■論 文———■

経営資源配分の適切性をどう説明するか

～キャッシュ・アロケーションに焦点を当てて～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授

円谷 昭一

1．経営資源配分への注目が高まる

経営資源配分への注目が集まっている。改訂作業が進められているコーポレートガバナンス・コードでは、現時点で成案は公表されていないものの「コードのスリム化・プリンシプル化」「経営資源配分の適切性の検証等の明確化」「有価証券報告書の株主総会前開示」「取締役会の機能強化」という改訂の軸がすでに表明されている。どれも重要な論点ではあるものの、筆者が特に注目しているのが「経営資源配分の適切性の検証等の明確化」である。

〈目 次〉

1．経営資源配分への注目が高まる
2．キャッシュ・アロケーションの開示が増加
3．「付加価値分配計算書」の挑戦
4．開示府令改正との関係

単に“経営資源配分”といってもその含意は多岐にわたる。真っ先に思いつくのは手元資金の保有量とその使途についてであろう。将来成長のためにどのように手元資金を投資や研究開発に振り向けていくのか、という企業成長の道筋に関する説明が求められるのはとりわけ上場会社であれば当然のことであろう。それとともに、過剰に保有している手元資金をどう活用していくのか説明してください、という機関投資家からの要望も根強い。換言すれば、「もし過剰に手元資金を蓄積しているのであれば株主に返してください」という主張でもある。したがって手元資金の使途とともに自社が考える最適な保有水準についても企業側に説明を求める圧力が高まってきている。

さらに、経営資源配分を考える際には時間軸を考慮する必要がある。同一のステークホ

ルダーであっても時間軸の違いによって求める配分は異なってくる可能性があるからである。たとえば、短期間でリターンを達成しようとする投資家に向けて短期的に株主還元を最大化させたとしても、中長期でリターンを達成しようとする投資家はそれを望まないかもしれない。手元資金が過度に流出したり投資額が削減されることによって将来の株主還元の原資が失われる可能性があるからである。このように同一のステークホルダーであっても時間軸の違いによって利害が相反することを水平的エージェンシー問題と呼び、学術界でも注目が高まってきている（詳しくは太田［2025］50頁などを参照）。

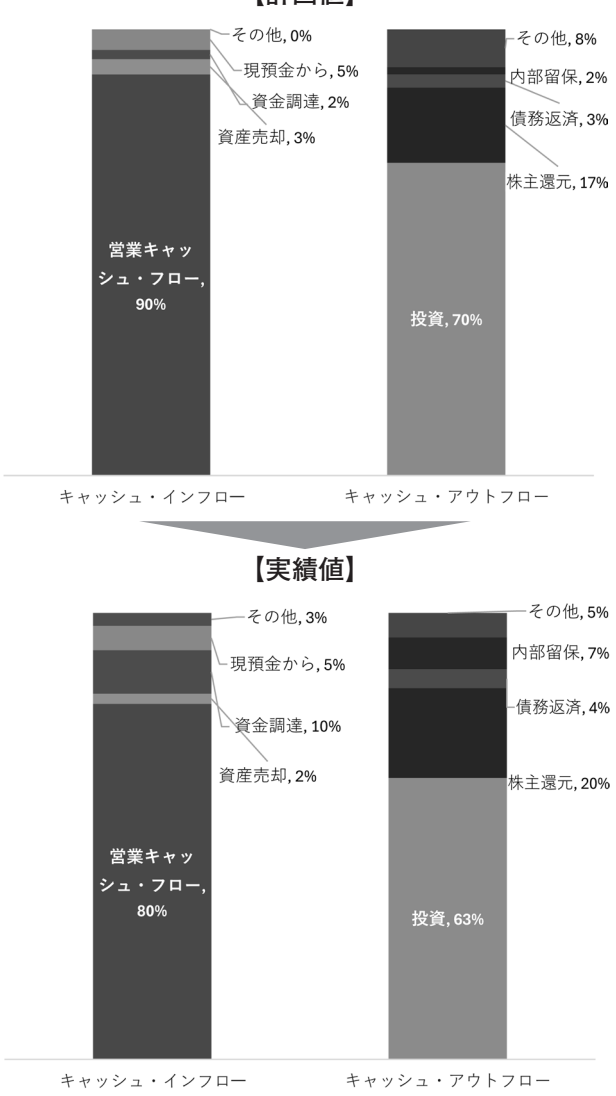
2．キャッシュ・アロケーションの開示が増加

では、企業側はどのように配分の適切性を説明すればよいのであろうか。その１つの方法がキャッシュ・アロケーションの図表を用いた説明である。一般的にはキャッシュ・インフローとキャッシュ・アウトフローとを対照して記載しているものが多い。数年前まではこの図表を開示する企業はまだ少数であったが、2024年あたりから一気に広がってきた。円谷研究室が2025年12月時点で公開されている最新の統合報告書1,063社分を調査(注１)したところ、496社で何らかのキャッシュ・アロケーションに関する図表が開示されており、そのうち404社では金額も記載されていた。もちろん、決算説明や中期経営計画に関する資料の中で開示している企業もあるので、実際の開示数はさらに多いと思われる。

もちろん、表現の仕方は各社各様であり、金額が入っていない単なるイメージ図のようなものもあれば、想定される投資収益率やセグメント別の投資額などを詳細に記載しているものもある。採用されている項目も各社で異なり、キャッシュ・インフロー側では「営業キャッシュ・フロー」「資金調達（負債・株式）」「資産売却」が多く、キャッシュ・アウトフロー側では「成長投資」「研究開発投資」「設備投資」「M&A」「負債返済」「株主還元」などの項目を採用する企業が多い。集計期間も様々で、過去の実績と今後の計画値を対比させて掲載したり、中期経営計画での計画値と実績値（進捗値）とを比較したり、今後10年間といったような長期での計画値を公表しているものもある。したがって、各社の図表を単純に集計するのは極めて困難であるが、2025年12月時点での日経225採用企業に限定したところ、98社の統合報告書で図表が掲載されており、そのうちの11社で計画値と実績値の双方を入手できた。

この11社の計画値と実績値とを会社ごとに比率化し、それを平均した（図表１）。キャッシュ・アウトフロー側では当初計画では成長投資、設備投資、研究開発といった「投資」が支出全体の70％を占めているが、実績で見ると全体の63％にとどまっており、その

（図表１）キャッシュ・アロケーションの計画値と実績値



（出所）円谷研究室作成

差分は内部留保と株主還元（配当・自己株式取得）に振り分けられているようである。昨今、企業の手元資金の積み上がりと株主還元の増加が指摘されているが、キャッシュ・アウトフローの計画値と実績値の比較からもこうした主張と整合する結果が得られた。今回の集計はあくまでも暫定的なものでありサンプルも少なく参考情報の域を出ない。今後は集計対象を上場全社に拡大し、統合報告書以外のIR資料からも情報を収集して同様の調

査を行う予定である。

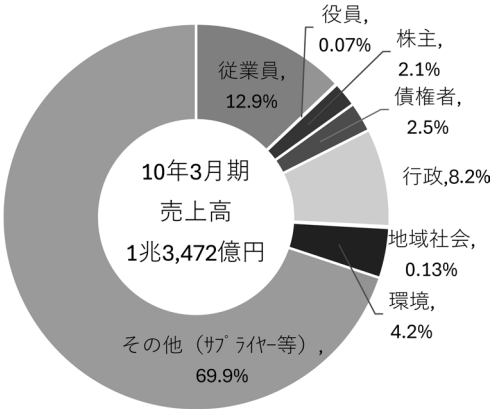
作業を通してキャッシュ・アロケーションの開示に関して大きく２つの課題が浮き彫りとなった。まず、キャッシュ・インフローとキャッシュ・アウトフローの総額が等しい企業が多い（とりわけ計画値において）。もちろん両者が等しくなることもあるが、通常は両者に差異が生じるはずである。インフロー＜アウトフローであれば手元資金が取り崩され、逆にインフロー＞アウトフローであれば手元資金が増加すると思われる。したがって、手元資金の増減もアロケーションに追記していくこととなれば、手元資金の保有水準に関する説明、つまりバランスシート・マネジメントについての説明が必要となってくる。実際にバランスシート・マネジメントと関連付けながらキャッシュ・アロケーションを説明する企業も出てきている。

次に、投資支出の妥当性の説明である。投資支出からの期待されるROICやセグメント別の支出額を記載している企業も少数だが存在する。ROICを開示するということは、資本コストとの比較から投資支出の妥当性を説明することにつながる。また、セグメント別に投資額を開示することは事業ポートフォリオの組み替えに関する情報を提供することにもなり、キャッシュ・インフロー側の資産売却によるキャッシュもまた資本コストを意識した事業の選択と集中と関連してくる。資本コストの概念や事業ポートフォリオの組み替えまで加味したキャッシュ・アロケーションの開示はまだごく少数にとどまるものの、先駆的な企業が現れてきているのも事実である。

３．「付加価値分配計算書」の挑戦

前節ではキャッシュ・アロケーションに焦点を当てたが、キャッシュ・インフローの主たる原資である営業キャッシュ・フローをどのように生み出すかの説明がそもそも求められる。ここでの営業キャッシュ・フローはキャッシュ・フロー計算書からの単なる抜き書きではない。獲得が期待される収入を仕入れ先や従業員にどのように配分するかを考え、その結果としてどの程度の営業キャッシュ・フローが持続的に生み出されるかを考える必要がある。さらに仕入れ先や従業員への配分を考える際には、仕入れ先がサステナブルであるために必要な支払い額はいくらであるか（とりわけ多重下請け構造の業種など）、従業員への配分も給与・賞与だけにとどまらず、年金拠出、株式報酬、福利厚生、訓練、採用といった人的資産の視点での配分率となるであろう。こうした開示は一見するとかなり難易度の高いもののように感じられるが、実は日本企業は以前にこのような開示をしていた時期がある。統合報告書の発行が盛んになる前に一部の日本企業はCSR報告書を発行していた。その中では総収入をどのようにステークホルダーに配分するかのイメージ図を掲載

（図表２）総収益の配分の開示例



従業員	人件費、教育研究費
役員	役員報酬、役員賞与、役員退任慰労金
株主	配当金
債権者	支払利息、社債利息
行政	法人税等、事業税、電源開発促進税、固定資産税
地域社会	寄付金、諸負担金、メセナ活動費、ボランティア支援活動費
環境	環境活動費
企業内部	任意積立金、次期繰越金
その他	上記以外

（出所）九州電力「CSR報告書（2010年版）」より抜粋

する企業があった。たとえば図表２は九州電力「CSR報告書（2010年版）」に記載されたものである。もちろんこの図表が単独で掲載されているわけではなく、その前後には同社の考え方が述べられているのである。

その後の統合報告書の時代には図表２のようなイメージ図は残念ながら消えていったが、付加価値の配分を考えるという作業は日本企業にとって未知の作業では決してない。実際に、図表２に示した開示と通底する令和版の付加価値分配計算書（Distribution Statement）の開示が始まっている。この動きを主導しているのが早稲田大学のスズキトモ教授であり、スズキ研究室による協力のもとでアステナホールディングスが統合報告書（2025年版）の中で付加価値分配計算書を掲載している（詳しくはスズキ［2026］を参照）。

もちろん、ステークホルダーへの配分の原資となる収入の獲得がどのように推移するかを示すためには自社の市場シェアや製品・サービスの価格優位性などによる説得力を持った説明が求められるであろう。収入獲得の拠り所となる自社の目指すところ（パーパス等）の記述も重要となる。まさに統合報告書で求められている開示の縮図と言ってもよいであろう。このようにキャッシュ・アロケーションおよび営業キャッシュ・フローの前提となる付加価値分配に関する情報は他のさまざまな開示へと連環していく要となる可能性がある。コーポレートガバナンス・コードの改訂をきっかけとして経営資源配分に関する説明がどのように進展していくかを注視していきたい。

４．開示府令改正との関係

ここまでは改訂作業中のコーポレートガバ

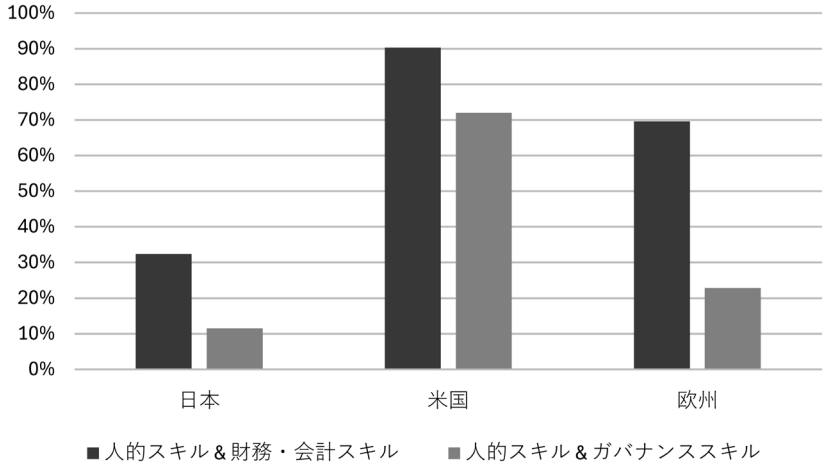
ナンス・コードの内容に沿って私見を述べてきた。2026年は有価証券報告書での新たな記載も控えている。2026年２月20日に金融庁が「「企業内容等の開示に関する内閣府令及び特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」等の公布及びパブリックコメントの結果について」を公表している。改正内容は大きく「サステナビリティ開示基準」「人的資本開示に関する制度見直し」「その他の改正事項」に分かれている。このうち人的資本開示についてはこれまで述べてきた経営資源配分に関する開示との親和性が特に強い。具体的な改正点の中には「従業員給与等の決定方針」の開示が含まれている。従業員の給与等の決定方針はまさに経営資源配分と表裏一体である。

従業員への配分と他のステークホルダー（たとえば株主）への配分とは一見するとトレードオフの関係に見えるが、企業が成長していくという前提に立てば決してトレードオフの関係ではない。たとえばアシックス社の「グローバル・プロフィットシェア」制度は有名である。同社は株主資本の10％を資本コストに設定し、当期純利益からこの資本コスト（株主資本×10％）を控除した“超過利益”の10％をプロフィットシェアとして全従業員に配分している。株主の取り分を従業員に配分しているように見えるものの、「機関投資家の株主からは、『よくやった』という前向きな反応が多かった」（注２）という。“プロフィットシェア”という制度の名称は、プロフィットという付加価値をどうステークホルダー間でシェア（配分）するかという考え方そのものである。前述の有価証券報告書の改正では「使用人のみを対象としたストックオプション制度や役員・従業員株式所有制度を導入している場合には、これらの制度の概要」も開示が求められる（注３）。株価や資本コストを意識した従業員報酬制度への関心も高まる中で、その前提として従業員・株主を含んだステークホルダー間でのプロフィットシェアについて考えていかなければならない。

ただし、こうした昨今の潮流にどれほどの日本企業がうまく対応していくことができるかは未知数である。筆者がそう思う理由はいくつかあるのだが、そのうちの１つが経営陣のスキルに関するものである。ここまで述べてきたように人的資本の領域と会計・ガバナンスの領域とが重なり合う部分が増えてきている。つまり経営陣の中にもこの２つの領域で経験・能力を持った人材が求められてくるであろう。人的スキルと会計・ガバナンススキルとのスキルの“複線化”が必要になってくる。

円谷研究室では日米欧企業が開示しているスキル・マトリックスを調査し、人的スキル（注４）を保有している取締役が財務・会計スキルおよびガバナンススキルを同時に保有しているかを調査した。調査対象は日本企業はTOPIX Core30構成企業、米国はダウ30構成企業、欧州は英仏独の時価総額上位10社（計

（図表３）人的スキルと他スキルとの多重保有の国際比較



（出所）円谷研究室作成

30社）という極めて限られたサンプルであるが、調査対象企業の人的スキル保有者のうち、財務・会計スキルおよびガバナンススキルを同時に保有している取締役の比率を示したのが図表３である。

日本企業では人的スキルを保有する96名のうち31名（32.3%）が財務・会計スキルを同時に保有しており、ガバナンススキルについては11名（11.5%）であった。これが米国企業では人的スキル保有者93名のうち、財務・会計スキル保有者が84名（90.3%）、ガバナンススキル保有者が67名（72.0%）であった。欧州企業では92名のうち財務・会計スキル保有者が64名（69.6%）、ガバナンススキル保有者が21名（22.8%）となっている（注５）。もちろん、スキル項目の定義やスキル「有り」と判断する基準が日米欧で異なると思われるため単純に比較はできないが、様々な制度改正によって財務・会計、ガバナンス、人事など複数のスキルが交錯する重複部分が増えてきている中でそれに対応できる能力を備えた取締役会を構築することも求められている。

本稿では注目が高まってきている経営資源配分について、キャッシュ・アロケーションを中心に私見を述べてきた。各ステークホルダーへの経営資源の配分を考えた時に、短期的には各ステークホルダー間の配分にトレードオフが生じ、その調整を考えることが必要になる場合もあるだろう。ただ、アシックス社の事例にあるように中長期で業績を高めることで各ステークホルダーへの配分をそれぞれ増加させていけるであろう。配分に関する自社の考え方を説明・開示することもまた必要となる。このように企業への要求水準は高まる一方である。ガバナンス・コード改訂対

応、有価証券報告書改正対応……と個々に対処する企業が多いとは思うが、自社にとっての経営資源配分とは何か、そうした議論ができる能力を備えた取締役会が構成できているかどうかなどを考えるよい機会だと前向きにとらえ、単なる“対応”から一歩踏み込んで自分事として取り組んでみたらどうであろうか。

〔参考文献〕

・太田　洋『コーポレートガバナンス入門』岩波新書, 2025年５月.

・スズキトモ「高市政権下のコーポレートガバナンス改革と開示政策の方向性」『企業会計』Vol.78 No.4, 2026年４月.

(注１) 調査に際して直原龍之介氏、中村亮太氏、藤本恵花氏、浜口つばめ氏に協力してもらっている。

(注２) 朝日新聞デジタル2025年11月17日付の中での同社人事担当常務の発言。

(注３) 同日に公表された金融庁「「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」によれば「一般的なリストリクテッド・ストックについては、開示府令第二号様式の「従業員の状況」への記載は求められません」（コメント180・181に対する「金融庁の考え方」）と述べられており、従業員を対象とした株式報酬制度全般の開示が求められているわけではない。

(注４) 円谷研究室の独自の定義であり、具体的には「人的資本」「人事」「人事労務」「人材開発」「HR（ヒューマン・リソース）」「組織」といったスキル名を総称して「人的スキル」と呼んでいる。

(注５) 日本企業については東証プライム全社（1,504社）でも調査を行っており、人的スキル保有者3,525名のうち、財務・会計スキルの保有者は1,100名（31.2％）、ガバナンススキルの保有者は294名（8.3％）であり、図表３で示したTOPIX Core30採用企業と比べると人的スキルとの多重保有者の比率はやや低下する。