



# 資本効率最適化経営の実践

—財務・非財務資本を最適活用した価値創造経営—

2017年5月

公益社団法人 経済同友会

## 目次

|   |    |
|---|----|
| はじめに .....                                      | 1  |
| 資本効率最適化経営を推進する経営者の行動宣言 .....                    | 2  |
| I : 日本企業の競争力強化における課題 .....                      | 3  |
| 1. 低い収益性により社会価値創出力も劣化                           |    |
| 2. 経営環境の変化に応じ進化が求められる「三方良し」                     |    |
| 3. 中長期的な ROE 向上への取り組みの遅れ                        |    |
| II : 資本効率最適化経営<br>—社会価値を増大し、企業の持続的成長を実現する ..... | 4  |
| 1. 資本効率最適化経営への3つのステップ                           |    |
| (1) 資本コストを上回る ROE を達成する                         |    |
| (2) 利益をイノベーションに振り向け、最適な ROE の水準を追求する            |    |
| (3) 優れた「価値創造ビジネスプロセス」を持続し、企業価値を向上する             |    |
| III : 資本効率最適化経営の実践 .....                        | 8  |
| 1. 社会を変革する魅力あるビジョンをつくり、発信する                     |    |
| 2. 実効性の高いコーポレートガバナンスを確立する                       |    |
| 3. 事業の新陳代謝を促進する                                 |    |
| (1) 収益性、成長性の低い事業のカーブアウト                         |    |
| (2) オープンイノベーションによる新事業創造の加速と効率化                  |    |
| 4. 財務・非財務資本の目標値を従業員とも共有する                       |    |
| (1) 財務指標の共有——事業の現場に応じた目標値に落とし込む                 |    |
| (2) 非財務指標の共有——指標と業務の関連性を高める仕掛けをつくる              |    |
| 5. 投資家と中長期的な企業価値向上のための対話をする                     |    |
| IV : 企業情報の効率的開示に向けた制度改革 .....                   | 13 |
| おわりに .....                                      | 14 |
| 資本効率の最適化委員会 講演概要 .....                          | 15 |
| 2016 年度資本効率の最適化委員会 名簿 .....                     | 47 |

## はじめに

経済同友会は、創立 70 周年を迎えた 2016 年、戦後 70 年の間に築かれた経済社会を「Japan 1.0」と位置づけ、そこからの転換と新たな時代を創ることを目指し、「Japan 2.0 最適化社会に向けて」を提示した。その中で、人工的に創出された知性が、地球上の全人類の知性の総和を超越する頃とされる 2045 年を見据えて、わが国が進むべき方向性を示した。

同時に、国家価値を「経済の豊かさの実現」「イノベーションによる未来の開拓」「社会の持続可能性の確保」の三軸で解析・評価することを提言し、さらに、経済の豊かさを実現するためには、日本企業の国際競争力の強化が必要であるとした。

国の豊かさを実現するには、持続可能な成長・繁栄を支える経済力が必要であり、国家の帰趨を決する要素として、経済力は今後一層重要になる。これを担うのは、企業、経営者に他ならず、企業競争がグローバルに行われる今日、経営力の彼我の差が国の豊かさを左右すると言っても過言ではない。

こうした中で、日本企業に問われている経営力とは何か。それは、第一に収益力、第二に社会・経済を変革するイノベーションの創出力、第三に社会のサステナビリティ向上と企業の持続的成長を両立する力である。この三つの力が強化されることにより、株主だけではない、多様なステークホルダーにとっての企業価値が高まると考えられる。

しかし、日本企業においては、収益性の低い状況が長期にわたり続いている。これは、過当競争の中で、企業の成長やイノベーション創出に必要な原資が確保されにくいことを意味する。その結果、社会の課題やニーズに対応した製品、サービス、ソリューションを提供できず、社会のサステナビリティ向上への貢献度も低下していく。

2015 年度の資本効率の最適化委員会では、日本企業は、収益力向上のために、低収益事業の切り出し等による事業組換えが必要であることを提言した<sup>1</sup>。さらに日本企業の課題としては、収益力を高め、得られた利益をイノベーションに投入し、社会価値の創出により持続的成長を実現することがあり、そのためには広い意味での資本の最適な活用が必要である。

本提言では、こうした資本活用のあり方と実践に向けた取り組みを示すとともに、それを主導する経営者としての決意を新たにするために、行動宣言を表明したい。

---

<sup>1</sup> 資本効率の最適化による豊かな社会への第 1 次提言「収益力を強化する事業組換えの実践」（2016 年 6 月）。

## 資本効率最適化経営を推進する経営者の行動宣言

我々経営者は、企業内外の財務・非財務資本を最適に活用し、社会の課題解決やニーズの充足に取り組むことにより、社会価値を創出する。さらに、企業活動により社会に蓄積される多様な資本を使い、次の新たな社会価値の創出に挑戦する。こうした循環をつくり、企業価値を中長期的に向上していくために、経営者として以下の行動を宣言する。

### 1. 社会を変革する魅力あるビジョンをつくり、発信する。

社会や経済の変化を見据え、事業を通じて社会にどのような価値を創出したいのかをビジョンとして描き、社内外に広く発信する。

### 2. 実効性の高いコーポレートガバナンスを確立する。

中長期的視点とともに緊張感を持って経営を行う。そのためのさらなるガバナンス改革として、まず、取締役会の監督機能の強化、意思決定スピードの加速、社外取締役の機能活用に取り組む。

### 3. 事業の新陳代謝を促進する。

収益力の強化に向けて、自社では将来の成長が見込めない低収益事業の再編を進める一方で、イノベーションや新事業創出への中長期投資を促進する。

### 4. 財務・非財務資本の目標値を従業員とも共有する。

財務指標や非財務指標を各部門の業務にリンクした目標値に展開し、現場の創意工夫が経営目標の改善に貢献することを、従業員一人ひとりが実感できるようにする。

### 5. 投資家と中長期的な企業価値向上のための対話をする。

投資家に対し、事業活動について、経営の理念やビジョン、非財務指標、財務指標の三つと関連づけて分かりやすく説明し、事業を通じた社会価値創出が持続的成長に繋がることを語る。

以上

## I：日本企業の競争力強化における課題

### 1. 低い収益性により社会価値創出力も劣化

経済の豊かさを実現するために、日本企業にまず求められることは、収益力の強化である。2015年度の本委員会では、日本企業のROE(Return on Equity:株主資本利益率)が海外企業に比べて低水準になっている要因は、収益性の低さにあり、さらに低収益事業を抱え込む企業行動にあると考えた。

また、日本企業では、収益性が低いためにイノベーションに経営資源が大胆に投入されにくい。その結果、中長期的な社会の課題やニーズを見据え、それらに対応した製品やサービス等を提供する、社会価値創出力が劣化してきた。それが、欧米企業と比べた収益性のさらなる低下を招くという悪循環に陥っていると考えられる。

一方、欧米企業の中には、高い収益性を実現するだけでなく、世界規模の課題を中長期的に解決することを経営戦略に位置づけ、社会のサステナビリティ向上と自らの成長を両立しようとする企業が現れている。資金力や組織力等の企業の強みを生かし、本業を通じて、温室効果ガス削減等のグローバルアジェンダに取り組むことが、競争力の源泉になりつつある。

### 2. 経営環境の変化に応じ進化が求められる「三方良し」

従来から日本企業の経営では、「三方良し」(売手良し、買手良し、世間良し)の考えが重視されてきた。「三方良し」の考えは、わが国が世界に誇るべき経営理念ではあるが、グローバル化や技術革新等による経営環境の変化に応じて進化させることが重要である。

日本企業の競争力が低下してきた背景には、この理念を強調するあまり、売手の収益性の低さが看過され、イノベーションの創出を怠ってきた可能性がある。また、企業として、市場から資金を得て事業を行う以上、その出し手(投資家)にも重きを置くべきだが、このような視点を持った経営が必ずしも充分行われてきたわけではない。

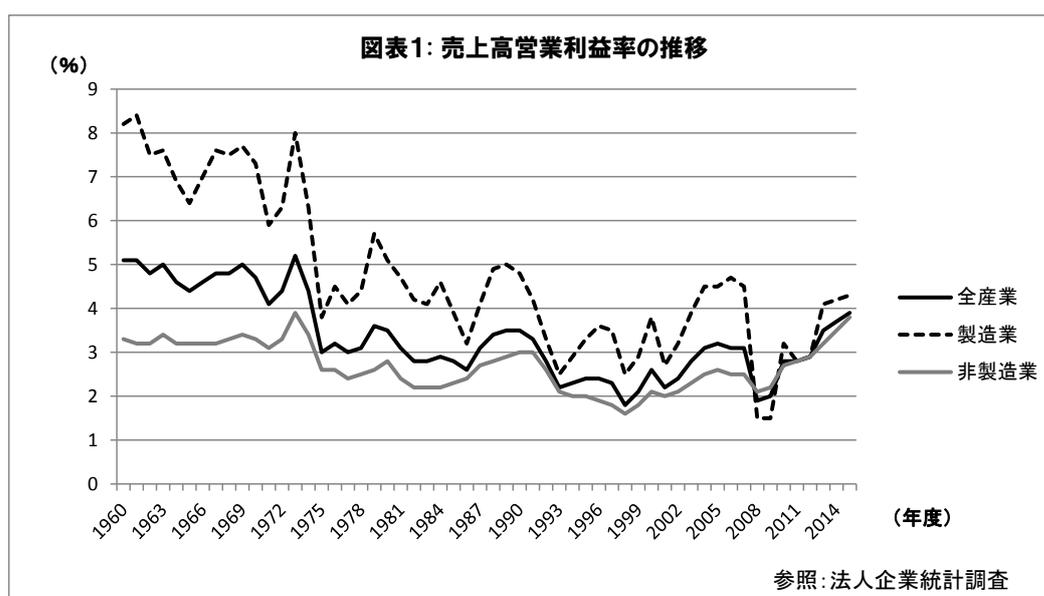
経営者の責務は、本来、財務・非財務の資本を効率的に使い、付加価値を創出し、それによって得た利益を、株主を含む多様なステークホルダーに還元することである。日本企業の経営者には、「三方良し」の理念を超えて、この責務を果たすための行動が問われている。

### 3. 中長期的な ROE 向上への取り組みの遅れ

近年、日本企業の資本効率に対する意識は高まってきているが、収益力の強化を通じた、中長期的な ROE 向上への取り組みは、顕著に進んでいるとは言い難い。

実際、事業の再編・統合が進まず、業界内に多くの企業がひしめいている上に、企業の横並び意識が強く、社会や顧客に必要ではあっても、類似した製品、サービス等を提供しているため、高収益を得ることができない。また、社会の課題やニーズに対応した製品、サービス等を創出しても、事業化までに時間を要すること、事業規模を拡大する力が弱いことが指摘される。

こうした中で、「平成 29 年度税制改正」には、上場企業内の事業部門を分社化（スピンオフ）した際の譲渡損益の課税繰り延べが盛り込まれる等、事業再編を後押しする制度面での環境は整いつつある。



## II : 資本効率最適化経営—社会価値を増大し、企業の持続的成長を実現する

### 1. 資本効率最適化経営への3つのステップ

我々が目指すこれからの経営は、社会のサステナビリティ向上と企業の成長を両立する経営である。具体的には、自社の将来ビジョンを踏まえ、社内の財

務資本と非財務資本<sup>2</sup>はもとより、必要に応じて外部の資本も有効に使い、社会の課題やニーズに応じた製品、サービス等を提供する「価値創造ビジネスプロセス」を回すことである。本提言では、資本の最適活用によって、このプロセスを持続し、イノベーションの創出による社会価値の増大を通じて、株主のみならず、すべてのステークホルダーにとっての企業価値を中長期的に向上する経営を資本効率最適化経営と定義する。

その確立に向けては、以下の三つのステップが必要である。

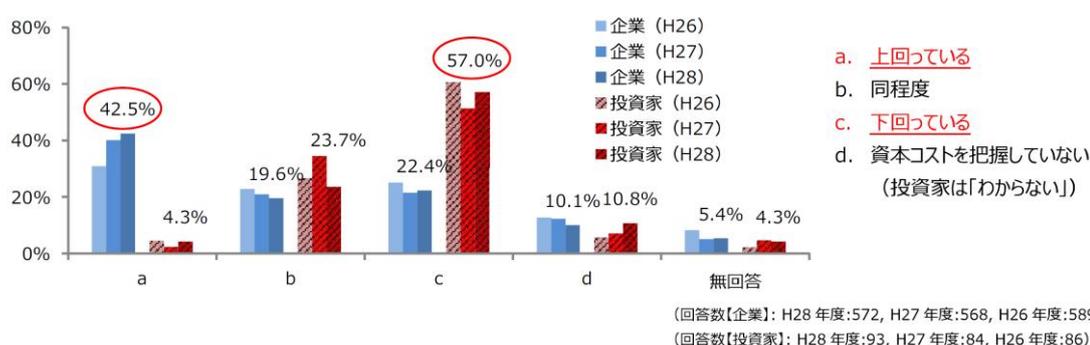
### (1) 資本コストを上回る ROE を達成する

経営の持続性を担保するために、まずは、収益力を高め、投資家の期待する利回りである株主資本コストを上回る ROE を達成する。

さらにグローバル市場において事業拡大を目指す企業においては、欧米等の企業と同水準の収益性を実現し、ROE を向上することが必要である。

なお、図表 2 の生命保険協会の調査にあるように、企業と投資家とでは資本コストに対する ROE 水準の見方に大きな乖離が生じており、また、資本コストそれ自体を認識していない企業も依然として多い。資本コストは、業種や企業の成長段階に応じて異なることから、経営者は、自社の資本コストの水準を認識するとともに、財務リテラシーの向上にも努めなければならない。

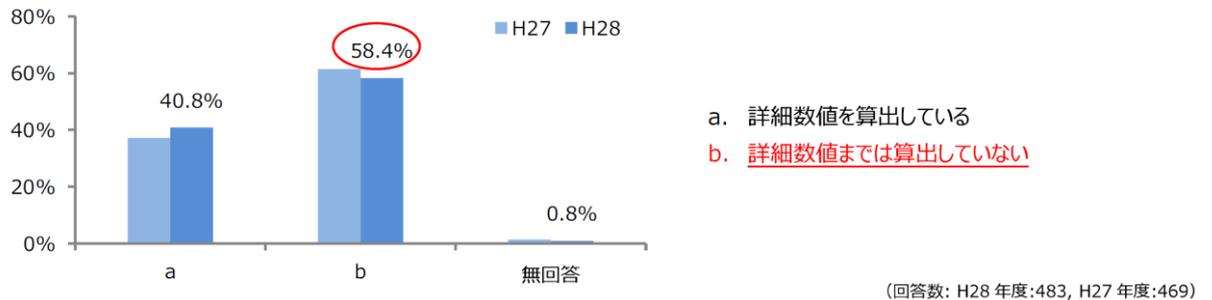
図表 2: 資本コストに対する ROE 水準の見方(企業・投資家)



出所: 平成28年度 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」

<sup>2</sup> 顧客資本、組織資本、人的資本、知的資本等。

図表3:資本コストの詳細数値の算出 (図表2でa~cと回答した企業が対象)



出所:平成28年度 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」

## (2) 利益をイノベーションに振り向け、最適な ROE の水準を追求する

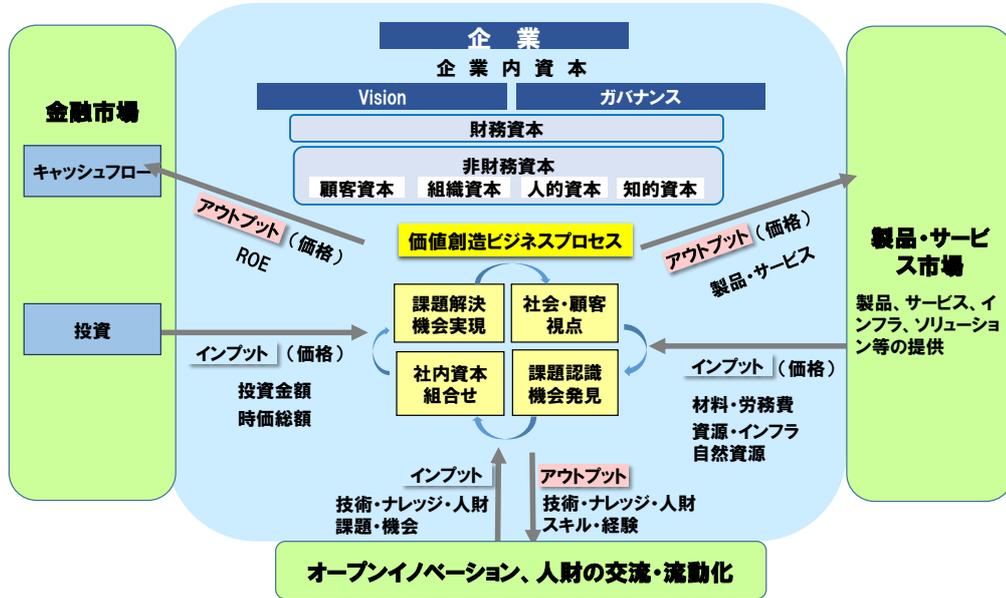
社会の課題やニーズに対し、唯一無二の製品、サービス等を提供するためには、イノベーションの創出が必要である。将来の収益の源泉となる新事業を継続的に生み出すことが、中長期的に ROE を高めると考えられる。つまり、得られた利益は、イノベーションに必要な研究開発や新事業の買収、人材育成等への投資に振り向けなければならない。したがって、株主資本コストを超えた後の ROE については、向上を専らとするのではなく、持続的成長への最適な水準を追求する。

## (3) 優れた「価値創造ビジネスプロセス」を持続し、企業価値を向上する

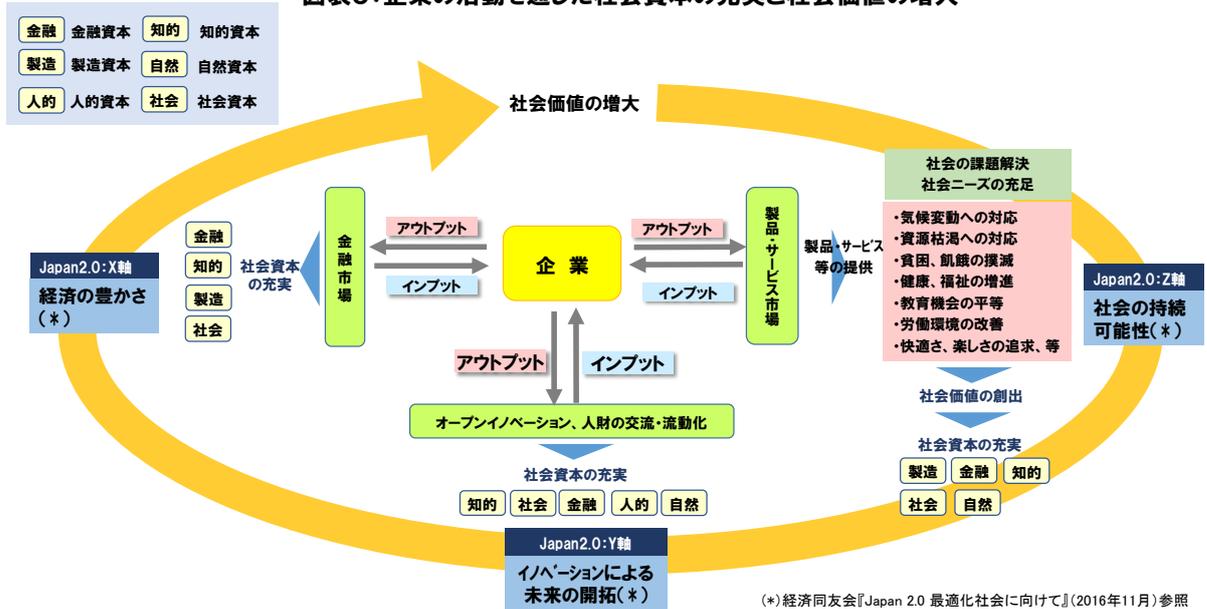
広義の企業価値は、将来ビジョンやガバナンスに加え、財務・非財務資本で構成される企業内資本を活用した「価値創造ビジネスプロセス」により評価されると考える。このプロセスが優れている企業ほど、社会や顧客にとって革新的な製品、サービス等を創出し、社会価値の増大と次の価値創造の原資となる社会資本の蓄積に貢献する。

したがって、企業価値の中長期的向上には、投資家の期待する ROE を達成しながら、高い社会価値を創出するビジネスプロセスを持続することが必要であり、これを実現する資本の活用が、資本効率最適化経営の目指す姿である。

図表4: 企業内外の資本を活用した価値創造ビジネスプロセス



図表5: 企業の活動を通じた社会資本の充実と社会価値の増大



(\*) 経済同友会『Japan 2.0 最適化社会に向けて』(2016年11月) 参照

- 金融資本** Financial Capital : 財貨の製造または役務の提供を可能にさせるもの
- 製造資本** Manufactured Capital: 人為的に作られた物的存在
- 人的資本** Human Capital : 組織の技量、経験、改革・革新への動機と能力
- 知的資本** Intellectual Capital : 技術やノウハウなどの競争優位性を構成する無形資源
- 自然資本** Natural Capital : 鉱物・森林資源、生物多様性およびエコシステムの健全性
- 社会資本** Social Capital : 組織が持つ重要な関係、信頼および忠誠、社会からの承認

※各資本の説明は、国際統合報告(IIRC)の概念整理を参照

### Ⅲ：資本効率最適化経営の実践

こうした資本効率最適化経営に向けて、経営者として取り組むことを以下に提言する。

#### 1. 社会を変革する魅力あるビジョンをつくり、発信する

社会の課題やニーズに対応した製品、サービス等の提供により、社会価値を創出し対価を得るには、まず、中長期的な社会の変化や技術革新の動向等を理解し、事業により実現したい世界（ビジョン）を描くことが必要である。また、それを社内外に簡潔かつインパクトのある言葉で発信する力が求められる。

さらに、企業活動のグローバル化が進む中では、国や文化の違いを越えて共感できる基本理念やビジョンを提示することが、求心力を高めるために一層重要になる。

#### 2. 実効性の高いコーポレートガバナンスを確立する

企業の持続的成長を実現するには、中長期的視点のみならず、緊張感を持った経営を行わなければならない。そのためには、以下の取り組み等により、コーポレートガバナンスの実効性を高め、経営の針路を正しく方向づけることが必要である。

その第一は、取締役会の監督機能の強化である。取締役会においては、中長期的視点に立ち、基本理念やビジョンの構築、経営戦略の策定、財務・非財務の目標設定等を行い、成果を定期的に検証する。

第二は、意思決定スピードの加速である。特に、事業構造の転換等が必要な局面では、果敢な経営判断が求められる。これを迅速に行えるようにするために、経営陣の意思決定に影響を及ぼしやすいことが指摘される相談役・顧問制度は、縮小・廃止する。経済同友会が2007年5月に相談役・顧問制度の段階的見直しを提言<sup>3</sup>して以来、既に10年が経過しており、経営者は、自らの行動によって制度の縮小・廃止を進めなければならない。

---

<sup>3</sup> 経済同友会 2006年度企業経営委員会提言『経営者のあるべき姿とは一確固たる倫理観に立脚したプロフェッショナルリズムとリーダーシップ』（2007年5月）参照。同提言では、相談役・顧問制度について、第一に現役経営者の自由な経営判断、第二に役員報酬のあるべき姿への改革、第三に社外取締役の人材市場形成への貢献、の三点を理由に、計画的かつ段階的に見直す方向で検討することが望ましい、と述べている。

仮に退任した経営者が相談役・顧問として企業内に残る場合には、その役割や処遇等を企業が積極的に開示することが必要である。

第三に、社外取締役の機能の活用である。持続的成長の観点から、社外取締役が事業の新陳代謝の促進を助言することや、次期 CEO の選定、指名のプロセスに独立性の高い社外取締役が加わることにより<sup>4</sup>、合理性、客観性の高い意思決定を行う。

なお、社外取締役には、こうした役割が求められることから、退任した経営者には、別企業の社外取締役としてその経験を生かすことが期待される。

また、社外取締役に関しては、必要となる資質や能力、及び企業経営の経験を有する人材の拡充についての議論を、企業や投資家等の中で深めることも必要である。

### 3. 事業の新陳代謝を促進する

日本企業の収益性が低い要因には、商習慣、労働慣行、税制負担等の外的要因が指摘されるが、より本質的課題は、低収益事業を抱え込む企業経営にあると考える。したがって、経営者としてまず取り組むべきことは、低収益事業のカーブアウトによる収益性の改善である。さらに、中長期的な ROE 向上のためには、将来の収益力の源泉となる新事業の創出も必要である。その意味で、生み出した利益は、企業内の資本に留めるのではなく、新事業への投入により価値創造に生かしていく。

#### (1) 収益性、成長性の低い事業のカーブアウト

事業の組換えを経営が順調な平時から行うには、事業を客観的基準により評価することが必要である。各事業について、ROE 等の財務的基準や、市場の成長性等の非財務的基準により分類するポートフォリオ化を行い、いずれの基準でも評価の低い事業はカーブアウトする。

なお、事業組換えにおいては、10～20 年の時間軸で社会・経済の変化を見据えて事業の成長性を検討することや、自社の将来ビジョンとの整合性も踏まえた判断が重要である。

---

<sup>4</sup> 経済同友会 2005 年度経営改革委員会提言『CEO 交代プロセスのイノベーション～「企業イノベーション」の継続的な遂行を目指して～』（2006 年 4 月）参照。同提言では、持続的に企業価値を向上するには、「最適なタイミングで最適な人材に CEO の役割と責任を継承し続ける」ことが必要とし、次期 CEO を、独立性の高い社外取締役が過半数を占める委員会で指名することを提唱した。

## (2) オープンイノベーションによる新事業創造の加速と効率化

将来の収益力を確保・強化するには、積極的にリスクを取り、社会の変化に対応した革新的な製品、サービス等を提供する新事業の創造を継続的に行うことが必要である。

そのためには、研究開発力や技術力だけでなく、社会のニーズに応じた基礎研究の実用化、製品やサービス等を導入するためのネットワーク、市場に拡大するためのマーケティング等を要する。また、技術革新のスピードが速まり、開発に要する資金規模も増大している中で、単独開発では世界的な競争に取り残される可能性がある。

こうした中で、多様な経営資源の集結が求められる事業では、資本効率の観点からもオープンイノベーションの推進が必要である。具体的には、各企業による協調領域と競争領域の切り分けと、協調領域におけるオープンイノベーション、ならびに大企業に比べ事業化のスピードが速いベンチャー企業との連携を強化する。経営者は、これらの活動を推進する組織を本体から独立させて設置する等、自らオープンイノベーションを主導しなければならない。

### 4. 財務・非財務資本の目標値を従業員とも共有する

経営者には、財務資本と非財務資本を活用し、企業の価値創造力を最大限に発揮させることが求められる。従業員一人ひとりが価値創造の原動力になると考えれば、それぞれの業務が、財務資本、非財務資本に関わる各指標の改善にどのように貢献するかを実感できるようにすることが重要である。

#### (1) 財務指標の共有——事業の現場に応じた目標値に落とし込む

企業において広く資本効率への意識を高めるために、ROE等で表される財務指標の目標を、製品の利益率や設備回転率等に落とし込み、各事業の現場とも共有する。さらに、間接部門においても業務に適した目標値に展開できる工夫をし<sup>5</sup>、その改善に向けた業務改革を行うことにより、資本効率の向上を全社的な取り組みに発展させていく。

---

<sup>5</sup> オムロンでは、ROICを間接部門にも応用できる翻訳式として、 $ROIC = V$  (顧客への価値) / {N (必要な経営資源) + L (滞留している経営資源)} を開発し、活用している。

## (2) 非財務指標の共有——指標と業務の関連性を高める仕掛けをつくる

非財務指標は、非財務資本に関わる数値目標であり、財務指標のみでは把握できない企業の価値創造への取り組みを示す。また、事業を通じてどのような社会を構築したいのかを語るための指標でもある。

非財務指標をより有効な経営指標とするには、企業の中長期ビジョンや財務指標と関連づけることが必要であるが、現状では、非財務指標と財務指標との相関を定量的に説明することは困難とされる。また、環境保全、ダイバーシティの推進、ガバナンスの強化など非財務指標で表される取り組みは、短期的には必ずしも利益を向上させるとは限らない。

こうした中で、非財務指標の意義を企業の内外に浸透させるために、指標の改善が自社の持続的成長にどのように結びつくかを、従業員や投資家が納得・理解しやすいストーリーとして提示していく。

さらに、財務指標と同様、非財務指標も現場と共有し改善を働きかけることが必要である。指標と業務との関連性を高めるために、各業務に適した目標に指標をブレイクダウンすること、目標達成に応じた評価・処遇の実施、主要な非財務指標の第三者評価等の仕掛けづくりを推進する。

**図表6:非財務指標の事例**

|   |
|---|
| <b>環境</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・製品のライフサイクル全体を通じた環境負荷の削減<br/>(温室効果ガス排出量、水使用量、廃棄物量)</li> <li>・再生可能原料への転換 ・再生可能エネルギーの活用</li> <li>・省エネルギーの促進</li> </ul> |
| <b>健康・安全</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・健診受診者数 ・食の安全管理 ・衛生対策</li> </ul>   |
| <b>社会</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・社会的課題の解決に貢献する製品の提供(ユニバーサルデザイン)</li> <li>・防災基準の設定</li> </ul>   |
| <b>ダイバーシティ</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・女性管理職比率</li> </ul>  |
| <b>ガバナンス</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・社外取締役の人数 ・コンプライアンス強化(企業行動指針の徹底)</li> </ul>  |
| <b>従業員満足</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・Quality of Management ・Employee Motivation</li> <li>・従業員の教育研修への投資</li> </ul>  |
| <b>顧客満足</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客NPS(Net Promoter Score)</li> <li>※顧客のブランドに対するロイヤルティを計測する</li> </ul>   |

参照：資本効率の最適化委員会  
パネルディスカッション（2015年12月1日）、ワークショップ資料（2016年1月22日開催）

## 5. 投資家と中長期的な企業価値向上のための対話をする

投資家の期待する ROE を維持しながら、企業価値を中長期的に向上するには、投資家との間で、以下のようなアジェンダについて、建設的な対話を促進しなければならない。

その第一は、経営理念や将来ビジョン、その実現に向けた事業構造や経営戦略である。社会の課題やニーズに対し、どのような価値を創造し、いかに収益を得ていくかを提示することが求められる。

第二は、ROE 等の財務指標の現状と中長期的な目標値である。経営者は、ROE は、あくまでも中長期をかけて引き上げる指標であるとの認識を持つと同時に、目標値の達成に向けた取り組みを具体的に提示する。投資家との対話は、現状の経営に緊張感を与える機会でもある。対話を通じて、既存事業について、その価値や存続の是非を経営者として客観的に考え、事業組換えの判断に生かしていく。

第三は、ESG 関連をはじめとする非財務情報とその目標値である。環境保護活動や社会のサステナビリティ向上への取り組み、およびコーポレートガバナンス改革（ESG）は、経営リスクの軽減や損失を回避するだけでなく、企業の持続的成長にも資する。また、事業を通じた社会の課題解決やニーズの充足では、関連する非財務指標を改善するプロセスが、独自のビジネスモデルの構築にもつながると考えられる。

中長期的には、非財務情報（指標）と財務指標との相関を定量的に立証することも可能になると考えられる。実際に、ドイツ企業の SAP では、従業員のエンゲージメント指標、ビジネスヘルス・カルチャー指標<sup>6</sup>等の変動による財務指標への影響を算出している。こうした分析を行うために、まずは、定性的に表現されやすい目標を定量的な目標（KPI）にし、関連データを蓄積することが必要である。

また、現在、わが国では働き方の抜本的な改革が求められているが、従業員満足度等の指標と財務指標との関係の分析が進むことにより、改革が加速することも期待できる。

---

<sup>6</sup> ワーク・ライフ・バランス等、従業員が健康な環境で仕事ができるかを見る指標。

#### IV：企業情報の効率的開示に向けた制度改革

企業の「価値創造ビジネスプロセス」について、すべてのステークホルダーが理解を深めていくには、企業情報の開示制度改革も必要である。

特に、投資判断に有用な情報は、適時かつ効率的に開示されるべきである。しかし、現在の制度では、年度、四半期のそれぞれにおいて複数の法令等に基づく情報開示が行われ<sup>7</sup>、その内容については、開示項目に重複や類似があることや、形式的・一律的との指摘がある。

こうした中で、複数の法令等のもとで開示されている情報の一体化を促進し、情報開示の充実化や投資家等の利便性向上を目指すべきである。とりわけ、以下の三点に重点を置いた改革を求めたい。

- ①有価証券報告書・内部統制報告書の開示項目を限定した上で、事業報告・計算書類に統合する<sup>8</sup>。併せて株主総会関連書類の電子化も徹底する。
- ②非財務情報については、開示項目の整理統合とガイダンス策定、ガバナンス関連規定の整理・見直しを行う。
- ③企業による自由記載がより行いやすくなるように、開示の形式を見直す。

また、上記に加えて、今後1～2年を目途に以下の改革も期待したい。

- ④四半期報告書を廃止し、四半期決算短信に一本化した上で、その内容を簡素化する。
- ⑤開示項目の限定化や内容の簡素化は、国際比較や投資家にとっての有用性の視点から検討する。
- ⑥経済や企業活動の変化に応じて、開示項目の整理・追加を柔軟に行う制度・省庁横断的な仕組みをつくる。

なお、このような改革を進めるために、企業としても細則に従うことを前提とするのではなく、原理原則を遵守しつつ、自らの創意工夫により情報開示を充実させていくことが必要である。

---

<sup>7</sup> 年度の情報開示には、会社法による事業報告・計算書類、金融商品取引法による有価証券報告書・内部統制報告書、証券取引所規則による決算短信がある。さらに、四半期の情報開示として、金融商品取引法による四半期報告書、証券取引所規則による四半期決算短信がある。

<sup>8</sup> 経済同友会 2015 年度資本効率の最適化委員会『企業と投資家の対話促進に関する意見』（2015 年 12 月参照）。株主総会関連書類の電子化の徹底、及び④の四半期報告書の廃止、四半期決算短信への一本化についても本意見を参照。

## おわりに

経済同友会は、創立 70 周年の節目に、「Japan 2.0 最適化社会に向けて」と合わせて、自らの将来ビジョン「経済同友会 2.0 自ら考え、自分の言葉で発信できる『異彩』集団」を発表した。そこでは、今後の本会の使命として、「世界に貢献し続ける経済団体」となることを掲げ、「経営力」「社会変革力」「自己変革力」を重点的に磨くことを提言している。

本提言における「資本効率の最適化」についての検討を踏まえれば、我々が磨くべき経営力は、自社の内外にある資本を最適に活用し、経営理念を実践に展開する力であると考えらる。

経営理念に基づき、事業を通じて社会価値を創出するために、社会の課題やニーズの解決、充足に向けて財務・非財務の資本を、時に業種や企業も越えて組み合わせる。さらに、得られた利益を次の社会価値創造に生かす。これらを考え抜き、実践し結果を出すことが企業経営者の責務である。

経済同友会に集う経営者には、この責務を果たすべく経営力を相互に研鑽し自己変革に努め、経営を通じて培った知識や経験を礎に社会変革を起こすことが求められる。

以上

## 資本効率の最適化委員会 講演概要

---

## 【講演】

- ・開催日：2015年7月3日（金）
- ・テーマ：「ROEを超えて  
ーコーポレートジャパン最新事情と改善に向けた課題ー」
- ・講師：KPMGあずさサステナビリティ（KPMG Japan）  
エグゼクティブ アドバイザー 公認会計士 河原 茂晴 氏

### 1. 機能不全ー20 数年にわたる株価低迷／日本企業の低い ROE

- ・日米欧の ROE の推移を見ると、欧米が 15%程度であるのに対し、日本企業は 5%程度である。この差の原因は収益性にある。売上高利益率における比較でも ROE と同様の傾向が見られる。

#### 〔業種別 ROE の比較〕

- ・食品：ネスレ 31.3%に対し、味の素、キッコーマンは 24～5 ポイント低く、この違いは収益性に起因。
- ・衣料品：GAP29.57%に対し、ファーストリテイリングは 10 ポイント低い。この違いは、資産効率性と財務レバレッジに起因（ファーストリテイリングは、将来の成長投資に備え、剰余金が膨らんでいる）。
- ・化学品：デュポン 35.04%に対し、三菱ケミカル、東レは、25～29 ポイント低い。この違いは、収益性、財務レバレッジに起因。
- ・建設機械：キャタピラー36.12%に対し、コマツは 21 ポイント低い。この違いは、財務レバレッジに起因。

### 2. コーポレートジャパンの特徴

- ・企業は働く人が参加する場であり、社会の公器。従業員の企業への忠誠心、チームワークが競争力の源泉となる一方で、企業活動を既存事業に過度にコミットさせる。
- ・日本企業は、長期的相対取引を基本とし、業界内の弱者を追いつめるまで勝ちを徹底させない共存共栄を重視。労働市場では、新卒一括採用、年功序列賃金、終身雇用が慣行。業種間、企業間の人材移動は進まない。
- ・利益は、それを生み出すプロセスに貢献した人々に多く帰属すると考える。
- ・経営者には雇用確保の責任があるとされる。
- ・間接金融中心で、担保さえ確保されれば低い金利を確保できるリターンを出せばよく、証券市場からのプレッシャーがなかった。

### 3. 今すぐ取り組むべき課題（ROE が低い要因の因数分解）

- ・ 目標とする ROE に対する、現状の ROE が低い要因の定量的分析。要因は、①自社の効率性に帰因するもの、②自社の企業文化／方針、③エネルギーコストや労働法制、法人実効税率などの日本で事業を行うことによるハンディキャップレースを強いられていることに帰因するものの 3 つに分類、整理される。
- ・ 試算では、ある化学会社では、エネルギーコストが米国並みになれば、ROE が 3～4%改善、間接部門などの労働生産性が向上(社内失業が解消)した場合、3.9%改善する。法人税負担率では、BEPS などの節税策で実質税負担率を 21%にまで下げている米国大企業に比べ、日本企業は 40%程度となっており、結果として ROE が 2 ポイント低い。
- ・ 日本では、一つの業界に多数の企業がひしめき合っている。
- ・ ROE8%を超えると、ROE と PBR には正の相関関係が見られ株価は上昇する。
- ・ 株主資本コストより ROE が高ければ、株主価値は向上し、下回れば毀損していることになる。但し、業種や対象とするマーケット、企業の成長ステージによって ROE の目標値は異なってくる。

### 4. ROE を超えて（非財務情報を重視する動き）

- ・ ROE が自社の株主資本コストを下回っている場合には、短期的には、まずこの向上を目指すべきであるが、中長期的には株主価値も含めた全体企業価値の向上が重要である。
- ・ IIRC(国際統合報告評議会)の報告では、企業価値の 81%は非財務的価値により、19%は財務価値により構成されているとしており、ESG（環境・社会・ガバナンス）情報を重視する動きがある。
- ・ この動きの中で、IIRC の発言力が増しており、企業は、財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本を使い、新たな価値を生み出し、さらにそれが循環するという概念（オクトパス・モデル）を提示することが示唆されている。

以上

## 【講演】

- ・開催日：2015年9月29日（火）
- ・テーマ：「資本構成の最適化と資本コストの考え方」
- ・講師：一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 教授 伊藤 友則 氏

### 1. 株式資本コストの考え方

- ・ Capital Asset Pricing Model(CAPM)の $\beta$ 値は、リスクの程度、市場との連動性を表す。
- ・ コンビニエンスストアや通信など、景況に関わらず収益が安定している業界は $\beta$ が低く、化学、銀行など景気の影響を受けやすい業界は、一般的に $\beta$ が高い。長期国債の利回りを0.5%、エクイティリスクプレミアムを6%とすると株式資本コストは6.5%。
- ・ 市場全体の株価収益率（PER：純利益／株価）の逆数である益利回りを計算すると6.5～6.6%。株式資本コストは、益利回りに経済成長率を加え、日本企業の平均は7～8%。これが、投資家が日本株に投資する際に求めている投資利回り（株式資本コスト）である。

### 2. 達成すべきROEの水準

- ・ 株式資本コスト及び企業が達成を求められるROEの水準は、投資家から見た、その企業が景気などの外的要因に影響されるリスクや財務リスクの程度により異なる。
- ・ 収益の予見性が高い企業はリスクが低く、逆に予見が難しい企業はリスクが高く、株式資本コストが高くなる。
- ・ 留保された利益も株主から預かっている資本であるため、高いROEが必要。留保するほど次期の純利益が高くなければ投資家は満足しない。

### 3. 資本コストと最適資本構成

- ・ 加重平均コスト(WACC)は、総資本に占める借入資本と自己資本を加重平均して、資本コストを計算する手法。
- ・ 借入れを行うことで、株式資本だけから成る企業よりも資本コストを下げるができる（レバレッジの導入による資本コストの低下）。
- ・ しかし、あまりにも借入が増加すると、破綻懸念リスクが大きくなり、企業の活動の低迷などを通じて企業価値が減少する。レバレッジを上昇させるほど企業価値が向上するわけではなく、ある水準をピークに企業価値が下がる。企業価値がピークにある状態を最適資本構成と呼ぶ。

- ・企業により、レバレッジの適切な水準は異なる。例えば、電力会社やガス会社は収益が安定するため、レバレッジを大きくしても経営の安定性を維持できる。

#### 4. 環境による最適資本構成についての考えの変化

- ・資本構成についての投資家の考え方は市場環境により変化する。景気のいい時には投資家は成長を求め、企業に積極的にレバレッジを大きくすることを求める。一方、リーマンショックのような状況では、投資家は借入比率の大きい会社への投資は敬遠する。従って、最適資本構成も市場環境により変動すると考える必要がある。
- ・環境のいい状況で最適資本構成の比率まで負債を増加させると、市場環境が変わり、投資家の見方が変化した場合、同じ負債比率でも負債過多と見なされる可能性もある。このような状態に陥ると簡単には抜け出せなくなり、場合によっては会社の破綻に繋がる可能性もある。従って、最適資本構成の水準ぎりぎりまで負債を増加させず、余裕を持つことが企業経営においては重要。
- ・また、製品のライフサイクルが短く、市場環境の変動が大きくなっている中で、かつての変動がゆっくり起きる時代を前提にした、レバレッジの最大化は危険。レバレッジを最大化していて、結局倒産したコダックと資本構成に余裕を持っていた富士フイルムの事例などもその一例。

以上

#### 【講演】

- ・開催日：2015年10月26日（月）
- ・テーマ：「イノベーションを育むマネジメント」
- ・講師：スリーエム ジャパン 取締役副社長執行役員 昆 政彦 氏

#### 1. イノベーションを育むカー行動の自由とエンパワーメント

- ・自分の考えとは異なる良質な刺激を受けることでイノベーションが生まれる。これを実現するために、以下の取り組みを実施。
  - ① 15%カルチャー：社員の業務時間の15%は、担当の業務以外に充てることができる。残る85%が業績目標の対象になる
  - ② ブートレッキング：そうした担当職務以外の開発・研究にも会社の設備を使える制度

- ③ デュアルラダー：エンジニアが管理職になるルートとして、部下を持つ管理職になるマネジメントラダーと、部下は持たないが、エンジニアとしてより高いステージを目指すテクニカルラダーの2つを設定
- ④ 業績評価と行動規範の二軸による人事評価：イノベーションを評価対象に加え、新しいことに絶えずチャレンジしているかを評価

## 2. イノベーションを育む力ー先見性とストレッチ・ゴールー

- ・ 主要 KPI の中で、過去5年間に市場投入した新製品の売上高比率を重視。グローバルでは2017年までに38%にする目標を設定。
- ・ 製品数の変化により、一部製品の販売中止が必要になった場合、営業利益率によって判断。
- ・ ポストイットや道路標識などは長寿命製品だが、それらに頼っていると、新製品の割合は高くない。道路標識も光り方や耐久性を変えて新製品として出している。

## 3. イノベーションを育む力ーコミュニケーションとネットワークー

- ・ エンジニアが自身のアイデアを他の事業部や営業部に説明する機会を年に数回設置。カスタマー・テクニカル・センターでは、顧客が抱えている課題に対して解決策を提案。
- ・ ある製品の製造中止により、そこで使用していた技術の喪失を防ぐために、製品と分離して技術を管理。データウェアハウスのようなテクノロジー・プラットフォームに技術をプロットし、1つの技術を様々な方向に展開することで新しい製品を提供。

## 4. イノベーションの事業化を管理・推進する能力

- ・ イノベーションの事業化管理能力は、育む力よりも重要。IBM の分析によると、日本はバリューインテグレーター（高いビジネス考察力とビジネス効率を併せ持つ経理財務部門）の割合が他国に比べて極端に低い。
- ・ 社長と同じ目線、市場と同じ目線、戦略実行目線に立つことが重要。当社では、5年後の方向性、あるいは新しいマーケットを探すプロセスを示す中期計画を毎年作成。例えば、国土強靱化や高齢化社会に対し何ができるかを考え、5年後の姿を描き、現在まで落とし込んで、1年目の予算を組む。
- ・ 事業部の財務目標を達成するために、カウンセラーあるいはアドバイザーとして事業部長をサポートするビジネス・カウンスルの仕組みがある。各事業部の利益目標の完遂や、事業ポートフォリオの組み替え（新製品

開発、利益率の低い製品の販売中止)、価格の維持などを包括的にサポートする。

- ・ 事業部と一体化させることを重視し、経理部や財務部からは切り離れた体制を取っている。

以上

#### 【講演】

- ・ 開催日：2015年11月6日（金）
- ・ テーマ：「企業と社会のサステナビリティ：経営指標（「モノサシ」）を巡って」
- ・ 講師：ボストンコンサルティンググループ  
シニア・パートナー&マネージング・ディレクター 御立 尚資 氏

### 1. 世界における企業と社会のサステナビリティを追求する動き

- ・ 企業と社会のサステナビリティの両方を議論する流れが起きている。ROEは大事だが、それを追い求めるだけでは、欧米企業がその先に行こうとしている時に周回遅れになる。
- ・ 2000年のUN Global Compact 制定を受けて、財務報告だけでなく、広く企業が重視していることを統合報告書の形にする GRI（Global Reporting Initiative）を設置。さらに、こうした報告書の国際比較を可能にし、グローバルな投資比較基準にすることを目指す SASB（Sustainability Accounting Standards Board）が設置される。
- ・ さらに国連では、各企業のマテリアルな長期の持続可能性に関わる項目、それを測ることができる指標、及び実行に向けた戦略をボード側が持つことを議論するプログラム「LEAD」が開始。

### 2. 目標とする非財務指標の選択

- ・ 日本企業の報告書では、思いつく全てのリスクを開示することが多いが、業界の特性を踏まえて、最もリスクのある項目を選んで示さなければ、統合報告書の意味がない。
- ・ サステナビリティの向上とは、長期的にリスクを乗り越えることである。想定されるリスクへの対応を指標として、また行動として示すことが重要。
- ・ サステナビリティへの意識が高い欧米企業では、自社の主張に相通ずる、個別の非財務的目標を開示している。目標は定性的であっても、自社の

思想を込める必要がある。

### 3. 日本からの非財務指標の発信 “ROC (Return On Carbon)”

- ・ 日本では、Return On Carbon (CO<sub>2</sub> の排出量あたりの収益) を測り、比べることができる。
- ・ 温室効果ガスの排出量はコストとして定量化できるが、ROC では生産性まで測ることができ、日本企業が世界で高く評価される指標。こうした指標を以て、企業から投資家に働きかける「攻め」の姿勢が必要。

### 4. 外部報告の指標を内部の自己変革に繋げる

- ・ 本質的改革を行うには、具体的な変革につながる指標の設定が必要。
- ・ ユニリーバは、Sustainable Living Plan として、環境負荷が大きい製品を削減し、自らの成長は2倍に、さらに成長を上回る程のプラスの Social Impact を出すという計画を策定。具体的には、乳幼児死亡率の高い国に対する、最も安く、殺菌効率の高い石鹼の販売を数値目標にし、社内に落とし込んだ。
- ・ 事業、財務、IR の部門を越えて戦略を一致させ、外部報告で提示する目標を各事業部門の取り組みにすることを、アングロサクソン系の多国籍企業では普通に行っている。こうした機能を強化しないと、企業変革に繋がらず、サステナビリティの指標を社会貢献の一環で取り入れるだけに留まる。

### 5. プラスの Social Impact に対する評価、持続的取り組みと財務的健全性

- ・ 社会に対するプラスの評価は価値観が多様であるため、難しい。ただ、米国のミレニアル世代に見られるように、その仕事に社会的価値がないと、優秀な人材を獲得できなくなっている。また、社会的価値の向上を目指すことは企業ブランドとも関係する。
- ・ 稼ぐ力がなければ、研究開発投資も社会的責任を通じた新しい価値創造もできない。一定の財務的健全性がなければ、土俵に乗れない。社会的にプラスになるような長期的取り組みも一定の財務的健全性がないと許容されない。

以上

### 【パネルディスカッション】

- ・開催日：2015年12月1日（火）
- ・テーマ：非財務指標の活用による企業価値向上への取り組み
- ・パネリスト：三菱ケミカルホールディングス 執行役社長 越智 仁 氏  
花王 常務執行役員 青木 寧 氏  
SAP 最高財務責任者 Luka Mucic 氏
- ・モデレーター：経営共創基盤 パートナー・取締役マネージングディレクター 木村 尚敬 氏

## 1. 企業、社会の持続可能性を意識し、非財務指標を経営に取り入れた背景

### 【三菱ケミカルホールディングス】

- ・2006年、従前の短期的戦略への疑問から、10～20年後の社会について、食糧・水資源、環境、高齢化などの起こり得る問題も含めて考え、「プロジェクト10/20」を策定。
- ・2008年のリーマンショックを機に、収益性のみを追求する事業への疑問が生じた。当時、本来のCSRは何かという疑問もあり、事業活動を通じて地球や社会の問題を解決することにより、総合化学会社としての意義を示すことを考えるようになった。経済価値、社会的価値、企業価値の向上により、社会と企業の持続的発展に貢献することを目指し、2011年からMOS（Management of Sustainability）を経営基軸に導入した「KAITEKI経営」を開始。

### 【花王】

- ・1990年代の終わりに事業多角化の一環で参入した情報事業から撤退した。2000年代に入り、社会的視点を企業経営に入れることと、自社の将来の成長を合わせて考えるようになった。当社では、それまで「変化は予想できないので、変化とともにあれ」という考えだったが、2000年代にバックカスティングで経営を考える方針に転換した。
- ・2004年に「花王ウェイ」をつくり、よきモノづくりを通じて、世界の人々の豊かな生活文化の実現、社会のサステナビリティへの貢献を使命とした。さらに2010年に、「花王ウェイ」に社会のSustainabilityへの貢献を使命として入れた。

### 【SAP】

- ・当社では、非財務指標を以前からSustainable Reportには取り入れてい

たが、統合的報告では、非財務指標は主役ではなかった。しかし、2008～2009年の金融危機で30%も業績が落ち、自分たちの存立に関わる大きな危機に遭遇した。これを機に、2010年頃から本当の意味での統合的報告を行うことが必要と考えるようになった。トップ経営者が交代し、新たな経営者がビジョンで、SAPがより高い次元の目的意識を持つことを提示した。

## 2. 非財務指標設定における思想・理念、具体的指標

### 【三菱ケミカルホールディングス】

- ・2006年に「プロジェクト10/20」を策定した際に、将来世代のニーズが満たせる可能性を残しながら、現世代のニーズを満たす「Sustainable Development」に貢献すべきと考えた。さらに、2009年には、Sustainability、Health、Comfortの3軸を経営の基軸に据え、その総和としての「KAITEKI」実現への貢献を当社の存在意義とすることを考えた。
- ・マテリアリティ・アセスメントでは、ステークホルダーと当社のそれぞれに重要な課題をマッチングし、最終的には、Sustainability、Health Comfortのカテゴリー別に、環境負荷の削減、QOL向上への貢献、当社への信頼の向上などの具体的目標を設定している。

### 【花王】

- ・事業活動のコアは良きモノづくりであり、安心、安全、信頼、品質、高付加価値（社会への貢献）を重視している。当社にとっての重要課題（マテリアリティ）は、「花王ウェイとの適合」「中長期経営計画との連動」などがあるが、その観点から「エコロジー」「コミュニティ」「カルチャー」の3つを重点領域とした。
- ・「エコロジー」では、CO2と水の排出量が代表的指標である。「コミュニティ」では、ユニバーサルデザインの普及、子ども達への手洗い講座、掃除講座を指標に、「カルチャー」では、ビジネスコンダクト・ガイドラインの社内への浸透、ダイバーシティを指標にしている。

### 【SAP】

- ・新たなビジョンでは、持続可能な行動をする模範的企業になること、各企業の持続可能な経営に資するソリューションの提供を目標にした。また、従業員にも高い目的意識を持たせ、SAPのために自身のベストを尽くすよう触発する企業になることを考えた。

- ・非財務指標には、従業員のエンゲージメント指標、ネット・プロモーター・スコア（SAP の持つソリューション能力を他に推奨してくれるという高い顧客満足度の指標）、温室効果ガス排出量の削減（2020 年に 2000 年レベルに削減）などがある。

### 3. 非財務指標の業務への落とし込み（cascade down）、従業員の意識改革

#### 【三菱ケミカルホールディングス】

- ・3年かけて KAITEKI 価値を浸透させた。小林社長（当時）は、現場での取り組み方を話す伝道師が必要と考え、各事業の活動を通じて改善すること、それによる社会、環境への貢献を非財務指標として明確化した。
- ・従業員の KAITEKI 価値の理解度合いをデータで確認できるようにし、指標が低い所には我々が行き、話をしてモチベーションを高める。
- ・MOS 指標は、事業会社ごとに毎年評価される。業績評価では、財務指標と非財務指標の両評価を使い加点・減点を行うようにし、重要性を訴えている。

#### 【花王】

- ・持続的経営については、社長を委員長とするサステナビリティ委員会の下、3つの重点領域を担当する専門部署が推進する体制。
- ・トップダウン型での啓発と、現場主体の業務の社会的価値を認識させるボトムアップ型がある。後者では、年間約 20 万件の声が顧客から寄せられるが、各担当がそうした声から、どこに社会的課題があるか、改善の余地があるかを考えている。それらを吸い上げ、サステナビリティ委員会で共有し、経営資源の配分に反映させる。

#### 【SAP】

- ・業務への指標の落とし込みではリーダーシップが重要。年に 2 回、Sustainability に関連する社員を集めた会議を開き、Sustainability の優先順位を説明する。
- ・ボトムアップで従業員が提案・活動できるプログラムもある。環境、社会にとって意義があることを提案できる。また、社会的サバティカルとして、一定期間仕事を離れ、新興国などに行き、社会、環境に意義のある活動をする制度もある。
- ・すべてのマネジャーは、従業員のエンゲージメントについてどの程度パフォーマンスを挙げたかをチェックされる。また、現場の仕事や顧客対応を行う人は、カスタマー・ネットプロモーターのスコアをチェックさ

れる。

#### 4. 非財務指標と財務指標との関連性

##### 【三菱ケミカルホールディングス】

- ・収益性も含めて評価されるダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックスや日経の NICES といった社外の評価も注目しており、ともに上昇している。非財務指標の中には、数値化が難しいものもある。数値化自体にいたずらに時間を割くより、各項目の実行を推進し、全体として評価する方がいいという考えの下、MOS 指標の点数評価を継続実施。

##### 【花王】

- ・今後、より大きな社会的課題の解決に貢献していく時には、財務指標と非財務指標の間に関係性を持たせることに挑戦できるといい。
- ・非財務指標の向上は、競争力にもなる。健康訴求型商品は、価格競争力がある。社会的課題を企業の押しつけではなく、消費者が自身のことと捉え、社会全体で共有すると、こうした課題に対応した商品は競争力になり、企業への信頼、ブランド力も向上する。

##### 【SAP】

- ・持続可能性を真に向上し、また環境、社会に関する指標と財務的指標を本当の意味で統合的に報告するには、両者の関連性・コネクティビティを明確にすることが原理・原則。非財務的目標の達成度が、どのくらい業績に影響したのかを明確にすることが重要である。
- ・①従業員のエンゲージメント指標、②ビジネスヘルス・カルチャー指標（ワーク・ライフ・バランスなど従業員が健康な環境で仕事ができるかを見る）、③従業員定着率、④CO<sub>2</sub>排出量削減の4つの非財務指標の変動による財務的指標への影響を算出した。
- ・この算出を行うにあたり、非財務指標の間にある因果関係、連鎖を外部の統計データも活用し、詳細に定義する作業をした。これにより、非財務指標でターゲットを定め、経営することが、どの程度経済的価値に繋がるかを試算できる。
- ・非財務指標活用の間接的効果として、優秀な人材の獲得がある。大学を卒業したばかりの Y 世代には、より高い目標を持って仕事をしたい人が多い。ビジョン、ミッションに焦点を当て、有能な人材を惹きつければ、競争力になる。

以上

## 【講演】

- ・開催日：2016年5月17日（火）
- ・テーマ：「東レグループの研究・技術開発と経営方針について」
- ・講師：東レ 代表取締役社長 日覺 昭廣 氏

### 1. 東レグループの概要

- ・1926年に創業し、2016年に90周年を迎えた。創業以来、既存事業がピークアウトする前に、次の事業を興し、事業の多角化、グローバル展開を進めてきた。現在は、祖業の繊維と、樹脂・フィルム事業などに加え、炭素繊維複合材料、電子情報材料、医薬・医療材料、水処理膜等の事業を展開し、「先端材料の東レ」を目指す。
- ・世界26カ国に拠点をもち、2015年度の連結売上高は約2兆1,044億円。

### 2. 東レの研究・技術開発

#### (1) テーマ創出と出口戦略

- ・テーマ創出では、コア技術を核にした研究・技術開発、技術センターを中心とした総合力の発現、アングラ研究と極限追求が特徴として挙げられる。
- ・「高分子化学」、「有機合成化学」、「バイオテクノロジー」の3つのコア技術をベースに、最近では「ナノテクノロジー」を融合することによって、研究・技術開発を進めてきた。
- ・技術センターは、東レの研究・技術開発の全てをコントロールし、スペシャリストがひとかたまりとなる組織により、技術の融合が起こり、新技術が生まれやすくなる。また、他の事業分野へ迅速に技術を展開できる。
- ・アングラ研究では、研究者の勤務時間の20%を自由な研究に充てることを推奨し、研究者のモチベーションを高めて、有望な技術の種を多く見つけてきた。
- ・極限追求では、「深は新なり」の考え方で、各素材の極限を追求し基盤技術を進化させてきた。
- ・また、創業の地である滋賀事業場に東レのグローバル研究のヘッドクォーターとして「未来創造研究センター」を設立し、未来社会に必要な機能や仕組みを探究し、材料の強みを活かしたコトづくりの実現を目指して研究・技術開発を推進・強化していく。
- ・出口戦略では、長期視点の研究技術開発、ベストパートナーとの連携、既存事業とのシナジーを得るM&Aを実践してきた。

- ・革新的な素材を創出し事業化・商品化して新市場を創るには、10～20年後の社会を自ら検証して、新たな素材がどのように生きるのかという視点を持つことが重要。
- ・革新的素材は誰も見たことがないので、用途の提案が必要。それに賛同してくれるパートナーと共に形にしていくことで市場創造に繋がる。
- ・パートナー企業とは、ビジョン、カルチャーを共有することで強固な関係が構築できる。そして、パートナー企業からの、当社の常識ではあり得ない要望に応じていくことで新たな製品が創出される。

## (2) 長期的視点での研究・技術開発のために

- ・素材産業では、10～20年の技術蓄積により新素材が生まれ、それを磨き続けることで、高性能、高機能が要求される最先端の用途が迫りかけてくる。「磨きこまれた技術には、後から市場がついてくる」と考え、研究・技術開発を進めている。
- ・但し、長期の研究・開発を続けるためには、規模は小さくとも足元での収益確保が必要。「将来は、なんとかなるという考えで投資をつづけて、なんとかなったためしは無い」。
- ・事業の将来性は社会的価値の有無であると考え。世の中の方向性に合致していれば、市場で成功する可能性は高い。「社会的に価値があるものには、必ず市場もある」。今、収益が上がらないことを理由に、その事業から撤退する必要はない。

## 3. 東レの経営方針

- ・東レは創業以来、「企業は社会の公器」であり、株主、従業員、顧客、地域社会など全てのステークホルダーが成果物である富の分配に預かることが重要という考え方で経営を継続してきた。株主が殊更重視されやすい欧米型の企業統治を模倣する必要はない。
- ・「素材には社会を本質的に変える力がある」と標榜し、素材メーカーである我々が、世の中を変える革新素材を開発して、成長している分野へ、市場から求められる素材を継続的に創出することで、社会に貢献し、競合他社に打ち勝ち、勝ち抜いていく、これが東レの経営の考え方である。
- ・基礎素材製品を広汎な産業に供給する製造業という業態から、取締役は、現場に密着した専門知識をベースに経営判断や意思決定を行うことが重要であると考え、取締役と執行役員を分離せず、事業・現場を深く理解し、経営責任をもつ取締役が長期的視点で業務執行にあたるようにしている。現場を理解せず、株価や利益の拡大のみを見る「数値経営」では

- なく、現場の理解にもとづいた「課題設定型の経営」を行っている。
- ・ 社外取締役が経営の暴走を防ぐと言われるが、現場を知らなければ問題の本質は掴めない。ガバナンスというものは、経営者個人の倫理観が大前提であり、これを形式的に手当てすることは困難。
  - ・ 各国、各地域で、社会の構成、産業構造、考え方の違いは大きく、単に、欧米の施策、制度を取り入れるだけでは上手く行かない。日本の現状を把握して、各国の実情の違いを十分に理解した上で、日本の国民性、実情に合った施策および企業経営を実施していくことが重要と考える。
  - ・ 日本の企業の多くは、非常に高い倫理観を有しており、日本の企業文化は、世界に誇れるものである。この倫理観の高い、日本的経営の良さを世界に広めることが重要。
  - ・ 東レは、企業理念に示すとおり、「企業は社会の公器である」という考えのもと、社会への貢献を目指して、素材産業として「コア技術を核として」、「長期視点での経営」を推進してきた。今後とも、この基本的な考え方に沿って、倫理観の高い、日本的経営の良さを大きな強みとして、時流に迎合せず、本質を把握して、長期ビジョンをもって、時代に適合することを念頭に、今後もグローバルに事業を展開していく。

以上

#### 【講演】

- ・ 開催日：2016年7月5日（火）
- ・ テーマ：「投資家と企業との対話」  
—株主資本コストを意識した目指すべき ROE—
- ・ 講師：野村証券 金融工学研究センター  
センター長 兼 クオオンツ・ソリューション・リサーチ部長  
太田 洋子 氏  
シニアクオンツアナリスト 新谷 理 氏

### 1. イントロダクション

- (1) 投資家と企業の間における ROE および株主資本コストの認識ギャップ
- ・ 投資家の関心が高い指標は ROE であるが、その目標値は、株主資本コストとの関係で定めるべき。
  - ・ ROE が高いほど PBR も高く、ROE が 7%以上になると両者の間には正の相関関係が見られる。特に PBR が 1 倍を超えるためには、ROE8%以

上が目安となる。

- ・エクイティ・スプレッドは、企業が目標とする ROE から株主が期待するリターンを引いた値。事業継続には、これをプラスにする必要がある。
- ・現在、1 部上場企業のエクイティ・スプレッドの平均は 2.1%。5 年前と比べ、主としてリスクフリーレートの低下により、株主資本コストは低下している。一方 ROE は 2.5%改善している。ただし、業種ごとに状況は異なる。

## (2) 資本コストの概要と算定方法

- ・株主資本コストは、CAPM により推計できる。株主資本コストはベータにリスクプレミアムを掛け合わせた値とリスクフリーレートの和となり、ベータが高いほど株主資本コストは高くなる。リスクフリーレートには一般的に長期国債の利回りを用いることが多い。
- ・リスクプレミアムの推計には、ヒストリカル法（過去の株式市場のパフォーマンスから期待値を推計する手法）とインプライド法（予想利益などの数値と株価の関係から逆算する手法）の二つがある。
- ・ベータはそれぞれの企業に固有の値であり、市場との連動性を表す。ベータの市場平均は 1 であり、ボラティリティが高いほど、また TOPIX との相関が高いほどベータの値は高くなる。

## 2. 業種別資本コストの実態

- ・業種毎に特徴はあるが、いずれの業種でもエクイティ・スプレッドが高いほど PBR は高くなる傾向がある。
- ・鉄鋼業界は、エクイティ・スプレッドがマイナスの傾向。化学業界は、全体としてエクイティ・スプレッドが高い傾向にあるが、日本企業の水準は低い。コンピュータ・周辺機器業界でも日本企業のエクイティ・スプレッドは決して高くない。

## 3. 企業の成長ステージに応じた株主資本コストの変遷

- ・ファーストリテイリングは、リーマンショック直後の景気後退期では業績堅調な銘柄として評価されベータが低下。しかし景気回復後は売上高成長率が 10%を超えるなど成長銘柄へと評価が変わりベータも 1 を超えるまで上昇している。
- ・ソフトバンクは、株主資本コストが 20%を超えていた時期もあるが、現在は市場平均と同程度の水準にある。通信業にシフトした後は、実業で成長を達成している。資本コストの低下に伴い、非常に高い時価総額を

実現。市場の期待を実業に上手く結びつけた事例。

#### 4. 株主資本コストについての認識ギャップの要因分解

- ・ 株主資本コストに関する認識の違いはベータの値の違いから生じる。企業は、過去のTOPIXとの連動性からヒストリカルベータを用いる一方で、投資家の想定するベータ（インプライドベータ）は株価に織り込まれており、両者が等しい保証はない。実証的にはインプライドベータは、ヒストリカルベータよりも1周辺に厚く分布していることが多い。
- ・ 株主資本コストを企業が過少評価し、機関投資家が過大評価しているケースでは、相互の対話を通じて、折り合いをつける必要がある。

#### 5. 目指すべきROEの水準について

- ・ 株主資本コストは事業リスク、財務リスク、株式流動性リスク、株主還元政策、成長性、株主構成のファクターによって左右される。長期的な価値創造のためには全てのファクターを勘案して経営戦略を立て、投資家と対話することが重要。
- ・ 長期的視点での株主価値の最大化には、自社株取得だけでなく、R&D等の投資を行い、純利益（ROEの分子）を増やし、経済的付加価値を増大させることが必要。

以上

#### 【講演】

- ・ 開催日：2016年7月25日（月）
- ・ テーマ：「CFOからみた投資家との対話  
—エクイティ・スプレッドと非財務価値の同期化—  
エーザイの統合報告書の事例
- ・ 講師：エーザイ 常務執行役 CFO（最高財務責任者）  
早稲田大学大学院会計研究科兼任講師 柳 良平 氏

#### 1. CFOが知るべきCGCと世界の投資家の視座

- ・ 欧米ではROEを経営指標にしないということも言われるが、日本企業ではROEが低いため、啓発が必要。米国企業はROEやROICの予想値は開示しないが、社内では重視している。
- ・ コーポレートガバナンス・コード（以下、CGC）に係る投資家への調査

によると、CGCに最も期待することは、中長期的なROEの改善。また、国内外の投資家を合わせると、40%超がコーポレートガバナンスとROEとの間に因果関係があると見ている。さらに、良質なコーポレートガバナンスは、資本コストを引き下げると見ている。

- ・日本企業の非財務指標（ESG投資など）については、ROEとの価値関連性を示して欲しいと考えている。

## 2. 伊藤レポートのROE8%とエクイティ・スプレッド

- ・伊藤レポートでは、労働分配率にも配慮しながら、資本効率を最大限に高めることを述べている。エクイティスプレッド（ROE－資本コスト）がゼロ以上になる企業が、価値創造している企業である。
- ・伊藤レポートで、最低限8%を上回るROEの達成に各企業はコミットすべきとしたことへの支持は高い。しかし、これに仕方なく追従するのではなく、5～10年平均でROE8～10%を想定していくべき。
- ・伊藤レポートとCGCにより、外国人投資家は、“Japan will change”と思っていたが、今年になり、日本企業が本当の意味でROEを高めようとしているのか疑念を持って見ている。日本企業としては、10年単位で向上しようとしているというメッセージの発信が必要。

## 3. 企業と投資家の対話

- ・日本IR協議会「2016年度IR活動の実態調査」によると、中期経営計画のKPIにROEを入れる企業は約40%、エクイティ・スプレッドを意識する企業は約30%。
- ・企業と投資家の対話のアジェンダとしては、企業理念、中長期経営ビジョン、中長期ROEとエクイティ・スプレッド、コーポレートガバナンス、非財務情報がある。
- ・英国の年金基金ハーミーズは、企業は、長期的な株主価値の最大化も視野に、他のステークホルダーとの関係も考えるべきとしている。

## 4. エーザイの統合報告の事例

### (1) エーザイの価値創造

- ・エーザイでは、患者第一主義を掲げ、その結果として利益を得ることを基本にしている。顧客の創造と維持、顧客満足度の向上のために、研究開発投資を減らすことなく、売上の約25%の研究開発費を維持し、その結果として、10～20年後に利益を得ることを考えている。

- ・ WHO と連携し、熱帯病のリンパ系フィラリア症の治療薬の無償提供を行っているが、寄付ではなく、長期投資と考えている。エーザイのロゴのある製薬を新興国に広め、20～30年を見越したブランドをつくる。短期的には赤字でも、超長期的には株主価値向上に資すると思う。
- ・ CSR は社会価値を創るが、投資家からは受け入れられない。エーザイの価値創造の考えは CSV に近いが、社会価値を創り、その結果として経済価値を創るという順番を重視している。

## (2) パテントクリフの中での投資家の評価

- ・ 製薬企業では、特許が切れると売り上げが落ちる。現在、当社はパテントクリフの只中にあり、業績は低迷しているが、2010年以降、株価は横ばいから倍増する動きを見せた。この背景には知的財産、次世代型の認知症治療薬開発のようなパイプラインや人材に対する市場の評価がある。
- ・ 積極的な開発投資を行っているが、投資基準は厳しく見ている。また、IR では、成長ストーリーを伝えている。ROE が一時的に低くても知的財産や研究開発で新しい価値創造をしていくことを説明している。

## (3) エクイティ・スプレッドと非財務資本の価値関連性

- ・ 企業価値の創造では、非財務価値の訴求も重要である。
- ・ 企業の市場付加価値 (MVA) は、エクイティ・スプレッドの現在価値の総和だが、エクイティ・スプレッドと非財務資本は同期化できる。  
(講演は私見による)

以上

### 【講演】

- ・ 開催日：2016年8月23日(火)
- ・ テーマ：「CSV 経営～高収益と社会問題の同時解決を目指す～」
- ・ 講師：一橋大学大学院 国際企業戦略研究科  
特任教授 名和 高司 氏

## 1. CSV (Creating Shared Value) とは

- ・ CSV とは、経済的価値と社会的価値を両立する経営である。CSV のレバーとなるのは、第一に主要事業を通じた課題の解決、第二にバリューチェーンの中で社会を良くしていくこと、第三に地域貢献である。事業を通じた課題解決は、殆どの企業が行っているが、課題を社会課題にまで

結び付けられるかが重要である。

- ・ CSV を提唱するマイケル・ポーターは、日本企業の「三方よし」の考えには株主がいないと見ている。

## 2. CSV のベストプラクティス

### (1) ネスレ

- ・ ネスレでは、共通価値の創造を掲げており、これが利益（ROE）の要素になる。ネスレは、自社を栄養、ヘルス、ウェルネス（心の健康）を提供する企業としている。CSV の企業は、本業を顧客や社会の目線で言い換え、提供する製品より、それが社会に提供する価値に主軸を置いている。
- ・ ネスレは、6つのステークホルダーへの価値提供を目指しており、その中には知識価値がある。経済価値と社会価値だけではゼロサムになりやすいが、知識価値はプラスサムである。
- ・ また、CSV に関する KPI を設定しているが、それらの達成が ROE 等の財務指標にどのように反映されるかは、まだ解けていない。しかし、ネスレは、CSV 経営は PL の改善と無形資産の構築に役立つと考えている。

### (2) ホールフーズ

- ・ ホールフーズの CEO、ジョン・マッキーは、儲けを追求するだけでは資本主義は持続せず、「覚醒した資本主義」が、従業員の幸せ、地域の事業者との取引、顧客の満足、コミュニティとの良好な関係という好循環（幸せの輪）をつくと主張する。こうした理念追求型企業の株主投資利回りは、利益追求型企业よりも高い。

### (3) GE

- ・ GE は、インパクトが出せる領域として健康と環境を考え、そこでの社会課題に自社が応えられるか、という観点から事業を絞った。

### (4) Google

- ・ グーグルグラス等を開発している「Google X」の X とは、Huge Problem、Radical Solution、Breakthrough Technology の 3 つの交点を表す。この X に入る課題は、高いハードルを設けて選び、長い時間軸で取り組んでいる。

(5) ノボ・ノルディクス

- ・新興国にインシュリンを供給しているノボ・ノルディクスは、経済、社会、環境における責任を果たすトリプルボトムラインを重視している。
- ・また、無形価値（①ヒューマンリソース、②コーポレートブランド、③インテレクチュアル・プロパティ、④ネットワーク）を最も重視し、これらが新しい価値を生む源泉と考えている。

(6) ファーストリテイリング

- ・マズローの欲求段階には第 6 段階「自己超越の欲求」がある。人間は、成長欲求が満たされた後に、他者への愛や社会を救いたいという欲求が現れ、成熟社会ではこれが求められる。ユニクロは、皆が共感できる社会を創りたいという思いを持ち、新しいニーズに応えようとしている。日本企業の CSV 経営では、成熟社会の課題解決に取り組んだ方がいい。

### 3. CSV の論点

- ・公害等の社会の必要悪に勝る価値創造に向けて無形資産を蓄積し、財に転換するには知恵が必要だが、欧米企業はこれが上手い。短期的に ROE を向上するより、持続的に伸ばす方が難しいが、それが変革力である。
- ・日本企業に足りないのは、スケールアップする力である。志を持っていることをしていても、それをこそっとやっている感じでは、共感もスケールも生まれない。
- ・非財務指標と財務指標の因果関係を証明するのは難しいが、社会課題の解決で儲ける企業のストーリーをこれから作ればいい。
- ・CSV では、経済価値が結果軸だが、日本企業では、社会価値が結果軸である。儲け（経済価値）を社会価値に変え、それが次の儲けに繋がり、スパイラルアップしていくモデルが J-CSV、または CSV2.0 である。

以上

## 【講演】

- ・開催日：2016年9月20日（火）
- ・テーマ：「企業価値向上経営の現状と今後の課題  
—伊藤 Report 公表後 2年を経過して思うこと—」
- ・講師：一橋大学大学院 商学研究科 特任教授 伊藤 邦雄 氏

### 1. 伊藤レポートから2年—変わった（りつつある）こと—

- ・伊藤レポートが契機となり、3つの主要プレーヤー（アセットオーナー、運用会社、企業）を同時に動かす全体最適型改革が起きた。
- ・日本企業の経営者における ROE に対する認知度の向上、独立社外取締役を導入する企業の増加なども見られた。
- ・企業の競争力の構図が変化しており、従来、飛び地、辺境地にあったコーポレートガバナンスが競争力の基盤に位置づけられるようになった。
- ・ガバナンス改革をポジティブに捉え、新たなパラダイムを生き抜ける企業・経営者だけが持続的成長を享受できるようになる。

### 2. 伊藤レポートに対する批判など（期待と失望の分水嶺）

- ・伊藤レポートに対し、株主優先主義、株主重視という批判があった。しかし、伊藤レポートは、日本企業の株主に対する低い目線をグローバルレベルに引き上げた。
- ・投資家は、コーポレートガバナンス・コードに comply しているかだけでなく、explain の内容も見ている。また、海外からは、目に見える成果（Visible results）が少ないとの指摘もある。
- ・2016年、そして17年は、ムーブメントが持続するか否かの分水嶺。成果が出てこないと一過性のものになる。

### 3. 現状及び成果に対する分析

- ・ROE8%という水準は、グローバルな資本市場に入るチケットであり、ゴールではない。
- ・資本生産性という言葉に対する理解が十分ではない。投資家は、投資した資金を有効に活用して欲しいと思っているが、こうした思いが企業に伝わらない。
- ・ROE 向上への意識（認知）はあるが、経営者に稼ぐ気が本当にあるのか。
- ・企業価値を「ステークホルダー価値」対「株主価値」の二項対立的に考えているが、ドラッカーによれば、本来経営者には、2つの価値概念を超

- えて富の創出能力を最大化するようマネジメントする責任がある。
- ・ ROE の本質を捉えることが必要。ROE は、経営の最上位にある指標だが、ROE の分解式に目を向ける必要がある。
  - ・ ROE が低いということは、成長投資に振り向ける原資、イノベーションを生み出す原資がないということである。
  - ・ 日本企業は全員経営を重視するが、各従業員の仕事が ROE や ROIC とどのように関係しているのかがわかるように、現場に落とし込めていない。

#### 4. 現預金問題・内部留保問題

- ・ 日本企業の総資産に占める現預金比率は平均 30%、内部留保の比率は 20%超。内部留保をするということは、資本コストを上回るリターンを生む再投資を行うとの経営者の意志表明であるべき。しかし、現状の内部留保政策は、積極的な投資戦略からではなく、安定配当政策からの帰結である。
- ・ 今後の対策としては、新陳代謝促進税制の創設が考えられる。例えば、不採算事業の売却で得た資金を、新事業投資や高収益事業に再配分することを税制で促進する。

#### 5. 自律と他律の均整が取れたガバナンスを—CFO 人材の育成—

- ・ 今進めているコーポレートガバナンス改革は、社外取締役を活用した他律が中心だが自律も必要。自律の要は、CEO だが、実質的な担い手は CFO。しかし、海外の投資家から、日本企業に多く見られるのは「スーパー経理部長」と揶揄されている。
- ・ CFO 人材の養成機関として、一橋大学 CFO 教育研究センターを 2015 年に創設し、東証と連携したエグゼクティブ・プログラムを開始。

#### 6. ESG 情報・非財務情報

- ・ 機関投資家は、投資先企業の持続性に強い関心を持つようになっており、その判断において非財務情報、ESG 情報を参考にしている。
- ・ GPIF も運用委託機関が投資先企業と ESG 情報を踏まえた対話を行っているかを重視。
- ・ 一方、ESG 情報の開示は、各国、各社多様で、無秩序な状態。こうした中で、経産省は ESG 投資・無形資産投資に関する研究会を設置し、年度内に報告書を出す予定。
- ・ 日本の GDP 規模に対する無形資産投資規模の比率は、欧米主要国に比べて高くない。こうした中で、米国では、従来の財務諸表の重要性が低下

しており、21世紀の投資に適応しないことを指摘する著書も出ている。

以上

#### 【講演】

- ・開催日：2016年10月21日（金）
- ・テーマ：「持続可能な社会と企業の役割」
- ・講師：ユニリーバ・ジャパン・ホールディングス  
代表取締役 ジェネラルカウンセル 北島 敬之 氏

### 1. ユニリーバについて

- ・ユニリーバは、世界最大級の消費財メーカー。毎日190カ国で25億人が製品を使用。ユニリーバ・ジャパンは、パーソナルケアやリフレッシュメントの製品を日本で展開している。
- ・ユニリーバの歴史は1884年、品質が良く安い石鹼の製造販売を行ったことから始まる。当時から清潔さを暮らしの当たり前にすることを目指してきた。
- ・現在は、まだ清潔さが行き届いていない国、貧困・飢餓に苦しむ国がある一方で、肥満・栄養の偏りが問題になっている国もある。
- ・こうした中で、「サステナビリティを暮らしの当たり前」にするために、2009年に、環境負荷を減らし、社会に貢献しながらビジネスを成長させるという目標を掲げた。これを実現するためのグローバル戦略が「ザ・コンパス」である。

### 2. ユニリーバ・サステナブル・リビング・プラン

- ・成長とサステナビリティを両立するプランとして作成したのが「ユニリーバ・サステナブル・リビング・プラン」（以下、USLP）。
- ・このプランの目標は、「10億人以上のすこやかな暮らしに貢献」「製品ライフサイクルからの環境負荷を2分の1に」「数百万人の暮らしの向上を支援」。
- ・それぞれの目標達成に向けて取り組んでおり、例えば、すこやかな暮らしのためには、2020年までに10億人に正しい手洗いを啓発する目標を掲げている。環境負荷の削減では、製造工程からのCO2排出量の削減や水の使用量を抑える洗剤の製造などを行っている。また、経済発展の支援では、原材料として使用する農産物の持続可能な調達や、インドなど

の農村の女性による小規模小売の拡大を行ってきた。

- ・「ザ・コンパス」や USLP を発表した時は株価が下がったが、このプランを経営の主軸に置き、継続的に進捗をステークホルダーに説明していく中で、株価は右肩上がりになっていった。

### 3. サステナビリティはビジネス戦略

- ・サステナビリティの推進は、企業にとって負担ではなく、ビジネス戦略である。サステナビリティはイノベーションを生む。また、環境・社会に配慮した商品を求める消費者のニーズに対応することで、信頼が深まる。製造工程での省エネや省パッケージは、コスト削減につながる。さらに、取引先、ビジネスパートナーと共に持続可能な調達を行うことは、事業活動全体のリスクを低下させる。
- ・サステナビリティを戦略の中核に置くブランドは、他のブランドに比べて 30%速く成長している。また、2008 年以降、全世界で 740 億円以上のコスト削減に成功した。サステナビリティが成功を加速させている。
- ・USLP では約 50 の項目で数値目標を掲げているが、そのうち 80%で計画通り進捗している。
- ・USLP は世界全体での目標だが、それを各国・各部門の目標に落とし込み、マネジメントの責任の下、取り組みを進めている。取り組む項目は国・部門によって異なる。

### 4. VUCA

- ・ビジネスを取り巻く環境は、しばしば「VUCA (Volatile : 不安定な、Uncertain : 不確定で、Complex 複雑で、Ambiguous : 曖昧な)」という言葉で表現されるように、変化が速く予測困難になっている。
- ・「最も変化に対応できる者が生き残る」というダーウィンの言葉は、ビジネスにも通じる。小さなことでもよいので、慣れ親しんだコンフォート・ゾーンから出ること、リスクを嫌わずに何とかやろうとすることから、イノベーションが生まれる。

### 5. 誠実にビジネスを行うことで競争に勝つ

- ・ユニリーバには野心的な業績目標があるが、誠実に事業を行うことを大原則としており、環境や社会を犠牲にしてまで業績目標を達成しようとするのではない。このことは、世界中の社員が遵守すべき規範である「企業行動原則」にも明記されている。
- ・「企業行動原則」には 24 のポリシーがある。その範囲内であれば、何を

しても構わない。細かいルールを設けるのではなく、原理原則で意思決定ができるようにしている。

- ・細かいルールがあるほうが楽に思えるかもしれないが、ルールさえ守っていればいいわけではない。企業の理念、どのような価値観で仕事をしているかが重要である。
- ・ユニリーバでは、理念や価値観、USLP、「企業行動原則」を広く公開している。最高経営責任者であるポール・ポールマンも、サステナビリティや誠実さに関わるメッセージを常に社内外へ発信している。
- ・そうすることで、規範違反が起きにくく、万が一起きてもすぐに指摘される環境ができています。そうした環境が企業としての評価を高め、信頼を強化し、業績にも繋がっている。

以上

#### 【講演】

- ・開催日：2016年12月7日（金）
- ・テーマ：「持続的な企業価値向上を目指したマネジメントの実践」
- ・講師：オムロン 代表取締役社長 CEO 山田 義仁 氏

## 1. オムロンの会社概要

- ・オムロンの事業は、制御機器事業、電子部品事業、車載事業、社会システム事業、ヘルスケア事業等で構成されており、売上高は 8,336 億円。主力の制御事業では、ロボット、AI を活用した工場の自動化に取り組んでいる。

## 2. 持続的な企業価値向上を目指したマネジメント

### (1) 企業理念経営

- ・ B to B から B to C まで多種多様な事業を行っている理由は、社会的課題の解決を企業理念に掲げていることがある。「われわれの働きでわれわれの生活を向上し よりよい社会をつくりましょう」をミッションに、「ソーシャルニーズの創造」「絶えざるチャレンジ」「人間性の尊重」を「私たちが大切にしている価値観」にしている。
- ・ こうした理念に基づき、障害者の自立支援のために 1972 年には日本初の福祉工場としてオムロン太陽を創業した。

- ・また、もともとベンチャー企業であり、世界初となる自動改札機などのイノベーションを生み出してきたが、その根幹には、事業を通じた社会的課題の解決を目指す理念がある。
- ・企業理念を浸透させるために、国内では、企業理念の実践をテーマとした「職場議論」や、職場のリーダークラスと社長が直接対話する「社長車座」などの取り組みを行っている。また、グローバルには世界中の社員による企業理念の実践事例を共有し、チャレンジを称える活動「TOGA (The OMRON Global Awards)」を行っている。

## (2) 長期ビジョン経営

- ・オムロンでは 10 年毎に長期経営ビジョンを策定しており、2011 年に 2020 年までの経営計画である「VG2020 (Value Generation 2020)」を策定し実行を進めている。
- ・変化が激しい時代だからこそ、先を見通し、社会変化のあり方を想定し、進むべき方向性を定める長期ビジョンをつくる。

## (3) ROIC 経営

### ① ROIC 導入の背景

- ・以下の二つの理由で ROIC を導入している。
- ・第一に、ROIC は異なる事業を公平に評価できる指標だからである。
- ・オムロンは多種多様な事業を展開しており、特性が異なる事業体が多くある。
- ・それぞれの事業を P/L だけで評価すると、売上高の大きい事業や利益率の高い事業に、投資や注目が集中し、各事業を公平に評価することができない。しかし、事業を ROIC で見ると、P/L だけでなく B/S も含めて、公平かつ適切に評価できると考えている。
- ・第二に、ROIC を活用した経営リソースの効率化である。
- ・オムロンは企業理念を発展の原動力に、社会的課題の解決にチャレンジすることで事業成長を目指している。これが使命である一方、闇雲にチャレンジを続けるとリソースが拡散してしまう。したがって、経営としては、このバランスをとることが重要である。
- ・また、ROIC 経営は「ROIC 逆ツリー展開」と「ポートフォリオマネジメント」の二つの取り組みで成り立っている。

### ② ROIC 逆ツリー展開

- ・ROIC を改善させる指標を逆ツリー展開し、現場の PDCA に使える KPI

にまで分解することにより、目標達成に向けた社員個々人のアクションにまで落とすようにしている。ROIC の目標値は二桁、10%である。現場に落とし込む目標は、各ビジネスカンパニー長がつくる。

- ・ ROIC を構成する指標の中でも重視するのは売上総利益率である。売上総利益率の向上を重要指標にすることで、原価率の引き下げだけでなく、売価の向上を目指し、開発・生産・営業部門が連結することで、売上総利益率を引き上げる活動をしている。経費を切り詰めて目標の ROIC を達成するのではなく、稼ぐ力を高めて達成する意味でも売上総利益率を重視している。
- ・ ROIC の目標値は、直接顧客と接する機会の少ない本社機能部門にも落とし込まれる。ROIC の計算式を、 $ROIC \equiv V$  (顧客への価値) / {N (必要な経営資源) + L (滞留している経営資源)} という翻訳式にし、例えば秘書であれば、役員を顧客と考え、ムリ・ムダをなくして役員に提供する価値を最大化することを目指す。
- ・ 各従業員の仕事が全社の目標にどのように関わるのか、頑張った成果がどのようなルートで会社に貢献するのかがわかるようにする。
- ・ ROIC 逆ツリーを浸透させる活動を行うアンバサダーが 8 名おり、現場で、 $ROIC \equiv V / (N + L)$  の成果事例を集めて社内に配信している。

### ③ ポートフォリオマネジメント

- ・ ROIC は事業のポートフォリオマネジメントにも活用している。全社を約 90 個の事業ユニットに分解し、伸ばす事業領域と撤退の判断を、財務指標だけでなく、市場価値評価も見て行う。挑戦してダメな事業は、傷口が浅い段階で終わらせる。
- ・ この判断においては、CFO が権限を持つ。
- ・ 社会的価値を提供している商品なら必ず高い収益が出るはずと信じており、したがって市場価値評価も見ている。価値があれば、利益の出る価格で買ってもらえる。利益が出ていない事業の場合、商品は必要とされていても価値がないのではないか、それなら必要とされ、かつ価値のある商品に経営資源を投入しようという議論をしている。

## 3. コーポレートガバナンスとエンゲージメント

### (1) コーポレートガバナンス

- ・ オムロンは監査役会設置会社だが、指名委員会等設置会社の良さも取り入れたハイブリッド型にしている。具体的には、取締役会のもとに、3つの諮問委員会と 1 つの委員会を設置し、いずれの委員会でも委員長は社

外取締役が務める。

- ・ 来期の社長指名について、社長指名諮問委員会で毎年議論が行われ、社長である私が続投意志の確認や後継者をどのようなプランで育成しているか等の質問を受け、審議いただいている。こうしたプロセスを経て、1月の取締役会で来期の社長が発表される。基本的には1年、1年が勝負である。
- ・ 社長指名の仕組みがこのようになっているので、私の部下も後任の社長を指名する権限が私にないことを知っている。
- ・ 社長の報酬体系には基本報酬と業績連動報酬があるが、業績連動の部分はROICに連動する。

## (2) エンゲージメント

- ・ オムロンでは、IR活動を行う経営IR部に17名ものメンバーをアサインしている。株式を保有して欲しい投資家には自分達から情報を提供し、能動的にIR活動を行っている。
- ・ 投資家の皆さんと、ROE、ROIC、資本コストなど、投資家目線の指標をベースにコミュニケーションを行っている。そして、同じ指標で社内の目標も設定している。

以上

### 【講演】

- ・ 開催日：2017年1月31日（火）
- ・ テーマ：「企業の“稼ぐ力”の持続的な向上にむけたコーポレートガバナンス改革と投資家との対話の促進」
- ・ 講師：経済産業省 経済産業政策局  
産業資金課長（併）新規産業室長 福本 拓也 氏

## 1. インベストメント・チェーンの最適化

- ・ 日本では、高齢化と人口減少に伴い、人的資本や知的資本といった幅広い「資本」も減少することが懸念される。こうした中で、コーポレートガバナンスについて広い視点で議論するとともに、限りある「資本」を有効に活用して価値を生み出すための方策を考える観点から、「インベストメント・チェーンの最適化」をキーコンセプトに政策を展開している。
- ・ 企業、金融機関、投資家の活動はともにグローバル化しているが、その

中で企業が稼ぐ力を高めて持続的に価値を生み、それが所得、消費の増加につながることで、そしてそのような企業に投資を行うことで年金等を通じた長期的リターンを獲得することを共に進めることで、日本の国富を確保し、増進していくことが重要である。

## 2. 日本企業のコーポレートガバナンスに対する意識の変化

- ・ オリンパスの粉飾決算の問題が起きた当時、残念ながら海外から日本企業の経営は不透明でガバナンスが働いていないと見られていた。しかし、その後の5年間でガバナンスに対する日本企業の意識は変化し、海外からの見方も変わってきたと感じている。
- ・ 特に持続的成長と中長期的な企業価値の向上を常に打ち出している点は、日本における最近のガバナンス改革の特徴である。持続的な成長と価値向上は世界中で模索されている政策目的であるが、これを一貫してガバナンス改革の目的としている点は、先進的と言うことができる。一方、他の国では、ROEの向上は当然のことであり、敢えて目標として取り上げられることはないという面もある。

## 3. 伊藤レポートの趣旨

- ・ 伊藤レポートでは、日本企業の持続的低収益性、投資家との対話欠如、及び日本が資産運用後進国であるという各問題意識に対し、提言を述べている。
- ・ ROE重視を疑問視する議論もあるが、同レポートはROE至上主義でなく、他のステークホルダーとの関係と同様、投資家・株主との関係においてはROEが重要な指標であり、それが資本コストを上回らない状況が続けていることが、(株主も含む)ステークホルダー経営と言えるのか、という問いかけをしているとも言える。
- ・ その観点から、企業と投資家との対話とは、単なる会話ではなく、緊張感を持って共通の価値観を模索していくものであるべきとの方向性を示している。

## 4. 現在の取り組み

- ・ 「日本再興戦略」2016に盛り込まれた施策の実行と、未来投資会議で出された検討事項について取り組んでいる。具体的には、①取締役会の果敢な判断を可能にすること、②企業情報開示の見直し、③ESG、無形資産投資を通じた長期投資の促進、④対話型株主総会プロセスの実現である。

- ・開示の見直しについては、2019 年前半には国際的に最も効果的かつ効率的な開示が実現するよう、関係省庁等と共同で複数ある制度開示の共通化を検討している。

## 5. 今後の取り組み①——長期投資の促進

- ・インベストメント・チェーンをさらに分解すると、経営資源の配分の仕方を考えることになる。知的資本、人的資本等が企業の価値創造にどのように繋がっているか、研究開発投資等が長期的な企業収益にどのように効くのかと言ったことが論点である。
- ・日本は米国と比べると、GDP に占める無形資産投資の比率が低い。また、諸外国では PBR や PER が高い企業は、有形資産と比較した無形資産の比率が高い傾向にあるが、日本企業はおしなべて同比率は低い。競争力の源泉が無形資産に移る中、これが、日本企業の競争力を弱めている要因の一つと考えられている。
- ・長期的に価値を創出するための企業の投資はどうあるべきか、そのような企業への機関投資家等の長期投資はどうあるべきか、という論点を議論している。こうした中で長期投資家は、企業のビジネスモデルの持続性を見る観点から、ESG を参考指標としている動きも見られる。これを企業の価値向上とどのように結びつけるかが問われており、それを促す政策対応を検討している。

## 6. 今後の取り組み②——株主・投資家との対話を促進する上での課題

- ・日本では、会社法、金商法、取引所規則の 3 つに基づく開示制度が併存しており、海外の機関投資家からは、例えば日本企業のコーポレートガバナンスを見たい時に、何を見ればよいのか明確にして欲しい、との指摘もある。
- ・現在、事業報告等と有価証券報告書の一体的開示に向けた検討として、開示項目の重複解消や整理のための作業を行っている。従来からある項目でも、投資家や国外からのニーズがないものを整理するなどの検討も行おうとしている。是非、実務サイドからも具体的な改善点を提案して欲しい。
- ・開示について先進的な取り組みを行ってきた英国では、英国財務報告評議会（FRC）が「戦略報告書（Strategic Report）」において、ビジネスモデル、つまり、どのように収益を出すのか、何に投資をし、どのような結果を出したいのかを明示することを重視している。これは世界的な潮流でもあり、統合報告も同じ方向の議論。日本はこのような動きをど

- う捉えていくのかというのは重要な論点。
- ・ 制度開示の共通化・一体化の文脈の中で、（特に金商法での）単体開示の要否やあり方は、企業、投資家に検討いただきたい事項。これを突き詰めれば、会社法における単体開示や分配可能利益の算出をどう捉えるかという議論にもつながる。また、投資家が重視するセグメント情報の開示については、透明性の確保を超えて、企業の経営戦略・ポートフォリオを含めた議論として検討が必要である。

以上

## 2016年度資本効率の最適化委員会

(敬称略)

2017年5月現在

### 委員長

志賀俊之 (日産自動車 取締役副会長)

### 副委員長

稲垣泰弘 (コマツ 常務執行役員)  
越智仁 (三菱ケミカルホールディングス 執行役社長)  
小野寺正 (KDDI 取締役会長)  
河原茂晴 (KPMGあずさサステナビリティ (KPMG Japan) エグゼクティブ アドバイザー公認会計士)  
木村尚敬 (経営共創基盤 パートナー・取締役マネージングディレクター)  
昆政彦 (スリーエム ジャパン 取締役副社長執行役員)  
堀切功章 (キッコーマン 取締役社長CEO)  
松井敏浩 (大和証券グループ本社 取締役 兼 専務執行役)

### 委員

青木寧 (花王 常務執行役員)  
赤林富二 (ニッセイアセットマネジメント 取締役社長)  
浅井勇介 (シティグループ証券 取締役副社長)  
天野太道 (群栄化学工業 取締役社長)  
有田喜一郎 (イケガミ 取締役社長)  
池上芳輝 (かんぽ生命保険 取締役兼代表執行役社長)  
石井雅実 (東日本銀行 取締役頭取)  
石井道遠 (リコー 取締役会議長)  
稲葉延雄 (日本電信電話 顧問)  
宇治則孝 (丸紅 常務執行役員)  
氏家俊明 (SAPジャパン 取締役会長)  
内田士郎 (日本テクノ 取締役社長)  
馬本英一 (リョービ 取締役社長)  
浦上彰 (オリックス銀行 取締役社長)  
浦田晴之

|        |                                      |
|--------|--------------------------------------|
| 江川 健太郎 | (日本電設工業 取締役会長)                       |
| 大石 英生  | (日本政策投資銀行<br>取締役常務執行役員兼設備投資研究所長)     |
| 大岡 哲   | (大岡記念財団 理事長)                         |
| 大川 順子  | (日本航空 取締役専務執行役員)                     |
| 大河原 愛子 | (ジェーシー・コムサ 取締役会長)                    |
| 大久保 和孝 | (新日本有限責任監査法人 経営専務理事)                 |
| 大塚 紀男  | (日本精工 取締役会長)                         |
| 小野 傑   | (西村あさひ法律事務所 代表パートナー)                 |
| 鹿毛 雄二  | (ブラックストーン・グループ・ジャパン 特別顧問)            |
| 鹿島 亨   | (SRAホールディングス 取締役社長)                  |
| 加藤 奂   | (京王電鉄 取締役相談役)                        |
| 加藤 治彦  | (証券保管振替機構 執行役社長)                     |
| 門脇 英晴  | (日本総合研究所 特別顧問・シニアフェロー)               |
| 金澤 睦生  | (帝国ホテル 常務取締役)                        |
| 川崎 達生  | (ユニゾン・キャピタル 取締役)                     |
| 川村 喜久  | (DICグラフィックス 取締役会長)                   |
| 菊地 麻緒子 | (三井倉庫ホールディングス 監査役)                   |
| 岸本 則之  | (UEX 取締役社長)                          |
| 北野 泰男  | (キュービーネットホールディングス 取締役社長)             |
| 橋田 大輔  | (ブラックストーン・グループ・ジャパン 代表取締役)           |
| 橋田 尚彦  | (トランスコスモス 上席常務執行役員)                  |
| 木村 浩一郎 | (PwCあらた有限責任監査法人 代表執行役)               |
| 日下 一正  | (国際経済交流財団 会長)                        |
| 桑原 茂裕  | (日本銀行 理事)                            |
| 小泉 周一  | (千代田商事 取締役会長)                        |
| 肥塚 雅博  | (富士通総研 取締役会長)                        |
| 古宮 正章  | (東京オリンピック・パラリンピック競技大会組織委員会<br>副事務総長) |
| 坂本 和彦  | (パソナ 顧問)                             |
| 佐川 恵一  | (リクルートホールディングス 取締役専務執行役員)            |
| 島田 太郎  | (シーメンス 専務執行役員)                       |
| 清水 弘   | (アーサー・D・リトル・ジャパン シニア・アドバイザー)         |
| 正田 修   | (日清製粉グループ本社 名誉会長相談役)                 |
| 新芝 宏之  | (岡三証券グループ 取締役社長)                     |
| 陳野 浩司  | (国際金融公社 チーフ・インベストメント・オフィサー)          |

|       |   |
|-------|---|
| 菅野健一  | (リスクモンスター 取締役会長)                                |
| 菅原敬   | (アイスタイル 取締役兼CFO)                                |
| 住谷貢   | (アクサ生命保険 取締役執行役兼CFO)                            |
| 銭高久善  | (銭高組 取締役社長)                                     |
| 高橋勉   | (有限責任 あずさ監査法人 副理事長)                             |
| 高松則雄  | (カルソニックカンセイ 社外取締役)                              |
| 田中一行  | (日立化成 取締役会長)                                    |
| 田中將介  | (三菱総合研究所 相談役)                                   |
| 田中豊   | (アートグリーン 取締役社長)                                 |
| 田中良治  | (三菱ケミカル 常勤監査役)                                  |
| 淡輪敏   | (三井化学 取締役社長)                                    |
| 土屋達朗  | (フジタ 取締役専務)                                     |
| 手納美枝  | (アカシアジャパン・デルタポイント 代表取締役)                        |
| 中井加明三 | (野村不動産ホールディングス 取締役会長)                           |
| 長瀬玲二  | (長瀬産業 取締役副会長)                                   |
| 中富一郎  | (ナノキャリア 取締役社長)                                  |
| 中野祥三郎 | (キッコーマン 取締役常務執行役員)                              |
| 長久厚   | (DNAパートナーズ 代表社員)                                |
| 中防保   | (レイヤーズ・コンサルティング 代表取締役COO)                       |
| 中村善二  | (UBS証券 取締役社長)                                   |
| 能見公一  | (ジェイ・ウィル・コーポレーション 顧問)                           |
| 野田努   | (アリックスパートナーズ・アジア・エルエルシー<br>マネージングディレクター 日本共同代表) |
| 馬田一   | (JFEホールディングス 相談役)                               |
| 濱口敏行  | (ヒゲタ醤油 取締役社長)                                   |
| 林明夫   | (開倫塾 取締役社長)                                     |
| 平子裕志  | (全日本空輸 取締役社長)                                   |
| 廣岡哲也  | (フージャースホールディングス 取締役社長)                          |
| 廣瀬雄二郎 | (日本情報通信 取締役社長)                                  |
| 藤岡誠   | (新化学技術推進協会 専務理事)                                |
| 古河建規  | (SOLIZE 取締役社長)                                  |
| 降籬洋平  | (日本信号 取締役会長)                                    |
| 堀田康之  | (キッツ 取締役社長)                                     |
| 堀江章子  | (アクセンチュア 執行役員)                                  |
| 益戸宣彦  | (GCA 統括執行役員 マネージングディレクター)                       |
| 松江英夫  | (デロイト トーマツ コンサルティング パートナー)                      |

|       |                            |
|-------|----------------------------|
| 松尾時雄  | (日本カーバイド工業 取締役社長)          |
| 水嶋浩雅  | (シンプレクス・アセット・マネジメント 取締役社長) |
| 水田正道  | (テナプホールディングス 取締役社長 CEO)    |
| 宮首賢治  | (インテージホールディングス 取締役社長)      |
| 宮本潤二  | (東鉄工業 取締役専務執行役員)           |
| 向井俊雄  | (日本ユニシス 取締役専務執行役員 CFO)     |
| 武藤英二  | (高島屋 社外監査役)                |
| 森公高   | (日本公認会計士協会 相談役)            |
| 森正勝   | (国際大学 副理事長)                |
| 山口裕之  | (SOMPOホールディングス 上席顧問)       |
| 山添茂   | (丸紅 取締役副社長執行役員)            |
| 山本裕二  | (山本裕二事務所 公認会計士)            |
| 吉沢正道  | (ロングリーチグループ 代表取締役)         |
| 湧永寛仁  | (湧永製薬 取締役社長)               |
| 鰐渕美恵子 | (銀座テーラーグループ 取締役社長)         |

以上108名

#### 事務局

|       |                          |
|-------|--------------------------|
| 齋藤弘憲  | (経済同友会 企画部 部長)           |
| 宮崎喜久代 | (経済同友会 政策調査部 グループ・マネジャー) |