

一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

2019年8月31日  
Tetsuyuki Kagaya  
[t.kagaya@r.hit-u.ac.jp](mailto:t.kagaya@r.hit-u.ac.jp)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

# HFLP C カリキュラム

## 全体像



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

回	日程	時間	テーマ	場所	回	日程	時間	テーマ	場所
1	7/12 (金)	18-21時	ガイダンス・懇親会	学術・特	5	10/4 (金)	18-21時	CEO/CFO Lecture	学術・特
	7/13 (土)	9-12時	企業価値経営論 I	フォーリッジ		10/5 (土)	9-12時	リスク管理	フォーリッジ
	7/13 (土)	13-16時	企業価値経営論 II	フォーリッジ		10/5 (土)	13-16時	M&A I	フォーリッジ
	7/13 (土)	16-18時	Workshop 説明会	フォーリッジ		10/5 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
a	7/27 (土)	9-16時	Follow upセッション	フォーリッジ	6	10/25 (金)	18-21時	経営戦略論	学術・特
2	8/2 (金)	18-21時	ファンダメンタル分析 I	学術・特		10/26 (土)	9-12時	M&A II (ケース)	フォーリッジ
	8/3 (土)	9-12時	ファンダメンタル分析 I	フォーリッジ		10/26 (土)	13-16時	M&A II (講演)	フォーリッジ
	8/3 (土)	13-16時	ファンダメンタル分析 I	フォーリッジ		10/26 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
b	8/18 (日)	9-16時	Follow upセッション	フォーリッジ	7	11/16 (土)	9-19時	税務計画/戦略的IR①	国立・マキ
3	8/31 (土)	9-18時	ファンダメンタル分析 II (合宿)	フォーリッジ		11/17 (日)	9-12時	格付け評価	国立・マキ
	9/1 (日)	9-12時	CEO/CFO Lecture(合宿)	フォーリッジ	8	11/29 (金)	18-21時	戦略的IR②	学術・特
4	9/20 (金)	18-21時	国際金融・為替リスク	トラスト		11/30 (土)	9-12時	投資家との対話	フォーリッジ
	9/21 (土)	9-12時	コーポレートファイナンス	フォーリッジ		11/30 (土)	13-16時	投資家との対話	フォーリッジ
	9/21 (土)	13-16時	アナリストによる企業評価	フォーリッジ		11/30 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
	9/21 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ	9	1/11 (土)	9-12時	総括	フォーリッジ
						1/11 (土)	13-18時	総括 ※終了後、懇親会(20時前後迄)。	フォーリッジ

※学術・特:学術総合センター1階特別会議室 ト:トラスト:トラストシティカンファレンス丸の内、

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

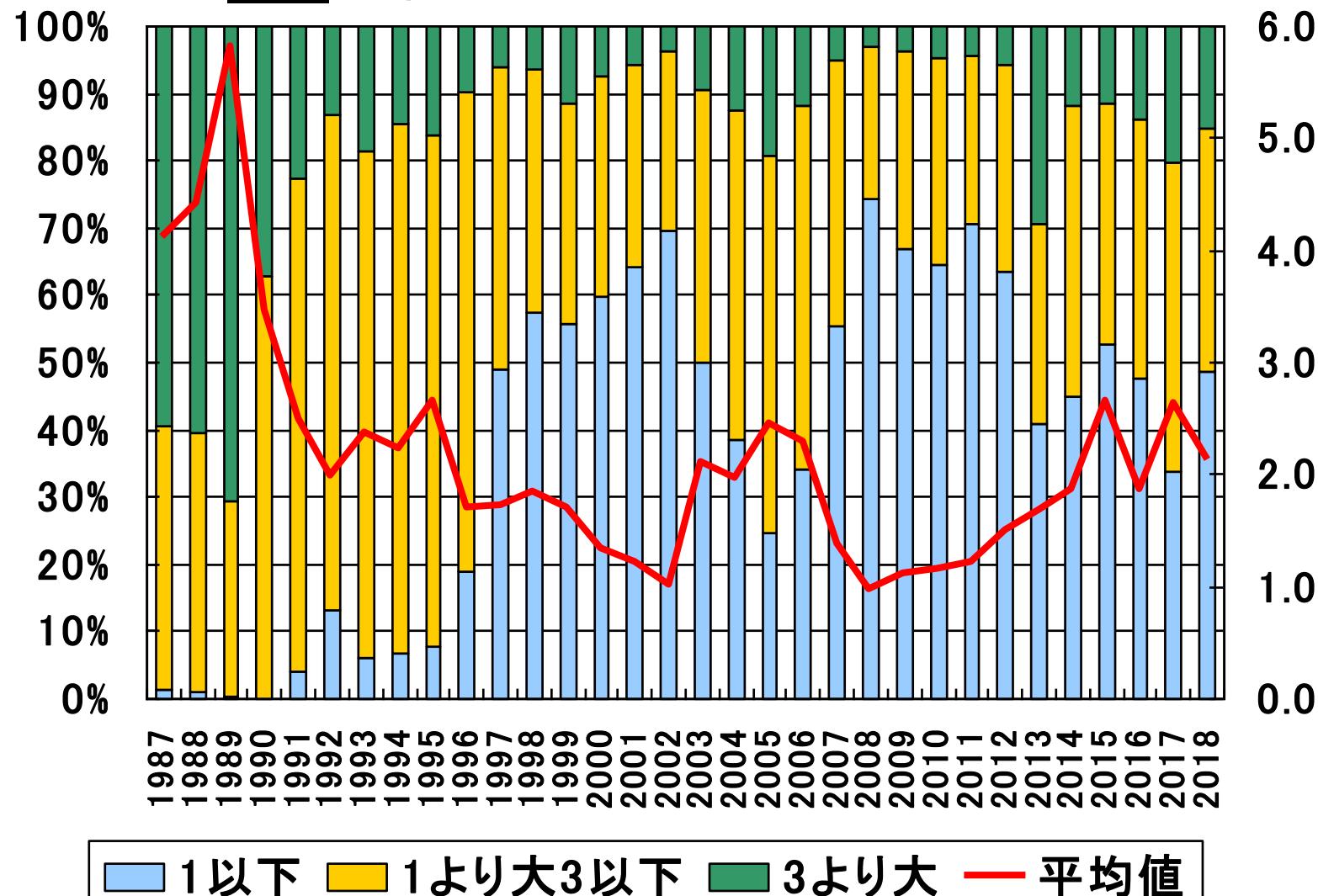
ワークショップについてはグループによっては18時30分～19時前後までかかる可能性がある点、予めご了承いただければ幸いです。

テーマ、時間については、一部未定です。変更の可能性がある旨、予めご了承ください。

問題意識

# 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	20,400	ANHEUSER-BUSCH INBEV	187,064
味の素	10,239	NESTLE S/A	322,326
花王	39,809	PROCTER & GAMBLE	296,450
日立製作所	38,155	Honeywell International	136,948
パナソニック	20,935	SAMSUNG ELECTRONICS	290,667
ソニー	70,572	APPLE	981,538
トヨタ自動車	189,434	Volkswagen	92,138
キヤノン	33,468	HP	33,754
コマツ	24,556	CATERPILLAR	84,009
日本製鉄	17,020	ARCELORMITTAL	19,485
信越化学工業	41,716	DuPont de Nemours	60,483
武田薬品工業	59,873	JOHNSON & JOHNSON	398,585
ダイキン工業	41,141	Midea Group	56,283
ブリヂストン	31,509	MICHELIN	24,565
日本電産	43,335	Intel	230,998
富士通	15,226	INTL BUSINESS MACHINES	131,787
村田製作所	30,965	CISCO SYSTEMS	252,524
セブン&アイ・ホールディングス	32,269	WAL-MART STORES	339,974
ヤマトホールディングス	8,639	FEDEX	46,114
楽天	17,316	Amazon.com	1,004,873
ソフトバンク	101,134	Google	809,540
三菱UFJフィナンシャル・グループ <sup>°</sup>	66,163	WELLS FARGO	229,229

# 1989-2018M&A取引額ランキング トップ20(Cancelled,announcedを除く)

取引公表日	買収者	買収ターゲット	取引状況	取引金額
11/19/1999	Mannesmann AG	Vodafone Group Plc	Closed	219,791
01/10/2000	TW Inc.	America Online	Closed	173,427
09/02/2013	Cellco Partnership, Inc.	Verizon Communications Inc.	Closed	129,418
07/31/1989	Ward White Group PLC	Alliance Boots Holdings Limited	Closed	123,560
10/07/2015	ABI SAB Group Holding Limited	Anheuser-Busch InBev SA/NV	Closed	121,538
05/14/2007	RBS Holdings N.V.	Banco Santander, S.A. etc	Closed	120,979
10/22/2016	Warner Media, LLC	AT&T Inc.	Closed	113,519
07/28/1998	GTE Corporation	Verizon Communications Inc.	Closed	112,332
12/01/1998	Mobil Corporation	Exxon Corporation	Closed	104,652
04/08/2015	BG Group Limited	Royal Dutch Shell plc	Closed	103,663
12/14/2017	Twenty-First Century Fox, Inc.	The Walt Disney Company	Closed	99,746
03/06/2006	BellSouth, LLC	AT&T Inc.	Closed	99,190
05/26/2015	Spectrum Management Holding Company	Charter Communications, Inc.	Closed	97,859
05/11/1998	AT&T Teleholdings, Inc.	AT&T Inc.	Closed	96,275
04/06/1998	Citicorp LLC.	Travellers Group	Closed	93,798
02/06/2000	Warner-Lambert Company LLC	Pfizer Inc.	Closed	92,029
10/12/2015	Dell EMC	Dell Technologies Inc.	Closed	90,841
05/14/1998	BankAmerica Corp.	Bank of America Corporation	Closed	88,926
04/19/2018	Shire plc	Takeda Pharmaceutical Company Limited	Closed	88,396
12/11/2015	E. I. du Pont de Nemours and Company	Dow Chemical	Closed	87,948

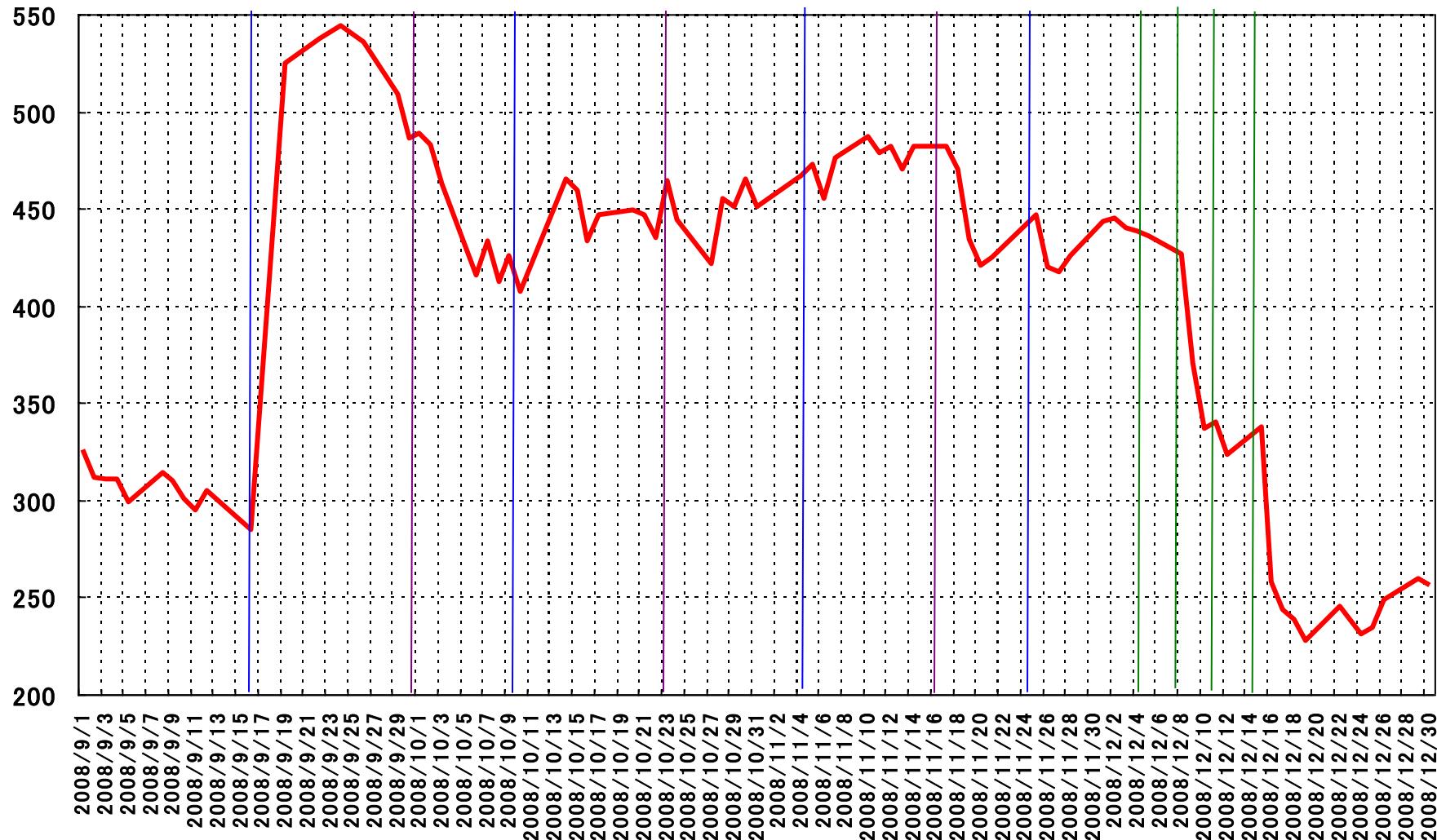
# 敵対的買収と買収防衛策①

## ◆日本電産による東洋電機製造への買収提案

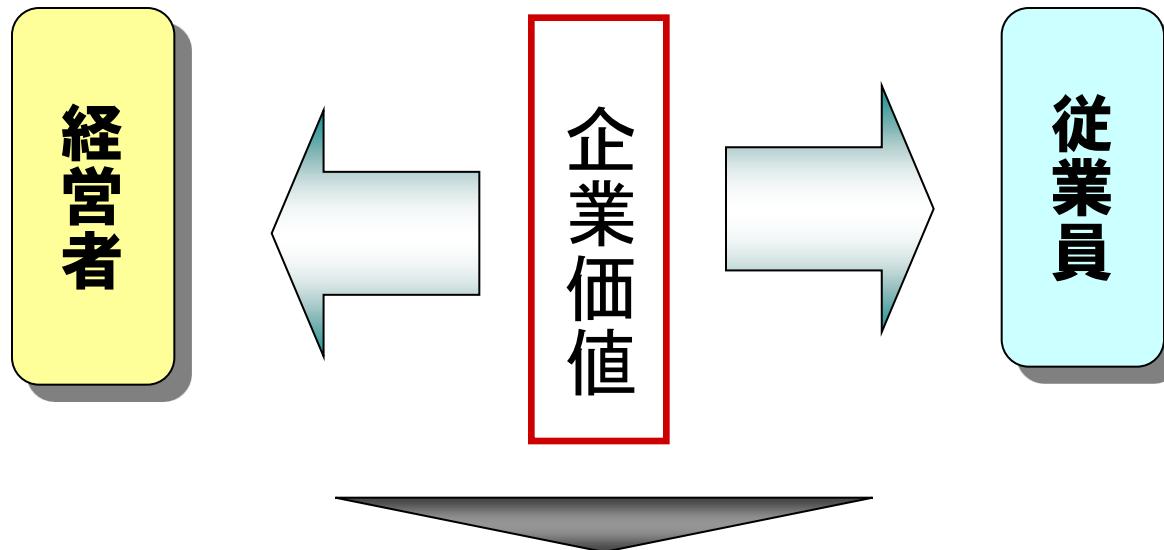
2008年9月16日	日本電産、東洋電機製造にTOBを提案したと発表。事前株価(305円)に約108.2%上乗せした635円で株式公開買い付けを実施することを発表。
10月1日	東洋電機製造、日本電産に質問状を送付(81項目)
10月10日	日本電産、東洋電機製造に回答書を提出したと発表
10月24日	東洋電機製造、2度目の質問状を送付(55項目)
11月5日	日本電産、回答書を送付
11月17日	東洋電機製造、3度目の質問状を送付
11月25日	日本電産、回答書を送付
12月5日	両社のトップが都内で会議。過去の質問・回答を開示することなどで合意。
12月8日	両社が質問状、回答書を開示
12月11日	両社幹部が意見交換
12月15日	TOB提案書の期限。日本電産が提案の延長や新たな提案をしないと発表。

# 敵対的買収と買収防衛策②

## ◆東洋電機製造の株価の推移



# 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

# Contents

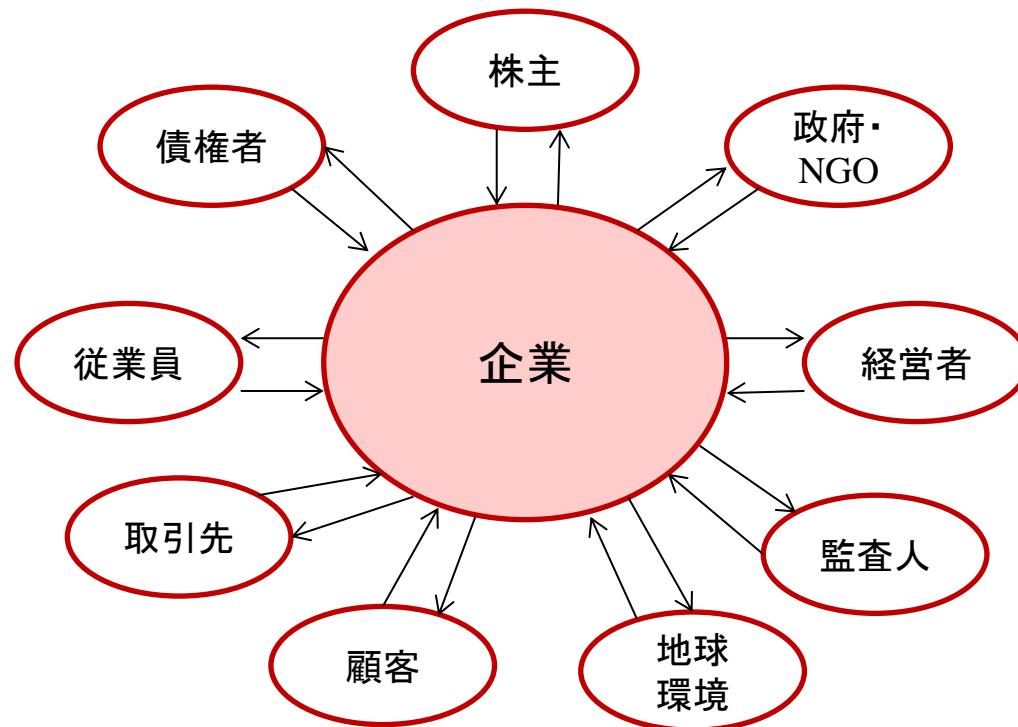
---

- 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	<u>XXX</u>
II 売上原価	<u>XXX</u>
売上総利益	<u>XXX</u>
III 販売費および一般管理費	<u>XXX</u>
営業利益	<u>XXX</u>
IV 営業外収益	<u>XXX</u>
V 営業外費用	<u>XXX</u>
経常利益	<u>XXX</u>
VI 特別利益	<u>XXX</u>
VII 特別損失	<u>XXX</u>
税引前当期純利益	<u>XXX</u>
法人税、住民税及び事業税	<u>XXX</u>
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

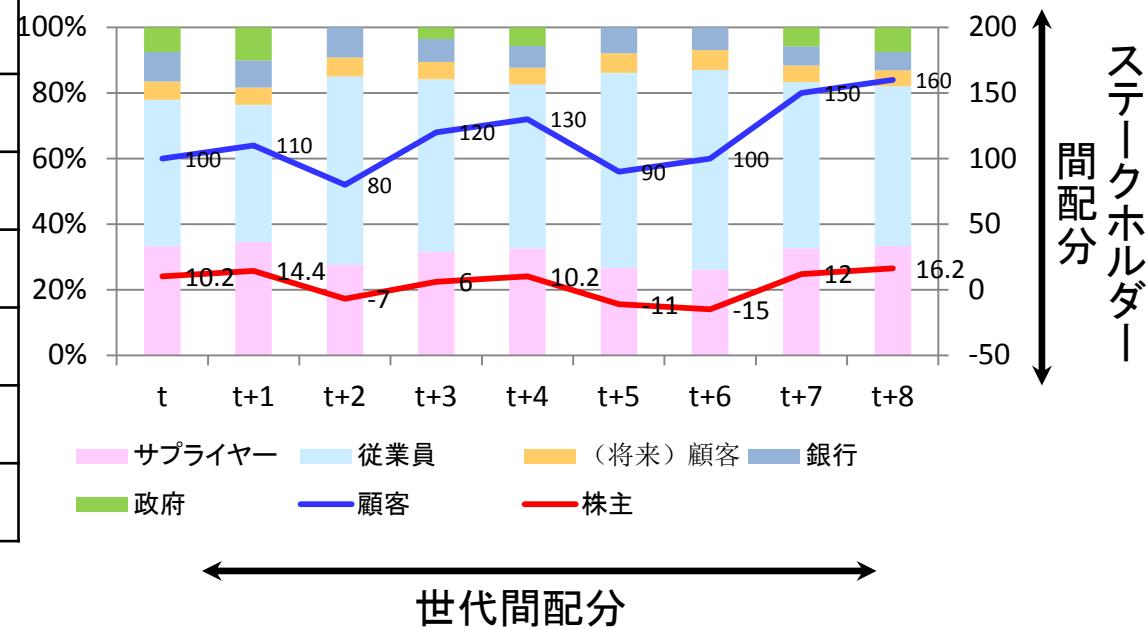
営業利益から金融収支などを控除して算出。経常的に創出できる利益水準を示す。

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

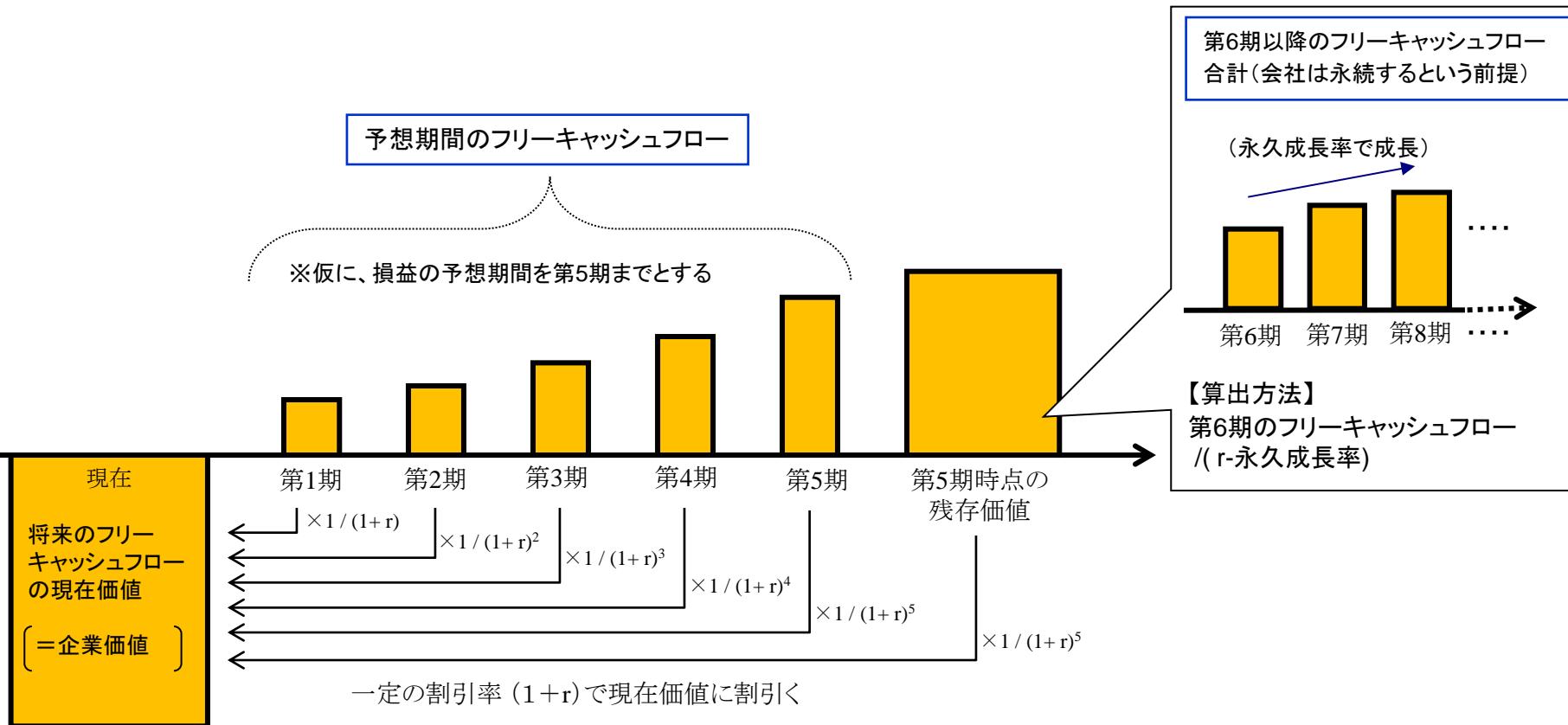
顧客	売上高
サプライヤー	原材料費・部材費等
従業員	人件費・労務費等
銀行	支払利息
(将来)顧客等	研究開発費・広告宣伝費等
政府	法人税等
株主	当期純利益



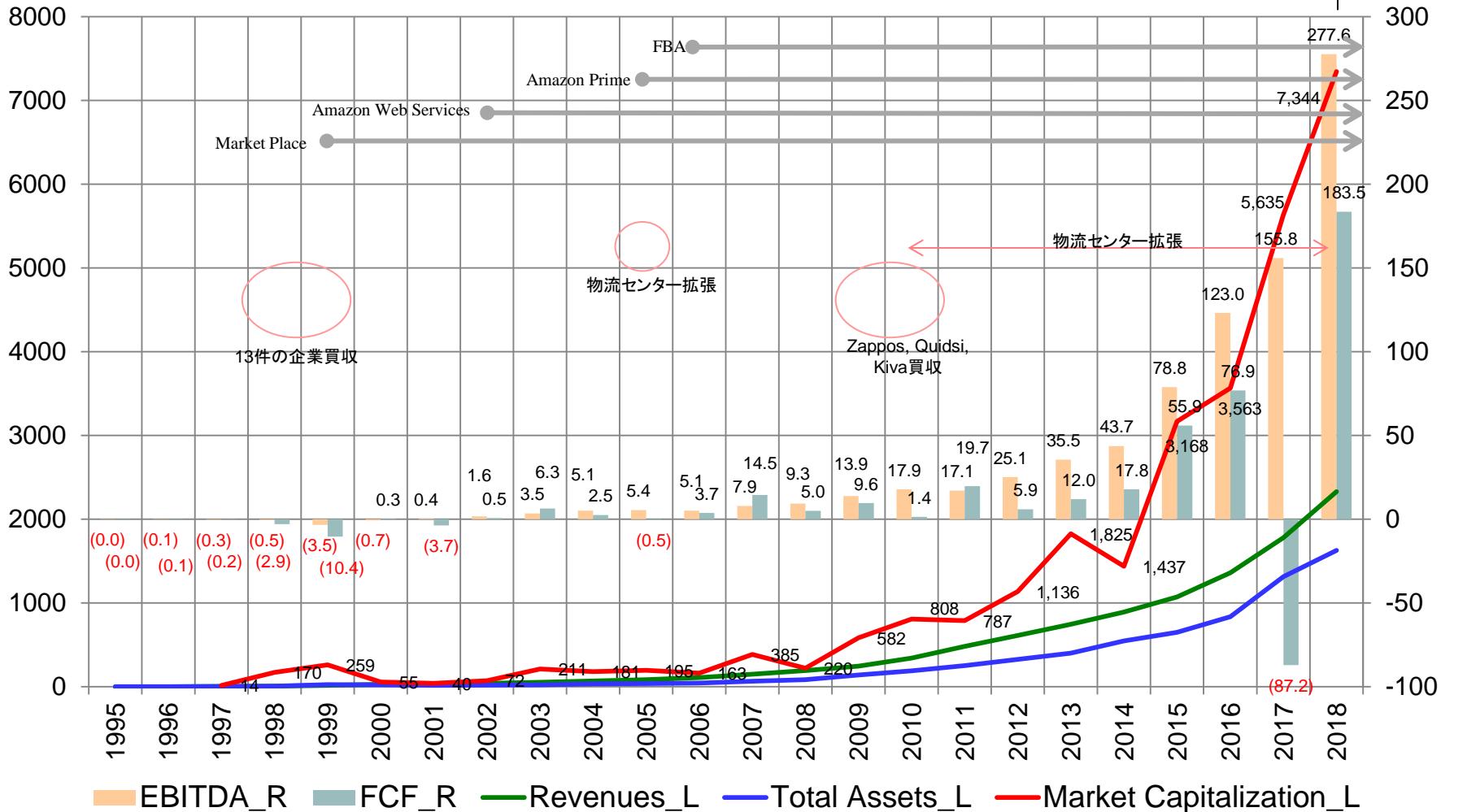
他のステークホルダーへの投資を優先しすぎると株主への配分が減少する。また現在の株主への利益を優先すると、将来の持続的な成長が危うくなる。持続的な価値創造のためには、世代間配分、ステークホルダー間配分のバランスをとりながら、企業を成長していくためのシナリオを描く必要がある。

# 企業価値の基本思考

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。



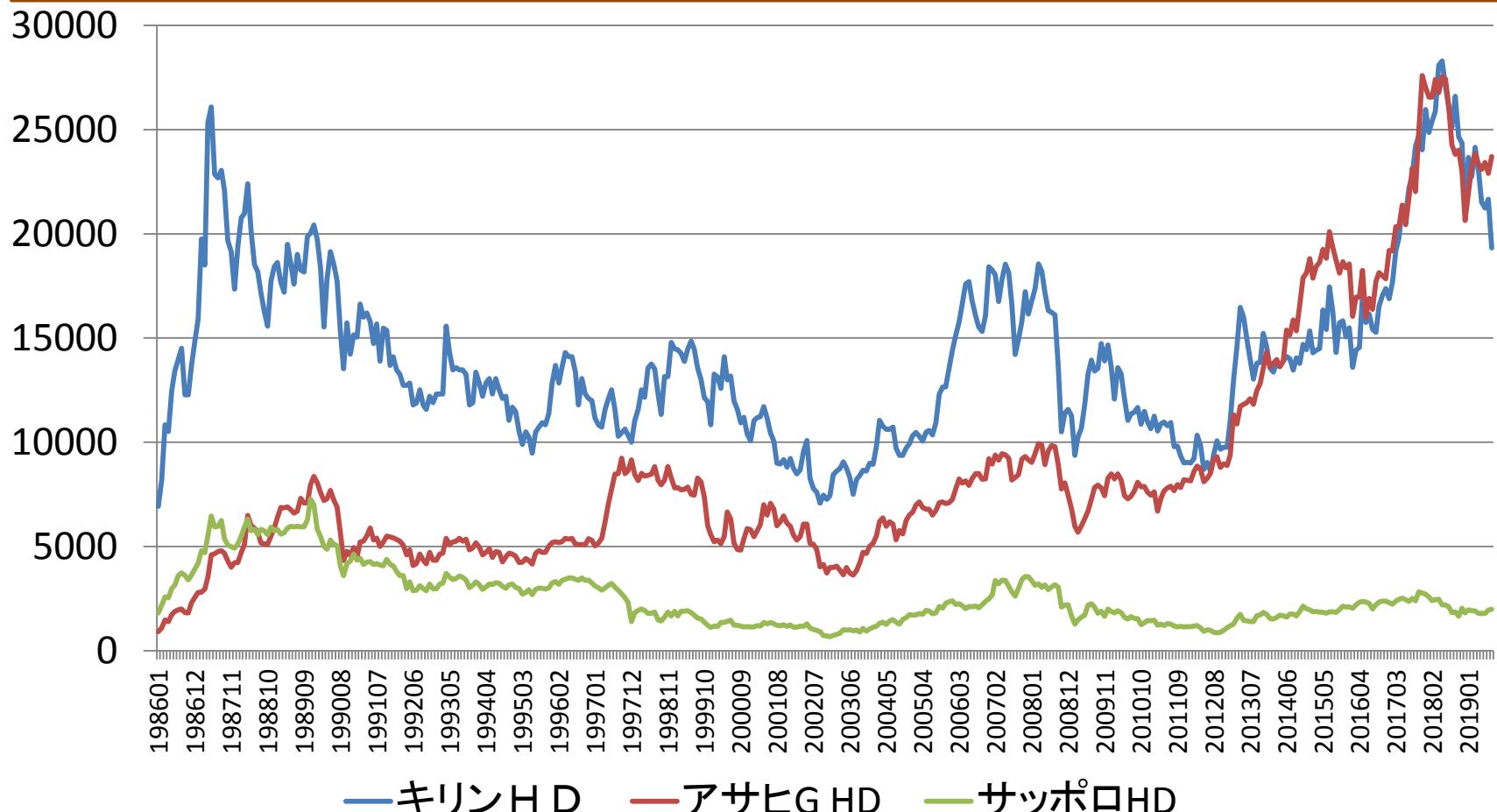
# Amazon.com 成長の軌跡



## 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？



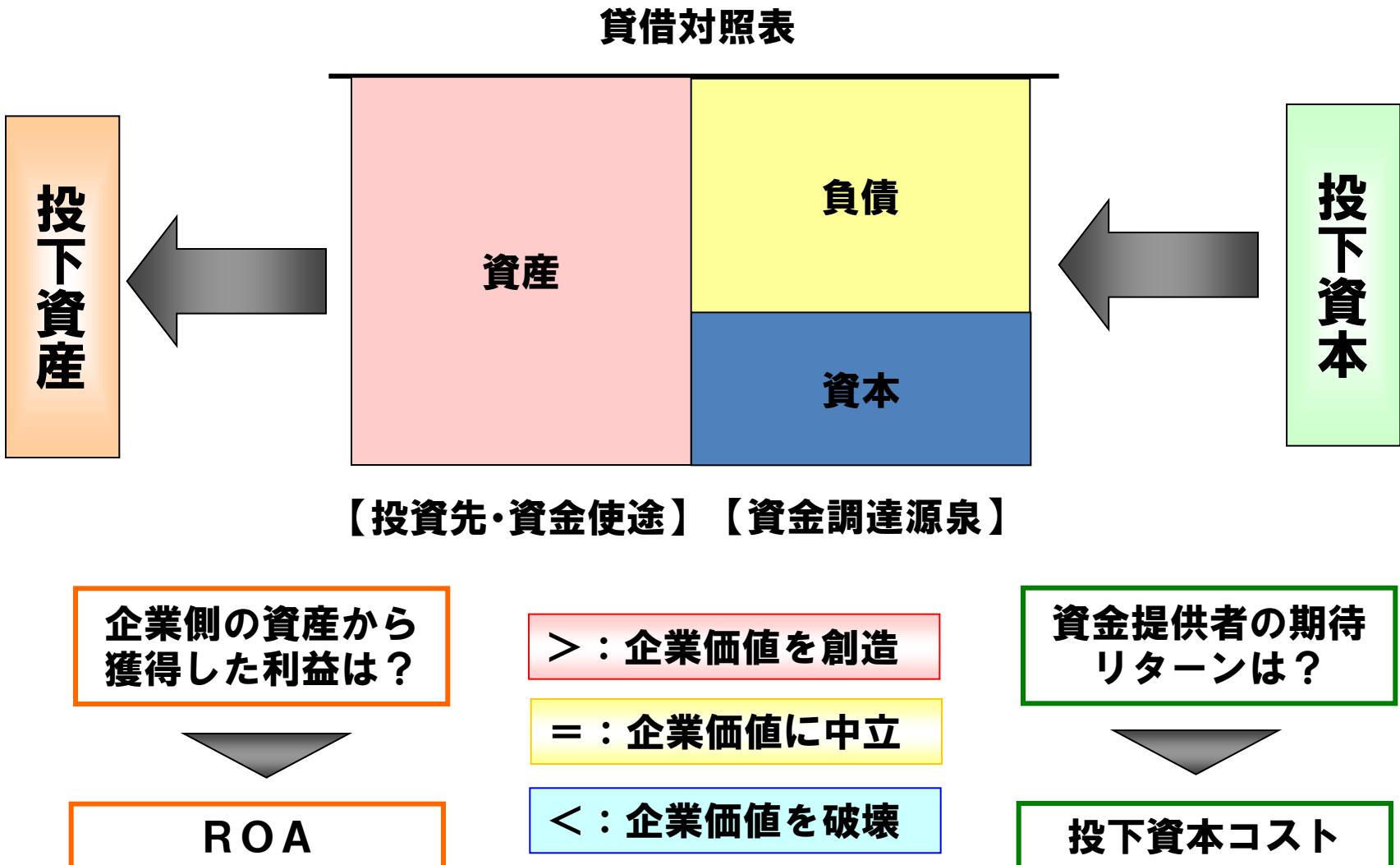
# ビール会社3社 デュポン分解

## ■ビール会社3社(2018年12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 自己資本9,160億円	17.5%	8.5%	0.793	2.509		43.2%	10.3%	12.8%
アサヒG HD 自己資本11,464億円	13.2%	7.1%	0.649	2.804		38.5%	10.0%	9.8%
サッポロ HD 自己資本1,615億円	5.1%	1.6%	0.823	3.910		30.6%	2.1%	1.8%

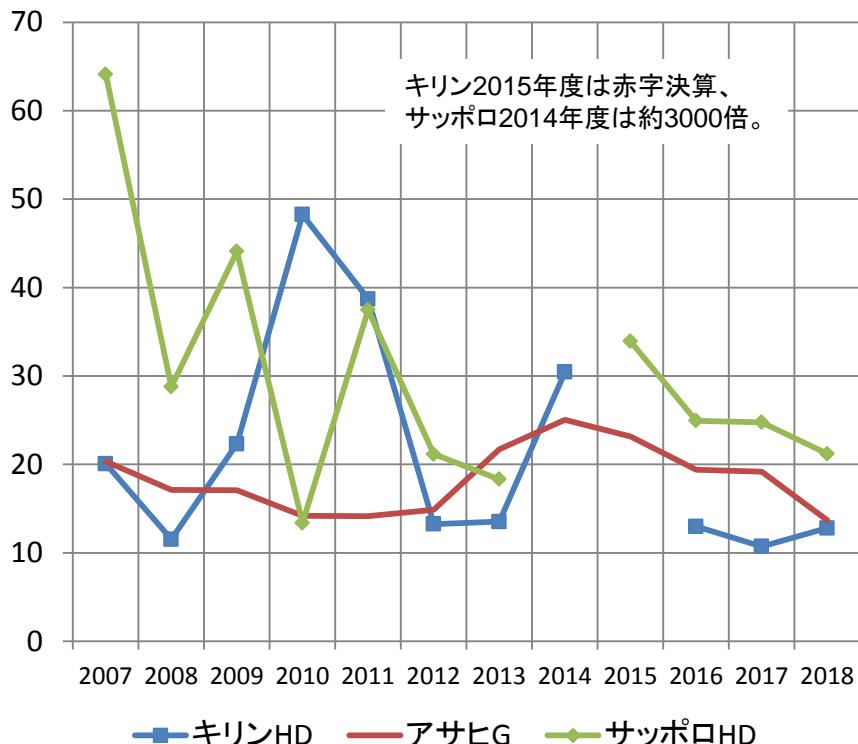
- ✓ 各社の株主資本コスト率が仮に8%であると仮定すると、キリンHD、アサヒG HD、サッポロHDはそれぞれ価値創造を実現できているだろうか？
- ✓ 各社のPBRはどの程度であると想定できるか？
- ✓ サッポロHDが企業価値を創造していくためには何が求められるか？

# 企業価値創造の有無は何で決定されるか？

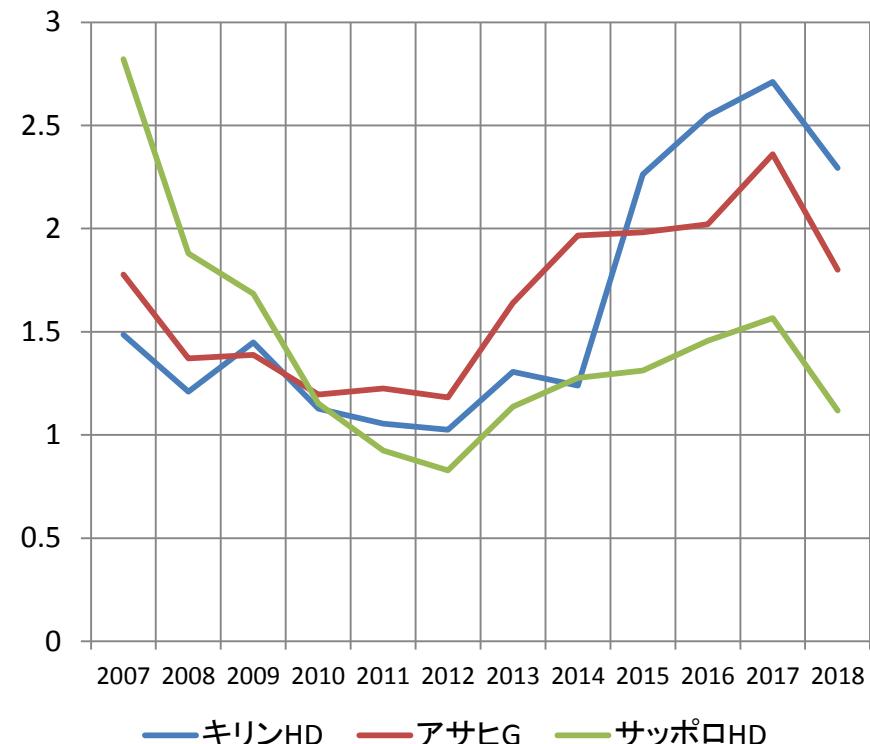


# ビール会社3社 PBR・PERの推移

■PER

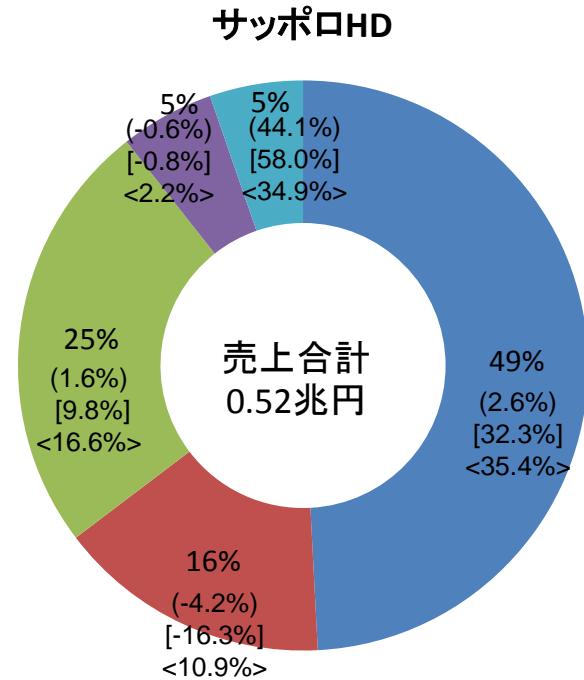
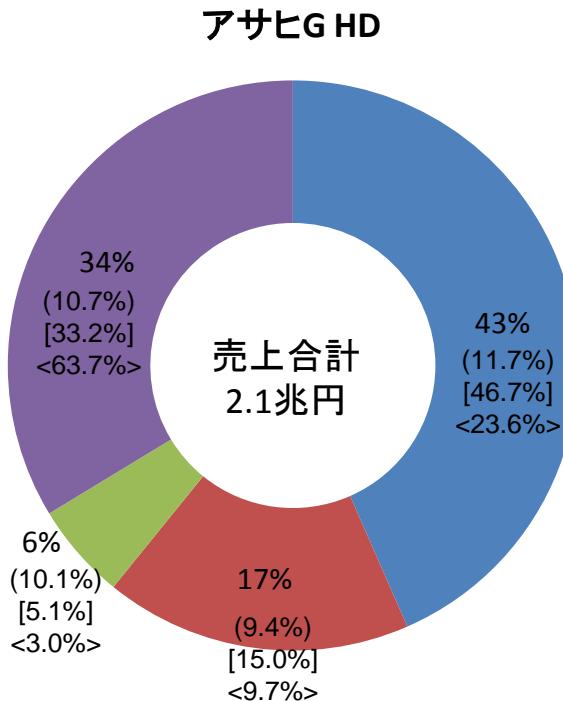
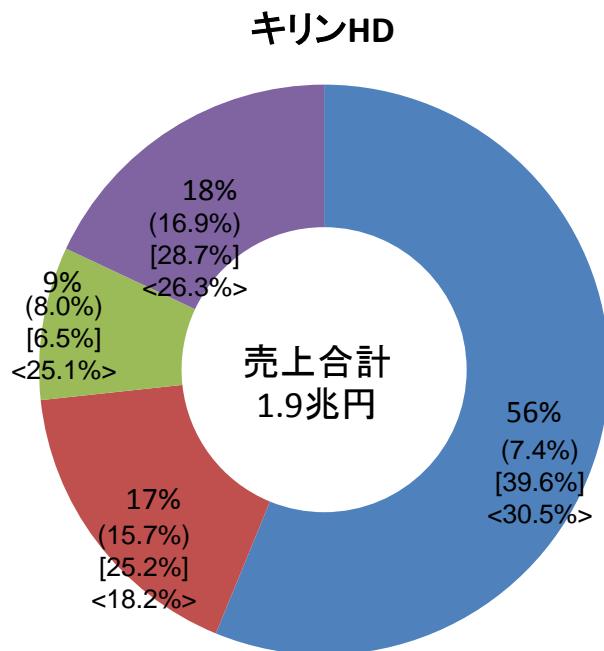


■PBR



- ✓ 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



■ 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

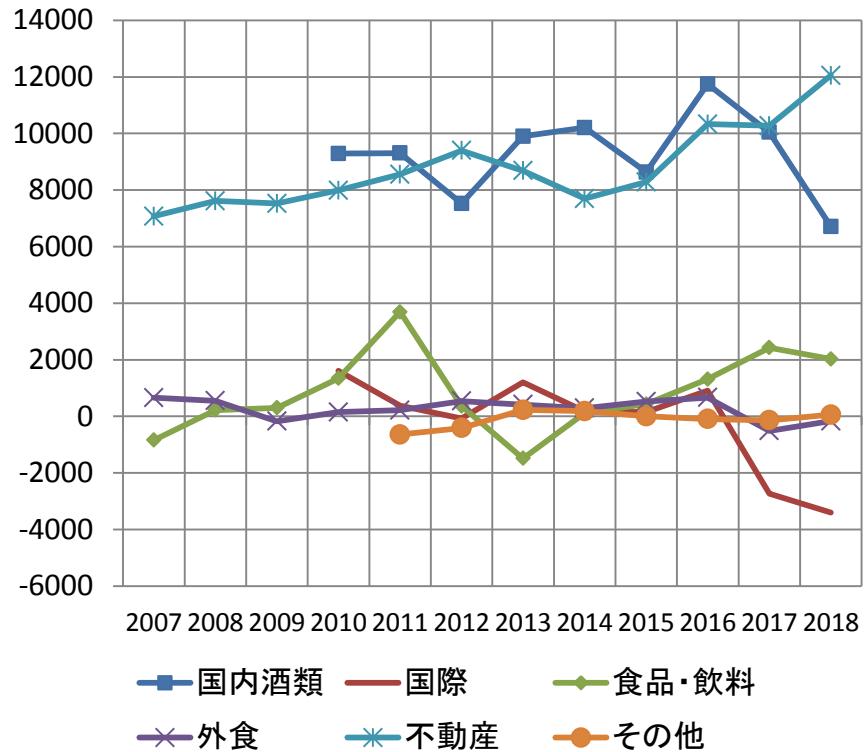
■ 国内酒類 ■ 国際 ■ 食品・飲料 ■ 外食 ■ 不動産

※サッポロHDの総資産のセグメントは2016年12月期。

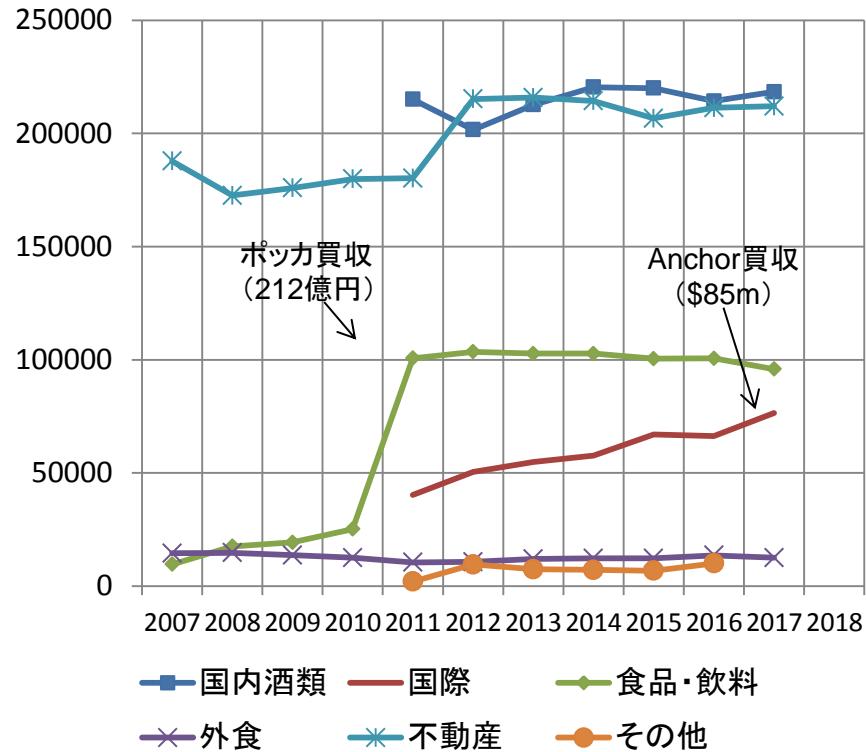
- ✓ 各セグメントのパーセンテージ表示は全社売上高に占める比率、(パーセンテージ表示)は税引前営業利益率、[パーセンテージ表示]が全社税引前営業利益に占める比率。<パーセンテージ表示>は総資産に占める比率。
- ✓ キリンはオセアニアと医薬品で高い利益率を確保。アサヒは酒類、国際への依存度が大きいが、国際への資産依存度が高い。サッポロは国内飲料と不動産。

# サッポロHD 事業セグメントの推移

## ■ 営業利益



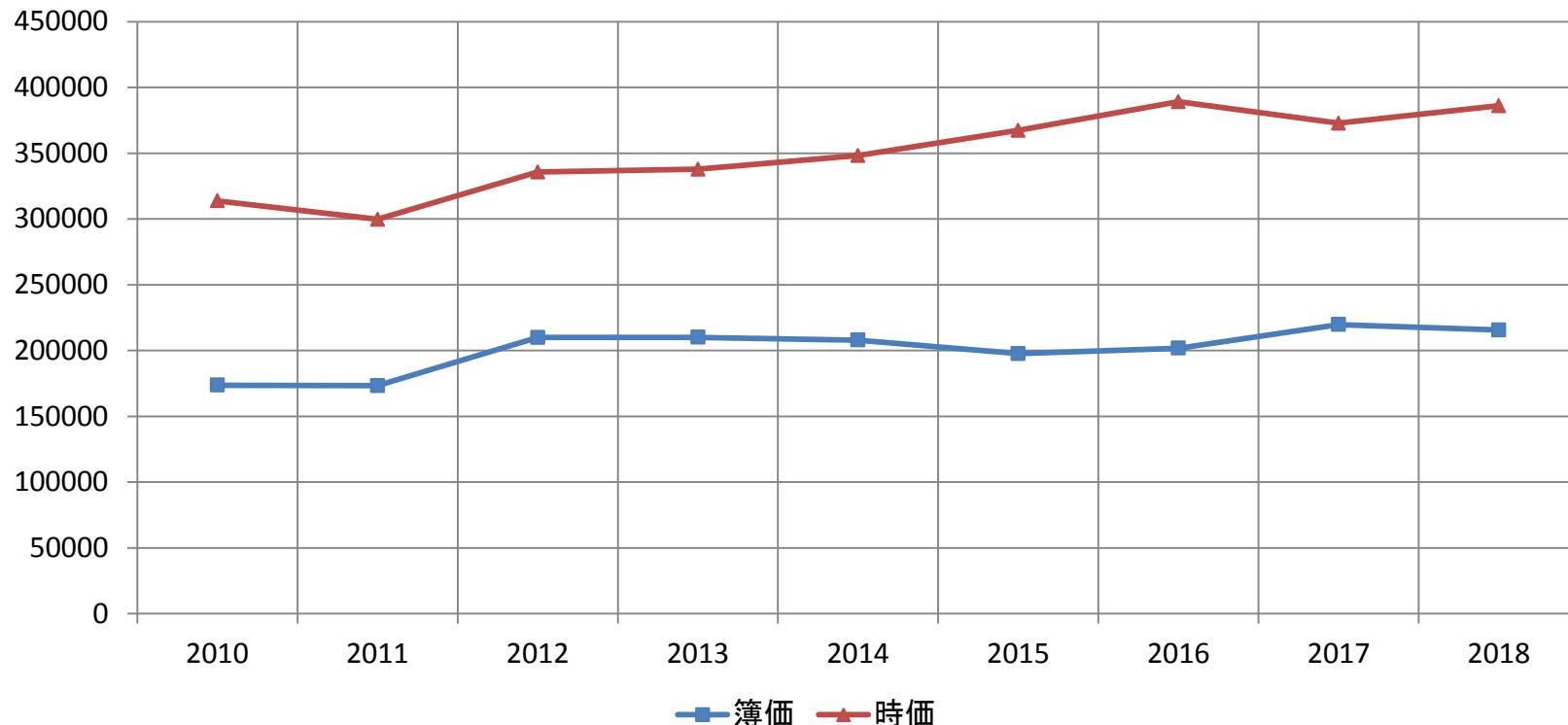
## ■ 総資産



- ✓ 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。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12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	17.5%	8.5%	0.793	2.509		43.2%	10.3%	12.8%
アサヒG HD	13.2%	7.1%	0.649	2.804		38.5%	10.0%	9.8%
サッポロ HD	5.1%	1.6%	0.823	3.910		30.6%	2.1%	1.8%

- ✓ 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、有価証券・投資有価証券は750億円。
- ✓ 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
従業員の待遇向上	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』。

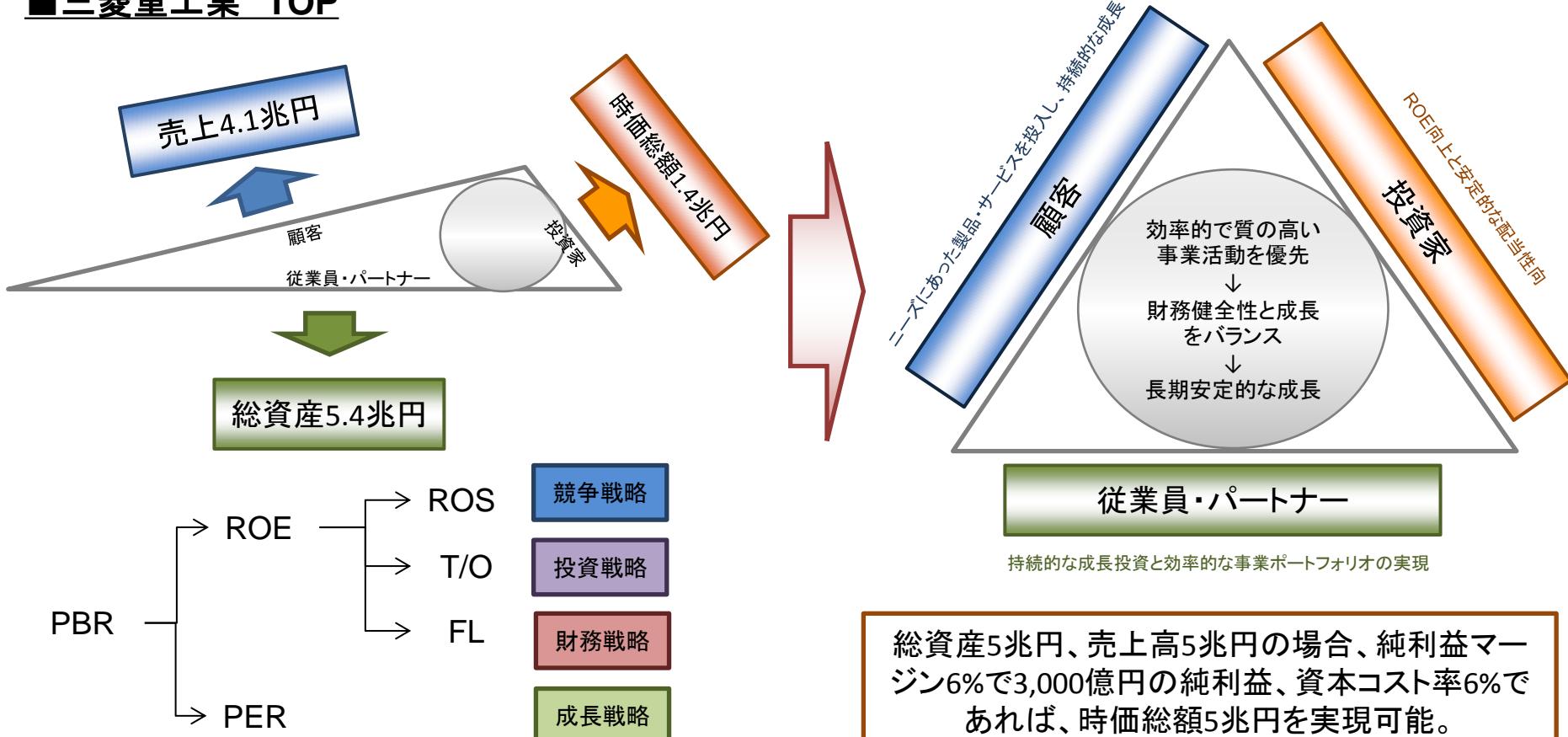
# Triple One Portion

## 三菱重工業 経営目標をめぐる挑戦

✓ 各ステークホルダーの間で生じがちな利害の対立をいかに解消するか？

→短期で利害を解消するのではなく、中長期的にバランスさせることを考える。

### ■三菱重工業 TOP



# 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？



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)



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)

$$\text{ROE} = \text{ROS} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$
$$23.69\% = 11.3\% \times 0.3\text{倍} \times 7.1\text{倍}$$

$$\text{ROE} = \text{ROS} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$
$$13.28\% = 15.61\% \times 0.6\text{倍} \times 1.4\text{倍}$$

# 企業価値創造のアプローチ

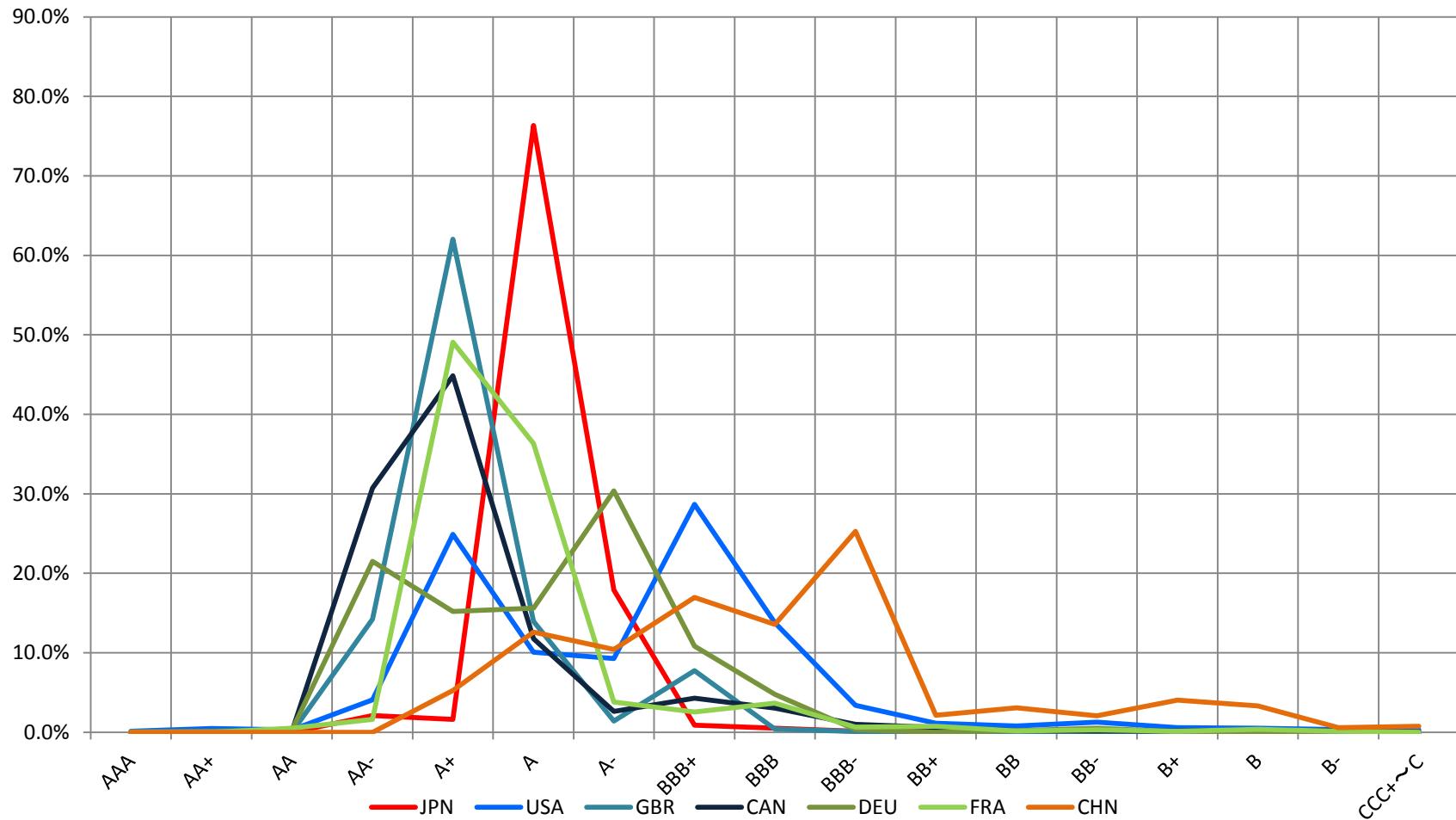
僕らの役割は、経営陣と同じスピードで走ることです。経営陣が期待するプロジェクトについて、「これできる?」とパスをもらったら、すぐに「これはできると思いますから投資家に聞きます」という役割です。返済原資を確認した上で、すぐに投資家の反応を得られるように、24時間365日、①投資家とのコミュニケーションをし続けていることが大事です。そういう関係があるからこそ、大きな買収案件があってもすぐに投資家が検討してくれるわけです。普段、椅子に座っているだけで、案件が来た時だけ銀行に聞いても貸してくれないですよ。「金融機関とベタベタした関係になれ」という意味ではなくて、常にうちの最新の状況を、過去のデータとと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ですか」と言われますが、僕らは、投資予算を決めるとは「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ヶ月が過ぎて、あと2ヶ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。来年まで待つ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と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、どれだけ使っているか、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)。

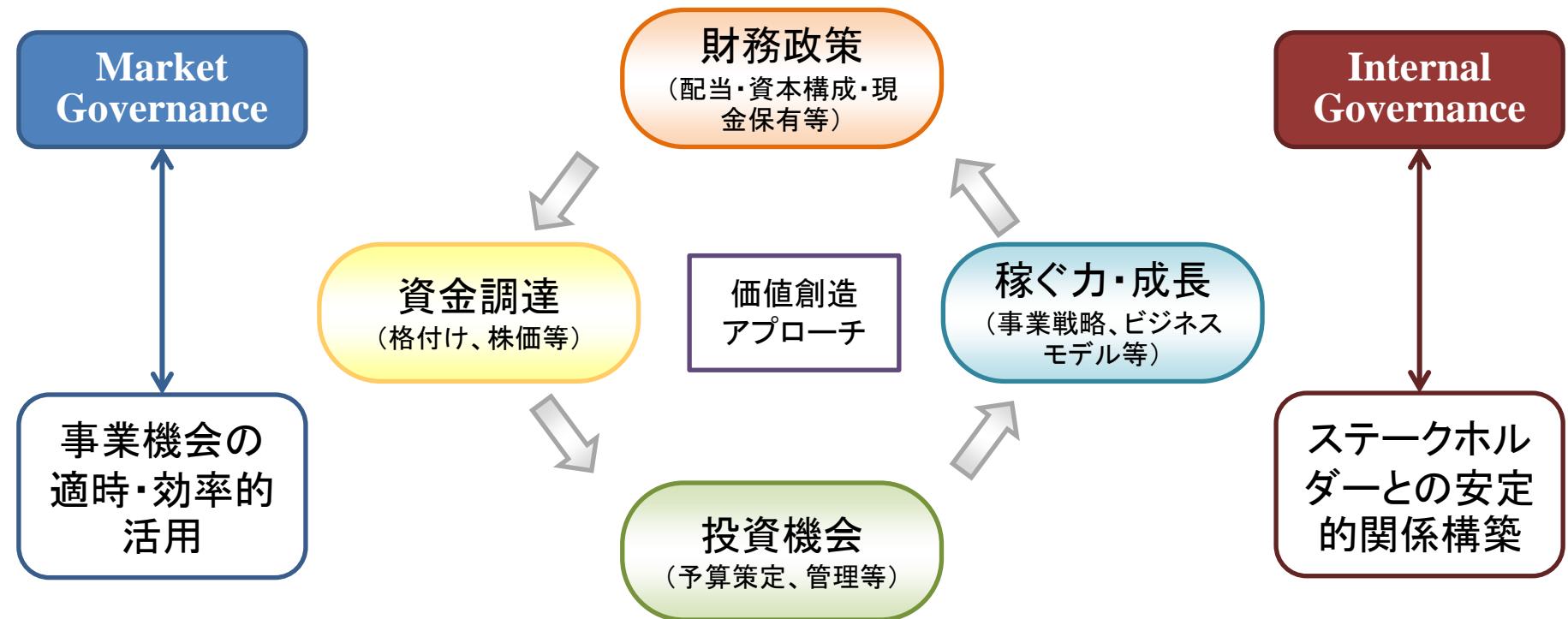
# 日本企業に対する格付けの特徴

- ✓ 日本企業に対する格付けにはどのような特徴があるか？なぜそうした特徴が生じているか？



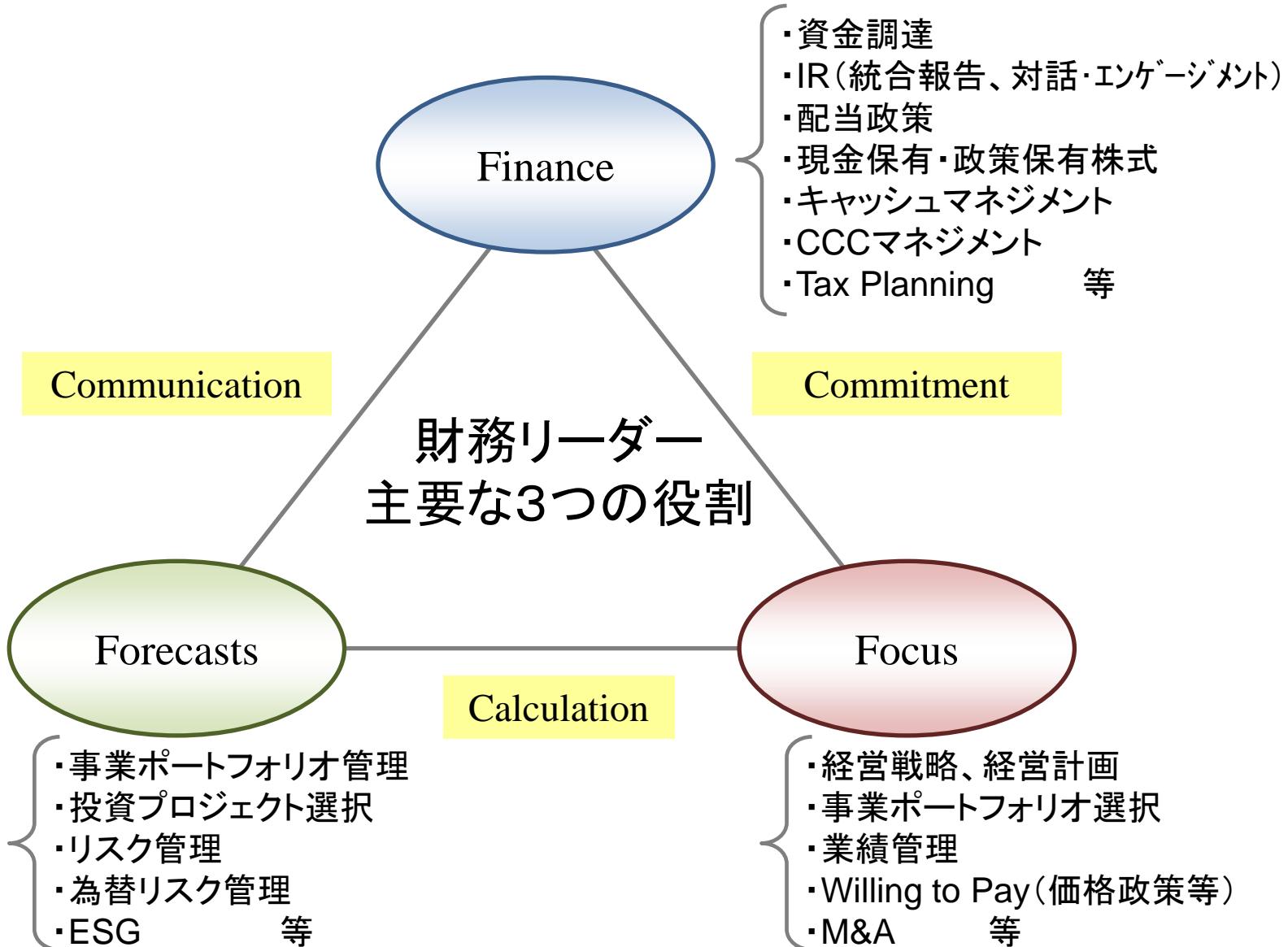
※2019年8月25日現在でS&P Long-term Issuer Ratingの格付けが付与されている銘柄の件数の百分比を記述。

# 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。

# 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

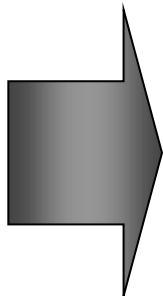


✓ 会社は利益を出せば、企業価値を創造できている。

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。

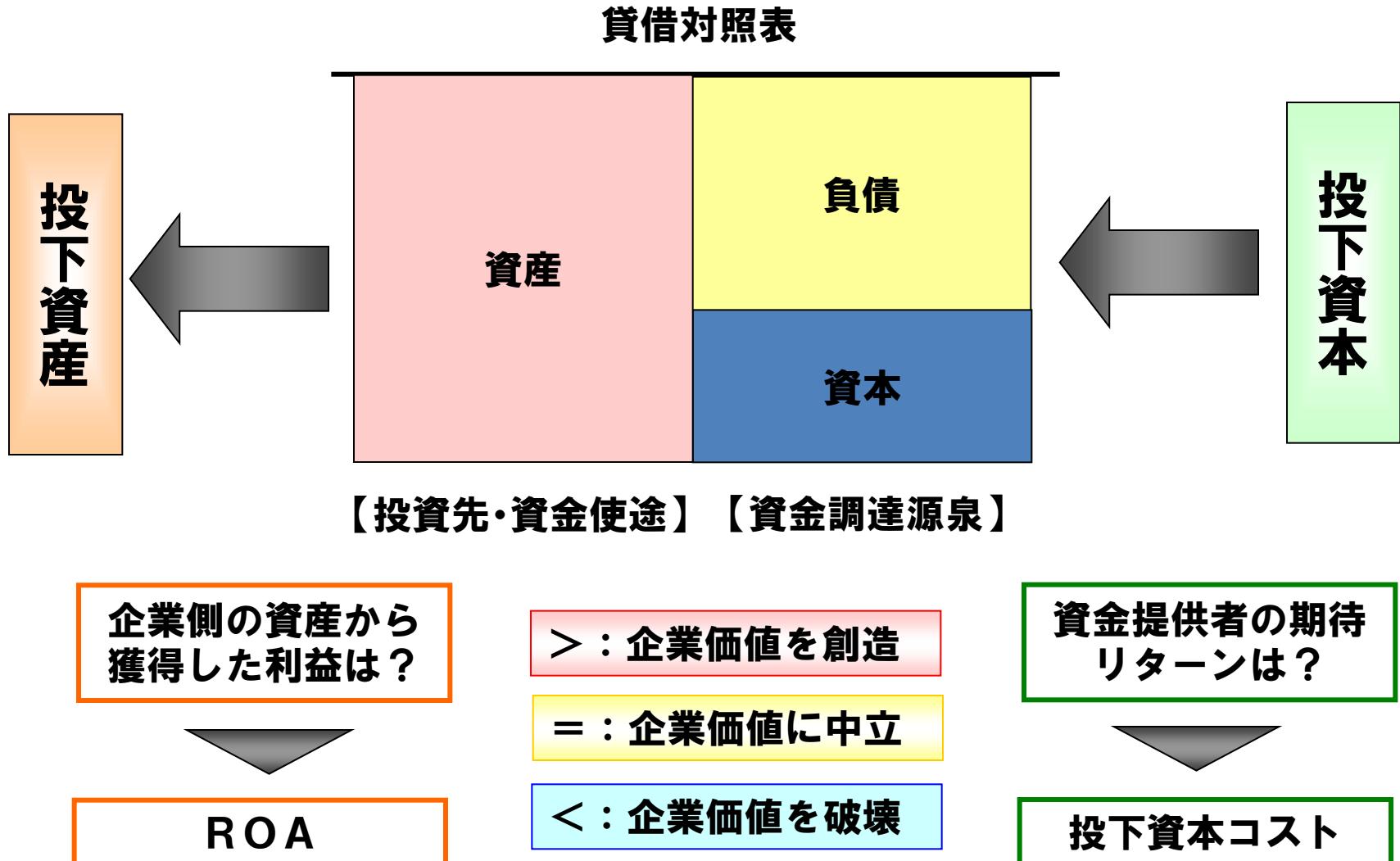


# トヨタ自動車は価値創造を実現できているか？

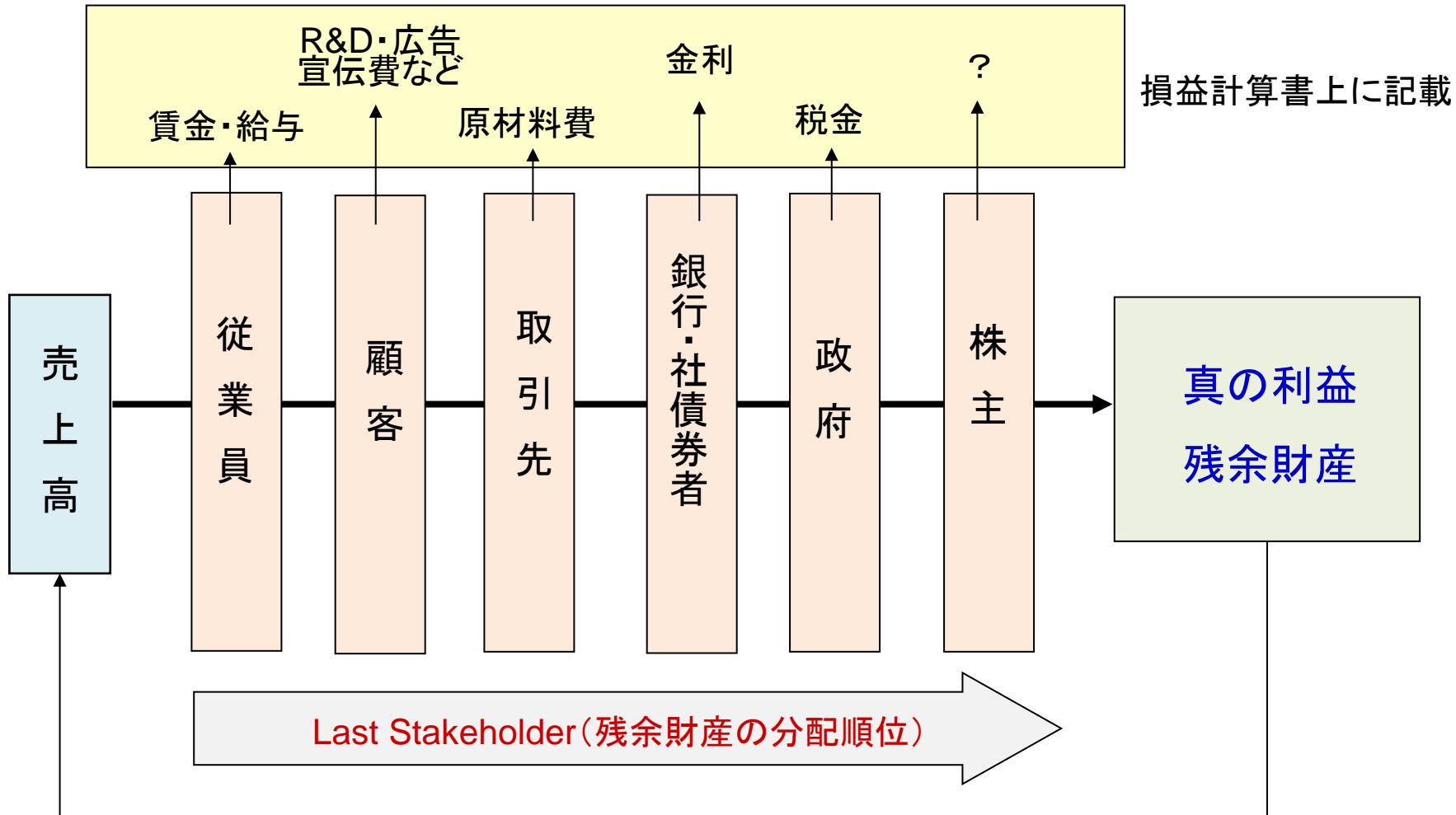
✓トヨタ自動車は過去10年間でどれほど価値創造を実現できているか？

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	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	30,225,681
売上原価	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	22,600,474
売上総利益	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	7,625,207
販売費および一般管理費	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	2,976,351
<b>営業利益</b>	<b>147,516</b>	<b>468,279</b>	<b>355,627</b>	<b>1,410,888</b>	<b>2,292,112</b>	<b>2,750,564</b>	<b>2,853,971</b>	<b>1,994,372</b>	<b>2,399,862</b>	<b>2,467,545</b>
支払利息	33,409	29,318	22,922	22,967	19,630	22,871	35,403	29,353	27,586	28,078
受取利息・配当金	78,224	90,771	99,865	98,673	115,410	147,122	157,862	158,983	179,541	225,495
持分法投資損益	45,408	215,016	197,701	231,519	318,376	308,545	329,099	362,060	470,083	360,066
税引前当期純利益	<b>336,876</b>	<b>778,306</b>	<b>630,574</b>	<b>1,635,168</b>	<b>2,759,456</b>	<b>3,201,373</b>	<b>3,312,480</b>	<b>2,555,885</b>	<b>2,620,429</b>	<b>2,285,465</b>
法人税	92,664	312,821	262,272	551,686	767,808	893,469	878,269	628,900	504,406	659,944
非支配株主損益	34,756	57,302	84,743	121,319	168,529	134,566	121,517	95,876	92,123	102,71423
<b>当期純利益</b>	<b>209,456</b>	<b>408,183</b>	<b>283,559</b>	<b>962,163</b>	<b>1,823,119</b>	<b>2,173,338</b>	<b>2,312,694</b>	<b>1,831,109</b>	<b>2,493,983</b>	<b>1,882,873</b>

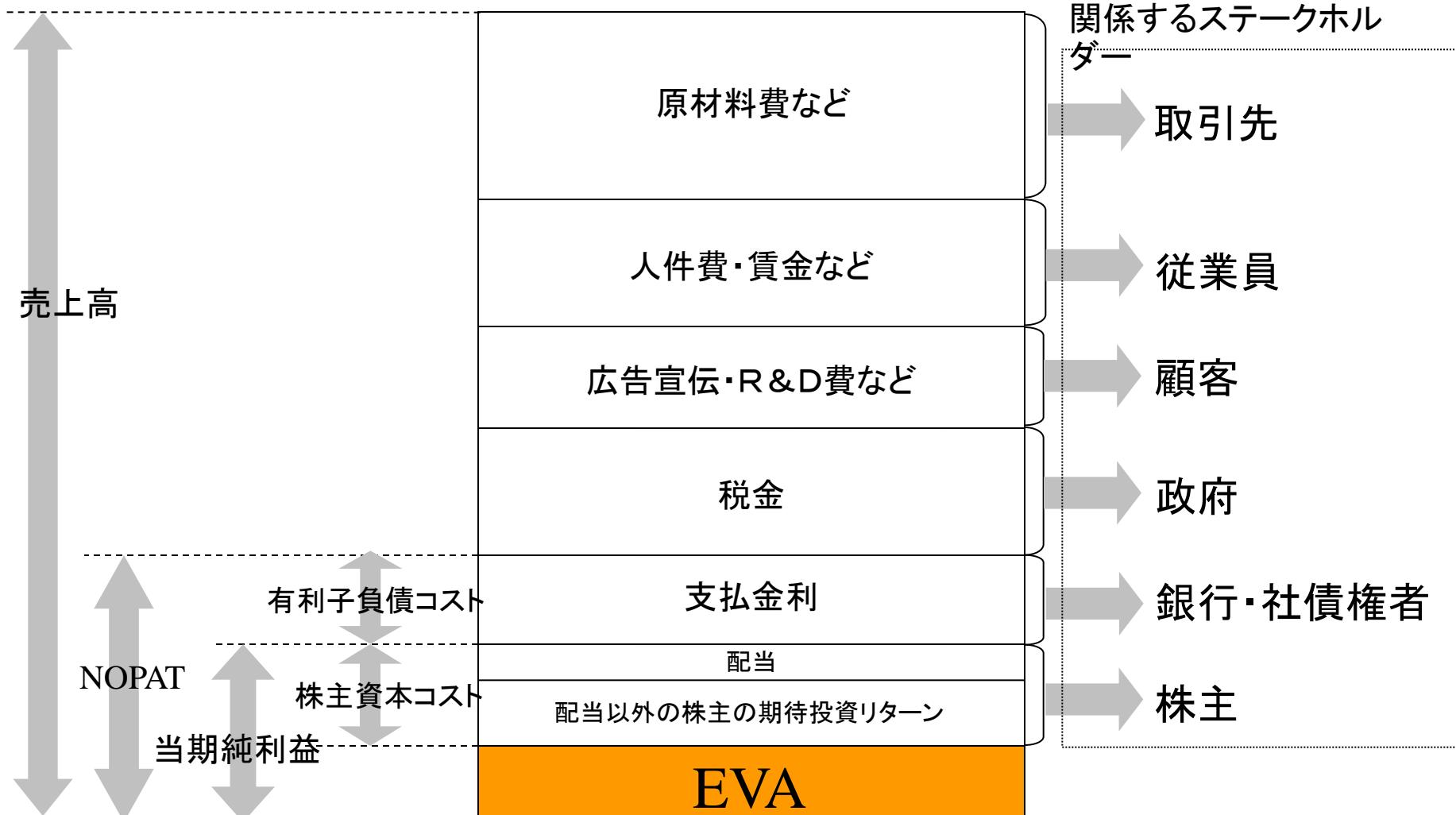
# 企業価値創造の有無は何で決定されるか？



# 真の利益とは



# なぜEVA®が必要か EVA®と損益計算書(1)



# 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？

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	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	30,225,681
売上原価	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	22,600,474
売上総利益	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	7,625,207
販売費および一般管理費	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	2,976,351
<b>営業利益</b>	<b>147,516</b>	<b>468,279</b>	<b>355,627</b>	<b>1,410,888</b>	<b>2,292,112</b>	<b>2,750,564</b>	<b>2,853,971</b>	<b>1,994,372</b>	<b>2,399,862</b>	<b>2,467,545</b>
支払利息	33,409	29,318	22,922	22,967	19,630	22,871	35,403	29,353	27,586	28,078
受取利息・配当金	78,224	90,771	99,865	98,673	115,410	147,122	157,862	158,983	179,541	225,495
持分法投資損益	45,408	215,016	197,701	231,519	318,376	308,545	329,099	362,060	470,083	360,066
税引前当期純利益	<b>336,876</b>	<b>778,306</b>	<b>630,574</b>	<b>1,635,168</b>	<b>2,759,456</b>	<b>3,201,373</b>	<b>3,312,480</b>	<b>2,555,885</b>	<b>2,620,429</b>	<b>2,285,465</b>
法人税	92,664	312,821	262,272	551,686	767,808	893,469	878,269	628,900	504,406	659,944
非支配株主損益	34,756	57,302	84,743	121,319	168,529	134,566	121,517	95,876	92,123	102,71423
<b>当期純利益</b>	<b>209,456</b>	<b>408,183</b>	<b>283,559</b>	<b>962,163</b>	<b>1,823,119</b>	<b>2,173,338</b>	<b>2,312,694</b>	<b>1,831,109</b>	<b>2,493,983</b>	<b>1,882,873</b>
有利子負債	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	20,150,178
非支配株主	570,720	587,653	516,217	624,821	749,839	859,198	861,472	668,264	694,120	718,915
自己資本	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	19,348,152

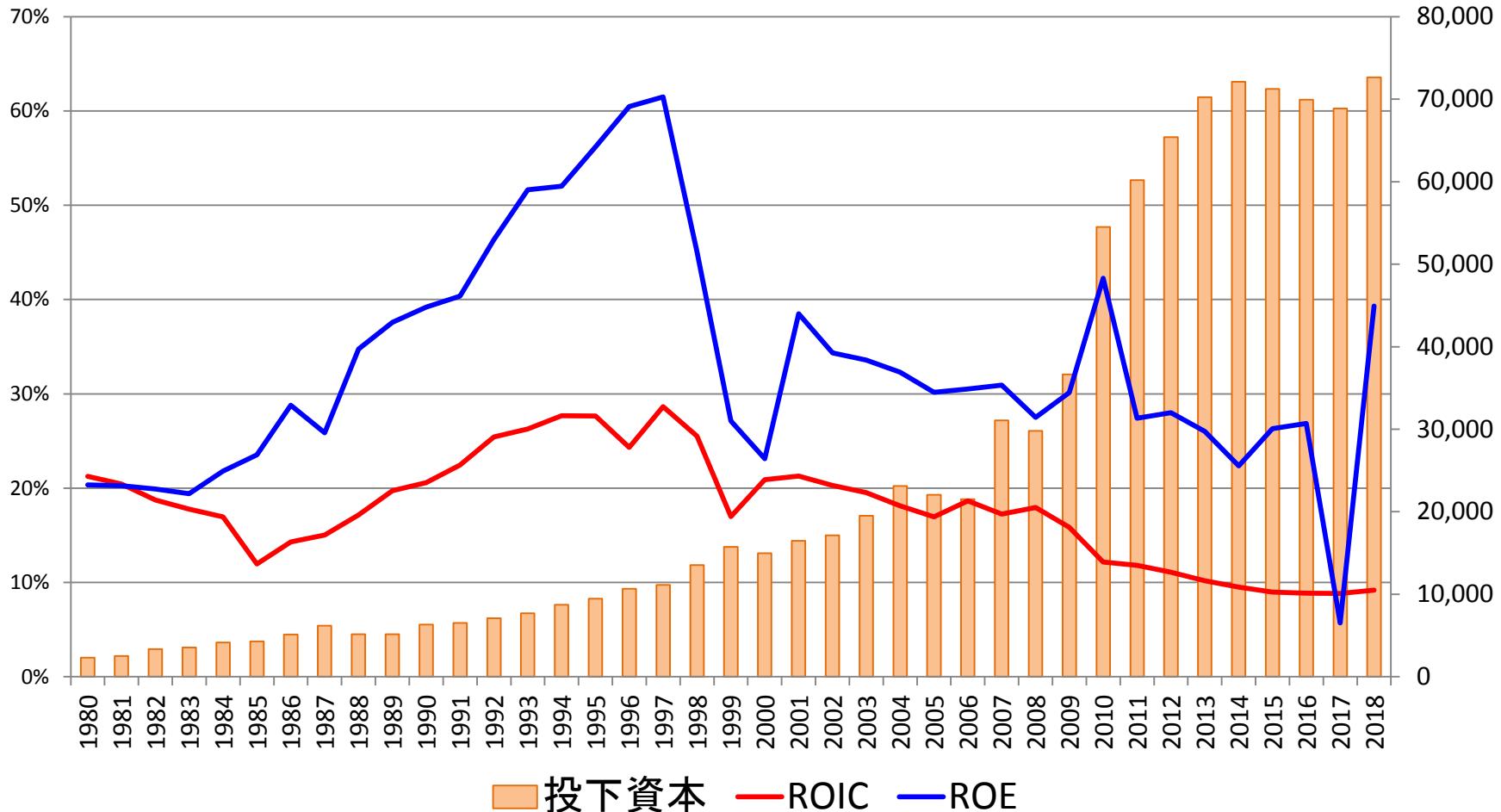
※2018年度デリバティブ債務は含まれていない。

# 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
- ISSによるEVAに関する提案  
ISSが2018年にEVA評価会社を買収し、同社の議決権評価レポートに各社のEVAスコアを掲載し始めている。
  - TSR(総合株式収益率)との相関性の高さ。
  - 各部門の機能・役割に照らして、目標指標をブレークダウン可能。

# 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

---

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

EVA(Economic Value Added) : 経済的附加価値

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收益率のこと。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

$$\left( \frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right) \times \text{投下資本}$$

$r - c$

EVAスプレッド

B/S



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)

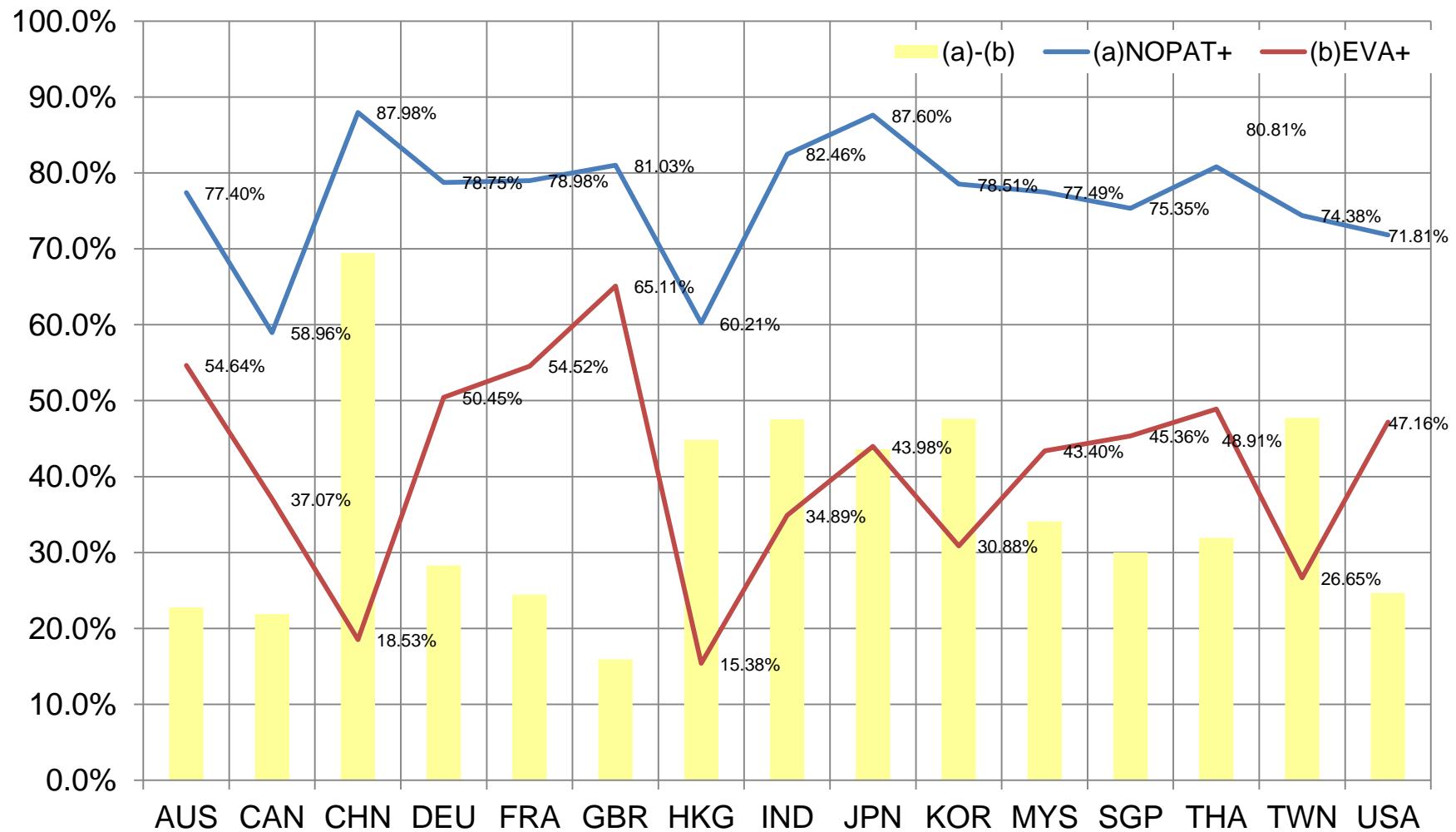
# トヨタ自動車は価値創造を実現できているか？

✓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？

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	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	30,225,681
売上原価	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	22,600,474
売上総利益	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	7,625,207
販売費および一般管理費	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	2,976,351
<b>営業利益</b>	<b>147,516</b>	<b>468,279</b>	<b>355,627</b>	<b>1,410,888</b>	<b>2,292,112</b>	<b>2,750,564</b>	<b>2,853,971</b>	<b>1,994,372</b>	<b>2,399,862</b>	<b>2,467,545</b>
支払利息	33,409	29,318	22,922	22,967	19,630	22,871	35,403	29,353	27,586	28,078
受取利息・配当金	78,224	90,771	99,865	98,673	115,410	147,122	157,862	158,983	179,541	225,495
持分法投資損益	45,408	215,016	197,701	231,519	318,376	308,545	329,099	362,060	470,083	360,066
税引前当期純利益	<b>336,876</b>	<b>778,306</b>	<b>630,574</b>	<b>1,635,168</b>	<b>2,759,456</b>	<b>3,201,373</b>	<b>3,312,480</b>	<b>2,555,885</b>	<b>3,090,512</b>	<b>2,285,465</b>
法人税	92,664	312,821	262,272	551,686	767,808	893,469	878,269	628,900	504,406	659,944
非支配株主損益	34,756	57,302	84,743	121,319	168,529	134,566	121,517	95,876	92,123	102,714
<b>当期純利益</b>	<b>209,456</b>	<b>408,183</b>	<b>283,559</b>	<b>962,163</b>	<b>1,823,119</b>	<b>2,173,338</b>	<b>2,312,694</b>	<b>1,831,109</b>	<b>2,493,983</b>	<b>1,882,873</b>
有利子負債	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	20,150,178
非支配株主	570,720	587,653	516,217	624,821	749,839	859,198	861,472	668,264	694,120	718,915
自己資本	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	19,348,152

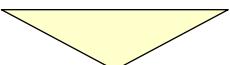
NOPAT	152,347	495,082	405,414	1,166,390	1,972,717	2,291,456	2,426,370	1,865,698	2,478,261	1,704,887
資本コスト額	881,468	903,753	896,524	908,285	1,041,458	1,240,390	1,447,189	1,369,108	1,428,771	1,605,365
<b>EVA</b>	<b>(729,121)</b>	<b>(408,672)</b>	<b>(491,110)</b>	<b>258,105</b>	<b>931,258</b>	<b>1,051,066</b>	<b>979,180</b>	<b>496,590</b>	<b>1,049,490</b>	<b>99,522</b>

# EVA+, NOPAT+の企業の割合



# EVA経営、中国は国策として実施

中国政府は国有企业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。

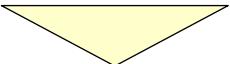


特に、国有企业の業績を評価する際に「年度経営業績総合得点」というものを設けている。「年度経営業績総合得点」の算出式は以下の通り。

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



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

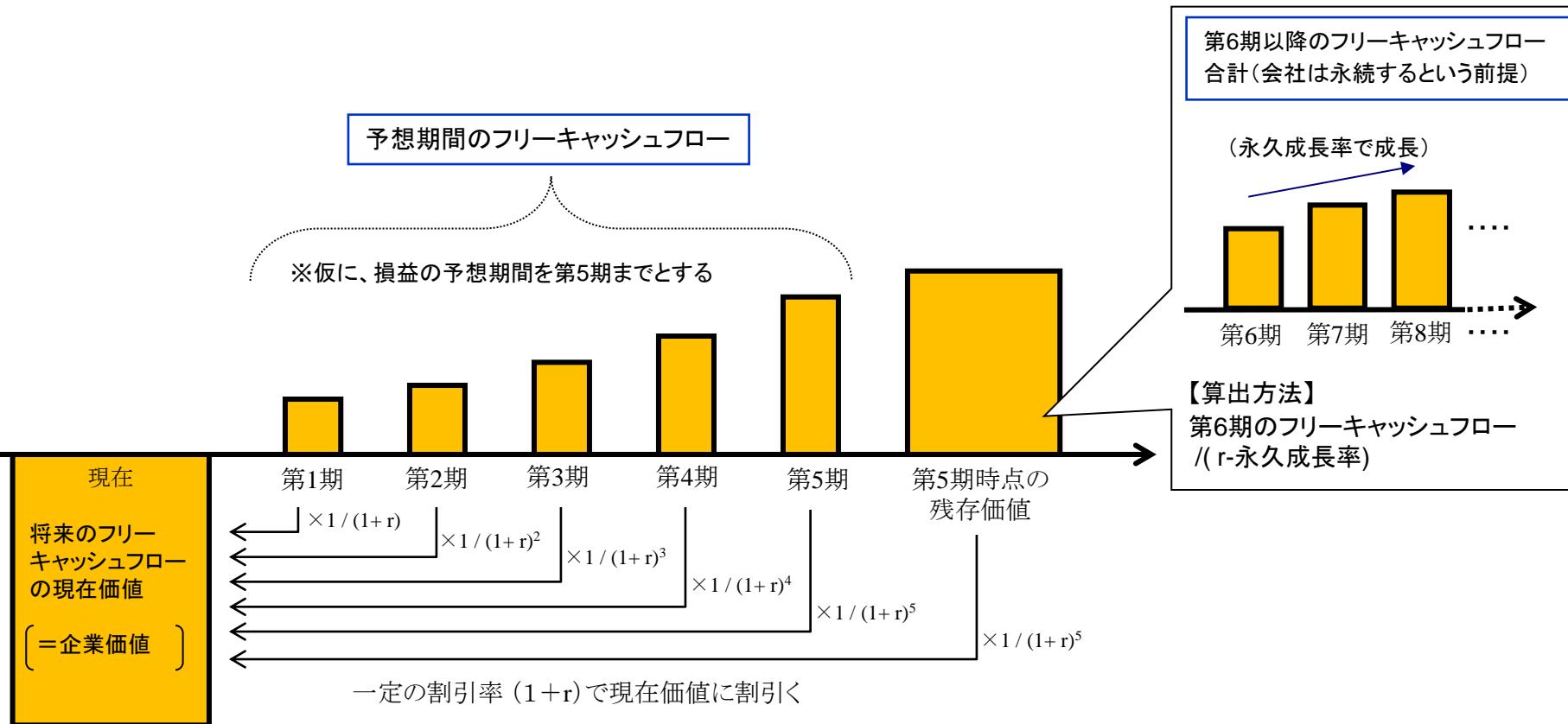
## 主な改定事項

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、 <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、 <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)等の後継者計画(プランニング)の策定・運用への主体的な関与・監督、②経営陣の報酬制度の設計・具体的な金額の決定、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の選任</u> 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・報酬委員会の設置</u> 、 <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。

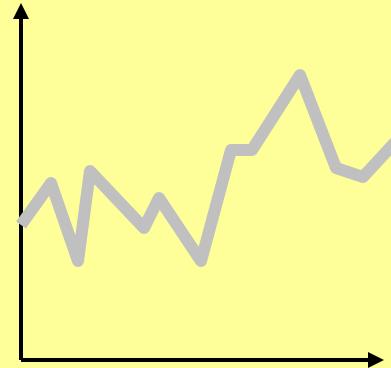
# 企業価値の基本思考

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？

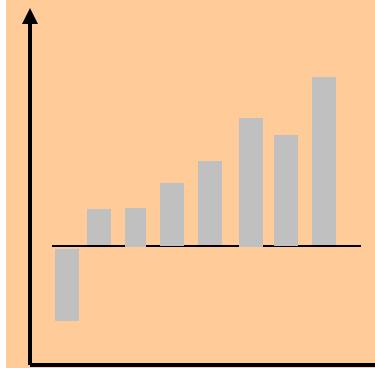
## ◆株価



株式時価総額  
TSR  
MVA

株主に対する貢献度を直接的に確認できるが、制御不能な事象により増減することがある。

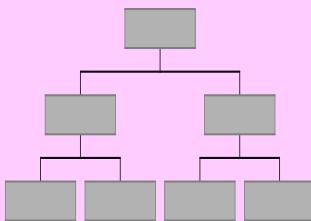
## ◆理論価値



DCF  
DDM  
Real Option

理論的な企業価値で、投資や戦略の是非を検討する上で有用だが、将来CFの予測に応じて値が変動。

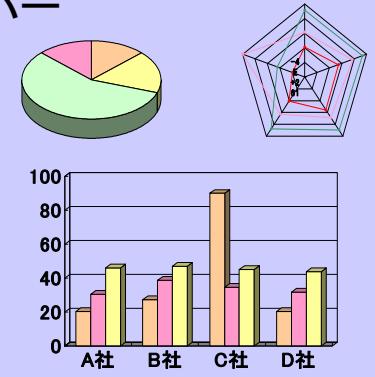
## ◆財務比率・指標



ROIC      EVA  
ROE      EBITDA  
売上成長    利益成長

理論価値と関連する財務指標を業績評価指標として、株価や理論価値に代替して利用。

## ◆バリュードライバー



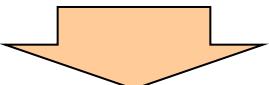
市場シェア  
顧客満足  
製品・サービス品質

価値創造の変化を示すシグナルは財務比率に現れない可能性がある。

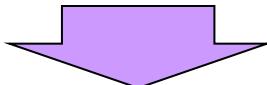
企業価値に関連する指標はさまざまであり、それぞれの指標をどのように利用しわけるかがポイントとなる。

# EVAとMVA(1)

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



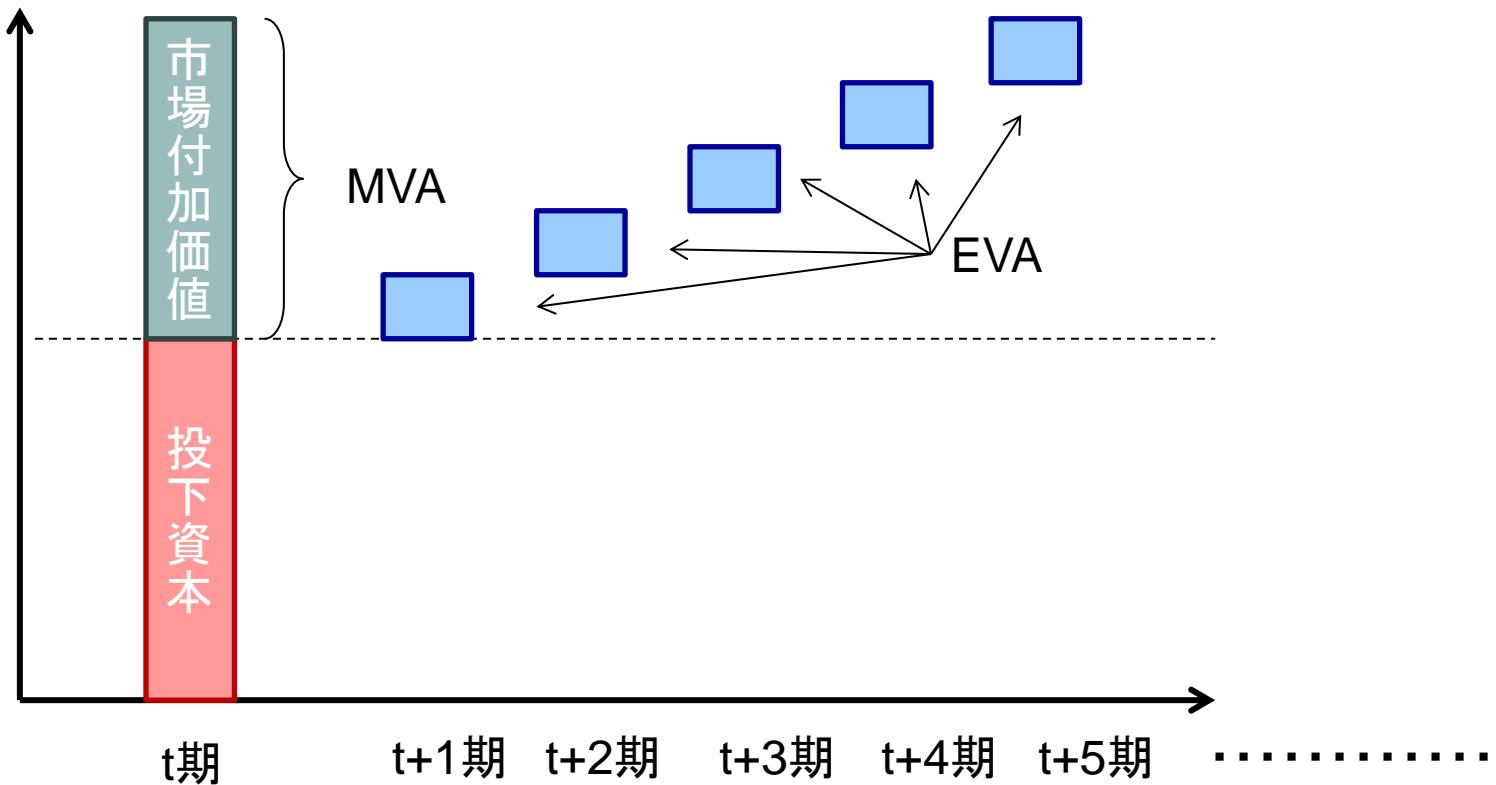
投下資本<sub>1</sub>と等しくなる  
と仮定(一定成長を仮  
定)。



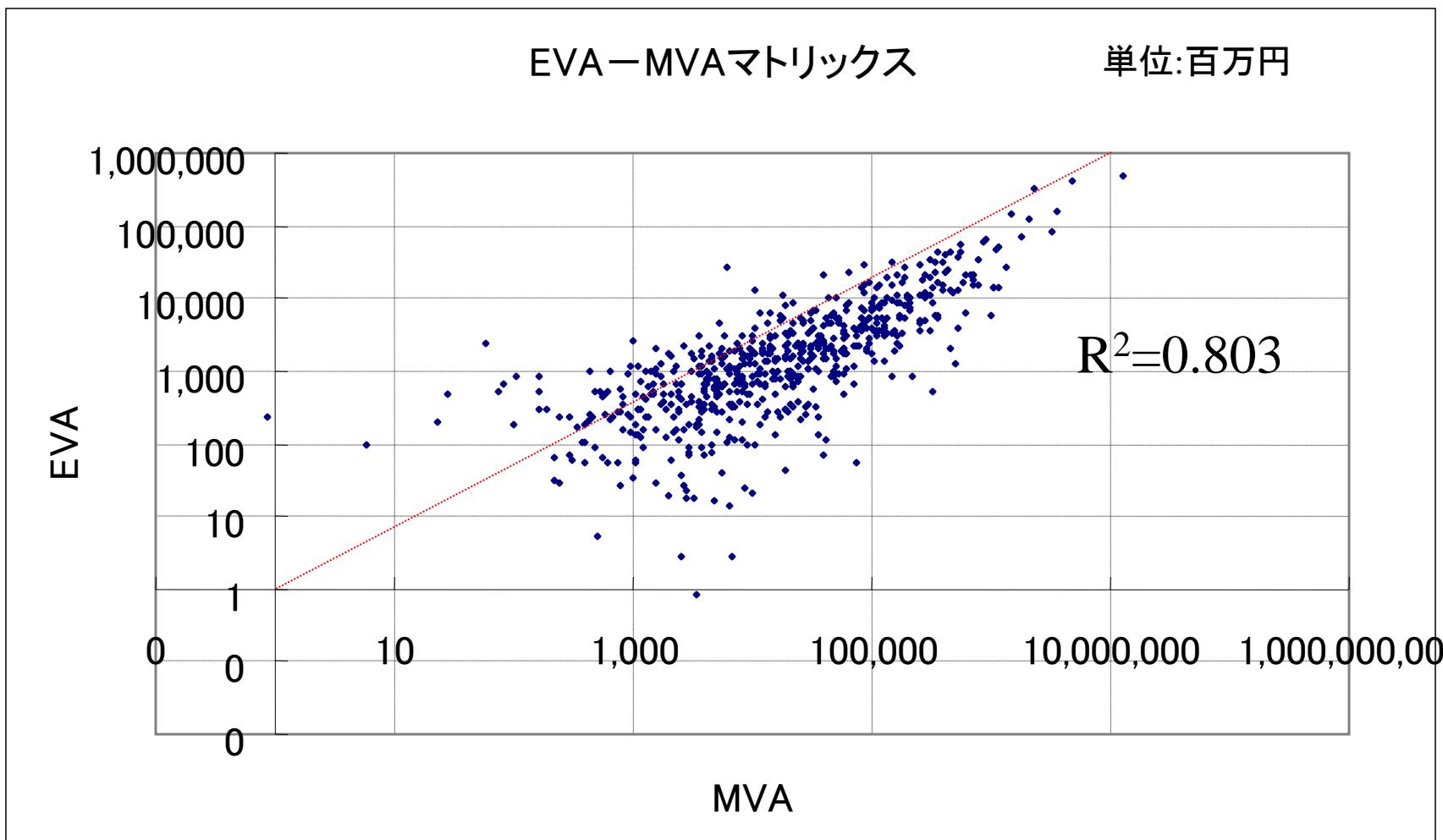
$\text{投下資本}_t \times (r_t - c_t) = EVA_t$

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)



# EVAとMVA(3)



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

- ファーストリテイリングの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

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

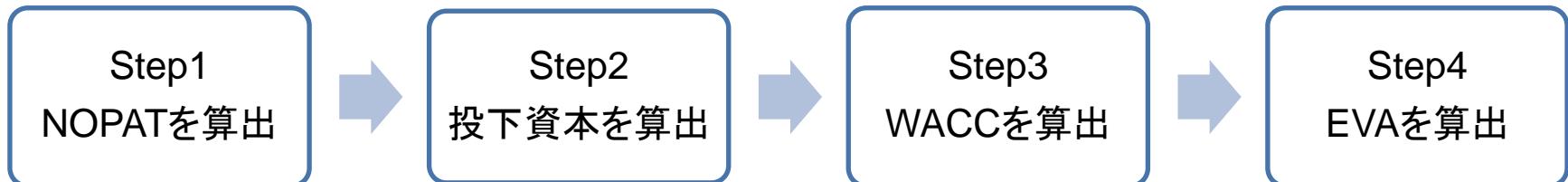
$NOPAT_t$  ...  $t$ 期の税引後営業利益

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－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－営業利益に対する法人税等 + 持分法投資損益

営業利益に対する法人税等 = 法人税等 + 調整税額

	営業利益	税率	持分法投資損益	NOPAT
ファーストリテイリング (2018/08)	250,604	32.13%	611	181,149
ZOZO (2019/03)	25,654	28.96%	0	19,120
Inditex (2019/01)	4,356	22.15%	54	3,427

※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 FRI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売損益や減損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 ファーストリテイリング、ZOZOは単位:百万円、Inditex(ZARA)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
ファーストリテイリング (2017/08)	731,770	30,272	281,590	1,043,551
ZOZO (2018/03)	40,811	0	0	40,881
Inditex (2018/01)	13,497	25	16	13,538

※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。

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

## 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 $\beta$ (市場リスク)をベースに決定されることが多い。

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

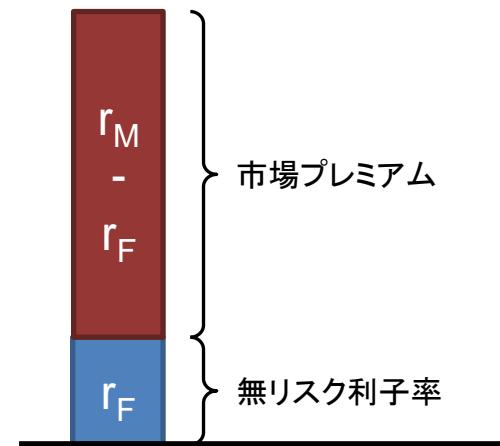
$r_F$ : 無リスク利子率

$(r_M - r_F)$ : 市場リスク・プレミアム

$r_M$ : 市場Index利益率

$\beta$ : 市場 $\beta$

※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。



$$r_D: \text{有利子負債コスト率}$$

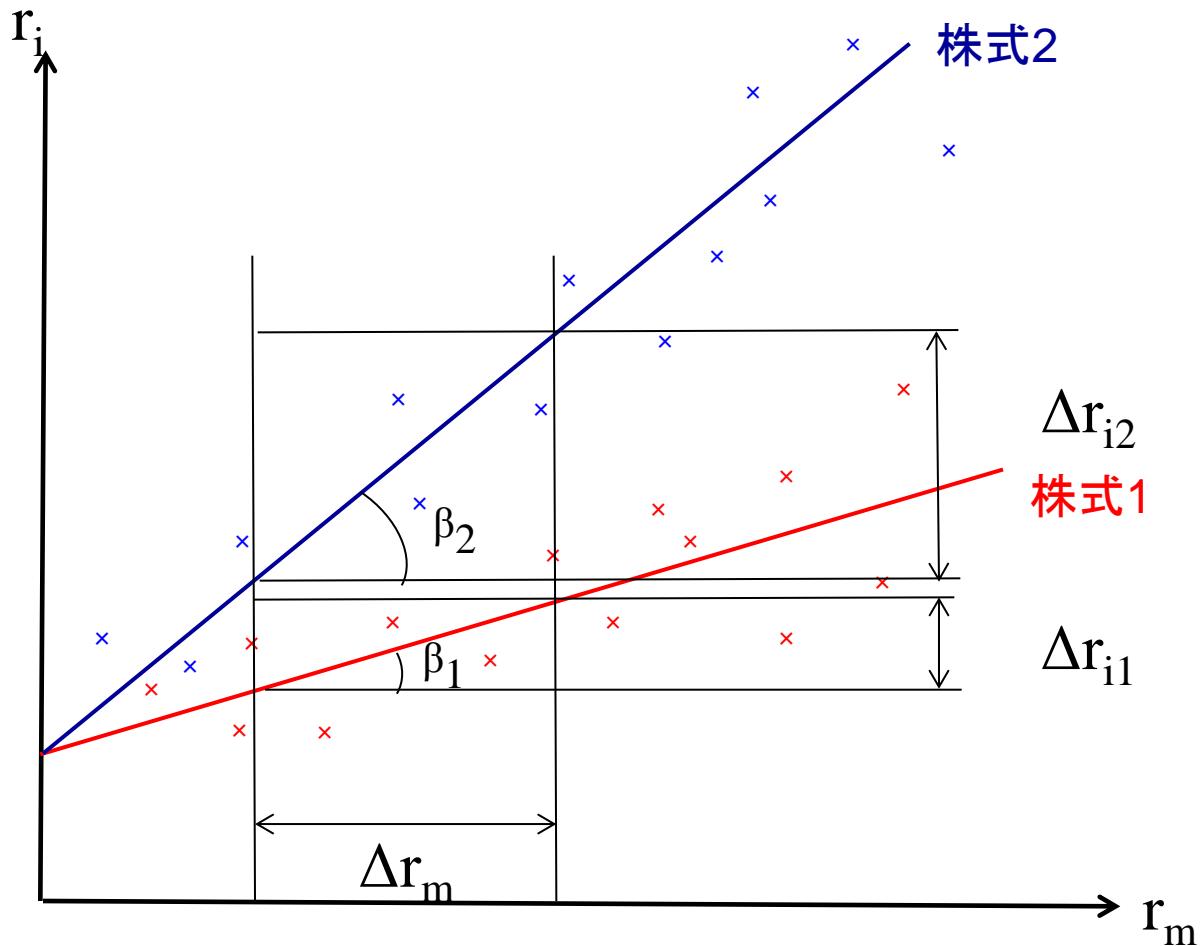
手法① 実績値をベースに算出。支払利息/有利子負債

手法②  $r_F + \beta$  + 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。

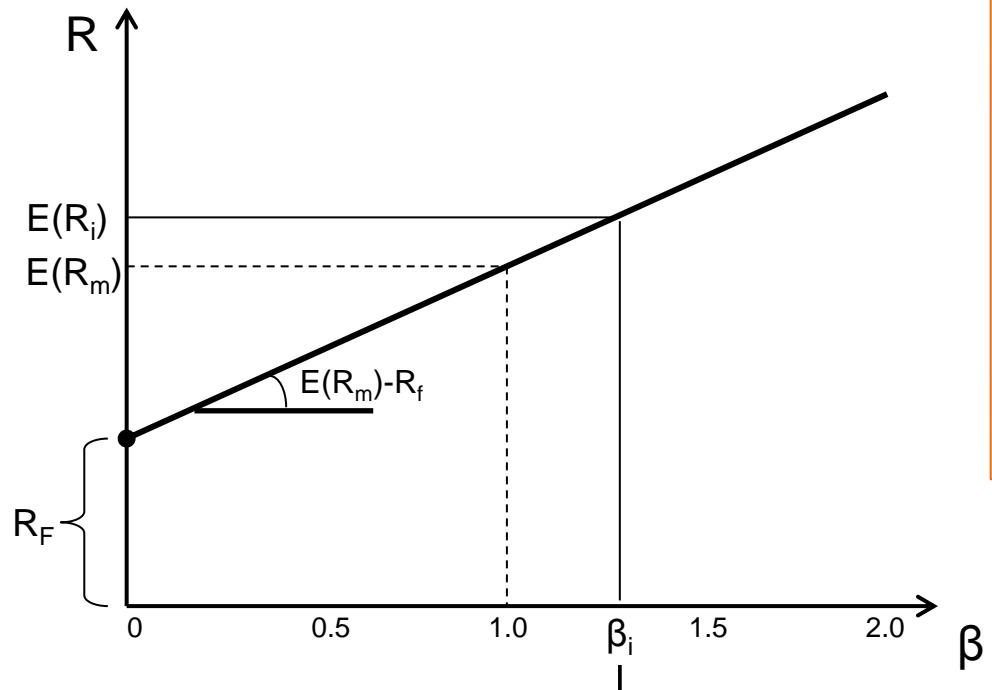
## Step3 資本コストを算出する

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】

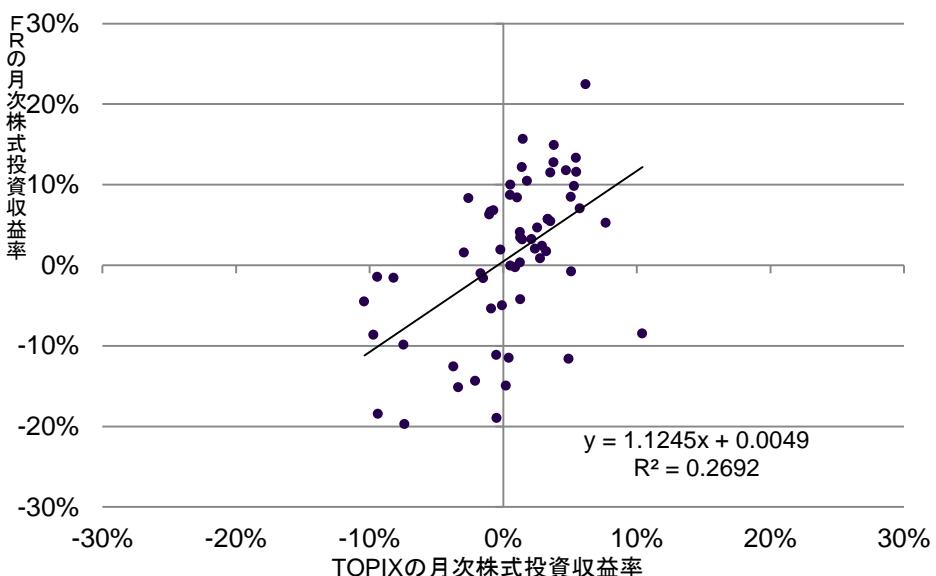
- ✓ 市場(景気)変動との連動
- ✓ ボラティリティー比

## 【財務リスクと事業リスク】

- ✓ DEレシオ→財務リスク
- ✓ Unlevered  $\beta$ →事業リスク

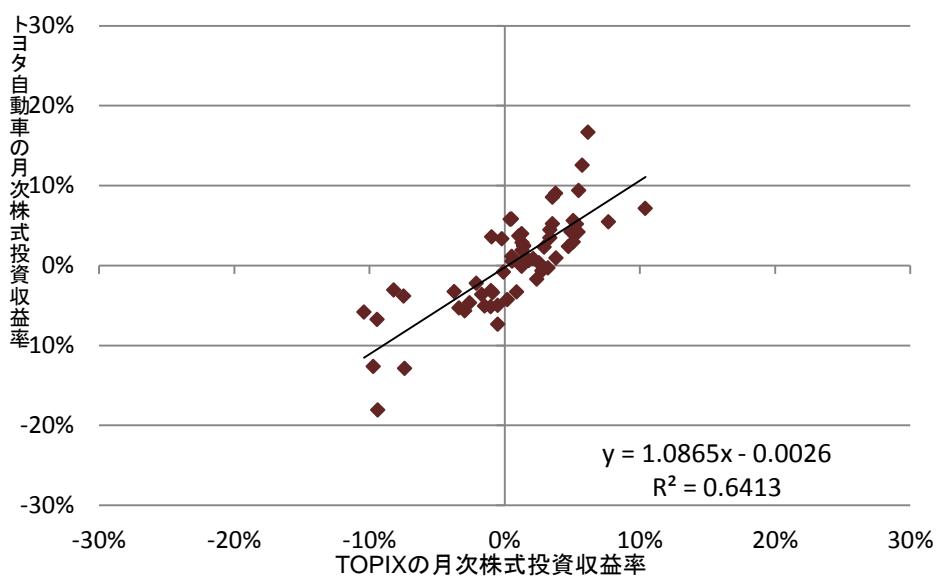
# 市場ベータの推定

## ■ファーストリテイリング



※2014年3月～2019年02月までのデータから算出。

## ■トヨタ自動車



※2014年4月～2019年3月までのデータから算出。

市場INDEXに対して、トヨタ自動車もファーストリテイリングもより大きく変動する傾向がある。両者ともグローバル展開を進展しており、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

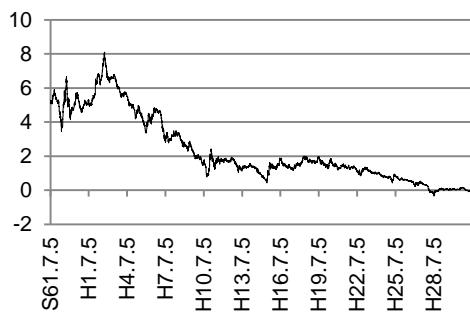
$$\text{株主資本コスト率} = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

## 【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/ata/gbcm\\_all.csv](http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/ata/gbcm_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などで提供。  
<http://www.bloomberg.co.jp/>
- ✓ 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/](https://www.ibbotson.co.jp/productservice/cost_of_capital.html/)

計測期間	期間	Historical ERP
1952-2019年	67年間	8.70%
1960-2019年	59年間	6.00%
1970-2019年	49年間	5.20%
1980-2019年	39年間	4.00%
1990-2019年	29年間	0.60%
2009-2019年	10年間	9.40%

- ✓ 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。1955-2019年で7.5%。
- ✓ 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
2019年5月31日	直近	-0.092%
201806-201905	1年	0.043%
201406-201905	5年	0.146%
200906-201905	10年	0.567%
199906-201905	20年	1.021%
198906-201905	30年	2.071%
198607-201905	33年(最長)	2.357%

## ■市場リスクプレミアム

年月	期間	利率
201801-201903	直近	-6.7%
201701-201903	1年3カ月	6.1%
200901-201903	10年3カ月	9.4%
199901-201903	20年3カ月	5.6%
198901-201903	30年3カ月	0.6%
197901-201903	40年3カ月	3.8%
196901-201903	50年3カ月	5.8%
195901-201903	60年3カ月	6.4%
195501-201903	64年3カ月	7.5%
195201-201903	67年3カ月(最長)	8.7%

論点②β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？

# 市場βをいかに修正するか①

Market Indexによる各社の株式リターン説明力は必ずしも高くないケースが少なくない。どのように対応すべきか？

## 【修正①】Unlevered βの算出

市場βが不安定なのは、統計モデルの不安定性に起因する。多数のサンプルで事業リスクを推計すれば安定する。

1. 産業ごとにUnlevered βを修正(各社のLevered βをレバレッジで調整し、産業平均値・中央値を算出)。
2. 1で算出したUnlevered βを活用し、各社の有利子負債、株式時価総額に基づき、各社のLevered βを推定。

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

## 【修正②】修正βの活用

BARRAやBloombergなどのデータベースで活用する市場βは市場全体のβは1.0に収束すると考えるBloomの原則で修正。

各社の市場βを調整。

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

※証券会社によっては切片に0.4ないしは0.45、市場βに乗じる係数を0.6ないしは0.55とするケースもある。

# 市場βをいかに修正するか②

会社名	市場β	市場β R2	修正β①	Industry	Industry Unlevered β	有利子負債	実効税率	株式時価総額	修正β②
IHI	1.180	0.407	1.120	Machinery	0.950	317,262	0.293	509,681	1.368
旭化成	0.929	0.452	0.952	Chemicals	0.802	301,745	0.211	1,953,184	0.899
稻畑産業	1.039	0.458	1.026	Trading Companies and Distributors	0.628	71,993	0.461	98,733	0.875
ANA HD	0.608	0.407	0.739	Airlines	0.569	798,393	0.259	1,365,099	0.816
エーザイ	0.991	0.221	0.994	Pharmaceuticals	0.683	173,141	0.291	1,940,515	0.727
AGC	1.359	0.515	1.239	Building Products	0.751	516,618	0.307	1,118,274	0.991
岡三証券G	1.353	0.637	1.236	Capital Markets	0.800	119,066	0.340	125,934	1.299
オムロン	1.100	0.459	1.066	Electronic Equipment, Instruments and Components	0.895	0	0.254	1,328,794	0.895
花王	0.652	0.308	0.768	Personal Products	0.680	123,762	0.273	3,754,330	0.696
亀田製菓	0.561	0.144	0.707	Food Products	0.510	10,427	0.304	108,375	0.544
キリンHD	0.563	0.275	0.708	Beverages	0.436	486,474	0.222	2,592,274	0.500
小林製薬	0.649	0.283	0.766	Personal Products	0.680	776	0.297	577,669	0.681
塩野義製薬	0.855	0.301	0.903	Pharmaceuticals	0.683	28,491	0.208	1,726,130	0.692
JSR	0.926	0.483	0.950	Chemicals	0.802	81,601	0.243	532,619	0.894
J. フロントリテ イリング	1.015	0.458	1.010	Multiline Retail	0.607	189,494	0.340	510,268	0.756
住友商事	0.855	0.544	0.903	Trading Companies and Distributors	0.628	3,275,489	0.190	2,235,872	1.373
住友林業	0.837	0.435	0.891	Household Durables	0.661	200,630	0.340	309,272	0.943
積水化学	1.076	0.559	1.051	Household Durables	0.661	46,325	0.293	875,259	0.685
セブン&i	0.632	0.489	0.755	Food and Staples Retailing	0.499	1,021,754	0.287	3,945,959	0.591
ソニー	0.882	0.377	0.921	Household Durables	0.661	1,359,418	0.217	6,511,064	0.769
東京リ屈トロン	1.095	0.402	1.063	Semiconductors and Semiconductor Equipment	1.044	0	0.257	3,284,559	1.044
東京海上HD	1.164	0.649	1.109	Insurance	0.759	966,585	0.152	3,506,136	0.936
東京電力	1.127	0.323	1.085	Electric Utilities	0.181	6,029,408	0.029	656,926	1.795
東レ	0.618	0.337	0.745	Chemicals	0.802	812,567	0.245	1,609,844	1.107
JR西日本	0.645	0.390	0.763	Road and Rail	0.506	943,522	0.320	1,438,680	0.731
日医工	0.684	0.270	0.789	Pharmaceuticals	0.683	124,349	0.110	94,470	1.484
日本瓦斯	0.833	0.251	0.889	Gas Utilities	0.474	41,366	0.305	212,235	0.538
J T	0.549	0.261	0.699	Tobacco	0.505	763,056	0.263	6,503,075	0.549
JPX	1.120	0.568	1.080	Capital Markets	0.800	52,440	0.306	1,030,404	0.828
日立物流	0.784	0.343	0.856	Road and Rail	0.506	164,298	0.315	333,534	0.677
日本ハム	0.562	0.155	0.708	Food Products	0.510	110,948	0.274	468,666	0.597
丸井グループ°	1.138	0.417	1.092	Multiline Retail	0.607	485,331	0.344	480,824	1.009
MS&AD	1.040	0.568	1.027	Insurance	0.759	795,102	0.370	1,987,554	0.950
三井不動産	1.280	0.588	1.187	Real Estate Management and Development	0.257	2,604,654	0.297	2,550,856	0.441
三菱重工業	1.060	0.545	1.040	Machinery	0.950	813,170	0.249	1,368,778	1.374
三菱商事	0.803	0.424	0.869	Trading Companies and Distributors	0.628	5,149,380	0.249	4,538,406	1.163

# 市場βをいかに修正するか③

産業名	平均値	中央値	産業名	平均値	中央値
Aerospace and Defense	0.876	0.876	Hotels, Restaurants and Leisure	0.391	0.389
Air Freight and Logistics	0.599	0.653	Household Durables	0.661	0.676
Airlines	0.569	0.569	Household Products	0.753	0.803
Auto Components	1.747	0.767	Independent Power and Renewable Electricity Producers	0.491	0.491
Automobiles	0.816	0.867	Industrial Conglomerates	0.758	0.853
Banks	0.477	0.416	Insurance	0.759	0.858
Beverages	0.436	0.434	Interactive Media and Services	1.351	1.476
Biotechnology	0.824	0.824	Internet and Direct Marketing Retail	0.930	0.614
Building Products	0.751	0.765	IT Services	0.928	0.791
Capital Markets	0.800	0.766	Leisure Products	0.604	0.571
Chemicals	0.802	0.810	Life Sciences Tools and Services	1.671	1.371
Commercial Services and Supplies	0.528	0.576	Machinery	0.950	0.846
Communications Equipment	1.038	0.803	Marine	0.422	0.408
Construction and Engineering	0.777	0.780	Media	0.876	0.800
Construction Materials	0.707	0.799	Metals and Mining	0.709	0.695
Consumer Finance	0.135	0.232	Multiline Retail	0.607	0.626
Containers and Packaging	0.528	0.464	Oil, Gas and Consumable Fuels	0.500	0.459
Distributors	0.524	0.544	Paper and Forest Products	0.473	0.489
Diversified Consumer Services	0.598	0.570	Personal Products	0.680	0.653
Diversified Financial Services	0.305	0.167	Pharmaceuticals	0.683	0.752
Diversified Telecommunication Services	0.340	0.340	Professional Services	0.367	0.663
Electric Utilities	0.181	0.183	Real Estate Management and Development	0.257	0.551
Electrical Equipment	0.858	0.820	Road and Rail	0.506	0.461
Electronic Equipment, Instruments and Components	0.895	0.879	Semiconductors and Semiconductor Equipment	1.044	1.038
Energy Equipment and Services	0.835	0.803	Software	0.866	0.897
Entertainment	0.957	0.774	Specialty Retail	0.548	0.572
Equity Real Estate Investment Trusts (REITs)	0.185	0.189	Technology Hardware, Storage and Peripherals	0.863	0.859
Food and Staples Retailing	0.499	0.486	Textiles, Apparel and Luxury Goods	0.573	0.575
Food Products	0.510	0.449	Thrifts and Mortgage Finance	0.265	0.265
Gas Utilities	0.474	0.521	Tobacco	0.505	0.505
Health Care Equipment and Supplies	0.699	0.666	Trading Companies and Distributors	0.628	0.567
Health Care Providers and Services	0.622	0.633	Transportation Infrastructure	0.675	0.732
Health Care Technology	0.927	0.927	Wireless Telecommunication Services	0.655	0.489

# 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)

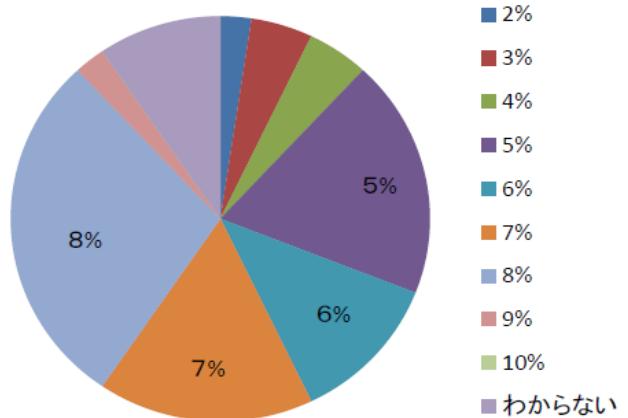
最終報告書

平成 26 年 8 月

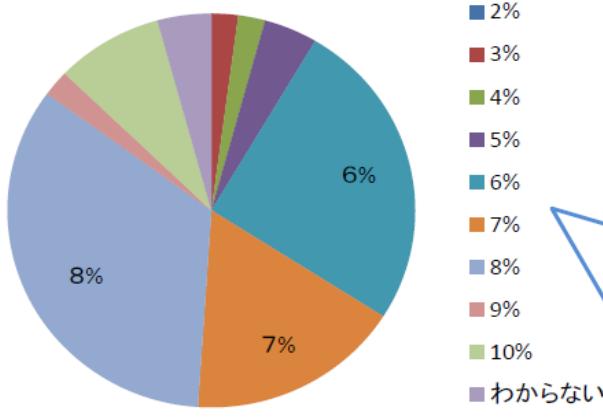
# 現実

## 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

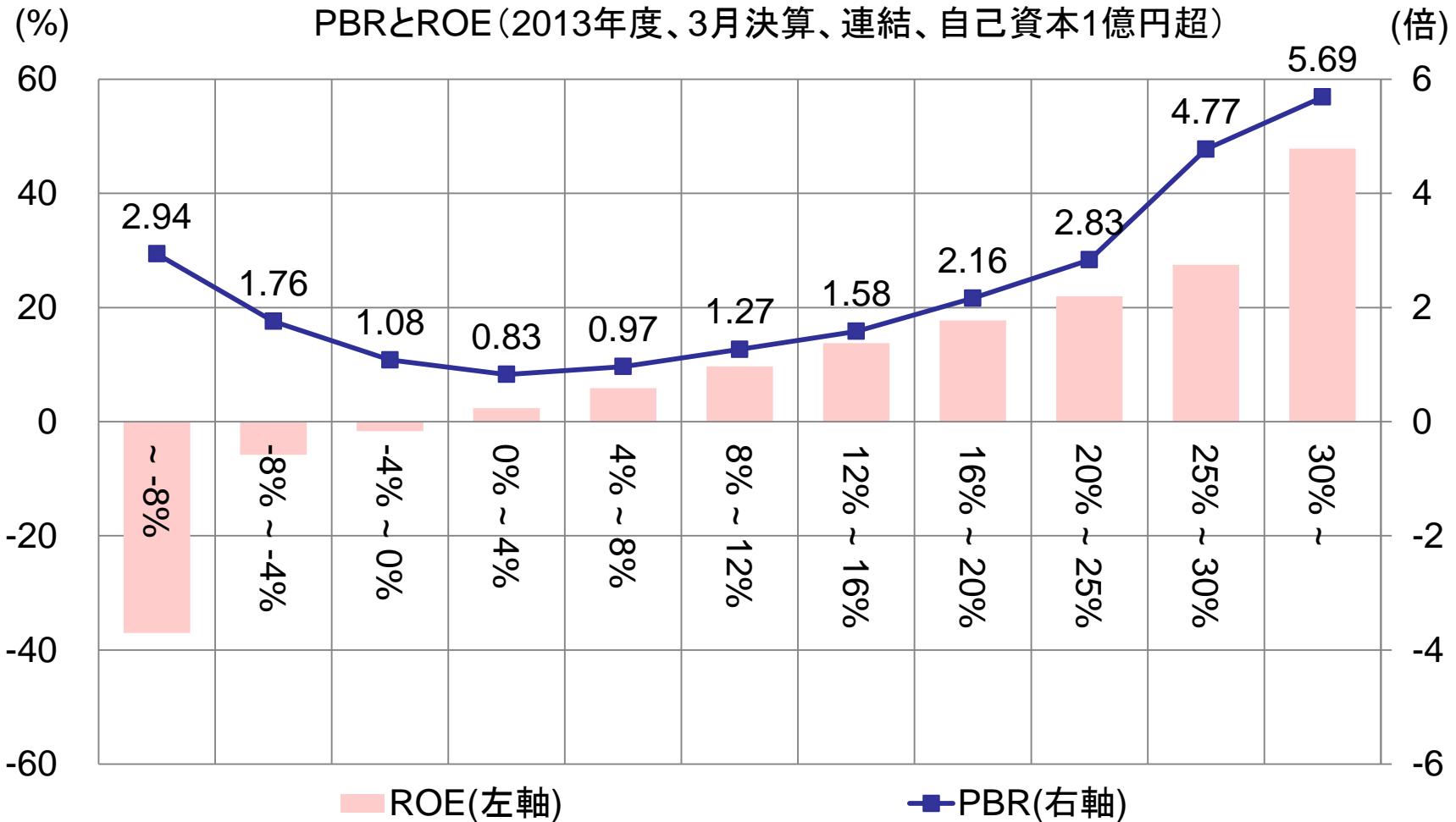
- ①回答に大きくばらつき
- ②平均的には6~7%を想定

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)

$\beta$ …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

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

	$r_f$	$E(r_m - r_f)$	$\beta$	$r_e$	支払利息	期首期末平均有利子負債	$r_d$
ファーストリテイリング(2017/08)	0.816	7.5	1.362	11.03%	1,529	160,747	0.951%
ZOZO(2018/03)	0.732	7.5	0.925	7.67%	0	0	0%
Inditex(2018/01)	0.753	7.5	0.812	6.85%	10	39	0.753%

# 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
ファーストリテイリング(2017/08)	11.03%	0.951%	3,209,339	281,509	35.09%	10.19%
ZOZO(2018/03)	7.67%	0%	885,693	0	28.96%	7.67%
Inditex(2018/01)	6.85%	0.753%	222,896	31,592	22.52	6.85%

# 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

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

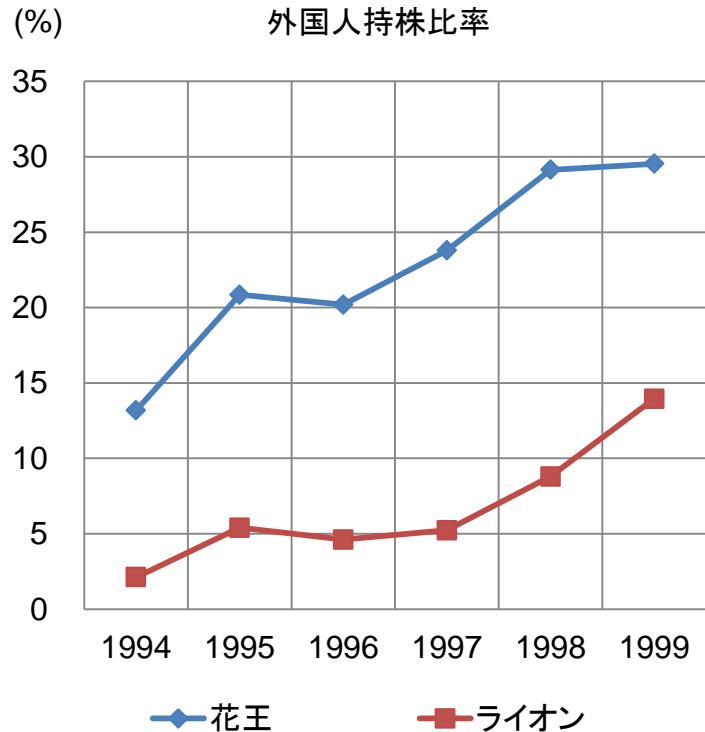
- EVAを計算する際の注意点は、どの期のNOPAT、投下資本、WACCを用いるかということである。t期のEVAを算出するためにはt期のNOPATと、t-1期の投下資本及びWACCを用いる
- これは、EVAが株主や債権者の事前の期待に対して、企業が実際にどれだけの利益を稼ぎだしたかを示す指標であるためである

	NOPAT	投下資本	WACC	EVA
ファーストリテイリング(2018/08)	181,149	1,043,551	10.19%	74,821
ZOZO(2019/03)	19,120	40,881	7.67%	15,991
Inditex(2019/01)	3,427	13,538	6.85%	2,500 (311,687億円)

## 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



- 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)

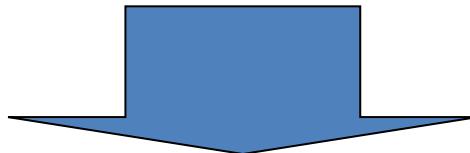
EVA導入の背景には、外国人投資家が増加するとともに、株主から「真に価値を生み出すこと」を要求されるようになったことが挙げられる

# 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 米国ジャーベ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ベンズ社。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

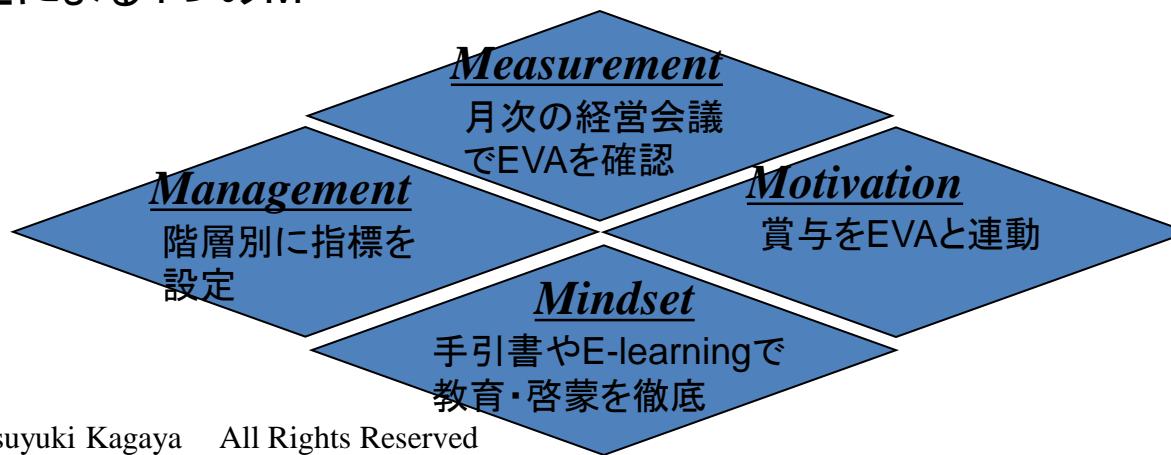
IR担当の渡辺副社長は欧米の投資家から「EVAをどのように考えるか？」と問われるケースが多くなっていた。

# EVA経営システムを導入する 4つのM

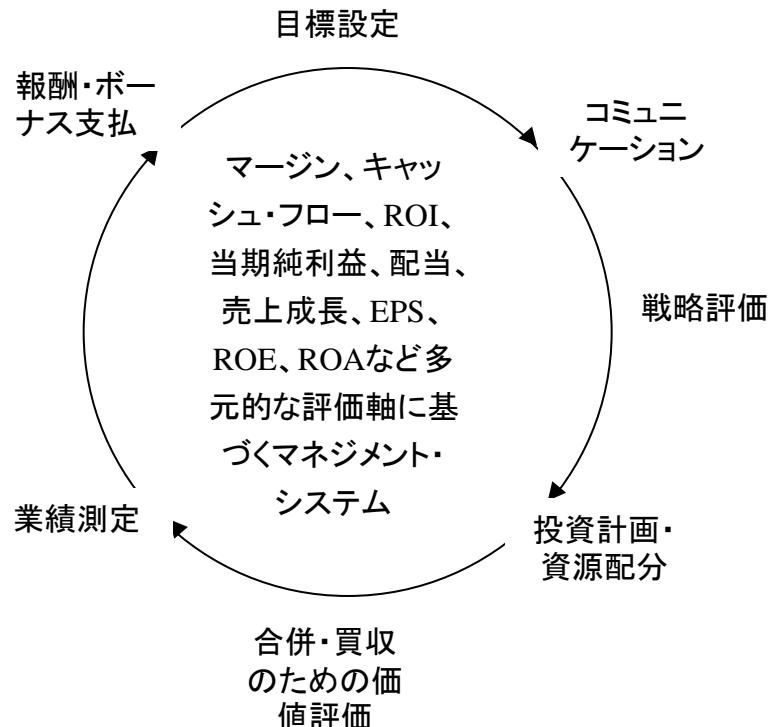
- ・Measurement System 業績尺度(正確な業績評価)
- ・Management System 経営の道具(意思決定を支援)
- ・Motivation 動機付け。成果に報いる。
- ・Mindset 意識づけ(啓蒙)

EVAの継続的な改善(増大) → 企業価値の増大

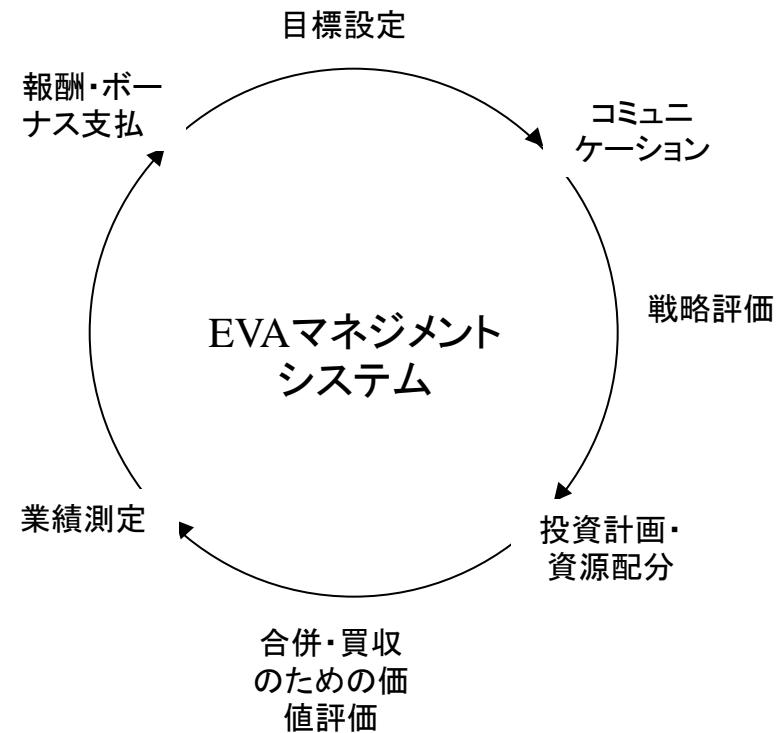
## ◆花王による4つのM



# 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*

---

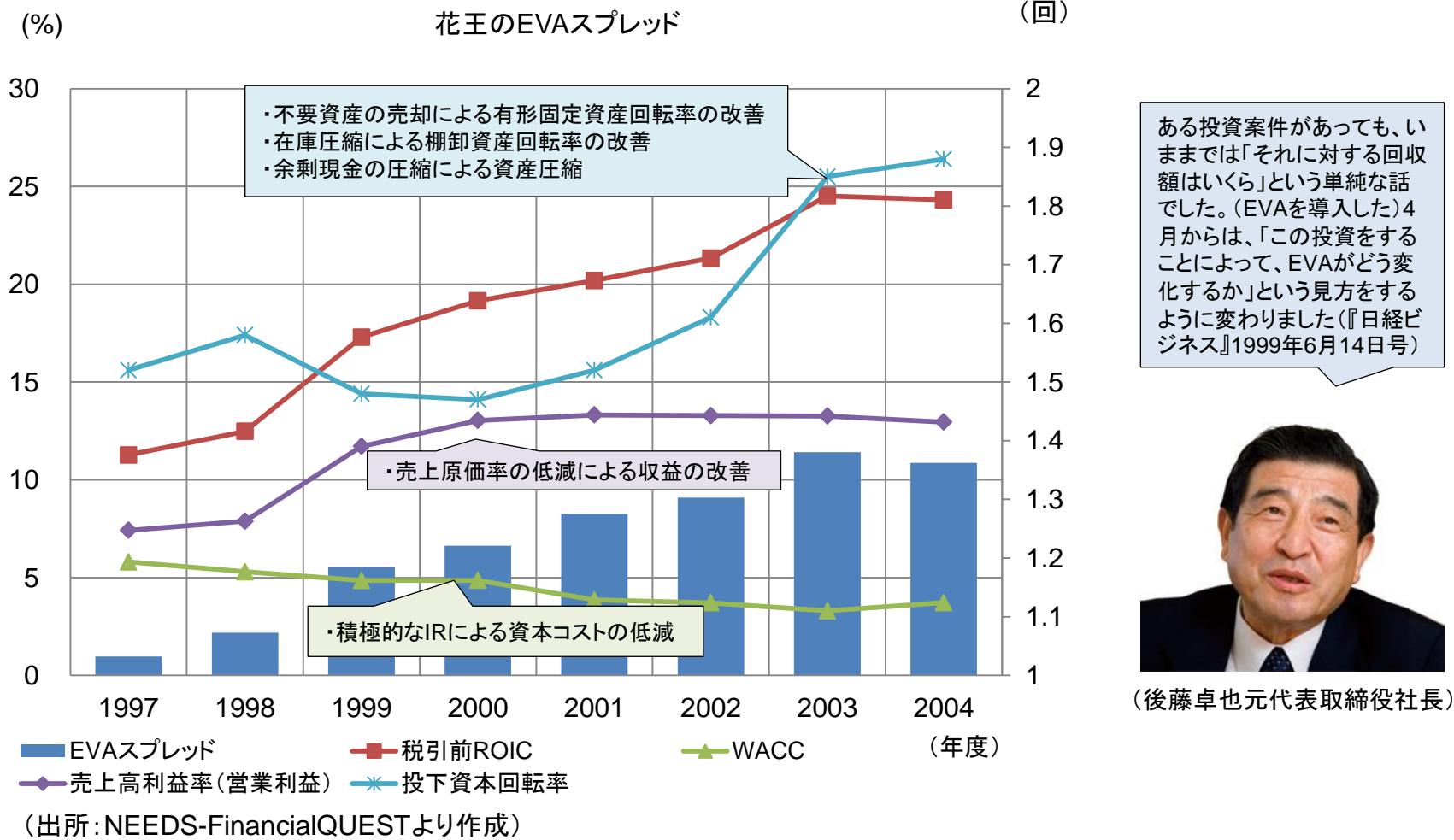
$$\left( \frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right) \times \text{投下資本}$$

$r - c$

EVAスプレッド

# EVAの導入事例 I

## EVA導入事例—花王



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

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

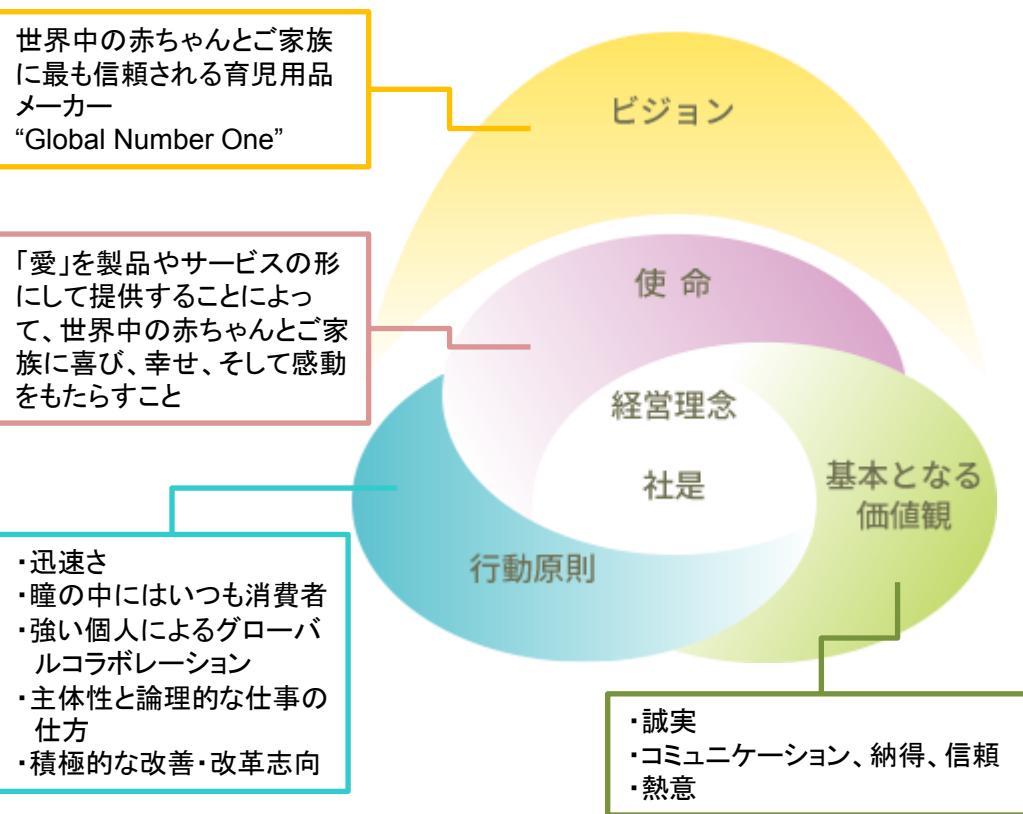
## Mindset: 意識改革のための啓蒙活動

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だけでなく、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



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、競争優位がつくれる。その結果、高収益になる。

そういう会社であれば、社員も楽しく仕事ができ、仕事を通して成長を感じられる。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：世界中の赤ちゃんと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、世界中の赤ちゃんとご家族に、喜び、幸せ、感動をもたらすこと。

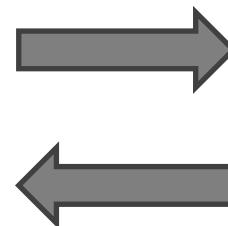
## Pigeon Wayの成果の定義

- ◆ 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し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)。

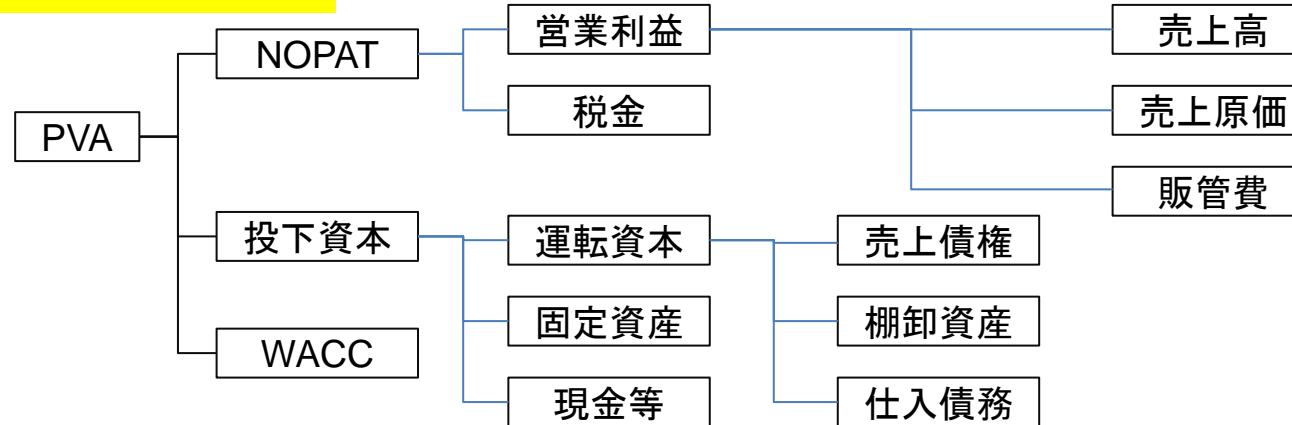
- 真似されにくいビジネスモデル
- マーケティング力とナレッジ
- 経営管理指標(ROE、ROIC、CCC、PVA)の積極活用
- グローバルキャッシュマネジメントとタックスペネフィット活用
- 明確な投資基準と不採算事業撤退

# EVA導入事例Ⅱ

## PVAの活用

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

### 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

$$\left( \frac{NOPAT}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right) \times \text{投下資本}$$

$r - c$

EVAスプレッド

- 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 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 一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BS項目を配賦していくべきか。
  - 各事業ユニットにいかに共通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資源を集中していくか。
  - 将来を支える新規事業をいかに育てていくべきか。そのプロジェクトの進捗をいかに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)。

# 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

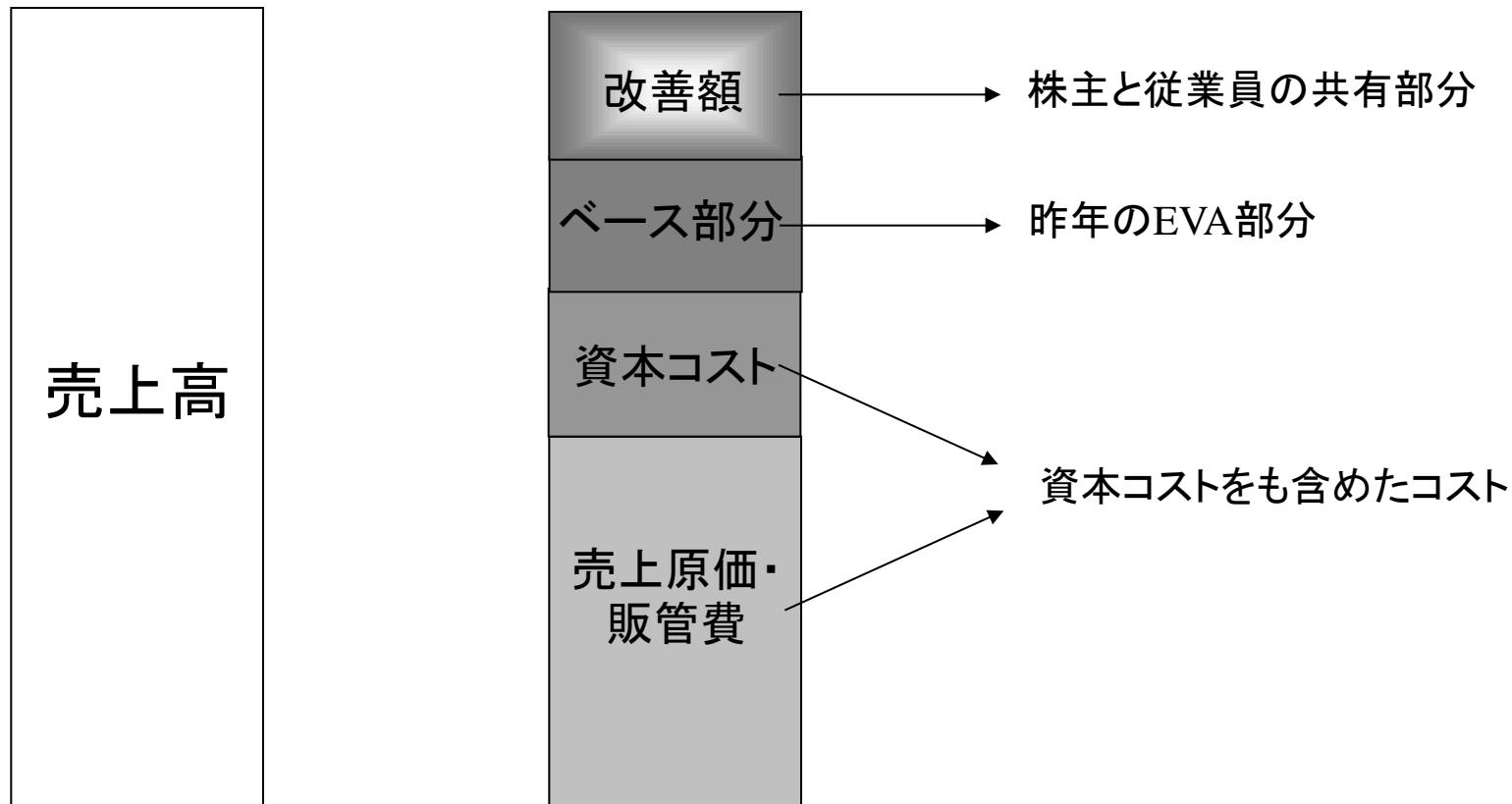
### ⌘旭化成

- ▢ 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*

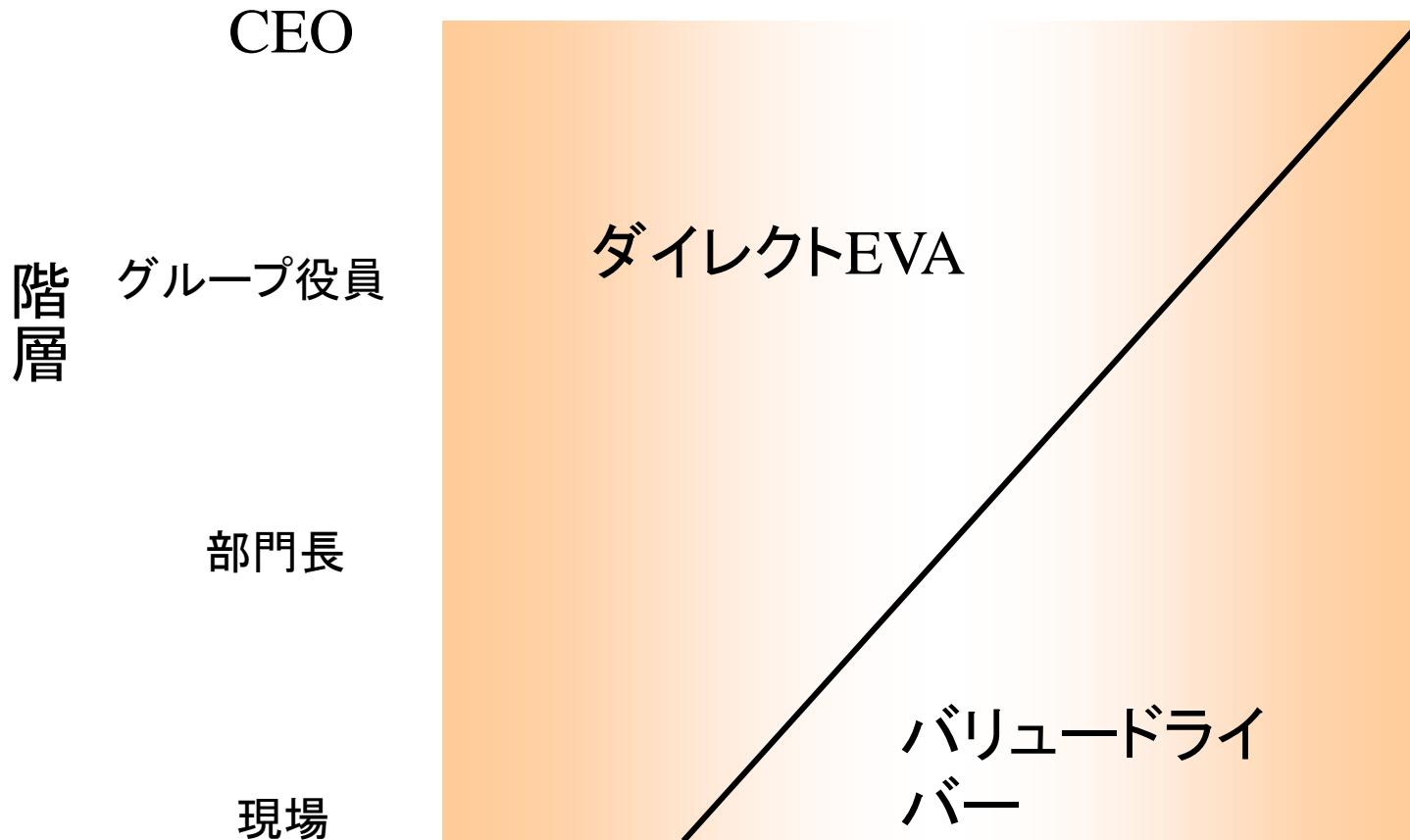
---



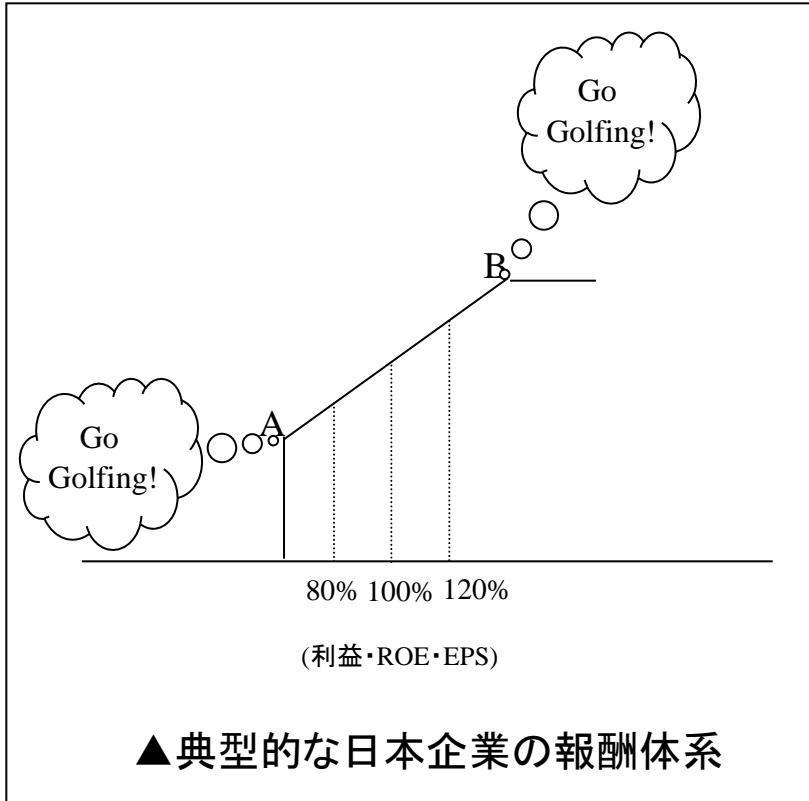
Align Interests with Other Stakeholder ( $\rightarrow$ EVA改善額で評価する)。

# 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。