

C F Oが注力すべき経営視点と役割の変化

2020.12.10

三菱重工業株式会社

顧問 小口正範

目次

1. CFOに求められる役割
2. 日本企業が抱える課題（CFOが直面する課題）
3. CFOとして自立すること
4. CFOとしてどう課題に向き合うか
5. CFOが身につける武器とは
6. CEOとの関係
7. まとめ

1. CFOに求められる役割

C F O に求められる最大の役割は企業価値の向上

具体的には

- A)資本市場と事業市場の繋ぎ役
- B)事業継続（循環）を担保する財政の維持・健全化
- C)事業ポートフォリオの最適化（リソース配分）
- D)経営（技術）水準の向上
- E)リスクマネジメント
- F)経営状況の社内外への発信（Aの一部）

などが上げられる

2. 日本企業が抱える課題(CFOが直面する課題)

日本企業（特に歴史と伝統のある企業）は、企業価値の低迷に喘いでいる

企業価値低迷の理由は？

- 事業の（継続企業としての）新陳代謝の難しさ
 - 顧客や社会との密接な関係
 - 終身雇用制
 - 裾野の広いサプライチェーンの存在
 - などなど（これらはかつては日本企業の強みと言われた）即ち日本企業は社会システムに組み込まれてしまっている
- 経営技術の未熟さ（勘で行け経営）
 - 経営指標どころか財務諸表すら読みこなせない経営陣
 - 自社の経営状態を客観的に評価する独自の経営指標を持っていない即ち、日本の経営者が行っているのは ‘経営というより管理’ に近い
- 経営人材の不足（How to Winがわからない）

3. CFOとして自立すること

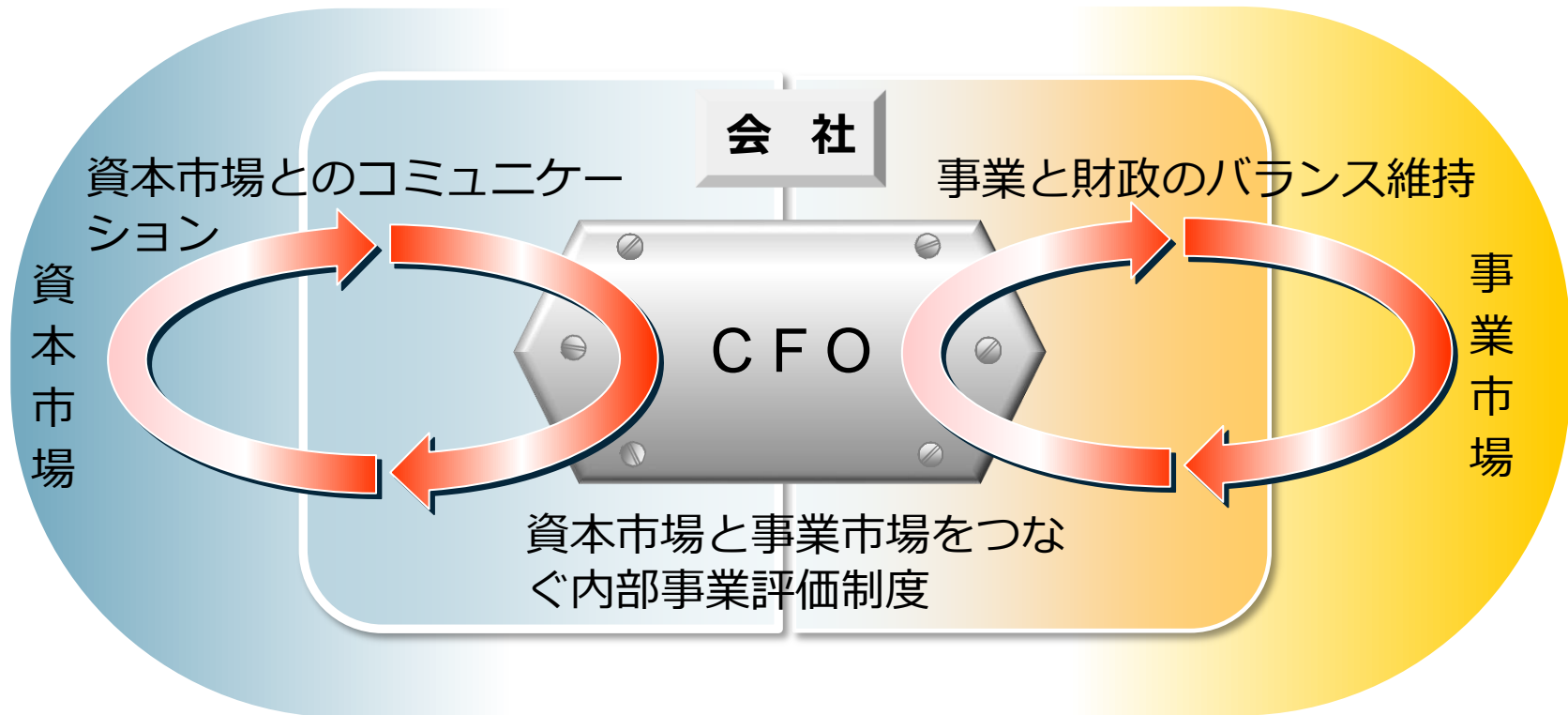
- 社内外におけるC F Oの役割の認知（権限と責任）
 - 財務担当役員からC F Oへの脱却
（名前はC F Oであっても実態はスーパー経理部長：一橋大伊藤邦雄先生）
 - どこまで経営に関与できるのか悩むC F O
（お金に関する経営事案についてはすべてに発言権があるし、またそれを積極的に行使すべき）
 - 本音としては結果責任を負いたくないC F O
（財務の世界に閉じこもり、外から文句も言わせないが、外へ文句も言わない財務モンロー主義）



企業価値向上のために有力な経営者として自立し、
結果責任を負うことがC F Oとしての第一歩

4. CFOとして課題にどのように取り組むのか(1)

- 社内における資本市場と事業市場との繋ぎ役
 - 資本市場への企業情報の発信と資本市場の見方を社内に反映
 - 自社の事業、経営成績を客観的に見る
(ひとりよがりにならない)



4. CFOとして課題にどのように取り組むのか(2)

- 事業継続（循環）を担保する財政の維持・健全化

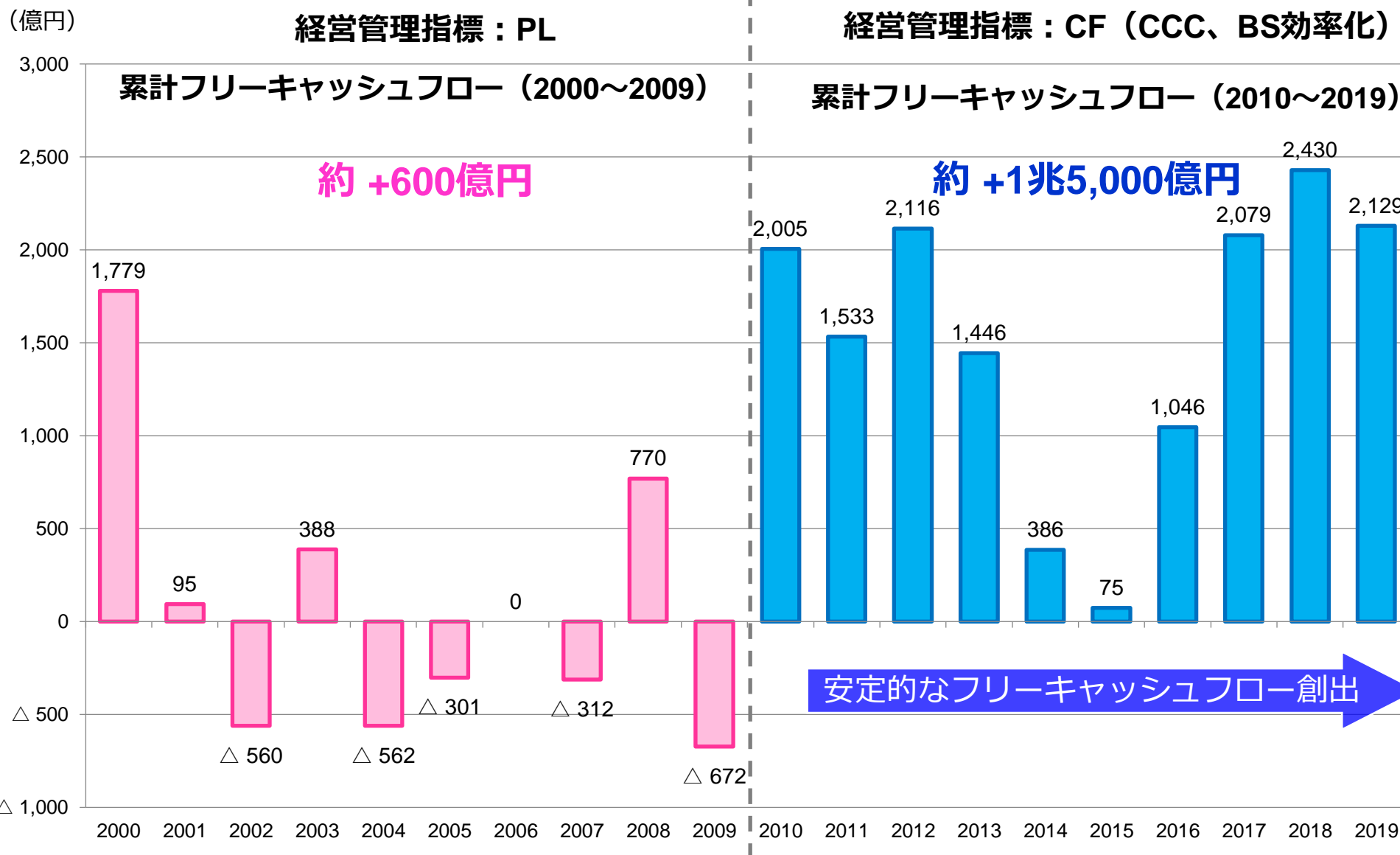
【私の経験談】

リーマンショック以降極端に悪化した財政を立て直すために、それまでのP L重視の経営からキャッシュ・フロー重視の経営への転換を図った。キャッシュ・フローを端的に改善するためには、B Sの効率化が欠かせなかった。



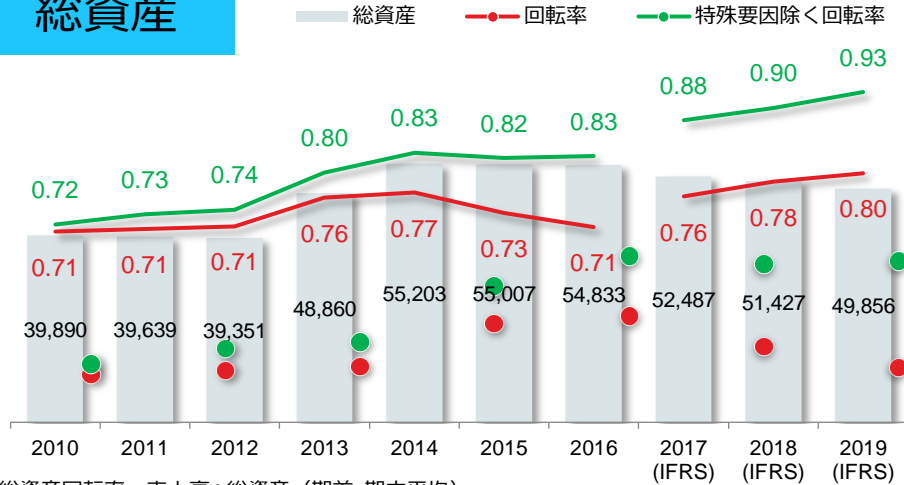
- ◆ キャッシュ・フロー重視の経営への転換
- ◆ バランス・シートの効率化の徹底

フリーキャッシュフローの推移



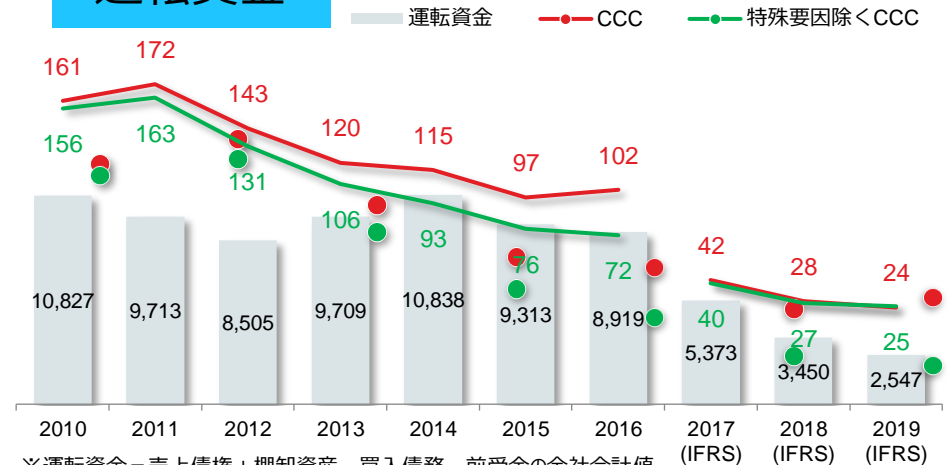
当社財政改善の推移

総資産



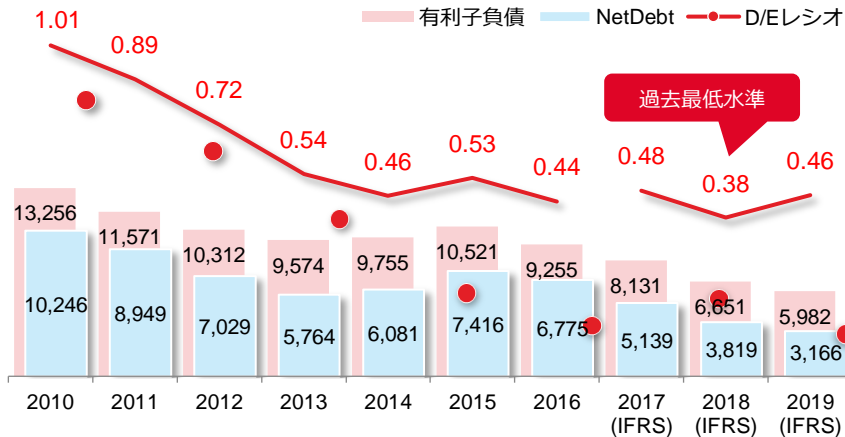
※総資産回転率 = 売上高 ÷ 総資産 (期首・期末平均)
 ※特殊要因: 客船、SpaceJet、南ア関連

運転資金

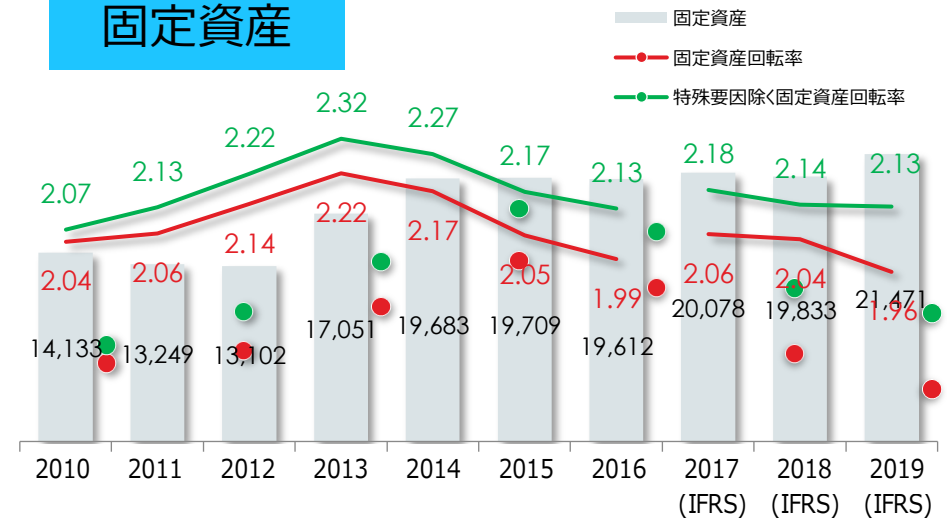


※運転資金 = 売上債権 + 棚卸資産 - 買入債務 - 前受金の全社合計値
 ※CCC: Cash Conversion Cycle (運転資金 ÷ 売上高 × 365日)
 ※CCCは3ドメインの運転資金 (前渡金を含む) と売上高で算定

有利子負債



固定資産



4. CFOとして課題にどのように取り組むのか(3)

- 事業ポートフォリオの最適化（リソース配分）

製品事業には必ず寿命があり、時間の経過と共に劣化する。一方で、その事業に長期にわたりリソースを投入してきた経緯（歴史）、その事業に携わっている社員の存在（周辺環境）などを勘案すれば、思い切った事業の改廃はそう簡単なことではない。それでも、周困を納得させつつ、適切なリソース再配分により、事業ポートフォリオを最適化してゆくことが、価値を生み出し続ける継続企業の経営そのものであり、経営者にとっての最重要事項である。



戦略的事業評価制度

経営トップの要求

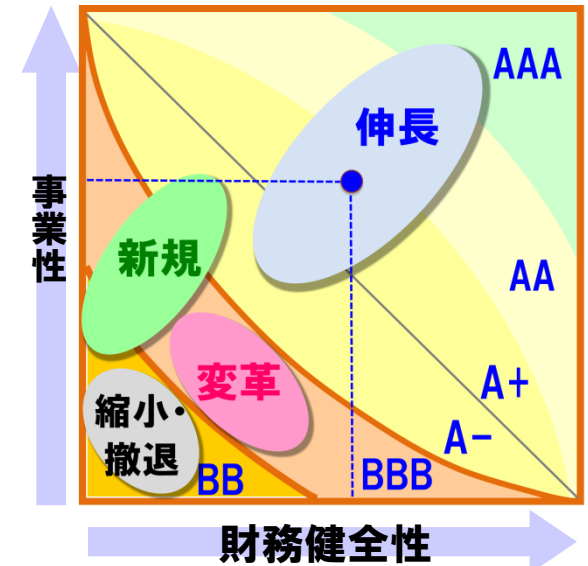
事業別財務状況の把握

財務部門のニーズ

資金の投入先と費消状況
(返済リスク)の把握

戦略的事業評価制度

- 事業単位 (SBU) 毎にBS (自己資本も配分)、PL、CFを把握
- SBU毎に事業性と財務健全性のマトリックスで格付けを行い、格付けに応じて、許容D/Eレシオとデットレートを設定
- これにより、SBU毎に、投下資金限度額と資本コスト (WACC) が決定され、経済的付加価値 (SAV = Strategic Added Value) が算出される
- 期首に、SBU別に格付け、投下資金限度額、資本コストについて評価会議を行い、SBU毎に投下資金量と目標SAV (要求リターン) を決定
- 事業の状況により、SBU長がEquityが過大と判断すればWACCを下げるために (SAVを上げるために) Equityの返済、逆に投下資金限度額を上げる必要があると判断すれば、Equityの追加 (目標SAVがあがる) を申請し、審議を行う



SBU: Strategic Business Unit BS: Balance Sheet PL: Profit and Loss CF: Cash Flow D/E: Debt /Equity WACC: Weighted Average Cost of Capital 加重平均資本コスト

戦略的事業評価制度に基づくポートフォリオの組換え

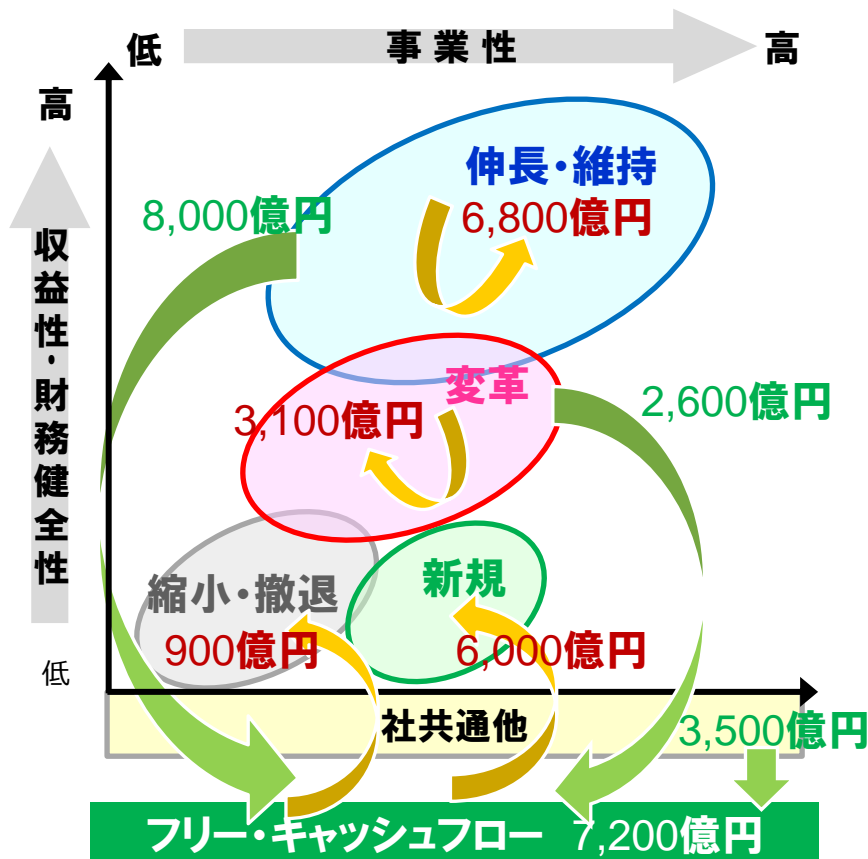
戦略的事業評価制度の下では、低格付事業は資本コストが上がり、投下資金限度額が減少。その結果、経済的付加価値がマイナスになったSBUは事業継続性について、トップレベルで再評価(リソース配分委員会)し、ポートフォリオの組換えを促進。

	事業買収	事業統合 (含むメジャーJV)	事業譲渡 (含むマイナーJV)
2008~2011 戦略的事業 評価制度前	<ul style="list-style-type: none"> フォークリフト (ロックラー) 		<ul style="list-style-type: none"> 製紙事業 (メットオ) アンカードリル事業 (MCDプロダクト) 新キャタピラー三菱株式売却
12事計以後 戦略的事業 評価制度後	<ul style="list-style-type: none"> 工作機械 (Federal Broach) ガスタービン (PWPS) 有機ランキンサイクル (Turboden) フォークリフト (ユニキャリア, Daily Equipment) 製鉄機械 (Concast) 冷熱 (東洋製作所) <p style="text-align: center;">売上増 約2,700億円</p>	<ul style="list-style-type: none"> フォークリフト (ニチュ) 火力発電 (日立) 製鉄機械 (シーメンス、IHIメタルテック) 洋上風車 (Vestas) <p style="text-align: center;">売上増 約5,300億円</p>	<ul style="list-style-type: none"> 商業印刷機 (リヨービ) 橋梁 (宮地エンジニアリング) シールド掘削機 (JTSC) 自動車用エンジンバルブ (フジオーゼックス) 射出成形機 (宇部興産機械) エステート事業 (JR西日本) リチウム二次電池 (デルタ電子) 産業用クレーン (住友重機械搬送システム) 湘南モノレール (みちのりホールディングス) 船用ディーゼルエンジン (J-ENG) 水門事業 (佐藤鉄工) X線治療装置 (日立) ETC車載器 (古野電気) <p style="text-align: center;">売上減 約1,400億円</p>

事業ポートフォリオに基づくリソースの再配分

創出したキャッシュで、成長投資と株主還元を行いつつ、有利子負債を削減し、グローバル競争に耐え得る財務基盤を強化

FY2012～2017（6年間）



ポートフォリオ別のCF経営

伸長・維持

- ・高い収益性によりCFを創出
- ・投資の継続と余剰資金の全社還元

変革

- ・収益性、資本効率の改善によりCFを創出、余剰資金を全社に還元

新規

- ・伸長・維持、変革が獲得したCFを原資に将来事業に向けた投資を継続

株主還元(配当) 約2,300億円

財務基盤の強化
(主に有利子負債削減)
約4,900億円

4. CFOとして課題にどのように取り組むのか(4)

- 自社の経営状態を把握する適切な経営指標の設定

経営状況は数値化して把握する以外にはない。最も古典的かつ広汎に使われている手段は財務3表（複式簿記）であるが、これを十分に使いこなしている経営者は意外に少ない。

また、経営理論の発達の中で、様々なKPI（EVA、ROEなど）が発案されているが、日本企業において、これらが日々の経営にどこまで定着しているかは疑問なしとはしない。

更に、各企業はその業容により光を当てるべきポイントが異なるはずであり、自社を適切に評価するKPIをどう見つけるかは重要なポイントである。

経営管理指標の高度化

三菱重工はこの10年間、①当社の事業に適しており②恣意性が入りにくく③事業及び財務リスクの認識・測定（経営のモニタリング）に適した指標を模索し経営指標を高度化させてきた。現状はTOPが最重要経営管理指標

PL

2010事計以前 伝統的な業績管理指標としてPL重視（受注・売上・利益）
3重工合併（昭和39年）以降、製品事業別自己資本制度を維持していたが、平成4年廃止

CF

2012事計 リーマンショック（2008年）後の財政悪化、MSJ等への大型投資を念頭に、CF重視の経営へシフト（CFは2～3年後の経営成績とゆるやかな相関関係：損益改善の先行指標）

BS

CFの改善はBSの効率化が前提、CCCを重視し生産効率性に着目すると同時に、固定資産の効率化を含めたBS全体の効率化を進める

CCC: Cash Conversion Cycle（ $\text{運転資金} \div \text{売上} \times 365 \text{日}$ ）

TOP

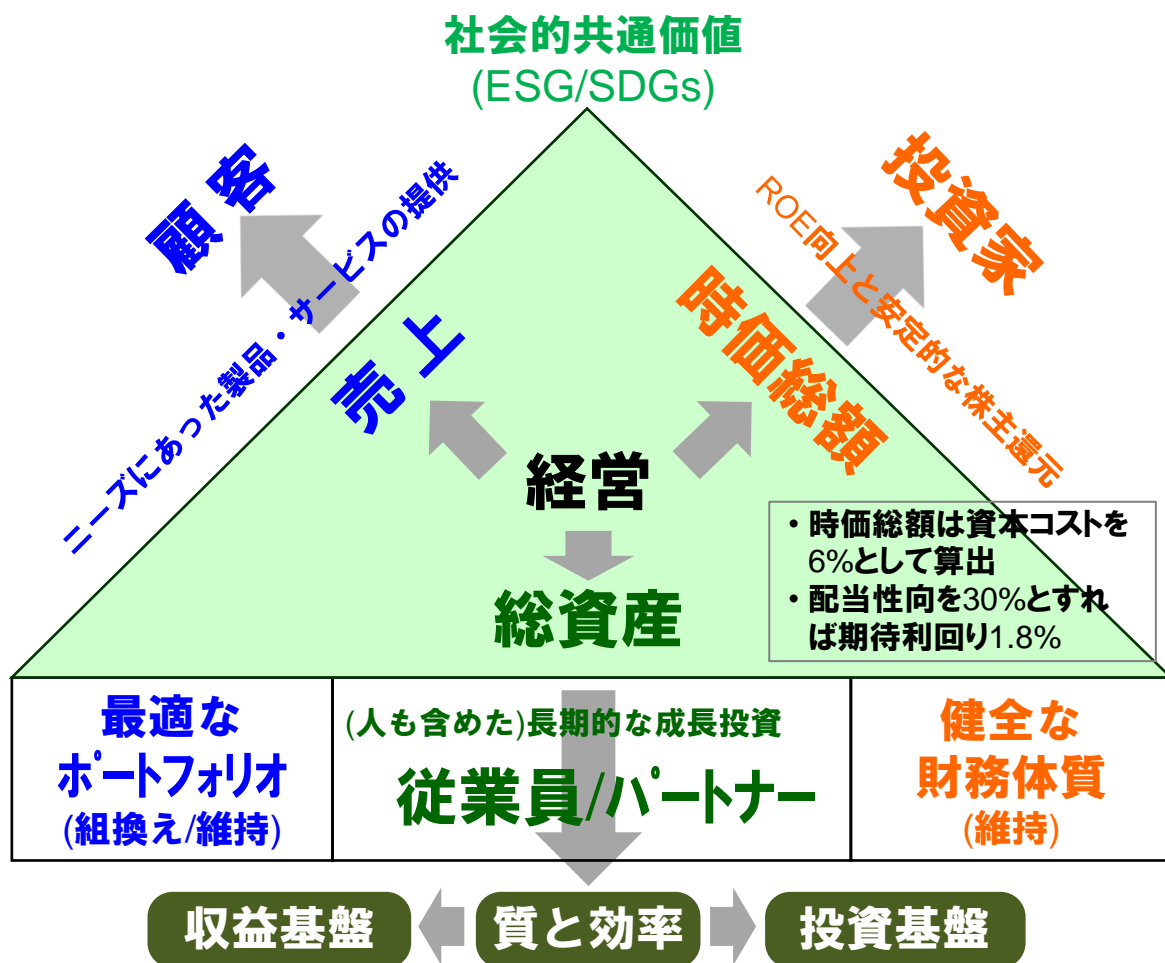
2018事計 BSを基盤にして、それが生み出す事業規模、企業価値のバランスを見る包括的指標としてTOPを採用。全社だけでなく、製品事業（SBU）別にTOPをみることによって、各SBUの課題を明確化

TOP: Triple One Proportion（ $\text{売上} : \text{総資産} : \text{時価総額} = 1:1:1$ ）

TOP (Triple One Proportion) コンセプト

当社グループが各ステークホルダーと社会のニーズに持続的・調和的に応える経営目標 (比率)として、**売上:総資産:時価総額 = 1:1:1**を設定(注)⇒ **‘新しい3方良し’**

(注)将来指向:総資産 ≤ 1、時価総額 ≥ 1



効率的で質の高い事業活動 (総資産)を最優先要件に、

+

財務健全性の維持と成長の為の投資を中期的にバランスさせる経営により、

||

長期安定的な企業価値の向上を目指す

$$\begin{aligned}
 \text{ROE} &= \frac{\text{【収益性】 純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{【資産効率性】 売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{【財務健全性】 総資産}}{\text{株主資本}} \\
 &= \frac{\text{売上高}}{\text{純利益率}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{回転率}} \times \frac{\text{財務}}{\text{レバレッジ}}
 \end{aligned}$$

TOP (Triple One Proportion) コンセプト

- 古河グループの古河電工、富士電機、富士通、FANUC、計4社のTOP達成状況を見てみると、より若い法人 (BS)程、TOPに近い
- 4社単純合算値を見ると、ほぼTOPを達成している

会社名 (証券コード)	三菱重工 (東証: 7011)	古河電工 (東証: 5801)	富士電機 (東証: 6504)	富士通 (東証: 6702)	FANUC (東証: 6954)	古河+富士電機 +富士通+FANUC 4社合算値	富士電機 +富士通+FANUC 3社合算値
2019年度実績							
TOP比率 [金額 単位: 兆円]	0.81: <u>1.00</u> : 0.18 [4.04: 4.99: 0.92]	1.15: <u>1.00</u> : 0.17 [0.91: 0.79: 0.14]	0.90: <u>1.00</u> : 0.37 [0.90: 1.00: 0.37]	1.01: <u>1.00</u> : 0.65 [3.86: 3.19: 2.02]	0.33: <u>1.00</u> : 1.99 [0.50: 1.50: 2.99]	0.95: <u>1.00</u> : 0.85 [6.17: 6.48: 5.52]	0.92: <u>1.00</u> : 0.95 [5.26: 5.69: 5.38]
ROE	7%	7%	8%	13%	5%	9%	9%
売上高純利益率 (純利益÷売上高)	2.2%	1.9%	3.2%	4.1%	14.4%	4.5%	5.0%
総資産回転率 (売上高÷総資産)	0.81	1.15	0.90	1.21	0.33	0.95	0.92
財務レバレッジ (総資産÷株主資本)	4.09	3.30	2.72	2.56	1.12	2.02	1.92
信用格付	R&I	A+	N/A	A-	A	N/A	N/A
	S&P	BBB+	N/A	N/A	BBB+	N/A	N/A

設立 (決算時の企業年齢) 1884年 (135歳) 1896年6月 (123歳) 1923年8月 (96歳) 1935年6月 (84歳) 1972年5月 (47歳)
 低回転・低収益 → 高回転・高収益 低回転・高収益

4. CFOが課題にどのように取り組むのか(5)

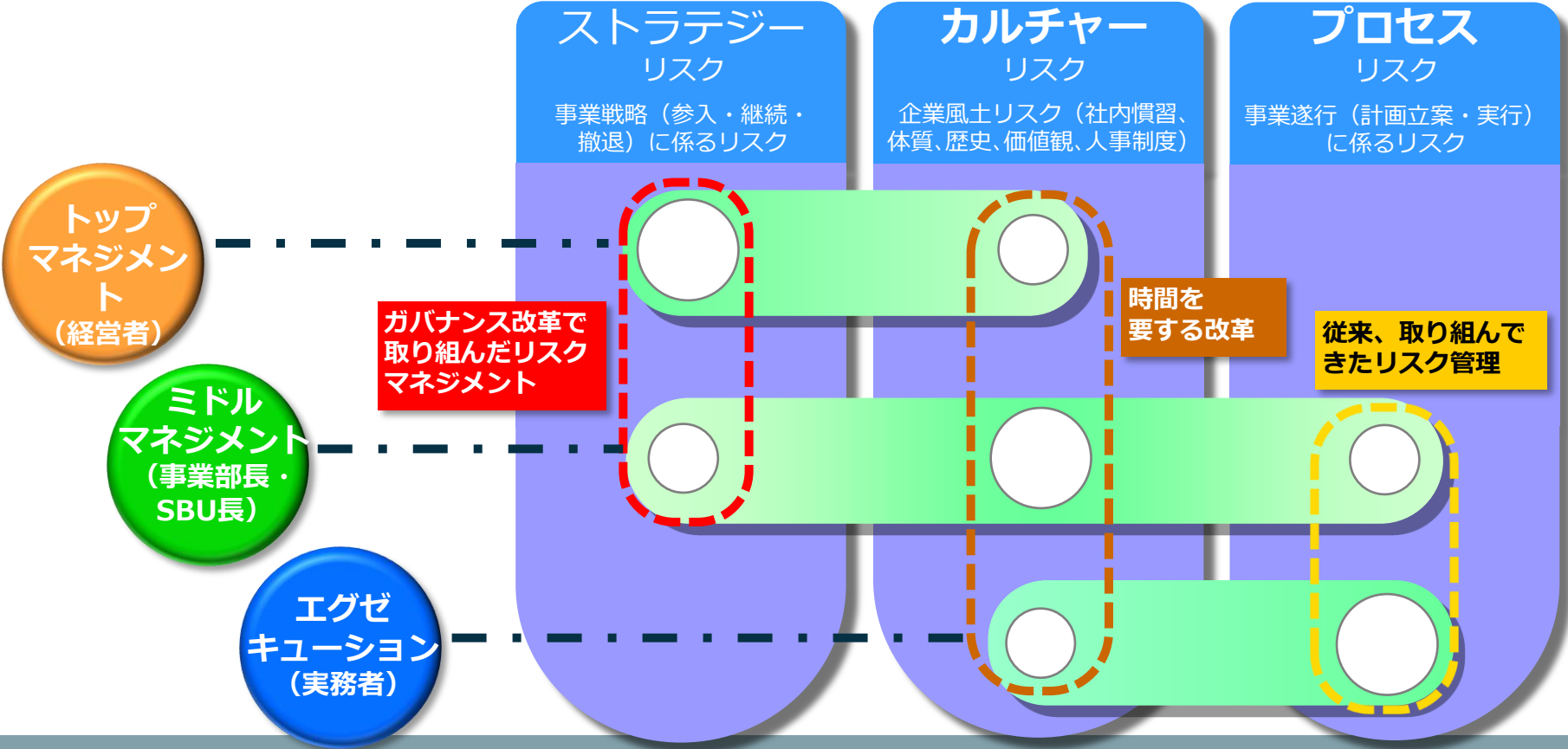
● 適切なリスクマネジメント

事業を営んでいる以上、リスクから逃れることはできない。企業は様々な自然現象や社会現象に起因するリスクのほか、技術や商務など各社の事業運営そのものから生じるリスクなど、幅広いリスクに晒されており、これをどのようにマネジメントするかは企業価値の維持向上にあたっての重要なポイントである。

CFOは、これらのリスク因子をできるだけ早く察知する手段（視点）を用意して（養って）おくほか、リスクをマネージするために独自のリスク分析手段をもっておく必要がある。

リスクプロファイルの明確化

- 事業リスクは戦略、カルチャー、プロセス各々のレベルに存在する。
- リスクマネジメントには、所在・内容の的確な把握と、経営者、事業部長・SBU長、実務者のどの階層で影響を評価し対処すべきか？ についての適切な判断が必須。
- 従来のリスク管理は実務者によるプロセスレベルでの対処に偏っていたが、今後はこれを改め、新しく整理したプロフィールに沿って対処していく。



5. CFOが身につけるべき武器(1)

CFOとしての絶対条件 (資質)

- 経営を数値で語れること
(夢を語る人に「夢なら寝て見てくれ」と冷たく言放つ人非人)
- 不都合な事実から目をそらさないこと
(「あるもの」はあるし、「ないもの」はないと言い切る冷血漢)
- 不必要な忖度はしないこと
(「事実」に基づき他人を批評・非難することを恐れない鉄面皮)



よって、CFOは「嫌われ者」 ゆえに社内をリードするためには、何らかの武器が必要

5. CFOが身につけるべき武器（2）

私の場合は以下の ‘三種の神器’

- 事業を客観的に見る ⇒ 戦略的事業評価制度
経営判断の合理性
- 適切なリソース配分 ⇒ リソース配分委員会
事業ポートフォリオの最適化
- 財政を健全化する ⇒ C F 重視の経営（C C C）
B S の効率化



全社、各事業部門が目指す「ゴール」⇒ T O P

6. CEOとの関係(距離感)

- CEOとCFOは必ずしも価値観を共有しない
(全く価値観を異にすることもありうる)
- それでも大きな決断をしようとする時にCEOとの連携は必須
- よってCEOとの日頃からの信頼関係の構築は大切
- CEOと良い緊張関係を保つということは、ある意味パワーバランス(内部統制)の問題でもある

社外役員、投資家、金融機関、他のコーポレート部門、事業部門の信頼を勝ち取ることも大切(フェアであると評価されること)



CEOとしての武器をどのように磨いておくかがカギ

7. まとめ

- 日本企業が企業価値の低迷に喘いでいる現状、企業価値をあげることを最大の任務とするCFOの役割は極めて重要
- 企業価値を高めるためには、事業の新陳代謝が欠かせず、その新陳代謝を効率よく進めるためのツールが必要（社内の合意形成）
- 一方で新しい事業を生み出すためのリソース（資金）を確保するために、財政の健全化を図ることが前提
- これらをスムーズに行うために最適なKPIを設定し、社内外に対して経営の説明責任（経営合理性の証明）を果たす（第三者から批判を受ける）ことが大切

ご清聴ありがとうございました。

MOVE THE WORLD FORWARD

**MITSUBISHI
HEAVY
INDUSTRIES
GROUP**