ー橋大学財務リーダーシップ・プログラム(HFLP) Cコース第3セッション於:セミナーハウス・フォーリッジ

ファンダメンタル分析Ⅱ

EVAを通じた企業価値創造

2018年9月1日 Tetsuyuki Kagaya t.kagaya@r.hit-u.ac.jp



Contents

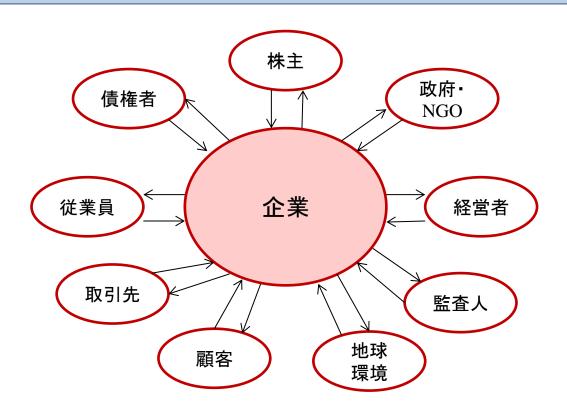


- 1 なぜEVAか?
- 2 EVAとは何か?
- 3 EVAを算出しよう
- 4 EVA導入事例
- 5 EVAを通じていかに企業価値を高めるか?
- 6 Question and Answer

なぜEVAか?

御社にとって重要なステークホルダーは?

あなたにとって重要なステークホルダーは誰か。それは御社の経営者が関与するステークホルダーと同じか。



✓ 職位があがればあがるほど、自らが関係するステークホルダーのタイプ、数は飛躍的に増大する。時には対立する各ステークホルダーへの利害を調整し、中長期的に価値創造を実現することが企業経営者には求められる。

損益計算書の標準的様式

	売上高	XXX
Ш	売上原価	XXX
	売上総利益	XXX
Ш	販売費および一般管理費	XXX
	営業利益	XXX
IV	営業外収益	XXX
V	営業外費用	XXX
	経常利益	XXX
VI	特別利益	XXX
VII	特別損失	XXX
	税引前当期純利益	XXX
	法人税、住民税及び事業税	XXX
	法人税等調整額	XXX
	当期純利益	XXX

売上総利益 (Gross Profit)

「粗利益」「粗利」とも呼ぶ。 収益性のある製品を販売してい るかどうかを反映。

営業利益 (Operating Income)

売上総利益から販管費を差し 引いて算出。営業活動を通じて 獲得できる利益水準を示す。

経常利益

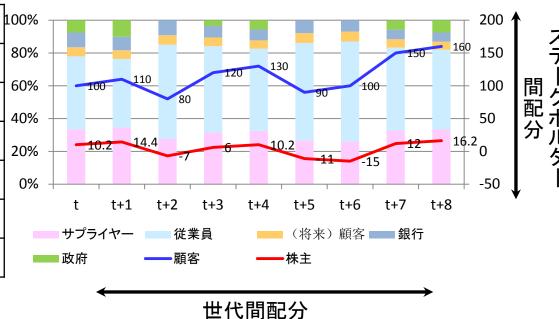
営業利益から金融収支などを 控除して算出。経常的に創出で きる利益水準を示す。

当期純利益(Net Income)

最終的に株主のためのどれほどの利益を創出できたかを示す。 ボトムラインとも呼ぶ。

会計はステークホルダーへの付加価値配分を支援

顧客	売上高
サプライヤー	原材料費•部材費等
従業員	人件費·労務費等
銀行	支払利息
(将来)顧客等	研究開発費・広告宣伝費等
政府	法人税等
株主	当期純利益

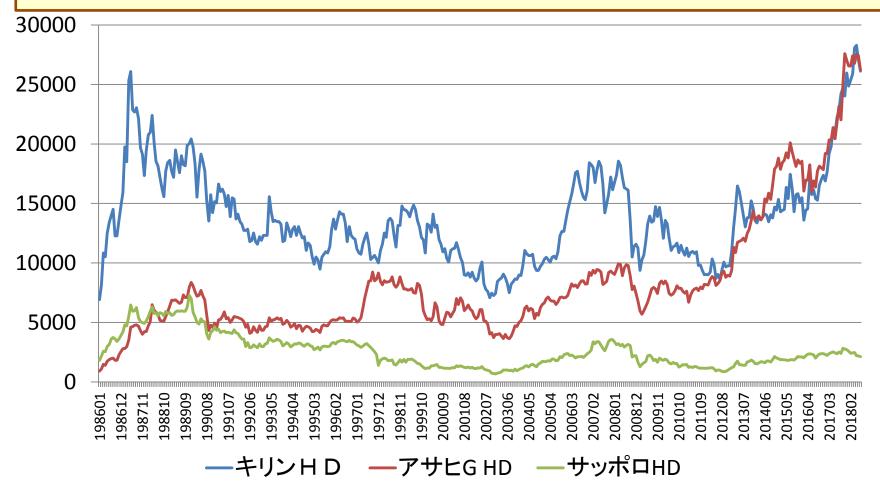


他のステークホルダーへの投資を優先しすぎると株主への配分が減少する。また現在の株主への利益を優先すると、将来の持続的な成長が危うくなる。持続的な価値創造のためには、世代間配分、ステークホルダー間配分のバランスをとりながら、企業を成長していくためのシナリオを描く必要がある。

ケース・スタディー サッポロビール

サッポロHDの現状

サッポロHDの時価総額は1980年代後半までアサヒG HDと同水準であったが、その後の30年間の間に全盛期の3分の1、当時は同水準であったアサヒG HDの10分の1にまで落ち込んでいる。皆様がいま経営者に着任したら、価値創造のために何を実践しますか?



ビール会社3社 デュポン分解

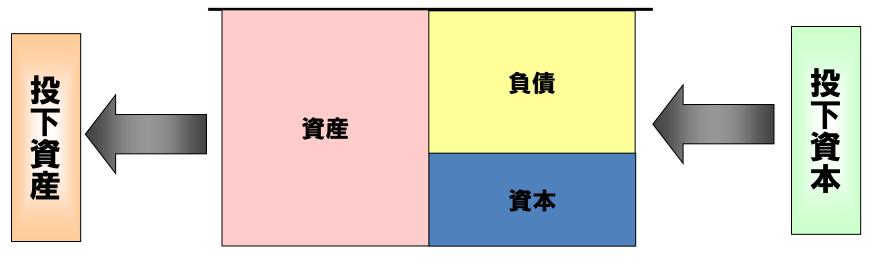
■ビール会社3社(2018年3月期決算)

	ROE	Net Income Margin	TA T/O	Financial Leverage	Gross Profit Margin	Operating Profit Margin	Normal Profit Margin
キリンHD	29.1%	13.0%	0.773	2.898	43.6%	11.3%	12.5%
アサヒG HD	14.2%	6.8%	0.766	2.746	37.9%	8.8%	9.4%
サッポロ HD	6.6%	2.0%	0.878	3.762	35.0%	3.1%	3.0%

- ✓ 各社の株主資本コスト率が仮に8%であると仮定すると、キリンHD、アサヒG HD、サッポロHDはそれぞれ価値創造を実現できているだろうか?
- ✓ 各社のPBRはどの程度であると想定できるか?
- ✓ サッポロHDが企業価値を創造していくためには何が求められるか?

企業価値創造の有無は何で決定されるか?

貸借対照表



【投資先・資金使途】【資金調達源泉】

企業側の資産から 獲得した利益は?



ROA

>:企業価値を創造

=:企業価値に中立

<:企業価値を破壊

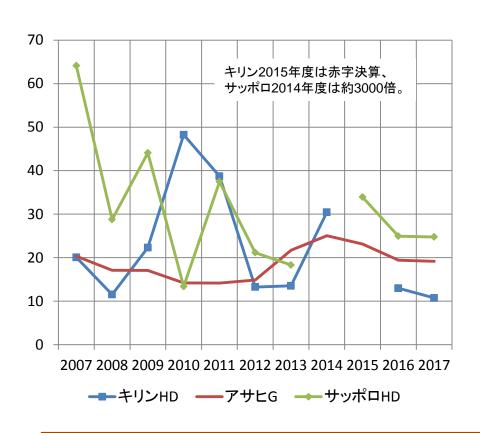
資金提供者の期待 リターンは?



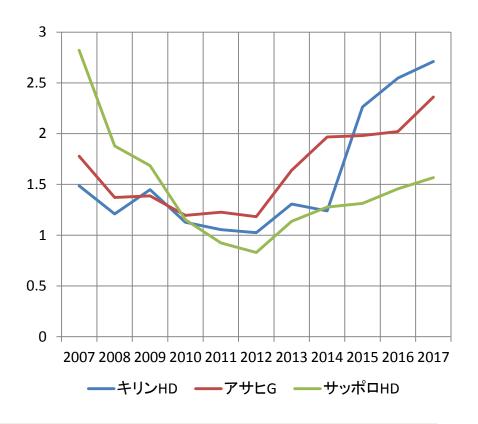
投下資本コスト

ビール会社3社 PBR・PERの推移

■PER

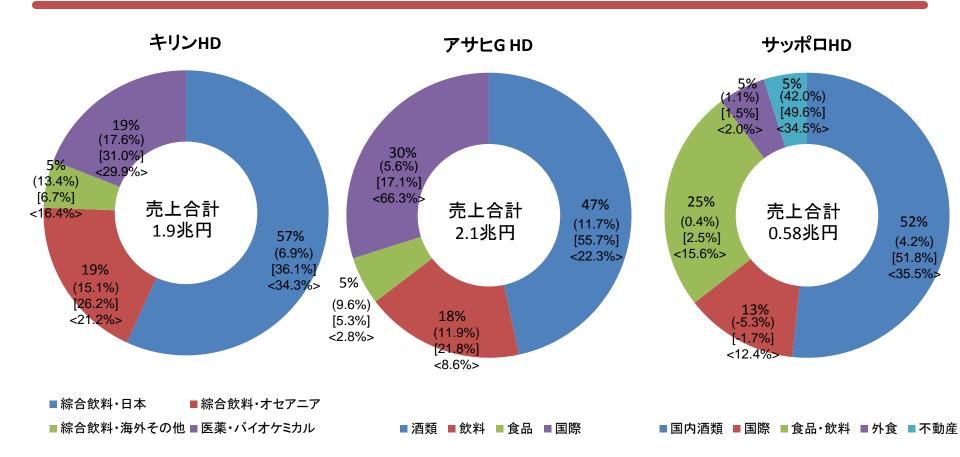


■PBR



✓ サッポロHDの2017年12月期決算の当期純利益は96億円、純資産は1,776億円。時価総額は 2,687億円。ROEが8%を下回っていることを勘案すると、PBRは1を下回る可能性が高い。なぜ PBRは1を大きく上回っているのか?

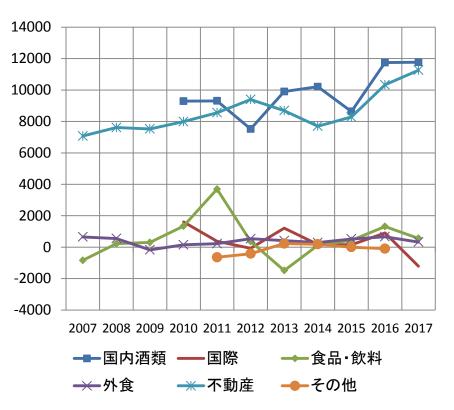
ビール会社3社 各セグメント



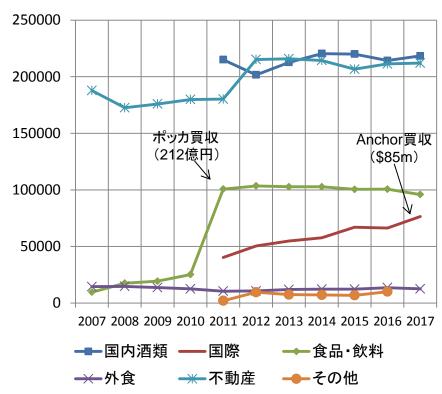
- ✓ 各セグメントのパーセンテージ表示は全社売上高に占める比率、(パーセンテージ表示)は税引前 営業利益率、[パーセンテージ表示]が全社税引前営業利益に占める比率。<パーセンテージ表示 >は総資産に占める比率。
- ✓ キリンは海外飲料と医薬品で高い利益率を確保。アサヒは国内酒類、飲料への依存度が大きいが、国際への資産依存度が高い。サッポロは国内飲料と不動産。

サッポロHD 事業セグメントの推移

■営業利益



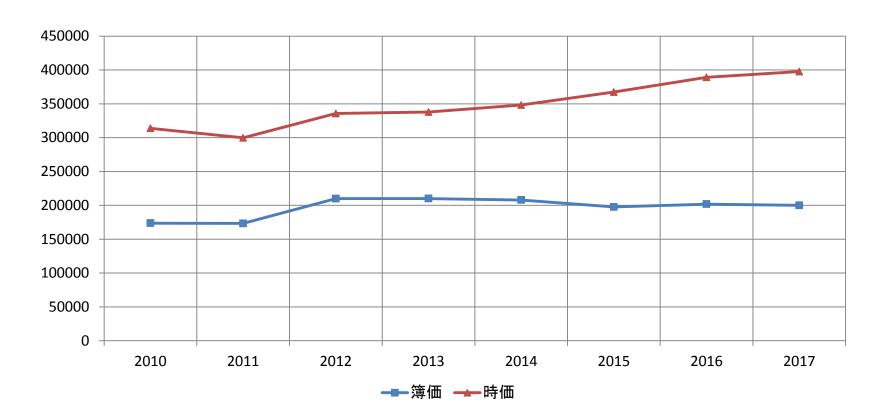
■総資産



- ✓ サッポロHDの国内酒類と不動産は安定的に営業利益を創出できているビジネス。ROAでいえば 5%程度。食品・飲料はまだ3つめの軸にはなりきれておらずROAが1%弱、国際は赤字。
- ✓ 最も安定している不動産事業は、恵比寿ガーデンプレイス、銀座プレイス、サッポロファクトリーそれぞれが高稼働率で動いている。都心については他社が大規模プロジェクトが進展。

サッポロHD 賃貸用等不動産の推移

■賃貸用等不動産の推移



- ✓ 仮にサッポロHDが賃貸用等不動産を売却すると、4000億円近くのキャッシュが入ってくるほか、2000億円近くの利益を計上できる。利益剰余金は単独で580億円前後。資本剰余金をあわせると1045億円前後。株式数は78,041,802株(自己株式を除く)
- ✓ 現時点では、総額31.2億円(1株あたり40円)の配当を実施。

ビール会社3社 デュポン分解

■ビール会社3社(2018年3月期決算)

	ROE	Net Income Margin	TA T/O	Financial Leverage	Gross Profit Margin	Operating Profit Margin	Normal Profit Margin
キリンHD	29.1%	13.0%	0.773	2.898	43.6%	11.3%	12.5%
アサヒG HD	14.2%	6.8%	0.766	2.746	37.9%	8.8%	9.4%
サッポロ HD	6.6%	2.0%	0.878	3.762	35.0%	3.1%	3.0%

- ✓ サッポロHDが企業価値を創造していくためには何が求められるか?
- ✓ 2017年7月にベトナム政府による国営ビール会社サイゴンビール(サベコ)株式の売却 (過半数で5000-6000億円必要)。2017年12月にタイ・ビバレッジが5500億円で落札。
- ✓ RIやJCRの格付けに基づけば、キリンHD A+、アサヒG HD A+、サッポロ HD BBB+。サッポロHDの現金・預金は120億円、投資有価証券は621億円。
- ✓ サッポロ前・上條社長は「ビール"バカ"を極める」。現・尾賀社長は「サッポロビルにならない」。

日本企業の経営目標の推移



重視する経営目標(1988年度)

	•		
	日本	米国	欧州
ROIの維持・向上	35.6	78.1	64.2
売上高の最大化	27.9	15.1	17.9
市場シェアの維持・拡大	50.6	53.4	61.8
株主のキャピタルゲイン	2.7	63	10.6
自己資本比率の上昇	21.8	13.7	18.7
製品ポートフォリオの改善	11.5	28.8	26
新製品・新事業比率の拡大	60.8	11	14.6
国際戦略の見直し・強化	32.8	12.3	30.9
生産・物流の合理化	27	13.7	27.6
企業の社会的イメージの向上	18.6	6.8	18.7
従業員の処遇向上	7.7	0	8.0
雇用の確保	3.8	1.4	6.5

(出所)1988年度,経済同友会調査

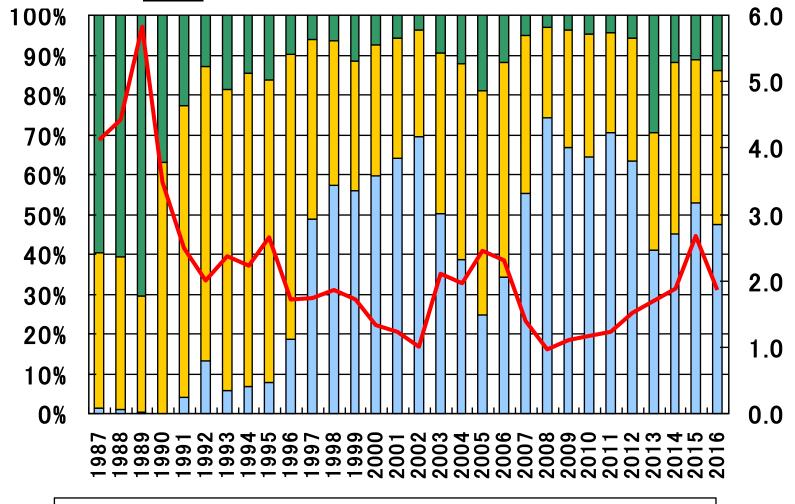
重視する経営目標

	2013	2014	2015	2016	2017	投資家		
ROE	35.8	59.1	63.6	56.9	49.1	82.8		
ROA	17.9	28	24.1	17	15.0	30.2		
ROS	48	58.7	55.1	47.9	40.3	28.4		
売上高・同伸び率	60	50.9	48.4	60.8	44.2	16.4		
利益・同伸び率	62.7	61	61.6	64.3	47.5	33.6		
市場シェア	2.7	20.4	17.4	3.5	3.3	6.9		
EVA	0.2	3.6	3.3	0.2	0.2	11.2		
ROIC	2.7	7.8	9	4.1	3.8	44.8		
FCF	7.1	20.4	20.4	8.9	7.9	30.2		
配当性向	21.8	47.5	48.9	34.9	27.7	42.2		
DOE	2.9	7	6.2	3.3	2.8	13.8		
配当総額/DPS	5.4	29.4	24.8	7.8	6.4	4.3		
総還元性向	3.2	10.4	12.7	7.8	7.7	44.8		
配当利回り	0.2	5.4	4.6	1.1	0.3	6.0		
自己資本比率	17.9	29.9	30.1	20.3	18.2	11.2		
DEレシオ	4.2	18.8	18.3	14.6	13.1	9.5		
資本コスト	0.2	7.5	7.4	0.2	0.5	32.8		
その他	30.4	13.6	12.9	27.9	21.5	0.9		

(出所) 「株式価値向上に向けた取組状況等」 『生命保険協会会報』。

企業価値経営と会社の数値 TOBの対象となる会社、対象とならない会社



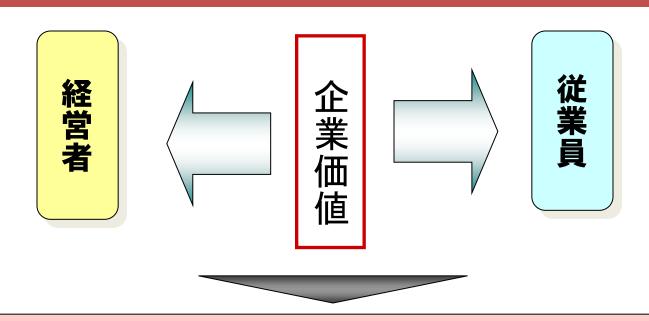


■1以下 🔲 1より大3以下 ■ 3より大 — 平均値

企業価値の国際比較

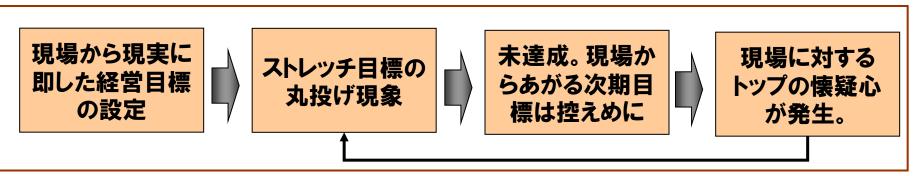
	株式時価総額	—————————————————————————————————————	 株式時価総額
ー キリンホールディングス	25,923	ANHEUSER-BUSCH INBEV	243,563
味の素	12,051	NESTLE S/A	300,100
花王	37,543	PROCTER & GAMBLE	263,701
日立製作所	42,383	GENERAL ELECTRIC	170,448
パナソニック	38,473	SAMSUNG ELECTRONICS	359,335
ソニー	64,257	APPLE	969,655
トヨタ自動車	210,443	Volkswagen	113,810
キヤノン	45,350	HP	38,934
コマツ	38,465	CATERPILLAR	105,595
新日鐵住金	25,506	ARCELORMITTAL	37,406
信越化学工業	48,827	DowDupont	187,711
武田薬品工業	50,379	JOHNSON & JOHNSON	422,787
ダイキン工業	38,993	Midea Group	62,558
ブリヂストン	39,696	MICHELIN	29,013
日本電産	46,810	Intel	243,324
富士通	16,459	INTL BUSINESS MACHINES	159,981
村田製作所	32,167	CISCO SYSTEMS	213,264
セブン&アイ・ホールディングス	41,422	WAL-MART STORES	329,497
ヤマトホールディングス	8,940	FEDEX	75,296
楽天	13,965	Amazon.com	634,738
ソフトバンク	97,183	Google	821,625
三菱UFJフィナンシャル・グルーフ゜	108,792	WELLS FARGO	336,503

直面する企業価値創造の課題



企業価値創造のプレッシャーにより、経営者に対する業績向上のプレッシャーはかつてないほど増大している

【経営目標をめぐる一風景】



オープンブック・マネジメントとは何か?

✓オープンブック・マネジメントとは何か?

オープンブック・マネジメントとは、財務情報を中心とした経営情報を広く一般社員にまで共有し、その基盤に基づき全員経営を目指す経営モデル。

✓オープンブック・マネジメントを実践するための基本要件

【要件1】財務情報を中核とした経営情報の共有

【要件2】従業員のビジネス・リテラシーの理解促進

【要件3】現場への意思決定の権限委譲、エンパワーメント

【要件4】成功報酬

ケース:サウスウェスト航空、SRC社、Phelps Country Bank、三州製菓など

企業価値創造のアプローチ

ソフトバンクとNTTドコモの企業価値創造プロセスはどのように異なるか?

SoftBank

döcomo

設立年月日	1981年(昭和56年)9月3日		設立年月日	1992年(平成4年)7月1日
代表者	代表取締役会長 兼 社長 孫 正義		代表者	代表取締役社長 吉澤 和弘
資本金	2,387億72百万円(2018年3月末現在)		資本金	9,496億7,950万円(2018年3月31日現在
子会社数	1,141社(2018年3月末現在)		子会社数	108社(2018年3月末現在)
関連会社数	385社(2018年3月末現在)		関連会社数	22社(2018年3月末現在)
従業員数	195人(連結ベース74,952人)(2018年3月末現在)		従業員数	7,767人(連結ベース27,464人)(2018年3月末現在)
格付け	BB+(S&P)		格付け	AA-(S&P)
PBR	2.27倍(2018.7.19)		PBR	1.81倍(2018.7.19)
	代表者 資本金 子会社数 関連会社数 従業員数 格付け	代表者代表取締役会長 兼 社長 孫 正義資本金2,387億72百万円(2018年3月末現在)子会社数1,141社(2018年3月末現在)関連会社数385社(2018年3月末現在)従業員数195人(連結ベース74,952人)(2018年3月末現在)格付けBB+(S&P)	代表者代表取締役会長 兼 社長 孫 正義資本金2,387億72百万円(2018年3月末現在)子会社数1,141社(2018年3月末現在)関連会社数385社(2018年3月末現在)従業員数195人(連結ベース74,952人)(2018年3月末現在)格付けBB+(S&P)	代表者代表取締役会長 兼 社長 孫 正義代表者資本金2,387億72百万円 (2018年3月末現在)資本金子会社数1,141社 (2018年3月末現在)子会社数関連会社数385社 (2018年3月末現在)関連会社数従業員数195人(連結ベース74,952人)(2018年3月末現在)従業員数格付けBB+(S&P)格付け

ROE=ROS×総資産回転率×財務レバレッジ 23.69%=11.3%×0.3倍×7.1倍 ROE=ROS×総資産回転率×財務レバレッジ 13.28%=15.61%×0.6倍×1.4倍

とダメなんです。(「孫正義は、なぜ「世界」を買い漁れるのか」Newspicks 2018.6.18後藤芳光・ソフトバンクグループCFO)。

企業価値創造のアプローチ

ソフトバンクとNTTドコモの企業価値創造プロセスはどのように異なるか?

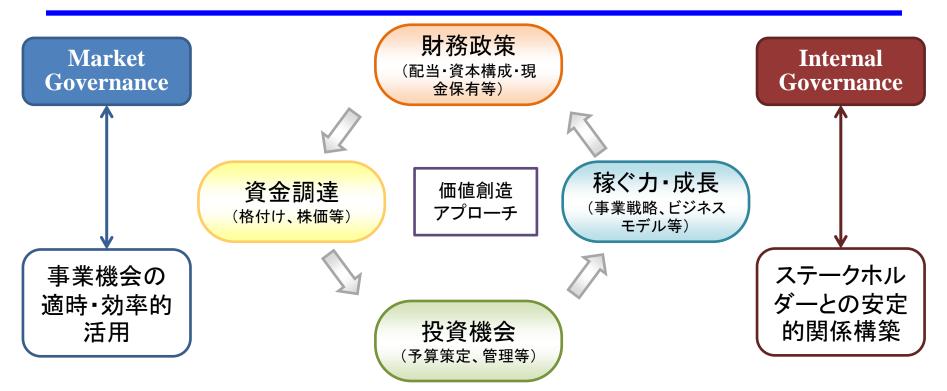
ROE=ROS×総資産回転率×財務レバレッジ 23.69%=11.3%×0.3倍×7.1倍 ROE=ROS×総資産回転率×財務レバレッジ 13.28%=15.61%×0.6倍×1.4倍

僕らの役割は、経営陣と同じスピードで走ることです。経営陣が期待するプロジェクトについて、「これできる?」とパスをもらったら、すぐに「これはできると思いますから投資家に聞きます」という役割です。返済原資を確認した上で、すぐに投資家の反応を得られるように、24時間365日、①投資家とのコミュニケーションをし続けていることが大事です。そういう関係があるからこそ、大きな買収案件があってもすぐに投資家が検討してくれるわけです。普段、椅子に座っているだけで、案件が来た時だけ銀行に聞いても貸してくれないですよ。「金融機関とベタベタした関係になれ」という意味ではなくて、常にうちの最新の状況を、過去のデータとともに分かってもらうことが、資金の出し手にとっての企業分析として一番必要なことです。そこをしっかりやっています(「孫正義は、なぜ「世界」を買い漁れるのか」Newspicks 2018.6.18 後藤芳光・ソフトバンクグループCFO)。

我々は「投資予算」を持ちません。でも、多くの人から質問を受けるのは、投資予算はどれくらいですかという内容です。「こんな大きな投資をして年間予算は超えないんですか」と言われますが、僕らは、投資予算を決めることは「悪である」と思っています。なぜなら、投資予算1000億円と組むと、日本人は真面目だから1000億円を使い切ろうとします。そうすると、「いい案件がないね」と言っている間に、10カ月が過ぎて、あと2カ月で急いで予算を消化しようとしますね。「来年予算減らされるぞ」と官公庁みたいになるわけです。だから、期末が近づく2月、3月にどうでもいい企業も買おうとするわけです。(「孫正義は、なぜ「世界」を買い漁れるのか」Newspicks 2018.6.18 後藤芳光・ソフトバンクグループCFO)。

買収を成功させるには、ベストな案件をベストなタイミングで投資することです。来年まで待ったら他の人に買われる可能性もあるので、今価値を認めたら、今やらないとダメなんですよ。調達すべき金額を、その時点で考えられる最高の手段で考えるべき、だと考えています。いずれにせよ、②資金調達のメニューはしっかり整理しておかないといけません。資金調達のメニューがいくつかある中で、最善の方法をこなしてくれる投資家、銀行、証券会社、アセットマネジメント会社など、さまざまなコミュニケーションを継続的に取っています。彼らがどの程度の商品を、どれだけしたがっているか、ニーズを把握することが重要です。我々は「投資予算」は作りませんが、反対に彼らには予算がありますから。これもちゃんと理解しないとダメなんです。(「孫正義は、なぜ「世界」を買い漁れるのか」Newspicks 2018.6.18 後藤芳光・ソフトバンクグループCFO)。

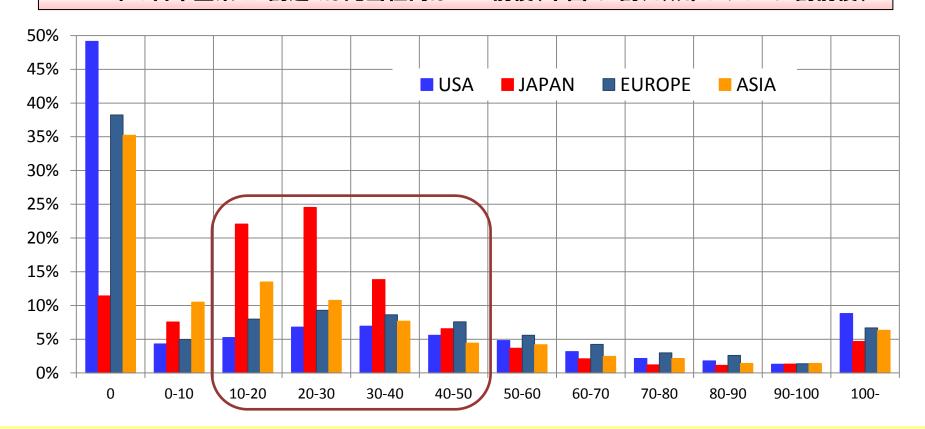
企業価値創造のアプローチ



Market Governance		Internal Governance
ベストなタイミングでターゲットへの投資を行うため、 投資予算制度は活用せず。	投資機会	安定成長を支える投資機会重視。事業ポートフォリオ 管理のため投資予算制度を採用。
資金調達枠を拡大させるため、投資家との緊密なコ ミュニケーション重視。低い格付けも許容。	資金調達	内部資金への依存度が高い。格付けはA-以上を維持。
投資家との良好な関係構築のため、必要以上に キャッシュを保有しない。高い財務レバレッジも許容。	財務政策	緊急事象や将来イノベーションのためキャッシュを確 保。財務レバレッジも一定水準にとどめる。
事業機会の適時獲得・効率的活用により、高成長・高 収益性を実現。低採算事業からの撤退も積極的。	稼ぐ力・成長	ステークホルダーとの安定的な関係重視。事業撤退が容易ではなく、低採算事業への許容度が高い。

配当性向3割のロジックはどこからきているのか?

2017年の日本企業の7割近くは配当性向は30%前後(米国で2割、欧州・アジアで3割前後)

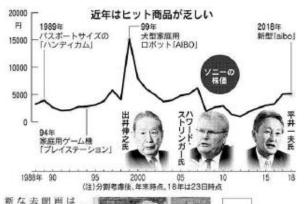


- ✓ 日本では堀場製作所が最初に配当性向25%の目標を掲示(1973年)。その後30%に増加。堀場 (当時)社長は「利益の3割を株主に、付加価値の半分を従業員に、利益の9%を経営者賞与に」とコ メント(1982年)。その後、配当性向を目標と掲げる企業の多くは30%を目標に。
- ✓ 日本証券業協会の自主ルールでは1973年より公募増資では配当性向がそれまでより上回る水準であることが定められており、1992年から配当性向30%を上回ることを求めている(現在は撤廃)。

中期経営計画の公表

吉田社長

は



は23日、 去11年、やや仕込みが足り間などの取材に応じた。「湯 **門発表を受けて日本経済等** 前日の中期経営 の言目憲一郎社

(CFO

I・白動運転に重点

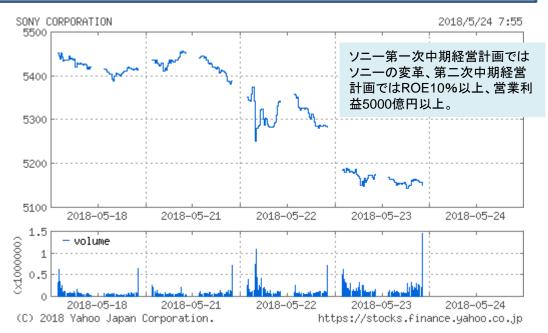
その間、革新的な商品をあり組みだ。 の経営に対する反省があ 規模では米グ ホ)など既存商品の改良に れた吉田氏の戦略が今回も 時代に市場から高く評価さ なだったほず」 (関係者) との反応は らる自連続で下落した る可能性がある」(同 も「あらゆる商品

ソニーは2018年5月22日、2018-2020年度中期経営 方針を公表した。

「感動」と「人に近づく」をキーワードとして、エレクトロニクス、エンタ テインメント、金融の3つの事業領域において、持続的な社会価値と 高収益の創出を目指してまいります。」

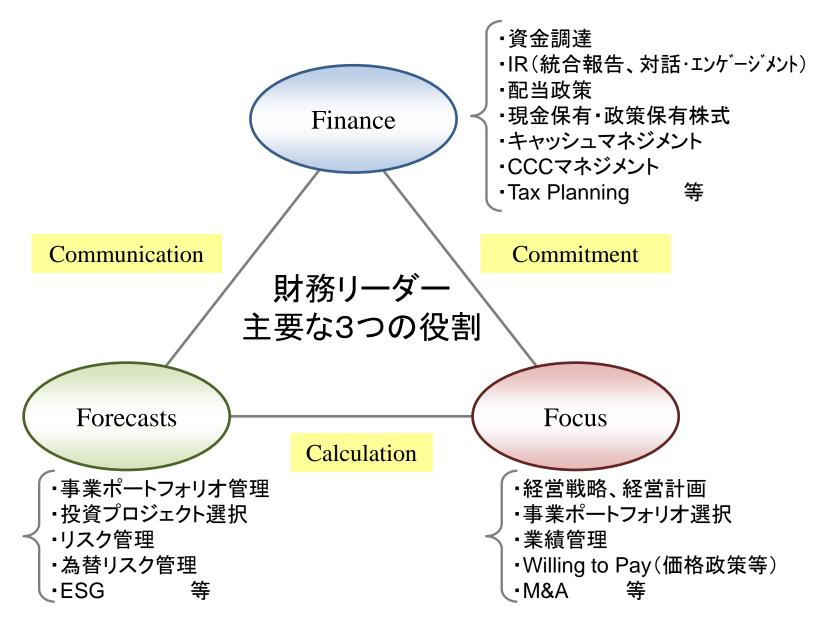
経営指標は3年間累計の指標を活用。

- ・営業CF(金融を除く) 3年間2兆円以上の創出
- •設備投資1兆円、戦略的投資+株主還元1兆円
- •ROE 10%以上の水準を継続



開発に磨きをか 基礎的なデ

財務リーダーの役割



EVAとは何か?

アカウンティングの理解度チェック

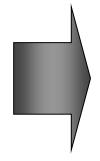


✓会社は利益を出せば、企業価値を創造できている。

ry

Yes





同じ投下資本を活用しているのであれば、利益を出している企業のほうが価値創造できるものの、株主や債権者などの資金提供者の求める最低限の利益率を上げることができない企業は、利益があがっていても企業価値を創造しているとは限らない。資金提供者の期待する最低限の利益率を実現できていないということは、資金提供者に資金を変換したほうが合理的に資金が活用される可能性が高いためである。

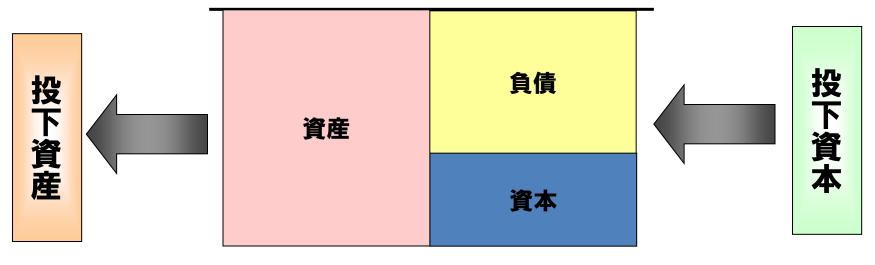
トヨタ自動車は価値創造を実現できているか?

✓トヨタ自動車は過去10年間でどれほど価値創造を実現できているか?

	2000	2000	2010	2011	2012	2012	2014	2015	2016	2015
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高	20,529,570	18,950,973	18,993,688	18,583,653	22,064,192	25,691,911	27,234,521	28,403,118	27,597,193	29,379,510
売上原価	18,455,800	16,683,797	16,615,326	16,388,564	18,640,995	20,801,139	21,841,676	22,605,465	22,734,336	23,889,253
売上総利益	2,073,770	2,267,176	2,378,362	2,195,089	3,423,197	4,890,772	5,392,845	5,797,653	4,862,857	5,490,267
販売費および一般 管理費	2,534,781	2,119,660	1,910,083	1,839,462	2,012,309	2,598,660	2,642,281	2,943,682	2,868,485	3,090,495
営業利益	(461,011)	147,516	468,279	355,627	1,410,888	2,292,112	2,750,564	2,853,971	1,994,372	2,399,862
支払利息	46,882	33,409	29,318	22,922	22,967	19,630	22,871	35,403	29,353	27,586
受取利息•配当金	138,467	78,224	90,771	99,865	98,673	115,410	147,122	157,862	158,983	179,541
持分法投資損益	42,724	45,408	215,016	197,701	231,519	318,376	308,545	329,099	362,060	470,083
税引前当期純利益	(517,657)	336,876	778,306	630,574	1,635,168	2,759,456	3,201,373	3,312,480	2,555,885	3,090,512
法人税	(56,442)	92,664	312,821	262,272	551,686	767,808	893,469	878,269	628,900	504,406
非支配株主損益	(24,278)	34,756	57,302	84,743	121,319	168,529	134,566	121,517	95,876	92,123
当期純利益	(436,937)	209,456	408,183	283,559	962,163	1,823,119	2,173,338	2,312,694	1,831,109	2,493,983

企業価値創造の有無は何で決定されるか?

貸借対照表



【投資先・資金使途】【資金調達源泉】

企業側の資産から 獲得した利益は?



ROA

>:企業価値を創造

=:企業価値に中立

<:企業価値を破壊

資金提供者の期待 リターンは?



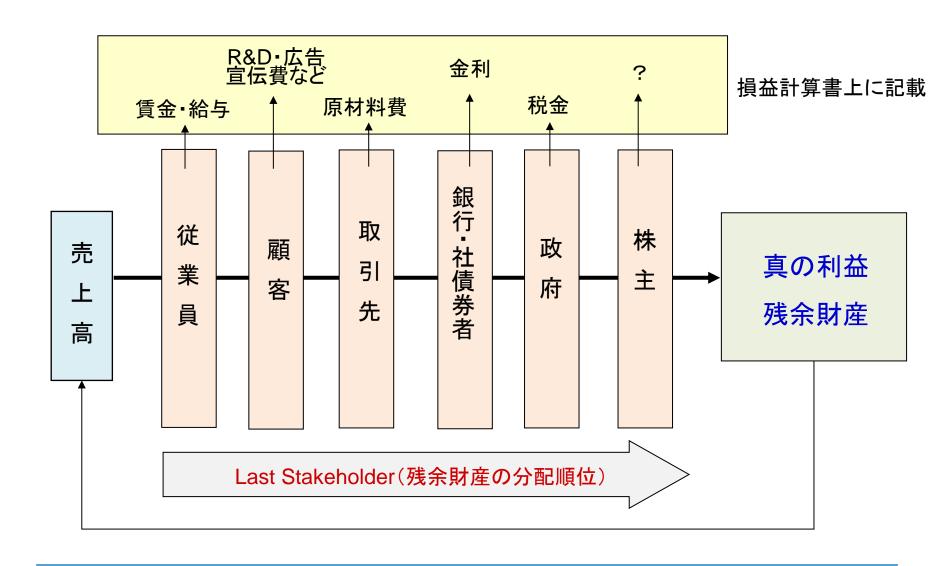
投下資本コスト

トヨタ自動車は価値創造を実現できているか?

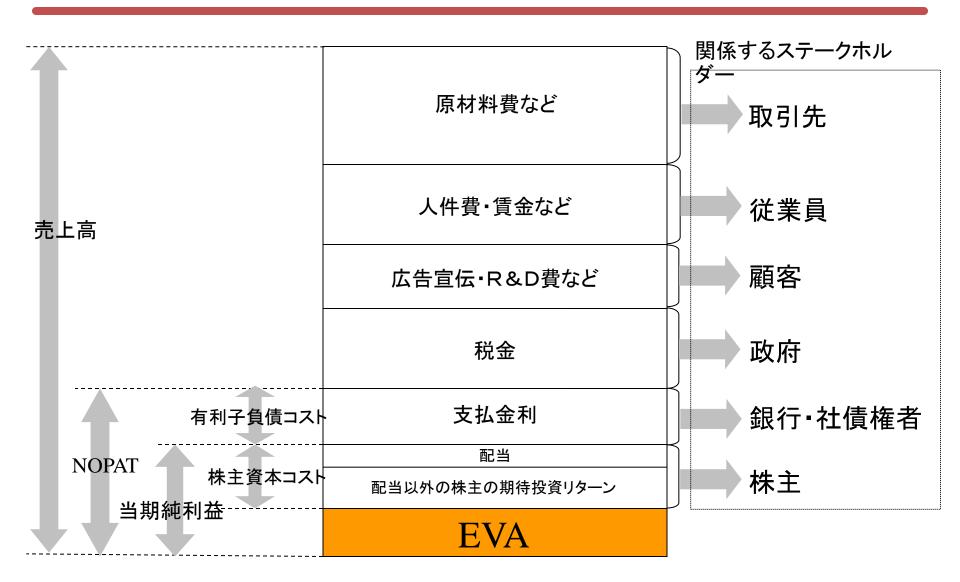
✓トヨタ自動車は過去10年間でどれほど価値創造を実現できているか?

				-	1	1		1	1	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高	20,529,570	18,950,973	18,993,688	18,583,653	22,064,192	25,691,911	27,234,521	28,403,118	27,597,193	29,379,510
売上原価	18,455,800	16,683,797	16,615,326	16,388,564	18,640,995	20,801,139	21,841,676	22,605,465	22,734,336	23,889,253
売上総利益	2,073,770	2,267,176	2,378,362	2,195,089	3,423,197	4,890,772	5,392,845	5,797,653	4,862,857	5,490,267
販売費および一般 管理費	2,534,781	2,119,660	1,910,083	1,839,462	2,012,309	2,598,660	2,642,281	2,943,682	2,868,485	3,090,495
営業利益	(461,011)	147,516	468,279	355,627	1,410,888	2,292,112	2,750,564	2,853,971	1,994,372	2,399,862
支払利息	46,882	33,409	29,318	22,922	22,967	19,630	22,871	35,403	29,353	27,586
受取利息•配当金	138,467	78,224	90,771	99,865	98,673	115,410	147,122	157,862	158,983	179,541
持分法投資損益	42,724	45,408	215,016	197,701	231,519	318,376	308,545	329,099	362,060	470,083
税引前当期純利益	(517,657)	336,876	778,306	630,574	1,635,168	2,759,456	3,201,373	3,312,480	2,555,885	3,090,512
法人税	(56,442)	92,664	312,821	262,272	551,686	767,808	893,469	878,269	628,900	504,406
非支配株主損益	(24,278)	34,756	57,302	84,743	121,319	168,529	134,566	121,517	95,876	92,123
当期純利益	(436,937)	209,456	408,183	283,559	962,163	1,823,119	2,173,338	2,312,694	1,831,109	2,493,983
有利子負債	12,618,653	12,513,406	12,607,050	12,166,913	14,294,030	16,493,565	19,331,310	18,516,273	19,381,265	19,541,110
非支配株主	539,530	570,720	587,653	516,217	624,821	749,839	859,198	861,472	668,264	694,120
自己資本	10,601,207	10,359,723	10,332,371	10,550,261	12,148,035	14,469,148	16,788,131	16,746,935	17,514,812	18,735,982

真の利益とは



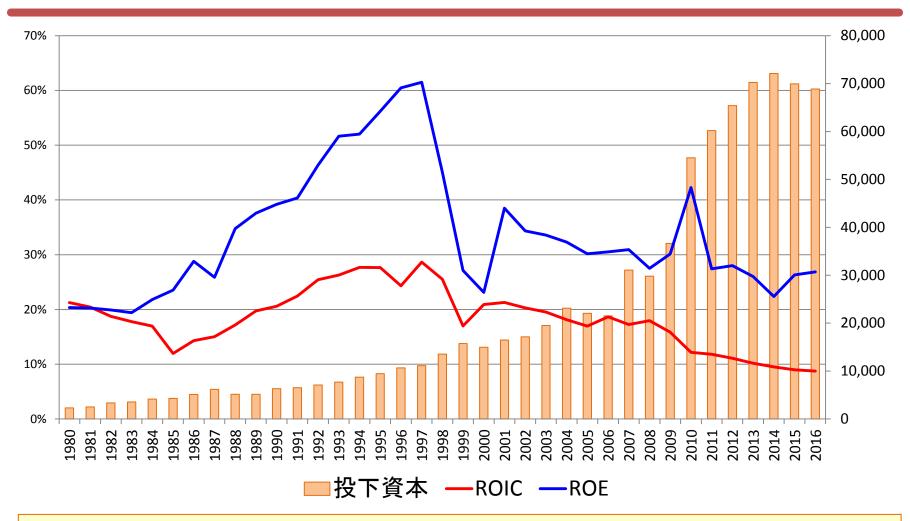
なぜEVA®が必要か EVA®と損益計算書(1)



企業価値を生む利益とは

- 「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
- 相対評価から絶対評価へ ROEはどれだけの水準であれば十分なのか

EVA導入企業 コカ・コーラ



コカコーラは、ROICを全社業績管理指標として導入していた。ROICを低下させる事業プロジェクトへの投資に二の足を踏んできた結果、ペプシとの競争で後塵を拝すことが頻発。たとえROICを低下させても、企業価値を高める投資を後押しするため、EVAを導入した。

EVAとは何か EVA®の定義

EVA_t = NOPAT_t - 投下資本_{t-1}×資本コスト率

EVA(Economic Value Added): 経済的付加価値

NOPAT(Net Operating Profits After Taxes): 税引後営業利益 全社レベルのEVAを算出する場合には、会計上の営業利益とここでいう営業利益にギャップが生じるケースもある(受取配当金・利息の取扱い)。

投下資本:実際にリターンを生み出していると想定できる資産の集合のこと。あるいはその資金調達源泉を指すこともある。

資本コスト率:企業への資金提供者が要求する最低限の期待収益率のこと。一般的には資金提供者それぞれが負担するリスクに応じたリターンが設定される。

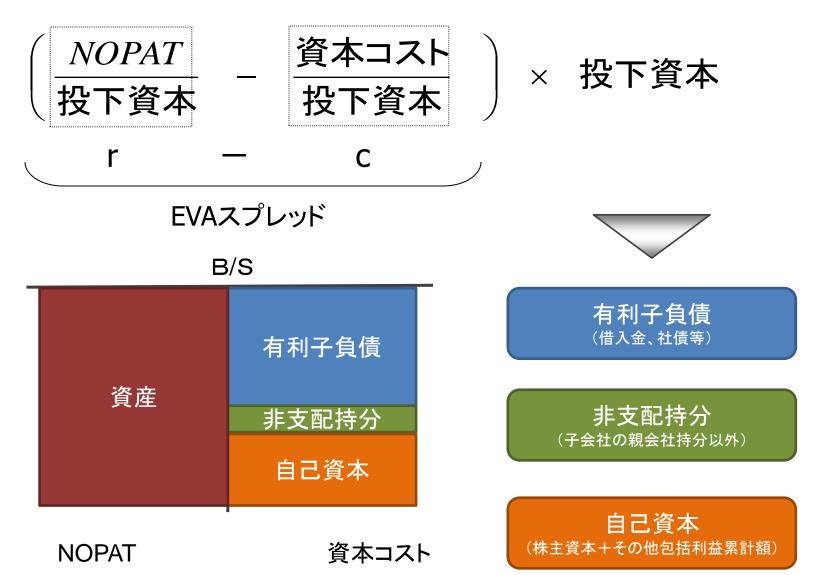
コーポレートガバナンス・コードの改定 主な改定事項

2018年6月に日本取引所(JPX)から公表された「コーポレートガバナンス・コード」の改訂版は、5 つの基本原則、31の原則、42の補充原則から構成される。改訂版では原則が1つ、補充原則が4 つ追加され、9つの原則・補充原則が改訂された。

改訂箇所	概要
原則1-4 政策保有株式	政策保有株式の保有方針について、その縮減に関する方針・考え方などを開示することが明記された他、 その保有目的の適切性、コスト・ベネフィットについての精査・検証の内容を明記することが示されている。
原則2-6 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮	企業年金の積立金の運用の専門性を高め、アセットオーナーとしての機能が発揮できるよう、運用にあたる適切な資質を持った人材の登用・配置を求めている。またその取り組み内容を開示することを求めている。
基本原則3 情報開示· 透明性	上場会社の情報開示について、会社の財務情報にとどまらず、会社の財政状態、 経営戦略、リスク、ガバ ナンスや社会・環境問題に関する事項(いわゆるESG要素) などについての非財務情報をめぐる開示に積極的に関与することを求めている。
原則3-1 情報開示	取締役会による経営陣幹部の選解任の方針・手続やその個々の内容についての説明を行うことを明記。
原則4-1 取締役会の 役割・責務	①最高経営責任者(CEO)等の <u>後継者計画(プラニング)の策定・運用</u> への主体的な関与・監督、②経営陣の <u>報酬制度の設計・具体的な金額の決定</u> 、③選 <u>解</u> 任の手続きについて、取締役会に主体的に関与することを明記。
原則4-8 社外取締役	<u>十分な人数の独立社外取締役</u> の選任を明記。
原則4-10、11任意 の仕組み、実効性確保	取締役会内に、 <u>独立した指名委員会・報酬委員会</u> の設置、 <u>ジェンダーや国際性</u> の面を含む取締役の選任、 適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する監査役の選任を強調。
原則5-2 経営戦略や 経営計画の策定・公表	経営戦略や経営計画の策定・公表にあたっては、 <u>自社の資本コストを的確に把握したうえ</u> で、収益計画や 資本政策の基本方針を示すことを明記。 <u>事業ポートフォリオの見直しや設備投資・研究開発投資・人財投</u> 資等を含む経営資源の配分についての実行案を説明することを明記。

資等を含む経営資源の配分についての実行案を説明することを明記。

EVAを分解する

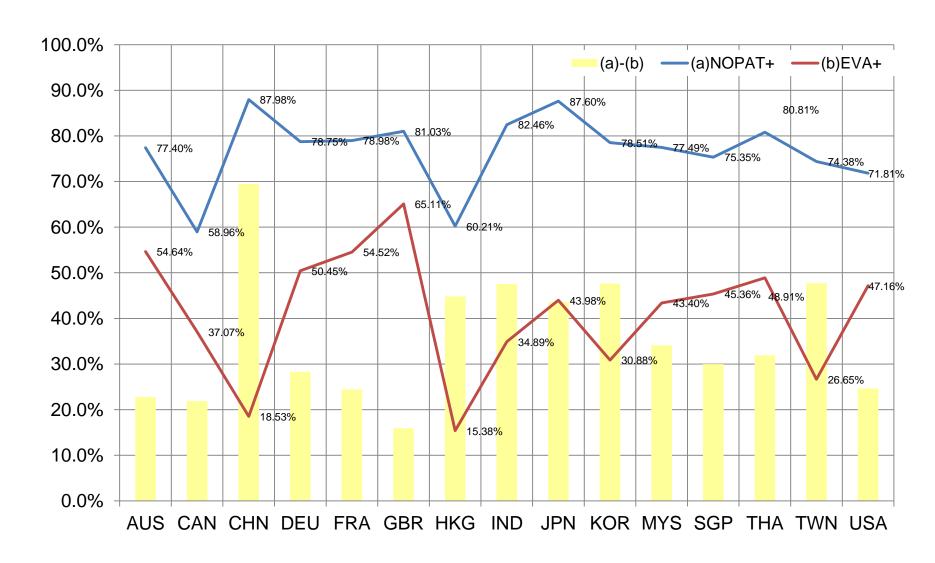


トヨタ自動車は価値創造を実現できているか?

✓トヨタ自動車は過去10年間でどれほど価値創造を実現できているか?

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高	20,529,570	18,950,973	18,993,688	18,583,653	22,064,192	25,691,911	27,234,521	28,403,118	27,597,193	29,379,510
売上原価	18,455,800	16,683,797	16,615,326	16,388,564	18,640,995	20,801,139	21,841,676	22,605,465	22,734,336	23,889,253
売上総利益	2,073,770	2,267,176	2,378,362	2,195,089	3,423,197	4,890,772	5,392,845	5,797,653	4,862,857	5,490,267
販売費および一般 管理費	2,534,781	2,119,660	1,910,083	1,839,462	2,012,309	2,598,660	2,642,281	2,943,682	2,868,485	3,090,495
営業利益	(461,011)	147,516	468,279	355,627	1,410,888	2,292,112	2,750,564	2,853,971	1,994,372	2,399,862
支払利息	46,882	33,409	29,318	22,922	22,967	19,630	22,871	35,403	29,353	27,586
受取利息·配当金	138,467	78,224	90,771	99,865	98,673	115,410	147,122	157,862	158,983	179,541
持分法投資損益	42,724	45,408	215,016	197,701	231,519	318,376	308,545	329,099	362,060	470,083
税引前当期純利益	(517,657)	336,876	778,306	630,574	1,635,168	2,759,456	3,201,373	3,312,480	2,555,885	3,090,512
法人税	(56,442)	92,664	312,821	262,272	551,686	767,808	893,469	878,269	628,900	504,406
非支配株主損益	(24,278)	34,756	57,302	84,743	121,319	168,529	134,566	121,517	95,876	92,123
当期純利益	(436,937)	209,456	408,183	283,559	962,163	1,823,119	2,173,338	2,312,694	1,831,109	2,493,983
			42 40 2 0 20							
有利子負債	12,618,653	12,513,406	12,607,050	12,166,913	14,294,030	16,493,565	19,331,310	18,516,273	19,381,265	19,541,110
非支配株主	539,530	570,720	587,653	516,217	624,821	749,839	859,198	861,472	668,264	694,120
自己資本	10,601,207	10,359,723	10,332,371	10,550,261	12,148,035	14,469,148	16,788,131	16,746,935	17,514,812	18,735,982
			-	-		-		-	-	
NOPAT	(368,021)	152,347	495,082	405,414	1,166,390	1,972,717	2,291,456	2,426,370	1,865,698	2,478,261
資本コスト額	1,048,978	881,468	903,753	896,524	908,285	1,041,458	1,240,390	1,447,189	1,369,108	1,428,771
EVA	(1,416,999)	(729,121)	(408,672)	(491,110)	258,105	931,258	1,051,066	979,180	496,590	1,049,490

EVA+, NOPAT+の企業の割合



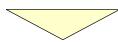
EVA経営、中国は国策として実施



中国政府は国有企業に対して大規模な改革を行うことを決定。「規模の拡大から強く超優良の、国際競争力を持つ世界一流企業」を目標に、コーポレート・ガバナンスの改革に着手した。

特に、国有企業の業績を評価する際に「年度経営業績総合得点」というものを設けている。「年度経営業績総合得点」の算出式は以下の通り。

年度経営業績総合得点 = (利益総合額指標得点 + EVA指標得点 + 2つの分類指標得点) × 経営難易度指数 + 奨励点数 - 減点数

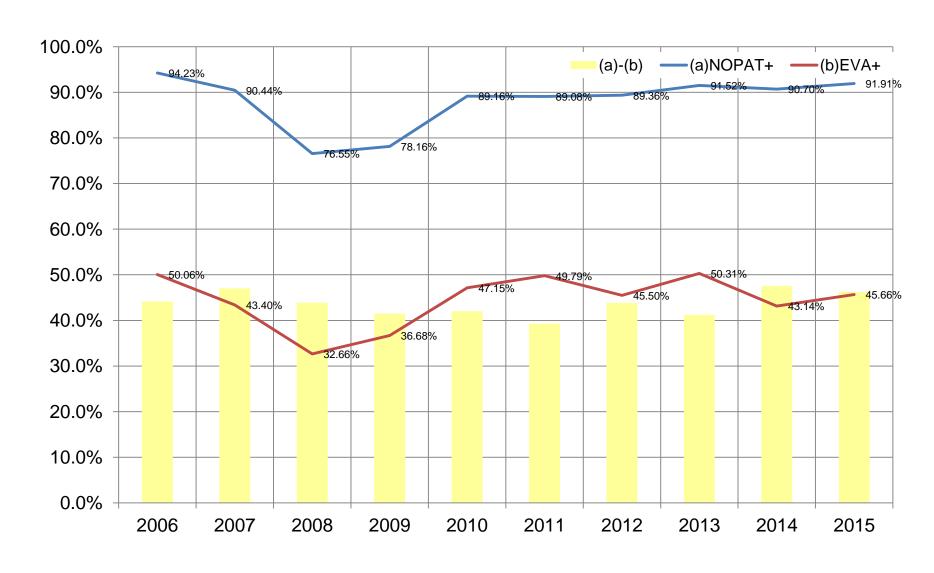


基本点数(利益総合額指標得点+EVA指標得点+2つの分類指標得点)は単純合計ではなく、加重合計となっている。具体的には、利益総額30%、EVA40%、分類指標30%。また、2013年からは利益総額20%、EVA50%、分類指標30%とし、EVA評価をより突出させている。



中国政府はEVAを導入することにより、資本コストを無視する経営スタイルを改め、出資者への企業価値提供経営スタイルを形成させるとともに、研究開発重視という革新的企業への変身や、コア事業への専念(不動産や株式市場への財テクへ走るのを防止すること)にインセンティブを提供すること目指している。

EVA+, NOPAT+の企業の割合(Japan)



EVAを算出する

- 明治HDのEVAを実際に算出する。
- EVA算出のステップ
- EVAは以下のように算出される

 $EVA_t = NOPAT_t -$ 投下資本 $_{t-1} \times WACC_{t-1}$

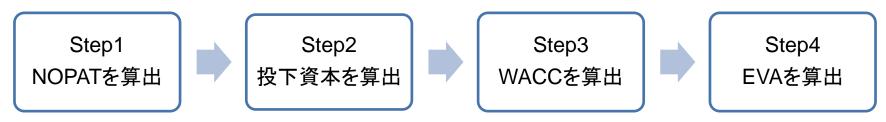
NOPAT_t ... t期の税引後営業利益

投下資本 $_{t-1}$ …t-1期末(t期首)の投下資本

 $WACC_{t-1} ... t - 1$ 期末(t期首)の加重平均資本コスト

(注)ここでは簡便的なEVAの算定について学習する。より詳細な算定方法については「新・企業価値評価」の第12章を参照のこと。

● EVAの算出手順は以下の通りである



EVAの算出 Step1:NOPATを算出する

- EVAの算出―Step1:NOPATを算出する
- NOPAT (Net Operating Profits After Taxes) は株主と債権者に帰属する利益を簡便的に計算したものであり、営業利益に(1ー税率)を掛けることで算出できる(より詳細な算定は「新・企業価値評価」第12章を参照)。

NOPAT=営業利益×(1一税率)+調整税額+持分法投資損益

※調整税額=(-受取利息・配当金×税率+支払利息×税率+その他純費用・損失×税率

	営業利益	税率	持分法投資損益	NOPAT
明治HD (2018/03)	94,673	32.21%	-209	65,735
ヤクルト本社 (2018/03)	43,463	30.32%	3,883	35,434
ダノン (2017/12)	3,599	25.55%	109	2,792

- ※1税率については、各社の法人税等/税金等調整前利益で算出している。
- ※2 営業利益にかかる法人税等は、受取利息・配当金にかかる税金を減算、支払利息にかかる税金を加算、 その他営業外収益・費用にかかる税金を減算して算出している。
- ※3 明治HD、ヤクルト本社は単位:百万円、ダノンは単位:百万ユーロ。

EVAの算出 Step2:投下資本を算出する

- EVAの算出―Step2:投下資本を算出する
- 投下資本とは企業が事業活動を行うために投下した資本である。投下 資本は2つの方法で算出できる。ひとつは貸借対照表の借方側(資産) から算出する方法であり、いまひとつは貸方側(負債+純資産)から算 出する方法である。
- 本講義では貸方側から算出する方法を説明する。投下資本は以下のように定義できる。なおt期首時点(t-1期末時点の数値を活用)。
 投下資本=自己資本+非支配株主持分+有利子負債 自己資本等=株主資本+その他の包括利益累計額+新株予約権

	自己資本	非支配株主持分	有利子負債	投下資本
明治HD (2017/03)	448,901	8,289	129,497	586,687
ヤクルト本社 (2017/03)	343,503	33,378	112,856	489,737
ダノン (2016/12)	13,109	85	21,283	34,477

EVAの算出 Step3:WACCを算出する

- EVAの算出—Step3:WACCを算出する
- WACC(Weighted Average Cost of Capital)は株主と債権者が企業に 期待する利益率であり、株主資本コスト(企業に対する株主の期待)と有 利子負債コスト(企業に対する債権者の期待)を企業の財務構成で按分 したものである。WACCは以下のように算出される。
- 投下資本の資本コストを算出。米国企業は平均で8~15%。日本企業は 5~8%であるといわれる。

WACC= 株主資本コスト× 株式時価総額 株式時価総額+有利子負債 +有利子負債コスト× 有利子負債 株式時価総額+有利子負債

STEP3 資本コストを算出する

一般的には有利子負債コストは当該企業に対する格付けをベースに、株主資本に対する資本コストは市場β(市場リスク)をベースに決定されることが多い。

r_E :株主資本コスト率= r_F + β ×(r_M - r_F)

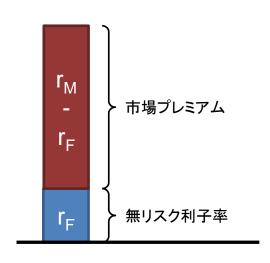
r_F: 無リスク利子率

r_M:市場Index利益率

(r_Mーr_F):市場リスク・プレミアム

β: 市場β

※3ファクターモデル(市場リスクプレミアム、規模効果、簿価時価比率)、 4ファクターモデル(3ファクター+モメンタム)などのうち、簿価時価比率以 外は各社のリターンと関係していない可能性が高い。



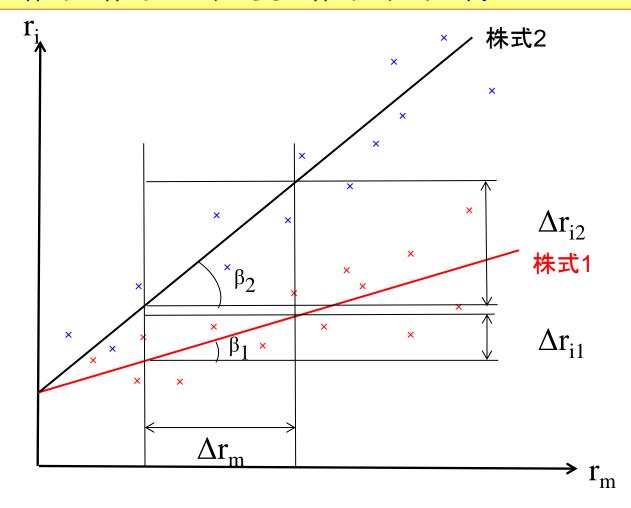
r_D:有利子負債コスト率

手法①実績値をベースに算出。支払利息/有利子負債手法② r_F +格付けに応じた信用リスク・プレミアム $% r_D$ は実績値をベースに算出することもできる。

Step3 資本コストを算出する



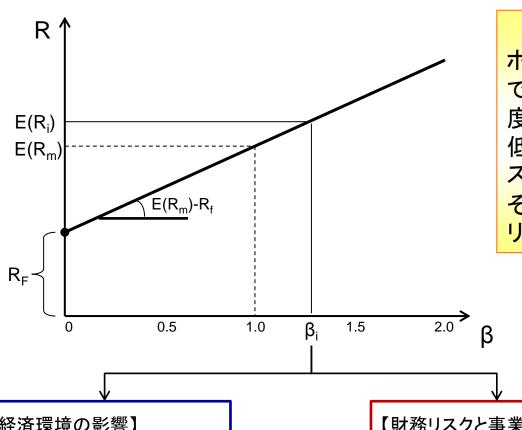
株式1と株式2では、どちらの株式のリスクが高いか?



市場ベータの概念



株主資本コスト率= $r_F+\beta \times (r_M-r_F)$



投資家は、株式市場を通じて ポートフォリオを組みリスク分散 できることから、他の株式と連動 度の低い株式のほうがリスクが 低い。一方で、業界固有の事業リ スクに加えて、DEレシオが高いと その分、事業リスクが増幅され、 リスクが高まる。

Levered
$$\beta = Unlevered \ \beta \times \left(1 + \frac{D(1-\tau)}{E}\right)$$

【経済環境の影響】

- 市場(景気)変動との連動
- ボラティリティ―比

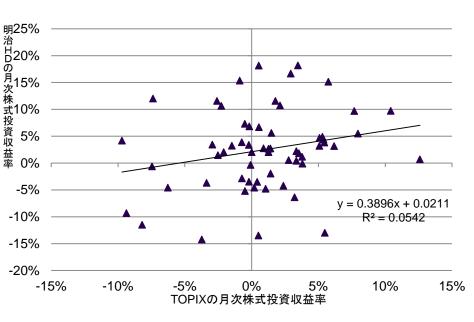
【財務リスクと事業リスク】

- DEレシオ→財務リスク
- Unlevered β→事業リスク

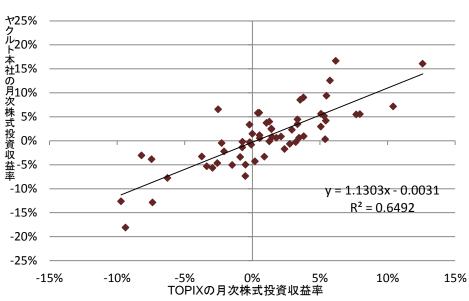
市場ベータの推定



■明治HD



■トヨタ自動車



※2013年4月~2018年3月までのデータから算出。

※2013年4月~2018年3月までのデータから算出。

市場INDEXに対して、明治HDの株価は安定していることから相対的に経済環境の変化に対して、同社の評価については影響を受けにくいことが確認できる。一方で、トヨタ自動車は相対的に経済環境の変化に対して、連動して影響を受ける傾向がある。

Step3 株主資本コスト



University

株主資本コスト率 $=r_F$ β × $(r_M - r_F)$

【無リスク利子率】

日本では10年ものの国債利回 りを活用するケースが多い。

http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/d ata/jgbcm all.csv

- 米国では20年もの国債利回り を活用するケースが多い。
- ✓ M&A時などでは評価時点での 数値を選ぶなど客観性を担保。 過去の平均値を活用するケー スもある。

日本・国債10年もの利回り



【市場ベータ】

- 市場ベータはIndexとの株価連動 性。市況の変動をどれほど受け やすいかを示す。
- Bloomberg、Barra、ロイター、日 経などで提供。

http://www.bloomberg.co.jp/ https://www.nikkei.com/markets/ranking/page /?bd=betahigh https://jp.reuters.com/investing/markets

- BloombergやBarraなどで提供す る市場βは直近値であるケースが 多い。自分で算出する場合は、 Excelなどの関数を利用。
- Bloombergは過去2年の週次デー タより算出。

$$R_{i,t} = \alpha + \beta \times R_{m,t}$$

実際に算出してみると、上記モデ ルの説明力が低いケースも多 い。このため、Bloomの原則を活 用し、修正βを算出するケースも 多い。

修正 $\beta = 0.667 \times 未修正\beta + 0.333 \times 1$

【市場リスクプレミアム(ERP)】

- 市場リスクプレミアムは、投資家が株式で運用す る場合、どれほど無リスク資産での運用に追加 的なリターンを求めるか。
- イボットソン・アソシエーツが毎年市場リスクプレ ミアム等を算出し、販売。

https://www.ibbotson.co.jp/productservice/cost_of_capital.html/

計測期間	期間	Historical ERP	
1952-2017年	65年間		9.00%
1960-2017年	57年間		6.20%
1970-2017年	47年間		5.50%
1980-2017年	37年間		4.30%
1987-2017年	30年間		2.10%
	1952-2017年 1960-2017年 1970-2017年 1980-2017年	1952-2017年 65年間 1960-2017年 57年間 1970-2017年 47年間 1980-2017年 37年間	1952-2017年 65年間 1960-2017年 57年間 1970-2017年 47年間 1980-2017年 37年間

- Dimson et al (2011)では1900-2010年で世界各国 の市場リスクプレミアムを算出。日本は5.9%。
- 伊藤レポートでは海外機関投資家が日本企業へ の株式投資に7.2%の期待収益率を求めている ことを確認している。Fernandez et al(2014)では 5.4%
- 監査法人系は5%のERPを設定することが多い。
- カネボウの訴訟では、1955-2010年のLong-term ERP 6.9%で算出。1955-2014年で7.9%。
- 規模効果、成長株効果、モメンタム、カントリーリ スク、為替リスクなどを勘案するケースもある。

株主資本コスト推定にあたっての論点

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

論点①各変数の設定の時間軸をどのように設定するか。

■国債10年利回り

年月	期間	利率
2018年6月29日	直近	0.004%
201706-201806	1年	0.051%
201306-201806	5年	0.261%
200806-201806	10年	0.692%
199806-201806	20年	1.086%
198806-201806	30年	2.334%
198608-201806	32年(最長)	2.423%

■市場リスクプレミアム

年月	期間	利率
201701-201806	直近	12.3%
201601-201806	1年半	7.4%
200801-201806	10年半	5.6%
199801-201806	20年半	5.3%
198001-201806	28年半	4.2%
197001-201806	38年半	5.4%
196001-201806	48年半	6.1%
195501-201806	53年半	7.6%
195201-201806	56年半(最長)	8.9%

論点②βの調整を実施すべきか?

 \rightarrow Bloomの法則:修正 β =0.667× β + 0.333×1.000

論点③その他のリスクファクターをどこまで勘案すべきか?

論点4とれほどの頻度で設定した資本コスト率を変更すべきか?

論点⑤事業別、地域別の資本コストの設定方法は?

論点⑥その他の資本コストの測定方法を活用すべきか?

株主からの期待に応えたのは? 2017年10月13日 経新聞





昇。東証朱町写く 年で基準価格は75%上 ど金融ビッグバンが起きつ。規制緩和や税優遇な 績の投資信託が買う銘柄成長企業の変遷は好成 で読み解く。上は企業編 平成の幕開けは1989 合から専業に変わった。 み、けん引する企業も総 と経済のサービス化が進 成の株式市場を振り返る 史的な戻り高値を機に平 からわかる。 ぶりの高値を付けた。歴日経平均株価が約2年 市場の軌跡をデータ 「日興ジャ

どまりで、

97年上場のア

õ

コムや

(E)

バブル崩壊後の上場

でも、独自の事業モデル

-ビス業を中心に小粒

台頭してきたからだ。 で市場を切り開く新顔が

以降に上場した「平成生

00社。このうち89年

上場企業は約3

まれ」は約6割まで高ま

30年間で利益を 多く残した企業 超過利益
(兆円) 4.97 123 NTT 武 H KDDI 1.61 1.58 1.29 1.28 1.23 0.98 0.85 0.79 4567 キヤノン 三井物 アステラス 花 三菱商 大東建 任天堂 0.71 0.69 伊藤忠 キーエンス 0.64 0.52 東ガス 大ガス 住友商 0.449 HOYA 0.44 0.40 田辺三菱 0.39 19 OLC 小野薬 ファナック ニトリHD エーザイ 中外薬 0.36 0.328 0.325 0.30 アサヒ 0.291 0.29 ユニファミマ テルモ 0.275 0.27 住友鉱 セコム 日電産 0.26

をランキングした。 かったお金をうまく 定回線から携帯電話にシ 4・9兆円に達した。 人って稼いだ超過利益は も大きくなりやすい 高い企業ほど、 資本利益率(ROE 利益」を積み上げた。 がわかった。 1位はNTTで平成に 期待を上回る「知 超過

古 にかじを切った。 から資源などの事業投資 長の糧とし、 &A (合併・ を伸ばした。 買収)を成 商社は貿易 医薬品はM

しNTTドコモの上

ランキング上位に自動

体の3割にとどまる の期待に応えた企業 株主から

8

平成の株式市場では

業中心に投資していた金)など、ものづくり企新日本製鉄(現新日鉄住 業に資金をシフト 六公開(IPO) め、平成に入って新規株 当初はトヨタ自動車 ルディングスをはじ、89年上場のニトリホ

上場企業は約3700社に増加

2 5

54

リスクプレミアムの推計手法(応用)



■ローカル法

手法	内容	長所	短所
ヒストリカル	各国株式市場のローカルインデックスの 月次リターンを過去長期間にわたって平 均	実務で最も活用されている手 法。	長期の配当込みリターンを測 定。市場の効率性を前提。
インプライド	市場のコンセンサス予想と時価総額から 市場に織り込まれている将来の期待収益 率を逆算。	現在のモデルに織り込まれて いる将来の期待収益率を直 接計算。	アナリスト予想などのデータ (2期予想)が必要。

■グローバル法 S&P500のヒストリカルリスクプレミアムをベースに、各国市場と米国市場間のリスク差を調整。

手法	内容	長所	短所
業種•規模調整	S&P500構成銘柄を母集団とした回帰分析によって、各企業のベータを業種・規模で調整するモデルを作成し、市場リスク調整係数を算出。	時系列で数値のばらつきが小 さく安定的	各国ごとに業種・規模別のリ ターンが必要。
ベータ調整	S&P500リターンと各国市場ローカルインデックスリターンの回帰分析によって市場リスク調整係数を算出。	ローカルインデックスが短期で も算出可能。データ入手可能 性が高い。	ローカル市場のイベントに応じて妥当性が増減。
ボラティリティ調 整	S&Pリターンと各国市場ローカルイン デックスリターンのボラティリティ比によっ て市場リスク調整係数を計算。	分散効果を無視して、市場の 相対変動リスクのみを考慮す る。	ローカル市場のイベントに応じて妥当性が増減。

Implied Cost of Capitalの推定



超過利益モデルを前提とした場合、将来ROEや純資産についての予測情報が入手できるようであれば、それを基礎に株主資本コストを予測することが可能である。

$$\begin{split} MV_{t} &= BV_{0} + \frac{NI_{1} - BV_{0} \times r_{E}}{\left(1 + r_{E}\right)^{2}} + \frac{NI_{2} - BV_{1} \times r_{E}}{\left(1 + r_{E}\right)^{3}} + \frac{NI_{3} - BV_{2} \times r_{E}}{\left(1 + r_{E}\right)^{3}} + \cdots \\ &= BV_{0} + \frac{NI_{1} - BV_{0} \times r_{E}}{\left(1 + r_{E}\right)} + \frac{NI_{2} - BV_{1} \times r_{E}}{\left(1 + r_{E}\right)^{2}} + \cdots + \frac{NI_{12} - BV_{11} \times r_{E}}{\left(1 + r_{E}\right)^{12}} + \frac{(NI_{12} - BV_{11} \times r_{E}) \times (1 + g)}{\left(r_{E} - g\right) \left(1 + r_{E}\right)^{12}} \\ &= BV_{0} + \frac{BV_{0} \times (ROE_{1} - r_{E})}{\left(1 + r_{E}\right)^{2}} + \frac{BV_{1} \times (ROE_{2} - r_{E})}{\left(1 + r_{E}\right)^{2}} + \cdots + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_{E})}{\left(1 + r_{E}\right)^{12}} + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_{E}) \times (1 + g)}{\left(r_{E} - g\right) \left(1 + r_{E}\right)^{12}} \end{split}$$

前提:

- ①ROEについては次期以降3期分の予測データを活用。
- ②3期目~12期目まではROEが業界平均に収束することを想定。
- ③クリーンサープラス条件
- ④配当性向は一定→自己資本の増分は内部留保のみ。

なぜROE最低8%なのか

- 企業価値を生む条件は、本来は「株主資本コスト率を上回るROEをあげること」とのメッセージで十分出るはずだが、、、、。
- 「伊藤レポート」では、ROEを最低8%とすることを提唱した。
- では、なぜ8%なのか?

「持続的成長への競争力とインセンティブ ~企業と投資家の望ましい関係構築~」プロジェクト

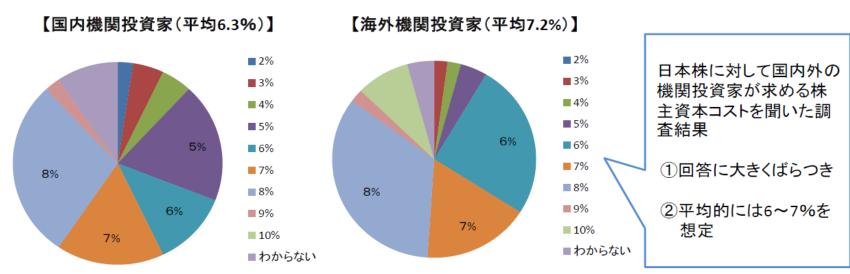
最終報告書

(伊藤レポート)

平成 26 年 8 月

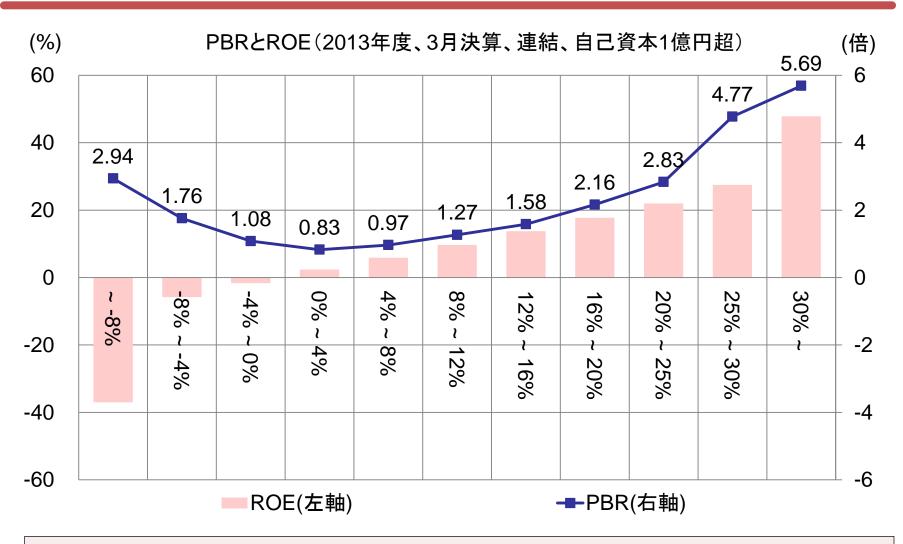
現実

日本株に期待する資本コスト



注)UBSコア200の機関投資家にアンケートを行い、国内投資家52社、海外投資家47社から回答を得たもの(2012年4-6月)。 (出典)柳良平[2013]「Equity Spreadの開示と対話の提言」『企業会計』2013(1):86-93.

ROEと企業価値創造



ROEが高まることによって、PBRも上昇している。とりわけROEが8%前後でPBRが1を超えるか否かが決まっていることがわかる。

- EVAの算出—Step3①: 株主資本コストと有利子負債コストを算出する
- 株主資本コストは以下のように算出される

株主資本コスト $(r_e) = r_f + [E(r_m - r_f)] \times β$

r_f...リスクフリーレート(各社決算期末月過去10年間平均値を仮定)

 $E(r_m - r_f)...$ 市場リスクプレミアム(今回は7.5%を仮定)

β…市場リスクに対する個別証券の感応度

有利子負債コストは以下のように算出される

有利子負債コスト(r_d) = 支払利息 ÷ (期首期末平均有利子負債)

	r _f	E(r _m -r _f)	β	r _e	支払利息	期首期末平均 有利子負債	r _d
明治HD (2017/03)	0.887	7.5	0.481	4.49%	795	171,013	0.46%
ヤクルト本社 (2017/03)	0.887	7.5	0.712	6.23%	708	115,325.5	0.615%
ダノン (2016/12)	0.928	7.5	0.888	7.59%	276	16,180.5	1.71%

- EVAの算出—Step3: ②WACCを算出する
- WACC(Weighted Average Cost of Capital)は株主と債権者が企業に 期待する利益率であり、株主資本コスト(企業に対する株主の期待)と有 利子負債コスト(企業に対する債権者の期待)を企業の財務構成で按分 したものである。WACCは以下のように算出される

WACC=株主資本コスト× 株式時価総額 株式時価総額+有利子負債 +有利子負債コスト× 有利子負債 株式時価総額+有利子負債

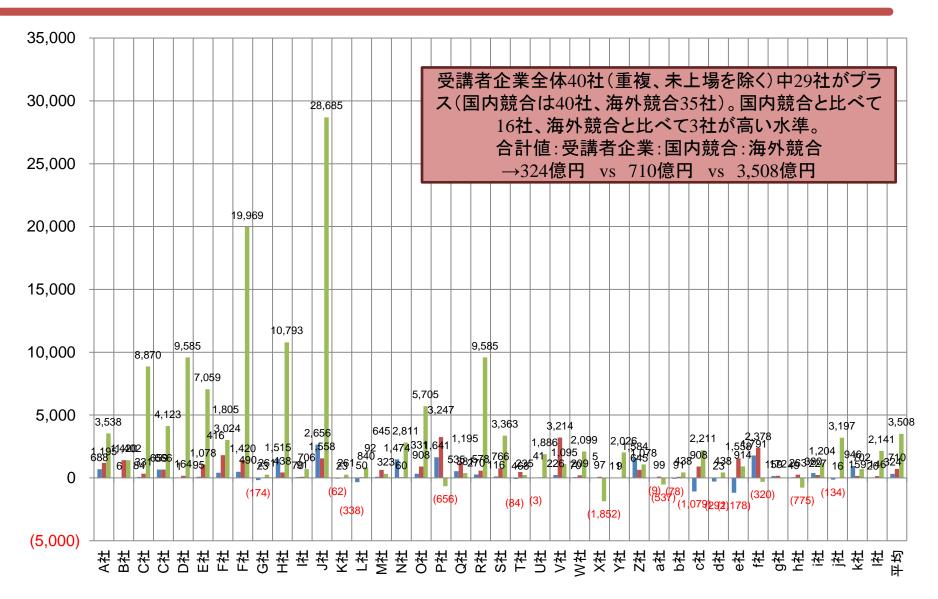
	株主資本 コスト	有利子負債 コスト	株式 時価総額	有利子負債 簿価	税率	WACC
明治HD (2017/03)	4.49%	0.46%	1,346,701	129,497	31.53%	4.12%
ヤクルト本社 (2017/03)	6.23%	0.615%	1,021,768	112,856	31.25%	5.65%
ダノン (2016/12)	7.59%	1.71%	36,961	21,283	31.85%	5.24%

Step4:EVAを算出する

- EVAの算出―Step4:EVAを算出する
- EVAは以下のように算出される EVA_t=NOPAT_t-投下資本_{t-1}×WACC_{t-1}
- EVAを計算する際の注意点は、どの期のNOPAT、投下資本、WACCを用いるかということである。t期のEVAを算出するためにはt期のNOPATと、t-1期の投下資本及びWACCを用いる
- これは、EVAが株主や債権者の事前の期待に対して、企業が実際にどれだけの利益を稼ぎだしたかを示す指標であるためである

	NOPAT	投下資本	WACC	EVA
明治HD (2018/03)	65,735	586,687	4.12%	41,515
ヤクルト本社 (2018/03)	35,434	489,737	5.65%	7,754
ダノン (2017/12)	2,792	34,477	5.24%	985

受講者企業のEVA

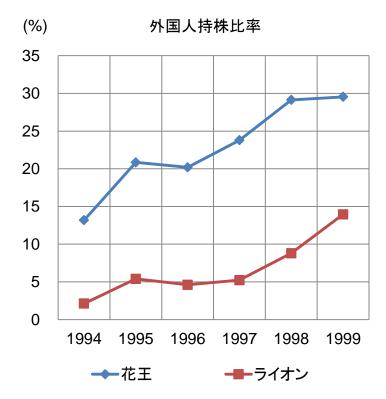


■受講者企業 ■国内競合 ■海外競合

EVA導入事例

EVAの導入事例

- EVA導入事例—花王
- EVA導入の背景—グローバルな投資家との対峙



(出所:NEEDS-FinancialQUESTより作成)

- 海外展開を進めると、株主構造が大きく変わり始めた。1994年度には13.2%であった外国人持株比率は1999年度には29.5%と倍以上に増加した
- 外国人持株比率が上昇するにつれて、これまでの経営(=売上至上主義・技術至上主義)が通用しなくなる

日本の経営者は、販売の達人、製造にかけてナンバーワン、研究の功績があるなどでトップに昇進する。しかし、今やそれでは世界の投資家は納得してくれない(『Business Research』2000年3月号)

海外の機関投資家や株主を対象としたIR ミーティングの席上で、「資本コストは意識しているのか」といった質問が投げかけられるようになった(『日経ビジネス』2000年1月24日号)



(渡邉正太郎元代表取締役副社長)

EVA導入の背景には、外国人投資家が増加するとともに、株主から「真に価値を生み出すこと」を要求されるようになったことが挙げられる

2014/12/8 65

なぜEVA®が必要か 花王 グローバル競争力と株式時価総額

花王 時価総額 1兆3,512億円(98年9月現在)

資生堂(5,072億円)、ライオン(1,467億円)、ユニチャーム(3,869億円) など競合する日本企業の時価総額は花王より低い水準。

→グローバルな業界再編が続く中で、1兆円前後のM&Aも頻繁に行われるようになっている。場合によっては、日本企業も買収の対象に。



それに対して、ロレアルの時価総額は5兆1,750億円。P&G14 兆2,279億円、ユニリーバ9兆2,450億円。

なぜEVA®が必要か 花王 なぜEVA®を導入したのか

1 米国ジャーゲンズ社での成功体験

100年以上の歴史で知名度は高いものの、伝統的・大衆的なブランドイメージの強かったジャーゲンズ社。EVA導入とブランド戦略で収益性改善

※付加価値の低い石鹸事業でシェア追求をやめる。全従業員の報酬に EVAの改善度をリンクさせる。最も変動給の大きなCEOにいたっては、全 報酬の50%以上がEVAの成果に連動。

2 TCR (Total Creative Revolution) の追求

第1次TCRではコスト効率の徹底追及、第2次TCRでは新しい仕組み作り。第3次TCRでは2000年を見こした新しい発想での経営改革。

3 IR活動からのフィードバック

IR担当の渡辺副社長は欧米の投資家から「EVAをどのように考えるか?」と問われるケースが多くなっていた。

EVA 経営システムを導入する 4つのM

•Measurement System 業績尺度(正確な業績評価)

•Management System 経営の道具(意思決定を支援)

•Motivation 動機付け。成果に報いる。

•Mindset 意識づけ(啓蒙)

EVAの継続的な改善(増大) → 企業価値の増大

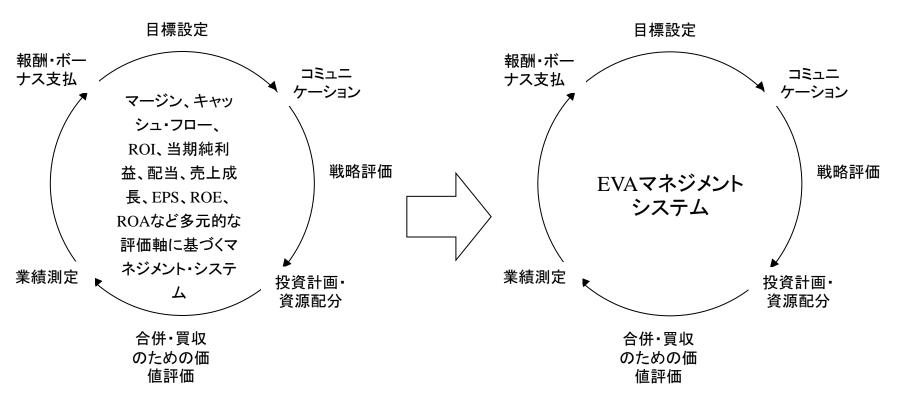
◆花王による4つのM

Measurement
月次の経営会議
でEVAを確認

Motivation
賞与をEVAと連動
設定

Mindset
手引書やE-learningで
教育・啓蒙を徹底

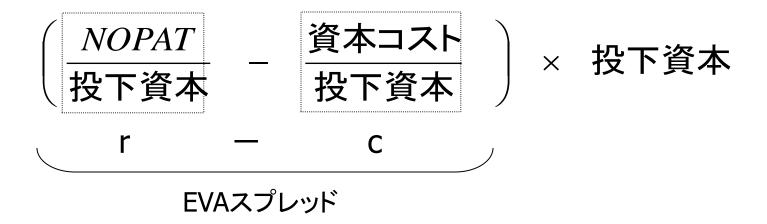
EVA 経営システムを導入する Measurement System



▲業績指標が多種多様

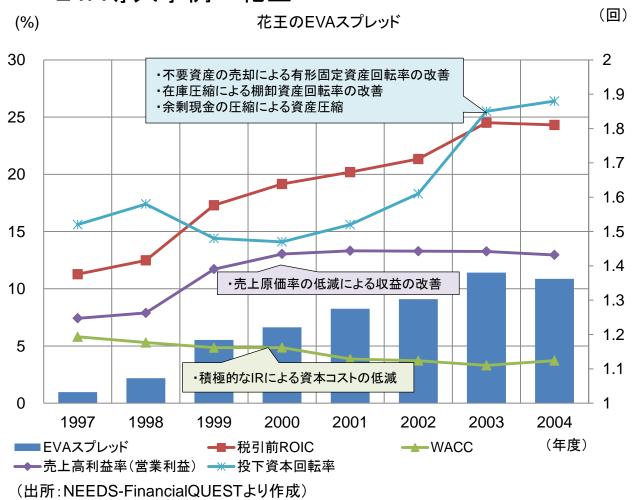
▲EVAマネジメント・システム

EVA 経営システムを導入する Management System



EVAの導入事例 I

■ EVA導入事例—花王



ある投資案件があっても、いままでは「それに対する回収額はいくら」という単純な話でした。(EVAを導入した)4月からは、「この投資をすることによって、EVAがどう変化するか」という見方をするように変わりました(『日経ビジネス』1999年6月14日号)



(後藤卓也元代表取締役社長)

EVAの導入事例

- EVA導入事例—花王
- 花王はEVAシステムを導入することで、「真に価値創造できる企業」へと 生まれ変わることに成功した



しかし、「明日からEVAを導入します」と社員に伝えたところで、 このような変化がもたらされるのだろうか?



最も重要なことはEVAを導入する際、それをどのように「マネジメント」するか

Measurement 事業部別月次決算		Management System 日常・投資の意思決定
	EVAを浸透させるための 4つの「 <mark>M</mark> 」	
Motivation 連結EVA基準の報酬制度		Mindset 意識改革のための啓蒙活動

花王は4つの「M」を用いて全社レベルでEVAを浸透させていった

EVAの導入事例

- EVA導入事例—花王
- 4つの「M」の具体的な内容

Measurement:事業部別月次決算

月1回の経営会議では役員や事業本部長がEVAの予算と実績を共有。事業部長や経理マネジャーは電子掲示板を通じて、月次で全社EVAや事業部別EVAを参照できるようにした。これにより、タイムリーに全社・事業部のEVAを把握することが可能に

Management System: 日常・投資の意思決定

新製品の開発や設備投資といった案件を経営会議に諮る際には、EVAの提示を義務付けて徹底させる。また、「EVAドライバー」と呼ぶKPI(業績評価指標)を社員一人ひとりに設定して業績を管理する仕組みを儲けた。例えば生産担当者なら、歩留まり(欠陥のない製品の割合)や在庫といったKPIを設定

Mindset:意識改革のための啓蒙活動

全国各地で一般社員に対して合計100回近く研修を開いたほか、社員全員にEVAの手引書を配布。手引書には基本的な考え方に加えて、どうすればEVAを改善できるのかを明確に示し、社員が即行動に移れるような工夫を盛り込んだ

Motivation:連結EVA基準の報酬制度

賞与の一部をEVAと連動。毎年、全社で立てたEVAの改善目標をどの程度達成できたかで 賞与の原資が変わる仕組み。課長職以上の管理職は、賞与のおよそ10%がEVAの改善度 合いで決定する