

## 特集

企業価値向上のための  
ポートフォリオ・マネジメント

モデレーター

山田晴信 氏

HSBC証券会社  
チーフエグゼクティブ

パネリスト

星野敏雄氏

花王株式会社  
代表取締役兼専務執行役員

藤田純孝 氏

伊藤忠商事株式会社  
代表取締役副社長CFO

中内重郎氏

日本アイ・ピー・エム株式会社  
取締役専務執行役員CFO

この記事は、7月9日(金)に開催された「CFO Conference」のパネルディスカッション「企業価値向上のためのポートフォリオ・マネジメント」をもとに編集を行ったものです。

HSBC証券会社 チーフエグゼクティブ

山田晴信 氏

ポートフォリオ・マネジメントとは？

本日のテーマは、企業価値向上のためのポートフォリオ・マネジメントですが、企業価値を向上させるには売上げや利益を伸ばすだけでなく、資本コストを超過する利益を上げることがポイントとなります。そのための投資が重要ですから、そのために経営資源を効率よく配分し、事業活動を健全に行うことが重要となるわけです。また企業価値とはあくまでも市場で評価されるものであるの

基本のうち、投資の順位づけ、すなわち選択と集中と呼ばれる事業の組合わせの構築がまさに事業ポートフォリオであり、今日はこの部分に着目したお話を皆様にしていただきたいと思います。ビジネス・ライフ・サイクルで見たとき、多くの日本企業はすでに成熟期にあるビジネス・ラインを抱えています。から、成長が停滞する一方キャッシュフローも潤沢になってくる中で、収穫されるキャッシュフローをどう使うかが問題になります。成長性を縦軸に

でも市場で評価されるものであるの  
で、社内だけでなく、外部のコミュニケーションを必要もありません。そういった意味で、投資、資金調達、財務活動を支える組織づくりという三つの財務活動の

マーケット・シェアを横軸に事業をプロットしたときに、成長性も高くマーケット・シェアも高い主軸事業を「スター」としますと、こういった主軸事業は成熟期を迎えるにつれてキャッシュフローを潤沢に生み出します。「金のなる木」になる。

キャッシュフロー配分の優先順位を考える

一方、成長性が高い市場でもマーケット・シェアがそこまでついていない将来の主軸候補は一般的には投資先行、ネガティブ・キャッシュフローの事業主体です。すでに成熟期を迎えているキャッシュフローの潤沢な事業金のなる木)からいかに資金を配分し、将来のスター候補をどう育てるかが一つのカギになると考えられます。しかし企業の中には縦割り意識があつて、自分で稼いだ金は自分とこの事業で使うという発想もありますから、「ここでCFOのリーダーシップが非常に大事になってきます。ポートフォリオ管理をさらにグループ連結経営までつなげる場合、グループ内会社の株主、債権者間の利益相反問題などにどう対応するかは必ずしも教科書的な答えはまだありませんし、中央集権型を目指す会社があれば子会社の分権に軸足がある会社もあります。こういった、グループ連結経営におけるキャッシュフロー配分の優先順位の決定もCFOの重要なミッションです。以上をふまえ、今日は日本を代表するCFOの皆様にご社の具体的な状況についてお話をいただきたいと思います。ポートフォリオ・マネジメントをどう捉え、その理念をどう満たされてきたか、各社の具体的な取組とCFOとしてそれを外部へどのように伝えてきたかということについて、お話をいただきたいと思います。



花王株式会社 代表取締役兼専務執行役員

## 星野敏雄氏

### ポートフォリオ管理の伝統から EVAカンパニーへ

花王は、ポートフォリオ管理では、約三〇年前にポストン・コンサルティングの考え方を取り入れております。当時、市場の伸び、我々の商品のマーケット・シェア、あるいは我々の商品の売上げ規模、他社の商品規模などを図で示しながら、いかにNo.1とNo.2のマーケット・シェアの距離があるか、利益がどうかを体で学んだ鮮明な記憶がまだ残っています。ブランドの規模、営業利益と指標は変化し、一九九九年から資本コストという概念を取り入れ製品ごとにEVAという指標で見えるように経営指標も変化してきました。こうした中、ポー

トフォリオ・マネジメントは花王の文化の中に根強くあり、今でも重要な経営上のものの考え方になっています。花王では、経営管理あるいは意思決定の場合に常に皆が頭の中でポートフォリオを考えながらディスカッションに加わっているのです。

現在ポートフォリオ管理の基盤であるEVAについては、最初一九九七年に米国会社で、いかに一流の従業員をアトラクトする魅力付けるか、どのように業績評価するのかということ導入しました。EVAという尺度で彼らのシヨートターム・ボーナス、ロングターム・ボーナスを評価し、企業価値の増加と従業員の賞与をルールに基づいて連動させることで企業価値を上げようと試みたのですが、試みは成功し、その後、二年後には花王本体で一九九九年に導入いたしました。

EVAとは必ずしも直接関係ありませんが、花王は一九八〇年代の中盤ごろフロッピー・ディスクに参入しましたが、最終的に撤退いたしました。世界全体で八〇〇億円を売っていたビジネスでしたが、CD-ROM、CD-Rと新技術がどんどん出て、自分の技術で市場主導権をとれないと考えると撤退したのです。撤退後に花王本体にEVAを導入したのですが、その時期をヒストリカルに見ますと、結局キャピタル・インテンシブな資本集約的なフロッピー事業がEVAを下げていたということがわかりました。現在、EVAを導入して六年目になっておりますが、二〇〇五年までに立てていたEVAの改善は一年くらい早めに達成されると思われまます。EVAを導入した始めの年から目標の賞与よりも上の額をもらうことができたことなど、モチベーションも上がり、やった結果が報われ

る業績連動制度がうまく機能しているからだと思えます。EVAカンパニーになるということは、将来EVAが改善する可能性のない事業を外部に対してやめると宣言することですが、経営者、従業員共に外部だけでなく内部に対してもこの考えを明確にしていくことも、大事だと考えております。

### 持続的成長を目指して

社外とのコミュニケーションといった点では、海外でのIRを一九九三年から始めております。毎年、一週間ずつ欧州と米国で経理財務担当役員あるいは社長がアナリストに直接会って説明してあります。IR担当部長も設置しており、IRに関しては積極的な会社であると自負しております。私もは、經常利益は三期連続して増益ですし、一四期連続増配を行ってきた他、公表に対して必ず約束を守ってきたなどトラックレコードが非常にきちっとした会社であると自負しているのですが、それでもアナリストを含めたマーケットからの最近の要求には多少荒っぽいものも多く頭を悩ましております。特に現金配当に対する要求もその一つです。花王が今後成長するのしかしないのか示して欲しい、過去のトラックレコードはどうでもいい、と言うような要望もあります。いかに外部の方にこの会社は成長する会社だと見せられるかということとは非常に重要な問題ですので、我々のコアコンピタンスを中心に、M&Aも自力成長も含め、どう成長を実現していくかを示していきたいと考えております。そのためには、EVAも活用し、売上も利益も両方上げていけるような持続的成長可能な企業を目指していきたいと考えております。

## 藤田純孝氏

### バランスシートの再構築

伊藤忠商事は一九九九年に経営改革に着手し、低効率・不採算事業等から撤退し収益構造を変革するために資産内容の全面的な見直しを行い、連結ベースで約三〇〇〇億円の不良資産を一括処理いたしました。内訳としては、不動産関連資産が一二〇〇億円程度、投資資産が一二〇〇億円弱、その他資産が約六〇〇億円で、その結果、連結P/Lは約八八〇億円の純損失を計上し、株主資本が二八〇〇億円程度にまで毀損しました。その時の総資産の規模は六兆円ほどでしたが、そこをスタートラインに、当社の目標とすべき資産クオリティを設定し四兆四〇〇〇億円程度まで総資産を圧縮してき



ました。総資産・有利子負債の圧縮と同時に、収益力強化のための資産入替えを行ったわけです。

財務体質強化を行う際に、会社全体のリスク総量をコントロールすると同時に資産のクオリティを高めるため、リスク・キャピタル・マネジメントという手法を採用しました。資産のクオリティを測定するリスク・リターン（ハードル）は株主資本コストの八％に設定し、撤退すべき資産と強化すべき資産の切り分けを行っています。このハードルとROAの基準に合致する資産のウエイトは二〇〇一年当時四六％程度でしたが、直近の前三ヶ月は六九％に向上しており、今年度末には八〇％程度のウエイトにすることを目標としております。会社全体のビジネスをセグメントに分けて、縦軸をROA、横軸をリスク・リターンという軸の上にプロットして、ROAでは二％以上、リスク・リターンは八％以上を高効率分野としました。すべての事業がどこかに必ずプロットされるわけで、ROA、リスク・リターンのどちらも基準に達しない低効率資産は、例外的な非常に先行的な投資のビジネスを除き、基本的に撤退と決めました。撤退分野と決定したビジネスに従事する社員の理解を得るには苦労しましたが、客観的な基準を見せることで、どの事業から撤退しどの事業を伸ばすかを理解してもらうことができました。こうした事業ポートフォリオの縮小過程で赤字の会社は整理することにして、三〇〇社ほどの会社の整理を行いました。この場合も営業のほうからはかなり抵抗がありました。が、赤字を三期連続したところは決定的に駄目というようなガイドライン等も用いて実行してまいりました。

### ポートフォリオ・マネジメントによる格付け回復

一九九九年の大きなリストラ断行の結果、株主資本が大きく毀損しましたし、一方でバランスシートの資産サイドはクオリティの悪いものを含めた資産の規模が大きく、有利子負債も相当大きかったため、格付けの点では苦労しました。改革を通じて日系の格付け機関はA格を維持していましたが、米系の格付け機関からはA格からBa3格まで格下げされました。その後、財務体質の改善をしてきた過程で、社債スプレッドなどのマーケット評価は格付け機関の格付け（格上げ）を先取りして高く評価してもらいましたが、格付けはなかなか上げてもらえず、ようやく今年の始めに米系からも格上げされたところです。それでも、一時下がっていた当社の格付けが改善してきているのは当社のポートフォリオ・マネジメントが評価されてきた表れと見ております。

投資家との関係では、特に欧米の機関投資家へのIRに毎年相当の時間をかけていますが、総合商社はビジネス・モデルが非常に多様かつ独特であり、欧米投資家に総合商社という日本特有のビジネス・モデルを理解してもらうのには苦労しました。ポートフォリオの入替えの基本思想、リスク・リターンとROAの組合せで資産の入替えを行うという基本戦略について説明をくり返し行ってきたので、理解の度合いが進んだという印象を持っています。

日本アイ・ピー・エム株式会社  
取締役専務執行役員CFO

## 中内重郎氏

### 日本アイ・ピー・エムにおける構造変革

日本アイ・ピー・エムでは安定的かつシェアを取りながら成長することを最大目標として、この七、八年間ポートフォリオの変革を行ってきました。当社は数年前までハードウェアの売上げが主だったわけですが、今や七〇%弱がサービスの売上げとなり、大きなポートフォリオの変革が構造変革を伴って行われたわけです。ハードからサービスへと言つのは簡単ですが、これを企業内で問題を最小限におさえ推進するためには非常に大きな変革が要請されま



す。それは、表面的な数字の構造変革に併せて内部的な事業の変革が要求されるからです。一つには固定資産ベースからインテリ資産ベースへのマネジメントの変革が求められます。現在は自社の技術、自社のリソースや資産だけでは商売が成り立たないケースが多いため、パートナーリングも大きな重要性を占めるようになりました。この結果この四、五年間で約一万名の方々を企業買収・合併設立により吸収しました。CFO、CEOに権限を徹底的に集中し、事業別のポートフォリオを正確に把握し、最終的な事業スタイルをどのように持つていくかトップが決めてきました。こう

したM&Aの際のハードルレイトにおいてもIBMコトポレーションはROEが二五%から二八%の会社ですので高いハードルレイトが求められ大変苦労しました。どのようにそのようなビジネスモデルを作っていくかというところがポイントになるのでその知恵の出方でも楽しみがあります。妥協点も見出しながら、IBMコトポレーションも説得し日本でビジネスしていくという点で非常に苦労いたしました。

### 人的資源の入替え

このような構造変革を行う上で我々が最初に始めたのは社内の透明化でした。すべての数字が誰からも透明に見えて、なおかつそれがマネジメント・ディビジョンに早く伝わらなければならぬ。このため、全世界一七〇カ国でIBMは運営しておりますが、データ定義を最初から始めて、透明なシステムをつくりあげ、社内システムの再構築を図りました。

ハードウェア・カンパティからサービス・カンパティに生まれ変わるに際して、社員に要請されるスキル、現場において求められるスキルが昨日と今日では全く異なるようになっています。米国では採用して解雇という入替えが簡単にできますが、日本では法律上、社会通念上できません。今日でこそ早期退職プログラムは当たり前ですが、当時そういったものはありませんでしたので、我々は様々なやり方で子会社をつくり、当時としては非常に日本的なユニークなモデルを作った。この人的資源の入替えを行ってまいりました。

