

# BERC主催第20回時局セミナー

## 「持続的成長と企業価値向上に生かす コーポレートガバナンス・コードの使い方」

～ミッション・ビジョン(経営理念～経営戦略)のタテ・ヨコの  
展開と取締役会機能～

2015年7月24日  
講演者: 今井 祐

# 講演者:今井祐 略歴

現在・日本経営倫理学会 常任理事 兼ガバナンス研究部会  
部会長

- ・経営倫理研究実践センター フェロー
- ・日本マネジメント学会 会員
- ・再生ファンド アドバイザー委員会 委員長
- ・(株)今井経済・経営研究所 代表

元・富士写真フイルム 代表取締役副社長

- ・富士ゼロックス 社外監査役
- ・千代田メディカル 社外取締役等

# 資料上の略称及び定義について

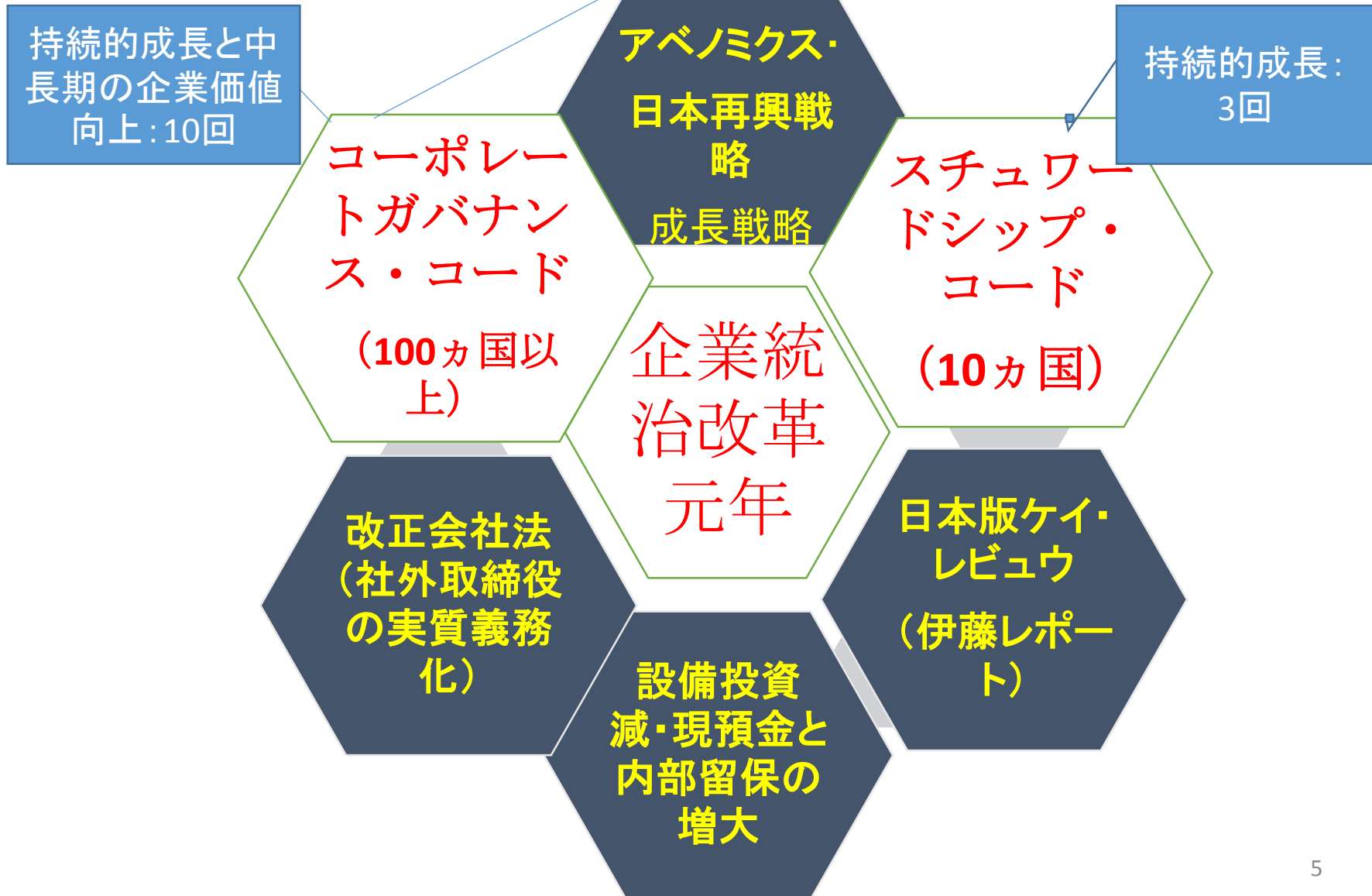
- ・コーポレートガバナンス＝CG
- ・ステークホルダー＝SH
- ・ミッション＝経営理念＋倫理規範＋行動準則  
境界領域 SHとの協働  
CSR・CSV
- ・ビジョン＝中長期計画＋経営計画＋経営戦略
- ・出典：A＝『経営者支配とは何か～日本版コーポレートガバナンス・コードとは～』（2014）  
（「日経」推奨図書）
- ・出典：B＝『実践コーポレートガバナンス・コード作成ハンドブック』（2015）  
（「フジサンケイ」推奨図書）

# 目次

1. 企業統治改革元年
2. CGの実効性を上げるためには何が必要か(要旨)
  - ①株主を含むSHとの協働(社会的信認の向上)
  - ②ミッション・ビジョンのタテの展開(共有化・制度化)
  - ③ミッション・ビジョンのヨコの展開と取締役会構成の多様性)
3. 持続的成長のために必要なこととは何か(上記①、②)  
事例紹介: 稲盛和夫によるJALの再建(良き例)  
リーマン・ブラザーズ社の経営破綻(悪い例)
4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か(上記③)、  
事例紹介: 日立グループ(良き例)  
フィルムの巨人コダックの凋落と富士フィルムの変身  
(悪い例と良き例)

# 1. 企業統治改革元年

(出典:A、B)



# (注1)CGコードへの17の提言の内の主要

## 項目 (出典A, B)

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

	経営理念	倫理規範	行動準則	SHとの	非財務情報	中長期計画	取締役会構成
			内部統制	協働	(CSR・ESG)	(経営戦略)	(多様性)
英国版C/Gコード	○会社のvalue	○	○	×	OEU指令	○	○
				○会社法			
米国C/Gガイドライン	任意	○ (SOX法)	○ (上場規則)	×	任意	任意	任意
OECDのC/G原則	△(会社の目標)	○ (高い倫理基準の適用)	○	○	○	○	○
日本版C/Gコード	○	○	○	○	○	△	○

(1)受け入れられなかった項目

①長期計画②政策保有株の縮小③取締役会議長とCEOの分離④国際規格ISO26000の推薦

## 2. CGの実効性を上げるためには何が必要か(要旨)

前提：(出典A)

CGの実効性を上げるためには、「制度とその運用と経営者資質の三位一体の改革・改善」(平田光弘:2008参照)が必要。

- (1) 株主を含むSHとの協働(序文にあるCGの定義)
- ① 会社は社会の公器(SH論)とは何か
  - ② 上村達夫の「日経」経済教室での金融庁批判
  - ③ 株主を含むSHとの対話による社会的信認の向上は持続的成長に極めて有効。

(出典:A)

## 2. CGの実効性を上げるためには何が必要か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

### (2) ミッション・ビジョンのタテ展開 (出典B) (企業グループ内共有化・制度化)

経営理念・倫理規範・行動準則 (SHとの協働・社会的責任等を含む) 等の「ミッション」が一体化されて国内外の事業活動の第一線まで広く浸透・遵守されること (原則2-1、2-2、3-1の深化・拡大) 重要である。それは、

- ① 判断の基準
- ② コミュニケーションの基準
- ③ モチベーションの基準

を提供する (伊丹敬之:『よき経営者の姿』2013) と共に、取締役会による経営の基本方針 (ビジョン) が広く・迅速に浸透する基盤 (原則4-1) を提供する。これは 持続的成長 にとって重要。



## 2. CGの実効性を上げるためには何が 必要か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

### (3) ミッション・ビジョンのヨコ展開

ミッション・ビジョン(経営理念・行動準則～経営戦略)が、取締役会構成(多様性一原則4-11①等)、特に独立社外取締役の選任(数と経営者資質)に反映されなければならない(原則3-1のヨコ展開)。また、ミッション・ビジョンは、取締役会の実効性評価基準(補充原則4-11③)の主要部分とならなければならない。これは中長期の企業価値向上に重要。

### 3. 持続的成長のために必要なこととは何か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved.

#### (1) 株主を含むSHとの協働(CG序文の定義)

##### コーポレートガバナンスについて

本コード(原案)において、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する(注2)

本コード(原案)は、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

# (注2) 会社は誰のものかー10人10色

(『C/Gの経営学(加護野他:2010)』をもとに筆者作成)

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved.

基本的な会社観		会社はだれのものか	会社の目的
会社用具観	<一元的用具観> 株主用具観	<u>株主のもの</u> (株主主権論:若杉敬明、神田秀樹、宮川寿夫、上村達男(注3)等の多くの法学者・法務省、経済学者、)	利益の最大化:企業価値の最大化
	<一元的用具観> 従業員用具観	<u>従業員のもの</u> (従業員主権論:伊丹敬之、宮島英明)	従業員所得の最大化
	<一元的用具観> 経営者用具観	<u>経営者のもの</u> (かなりの経営者はそのように思っている節がある一法制審議会における上村発言)	企業の成長:規模の最大化 自由裁量利益の最大化 経営者所得の最大化
	<多元的用具観>	<u>労使共同のもの</u> (ドイツのAufsichtsrat)  多様な利害関係者のもの	共同利益の最大化:付加価値の生産の分配  交渉による目的の形成
会社制度観		<u>会社は公器(ステークホルダー論)</u> (加護野、広田真一他多くの経営学者。高橋浩夫、梅津光弘他多くの経営倫理学者、金融庁(注4))	<u>会社の存続と成長</u> <u>(持続的成長)</u> <u>(社会的信認)</u>

## (注3) 上村達夫「会社法の再構築こそ王道」 (「日経」経済教室:2015年4月2日)

(1) 社外取締役のような会社の機関構造の根幹に関する問題が、なぜ法務担当でなくて金融庁なのかについて、きちんとした説明が必要である。有力な学者には、こうした作業を金融庁設置法違反と断ずる向きもある。

(2) 統治指針策定の有識者懇談会に会社法研究者は1人しかいない。「法制審」会社法部会には12人。

(3) 「会社は株主のもの」という発想は、株主とは個人・市民という欧州の規範意識を背景にして成り立ってきたのであり(後略)。

# (注4) 金融庁油布企業開発課長「CG コードについて」(商事法No.2068,2015.5.25)

たとえば、世界中から投資家や上場会社の方、研究者を100人集めて「CGとは何でしょうか？」とお尋ねすると、100通り答えが返ってきてもおかしくはないと思いますが、このコードの原案の序文では、「本コード(原案)において」という限定付きですが、CGの定義を置いています。

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

### 3. 持続的成長のために必要なこととは何か

#### (2) 社会的責任の遂行

#### サステナビリティ（持続可能性）補充原則2-3①

上場会社の取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである。

CSR報告書等を作成・公表している上場会社は50%以下。  
CSR部門を持っている会社は大会社、環境部門が扱うケースが多い。

# 3. 持続的成長のために必要なこととは何か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

## サステナビリティ（持続可能性）への積極的・能動的 取り組み（出典：B）

- ①国際規格ISO26000ガイドライン（説明責任、透明性、倫理的な行動、ステークホルダーの利害の尊重、法の支配の尊重、国際行動規範の尊重、及び人権の尊重、の7原則）
- ②国連GC（人権・労働・環境・腐敗防止の4分野10原則からなり、企業トップのコミットメント必要）
- ③統合報告書：国際統合報告審議会（International Integrated Reporting Council 2013/12：以下IIRC）による7指導原則、8内容要素

### 3. 持続的成長のために必要なこととは何か

#### (3) ミッション・ビジョンのタテ展開とは

(企業グループ内共有化・制度化とは(出典:B))

- 1) 「経営理念と一体化された倫理規範・行動準則」(ミッション)を策定し、取締役会に諮り決定し、共有する。  
(T社)
- 2) 担当役員及び責任者(コードリーダー・部門長)を任命する。
- 3) 「(仮称)企業倫理・コンプライアンス委員会」を設置し、責任者・各部門長は以下を進める。
  - ① 教育・研修(Eーラーニング等の活用)の定期的実施と全社末端までの共有化・定着を図る。
  - ② 従業員意識調査の定期的実施
  - ③ 経営層への実施状況の定期的フィードバック



### 3. 持続的成長のために必要なこととは何か (3) ミッション・ビジョンのタテ展開(制度化)とは

Reserve Copyright by Tasuku Imai. All Rights d

④株主を含むステークホルダーとの対話とPR

⑤各部門は「委員会」に対し、全社への浸透状況と問題点の報告と対処(特に、悪い情報の早期報告)

4) 内部通報制度(ヘルプライン)の整備と適切な運営。

(T社の通報は証券取引等監視委員会へ(原則2-5①))

5) PDCAの管理サイクルを回し、ベスト・プラクティスを毎年積み上げる。

これは取締役会による経営基本方針(ビジョン)が広く・迅速に浸透する基盤を提供する(注5, 6、)。

# (注5)「持続的成長性」にとって良い 「ミッション・ビジョンのタテ展開」の例

## 1) 稲盛和夫によるJALの再建 (出典:B)

- ①判断の基準: JALフィロソフィー(リーダー教育、アマーバ組織が支える)
- ②コミュニケーションの基準: 缶ビール片手の車座コンパによる自己反省会、アマーバ組織
- ③モチベーションの基準: 400億円の見えざる力

倒産前の経営理念・再建計画は戦闘的組合集団に阻害されて全く浸透しなかったが、再建後、取締役会による経営基本方針(ビジョン)が広く・迅速に浸透するようになった(ミッション・ビジョンのタテ展開)。これは持続的成長にとって重要。

# (注6)「持続的成長」にとって悪い例

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

## 2)リーマン・ブラザーズ社の経営破綻(出典A)

### ①経営理念(「お客様第一主義」)から乖離した取締役会構成

- ・CEOのリチャード・ファルド以外は全て社外取締役(10名)であり、CEOのお友達(元女優、エコノミスト、オークション会社の元CEO等)で独立性に問題があった。

- ・金融問題が判る方が10名中2名のみ。

- ・半数以上が在任12年以上の高齢者。したがって、カリスマ経営者に対し勇気を持って意見具申する、真の意味での独立社外取締役が存在しなかった。

## (注6)「持続的成長」にとって悪い例(続き)

### ②リーマン・ブラザーズ社の経営破綻(続き)

・CEOリチャード・ファルドは好戦的企業文化を好み、経営理念「お客様第一主義」から離れ、早朝会で「毎日が戦争だ」「敵を殺せ」を連発していた。

・下記の倫理規範は倒産後オークションでbrand newとして、\$2.99で売られた(ミッション・ビジョンの制度化の失敗)。(出典A)

- ①倫理規範の理解と説明責任
- ②通報制度における報復の禁止
- ③個人的利益相反の処理
- ④会社及び顧客の資産保護
- ⑤法令・規則の遵守
- ⑥雇用機会均等
- ⑦公正な取引
- ⑧完全、公平、正確、分かり易い、適時情報開示
- ⑨適用除外、改定

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

## (1) 社外取締役の数は企業価値向上に資する のか

### 1) 米国における社外取締役と企業価値に関する実証研究

社外取締役が取締役会に占める割合と会社の業績との関係を測定したところ、社外取締役が過半数を占める会社のほうが、社内取締役が過半数を占める会社よりも業績が良いという関係は見られなかった (Bhagat & Black:1999 *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance* 63,942~944頁)。

### 2) 米国における社外取締役とその他の関係

取締役会の構成と規模は、CEOの交代、企業買収の交渉、ポイズン・ピルの採用、役員報酬の決定、不正会計防止 (Klein: 2002)

といった取締役会の判断の質に影響を与える (Benjamin E Hermalin & Michel S. weibach: 2003 *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature* )。

以上、川口幸美(2004)『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』50～53頁

## 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

以上の実証研究から、「社外取締役の数は、企業価値向上とは関係ないが、CEOの交代、役員報酬の決定、M&A、企業買収防衛策、不正会計防止等に有効である」といえる。そうすると、CGコードの原則4-8 (独立社外取締役の2名以上の選任と、自主的判断による1/3以上の選任の場合の方針の開示)は何のためにやるのか？「攻めの経営」とはどのようにしてやるのか？

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

## 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

答えは、

(2) ミッション・ビジョンのヨコ展開 (即ち、以下の5つのコードと取締役構成の多様性(注8)との一体化)

① 原則2-1 (上場会社は、自らは担う社会的責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念(注7)を策定すべきである。)

② 原則2-2 (会社の行動準則(倫理基準を含む)の策定・実践)

③ 原則3-1、4-1、5-2 (経営理念や経営戦略の策定・公表)

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

(注7、8) 経営理念所有企業の業績との関係

- 我が国における、1986年～2000年までの15年間の128社(経営理念あり64社、なし64社)のパネルデータ(データの出所は「日経NEEDS-Financial QUEST」による)の実証研究によると(広田:2012、286～298頁要旨)
- 企業理念がある企業は、ない企業に比べて、利益率(特にROA)が有意に高いことが明らかになった。また、従業員の勤続年数が長い(従業員満足度が高い)、負債比率が低い等の傾向がある。

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved



# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

(注8、—小池裕子:2015)

「役員構成の多様化と株価パフォーマンスについて」

①Carter, D 'Souza, Smpson(2010):Fotune500社の5年間、役員会における女性・人種DiversityはROA等に正の影響を及ぼす。

②Accenture(2011):性別・国籍・年齢構成のDiversityは業績や株価に正の影響を及ぼす。

③Chapple and Humphrey(2014):女性役員に登用は消費財産業や素材産業で業績に正の関係がみられる。

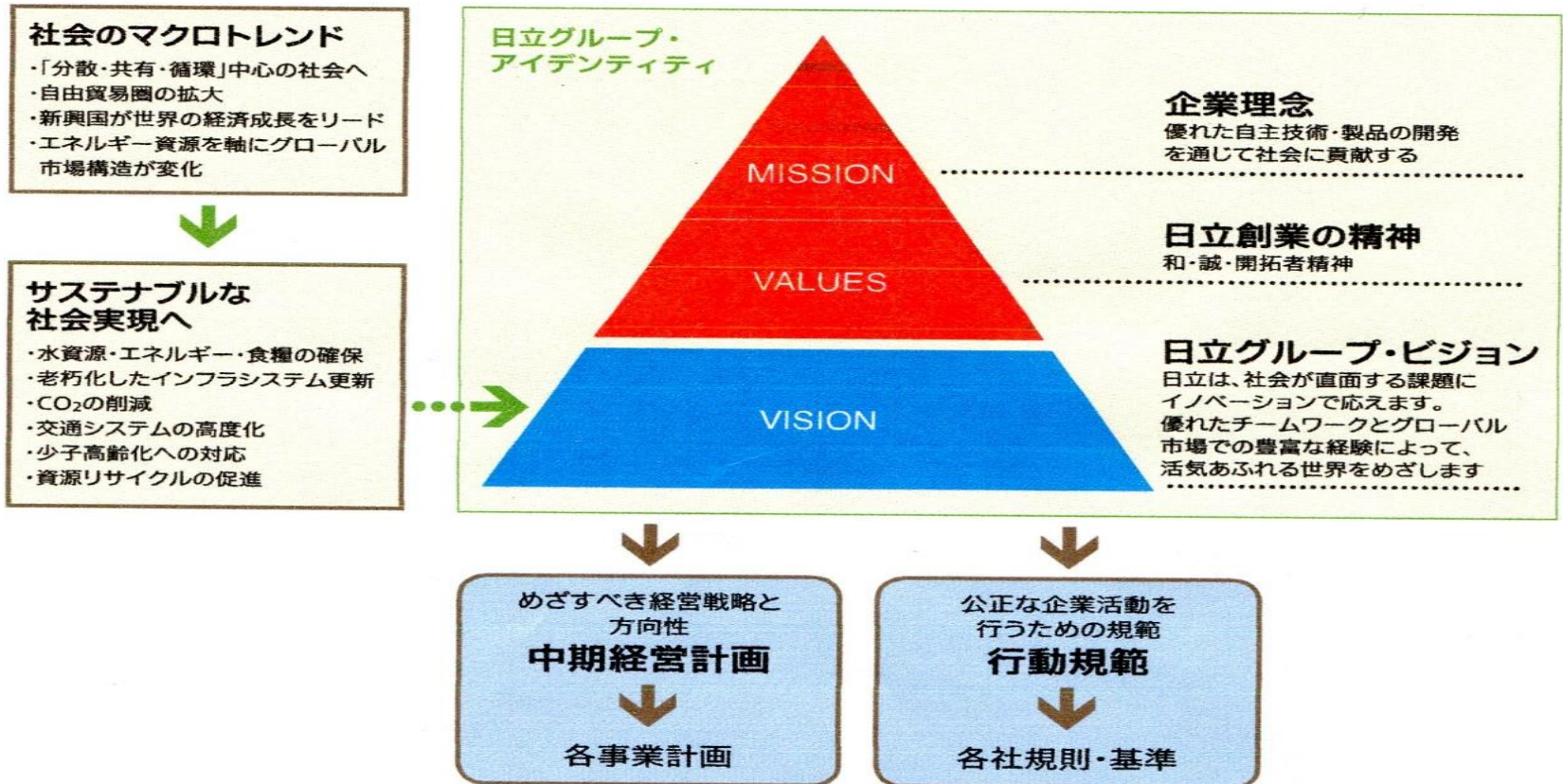
「経営理念を含むミッション・ビジョンの取締役会構成(多様性のある)へのヨコ展開による中長期の企業価値向上の実例を見てみましょう」

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

出典: 日立Gサステナビリティレポート2014より引用

## (6) 日立グループ (Social Innovation-It's our future)

### 1) 社会の変化と日立グループ・アイデンティティ



## 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

2) 経営者メッセージ: 2015年終了の中期経営計画で「イノベーション」「グローバル」「トランスフォーメーション」を掲げていたが、さらに「経営のグローバル化」を推進する。

### 3) 日立の取締役会構成

① 会社のステージ: 事を正す人(川村隆)

事を進める人(中西宏明)

② 機関設計: 指名委員会等設置会社

③ 取締役会構成: 社内4名、社外8名、合計12名

④ 社内4名(中西宏明CEO, 東原敏明COO, 三好崇司監査委員長、持田農夫男監査委員(日立金属元会長))

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

## 3) ⑤ 日立の社外取締役構成(2015年6月)

社外取締役構成	国際派	M&A	技術・研究	国際法務
・勝俣宣夫(丸紅相談役)指名委員長、監査・報酬委員	○	○		
・榊原定征(東レ会長、経団連会長)指名・報酬委員	○		○機能性材料	
・望月晴文(通産省元事務次官、資源・エネルギー庁長官)		○		
・吉原寛章(KPMGインターナショナル副会長)	○	○		○
・シンシア・キャロル(アングロ・アメリカン元CEO)	○	○	○(資源)	
・ジョージ・バックリー(3M元会長)	○	○	○機能性材料	
・フィリップ・ヨー(シンガポール通産省元科学技術庁長官)	○		○	
・ルイーズ・ペントランド(米国&英国・弁護士、ノキア法務部長)	○	○		○

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

## 4) 日立取締役役会実効性評価(原則4-11③)

- ①ビジネス・モデルとしてGE・シーメンスをベンチマーキングしている。営業利益率: GE 11.3%(2014/12)、シーメンス 10.3%(2014/9)、日立 2018年度中期計画で10% 6.8%(2016/3見込み)
- ②(企業理念にある独自技術)研究開発にセンサー、人工知能、ロボットを追加し、研究資源の投入を決定。
- ③(ビジョンにあるグローバル化)この1年で、海外で鉄道車両製造会社やビック・データのソフト会社等7社買収案件を決めた。
- ④(ビジョンにあるグローバル化)国際法務の強化: ルイーズ・ペントランドの選任、日立オートモティブ米独禁法違反・司法取引(2013年9月\$195百万ドル)。行動規範の国際化。
- ⑤(ビジョンにある経営のグローバル化)海外での取締役会実施、人事制度の世界共通化(国際的経営幹部の養成)等。

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

(出典:B)

## (7) フィルムの巨人コダックの凋落の要因

### 1) 経営理念を棚上げ企業行動原則(CRP)を追加

George Eastmanによる経営理念は企業家精神・従業員尊重等であるが、1970年代に企業行動原則が追加された。

- ・株主との良好な関係構築が第1、顧客、従業員、取引先、の責任序列。
- ・株主価値向上が第1(ROE中心主義)。
- ・独立社外取締役の役員報酬の70%は株式報酬。

### 2) (外部招聘CEO1人+全員独立社外取締役)の取締役会構成(注9)はポートフォリオ事業・M&A戦略等に有効か？

### 3) 取締役に既存事業(複写機・医薬・液晶)が分る人がいない。新規事業(IJプリンター)の分る人がCEO以外いない。

# (注9)コダックの取締役会構成(全員社外、既存事業が判らない方々)(2007年、9人)

1. CEO: Antonio Perez — 元HP副社長(2003年~2012年)
2. 他社の現・元CEO/CFO等 ————— 5人
  - ① PPG ————— ガラス工業
  - ② Advanced Micro Devices ————— 半導体
  - ③ MidOcean Partners ————— PEファンド
  - ④ BET—media & entertainment(女性) — メディア
  - ⑤ Sprint Nextel ————— 通信、携帯電話
3. 大学教授 ————— 2人
  - ① MIT ————— Computer Science
  - ② CA大学Berkeley(女性) ————— economics
4. 元大使(南米) ————— 1人

(出典:B)

## 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か (出典: B)

### (8) コダックと富士フィルムの真逆の意思決定事例

#### 1) 複写機事業

① 1997～1999年、キャノン、リコー等の低コスト・高品質製品攻勢に押されたコダックは苦し紛れに複写機事業をハイデルベルグ(工場)とダンカ(営業部門とサービス部門)に売却。一方、

② 富士フィルムは2001年にそれまで米国ゼロックス社(Xerox Corp.)と50:50のジョイント・ベンチャー(J/V)であった富士ゼロックスの株式の25%を買い増し、75%まで取得し、経営のリーダーシップを執ると共に、連結子会社化する。現在この事業が富士フィルムホールディングの営業利益の約50強を稼いでいる。



# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

(出典:B)

## 2) 医療事業

①コダックが1994年に選択と集中のため医薬品事業をバイエル等に売却(写真事業への回帰と自社株買いに使用)、また2007年には、医療機器システム事業をケア・ストリームに売却。一方

②富士フィルムは逆に2008年に富山化学を、その後もソノサイト等について買収に買収をかさねている。本年、米iPS再生医療ベンチャーのセルラー・ダイナミックス・インターナショナルを買収し再生医療の総合企業を目指している。

## 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

(出典:B)

### 3) 液晶部材事業

①コダックは2010年、将来、液晶部材に取って代わると期待された有機EL材料事業を韓国のLG電子に売却。一方、

②富士フイルムは、液晶部材事業について、1958年に「フジタック」を、また、1996年に視野角拡大フィルムを発売した。その後、吉田工場や熊本工場に生産拡大する。この事業は、漸減しつつあった写真事業の利益の落ち込みを補填していった。

# 4. 中長期の企業価値向上のために必要なこととは何か

(出典:B)

## (9) コダックの凋落と富士フィルムの変身の結論

### 1) コダック(ミッション・ビジョンのヨコ展開の失敗)

① 創業者の経営理念を無視し、株主中心主義へ傾斜。アウトサイダー・システムの取締役会構成の失敗である。その結果

② 既存事業を売却し、インクジェットP事業(飛び地)への投資を行い9年間で2%しかシェアを取れず、最大の赤字事業となる。

③ ROE中心主義から自社株買いを進め債務超過の主因となる。

### 2) 富士フィルム(ミッション・ビジョンのタテ展開による成功)

① 経営環境の激変により、2006年、企業理念・企業行動規範等を一新し、FFウェイ運動を展開し、意識改革を実施。

② 写真事業で培ってきた技術に新規のテクノロジーを加え、貪欲に周辺事業を拡大しつつある。

③ 現在の取締役会構成(社内:10名、社外2名、合計12名)

# 5. まとめ(ミッション・ビジョンのタテ・ヨコの展開とそれに基づく取締役会評価による持続的成長と中長期的企業価値の向上の例示)

Copyright by Tasuku Imai. All Rights Reserved

			持続的成長率が高い タテの展開(制度化)ができている		
				JAL	
			富士フィルム		
					A社
					B社
					日立
					企業価値向上率が高い
			E社	F社	ヨコの展開できている
G社	C社				
		D社			
コダック					
リーマン・ブラザーズ					

## 5. まとめ(ミッション・ビジョンのタテ・ヨコの展開とそれに基づく取締役会評価による持続的成長と中長期的企業価値の向上の例示)

前提：(出典A)

- CGの実効性を上げるためには、「制度とその運用と経営者資質の三位一体の改革・改善」(平田光弘：2008参照)が必要。

以上

ご清聴ありがとうございました。

# 参考1. ROEはKPI(重要業績指標)になりうるか

(1) ROE(自己資本利益率)の分解式

・当期利益/自己資本=ROA(総資本利益率)×財務レバレッジ

= (当期利益/売上高) × (売上高/総資産) × (総資産/自己資本)  
(売上高利益率) × (総資産回転率) × (財務レバレッジ)

収益性

効率性

非安全性

財務レバレッジ=(負債+自己資本)/自己資本

財務レバレッジを増やすことは負債を増やし、自己資本を減らすこと

# 参考1. ROEはKPI(重要業績指標)になりうるか

(2) ROE(純利益/自己資本)という指標だけで企業を評価しようとする。突然の変化に耐えうる「安全性」(自己資本比率=自己資本/総資本=財務レバレッジの逆数)まで見る必要がある。そうでないと「借金で博打を打つ」こととなる。

(3) ROE偏重(過大な自己株式購入等)は企業の財政基盤を著しく毀損することになる。「持続的成長」(計画的先行投資、人材育成、環境負荷低減投資、SHとの協働、社会的責任等)に向けての投資・努力をないがしろにするリスク大。

(4) ROEを企業内、事業別、部門別に分解できるか。

# 参考1. ROEはKPI(重要業績指標)になり

## うるか

(日経ビジネス2015. 06. 22 37頁より、2015年3月期、東証1部。営業利益率が5%未満で。財務レバレッジが5倍以上の企業でROEの高い企業をランキング)

## 財務レバレッジが高くてROEが高い会社

	ROE	財務レバレッジ
東京電力	15.3%	6.9
ミサワH/L	14.4%	5.6
日本板硝子	12.7%	5.2
三井住友建設	35.6%	8.1
飛鳥建設	19.9%	5.5
兼松	24.6%	5.1
<hr/>		
東証一部製造業平均	8%	2.3倍

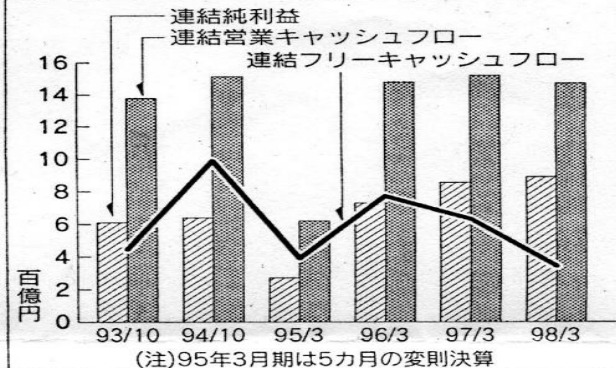


# 経営者に向けて

## 目指せキャッシュフロー経営①



### 富士写真フィルムの連結キャッシュフロー



の配当性は六七％台と低い。  
 「当社の配当政策は安定増方式で、十一期連続増配している。ただし、外国人株主からは『配当よりも株価』という要請が強い。外国人機関投資家は、配当は決算日だけの評価、株価は中長期的な企業価値の評価との見方をする。日本の投資家が配当にこだわるのに対して、米国の投資家は、企業価値は配当性向の高低

低金利下の株主から  
 富士写は余資ある企業として、営業活動にキャッシュフロー(キャッシュフロー)設備投資額を差配当の意味での移を見ると、最けても連続で黒い。

「1000年三月期から日本でも連結キャッシュフロー計算書が新たな財務表として強制適用される。損益計算書と貸借対照表だけでは表現されない現金の流れとその他の収支に焦点を当てた第三の財務表だ。これを機に損益計算書、特に経常損益備重の現状から脱却し、キャッシュフロー重視の企業評価手法が脚光を浴びること間違いない。強固な財務体質を誇る富士写真フィルムの今井祐取締役は聞いた。(聞き手は池上輝彦)」

「一手元流動性が極めて年間千億円近い投資需要がある。しかし、東京本社から設備投資を差し引いたものの黒字が続いている。余資どう有効活用するか。」

「連結キャッシュフロー 三分の二は負担するが、残計算書の末尾にある現金及び現金同等物期末残高(貸借対照表の流動資産の部に含まれる手元資金)は九七年三月期末で五千億円強あり、この手元資金を支えに、強固な財務体質を心掛けて、当社の社債格付けは高く、ある。」

「主に先端技術分野への研究開発投資に資金を使いたい。米国内場への投資は一巡したが、デジタル画像処理など新たな研究開発への資金需要は持ち盛だ」

を特に重視しているE(株主資本利益率)の株主資本利益率の買入消却による母を縮小させて高くけることが可能であり、イーストマン・コダック採った戦略はまさに味のROE経営で、二年前、大西実会合を打

## 今井祐・富士写真フィルム取締役

「富士写グループ全体で計算書を分析すると、フリーは安全運用からミドルリス

「王に先端技術分野への研究開発投資に資金を使

「また、余資運用は今後制(自己資本比率規制)の

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

「富士写グループ全体で計算書を分析すると、フリーは安全運用からミドルリス

「また、余資運用は今後制(自己資本比率規制)の

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

# ROEよりROA重視

## 高格付け、低利調達可能に

「米国会計基準(SEC)の連結キャッシュフロー計算書を分析すると、フリーは安全運用からミドルリス

「また、余資運用は今後制(自己資本比率規制)の

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

「配当金支払額を営業フリー経営に向けて重視す

# (参考2)善人による背信行為「不正のトライアングル」

- ①米国ドナルドソン・クレッシーの唱えた、善人による背信行為「不正のトライアングル」即ち、動機(Pressure)、機会(Opportunity)、倫理の欠如(Moral Hazard)が揃うと善人といえども背信行為を行う(性弱説)。
- ③米国SAS(監査基準)の99条に取り入れられている。(注)Statements on Auditing Standards
- ④一般に、社長月例会等によるプレッシャー、内部統制の甘さという機会、そして倫理の欠如が重なると「善人による背信行為」は起こる。。