

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム(HFLP) B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10月20日

Tetsuyuki Kagaya

t.kagaya@r.hit-u.ac.jp



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HFLP B カリキュラム

※学術・特:学術総合センター1階特別会議室、学術・中4:学術総合センター2階中会議室4、丸・コン:丸の内ビル コンファレンススクエア Room4、ベルサ日:ベルサール東京日本橋 Room11 or RoomH・I、フォーリッジ:セミナーハウスフォーリッジ(世田谷区) 国立・マキ:一橋大学国立東キャンパスマーキュリータワー3201室

回	日程	時間	テーマ	場所	回	日程	時間	テーマ	場所
1	9/7(金)	18-21時	ガイダンス・懇親会	ベルサ日	6	11/30(金)	18-21時	マーケティング	ベルサ日
	9/8(土)	9-12時	企業価値経営論Ⅰ	フォーリッジ		12/1(土)	9-12時	コーポレートファイナンスⅡ	ベルサ日
	9/8(土)	13-16時	企業価値経営論Ⅱ	フォーリッジ		12/1(土)	13-16時	M&AⅡ	ベルサ日
	9/8(土)	16-17時	Workshopガイダンス	フォーリッジ		12/1(土)	16-18時	Workshop	ベルサ日
a	9/22(土)	9-16時	Follow upセッション(会計)	フォーリッジ	7	12/15(土)	9-18時	M&AⅢ / CEO/CFO Lecture	国立・マキ
2	9/28(金)	18-21時	ファンダメンタル分析Ⅰ	学術・特		12/16(日)	9-12時	CEO/CFO Lecture	国立・マキ
	9/29(土)	9-12時	ファンダメンタル分析Ⅰ	フォーリッジ	8	1/25(金)	18-21時	ITシステムと企業価値	丸・コン
	9/29(土)	13-16時	ファンダメンタル分析Ⅰ	フォーリッジ		1/26(土)	9-12時	リスク管理	フォーリッジ
	9/29(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ		1/26(土)	13-16時	格付け評価	フォーリッジ
b	10/13(土)	9-16時	Followupセッション(Valuation)	フォーリッジ		1/26(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
3	10/20(土)	9-18時	ファンダメンタル分析Ⅱ アナリストによる企業評価 コーポレートファイナンス	フォーリッジ	9	2/8(金)	18-21時	CEO/CFO Lecture	学術・特
	10/21(日)	9-12時	CEO/CFO Lecture	フォーリッジ		2/9(土)	9-12時	交渉論	フォーリッジ
4	11/2(金)	18-21時	経営戦略論	学術・中4		2/9(土)	13-16時	ESGエンゲージメント	フォーリッジ
	11/3(土)	9-12時	M&AⅠ	フォーリッジ		2/9(土)	16-18時	Workshop	学術・会
	11/3(土)	13-16時	M&AⅠ	フォーリッジ	10	2/22(金)	18-21時	CEO/CFO Lecture	丸・コン
	11/3(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ		2/23(土)	9-12時	投資家との対話	フォーリッジ
5	11/16(金)	18-21時	国際金融・為替リスク管理	学術・特		2/23(土)	13-16時	投資家との対話	フォーリッジ
	11/17(土)	9-12時	Tax PlanningⅠ	学術・特		2/23(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
	11/17(土)	13-16時	Tax PlanningⅡ	学術・特	11	3/8(金)	18-21時	CEO/CFO Lecture	学術・特
	11/17(土)	16-18時	Workshop	学術・会		3/9(土)	9-18時	総括 ※終了後、懇親会を 予定(20時迄)。	フォーリッジ

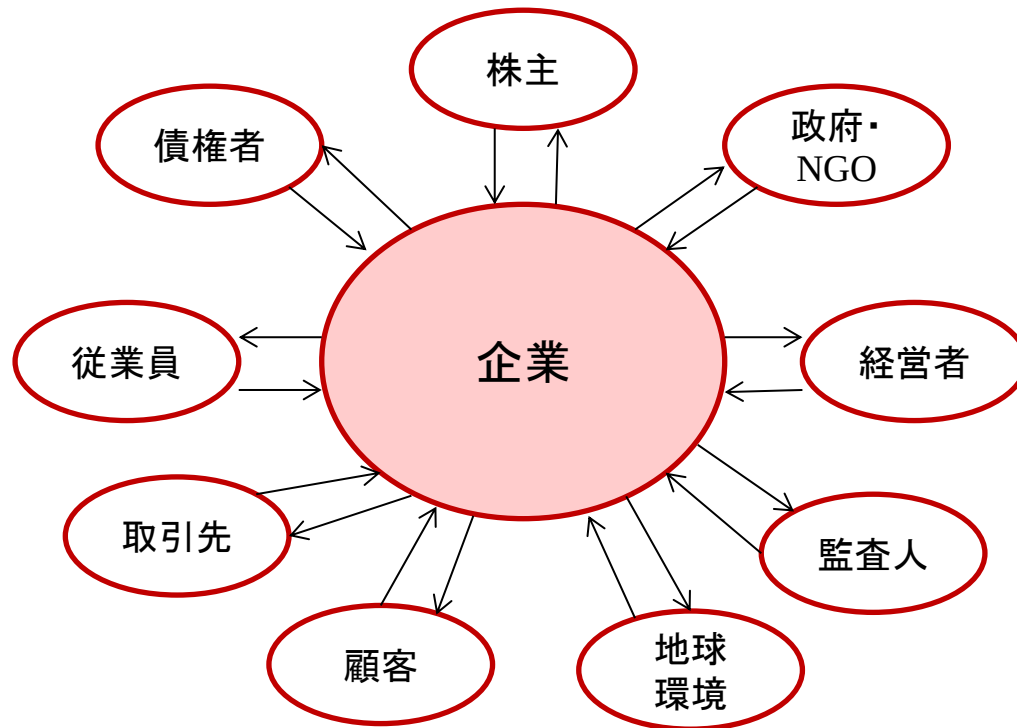
Contents

- 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

I	売上高	XXX
II	売上原価	<u>XXX</u>
	売上総利益	XXX
III	販売費および一般管理費	<u>XXX</u>
	営業利益	XXX
IV	営業外収益	XXX
V	営業外費用	<u>XXX</u>
	経常利益	XXX
VI	特別利益	XXX
VII	特別損失	<u>XXX</u>
	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	<u>XXX</u>
	当期純利益	<u>XXX</u>

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

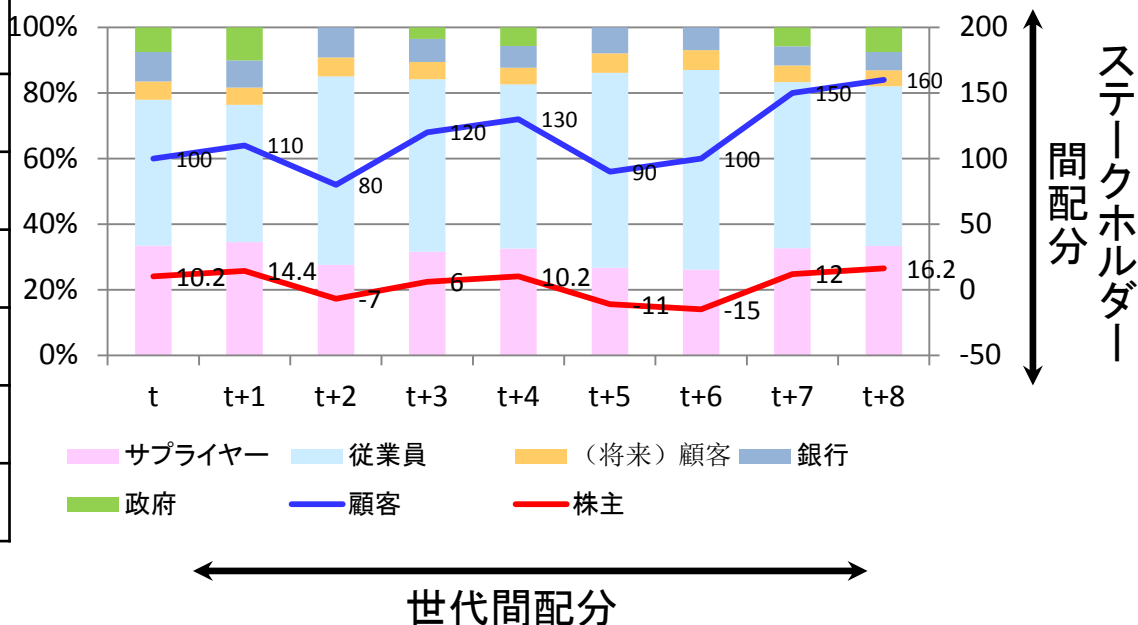
営業利益から金融収支などを控除して算出。経常的に創出できる利益水準を示す。

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

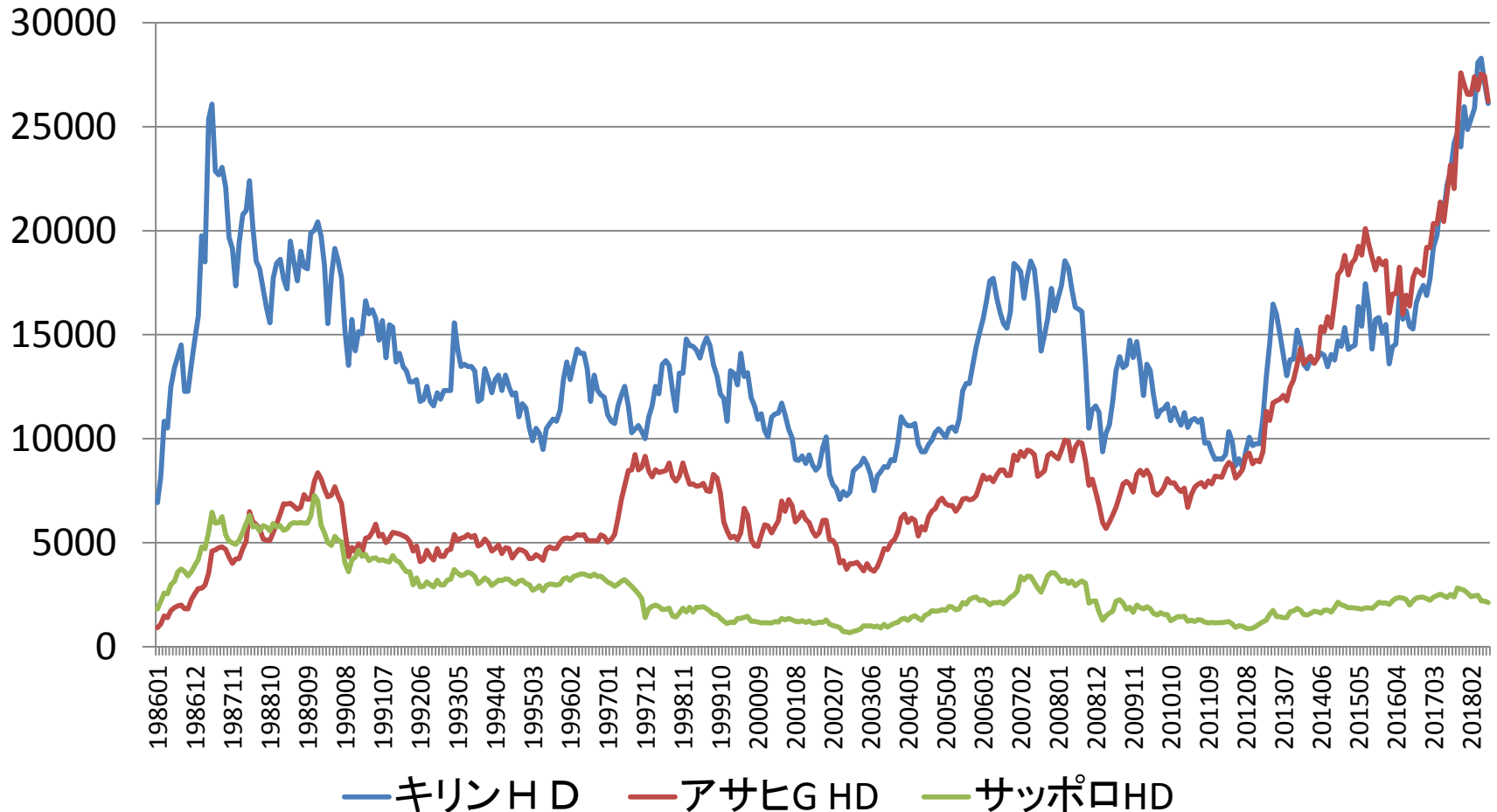


他のステークホルダーへの投資を優先しすぎると株主への配分が減少する。また現在の株主への利益を優先すると、将来の持続的な成長が危うくなる。持続的な価値創造のためには、世代間配分、ステークホルダー間配分のバランスをとりながら、企業を成長していくためのシナリオを描く必要がある。

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

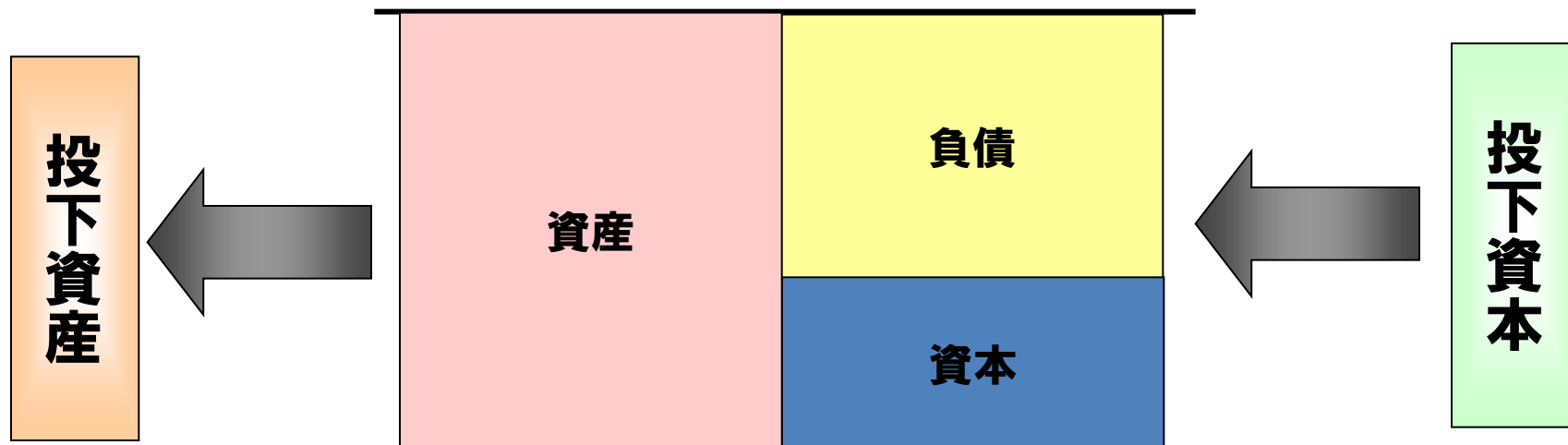
■ビール会社3社(2017年12月期決算)

	ROE	Net Income Margin	TA T/O	Financial Leverage		Gross Profit Margin	Operating Profit Margin	Normal Profit Margin
麒麟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、麒麟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

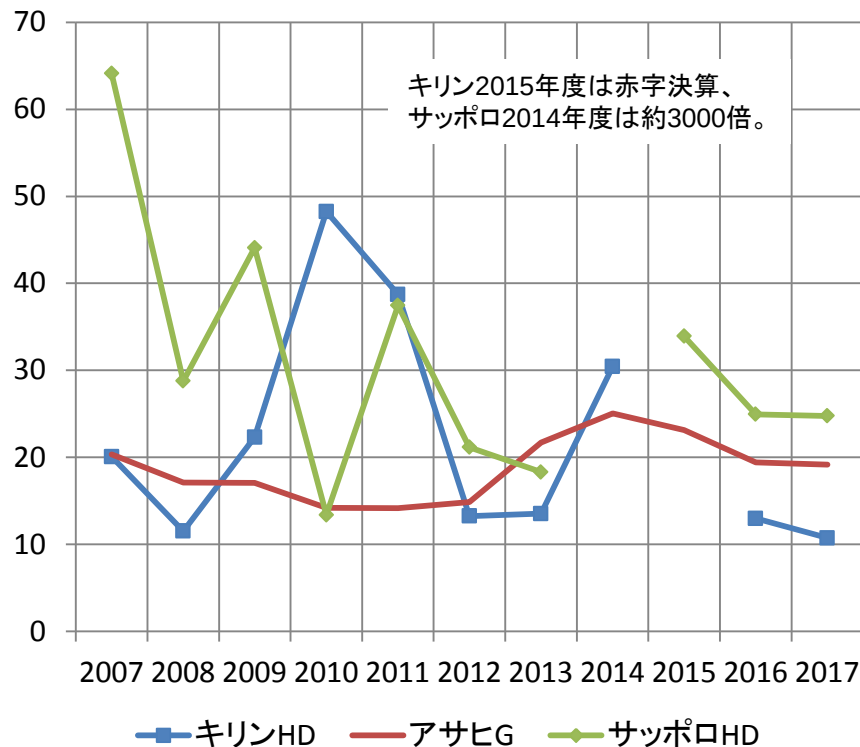
< : 企業価値を破壊

資金提供者の期待
リターンは？

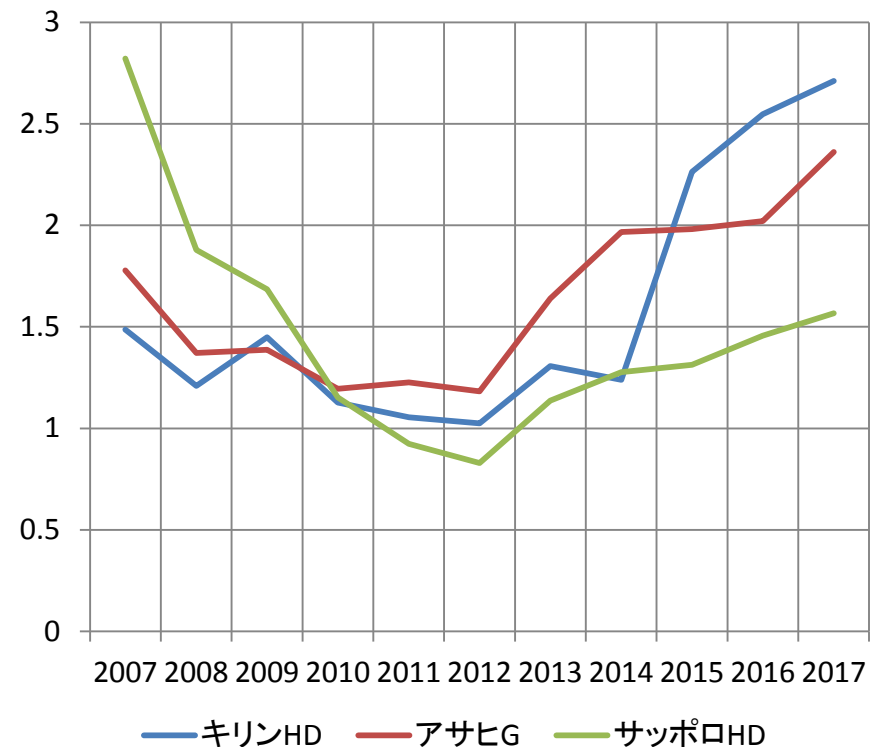
投下資本コスト

ビール会社3社 PBR・PERの推移

■ PER



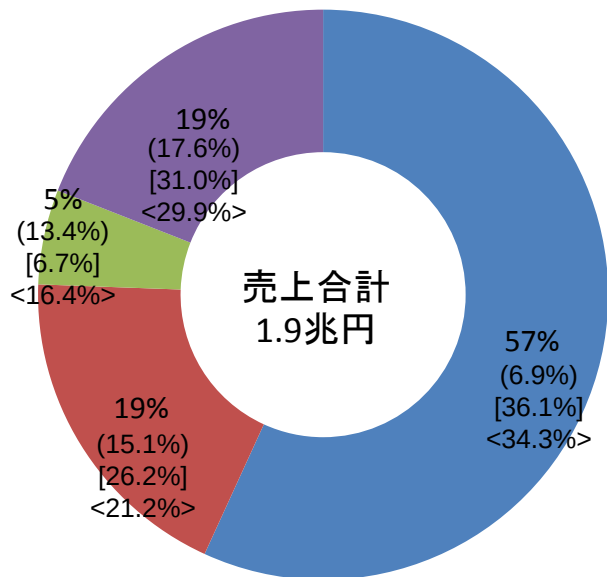
■ PBR



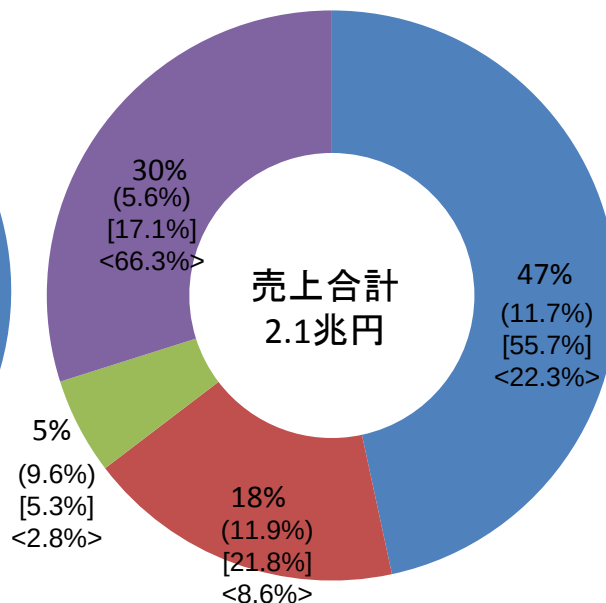
✓ サッポロHDの2017年12月期決算の当期純利益は96億円、純資産は1,776億円。時価総額は2,687億円。ROEが8%を下回っていることを勘案すると、PBRは1を下回る可能性が高い。なぜPBRは1を大きく上回っているのか？

ビール会社3社 各セグメント

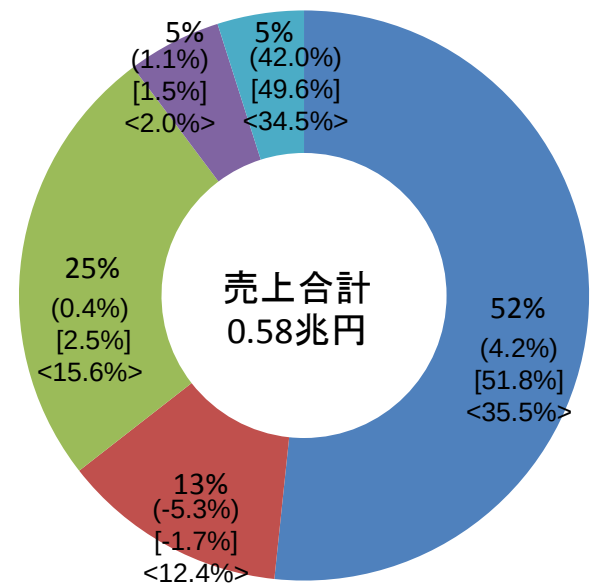
キリンHD



アサヒG HD



サッポロHD



■ 総合飲料・日本 ■ 総合飲料・オセアニア
■ 総合飲料・海外その他 ■ 医薬・バイオケミカル

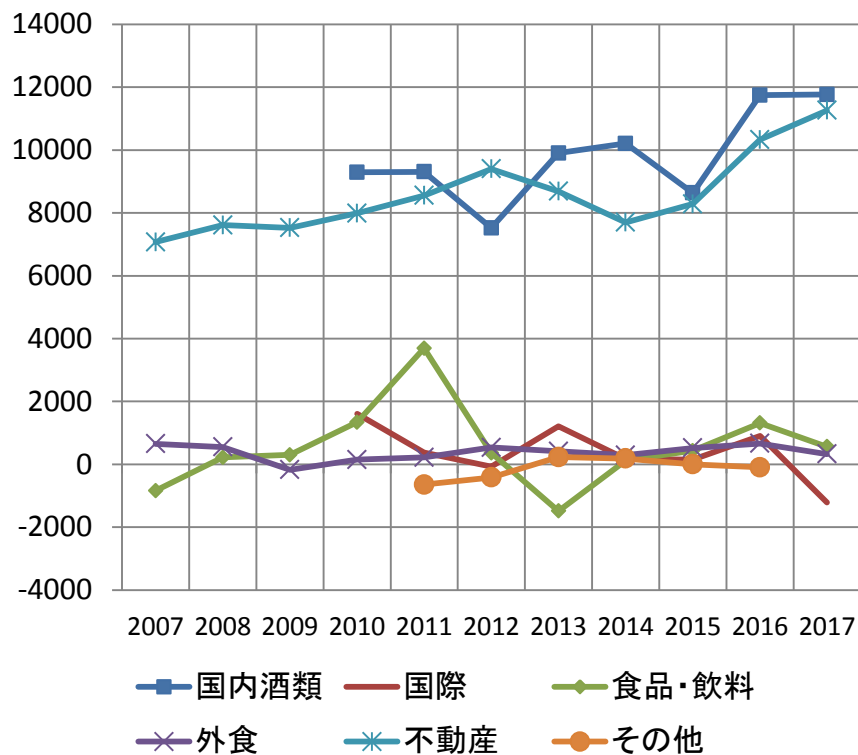
■ 酒類 ■ 飲料 ■ 食品 ■ 国際

■ 国内酒類 ■ 国際 ■ 食品・飲料 ■ 外食 ■ 不動産

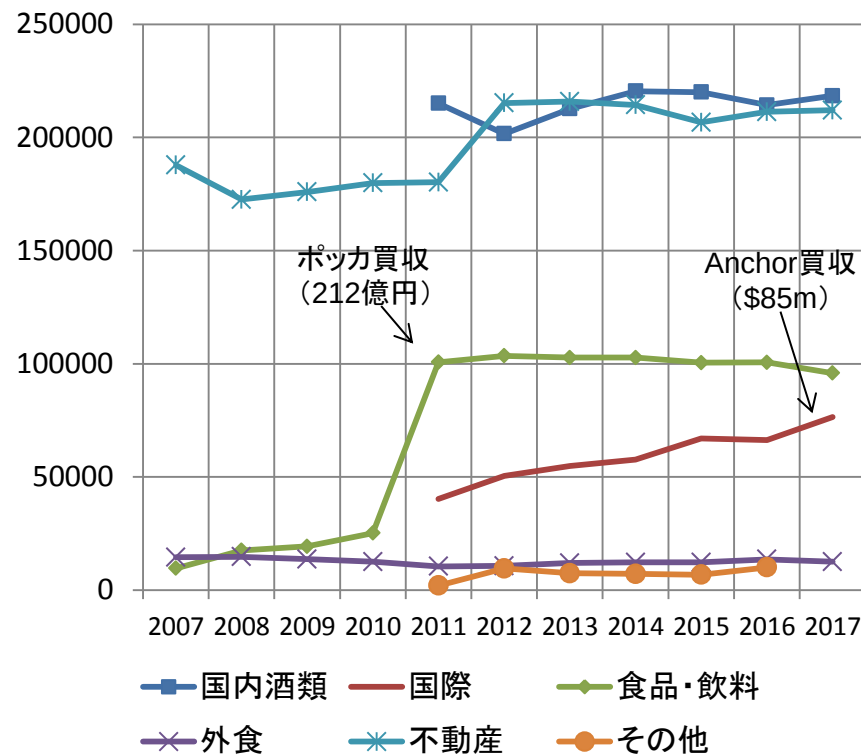
- ✓ 各セグメントのパーセンテージ表示は全社売上高に占める比率、(パーセンテージ表示)は税引前営業利益率、[パーセンテージ表示]が全社税引前営業利益に占める比率。<パーセンテージ表示>は総資産に占める比率。
- ✓ キリンは海外飲料と医薬品で高い利益率を確保。アサヒは国内酒類、飲料への依存度が大きい。サッポロは国内飲料と不動産。

サッポロHD 事業セグメントの推移

■ 営業利益



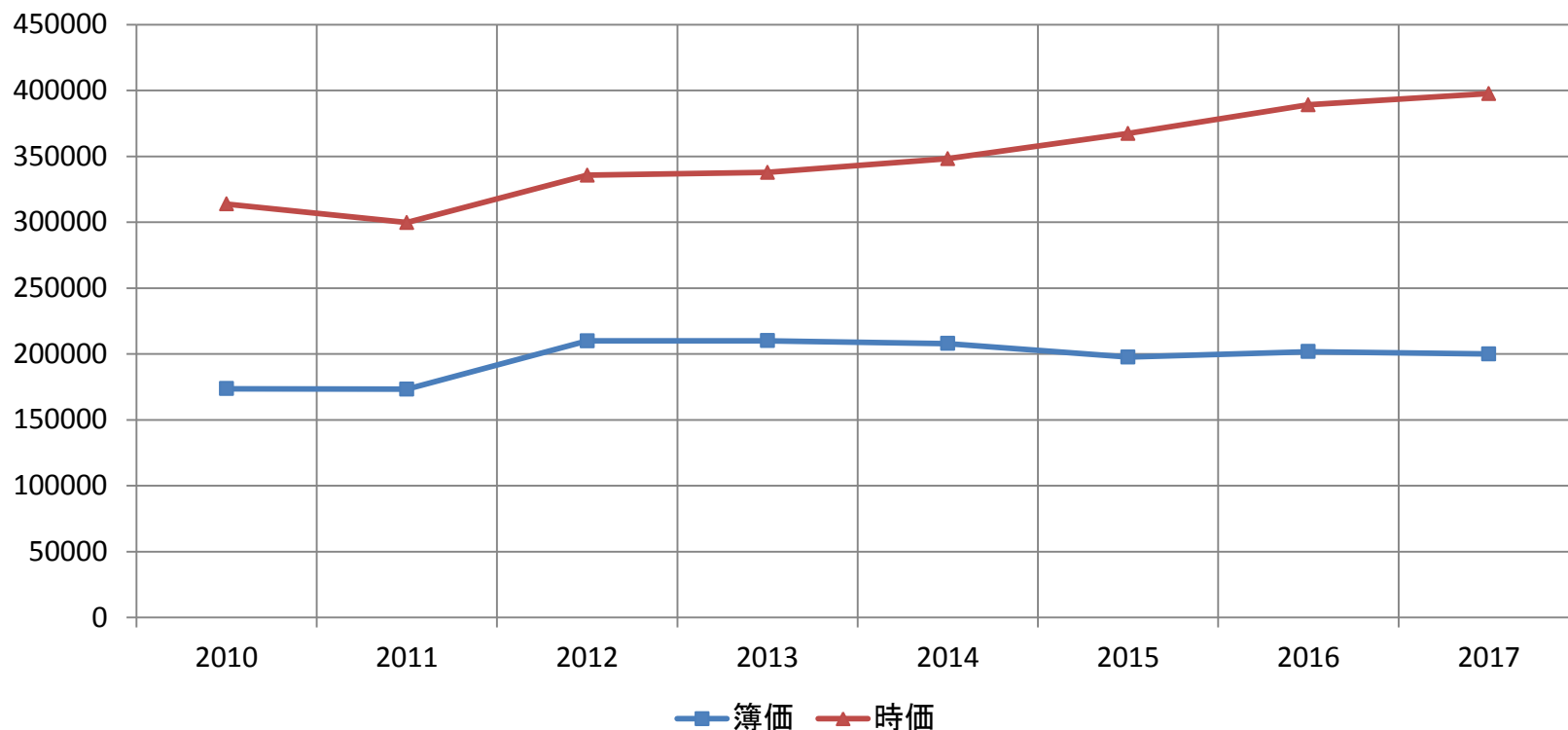
■ 総資産



- ✓ 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。現状は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
麒麟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、麒麟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



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

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	0.8
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

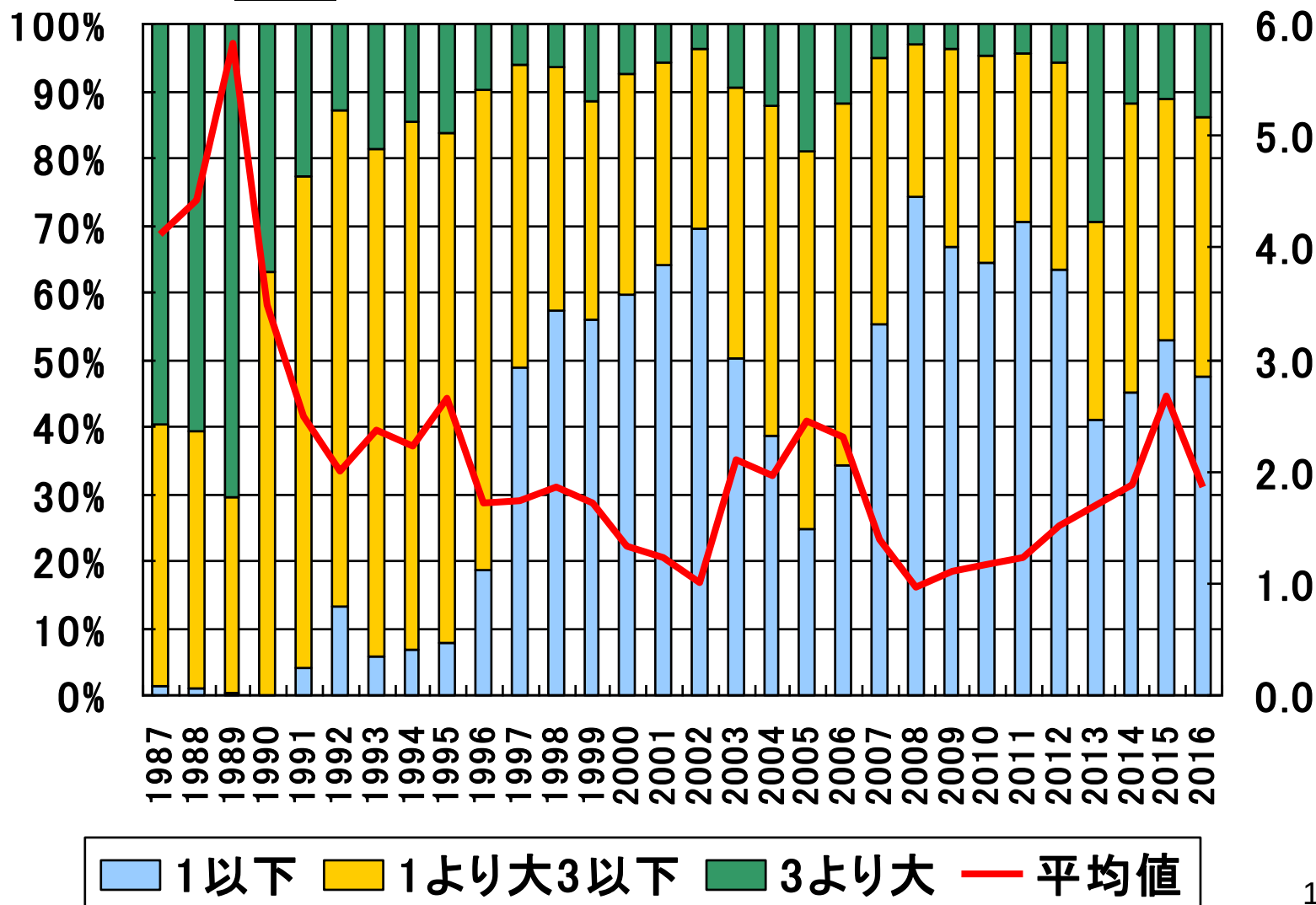
	2013	2014	2015	2016	2017	投資家
ROE	35.8	59.1	63.6	56.9	49.1	82.8
ROA	17.9	28	24.1	17	15.0	30.2
ROS	48	58.7	55.1	47.9	40.3	28.4
売上高・同伸び率	60	50.9	48.4	60.8	44.2	16.4
利益・同伸び率	62.7	61	61.6	64.3	47.5	33.6
市場シェア	2.7	20.4	17.4	3.5	3.3	6.9
EVA	0.2	3.6	3.3	0.2	0.2	11.2
ROIC	2.7	7.8	9	4.1	3.8	44.8
FCF	7.1	20.4	20.4	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

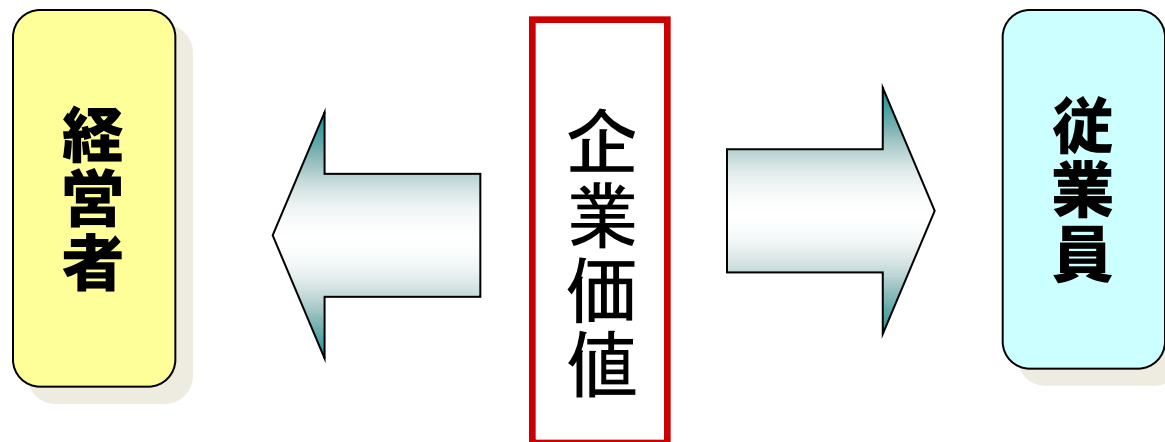
◆日本企業のPBRの推移



企業価値の国際比較

日本企業	株式時価総額	海外企業	株式時価総額
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
キャノン	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・グループ	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

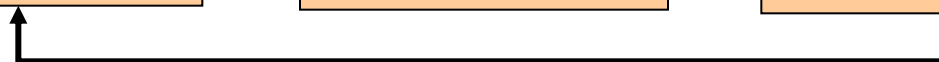
【経営目標をめぐる一風景】

現場から現実に
即した経営目標
の設定

ストレッチ目標の
丸投げ現象

未達成。現場か
らあがる次期目
標は控えめに

現場に対する
トップの懐疑心
が発生。



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

設立年月日	1981年(昭和56年)9月3日
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)
PBR	2.27倍(2018.7.19)

 docomo

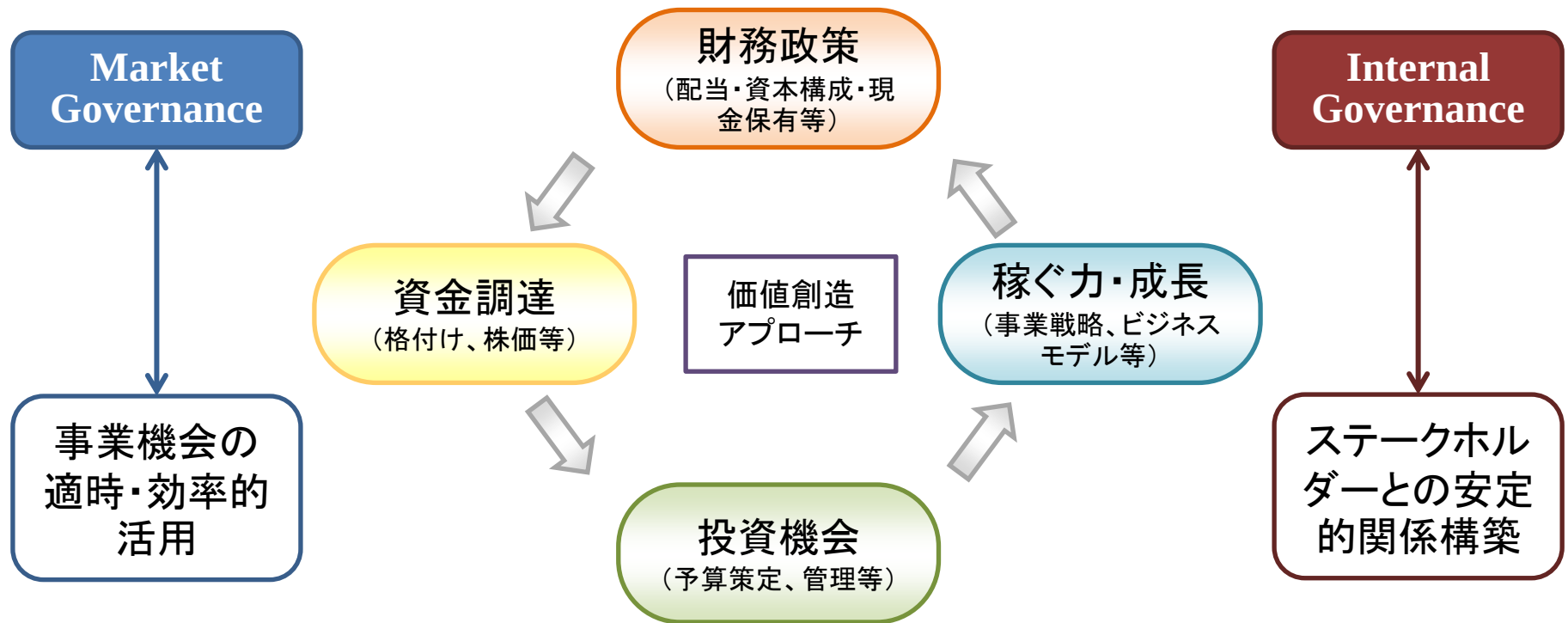
設立年月日	1992年(平成4年)7月1日
代表者	代表取締役社長 吉澤 和弘
資本金	9,496億7,950万円(2018年3月31日現在)
子会社数	108社(2018年3月末現在)
関連会社数	22社(2018年3月末現在)
従業員数	7,767人(連結ベース27,464人)(2018年3月末現在)
格付け	AA-(S&P)
PBR	1.81倍(2018.7.19)

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事です。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「これはできません。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1000億円の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、今価値を認めないとめたら、今やらないとダメなんです。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で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、どれだけしたがつているか、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)。

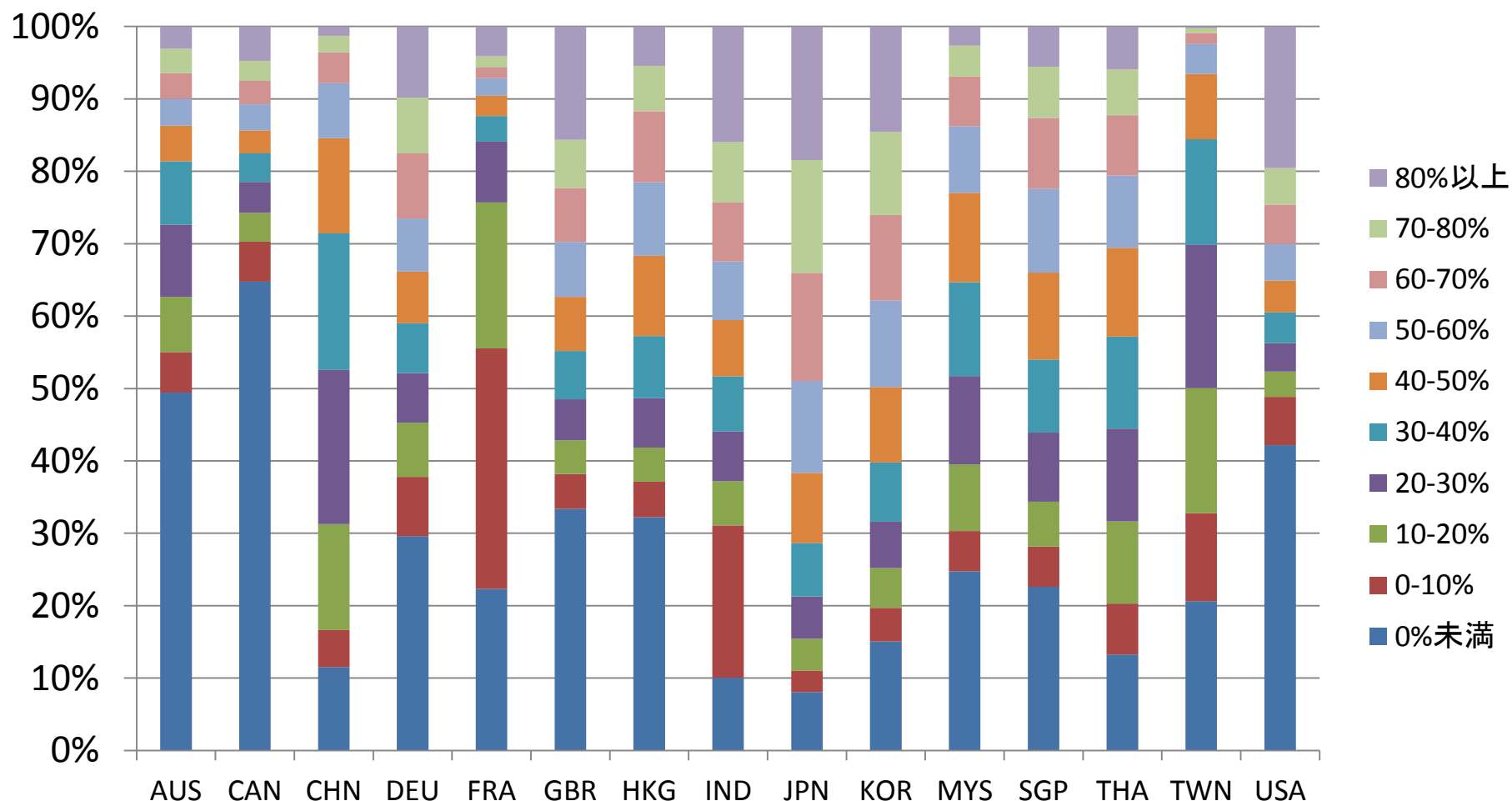
企業価値創造のアプローチ



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	事業ユニットでの安定成長に向けた投資機会重視。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。

利益剰余金の株主資本に占める比率

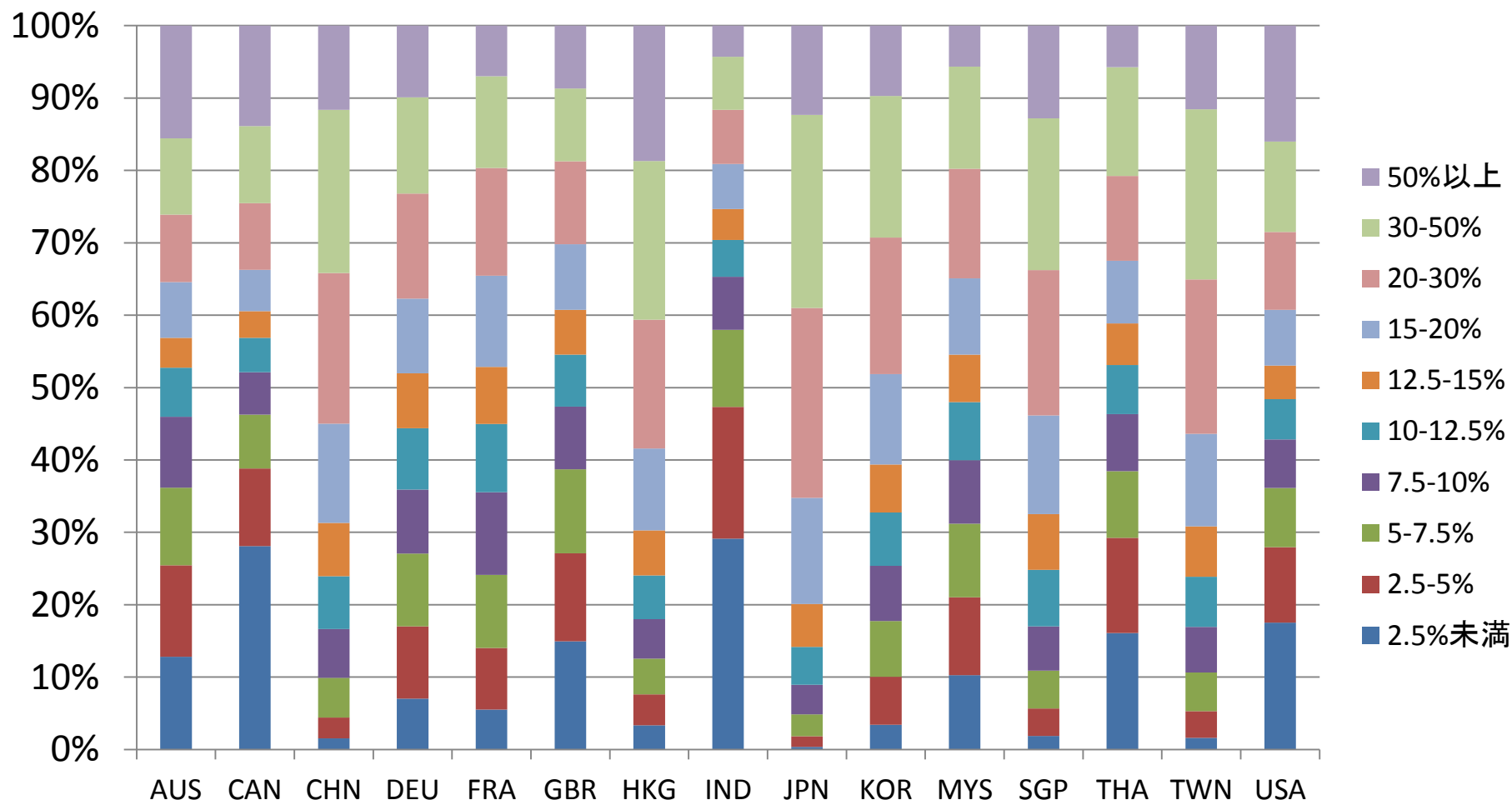
Capital IQにて2005-15年度のデータを収集できる企業をベースに各国平均値を算出。



日本企業は他国企業と比べて、利益剰余金の比率が相対的に高い水準にある。

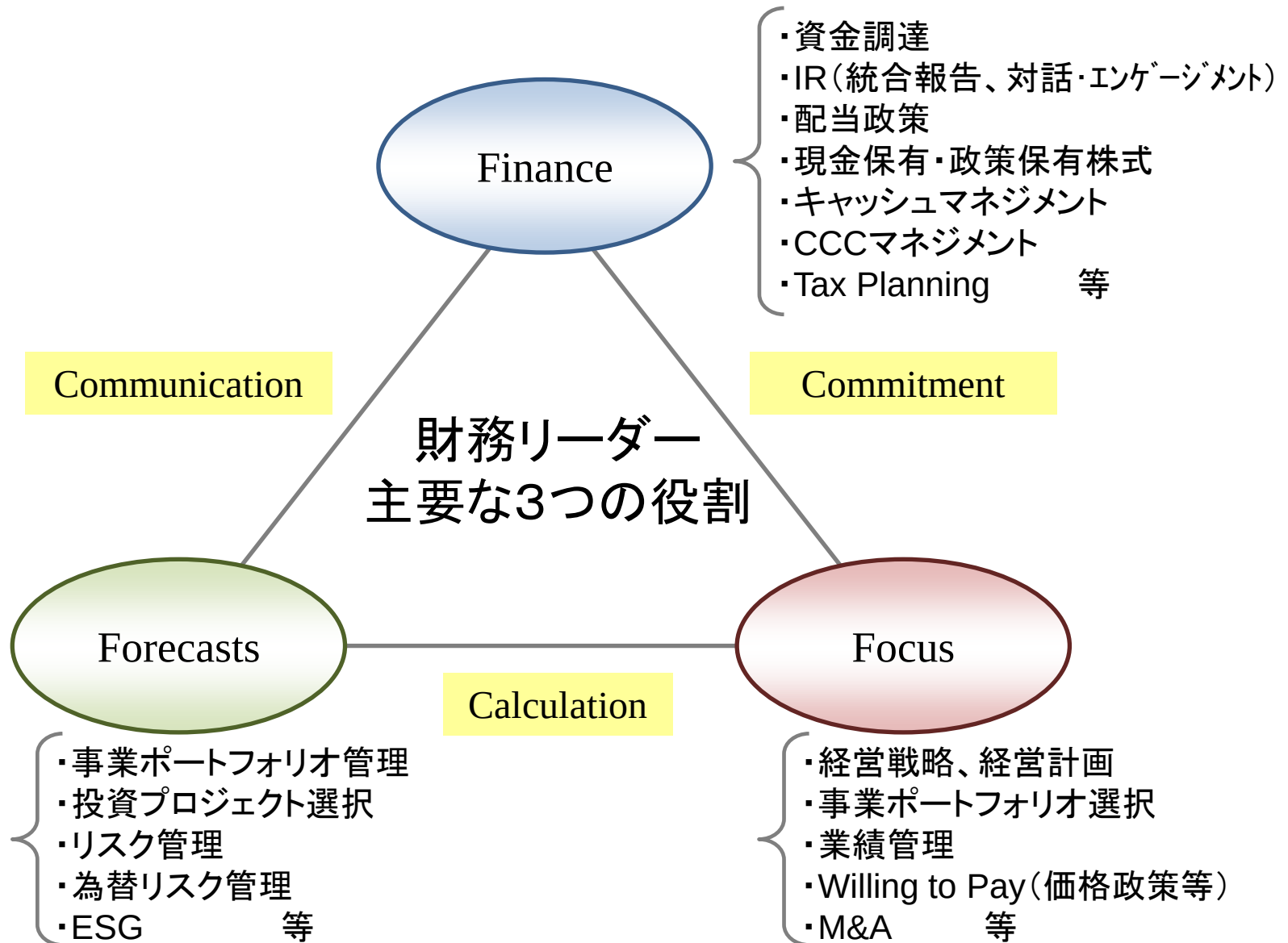
総資産に占める金融資産の比率

Capital IQにて2005-15年度のデータを収集できる企業をベースに各国平均値を算出。



日本企業の利益剰余金の多くは、金融資産への投資に割り当てられていることが確認できる。

財務リーダーの役割



EVAとは何か？

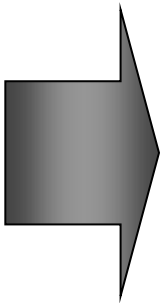
アカウンティングの理解度チェック



✓ 会社は利益を出せば、企業価値を創造できている。

Yes

NO



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。

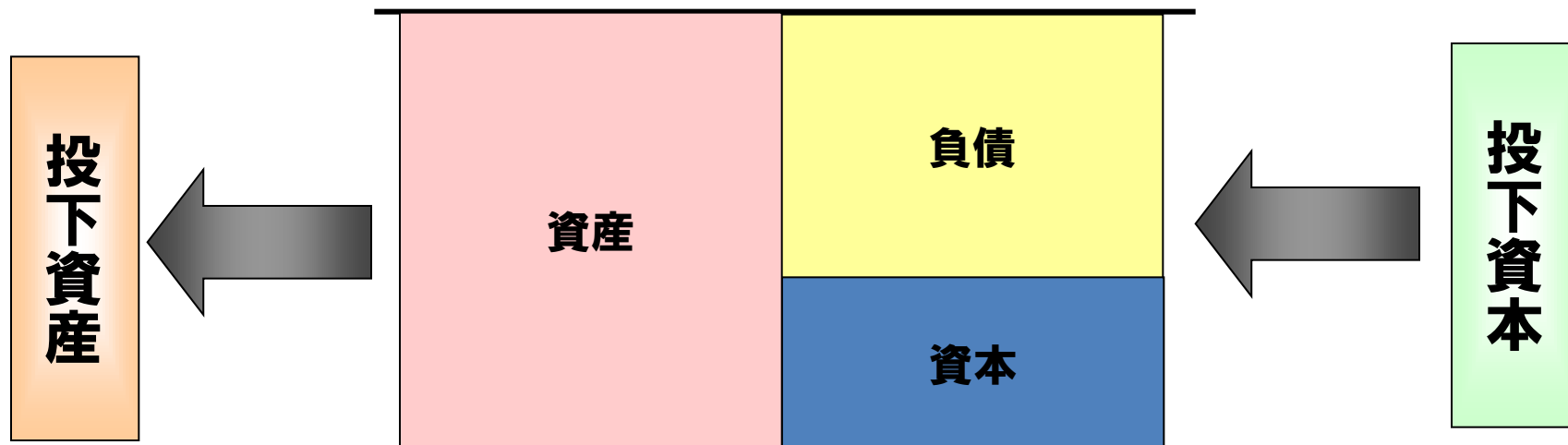
トヨタ自動車は価値創造を実現できているか？

✓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？

	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？

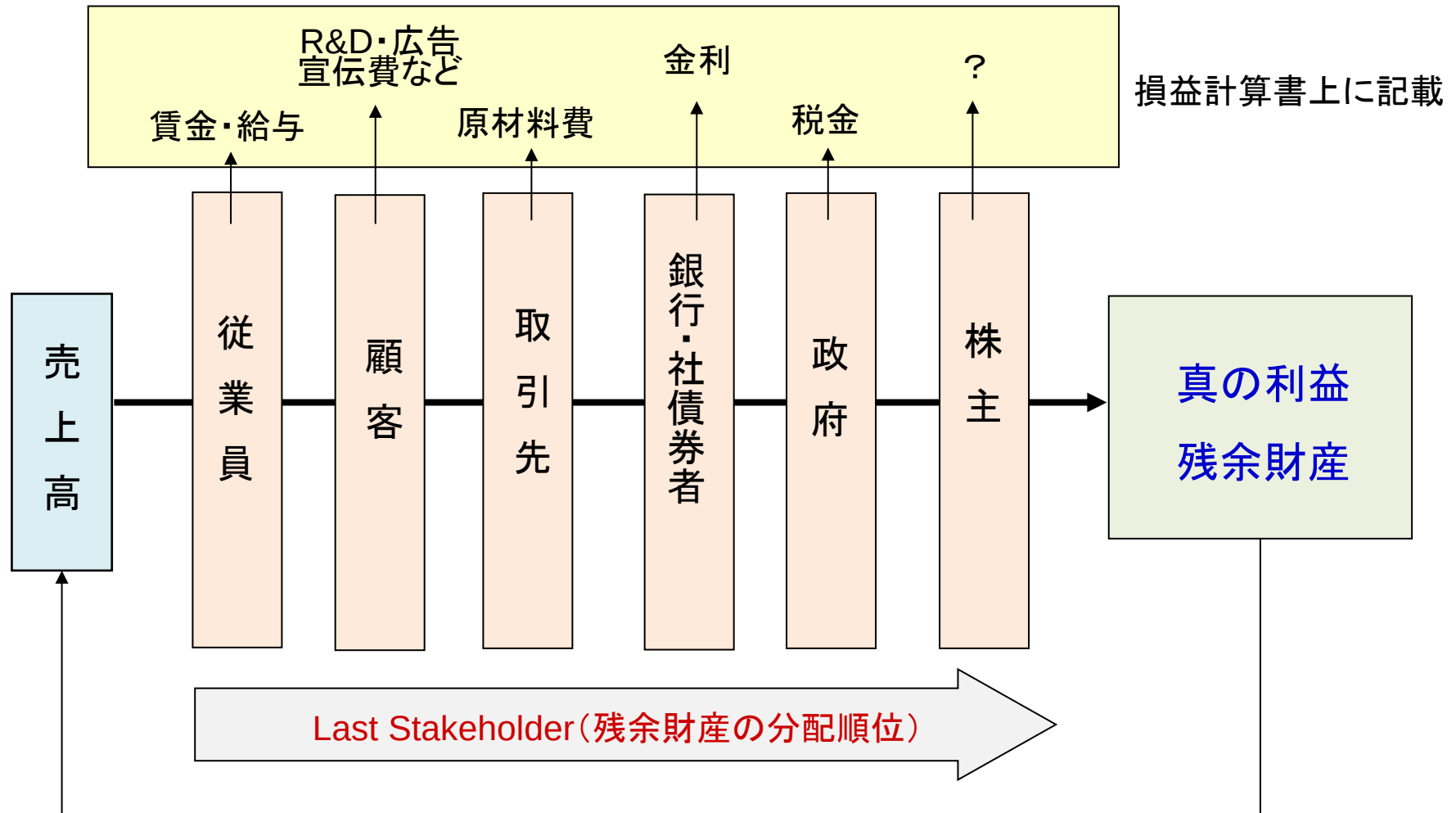
投下資本コスト

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？

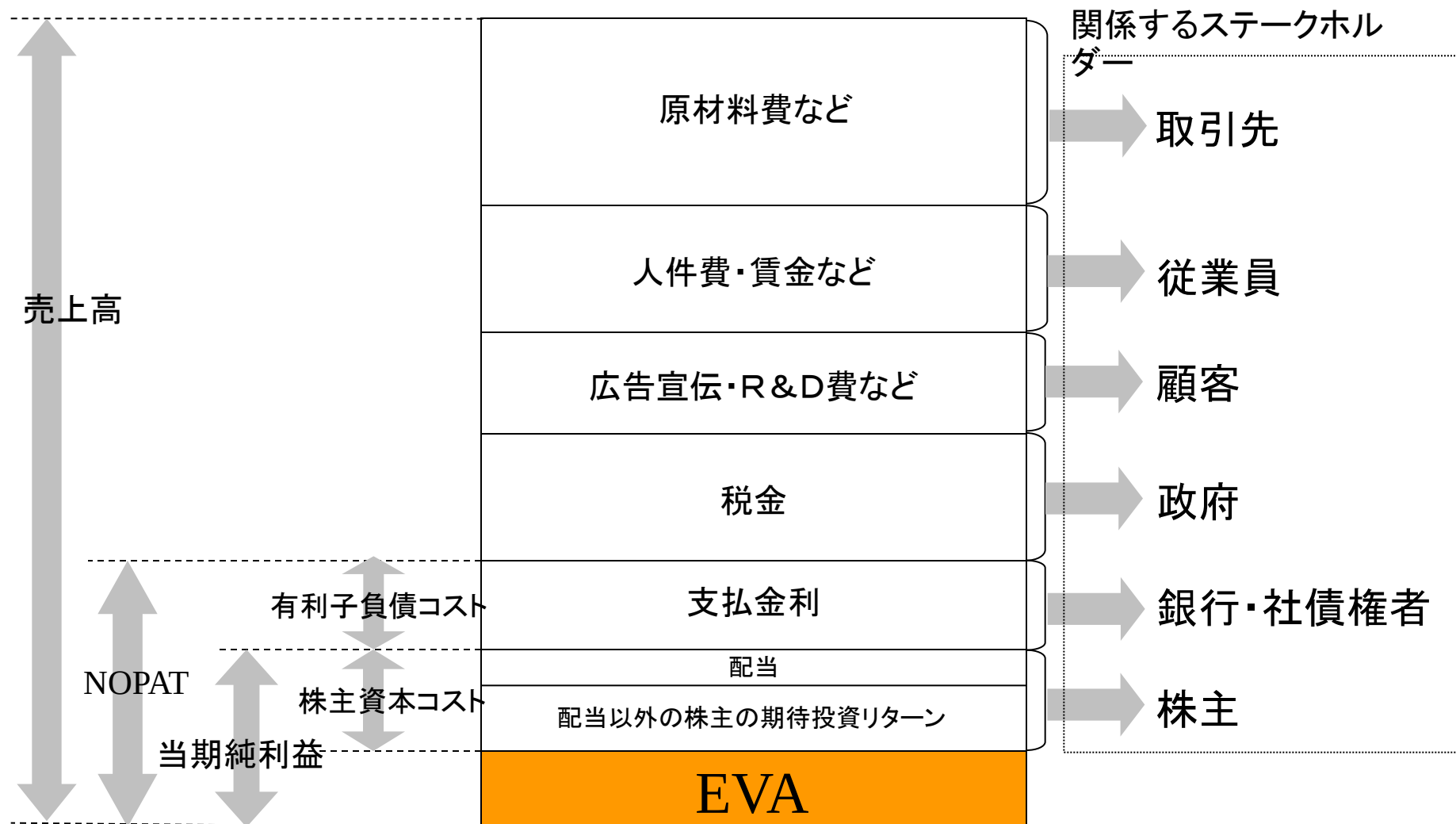
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高	20,529,570	18,950,973	18,993,688	18,583,653	22,064,192	25,691,911	27,234,521	28,403,118	27,597,193	29,379,510
売上原価	18,455,800	16,683,797	16,615,326	16,388,564	18,640,995	20,801,139	21,841,676	22,605,465	22,734,336	23,889,253
売上総利益	2,073,770	2,267,176	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

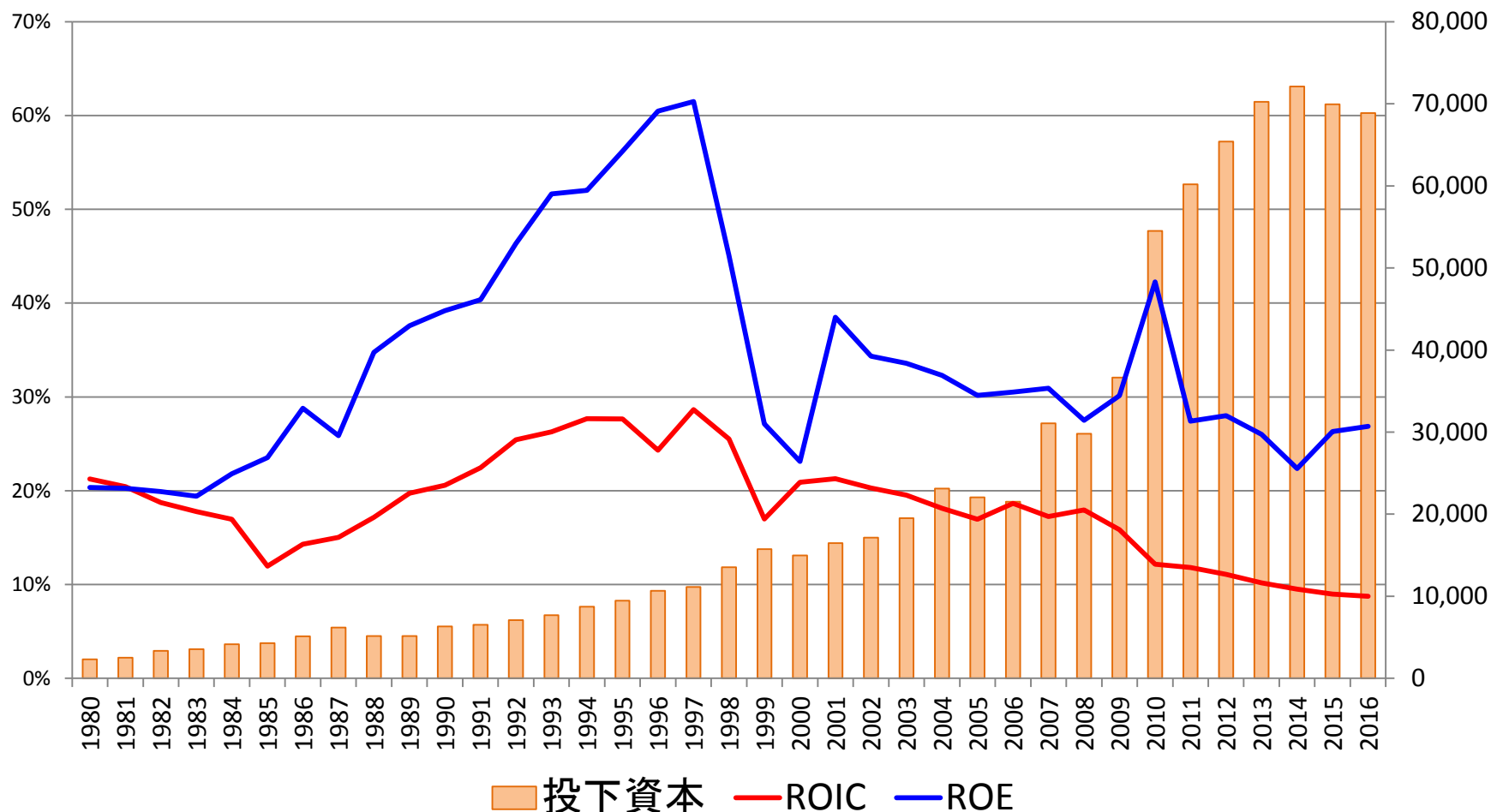
EVA®と損益計算書(1)



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ることが頻発。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

$$EVA_t = NOPAT_t - \text{投下資本}_{t-1} \times \text{資本コスト率}$$

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)。

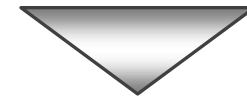
投下資本 : 実際にリターンを生み出していると想定できる資産の集合のこと。あるいはその資金調達源泉を指すこともある。

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。

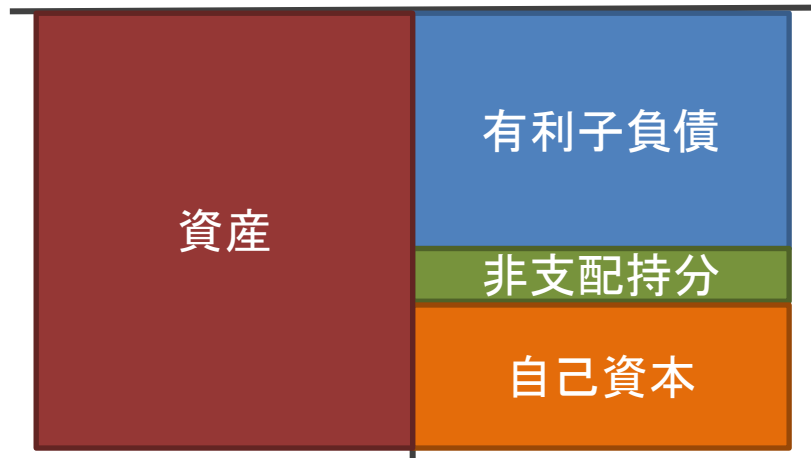
EVAを分解する

$$\left(\underbrace{\frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}}}_{\text{EVAスプレッド}} \right) \times \text{投下資本}$$

EVAスプレッド



B/S



NOPAT

資本コスト

有利子負債
(借入金、社債等)

非支配持分
(子会社の親会社持分以外)

自己資本
(株主資本+その他包括利益累計額)

トヨタ自動車は価値創造を実現できているか？

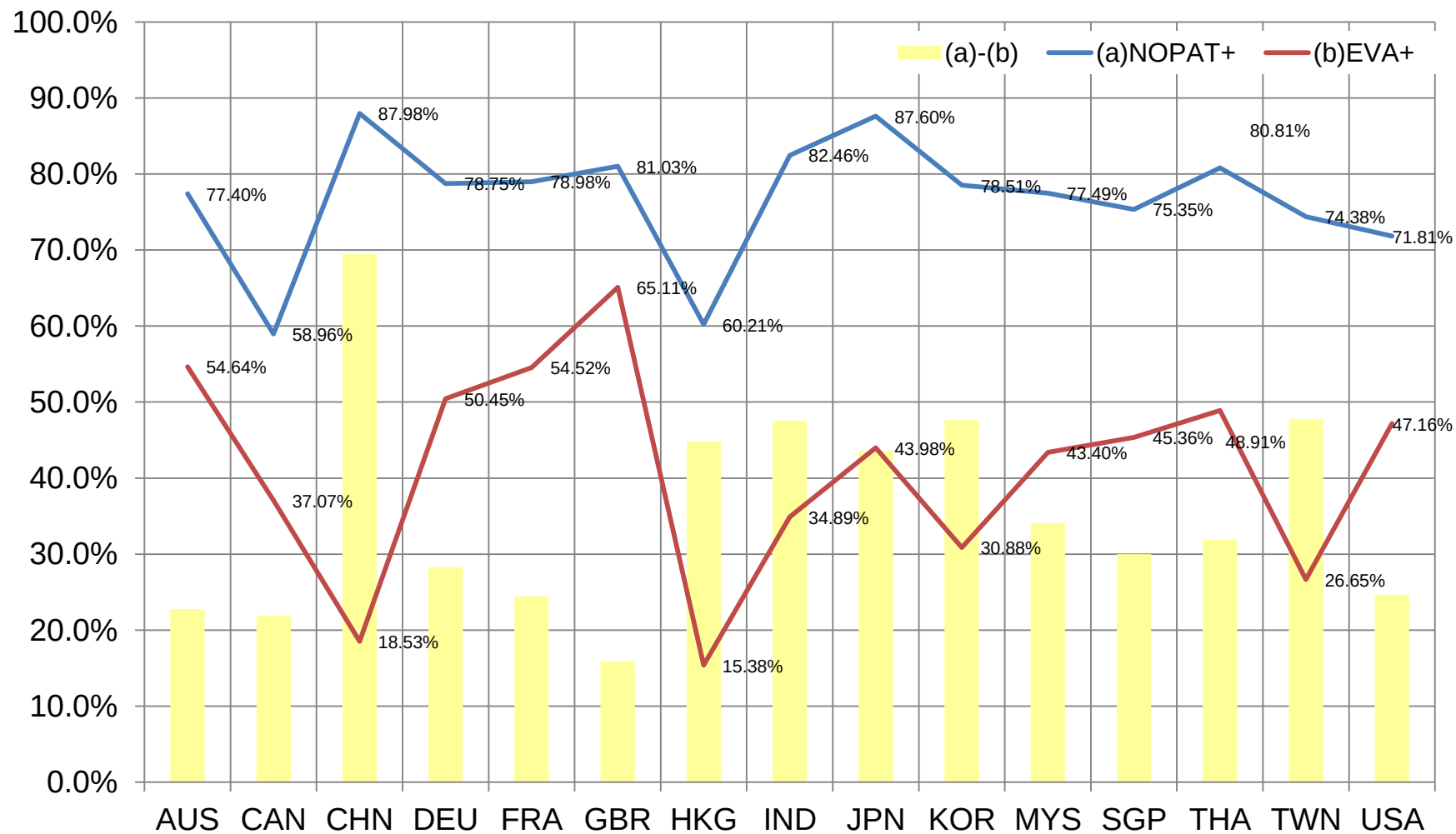
✓トヨタ自動車は過去10年間でどれほど価値創造を実現できているか？

	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

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

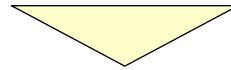
NOPAT	(368,021)	152,347	495,082	405,414	1,166,390	1,972,717	2,291,456	2,426,370	1,865,698	2,478,261
資本コスト額	1,048,978	881,468	903,753	896,524	908,285	1,041,458	1,240,390	1,447,189	1,369,108	1,428,771
EVA	(1,416,999)	(729,121)	(408,672)	(491,110)	258,105	931,258	1,051,066	979,180	496,590	1,049,490

EVA+, NOPAT+の企業の割合



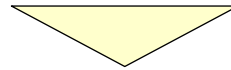
EVA経営、中国は国策として実施

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。

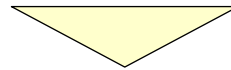


特に、国有企業の業績を評価する際に「年度経營業績総合得点」というものを設けている。「年度経營業績総合得点」の算出式は以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{年度経營業績総合得点} = & (\text{利益総合額指標得点} + \text{EVA指標得点} + 2\text{つの分類指標得点}) \\ & \times \text{経営難易度指数} + \text{奨励点数} - \text{減点数} \end{aligned}$$



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を目指している。

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 <u>縮減に関する方針・考え方</u> 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、 <u>コスト・ベネフィットについての精査・検証の内容</u> を明記することが示されている。
原則2-6 企業年金の資産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、資産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、 <u>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)</u> 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(プランニング)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選解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、 <u>適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識</u> 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で</u> 、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・人財投資等を含む経営資源の配分</u> についての実行案を説明することを明記。

資本コストを学ぶ(上)(中)(下)

投資のものさし
資本コスト
——を学ぶ

企業決算では売上高費用を下回れば赤字となり、価値を創造できない。この費用を企業に現金提供するのは投資家の目標としたのが資本コスト。

日本経済新聞は青山学院大学の森橋文郎教授の協力で主要企業の株主資本コストを推計し、今期

投資のものをし
資本コスト
を学ぶ

株主には投資先の企業に期待するリターンがあり、企業は実際の成績でその期待に報いる必要がある。その際の実績が自己資本利益率（ROE）で、期待利回りが株主資本コストだ。両者の差は

8月、米企業が初の主要株式時価総額が初の大増。米企業に上乗せされた米アップル、カス・マート・フォの価値格差額や関連するレビューされた戦略が市場に評価されたのが動機。一方で、ファイナンスの専門家は同社の財務戦略にも注目。

板橋はアップルが初の社債を発行して、0.13兆円。総額は約1兆3000億円、約1兆9000億円、と金額は、関を除く米企業で過去最大だった。主な内容は、税

投資のものさし
資本コスト
を

8月、米企業とし

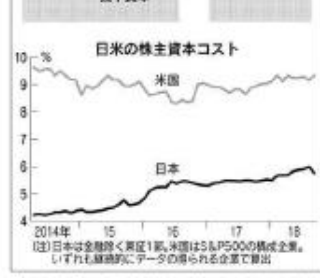
見えぬ費用 変革迫る



企業価値創造にはリターンが資本コストを上回る必要

$$ROE = \frac{\text{純利益}}{\text{自己資本}} > \text{株主資本コスト}$$

福利/維護管理利益



1941年に経営者連名で公表した通説「伊藤リポート」を、約40年ぶりに改定された企業統治資料は、企業に説明を求める。伊藤リポートを主軸として、それを下回るものを見ていく必要がある。改定された企業統治資料は、企業に説明を求める。伊藤リポートを主軸として、それを下回るものを見ていく必要がある。改定された企業統治資料は、企業に説明を求める。伊藤リポートを主軸として、それを下回るものを見ていく必要がある。

投資リターン、要求高く

[illegible]

の質的な元
因は、資産
能率的要求
さるに、上場
購入できる
て、株式市
すれば買値
だけのリス
も重視。

と数字はずらばった。したところ、18年9月時
点の株主資本ネットは日
本が約7、8%、米
国が約1、3%だ。
10倍以上という投資
家も期待してゐた。

国内外の機関投資家の
利益が日本企業の株主面
本ネットを急ぐ想定。

ROEとの差カギに

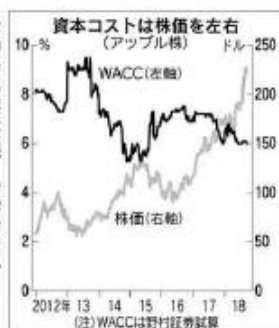
企業価値を高める会社ランキング					
順位	会社名	エンタティ Sプレッド	予想 ROE	株主資本 コスト	
1	Z O Z O	65.5%	88.6%	5.1%	
2	カカココム	53.4	50.9	7.5	
3	東エレクト	26.0	35.2	9.2	
4	ケーエス	15.4	21.7	6.3	
5	シャープ	15.2	21.1	5.9	
6	長谷川	14.7	25.3	10.7	
7	サトドラッグ	13.9	17.3	3.3	
8	アドテス	13.7	22.3	3.6	
9	アステラス	13.4	16.8	8.4	
10	II O Y A	12.8	29.9	6.1	
11	スクリン	12.8	21.7	8.8	
12	コナー	12.7	17.5	4.8	
13	日本京セラ	12.5	23.5	10.9	
14	堀井 隆	12.3	18.5	6.1	
15	パナソニック	12.1	15.0	2.9	

(注) アイアンスプレッドはR10から株主資本コストを引いて算出。東証1部の3月期決算発表で5月末時点の時価総額が400億円以上、東証1部全体の稼働数に對する戸数(2018年5月までの60ヵ月間)が0.3以上の企業を対象とした。

株価との相関高く

[illegible]

借金巧者アップル



租を誇つての株主還元。資本コストは投資家から企業に要求する期待リターンを1個と、買主の利益占めたが、海外拠点にある資金を米国に還流させると税負担が増える。そこで借金した方が得と判断した。

アップルの資金調達に對しては「負債を使ひ、資本コストを引き下げる」とも狙ひの一つだった（「早稲田大学」リネラス・CK、ファクトセット）タルの西山茂教授と）とある。有利子負債比率

資本コスト削減、株高に

「現金当座」の増え
9年9月期は31%に上が
った。野村証券の試算で
は、アップルの負債と株
主資本をあわせた加重平
均資本コスト(Weighted
Average Cost of Capital
は13.9月の9.3%から
17年9月には7.7%に
下がった。

資本コストが下がれば、株価は上がりやすくな
る。5年後に100億
円の価値のある事業を
いまの価値に換算する
と、資本コストが9.3
%なら約64億円にな
る。約64億円になる
を5年分けると100
億円となるため、資本
コストが7.0%なら、
いまの価値は64億円な
り17億円に増える。野村
証券の経営者は感嘆し
アップル株について「資本
コストの低下も一因だ
と指摘する。

「現金当座」の増え
9年9月期は31%に上
がった。野村証券の試
算では、アップルの負
債と株主資本をあわせ
た加重平均資本コスト
(Weighted Average
Cost of Capital)は
13.9月の9.3%から
17年9月には7.7%に
下がった。

資本コストが下がれば
、株価は上がりやす
くなる。5年後に100
億円の価値のある事業
をいまの価値に換算
すると、資本コストが
9.3%なら約64億
円になる。約64億円
になるを5年分けると
100億円となるため
、資本コストが7.0%
なら、いまの価値は
64億円なり17億
円に増える。野村証券
の経営者は感嘆しア
ップル株について「資
本コストの低下も一
因だと指摘する。

「絶対バイ(買い)
」。なぜかその投資家は
悲観的なか。香港現
点のヘッジファンドの運
用責任者は、総額7兆
円の大型株買いを決めた武
田の株式買いを増した。
武田はアルルン2製
薬大手シャイアの買収
代金のうち、3兆円を
新規の借入れで賄う見
え。国内勢では有利な
負債が急増するにはこ
の懸念が強い。武田株は
買収発表から表面化か
ら2割下落した。ただ外
ファンはあくまで資本
コストの見合いで評価
する。財務パラメータ
を利かして企業キャッ
ションフローを最大化しよ
うとする武田の経営判断を
坪が相手をしました。

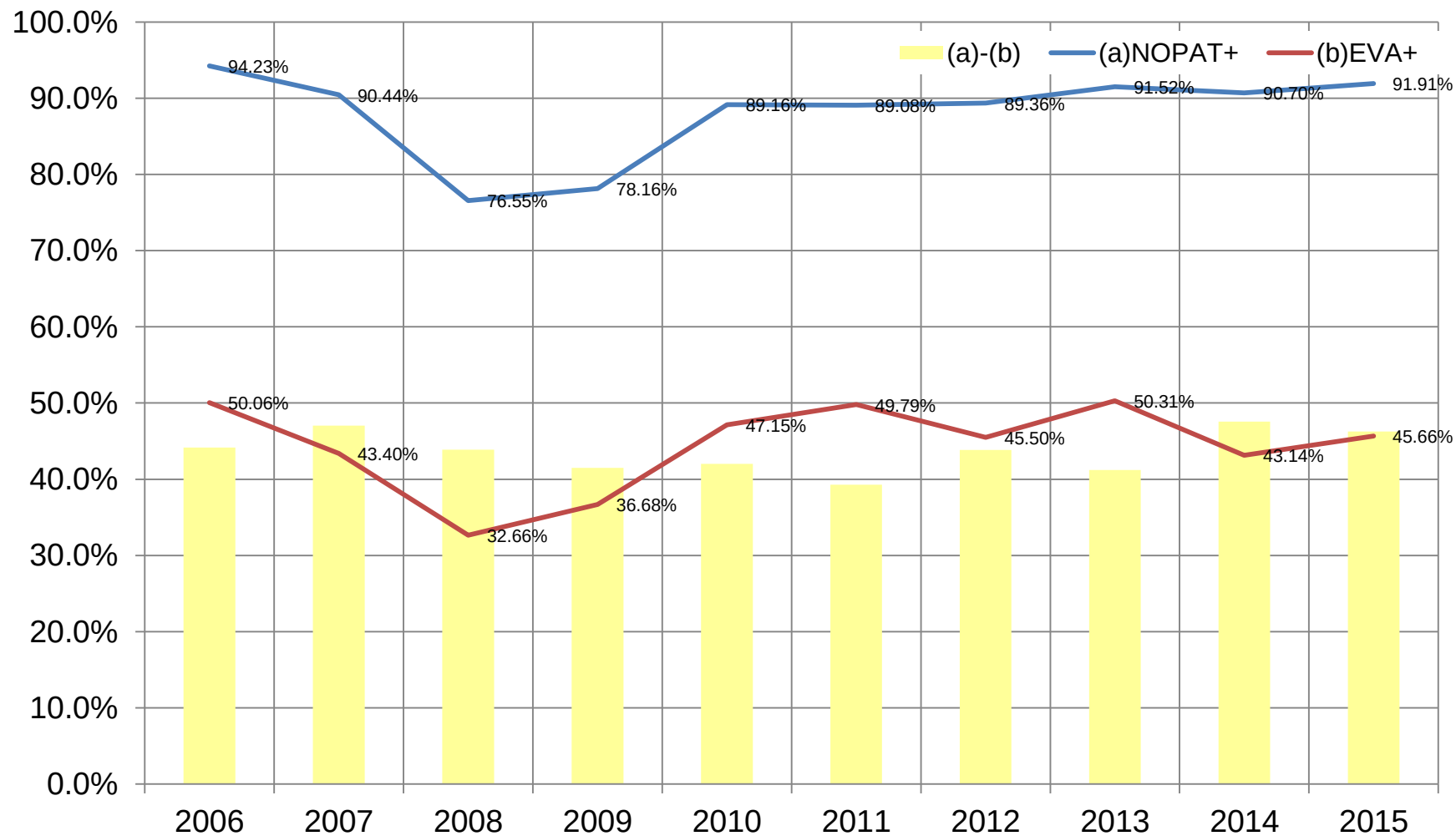
太田明彦、藤岡剛、
真田、増尾隆、杉本
茂

(出所)日本経済新聞2018年10月12日、17面

(出所)日本経済新聞2018年10月13日、13面

(出所) 日本経済新聞2018年10月17日、17面

EVA+, NOPAT+の企業の割合(Japan)

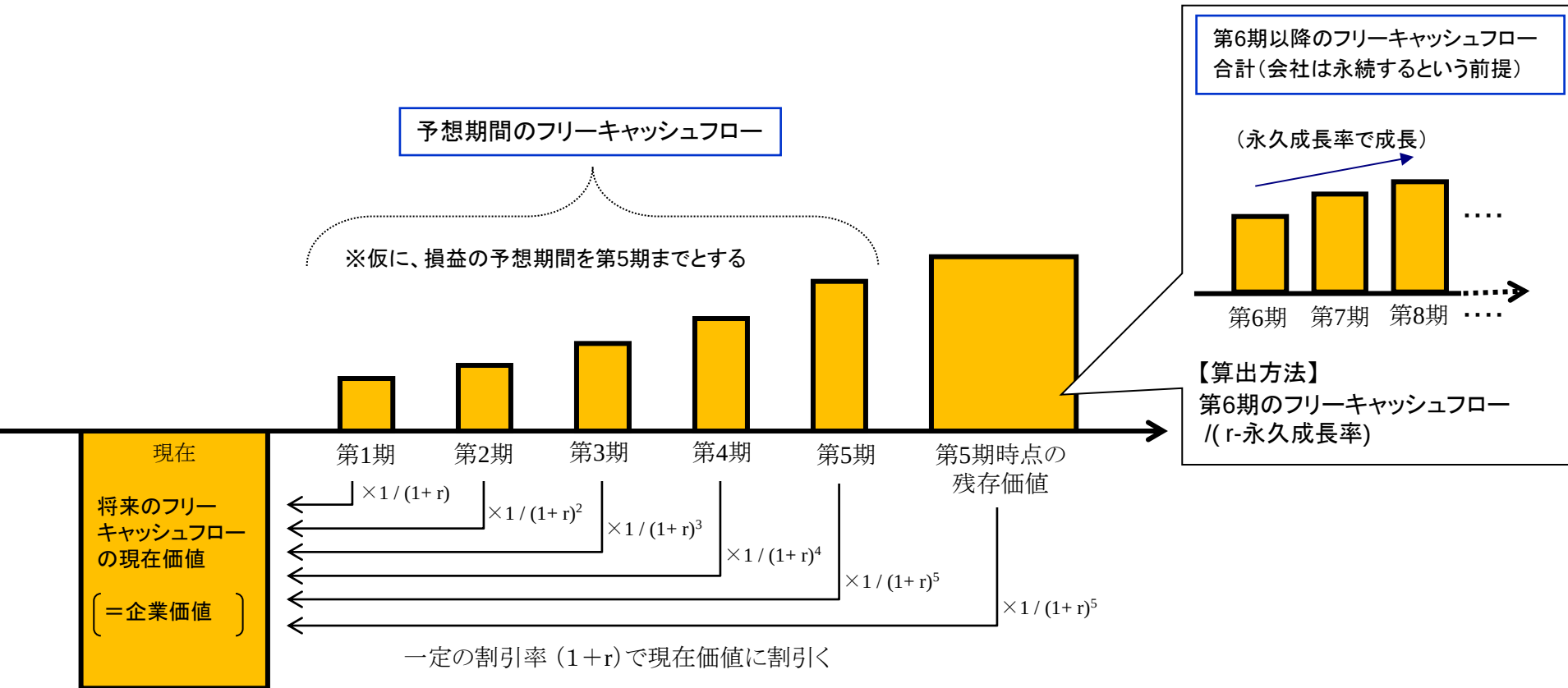


企業価値の基本思考

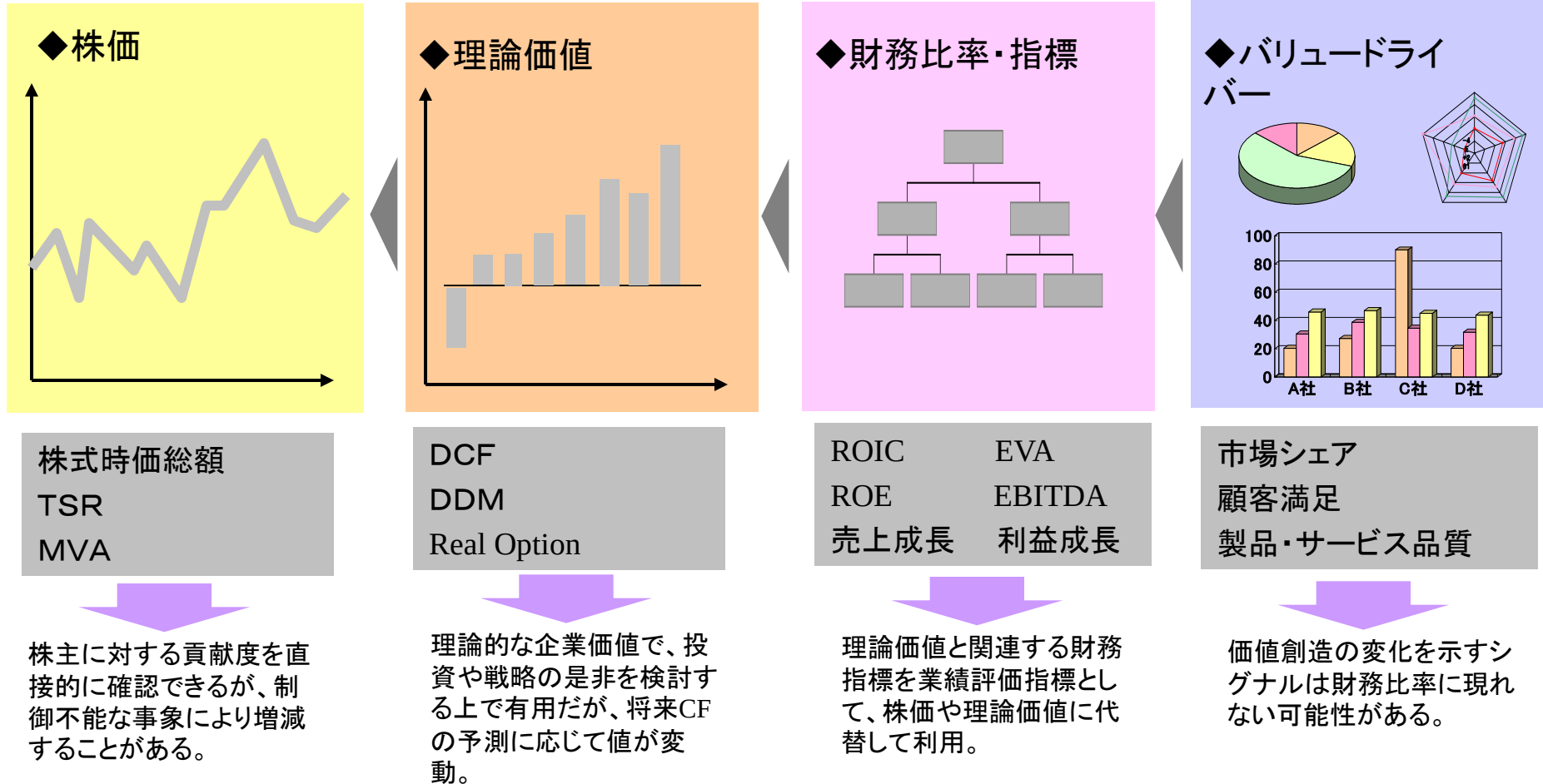


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

企業をキャッシュ・フロー創出装置とみるのであれば、企業が資金提供者のために創出するキャッシュ・フローの現在価値が企業価値となる。



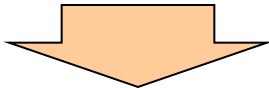
価値創造上のドライバーは？



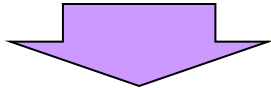
企業価値に関連する指標はさまざまであり、それぞれの指標をどのように利用しわけ
るかがポイントとなる。

EVAとMVA(1)

$$\begin{aligned}\text{企業価値} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+c)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - \text{投下資本増加額}_t}{(1+c)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{投下資本}_{t-1} \times (r_t - g_t)}{(1+c)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{投下資本}_{t-1} \times (c_t - g_t)}{(1+c)^t} \right) + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{投下資本}_{t-1} \times (r_t - c_t)}{(1+c)^t} \right)\end{aligned}$$



投下資本₁と等しくなると仮定(一定成長を仮定)。



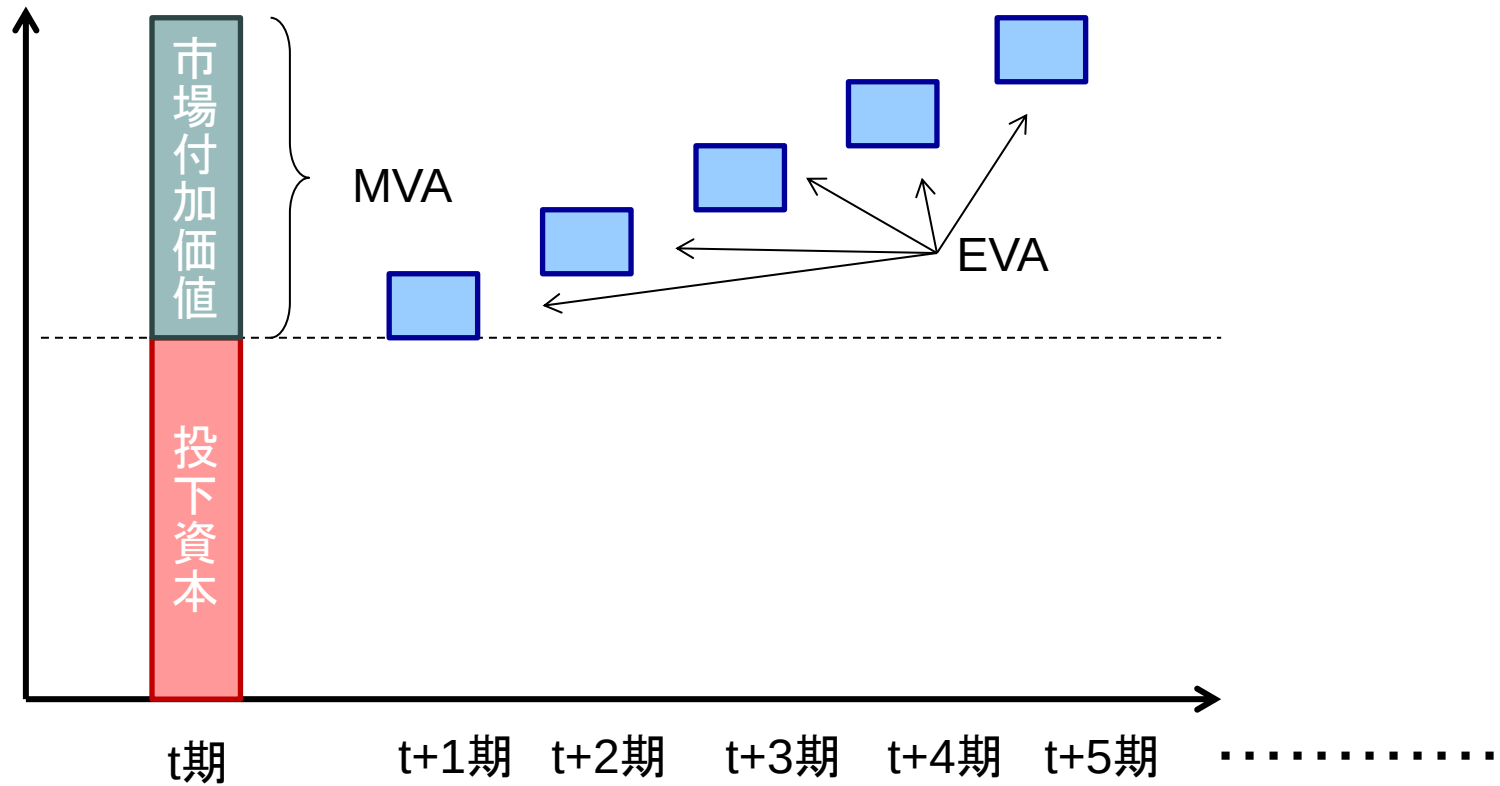
投下資本_t × (r_t - c_t) = EVA_t

つまり将来EVAの現在価値がMVA(=企業価値－投下資本)となる。

EVAとMVA(2)



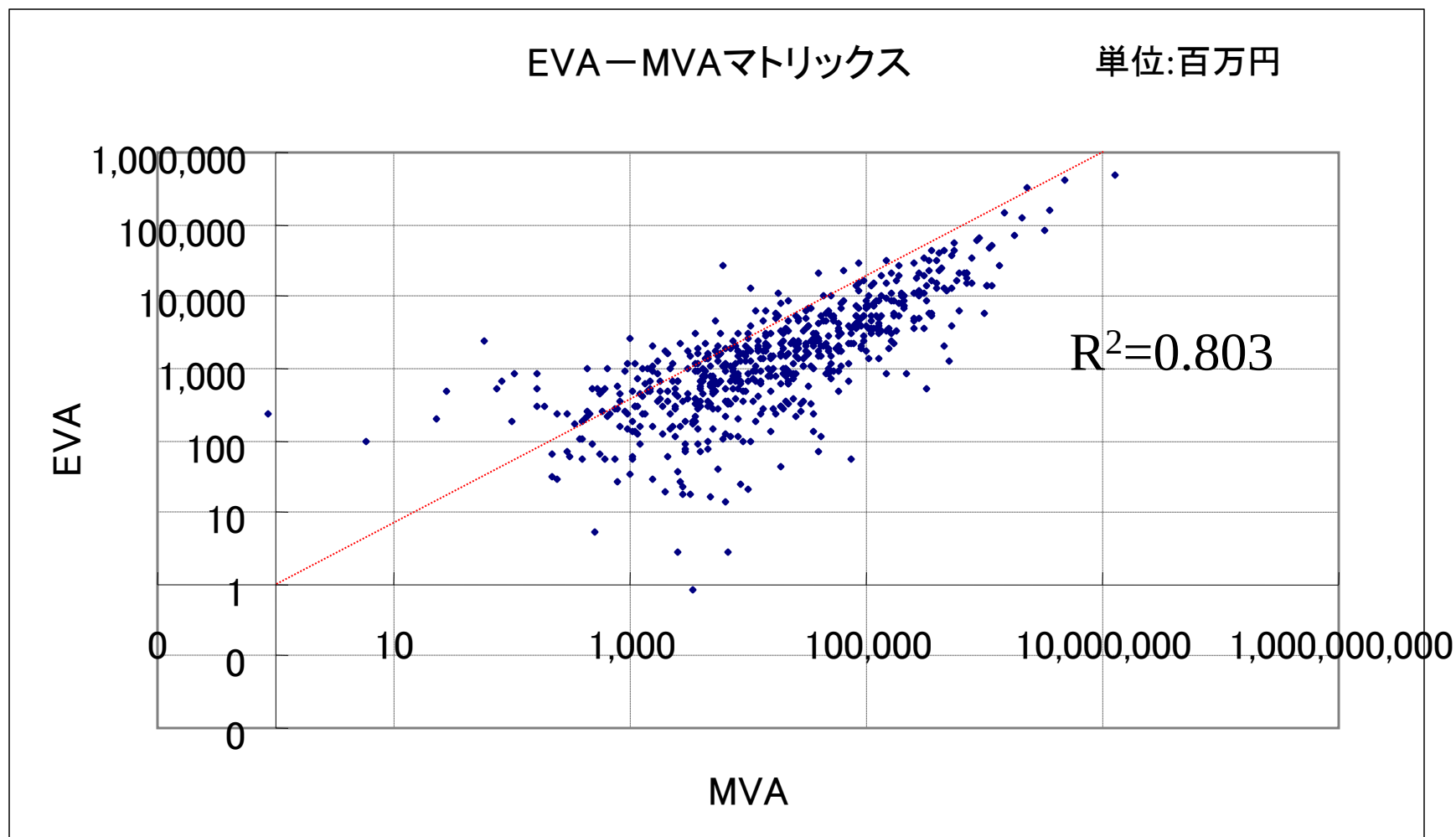
HITOTSUBASHI
UNIVERSITY



EVAとMVA(3)



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY



上場企業のうち2001年度に連結決算を開示している2,787社を対象に調査。調整計算を全く行っていない基本EVA(事業アプローチ、営業利益ベース)による算出。

EVAを算出する

EVAの算出

- 花王の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

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

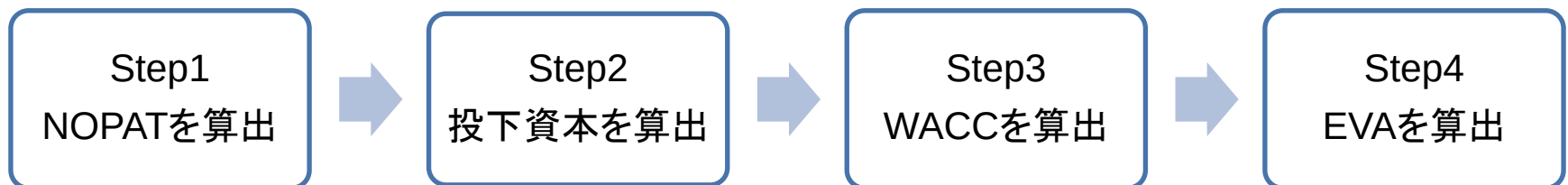
$NOPAT_t$... t 期の税引後営業利益

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 $(1 - \text{税率})$ 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)。

$$\begin{aligned}\text{NOPAT} &= \text{営業利益} - \text{営業利益に対する法人税等} + \text{持分法投資損益} \\ \text{営業利益に対する法人税等} &= \text{法人税等} + \text{調整税額}\end{aligned}$$

※	営業利益	税率	持分法投資損益	NOPAT
花王 (2017/12)	208,520	27.47%	2,007	154,706
ユニ・チャーム (2017/12)	86,839	40.12%	0	52,281
P&G (2018/06)	14,781	26.22%	0	11,254

※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 花王はIFRS基準を採用。開示上の営業利益にその他営業収益、費用を加減算。ただし有形固定資産除売却は営業利益計算から控除。

※3 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。

※4 花王、ユニ・チャームは単位:百万円、P&Gは単位:百万ドル。

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
花王 (2016/12)	679,842	11,621	124,646	816,109
ユニ・チャーム (2016/12)	352,098	62,289	67,943	482,330
P&G (2017/06)	55,184	594	31,592	87,370

※有利子負債＝借入金＋社債＋コマーシャルペーパー＋リース債務＋デリバティブ債務

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。

$$\begin{aligned} \text{WACC} = & \text{株主資本コスト} \times \frac{\text{株式時価総額}}{\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}} \\ & + \text{有利子負債コスト} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}} \times (1 - \text{税率}) \end{aligned}$$

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。

$$r_E: \text{株主資本コスト率} = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

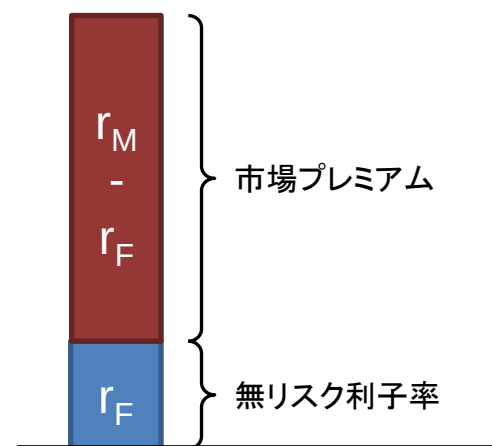
r_F : 無リスク利子率

r_M : 市場Index利益率

$(r_M - r_F)$: 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。



$$r_D: \text{有利子負債コスト率}$$

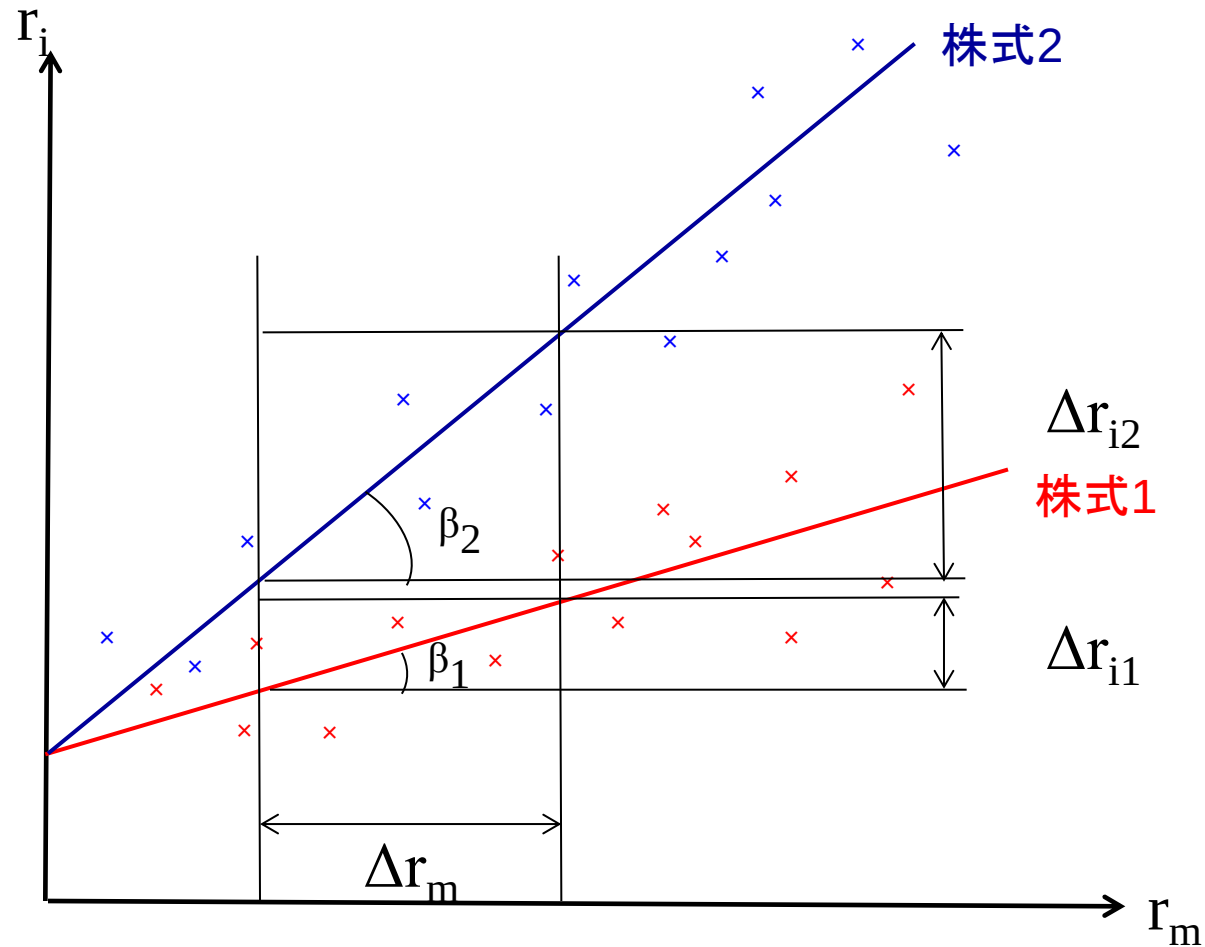
手法①実績値をベースに算出。支払利息/有利子負債

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。

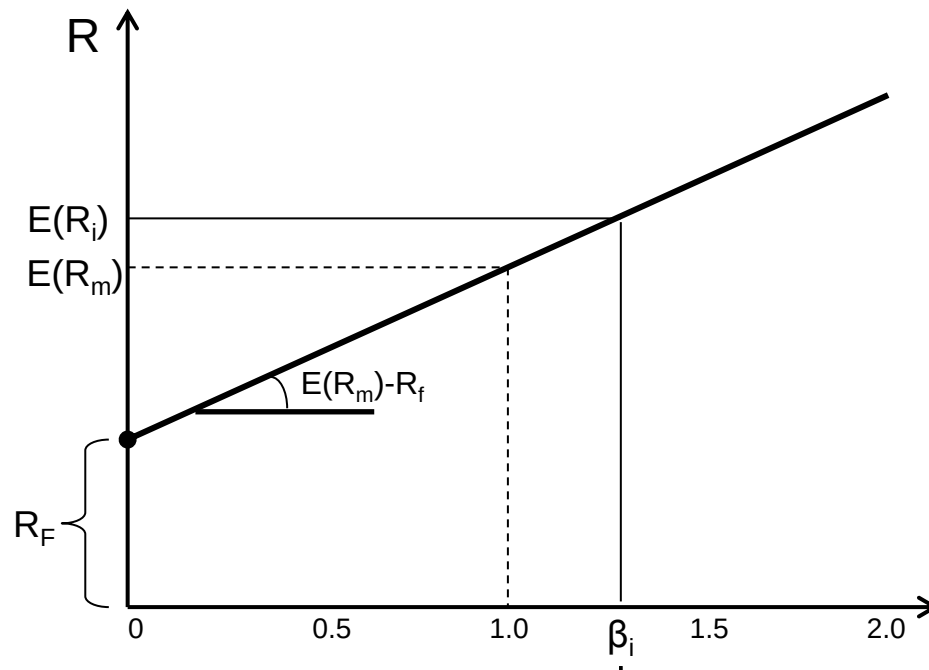
Step3 資本コストを算出する

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

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



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。

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

【経済環境の影響】

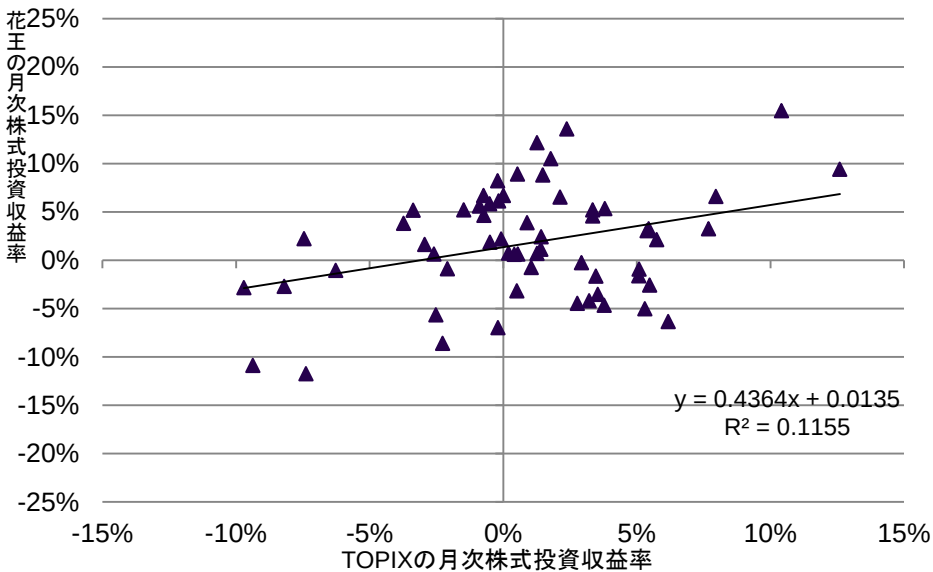
- ✓ 市場（景気）変動との連動
- ✓ ボラティリティー比

【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

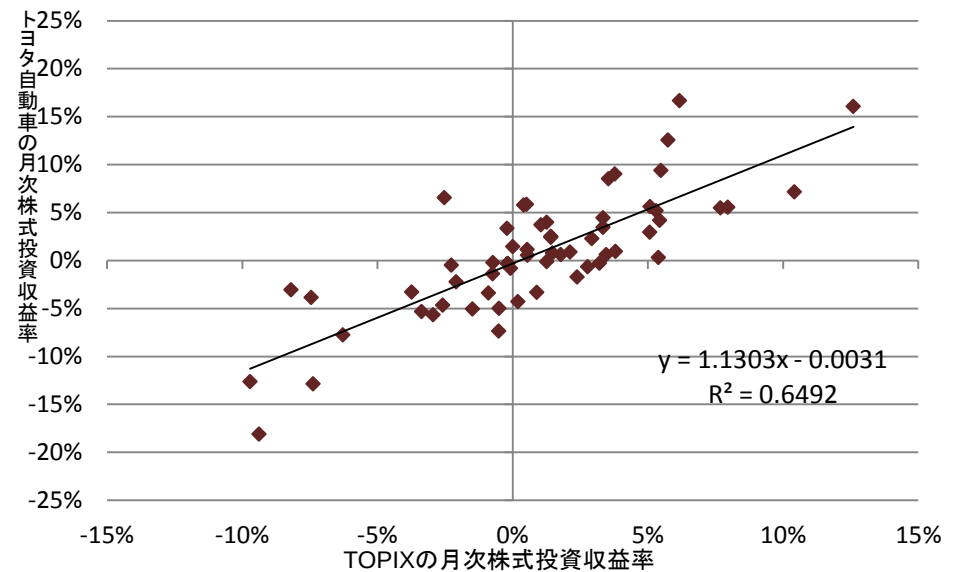
市場ベータの推定

■花王



※2013年4月～2018年3月までのデータから算出。

■トヨタ自動車



※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、花王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

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

【無リスク利率】

- ✓ 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/data/jgbc_m_all.csv

- ✓ 米国では20年もの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。

$$\text{修正}\beta = 0.667 \times \text{未修正}\beta + 0.333 \times 1$$

【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%

- ✓ 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

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② β の調整を実施すべきか？

→Bloomの法則: 修正 $\beta = 0.667 \times$ 修正前 $\beta + 0.333 \times 1.000$

※某証券会社は $0.6 \times$ 修正前 $\beta + 0.4 \times 1.000$

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ど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？

日本企業 株主からの期待に応えたのは？

日経新聞 2017年10月13日



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY



株式市場 平成の軌跡

バブル崩壊後の上場 6割

主役は「総合」から「専門」に

日経平均株価が約21年ぶりの高値を付けた。歴史的な戻り高値を機に平成の株式市場を振り返ると、経済のサービス化が進み、けん引する企業も総合から専門に変わった。平成の幕開けは1989年。市場の軌跡をデータで読み解く。上場企業は成長企業の姿は好成績の投資信託が買っ銘柄からわかる。「日興シヤバンオープン」もその一つ。規制緩和や税優遇など金融ビッグバンが起きた98年に設定され、約20年で基準価格は75%上昇。東証株価指数(TOPIX)の50%を上回る。当初はトヨタ自動車、新日本製鉄(現新日鉄住金)など、ものづくり企業を中心に投資していたが、89年上場のニトリホールディングスをはじめ、平成に入ってから新規株式公開(IPO)した企業に資金をシフトした。サービス業を中心に小粒でも、独自の事業モデルで市場を切り開く新顔が台頭してきたからだ。現在、上場企業は約3,700社。このうち89年以降に上場した「平成生まれ」は約6割まで高まった。時価総額では3割どまりで、97年上場のアマゾン・ドット・コムや2004年のグーグル

株主期待、

平成の株式市場で株主の期待に応えた企業は、全体の3割にとどまることがわかった。株主がかったお金をうまく使って、期待を上回る「利益」を積み上げた企業をランキングした。資本利益率(ROE)の高い企業ほど、超過も大きくなりやすい。1位はNTTで平成に入ってから超過利益は4・9兆円に達した。固定回線から携帯電話にシフトしNTTドコモの上

▼集計の方法 東証1部上場でデータの比較可能な1,125社について、30年間の利益総額が株主の求める利益をどれだけ上回ったかを求めた。イボットソン・アソシエイツ・ジャパンによると、株主が求める利益率(資本コスト)は平均8・8%。これを自己資本にかけ合わせ、株主の求める利益とした。株主の安定度も加味した。

30年間で利益を多く残した企業

順位	社名	超過利益(兆円)
1	NTT	4.97
2	武田	1.94
3	KDDI	1.61
4	キヤノン	1.58
5	JT	1.29
6	三井物産	1.28
7	アステラス	1.23
8	花王	0.98
9	三菱商事	0.85
10	大東建	0.79
11	任天	0.71
12	伊藤忠	0.69
13	キーエンス	0.68
14	東ガス	0.64
15	大ガス	0.52
16	住友商	0.449
17	HOYA	0.44
18	田辺三菱	0.40
19	OLC	0.39
20	小野薬	0.37
21	ファナック	0.36
22	ニトリHD	0.328
23	エーザイ	0.325
24	中外薬	0.30
25	アサヒ	0.291
26	ユニファミマ	0.29
27	テルモ	0.28
28	住友鋳	0.275
29	セコム	0.27
30	日電産	0.26

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。

$$\begin{aligned} MV_t &= BV_0 + \frac{NI_1 - BV_0 \times r_E}{(1+r_E)} + \frac{NI_2 - BV_1 \times r_E}{(1+r_E)^2} + \frac{NI_3 - BV_2 \times r_E}{(1+r_E)^3} + \dots \\ &= BV_0 + \frac{NI_1 - BV_0 \times r_E}{(1+r_E)} + \frac{NI_2 - BV_1 \times r_E}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{NI_{12} - BV_{11} \times r_E}{(1+r_E)^{12}} + \frac{(NI_{12} - BV_{11} \times r_E) \times (1+g)}{(r_E - g)(1+r_E)^{12}} \\ &= BV_0 + \frac{BV_0 \times (ROE_1 - r_E)}{(1+r_E)} + \frac{BV_1 \times (ROE_2 - r_E)}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_E)}{(1+r_E)^{12}} + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_E) \times (1+g)}{(r_E - g)(1+r_E)^{12}} \end{aligned}$$

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。

※証券会社は近年、インプライド法による予測を行うケースが多くなっている。

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
(伊藤レポート)

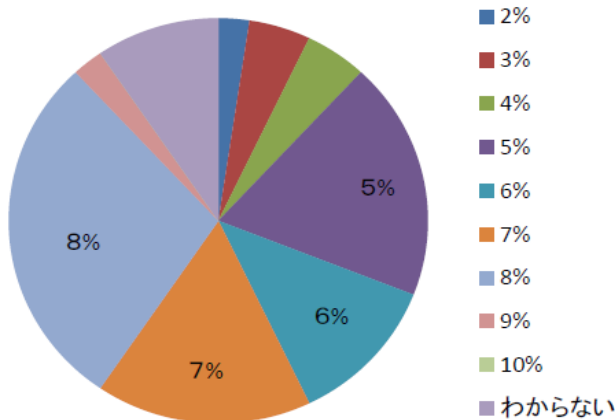
最終報告書

平成 26 年 8 月

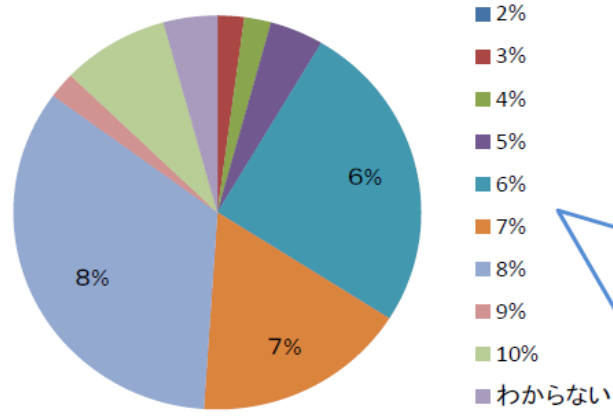
現実

日本株に期待する資本コスト

【国内機関投資家(平均6.3%)】



【海外機関投資家(平均7.2%)】



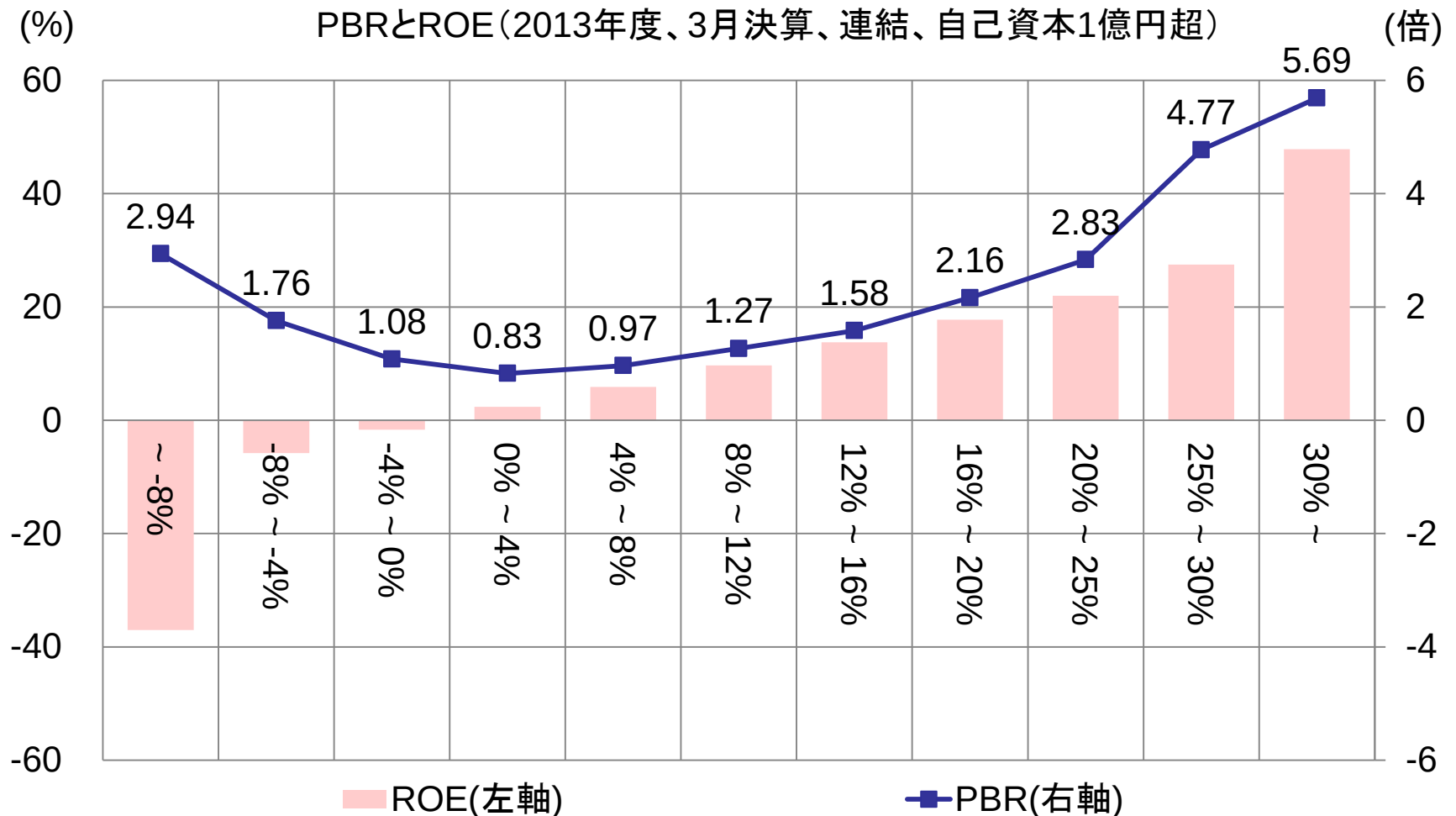
日本株に対して国内外の機関投資家が求める株主資本コストを聞いた調査結果

- ①回答に大きくばらつき
- ②平均的には6~7%を想定

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.

※柳(2018)によれば、2018年3-5月における調査では、国内機関投資家は平均で8.0%、海外機関投資家は平均7.9%。国内機関投資家、海外機関投資家ともに8%の株主資本コスト率で全体の8割の投資家の期待を上回ることが可能。

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

- 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

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

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

$$\text{有利子負債コスト}(r_d) = \text{支払利息} \div (\text{期首期末平均有利子負債})$$

	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
花王 (2016/12)	0.928	7.5	0.669	5.94%	2,437	110,6783	2.20%
ユニ・チャーム (2016/12)	0.928	7.5	0.645	5.77%	853	68,483.5	1.255%
P&G (2017/06)	0.845	7.5	0.621	5.51%	4656	31,095	1.50%

EVAの算出

- 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

$$\text{WACC} = \text{株主資本コスト} \times \frac{\text{株式時価総額}}{\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}} + \text{有利子負債コスト} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}} \times (1 - \text{税率})$$

	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
花王 (2016/12)	5.94%	2.20%	2,730,869	124,646	30.50%	5.74%
ユニ・チャーム (2016/12)	5.77%	1.255%	1,511,103	67,943	34.35%	5.56%
P&G (2017/06)	5.51%	1.50%	222,896	31,592	16.675%	4.98%

EVAの算出

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

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

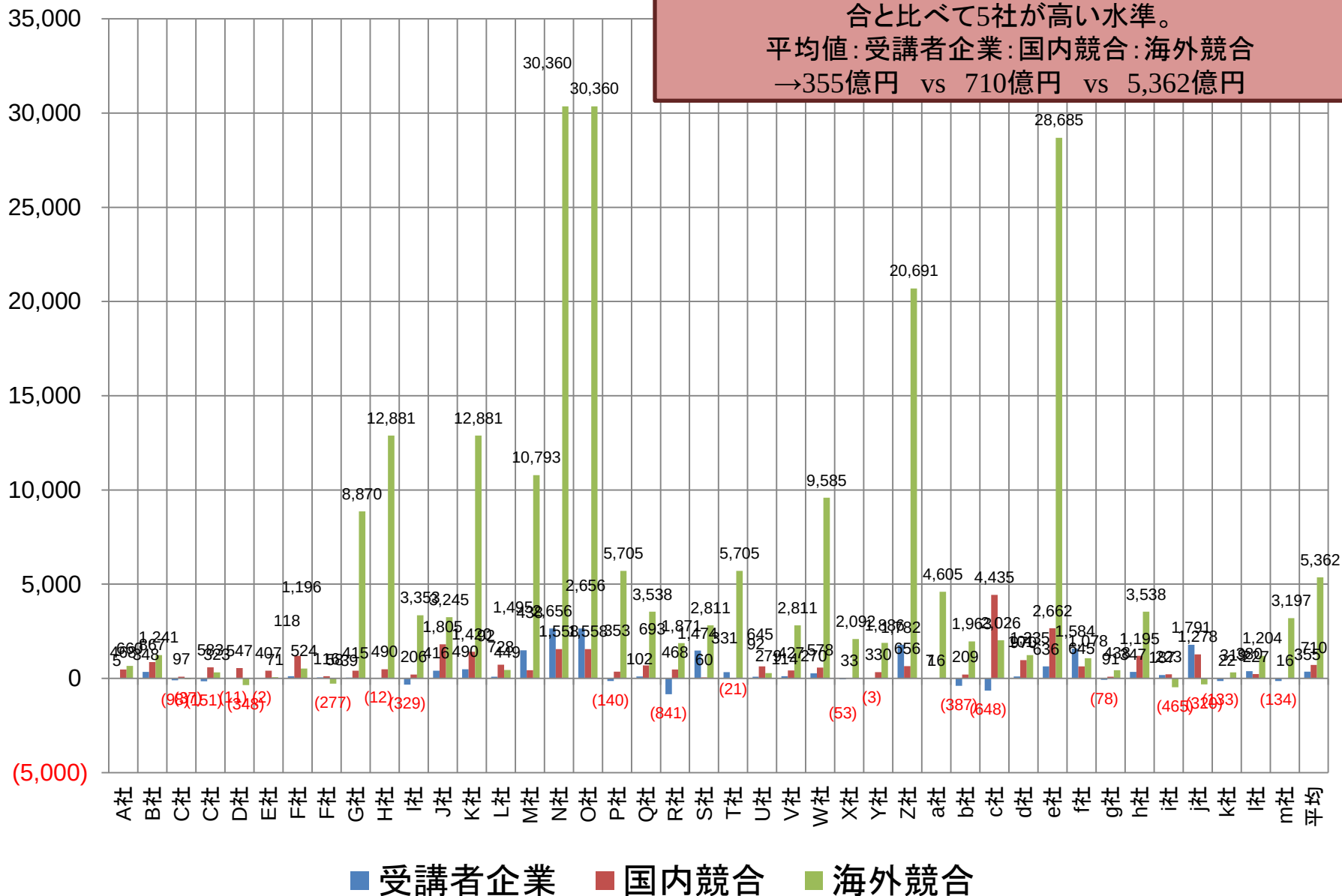
- EVAを計算する際の注意点は、どの期のNOPAT、投下資本、WACCを用いるかということである。t期のEVAを算出するためにはt期のNOPATと、t-1期の投下資本及びWACCを用いる
- これは、EVAが株主や債権者の事前の期待に対して、企業が実際にどれだけの利益を稼ぎだしたかを示す指標であるためである

	NOPAT	投下資本	WACC	EVA
花王 (2017/12)	154,706	816,109	5.74%	107,786
ユニ・チャーム (2017/12)	52,281	482,330	5.56%	25,484
P&G (2018/06)	11,254	87,370	4.98%	6,906

受講者企業のEVA

受講者企業全体41社中26社がプラス(国内競合は40社、海外競合36社がプラス)。国内競合と比べて9社、海外競合と比べて5社が高い水準。

平均値: 受講者企業: 国内競合: 海外競合
→ 355億円 vs 710億円 vs 5,362億円

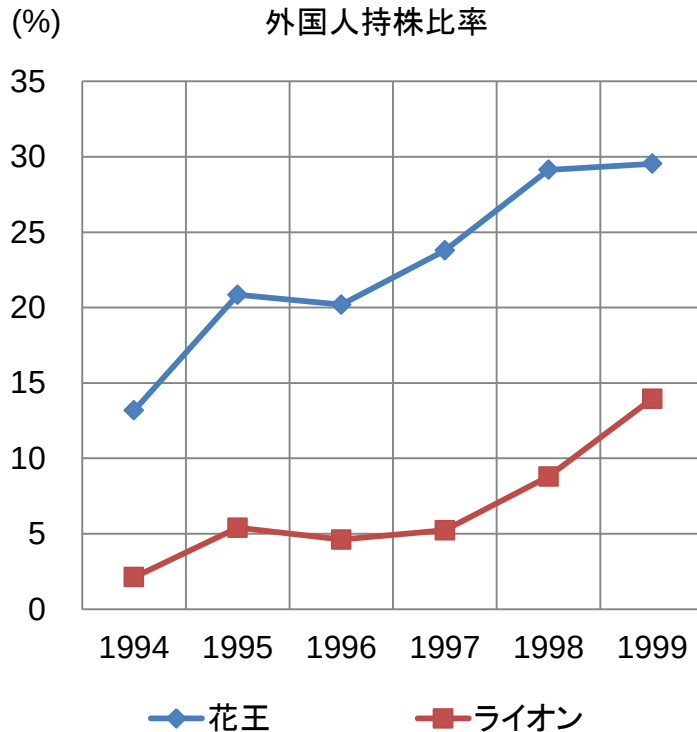


EVA導入事例

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)



(渡邊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

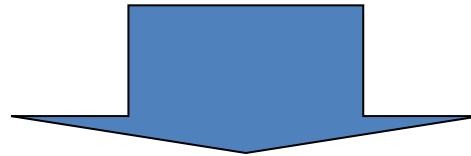
なぜEVA®が必要か

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

※付加価値の低い石鹼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

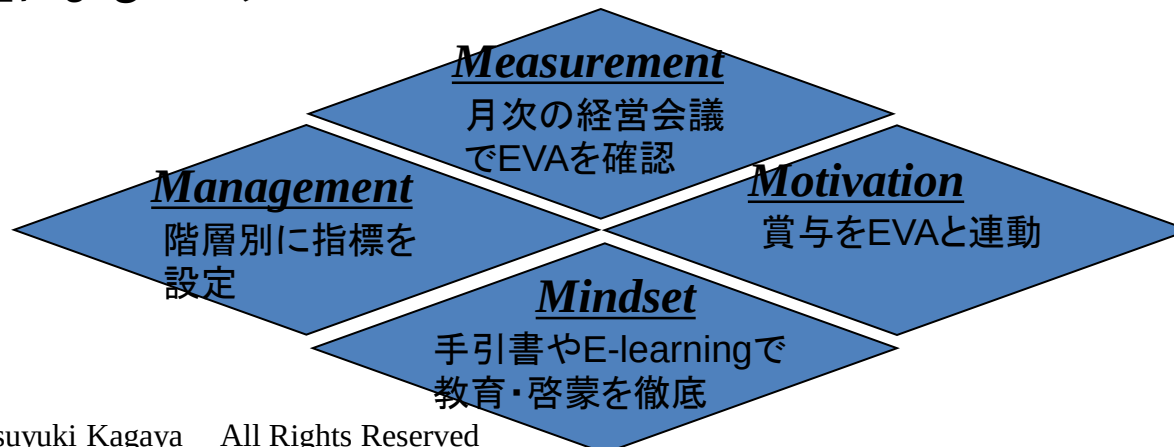
IR担当の渡辺副社長は欧米の投資家から「EVAをどのように考えるか？」と問われるケースが多くなっていた。

EVA経営システムを導入する 4つのM

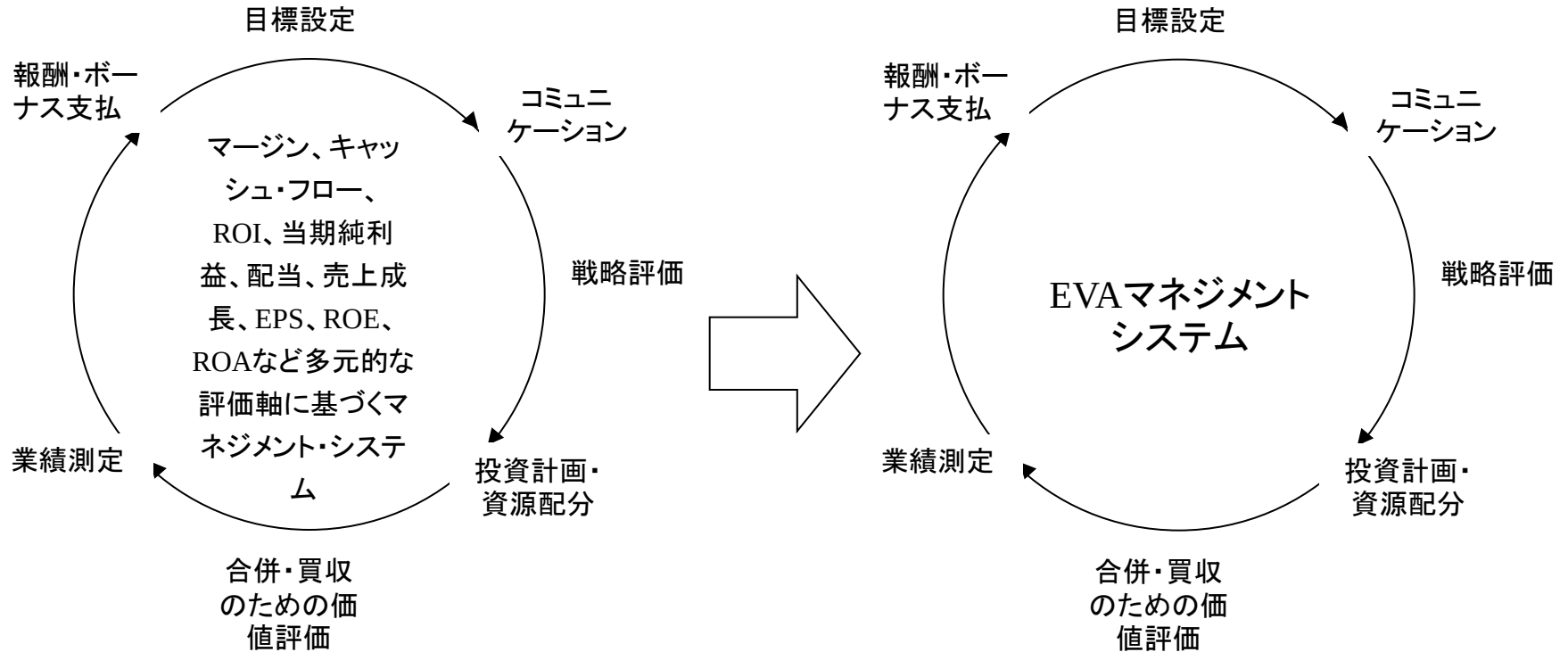
- Measurement System 業績尺度（正確な業績評価）
- Management System 経営の道具（意思決定を支援）
- Motivation 動機付け。成果に報いる。
- Mindset 意識づけ（啓蒙）

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



EVA経営システムを導入する Measurement System



▲業績指標が多種多様

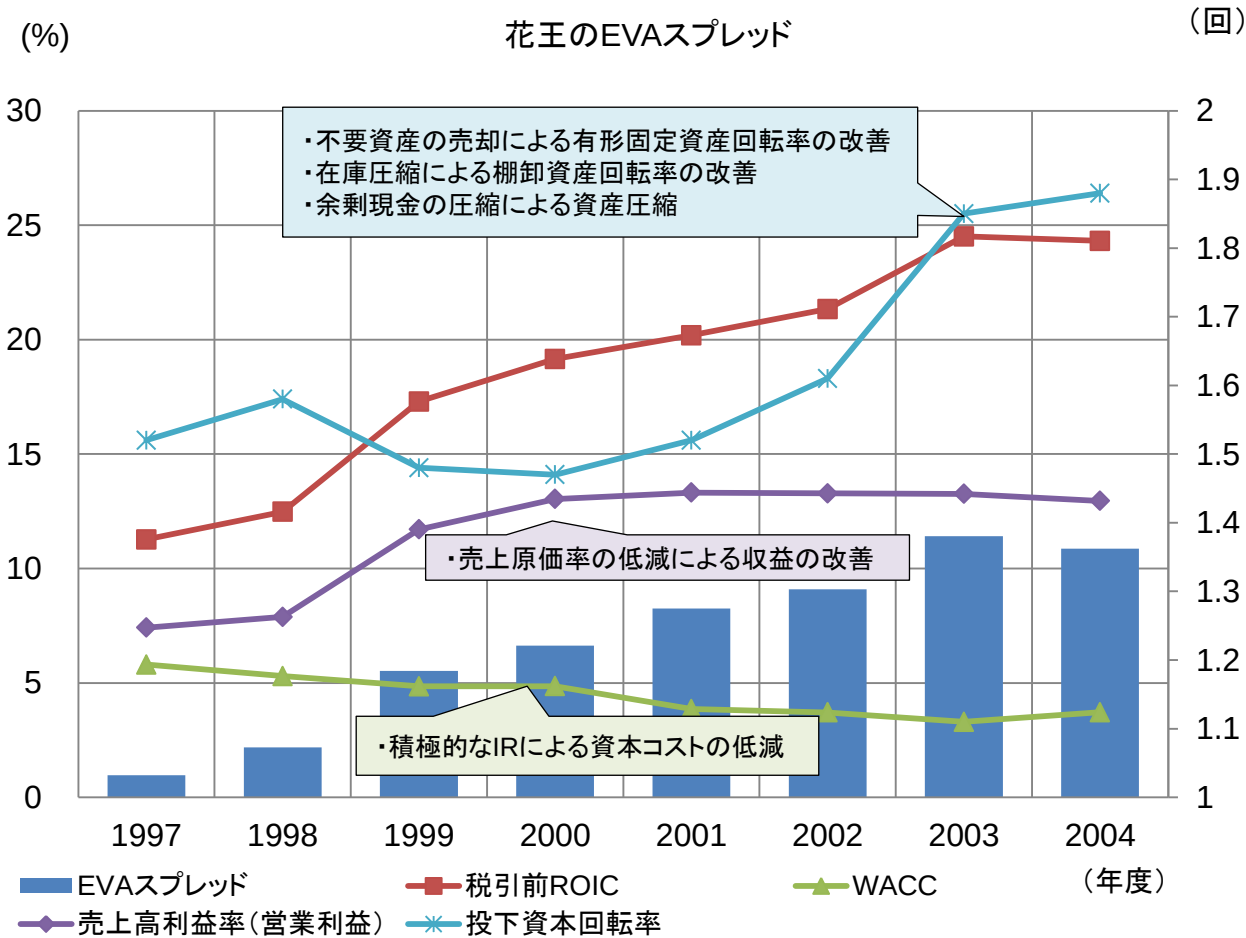
▲EVAマネジメント・システム

EVA経営システムを導入する Management System

$$\underbrace{\left(\frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right)}_{\text{EVAスプレッド}} \times \text{投下資本}$$

EVAの導入事例 I

■ EVA導入事例—花王



(出所: NEEDS-FinancialQUESTより作成)

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改善のウラには4つの施策を同時進行させていたことがわかる

EVAの導入事例

■ EVA導入事例—花王

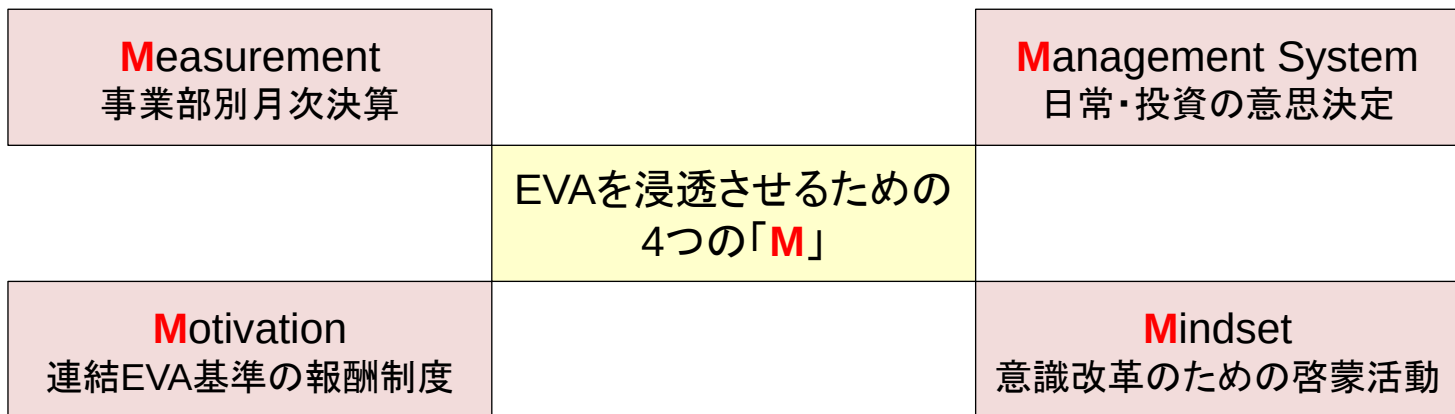
- 花王はEVAシステムを導入することで、「真に価値創造できる企業」へと生まれ変わることに成功した



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



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

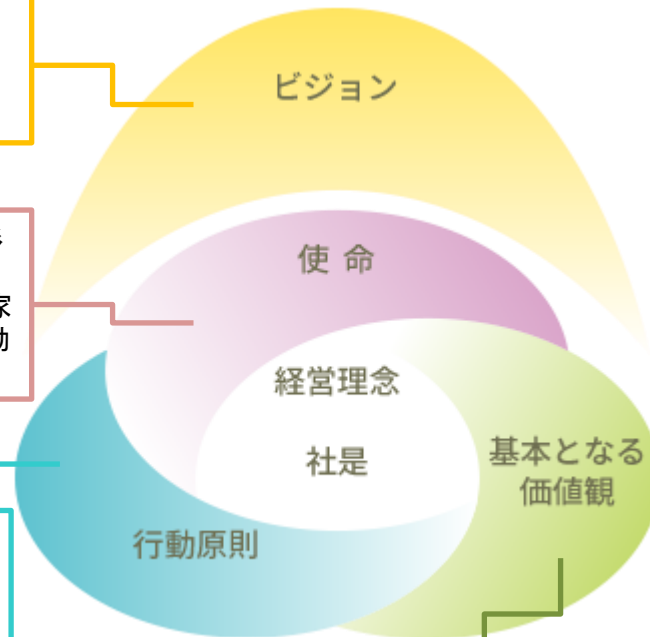
EVA導入事例Ⅱ

ピジョン 理念を成果に結びつける

世界中の赤ちゃんご家族に最も信頼される育児用品メーカー
“Global Number One”

「愛」を製品やサービスの形にして提供することによって、世界中の赤ちゃんご家族に喜び、幸せ、そして感動をもたらすこと

- ・迅速さ
- ・瞳の中にはいつも消費者
- ・強い個人によるグローバルコラボレーション
- ・主体性と論理的な仕事の仕方
- ・積極的な改善・改革志向



- ・誠実
- ・コミュニケーション、納得、信頼
- ・熱意

1つの組織である会社のやりたいことが社会にとって役に立つこと、いいことであれば、その会社は社会にとって存在意義がある。

そのやっていることが他社に真似のできない、独自性のある活動であれば、競争優位がつかれる。その結果、高収益になる。

そういふ会社であれば、社員も楽しく仕事ができ、仕事を通して成長が感じられる。生きがいや達成感、誇りを持つことができる。

同じ気持ち、同じ志をもった人でこれを実践し、かつ社外ステークホルダーに理解を促していくためには、理念が必要【理念としてのPigeon Way策定の背景】。

理念を成果に結びつけるためには、それを実現するために社員一人ひとりがどのような使命、価値観、行動原則を持つかを定義するのでは不十分。成果を定点観測し、その進捗をチェックしていく必要がある。

EVA導入事例Ⅱ

Pigeon Wayの成果を測定

「Pigeon Way」とは

Pigeon Wayはビジョン、経営理念、社是、使命などから構成される。

ビジョン: 世界中の赤ちゃんのご家族に最も信頼される育児用品メーカー、Global Number One

経営理念: 愛、社是: 愛を生むは愛のみ

使命: 「愛」を製品やサービスの形にして提供することによって、世界中の赤ちゃんのご家族に、喜び、幸せ、感動をもたらすこと。

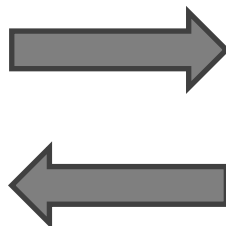
Pigeon Wayの成果の定義

- ◆ 使命(ミッション)の達成度合い(お客様からのクレーム等)
- ◆ 売上・利益の拡大と中長期的なフリーキャッシュフローの増大
- ◆ 社員の働きがい、生きがいの向上

【社会価値】

社会や対象顧客に対して、問題解決や新しい価値を提供することで喜びや幸せをもたらす社会の中でなくてはならない存在になること。

- ・ グローバルに共有化された理念
- ・ 開発力とブランド力
- ・ 社員(働きがいのある会社)
- ・ 新たな価値創造力(多様性追求)
- ・ ステークホルダーとの良い関係
- ・ 環境負荷低減と社会貢献



【経済価値】

効率的に将来にわたってフリーキャッシュフローを増やし続けること(企業価値 = FCFの現在価値の総和)。

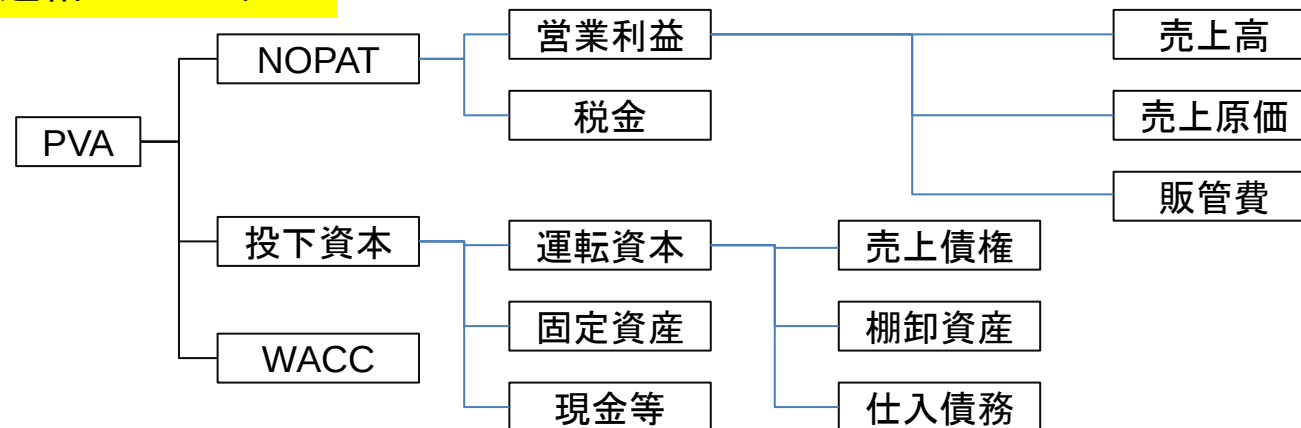
- ・ 真似されにくいビジネスモデル
- ・ マーケティング力とナレッジ
- ・ 経営管理指標(ROE、ROIC、CCC、PVA)の積極活用
- ・ グローバルキャッシュマネジメントとタックスベネフィット活用
- ・ 明確な投資基準と不採算事業撤退

EVA導入事例Ⅱ

PVAの活用

$$\text{PVA} = \text{NOPAT} - \text{投下資本} \times \text{WACC}(5\%)$$

全社連結 PVAツリー



→PVAスプレッド・ツリー、CCCツリー、事業別PVAツリーに展開。

	商品企画	仕様検討・設計	金型製作・量産 具現化	販売促進、PR/広 告	販売計画の立 案・実行	その他総合
売上高						
売上原価						
販管費						
売上債権						
棚卸資産						
仕入債務						
固定資産						

→PVAを構成している要素をタテ、活動をヨコに展開。目標管理に紐付けている。

EVA経営システムを導入する

$$\underbrace{\left(\frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right)}_{\text{EVAスプレッド}} \times \text{投下資本}$$

- ①収益改善 新たな投資を行わず、NOPAT、営業利益を改善させる。
- ②高付加価値投資 資本コストを上回るリターンを生み出すプロジェクト(正のEVAスプレッドの場合)にさらに投資する。
- ③整理回収 資本コストを下回る事業(負のEVAスプレッドの場合)から撤退・整理回収
- ④資本コスト 資本コストを引き下げる財務戦略・ディスクロージャー体制の確立。

EVA経営システムを導入する Management System

⌘事業ポートフォリオ管理 ーグループ価値創造経営に向けて

- ☑ HOYA カンパニー制の導入とEVA経営管理
- ☑ 三菱商事 BU制の導入とMCVAの徹底、投資委員会
- ☑ オムロン ROIC 1.0、ROIC 2.0
- ☑ 村田製作所 社内配当制
- ☑ エーザイ (200以上ものハードル・レートでプロジェクトの採否判断)

- ✓ 事業ポートフォリオ管理では、利益率や成長性、競争ポジションに基づき、事業ポートフォリオの「選択と集中」を進めていくことが求められる。
 - 各事業ユニットにいかに関税項目を配賦していくべきか。
 - 各事業ユニットにいかに関税間接費を配賦していくべきか。
 - EVAスプレッドがマイナスの事業ユニットにいかに関税改善を促すか。
 - 撤退の判断をどこで実施すべきか。
 - 集中すべき事業にいかに関税を集中していくか。
 - 将来を支える新規事業をいかに関税育てていくべきか。そのプロジェクトの進捗をいかに関税測定していくべきか。

EVA経営システムを導入する Mindset

⌘ 啓蒙のための工夫

☑ 花王 月1回の経営会議では役員や事業本部長がEVA予算と実績を共有。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の提示を義務付ける

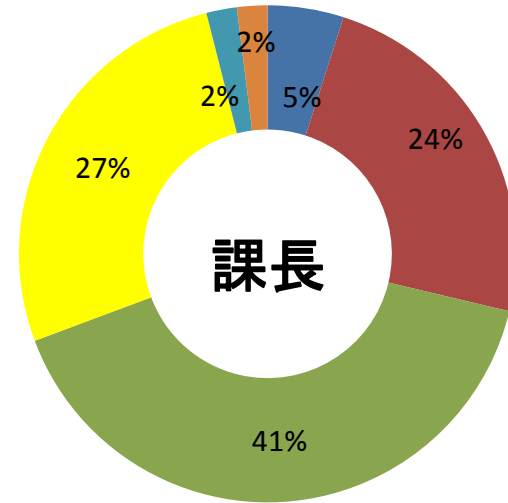
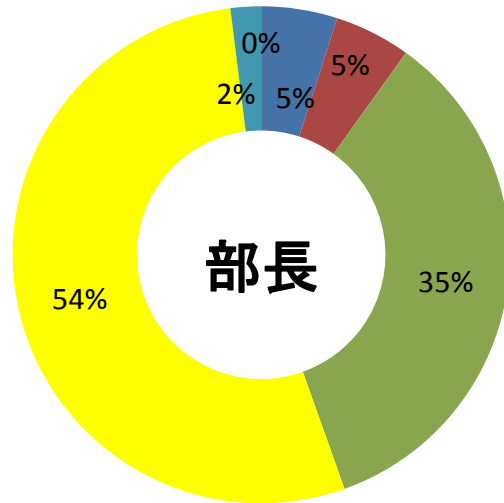
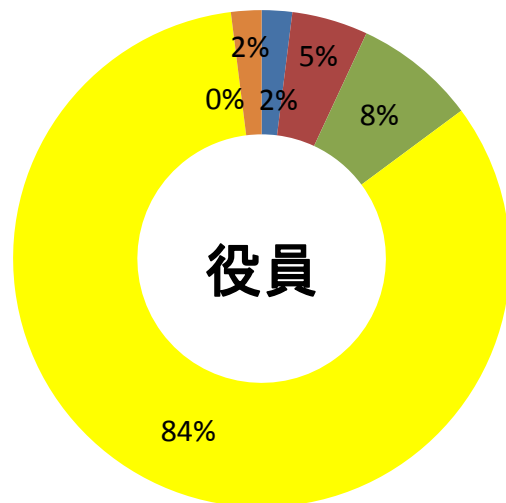
※導入当初の1998年夏ごろには全国各地で合計100回近く研修を開催。

社員全員にEVAの手引書を配布

☑ ピジョン 営業支店での勉強会を開催。社長自らも説明。

- ✓ ROE、ROIC、EVAなど資本生産性を意識した指標の意義をどのように説明していくべきか。
- ✓ 同指標を企業経営で導入する場合、どのレベルの社員にまで共有していくべきか。
 - BS項目それぞれについて現場に理解させるのは容易ではない。各現場にブレークダウンした目標をおとしこみ、最終的に事業ユニットレベルでそれを統合するか。全ての社員に一定の理解を促すか。
 - 次頁のアンケート調査によれば、課長レベルまでは少なくとも資本生産性に関わる指標を理解してもらいたいと日本企業では考えられている。
- ✓ 各指標を従業員一人ひとりにまで落とし込むために何を実践すべきか。
 - 勉強会・ワークショップ(指標の意義や会社内の位置づけを語り、自部門、自分にとってのKPIを検討いただく)。

社員に会計・ファイナンスの知識をどのくらい理解しておいてほしいか？



■ 売上高と利益 ■ 財務3表 ■ ROE・ROA等 ■ 売上高と利益 ■ 財務3表 ■ ROE・ROA等 ■ 売上高と利益 ■ 財務3表 ■ ROE・ROA等
■ ファイナンス概念 ■ その他 ■ 特になし ■ ファイナンス概念 ■ その他 ■ 特になし ■ ファイナンス概念 ■ その他 ■ 特になし

※週刊ダイヤモンドが日本を代表する100社以上にアンケート調査を実施し、集計したもの。

(出典)週刊ダイヤモンド 2018 8/11・18号、p.31.

- ✓ 日本を代表する企業においては、役員レベルで84%、部長レベルで54%、課長レベルで27%に、「ファイナンスの概念や投資の評価方法」を理解してほしいと考えている。この中には、資本コストや資本構成、配当政策などが含まれていると推測できる。
- ✓ 同じく役員レベルで92%、部長レベルで89%、課長レベルで68%に、「ROEやROAなど、財務3表上の数値を組み合わせた指標」を理解してほしいと考えている。

EVA経営システムを導入する Motivation System

⌘スリーエム・ジャパン

- ☑プロフィット・シェアリング・インセンティブの導入 年4回付与
- ☑ジョブ・グレードの上下に応じて、EVAとの連動性の程度を変更。

⌘花王

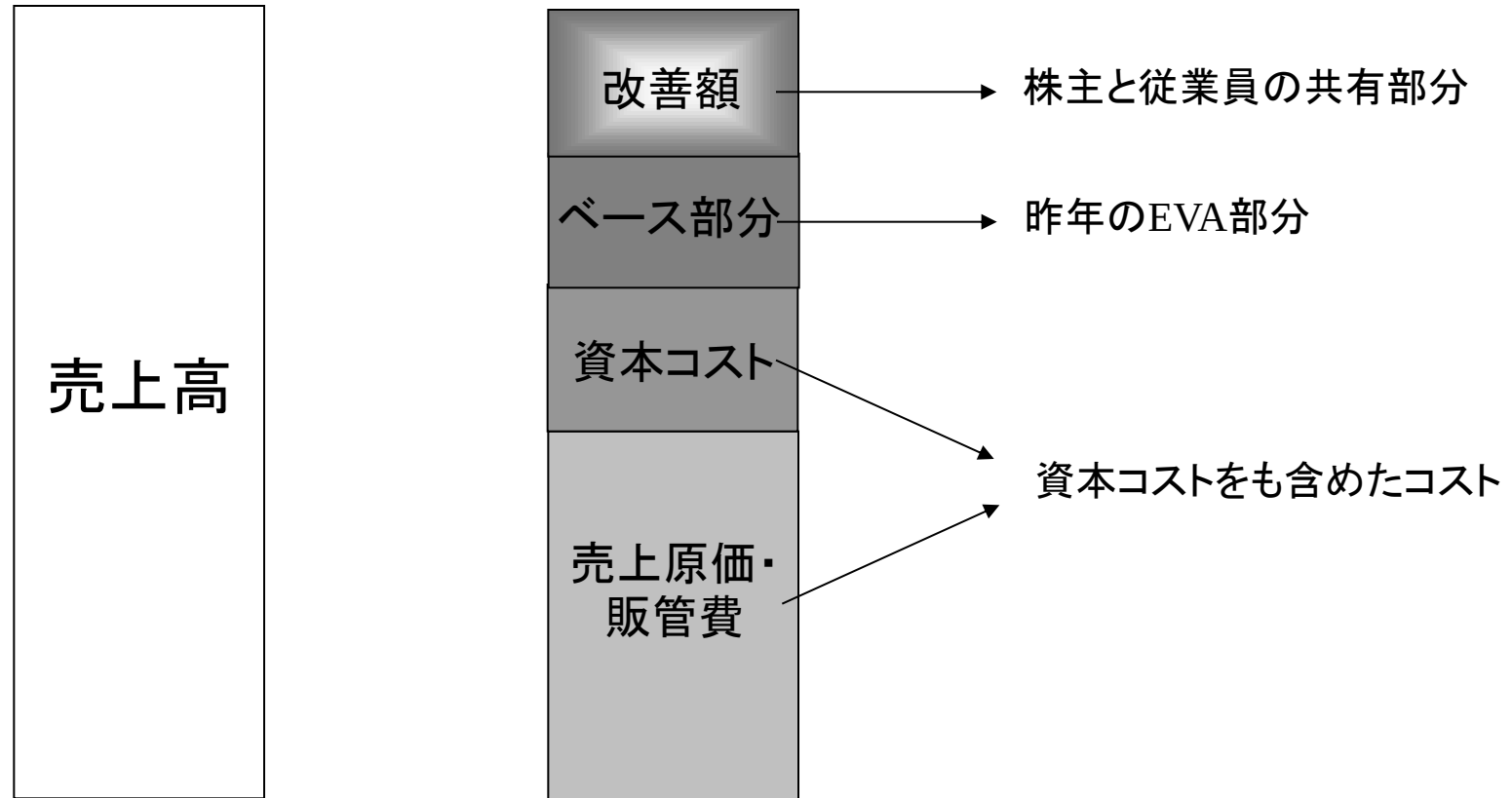
- ☑1996年よりスターンスチュアート社のコンサルティングのもと、EVAの導入開始。
- ☑2000年夏の賞与より、連結EVA増減率を本社の全社員のボーナスに反映させる EVA連動型賞与制度を開始、2005年をメドにEVAによる人事管理制度を全グループ会社に適用する方針。
- ☑成果主義、業績連動の導入とともに退職慰労金を撤廃

⌘旭化成

- ☑社長と事業部門長で設定した翌年度EVAの目標達成額にあわせて、賞与特別加算。S(目標を大幅に上回った)の場合には部課長一人あたり20万円、A(目標を上回った)の場合には10万円、B(目標達成)5万円であり、それ以外はなし。

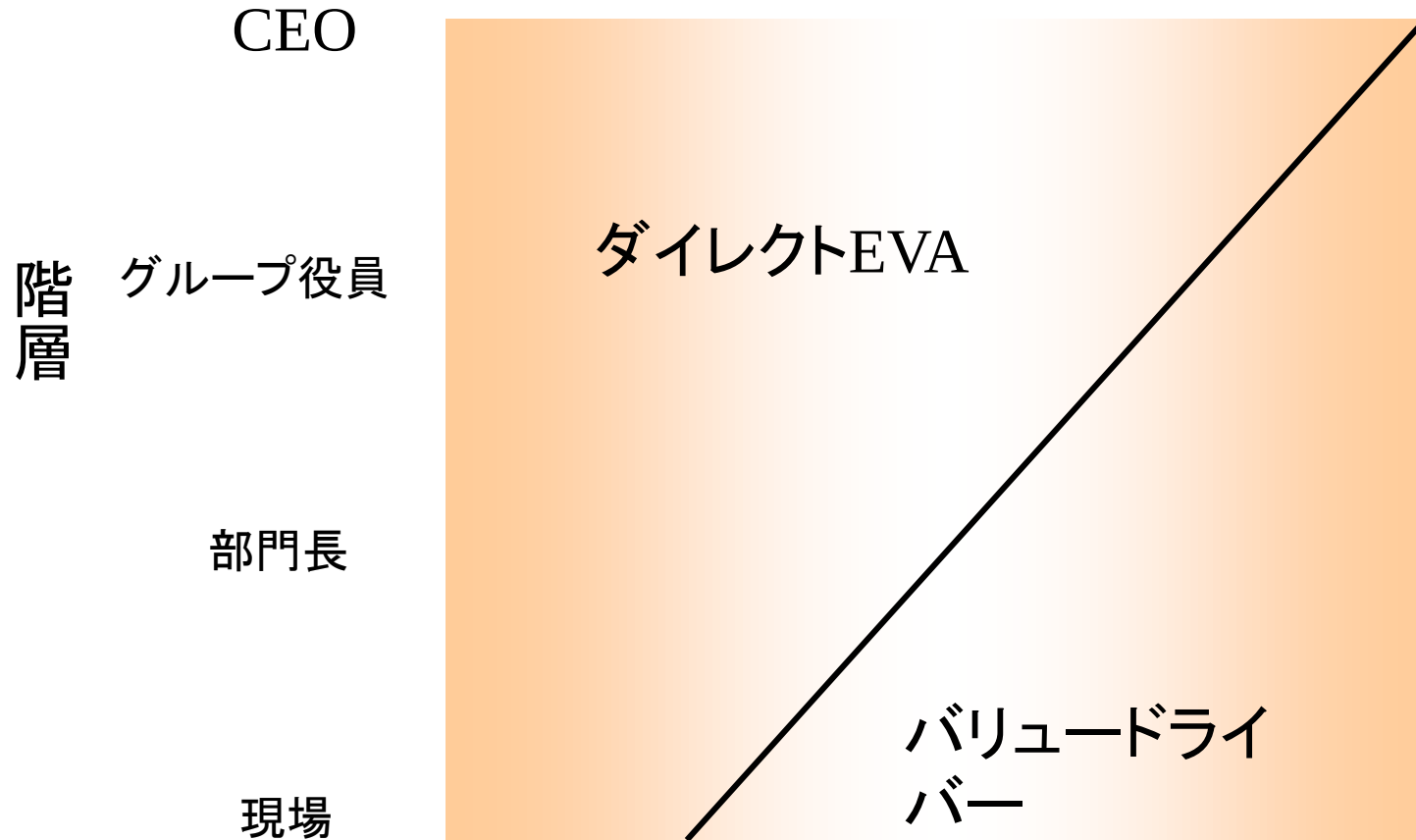
- ✓ 全社EVA、事業EVAをいかに各社員の業績連動報酬に反映させていくべきか。
- ✓ どのレベルの社員にまで、どれほどの割合の報酬を業績と連動させていくべきか。
- ✓ 事業環境によって、EVAを高める余地が異なってくる。また業績連動のレベルが高くなると、人事のローテーションなど他の仕組みにも影響を与える可能性がある。どのように対応すべきか。

EVA経営システムを導入する Motivation System

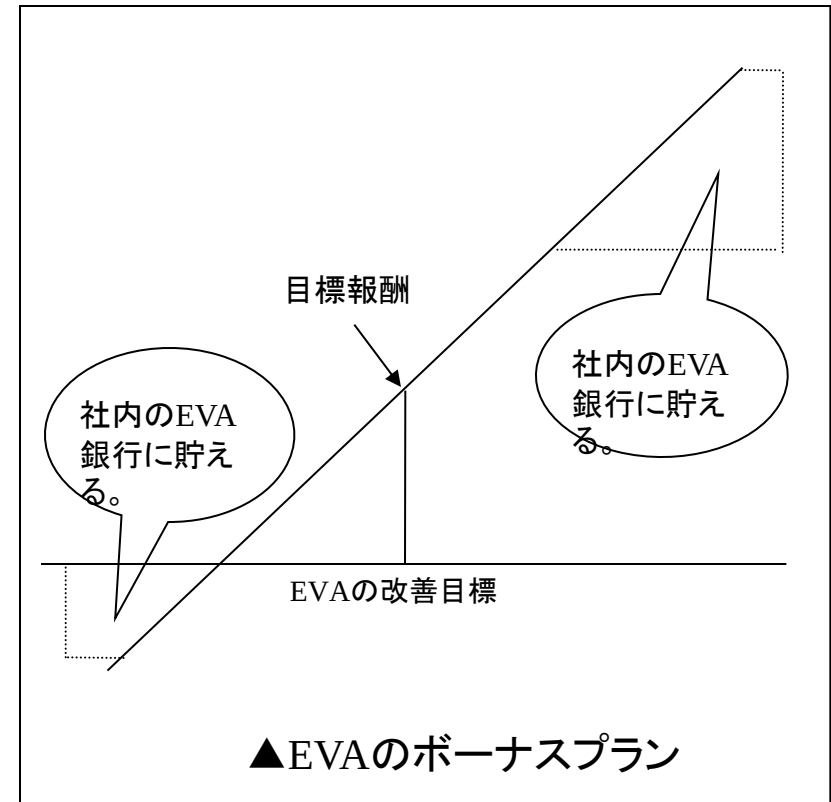
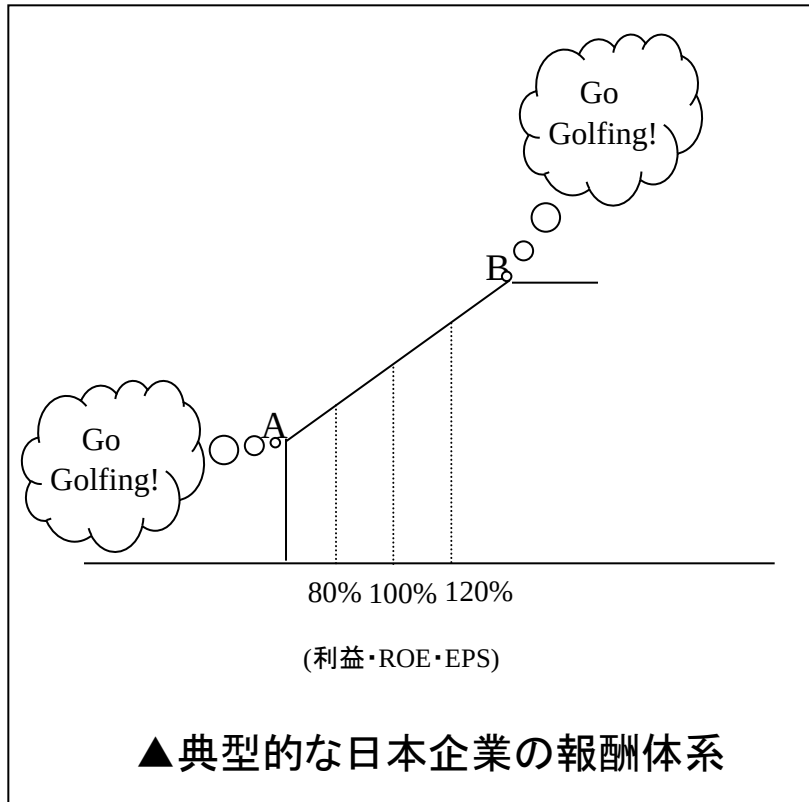


Align Interests with Other Stakeholder (→EVA改善額で評価する)。

EVA経営システムを導入する Motivation System



EVA経営システムを導入する Motivation System Go Golfing!



※業績と連動して報酬が増減。上限・下限はないものの、長期的なEVAの拡大を目指すために、一時的なEVAの拡大や縮小分は、社内のEVAにリザーブする。

EVAによる価値創造

EVA経営システムを導入する Management System

$$\left(\underbrace{\frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}}}_{\text{EVAスプレッド}} \right) \times \text{投下資本}$$

- ①収益改善 新たな投資を行わず、NOPAT、営業利益を改善させる。
- ②高付加価値投資 資本コストを上回るリターンを生み出すプロジェクト(正のEVAスプレッドの場合)にさらに投資する。
- ③整理回収 資本コストを下回る事業(負のEVAスプレッドの場合)から撤退・整理回収
- ④資本コスト 資本コストを引き下げる財務戦略・ディスクロージャー体制の確立。

御社のEVAを高めるために何が必要か？

【ステップ1】現状分析



【ステップ2】問題共有と全社方針の決定

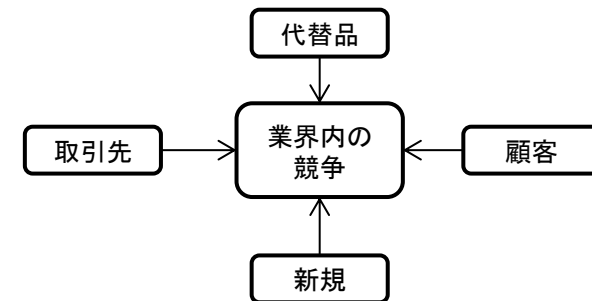
①事業ポートフォリオ分析



②SWOT分析

Strength (強み)	Weakness (弱み)
Opportunities (機会)	Threats (脅威)

③5フォースモデル分析



【ステップ3】啓蒙、事業ユニットへの落とし込み、報酬制度への反映

【ステップ4】活動の定点観測

CCCを高めるために

御社のCCCが長期間になっている要因を推測したうえで、それらを解消するための施策について、討議してください。

- ✓ 営業部門にとっては、販売機会を喪失しないため、顧客からのニーズに迅速に対応することを求める。このため工場・生産部門に対してできる限り追加的な在庫を持つことを期待する。
- ✓ 工場・生産部門は、設備投資の回収をめざし、稼働率をあげることを重視。必要以上に原材料を調達し、結果として在庫が増えがちとなる。
- ✓ 当期に割り当てられる売上原価で負担すべき間接費などの固定費を減少させるために大量に生産することを工場・生産部門は目指しがちとなる。
- ✓ 購買部門は原材料の単価を抑えるため、需要が不確実であっても大量購買を行い、値引き交渉を有利に進めたい。
- ✓ 大量に購入すると、多少無駄があっても目をつぶりがちとなる。
- ✓ 営業部門の声に柔軟に対応するため、工場・生産部門は余分な生産能力を確保しがちとなる。その設備の稼働率をあげようとする、顧客ニーズよりもむしろ遊休時に作りやすい製品の製造に特化しがちとなる。
- ✓ 予算を設定すると、たとえ環境が変化し、予算なみに資金が必要でなくなったとしても、次期以降に着実に予算を確保するため、予算消化に走りがちとなる。
- ✓ 予算を確保するため、プロジェクトの見積りを過大に見積もりがちとなる。結果として必要となる設備資産や運転資本への投資も過大になりがちとなる。

キャッシュ化速度をはやめるために？

棚卸資産回転日数が長期間である企業は？

- 営業と工場の意識ギャップ
- 経営陣が顧客の知識を十分に持っておらず、自社のシステムを通じて互いの棚卸資産回転日数を短縮化できるかが提示できていない。
- 当該製品が市場パワーを失っており、在庫の逆流に悩んでいる。
- 経営陣がオペレーションを十分コントロールできていない。

売上債権回転日数が長期間である企業は？

- 取引先管理チームが脆弱。営業チームがあるだけで、取引条件の提示ができていない。
- トップレベルでの対話がない。
- 経営トップに顧客にとっての価値向上を表現するスキルがない。

仕入債務回転日数が長期間である企業は？

- 自社にとっては有利なポジションであるが、サプライチェーン全体の効率が悪化。
- 棚卸資産、売上債権の非効率を隠す源泉となり、リスクがある。

（参考）フランシス・マクナーニ『松下ウェイ』（ダイヤモンド社）2007年。