業は、明確に EP は内部管理指標であるとしている。そのため、EP を通した IR を視野にいれていないのである。

エコノミックプロフィット (EP) 算出に当り、制度会計上の数値に調整を加えること、および IR に活用することについて筆者の考えを述べると、例えば東洋経済新報社が発表している「EVA ランキング」の様に外部情報から一律に計算できる指標であれば、つまり制度会計上の数値のみで算出可能な指標であれば、確かに便利であり、横比較も簡単かもしれない。調整が行われていない以上、調整への妥当性を判断する必要もない。しかし、これでは当該企業が EP を重視した経営を行っているということのみがマーケットに発信されている情報である。飛躍的な経営情報の増加とは言えない。より付加価値の高い情報を積極的に提供することも検討されるべきと考える。

つまり、経営判断にとって重要な影響を与えられとされる項目のみに絞って調整し、例えば、企業からの発信内容としては、(1) 調整を行わない EP、(2) 調整後の EP、(3) 調整に伴って発生した差額の主要因、(4) 調整を行った判断の背景、といった項目が考えられる。これら項目の詳細についてまで、すべて公表することには無理があり、それだけにアナリスト等がその数値のフォローをすることも出来ない。今回のインタビューで、調整を行っている企業が、IR 目的として EP を使用していないのも、このような事情を背景としてと考えられる。しかし、市場関係者に、より経営の考え方を理解させるという観点からも、制度会計とは見解を異にする経営の主要な判断 (例えば、研究開発費の資本化等) を提供することは、アナリスト等の企業に対する理解が深まることにとどまらず、業績に対する予測可能性も高まるという側面も持っており、更に前向きな情報提供に取り組む価値があると考えられる。

## 2) 投下資本

EP を算定するにあたって使用する投下資本をどのように捉えているかについても企業ごとに工夫が見られた。

投下資本の算定方法	有効回答14社中
バランスシートの調達側から	4
株主資本	1
バランスシートの資産側から	10
総資産	1

投下資本の算出について回答を得られた 14 社中、スタンスチュアート社が資本コストを考える上で基本的なアプローチとした、バランスシートの貸方 (調達) から投下資本を算出する方法を採用している企業は 4 社あり、一方、投下資本をバランスシートの借方 (資産) から算出している企業は 10 社あった。

資産側から算出している 10 社中 8 社は、投下資本の構成要素を資産側から説明した方が、事業管理者や社員が自らの業務において何を具体的にせよば、投下資本を効率化できるのかを理解しやすいためとしている。総資産を採用している 1 社も理論上の投下資本と総資産との間に大きな相違がないことから、社員に馴染みのある総資産を用いて、組織への浸透を促す狙いがあったと説明する。一方、調達側から投下資本を算出するメリットは、調達資本コストの構成を正確に把握できることにある。

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## 事例 2

次のようなケースもある。事業持株会社制度を採用している運輸企業 1 社は、持株会社内の事業が機能別組織に編成されているため、各機能部門レベルでは、運輸事業に係る共有インフラ資産の具体的な効率改善施策を実施することが困難である。そのため、導入から 3 年経った現在も事業資産を配賦し資本コストとして責任を課すことへの社内の理解が思うように得られていない。現在、社内資本金制度への移行を検討しており、もし導入となれば、結果として同じ投下資本額となるにしても、資産側からではなく調達側からの説明に切り替える可能性があるとして述べている。

## 事例 3

また、総合商社（2 社）は、投下資本を資産側から算出しているが、バリュアットリスクの概念を採用していることから、投下資本に対するアプローチが他の企業と少々異なる。保有資産のリスク特性ごとに、ある信頼区間（統計的確率）において発生する資産の最大損失額（バリュアットリスク）を算出し、投下資本としている。ここでいうリスクとは、取引相手の信用リスク、保有資産の価格変動リスク、取引国のカントリーリスク、ポリティカルリスクなどで、これらリスクに応じて資産を約 10 種類に分けている。

### 3) 事業利益

EP 導入企業 16 社中 4 社が、税前利益を事業利益として用いている。また、税前利益に金利を戻している企業が 4 社あり、営業利益を採用している企業は 5 社にとどまった。

税引後事業利益 (NOPAT) の算定方法	16社中
純利益 (= 税前利益 × (1 - 法人税率))	4
純利益 + 金利 (= 税前利益 × (1 - 法人税率) + 金利)	2
(税前利益 + 金利) × (1 - 法人税率)	2
事業利益 × (1 - 法人税率)	3
営業利益 × (1 - 法人税率)	5

純利益を NOPAT として用いている企業 4 社のうち 1 社は、無借金であること、残り 3 社は、純利益を用いることで負債コストを考慮していることを理由に挙げている。この 3 社中 2 社は商社で、社外のプロジェクトに対する資金提供（商社金融）も本業の一部であるため、利息収入、受取配当、持分法損益も事業利益であるとの考え方による。

純利益に支払金利を戻す、または、税前利益に支払金利を戻し、事業利益としている企業 4 社のうち 3 社は、「特別損益も事業責任の一環である。」という経営方針から税前利益を採用している。残り 1 社は「会計上の営業利益か否かではなく、継続的な事業活動から発生する損益か否かを判断基準としている。」ことから、長期的な組織再編計画から発生する継続的なリストラ費用をも事業利益の算出に含めている。

また、この 4 社中 3 社は、全社 EP および事業 EP の算出の両方に特別損益を含めている。残り 1 社

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

は、事業再編コストを全社 EP には含めるものの、例え事業再編コストが特定事業に紐つけできたとしても事業 EP の算出には含めないとしている。その理由には、事業投資判断の責任は、本社経営陣にあるとの思いが窺える。

一方、機能別組織形態を有した企業では、5 社中 3 社が機能別部門の評価をするに当り、グループ内仮想取引を想定し、内部取引テーブルに基づく機能部門別利益を算出している。3 社の属する業界は、それぞれ運輸、公益、エレクトロニクスであった。運輸と公益企業についてはサービス・製品のドメイン自体がバリューチェーンと同一であるため、この方法の採用は当然の判断であると思われる。

#### 事例 4

上述のエレクトロニクス企業は、今回インタビューを実施した加工企業中、唯一の機能別組織形態を採用している企業であった。この企業は、一部については、ビジネスの一貫性を重視し、カンパニー制による製品別組織形態を採用しているが、主要なビジネスについては、内部取引テーブルを用いることで全ての機能と製品によるマトリックスで事業価値を評価している。「機能別の効率性と製品別の収益性の両方を把握する必要があった。」と説明する。製造業企業が生産部門や物流部門の生産性と効率性を把握しているのは当然であるが、今回インタビュー対象とした加工企業の中で、この企業が特徴的であったのは、内部取引テーブルを用いることで各「機能の価値」の算出にまで踏み込んだことだと言える。

今回インタビューを実施した企業の多くが制度会計自体、企業会計方針自体からの調整については消極的、否定的である一方で、事業利益の算出においては、自社の実態にあった事業利益を求めべく、制度会計方針に従いながらも、自社のおかれた環境、経営方針などによって、比較的自由に再定義を行っているのである。

尚、コーポレート経費については、回答のあった 17 社中 10 社が、各事業ドメインに配賦し、事業利益を算出している。中には、実際の経費の配賦ではなく、経営指導料として、ある一定率または一定額を事業活動量に応じて課しているケースもあった。コーポレートにおける研究開発費やマーケティング費用、広告宣伝費などについても特定事業に限定した活動でない限り、各事業へ何らかの方法により配賦している。一方で、コーポレート経費（R&D やマーケティング費用を含む）は一切、事業へ配賦しないと回答した企業も 7 社あり、今回のインタビュー結果として、事業評価におけるコーポレート費用の取り扱いに対する企業の態度は、2 分していると言える。

ただ、当該企業の投資家の立場から見れば、各事業単独の価値のみに対して投資しているのではなく、コーポレートに係る資産・経費も含めた上で、企業全体の価値を測り投資を判断しているのであるから、企業においても、事業評価・管理を行う上で、コーポレート資産および経費を考慮することが必要と思われる。

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

#### 4) 資本コスト

インタビューを実施した企業 19 社全てが資本コストを用いていた。やはり最も多かったのが加重平均資本コストを用いている企業で 19 社中 13 社であった。

資本コスト	19社中
加重平均資本コスト	13
株主資本コスト	5
リスクフリーレート	1

株主資本コストを用いている 5 社中 2 社は無借金、残り 3 社（うち商社 2 社）は、事業利益として純利益を用いることで、負債コストを考慮している。

リスクフリーレートを用いている企業は、EP の導入を 2003 年度限りで取りやめた企業で、資本コストを投資判断の際の DCF のためにのみ使用している。リスクフリーレートを選択した理由として、リスクプレミアムや 値の推計には統一的市場見解がなく確実性がないことを挙げている。事業リスクについては定性的判断の中に織り込んで対応している。

また、国内市場におけるリスクプレミアムやリスクフリーレートを考慮している企業がほとんどであった中、海外売上が連結売上の 6 割以上を占めるあるエレクトロニクス企業は、基本となる資本コストを海外市場の状況を反映させた上で算出していると答えた。

ただ、各企業ともそれぞれファイナンス理論に則った資本コストを一旦は算出しているものの、最終的に使用している数値には多様性があった。

- ( 1 ) 理論値をそのまま使用している企業、
  - ( 2 ) 競合他社の数値と比較し妥当性を判断した上で、若干の調整を加え使用している企業、
  - ( 3 ) 企業としての目標収益率としてプラス をして用いている企業、
  - ( 4 ) ROE または ROA と比較して妥当性を判断した上で用いている企業、
- などである。

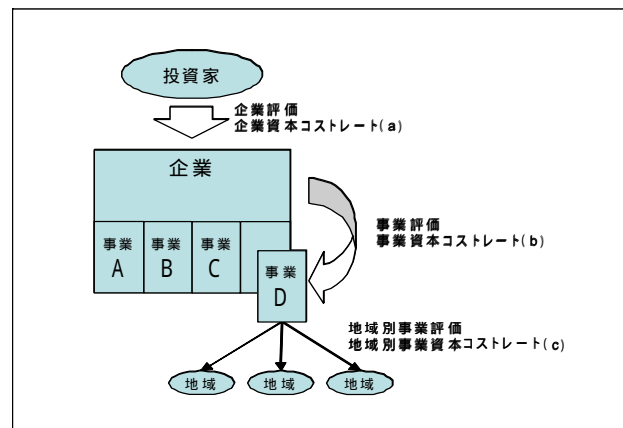
資本コストを、每期、変更していると回答した企業は、1 社。毎年見直してはいるが結果として変更していないと回答した企業が 1 社。残りの 17 社は、基本的に資本コストはむやみに変更せず、ある期間一定に保つ方針であると答えている。17 社中 4 社は、中期事業計画の期間内は一定の資本コストを使用し、中期事業計画の作成年にあわせて資本コストの見直しを検討するという明確な方針を持っていた。

資本コストレートを一定および一律に保つ理由として、資本コストの概念をまず組織に定着させることを優先した結果であるとした企業が非常に多かった。一方で、リスクプレミアムの算定には市場統一見解がないことから毎年見直す意味も低いこと、また、リスクフリーレートについても現在の低金利を直接反映するのではなく、長期的、安定的に回帰するだろう平均的値を指向する様子も窺えた。また、資本コストの概念を組織に説明する上で、「資金調達コストである」としている企業が多い中、「当社の資金調達コストではなく、投資家の機会コストである」とした企業が 2 社あった。

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいささかの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ファイナンス理論は、各事業の評価には事業ごとの資本コストレート（図中（b））を用い、また各事業の地域別評価（特定地域への進出、撤退判断などを含む）には、地域ごとの資本コストレート（図中（c））を用いることを論じているが、事業特性や地域特性に応じて資本コストを変更していると答えた企業は2社のみ。他の17社はひとつの資本コストレート、図中（a）のレート、を全ての事業および地域に適用している。また、投下資本の算出過程で、既に事業資産のリスクを織り込んでいる商社においては、事業株主資本コストの算定において、事業別 を加味する必要がないため、全社一律のレートを用いている。



事業別の資本コストの適用については、検討課題としている企業も多く、将来的な導入に前向きな意見が多かった。一方、地域別資本コストの適用については、現地資金調達を本格的に行っている企業でなければ特に必要がないためか、キャッシュフロー自体に地域リスクを反映させているためか、取り立てて考慮の対象とはなっていないようであった。ただ、中期経営計画期間において全ての通貨に対し為替ヘッジを施していることから、地域別資本コストを考慮する必要がなく、国内市場の状況のみを資本コストに反映させていると回答した企業があったが、為替リスクは、各地域における様々なリスクの1要因に過ぎないため、地域別資本コストを考慮するのであれば、当該地域市場におけるリスクプレミアム、リスクフリーレート、および事業 を資本コストの算定に考慮することが考え得る。

一方、「事業ごとにリスクは違って当然」という意識が既に定着している商社では、VaRによって事業リスクは投下資本に織り込まれているのにも関わらず、営業グループへの納得性のために、導入当初は、敢えて事業別の資本コストを採用していたとのこと。組織における理解の浸透とともに、来年度から始まる新中期経営計画期では、資本コストを一律にする。

ここまでで、今回インタビュー対象となった企業の多くが、理論に忠実であることよりも組織へ浸透させることを最優先にEPまたは資本コストの算定方法に工夫を施してきたことが判る。ではその工夫の成果は実際のところどうだったのであろうか。

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。



### 3. エコノミックプロフィット（EP）の組織浸透度

導入後2年以上経過している15社中13社がEPの経営職者・事業管理者への定着・理解浸透度はかなり高いと述べている。

エコノミックプロフィット(EP)の組織浸透度	15社中
事業責任者への浸透度は高い	13
一般社員への浸透度は高い	5
事業責任者は理解を示している	1
経理・企画のみが把握している	1

経営職者・事業管理者への定着・理解浸透度を高めることのできた要因として、「事業管理者がEPを深く理解し活用せざるを得ないような運営の仕組みを構築することが大きな成功要因である。」とした意見が多く聞かれ、具体的には(1)EP連動賞与の導入と、(2)EPによる事業計画や予算の策定が上げられた。

しかし、事業管理者からの理解を勝ち取るまでには苦労も多かったようだ。「本社スタッフに現場の事業部長と渡り合える人材が少なかった。」ことを導入に時間がかかった理由としてあげた企業もあった。更に、自らの業務成果を評価する新しい尺度に対し、理論が理解できないのではなく、感情的に理解を拒むケースもあったようだ。そのような問題に対して、EP連動型賞与の導入などにより事業評価が如何に賞与や人事評価へ結びついていくのかを明確に提示することが、現場の事業管理者のストレスを軽減するひとつの解決策となったと考えられる。

一方で、一般社員への浸透については、5社が、かなり理解されていると回答しているが、導入には比較的問題もなく現在に至っているとしたのは3社のみ。残り10社は、一般社員への定着は困難であると回答している。「初めからEPは、一般社員に定着させるつもりはない。」と回答した1社を含め、EPはあくまでも経営管理指標であるため、事業管理者が事業判断のために使用するべきツールであり、一般社員へ理解を求めるべき類のものではないとする意見が多く聞かれた。

もちろん一般社員を含む全社員が資本に係るコスト概念を共有していることは重要であるが、その概念を超え、業務レベルにおける現実的な活動指針や目標となるためには、もう一段の経営による創意工夫が必要となる。

経営管理指標が組織人の行動を動機つけるためには、個人の権限と責任の範囲において、行動を変化させることにより、その目標達成に対して直接的な影響を持つ事ができると確信できることが重要となる。自分の行動が、目標に対して何の影響もないか、無視できるくらいの影響しか持てないと感じれば、組織人の行動は動機つかない。経営職や事業管理者にとって、EP、純利益、キャッシュフロー、株価、格付けなどが、管理指標として適切であるのはそう言うことである。一方で、一般社員には、より業務に密接に関連した指標選定が必要であると言える。つまり、組織のどのレベルに理解・浸透させた

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいささいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

いのかにより、適切な指標は異なる。なぜなら、階層ごとに与えられた権限と責任が異なるからである。

一般社員にまで理解されていると回答した商社(2社)においては、そのビジネスモデル自体が常に投資採算性の判断の上に業務が成り立っているため、EPの考え方、およびリスクとリターンの考え方が、他の業界に比較すれば、現場業務との関係性が高く、受け入れられ易い土壌にあったと推察される。

残念なことに、15社中1社は、経営職者・事業管理者から一様の理解は得られているものの、導入以来、最終利益の赤字が続いているため、現在、利益の黒字化が経営の最重要課題となっているため、EPについて思うような運用に至れていないと語った。

実は、会計上の最終利益が赤字である場合について、EP導入後2年以上経過している企業15社中2社から言及があった。1社は上記の現在も赤字である企業、もう1社は、現在は黒字転換しているものの、赤字局面を経験したことのある企業である。

EPは前年比による改善額で評価するものであるというスタンスチュアートによるそもそもの理論に従えば、最終利益ないしEP自体の赤字が続いても事業評価に使用できないわけではない。それを十分理解した上で、「それでもやはり、経営として会計利益に対する責任がある以上、最終利益の赤字局面においては、EPではなく、会計利益の黒字化が第一の経営目標となるのは、極めて現実的なことである。」と説明している。

しかしながら、EPの算定式からも判る様にEPの黒字化は会計利益の黒字化よりもハードルが高いため、EPの黒字化を目標とすることで会計利益も黒字化すると考えられる。つまり、EPを目標に据えることは、会計利益責任をも包含していると言える。

もちろん、EPがまだ浸透していない組織において、経営の緊急事態が発生した際、それがショック療法とならない限り、まったく新しい概念を導入して組織に更なる混乱を招くよりも、皆がよく知る会計利益を目標として掲げた方が、組織を統制しやすいことが想像できる。しかし、それはEPがいかなる赤字局面にも適さないということの意味しているのではないと思われる。

因みに、一般社員にまで導入できているとした5社のうち、商社を除く3社の理由はまちまちであった。参考までに記載すると、(1)素直な社内風土(2)社内文化に適した説明方法の選択(3)EPを経理の仕組みの中に組み入れた、というものであった。経理の仕組みの中に組み入れるためには、EPを業務レベルにまで分解していく必要がある。従って、最後の意見は、上述の「責任と権限と適正指標」の考え方を裏付けるものと考えられる。

## III. 事業評価のフレームワーク

### 1. 複数指標の活用とそのフレームワーク

事業評価指標として1つの主要財務指標を事業評価に用いていると回答した企業は、19社中2社のみ。EP導入企業では1社であった。この1社は純粋持株会社であるため、傘下の各子会社の評価にEPを用いており、各子会社が営む事業の詳細な管理については、各子会社に任せている。

事業評価のフレームワーク	19社中
主要財務指標1つのみ	2
主要財務指標を複数採用	5
主要財務指標と非財務指標をそれぞれ複数採用	12
バランスドビジネススコアカードの採用	3
キーパフォーマンスインデックスの採用	1
アクティビティ・ベースド・コスト・マネジメントの採用	1
その他	7

複数の指標を事業評価に用いている企業は19社中17社。最も多かったのは、指標それぞれにウエイトを付けているケースである。指標にウエイトを付けることで各期の戦略または経営方針の軽重を組織構成員に効率よく伝達するためのコミュニケーションツールとしても用いている。ウエイト付けをしている企業の中には、点数評価をしている企業が3社、獲得点数によって事業をランク付けしている企業は2社あった。

しかも17社中12社は、非財務指標を含む複数指標を使用している。12社中2社はバランスドビジネススコアカード（BSC）の概念を用いている。現在導入過程にある1社を含めると、3社がBSCを有効な方法論と考えていることとなる。BSCとは、財務、業務プロセス（業務効率指標）、顧客（顧客満足度指標）、学習（社員業務習熟度指標）のそれぞれの視点から、バランスよく事業特性に適合した指標（バリュードライバー）を事業体ごとに選択し、財務指標以外の指標については数値化（スコア化）することによって評価を容易にする事業管理の方法論である。

BSCを導入しているエレクトロニクス企業は、その導入理由として、「結果オーライで全てが許される風土はない。結果を出すためのプロセス、道筋をつけていくことが尊ばれる企業文化であるため、戦略目標を達成するための各事業単位における活動目標としてBSCを導入した。」と述べている。つまり、業務管理を目的とした事業評価にBSCを用いているのである。

バランスドビジネススコアカードの方法論を適用してはいないものの、顧客、業務プロセス、環境保護、品質管理、社会貢献など、非財務指標を既に部分的に事業評価に取り入れている企業は12社中9社に及び、やはり業務管理を目的に行われている。この場合も評価を容易にするために何らかの数値化（スコア化）をしている。中には、「EVA™だけで経営判断することはできない。今後、EVA™を事業特性

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

に合わせてバリュードライバーに分解していくことで、とるべきアクションが現場にもわかるような仕組みに進化させていきたい。」と語った企業もあり、事業評価における EP の役割と他の指標（バリュードライバー）の役割を明確に分けて考えている。

他の例では、キー・パフォーマンス・インデックス（KPI）の考え方を採用し、数値化（スコア化）できない指標も含め、業務に密接に関連した指標を重点的に事業評価指標として導入している企業が 1 社あった。この企業は、業務上の KPI と考えられる場合にのみ、売上やコスト等の会計数値も指標として採用しているものの、主要財務指標としては、いっさい何も採用していない。それは、「企業価値を向上させるためには、それぞれの機能に従事する社員が何に責任を持ち、何をしなくてはならないかを明確にし、各社員がそれに基づいて行動すれば、企業価値は自ずと上がる。」との信念によるものである。敢えて企業価値を計測・管理することを選択せず、その過程における業務のみを管理することを選択したのである。

更に、アクティビティ・ベスト・コスト・マネジメント（ABCM：行動基準原価管理）の方法論に則り、原価の構成要素としての「アクティビティ（活動・行動）」の中から、バリュードライバーとなる活動を指標化している企業が 1 社あった。ABCM であるため、指標の種類としては、業務プロセス（業務効率性）に関係の深い会計（原価の構成要素）指標が中心であり、経理の仕組みに組み入れていることから直接数値把握できるものを用いている。

また、収益拡大とコスト削減という 2 軸によってグループ内における各子会社を分類し、役割に応じた指標の選択をしている企業が 1 社。更に、ある企業は、基本的には全ての事業を EP で評価したいのだが、現時点では、事業のライフサイクルに応じて使用する指標を区別していると述べた。具体的には、投資が先行している製品開発段階の新規事業は、業務効率や生産性指標のみで評価し、販売開始段階に入ったばかりの事業については売上拡大などの規模指標で評価している。

#### 事例 5

社内金利制度を用いたカンパニー制を導入している素材（化学）系企業のケースがある。この企業は、売上高、本部利益、事業利益、営業キャッシュフロー（OCF）、ROA の 5 種類の主要管理指標を、目的に応じて組み合わせを変更し、用いている。

使用目的として、（ 1 ）事業評価・管理、（ 2 ）設備投資基準、（ 3 ）事業再評価基準、（ 4 ）成果連動報酬、が設けられている。

当社は無借金であるため、資本コスト率には株主資本コスト率（7%）を用いており、それを利息率 4%と配当率 3%に分け、事業投下資本に乘じ、それぞれ社内金利および配当として、カンパニーに請求している。社内金利分（事業投下資本の 4%）は、事業粗利から差し引かれ、配当分（事業投下資本の 3%）は、事業利益から指し引かれる。EVA™を用いることなく、資本コストの概念を事業評価に取り入れているケースである。

## 2. ROA の併用

19社中10社がROAを併用している。EP導入企業では8社、それ以外の企業では2社。しかも、EPとROAを併用している企業8社全てが、EP算出に際し、会計上の調整をまったく実施していない企業であった。因みに、ROAのみを主要財務指標としている企業はなく、他の財務指標と併用している。(対象企業を選択した時点では1社あったが、インタビューを通して、EPとの併用に変更したことが判明している。)

ROAの導入状況	
EP導入企業 16社中	8
ROAを事業評価に採用している	7
インセンティブ賞与算定に採用している	1
EPを導入していない企業 3社中	2
ROAを事業評価に採用している	2
インセンティブ賞与算定に採用している	1

事業グループ(ドメイン)の業績評価・管理にROAを併用している企業は、「額」と同時に「率」でも資本効率を把握することが目的であったことなどを理由として挙げている。

EVA™理論から考えれば、経営資源配分を決定する上で、EPと他の指標を併用することの意味はあまりない。確かに理論はあくまでも理論であるから限界は存在する。それは制度会計上の数値にも言えることである。その限界を相互補完するために、複数の財務指標を用いることは理にかなっている。ただ、今回、EPとROAを併用していた企業全てが、制度会計上の数値を両指標の算出に用いていたことから、理論の相互補完が目的とは考え難い。これは、EVA™理論への信頼の低さや「EP赤字かつ会計利益黒字」といった事業の評価に対する納得性の問題とも考えられる。

一方、経営資源配分という理由の他に、多くの企業がROAを併用させるのは、EPを組織へ浸透させるための手段でもあるようだ。EPを資本コスト率と投資収益率に分解すれば、投資収益率(事業利益を投下資本で除したものは、従来のROAに類似している(投下資本と総資産の違いのみ)ことから、ROAを投資収益率の代用として用いることで、業務レベルにおける目標指標に分解しやすくなり、一般社員への理解を促すことが容易となる。

今回インタビューした企業の中には、事業評価にはEP、賞与にはROAを用いている企業が1社あったが、この企業は、2003年度、持株会社に移行したばかりの企業であり、持株会社として傘下企業の事業評価をする際には、EPのみを用いている。しかし、インセンティブ賞与については、EPの仕組みについて社内の理解を得ることが困難であったため、ROAに変更したと述べている。尚、業績連動賞与の導入については、IV章「事業評価の活用の実際」にて、インタビューの詳細をまとめている。

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

### 3. 評価方法

計画（予算）に対する達成度で評価している企業が16社中14社と圧倒的に多い。前年対比の改善度で評価していると回答した企業は6社であった。EP導入企業中、スタンスチュアートが唱えた前年比の改善額による評価を行っているとした企業は4社のみで、うち2社が目標達成度による評価との2本立てであった。

評価方法	有効回答16社中
対前年比/改善度	6
EP導入企業	4
対計画比/達成度	14
EP導入企業	11
絶対額	1
EP導入企業	1

重複回答あり

その背景には、EPを事業管理責任者に理解させ実用させるために、事業計画・予算策定に導入したという経緯もあるが、予算は目標であると同時にコミットメントであるとの経営姿勢が反映されていると思われる。

EPに限らず、目標達成度で評価を行う場合の問題点は、目標水準の妥当性を見極めであろう。特に事業評価が賞与評価にまで連動している場合、達成容易な目標水準を設定してしまうモラルハザードが起き得る。「あまり細かいことを決めても、結局、皆自分のできることしかやらない。それならば、できることをどれだけストレッチした目標として作成させるかが重要だと考えている。」「部門長自らが意欲的に目標設定するような仕組みが重要だと思う。」とのコメントに全てが集約されているように思われる。

具体的な仕組みとしては、事業成長を促す事業計画の作成自体を評価に織り込んだり、当期の目標水準の妥当性を期末に評価し、来期の目標水準の設定に反映させたり、改善度と達成度のウエイトに強弱をつけたりと、様々な工夫が見られた。中には、目標水準と期末の結果について、事業部長自ら直接、経営会議の場で社長への報告を義務付けており、「社長による厳しい精査」「社長への説明責任」が適切な目標水準設定を動機つける重要な要因となっている企業もあった。

その他の配慮として、EP評価に際し、投下資本の規模の影響が評価を歪めてしまうことを避けるために、達成度の評価の際には、パフォーマンス・インデックス（PI）と呼ばれる指標を用いている企業が1社あった。PIとは、投下資本1%に対するEP改善額の割合を表した指標である。また、EPは絶対額で評価しては意味のない指標としながらも、キャッシュカウではあるが成長性が期待できない事業については、EPの絶対額で把握する等、事業のライフサイクルに合わせ、評価方法を分けている企業も1社あった。

## 4. 事業評価を支える IT インフラ

今回インタビューを実施した企業において、制度会計、管理会計、エコノミックプロフィット算出等の様々な数値処理に対応するために、ERP<sup>5</sup>(基幹システム)を導入・活用している企業が多く見られた。社員の作業負担を軽減するとともに、数値の精度と質を保証する努力を行っている。「事業管理の成功要因は、マネジメントの標準化と管理システムの標準化にある。」としたエレクトロニクス企業は、国内子会社 53 社の勘定科目を統一し、事業別、機能別、地域別に全て一元管理できるシステム、つまりデータウェアハウスを構築し、基幹システムにリンクさせている。2004 年 4 月稼働予定である。

データウェアハウスを構築することで、事業ドメイン間における経営資源配分だけでなく、事業継続・撤退判断において必要とされる事業構成素数における柔軟な数値把握、多面的事業解析が可能となる。

ただ、課題も残る。事業ドメインの枠組み変更や部門再編等の組織変更に伴い、当期の評価を前年比で行えなくなる様な場合である。特に、基幹システムで組織変更前の過去をリセットするような場合、前年比で評価を行っている企業や事業評価結果を人事評価へ組み入れている企業においては、少なくとも一期前の数値を全て手作業によって修正する必要性が生じる。まさしく、「事業評価制度の確立は困難であるが、それを維持していくことは、更に困難である。」ことの実例である。

しかし、「使用されるデータに確信がもてなければ、評価に対する社員の信頼性も納得性も得られない。」「社員の信頼を得られる仕組みであれば、社員は必然的についてくる。」との信念から、煩雑な手作業による修正を行っている。

---

<sup>5</sup> Enterprise Resource Planning、企業の基幹をなす会計・財務システムの総称。

## IV. 事業評価の活用の実際

### 1. 新規事業進出、事業撤退における定量的手法

インタビューを実施した 19 社中 17 社が、何らかの定量的手法を採用していた。事業評価と同じ手法を用いていると回答した企業は 8 社に止まった。やはり事業評価・管理同様、複数の指標または手法を用いている企業が過半を占めた。

定量的進出・撤退評価手法	19社中
事業評価指標と同じ	8
その他	17
特に定めていない	2

重複回答あり

エコノミックプロフィット (EP) を事業評価に用いている企業 16 社中、進出または撤退の判断としても EP を用いている企業は 5 社にとどまり、更に、進出・撤退双方の判断に EP を用いている企業は 2 社のみであった。進出においては、DCF を採用している企業が圧倒的に多く、撤退においては、「その他」に含まれる 6 社のうち 5 社が事業利益の赤字を用いている他、営業キャッシュフローの赤字を判断基準としている企業も 4 社あり、いずれも EP を用いている企業数とほぼ同数であった。

定量的進出・撤退評価手法	進出	撤退	進出・撤退
DCF (含:IRR)	11	2	1
エコノミックプロフィット	2	5	2
営業キャッシュフロー	0	4	0
ROA	0	2	0
その他	1	6	-
特に定めていない	6	4	2

重複回答あり

やはり、未だ多くの企業が「EP 赤字、会計利益黒字」における撤退判断を困難に感じているように思われた。資本コストの概念を事業管理上の評価に用いたとしても、最終的な投資判断において、それを徹底できないのであれば、結局、投資家の期待収益率を下回る事業が、会計利益黒字であることを理由に存続し続けることになりはしないだろうか。

インタビュー対象となった 19 社中(定量的指標または手法を用いていると回答した 17 社中)13 社が、手法だけでなく明文化された基準を事業進出と事業撤退における両方またはいずれかに定めていた。その他 4 社は、定量的指標または手法による結果を参考にはしているものの、「基準」を設定しているわけではない。

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。



## 2. 事業進出

### 1) 基準

進出基準として最も多かったのは、「NPV または MVA<sup>6</sup>がゼロ以上」または「IRR がハードルレート以上」というものであった。投資回収期間を設定している企業も多く、投資案件（事業特性）による期間の設定や進出形態（買収、新規立上、JV など）による期間の変更を行っている。また、キャッシュフローの予測に際し、シナリオアプローチを採用している企業が3社あった。予測の不確実性に対しては、モンテカルロシミュレーションを取り入れている企業が2社あった。中には「事業特性によってはDCFが適さない事業もあり、その様な場合は、別の方法によって評価している。」など、適切な評価手法・指標を事業特性に応じ選択している企業もあった。

ただ、事業進出については、戦略的意思決定である場合やノウハウ獲得目的など、定量的な裏付けに先行して意思決定されている場合もあるようで、基準を設けている企業であっても、必ずしも定量分析が常に行われているわけではないようである。

事業進出における基準が比較的曖昧に運用されている理由は、将来における市場や収益性の見通しの数値化が困難であることもさることながら、現在の経営環境下において、「事業拡大はあり得ない。」「事業再編することが優先。」という事情から、必要性、緊急性が低いことも一因であると察する。

#### 新規事業展開における事業ドメイン

現状維持・周辺展開	16
飛び地的展開	3
	19社

また、新事業ドメインへの事業展開については、ほとんどの企業が現状維持がコア事業ドメインとのシナジーが期待できる周辺事業への展開を想定しており、飛び地もあり得るとした企業は3社のみにとどまった。

### 2) 出資

事業進出する際の出資に関して、明文化された基準・方針を持っている企業はなかったものの、回答を得られた企業のほぼ全てが「やるなら100%または50%超の出資」と答えている。その理由として、(1) 経営コントロールの維持、(2) 収益のグループ外流出の回避、(3) リターンに見合った積極的なリスクテイク姿勢、などを挙げることができる。

コメントを紹介すると、経営コントロールの維持では、「パートナーがいるとリスク分散になる一方で、経営意思が完全に通らなくなる事態を避けたい。」「50/50のJVは最悪だと思っている。事業責任も意思決定の所在も明確でなくなってしまう。」といった過去の経験に基づく意見、収益のグループ外流出の

<sup>6</sup> Market Value Added（市場付加価値）。将来エコノミックプロフィットの現在価値の総和。

回避では、「グループ内利益は社外へ流出させない方針」といった意見、リターンに見合ったリスクテイク姿勢としては、「マジョリティ出資する覚悟がないような事業ならやらない方が良い。」「どうせリスクを取るのであれば、リターンもしっかり取れるようなマジョリティ出資をすべきだと思っている。」といった意見が聞かれた。

一方で、「今までは、リスク分散することが海外進出の重要なポイントであった。どちらかと言うとB/Sに影響させずに、やばくなったら直ぐ逃げられる状態で投資してきた。現在も海外出資については、100%にこだわっていないが、海外進出についてのノウハウも蓄積してきたので、今後は、ある程度リスクを取って出資していくことも検討したい。当社の技術・ノウハウが活かせる事業であればマジョリティ出資、そうでないものは、やはり50%以下になるだろう。」といった話も聞くことができた。

### 3) 投資回収

ここでは、主に子会社からの投資回収の方法についてまとめる。最も一般的な方法は、子会社へ配当、ロイヤリティ、ライセンスフィー、シェアードサービスチャージ等の全部またはいずれかを請求する方法であるが、配当による回収方法には、以下の多様性をみることができた。

利益配当回収方法	有効回答18社
ガイドラインに沿って、適切な配当額を請求	2
ガイドラインはないが、総合判断し、適切な配当額を請求	4
ガイドラインに沿って、適切な配当率を請求	3
ガイドラインはないが、総合判断し、適切な配当率を請求	3
配当率は一律請求	2
最終利益の全額請求	1
配当の請求はしていない	2
その他	1

ガイドラインは、配当を請求する対象子会社を絞るための基準であったり、子会社の事業環境、財務状況によって配当額または配当率を決めるための基準であったりと様々であった。国内子会社については事業計画を考慮した上で決めるとしながらも、海外子会社については一律の配当率を設定している企業もあり、国内外の子会社の役割に応じて配当の課し方を明確に区別している企業もあった。

グループ子会社のおかれた状況や役割を考慮して、請求する配当率や額を決めていると回答した企業が大半を占めた一方で、親会社が投資家へ支払う配当率または配当総額から逆算して、請求する配当率や配当額を決定していると回答した企業はほとんどなかった。これは、多くの企業が単体利益によって配当に必要なキャッシュを賄っていることによるのかもしれない。もちろん、商法が連結利益配当に移行した場合の配当原資となるキャッシュの回収方法の検討について言及した企業はあったものの、どれほどの回収率・額が妥当なのかについての議論は、今回のインタビューの中で聞くことはできなかった。

また、上記表中「その他」に分類した企業は、子会社へは配当を一切請求しておらず、事業グループへ請求をしている。

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいささかの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

配当を請求していないと回答した企業の中には、CMS（キャッシュマネジメントセンター）の設立により、国内子会社に滞留する余剰キャッシュを全て CMS に吸収しているため、配当を受ける必要がないとした企業もあった。尚、海外の地域持株会社内に CMS を設立している企業の多くは、海外子会社からの配当やロイヤリティ等を海外 CMS へ集中させている傾向が見える。各社の CMS 活用状況については、後述の 4) 項「補論：キャッシュマネジメントセンター」にてまとめることとする。

配当やロイヤリティ等以外の方法による海外子会社からの投資回収方法については、経営指導料、技術指導料、ブランド使用料などを、アームズレングスを基本に回収している企業が数社あった。研究開発投資については、海外子会社とコストシェアリング契約を結び、契約に基づいたコストリカバリーを実施している企業がある一方で、コーポレートブランド投資については、製品ブランドとは違い、投資効果を明確に測ることが困難であることから、子会社への請求をしていない企業が圧倒的に多かった。

最後に、事業ドメインのどこにも属さない子会社や事業再編の必要があると判断した事業を売却することも、投資回収方法の一つとして視野に入れているとした企業は 1 社にとどまった。コア事業ドメインに含まれない子会社の株式公開による独立の可能性について言及した企業は 3 社あったが、キャピタルゲインを取るという意味合いにおいて、子会社公開を視野に入れている企業は 2 社にとどまった。ほとんどの企業が、基本的に 100%ないし 50%超の経営権を維持することを優先させている。

#### 4) 補論：キャッシュマネジメントセンター

今回インタビュー対象となったほぼ全ての企業が国内において、グループ内キャッシュマネジメントを行っている。その主たる目的は、(1) 日々の余剰キャッシュのプーリング（各子会社におけるゼロバランスの達成）、(2) 運転資金（短期資金）ニーズへのグループ内対応であり、(3) 長期的な資金ニーズまで対応している企業は数社にとどまり、(4) 支払代行、(5) ネットティング等まで実施している企業は稀であった。

欧州では、イギリス、オランダ、ベルギーに CMS が設立されているケースが目立った。アジア地域においては、域内自由貿易協定がないことや<sup>7</sup>、ましてや通貨統合もなされていないことから、CMS を設立している企業は少数にとどまり、設立している場合も、ビジネス取引の多い 1・2ヶ国、または、香港、シンガポールであるようだ。中国本土へ CMS を設立することを検討、または既に設立済みと回答した企業もあり、近年、目覚しく拡大する中国市場の動向を反映していると思われる。

海外における CMS の役割は、(1) 日々のキャッシュプーリング、(2) 運転資金ニーズへの対応が主であり、地域持株会社の中に CMS を設立している企業は (3) 配当やロイヤリティ等の支払を受け蓄積することも CMS に任せている。しかし (4) 長期資金ニーズまで対応している企業は稀であった。海外子会社における長期資金ニーズには、多くの企業が本社を通じて直接対応しているようである。今回海外 CMS についてインタビューできた企業の中には、人材不足および取引上の必要性がないなどの理由により、(5) 支払代行、(6) ネットティングについてまで実施している企業はなかった。

<sup>7</sup> 2002 年のアセアン首脳会議において、AFTA（アセアン自由貿易地域）を 2008 年までの 15 年間で創設することが合意され、準備が進められている。

キャッシュをプーリングさせることのインセンティブとして、子会社へ利息を戻している企業や、短期資金貸付金利として、市中金利よりも低いレートを設定している企業が多く見られた。中には、各子会社が単独で銀行から融資を受ける場合と比較し、グループ内貸付制度では、審査が甘くなる傾向があるため、子会社側における緊張感・危機感が減少していることを懸念する企業もあった。

### 3. 事業撤退

#### 1) 基準

撤退基準として最も多かったのは、「過去の実績における定量指標の赤字または不足が、ある一定期間連続して発生した場合」というものである。かつ、「今後の見通し(将来の一定期間内に改善する見込み)を考慮する」と回答した企業も数社あった。ただ、基準に抵触した事業を直ちに撤退、売却とした企業はなく、多くの企業が、事業再建委員会などを設置した上で、事業グループ長に今後2~3年間に於ける事業再建計画・施策を作成させている。あるいは、事業グループ長を更迭し、新しいマネジメントの下で事業を再出発させるなどさせており、あくまでも事業建て直しの「目安となるだけで、足切り基準ではない。」といった見解が大勢を占めた。

また、事業撤退判断に用いる事業利益の算出方法を、事業評価・管理に用いている方法と区別している企業もあった。事業評価・管理においては、グループ本社経費等を各事業ドメインに配賦しているにも関わらず、事業撤退判断および事業再建計画に用いる際には、事業利益にコーポレート費用を課さないのである。事業撤退判断の際には、投資家の期待収益(資本コスト)も本社経費も、事業責任から免除した上で、事業存続を判断している企業が多かった。

#### 2) プロセス

作成された再建施策・計画を経営会議等で審議した後、妥当と判断された計画は、経営上層部からのモニタリングの下、実行に移される。実際、計画通りに事業再建がなされているか否かについて、きちりフォローしている企業が多く、マイルストーンごとに事業継続の審議がなされているようであった。再建計画の妥当性を判断するに当たって、撤退する場合と計画を実行する場合のシナリオに分け、DCFによる比較によって判断するとした企業もあった。

ただ、事業再建計画は基本的に全て承認している企業が多く、また、事業再建計画通りに事業運営が進まなかった場合にも、再度、再建計画を作成する機会を与えるなど、結局、最終的に撤退を判断するまでには、かなりの時間がかかっている様子も窺える。「まだ収益のあるうちに早期に売却するなどの選択肢もあって良いとは思いますが、まだそれができるようになっていない。」と言ったコメントも聞かれた。

最終的に撤退が判断された場合には、「一方的に止めることを告げるのではなく、やめ方のオプション(選択肢)を事業部長に提示し、その中で考えさせ本人自ら提案させている。」とした企業や「具体的な撤退のタイミング、規模、方法を検討」した後、「撤退する事業規模に応じて(1)即時撤退、(2)カ

---

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ンパニー長に任せる、(3)複数案を作成し経営会議(取締役会)を経る」などの対応を講じている企業など具体的な撤退プロセスを構築している企業があった一方で、「グループ本社が一方的に子会社を切ることはない。子会社が残りたいと言えば残す。」とした企業もあり、本社において撤退が判断された後においても、現実的な撤退に至らない(至れない)企業もあるようだ。

### 3) 検討課題

事業撤退における検討課題として、人的な事柄以外に挙げられたのは、事業ドメイン内において、実際の事業撤退の対象となる、製品、技術、リスク、ビジネスモデル等の事業構成素数が、それ自体では価値を生み出していなくとも、他の事業とシナジーを生んでいるような場合である。つまり、事業評価の仕組みには、部分的な事業の採算性だけでなく、事業全体としてのシナジーを事業評価上の様々な事業単位で、合成あるいは分解して把握できる仕組みが必要だと思われる。

## 4. 定量的判断 vs 定性的判断

定量的基準を設定している企業においても、「定量的基準は必要条件ではあるが、十分条件ではないと思っている。」といった意見に代表されるように、進出・撤退を機械的に判断している企業がなかったのは、当然と言えば当然であろう。しかし、定量的評価と定性的判断のどちらに、より重きがおかれているかについて各社の見解を尋ねると、事業計画等に用いられる数値の作成過程における、計画作成者または意思決定者の属人的要素に対する意見の違いによって立場を異にしているように思われた。

### 1) 定量評価重視企業の見解

定量評価を重視する企業に多かった意見として、(1)客観的根拠の確立、(2)感情的要素の排除、(3)属人的な能力差による意思決定の質のバラツキの抑制が挙げられる。

コメントを紹介すると、「事業の現状を把握しなくては戦略的な判断もできないと思っている。まず数値的な裏づけをもってから、定性的な判断に移っている。」「まず定量的な判断があり、その裏づけとして定性的情報が考慮される。でなければ意思決定が感情に走ってしまう。」「意思決定の大はずれをなくすために定量評価している。不確実性については、モンテカルロシミュレーションなどを用いて統計的にNPVを算出し、リスク分析している。」「マネジメント手法を標準化することで、経営陣の資質によって企業が左右されることを回避する。」などである。

市場見通し等を事業計画に反映するに当たり、どのような根拠によって数値化したかについては、定量分析の一部であり、その根拠に基づいた数値は基本的に客観的で信頼できるものであるという前提が窺える。数値化された後の計画をどの様に分析するかの手法を標準化することで、最終判断を下すに当たっては、定性的な事情を限定的に加味すれば良く、属人的な要素で企業が誤った意思決定に走ることを抑制するよう仕組みを構築するという姿勢が現れている。

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいささいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## 2) 定性評価重視企業の見解

定性評価を重視する企業に多かった意見として、(1) 機械的判断への疑念、(2) 妥当性や確実性の見極め、(3) 人的な問題への配慮(含: 政治的、社会的制約)が挙げられる。

「結局、キャッシュフローや EVA™ を用いても、将来を予測する時には、事業の将来性、市場の成長性、技術の可能性、競合他社の動向などの定性情報を数値に落とししているだけ。まずそういった将来を見通す判断ができなくては数値にもならない。」「ベンチャー事業などの合理的な定性判断すら難しい場合、キャッシュフロー予測など無理。」「NPV は事業計画から機械的に導き出されるものであるため、計画自体の妥当性や確実性を保証するものではない。」とした意見が聞かれた。

定量的基準を重視する企業は、意思決定プロセスおよび手法を標準化することによって経営による誤りを抑制しようとし、定性的判断を重視する企業は、財務手法・指標に内在する限界に対し個別に対応することで経営による誤りを抑制しようとしている。ほぼ全ての企業が、事業進出・事業撤退の判断は、定量および定性情報を基に、総合判断していると答えていることから、両者の違いは、事業見通し等の判断にどれだけ恣意性を許容できるか、あるいは、恣意性を最初に意識するか、後で意識するかの違いだけのようにも思われた。

## 5. 産業別事情

インタビューを実施した企業数を産業別にすると非常に少ないため、統計的な示唆をここから読み取することは困難ではあるが、歴史の古い素材(化学)系産業において、インタビュー対象企業 3 社全てが事業進出・撤退基準を設定していたことは偶然ではないように思われる。

産業別、基準を有する企業数

	母数	撤退基準	進出基準
食品	3	1	1
素材(化学)	3	3	3
加工(エレクトロニクス中心)	7	5	3
商社	2	2	0
運輸	2	(1)	(1)
公益	2	0	(1)
合計	19社	12社	9社

注: ( ) で表示されている数値は、該当する産業外の事業についての基準

伝統的な衣料繊維から産業繊維、樹脂、化学への移行を経験している業界であれば、他の業界に比して、事業進出・撤退を比較的多く経験していることによると考えられる。

商社においては、撤退基準は明確に設定しているものの、投資基準を明確にしていないことが興味深い。新規投資・出資の判断については、案件の重要性あるいは金額規模などに応じて社内決裁組織(投

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

資審議委員会など)を何階層にも設置しているものの、委員会で審議する投資採算性の尺度についてはDCF等を行いつつも総合判断とし、一律な基準を定めていない。不確実性は高いが先見性を重視する業界の特性によると考えられる。

運輸、公益企業においては、コア事業である運輸または公益サービス事業に対しては、ユニバーサルサービスの観点から、定量的基準(採算性、収益性)のみによる判断が容易ではなく、政治的、社会的配慮に依るところが大きいため、特に明確な基準を設けていないようである。しかし、周辺事業については、定量的な進出・撤退基準を設けている企業がそれぞれ1社ずつあった。「制約があるとは言え、過去において定性的な判断を先行させたことにより現在の苦境を招いたと思っているため、今後は、意思決定に占める定量評価の比重を高めるよう働きかけたい。」と言ったコメントからも、株式会社である故の経営責任と公益性や社会的責任との調整を図ろうとしていることが窺えた。

## 6. 業績連動報酬

### 1) 仕組み

インタビュー対象となった19社中、1社を除く18社がインセンティブの導入を実施していた。18社中、最も多かったインセンティブの形態は、業績連動型賞与であり、賞与原資を業績連動させている企業を含めると17社が採用している。EP導入企業16社中、EPと連動させている企業は、10社。その中には、賞与原資を業績連動させている企業3社が含まれる。

インセンティブ導入状況	母数 19社	食品 3社	素材 3社	加工 7社	商社 2社	運輸 2社	公益 2社
インセンティブ導入	18	3	3	7	2	2	1
ストックオプションの導入	2			2			
株価連動賞与の導入	1			1			
業績連動賞与の導入	15	3	3	4	2	2	1
賞与原資を業績連動	3	1		2			

重複回答あり

業績連動型賞与の対象者の内訳をみると、全社員を対象としている企業が8社、管理職者以上としている企業が7社あり、ほぼ半々と言える。

業績連動賞与の対象者	母数	食品	素材	加工	商社	運輸	公益
経営職・事業管理者以上	4	2				1	1
一般管理職者以上	3	1	1			1	
全社員	8		2	4	2		
	15社						

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

業績と連動する報酬の割合を役職ごとに設定している企業が大半を占めた。役職が上がるほど賞与に占める業績連動部分の割合を高めたり、個人評価や複数の評価指標を合わせた上での総合評価を賞与に反映している企業では、連動させる業績の定義を、役職が上がるほど、よりコーポレートに近い水準に高めている。例えば、部門長には部門業績、事業部長には事業業績、取締役には全社業績等、業務内容・責任とより高い関係性をもった業績の採用割合（ウエイト）を高めていることが多かった。

しかし、日本企業特有の人事ローテーションによって、たまたま配属された事業部門の業績が個人賞与に過度に影響し、人事による公平性を損ねることを避けるために、一般社員の賞与算定に当っては、事業業績よりも全社業績への連動割合を高めている企業もあった。もちろん、企業によっては人事採用を事業体別に行っていることから、事業間の人事ローテーションは、余程、幹部レベルになるまで行われず、従って、人事による公平性を損ねることなく、事業業績を直接賞与に反映できる仕組みを総合的な人事制度の中で構築している企業もあった。

その他、バランスドビジネススコアカード（BSC）による評価結果を、全社員の業績連動賞与の算定に用いている企業（エレクトロニクス）が1社あった。業務レベルにおける目標や活動水準を指標化し、かつ数値化（スコア化）しているため、賞与算定等の方程式に組み入れることが容易なのである。各事業のミッションごとに方程式に組み入れられる評価要素を変更している企業などもあり、単に賞与を業績変動させたというだけでなく、事業業績と各人の実質的な責任と権限との相関を考慮し、インセンティブの仕組みを賞与算定に組み入れている企業が僅かながらもあったことも新しい動きである。

## 2) インセンティブ効果

インセンティブ賞与導入の効果について回答のあった11社は、それなりの効果があったとする企業と、社員行動は賞与のみによって動機付けられるものではないため一概に効果があったとは言い難いとした企業と、業績連動という概念自体には一様の評価を与えているものの、連動割合や連動させる指標の設計について課題を残したとする企業に分類できる。

効果があったとした企業では、特に、機能別組織形態を導入している企業からのコメントが多く、従来、プロフィットセンターである営業・販売部門のみが業績連動報酬の対象であったが、内部取引テーブルやバリュードライバー指標を用いて、従来コストセンターとされてきた機能部門による成果を賞与と連動させたことで、大きな意識改革に結びついたとしている。また、エコノミックプロフィット（EP）と連動させた企業からは、賞与と連動させたことにより、EPの算出方法への理解が深まったとのコメントが挙げられている。

一方、効果は判らないとした企業からは、「人はパンのみにて生きるにあらず」、「事業評価にとって資本効率も重要かもしれないが、人事評価にとってそれだけが重要なわけではない」といった意見が聞かれた。

業績連動型報酬制度を導入するに当たり、今後の課題として挙げられた事柄は、連動割合と、指標の設計に集約されるだろう。連動割合については、「分社ごとの賞与に差をつけたこと自体は、当社にとっては大きな出来事であったが、全社員を真剣にさせるためには、もっと連動割合を高めた方が良いと思っている。」とする意見や「事業ごとに”色”をつけられるブラックボックスが残っているため、実際、

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。



どこまで業績と連動しているのか判らない。」とした意見に代表されるように、業績連動割合を高めることが今後の検討課題として挙げられている。

また、指標の設計については、「業務と直接関係のない指標に賞与が連動することへの不満もある。もっと業務に関係した指標とリンクさせる一方で事業業績とのリンクも維持する方針。」といった権限と責任と報酬をできるだけ一致させることを課題とした企業や、「半期ごとに業績評価しボーナスに反映させているため部門長が短期指向になりがちなのが心配である。評価の仕組みの中に、長期的思考を促すような工夫がもうひとつ必要だと思っている。」といった業績連動型賞与の短期指向性を懸念する意見も聞かれた。

中でもドラスチックな試みと思われたのは、エコノミックプロフィット（EP）は中長期的な業績評価に適した指標であることから、中期経営計画に合わせ3年ごとに評価を実施し、その過程における単年度EPについては評価を問わない方向で検討中であるとした企業である。この企業は報酬をEPに連動させていることから、今後、その辺の整合性をどのように図っていくのが注目される。

## V. その他運営上の課題

以下では、本編では触れなかった事業評価・管理制度を取り巻く要因の中から、今後の課題についてまとめたいと思う。

今回、事業評価を人事評価へ結び付けたことで、人事ローテーションとの関わりが問題となってきた企業が多い。日本企業の多くが採用しているこの仕組みは、一般社員にとっては自社のビジネスについて広い知識を獲得するよう働き、管理職にとっては自社ビジネスに対する広い知識を総合的に活用し、事業判断することを可能にする、いわば、ジェネラリスト育成のための取り組みである。

一方、業績連動型報酬が開発された米国では、人事ローテーションは、本人からの希望がない限り一般社員に対しては、ほとんど行われない。人材募集の段階で、既に特定の事業または機能（人事、財務など）への採用目的が明確に示されているため、そこへ応募してくる人材もまた特定事業または機能における専門性を指向していることによる。つまり、米国企業は、スペシャリストの育成を主眼に組織されているのである<sup>8</sup>。そのため、特定事業の業績結果を、そこへ配属された社員や管理職者の報酬へ反映させることこそが、フェアなのである。

つまり、日本企業が、人事ローテーションを残したまま、事業業績に連動した報酬制度を導入すると言うことは、スペシャリスト組織のための報酬制度をジェネラリスト組織に組み入れることであり、制度上ひずみが生じるのも当然の結果と言わざるを得ない。具体的には、本人の責任ではない過去の意思決定によってなされた投資の結果に、たまたま人事異動で配属された社員や管理職者の報酬や評価が左右されることになるのであるから、直感的に変だと誰もが感じるであろう。

確かに、分社やカンパニーごとに採用を実施し始めた企業においては、人事ローテーションと業績連動報酬や評価との矛盾がある程度解決できると思われるが、そうでない企業においては、日本型の人事ローテーションによる人材育成の成果をも反映できる仕組みを米国型の報酬制度の中に構築していかなければならないだろう。更に、社員や管理職者が、人事ローテーションの結果としてマイナス評価を受けることのない仕組みを構築していくことも大きな課題といえる。

人事ローテーションに限らず、子会社管理にも日本特有の事情が存在するようだ。それは、今まで多くの日本企業が、ポジションに合わせて人を創るのではなく、人に合わせてポジションを創ってきたことによると考えられる。下に、あるエレクトロニクス企業から聴くことのできたコメントを紹介したい。かなり厳しいコメントではあるが、これは例外的な事柄を言ったのではなく、現在多くの日本企業の資本効率を標榜するグループ管理におけるコインの裏側を象徴している発言ではないかと思われる。

「子会社管理に苦労するのは、子会社の社長にOBを据えるからだと思っている。大抵、子会社へ転籍させられた役員は、本社に対して良い感情は抱かない。そうするとそのポジションにいる間にどれだけ

<sup>8</sup>米国企業が、あまりにスペシャリスト指向に偏り過ぎ、企業経営を総合判断できる幹部の不足が顕在化した1980年代以降、MBA (Master of Business Administration、経営学修士) という経営のジェネラリスト教育が盛んに行われることとなり、企業内大学の設立も相次いだ。しかし、これはあくまでも幹部候補生へのジェネラリスト教育であり、一般社員に専門性を求めていることに変わりはないことを、ここに補足しておく。

### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいっさいの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

会社と今の地位を利用するかということしか考えなくなり、本社の指示には従わない。そのような経営者の下に置かれた子会社の社員の多くは子会社プロパーであることが多いため、志気を失わせることになる。子会社の社長には、将来有望な若手社員を送り込むことが重要だと思っている。将来の本社幹部候補生としてのマネジメントの勉強にもなるし、必死になってやると思う。もうこれ以上本社で上へ上がれないことが明確になった老人を子会社へ姥捨て山のように送るから、子会社管理ができないのだと思っている。」

この問題に対し、「人の問題がネックになって事業判断ができないのであれば、評価の仕組みを入れる意味はない。」とする企業もあれば、子会社の社長や役員に役職定年制を設けている企業もあった。後者は、子会社の社長は本社の部長職レベルと規定しているため、本社とのヒエラルキーが明確であり、本社のトップダウンの意向を通しやすい仕組みとなっている。

本社においてコアの事業に精通した幹部社員を子会社の社長へ配属することで、企業グループにおける求心力が高まることも一方で事実であろう。つまり、全てがうやむやのまま OB や幹部を子会社に転属させるのではなく、グループ経営における子会社のミッションを明確にし、そこへ配属する幹部社員に必要とされる資質と処遇を明文化し、多くの社員にとって、それが、ひとつのキャリアパスとして認知されるような仕組みを構築していくこともまた、今後のグループ経営の課題と考えられるのではないだろうか。

さて、資本効率を考慮した事業評価の仕組みを我が国企業が導入し始めてから約 5 年が経過した。今回のインタビューでは、「世の中は、業績評価制度という方向へ向いているが、昔ながらの日本企業の運命共同体意識が薄れてしまったのではないかと心配している。」と言った意見も聞かれた。また「基準を設けることで、基準に縛られ、柔軟な経営判断が阻害され、経営の本質を見失うようになることが心配である。」とした意見も聞かれた。

事業の価値を可視化し、経営判断へ結びつけていくことの意義や、経営者の資質によって企業の将来が左右されるような危機的事態を避けるために、経営管理の仕組みを標準化、統一化することの重要性に対し、疑問を呈する企業はないだろう。上に紹介した前者のコメントは、ドライな評価がグループ求心力を失わせる原因となる可能性についての懸念であり、後者は、企業が標準化された仕組みに頼りすぎ、その仕組みを使うべく人材の育成を怠ることへの懸念であると理解する。

今まで多くの日本企業には、グループ経営管理に用いる統一的な事業評価の手法や指標、明文化された投資・撤退基準等も存在してこなかった。そのため、資本市場や投資家の期待収益率を考慮したグループ事業評価制度の導入は、多くの企業にとって、画期的な出来事であったと言える。しかし、「どのような指標や仕組みをいれたところで、それをどのように受け止めどのような行動を選択するかは、事業責任者の経営行動の問題であって、仕組みの問題ではないと思っている。」と言った意見に象徴されるように、結局は、道具の問題ではなく、それを使う人間の問題に帰結するのである。

今後も各企業における事業評価・管理制度が進化を続ける上で、指標の設計や制度自体の改善が必要なこともさることながら、処遇、報酬、ローテーションを含めた人事制度と、グループ理念の共有化を含めた人材育成制度の進化が共に行われることが、不可欠な成功要因であると思われる。

最後に、事業評価制度を導入した企業の多くにとって、今年が中期経営計画期が終了する節目の年で

#### 野村證券 金融研究所 経営調査部

このレポートは企業経営・財務の動向・トピックに関する情報提供を目的として作成しており、投資判断の参考となる情報の提供及び投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分もいささかの権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

あり、事業評価制度導入の面では、導入期が終了し、発展期へ入る年であろう。少なくとも今回インタビューを実施した企業においては、資本コストの概念を事業評価の枠組みの中に定着させることに一様の成功を示している。もちろん、まだ改善や検討を必要とする事柄もあるだろうが、今後の更なる改善に期待したい。

## VI. 補論： 持株会社とカンパニー制

### 1. 持株会社制

インタビューを実施した企業中、持株会社制を採用しているのは3社であったが、うち純粋持株会社制を採用している2社<sup>9</sup>は、一部の事業が同じ業界に属す、いわば競合同士であった。この2社が挙げた純粋持株会社制の採用理由に共通する言葉は、「自主独立経営の徹底」であった。

1社は、独立性の高い事業ドメイン同士を以前から区別して管理していたこと、2事業ドメインを除いて既に中核会社を通じた事業管理へ移行していたことから、持株会社となることで、管理実態と組織形態の整合性を取り、権限委譲の徹底から経営の意思決定の迅速化を図ったと述べている。

一方、もう1社は、過去に事業部制からカンパニー制への移行を行ったものの、社内にカンパニーをおいていたため、もたれあい意識を払拭することができなかった。そのため、全てのカンパニーを分社し、持株会社への移行を決心したと説明する。更に、事業持株会社ではなく、純粋持株会社を選択した理由についても、個々の事業の競争力および市場優位性にとって最適な事業形態、事業運営が求められたこと、社内風土的に一度極端な投資家的方向へ組織を動かさなければ、目指す地点に辿り着かないと判断したことを理由に述べている。本社にコア事業を残し、自らが事業者（事業持株会社）として事業を営み続けるよりも、コア事業も含めた全ての事業グループを分社として社外に出し、本社が投資家（純粋持株会社）的な立場から客観的に事業を評価・管理することを選択したのである。

持株会社移行直前の事業管理形態や社内風土は、異なるものの、結果として、同じ業界に属する大手2社が同じグループ管理構造を選択したことになる。

一方、持株会社制を含め、事業ドメインを分社し、社外へ出すことの意義を疑問視する企業も多かった。その理由には、分社または持株会社による（1）管理の非効率性、（2）組織の硬直化（柔軟に事業ドメインを再編することの困難さ）、（3）人事の硬直化、（4）グループ遠心力などが挙げられた。

分社または持株会社が非効率である具体的な事柄として挙げられたのは、各分社に間接機能を設置しなくてはならないことによる間接人員・費用の増加、契約書類（届出、許認可書類）や不動産（工場、施設、設備など）の登記の変更による追加的弁護士費用の発生、会計監査フィーの増加などであった。持株会社制を採用した企業3社中2社は、この問題を回避するために、シェアードサービスセンターを設立または設立予定である。しかし、シェアードサービスセンターの設立が正当化されるためには、やはり、ある程度のグループ子会社数や事業規模が必要となるため、全ての企業にとっての解決策となるわけではない。

組織が硬直化するというのは、例えば、現行の製品や技術に合わせて、事業ドメインを法人化したとする。その後、技術革新などによって、当該法人が扱う製品・技術が陳腐化し、対象としていた市場・

<sup>9</sup> うち1社は、持株会社内に研究開発機能等があるため、事業持株会社との認識を示しているが、当レポートではI章に記した定義に従い、持株会社内にプロフィットセンターとなる事業がある場合のみ、事業持株会社と分類している。

顧客が変容してしまった様な事態に直面し、既に法人である組織を再編、再定義することは、社内の事業部を再編・再定義するよりも困難となる。経営環境がめまぐるしく変化する近年、その変化に対し迅速かつ柔軟に、事業ドメインを再定義できる選択肢を保持しておくために、社外の法人組織にするのではなく、社内組織として残すことを選択しているのである。

組織という器だけでなく、そこへ配置される人的資源もまた、社内異動よりも社外異動の方が感情的な意味も含め困難となる可能性はある。同様に、人事が硬直化する理由として挙げられたのは、事業ドメイン間における人事ローテーションの困難さであった。社員教育の場としてローテーションを活用している企業は、各事業ドメインが法人化してしまうことで、「優秀な他部門から学ぶ」といった臨機応変な社内学習が損ねられてしまうことを懸念している。

更に、持株会社による「グループ遠心力」について言及した企業には、既に持株会社へ移行している企業も含まれ、「持株会社には遠心力が働くことを実感した。権限を委譲すると、彼等（子会社）は自由の身になった気分になるらしい。」と嘆き、「それでも当社グループにいたいと子会社が思ってくれるようなブランド力の向上が重要と感じている。」「持株会社が良質なサービスの子会社に提供できなくてはいけない。」と述べ、グループ本社の果たすべき役割もグループ組織構造に合わせ、もし進化でないと、適応していかななくてはならないことが語られている。

また、持株会社制度は日本企業には馴染まないとした意見も聞かれた。「マネジメントは、ひとつの社会が自らの価値観と信条を体現していく手段である。<sup>10</sup>」ということには疑う余地もないが、製品・サービスだけでなく金融も含めた市場がグローバル化した今日、日本企業の中にも多様な価値観や信条が存在している。「日本企業には」と一括りで語ることに注意を要するよう思われる。そして、「マネジメントは国境を越える唯一の共通制度である。<sup>11</sup>」とすれば、グローバル市場へ視野を広げ、競争を勝ち抜くための企業戦略に相応しいグループ組織構造を検討していくことが重要だと考える。その上で、「やはり当社グループには持株会社制度は馴染まない。」という結論に達するのであれば、それは正当な理由として認めざるを得ないだろう。

## 2. カンパニー制

今回インタビュー対象となった 19 社中、もっとも採用頻度の高かったグループ組織構造は、カンパニー制であった。このレポートにおける「カンパニー制」とは、事業ドメイン単位ごとの P/L と B/S を完全に作成・把握し、物理的な存在は社内にあるものの、あたかも独立した子会社のように事業ドメインを評価・管理している組織構造を指す。企業によっては「事業部制」または「事業グループ制」とも呼んでおり、社内資本金制度を導入している企業は、まさにこれに当る。

カンパニー制を採用していると答えた企業のほとんどが、従来の事業部制からの移行であり、その理由として挙げられたのは、(1) 事業部に会計責任、業績説明責任を課す、(2) 事業部長の視野拡大、

<sup>10</sup> 1969 年 11 月、ピーター・F.ドラッカー、「マネジメントの新たな役割」、ハーバードビジネスレビュー 2004 年 1 月号。

<sup>11</sup> 同上

(3) 事業戦略スピードの向上、などであった。

一方、分社をやめてカンパニー制へ戻した企業もあった。前節に記した分社や持株会社のデメリットが顕在化したことも背景にあると察するが、「事業管理の本質は、組織形態ではなく、管理方法だということに行き着いた。」と述べている。つまり、なにも分社して社外に出さずとも、社内においたまま、あたかも独立企業のように評価・管理すれば同じことであろうということである。

カンパニー制に人気集中した理由もまさにそこにあると思われる。社内でありながら、社内ではない距離感が現状における日本企業のマネジメントに適合しているのであろう。社内に存在させることで企業グループとしての求心力を維持したまま、事業責任を明確に管理・評価することを可能にする一挙両得の組織管理構造なのである。しかし、事業が今後更にグローバル化(多国籍化)していくことで、この形態もまた、未だ進化の過程にあると言えるだろう。

カンパニー制を採用しているあるエレクトロニクス企業は、フィナンシャルセンターを欧州に設立し、2003年度からそこへ、地域 CFO ではなく、グループ CFO を配置した。つまり、従来、国内に置いてあった戦略機能の一部を海外へ出したことになる。もちろん、ネスレや ABB の様な世界本社の設立にまでは至っていないものの、持株会社ではなく、カンパニー制を採用しつつ、世界本社構想への一步を踏み出した企業と言えよう。

経営調査部は野村証券金融研究所設立に際し、野村総合研究所の企業財務調査室と事業戦略室を統合して発足しました。

過去からの調査の蓄積と野村証券のネットワークを活用することにより、日本企業の経営財務に関する重要なトピックの調査と、個別企業に対する付加価値の高いフィナンシャル・アドバイスの提供を行っております。

#### これまでの主な調査・研究事例（野村週報、財界観測等もご参照下さい）

- ・ 純粹持株会社を活用した企業経営の革新
- ・ ストックオプションの活用について
- ・ 株主還元について
- ・ コーポレート・ガバナンスについて
- ・ 我が国企業のグループ政策
- ・ アセット・リストラのケーススタディーと考え方
- ・ 優先株式等の新たな資金調達手段の検討
- ・ 企業開示制度の変更と企業経営への影響
- ・ 連結納税制度の活用と留意点
- ・ 我が国公開企業の財務資金調達動向
- ・ 我が国企業の格付け動向
- ・ 我が国企業のM & A動向

#### 個別企業へのアドバイス事例

- ・ 資金調達シナリオの策定
- ・ 自社株買いや株主政策等の個別課題に関するアドバイス
- ・ 企業の経営計画を踏まえた財務目標の設定
- ・ 債券格付けの取得に対する格付機関対応へのサポート
- ・ 子会社政策およびグループ政策に関するアドバイス
- ・ IR（インベスター・リレーションズ）に関するコンサルテーション
- ・ 事業提携案件や投資案件へのアドバイス
- ・ 財務管理と事業部評価に関するコンサルテーション
- ・ 企業価値向上に関する諸方策の検討

### **企業財務レポート**

*Corporate Finance Research*

**No.39 2004年02月**

発行・編集

野村証券株式会社 金融研究所 経営調査部

〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2

Tel:03-5255-9413

本レポートに関するお問い合わせは上記までお願いいたします