

企業価値創造経営の誤解

— トrendに踊らされて企業価値を破壊してはいけない —

手 島 直 樹

1. 私の違和感：企業価値創造のメカニズムを本当に理解していますか？

トヨタ自動車は企業価値創造を意識しているのか

企業価値創造を学ぶには、時価総額が国内最大であるトヨタ自動車の経営を
見てみるのが最も効果的でしょう。同社の時価総額は、2015年6月末時点で28
兆円を超えており、二位の企業とはダントツの差をつけています。このような
結果を見ると、ファイナンスやコーポレートガバナンスの専門家は、報酬制度
で株主と従業員の利害が合致しているのではないかと、社外取締役が貢献してい
るのではないかと、IR活動が効果的なのではないかと、などとさまざまな要因を
考えるかもしれません。しかし、私にはトヨタ自動車に関してはそうした要因
は無関係にしか思えないのです。私は、企業価値を創造する企業ほど企業価値
創造を意識していないと考えていますが、トヨタ自動車はその典型ではないか
ということです。経営者や従業員が日々努力している間に時価総額が28兆円に
なっていただけの話で、経営者や従業員は株価など気にも留めず、やるべきこ
とをやり続ける。豊田章男社長が「もっといいクルマをつくらうよ」と常に言っ
ているわけですから、社員は自分の専門分野でもっといいクルマを作る努力を
する。それがブランドであったり、品質であったり、デザイン性であったり、
コスト競争力であったり……。前章で差別化こそ競争優位の源泉であるとい

本稿は、拙著『ROEが奪う競争力－「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す』（日本経済新聞出版社）の第二章に修正を加えたものである。投稿を許可いただいた日本経済新聞出版社に感謝の意を表したい。

う当たり前のことを述べましたが、トヨタはこの当たり前のことをこれまでも実践してきたし、これからも実践し続けるのだらうと思います。株式市場もそう信じるからこそ、28兆円という時価総額をつけているのです。豊田章男社長は次のように述べています。

「大企業のトップの方が、すぐ金融市場がどうだとか、市場がどうだとか、自分がコントロールできない話をする。じゃあ、自分でコントロールできる世界に、どのぐらい能力と情熱をつぎ込んでいるのかと。その点では、中小企業の方々に学ぶべき点が多い」(日経ビジネス2014年6月30日)

為替や市況など企業がコントロールできない要素は、短期的には損失や利益の原因となったりするけれども、長期的に見れば平均に回帰するため、経営に与える影響はないはずです。ですから、コントロールできない部分に気を取られる暇があるならば、企業がコントロールできる部分、トヨタ自動車であればもっといいクルマを作ることに全エネルギーを注げばいいということになります。まさに同社はそれを実践しているわけです。短期のトレンドに乗り目の利益にとらわれてトレーダーのように経営をしていれば、ノイズに翻弄されて企業価値を破壊するだけです。豊田章男社長は経営の時間軸について次のように述べています。

「私の役割は、目線を中長期に置くことです。クォーターごとの数字に振り回されるのではなく、もっと長い目線です。今、トヨタは77歳です。人間と違って企業は成長し続ければ未来永劫生きることができます。自分が社長を何年やるか分かりません。でも、次の次の次の社長に、会社をどういう状態で渡せるかを常に考えています。その時、畑にはまだ耕す部分があれば、種をまいたばかりの場所、収穫を間近にした場所、収穫がちょうど終わった場所もある。そんなバランスのいい状態で渡したいんですね。目の前の結果ばかりを追い求めて刈り取ってばかりだと、荒れた畑しか残せなくなります」(同前)

これだけ長期にわたる時間軸で経営を考えれば、為替や市況など企業がコントロールできない要素は経営に影響することはありませんから、ノイズとして無視できます。ですから、本業を磨き上げることに集中できる。そして必要な

投資を行い、じっくりと成果を待つことができます。

ガバナンス・コードの理想像とはかけ離れた経営

豊田社長は、ステークホルダーに関しては次のように述べています。

「資本主義にも原理資本主義的なものもあれば、国家資本主義と言われるものもある。私が理想とする姿に一番近いのは、公益資本主義です。以前からトヨタというのは『誰がステークホルダーか』と聞かれた時に、まず『お客様』『従業員』『地域社会』と答える会社でした。もちろん、そこには株主も入ります。ビジネススクールでは『会社は株主のもの』と教えていますし、私もそう教えられました。でも、ハーバード・ビジネス・スクールでも『コンシャス・カンパニー（意識の高い会社）』と言い出している。中長期的な目線を持っていない限り、結局は短期の結果も付いてこないということを、いろいろな人が気がつき始めたのではないのでしょうか」（同前）

こう見てみると、トヨタ自動車は、3人の社外取締役がいるものの、コーポレートガバナンス・コードが描く投資家にとっての理想の企業像とはかけ離れている印象があります。ステークホルダーにおける株主の優先順位も低く、会社は株主のものだと考える投資家にとっては、納得しにくいところでしょう。また、ROE逆算経営をしながら、中期経営計画の最終年度のROE目標を達成するというような経営とも異なります。中期経営計画は3年から5年程度の期間ですから、コントロールできない要素が経営に大きな影響を与えかねません。これではノイズに気を取られることになります。どちらの経営が正しいのか。言うまでもなくトヨタ自動車の経営です。ではトヨタの経営から見えてくる企業価値創造のヒントは何か。私は次の三点だと思えます。

- ・本業を磨き上げ、差別化につなげる
- ・長期的な視点で経営し、短期的なノイズに振り回されない
- ・顧客と従業員をステークホルダーとして優先する

これが企業価値創造の本質だと思えます。このように経営した結果として、トヨタ自動車のROEはリーマンショック以降大幅に改善し、2014年度は13.9%

となり、株価は過去10年で二倍になっています（同期間のTOPIXは1.38倍）。株主還元も大幅に強化され、2014年度は約1兆円を還元しています。経営指標の数値目標はなく、株主もステークホルダーとしての優先順位は高くありませんが、十分なリターンを得ることができています。これだけの結果が出ているのですから、カイゼンや生産方式だけでなく企業価値創造の手法もトヨタ自動車から学ぶべきだと思います。

短期の業績の積み上げが長期的な企業価値創造につながるには限らない

トヨタ自動車の経営手法は理想的ではあるが、それは同社が長期にわたり高水準の実績を生み続けてきたからこそ長期的な視点で経営をする権利を獲得できたのであり、ウチの会社はまずはコーポレートガバナンス・コードが描く投資家にとっての理想の企業像を目指さないといけない、という意見もあるでしょう。つまり、8%以上のROEをコンスタントに出せるようになって初めて、投資家からの信頼を得て標準化から卒業できる「シード権」が得られる、という考え方です。たしかにこれは合理的な考え方だとは思いますが、代打で高い打率をあげてからスタメンになるようなものです。しかし、ROEをコンスタントに出すことを目的とする経営は、持続的に企業価値を創造することができなくなるリスクをはらんでいます。代打のバッティングとスタメンとバッティングが異なるように、二つの経営スタイルはまったく異なるからです。ROEを気にすれば、目先の会計数値に否が応でも意識が強くなりますが、持続的に企業価値を創造するためには将来のキャッシュフローを拡大することを目指すことになります。後者の経営を目指すならば、時に今期の利益を減らしてでも投資をすることが求められることもあるのです。ですから、ROEがコンスタントに改善することはありません。しかも、目先のROEを重視して投資を怠る経営を5年もやれば、10年後には競争優位性が毀損される可能性が高い。せっかく投資家を意識してROEを良くしたところで、10年後に企業価値が破壊され株価が下がっていれば、彼らは売却し株主ではなくなっています。ROEが改善している企業に素早く乗り換えているからです。これでは誰のた

めに経営をしているのかわかりません。企業は、目先のROEの改善が持続的な企業価値創造につながるとは限らないことを認識すべきです。これが投資と経営の違いです。投資先が分散ポートフォリオの一社に過ぎない投資家の論理は、一社にしか勤務できない経営者や社員とは大きく異なります。レンタカーと愛車の扱いに差が出るのと同じです。株式保有期間中の業績を予測し、モニタリングするのが投資の論理であり、次の次の社長への引継ぎまで考えるのが経営の論理なのです。その引継ぎのタイミングでの企業のあるべき姿から現在のあるべき姿を割り戻して考える。短期の業績の積み上げと将来から現在への割り戻し。投資家とは真逆の論理なのです。企業価値が、将来のキャッシュフローを割り引いた現在価値であることを考えれば、経営の論理こそ企業価値創造のメカニズムに合致しているのです。企業には発想の転換が求められていると思います。

企業価値創造経営の妨げとなる企業価値創造の「チェックリスト」

「いい製品を作って、それを適正な利益を取って販売し、集金を厳格にやる。そういうことをそのとおりにやればいいわけである」。これは序章で引用した松下幸之助の言葉です。この言葉の通りの経営をし続ければ企業価値は自然に創造されることでしょう。いい製品を作るために、本業を磨き、競争力を高める。そうした製品であれば、利益率も高くなりさらなる本業磨きに投資もできる。そして競争優位性を維持できる。至ってシンプルな話です。しかし、上場企業ともなり、また会社は株主のものという考え方が広がると、事がややこしくなります。第一章で述べたように、非上場企業のように経営するのが最も企業価値を創造しやすいのですが、投資家のような社外のステークホルダーからすると、企業が本当にやるべきことをやっているのかを確認したくもなります。まさにコーポレートガバナンス改革の三点セットはそのためのツールです。ROEにより資本効率性を確認し、株主還元により資本効率性を改善させ、社外取締役に株主の視点から経営者をモニタリングさせる。社内の状況がよく見えない社外のステークホルダーからするとこれではまだ十分とは言えず、他に

も次のチェックリストが存在します。

- ・最高財務責任者（CFO）は機能しているのか
- ・成長戦略はどのようなものなのか
- ・報酬制度は経営者をやる気にさせるのか
- ・IR活動を通じて情報開示は適切に行われているのか

これらの4つのチェックリストを順に見ていきましょう。



図表 2-1 企業価値創造の 7 つのチェックリスト

2. CFOの誤解：CFOをファイナンスの専門家だと思いませんか？

武田薬品外国人CFO電撃退任の衝撃

武田薬品工業は、2015年6月24日、取締役のフランソワ・ロジェ最高財務責任者（CFO）が同月26日付で退任し、食品世界最大手ネスレのCFOに転身すると発表しました。クリストフ・ウェバー社長への報告は2日前だったということで、まさに電撃退任。ロジェ氏は2013年9月に同社に入社しており、在任期間は非常に短かったこととなります。とはいえ、在任期間中にコスト削減を

進め、15年3月期まで2年間の経費削減額は計620億円。退任を残念がる声が多いようです。ロジェ氏はザ・CFOとも言える、典型的なファイナンスのプロフェッショナルです。もちろんMBAホルダーであり、製薬会社、食品会社、通信会社でのファイナンス部門での要職を経て、武田薬品に入社。そしてネスレのCFOに転身。華麗と言ってもいいほどに、キャリアをステップアップしています。さてこれほどの人材を失った武田薬品はこれからどうなるのか。茨の道が待っているのでしょうか。私は特に影響はないと考えます。同社は製薬会社なので、良い薬を開発して、薬をたくさん売ればよいのです。CFOは開発も販売もしません。コスト削減も大事ですが、やはり医薬品業界の企業価値の源泉は開発能力です。CFO退任の穴を埋めるのはそれほど難しいことはありません。後述するように、ロジェ氏のような欧米型のCFOはある意味パーツに過ぎず、いなくなっても簡単に取替えができるのです。

CEOはCFOをどのように評価しているのか

ウェバー社長は「(ロジェ氏の) 在任期間は短く、今回の決断を大変残念に思う」とのコメントを出しています。ロジェ氏をCFOとして高く評価していたのでしょうか。では、一般的にCEOはCFOをどのように評価しているのでしょうか。KPMGが日本を含むアジア・太平洋地域に本拠を置く売上高5億ドル(約600億円)以上の企業のCEO178人(うち日本企業は24人)を対象にした調査によると、CEOの32%は、「会社経営で直面している課題をCFOは理解していない、または自分の力になっていない」と回答しています。これはかなりショッキングな結果です。それなりの報酬で雇っているのにかわらず、多くのCEOにとっては役に立っていないのです。また、同調査において高業績と分類される企業のCEOの72%は、CFOの役割の重要性は、他の経営幹部と比べ、今後3年間で増すと予測しています。つまり、今後はより多くをCFOに要求することになるということです。現時点において、CFOのパフォーマンスに満足していないのですから、CFOへの要求水準がさらに高まることになれば、CEOの不満はさらに悪化することになります。なぜこのようなことが

起きているのか。CEOはCFOに何を求めているのでしょうか。

ROE逆算経営の責任はCFOにある

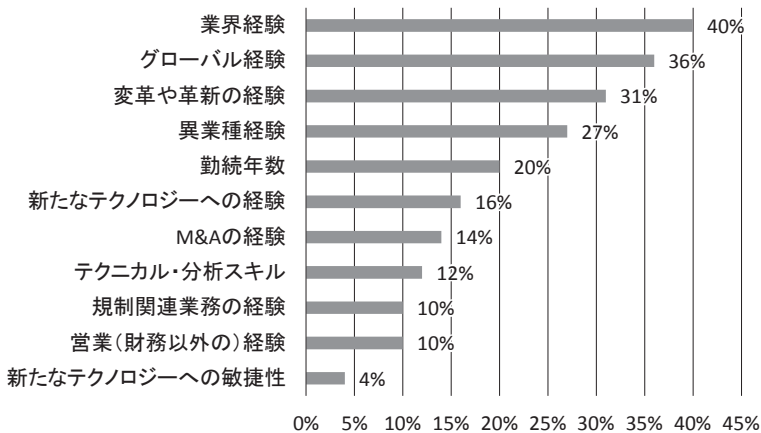
オリックスの宮内義彦シニア・チェアマンは次のように述べています。

「昨今の自己資本比率（ROE）経営にも危うさを感じています。ROEを上げるなら、手っ取り早く過小資本にしていればいい。自社株買いとかりキャップCBとか、ああいうのは経営とは言えません。社長ではなく財務部長でできる話ですな（笑）」（日経ヴェリタス2015年7月5日～11日）

まさにその通りです。このようなROE逆算経営の原因は、もちろん最終的には経営者にありますが、実際のところはファイナンスの責任者であるCFOにあります。宮内氏が指摘するように、やっていることが財務部長程度なのです。目先のROEの調整に自社株買いやリキャップCBを実施した場合に、株主構成にどのような変化があり、その変化が経営にどのような影響を及ぼすのか。おそらくここまで考えているCFOはそう多くはないでしょう。投資家がROEを求めているから、求められているROEを作り出す。社外取締役が取締役会における投資家の代理人だとすれば、CFOは現場における投資家の代理人になっている気がしてなりません。投資家にとってはありがたい存在ですが、CEOにとっては物足りない存在なのではないでしょうか。前述の調査には、CFOのパフォーマンスに最も有益なビジネス上の資質は何かという質問があったのですが、この回答を見るとCEOがCFOに求めているものが理解できると同時に、なぜ多くのCEOがCFOのパフォーマンスに満足していないのかもわかります。「M&Aの経験」や「テクニカル・分析スキル」というファイナンスのプロフェッショナルが持つ経験やスキルは低い評価になっている一方で、「業界経験」、「グローバル経験」、「変革や革新の経験」、「異業種経験」、「勤続年数」が高い評価になっています。

これは何を意味するのでしょうか。ファイナンスの責任者としてファイナンス業務をしっかりやることだけではCEOは満足しないのです。CEOがCFOをファイナンスのプロフェッショナルというよりも、経営陣の一員として見てい

るということです。ファイナンスという枠を超えて、企業価値創造に貢献できるかどうか。おそらくその貢献がまだ不十分なのでしょう。だからこそ、会社経営で直面している課題をCFOは理解していない、または自分の力になっていないと評価するCEOが約3分の1に上ったのです。どれほどファイナンスの知識や経験が豊富だとしても、事業がわからない、業界がわからない、会社がわからない、という状況では経営陣として企業価値創造に貢献することは期待できません。ファイナンスのプロフェッショナルを卒業して、経営者の一員という次のステージにステップアップできなければ、CEOから高い評価を得ることは難しいでしょう。



図表 2-2 CFOのパフォーマンスに最も有益なビジネス上の資質

CFOは番頭たれ

CFOが最高財務責任者である時代は終わろうとしています。これまでは財務、経理、IRなどの部門のトップとして、M&A、事業売却、株主還元、資本政策などを適切に実行していればよかったです。もう「専門家」という枠にとどまっているわけにはいきません。経営者目線が求められているのです。自分の目線をファイナンスから経営に高める。ファイナンスこそ自分の

存在価値であるという意識から、経営のための数多くのツールの一つであるという意識に変わるか。もしファイナンスで勝負し続けたければ、財務部長や財務担当執行役員でとどまっているべきです。CFOとして勝負したければ、過去の業績を捨てる覚悟を持つ。いわば脱皮できるかどうかが問題なのです。私は、CFOや最高財務責任者という役職名はまったく時代にふさわしくないと 생각합니다。その役職名である限り、CFOのポジションにある人材は、役職名の通り財務の最高責任者として自社株買いやリキャップCBなどの財務戦略に熱中することになりかねません。しかも金融市場に対する顔として外向きのイメージも強い。しかし私のイメージは真逆です。ファイナンスの視点を持って客観的に経営を見ることができ、経営者のよい相談相手であり参謀になれる。いわば番頭のイメージです。

IIJの鈴木幸一会長は財務担当者について次のように述べています。

「昔から、新しい事業をつくり、創業して立ち上げて軌道に乗せる成長拡大期には、どの企業も財務担当者は、番頭という言葉が相応しい役割を果たし、番頭さんの力量如何で企業が存続したり挫折して消えてしまったりしたものである。ROEといった経営指標が最重要視されるような時代には、財務担当者が企業のトップとして、企業の方針を決め、リーダーシップをとるようになって行くのかもしれない。私のような旧世代に属する人間には、違和感のある話である」(鈴木幸一IIJ会長ブログ2015年3月24日)

鈴木会長は旧世代に属する人間の考えだと述べていますが、まったくそのようなことはありません。番頭はいつの時代も必要であり、ROEといった経営指標が最重要視されるような時代こそ、流行に流されることなく冷静な判断ができる番頭が求められると思います。まず金庫番として、企業を投資家の利害や株式市場から守る。そして、戦略家として経営者のビジョンを理解し、その実現へ先手を打つ。そのために、時には財務状況からすると無謀とも言えるような大型投資も決断する。また、時に経営者に対する諫言の士となる。そう考えると、前述の調査において、「業界経験」と「勤続年数」が高い評価となっているのもうなずけます。業界や会社を知らずして、経営者の相談相手になる

ことは不可能だからです。本田技研工業、ソニー、セコムなどには創業以来創業者の右腕として活躍する番頭がいました。創業以来の二人三脚ですから、「業界経験」も「勤続年数」も申し分ありません。経営者とは異なる視点を持っていたからこそ長期にわたり二人三脚で経営を行うことができたのでしょう。一方、欧米企業のCFOというのは、CFO市場が活発なこともあり、短期間で転職することも多くなります。また、企業側も、M&Aに強い、IRに強いといったファイナンスの経験を重視し、経営状況に応じてCFOを任命し、そして状況が変われば新たなCFOに交代させます。もちろん、CFOも自分のスキルを活かせる機会がなくなれば、他企業にチャンスを求める。非常に合理的な考え方ではありますが、CFOの役割はファイナンスの最高責任者という位置づけにとどまっており、番頭に比べれば責任範囲は狭くなります。例えば、アメリカ企業の85%という高水準の総還元性向を見る限り、「業界経験」や「勤続年数」が不足するCFOが経営全体を考えるとなく財務戦略が策定しているのではないかと考えてしまいます。つまり、全体最適ではなく部分最適に陥っているのではないかと。また、CFOは自分の業績を上げるために、例えば得意分野であるM&Aを頻繁に実施する可能性もあります。これが欧米型のCFOの限界なのかもしれません。ファイナンスが目的化され、企業価値が破壊されるようでは本末転倒です。ファイナンスは経営のためのひとつのツールに過ぎないことを認識すべきです。理想のCFOの姿を欧米企業に求めるのは危険だと思います。

番頭を育てる二つのアプローチ

伊藤レポートにおいても、CFO人材の不足と育成の必要性が述べられています。経営者の育成もなかなか難しいところですが、番頭の育成も同様に難しい。ではどのように育成するのか。正攻法は、社内の財務経理の人材を番頭に育て上げる。代替案は、金融機関出身者を番頭に育て上げる。どちらについても私の日産自動車での経験から考えみましょう。まずは正攻法ですが、優秀な財務経理の人材を「経理屋」にとどまらせない工夫をいかにキャリアパスに織

り込むか、というのがカギとなります。正直なところ、決算準備の経験を何年やったとしても、優れた経理屋にはなれても、番頭にはなれません。会計数値が間違っていないかどうか問われるため、目線が経営に向きようがないからです。

この問題を解消するため、日産自動車では選抜した人材を海外の子会社に送り、経営企画の仕事をしていました。企業規模も本社と比較すればかなり小ぶりになるため、経営企画の業務を通じて自動車会社の経営を深く理解することができます。そして帰国後は、IR部門に配属されアナリストや投資家の対応を通じて資本市場にさらされます。今度は目線を外に向ける機会に触れるわけです。もちろん「M&Aの経験」や「テクニカル・分析スキル」に関しては金融機関出身者に比べて経験は少なくなりますが、このように経理、経営、資本市場を理解する人材が育成され、番頭候補がプールされていきます。

また商社のように多くの関係会社を持つ企業も番頭を育成しやすいといえます。例えば三井物産では、「CFO人材育成講座」を開設し、若手人材を世界各地の関係会社に派遣しています。岡田譲治CFOは次のように述べています。

「関係会社では多岐にわたる業務を一人でカバーしなければならないことが多く、実際に会社を経営することで、グローバル感覚と経営者としての総合力を同時に養ってもらいます。座学でのスキルアップももちろん重要ですが、やはり現場で実際に経験を積むことで人は大きく育つと思っています」（アニュアルレポート2011年）

このように子会社や関係会社で経営の経験を積ませるのが、目線を上げるには最も効果的だと思います。経営者も番頭もメインストリームからは生まれこないのです。可愛い子には旅をさせましょう。

次に、代替案である金融機関出身者を番頭に育て上げるアプローチは、「業界経験」と「勤続年数」の不足をどのように解消するかがカギとなります。金融機関出身者は一般的に目線が高い傾向があるので、いかに実務経験を積ませるか。私が日産自動車でIRを担当していた時の上司であった仏ルノーのCFOドミニク・トルマン氏がCFOに至るまでのキャリアを見ると、ファイナンス

のプロフェッショナルを番頭に育成するプロセスがよく理解できます。彼はチェース・マンハッタン銀行のクレジットアナリストからキャリアをスタートさせ、その後ルノーと日産で財務とIRの要職に就いています。そのままCFOになることもできたのですが、ヨーロッパやアメリカの子会社の責任者になるという「寄り道」をしています。私も当時なぜ彼の専門であるファイナンスがあまり活かさないポストに異動になったのかは理解できませんでしたが、実は、ゴーンCEOのCFO像は番頭に近かったのではないかということが後に理解できました。ゴーンCEOにはトルマン氏に自動車会社の経営を経験させる意図があったのです。つまり、ファイナンスのプロフェッショナルを経営の実務に放り込み、徹底的に現場の経験を積ませた。こうしたプロセスにより、トルマン氏は短期的に「業界経験」と「勤続年数」の不足を解消しているのです。

ベンチャー企業も公認会計士や金融機関出身者がCFOに就任することが多くありますが、事業をよく理解しないため、番頭の域にまで至らないケースもあるようです。上場準備のように会計士の経験が活かせる分野もありますが、いったん上場してしまえば、過去の会計士としての経験は活きなくなります。ファイナンスのプロフェッショナルとしての過去の経験を一時的にでも忘れ去り、番頭になるための試練に耐えられるか。番頭候補者には会社に対するコミットメントが求められるのです。

3. 成長戦略の誤解：その成長は企業価値創造を伴いますか？

日本企業は成長投資に舵を切った

2014年度の資本配分を見ると、配当が前年比10%増の9.5兆円、自社株買いが72%増の3.3兆円となっており株主還元の強化が著しかった一方で、財務省法人企業統計によると民間設備投資額は5%増の36.4兆円、またトムソン・ロイターの調査によれば、日本企業による海外M&Aは28%増の5.9兆円という結果となっており、投資に対する積極的な姿勢が見られました（日本経済新聞

2015年4月16日朝刊)。また、日本経済新聞社が実施した「社長100人アンケート」によれば、過去最高水準の100兆円近くまで積み上った手元資金の使い道としては「設備投資」(46.9%)や「M&A(合併・買収)」(36.6%)などの成長投資を挙げる経営者が目立っています(日本経済新聞2015年3月22日朝刊)。

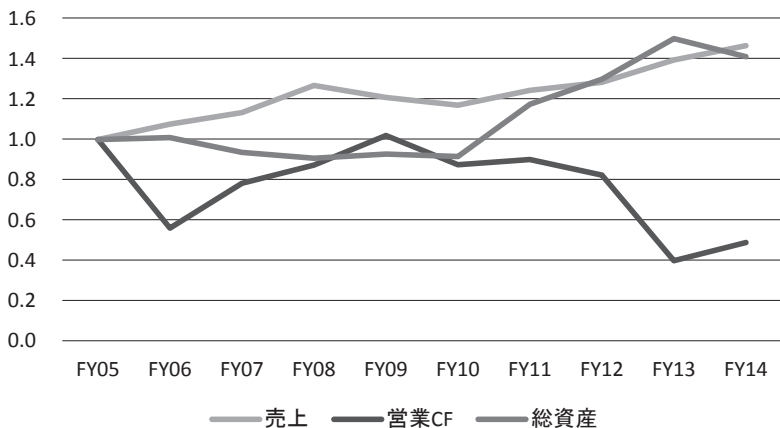
個別の企業で見ると、例えば富士フィルムホールディングスは成長と株主還元の両立に挑む3カ年の中期経営計画(2017年3月期が最終年度)を2014年11月11日に発表。M&Aに5,000億円を充て、配当総額を計800億円(前期までの3カ年実績は計602億円)に増やし、年500億円ペースで自社株買いも実施する計画で、ROEは7%を目指しています(2014年度実績は5.6%)。この二兎を追う中期経営計画を株式市場は好感しており、発表後三日間で8.1%上昇しました(同期間のTOPIXは2.2%上昇)。ただその後はTOPIXとほぼ同様のパフォーマンスとなっています。やはり二兎を追うのは難しいと株式市場は判断しているのでしょうか。積極投資が企業価値創造は伴わないと考えているのでしょうか。そこで同社の過去10年の業績と株価パフォーマンスを見ていきましょう。売上高は6.6%減少した一方で営業利益は2.4倍と大幅に伸びています(営業利益の変動が大きく、基準となる2005年度の営業利益が前年度比57%減であったことを考慮する必要があります)。そして、総資産は1.2倍となりました。株価パフォーマンスについては、同社の株価は同期間中に1.24倍となり、1.38倍となったTOPIXをアンダーパフォームする結果となっています。投資活動が企業価値を創造することもなかったが、破壊することもなかったという結果になっています。ですから、過去10年間では企業価値を創造しているとは考えにくく、株式市場も今後の業績に関しては判断に迷い様子見といったところではないでしょうか。しかし、財務状況は自己資本比率が60%を上回り、手元資金は約7,500億円と磐石ですので、この強みを活かした新中期経営計画の積極投資がどのような結果に結びつくのかが興味深いところです。今後、富士フィルムホールディングスと同様に成長と還元を目指す日本企業が増加すると考えられますので、同社の将来は多くの日本企業の将来を占う上で非常に重要なヒントとなるでしょう。

企業価値を破壊する成長戦略

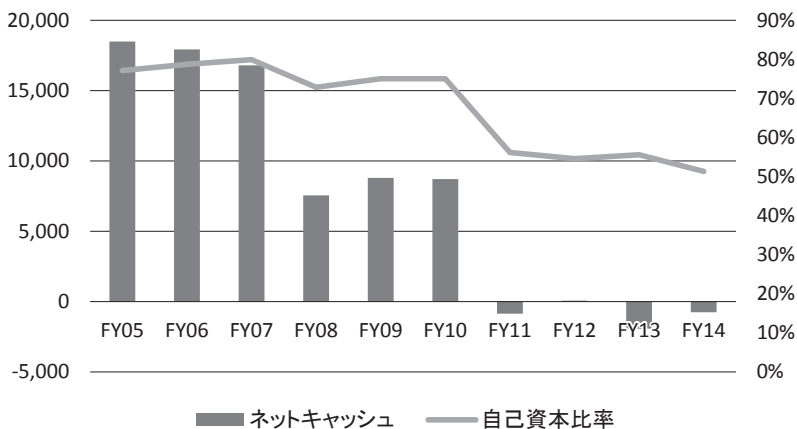
積極的な投資活動は成長につながり、企業価値を創造することが期待されますが、売上と総資産だけが拡大し、利益、キャッシュフローの増加、そして企業価値の創造につながらないケースもあります。そのケースとしてかつて海外企業の多額の買収を行った武田薬品工業を見ていきましょう。同社は長谷川閑史現会長のCEO時代、自前主義を否定しM&Aを積極的に活用、また無借金経営も否定し、大規模M&Aに負債を活用するなど、積極的に拡大路線を追求しました。例えば、2008年にはがん分野の研究開発力を強化する目的として米ミレニアム社を88億ドル(当時のレートである1ドル100円換算で約8,800億円)で買収し、2011年には新興国市場に本格参入する目的としてスイスのナイコメッド社を96億ユーロ(当時のレートである1ユーロ118円換算で約1兆1,400億円)で買収しています。このような積極投資が同社の企業価値にどのような影響を与えたのでしょうか。結論から言うと、過去10年間の株価パフォーマンスがTOPIXを31%ほどアンダーパフォームしているため、積極投資は企業価値を破壊する結果になったということになります。図表2-3にあるように、売上と総資産は過去10年間で1.5倍弱に拡大していますが、営業活動からのキャッシュフローは0.5倍弱とほぼ半減しています。企業の規模だけ大きくなってもキャッシュフローが悪化するのであれば、資産効率性が大幅に悪化し企業価値が破壊されるのは当然です。また、図表2-4から、同社の投資活動がいかに積極的であったかがよくわかります。同社はかつての無借金経営の影響もあり、2005年度には2兆円弱のネットキャッシュポジションであったのが、11年度にはネットデットポジションになっており、また自己資本比率も80%弱から約50%にまで下落しています。いわば有り金を使い切った状況です。

株主還元に関しては、かつては高水準の増配を実施していましたが、その後キャッシュフローの悪化もあり、2008年度から180円で据え置きが続いています。自社株買いに関しては、2006年度から2008年度にかけて総額約6,200億円にのぼる多額の自社株買いを実施し、その後消却しています(この資金を大規模M&Aに回すべきでした)。

もちろんこれだけ多額の投資をした結果として、企業価値の破壊がこの程度に取まったと考えることもできなくはありませんが、多額の手元資金が投資判断を甘くさせてしまうフリーキャッシュフロー仮説が生じていたと考えるほうが適切でしょう。長谷川氏はクリストフ・ウェバー現CEOを社長に起用した際に、「武田がグローバルに競争力のある会社になるため、買収した海外企業を本社から統治する力量が問われている。しかし、できなかった。我々にまだ力がなかった」と述べています（日本経済新聞2013年12月1日朝刊）。グローバル化に焦ったのかと考えるべきか、それとも次世代に向けてグローバル化への基盤を整えたかと考えるべきか。これは歴史が証明してくれることでしょう。なお、平成26年度生命保険協会調査によれば、中長期的な株式価値向上に向けて企業が重点的に取り組むべきものとして、55.8%の投資家が「投資採算を重視した投資」をあげています。これは、投資採算が取れていない投資が多いことの証でしょう。他社がやっているから、海外のほうがよさそうだから、などといった安易な理由で多額の投資をすると痛い目にあいます。2014年度の日本の上場企業の手元資金は105兆円にのぼります（日本経済新聞2015年7月8日朝刊）。この資金を企業価値の創造に活用できるのか、無駄にしてしまうのか。



図表2-3：武田薬品工業の主要財務項目の推移（05年度＝1.0）



図表 2-4：武田薬品工業のネットキャッシュポジションと自己資本比率

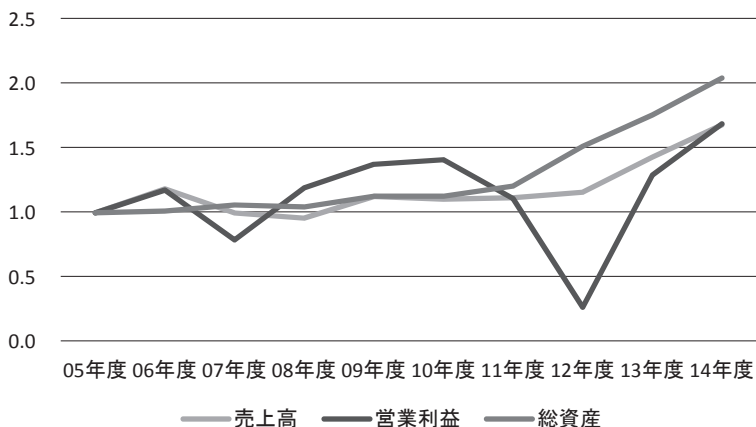
それが日本企業に問われています。

企業価値を創造する成長戦略

もちろん、積極的な投資を成長につなげ企業価値を創造する企業もあります。日本電産はその最たるケースと言えます。日本電産は積極的なM&Aにより、持続的な成長を実現しています。同社は、「回るもの、動くもの」に特化し、そして「時間を買う」という考え方にに基づき、同社のホームページによれば、これまで41件のM&Aを実施してきました。そのためM&Aのイメージが非常に強くなっていますが、それに限らず研究開発や設備投資にも積極的に投資をする先行投資型企业というのが私のイメージです。

さて、同社の積極的な投資は企業価値創造をもたらしているのでしょうか。過去10年の株価パフォーマンスを見ると、株価が3倍以上と、TOPIXを大幅にアウトパフォーマンスしており、多額の企業価値を創造していることがわかります。図表 2-5 が示すように、総資産は10年間で2倍を超えている一方で、売上高と営業利益は約1.7倍となっているため、総資産回転率やROAは基準となる2005年度よりも悪化はしていますが、12年度の構造改革以降、同社の業績は

大幅に改善しており、さらなる改善が株価に織り込まれていると想定されます。武田薬品工業とは異なり同社は買収先をうまく統合して利益につなげているのだと考えられます。また、投資だけでなく、株主還元にも積極的であり、配当性向は30%を目標としていますが、配当総額を上回る大規模な自社株買いを実施することもあります。利益を稼ぎ、再投資をして、さらに利益を高めて株主還元を強化するという好循環が生まれています。



図表 2 - 5 : 日本電産の主要財務項目の推移 (05年度=1.0)

日本電産に見る M & A 成功の秘訣

今後成長に向けて日本企業の M & A は加速すると思います。実際、2015年1月～6月に、日本企業が海外勢を買収する案件を中心に7兆8,000億円と前年同期比で M & A が5割増加しています(日本経済新聞2015年7月8日朝刊)。また、M & A 投資枠を設定する企業も多く、たとえば NTT データは今後5年間で海外の M & A に2,000億円を投じ、海外売上高比率を2020年に50%に高める計画です。このように日本企業は M & A に勝負を賭けているといっても過言ではありません。私は日本企業には M & A の前にやるべきことがあると思っていますが、それでも M & A で勝負を賭ける覚悟のある企業に向けて永

守CEOのM&Aに関する名言を紹介しましょう。

■買収価格

「今は世界的な株高で、企業の評価額は上がり、買ったらしばらく赤字になる。企業価値を判断する算定式をちゃんと持っており、去年は8社の買収を見送った」(日経ヴェリタス2015年1月11日～17日)

M&Aによりシナジーが期待できたとしても、プレミアムを支払い過ぎれば、企業価値は破壊されます。保守的に期待シナジーを見積もり、確実に企業価値を創造できる金額に支払いプレミアムを抑え、また場合によっては買収を見送ることが求められます。

■買収の条件

「これまで五十数社買いましたが、ほとんどが成功していると思います。それは、「こういう会社しか買わない」という条件を決めているからなんですよ。どんなにいい話でも、条件に合わないものは絶対に買わない」(日経ビジネス、前同)

ストライクゾーンは狭く設定する必要があります。ボール球に手を出すと、M&A成功の打率は確実に下がります。買収後の統合のことも考えると、買収価格以外にも企業文化などのソフトな面も非常に重要になります。

■買収の目的

「M&Aでは時間を買う。(中略)要は何のために買うのか目的を明確にするのが大切だ」(日経ヴェリタス2015年1月11日～17日)

手元資金が多い、M&A投資枠を設定している、などの本筋でない理由からM&Aを実施すると必ず失敗します。また、内部成長の可能性が限られているからM&Aで成長を実現したいというケースも見られますが、これまで蓄積してきた知恵と経験で内部成長を目指すほうが、企業価値を創造する可能性は高いでしょう。前金制の多額の支払いプレミアムが発生しませんし、買収後の統合のような難題もありませんから。

■買収後の統合

「日本企業が買収に失敗する最大の理由は、買ったら終わりと思うからです

ね。買うまでが20%で、残り80%を会社をよくしたり、シナジー効果を出すために費やす。トップが『買ったからお前が行ってこい』では失敗します。買ってからがトップが最もエネルギーを費やさなきゃいかん段階なんです」(日経ビジネス2014年11月17日)

M&Aでは「買っぱなし」とはいきません。期待されるシナジーは買収すれば勝手に実現されるものではないのです。二つの会社のベクトルを合致させるには、トップのリーダーシップが不可欠です。

■買収の規模

「野球で例えればイチロー選手だ。小さな買収を重ね、ヒット、ヒットでつなぐ。私だってできればホームラン(大型買収)を打ちたいが、身の丈というものがある」(日本経済新聞2012年8月10日朝刊)

「今は連結売上高1兆円が見えている。これまでイチロー式で(小さな買収で)点数を稼いできたが、1兆円規模企業が300億円前後の会社を買っても仕方ない。最低でも1,000億円単位の会社をぼんぼん買っていく」(日経ヴェリタス2015年1月11日~17日)

二つの名言には2年半ほどの時間差がありますが、日本電産のステージが変わったことがよくわかります。まずは、小さな買収で経験を積み、その成功経験を大規模買収に活かす。大が小を飲み込む買収は注目を浴びはしますが、買収の経験が少なければうまくいかないでしょう。

■海外企業のM&A

「海外企業であれば経営者も見る。人事制度や企業文化が違うから日本人が経営するのは本来無理。任せられる人がいるかどうかのカギであり、大きな方針は示しても、オーナー株主という一歩引いた気持ちで経営を委ねている。シナジー効果や技術力も大事だが、優先順位はそれらの次だ」(日本経済新聞2012年8月10日朝刊)

日本企業のM&Aのターゲットは海外企業であることが増えると思います。最初から無理に統合しようとせず、現地の経営者に任せる。これはバフェットの買収方針とまったく同じです。もちろん、経営を任せられる経営者がいる企

業を買収する必要はあります。ですから、経営人材の見極め力が求められることになります。

■デューデリジェンス

「自分で工場など現場を見に行くようにしている。デューデリジェンス（資産査定）なんて気休めだ。粉飾なんて絶対に分からない。売上高営業利益率が10%と言っている会社でも、工場に行けばそんな利益率は出せない、とすぐ分かる」（日経ヴェリタス2015年1月11日～17日）

財務諸表をいくら睨んだところで、会社の実態は把握できません。数値にならないところに企業価値評価のヒントがあるのだと思います。自分なりの目の付け所を定める必要があります。

M&Aの分厚い専門書を読むよりも、永守CEOの名言を頭に叩き込むほうがM&Aで成功する可能性が高まるでしょう。しかし、実際はこれらの名言通りに実施されていないM&Aが多くあります。そこで、買収価格に関するケースを見てみましょう。

M&Aよりも事業売却を優先する

企業は、M&Aで企業規模を拡大する前に価値を創造しない事業を売却することからスタートすべきだと思います。無駄な事業に時間と神経を使っていれば、M&Aにより手に入れた事業に十分に集中することができません。もちろん、M&Aを実施した後にも、十分な価値を生まない事業は売却して、事業ポートフォリオが価値を生み出す事業だけで構成されるように常に最適化する必要があります。永守CEOは次のように述べています。

「捨てる経営も進めている。社内では『カメラもパソコンもなくなる。しがみつくな』と言っている。シェアが1番か2番のものは続けるが、3番以下の事業は売っていく」（日本経済新聞2015年1月15日朝刊）

価値を生まない事業を売却することにより、価値を生み出す事業にだけ集中して、その事業から最大限の価値を引き出す。しかも、買い手は期待シナジーを考慮したうえで、現在の企業価値よりも高い金額を支払ってくれますので、

売り手にとってはその差額分だけ価値が生まれることとなります。特にオークションの形で複数の企業を競わせれば、価格は説明のつかない水準にまで上昇することもありますので、ポートフォリオの最適化だけでなく、利益まで得られるという一石二鳥となります。

事業売却と言うと、一般的に経営危機の最後の手段と考えられることが多いですが、定期的に事業ポートフォリオの見直しを行い、収益性などの一定の水準を満たさない事業は売却することを経営活動の一環と考えなければなりません。例えば、三菱マテリアルでは事業最適化委員会を社内で立ち上げ、事業領域の見直しや不採算事業の取り扱いについて議論をしています。同時にM&Aも実施しており、2015年4月には国内超硬工具大手の日立ツールを220億円で買収しており、2016年度までの中期経営計画ではM&Aを含む戦略投資枠を700億円から1,000億円に拡大しています。事業売却とM&Aをバランスよく行い、事業ポートフォリオの最適化を実現しているよいケースといえるでしょう。

成長目標の設定には注意が必要

成長戦略という言葉をよく耳にしますが、何を成長させるための成長戦略なのでしょう。平成26（2014）年度生命保険協会調査によると、企業が中期経営計画において公表している具体的指標として、「利益額・利益の伸び率」が69.6%、「売上高・売上高の伸び率」が63.6%とトップ2を占めています。つまり、企業は利益や売上高を成長させるために成長戦略を策定しているということです。

では、何を成長の評価指標とすべきなのか。最近広く利用されているのがEPS（一株あたりの当期純利益）です。例えば、NTT、NTTデータ、横河電機などがEPSを経営目標の一つとして利用しています。EPSは当期純利益を株式総数（正確には自己株式を除外した期中平均株式数）で割ったものですから、基本的には当期純利益を成長させることを目指すこととなります。また、EPSは投資家にとっても便利な指標です。予想EPSが企業から提供されれば、過去数年の平均PERと掛け合わせて、大雑把に予想株価が算定できるからです（株

値予想はそんなに簡単なものではありませんが)。

しかし、EPSにはROEと同じ問題が生じかねません。両者の共通点は二つあります。まず、どちらも分子が当期純利益であること（一株あたりの指標でROEを算出する場合、EPSが分子となります）。次に、分母が自社株買いによって調整可能であること。ですので、当期純利益が何ら調整されることなくファンダメンタルズを適正に表していたとしても、EPS逆算経営が行われてしまうと、会計年度が終わりに近づくと、自社株買いの駆け込み需要が生じかねないのです。自社株買いは、手元資金と投資ニーズを考慮した上で実施されるべきものであり、ROEやEPSの目標値とは無関係なはずです。そもそも自社株買いによって分母を減らしてEPSをひねり上げたとしても、本来の利益成長とは言えません。所詮作られた成長に過ぎず、逆に誤解を与えかねない。CFOがこうした行動をとめるべきですが、率先して実行することすらあります。

この点、私ならば外部に目標数値を公表することはありませんが、何らかの理由で公表せざるを得なくなれば、売上高と営業利益率の目標値だけを公表します。不正会計さえなければ、売上と利益の成長を最も適切に表してくれます。極めてシンプルです。もちろん社内の経営管理上の目的ではこの二つの指標では不十分ですので、営業活動からのキャッシュフローを成長の指標として利用します。実際、営業活動からのキャッシュフローと類似したEBITDA（利払い・税金・償却前利益）を経営指標として利用する企業もあります。

この二つの指標はどちらも絶対額の指標であるため、「割り算の罫」の影響はありません。そして、キャッシュフロー指標ですので、その改善が企業価値創造に直接的に影響します。また、営業活動からのキャッシュフローから投資活動からのキャッシュフローを差し引いたフリーキャッシュフローとは異なり、設備投資などの投資額を考慮しないため、投資額の削減による数値目標の達成のようなことも回避できます。投資を対象外とすることでキャッシュフローというパイを拡大することに集中ができるのです。

では、営業活動からのキャッシュフローとEBITDAのどちらが良いのか。前者の方がベターです。運転資金を考慮している点が優れています。運転資金

は、売上高や営業利益率ほどに注目される指標ではありませんが、キャッシュフローに影響を与える指標である以上、積極的に管理する必要があります。

成長を目的化してはならない

これまで成長を主にM&Aの視点から見てきましたが、企業価値創造につながりやすい成長の手段は実はM&Aではありません。当たり前の話ですが、企業が競争優位性を持つ分野で勝負する方が企業価値を創造しやすいのです。

例えば第一章で紹介したように、富士重工業の営業利益率は大手三社を上回っています。同社の企業規模を考えれば、規模の経済によるコスト競争力という点では大手三社に対して競争優位性はないでしょう。しかし、デザイン力やマーケティング力などを磨き上げることにより、大手三社にはない競争優位性を築き、有利な価格を設定し、その結果として高い売上成長率と高い営業利益率を実現しています。至極当たり前の話で、何か魔法があるわけではないのです。

海外市場へアクセスできる、自社にない能力を得ることができる、時間を買うことができる、などM&Aに過度な期待している経営者も多いようですが、M&Aに熟練するよりもやるべきことをやる方が急がば回れで実は近道なのです。何度も引用しますが、「いい製品を作って、それを適正な利益を取って販売し、集金を厳格にやる。そういうことをそのとおりにやればいいわけである」と松下幸之助氏が言う通りなのです。こうした努力を怠り、M&Aに魔法を期待するような企業がM&Aをしたところで、被買収企業の価値を創造することは難しいでしょう。自分ができないことを人に教えることはできないのです。

また、何が何でも成長しようと考えてはいけません。たしかに成長は企業価値創造の大事なバリュードライバーですが、長期間にわたり高水準の成長率を維持するのは不可能なのです。成長性はいつか鈍化するものであることを認識し、そのときが来たら成長以外のバリュードライバーの改善によって企業価値の創造を目指す方向に戦略を転換すべきです。高水準の成長率を維持するために大型M&Aを実施するというのは成長企業のフリに過ぎず、企業価値を破壊

する悪い成長に終わる可能性が高いのです。企業のステージによって適切な企業価値創造のアプローチが変化することは理解しておく必要があります。成長が全てではありませんし、成長もあくまで競争優位性を磨きあげた結果として得られるものなのです。

4. 報酬制度の誤解：報酬制度で企業価値が創造されると思っていませんか？

日本企業の報酬制度は間違っているのか

伊藤レポートにもあるように、日本の経営者の報酬は、欧米と比べて水準が低く、そして業績連動部分が少なくなっています。また、コーポレートガバナンス・コードにも、業績連動型報酬に関する記述があり、「経営陣報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」となっています。

要するに、日本の経営者に対しても、もっと高い水準の報酬を支払い、また株式やストックオプションを活用して中長期的な業績と報酬を連動させるべきだということです。しかし、本当に日本企業の報酬制度が間違っていて、欧米企業のそれが正しいのでしょうか。結論から言うと、私は日本企業が正解で、欧米企業が間違っていると考えます。

報酬の適正水準は誰にもわからない

まずは報酬水準について考えてみましょう。

どのようなデータを見ても欧米と比較すると低くなっていますが、これは単に欧米の報酬が説明のつかない水準にまで上昇してしまっているだけだとは考えられないのでしょうか。

私は、ベンチャー企業をゼロから立ち上げて、上場にまで導き、そして持続的に企業価値を創造しているような経営者がメジャーリーガークラスの報酬を

もらうのは当然だと思います。その創業者がいなければ、新たな市場もなければ、新たな雇用もなかったはずだからです。しかし、すでに上場しているような優良企業の経営者のポストを引き継ぎ、そしてまた次の経営者につなぐということが、莫大とも言っても過言ではない報酬に値するのでしょうか。私にはそうは思えません。

これは単に欧米では経営者が社外からヘッドハントされることが多く、報酬の高さを競い合いリクルート合戦をした結果に過ぎないのではないのでしょうか。しかもその水準が高止まりしている。プロ野球のフリーエージェント制と同じで、ヒット1本数百万円というのと同じ話に思われます。結局、経営者の価値を評価することは無理な話であり、競合他社の報酬をベンチマークしながら、報酬を決定しているだけなのです。競合他社の報酬が高過ぎても、それがベンチマークとなり報酬の基準になってしまう。所詮バブルのような話であり、日本企業も同じことをしなければならぬ理由はないと思います。

そもそも日本の優良企業のように、入社の際で厳しく人材が選別され、長期間にわたり切磋琢磨されていれば、社長になった人材と部長止まりの社長の同期を比較しても、報酬に何十倍もの差をつけなければならないほど能力に差はないはずです。また、社長になったのだから欧米と同じように数億円の報酬をよこせ、と言うような考えの人は、社長レースで早々と脱落しているでしょう。

経営者の報酬が低水準であることは、欧米企業に対して競争優位に立てます。報酬は会計上、費用なのでから低水準の報酬は良いことなのです。しかも経営者自身ももっと報酬をよこせと言っているというよりは、外野が報酬を上げたがっているという妙な話になっています。大きなお世話な気がしてなりません。

そもそも報酬というものは、豊臣秀吉のように、織田信長から領土をもらえば、それを何倍かにして信長に返す、という意識でもらう必要があります。ですから、貰い過ぎれば自分の首を絞めるだけです。日本人経営者はこのような認識を持っているのだと思います。もし報酬にこだわるのならば、上場企業に

就職などせずに、ゼロから会社を立ち上げて、上場して億万長者を目指すべきです（億万長者を目指そうという意識が強いと、上場までたどり着けるかどうか分かりませんが）。そして、億万長者になるのも、あくまで世の中に自社の製品やサービスが受け入れられた結果に過ぎないことを覚えておきたいものです。

株価を意識するのと株式を保有するのは別の話

次に業績連動型報酬に関して考えてみましょう。固定給の割合を減らし、業績連動の割合を増やすことが求められています。三菱UFJ信託銀行によると、「7～8割だった固定給の割合を4～6割に落とし、業績連動部分を4～6割に高める例が多い」ということです（日本経済新聞2015年4月25日朝刊）。伊藤レポートやコーポレートガバナンス・コードの効果が出ているようです。そして業績連動部分に主に活用されるのが、自社株とストックオプションということになります。この業績連動型報酬の差が、日本企業と欧米企業の報酬の差につながっています。

最近の傾向ですが、役員の報酬としてストックオプション以外にも自社の株式を付与する企業が増えています。一定期間の業績に連動する形で交付する株式数を決める仕組みで、大林組やKDDIなど導入企業は2015年内に100社を突破する見通しです（日本経済新聞2015年4月25日朝刊）。このような報酬制度を導入した企業の株価パフォーマンスは一般的に高くなっており、今後の業績改善が期待されているようです。

このような報酬制度が導入される背景には、経営者や社員に株式やストックオプションを付与すれば、株主と利害が合致し、企業価値創造へのコミットメントが高まるという考え方があります。たしかに、創業経営者のように、大株主であると同時に経営者であれば状況はシンプルです。そして高いパフォーマンスを出す創業経営者は少なくありません。しかし、その高パフォーマンスは利害が株主と合致しているからではなく、株主、特に短期志向の株主の利害をブロックして長期的な経営を行うことができるからだだと思います。その結果と

して企業価値が創造され、株価が上昇しているのです。単に株主だから、株価が上がったわけではありません。経営者が大株主として、レンタカーではなく愛車のように会社を大事に経営した結果なのです。

では、これまで日本のサラリーマン経営者は、業績連動の報酬が少なかったからといって、業績改善へのコミットメントが低かったのでしょうか。株式ベースの報酬が少なかったからといって、短期的な経営をしてきたのでしょうか。私にはそうは思えません。入社以来30数年間の経営ポジションへの競争を考えれば、報酬の形態に関係なく、業績改善のコミットメントは高く、そして中長期的な視点で業務に従事していなければ、社内での競争を勝ち抜くことはできなかったはずです。なぜ問題が生じていないのに、これまでのやり方を変更しないとイケないのでしょうか。日本の人事制度の強みを外国人投資家に説明するよりも、欧米型の報酬制度を導入する方が簡単ですし、短期的には株価も上昇するからでしょう。

私が株式ベースの報酬の導入に関して心配なのは、株式市場や株式投資に慣れていない経営者や社員に株式を持たせることの副作用です。もちろん投資家が求めるように、株価を意識するようにはなるとは思いますが、それが本当に経営にとって良いことなのか。上場企業の経営者ですから、株価を意識することは必要ですが、株価が直接的に自分の報酬に影響を与えとなると、株価が株式市場からの企業に対する評価指標という位置づけから単なる金儲け指標へと変化してしまいかねません。

つまり、自社の株価を客観的に見にくくなるのです。そして、株価を気にし過ぎるようにもなりかねません。これは競馬と同じことです。お金を賭けていれば、競馬観戦はハラハラドキドキですが、お金を賭けなければ、ジョッキーの綱捌きを冷静に評価することができます。投資家はハラハラドキドキを経営者に求めているのかもしれませんが、冷静さを失った投資家が投資で利益を上げられないように、客観性を失った経営者も企業価値を破壊することでしょう。日本人は投資慣れていません。初めての株式投資が、自分が経営する会社の多額な株式報酬ではたまったものではありません。トップ営業に行く回数より

も、株価をチェックする回数の方が増えてしまうかもしれません。

欧米企業の報酬制度は、経営者はたくさん報酬を支払わないと働かない、業績連動型でないと業績改善へコミットしない、株式やストックオプションを付与しないと長期的な経営をしない、という日本企業では考えにくい前提になっています。そもそもそのような人材を経営者にする必要はないと思うのですが、外国人投資家の発想はこのようなものです。とはいえ、やはり報酬制度には国の文化に影響されることも多いのではないのでしょうか。株式投資が資産形成上当然な選択肢である国もあれば、銀行預金が主な選択肢の国もあります。文化を無視した報酬制度は、人間の行動を誤った方向に変え、結局は企業価値の破壊につながりかねません。日本人には、株式ベースの報酬制度はインセンティブとして効き過ぎてしまうのではないかと懸念します。

株式ベースの報酬は株価上昇時にしか機能しない

株式ベースの報酬制度を導入する企業が増加しているのは、コーポレートガバナンス・コードの適用の影響もありますが、やはり株価の上昇傾向の影響もあると思われます。実際、かつての株価低迷時には導入企業は減っていたのです。

株価が上昇傾向にあれば、株式ベースの報酬制度を導入する企業が増えるだけでなく、ストックオプションの権利行使も増えます。東京証券取引所によると、2014年にストックオプションの権利を行使した企業は1784社で2006年以來の多さでした。ここぞとばかりに権利を行使し、儲けたのでしょう。何とも複雑な気分です。

もちろん、ストックオプションとはこのように自社株の株価上昇から利益をあげる仕組みですが、株価ベースの報酬は本当に経営者や社員のパフォーマンスに対する適切な報酬と言えるのでしょうか。単にアベノミクスの株価上昇で儲けただけではないのか。ラッキーなだけではないか。そう思ってしまいます。逆に、株価低迷時にはインセンティブになりにくい。かつてアメリカではITバブル崩壊後、ストックオプションの行使価格の下方修正が問題になりました。

株主からすれば“後出しじゃんけん”のようなもので納得がいかなかったでしょうが、企業としては人材の流出を防ぐためにそうせざるを得なかったのです。株式ベースの報酬制度に魅力を感じて入社するような人材は、簡単に転職してしまうからです。

私は、株価というコントロール不可能な要因によって報酬が左右されるというのは報酬制度として不備があると思います。もちろん、経営陣であれば会社全体の業績に責任があるため、株価に影響を与える立場にある以上、それも受け入れなければなりません。部課長などのクラスにまで株式ベースの報酬制度を拡大している場合、個人として業績を上げたとしても、会社全体としての業績が悪ければ、株価は低迷することになり、連帯責任により、適切な報酬が得られなくなります。ストックオプション制度を導入しない企業もありますが、このような欠点を考えると適切な判断だと思います。株式市場も企業の業績も良いときばかりではありませんから。

報酬制度にイノベーションはいらない

投資家の論理が経営に入り込むとロクなことはない。報酬制度はまさにこの典型例です。株価がすべてという立場の投資家が、経営者に株価を意識させるには、株式ベースの報酬制度を要求するのが最も効果的なのです。そして企業はその要求に応え、ストックオプションや自社株を報酬制度に組み込む。かつてストックオプション制度で生じた問題を解決するようなイノベーションを取り入れて、投資家に自社の報酬制度をアピールする。そして株式市場は好感する。一見好循環に見えます。

しかし、株価が経営に入り込んできます。経営どころか、経営者や社員の報酬を通して生活の質にまで入り込みます。ここまでくれば、株価を意識しないはずはありませんが、そこまで意識させる必要があるでしょうか。ここまで意識させれば、前述の通り経営者にとっては経営指標に過ぎない株価が、投資家と同じように金儲け指標になってしまいます。これでは効果が効きすぎです。株価は結果に過ぎませんし、しかも企業の業績以外の要素も反映してしまいます。

もちろん、10年程度の長期間であれば、企業のファンダメンタルズを適切に反映しますが、ストックオプションの行使が可能となる3年程度の期間では、マクロ要因や業界要因が株価を大きく左右します。ですから、タイミングによって過大報酬になることもあれば過小報酬になることもあります。しかし、市場のタイミングで人間の生活の質が決まっているのでしょうか。それよりも、これまで通り役職に応じた固定給と利益に合わせたボーナスを支払えばそれでいいのではないかと、私は思うのです。

結局、企業価値創造は誰のおかげかなんてわかりはしません。企業としての総合力が問われる総合格闘技だからです。社長のおかげかもしれないし、新技術を開発したエンジニアのおかげかもしれない。だったら、社員が満足する形で利益をざっくり分け合えばいいわけで、日本企業であれば人材にそれほど大きな差はないのです。年功序列でもいいくらいです。

また、画期的な株式ベースの報酬を考え付いたところで、株価に経営者と社員が翻弄されることには変わりはありません。何度も言いますが、投資家の論理が経営に入り込むとロクなことはないのです。ROEや株主還元などの論理もありましたが、株式ベースの報酬制度が最も危険だと思います。経営者や社員を投資家に変えてはいけません。

経営者も社員も株価が上がれば、報酬に関係なくともうれしいはずですが、私が日産自動車に入社した2001年10月1日の株価は、523円でした。そして6年半後の退職時には1,013円。自分の働きで倍になったとは思いませんが、CEOに無数のレポートを提出しましたから、株価の上昇に少しは役に立ったのかなとは思いますが。経営者や社員にとって、株価はこんな思い出ぐらいがいいのではないのでしょうか。そんな訳で、入社前のアメリカ同時多発テロ事件直後に買った株式も社員持株会で買った株式も今でも大事に保有しています。

5. IR活動の誤解：IR部門は投資家と同じ土俵で対話できていますか？

IRを「投資家向け広報」と訳したのは誤訳

IRとは投資家に企業に関する情報を提供する活動である、というのが一般的な理解ではないでしょうか。実際、日本IR協議会のホームページではIRを次のように説明しています。

「IR（インベスター・リレーションズ）とは、企業が株主や投資家に対し、投資判断に必要な企業情報を、適時、公平、継続して提供する活動のことをいいます。企業はIR活動によって資本市場で適切な評価を受け、資金調達などの戦略につなげることができます。株主・投資家も、情報を効率よく集めることができるようになります。（以下省略）」

IRが「投資家向け広報」と訳されている以上、このように定義されるのは当然のことだと思います。しかし、IRとはInvestor Relationsの略語ですので、直訳すれば「投資家との関係」であり、「投資家向け広報」という和訳はかなりの意識です。個人的には誤訳だとすら考えています。この誤訳が、日本企業のIR活動を現在の水準まで高めたことも確かですが、投資家との対話が求められる時代にはIRの本来の定義に合わせてIR部門は変身すべきと考えています。

IR部門は誤訳の通り「投資家向け広報」機能化している

IRを「投資家向け広報」と考えたことの成果として、日本企業による情報開示が短期間に進化し、今では情報開示量は世界トップクラスとなっていることがあげられます。ファイナンス理論が正しければ、情報開示により投資リスクが低減し、資本コストが下がり、その結果として企業価値が高まることになります。また、単に株価が上昇するだけでなく、株式が適切な価格水準で取引されることになります。

しかし気になるのは、すでに世界トップクラスの情報開示をしていることを考えれば、さらなる情報開示による追加的な資本コストの低減はあまり期待で

きないのにもかかわらず、情報開示合戦が行われていることです。つまり、すでに収獲逋減の状況となっているのにもかかわらず、より多くの情報をより分かりやすく提供する努力を相変わらず続けていることです。これはなぜなのか。

日本証券アナリスト協会や日本IR協議会などの外部組織が、IR部門の評価を情報開示を基準にして行っていることが要因の一つだと考えられます。IR優良企業賞などを受賞すれば、社内でも業績が評価されるので良い評価を得るべく情報開示により熱心になるのも無理はありません。

ここで気になるのは、これらの外部組織による評価が投資家やアナリストによって実施されていることです。彼らこそ、より多くの情報をよりわかりやすく提供して欲しがる存在ですから、情報開示をより積極的に行うIR活動をしなければ、彼らから高い評価はされないのです。ファナックのように評価が毎年最下位であることを気にもしなければよいのですが、社内での評価にもつながるとなれば、より良い評価を求めて必死に情報開示をすることになります。投資家とアナリストは実にうまい仕組みを作ったものだと、つくづく感心します。

私のように、IR部門は決算資料とその追加的な説明資料をホームページに掲載し、たまに重要な投資家に会えば十分と考える人間にとっては、日本企業のIR活動は過剰サービスにも思えます。過剰サービスにより、投資家もアナリストも自分で考える能力を失い、能力不足を補うためにさらなる情報開示を求めるといふ悪循環に陥っていると思います。

また、IR部門が広報部門と一体化していることもこの状況を悪化させています。社内の情報を社外に提供する点ではIR部門も広報部門も同じですが、IRの本来の定義を考えると、情報開示をするだけではIRの仕事の半分しか行っていないのです。実際、東京証券取引所もかつては情報開示に関する表彰を行っていましたが、今では実施しておらず、企業価値向上表彰を行っています。東京証券取引所は、情報開示はすでに十分な水準にあると考えているのかもしれませんが。

IR部門のあるべき姿

では、本来のIRの定義とは何か。私の定義は次の通りです。

「IRとは、市場分析やマーケット・プレーヤーとの対話を通じて自社を客観的な視点から把握することにより企業価値創造のオポチュニティを見出し、経営者に対し提言する活動である」

投資家に求められる情報を提供するという受身の業務ではなく、経営者に対して企業価値創造のための具体的な提言をする戦略的な業務であるということです。つまり、IR部門のサービス対象は、投資家ではなく経営者だということです。ですから、経営者を満足させるべきであり、IR優良企業賞などは目指さない。経営者が求めることを実践する。もちろん情報の提供はしますが、その目的は投資家やアナリストの仕事を楽しませてあげるのではなく、株式ができるだけ適正水準の範囲で取引されるようにすること。そしてその株価をIR部門で分析することで、客観的な視点を得ること。言い換えれば、IR部門がよりよい仕事をするために情報開示をするのです。ですから、どの情報を開示するのかは、自分で決める。投資家やアナリストには決めさせない。企業価値に影響しない情報は、彼らが欲しがっても公表しないことです。

私の定義のように、経営者をIR活動のターゲットとすると、情報開示の優先順位は下がります。経営者は会社のことを一番知っていますから。経営者が知らないことを考えて伝えることが使命なのです。ですから、経営者目線を持ってなければ勤まりません。かなり戦略的であり、財務アドバイザーのような業務となります。私が日産自動車退職後に財務コンサルタントとなったのは、まさにこうした視点でIR業務を行い経験を積んでいたからです。

なお、全米IR協会（NIRI）の定義は次の通りとなっています。

「IRは、戦略的経営に責任を持つ機能である。ファイナンス、コミュニケーション、マーケティング、証券関係法の下でのコンプライアンス活動を統合し、企業と金融コミュニティやその他のステークホルダーとの間に最も効果的な双方向のコミュニケーションを実現する。このようにして、企業の証券が公正に評価されるように貢献することを最終的な目的とする。（下線は筆者）」

市場から適切な評価を受けることを目的とするという点では日本IR協議会と同じですが、戦略的経営や双方向コミュニケーションという点は私の定義と似ています。情報提供機能ではなく、本来は戦略的機能だということです。

IR人材に求められるマーケット・インテリジェンスという新たなスキル

IR部門の人材には、社外では投資家と対話し、社内では経営者に提言するという二つの側面が求められます。そのためのベースとなるのは、投資家やアナリストが行うような株価分析や競合他社の財務分析などのスキルです。こうしたスキルがあれば、自社を外部の視点から客観的に見て、経営者に企業価値創造のための具体策を提言できます。また、投資家やアナリストと同じ土俵で戦える知識武装ができていますから、彼らの論理が経営に入り込むことを阻止することもできるのです。

こうした人材は社外取締役のイメージに近いかもしれません。株式市場に対する番人ともいえるでしょう。私はファイナンスや株式市場を理解し、経営に役立つ能力をマーケット・インテリジェンス（第五章と第六章のテーマ）と呼んでいますが、このスキルの必要性が今後一層高まると考えています。

なぜならば、今後は、エンゲージメントの機会が増えるため、IR部門の人材と投資家の接触機会が増えるからです。マーケット・インテリジェンスを持たなければ、投資家の論理がIR部門というチャンネルを通じて企業に入り込んでしまいます。IR部門で株式市場や投資家からのシグナルとノイズを切り分けることができなければ、投資家の論理が経営に入り込んでロクなことにならないのです。しかし現状としては、情報開示に時間を取られ、分析スキルを高めることができず、投資家やアナリストに丸め込まれているIR人材も少なくないのです。

マーケット・インテリジェンスを持つIR人材がいれば、特に長期的な投資家からすると安心感が増します。なぜならば、そうした人材がいることで経営者が投資家に翻弄されることはないでしょうし、また株式市場や投資家からの大事なシグナルはIR人材から経営者に確実にフィードバックされ、経営が改

善することが期待できるからです。ですから、こうしたIR人材がいる会社は、資本コストも低くなるはずです。これまでの財務戦略と情報開示による効果に加えて、マーケット・インテリジェンスがあれば、三要素のコンビネーションで資本コスト低減が狙えるからです。資本コストは、CAPMで定量的に算出されるものですが、資本コストはリスク水準を表す指標であるため、IR人材の質などの定性的な要因も影響を与えます。

また、マーケット・インテリジェンスを持つ人材は、投資家による厳しいデューデリジェンスやエンゲージメントにも対応できるため、質の高い投資家、つまり長期的な投資家を引きつけることができます。こうして株主構成の質が高まれば、短期的な業績を過度に気にすることなく、長期的な経営が可能になります。株価のボラティリティも低減するでしょう。

IR人材に求められる行動様式

前述の通り、IR人材にはファイナンスや株式市場を理解し、経営に役立てる能力をマーケット・インテリジェンスが求められますが、そうした知識やスキル以外にも、IR人材ならではの行動も求められます。ここでは3つの行動様式を紹介しますが、これらは私が日産自動車のIR部門時代にカルロス・ゴーンCEOと仕事をしながら身につけたものです。今振り返って見ると、織田信長と豊臣秀吉の関係に非常に似ているように思われます。

まずは、目線の高さ。前述のように、高い目線はCFOにも求められますが、IR人材は経営者に企業価値創造に向けて具体的な策を提言する以上、部課長目線で経営を見ているようでは経営者のお役には立てないのです。株式市場を分析しようが、投資家からシグナルを得ようが、そうしたインプットを経営者目線でアウトプットできないといけません。コンセンサスが変わった、買い推奨が増えた、減った、(目標)株価が上がった、下がった、そういうことは部課長目線に過ぎません。IR人材が経営者にノイズをもたらすようでは失格です。豊臣秀吉が織田信長から高く評価された要因の一つに、信長の視点で物を観察し、信長に報告できたことがあります。IR人材も経営者目線で株式市場

を見て、投資家と対話し、経営者目線の提言をすることが求められるのです。私の場合は、アクセンチュアでの経営コンサルタント時代に背伸びをしながらも目線を上げる訓練をしたことが結果的にIRを担当するようになって生きることになりました。

次の行動様式は、先見性です。私が考えるIR部門の業務は、ファイナンス分野において経営者が求めることは何でもやる、というものです。私の場合も、自分がCEOだったらこのタイミングでこういうレポートが欲しいはずだと思います。勝手にレポートを書いて提出していました。ですから私はCEOから宿題をもらったことはありません。逆に宿題をもらうようでは、IR人材としては失格なのです。秀吉も同じで、信長の長期的構想を想像して、次に攻めるとされる領土を勝手に攻略していたわけです。信長の命令が出るころには、仕事を終えている。トップに使える人材はこうでなくてはなりません。

最後にコミュニケーション。もちろん外部に対するコミュニケーションではなく経営者とのものです。経営者は会社のトップであるとはいえ、ファイナンスに詳しい人はごくわずかです。ですから、CFOとコミュニケーションする時のように、専門用語を使っては相手に話は通じません。専門家でなくてもわかるようにコミュニケーションできないといけいのです。もちろんそのためには本物の専門家でなければなりません。また同時に、相手の意向を理解できる能力も必要です。私の経験では、こちらが経営者目線に合わせる努力をしても、天才経営者の目線はすごい場所にあることもあり、魔球のようなボールがよく飛んできました。ファイナンスの常識では考えもつかないことを問われるわけです。もちろん即答できなければ、二度と相手にされなかったでしょう。

IR人材の育成方法

では、どのようにIR人材を育てるのか。一番手っ取り早いのは、育成の時間を省いて、アナリストや投資家出身者をヘッドハントすることです。創業経営者を中心に、株式市場との関係の重要性を理解する経営者はこのアプローチを取っています。前述したルノーのCFOであるトルマン氏はクレジットアナ

リストでしたし、エーザイ、ドンキホーテホールディングス、スタートトゥデイ、コロプラなどでもアナリスト経験者などのファイナンスのプロフェッショナルがヘッドハントされています。敵を知る人材を味方につけることほど安心なことはありません。CEOもCFOもかなりの時間を要するIR活動から開放されて、他の仕事に意識と時間を集中させることができます。では社内人材をどのように育成するのか。二つのアプローチがあります。まずは、正攻法の座学です。投資家が保有するアナリスト系の資格を取得する。私は投資家でも多くの脱落者が続出するCFA（CFA協会認定証券アナリスト）を保有していますので、投資家やアナリストだといっても特別な存在とは思いません。投資家と同じ知識を持つことにより、彼らの思考プロセスが理解できます。次に、より現実的なアプローチは、第四章のテーマである最低限のファイナンス分野に限定して専門知識を高めるというものです。ファイナンスと一言でいっても範囲は非常に広いのですが、経営者に提言をしたり、投資家と対話したりするのに求められる知識は特定の分野に限られます。私はコーポレートファイナンスから投資まで幅広いファイナンス知識を持っていますが、残念なことに利用するのはごく一部なのです。エクセルの関数と同じで、無数にあっても使うのはいつも同じ。何もディスカウントキャッシュフローモデル（DCFモデル）が構築できなくても、限られた範囲のファイナンス知識で十分にIR人材として活躍できるのです。ヘッドハントされるファイナンスのプロフェッショナルには知識と経験ともに敵わないと思いますが、彼らとは異なる分野で戦えばよいのです。長い勤務経験から得られる企業や業界の知識はファイナンスのプロフェッショナルが持たない領域ですので、そこで勝負すべきです。

IR責任者は番頭への登竜門

前述の通り、CFOは良き番頭とならなければなりません。これからの時代の番頭には、株式市場の理解や投資家対応という業務を担うことが求められます。ヘッドハントされたファイナンスプロフェッショナルが良き番頭になるためには、現場で実務を経験することにより、業界や企業に関する知識を高め

ることが必要ですが、一方の内部昇進者のケースでは、株式市場や投資家対応の経験をするにより、これまでの業界や企業での経験に新たな強みを付加することが求められます。そこで、IR責任者のポジションをCFOに昇進させるかどうかの最終テストに活用することをお勧めします。IR責任者としてマーケット・インテリジェンスを磨き上げることができれば、良き番頭になる可能性は高まります。これまでは財務部長や経理部長のようなCFOが多かった印象がありますが、IR経験によりマーケット・インテリジェンスを身につけることができれば、理想的な番頭に近づけると思います。なお、注意が必要なのは、IR責任者は番頭への登竜門として位置づけるため、番頭としての能力がないと判断された時点で、IR責任者から外さなければならないことです。万年IR部長がいると、番頭の「パイプライン」を止めてしまいかねません。外資系企業のアップ・オア・アウト（昇進するか退職するか）の考え方を取り入れることが必要です。

6. 劇場型経営という暴走：投資家の論理が経営に入り込むと企業価値は破壊される

劇場型経営と堅実経営

これまで企業価値創造のチェックリストを見てきました。7つのチェックリストはすべて伊藤レポートで議論されているものであり、コーポレートガバナンス・コードにおいてもその多くが議論されています。ですから、投資家はこれら7つのチェックリストは企業価値創造に極めて重要な要素であると考えているということになります。では、これらのチェックリストをすべて改善する経営を行えば企業価値は創造されるのでしょうか。そのような経営は次のようなイメージになると思います。社外取締役の承認の下、CEOがCFOのサポートを受けながらリーダーシップを取り、ROE目標を設定し、株主還元を強化し、M&Aを積極的に行い高水準の成長率を目指す。そして、経営者も社員も業績連動型の報酬をインセンティブとして頑張り、またIR部門はこうした経

営を投資家に売り込む。おそらくこのような経営を行えば、投資家から高い評価が得られると思います。数値目標が明確で、株主還元だけでなく成長の期待もできる。そして株主と経営者及び社員の利害は、報酬制度により合致している。パーフェクトです。これならば投資家を感じるリスクも下落するでしょうし、将来の業績予想もしやすい。企業が生み出すキャッシュフローには何ら変わりはありませんが、リスクが下がり、将来への期待が高まることにより、株価は上昇することになります。将来がどうなるのかはふたを開けるまで誰にも分かりませんが、とりあえずみんながハッピーになれます。意中の球団にドラフト1位指名されたアマチュア野球選手と球団のようなもので、将来どんな選手に育つかはわかりませんが、ドラフト時にはお互いにハッピーなのと同じです。

一方で7つのチェックリストを無視するような企業は投資家から高い評価を得ることができません。例えば、本田技研工業です。同社では2015年6月に八郷隆弘新社長が就任後初の記者会見を開きましたが、その後株価が5日間にわたり続落しました。その理由は、具体的な戦略や配当、利益、ROEなどの投資家にとっての重要な判断材料が提供されず、投資家がガッカリしたことです。投資家はヒントをくれない会社が嫌いです。同社に対する外部組織によるIR評価も下がるかもしれません。八郷社長はインタビューで次のように発言しています。

「何年先にどの程度の収益というのを外に出すつもりはあまりない。事業計画は社内で作るが、外に出そうとは今のところ考えていない（日経ヴェリタス2015年7月12日～18日）」

「商品のことを数値で示すのは難しい。数字ではなく企業活動、どんな存在意義を求めるとかという考え方をみてほしい（日経ヴェリタス2015年7月12日～18日）」

要するに、八郷社長は投資家に自分で宿題をやりなさい、と言っているわけです。ホームページを見れば、いくらでも情報は掲載されているのです。優れた投資家は、ヒントをくれない企業を無視するのではなく、徹底的に分析し投

資判断をするものです。まさにそれが投資家の本来の役目であるはずだし、注目されない企業の方がチャンスは大きい。たしかに同社は投資家との対話に積極的ではないかもしれませんが、増配トレンドを維持し、自社株買いと自社株消却も実施しています。やることはやっているのです。私は日産時代にトヨタとホンダはよくウォッチしていましたが、トヨタ自は奥田社長時代に株式市場を意識するようになり、投資家からトヨタの“日産化”を危惧する声もあった一方で、本田技研工業は我関せず、という姿勢で非常に淡々としていた印象がありました。それが同社の企業文化なのでしょう。そういう文化も含めて理解してくれる投資家を株主にしたいのだと思います。逆に、投資家を選別しているわけです。私は、チェックリストの多くをカバーする期待先行型の経営を劇場型経営、そしてチェックリストを気にしない実績重視型の経営を堅実経営と呼んでいますが、どちらの経営が良いのでしょうか。中長期的に考えれば、明らかに後者が正しいはずです。中長期的に投資家が好むのは、投資家とのコミュニケーションが上手な企業ではなく、利益を出す企業だからです。投資家とのコミュニケーションは短期的に期待を高めることはできますが、キャッシュフローを改善することはありません。投資家とのコミュニケーションに優れていると投資家に一時的にはチャホヤされますが、期待を一度裏切るだけで、投資家は去っていきます。冷たいものです。ですから、投資家の期待に永遠に応え続けることはそもそも無理なので、最初から勝てないゲームを始めないことです。本田技研工業のように淡々と経営することをお勧めします。長期的には、株式市場はキャッシュフローの改善を株価に適切に反映してくれます。企業価値を創造するためには、投資家ではなく、株式市場を重視する方が正しいのです。

LIXILの劇場型経営

住宅設備最大手の同社は、2011年8月にCEOに就任したGE出身の藤森義明氏のリーダーシップの下、7つのチェックリストを網羅するような積極的な経営に舵を切っています。経営ビジョンに住生活産業におけるグローバルリー

ダーとなることを掲げ、売上高3兆円（2014年度実績は1兆6,734億円）、営業利益率10%（2014年度実績は3.1%）という高成長、高収益企業を目指しています。同社は、日本における劇場型経営の代表格と言ってもよいでしょう。

では同社の7つのチェックリストをそれぞれ確認していきましょう。

- ROE：もちろん目標値は公表されています。2016年度には13%を目標としています。ただ気になるのが、財務レバレッジの急激な増加です。自己資本比率は2008年度には50%を超えていましたが、14年度には32.1%にまで低下しています。これは、大型M&Aの資金を負債で調達したり、リキャップCBを行ったりしていることが原因です。ROEの目標達成には財務レバレッジは有効ですが、適正な水準を超えていないのか気になるところです。
- 株主還元：2012年度までは40円の安定配当であったのが、2013年度からは増配傾向にあります（2013年度55円、2014年度60円）。また、2014年度にはリキャップCBを行い、1200億円の転換社債による資金調達のうち200億円を自社株買いに回しています。この規模の自社株買いは2007年度の約330億円の自社株買い以来です。ですから、藤森CEO就任以降、株式還元にもかなり積極的だと言えます。
- 社外取締役：同社は、指名委員会等設置会社となっており、11名の取締役のうち、5名が社外取締役となっています。そのうちの一人であるバーバラ・ジャッジ氏は、東京電力の第三者委員会で副委員長も務めています。英国の経営者協会で女性初の会長になるなど、欧米で経済界の要職を経験する人材です。
- CFO：内部昇進の取締役がCFOを務めていますが、M&AとIRに関しては証券会社出身の取締役がChief External Relations Officerとして担当するという分業型になっています。両者の強みを生かせる非常に珍しい組織体制となっています。
- 成長戦略：積極的なM&Aによりグローバル化を加速させており、2019年度には海外売上高1兆円を目指しています（14年度実績は4,281億円）。これまでの主なM&Aは、11年12月に伊建材大手ペルマスティリーザを608億円で

買収、13年8月にアメリカンスタンダードの北米部門を531億円で買収、13年9月に独住宅設備機器大手のグローエを約3,800億円で買収、となっています。ただ、グローエの中国の子会社が破産し、多額の損失が発生するなど積極的なM&Aに水を差すような問題も生じています。また、成長の経営指標としては、EPSとEBITDAを利用し目標値を公表しています。

過去10年の売上高、営業利益、総資産の成長を見ると、営業利益が2014年度に減益となっていることもあり、営業利益の成長が総資産の成長が下回りROAは悪化しています。M&Aにより資産は増えるが、利益は伴わないという一般的なケースと考えられます。

□報酬制度：経営陣の報酬制度は、基本報酬、業績連動報酬、ストックオプションの三本立てとなっており、業績連動報酬とストックオプションの合計額がほぼ基本報酬と同額となっています。

□IR：証券会社出身の取締役がChief External Relations OfficerとしてIRを担当しているため、マーケット・インテリジェンスは高く、その安心感から投資家のリスクは低減すると期待されます。

以上のように、同社は7つのチェックリストをすべてに関して投資家が求めるような積極的なアクションを取っています。では藤森CEO就任後に同社は企業価値を創造したのでしょうか。藤森CEO就任以降、株価は1.25倍となっており、1.91倍となったTOPIXを大幅にアンダーパフォームしています。GE出身のプロフェッショナル経営者のヘッドハンティングと投資家フレンドリーな経営のコンビネーションで投資家の期待は高まったのですが、現時点においてはその期待に応えられていません。また、M&AやりキャップCBにより負債が増え、自己資本比率が低下するなど財務状況も悪化しているのも気になります。やはり投資家の論理が経営に入り込むとロクなことがないのか。今後の挽回を期待したいところです。