

# 2019年度 HFLP-B 最終報告書

1. 学びと気づき:通常セッション
2. 学びと気づき:Workshop  
エクセレントカンパニーの分析「稼ぐ力・資本生産性」
  - ① オムロン
  - ② 東京エレクトロン
3. 自社に持ち帰りたい点

2020年6月6日  
TDK株式会社  
林 秀博

# 学びと気づき

## 1. 通常セッション

## 【通常セッション】 学びと気づき:全体を通じて

- 一番最初に伺った話…CFOはスーパー経理部長ではない
- ではCFOとは？通常セッションを通じての自分なりの結論：
  - 経営者の一人として、企業価値の創造・向上を行なう役職
  - 現状の延長線上にある成長ではなく、バックキャストिंग＝将来の社会・事業環境を予想
  - その中での当社のポジション・市場優位性を描き、現状の延長線上とのギャップを埋めるにはどうするかを構想し、実際に埋めていく
  - 社外に対しては、当社の経営理念や、実現したい社会の姿、それを実現するための戦略を一貫したストーリーとして投資家に語り、賛同と信頼を得る
  - 守備範囲は、財務諸表の分析・最適化にとどまらず、企業価値創造のためのあらゆる要素・企業価値に影響を与えるあらゆる要素に関与する
    - 説明責任と執行責任を持つ
    - 無形の投資、SDGの活動が企業利益・価値にどう直結するか、気象変動等リスク

# 通常セッションの概要①

区分	題目	講師	概要
企業価値経営論	企業価値経営論	伊藤邦雄教授	企業価値創造経営の本質、その実践にあたっての課題をめぐり討議する。討議を通じて、企業価値経営をめぐる問題意識や全体像を把握する。
ファンダメンタル分析 + コーポレートファイナンス	ファンダメンタル分析 I & II	加賀谷准教授 佐藤和佳子氏 (三菱UFJモルガンスタンレー証券)	会計・財務数値などを活用したファンダメンタル分析を行う。企業経営の現状や課題を見抜く力を磨き高める。財務・会計数値の背後で起こっている企業戦略・経営行動の動きを見抜くことの意義・重要性を体感する。
	(フォローアップセッション)	加賀谷准教授	企業価値を意識した業績指標のひとつEVAの算出手法と、それを活用した価値創造の手法を学ぶ。
	コーポレートファイナンス	中野誠教授	配当政策や資本構成など価値創造と企業財務戦略との関係について学ぶ
企業価値創造に結びつけるためのロジック・実務①	国際金融・為替リスク管理	小川英治教授	為替リスクの基本思考や特徴などから、そのトレンドをいかに読み解き、管理していくべきかについて。為替リスクを読み解く上での示唆を得る。
	経営戦略論	青島矢一教授	経営戦略を考えるにあたって本質的な考え方 それを持続的な企業価値創造に結び付けるにあたっての基本思考について
	マーケティング	鷲田祐一教授	ユーザー・イノベーションや未来洞察法について
	格付け評価	三宅伊知朗氏、山本武成氏 (S&Pジャパン)	格付け評価の現状と課題についての講演
	税務計画	朝長英樹氏(日本税制研究所) 角田伸広氏(EY税理士法人)	国内制度を中心とした、税務計画をいかに実践すべきかについて 国際税務を中心とした、BEPS・税務計画、国際税務分野の現状について
企業価値創造に結びつけるためのロジック・実務② M&A	証券市場をめぐる潮流	別所賢作氏 (三菱UFJモルガンスタンレー証券)	日本の証券市場における最新の潮流について、M&Aやアクティビストの動向などを中心とした講演。
	規律あるM&A戦略のために	朱殷卿氏 (コアバリューマネジメント)	持続的な企業価値創造にあたってM&Aをいかに活用すべきか
	事例：武田薬品・シャイアー買収	土居浩一郎氏、本郷陽太郎氏、 藤森裕司氏(JP モルガン)	日本で史上最高額の案件となった武田薬品工業のシャイアー買収をめぐる様々な課題や論点についての講義と討議
	事例：東京海上のグローバル戦略	藤井邦彦氏 (東京海上ホールディングス)	実際にM&Aを活用し、持続的な企業価値創造を実現している企業のケース・スタディー。分析対象企業は東京海上ホールディングス。 経営者の視点で、どのような問題意識を持ち、どのようなことを考えたのかをケース・スタディー、グループディスカッションで体感する。

## 通常セッションの概要②

区分	題目	講師	概要
企業価値創造に結びつけるための実践的な取り組み	交渉論	福森哲也氏 (STIサポート)	コーポレート・ディレクションなどで日本企業におけるアジア進出などをアドバイスする中で得られた知見に基づく交渉論についての講演
	ESGエンゲージメント	松原稔氏 (リソナアセットマネジメント)	ESGを基礎とした集团的エンゲージメントなど、ESGの領域の最前線で起こっていることについて
	リスクマネジメント	神林比洋雄氏 (プロティビティ)	リスク・マネジメントの最新の潮流についての講演
	戦略的IR	浜辺真紀子氏 (ディップ)	投資家からの信頼を獲得するためのIRのあり方についての講演
	デジタルトランスフォーメーション	仲川幾夫氏 (コニカミノルタ)	デジタルトランスフォーメーションについての講演
価値創造プロセス	アナリストによる企業評価	松島憲之氏 (三菱UFJリサーチ&コンサルティング)	証券アナリストをめぐる最新の潮流や非財務情報を活用した企業評価についての講演
	受講者企業から学ぶ	上林季之氏 (村田製作所) 関崎陽子氏 (丸井グループ) 村中秀樹氏 (テルモ)	それぞれの会社における企業価値創造の取り組みについての講演
	投資家との対話	三瓶裕喜氏 (フィデリティ投信)	日本における投資家との対話・エンゲージメント促進についての講演
		グループ討議	伊藤レポート2.0(価値協創ガイダンス)に基づく、自社の価値創造プロセスについてのグループ討議、プレゼンテーション
企業価値創造におけるCFOの役割	江間賢二氏 (HOYA元CFO)	CFOとしての役割や心構え	
CFO視点での経営管理とイノベーション	昆政彦氏 (スリーエム・ジャパンCFO)	世界で最も革新的な企業と評価されることも多い同社でCFOがどのような役割を果たしているのか	
総合商社の業態変革と収益・リスク管理手法の変遷	内野州馬氏 (三菱商事常勤監査役)	三菱商事が大きく事業構造改革を実践する中でいかに稼ぐ力を高めてきたか等	
新時代CFOの財務・非財務戦略・見えない価値を見える化する「ROESG」モデルの訴求	柳良平氏 (エーザイCFO)	不確実性の高い医薬品事業領域において、稼ぐ力を高めるための仕組みをいかにして浸透させているか、投資家の信頼をいかに獲得し、長期的な投資についての理解をいかに促しているか	
米国企業との経営統合プロセスからの学び	堀哲朗氏 (東京エレクトロン常務執行役員)	プライドマテリアルとの経営統合についての交渉の中で感じ取られた日米企業のCFOの違いや経営システムの違い	
経営改革と女房役の心得	川上徹也氏 (パナソニック)	経営改革と女房役としてのCFOの仕事・心構え	
CEO/CFO Lecture	安藤聡氏 (オムロン)	オムロンにおける価値創造をめぐる取り組み・課題にどのように対峙してきたか	

# 【通常セッション】 企業価値経営論

講師	伊藤邦雄教授
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>• 企業価値創造経営の本質、その実践にあたっての課題をめぐり討議する。</li><li>• 討議を通じて、企業価値経営をめぐる問題意識や全体像を把握する。</li></ul>
学んだこと	<p><b>日本企業の問題点</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. イノベーション志向だが、低収益(=不都合な真実)</li><li>2. ダブルスタンダード経営…投資家への説明と社内論理の使い分け</li><li>3. 間接金融に依拠した資金調達、低いハードルレート、無形資産(稼ぎの源泉)の軽視</li></ol> <p><b>目指すべきところ…売上高純利益率(稼ぐ力)をいかに高めるかが重要</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 好循環を作り出すこと: 持続的にイノベーションを創出し、持続的な高収益に結びつけること</li><li>2. 企業の中長期的な生産性と収益性を高め、グローバル競争に勝つこと。</li></ol> <p><b>「ROE8%」の本質</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 8%は資本コストを超え企業価値を高めるために必要なハードルレート。</li><li>• ROE=投資家が企業に投資する際に最低限期待する収益率</li><li>• 8%=日本企業の資本コストの水準についての投資家の平均値が6.3~7.2%</li></ul> <p><b>方策</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 「ダブルスタンダード経営」をやめる</li><li>2. 投資家との対話をこれまで以上に重要視し、活発にする</li><li>3. 中長期的な成長シナリオ、経営哲学をわかりやすく話し、中長期的な投資を促す努力を続ける。 株主と企業との協創関係・対話を通じた夢の共有が必要(価値協創ガイダンス)</li><li>4. 非財務的ファクターが財務的なものにどう影響するか、一連のストーリーとして語る TCFD…気候変動による財務的影響はCFOのテリトリー。ガバナンスの範囲が広く深くなっている。</li></ol>
気づき	<ul style="list-style-type: none"><li>• 中長期の資金を呼び込むことが、企業活動にも必要であること…イノベーションには時間がかかる</li><li>• 株式は何の担保もない商品だからこそ、非財務も含めたリスク要因、ビジネスモデルに基づく市場優位性・成長ストーリーを一連のものとして・透明性の高い形で説明し、信頼を得るべきことが中長期の資金を得るには必要。</li><li>• また実績としての資本効率性・ROE8%が、確かに企業価値が向上していることの裏付けになること 6</li></ul>

# 【通常セッション】ファンダメンタル分析・コーポレートファイナンス

講師	加賀谷准教授、佐藤和佳子氏(三菱UFJモルガンスタンレー証券)、中野誠教授
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 会計・財務数値などを活用したファンダメンタル分析を行い企業経営の現状や課題を見抜く力を磨き高める。</li><li>・ 財務・会計数値の背後で起きている企業戦略・経営行動の動きを見抜くことの意義・重要性を体感する。</li><li>・ EVAの算出手法と、それを活用した価値創造の手法を学ぶ。</li><li>・ 配当政策や資本構成など価値創造と企業財務戦略との関係について学ぶ</li></ul>
学んだこと	<p><b>ファンダメンタル分析の視点</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・ 統合的評価＝成長性分析＋安全性分析＋効率性分析＋収益性分析</li><li>・ 競争環境→経営戦略→企業行動に影響。これが財務数値として現れ</li><li>・ 同業で比較した場合に財務比率の違いにそれぞれの経営上・財務上の課題を読み取ることができる</li></ul> <p><b>EVA</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・ 企業が株主や債権者の事前の期待に対して実際にどれだけの利益を稼ぎ出したかを示す</li><li>・ 「真の利益」(経済的利益)＝当期純利益－株主資本コスト＝ROE－株主資本コスト率</li><li>・ <math>EVA = NOPAT - 投下資本 \times WACC</math> 将来EVAの現在価値＝MVA(企業価値－投下資本)</li><li>・ EVAを導入する際に、それをどうマネジメントするかが最も重要:花王の4M～浸透させるための</li></ul> <p><b>コーポレートファイナンス:まとめ</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・ WACCの源泉は資産サイド←マーケット評価(右側)に偏り過ぎない</li><li>・ 事業資産の期待収益率を知ること…各事業のROAなどの実績値を用いた算出も考えられる</li><li>・ 余剰現金の期待リターンに要注意…評価の低い事業資産に回るとの憶測から現金が1以下で評価される<ul style="list-style-type: none"><li>・ 純粋に余剰現金のケース…リスク(WACC)低減効果</li><li>・ 投資枠設定して公表したケース</li></ul></li><li>・ レバレッジを上げると、<math>r_e</math>(株主資本コスト)は上昇する(MM第2命題)</li><li>・ ペイアウトすると、<math>r_e</math>(株主資本コスト)は上昇する(MM第2命題)</li></ul> <p>※ 事業資産が変わらなければWACCは変わらない</p>
気づき	<ul style="list-style-type: none"><li>・ EVAについて。M&amp;Aにより取得した事業(自己創設のれんが財務数値として計上)と自前事業(無形資産がオフバランス)は比較するうえで調整が必要ではないか。</li><li>・ 無形資産も含めても総投下資本という点では、本社R&amp;D部門の投資をどうとらえるかが課題</li><li>・ 現金の価値は保有する会社によって変わりうるという説は、非常に面白いというか衝撃的だった。 7</li></ul>



# 【通常セッション】 企業価値創造に結びつけるためのロジック・実務①

講師	小川英治教授、青島矢一教授、鷲田祐一教授、三宅伊知朗氏、山本武成氏(S&Pジャパン)、朝長英樹氏(日本税制研究所)、角田伸広氏(EY税理士法人)
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>マクロ経済や為替リスクの潮流を読み解く視点、為替リスクを読み解く上での示唆を得る。</li><li>経営戦略を考えるうえでの本質的な考え方、それを持続的な企業価値創造に結びつけるうえでの基本思考</li><li>マーケティングにおいて重要な概念となりつつあるユーザー・イノベーションや未来洞察法について</li><li>格付け評価の現状と課題/国内税務計画・国際税務計画について</li></ul>
学んだこと	<p>※ 興味深かったイノベーションについて記す。イノベーション志向だが、低収益。</p> <p><b>企業の基本活動</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>イノベーション+まっとうな経営(合理性の追求)+社会との調和</li><li>成長サイクルの中での合理性の追求とイノベーションのバランス・矛盾の解決が経営には必要 合理性の追求=収益性・資本効率・ガバナンス 社会との調和=説明責任・透明性・コンプライアンス等</li></ul> <p><b>営利企業の活動</b>(合理性の追求)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>競争戦略=相対的な希少性をいかに生み出すか</li><li>希少性の源泉…利益を守る障壁。「外」の構造的な障壁、または「内」の独自能力による差別化</li><li>4つの基本活動(企業業績の変動原因)=価値の創造/価値の獲得/生産性の向上/価値の測定</li></ul> <p><b>イノベーション</b>…試行錯誤、ゆとり、遊び、逸脱。非合理・非論理的</p> <ul style="list-style-type: none"><li>日本企業は、柔軟、オープン、水平分化、ソフトウェア中心の産業システムへの適応が遅れた。</li><li>また、既存大企業が不確実性の高い革新活動へと経営資源を配分することが難しくなった。</li><li>企業のイノベーションに必要なこと<ol style="list-style-type: none"><li>革新活動へ資源動員する理由の創造…夢や思いを支える論理</li><li>既存事業への資源配分プロセスからの分離…CVCなど</li><li>境界を超える人的ネットワークの形成 →既存の延長から脱却して挑戦するためにいかにリスクを減らすか。</li></ol></li></ul>
気づき	<ul style="list-style-type: none"><li>効率性が過ぎるとイノベーションは生まれない…その矛盾を解決するのが経営という指摘に深く納得。</li><li>企業の持続可能性のためには、イノベーションが必要。特にハイテクセクターの一翼として。</li><li>なぜそのイノベーションが必要で、なぜ当社がするのか・目指す姿は何かを語れることが重要。</li><li>イノベーションと営利活動の相互連関が、企業の中でうまく回転していない可能性…当社はこれか 8</li></ul>



# 【通常セッション】 企業価値創造に結びつけるためのロジック・実務② M&A

講師	別所賢作氏(三菱UFJモルガンスタンレー証券)、朱殷卿氏(コアバリューマネジメント)、土居浩一郎氏、本郷陽太郎氏、藤森裕司氏(JPモルガン)、藤井邦彦氏(東京海上ホールディングス)
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>日本の証券市場における最新の潮流(M&amp;A やアクティビストの動向など)</li><li>持続的な企業価値創造にあたってM&amp;A をいかに活用すべきかについて講義</li><li>武田薬品工業のシャイアー買収をめぐる様々な課題や論点について講義・グループ討議</li><li>M&amp;Aにより持続的な企業価値創造を実現している企業のケース・スタディー(東京海上ホールディングス)</li></ul>
学んだこと	<p><b>M&amp;Aの成功のための4要件</b></p> <p><b>1. 適切な買収価格</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>不確実性の検出/感応度分析/ターミナルバリュー要注意/シナジー過信禁物/手法間の整合性シナジーは金銭価値に還元できないと意味がない。</li><li>相互補完だけでは付加価値は生まれない。トップラインシナジーはコストシナジーよりもさらに難易度が高い。</li></ul> <p><b>2. PMIによる業績改善→資本コストを上回る投資リターン</b> 海外買収におけるモニタリング型ガバナンスのポイント</p> <ol style="list-style-type: none"><li>トップ人選…トップの旬は意外と短い。3年くらいが旬、サクセッションの準備(社内or社外)が必要</li><li>経営監督…ひと・しくみ・価値観による統治は必須。本社から経営人材派遣、現地経営陣選解任の仕組み</li><li>本社経営トップの関与・リーダーシップの重要性…ダイレクトなコミュニケーションは重要</li></ol> <p><b>3. 適切なファイナンス→EPSおよびROEの向上</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>増資には特に慎重であるべき…M&amp;Aによる収益貢献は不確実 ⇔ 増資によるEPS希薄化は確実</li><li>負債は財務の安定性維持の範囲内で…対象事業のキャッシュフローの安定性は重要要素</li><li>増資以外による資本手当を積極的に活用…リスク資産売却/非コア事業売却/負債性資本の調達</li></ul> <p><b>4. 投資家の信任獲得→株価の向上</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>M&amp;Aが株主還元に勝るためには長期的で一貫した戦略を通じて結果を出す必要あり</li><li>買収戦略と同じくらい撤収戦略は重要</li></ul> <p><b>東京海上ホールディングスの事例に学ぶ</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>事前の準備を着実にいき、戦略・方針が長期的にぶれない。個別事案で完結せず一貫した戦略の元で買収</li><li>買収後のPMIにおいて、現地のリソースを有効に活用し、次の買収(ボルトオンM&amp;A)に戦略的につなげていること</li><li>買収した先のマネジメントを、グループの意思決定に参加させ、モチベーションを維持、リソースを有効活用</li></ul>
気づき	<ul style="list-style-type: none"><li>それぞれの項目に基づき、当社がこれまで実施してきたM&amp;A事案の検討が必要と感じた。</li><li>当社もそれなりにグローバル化し、本社のマネジメントに執行役員として参加しているが、担当セグメントの意思決定をもつばら行き、ほかセグメントの意思決定まで関与するのは限定的</li></ul>

## 【通常セッション】 企業価値創造に結びつけるための実践的な取り組み

講師	福森哲也氏 (STIサポート)、松原稔氏 (りそなアセットマネジメント)、神林比洋雄氏 (プロティビティ)、 浜辺真紀子氏 (ディップ)、仲川幾夫氏 (コニカミノルタ)
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>日本企業におけるアジア進出などをアドバイスする中で得られた知見に基づく交渉論についての講演</li><li>ESGを基礎とした集团的エンゲージメントなど、ESGの領域の最前線で起こっていることについて</li><li>リスク・マネジメントの最新の潮流/投資家からの信頼を獲得するためのIR/デジタルトランスフォーメーション</li></ul>
学んだこと	<p>※ 興味深かったESG領域の最前線の話について記す</p> <p><b>情報開示と投資家</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>どういう投資家に対してどういうメッセージを発するか、ストーリーを立てることが重要。</li><li>情報開示を通じてどういうマーケティングをしていくかが大切。</li></ul> <p><b>ESG:なぜ投資家が動き始めたか？</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>ESGになりESGへの対応が、実際に企業の利益に直結→今日のような広がりや影響力を持つようになった</li><li>PRI: 責任投資原則…国際的な課題へのより有効な対応をとるため企業の貢献を求め、国連が投資家に働きかけて作成</li></ul> <p><b>TCFD…気候変動が企業にどのように財務的インパクトを及ぼすか、考えて開示すべしというもの。</b></p> <p><b>ESG・資本生産性向上へ向けて 企業経営が実行すべき施策</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>よくある、SDGに対する企業での取り組みについての開示だけでは、投資家に対しては不足</li><li>企業はバランスシートの資産側の説明に終始している。それでは投資家としてはあまり響かない。</li><li>コストにしかならないのであれば「やめれば？」という結論になってしまう。</li><li>投資家は株主資本の部に着目…SDGの活動が、企業の損益にどう直結するのかを説明することが大事。</li><li>何がサステナビリティか・企業価値にどういう意味を持つのかをしっかりと捉えることが重要。 そうでないと息が続かない。</li></ul>
気づき	<ul style="list-style-type: none"><li>TCFDにより、財務報告の幅はこれまで以上に幅広くなることがよくわかった。</li><li>SDGの取り組みは、社会的善につながる活動であることをきれいに説明するだけでなく、企業の事業活動・戦略の中で、財務的な価値創造にどう結びつくのかをストーリー建てて説明することが重要と認識した。</li><li>そうすると、当社の中ではこれまで以上に、経理財務・サステナビリティ・IRなど関連機能が連携して投資家への説明を統合的に組み立てることが重要であると感じた。</li></ul>

# 【通常セッション】 価値創造プロセス～価値協創ガイダンス

講師	松島憲之氏(三菱UFJリサーチ&コンサルティング)、三瓶裕喜氏(フィデリティ投信)
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>証券アナリストをめぐる最新の潮流や非財務情報を活用した企業評価について</li><li>参加企業各社における企業価値創造の取り組みについて</li><li>日本における投資家との対話・エンゲージメントの促進について</li><li>自社の価値創造プロセスについてのグループ討議・プレゼンテーション・質疑応答、講評</li></ul>
学んだこと	<p><b>これからのCFOに必要な覚悟</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>リーダーとしての誠実性・使命感…アクティビストを上回る正しい理論武装</li><li>ダイバーシティの尊重</li><li>戦略立案能力…戦略・実行力・ステークホルダーとの対話力の基本を価値協創ガイダンスなどから学ぶ</li><li>環境・社会の変化の予見力と自身の適応力…社会・環境との調和なくして持続的成長なし</li></ul> <p><b>思考方法のパラダイムシフト</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>従来の経営改革・変革・フォアキャストから経営デザイン・<u>バックキャスト</u>へ</li><li>企業価値向上を実現するために必要な改革を強い意志で実施</li></ul> <p><b>ビジョンを実践するための源泉</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>「企業理念」「経営スタンス」は変えてはいけない。「企業文化」「企業風土」は適切に変える</li></ul> <p><b>ビジネスモデルレポートの重要性</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>財務諸表に持っていないもの・見えない無形の資産も含めた資本生産性についての報告が重要</li><li>ビジネスモデル＝なぜ当社がやるのか。こうやるから他社と違う。というもの。それが差別化につながる</li></ul> <p><b>事業ポートフォリオマネジメント</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>複数事業を持つ理由を語るべき(コングロマリットとは異なり、いかにビジネスモデルとして考えているか)</li><li>キャピタルアロケーションの見直しが急務。やめる事業について本気で考えるべき。事業撤退≠従業員解雇</li></ul>
気づき	<p>自社の価値創造プロセスを実際に作成して気づいたこと</p> <ol style="list-style-type: none"><li>会社の価値創造につながる事業横断的な全体ストーリー作りが必要(特にビジネスモデル)</li><li>企業価値創造につながるSDGの取り組みが必要。当社のSDGはまだその域に達していない印象</li><li>複数事業の関連性や市場優位性の源泉、無形資産への投資と財務数値の関係性などが説明として弱い</li><li>価値協創ガイダンスについてはいったん作ったら終わりではなく、定期的な見直しが必要。</li></ol>

## 【通常セッション】 CFOレクチャー

講師	江間賢二氏(HOYA元CFO)、昆政彦氏(スリーエム・ジャパン CFO)、内野州馬氏(三菱商事(株) 常勤監査役)、柳良平氏(エーザイCFO)、堀哲朗氏(東京エレクトロン常務執行役員)、川上徹也氏(パナソニック元CFO)、安藤聡氏(オムロン)
学んだこと 気づき	<p><b>江間賢二氏：経営者の自覚と志</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>やり遂げる覚悟を持つ</li><li>経営者は業を企てる。今を生きてはダメ。ステークホルダーの満足を得て「企業価値」を創造すること</li><li>経営とは創造と破壊の連続。破壊とは今の事業を閉じる人。現在の延長線上ではいけない。</li></ul> <p><b>昆政彦氏：CFOの役割</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>CFOは会計手法を使って経営を支援。従来型のバックミラー支援ではなくヘッドライト型CFOを目指すべき。</li><li>アカウントビリティ=説明責任+執行責任(当事者意識)</li><li>見えない知的資産に対する視座を持ち、社長・CEOの暗黙知的なものを理解し、形式知にしていくこと。</li></ul> <p><b>柳良平氏：CFOの役割と矜持</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>CFOは自社の理論株価を算出し市場とのギャップを考えるべき。</li><li>CFOはポケットに辞表を入れてやる覚悟。企業価値の番人。そういう矜持が必要</li><li>CFOの役割は自己創設のれんを作り、投資家に認めてもらうこと。</li></ul> <p><b>堀哲朗氏：米国アプライドマテリアルズのCFOはどんな人間だったか</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>CEOからの信頼：一日に数回CEOから電話を受けている。また、いろんなレベルの人が尊敬している。</li><li>CEOに反論するときには反論。できる人は少ない。怒鳴りあっているシーンを目撃</li><li>投資家との信頼関係を第一にする。トップ同士の関係：投資家のトップと信頼感を絶対築かないといけない。</li><li>商品知識を持つように自社の財務状況を理解、中期計画・成長プランを投資家に売り込む。</li><li>Joke, Story, Witに富む。受ける・受けないは別にしても</li></ul> <p><b>川上徹也氏：経営改革と女房役の心得</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>リーダーにとって大事な三要素。心(素直な心)技(知識・技能)体(健康な体・体裁・自己表現力・説得力)</li><li>苦難に遭い地獄にあうこと・まさかさまに一度落ちてみるのが大切</li><li>難しいことをやさしく。従業員の全てにわかるように自分の言葉できちんと語る。それが言葉の迫力の源泉</li><li>事前の一策は事後の百策に勝る</li><li>Clean Hands(言行一致)/Cool Head(数字で示す。常に平常心)/Warm heart(相手の立場の理解)</li></ul>

# 学びと気づき

## 2. Workshop

エクセレント企業の分析

テーマ： 稼ぐ力・資本生産性

対象①： **OMRON** オムロン



# 【オムロン】 会社概要

創業

1933年5月10日

資本金

641億円

売上高

8,595億円（2018年度）

当期純利益

543億円（2018年度）

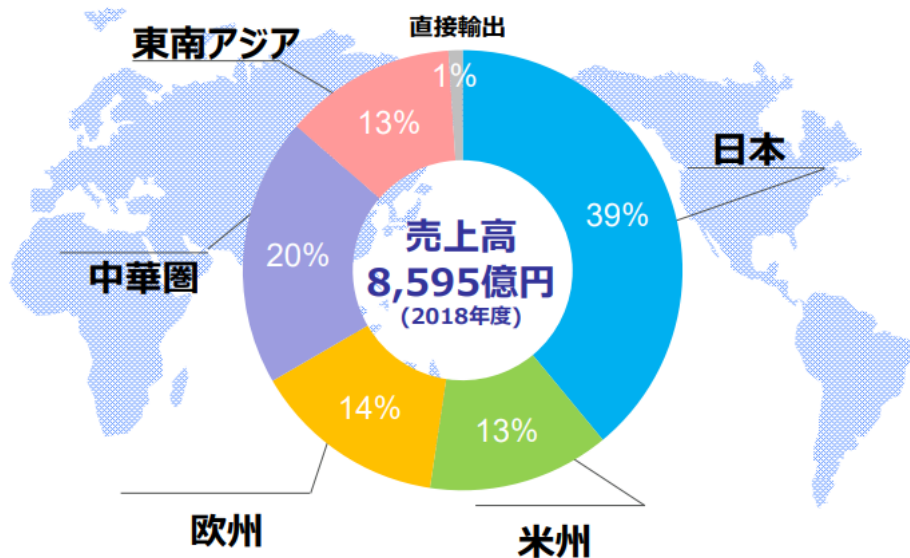
ROIC / ROE

10.6% / 10.8%（2018年度）

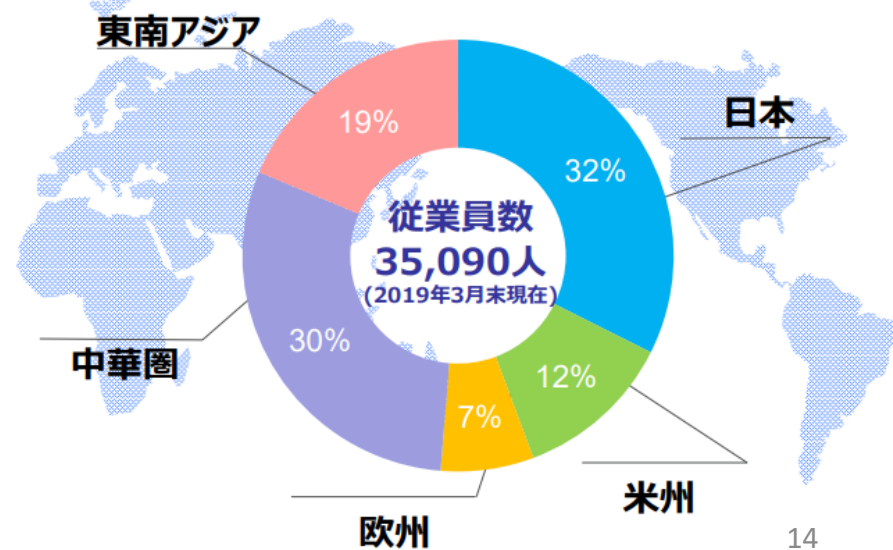
従業員数

35,090人

## 【地域別売上比率】

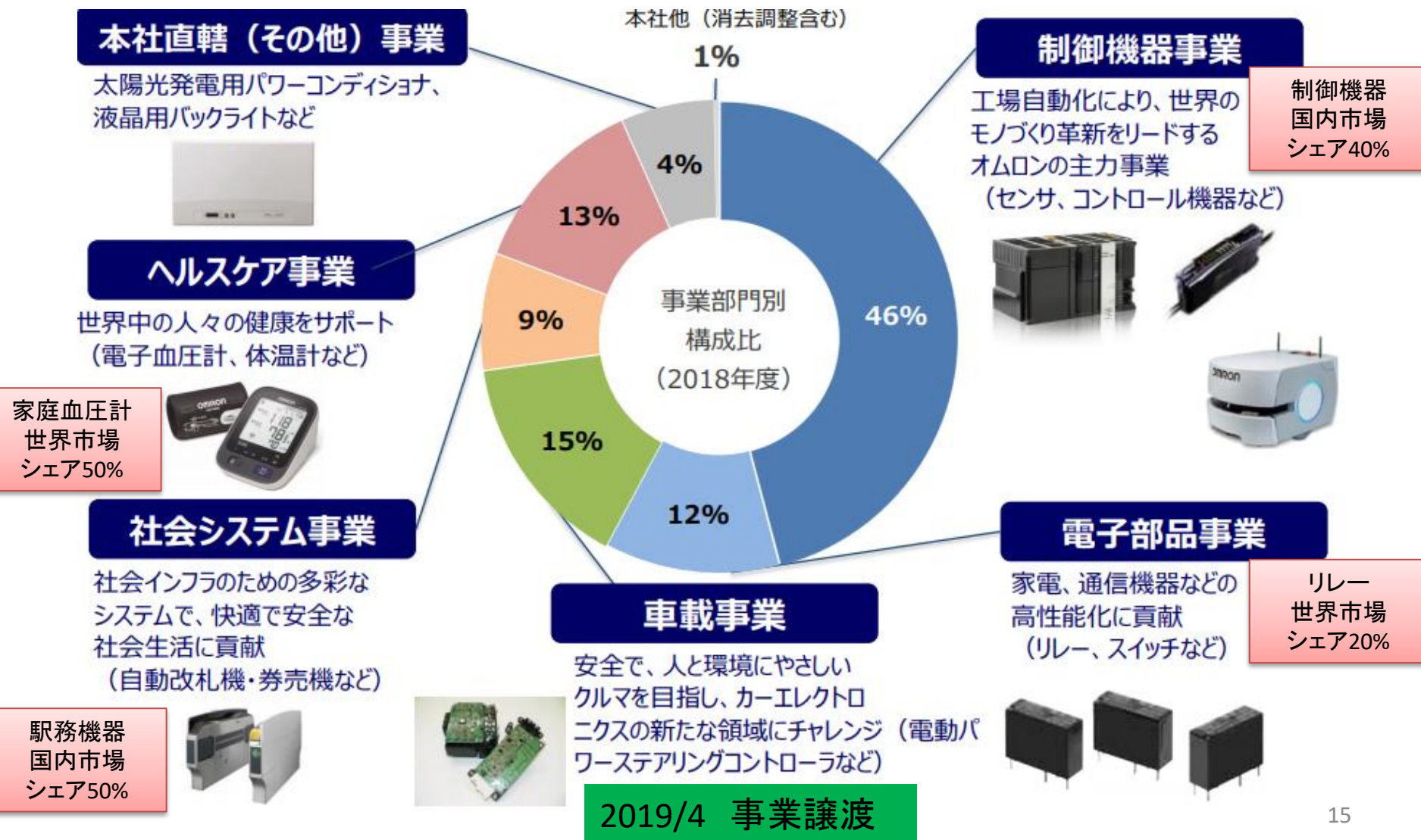


## 【地域別従業員比率】



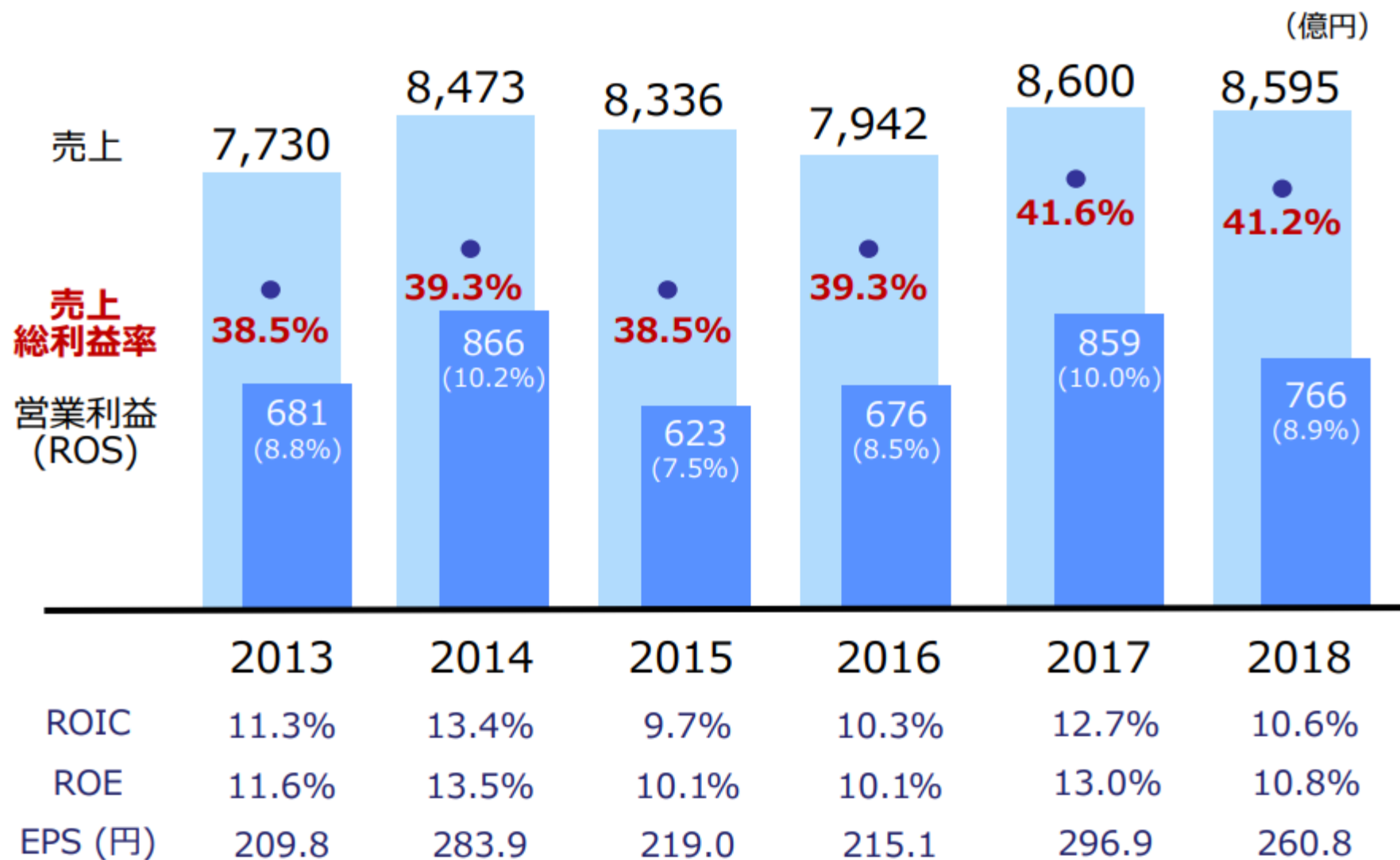
# 【オムロン】 事業内容と売上構成

- ・制御機器事業(売上比46%)をはじめ7つの事業セグメントを持つ。
- ・それぞれの事業区分で、世界または国内シェアの一定規模を占める商品等を有する。





# 【オムロン】 主要指標の推移 1



## 【オムロン】 主要指標の推移 2

決算年度	2015 2016/3	2016 2017/3	2017 2018/3	2018 2019/3
売上高総利益率	38.5%	39.3%	41.6%	41.2%
売上高営業利益率	7.5%	8.5%	10.0%	8.9%
売上高当期利益率	5.7%	5.8%	7.3%	6.3%
自己資本比率	65.1%	67.2%	67.9%	67.2%
D／E比率	0.0	0.0	0.0	0.0
流動比率(倍)	2.4	2.5	2.4	2.5
CCC (日)	89.9	93.0	99.9	102.0
有形固定資産回転率(倍)	5.7	6.2	6.4	6.0
ROA	6.8%	6.7%	8.8%	7.3%
ROE	10.1%	10.1%	13.0%	10.8%

# 【オムロン】ファンダメンタル分析による気づき事項

## 【安全性】

- 自己資本比率は60%を超えており、安定している。
- D/E比率 0.0 最近は無借金経営となっている。

## 【収益性】

- 売上高総利益率41%以上を現中計で掲げており、2017年度・2018年度ともに達成している。

## 【効率性】

- CCCは棚卸資産回転日数により90日→102日に悪化している。
- レバレッジを効かせていないにも関わらず、ROEは中計目標の10%以上をキープ。

## 【成長性】

- 売上高、営業利益、当期利益とともに直近では2017年度が最も高い。2018年度は需要減速により減収減益。
- 2019年度も車載事業の譲渡などにより減収減益予想（既存事業の営業利益はほぼ横這い）

## 【オムロン】 経営目標

・VG2. 0でも6つの経営指標を設定し、収益を伴った成長を実現をさせる

	2018年度実績	2019年度計画	目標(2020年度)
売上高	8,595億円	8,300億円	1兆円
売上総利益率	41.2%	42%	41%以上
営業利益	766億円	650億円	1,000億円
ROIC	10.6%	8%超	10%以上
ROE	10.8%	8%超	10%以上
EPS	260.8円	207.0円	300円以上

# 【オムロン】 競合企業との財務指標比較(バリュエーション)

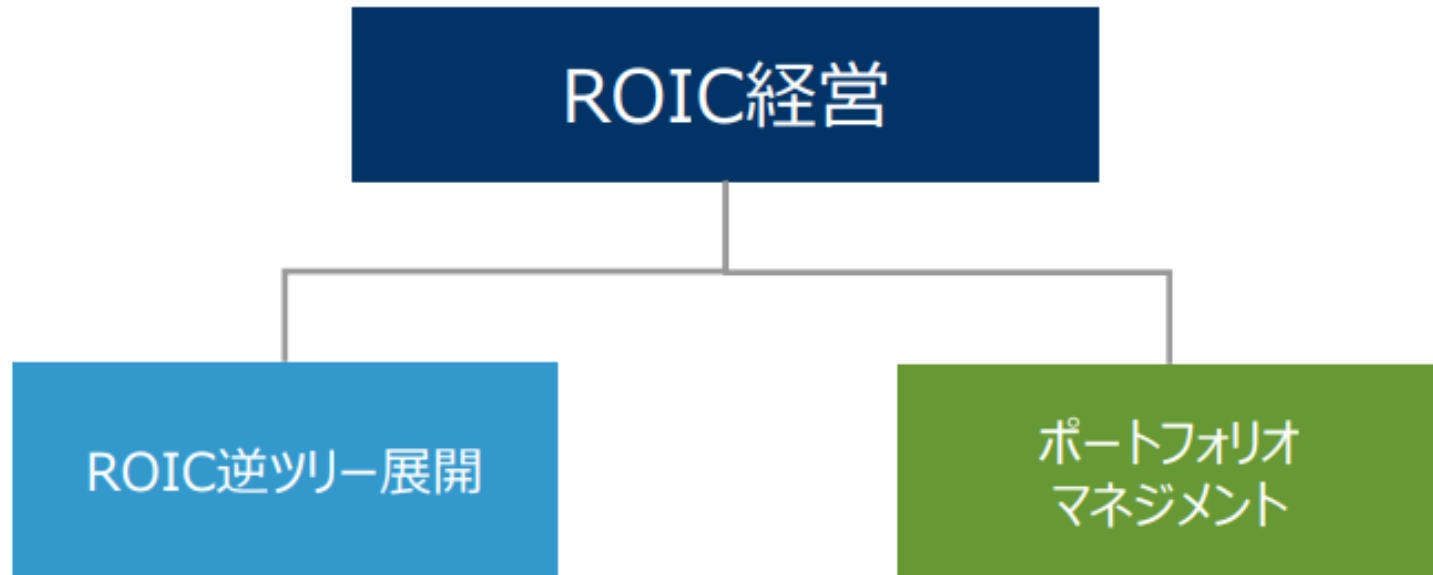
- ・売上規模の大きな会社との比較では収益性に遜色はない。時価総額ではキーエンスやファナックが上回っている。
- ・ROEは無借金にも関わらず、競合と同程度のレベルをキープしている。

		株価	時価総額	PBR	売上高		当期利益		ROE	
		(19/12/3)		(倍)	17年度	18年度	17年度	18年度	17年度	18年度
国内		(円)	(億円)		(億円)	(億円)	(億円)	(億円)	(%)	(%)
オムロン	(日本)	6,500	13,390	2.6	8,600	8,595	632	543	13.0%	10.8%
三菱電機	(日本)	1,533	32,906	1.4	44,312	45,199	2,719	2,266	12.7%	9.7%
安川電機	(日本)	4,035	10,761	4.6	4,485	4,746	397	412	18.3%	17.1%
横河電機	(日本)	1,956	5,254	1.8	4,066	4,037	214	284	8.1%	10.1%
キーエンス	(日本)	38,040	92,513	5.5	5,268	5,871	2,106	2,261	16.4%	15.2%
ファナック	(日本)	21,030	42,901	3.0	7,266	6,356	1,820	1,542	12.9%	10.6%
ダイフク	(日本)	6,620	8,382	3.8	4,049	4,595	290	396	17.7%	19.5%
海外		(円換算)	(億円換算)		(億円換算)	(億円換算)	(億円換算)	(億円換算)	(%)	(%)
Siemens	(ドイツ)	14,015	119,125	2.1	99,734	99,952	6,989	6,229	19.9%	20.0%
Rockwell	(USA)	21,057	24,320	55.6	7,233	7,264	581	755	14.5%	13.0%

※現地通貨を12/3為替レートで円換算

# 【オムロン】 中長期の経営目標の達成に向けて

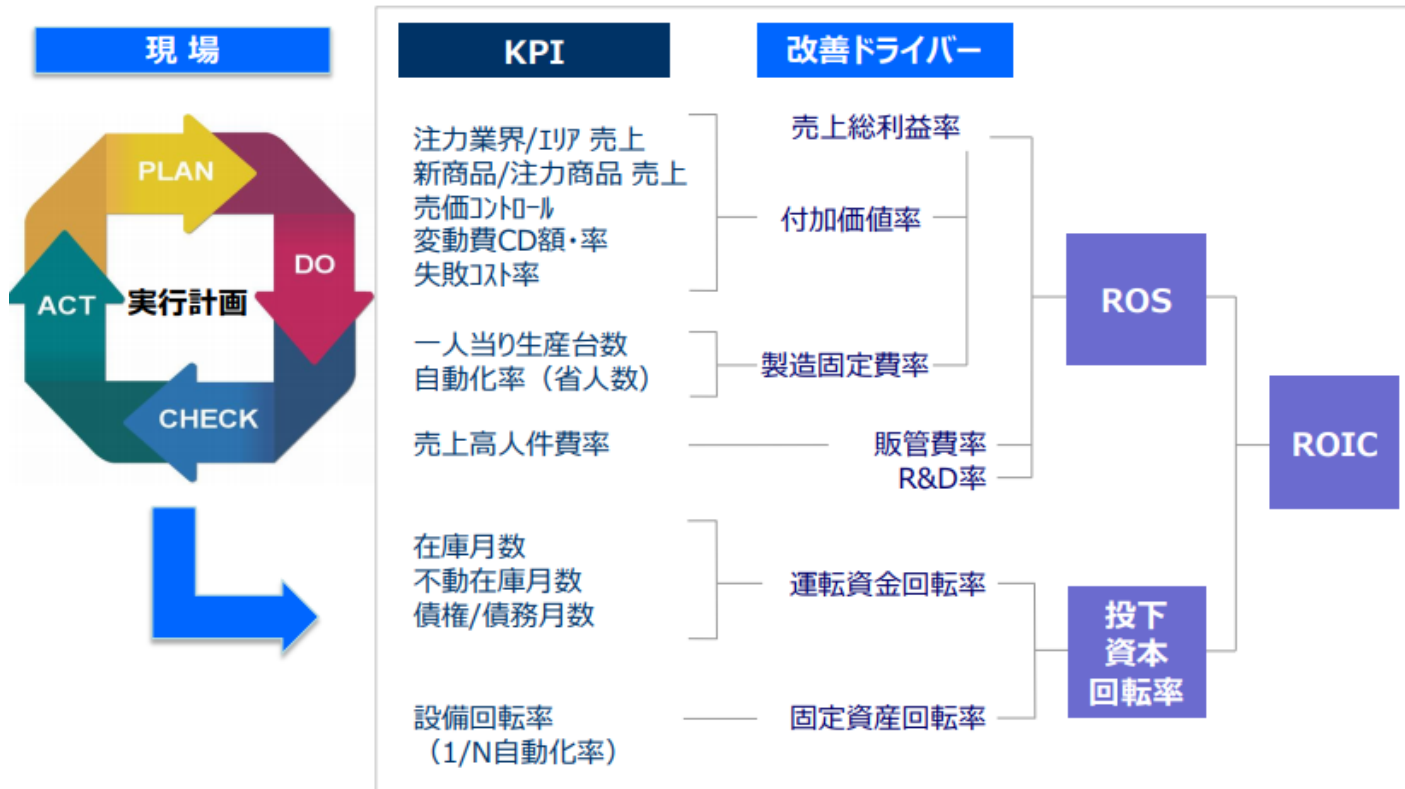
- ・中長期の経営判断基準としてROIC経営を設定
- 「ポートフォリオマネジメント」による事業投資戦略、経営資源配分の決定
- 「ROIC逆リ－展開」による現場までつながったROIC強化・改善のアクションとKPI設定



- 各事業の構造・課題に応じた、ROIC改善の強化項目（ドライバー）とそれらを強化・改善するためのアクションとKPIを設定。

- 各BCのポジションに応じた投資強化や事業撤退の戦略を立案。
- 経営資源の配分を決定。

# 【オムロン】中長期の経営目標の達成に向けて（ROIC逆ツリー展開、ROIC2.0）



## <ROIC翻訳式>

$$\text{ROIC} \doteq \frac{\text{お客様（ステークホルダー）への価値（V）} \uparrow\uparrow}{\text{必要な経営資源（N）} \uparrow + \text{滞留している経営資源（L）} \downarrow}$$

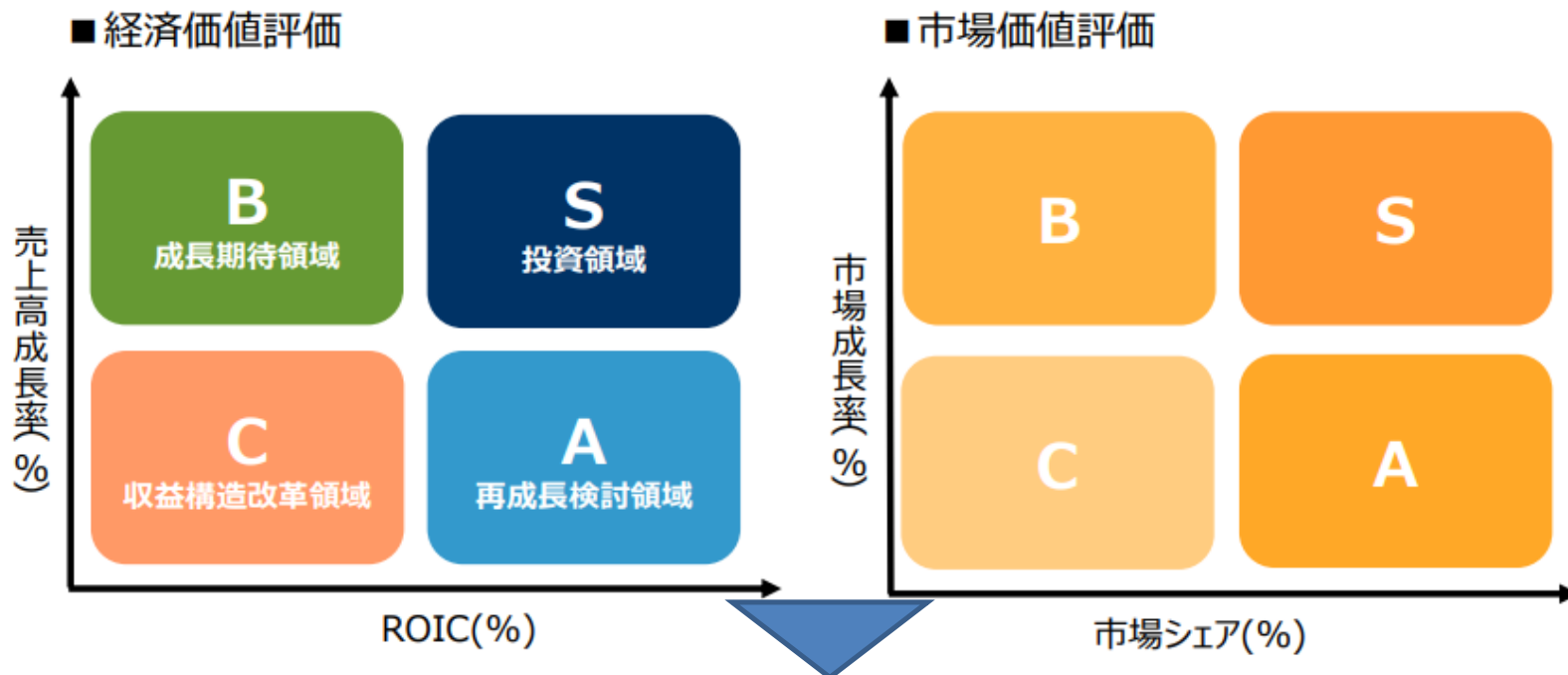
「モノ、カネ、時間」      「ムリ、ムダ、ムラ」

- ① 成長戦略に基づき、成長に必要な経営資源への投資（N）を増やす
- ② それ以上に、お客様への価値（V）を上げる
- ③ 滞留している経営資源（L）を減らして（N）にシフト/投入する



# 【オムロン】中長期の経営目標の達成に向けて(ポートフォリオマネジメント)

・経済価値評価、市場価値評価を行い、最適な資源配分を実施。最適化に向けて事業買収・譲渡を実行。



## 買収

## 譲渡

14年	南米ネプライザ(HCB)
15年	モーションコントローラー(IAB)
15年	産業用ロボット(IAB)
17年	産業用カメラ(IAB)
17年	産業用コードリーダー(IAB)
18年	欧州ネプライザ(HCB)

12年	キャパシタ(EMC)
12年	組込ソフト/ハード受託開発(本社直轄)
13年	光通信(EMC)
16年	オイル&ガス(IAB)
16年	院内医療機器(HCB)
18年	レーザー加工装置(IAB)
19年	EDMS*(本社直轄)

2019年10月(目途)

+

車載事業を日本電産に譲渡  
 売上高 1,305億円  
 営業利益 63億円  
 譲渡価格 約1,000億円

\*産業用電子機器の開発・製造受託サービス事業

# 【オムロン】 安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

## 経営の特徴(オムロン経営の強み)

・オムロン経営の強みは、経営の基本スタンス(インテグリティ&サステナビリティ)に基づき構築・運営される、本源的な企業価値を支える基盤としての「企業理念経営」・「コーポレートガバナンス・システム」および「ROIC経営」をはじめとする長期的な企業価値創造のドライバー。

・オムロンの経営の特徴は、日本的経営の良さに欧米的なマネジメントスタイルを融合したハイブリッド経営。

・3つのレイヤーに分解すると、次の通り。企業の強みと課題を見極めるためにはこのような作業が絶対に必要。

### 1. 経営のスタンス

①誠実な経営の実践(インテグリティ) ②長期的視点での稼ぐ力の持続的発揮(サステナビリティ)  
→要は誠実な経営をし、長期視点で稼ぐこと。

### 2. オムロンの本源的な企業価値を支える基盤

#### ①企業理念経営

→事業を通じた企業理念の実践。企業理念は飾っておくものではなく、実践するもの。

#### ②透明性の高いコーポレートガバナンス・システム

→自律を主とした自律と他律の絶妙なバランス。

#### ③ステークホルダーとのエンゲージメント

→本当に良い会社を目指すのであれば、色々な人の意見を聞かなければならない。

聞くだけでなく、必要と思ったら自ら改善していく。これがある程度、オムロンでは機能している。

### 3. 企業価値創造をするためのドライバー

①経営陣から社員に至るまでの企業理念の浸透 ②ハイブリット型の機関設計(4諮問委員会の設置)

③SINIC理論に基づく長期支店の経営 ④長期ビジョンと中期経営計画および短期計画との連動性

⑤取締役・執行役員に対する中長期業績連動株式報酬付与

⑥ROIC経営(逆ツリーによる社内への浸透と事業ポートフォリオマネジメント)

⑦経営人材のダイバーシティと選任プロセスの透明性

⑧マトリクス経営(事業運営と長期成長投資実行の権限分離)

⑨PLとBSを両立したバランスの良い経営 ⑩技術経営力

⑪グローバルニッチかつシェアの高い事業ポートフォリオ

⑫事業を通じた社会課題の解決(CSVとCSRを融合した事業運営)

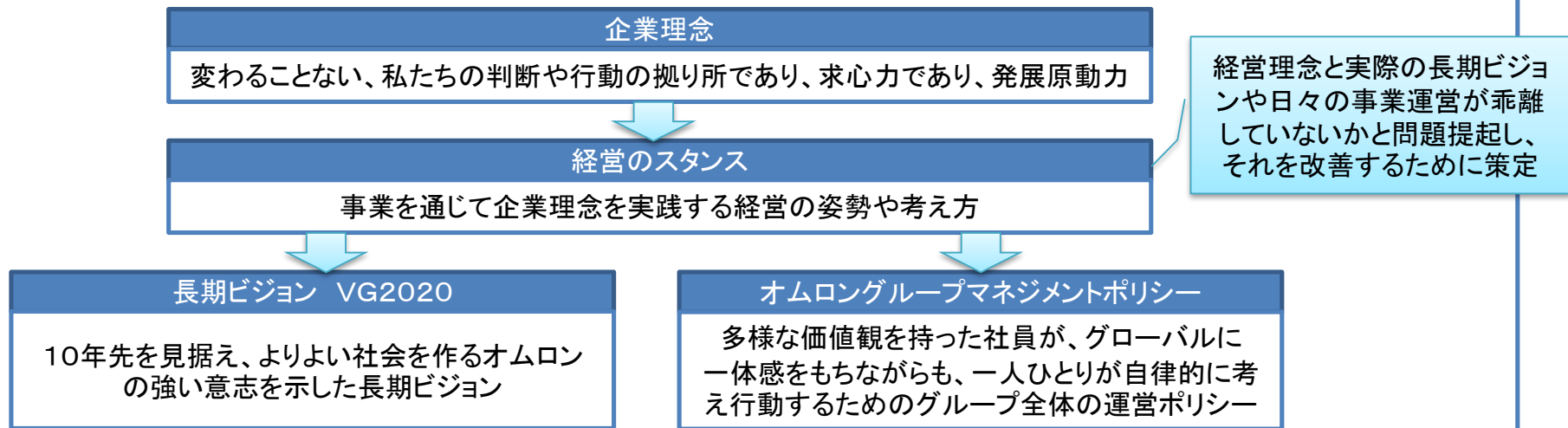
⑬自発的な経営情報の開示とIR力 ⑭グローバル統合リスクマネジメント

⑮コストダウン力(GPマージン改善力)

# 【オムロン】 安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

## 企業理念経営

- ・**企業価値向上の源泉は、企業理念との考え方に基づき企業理念経営を実践。**
- ・企業理念とビジョンや事業運営との乖離に対する問題意識から、**中段に「経営のスタンス」を制定し体系化。**
- ・最大のポイントは、企業理念を実践するため、**手間暇をかけ、トップダウン・ボトムアップを組合せ全社でチャレンジし、グローバルに全社員に共鳴する段階まで浸透させている点。**
- ・企業理念経営とは、「**企業理念**」に基づく、「**経営のスタンス**」を宣言し、「**長期ビジョン**」を掲げ、「**オムロングループマネジメントポリシー**」に則った運営を、攻めと守りを両にらみでサステナブルにやること。



- ・体系化した後に、**どこまで手間暇かけて社員に浸透させるか。**グローバルに全社員に共有してこそ価値を発揮する。オムロンでは、企業理念を実践するため、トップダウンとボトムアップを組合せ、全社でチャレンジ。
  - 「トップメッセージ」、「社長車座」(社長が現場に行き議論)
  - 「企業理念ダイアログ」(会長が現場を回り企業価値の意味について3時間議論)
  - 「TOGA(The OMRON Global Awards)」(数名でチームを作って1-3年でテーマを決めて取り組み、表彰する。6万人以上が参加)
  - 「エンゲージメントサーベイ」(経営の質を高めるために活用、CEOは全件見ている。)
- ・このような活動を通じ、企業理念を浸透させ、グローバルなグループ社員が共鳴する段階までいけば、事業価値創造にもプラスとなり、リスクマネジメントとしても機能する。**企業価値向上の源泉は、企業理念からきていると考えている。**

## ROIC経営

- ・ROICは事業価値を評価するには最適な指標。ただし、経営を評価するのはやはりROE。
- ・ROICを逆ツリー展開することで社員に浸透させ、現場起点で企業価値創造。一人ひとりが自分の仕事に関わりのあるKPIにブレイクダウンし、それを達成することで、全体のROICを高める。
- ・ROIC道場やバージョン2.0導入等の浸透策の徹底とともに、評価に反映。(役員はROIC、部長以下はKPI)

### <ROIC指標>

- ・企業価値を計る一番重要なKPIがROICだと考えてはいないが、投資家にとってはすごく分かりやすい(計算ができるため)。また、事業の価値を評価するにはもっとも適した指標。
- ・ROICは事業をフェアに評価できるので納得感もある。
  - 資本コストを上回るROICを稼いでいれば、オムロングループ全体の事業価値も株主価値も上げているというメッセージに。
  - 売上や利益規模が大きければ良いという評価基準を変更し、事業をフェアに評価可能。
- ・ROICは高ければ高いほど良いというものでもない。10%~12%が適正な水準。
  - 売上が伸びる環境の時にはROICが多少下がっても最終利益を増やす、逆の場合はROICを含めた利益率を上げる等
- ・事業を評価するのに適切な指標はROICだが、経営を正しく評価するのはやはりROE。現場では売上総利益率に拘っている。

### <実践・浸透>

- ・ROIC経営を実現、実践していくために、「ROIC逆ツリー展開」と「ポートフォリオマネジメント」を実施。
- ・逆ツリー展開は社員に浸透させて現場起点で企業価値創造をしようというもの。
  - ROICは社員ひとりひとりの仕事からは縁遠い。逆ツリー展開することで、各自が自分の仕事に一番関わりのあるKPIにブレイクダウン。それを達成すれば、全体のROICが高まっていく。
- ・浸透に向け、ROIC道場というのを作り、経理財務部門のプロフェッショナルをトレーニング。その人間がグローバルに事業部門を周り、現場に指南。現場の好事例を挙げて横に共有し、ボトムアップの取組を活性化するために刺激を与えている。
  - ひとり一人のリテラシーはそう高くない。資本コスト、ROICがあり、それを上回っていることが分かってさえいれば十分。
- ・スタート当初、非常に短絡的な受け止め方が出た。(ROICの数字を上げさえすればよい。そのために売れ筋の在庫を減らす等)  
ROICは「経営の質である」ということでバージョン2.0の考え方を導入。
  - 「滞留している経営資源を下げ、必要な資源を上げ、お客さまの価値を割ったところがROIC」と感覚的に理解させた。

### <評価>

- ・ROIC自体は経営者のための指標。グループCEOや事業部門のトップのインセンティブにはROICを反映。  
一方、部長以下はROICではなくKPIで評価。ただし、部門全体の達成度は全体のボーナスに反映。

## ポートフォリオ・マネジメント

- ・ROICを使って経済価値評価と市場価値評価。資本コストを下回る事業・サービスは必要ない。
- ・ポートフォリオマネジメントは現場任せにせず経営の課題として認識。CEOが責任を持って対応。
- ・不採算事業ではない、1300億円もの売上規模の車載事業を譲渡できたことはROIC経営が経営および社員に浸透していることの証左。
- ・M&A推進は基本規程には事業部門が進めるケースが多い。

### <ポートフォリオ・マネジメント>

- ・ROICを使って経済価値評価と市場価値評価を実施。資本コストを下回るリターンしかない事業・サービスは、事業価値、株主資本を棄損しているのだから必要がない。資本コストを下回っている事業については、2年かけてどうするかを事業部門は宣言させる。環境等を斟酌しながらターゲットしたものを辞めていく。
- ・事業部門長の責任だけでなくCEOも責任を持つ。ポートフォリオマネジメントを現場任せにせず経営の課題として認識。
- ・特に1つのセグメントになっているものをどうするかはCEOの専権事項。バックカスティングで将来どのような絵を描けるかを構想し、意思決定できるのはCEOのみ。
- ・多くの事業をEXITしてきた。採算の悪い事業はほとんど残っていない。その結果としてオムロンのバリュエーション、PERはかなり上昇している。
- ・車載事業は資本コストを上回っているが売却。売上が1,300億円低下しても、不採算事業ではない事業を譲渡する経営判断をできるところまでROIC経営が経営陣に浸透。きちんとしたポートフォリオマネジメントができた証左。
- ・ROIC経営が社員に浸透していたからこそ、この判断を前向きに受け止められた。  
→FAやヘルスケア事業よりROICが低い→優先的に投資してもらえない→日本電産に行った方が自分たちの価値を出せる

### <M&A>

- ・M&A推進に関しては、チームがいて、事業部門が進めるものと、コーポレートが進めるものがある。基本的には事業部門が進めるケースが多い。オムロンとして飛び地のところをコーポレート主導でセグメントを変えに行くことはあまり考えていない。



## ガバナンス

- ・コーポレートガバナンス責任とは、誠実な経営の実践と持続的に稼ぐ力を発揮すること。
- ・オムロンは監査役会設置会社を積極的に選択。任意委員会を設置したハイブリット型の機関設計。一番象徴的なのは「社長指名諮問委員会」。社内取締役が経営をコントロールできているから社外へ権限移譲。
- ・オムロンとして大丈夫な経営を行っていることを示すことが良い社外役員に来てもらう必要条件。

### <考え方等>

- ・コーポレートガバナンス責任とは、誠実な経営の実践と持続的に稼ぐ力を発揮すること。
- ・オムロンのコーポレートガバナンスは、30年掛けて今の形を作り上げた。形を真似するだけなら2、3年でできるかもしれないが、魂まで作り上げるには相当時間が掛かる。  
→ガバナンス統括セクションに働きかけ、年表を作るのが良い。どこが足りないか、どこが強みかが分かってくる。
- ・日本のガバナンス評価はあまりにも他律の話が多い。オムロンは、CGコードが導入された際、コードに当てはめるのではなく、ポリシーを作り、どこに当てはまるかをやった。

### <機関設計>

- ・オムロンは監査役会設置会社を積極的に選択。モニタリングボードではなく、マネジメントボードとして位置づけ。監査役会設置会社の会社法上の課題を任意委員会で補うハイブリット型の機関設計。  
→企業規模とセグメントの数による。(傘下に多種・多数の事業会社を持つ持株会社ではモニタリングボードにせざるを得ない)  
また、監査役会設置会社の方がフレキシビリティがある。その時々を経営の状況でモニタリングとマネジメントの比率を変えている。(CEO交代直後の慣れない時期は5:5、現在のように安定している時期は7:3など)
- ・一番象徴的なのは「社長指名諮問委員会」。社長の権力の源泉である後継指名を手放し社長以外の委員で審議。しがらみに囚われず、一番良いCEOを選任するために必要なシステム。毎年、続投か交代かの審議を実施。
- ・「コーポレートガバナンス委員会」は全員が社外役員。敵対的買収提案を受けた時は、当該メンバーで特別委員会を設置し決定。  
→社内取締役が経営をコントロールできているから、これだけの権限を社外役員に持たせている。
- ・経営会議は設置していない。あると取締役会が形骸化する。

### <役員選任、サクセッション>

- ・社外役員の責任が凄く大きくなる。ニワトリと卵だが、オムロンとして大丈夫な経営をしていることを示すことが良い人材(社外役員に来てもらう必要条件)。ただし、人選は難しい。これだけ権限を渡しているのに、名前を知っている程度では無理。
- ・経営人材の育成は、日本企業においては全てにおいて始まったばかり。次世代経営者には、HFLPのような所で、他流試合をさせることが大きい。もう1つは、企業内の研修に社外講師を呼び、指名で将来有望な幹部候補生に研修をする等。
- ・これからの経営者は、いかに優秀で能力があっても、様々な経験をしていなければ指名されにくい。
- ・社内に制度がなければ、人事に制度を作ってくれと働きかける等、プロアクティブなことも必要。

# 学びと気づき

## 2. Workshop

エクセレント企業の分析

テーマ： 稼ぐ力・資本生産性

対象②： **TEL** 東京エレクトロン



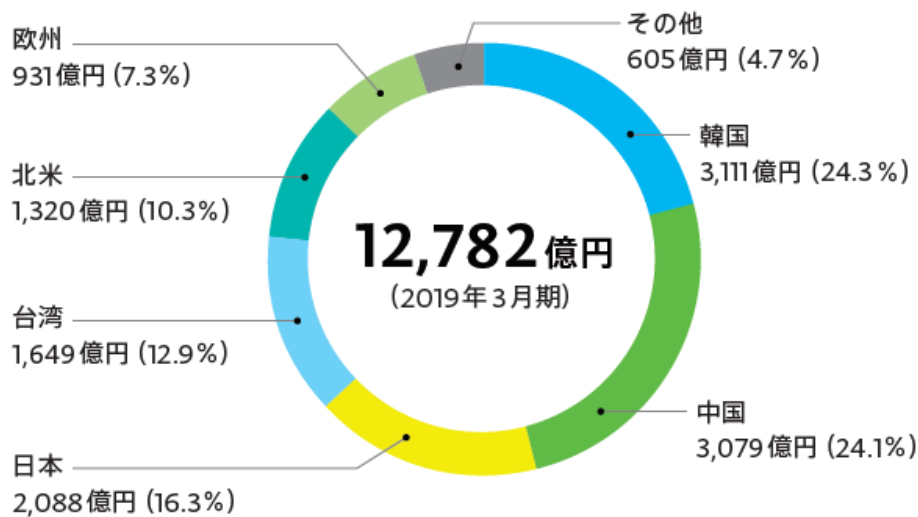
## 【東京エレクトロン】Workshopまとめ

テーマ	稼ぐ力・資本生産性
分析手順	<ul style="list-style-type: none"><li>公開データ、財務データ、証券会社レポート、新聞・雑誌等の報道記事から分析</li><li>稼ぐ力・資本生産性の源泉について仮説を立て、インタビューにて検証</li></ul> <p>※インタビューは1月10日に東京エレクトロンの堀常務執行役員にお話を伺いました。</p> <p>※分析結果については1月25日workshopにて堀常務執行役員に説明し、ご確認いただきました。</p>
まとめ	<ul style="list-style-type: none"><li><b>顧客課題の解決能力の高さ</b> 顧客の製造プロセスにおける課題を解決する技術力・提案力・開発力 様々な機能の担当者が共通の顧客と向き合うことで醸成される顧客第一主義の強さ</li><li><b>製品力に裏付けられた価格戦略</b> 「赤字は悪」の文化。カスタム品を安売りしない…顧客にとって置き換えの難しい製品。</li><li><b>シンプルな運営組織、集約された生産工程</b> 1工場1製品の対応関係など、シンプルな組織 外注の多用により製造コスト抑制</li><li><b>市場要求と即応する開発テーマ</b> 市場・顧客の要求に対してフォロワーとして開発テーマ設定。テーマ絞り込み。 自主テーマは「遊び」の範囲に限定。開発コストを抑制</li><li><b>事業と直結する知財防衛の考え方</b> 生み出された特許は積極的に出願</li><li><b>市場の特徴</b> 継続的な開発投資が必須 分業化が進み移動障壁がある…競争上の優位性</li></ul>
備考	製品カスタマイズに関しては、電子部品(モジュール等)の場合は必ずしも価格維持にはつながりませんが、半導体製造装置については、カスタマイズのコストも吸収できる価格帯なのであろうと拝察します。

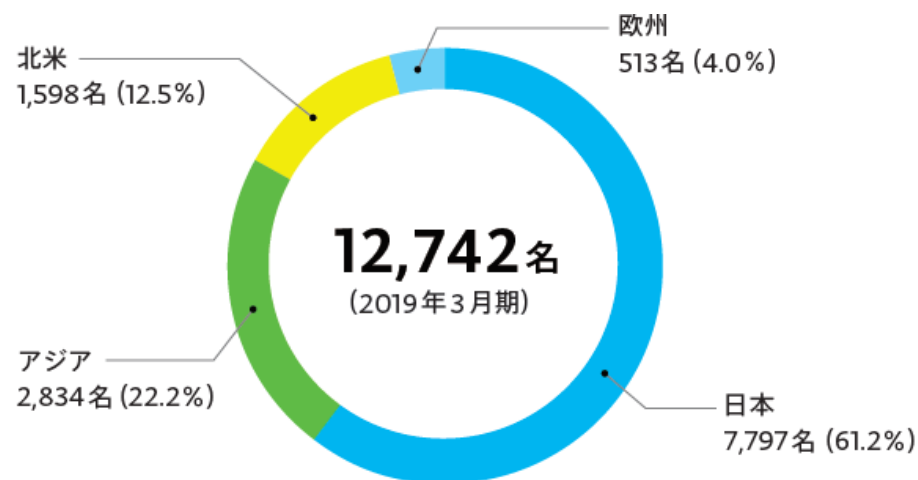
# 【東京エレクトロン】 会社概要(2019年3月期)

創業	1963年11月
資本金	550億円
売上高	12,782億円
当期純利益	2,482億円
ROE	30.1%
従業員数	12,742人

【地域別売上比率】



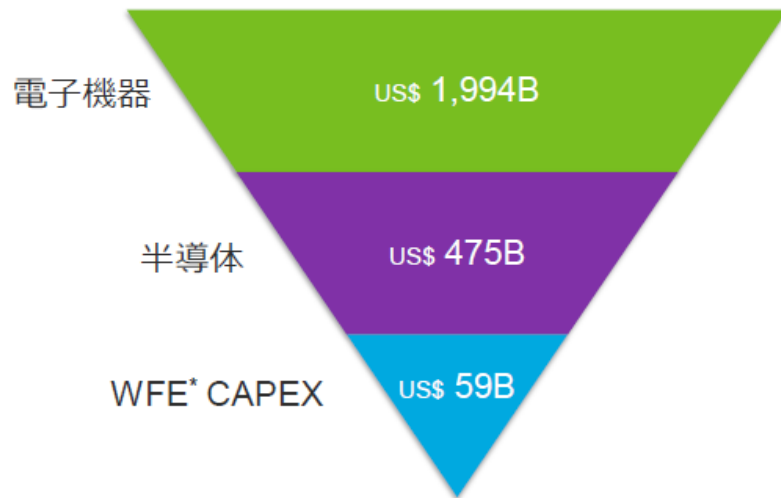
【地域別従業員比率】



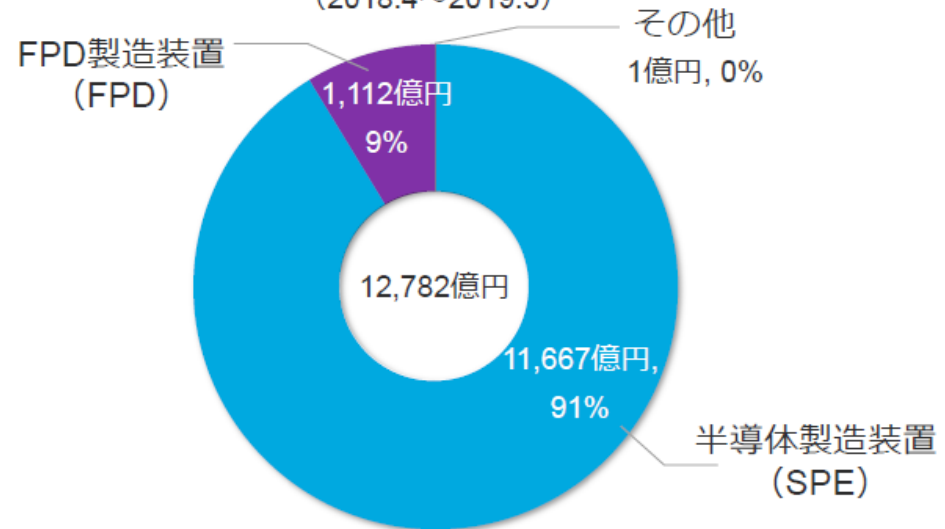
## 【東京エレクトロン】 事業内容と売上構成

- 世界で3-4位の半導体製造装置メーカー。
- 商社だったが半導体製造装置メーカーへ変貌
- 圧倒的なシェアを持つコータ/デベロッパのほか、エッチング装置や成膜装置、洗浄装置、ウエハプローバなど複数の装置で上位のシェアを持つ。
- 半導体の開発難易度が高まるなか、優れた研究開発力や複数の装置を展開することによる知見やソリューションの提供で、大手半導体メーカーと良好な取引関係を構築している。
- 少数の取引先に収益を依存する構造ではあるものの、収益基盤は強固。  
顧客はインテル(US)、サムスン(韓国)、TSMC(台湾)など半導体業界BIG3を網羅

CY2018 世界市場



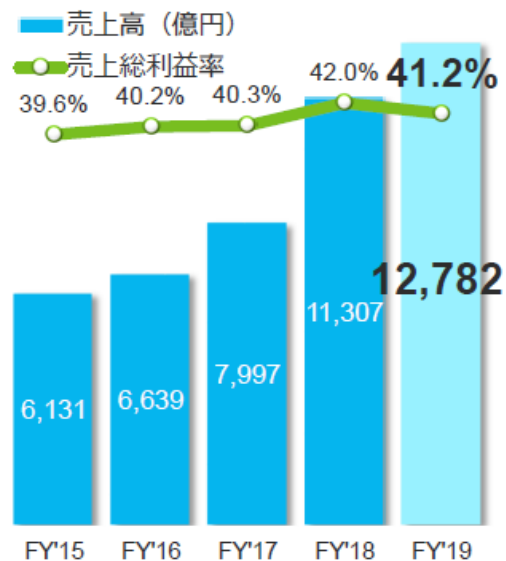
FY2019 TEL 売上高  
(2018.4~2019.3)



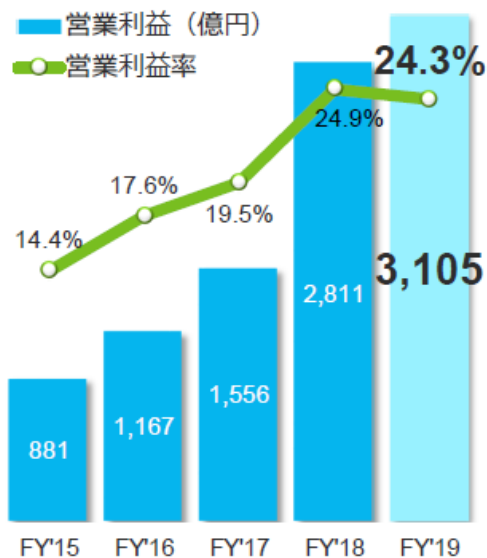
図はガートナーリサーチに基づき、東京エレクトロンが作成  
 出所: Gartner, "Forecast: Semiconductor Wafer Fab Manufacturing Equipment (Including Wafer-Level Packaging), Worldwide, 1Q19 Update", Bob Johnson, 9 May 2019  
 電子機器 = Electronic Equipment Production/半導体 = Semiconductor Revenue (Excluding Solar)/WFE\* CAPEX = Total Wafer Fab Equipment (including Wafer-Level Packaging)

# 【東京エレクトロン】 主要指標の推移

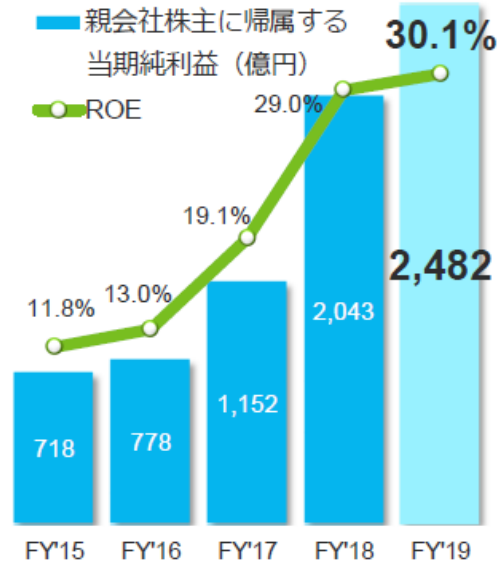
## 売上高と売上総利益率



## 営業利益と営業利益率



## 親会社株主に帰属する 当期純利益とROE



- 拡大する半導体製造装置市場における競争力向上と、FPD製造装置でのシェア拡大により、2019年3月期では前期比+13%の増収
- 売上総利益・営業利益・親会社株主に帰属する当期純利益が過去最高を更新

## 【東京エレクトロン】ファンダメンタル分析による気づき事項

### 【安定性】

- 長期にわたり自己資本比率が50%を超え、近年では70%を超えてきており、安定的
- 当座比率は常にほぼ150%を超えており**短期的支払い能力に問題はない**
- **有利子負債に頼らない経営**といえる

### 【収益性】

- ROSは業界の特性か変動が大きいが最新期5期は14%~24%となっており、高収益体質といえる
- ROAもROSと同様の傾向にある。
- ROEについては近年の目標値30~35%を目指しているなか、2015年3月期以降着実に目標値に近づいている
- 借入金増加無く、自己株式の金額もさほど増加していない。**純粋に利益創出でROE向上を実現か**

### 【効率性】

- 総資産回転率は**効率がよいとはいえない**…近年でこそ1を超えてきているが
- 棚卸資産回転日数は長め…90~100日前後。製造装置製造業のためか？
- CCCは近年110~120日へ改善がみられる。  
売掛債権回転日数が短縮されているが要因は有価証券報告書から読みとれなかった。  
売上高伸長率に比べ売掛債権残高の伸びが少ないのでもしかすると割り引いているのか？  
資金調達のためではなくBSの効率化？

### 【現金創出力】

- EBITDAは2003年3月期を除き每期黒字
- 直近3期は非常に高い金額をたたき出している。

### 【ROA、ROIC、ROE】

- 海外の競合5社と比較すると、2014年以降、ROAやROICについては遜色ないか、やや上回る水準であるが、ROEは一貫して下回る水準
- 同社の内部留保が多いためと推察される

# 【東京エレクトロン】SWOT分析

内部環境	strength	Weakness
事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>資源集中による高利益率獲得</b> 技術革新が激しく自らの強みを発揮できる半導体製造装置等のハイテク分野に集中</li> <li>• <b>構造改革の積極推進</b> 一時的な市場規模の縮小局面でも利益創出するため</li> <li>• 世界の<b>主要な大手半導体メーカーとの取引</b>拡大               <ul style="list-style-type: none"> <li>• 優れた最先端技術を搭載した製品</li> <li>• 顧客満足度の高いサービス体制 納入済装置の生産性向上や延命化など</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>販売競争の激化</b> 顧客の大規模設備投資のタイミングによっては売上が特定顧客に集中することによる</li> <li>• <b>予期せぬ市場規模の大幅な縮小</b> 受注取消、過剰設備・人員、在庫増加、顧客財務状況悪化による貸倒損失、仕入先の経営状況悪化による供給不足</li> </ul>
開発	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>最先端の技術創造</b>…最先端技術について積極的な研究開発投資、研究開発活動の継続的実施 微細加工技術、真空技術、プラズマ技術、熱処理技術、塗布・現像技術、洗浄技術、ウェハー搬送技術、クリーン化技術等</li> <li>• 最先端技術を搭載した<b>新製品の早期市場投入</b></li> <li>• 研究開発戦略・事業戦略・知的財産戦略の三位一体推進により製品差別化・競争力強化、<b>多くの独自技術の専有化</b></li> <li>• <b>品質保証体制</b>の確立、<b>レベルの高いサービス体制</b>の確立により多くの顧客に製品採用 ⇒各製品分野の上位市場シェア・高利益率を獲得</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>新製品投入タイミングのずれ等の影響</b>による業績への悪影響</li> <li>• 最先端製品であるが故に未知の分野の開発技術が存在し、<b>予期せぬ不具合</b>が発生する等</li> <li>• <b>第三者技術・特許その他知財</b>を使用するうえで制約が生じる…当社製品が多くの最先端技術が統合・最適化された製品であるため</li> </ul>
外部環境	Opportunity	Threat
市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>市場が技術の変化により大幅に成長</b>する。</li> <li>• メモリ半導体が市場の拡大をけん引 PC、データセンター向け投資、スマートフォン需要、</li> <li>• 人工知能 (AI) ・次世代通信規格 (5G) に伴う<b>新技術による半導体需要</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 需給バランスが崩れることにより市場規模が一時的に縮小することがある</li> <li>• 予期せぬ市場規模の大幅な縮小、受注取消、過剰設備・人員、在庫増加、顧客財務状況悪化による貸倒損失、仕入先の経営状況悪化による供給不足</li> <li>• 寡占が進む半導体業界の顧客の大口化・価格交渉力による<b>販売競争の激化</b></li> <li>• 各国<b>競争当局による半導体製造装置業界の再編規制</b></li> </ul>



# 【東京エレクトロン】インタビュー前の仮説…稼ぐ力は何か？

## Background

- もともと商社であり、今の経営上層部も技術というより商社マインドが高い。
- 貢献・成果への評価、年功序列の否定(1980年代～)
- 利益を重視し社会・社員に還元する姿勢
  - 『社員や経営者の生活を豊かにするために利益をあげなければならない』(創業者)
  - 2004年から営業利益の15%をボーナス原資

## アプライド・マテリアルとの統合の過程で学んだこと

※ アプライド・マテリアルとの統合は2013年9月に合意、2015年4月に白紙撤回

- グローバルに経営するやり方、グローバル展開のスピード、戦略の立て方
- 利益を追求する姿勢、効率の良さ
- 開発力、装置開発の仕方
- 顧客ニーズに総合的に対応する「Applied Global Service」

## 統合破談後の中期計画(2015年～)…「顧客ニーズ創造型企業」への移行

- 独立心が強かった各装置部門に横串を刺してノウハウを融合、先端技術への対応力を高めるプロジェクトを開始
- 顧客ごとに総合的な問題解決に当たる「アカウント・リージョン制」の導入
- グローバル人材の認識、機会付与、育成のための人材可視化マネジメントシステム「Workday HCM」

## 稼ぐ力

- 資源集中＝高利益率獲得。技術革新が激しく自らの強みを発揮できる半導体製造装置等のハイテク分野に集中
- 構造改革＝一時的な市場規模の縮小局面でも利益創出するため積極推進
- 技術創造＝最先端技術について積極的な研究開発投資、研究開発活動の継続的实施
- 一体戦略＝研究開発戦略・事業戦略・知的財産戦略(三位一体)
  - 製品差別化・競争力強化、多くの独自技術の専有化
  - 各製品分野の上位市場シェア・高利益率を獲得
- 製品優位性＝優れた最先端技術を搭載した製品を、早期に上市
- サービス体制＝顧客満足度の高いサービス体制、納入済装置の生産性向上や延命化など

- 大きな市場を見極め、そこにいる顧客の課題解決を提案
- 技術プラットフォーム化によるコスト・生産性管理が強い。
- 必ずしも技術先行というわけではなく、必要に応じ外部との提携、連携を行い、開発リスクはそれなりに抑制。

# 【東京エレクトロン】インタビューを踏まえ、稼ぐ力は何か？

要素	インタビュー前の仮説	稼ぐ力:インタビューを踏まえ
資源集中	<ul style="list-style-type: none"> <li>高利益率獲得でき、技術革新が激しく自らの強みを発揮できる半導体製造装置等のハイテク分野に集中</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>リーマンショックの際に半導体以外をやらなければという議論あり 太陽電池に進出したが、早めに撤退…選択と集中</li> </ul>
構造改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>一時的な市場規模の縮小局面でも利益創出するため積極推進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>少ない製造設備、主な固定資産は研究開発設備</li> <li>永年の関係にある外注を多用。製造コストを抑制</li> <li>工場と製品区分は対応関係にあり、地方分権的。シンプルな運営組織</li> </ul>
技術創造	<ul style="list-style-type: none"> <li>最先端技術について積極的な研究開発投資、研究開発活動の継続的实施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>いかに新製品を出すか・お客の課題をいかに解決するかが、研究開発テーマ(市場の要求に対してフォロワー)。</li> <li>自主開発テーマは、一定金額範囲額内に限定…開発コスト・リスクを抑制</li> </ul>
一体戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>研究開発戦略・事業戦略・知的財産戦略(三位一体)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>装置開発はすべて国内4工場で実施+アメリカの研究開発部門</li> <li>全工場に知財部門を配置、特許出願を担当。本社は渉外・とりまとめ 事業部と知的財産部門の連携強い。積極的に特許出願。海外出願比率70%</li> </ul>
製品優位性	<ul style="list-style-type: none"> <li>優れた最先端技術を搭載した製品を早期に上市</li> <li>製品差別化・競争力強化、多くの独自技術の専有化</li> <li>各製品分野の上位市場シェア・高利益率を獲得</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>製造工程の作り込み=高収益を支える背景の一つ:</li> <li>半導体製造会社の「半導体製造ノウハウ」と装置製造会社の「装置ノウハウ」の合わせ込みが必須。半導体製造会社は、製造装置を必ず各社独自の製造ノウハウに改良⇒対応力・技術力が装置製造会社に求められる。 ※ 東京エレクトロンの技術提案力が顧客から評価されるポイント</li> <li>特に最先端のデジタル半導体の分野で、大手生産受託会社の要求(最先端の技術水準+多様な装置を提供)に対応できる装置製造会社は限られる。</li> </ul>
サービス体制	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客満足度の高いサービス体制、納入済装置の生産性向上や延命化など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提案力は一朝一夕でできるものではない。簡単にまねできない</li> <li>創業は商社。顧客密着、顧客第一主義は全社に浸透「空気」</li> <li>単一事業で、多くの部門の従業員が1つの製品を製造し、顧客も共通。そのため自然と顧客第一主義を共有する模様。</li> </ul>
価格戦略		<ul style="list-style-type: none"> <li>利益に対する意識が高い。「赤字は悪」の文化。シェアのために安売りしない。</li> <li>顧客との値引き交渉時に次世代品を販売して利益率を確保している。</li> </ul>
市場の特徴		<ul style="list-style-type: none"> <li>業界全体として分業体制。事実上参入が難しい(移動障壁)</li> <li>新技術による半導体需要の高まり(5G・AI)。市場の成長が今後も見込める</li> </ul>



## 収益性:利益への意識

- 中期計画 ROE30%達成が目標だが、営業利益の方が大切。利益志向強く、シェア追求の値引き等はしない。
- 収益を支える最重要の源泉は商品力であり、製品差別化への意識は強い。特許は積極的に申請している。
- 顧客密着・顧客第一主義は全社に浸透しており、長年培った顧客への提案力は顧客から評価されている。

### 利益への意識

- ROEは営業利益が出ていれば自社株買いなどでコントロール可能。営業利益のほうが大切。
- 利益に対する意識は日本の他社より高い。「赤字は悪」の文化。シェアを取りに行くための安売りはしない。

### 商品力・顧客への提案力

- 収益のため一番大切なもの・源泉は商品力であり、製品差別化への意識は強い…米系顧客との取引顛末
- 商品力を支える要素は顧客への提案力…成長段階ごとの分析をその場限りで閲覧、堀氏の個人見解と
- 提案力は一朝一夕でできるものではない。簡単にまねできない **マーケティング無形資産?**
  - 当社は商社からスタート。顧客密着、顧客第一主義は空気のように全社に浸透している
  - 単一事業で、多くの部門の従業員が1つの製品を製造し、顧客も共通。そのため自然と顧客第一主義を共有する模様。
  - アプライドの場合は、開発色が強く、顧客オリエンテッドではない

創業～90年代	商社からスタート。 モトローラとの間でJV組成、個別仕様・サービスのノウハウを蓄積し、徐々に競争優位を得た。
90年代以降	JVを100%子会社化。 顧客密着、顧客に叩かれ、すりあわせて改善、この長年の実績・蓄積が今日の競争優位に結実。

### 特許出願について

- 事業部と知的財産部門との繋がりは強く、積極的に特許出願している。
- 特許の海外出願比率は70%位で圧倒的に高く2002年には経産省から表彰…日本の平均は30%程度。
- 競合が先に特許出願したら、いくら当社が先に同じ技術を開発していたとしてもその技術は使えなくなる
- 営業秘密・ブラックボックス化など意味がなく、特許は出願すべき…何でもリバーエンジニアリング可能
  - ギルビー特許(IC)の事例…TIIに対して1000億円を10年間で支払った。

## 成長戦略

- 成長戦略は半導体マーケットに依存しているのは事実で、市場の成長により今後も伸び縮みがあるであろう
- 一方、AIや5Gなどがこれだけ重要視されてる中で、半導体市場がシュリンクするとも思えない
- 半導体が伸びている間は、よほどの失敗をしない限り成長する

市場に対する信頼

### 今後の半導体製造装置業界・市場について

- 競争法の規制があり、M&Aについては、今後トップレベルでの再編は進まないと思う
- そのため、今後も装置業界は市場の成長率によりアップダウンするのであろう
- 装置業界以上に利益率の高い事業はあまりない
- 半導体業界の中で生き残っていくのは簡単ではない。Googleも直接、半導体を作っているが、装置までは作らないだろう

補足考察:スライド42

### 当社の成長・伸長について

- 利益率が伸びたのは市場の伸びがあったからでもある。
- エッチング装置(エッチャー)の開発に成功したことが、近年の利益率の伸びに結びついている。
- 半導体の市場の伸びが止まったならば、厳しくはなる
- リーマンショックの際に半導体以外をやらなければという議論もあり 太陽電池に進出したが、早めに切り上げてよかった…選択と集中
- 市場の伸びに新製品の投入が間に合わず、利益獲得タイミングを逸してしまうリスクはある  
モトローラ半導体事業の失敗事例
  - モトローラは2つの製品系統があり、うちMC68040について市場へ新製品を投入するタイミングを逸した。
  - その後モトローラ半導体設計者の多くはアップルへ移籍

## 効率性：設備・研究開発テーマ

- 顧客の課題をいかに解決するかが、当社の研究開発テーマ。市場の要求に対してはフォロアー。
- 工場と製品区分は対応関係にあり、研究開発・知財出願は工場で実施。地方分権色が強い。本社はまとめめ
- 外注業者を永く多用しており、歴史的に関係が深い。自社としては製造用設備を過度に保有しない。

### 三位一体戦略～研究開発・事業・知財

- 当社の場合、いかに新製品を出すか・お客の課題をいかに解決するかが、研究開発テーマになっている。
- その意味では当社は市場の要求に対してフォロワー。米国アプライドは、その逆をやろうとして失敗。
- フォロワーとして開発テーマを決めているものの、開発部門が自主的に開発テーマを設定することはある。
  - 一定の金額範囲内での「遊び」として、全体の負担が大きくなるように予算を設定…開発コスト・リスクを抑制

### 工場と研究開発部門

- 当社は4工場ある。国内の開発はすべて工場で実施している。アメリカにも研究開発部門がある。
- 工場の地方分権色が強い。工場と製品区分は1対1になっている。
- 装置の開発はすべて工場。工場に知財部門をすべておいており、特許出願を担当している。
- 特許に関してその他渉外は本社(赤坂)で行っている。本社の組織はまとめめ

### 生産体制・製造設備・コストダウン

- 固定資産が少ない。開発用設備が一番多い。製造用設備は少ない。
- 製造コストを抑えるため、外注に依存している点もある…設計は当社が行い、製造の一部を外注
- ただし、毎年〇%コストダウンという定量目標は持っていない。そういう事はしない
- 顧客からの値引き交渉はあるが、その時には次の世代のものを出す。そうして利益率を確保している。
- 製品ライフサイクルについて、10年にわたり同じ製品を作るが、10年間その製品が主流である事はない。
- 90年代の不況の頃から歴史的に外注を使っており、付き合いは長い。外注はサービスでも製造でも活用

- 大きな市場を見極め、そこにいる顧客の課題解決を研究開発テーマとしている。
- 必ずしも技術先行というわけではなく、必要に応じ外注との提携、連携を行い、開発リスクはそれなりに抑制。

## グローバル化について

- ・ アプライド・マテリアルズとの統合の過程では、グローバル企業とは何かを考えさせられた。
- ・ グローバル人財：株主価値向上のための会社のミッションに納得できるかどうか等、理解力があるかどうか
- ・ 欧米をマネージできる人財とは、共同体的一体感を持てるかよりは、ミッション遂行に徹底できる人財であろう

### アプライド・マテリアルズとの統合計画を経験して

- ・ 統合協議の過程で学んだものを将来にどう繋げていくか、という意識はない。
- ・ 終わってみればではあるが、会社全体が一枚岩で統合賛成というわけではなかった。
- ・ グローバルカンパニーとは何か、考えさせられた。統合話を進めてみると、日本人も柔軟ではないと感じた。
- ・ 優れた仕組みはあったが、アプライドから学んだものが絶対的な善の価値観ではない。
- ・ 利益志向は、我々より強かった。自分たちはまだ甘いとも思った。

### グローバル人財/ローカル人財の区分…統合の過程で課題になったこと

- ・ グローバル人財はアプライドと給与水準を収斂させる必要があった。
- ・ 理解力があるかないか。異文化や自分の出自と異なるものを拒絶しないでいったん受容できるか否か。
- ・ 従業員と会社の関係でいえば、株主価値を上げるというアメリカ的な考え方について行けるか否か。
- ・ リストラが論理的に正しいと思えるか、会社のミッションだと思って、それに徹することができるか否か。
- ・ アプライドが当社を買収する旨報道されたが、株主は両社同じで、どちらがどちらを取得したという議論は意味がないという議論に納得できるか？または感情的に反発するか？…納得＝グローバル、反発＝ローカル

### 欧米をマネージできる人間とは

- ・ 最初は昔から知っている現地の人を現地法人の社長に据えた(台湾以外)
- ・ 見極めは難しいが、ドライな人で、ミッション遂行に徹底できる人であろう。
- ・ 外部の人に(共同体的な)一体感などは期待できない。ミッションが重要。
- ・ 当社はハイテク業界に属するので、入社してくる従業員も自己実現のために入社してくる。
- ・ グローバル人事制度はどの程度役に立っているのかは疑問。後付けで仕組みを乗せているのが実情。

# 【東京エレクトロン】補足の考察:GoogleやAppleは半導体製造装置に手を出すか？

## 結論

- GoogleやAppleなどが半導体製造装置産業に参入することはないと考えられる。

## 理由

- GoogleやAppleは半導体の付加価値を決める設計に特化して利益を獲得。
- 生産は台湾・中国の半導体受託生産会社(TSMCなど)に生産委託している。
- そのため、いまさら生産やそれに使う製造装置まで手を広げることはない。

## 背景

- 半導体装置産業に政府規制などの参入障壁はない。
- 資金と技術者を育てる時間があれば、誰でも参入は可能。

逆に言うと、

- 資金: 導入時点のみならず継続的に莫大な設備投資・研究開発投資が必要
- 資金: シリコンサイクルに伴う不況時にも耐えられる財務的な体力が必要
- 技術: 半導体に係る高度な専門知識と技術の蓄積が必要
- 技術: 技術に基づく顧客との強い関係性の構築が必要

**移動障壁がある**

- 設計した半導体をどう作るかというノウハウ(製造プロセス)も付加価値の源泉  
Appleやインテルなど一部の半導体は自社工場で生産している。

**※ この辺のノウハウは装置メーカーと共同で作り込んで装置に具現化しているのでは？**

- TSMCなどの半導体受託生産会社が半導体装置産業に参入する可能性はある。  
彼らが装置会社(東京エレクトロンなど)を買収し、その技術を囲い込む可能性はある。
- ただし、良くも悪くも半導体産業は夫々が得意分野に特化した分業体制で成り立っているため  
分業の壁を越えてまで買収するコスト(利益率が高い分、割高になりがち)に見合うだけのメリットがない

# 自社に持ち帰りたい点



# 【持ち帰りたいこと①】 稼ぐ力:無形資産・ポートフォリオマネジメント

問題意識	<ul style="list-style-type: none"><li>• 当社は、同業他社と比較して営業利益率にそんな色がある。全体として稼ぐ力に見劣り。</li><li>• 当社は電子部品専業ではなく、HDDヘッド・電源製品などのデバイス、二次電池などからなる。ポートフォリオマネジメントのベンチマークを得たい。</li></ul>
持ち帰りたいこと	<p><b>稼ぐ力…顧客層維持・売価維持のモデル、コスト節減に有効な経営上の仕組みの存在</b> 村田製作所</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• モジュール事業と部品事業の連携 モジュール事業のミッションとして、通信技術へのキャッチアップと明確にされており、MLCCへ生かされている</li><li>• スピード経営を実践するために、現場への権限委譲と、それを支えるシステム(IT+上長のコミット)があること</li><li>• 連結ベースでの原価企画による価格管理<ul style="list-style-type: none"><li>• 売価と原価が折り合わない時に、どこが引き受けるかを明確にしている。</li><li>• 売価と原価の結び付けを事業全体で意識している。こうしていると下手に安売りをしないのではないか。</li></ul></li></ul> <p><b>東京エレクトロン</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 顧客課題の解決能力。顧客の製造プロセスにおける課題を解決する技術力・提案力・開発力(無形資産か)</li><li>• 製品力に裏付けられた価格戦略…カスタム品を安売りしない。「赤字は悪」の文化</li><li>• シンプルな運営組織、集約された生産工程。外注の多用により製造コスト抑制</li><li>• 絞り込まれた開発テーマ</li></ul> <p><b>ポートフォリオマネジメント</b> オムロン</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• ROICを使って経済価値評価と市場価値評価を実施。</li><li>• リターンが資本コストを下回る事業は、2年かけてどうするかを事業部門に宣言させる。</li><li>• 環境等を斟酌しながらターゲットしたものを辞めていく。</li><li>• 事業部門長の責任だけでなくCEOも責任を持つ。ポートフォリオマネジメントを現場任せにせず経営の課題として認識。CEOがバックキャスティングで将来どのような絵を描けるかを構想し、意思決定する。</li><li>• 下地として、ROIC経営の実践と浸透の取り組み…「ROIC逆ツリー展開」:各自が自分の仕事に一番関わりのあるKPIにブレイクダウン</li></ul> <p><b>HOYA</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 予算会議ではなくIIR (Internal Investor Relations)。GHQが株主、Divisionは事業会社として単独の責任を負う</li></ul>
所見	<ul style="list-style-type: none"><li>• 当社の各事業におけるバリュードライバーを洗い出し、何が顧客を維持し・売価の決定要因となっており、コスト削減に結びつくのか、事業面・経済的な要因から分析から実施すべきではないか？</li><li>• ポートフォリオの入れ替えを阻む要因を突き止める必要がある。戦略的な意義？</li></ul>

## 【持ち帰りたいこと②】 稼ぐ力:シンプルな運営組織・サプライチェーン

問題意識	<ul style="list-style-type: none"><li>• 当社は、同業他社と比較して営業利益率にそんな色がある。</li><li>• 売上高総利益率の段階でかなりの差があることが分っている。モノづくり力を強化する取り組みは社内で行っているものの…ひとつには、要因X～何か構造的な問題も、あるのではないか？</li></ul>
持ち帰りたいこと	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>稼ぐ力を持つ会社の特徴</b>:シンプルな運営組織・シンプルなサプライチェーン</li></ul> <p><b>村田製作所</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 強い工場に支えられた製造力。国内生産比率70%…為替の問題があっても独自性ともものづくりに拘っている</li><li>• 取引価格は市場価格と製造原価からルールを決めて設定し利益を追求 見積原価を積み上げて製品の連結コストを管理している。</li><li>• 原価と売価の合わないところは、どこで努力するか(吸収するか)あきらめるかを明確にしている。製造機能は別会社にして独立採算。工場は市場価格の低下に見合うコスト低減を実施</li></ul> <p><b>東京エレクトロン</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 少ない製造設備、主な固定資産は研究開発設備。永年の関係にある外注を多用。製造コストを抑制</li><li>• 工場と製品区分は対応関係にあり、地方分権的。シンプルな運営組織</li><li>• 装置開発はすべて国内4工場で実施+アメリカの研究開発部門</li><li>• 全工場に知財部門を配置、特許出願を担当。本社は渉外・とりまとめ。事業部と知的財産部門の連携強い。</li></ul> <ul style="list-style-type: none"><li>• 当社の場合は、基本的にサプライチェーン(研究開発～前工程～後工程～販売)が国際間で分担されており、真の意味での同地域内一貫生産になっていない。</li><li>• グローバルな分業体制の弊害<ul style="list-style-type: none"><li>• 長いリードタイム、在庫店の分散化に伴う在庫管理の複雑化・コスト高・移送コストの増加。</li><li>• 日本側と海外拠点の役割が不明確になりやすい(バリューチェーンの曖昧化)。 事業リスクを日本と海外のいずれかが負担するか・リスクを取ってビジネスを取るという決断がしにくいように感じる。</li><li>• 国際間の分業は、移転価格リスクの増加にもつながりやすい。不用意に事業リスクが分散しているため、本来負わなくてもいい税務リスクまで負担している可能性</li></ul></li></ul>
所見	事業は多様であったとしても、各事業の中は生産拠点の集約・機能リスク分担・無形資産の配置・サプライチェーンをシンプルに。採算性をみえるようにすべきではないか？

# 【持ち帰りたいこと③】 価値創造プロセス/その中のSDGの位置づけ

## 問題意識

- 当社の価値創造につながる事業横断的なストーリー作りが必要(特に市場優位につながるビジネスモデル)
- 企業価値創造につながるSDGの取り組みが必要。当社のSDGはまだその域に達していない印象  
端的には、SDG・社会的価値の定量化ができていない  
特に、社会的価値の向上と資本効率の関連性
- 社会的価値のKPIは二酸化炭素排出量だけでいいのか？

TDKグループでは、中期経営計画「[Value Creation 2020](#)」を掲げ、3つの「Value」を創造しながら事業を持続的に成長させていくことを目指しています。



## 持ち帰りたいこと

- 日本企業のESG はESG のためのESG ESG を隠れ蓑とし低ROEの言い訳になっていないか？
- 「ESGがROEを高める事を証明すべき」「ESGの価値相当分はPBRにもりこまれるべき」(投資家)

### ESG とROEの同期化モデル～潜在的価値の顕在化のために必要な4要素

1. 概念フレームワークの提示
2. 実証研究のエビデンス
3. 統合報告書での具体的開示
4. エンゲージメントの蓄積

### エーザイの事例

- リンパ性フィラリア 年間1万人亡くなる ローテクで出来る薬だが、誰も作らない(収益にならない)
- エーザイは、この薬を製造し22億錠寄付することにした。地球上からこの病気を撲滅するまで実施。
- この効果は、次のように整理し定量化し実行した。
- インドの大工場の離職率低下(モチベーションアップ等により離職率15%→5%へ)、
- また、当工場の従業員のスキルアップにもつながり、トータルでプラス。
- 実際10年で見れば価値創造が証明できている。

### SAP社の事例

- 非財務情報を数値化し、財務との関連性を定量化して開示
- 従業員エンゲージメント指数が1%上昇すると 営業利益に 40~50百万ユーロの正の影響…など

## 所見

- 非財務情報と財務との結びつけは容易ではないが、仮説を打ち立て、立証・検討すべき
- 比較的容易な取り組みとしては事業分野と社会的課題の結び付けとして、例えば、カーボン・エミッションに有効な製品群を定義して、そのCAGRをKPIにするなどできないか？

## 【持ち帰りたいこと④】 研究開発体制・市場と向き合う開発テーマ選定

問題意識	<ul style="list-style-type: none"><li>• 当社は、R&amp;D投資している割に、それが収益に結びついていない。それはなぜか？</li><li>• 研究開発から事業化への道筋が、当社の場合うまく連携できてないのではないか？</li></ul>
持ち帰りたいこと	<p><b>狙いどころ・テーマ選定</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 当社の場合、顧客からの要求に対するテーマの追求・市場要求に対するフォロワーとしての姿勢が不足しているのではないか？</li><li>• TDK行動指針にある「お客様志向」:テーマ選定や開発部門の在り方を問うべきではないか？</li></ul> <p><b>東京エレクトロン</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 研究開発志向が強い会社でありながら、R&amp;Dテーマの選定は顧客志向。</li><li>• いかに新製品を出すか・お客の課題をいかに解決するかが、研究開発テーマ(市場の要求に対してフォロワー)</li><li>• <u>自主開発テーマは、一定金額範囲額内に限定…開発コスト・リスクを抑制</u></li><li>• 装置開発はすべて国内4工場で実施+アメリカの研究開発部門</li></ul> <p><b>村田製作所</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 顧客ニーズの把握…直接販売比率85%。代理店をあまり使わないで顧客との直接対話を重視</li><li>• モジュールの付加価値:通信技術にキャッチアップ(どう進化するか)できる。半導体の動向を知る</li><li>• 継続的な技術開発投資による新商品開発力。差別化による独自性を重視。</li><li>• 事業部主導で一気通貫経営～商品開発－製造－販売</li></ul> <p><b>組織の問題</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• テーマ設定の問題に加え、当社の場合には事業部門から独立した基礎研究所の在り方に、改善の余地があるのではないか？</li><li>• イノベーションに対する合理性の追求・4つの基本活動のうち、次の2つが見落としされがちでは？<ul style="list-style-type: none"><li>• 価値の獲得…競争の回避ないし競争に勝つ ⇔ 市場・事業から離れた研究開発活動</li><li>• 生産性の向上:他社よりも業務効率を上げる</li></ul></li></ul>
所見	<ul style="list-style-type: none"><li>• 事業・市場と直結した研究開発テーマの選定</li><li>• 研究開発投資全体の予算設定において、規律の導入。全体の中での自主開発テーマに対する限度額を設ける必要性。また、事業ごとに研究開発費配分の規律を設ける必要性</li><li>• 研究開発の事業部への完全配分と、無形コストも含めたROIC管理の実践</li></ul>

# 【持ち帰りたいこと⑤】 グローバル化・多様性・企業理念…

問題意識

- ・ グローバル化の中での経営理念の浸透と多様性の尊重、どう整理すべきか？
- ・ グローバル人財とローカル人財の違いは、何か？グローバル人財とは？

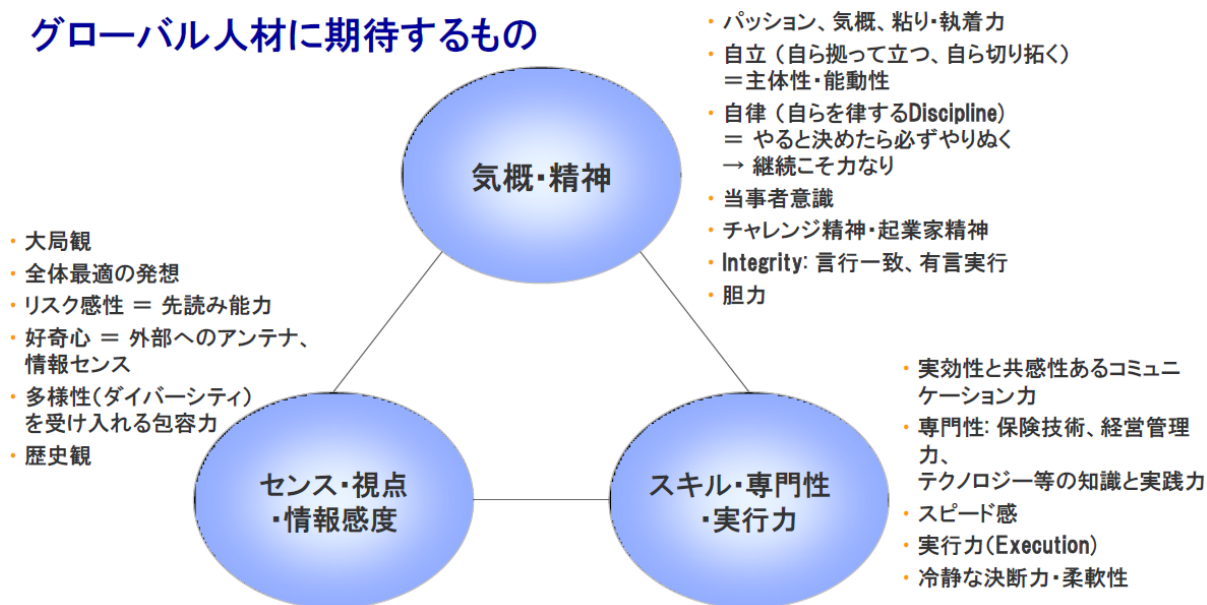
持ち帰りたいこと

## 東京エレクトロン・堀哲朗氏のお話し

- ・ 多国籍企業は「7人の侍」…お互いに氏素性の知れない7人が共通のミッションの下に集い、目的を完了すると分かれていく。共同体的なウェットな紐帯に基づくグループではない。
- ・ グローバル人財/ローカル人財の区分
  - ・ 理解力があるかないか。異文化や自分の出自と異なるものを拒絶しないで受容できるか否か
  - ・ 従業員と会社の関係でいえば、株主価値を上げるというアメリカ的な考え方について行けるか否か。リストラが論理的に正しいと思い、会社のミッションだと思って、徹することができるか否か
  - ・ アプライドが当社を買収する旨報道されたが、株主は両社同じで、どちらがどちらを取得したという議論は意味がないという議論に納得できるか？または感情的に反発するか？

## 東京海上ホールディングス藤井邦彦氏ご講演資料より

### グローバル人材に期待するもの



所見

- ・ 企業理念とそれに基づくミッションの共有・遂行に尽力することは必須で、あくまでその下での多様性であろうと理解
- ・ 自分自身がどこまでグローバル人財になれるか、今後も機会を見てよく振り返りたい



## 【最後に】

- 普段私は、税務部門の責任者としてコーポレートファイナンスと全く異なる観点から、事業のバリューチェーンや超過収益力の源泉、グループ内の機能リスク・利益配分を分析、グループ内の事業活動を見ています（移転価格税制の観点）。
- 個人の関心としては、企業の価値の源泉が何であるかというところにありました。より幅広い観点から、企業価値の問題を考えることができ非常に勉強になりました。
  - ※ 移転価格税制における超過収益の源泉が何であるかという議論にも通じる部分があると感じました。
  - ※ 税務当局に提出しているマスターファイルの記載「収益の重要な源泉」
- 9月以降の長期にわたり、11回にわたるセッションに参加し、ご参加された皆さんとの交流・議論・ワークショップを通じ、大きな影響を受けました。
- 皆さんの明るさに励まされながら、何とかセッションを終了することができます。
- ご指導いただいた先生方、講師各位、事務局の皆さん、大変ありがとうございました。



EOF