

企業価値を創造するマネジメント手法

CAPVモデルの概要と活用方法

藤 中 英 雄
野 口 佳 宏

売上高や利益だけを注視してきた経営が行き詰まっている。企業は、資金調達をメインバンクだけに頼ってられず、資本市場と直接対峙せざるをえなくなったためである。資本市場は企業を規模だけで評価したりはしない。将来に大きなキャッシュフローが見込めるか、信用リスクはどの程度あるかといった視点を持っており、企業価値を基準とする業績評価が広まりつつある。

企業価値の評価モデルとしては、DCF（割引キャッシュフロー）法やEVA（経済的付加価値）などがよく知られているが、野村総合研究所でも「CAPV（クレジット修正現在価値）」というモデルを開発した。経営者が戦略を意思決定するプロセスにおいて、「価値」指標を判断基準として役立てるよう提案している。

価値の最大化原理は、日本企業が尊重してきた理念、従業員や顧客を守ろうとする経営姿勢と必ずしも対立する概念ではない。大局的視野に立って、企業価値の創造を経営の舵取りの中心に据えるべきであろう。

価値を基軸に置いた経営

1 経営管理のための指標

野村総合研究所では、1998年春、上場企業を対象として企業経営に関するアンケート調査を実施した。この中の「経営管理のために見るべき指標が明確であるか」という問いに対して、8割の企業が「指標は明確になっているが、改善する必要がある」と回答している。さらに、「今はどのような経営管理指標を活用しているか」という点についても尋ねたが、売上高や経常利益と答えた企業が圧倒的に多かった。

儲けを正しく把握したいという意識は高まりつつあるが、現時点でキャッシュフローや企業価値指標を導入している企業は、まだまだ少ないというのが実情のようである。

2 売上高・利益で何が問題なのか

右肩上がりの経済情勢やメインバンク制の環境下では、企業は資本市場をあまり意識せず、売上高・利益さえ見ていればよかった。あるいは、売上高・利益でもよかった、といった方が適当かもしれない。

これまで企業は、大株主であるメインバンクから資金を積極的に調達し、多額の設備投資によって売上高の拡大を支えるという行動原理で動いてきた。設備投資の中身には不動産や持ち合い株式が大量に含まれ、そうした資産の価値の上昇に伴って、含み益の拡大とさらなる借り入れ余力の向上、という好循環が見られた。つまり、企業規模が拡大するとともに、含み益という目に見えない利益もついてきたのである。

企業規模の拡大は信用力の向上にもつながった。借り入れを維持・拡大することで、メインバンクの収益にも貢献できたから、資本

効率とか投資の費用対効果という観点はあまり重要ではなかった。売上高の規模さえ拡大していれば、経営者とメインバンクの双方ともに満足だったのである。実際、低収益部門への設備投資が行われたり、低収益体質となりながらも、信用力の面から世界有数の地位を獲得した企業も少なくない。

しかし、不動産価格の下落によって、メインバンクが大量の不良債権を抱えたことで、企業とメインバンクの蜜月時代は終焉を迎えつつある。好むと好まざるとにかかわらず、企業は資金調達の面で市場原理に直面せざるをえない。資本市場では、将来稼ぎ出すであろう「価値」の大きさによって企業を評価し始めており、規模だけで優劣を判断したりはしない。売り上げ至上主義が行き詰まってきたのも当然の帰結といえよう。

少し教科書的になるが、企業の価値創造プロセスを見ておこう。企業は、株主や債権者などから提供された資金をもとに必要な経営資源（労働力、原材料、設備など）を調達し、それに付加価値をつけて市場で販売し、資金を回収する。すなわち、株主や債権者から預かった資金をうまく運用しながら、より大きな資金を生み出す役割を、企業は担っているのである。

売上高・利益を注視しているだけでは、どれだけ効率的に価値を創造したのか、あるいは投下資本額に対して十分な利益が得られているのかわからない。資本の効率的運用を目指さなければならない環境下では、経営管理の指標としてふさわしくない理由がここにある。

3 キャッシュフローや価値指標による企業の評価

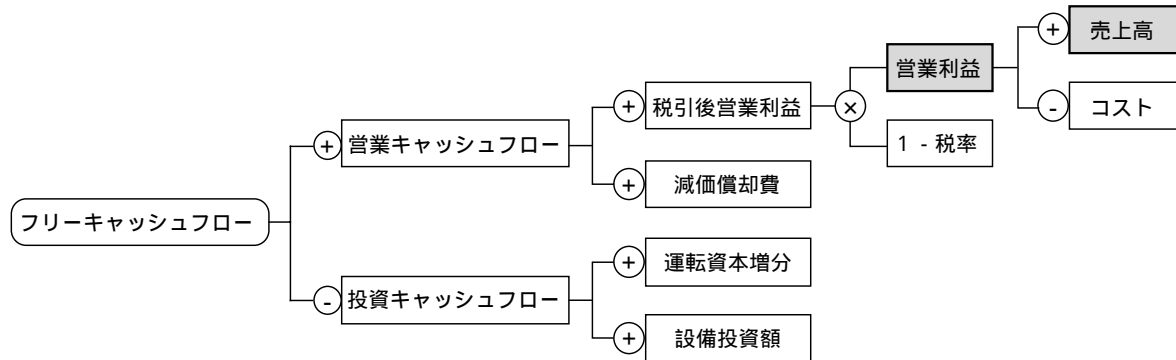
資本効率を示す指標とはどのようなものだろうか。最もポピュラーな指標の1つにROE（株主資本利益率）があるが、会計方針によって恣意性が働きやすいという欠点を持っている。たとえば、減価償却費の計算方法を変更することや、自己資本比率を下げることによって、ROEの操作は可能である。したがって、経営の実態を正確に表しているとはいえない。

こうした欠点を補うため、経営管理上の指標としてキャッシュフローを重視する企業が増えている。キャッシュフローは、原材料や人にかかる費用を支払い、設備に投資し、売り上げをあげて資金を回収するという価値創造サイクルの結果を反映している。会計上の利益とは異なり、減価償却費や在庫評価などによって恣意的には動かせないから、経営の状況をより正確に把握できる。図1を見ると、売上高や利益を見るだけではつかめない要因がたくさんあることが理解されよう。

キャッシュフローをベースとした価値評価モデルには、DCF（割引キャッシュフロー）法やEVA（経済的付加価値）、APV（修正現在価値）、CFROI（キャッシュフロー投資収益率）などがあり、資本市場では企業のファンダメンタルズ（基礎的条件）を推測するのに用いられている。

最も基本的なモデルであるDCF法は、企業の生み出すキャッシュフローの期待値を資本コストで割り引くことによって、企業価値を

図1 キャッシュフローの計算式



出所）野村総合研究所

求める手法である。ここで、資本コストとは資本の提供者が要求する対価のことであり、期待投資利回りに相当する。

DCF法の計算手順は、今後3年から10年程度のキャッシュフローを明示的に予測、

予測期間終了後の企業価値（継続価値）を予測、加重平均資本コスト（負債コストと株主資本コストの加重平均）で、将来キャッシュフローと継続価値を割り引く——という方法が一般的である。

一方EVAは、米国スターン・スチュアート社によって開発され、最近日本でも注目され始めている指標である。EVAは、資本コストを上回る超過利潤（管理会計でいうところの残余利益）として定義される。求められる企業価値はDCF法でもEVAでも等価になるが、EVAは価値創造のために必要となる超過利潤額を期ごとに明示してくれる点で優れている。特に、経営陣の報酬を連動させる尺度として用いられることが多いようである。

このようにさまざまなモデルが提案されているが、それぞれに一長一短あり、どれが最も優れているとはいえない。価値指標を使用する目的に合わせて、モデルの選択やカスタマイズを行う必要がある。大切なのは、資本市場と同じ評価軸を導入すること、つまり市場原理の視点を経営の中に取り入れること

である。

4 メイテックにみる価値指標の導入事例

少数派ではあるが、日本でもキャッシュフローや価値指標の導入を決めた企業、あるいは導入を検討している企業がいくつかある。たとえばHOYAは、EVAをもとに自社の実情に合わせた価値指標を開発し、事業部の業績評価などに用いている。また、新日本製鐵、ソニー、ユニ・チャーム、メイテック、花王、松下電工なども価値指標を活用し始めた。

価値指標を導入した事例の1つとして、メイテックを取り上げてみたい。メイテックは、技術者の派遣やシステム設計などを請け負う、いわゆるエンジニアリング・アウトソーシングのトップ企業である。同社でも従来は売上高や利益を指標として経営管理を行ってきたが、1年ほど前にキャッシュフローや価値指標の導入を決めた。今では、経営状況の把握や今後の経営の舵取りを決める判断材料に、キャッシュフローが重要な役割を果たしている。

導入のきっかけは、経営トップの交代と海外の機関投資家やアナリストからの情報開示要求だった。同社は外国人持株比率が40%程度と高いうえ、社長自身が長い海外経験を積んでおり、IR（投資家への広報活動）に熱心

図2 CAPV（クレジット修正現在価値）による企業価値の評価

$$\begin{aligned}
 \text{企業価値} = & \left[\begin{array}{c} \text{事業活動から生じる} \\ \text{キャッシュフローの現在価値} \end{array} \right] + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{資本コスト（事業）}} \\
 & + \left[\begin{array}{c} \text{金融資産運用から生じる} \\ \text{キャッシュフローの現在価値} \end{array} \right] + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{金融ネットキャッシュフロー}}{\text{資本コスト（金融資産）}} \\
 & + \left[\begin{array}{c} \text{負債効果} \end{array} \right] + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{支払利息の節税分}}{\text{負債コスト}} \\
 & - \left[\begin{array}{c} \text{信用コスト} \end{array} \right] - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{上記キャッシュフロー合計} \times \text{累積デフォルト率}}{\text{安全資産利回り}} \\
 \\
 \text{株主価値} = & \text{企業価値} - \text{負債の現在価値} \\
 & \text{出所）野村総合研究所}
 \end{aligned}$$

である。その中で、キャッシュフローの状況や将来の予測について質問されることが多かったため、経営管理指標として意識するようになったという。社長からのトップダウンで、経営企画部を中心に価値指標を中心に据えた経営が走り始めた。

価値指標の導入によって、収益性の向上や財務体質の改善など、同社のファンダメンタルズの改善に大きな効果が出てきている。非効率な設備投資の実態や、低収益な金融資産運用、運転資金の滞留など、それまでの売り上げ・利益指標ではわからなかった経営の実態が数値で明示され、改善のスピードが増すことになったという。また、将来5年のキャッシュフローを予測したり、企業価値指標を計算したりする過程で、会社の近未来が見えてきて大きなトレンドを理解する手助けとなっているともいう。

メイテックは1997年度の売上高489億円、フリーキャッシュフロー50億円、財務体質も自己資本比率71%と、この不況下にあっても高収益を続けている。価値指標を役立てることで、それまでは見えなかった経営の舵取りの方向が見えてきたという好例であろう。

CAPV（クレジット修正 現在価値）

1 CAPVを構成する4つの要素

野村総合研究所でも、企業価値の評価モデルを提案している。「CAPV（Credit-Adjusted Present Value：クレジット修正現在価値）」と呼んでおり、その概要は図2、図3のとおりである。CAPVは、主に4つの要素から構成される。

第1は、事業の現在価値である。事業活動から生じるキャッシュフローの期待値を、ビジネスリスクに応じた資本コストで割り引くことによって、現在価値が求められる。ビジネスリスクに見合った資本コストを直接観測することはできないため、便宜的に株主資本コストを事業へ投下した資本のコストとみなす。

なお日本では、配当だけが株主資本コストであるという誤った認識があるが、投資家はインカムゲイン（配当）だけでなく、キャピタルゲイン（内部留保額の増加）も期待して株式を購入するものである。株主資本コスト

図3 CAPVによる企業価値評価のイメージ

(単位: 百万円)

	1998.3	1999.3	2000.3	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	
内部留保	382,290	233,259	241,741	250,409	259,242	268,248	277,479	286,983	
外部資金調達	754,861	120,378	126,584	133,215	140,317	147,909	155,966	164,470	
事業 投下資本		7,162,164	7,445,069	7,739,833	8,046,954	8,366,949	8,700,360	9,047,749	
投資収益率	10.98%	10.11%	10.10%	10.08%	10.06%	10.04%	10.02%	10.00%	
金融 投下資本		4,638,702	4,709,434	4,782,995	4,859,499	4,939,062	5,021,809	5,107,865	
投資収益率	1.05%	1.20%	1.32%	1.43%	1.52%	1.57%	1.60%	1.62%	
発行済み株式数	3,804.2	3,804.2	3,804.2	3,804.2	3,804.2	3,804.2	3,804.2	3,804.2	
EPS (円)	119.4	122.6	127.1	131.6	136.3	141.0	145.9	150.9	
ROE	7.54%	7.46%	7.44%	7.42%	7.40%	7.37%	7.35%	7.32%	

	1998.3	1999.3	2000.3	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	残余価値
事業資産									
キャッシュイン		724,418	751,750	780,146	809,647	840,295	872,135	905,214	
キャッシュアウト		564,139	587,069	610,972	635,891	661,867	688,948	717,178	
フリーキャッシュフロー		160,279	164,682	169,174	173,756	178,427	183,187	188,036	13,207,841
現在価値 +	11,014,308	0.971	0.939	0.906	0.869	0.831	0.793	0.754	0.754
金融資産									
キャッシュイン		55,517	62,150	68,414	73,685	77,553	80,343	82,513	
キャッシュアウト		70,732	73,561	76,504	79,564	82,746	86,056	89,498	
フリーキャッシュフロー		- 15,215	- 11,412	- 8,089	- 5,879	- 5,193	- 5,714	- 6,985	5,197,363
現在価値 +	4,587,036	1.000	0.987	0.975	0.958	0.938	0.916	0.893	0.893
負債効果									
支払利息		55,710	66,527	77,068	86,301	93,491	99,085	103,785	
支払利息の節税分		25,169	30,057	34,819	38,990	42,239	44,766	46,889	2,832,083
現在価値 +	2,760,428	0.994	0.986	0.974	0.956	0.934	0.912	0.887	0.887
信用コスト									
コスト		51	116	207	627	990	1,422	1,854	172,728
コスト -	159,415	1.000	0.987	0.975	0.958	0.938	0.917	0.894	0.894

非償却資産 +	404,968
企業価値	18,607,324
負債価値	4,930,956
株主価値	13,676,368
株価 (円)	3,595

注) EPS: 1株当たり利益, ROE: 株主資本利益率
出所) 野村総合研究所

の見積もり方は必ずしも明確ではないが、同等のリスクを持つ投資機会と比較しながら、投資家が期待するであろう収益率（投資利回り）を株主資本コストとして認識しなければならない。

第2は、金融資産の価値である。受取利息および配当金から得られるキャッシュフローを、金融資産のリスクに見合った期待収益率で割り引いて計算する。営業収益と金融収益の相関関係によって、金融資産に関する資本コストを修正すれば、より精緻な企業価値計算ができる。

第3は、負債効果である。負債に伴う支払利息は損金算入されることから、企業の支払税額を減少させる効果があり、その結果として企業価値を高める。

第4は、信用コストである。将来キャッシュフローが得られるかどうかの不確実性を反映した額であり、信用リスクに連動する。したがって、計算方法の概要としては、上記の事業、金融資産、負債効果のキャッシュフローの合計に対し、その時点までの累積デフォルト（債務不履行）率を掛け合わせたものといえる。

つまり、CAPVでは、事業および金融資産の現在価値と負債効果を集計し、最後に信用コストを除くことによって、企業価値が求められる。そして、企業価値から負債の現在価値を除いた額が、株主価値に相当する。

2 信用リスクと資本コストへの配慮

CAPVは、「企業価値 = 企業が生み出すキャ

キャッシュフローの期待値を資本コストで割り引いた現在価値」という割引キャッシュフロー法を応用したモデルである。したがって、DCF法などの基本モデルに則っている。ただし、CAPVは、DCF法やEVAにはない特徴を持っている。

その1つは、信用リスクを明確に位置づけたモデルであるという点である。近年、株価が格付けに左右されているように、信用リスクが企業価値に与える影響は多大で、無視できない要因であるのはいうまでもない。企業価値を創造しようとする場合、経営者は事業が生み出す将来キャッシュフローの最大化を図るのはもちろんのこと、貸借対照表の右側（資本の源泉）についても戦略的に考えなければならない。

企業の抱える信用リスクの大きさは、企業がデフォルトしてしまう可能性と、デフォルトした場合の損失額とから想定されるものである。資本市場が、企業に対してどの程度デフォルトする可能性を見込むかについては、格付けを見ることで、ある程度理解できる。CAPVでは、規模や安全性、収益性を表す財務指標に基づいて格付けを想定し、今後の予想デフォルト率を算出している。

一方、デフォルトした場合の損失額は、事業特性によって決まる。不動産会社や鉄道会社など有形固定資産が資産価値の大半を占めるような企業は、固定資産の売却によってある程度の資金が回収できるので、この損失額が比較的小さい。

逆に、技術や人的資本、ブランドイメージといったものが貴重な資産であるような企業

は、倒産した場合の価値低下が著しく、債権回収が困難になることから、資本市場において信用リスクを高めに見積もられがちである。事実、欧米企業の資金調達手段を見ると、情報ソフトウェア産業はビジネスリスクが非常に高いため、マイクロソフト社などは株式による調達を主としている。

CAPVが持つもう1つの大きな特徴は、現在価値に割り引く資本コストに加重平均資本コスト（WACC）を使わず、ビジネスリスクに応じた資本コストを前提としている点である。加重平均資本コストを使用しない理由は、財務部門における資本調達の巧拙によって、事業がクリアせねばならないハードルレート、つまり資本コストが上下すべきでないという考え方に基いている。また、加重平均資本コストは、資本構造の変化や金利の期間構造についても考慮できないため、経営管理上の変数とするには限界がある。

さらに、加重平均資本コストを使用しないため、資本コストが全社一律である必要がなくなる。貸借対照表が事業部単位に切り分けられているような企業では、その単位ごとにビジネスリスクを評価し、資本コストを設定できる。こうした場合、CAPVでは、事業部ごとに求められた現在価値の総和が事業全体の現在価値となる。

3 CAPVのフレームワークを用いた経営意思決定

企業価値の創造は、事業戦略と財務戦略の2つの側面から実現される。CAPVを経営意思決定のためのツールとして利用することで、

判断基準が明示的になり、事業戦略と財務戦略の両面における意思決定が効率的に行えるようになる。

財務戦略を考えるうえでの1つの活用方法としては、先にも述べたが、資金調達に関する意思決定の支援があげられる。

増資よりも負債による資金調達の方が、支払利息の損金算入によって節税メリットが得られるし、一般的に資本コスト（要求される収益率）も低いので、企業価値を創造するうえで有利なように感じられる。しかし、負債調達比率が高まると、それに伴って信用リスクも大きくなってしまうというデメリットがある。信用リスクが大きくなりすぎると、投資家はその企業に資本を提供することに消極的になり、結局、株価の下落につながってしまう。

CAPVのフレームワークでは、負債効果と信用コストを勘案する。このため、株式と負債の調達比率の最適点を探る、いわゆる最適資本構成の問題を解く手助けとなる。

一方、事業戦略の検討に際しては、CAPVの利用によって、リスクとリターンのトレードオフを意識した意思決定が促される。

ビジネスリスクの高い新規事業への進出は、資本コストと信用コストの上昇につながることから、それ以上に将来キャッシュフローが得られるかの検討、あるいはリスクに耐えうるだけの財務体質強化策が必要になってくる。CAPVのフレームワークでは、いくつかのシナリオに基づいて、予想収益や予想キャッシュフローをシミュレーションできるため、投資の評価・選択を行う際に役立つ。

また、既存の商品・サービスやプロジェクトに対してシミュレーションを行えば、どの事業がより多くのキャッシュフローを生み出し、どの事業がキャッシュフローを費消してしまうかが把握できる。往々にして「重要な事業」「将来のための先行投資」という主観的な判断に陥りがちな部分を、客観的な数値がサポートしてくれることになる。

次章では、より具体的な例について述べる。

意思決定プロセスの改革

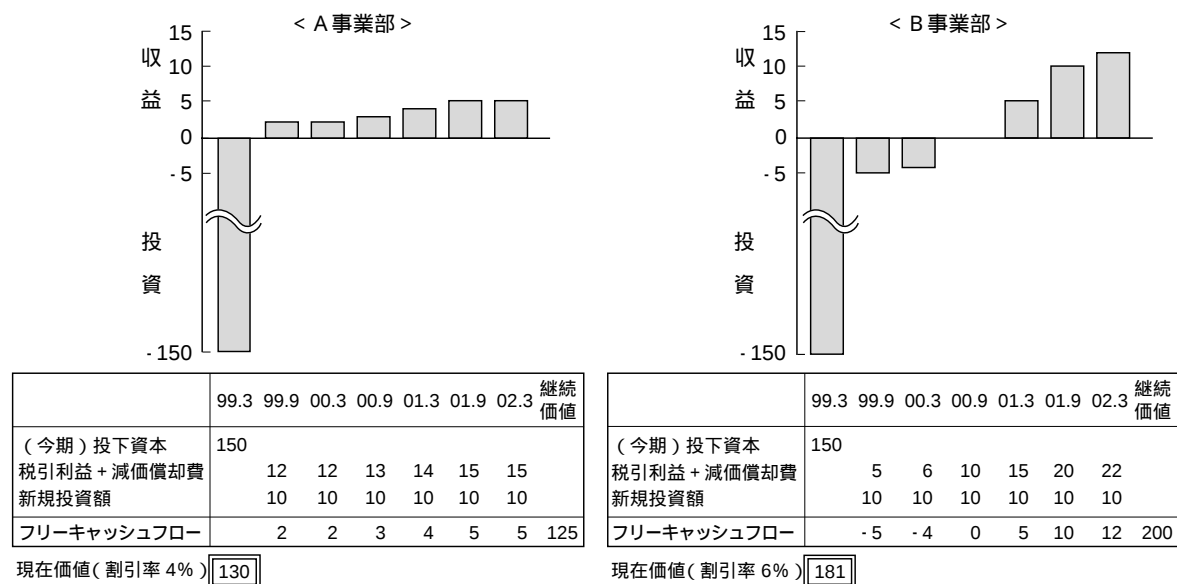
1 経営資源配分の最適化ができない日本企業

多くの日本企業が、現状維持では十分な資金を望めない状態にあり、かつ魅力ある事業がなかなか見当たらずに困っている。成熟しきった市場でシェア争いをしているのは、価値の創造が望めるはずもない。また、合理化、効率化だけで企業価値を高めようとすると、縮小均衡に向かってしまう。今こそ、市場や産業の将来シナリオを描き、それに合わせて自社独自のポジションを決めることが求められている。

筆者らのコンサルティングの経験から考えれば、日本企業の業績が低迷状態を脱しえない根本的な要因の1つに、経営資源の最適化が図れるような意思決定プロセスを持っていないことがある。

ヒト・モノ・カネといった経営資源を、より大きな価値を創造できる事業領域に集中さ

図4 2つの事業プラン



出所) 野村総合研究所

せることは、マネジメントの基本である。その基本を忘れない経営姿勢が、資産効率を高め、企業価値の創出につながっていく。しかしながら、資源配分そのものを重視していなかったり、意思決定のメンバーの中に、「将来のことはだれにも予測できない」という理由で数値に基づいた議論をしない人がいたりして、合理的・効率的な資源配分ができない企業が多く見受けられる。

たとえば、自分の事業部が生み出したカネは、ほぼ無条件で翌期の予算としてもらえるものだと思いが、キャッシュフローを潤沢に生む事業から成長の期待できる事業への資金還流を阻んでいる。中期経営計画は実質的に機能しておらず、年度計画も単なる予算上の作業にすぎないといった姿が、残念ながら日本の平均的な企業像である。こうした状態を放置したままで、マクロ環境の好転だけを待っているようでは、いつまで経っても業績を上向かせることができないだろう。

それでは、全社的な視点で経営資源配分を柔軟かつ大胆に行うためには、どのようなマ

ネジメントシステムを導入すればよいのか。まず経営会議において、プロジェクトの是非を判別できる正しい基準、絶対的なフレームワークを決めることである。企業全体の価値最大化を目標に掲げながら、CAPVのようなフレームワークで事業計画を立案・評価するといった意思決定プロセスの改革が不可欠である。

2 資源配分の意思決定プロセス

たとえば、来期の予算獲得に関する意思決定プロセスについて考えてみる。まず、事業部門長（あるいは事業執行役員）は、中長期の予想キャッシュフロー、リスク、現在価値などを示した事業計画を経営会議に提出しなければならない。

図4に2つの事業計画を示した。3年後まで、半期に分けて営業キャッシュフロー（税引後利益 + 減価償却費）や新規投資額などを示している。

A事業部は主力商品の1つを扱っているが、市場の成熟化に伴い利益率が低下する傾向に

ある。それでも売上高200億円，税引前利益4億円を稼いでいたことから，これまでは現状維持で何ら問題視されなかった。しかし，貸借対照表を事業部ごとに切り分け，事業部別のキャッシュフローを測定してみると，現状のままでは問題が大きいことがよくわかる。

1999年9月期までの半期で10億円の新規投資（設備の更新や売掛金増分）が必要な一方，営業キャッシュフローは12億円が見込めるため，来期のフリーキャッシュフローは約2億円となる予定である。その後も，フリーキャッシュフローはさほど伸びない。ビジネスリスクは比較的小さいので，資本コストを低めの4%で見積もってA事業部の現在価値を計算したところ，130億円となった。現在の投下資本額が150億円だから，このままでは20億円の価値破壊につながってしまう。

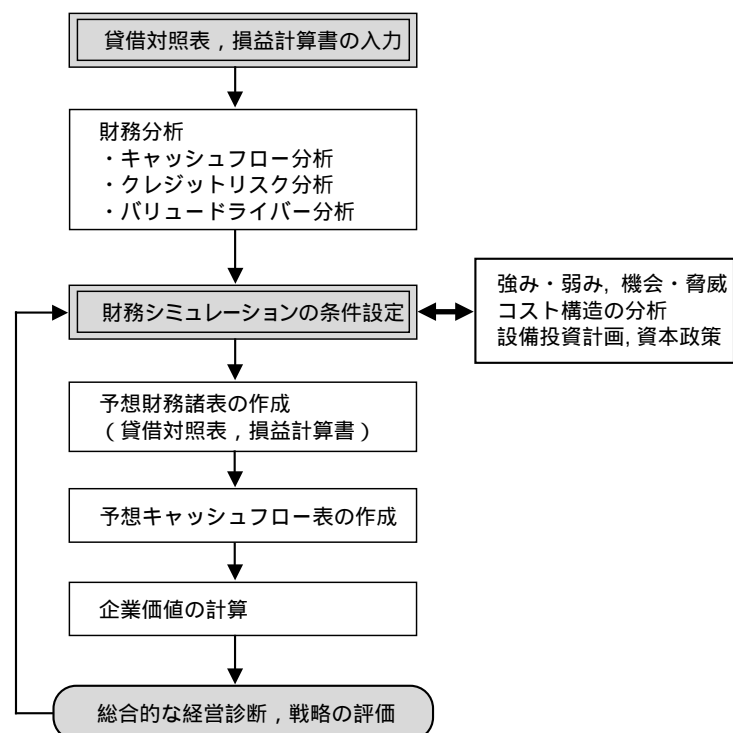
A事業部は，商品性の見直し，新規投資額の絞り込み，あるいは撤退などの選択肢が検討されるべきだという警告信号が認められるケースである。

もう一方のB事業部は，まだ市場が立ち上がりの時期でリスクは高めだが，ハイリターンが望める新サービスへの展開を考えている。2000年3月期までの1年間は，新規投資額が営業キャッシュフローを上回るためにフリーキャッシュフローが負となるが，2001年9月期以降は10億円以上のフリーキャッシュフローが期待される。

リスクを考慮して6%の資本コストを設定しても現在価値は181億円となるから，A事業部とは逆に30億円ほど企業価値を創造する可能性がある。適正規模を超える投資はできないが，ヒト・モノ・カネをB事業部へ優先的に配分すべきなのは，明らかであろう。

このように，経営会議では各事業部門長の事業計画が競わされる。意思決定に，厳しい競争原理を働かせるのである。経営者は，事業計画に載せられた予想キャッシュフローと現在価値に基づいて，魅力的で価値を創造できると認められた事業への集中配分を意思決定しなければならない。こうした会議にはさまざまな思惑が入り込みやすいが，究極的に

図5 CAPVのフレームワーク



出所）野村総合研究所

は「価値」に対するインパクトを抛り所としなければ、企業価値の創造はとうてい不可能である。

将来性がないと判断されると、人や資本が削られてしまうから、事業部門長はできるかぎり高付加価値の製品・サービスを創出する必要に迫られる。事業ドメインを根本的に見直したり、競争相手の少ない差別化された事業に展開しようとのインセンティブが働くこととなる。

また、より正確に経営実態を把握したい、キャッシュフローの予測精度を少しでも高めたいという欲求が出てくると、自社の強み・弱みについての分析、事業機会や脅威に関する調査などが必要になる。損益と貸借対照表の整合的な推移をイメージしなければならないし、投資の回収期間やリスクを考えなければならない（前ページの図5）。

非常に煩雑で、導入が困難だと感じられるかもしれないが、今までのマネジメントシステムと180度異なるわけではない。優れた事業経営者の暗黙知や経験に頼っていた部分を、できるだけ数字に落とそうとする試みにすぎない。

3 正しい戦略を描くために

事業計画を最善のものに作り上げていくプロセスにおいて（図6）、留意しなければならない点がいくつかある。

第1の留意点は、撤退や見直し基準を必ず設定しておくことである。事業計画が提案される際、期待シナリオだけでなくワーストシナリオ（考えうる最悪のシナリオ）も必ず示

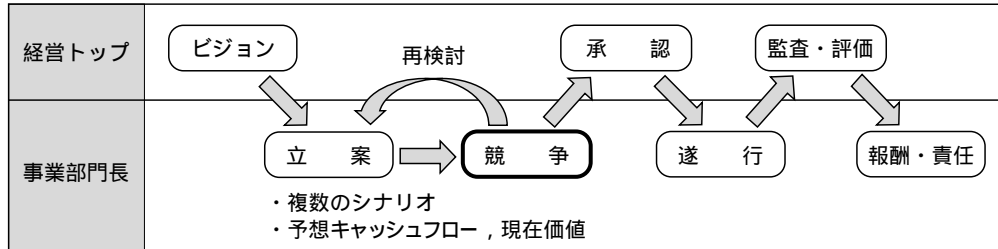
さなければならない。これによって、事業のリスクが浮き彫りになるし、事業に適切な歯止めをかけたうえで承認することができる。どういう状況が発生したら、どのような行動をとるのか、どの水準まで損失が膨らんだら戦略を見直すのかといった約束事は、事前に決めておく必要がある。

留意点の第2は、事業計画における「数字」についてである。製品・サービスの将来見通しが、はじめから実現不可能な数字で描かれていては、正しい意思決定が下せない。将来を考えるときに「努力目標」と「予測」が混同されやすいが、この2つの数字は意味合いが大きく異なる。たとえば、日本の経済企画庁は、成長率の見通しを予測というよりも努力目標に近い数字で発表してきたため、景気予測が誤ってばかりだとの批判を浴びた。戦略や計画は、あくまでも予測の数字に基づいて議論されるべきである。

努力目標を掲げて、事業部門長が既存事業を強引に正当化したり、無駄な資源を要求するのを防ぐため、予実ギャップを報酬に連動させる手段を採用することも一案であろう。計画に対する責任がだれにあるのか明確にさせることで、事業部門長は事業計画の創造性と計画の遂行能力が問われることになる。この場合、意思決定された後の監査では、月次や四半期ごとの予実ギャップが主な対象となるはずである。

また、結果としての財務的な数値、業績それ自体についても、長期で評価し、報いなければならない。できれば全社的な業績ではなく、事業部門長の貢献が目に見える範囲での

図6 意思決定プロセスの概要



出所) 野村総合研究所

業績に応じて報酬を支払う方が、モチベーションの向上につながりやすい。したがって、事業責任者に対する長期インセンティブ制度としては、担当事業部の価値に連動した疑似ストックオプションの導入を検討している企業が最近では増えている。

留意点の第3は、事業計画の具体性を、実行前にどこまで高められるかという点である。スーパースターがいて、すべてを決めてくれるわけではないから、意思決定をする「場」、会議体の役割は非常に重要である。事業計画の内容が「やりたい」というだけでは駄目で、だれといつまでにどのようにやるのかわかる具体的な実行計画でなければならない。つまり、「やりたい」から「できる」になるまでの事業計画を練り上げるプロセスに、意思決定の本質があるといっても過言ではない。

ソニー、ユニ・チャーム、リコーなど、意思決定システムの改革に積極的に取り組んでいる先進企業は、事業計画の良し悪しについて、その具体性を重視している点で共通している。場合によっては何度も会議体へ上げ、知見を取り入れながら完成させているようである。

4 意思決定プロセスに対するCAPVの効用

こうしたフレームワークは、既存事業の評価だけでなく、新規の投資案件についての選別、M&A（合併・買収）などの場合にも共

通する。たとえ、ベストの意思決定が行われても、市場や競合が変化すれば、いつか環境に適応しなくなる。成長し続けるためには、事業ドメインの見直しが適宜必要であり、そうした意思決定を支える仕組みが必要なのである。

意思決定プロセスにCAPVのようなフレームワークを導入することで、期待される効用については、次のようにまとめられる。

個々人の勘や興味に頼る意思決定から脱する。キャッシュフローや価値という概念に対する理解、情報の的確な収集能力、情報から知恵への変換といったスキルが事業責任者には求められてくる。

魅力ある事業計画を立案できなければ、経営資源を獲得することができないため、競合が少なく高付加価値が望める分野への構想力・展開力が強まる。業績に対するインパクトが重視されるようになり、企業全体の成長性が向上する。

既存事業の陳腐化現象が早期に発見できる。価値の創造が絶対目標であるかぎり、事業ドメイン内にあるから撤退できないといった言い訳は通用しなくなる。したがって、資本コスト以上のキャッシュフローが生み出せなくなった事業は、追加投資の是非を問われたり、ビジネスとしての存在価値を問われたりする。

意思決定の責任が、だれにあるのか明確

になる。日本企業はとかく責任の所在があいまいで、意思決定のスピードが環境変化に遅れがちだったり、大胆な意思決定ができないといった体質にある。価値創造型の経営を実現しようとする企業にとって、この部分の改革は避けて通れないと思われる。

裏を返せば、ここに掲げた項目は、日本企業が解決してこなかった根本的な問題点を意味している。正しい意思決定基準を持つことと、オリジナリティある事業計画の立案能力を高めることが、今の日本企業にとって緊急課題であろう。

大局的視野に立った経営へ

資本市場の評価を重視した経営姿勢、すなわち企業価値の最大化を目標に掲げようとする考え方に対し、株主偏重主義であり、従業員や顧客の利益に反しているという反論がよく聞かれる。

誤解を解くために言葉を付け加えると、投下資本に対する付加価値の最大化目標と、従業員や顧客の利益とは相反しない。

短期的には従業員や顧客が犠牲になることはあるにしても、長期的に企業価値を高めていくには、質の高い従業員に長く勤めてもらうことが必要であるし、顧客の満足のいく製品を提供することで信頼を獲得していかなければ

ならない。逆に、付加価値をあげられないような企業は、従業員に報いることはできないし、顧客にも良い製品を提供することができなくなろう。企業価値の最大化行動と、従業員や顧客の利益を守ろうとする行動とは、長期的な視点に立って考えると一致しているはずなのである。

現在の日本型経営は、雇用確保などの部分最適に焦点を当てすぎている。この点を見直し、企業価値の創造を経営の舵取りの中心に据えるという、大局的視野に立った経営へ思い切って移行することが必要ではないだろうか。それぞれが対立関係に見えている「株主」「従業員」「顧客」が、実は同じベクトル上にあることがわかり、打開策も見えてくるに違いない。

著 者

藤中英雄（ふじなかひでお）
経営コンサルティング部副主任コンサルタント
1989年神戸大学経済学部経済学科卒業
専門は経営管理論、経営戦略立案など
電子メール h-fujinaka@nri.co.jp

野口佳宏（のぐちよしひろ）
経営コンサルティング部コンサルタント
1993年東京理科大学工学研究科修士課程修了
専門は経営管理論、財務戦略立案、リスク管理など
電子メール y1-noguchi@nri.co.jp

査読者

鳴沢 隆（なるさわたかし）
取締役、リサーチ・コンサルティング事業本部副本部長