

2013 年 3 月 29 日

Mizuho Industry Focus

Vol. 126

中長期的な企業戦略のあり方について

～投資家の期待を踏まえたあるべき姿～

北平 至

itaru.kitahira@mizuho-cb.com

柿澤 健一郎

kenichiro.kakizawa@mizuho-cb.co.jp

要 旨

- 日本では、中長期的な企業戦略をステークホルダーと共有するプラットフォームとして「中期経営計画」が活用されている。日経 225 企業においては約 8 割が 3 ヶ年等の中計を策定・公表しており、投資家との対話のほか、社内の目標設定ツールとして活用している。しかしながら、企業を取り巻く環境は不確実性を増し中長期の予測が困難である中、对外発表した計画や目標であるという理由から、事業環境の変化が起きても目標や戦略の変更ができないという事象も生じており、中計の設定が逆に経営の柔軟性を奪い、成長を阻害している側面もある。
- これまで日本企業は、アナリスト説明会等での詳細な情報開示要請から、「投資家」に対する説明責任を果たすべく、詳細な計画・数値目標を策定してきた。しかし、詳細な計画数値を開示することを求めるあまり、個々の事業計画の積上げ作業に社内の力点が置かれ、結果として、本質的な全体戦略を練り上げるに至っていない日本企業が散見される状況となっている。
- これに対し、複数の中長期保有の機関投資家と議論すると、斯様なアプローチで編成された計画は、最終投資家が求める戦略対話の題材として役割を果たしているとは言えないとの発言も多く、企業の中計に対する認識と最終投資家の期待に大きなギャップが存在していると言えよう。
- 中長期保有の機関投資家は、企業に対して事業毎の詳細な計画の公表よりも、中長期的な大局感や戦略の方向性、資源配分、あるべき資本構成等の経営ポリシーとその実現に向けた実行力を求めている。環境の変化に応じた中計の変更や見直しは企業として当然の行動であり、投資家は企業価値向上に向けた機動的な経営を求めているといえる。
- 企業は、これまでの中計に関する既成概念から脱却し、全体戦略を練り上げ、経営環境と実力値を踏まえた現実的且つ機動的な経営を推進すべきである。そして、投資家との良好な関係を構築する為に、練り上げられた戦略を投資家に対してトップ自らが語ることが求められている。

目 次中長期的な企業戦略のあり方について
～投資家の期待を踏まえたあるべき姿～

． 問題意識		2
． 中計に対する日本企業の認識と背景		3
． 最終投資家の意見		6
． 求められる戦略要素と投資家との対話		8
． 終わりに		14

・問題意識

中長期的な企業戦略をステークホルダーと共有するプラットフォームとして、日本では中計が浸透

中計が経営の柔軟性を奪っているケースも

中長期的な企業戦略というと、日本では「中期経営計画」(以下、中計)という言葉が連想されるだろう。企業は価値創造に向けた今後の行動方針やリストラ・構造改革後の質的にあるべき姿を社員や投資家、債権者等の様々なステークホルダーと共有するプラットフォームとして中計を活用している。加えて、株式市場における持合いの解消と外国人持株比率の高まりを受け、IR 活動強化の観点からも中計が浸透してきたと言える。2012 年 12 月末時点の弊社集計では日経 225 企業(除く金融)204 社のうち約 8 割が中計を策定・公表しており、戦略共有のプラットフォームとして中計が日本企業の中で広く浸透していることを裏付けている。中計の内容を見ると、多くの場合 3 ヶ年等の一定期間における事業別の詳細なアクションプランや期間中の収支計画、最終年度の計数目標が設定され、企業はこれらを投資家との対話の他、社内の目標設定ツールとして活用している。

しかしながら、過去 10 年間を振り返るだけでも、リーマンショックやアラブの春、東日本大震災、欧州危機、二度の政権交代、日中関係等々、様々な環境変化が生じており、企業を取り巻く環境は「常に変化する」不安定な状況にある。斯かる予測困難な時代ではあるが、多くの日本企業は膨大な社内リソースと時間を割いて中計を策定し、詳細な目標を対外コミットしていることから、「完成」した中計はさながら「錦の御旗」の如く掲げられている。このため、たとえ中計期間中に環境が大きく変化しようとも、トップが高らかに掲げた目標を破棄できずに現存計画の達成にこだわり、当初目標必達のために必要投資の後倒しや突発的な自己株取得といった急場凌ぎの対応を行っているケースも散見される。

こうした実態を踏まえると、本来は成長戦略や質的なあるべき姿を様々なステークホルダーと共有すべく策定した中計が、錦の御旗と化すことで環境変化に対する経営の柔軟性を奪い、むしろ成長を阻害している面があるとも考えられる。

本稿では、このような問題意識を踏まえ、日本企業、投資家其々へのヒアリングをもとに双方の考え方を整理し、中長期的な企業戦略をステークホルダーと共有する代表的プラットフォームとしての「中計」のあり方を考察したい。

・中計に対する日本企業の認識と背景

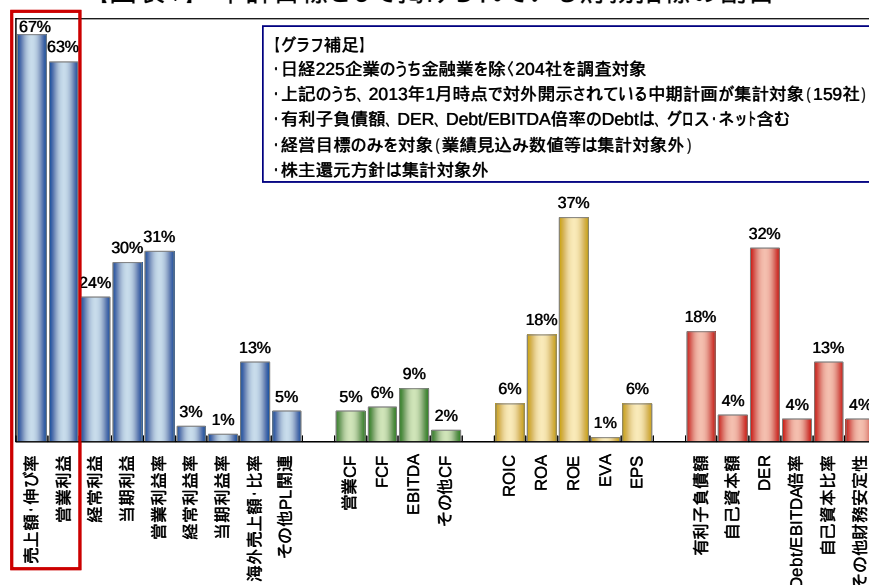
「ありたき姿」到達に向けたマイルストーンを設定

日本企業の中計には典型的な流れが存在する。

具体的には数年後の「ありたき姿」を目標に、現状の立ち位置を踏まえて、中期3ヶ年を「構造改革」や「基盤固め」、「飛躍」等の全体方針を設定、施策を詳細に説明した上で、マイルストーンとして3年後の計数目標を掲げるというものである。

【図表1】は、主要企業の動向として日経225企業で中計を公表している企業の各経営指標を集計、その社数割合を表したものである。日本企業においては、中期目標に関しては多くの企業が売上高、営業利益の絶対額を重視する一方、キャッシュフローや効率性指標を掲げる割合が低いことがみてとれる。

【図表1】 中計目標として掲げられている財務指標の割合



(出所) 日経225企業IR資料よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

このような傾向の下、日経225企業では「経営目標」として平均4つの数値指標を掲げ、さらにセグメント毎の収支等、中計期間中の数値計画を細かく丁寧に開示しているケースが多い。

「投資家」の眼に対する意識

中計で多くの企業が、戦略方針に加えて、将来数年間の収支計画を細かく開示するという考え方の背景を把握すべく、104社の事業法人にヒアリングを実施した。そのうちの代表的な考え方が以下である【図表2】。

【図表2】 中計に関する考え方

A社	●日本は社長の任期も短く、会社としてのビジョンが十分投資家に浸透しておらず、実績もない為、欧米企業とは違って中計等で詳細な数値計画説明が必要になってくるのではないかと。
B社	●中計での詳細な数値目標は結果として自らの首を絞めている。しかし、目標を開示しない場合の投資家側のネガティブな反応を予想すると、「戦略の枠組み」だけを説明するといった対話方法を選択することは出来ない。
C社	●今や予測など立てられるわけがない。一方、当社担当のセルサイドアナリストは、中期収支予想に関してエクセルスプレッドシートを当社に送ってきて「この数値をうめてください」と依頼してくる。こうした要請にも対応できるような詳細な数値計画を策定しておかないと、「IRがなっていない」と批判されそうで不安である。

(出所) ヒアリング情報よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

中計で公表すべき内容に関する企業の考えは様々である。一、二年先を見通すのも難しい時代、前提条件一つで大幅に変わる定量目標を示すことは無意味であるとの意見がある一方、A～C 社のように、「投資家」からの評価向上、「投資家」からの詳細な情報開示要請に対応する必要性等から詳細な数値計画を開示する必要があるといった声もある。

セルサイドアナリストへの題材提供という側面

C 社のコメントでは、企業とセルサイドアナリストとのコミュニケーションに関する現状が率直に述べられている。実際に今回ヒアリングを踏まえた印象としては、斯様なセルサイドアナリストを含めた「投資家」への配慮として、明確な金額目標と共に期間中の数値計画を詳細に開示することへの重要性を見出している企業が多い。

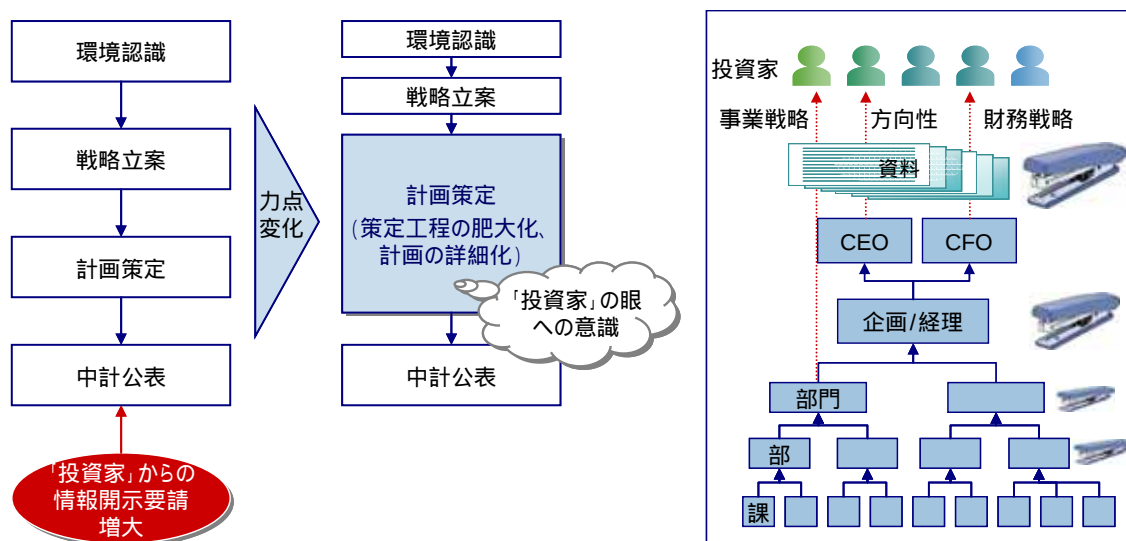
「投資家」への配慮から、中計のあり方が変化

中計の本来あるべき姿は、中計により戦略や目標が社内で共有され、企業全体が一丸となって一つの同じ方向に向かうことである。そして、その戦略や目標が投資家との対話の題材にも活用され、自社戦略に対する投資家の理解を深めることで株式市場への評価に繋がる流れが望ましい。

しかし、実際の中計説明会では戦略面の質問ではなく、必ずと言って良いほどバリュエーション上のパラメーターに関する質問が企業側に寄せられる。しばしばその質問は、例えば投資計画に関して「事業戦略の遂行上どのような意味を持つ投資なのか」ではなく「その投資によって償却は幾ら変化するか」といったセルサイドアナリストがレポートを書くための質問であることも見受けられる。

企業サイドでは、こうしたやり取りを通じて質疑に耐えうる詳細な数値を計画策定段階で収集して公表する必然性に直面し、中長期の全社的経営戦略を練ることよりもむしろ個々の部門の事業戦略と部門目標の積上げに社内の力点が置かれているのが、ヒアリングをしてきた多くの企業の実態である【図表 3】。故に投資家向け戦略説明の場では、財務戦略は CFO、事業戦略は各担当役員が説明するといった形で役割分担がなされ、トップが語りきることはそれほど多くない。

【図表 3】 ヒアリングした企業の中計の力点変化と策定例



(出所)ヒアリング情報よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

米国では一部で
中計の弊害が認識
され始めている

そうして詳細にまとめた計画数値を「投資家」に公表したことを強く意識する為、事業環境変化があるにも拘らず、最終年度には計画必達に向けた急場しのぎの利益対応や必要投資の後倒し等を行っている等、現在の環境にはそぐわなくなった計画に縛られる事態も起きている。

そもそも、中計は 1960 年代に米国で始まったとされるが、現在では中計の弊害が認識され、欧米企業では中計を導入している企業は少ない。弊害としては、中計策定工程の人員・工数が膨大なので一度掲げた中計を破棄できず、また、3 年間の計画を基本的に固定する為、環境変化に対して経営が硬直化する可能性、常に中計に基づく予算達成が求められることから、長期的視点で一時的に「損して得する」発想が欠如するといった弊害である。

GE で 21 年間トップを務め、変革に取り組んだジャック・ウェルチは自伝「ウィニング勝利の経営」の中で、中計や予算は非効率の最たるものであるとの考えから、中計策定を廃止したと述べている。同氏は、中計に基づく統制のとれた経営によるメリットよりも、そこから発生する官僚主義・大企業病のデメリットの方が大きいと考えた。そこで、中計を策定する代わりに事業部門長との戦略議論を重視し、議論に耐えうる部門長を信頼し、個別事業戦略は委ねた。尚、現在の GE は翌年予算は詳細に詰めて社内でコミットさせているが、予算策定の前提となる中期戦略は Growth Playbook という形で、市場・競合動向分析、KSF、必要リソース等の大枠方針を決定するに止めている。

戦略共有の題材
として中計公表
は必須なのか

日経 225 企業においても現時点で中計を公表していない企業もある【図表 4】。実際には、社内での戦略や目標水準の共有の為に中計を策定している乃至合併等のイベントがあったために延期しているケースもあると考えられるが、前提の変化で変わる計画について都度の開示の必要性を感じていない等が非公表の理由である。こうした公表していない企業も相応に存在することを踏まえると、投資家は中長期的な企業戦略を共有する題材として、必ずしも中計の開示を必須と捉えていない可能性がある。詳細な収支計画まで揃えて一見洗練された印象をもたせる中計とその後の経営行動を、果たして投資家はどのように評価しているのだろうか。

【図表 4】 日経 225 企業のうち中計非公表企業

国際石油開発帝石	鉱業	オークマ	機械	シチズンHD	精密機器
コムシスHD	建設業	クボタ	機械	凸版印刷	その他製品
鹿島建設	建設業	ジェイテクト	機械	大日本印刷	その他製品
セブン & アイ・HD	小売業	三菱電機	電気機器	東京エレクトロン	電気機器
SUMCO	金属製品	シャープ	電気機器	丸井グループ	小売業
東ソー	化学	ソニー	電気機器	ユニー	小売業
信越化学工業	化学	TDK	電気機器	小田急電鉄	陸運業
花王	化学	ミツミ電機	電気機器	東海旅客鉄道	陸運業
ヤフー	情報・通信業	アルプス電気	電気機器	KDDI	情報・通信業
トレンドマイクロ	情報・通信業	カシオ計算機	電気機器	東京電力	電気・ガス業
日本電気硝子	ガラス・土石製品	ファナック	電気機器	中部電力	電気・ガス業
新日鐵住金	鉄鋼	京セラ	電気機器	東宝	情報・通信業
神戸製鋼所	鉄鋼	トヨタ自動車	輸送用機器	セコム	サービス業
三井金属鉱業	非鉄金属	本田技研工業	輸送用機器	コナミ	情報・通信業
古河機械金属	非鉄金属	スズキ	輸送用機器		

(出所) 日経 225 企業 IR 資料よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

(注) 2012 年 12 月時点。中期ビジョン等は公表も、数値経営目標は非開示という

企業も含めて集計。企業名の並びは証券コード順。

・最終投資家の意見

中計を起点とした経営を最終投資家も望ましいと考えているのか

本章では日本企業の中計に対する投資家の意見を踏まえ、日本企業に対し投資家が求めている経営について整理したい。尚、短期的なイベント等で株価は上下するが、中長期の株価推移には長期保有の機関投資家の影響が大きいという株式会社日本投資環境研究所の分析結果を踏まえ、本稿ではヘッジファンド等の短期売買型ではなく、年金等の中長期保有によるリターンを目的とする国内大手機関投資家(以下、「最終投資家」)をヒアリング対象とした。今回ヒアリングした最終投資家は投資対象ユニバースのうち数百銘柄をコア銘柄として位置付け、インハウスのアナリストが独自のバリュエーション分析に基づき投資判断している投資家である。

最終投資家は多くの中計を問題視

まず、【図表 5】は日本企業の中計に対する最終投資家の問題意識や捉え方である。

【図表 5】 最終投資家の中計に対する問題意識・捉え方

投資家A	●日本企業の中計数値説明は、無駄玉というか、細かすぎる。我々が経営から聞きたい話は、自分達が直面している状況への認識に基づき、今後どう対応していくかということが基本。 ●多くの中計は、数字はあるが単なるボトムアップ積み上げ数値であり、「中身」が無い例が多い。
投資家B	●短期的に市場自体が激変するセクターでは、そもそも3年間等の中計スパン自体が間違っており、形式的・固定的な期間設定に基づいて、社内で議論していることがおかしい。 ●当該セクターでは今の時代、中計が実質的に陳腐化している。
投資家C	●中計は対話の題材。しかし、戦略議論の題材があれば、「中計」という形式には全く拘らない。 ●企業が公表する中期計画数値を我々のValuationに使用するわけが無い。
投資家D	●我々としても詳細数値は重視していない。特に、為替等の外部環境に大きく左右される売上高目標等は「眉唾物」程度に捉えている。
投資家E	●経営者、企業を定点観測することで見えてくるものもある為、中計は必要。 ●しかし、多くの日本企業は3年毎にルーティーンで策定しており、そのような中計は不要である。
投資家F	●企業が中期的に何を考えているかという点は重視するが、将来は3割でも当てられたら神の子と考えているので、中計数値に対して未達又は超過しようがあまり気にかけていない。
投資家G	●中計は、経営が何を考えているのか、ということを知る点では必要だと思う。 ●一方、(実績が乏しいのに)相変わらず「売上高〇兆円を目指します」等という意気込みだけの非現実的な中計は必要ない。こうした企業は、売上計画が過大であるから費用計画も過大な為、「ショート(売り)」銘柄としては使える。
投資家H	●対話がしやすいという意味で中計はあった方がbetter。しかし、「為に作る中計」は当然不要。

(出所)ヒアリング情報よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

最終投資家の意見の大宗は、企業がセルサイドアナリストの要請に応えるべく詳細な数値計画策定に傾注している為、肝心な戦略の練り上げが不十分になり、結果として中計が最終投資家との対話の題材として役割を果たしていないということである。また、最終投資家からは「日本企業は中計の策定と公表自体が目的化して練り上げられた戦略の説明が無い為、投資家向け説明会には一切参加しない」といった声も聞かれた。

詳細な数値計画が投資判断に用いられることは殆ど無い

皮肉なことに、企業が「投資家」の要請を意識して詳細に開示した数値計画(特に損益計算書)は、最終投資家の投資判断上殆ど活用されていないのが実情であり、目標数値や計画を鵜呑みにすることはまず無い。また、中計説明会を踏まえてセルサイドアナリストが作成するレポートの適正株価、投資レーティングも投資決定には一切活用していないという。

戦略開示を求めるが、必ずしも中計である必要は無い

それでは、長期保有を検討する上で最終投資家は企業にどのようなことを求めるのだろうか。

多くの現状の中計を踏まえた最終投資家の以下コメントには、企業が中期戦略を投資家と共有する為に中計を題材とする際、求められる中計と経営のあり方についてのインプリケーションがある[図表 6]。

【図表 6】 最終投資家が企業に求めるもの

投資家A	●ROE目標も「積み上げたらこのROE」程度の数値を掲げている企業が多い。数値目標は参考程度に見るが、「意味のある数字」を入れ込んできているかが重要。シクリカルな企業であれば「何年度に幾ら」という目標は、まるで意味を成さない。配当政策然り、日本企業は横並び意識で指標と水準を決める傾向が強いが、「何故その水準なのか」というロジックを独自に詰めることが必要。 ●中計を廃止しても、今後どういった戦略なのかを社内で「練り上げられている」か、それらを外部から質問されてもトップがちゃんと答えられるかが評価のポイント。戦略をトップが答えきれない場合、長期投資家はひいていく。
投資家B	●現状認識及び戦略方向性の妥当性、戦略が実行可能な内容か、そして経営者の危機感を重視する。環境変化に基づく事業の「損切」も大事。雇用は「維持」ではなく事業の新陳代謝で「創出」する発想が必要。 ●経営者としてコントロール可能な領域を社員のKPIにリンクさせて展開し、資本効率を高めてほしい。株主と発行体の信頼関係は常に実績をもって構築されるものであることを今一度意識すべきである。
投資家C	●経営者が今後の需給動向等を見極めた上で戦略方向性、資源配分を決定していることが重要。 ●PよりもDCAを重視。仮に戦略を変更するのであれば、背景と認識を語ることが大切。
投資家D	●求めたいものは経営者がコントロールできる領域。資源配分やコスト戦略(利益率)、そして資本政策(キャッシュ配分)に関する方針表明をし、それに沿って実行して欲しい。 ●表明した戦略に沿って実行した実績がない場合、発行体を信用できない。
投資家E	●環境認識、投資戦略から株主還元まで整合性のある戦略をトップに語って欲しい。我々が銘柄を保有する最終判断は実際にトップと面談して聞く戦略に基づく。 ●Cashをどう使うかの合理的な説明を求める。投資家としては減配も「やぶさかではない」のだから。 ●「従来中計」から脱却して戦略が語られれば、中計廃止はポジティブ・サプライズである。
投資家F	●戦略の「出し方」を重視。トップの生声でViewが語られることで、企業・経営の質が判る気がする。
投資家G	●中計ではBSをどのようにしたいかを参考にする。BSは会社の意思で変えることが可能だからだ。 ●株式市場はかつて高成長目標の企業を評価してきたが、長年かけて現実的ではないことがわかり、今は全く評価されない。利益成長計画にはキャッシュフローを最大化する視点が抜けている。
投資家H	●PL-BS-CFのリンケージに基づく戦略立案と指標設定ができていない為、ROE等の経営目標に信憑性を持たない。戦略についても「アジア重視」等、各社同一の方向性を示すものの、「勝ち目のある出方と理由」が語られていない。

(出所)ヒアリング情報よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

最終投資家の求める中計を整理すると、需給、市場動向等への「環境認識」、経営として「コントロール可能」な領域の方針表明、経営指標の選定と目標水準の決定背景に係る自社独自の「ロジック」、「トップ」による説明等、幾つかの共通 Key Word が存在する。特に経営者自らにより語られる戦略こそ重要であり、そこで株式を保有したくなるような魅力を伝えて欲しいという定性的願望を最終投資家が異口同音に唱えたことは印象的である。対話の前提として最終投資家が求めるのは「練り上げられた戦略」であり大局観であって、それが「企業価値向上につながるシナリオかどうか」である。こうした対話の題材が所謂中計である必要は無いという意見も印象的である。

ギャップを踏まえ
「中計」のあり方
を再考する必要

ここで、企業・最終投資家、其々へのヒアリングから得られた中計に関する両者の考えを整理したい。

まず、企業サイドでは多くの場合、半年から1年かけて膨大な社内リソースをさいて個々の部門の事業戦略と目標値を積上げ、全体として計数を足してまとめ上げられる中で、全体最適やビジョン等を踏まえ調整が行われる。そして、セルサイドアナリストに対するIR 充実等の観点から詳細な目標数値(多くの場合トップライン等のPL)を開示している。そして、その約束を重視するため環境変化があった場合も公表した数値目標に拘泥する傾向がある。

一方、最終投資家はそもそも詳細な数値計画をバリュエーション上必要としていない。また、そうして策定された中計には戦略中身が乏しく、大局観が語られていないことに不満を抱いている。さらに、BS 等のコントロール可能な領域における独自のロジックに基づく方針表明と実行力に欠けていると考えており、環境変化に対する後手の対応も問題視している。変化への対応という観点であれば戦略変更は当然であり、合理的説明がなされれば減配をも受け入れ得るということである。

このように、中計を起点とした経営に関する考え方については、両者の間で様々なギャップが存在している。これらのギャップを踏まえ、企業側では今一度中計のあり方を再考する必要があるのではないだろうか。

・求められる戦略要素と投資家との対話

企業が念頭に置
くべき5つの要素

多くの企業は中計を起点とした経営に関する既存概念から脱却し、求められるエッセンスを踏まえた上で、投資家と対話していくべきである。戦略開示のプラットフォームは必ずしも中計という形式である必要は無いものの、念頭に置かれるべき要素は5つあると考える【図表 7】。

【図表 7】 5つの要素

1. 環境認識に基づく大局観を説明
2. 大局観を踏まえた個別戦略の妥当性と整合性
3. 経営指標は戦略との整合性、合理的な独自ロジックが肝要
4. 計画実行のための社内の仕組み作りと行動・点検重視(PからDCAへ)
5. 合理的説明により環境変化に応じた戦略・目標変更は可能

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

大局観が対話
のスタート地点

今回ヒアリングしたような最終投資家の目標は中長期の株式保有でリターンを得ることである。トップマネジメントとの面談等を通じて収集した企業の戦略情報を踏まえて3期～5期分を社内アナリストが独自の分析に基づきバリュエーションし、優良銘柄を抽出していくが、その過程で企業の中計数値が登場する機会は少ない。

この為、企業は不確実な数値目標の設定に注力するのではなく、「大局観」を示すことが重要である。具体的には、経済・社会、構造変化の有無や顧客、競合動向と自社のポジション、KSF 等、マクロからミクロの環境認識に基づき、

注力事業分野や地域においてどのような戦略手段をとるのか。そして、必要リソースと自社ケイパビリティを踏まえて経営資源(ヒト、モノ、カネ)のアロケーションをどうするのかといった、まさに戦略の大枠が求められている。但し、大局観と言っても、企業の新たなニーズへの着眼点や自社の強みなどは唯一無二の「絶対的」なものではない。常に競争が存在する中で、他社との違いやリソースを用いた勝ち目のある戦い方は何なのか、といった「相対的」視点を踏まえ、戦略を語ることが必要なのは言うまでもない。

大局観こそが、投資家が最初に重視するものであって、その戦略に共感できるかに始まり次に、それによりキャッシュフロー、企業価値が向上するか等を独自の収支予想モデルで評価していくのである。

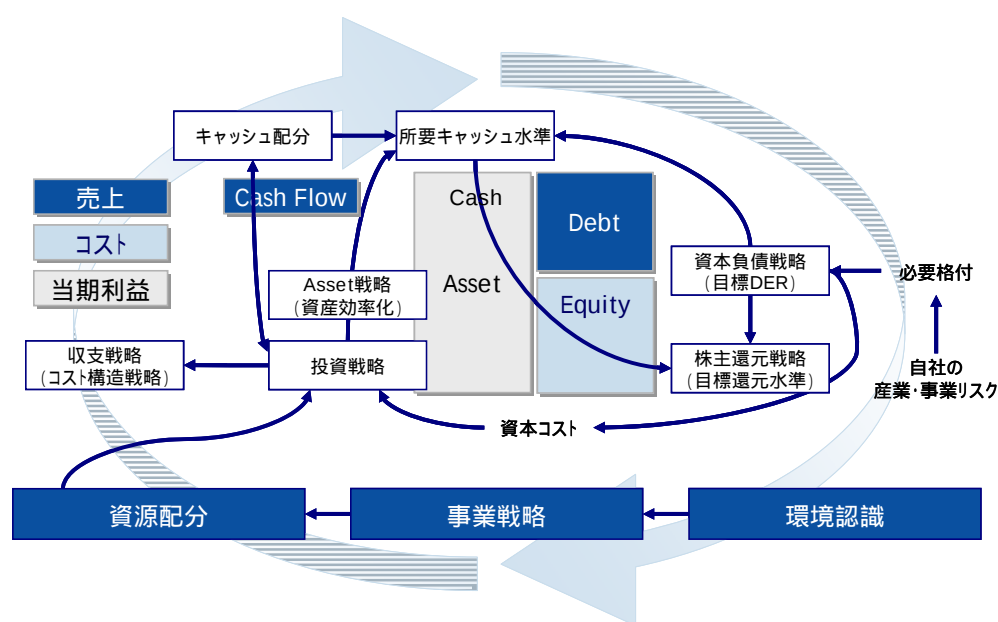
戦略に整合させる形でコントロール可能な項目に経営の意思を反映する

第二に、大局観と個別戦略は当然にして整合している必要がある【図表 8】。環境認識に基づく事業・投資戦略によって形成される今後の事業ポートフォリオを勘案した場合、所謂事業リスクはどう変わりそうか。それを踏まえ、想定される損失に耐えられる資本水準や事業ボラティリティに耐え抜く為に必要な格付水準に対する自己認識が必要となる。その上で、当該格付に求められる資本構成を考え、自ずと導出される資本コストを踏まえて事業投資の判断を行うといった検討が重要である。

また、投資家は利益率を重要視しているが、コストは企業自身で管理可能な面が大きい。投資や株主還元等の資源配分も同様であり、特に BS は経営の意思を反映しやすい。こうした企業自身がコントロールできる領域に経営の意思が表れることを認識した上で大局観と統合的な戦略を練り上げていくことが大切である。

なお、資本コストやROE等の金融指標についてはアレルギーを持つ企業も存在する。しかし、これらは現代投資理論において内外投資家にとっての「共通言語」であることは確かであり、これを無視することはできない。大局観について独自の経営哲学を有していても、マーケット概念から逸脱していないことは肝要である。

【図表 8】 戦略の整合性イメージ



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

経営指標も連
関させる

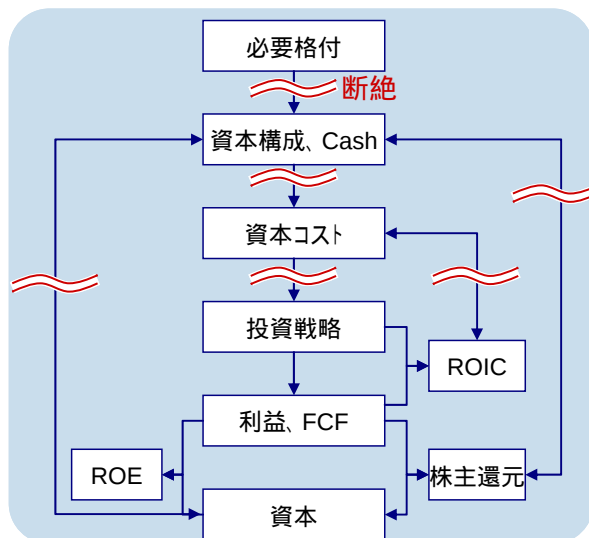
経営指標を掲げる場合も、当然に戦略との整合性と連関性が求められる。日本では生保協会や企業年金連合会の要望書を受けて「ROE8%」目標がデファクト・スタンダードと化しているが、デファクトに拘泥するあまり、往々にして ROE 目標だけが全く事業戦略との連関性もなく設定する「ぶつ切り」となり、ROE は「何故その水準が望ましいのか」という理由が説明できていない企業も多いのが実情である【図表 9】。

本来 ROE 目標は事業戦略に基づく投資戦略、結果として予想される利益だけでなく、当該事業分野のリスクに耐えられる必要資本構成とそれに基づく株主還元政策等に関連付けて設定されるものであり、各戦略が整合・連関している必要がある。経営者は、自らの「事業戦略の方向性」、そのリスクに対応する「あるべき負債資本構成」に基づけば、自社の目標とする「ROE は○%が適正である」ということを説明することが求められる。

配当政策にしても、日経 225 企業(除く金融)のうち 76%が配当性向目標を採用し、うち実に 82%が 20～30%の目標水準を掲げており、生保協会要望等を踏まえた画一的な配当政策となっている。

配当水準も、事業リスクを踏まえたあるべき資本負債構成(所要資本額)と投資に振り向ける必要 Cash 水準に基づいて決定されるべきものであり、配当政策はバラツキが出て当然である。Cash の使途に関する合理的な説明を踏まえ、配当政策は「何故その水準が望ましいのか」を各社独自のロジックで語るべきである。

【図表 9】 連関が無く「ぶつ切り」状態の ROE



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

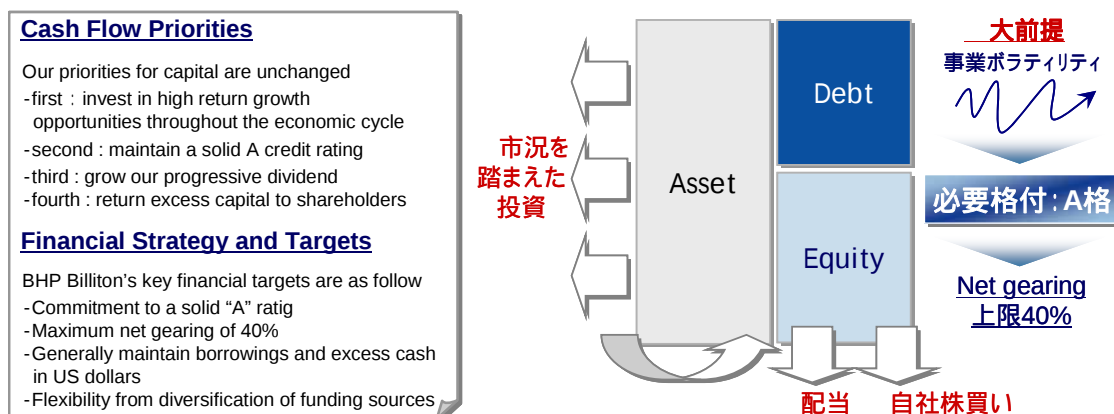
配当政策に関して言えば、豪英資源大手 BHP Billiton は産業ボラティリティが高い中でもキャッシュ配分ロジックを示している点で参考になると思われる。資源価格の上下によって業績はシクリカルとなるが、同社では自社でコントロール可能な BS を起点に独自のポリシーを表明している【図表 10】。

具体的には、成長投資を行っていく為には円滑な資金調達が必要であり、市況変動に伴う業績ボラティリティに耐え抜く為に必要な格付を「A 格」と考え、A 格維持をコミットした上で、維持に必要な資本構成を設定し、当該資本構成を上限に配当を安定的に増加させつつ、余裕があれば必要資本水準を超過する部分を自己株買いするというものである。

実際の財務実績でも PL こそ上下するものの、財務規律の Net Gearing Ratio

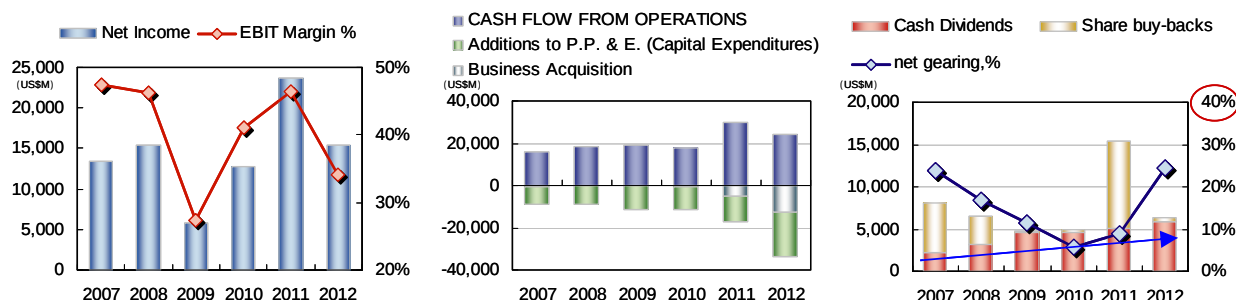
上限 40%までに若干余裕を持つ水準で配当を安定的に増加させ、フリーキャッシュフローが高い時には自己株買いも実施しつつ、最終的に A 格も維持している¹【図表 11】。

【図表 10】 BHP Billiton の Cash 配分ポリシー



(出所) 当社 IR 資料 (2012 年 10 月) より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

【図表 11】 BHP Billiton 財務実績



(出所) Moody's Financial Metrics より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

シクリカルな業種においては、仮に配当性向目標に基づき当期利益水準に応じて教科書通りに配当を増減させると株価も荒れやすい。自社の環境・業績ボラティリティに耐え抜くために必要となる資本構成を起点に、資本コストを踏まえた投資戦略や投資規模を念頭に置いた上で「ある程度のサイクルで平均した株主還元水準」を表明する等、各社各様の考え方があるべきではなかろうか。

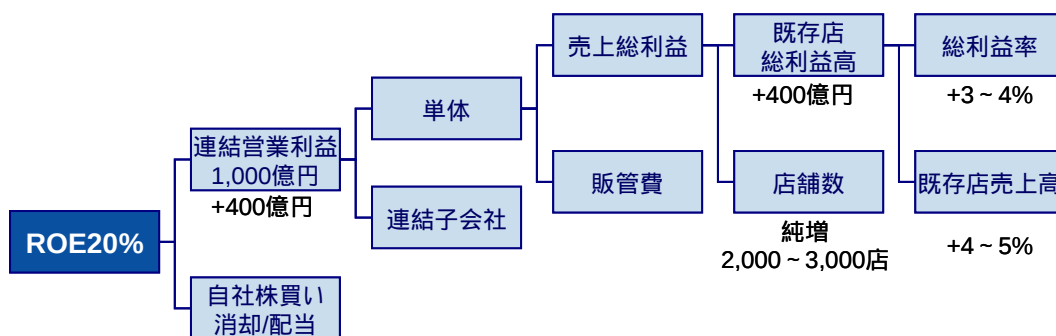
詳細な計画策定よりも、社内の仕組み作りと実行重視

環境を見極めた上で、上述した要素を盛り込んだ中期戦略を構築したら、不確実な数値計画をより詳細に詰めていくことよりも、利益創出に向けた仕組み作りと実行に力点を移すべきである。つまり、経営として何を狙って、どのように社員を鼓舞するかということを考える必要がある。投資家の求める資本効率向上一つとっても、例えば利益率が非常に高く、売上を拡大すれば利益がついてくるビジネスモデルであれば、一定のコストコントロールを前提に「シェア拡大最重視」一本槍で社員を鼓舞すれば良いかもしれない。そうでない場合でも、利益率向上等の資本効率改善に向けた要素を如何にして社内の KPI として展開し、実行していくかが重要である。その点、社内意識改革により ROE を改善してきたローソンの取組み事例は示唆に富む。現在の新浪社長

¹ 2012 年 12 月時点の発行体格付は、S&P で A+, Moody's が A1 (両社共に「安定的」) である。

は一貫して ROE 重視の経営方針を掲げているが、就任以降、店舗数重視から粗利益率向上に向けて経営へ舵きりしている。まず、「出店が命」という意識を変えるための規律として ROE15%の目標を掲げ、これを実現する為に店舗開発ラインには ROI20%という出店基準を課した。新規出店に頼れない以上、既存店の利益を増やす為の創意工夫が必要になり、1日あたり売上高もさることながら、粗利益率の高い商品を消費者に購入してもらう努力の必要性を、店舗現場まで浸透させていった。具体的には店舗現場に全社目標である ROE を意識させるのは難しい為、粗利益率が高い唐揚げやコーヒーといったファストフードの販売により、「粗利益率を上げる」といった KPI に転換して、現場まで ROE 経営をブレイクダウンしているのである。当然、SCM 構造改革等、経営レベルの施策も存在するが、13 年 2 月期の当社予想 ROE15%を、今後数年以内に 20%に引上げる為のロードマップにおいても、現場まで ROE 経営を浸透できるような樹形図を確立しており、社員の階層に応じた KPI を設定して ROE を向上させる経営努力が見てとれる【図表 12】。このような目標設定と意識付けは、業態や事業分野の数に応じて求められるものが異なる上、人事的処遇も関わってくる為 KPI 設定自体が難しいテーマであるが、詳細計画策定よりも斯様な仕組みを作って意識を変えて実行していくことが重要である。

【図表 12】 ローソンの ROE 向上に向けたロードマップ



(出所) 当社 IR 資料(2012 年 4 月)より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

「P」から「DCA」を支える経営システムは運用方法が肝

中期戦略の大枠を練り上げ、社内の仕組みを作って行動したら、フォローアップを行い、経営環境と実力値を踏まえた現実的な戦略と社内目標について議論を重ねていくことが合理的である。

通常の中計は期間固定的である為、未達時は「3年の間に外部環境が変わった」という理屈が成立しうが、戦略変更の適切なタイミングを逃し易い。逆に、フォローアップに基づき一定のサイクルで計画をローリングするといったやり方であれば、経営としての弁明の余地がない代わり、変化に対する柔軟な対応を行い易いと考えられる。

フォローアップの際は社内の経営管理基準と運用が肝となる。例えば、ドイツ化学大手 BASF は、事業を 76 の SBU に分けし、「パフォーマンス」と「市場魅力度」を軸に独自のスコア付けを行い評価するという経営管理を行い、2001 年以降に売上ベースで 90 億€相当の事業から撤退すると共に、約 150 億€相当の事業を買収する等、ダイナミックな経営を行っている。

投資、撤退等の経営管理基準はどの企業も有するものであろうが、これらはあくまで数値上のスクリーニング基準であり、最終判断は当然戦略的な経営判断に拠る。しかし、数値以外の「戦略的判断」に基づき投資

実行あるいは不採算事業を継続した場合は、その後の結果で意思決定の正当性を示す必要がある。ヒアリングした最終投資家からはこうした企業に対して「これまで含めて一体何年待てば結果が出るのか」を問い正したいという声も聞こえた。フォローアップにおいて経営管理基準をある程度「厳格」に運用することで、戦略変更の適切なタイミングを逃さないことも大切であろう。

環境変化への
柔軟な対応と説明が大切

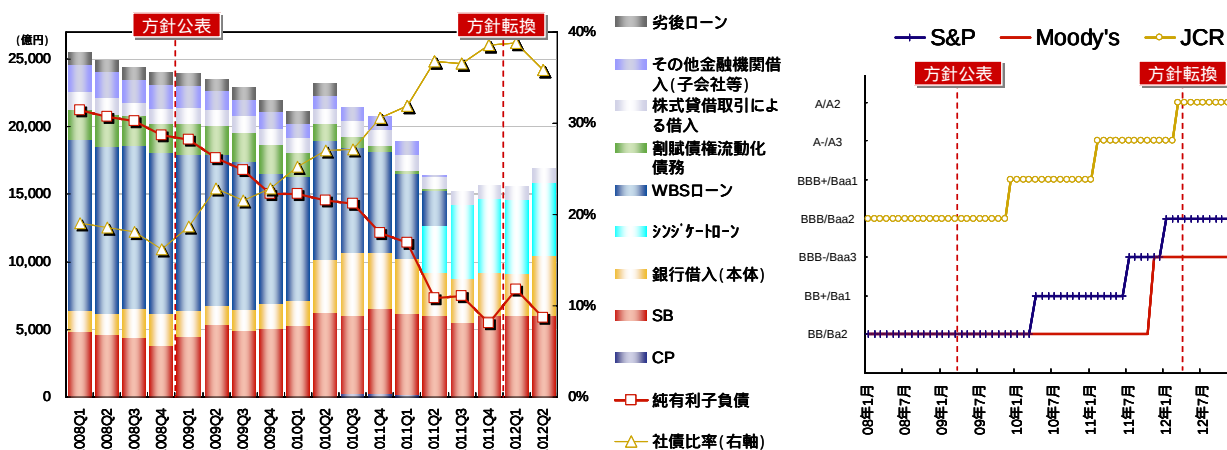
最後に、合理的説明があれば、環境変化に応じて戦略や目標を変更することは受け入れられるということを述べておきたい。

事前に目標配当水準を掲げている状況で、一時的にキャッシュフローが低下した際、資本コストを大きく上回るリターンが見込める投資案件がある場合等は、キャッシュを投資に回し「減配することもやぶさかではない」というのが今回ヒアリングした最終投資家の基本スタンスであり、事前に企業が公表した配当政策に拘泥しない。むしろ、減配で一時的に株価が低下した場合、戦略投資を通じて将来的に配当水準が回復する等の合理的な説明があれば、Deep Value 銘柄として「買い」というケースもある。

例えば、ソフトバンクは財務体質を改善するため15年3月末に純有利子負債をゼロにするという方針をコミットメントとして09年に公表した。達成まで大規模投資は実施しないという公約の下、有利子負債削減を優先的に取り組んだ結果、信用格付も大幅に上げられ、資金調達の多様化も進んだ【図表 13】。携帯事業買収資金(WBS ローン)のリファイナンス完了や財務体質改善成果、昨今の為替動向等から、12年4月には一転して従来の方針を変更し、純有利子負債ゼロの公約を取り下げ、持続的成長に向けた積極投資へ舵きりし、海外大型買収に踏み切っている。その時々状況に応じて最適と考えられる方針を合理的に説明したことで、投資家側も戦略変更を容認したものと考えられる【図表 14】。

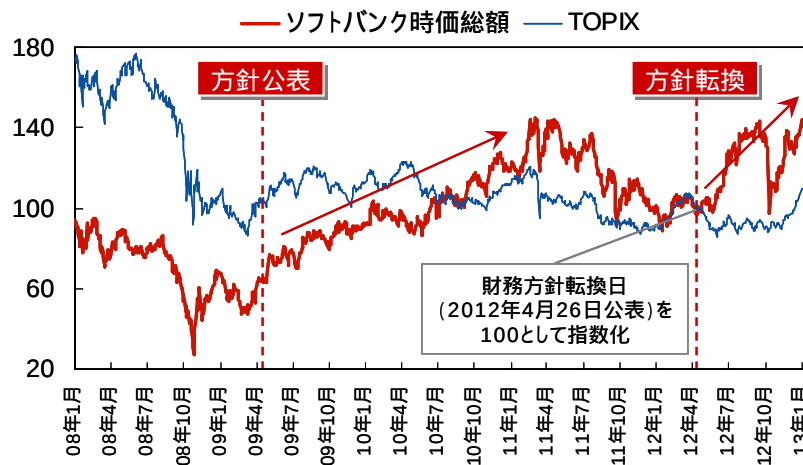
環境や自社の変化を踏まえて都度最適な戦略を考えることが重要である訳であり、中期戦略を練り上げた後も、背景・経営判断やその後の戦略に対して納得のある説明がなされるのであれば、「朝令暮改」は最終投資家からも受け入れられると考える。

【図表 13】 ソフトバンクの調達手法別有利子負債残高と格付推移



(出所) Reuters、C-star、当社 IR 資料より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

【図表 14】 ソフトバンクの時価総額推移



(出所) C-star、当社 IR 資料より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

. 終わりに

大局観を説明

本稿では企業戦略をステークホルダーと共有する代表的プラットフォームである中計のあり方を考察し、最終投資家の意見も踏まえ、今後の中期戦略を検討する際に念頭に置くべき要素を示した。必ずしも中計という形態である必要性はなく、求められるのは整合性を持った戦略(大局観)である【図表 15】。数々の型にはまった経営ではなく、自らが置かれた環境と実行力を踏まえた現実的且つ機動的な戦略を推進することが重要と言える。また、経営としてコントロール可能な必要資本構成等はポリシーでもある。市場・競争環境を踏まえた積極投資継続等により、事前に表明した資本構成水準から一過性ではなく継続的に乖離する場合等は、背景や経営判断を改めて合理的に説明することが求められる。

【図表 15】 議論されるべき戦略エッセンス

- ✓問題認識と危機感
- ✓資源配分、投資方針
- ✓利益率(資本効率)改善に関する取組み
(社内実行可能性、経営コントロール可能性)

- ✓事業リスクを踏まえた必要格付水準
- ✓求められる資本構成(事業リスク見合い)
- ✓資本構成に基づく資本コストと投資基準
- ✓独自のキャピタルアロケーションロジック

(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

投資家との対話を

ここで、練り上げられた戦略を投資家に語り良好な関係を構築する為の幾つかの視座を述べたい。

まず、これまで述べたようにコントロール可能な領域を中心として戦略を開示した上で、それを確実に実行していくことが重要である。投資家と発行体の信頼関係は常に、表明した戦略に沿って実現した実績により構築されるが、信頼関係を構築すれば、詳細数値計画は不要となろう。

結果として、投資家は経営者を信頼し、打ち出す戦略をベースに投資を評価することから、戦略に賛同する最終投資家は、短期の業績変動を問わずに継

続保有することが期待される。換言すれば、上記のプロセスを通じ、自社戦略に沿って企業サイドからも投資家の声を選別していくアプローチが可能となる。八方美人的ではなく、自社が望む投資家に向けた説明を心がけ、ターゲティングも実施していくことで、これまで以上に能動的に株主構成を構築することにつながると考える。

また、内外環境の「激変」が発生した際は、企業自ら説明の場を設けてタイムリーに対応方針を開示することが肝要である。得てしてネガティブ事象の発生時は、企業サイドが情報を hold しがちだが、時間が経過するほど投資家に不安を惹起させてしまう。マーケットが壊れた後で正式に情報開示しても、株価の回復は難しくなることから、先手を打って方針だけでもアナウンスすることが大事である。

そして、最も重要なことは独自の戦略をトップ自身が語ることである。長期保有の機関投資家は「紙一つ持たずとも、経営者が Big Picture を直接語ってくれるのが一番有り難い」という考えを持っている。また、トップマネジメントとの面談を銘柄保有上の最終判断としている機関投資家も存在する。こうした考えを踏まえ、最低でも年 1 回はトップが自身の「色」を出して戦略を説明することが良好な関係構築に向けた最大の糸口である。

戦略を実行する
社員の視点を重
視する

結びに、本稿では企業経営者の視点に立って中計のあり方を考えるべく、代表的ステークホルダーである投資家へのヒアリングを実施し、彼らの期待を踏まえたあるべき姿を考察してきた。しかし、当然ながら企業の中計は社員、地域社会、取引先、債権者等の様々なステークホルダーと共有されるものである。そして、数あるステークホルダーの中でも中計での施策を実際に行い、戦略目標を実現していくのは社員である。中計が現場目線から大きく乖離していないか、もし乖離しているとしても、自社のあるべき姿を社員と共有することができるのか。そして最終的に社員一人ひとりを鼓舞し、牽引することができる戦略となっているか等、企業価値向上を体現する社員の視点を踏まえた中計であることが求められることを付言しておきたい。

以上

参考文献

- Jack Welch (2005),「ウィニング勝利の経営」,日本経済新聞出版社
- Jeffrey R. Immelt (2006), “Growth as a Process”,Harvard Business Review
- Loren Gary (2003), “Why Budgeting Kills Your Company”, Harvard Business School Working Knowledge
- Booz & Company (2010),「成功するグローバル M&A」, 中央経済社
- 中澤進・倉林良行・岩崎啓太 (2012),「グローバル連結経営管理」,中央経済社
- 松田千恵子 (2010),「グループ経営入門」, 税務経理協会
- 三品和宏 (2004),「戦略不全の論理」, 東洋経済新報社
- 公益財団法人 日本証券経済研究所 (2011),「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」
- 澤部肇 (2009),「企業 IR とアナリストの必然性」,証券アナリストジャーナル
- 太田浩司 (2011),「米国における経営者予想開示の推移とわが国へのインプリケーション」,証券アナリストジャーナル

(本稿に関する問い合わせ先)
みずほコーポレート銀行産業調査部
アジア室
北平 至
itaru.kitahira@mizuho-cb.com
事業金融開発チーム
柿澤 健一郎
kenichiro.kakizawa@mizuho-cb.co.jp

©2013 株式会社みずほコーポレート銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、複製、写真複製、あるいはその他如何なる手段において複製すること、弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

MIZUHO

Channel to Discovery