

HFLP Bコース 研修レポート

2020年6月6日

長瀬産業(株) 前田 賢二

I. セッションからの気づき

1. 資本コストとROE
2. ビジネスモデルの変革
3. M&A

コーポレートガバナンス・コードでも資本コストを把握し、経営戦略や計画策定に当たることを示し、さらに株主への明確な説明を言及。資本コストを上回るROE（最低限8%）を上げ続けることが求められる。

○コーポレートガバナンス・コード

【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・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

○伊藤レポート

「資本主義の根幹を成す株式会社が継続的に事業活動を行い、企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回るROEを上げ続けることである。なぜなら、それが企業価値の持続的成長につながるからである。この大原則を死守できなければ資本市場から淘汰される。」

「個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。」

1. 資本コストとROE ～ROE8.0%～

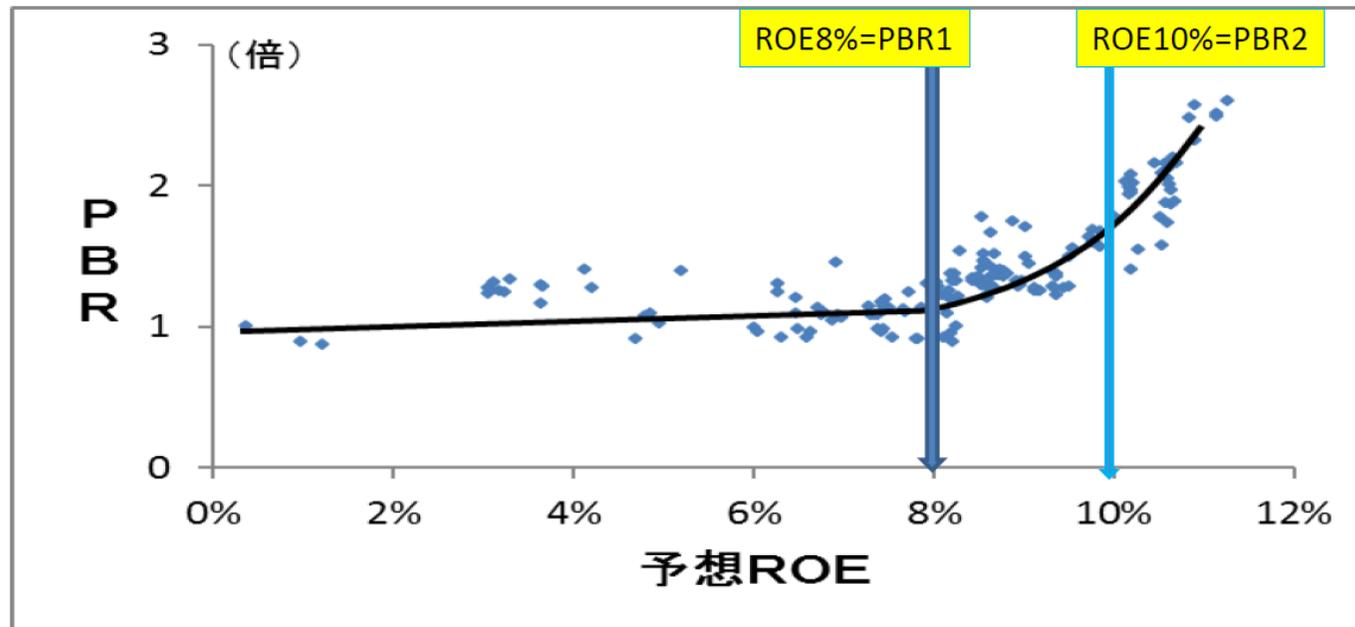
ROE8%がグローバル投資家の想定水準であり、PBR 1.0を維持できる水準である。それを超える水準のROEを上げること
でPBRも向上する。

「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7 %超になっている。これによれば ROE が 8 %を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる」(【出所】柳 [2013a])

過去10年のPBRと予想ROEの相関図

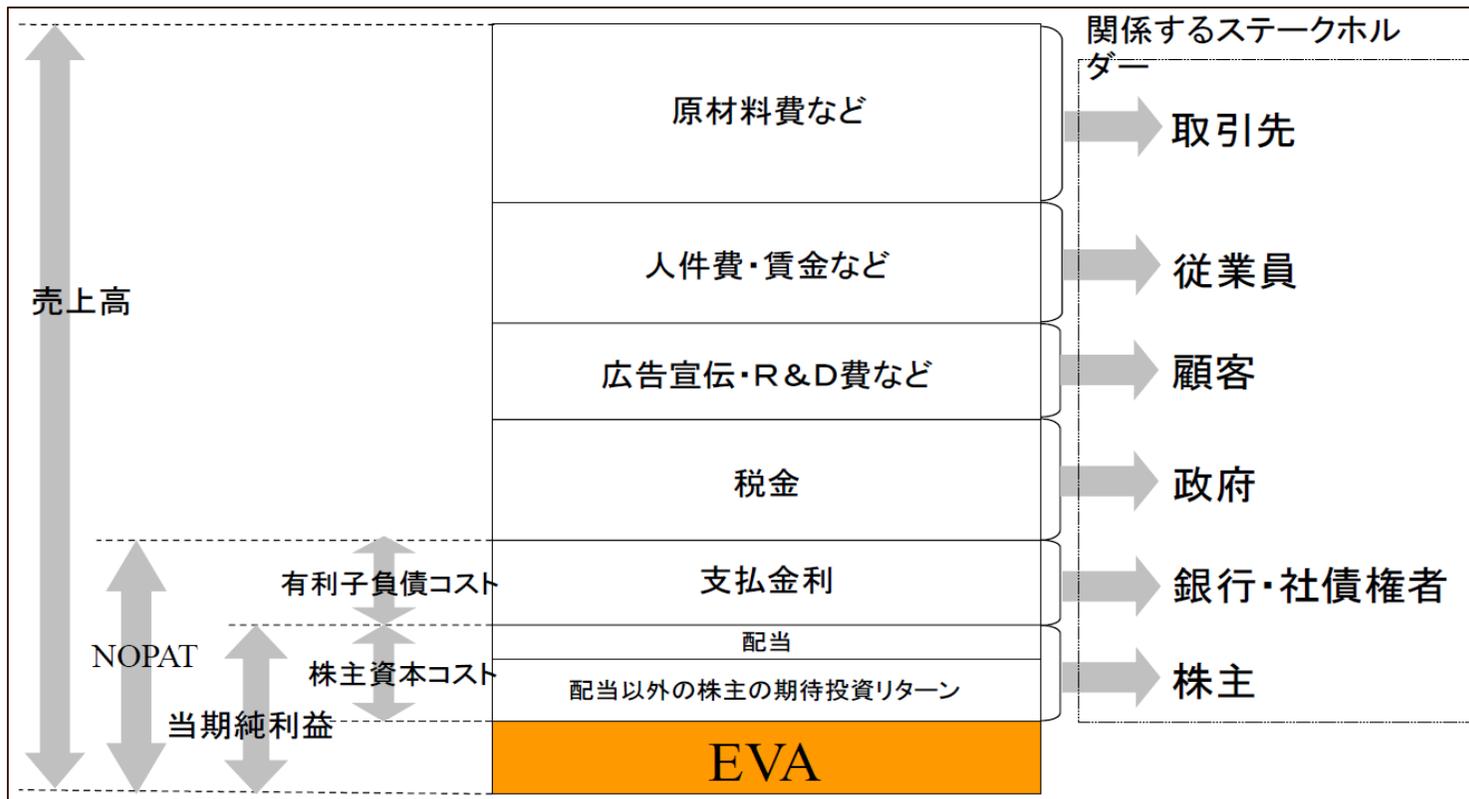
「8%は魔法の数字」

次のステップはROE10%でPBR2倍



1. 資本コストとROE ～EVA/エクイティ・スプレッド～

EVAは関係する全てのステークホルダーへの還元後の利益であり、単年度企業価値の増加分。マイナスであれば価値を創造できない企業となる。資本コストを意識する上で、株主資本コストとの関係を示すエクイティ・スプレッドも重要な指標。



$$\text{エクイティ・スプレッド} = \text{ROE} - \text{株主資本コスト}$$

エクイティ・スプレッドが正の値なら PBR > 1

エクイティ・スプレッドによる価値創造は、ESGをはじめとする非財務資本の価値は市場付加価値を経由して長期的に整合性がある。企業側のESG経営と長期投資家が求める資本効率(ROE)は同期化。CFOは社会的価値、経済的価値を両立させながら財務資本と非財務資本の価値関連性を訴求し、持続的かつ中長期的な企業価値最大化を図る。

Intrinsic Valueモデル (柳 2009)



IIRC-PBRモデル



(IIRCのフレームワーク)

残余利益モデル

株主価値 = BV +

$$\sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{当期利益}_t - \text{CoE} \times \text{BV}_{t-1}}{(1 + \text{CoE})^t} \right)$$

残余利益
 エクイティ・スプレッド × BV
 (ROE - CoE) × BV
 (株主資本利益率) (株主資本コスト)

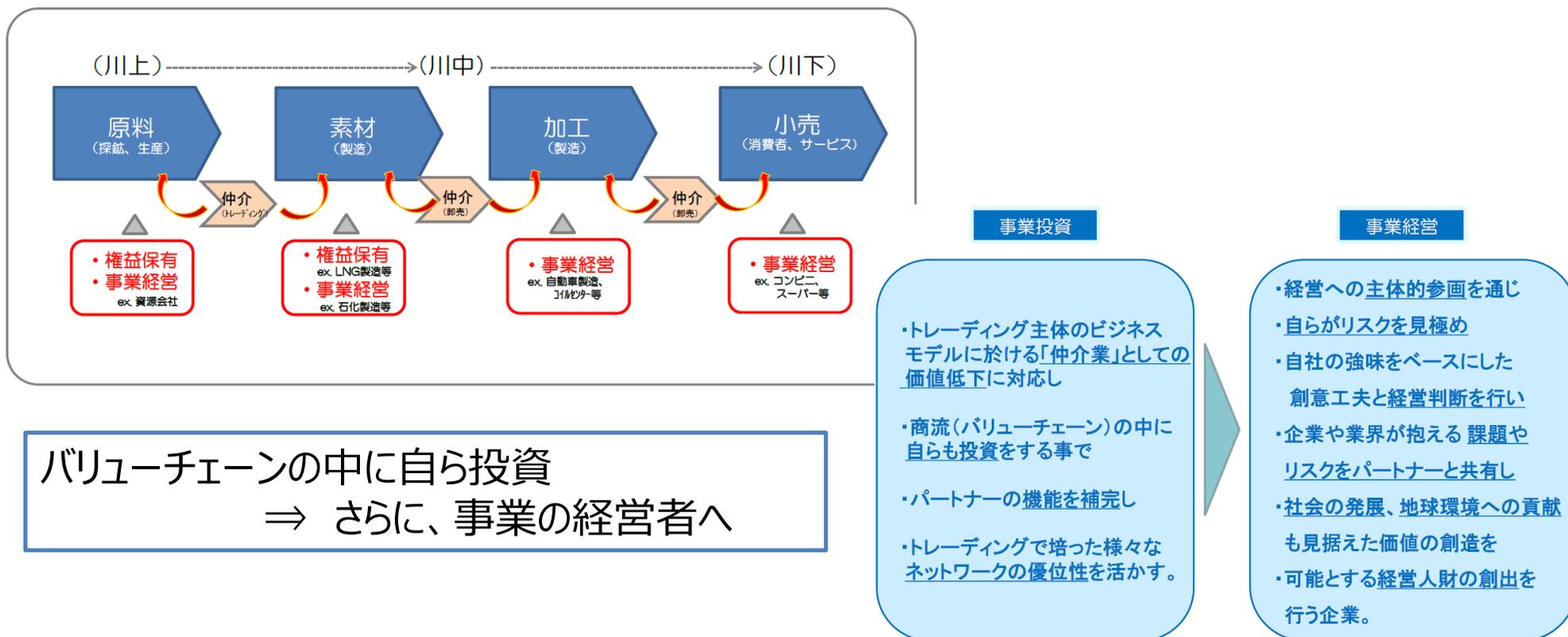
2. ビジネスモデルの変革 ～商社の変革～

三菱商事(株) 内野監査役の講義にて、総合商社のビジネスモデルの変革について学んだ。卸売業として顧客が求める“材”調達や提供するというビジネスモデルはNAGASEの強みの一つではあるが限界。

(総合)「卸売」業

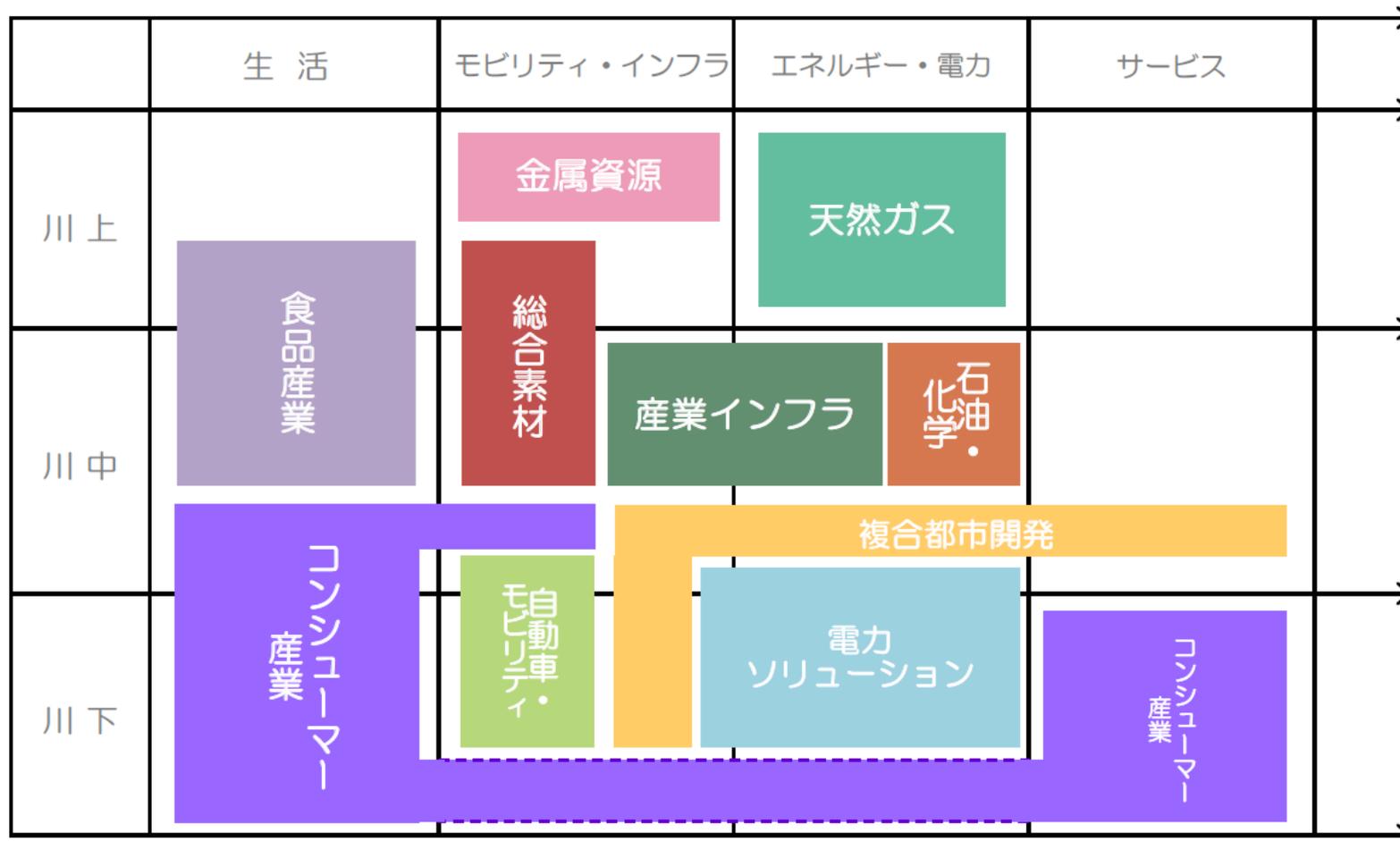


(総合)「事業創成/経営」業



2. ビジネスモデルの変革 ～事業ポートフォリオ～

三菱商事(株)では縦割りの事業部で想像するビジネスではなく、事業部を横断するビジネス領域が形成されており、各ビジネス領域にて事業ポートフォリオを補完し合っている。



2019年12月21日 内野氏 (三菱商事(株)監査役)

2. ビジネスモデルの変革 ～グローバル化～

HOYA(株)のDivisionは製品と顧客で定義され、Divisionのトップが事業戦略を立案し、事業責任を負う。日本企業（NAGASEも）によくみられる日本中心ではなく、最も効果が発揮される地域（国）にDivisionのHQが設置される。

<Division>

製品と顧客で定義

- ・事業戦略の立案と実践
- ・単独で事業責任を負う

地域 :	連結	Americas	EMEA	APAC	JAPAN
D・GHQ :	リーダーは戦場に立つ				
開発 :	最も効果が発揮される所に立地する				
営業 :					
製造 :					
ロジスティクス :					

M&A案件では買収ありきで議論がなされ、様々な項目での検討が甘くなる傾向がある。結果、色々な複合的な要因により買収価格が割高な状況でも実施に向けた決断がなされてしまうケースがある。

“高値掴み”至る複合的要因



担当者はM&Aを成功させたい、実現させたいという気持ちが大きく、各検討が甘くなる。特にNAGASEの場合もそうであるが、シナジー効果の見積もりが甘くなり、結果的に高値掴みに。特にトップラインシナジーは不確実性が高く、実現が難しい。

シナジーを過大評価してはならない

担当者はM&Aの実現させたい気持ちが大きく、甘い見積もりに

- シナジーは概ね未達に終わる傾向(グローバルに7～8割の達成)

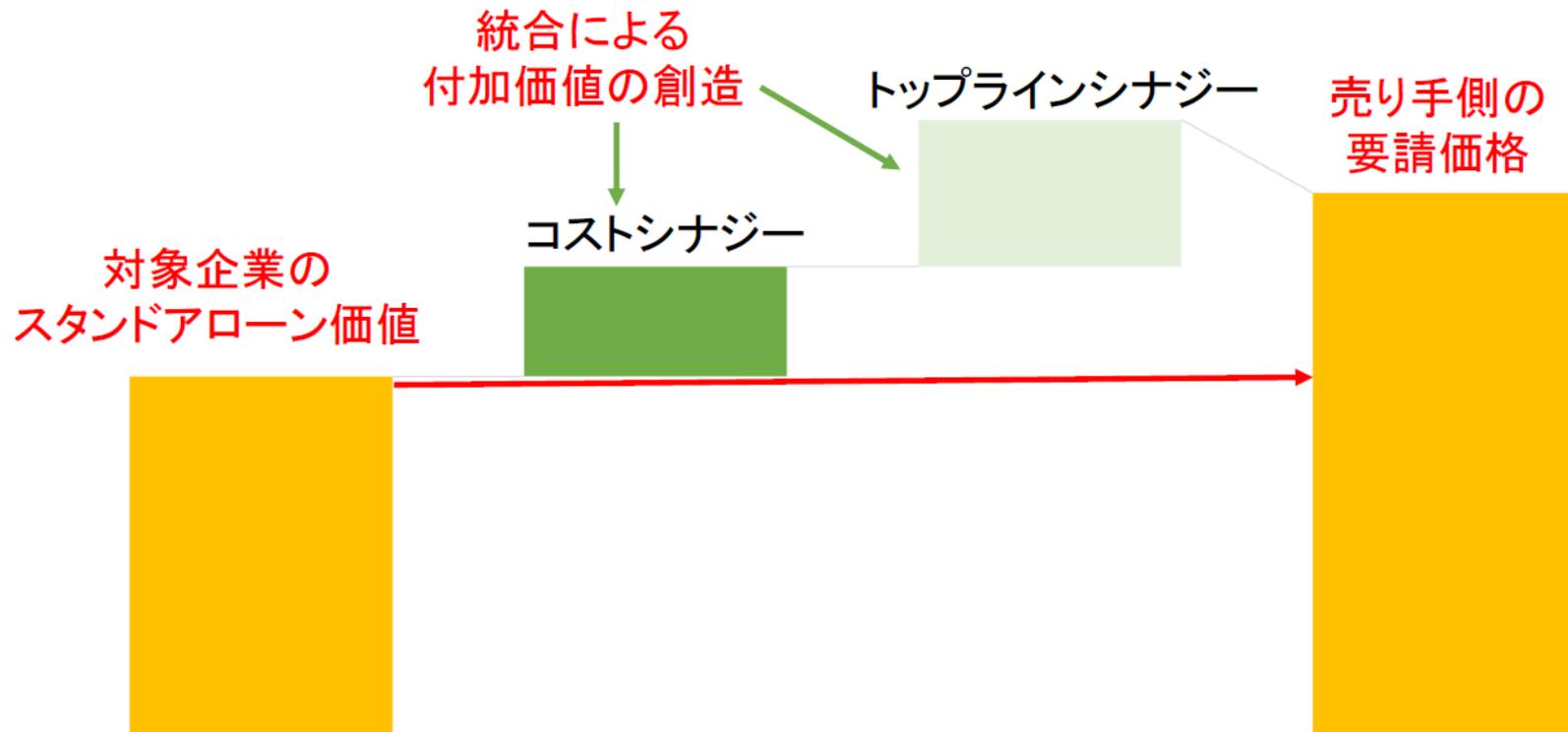
コストシナジーが容易でない理由	トップラインシナジーが容易でない理由
<ul style="list-style-type: none">買い手側の強い意志が必要被買収企業に経営を委ねる場合に尚実現性は低くなる	<ul style="list-style-type: none">被買収企業側の動機の欠如被買収企業側との協議に要する時間顧客側の親和性・受容性の問題

- トップラインシナジーはコストシナジーよりも難易度が高い

原則的にトップラインシナジーを買収価格に上乗せすべきではない

M&Aでは相互に補完するだけでは付加価値を生まず、買収後のPMI活動の中で、買い手企業は強い意志を持ってコストの削減を図ると共に、難易度高とされるトップラインシナジーの実現で想定した買収価値を実現させるべき。PMIの重要性。

PMIによる業績改善、統合により付加価値を上げていくことが必要



Ⅱ．ワークショップ（A）

花王の稼ぐ力 ～ ROE優良企業からの学び ～

－目次－

1. ワークショップの目的
2. 花王を分析対象とした理由
3. 花王のファンダメンタル分析
 - (1) 花王とは
 - (2) 花王のよきモノづくり（価値創造プロセス）
 - (3) 全社収支
 - (4) 事業別セグメント
 - (5) 所在地別セグメント
 - (6) 理論株価と実際株価の比較
 - (7) 同業他社比較
 - (8) 中期経営計画
4. 花王の稼ぐ力

※ ファンダメンタル分析、藤居勝也氏（花王常勤監査役）、山本照雄氏（現エイバックス監査役、元花王財務・IR部長）にヒアリングした内容を踏まえた総括

1. ワークショップの目的

ワークショップの目的は、ROE優良企業から稼ぐ力を学び、自社の価値創造に繋げることである。

- ◆ 各セッションで学んだこと（持続的な企業価値創造にあたって、経営課題を整理するための視点、実践的分析手法、経営思考など）を有機的に結合し、実践しなければ、持続的な価値創造は困難である。
- ◆ ワークショップの目的は、持続的に価値創造している企業としてROE優良企業から分析対象企業を選び、各セッションで学んだことを活かしながら、分析対象企業の持続的な価値創造のためのシナリオを考えることで、稼ぐ力を学び、自社の価値創造に繋げることである。

【 ROE優良企業の抽出基準 】

- ① 直近本決算においてROEが8%超であること
- ② 過去3年間における平均ROEが8%超であること
- ③ 過去3年間における平均PBRが2.0倍以上であること
- ④ 総資産額が5,000億円以上であること

2. 花王を分析対象とした理由

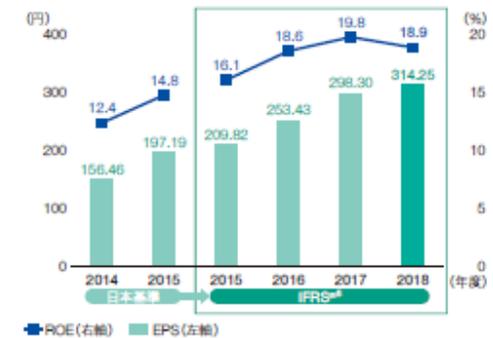
多くの企業がEVA適用を止めたが、花王は現在もEVAを適用し、利益率向上、企業価値創造を続けている。花王は基本的に本業を深耕し、企業価値創造を続けており、弊社にとっても参考になると考えた。

- ◆ 2000年3月期から、いわゆる会計ビッグバン（連結会計制度の改訂、連結キャッシュ・フロー計算書の作成、金融商品への時価評価適用など）がスタートし、米国の株主重視の経営が叫ばれるようになった。
- ◆ 花王では1999年4月からEVA適用をスタートさせた。同時期にEVA（もしくはそれに似た指標）を適用した多くの企業が適用を止めたが、花王は現在もEVAを適用し、利益率向上、企業価値創造を続けている。
- ◆ カネボウ買収など大型M&Aも行っているが、基本的には本業を深耕し、企業価値創造を続けている。化学品の商社として関連するBizの深耕、海外展開を図る弊社にとっても参考になると考え、花王を分析対象とした。

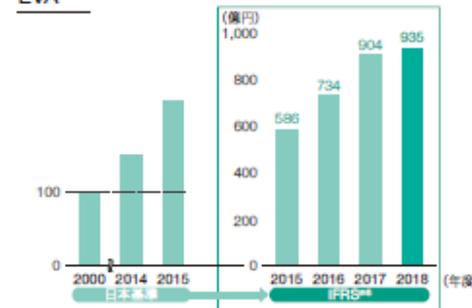
売上高/営業利益/営業利益率



ROE^{※7}/EPS^{※8}



EVA^{※5}



EVA^{※5}適用を開始した2000年度を100としています。

親会社の所有者に帰属する当期利益/株主還元^{※9}



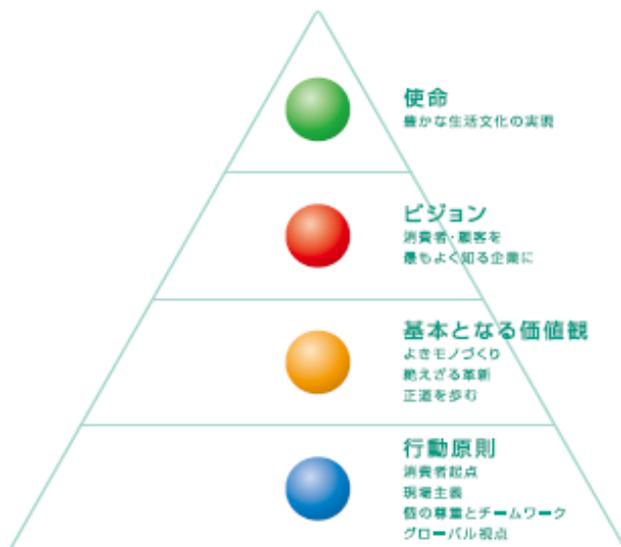
3. 花王のファンダメンタル分析

(1) 花王とは

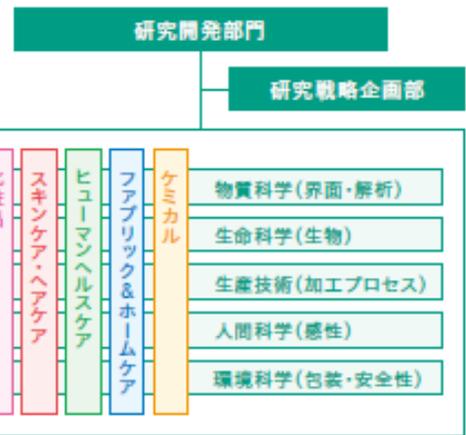
「正道」に立脚した「絶えざる革新」「よきモノづくり」を行うことが花王の価値創造の「原点」。創業以来変わらぬ研究姿勢「本質研究」にこだわっている。研究開発のスピードとレベルを一層上げるために、デジタル技術の活用も開始している。

創業から脈々と続く
花王の企業理念
花王ウェイ

花王ウェイは
「使命」「ビジョン」「基本となる価値観」「行動原則」で構成され、
それぞれは次の内容を示しています



本質研究へのこだわり



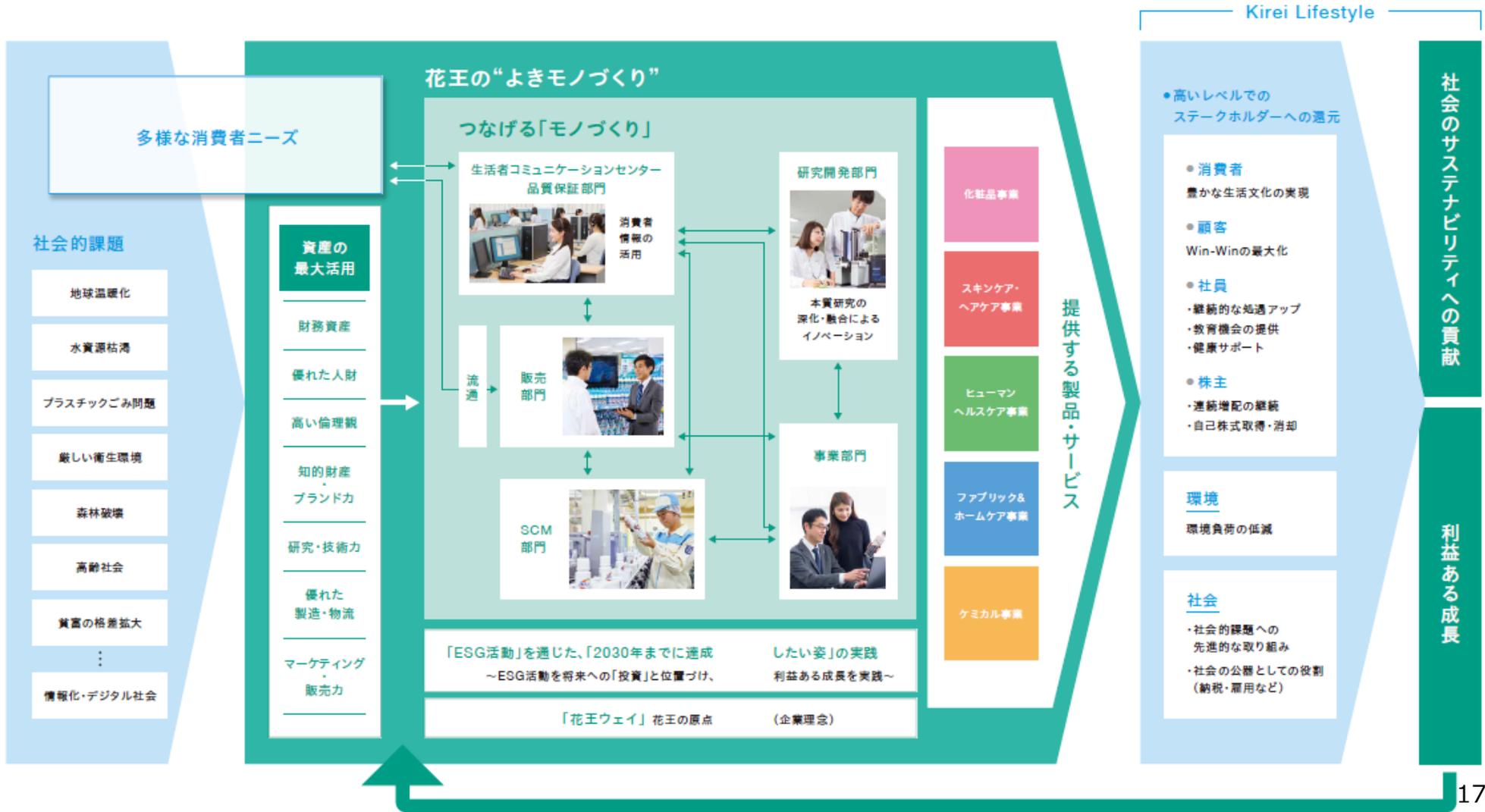
先端技術戦略



3. 花王のファンダメンタル分析

(2) 花王のよきモノづくり (価値創造プロセス)

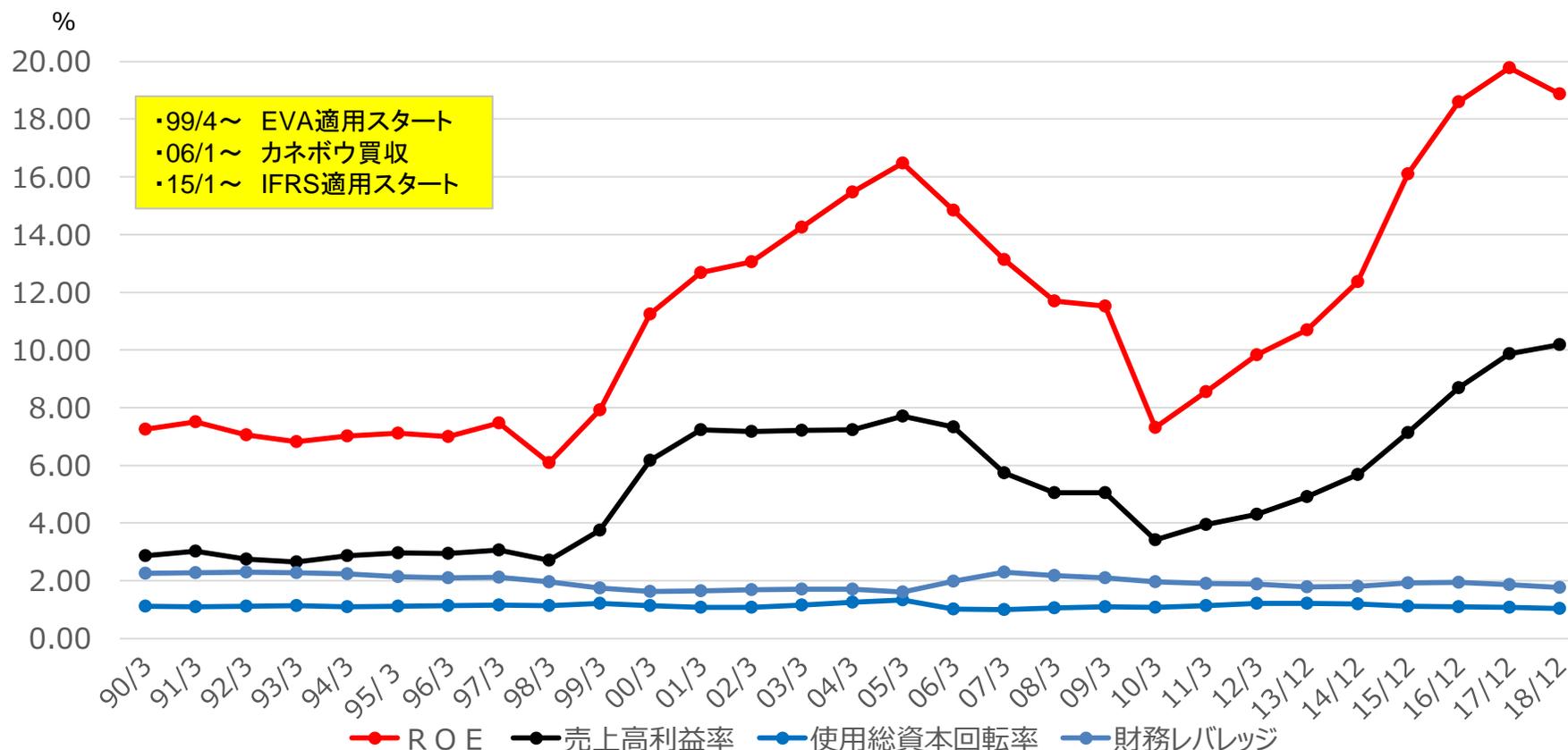
ESG視点のよきモノづくりによって、社会貢献し、持続的な利益ある成長⇒新たな投資の循環を維持する。持続可能な社会の実現への貢献を通して、長期的な企業価値向上を目指し、ステークホルダーに対する存在価値を高めていく。



3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～ROEの推移～

EVA適用以降、売上高利益率の改善により、ROEが向上している。ROEはカネボウ買収により一時的に悪化するが、直近では買収前を超える水準まで改善している。

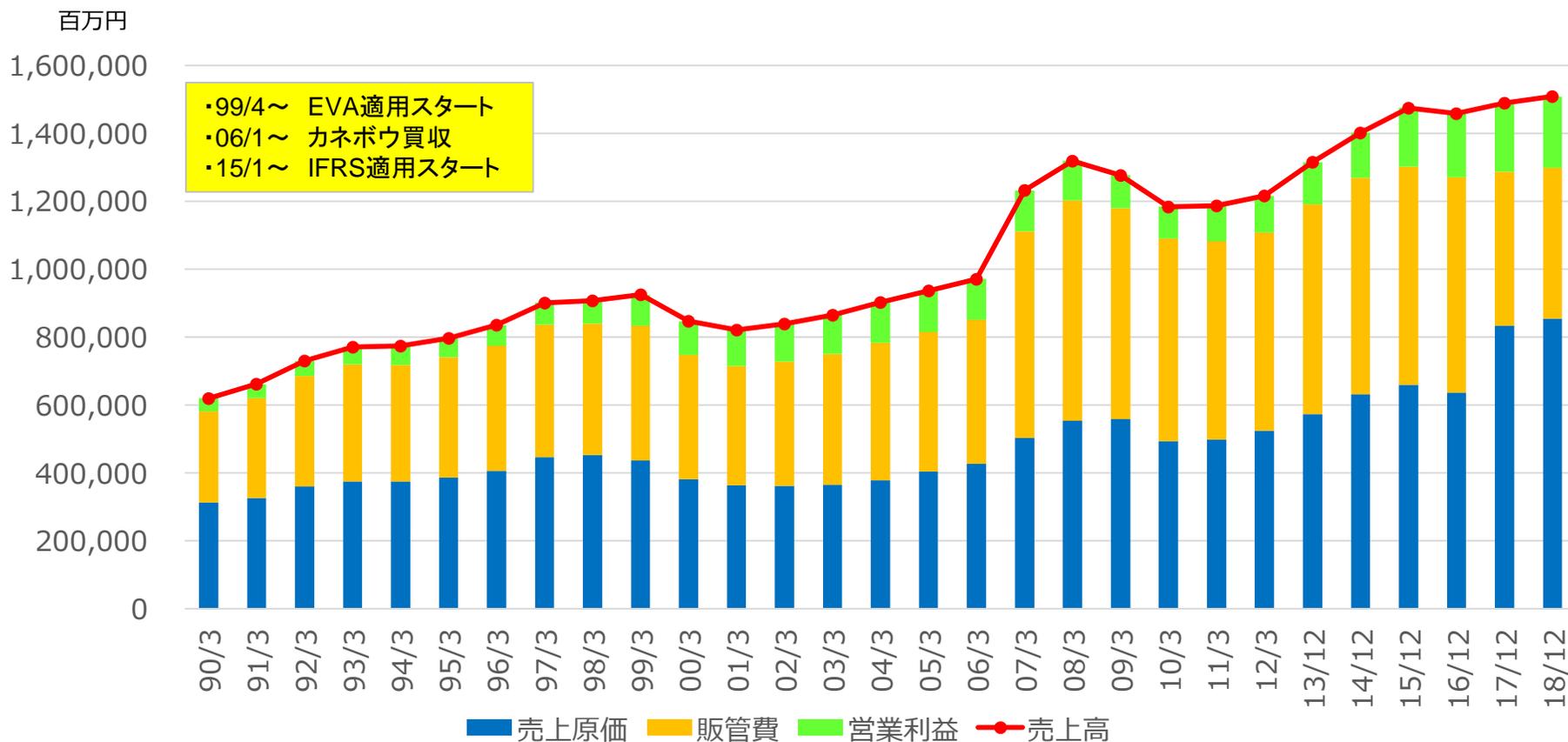


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～売上高・売上原価・販管費の推移～

カネボウ買収を除き、売上高に大きな増加はない。売上高利益率の向上は、売上原価・販管費の適切なコントロールによる営業利益の増大で実現されている。

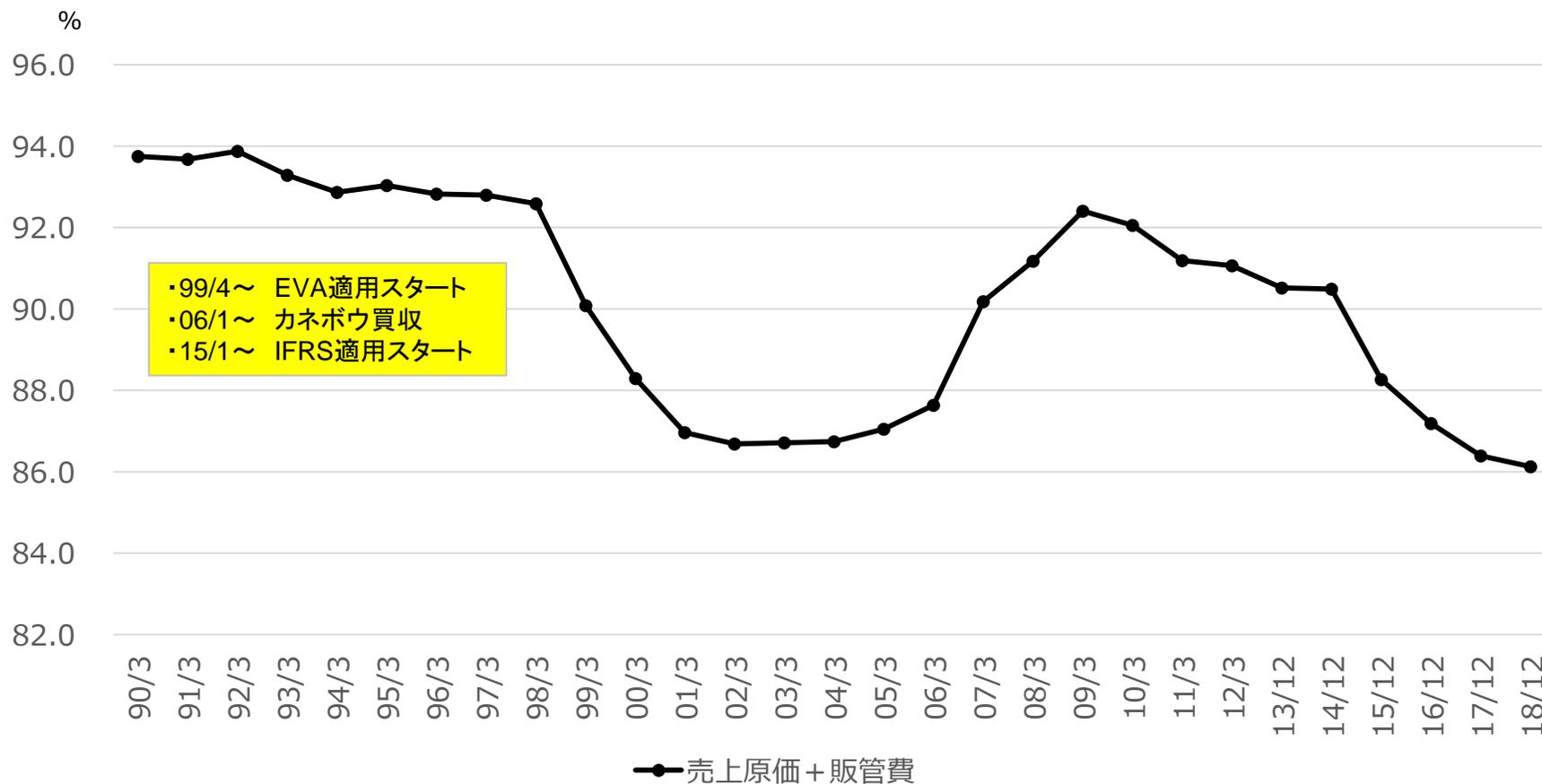


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～売上高に対する売上原価・販管費の割合の推移～

カネボウ買収による一時的な上昇を除き、売上高に対する売上原価・販管費の割合は継続的に減少傾向である。

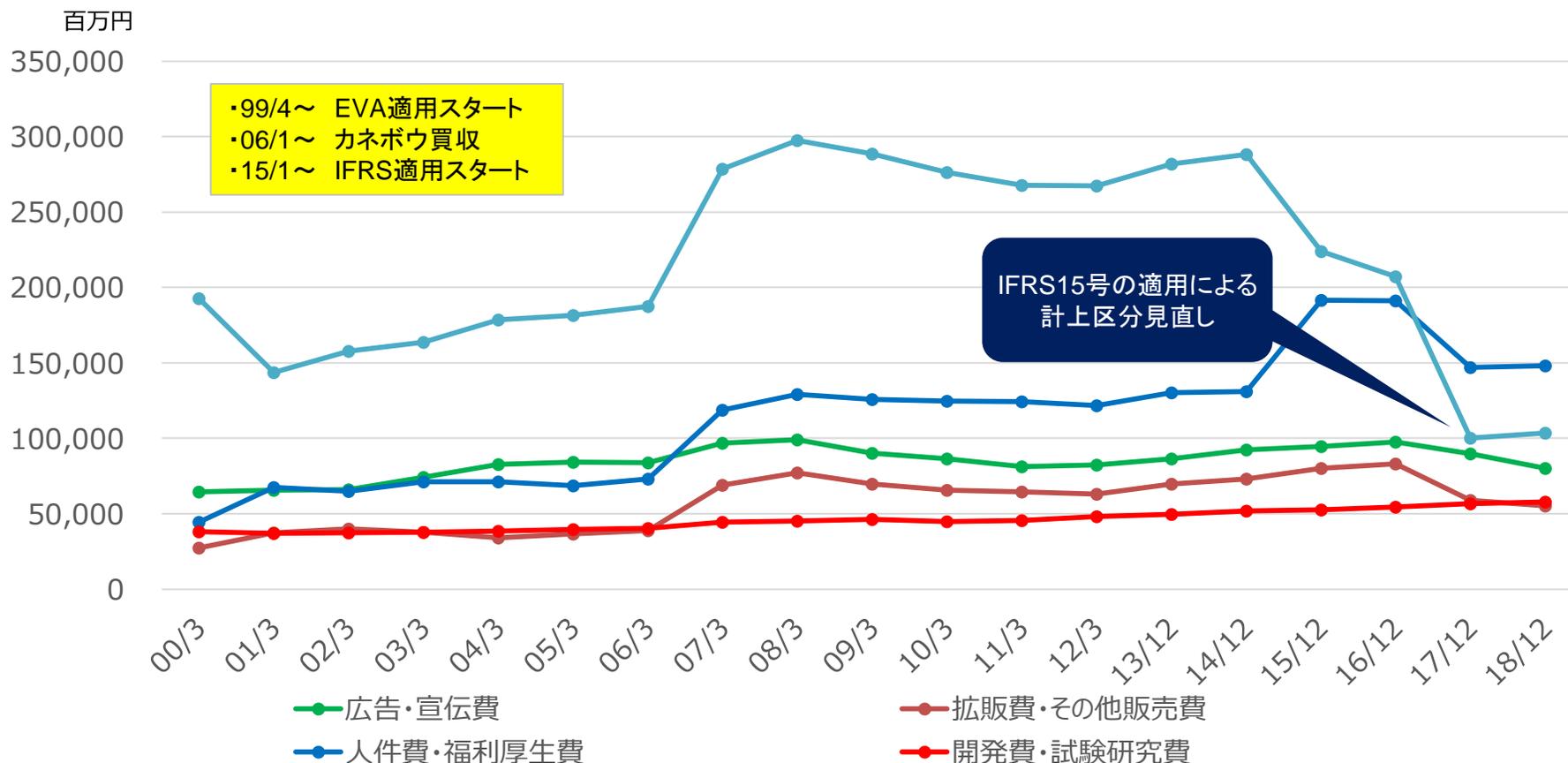


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～販管費の内訳の推移～

広告・宣伝費、開発費・試験研究費はほぼ一定で、広告・宣伝費は800億円～900億円、開発費・試験研究費は500億円前後で推移している。

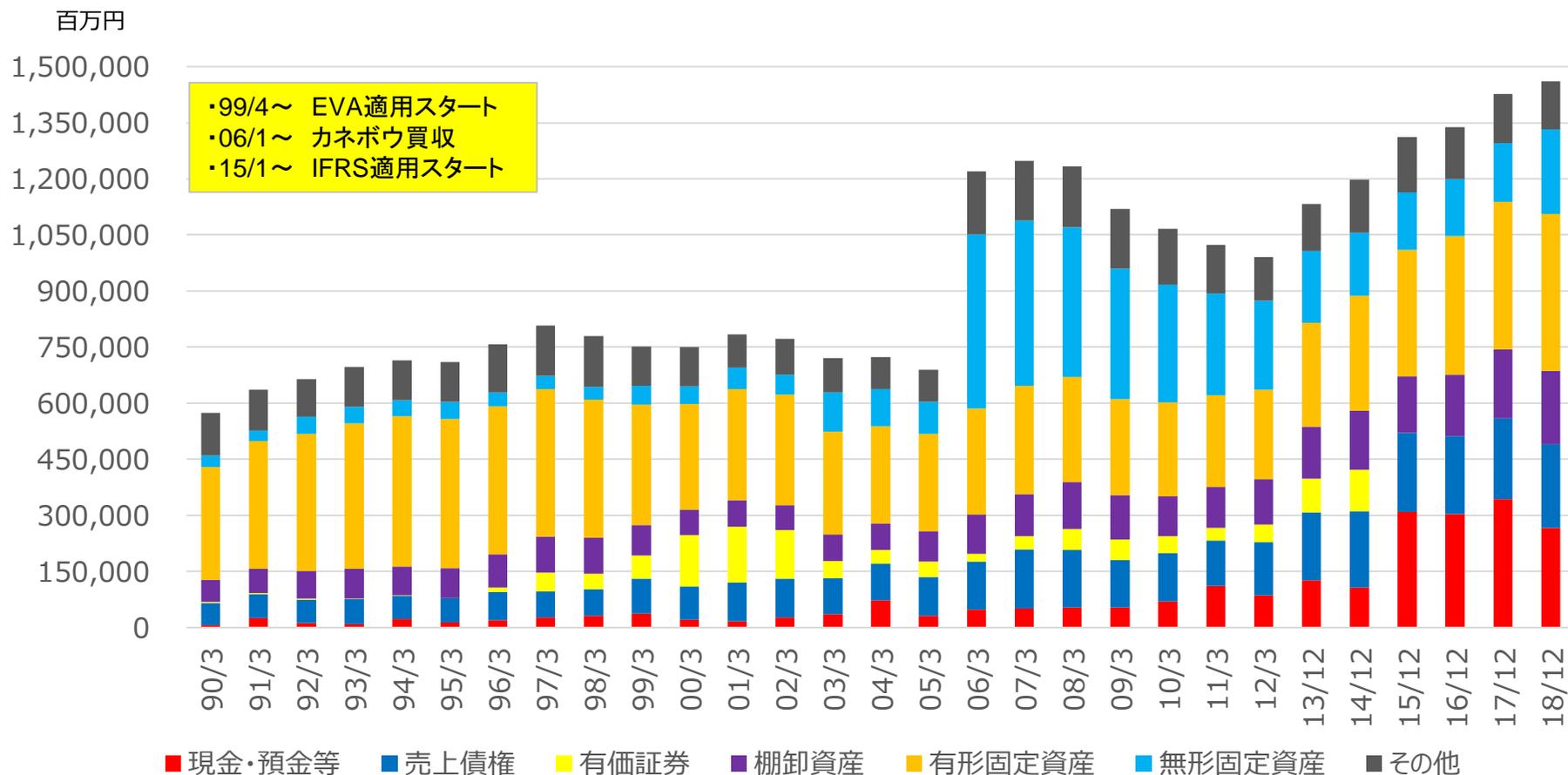


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～資産の推移～

有形固定資産の割合が徐々に減少し、カネボウ買収で無形固定資産（のれん）の割合が増加している。ここ数年は、現金・預金等の割合が増加している。

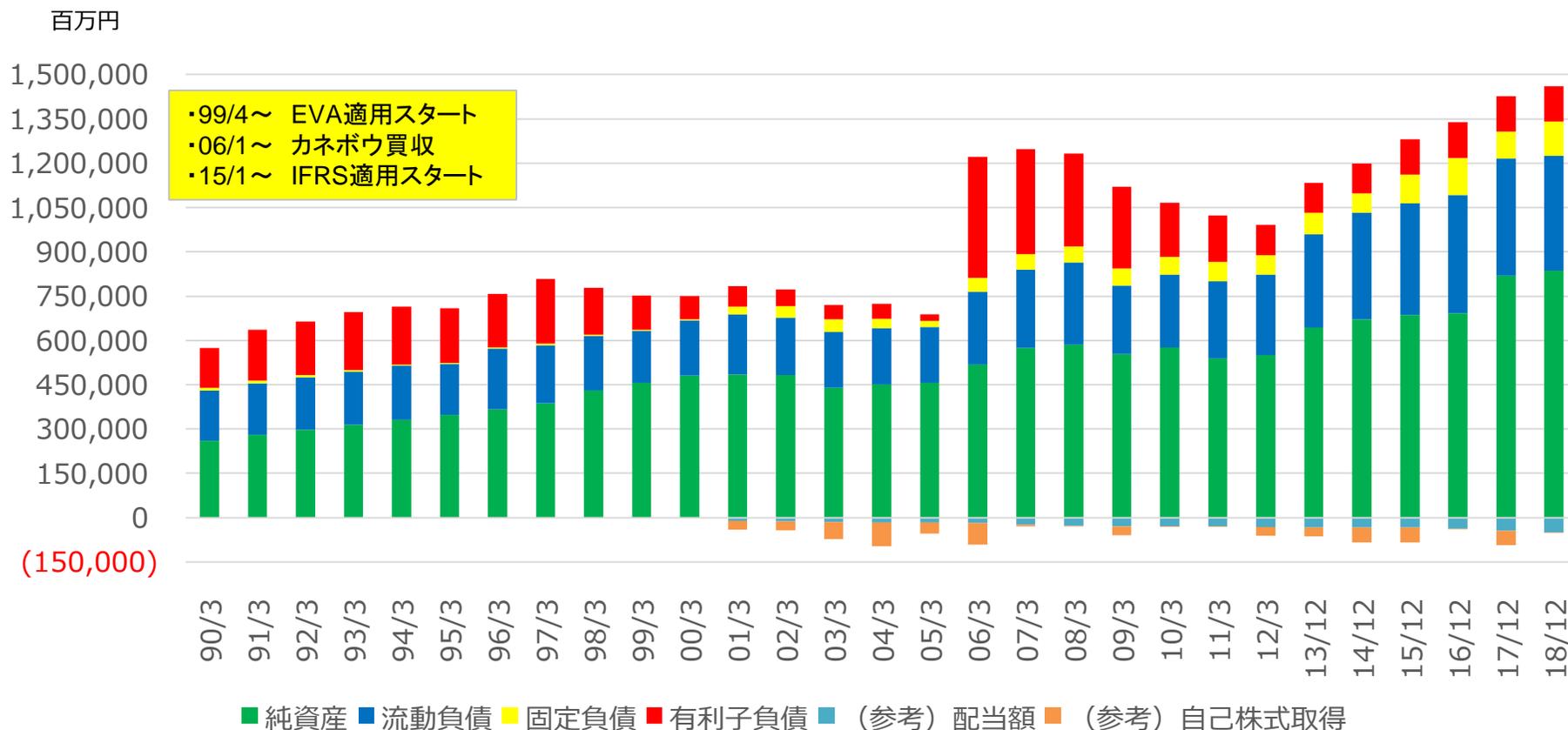


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～負債・純資産の推移～

自己株式取得を頻繁に実施しているものの、純資産規模に比して少額であり、順調に純資産が積みあがっている。カネボウ買収で有利子負債の割合が増加したが、その後は減少している。

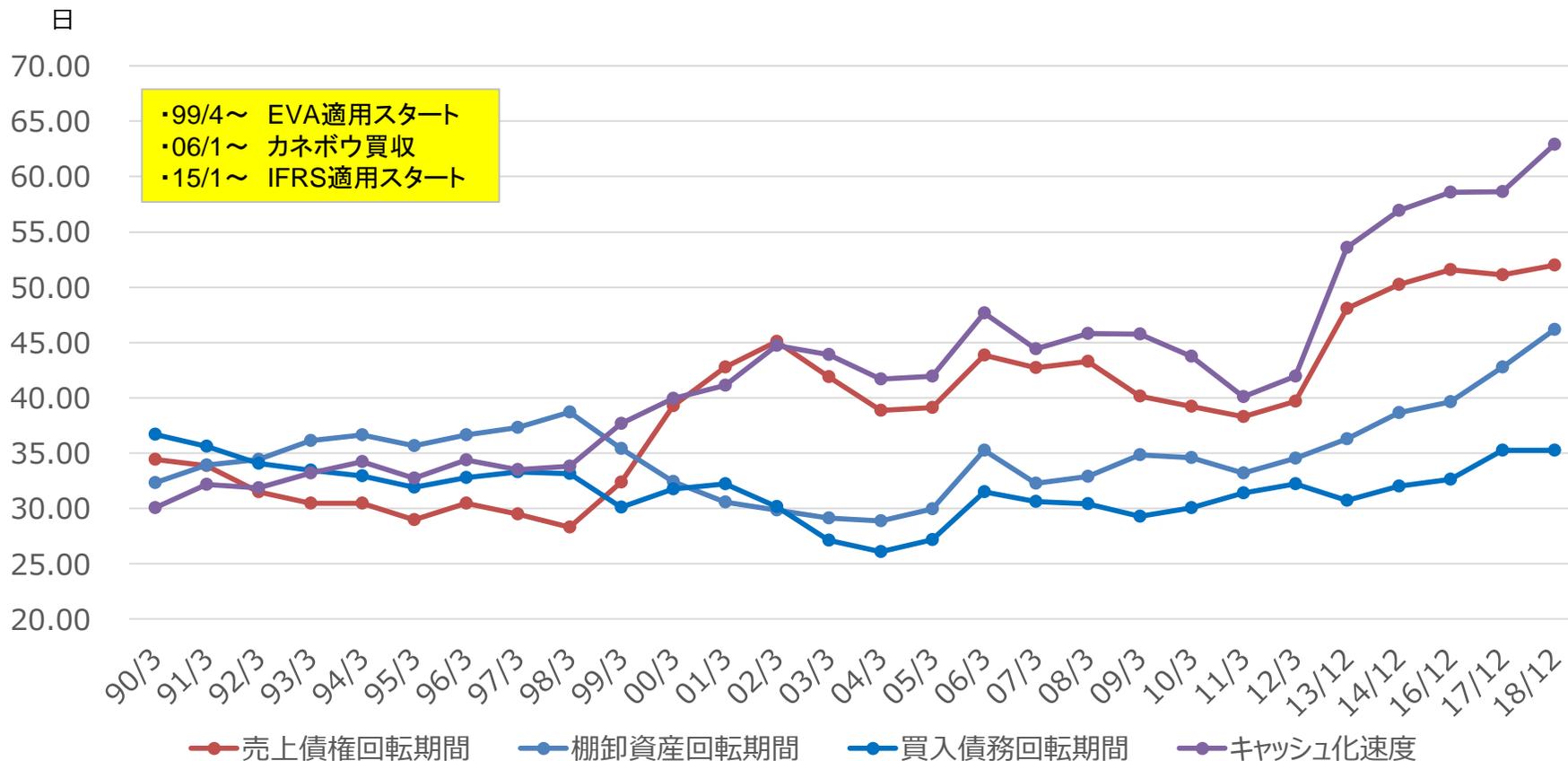


(注) 1. 12/12は決算期変更のためデータ省略
 2. 配当、自己株式取得は00/3以降開示

3. 花王のファンダメンタル分析

(3) 全社収支 ～回転期間の推移～

売上債権、棚卸資産の増加に伴い、売上債権回転期間、棚卸債権回転期間が延び、キャッシュ化速度が延びている。

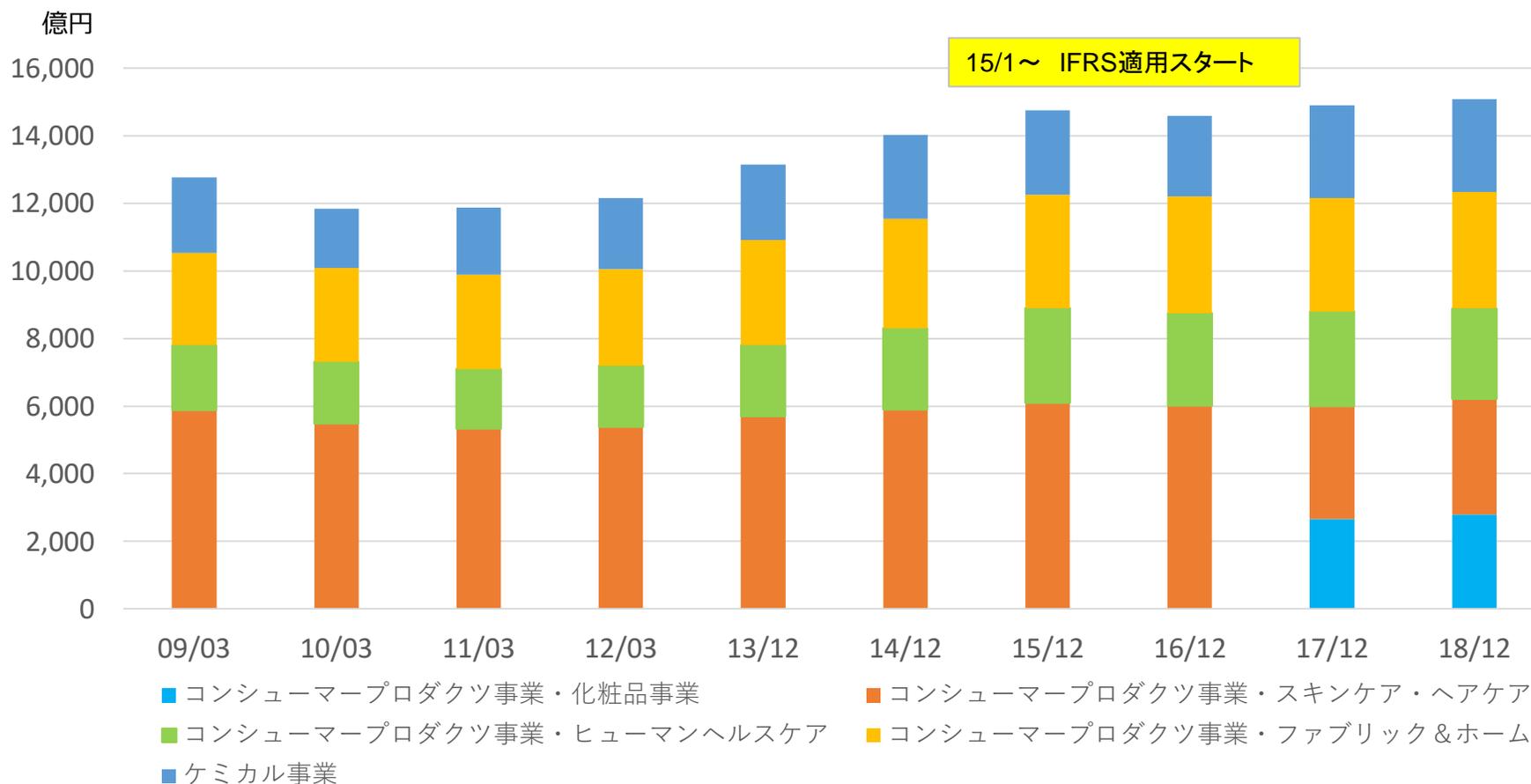


(注) 1. 12/12は決算期変更のためデータ省略
2. 15/12はデータなし

3. 花王のファンダメンタル分析

(4) 事業別セグメント ～売上高の推移～

過去10年の事業別セグメント売上高構成比はほぼ一定である。また、直近5年の事業別セグメント売上高に大きな伸びはない。

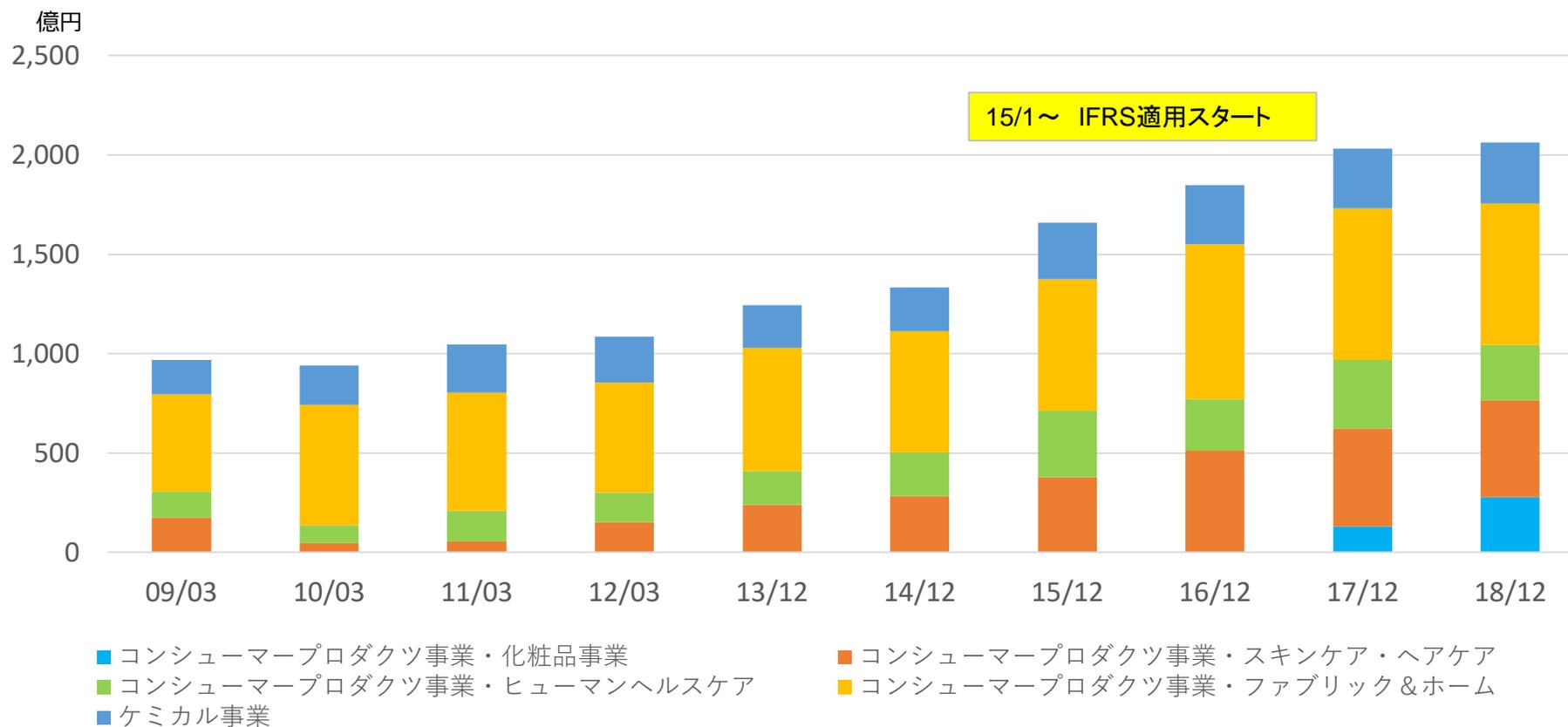


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(4) 事業別セグメント ～営業利益の推移～

過去10年の事業別セグメント営業利益は順調に推移している。

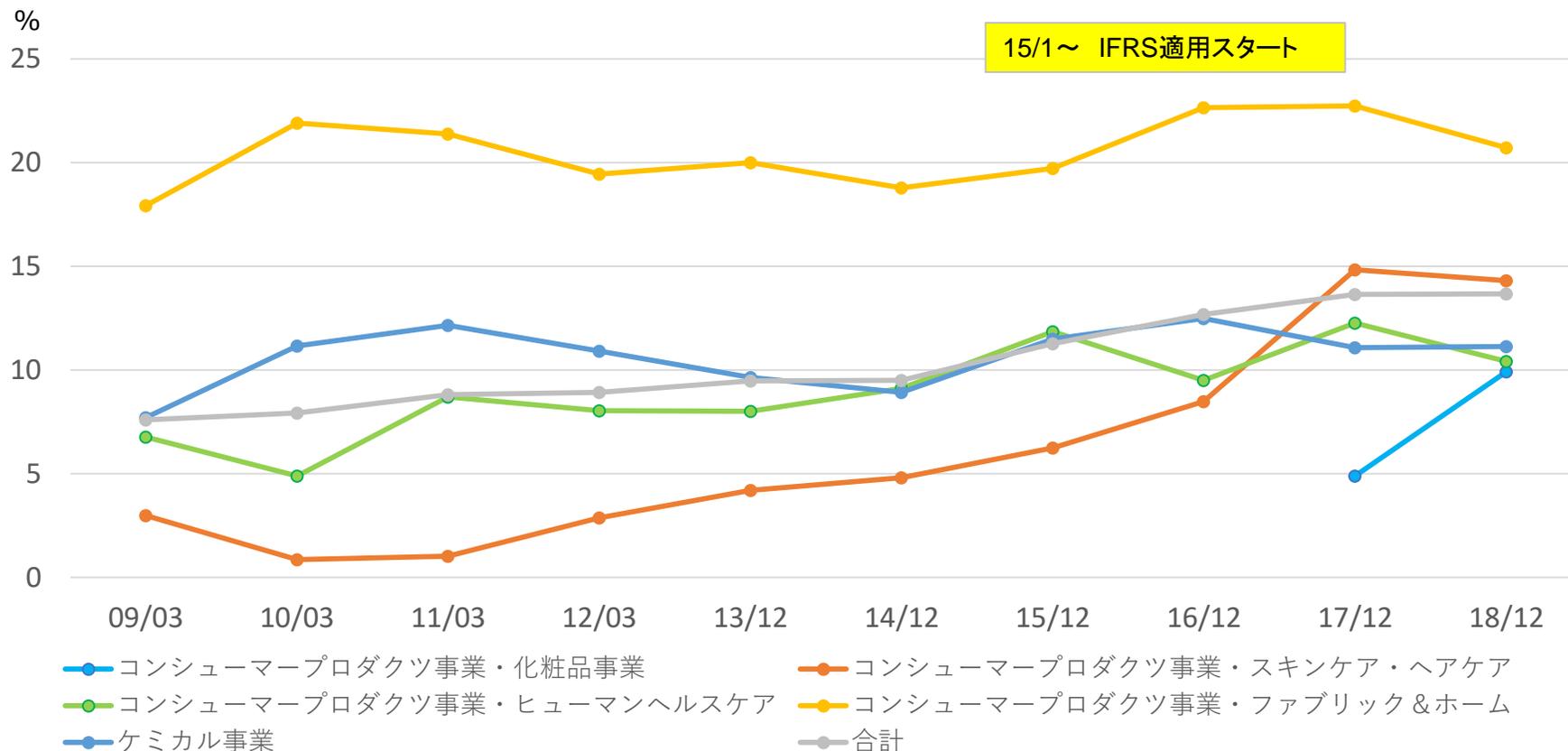


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(4) 事業別セグメント ～営業利益率の推移～

過去10年の事業別セグメント営業利益率はファブリック&ホームを中心に全体として上昇傾向が続いているが、直近では伸び悩んでいる。

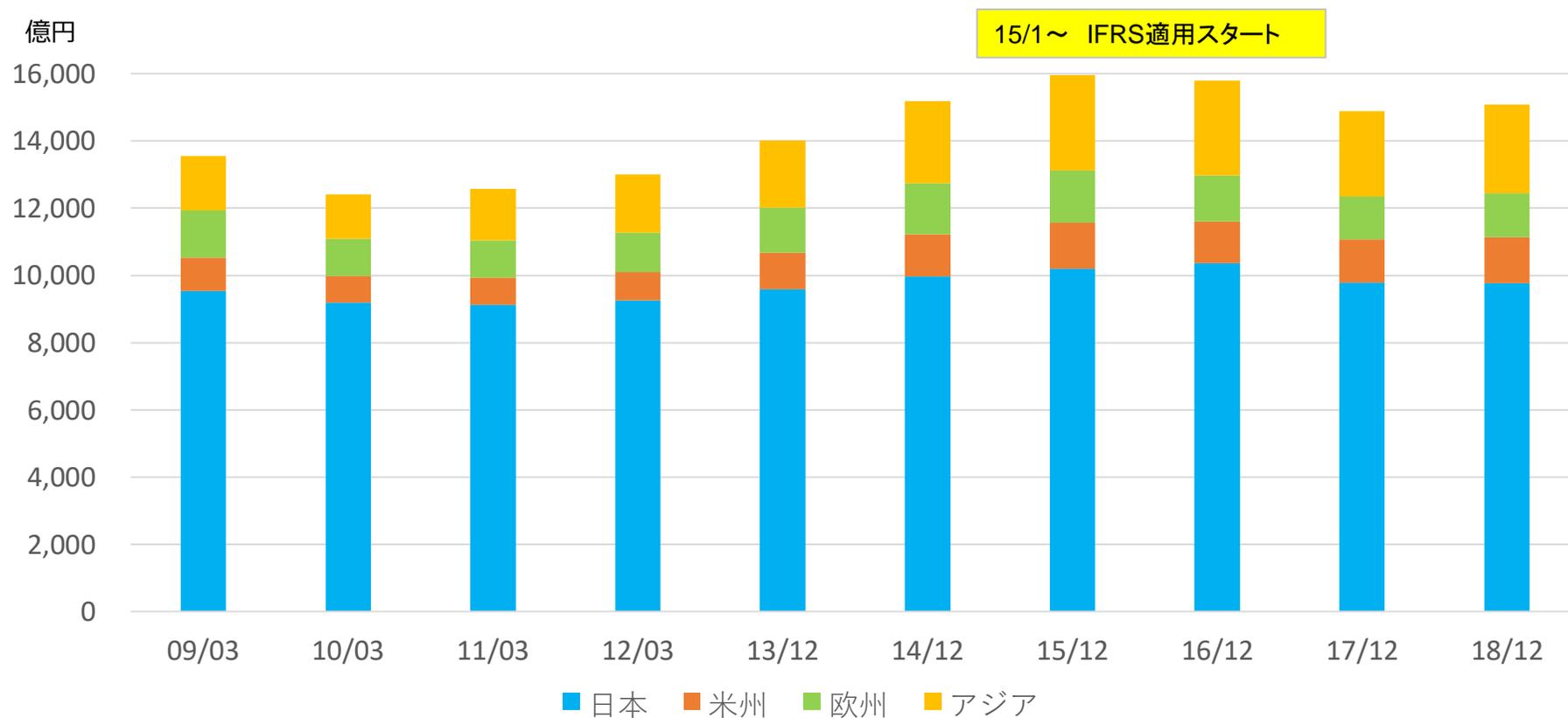


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(5) 所在地別セグメント ～売上高の推移～

過去10年の所在地別セグメント売上高はアジアが伸びている。米州・欧州は伸び悩んでいる。日本の比率は減少傾向だが依然として高い。

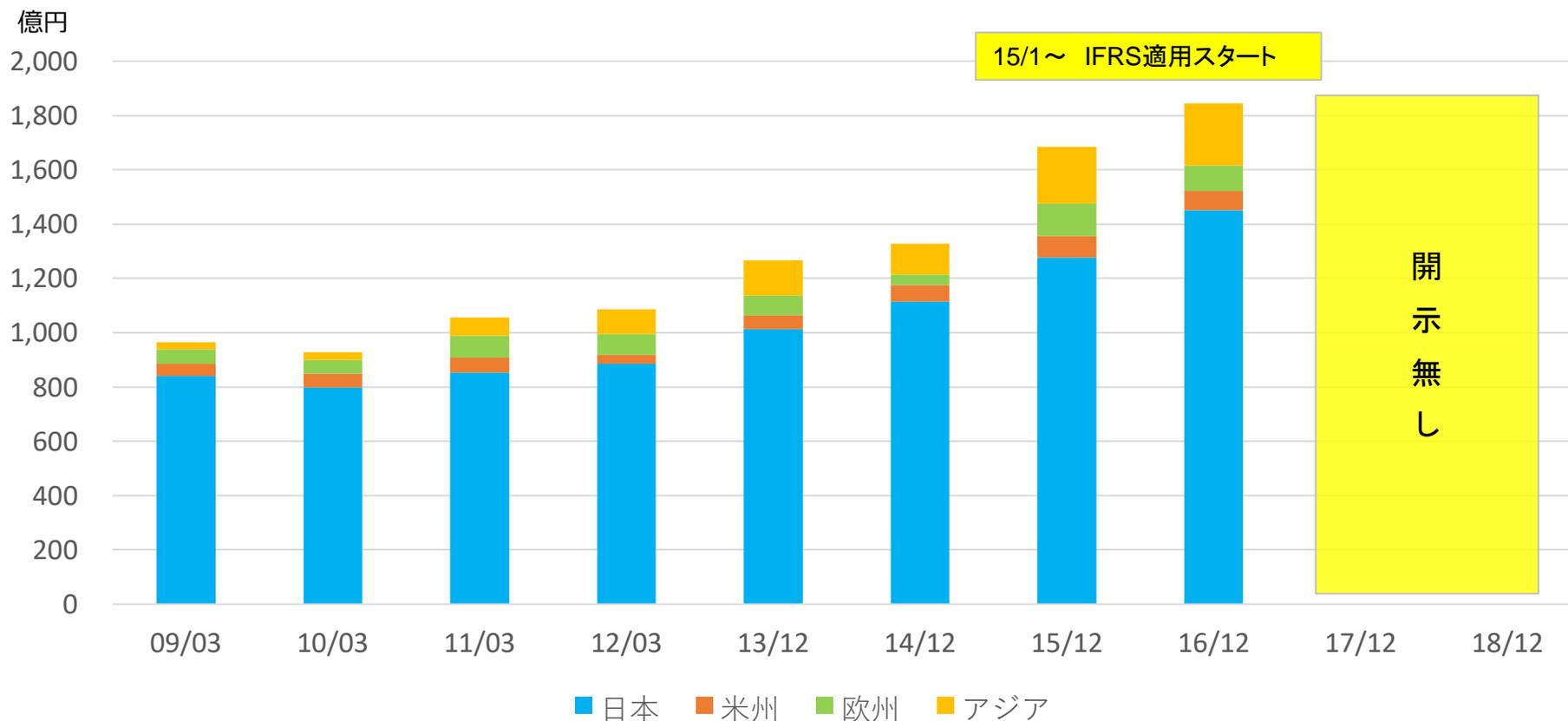


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(5) 所在地別セグメント ～営業利益の推移～

過去10年の所在地別セグメント営業利益は日本、アジアで伸びている。米州・欧州は伸び悩んでいる。

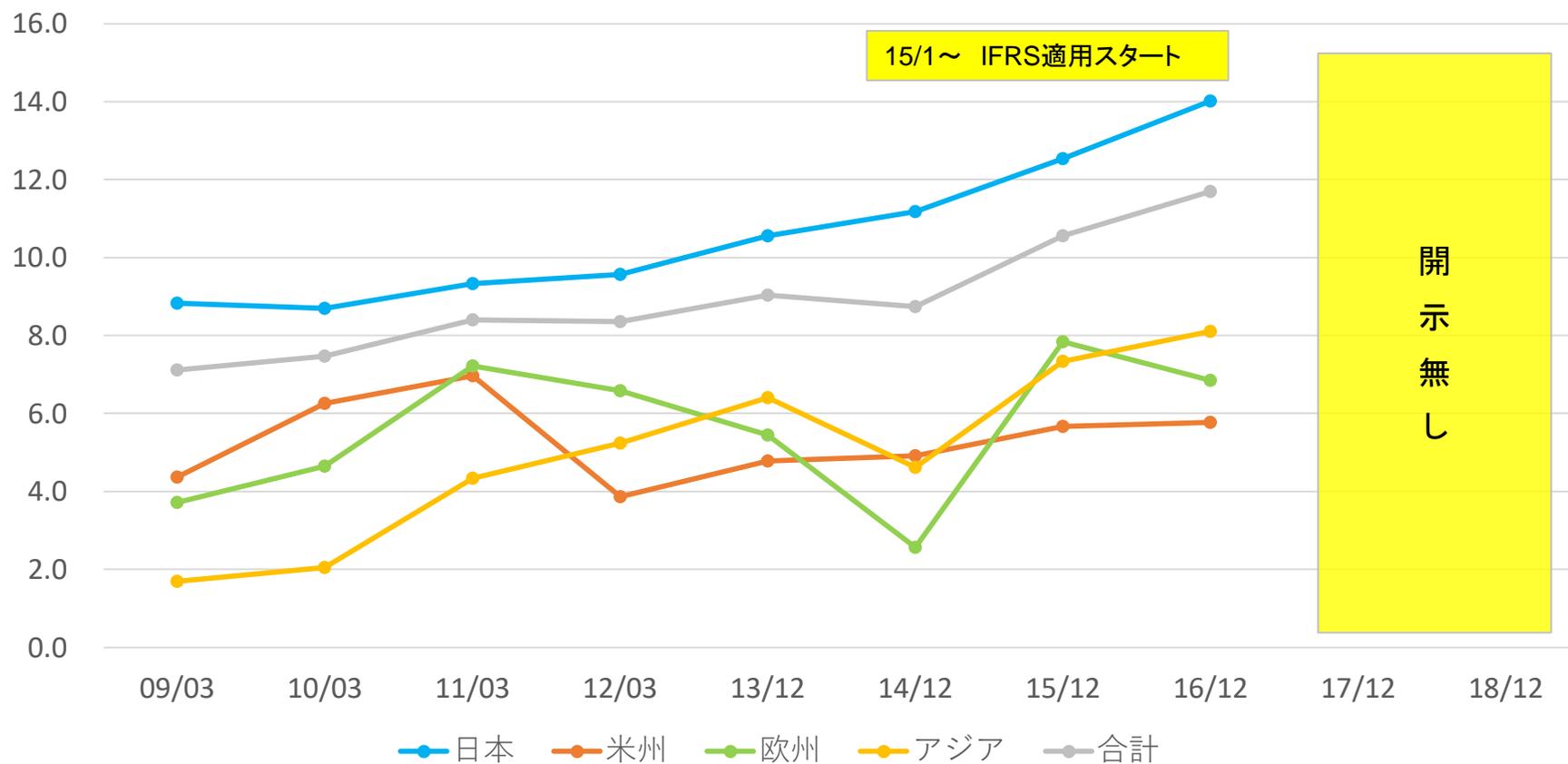


(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(5) 所在地別セグメント ～営業利益率の推移～

過去10年の所在地別セグメント営業利益率も日本、アジアで伸びている一方、米州・欧州は伸び悩んでいる。



(注) 12/12は決算期変更のためデータ省略

3. 花王のファンダメンタル分析

(6) 理論株価と実際株価の比較

2018年12月末の株価はEVAが3.5%で成長していくものとほぼ同水準と推測される。

【2018年12月末の株価、理論株価】

計算式		成長率0%	成長率3.5%
EVA	①	935 億円	同左
WACC	②	6.671%	〃
純資産	③	8,355 億円	〃
非事業用資産	④	2,660 億円	〃
有利子負債	⑤	1,208 億円	〃
株主価値	$\text{⑥} = \text{①} / (\text{②} - \text{成長率}) + \text{③} + \text{④} - \text{⑤}$	23,823 億円	39,296 億円
発行済株式数 (自己株式控除後)	⑦	486,657 千株	486,657 千株
理論株価	$\text{⑧} = \text{⑥} / \text{⑦}$	4,895 円	8,075 円
期末株価	⑨	8,154 円	8,154 円
GAP	$\text{⑩} = \text{⑧} - \text{⑨}$	▲3,259 円	▲79 円

3. 花王のファンダメンタル分析

(7) 同業他社比較

花王のROEは日本の同業他社の中では高く、欧米に比べても大きく見劣りする水準でもない。売上高、営業利益、売上高営業利益率では欧米と開きがある。また、欧米に比べアジアの売上高の比率が高い。

項目	花王 (2018/12)	資生堂 (2018/12)	ユニ・チャーム (2018/12)	P&G (2019/6)	Unilever (2018/12)	J&J (2018/12)
ROE	19%	14%	15%	7%	75%	26%
売上高	15,080億円	10,948億円	6,883億円	74,452億円	56,080億円	89,739億円
(アジア)	82%	76%	85%	26%	45%	18%
(米州)	9%	12%	15%	51%	31%	59%
(欧州)	9%	12%		23%	24%	23%
営業利益	2,077億円	1,084億円	951億円	15,737億円	13,761億円	23,548億円
売上高 営業利益率	14%	10%	14%	21%	25%	26%

3. 花王のファンダメンタル分析

(8) 中期経営計画 ～2030年までに達成したい姿～

2030年までに、グローバルで存在感のある会社になることを目指している。その通過点として中期経営計画「K20」を策定している。

グローバルで存在感のある「Kao」

- 特徴ある企業イメージ
- 高収益グローバル消費財企業
 - ・売上高 2.5兆円
 - ・営業利益率 17%
 - ・ROE 20%
- ステークホルダーへの高レベル還元

→ これらを達成するための重要な通過点として中期経営計画「K20」を策定

3. 花王のファンダメンタル分析

(8) 中期経営計画 ~K20~

2030年までに達成したい姿の通過点である、中期経営計画「K20」は、3つのこだわり（「特徴ある企業イメージの醸成」、「利益ある成長」、「ステークホルダーへの還元」）を軸に策定している。

特徴ある企業イメージの醸成へのこだわり

「利益ある成長」へのこだわり

- ・ 過去最高益更新の継続
- ・ 実質売上高CAGR+5%、営業利益率15%を目指す
- ・ 売上高1,000億円ブランドを3つ。「メリーズ」、「アタック」、「ビオレ」

ステークホルダー還元へのこだわり

- ・ 株主：連続増配継続（配当性向40%目標）
- ・ 社員：継続的な処遇アップ、健康サポート
- ・ 顧客：Win-Winの最大化
- ・ 社会的課題への先進的な取り組み（Kirei Lifestyle Plan）

3. 花王のファンダメンタル分析

(8) 中期経営計画 ～Kirei Lifestyle Plan～

「Kirei Lifestyle Plan」で、ESGで事業革新、社会貢献していくこと（ESGで稼ぐこと）を表明している。



『花王のESGは、生活者の持続可能なライフスタイルを送りたいという思いや行動に応えることをめざしています。』

花王は、1887年の創業以来、消費者起点を基本に企業活動を展開してきました。

消費者視点でモノづくりを推進することは、花王グループの企業理念の礎です。絶えざる革新への挑戦、細部にまで配慮した製品の開発、そして一歩進んだ提案や取り組みもすべてが、消費者のニーズに応えることをめざしています。

今後、さらに注力していくESG活動（環境・社会・ガバナンス）でも消費者起点を貫いていきます。花王のESG戦略は、より持続可能なライフスタイルを送りたいという消費者のニーズや思いに応えるために策定されました。こうした、**人々が望む暮らしを、「Kirei Lifestyle」と定義し、こころ豊かに暮らすことができるよう、事業のあらゆる面で革新を進め、さらなる社会への貢献をめざしてまいります。』**



3. 花王のファンダメンタル分析

(8) 中期経営計画 ～Kirei Lifestyle Plan (具現化へ)～

「Kirei Lifestyle Plan」を具現化させ、その活動を本格始動している。その第一弾として、プラスチック循環社会に向けた「リデュース/リサイクルイノベーション」と、QOLの向上等に寄与する「ソーシャルイノベーション」に注力している。

プラスチック循環社会に向けて



kao

【リデュースイノベーション】

プラスチックボトルレス化の加速



「プラスチック製アイキャッチシール」全廃

【リサイクルイノベーション】

使用済みプラスチック容器の革新的リサイクル技術の構築、高品質・低価格な再生プラスチックの開発と活用、使用済みプラスチックから価値を創造する「リサイクルイノベーション」の推進、プラスチックごみの産業用途への利用等に注力プラスチックボトルレス化の加速

【ソーシャルイノベーション】

○Fine Fiber技術

肌表面に、極細の繊維からなる積層型極薄膜を直接形成する「Fine Fiber技術」の開発

○RNA Monitoring技術

「RNA (リボ核酸)」を顔の皮脂から単離し、分析する新技術「RNA Monitoring」を開発。皮膚の現在の状態解析、AIを応用することで、将来変化の予測が可能に。

○感染症予防研究

4. 花王の稼ぐ力 ～EVAマネジメント～

EVAを改善するための具体的なアクションを現場レベルまで落とし込み、絶え間なく実施している。「利益ある成長」へのこだわりが、EVAマネジメントを継続するなかで、経営の伝統、企業文化としてより強く根付いている。

項目	具体的なアクション
高付加価値投資 (本質研究へのこだわり)	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 開発費・試験研究費は一貫して500億円前後をキープ ◆ 技術の領域を超えて知恵を集結するマトリックス運営 ◆ 技術イノベーション発表会の実施（本質研究の深化・融合から生み出された主要な最新技術を公表） ◆ デジタル技術を活用（統合検索システムの活用を2019年1月から開始）
収益改善	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 強い本業の維持（ファブリック&ホームケア事業が営業利益率20%で安定） ◆ 強い本業を土台に他の事業の利益率を押し上げる施策を着実に実施。特に利益率の低かった化粧品事業の利益率は2018年度実績でほぼ10%に改善。一般的に低利益率のケミカル事業も2018年度実績でほぼ10% ◆ TCRの継続（1986年～、毎年100億円のコストダウン。前年比100億円減ということではなく、必要なことをやる原資を確保するための取り組み。件数を評価するのがポイント） ◆ マーケティングや基礎研究など必要なものにはコストをかける
資本コスト低減	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 適度な負債を持つ（カネボウ買収資金を有利子負債で調達） ◆ 不必要な資本を持たない（配当性向では30%～40%、自社株買いをして総還元性向が100%の年も） ◆ 現場の地道な改善（在庫圧縮など） ◆ わかりやすい情報開示
EVAマネジメントを継続するための仕掛け	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 経理・リテラシーの向上（継続的な教育） ◆ EVA連動型賞与（役員のみ。従業員は売上と営業利益に連動） ◆ とにかく細かい計算はしない（国内の資本コストは5%（国内）で統一。計算単位は連結、会社、やっても事業部単位まで） ◆ 社長の問いかけ「それをやるとEVAはどうなるの？」

(参考) EVA社内教育資料 (導入時)

導入時、社員一人ひとりに改善を促すような資料を作成した。
 「EVA改善の主体は、あくまで社員一人ひとりであり、社員全員の日頃の地道な活動がEVA改善につながっていきます。」

1999年4月発行

EVAって何?

佐藤さん開店物語

佐藤さんは、退職して小さい頃から考えていた洋食屋を奥さんと一緒に始めることに。好きで始めるのだけれど、以前の年収600万円は確保したい。



●佐藤さん夫婦が自宅を改造し、洋食屋を



自宅改造費……………
 開店時仕入れ材料費
 合計



●1,500万円の資金調達
 自分の預金……………500万円(年利2%)
 投資家の友人の出資……………1,000万円

EVAを改善するにはどうするの?

EVAは、税引後営業利益から資本コストを引いたものですから、これには以下の3つの方法があります。

1. 将来にわたって利益を生み出す仕事に投資する(高付加価値)

税引後営業利益が資本コストを上回る付加価値の高い仕事を創造し、

- (例)
- 新製品への投資
 - コスト削減や品質向上につながる設備への投資
 - 新規事業への投資
 - 相乗効果が期待できる事業の買収

2. 投下資本を増やさずに、利益を増やす(収益改善)

追加投資をせずに売上げを増やしたりコストを削減して、利益を増やす

- (例)
- 顧客満足度を高めて売上げを増やす
 - 既存製品のエリア拡大
 - 事務プロセス改善によるコスト削減
 - 生産効率改善によるコスト削減
 - 事故や不良品をなくす

3. 利益を生み出さない投下資本を整理し、回収する(整理)

将来を見通しても、税引後営業利益が資本コストを上回らない仕事へのは、整理するか軽減し、資本を回収します。

- (例)
- 低稼働設備の売却
 - 在庫の圧縮
 - 滞留品の処分
 - EVAを生み出さない事業の再編成

おわりに

これからのグローバル市場における企業間競争はますます激化し、「勝者」と「敗者」とがはっきりと分けられるいわゆる「二極化」が加速度的に進行していきます。花王がこの中で勝者の側に入っていくためには、「利益ある成長」を実現し、企業価値を高めていかねばなりません。EVAはそのための企業価値すなわち企業活動の成果の尺度となるのです。

これまで説明してきたように、EVAとは企業活動に使用した投下資本に対する資本コストを引いた「真の利益」です。税引後営業利益が資本コストを上回っていないと企業は「真の利益」を生んでいることになりません。

花王のEVA導入の目的は、EVAを全社共通の業績尺度として採用しEVAの継続的な改善を目指して企業活動を改善していくことにあります。また社員全員の活動の成果が報酬として報われるように、賞与の一部に業績連動賞与を導入する計画ですが、EVAはその尺度としても使われます。

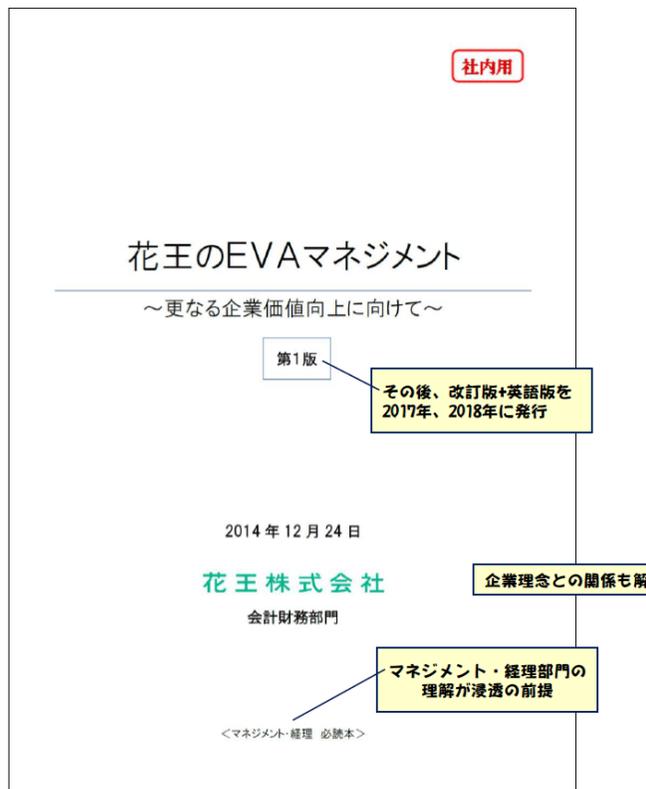
EVA改善の主体は、あくまでも社員一人ひとりであり、社員全員の日頃の地道な活動がEVA改善につながっていきます。先に説明したEVA改善の3つの方法を理解して、EVA改善を日常の仕事のなかで意識していきましょう。

そして社員自らが株主・経営者と同じ立場に立って経営していくんだという意識で、企業価値を高めた成果を賞与として勝ち取る気概をもって、仕事に取り組みましょう。私たちの花王を将来にわたって顧客・株主・取引先そして従業員及びすべての関係者にとって「強くてよい会社」にするために、また社会に貢献しつづける企業にするために、一丸となってEVA改善を実現しましょう。



(参考) EVA社内教育資料 (活性化時)

導入時資料の消化不良部分を復習し、一部は時代の変化に合わせ、2014年度に教育資料を再作成した。2017年度、2018年度に改定版・英語版も発行している。



目 次

まえがき	3	(h)EVA改善のための「4つのM」	29
はじめに	4	(i)EVA活用の注意事項	30
1. EVAの概要	5	(j)花王のEVA:15年の歩み	30
(a)EVAの基本	5	<第3章のサマリー>	32
(i)EVAは資本コストを考慮した「真の利益」	5	4. EVAの企業価値向上への貢献	33
(ii)NOPATとは	6	(a)EVA活用のメリットは資本コストの考慮	33
(iii)日本会計基準利益からNOPATへのEVA仕訳	7	(b)投下資本の使用	33
(iv)投下資本と資本コスト	7	・設備投資	33
(b)資本コスト率	8	・M&A	34
(i)資本コスト率(WACC)	8	(c)事業の売却・撤退の評価	35
(ii)株主資本コスト率	9	(d)正味運転資本の圧縮	35
(iii)有利子負債コスト率	9	・WOC(運転資本)削減活動	35
(iv)海外の現地通貨建て資本コスト率	10	・在庫圧縮	35
(c)花王のEVA実績(1999年～2013年)	11	・売却金回収	36
(補足)プロジェクトや企業の現在価値の評価方法	12	・債務支払い	36
<第1章のサマリー>	13	(e)グローバル・キャッシュ・マネジメント(GCM)	37
2. EVAと企業価値	14	(f)フリーキャッシュフロー活用(FCF)の優先順位	37
(a)企業価値は株式時価総額だけでなく、有利子負債も含む	14	自社株買入れとEVA改善	38
(b)企業価値は、現在EVAの水準よりも、将来EVA改善が影響する	15	(g)投下資本の調達	38
(c)MVAは将来EVAの投資家期待価値	15	(h)IFRS導入とEVA	39
(d)FGVは将来EVA改善の投資家期待価値	17	(i)EVA改善が価値創造活動を企業価値向上に導く	40
(e)FGVに織り込まれた投資家のEVA改善期待に応える	18	<第4章のサマリー>	41
(f)持続的なEVA改善により、FGVの向上を目指す	19	5. まとめ	42
(g)PBRが高い会社はMVAも高い	19	<巻末資料>	43
(h)MVAは貸借対照表には計上されていない無形資産価値	20	用語解説	43
<第2章のサマリー>	20	(付表1)DCFとEVAの計算結果は同じ	48
3. 花王におけるEVAマネジメント	22	(付表2)同業他社のMVA分析	49
(a)企業価値の向上は上場企業共通の経営目標	22	(付表3)日本の高ブランド価値企業のPBR	49
(b)花王ウェイの実践により花王らしいEVA改善を目指す	22	(付表4)EVAドライバー	50
(c)社会のサステナビリティへの貢献と企業価値向上	23	(付表5)EVA投資経済性計算書(国内設備投資の例)	52
(d)企業価値とステークホルダーの関係	25	(付表6)株主還元と株主価値への影響	53
(i)企業価値向上は消費者志向、社員重視から	25	(付表7)EVA関連の数式	54
(ii)企業価値向上は全てのステークホルダーの利益と合致	25	(編集後記)	56
(e)EVAを改善する4つの方法	26		
(f)同業他社が重視する経営指標	28		
(g)ROEは、EVA改善の結果としての資本効率指標	28		

4. 花王の稼ぐ力 ～絶えざる革新をなぜ継続できるのか～

花王ウェイの浸透により、絶えざる革新を継続できる風土を醸成し、花王ウェイを実践できる人材を開発している。売上や利益を上げることよりも、価値観（花王ウェイ）の実践を重視している。

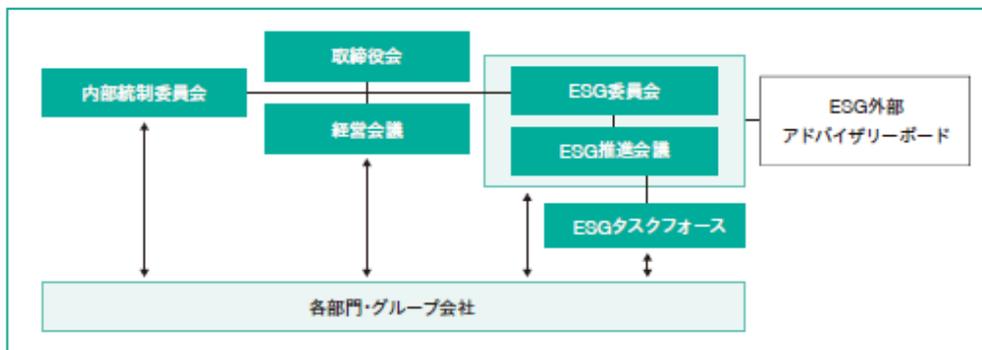
項目	具体的なアクション
<p>企業風土 （花王ウェイの浸透）</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 花王ウェイにリンクした経営者からの発信と具体的なアクション（組織・制度の設計、戦略等）を実施 ⇒ 藤居氏（花王常勤監査役）、山本氏（元花王財務・IR部長）にヒアリングさせていただくなかで、綺麗な言葉のパッチワークではなく、一本筋が通った印象を感じた。花王ウェイの価値観に沿って行動することで、会社の使命・ビジョンの達成だけでなく、社員が成長、満足感を実感、経営課題を自分ごと化する風土（1円でも毎年増収増益することへのこだわり、TCR活動の継続など）が醸成されたと思われる。 ◆ 投資家とのやり取りをくみ取ってしっかり対応する風土づくり。経営会議等で社長からフィードバックしている。EVA導入時の副社長だった渡辺氏は、「君ならどう答えるか？」と役員に質問していたとのこと
<p>人材開発 （花王ウェイを実践できる人材の開発）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 人材開発方針の理念（①効果・効率の追求、②人間性の尊重、③統合への努力）を基本にグローバルに推進 ◆ 花王ウェイを基盤とする組織風土を醸成・実践するだけでなく、社員の自主性と多様性が活かされ、いきいきと働ける職場づくり ◆ 「2030年までに達成したい姿」を実現する、変化を先導するリーダーの育成 

4. 花王の稼ぐ力 ～グローバルで存在感のある「Kao」に向けて～

さらなる成長のための稼ぐ力は、ESGとアジアにおける日本ブランドの活用。欧米ではBeauty、個性を伸ばしてポジションを作っていく。

項目	具体的なアクション
海外	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 花王の売上は日本が約70%。海外（特にアジア）を伸ばしていく。 ◆ アジアでは、これまで通り過ぎてしまったところを開拓し、日本ブランドの活用とESGで稼いでいく。 ◆ 欧米ではBeauty、個性を伸ばしてポジションを作っていく。花王は欧米でチャネル、ブランドがないので、M&A（スピードをお金で買う）もあるかもしれない。
ESG	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 海外ではESGに対する意識が特に高い。日本においても、詰め替えパックを買う人が8割くらいで消費者の意識が変わってきている。「グローバルで存在感のあるKao」になるため、今までやってきたことをESG視点で見直していく。プラスチックを少なくしていく、リユースする、単一素材を使う・・・日本初に拘らず評価される場所でやっていく。サイクルを回すということは再生することも覚悟していて、再生する技術も開発している（詰め替えパックをレゴブロックに再生するなど）。企業や行政との連携、情報発信も行っていく。 ◆ 短期的にEVAが下がるかもしれないが、必要投資と考え、全体のなかで助け合って、営業利益が大きく下がるようなことはしない。管理会計上、ESGに対する取り組みにポジティブになれるようにはしていきたい。 ◆ 組織の総合力を活かし、「Kirei Lifestyle Plan」を実行するため、ESG委員会を設置している。

ESG推進体制図



Ⅲ．当社へ持ち帰りたい点

【次期中期経営計画策定に向けて】

- ・EVAとROIC
- ・ビジネスモデルの変革
- ・企業価値の分析と創造

2020年度で5年間の中期経営計画が終了し、2021年度から次期中期経営計画を策定予定。次期中計の方針策定に当たり、HFLPにおける気づき事項なども含め、Keyとなる事項を経営陣をはじめ、グループ全社に説明する。

【Keyとなる事項】

- 企業価値の持続的創造
- 資本コストの意識
- 超過収益（EVA）を生み出す
- 資本効率性を重視しROICを重要指標
- ビジネスモデルの変革（儲け方を変える）
- 持続可能な事業の創出
- DXをはじめとする技術革新
- SDG's、ESG経営、サステナビリティ推進、非財務目標の設定
- コーポレート機能の定義、経営資源の適正配分
- 事業戦略を支える財務戦略、資本戦略、人事戦略、IT戦略 など

NAGASEにおいて、営業利益は安定的に計上も投下資本を考えるとROICの大幅な向上もなく、EVAは常にマイナス。価値破壊企業と言わざるを得ない状況である。

【NAGASEの過去10年の指標推移】

(単位：百万円)

項目	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
【利益】										
営業利益	13,128	18,732	13,427	15,578	15,789	18,153	18,024	15,030	24,118	25,226
NOPAT+受取配当金	9,928	14,269	10,417	12,117	12,167	13,966	13,977	12,137	18,488	19,467
【投下資本】										
運転資金	109,393	121,148	133,797	139,922	155,440	171,484	161,454	167,889	181,641	194,204
固定資産	100,312	98,031	168,560	180,996	191,776	216,676	199,745	209,558	216,128	201,517
投下資本合計	209,705	219,179	302,357	320,918	347,216	388,160	361,199	377,447	397,769	395,721
投下資本×WACC (7%で試算)	14,679	15,343	21,165	22,464	24,305	27,171	25,284	26,421	27,844	27,700
【EVA】	▲4,752	▲1,073	▲10,748	▲10,348	▲12,138	▲13,205	▲11,307	▲14,284	▲9,356	▲8,233
ROIC	4.7%	6.5%	3.4%	3.8%	3.5%	3.6%	3.9%	3.2%	4.6%	4.9%

現行のビジネスモデルを続ける限り、経済的付加価値（EVA）がプラスに転じる可能性が少ない

- 営業利益は安定的に計上している
- 投下資本に対する営業利益の比率は大幅に向上していない（≒ROICは大幅に向上していない）
- 過去10年間、経済的付加価値：EVA（Economic Value Add）は常にマイナスで推移している

NAGASEとしてはROICを次期中計の主要なKGIとして考えており、ROIC向上によりEVAをプラスにする。EVAがプラスになることで、ようやく企業価値を創造していると言える。

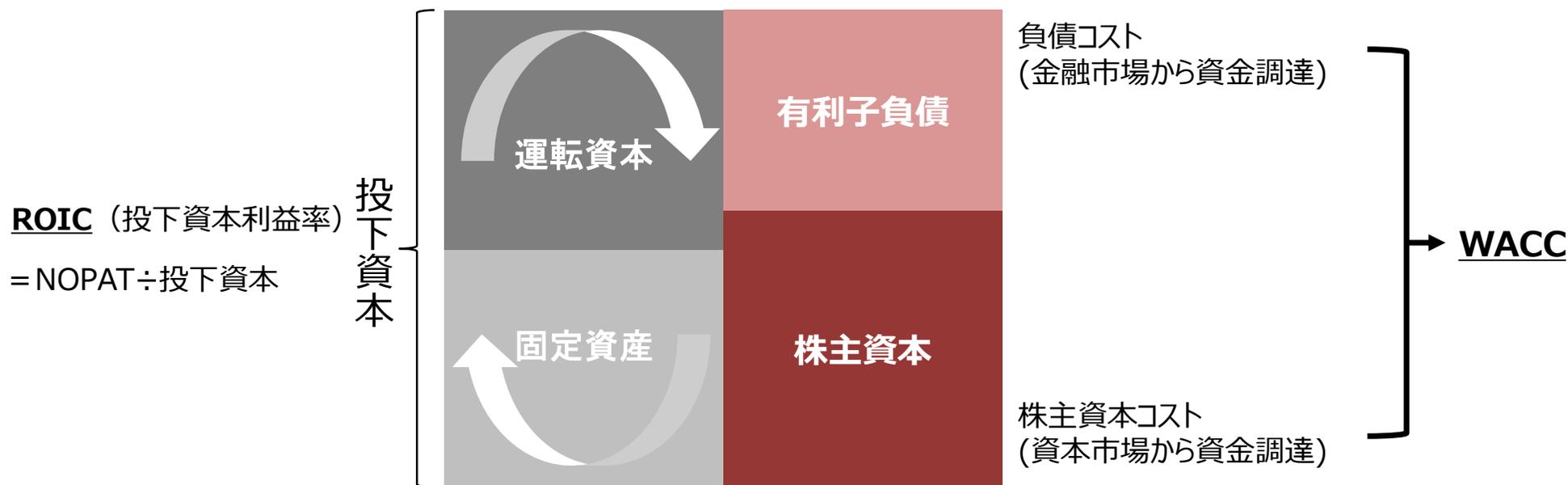
「限られたリソース（資金・資源）をどれだけ効率的に活用し、どれだけリターンを最大化できたか」を示す指標

- ・加重平均資本コスト（WACC）以上のROICを向上することで、EVAはプラスとなる。
- ・EVAがプラスの場合、企業は株主や債権者の期待（要求）を上回るリターンを生み出し企業価値創造となる。（＝付加価値）

$$EVA = \text{NOPAT} - (\text{投下資本} \times \text{WACC}) = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本}$$

事業で創出した税引後利益 株主と債権者が期待しているリターンの額

NOPAT：税引後営業利益 / 投下資本：運転資本+有形固定資産（≒有利子負債+株主資本） / WACC：加重平均資本コスト



各事業ごとにROICを向上させること、EVAを増加させ企業価値を創造することを念頭におき、ビジネスの創出、ビジネスモデルの変革施策を立案していくこととする。

○現在ROIC7%未満：事業部・個社・エリア

(単位：億円)

	現在 (例)	A	B	C①	C②	C③	C④	D	F	
ROIC (増減)	5.0%	5.0% (±0.0)	4.0% (▲1.0)	10.0% (+5.0)	6.0% (+1.0)	5.7% (+0.7)	8.0% (+3.0)	3.8% (▲1.2)	5.0% (±0.0)	
NOPAT (増減)	100	200 (+100)	200 (+100)	100 (±0)	150 (+50)	200 (+100)	80 (▲20)	75 (▲25)	50 (▲50)	
投下資本 (増減)	2,000	4,000 (+2,000)	5,000 (+3,000)	1,000 (▲1,000)	2,500 (+500)	3,500 (+1,500)	1,000 (▲1,000)	2,000 (±0)	1,000 (▲1,000)	
EVA (増減)	▲40	▲80 (▲40)	▲150 (▲110)	30 (+70)	▲25 (+15)	▲45 (▲5)	10 (+50)	▲65 (▲25)	▲20 (+20)	
判断項目	ROIC	-	維持	悪化	改善	改善	改善	改善	悪化	維持
	NOPAT	-	増加	増加	維持	増加	増加	減少	減少	減少
	投下資本	-	増加	増加	減少	増加	増加	減少	維持	減少
	EVA	-	減少	減少	増加	増加	減少	増加	減少	増加
部分最適の評価	-	×	×	◎	○	○	◎	×	×	
全体最適の評価	-	×	×	◎	○	△	◎	×	○	

ROIC改善を目指し、低ROICビジネスはグループ内外のリソースを活用しROIC改善。低ROICビジネスの撤退等により資源を確保し、高ROICビジネスの維持・拡大。グローバル化加速、日本以外の地域がHQとなる新規事業の創出。

【資本効率性の課題認識】

- “ROICの改善”より“営業利益額の追求”のマインドが強く、低ROICビジネスから経営資源の確保が出来なかった
- 経営資源の確保をせずに再配分（実質的に新規投下）を行ったため、ROICの改善が進まず、また、慢性的な人財不足が散見した

【既存事業の方針】

経営資源の確保 低いROICビジネスを減らす

- 既存事業の提供価値と資本効率性を分析し、グループ内にその価値を展開するとともに、**グループ内外のリソースを活用しROICを改善**する
- 計画策定にあたり、資源確保を可能にするビジネス候補を予め選定し、**再配分に必要な資源確保に備える**

経営資源の再配分 高いROICビジネスを増やす

- **グループ内外のリソースを事業部や個社を超えて活用し、高ROIC事業の維持・拡大を実現**する
- 既存の提供価値に加え、顧客体験を高める付加価値を提供し、中長期的な事業成長を実現する

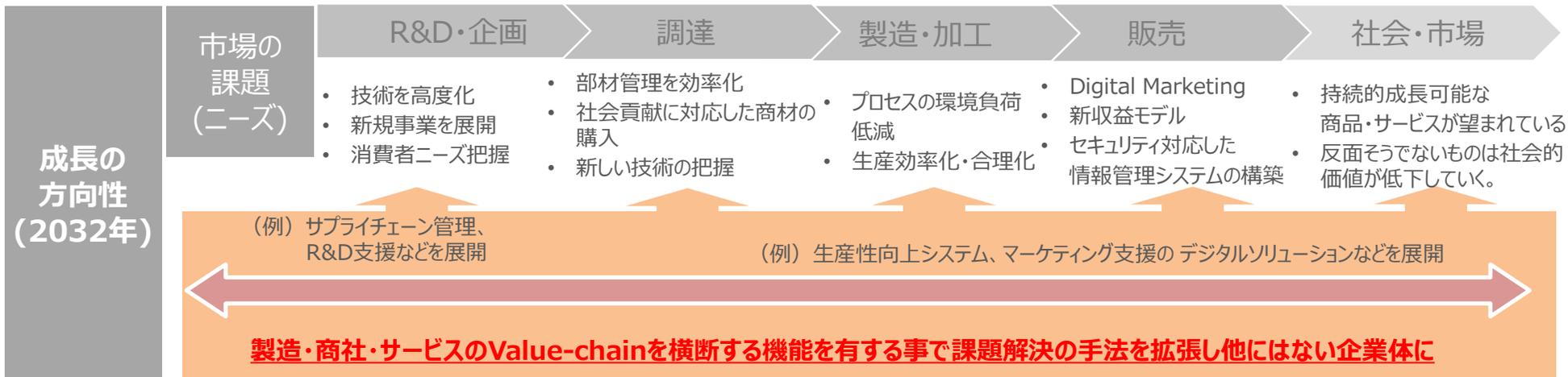
グローバル化の加速 Non Japan HQビジネスクラスター候補の育成

- **エリア独自の市場開発をリードし、ビジネスクラスター候補**となる“持続可能な事業”を創出する
- 事業・エリアの役割を再定義し、グローバル化に向けたガバナンス体制を構築する

【グローバル化の課題認識】

- 人口動態の変化から、将来的に拡大・縮小市場となるエリアが特定されており、**日本偏重型のビジネスモデルの脱却**が求められている
- 海外ビジネスにおいて、日系企業が関与するサプライチェーンのビジネスが多く、海外発信のビジネスモデルが少ない

“持続可能な事業”とは社会価値、環境価値を向上し、かつ、高ROICを維持できる事業。将来は製造、商社、サービスのバリューチェーンをカバーする企業を目指す。ビジネスモデルの多様化と事業部を横断する仕組みを作る。



全社一丸となって商社業・製造業だけにとらわれない
新たな課題解決手法の種まきを実施、その収益化に挑戦

施策方針
(2025年)

事業部内施策 (イメージ)

- “持続可能な事業”に関わるビジネスの選別
- ビジネスモデルの多様化と事業部を横断する仕組みの検討
- “持続可能な事業”立ち上げの為のリソース再配分等

新たな事業と収益の多様化の為の体制

- DXを活用し、グループに展開可能なデータの構築
- “持続可能な事業”の為の事業推進チームによる支援

現状のNAGASEを分析するとEVAがマイナス、時価総額は株主資本を下回りPBRは0.6程度。事業戦略にて収益力を上げ（EVA向上）、IR活動により株式市場での価値も向上させる。また、理論上の株主価値を把握し、現状とのGAPを認識し、GAPを埋める戦略立案。戦略実行の結果が株価に反映されているか確認。PDCAを繰り返す。

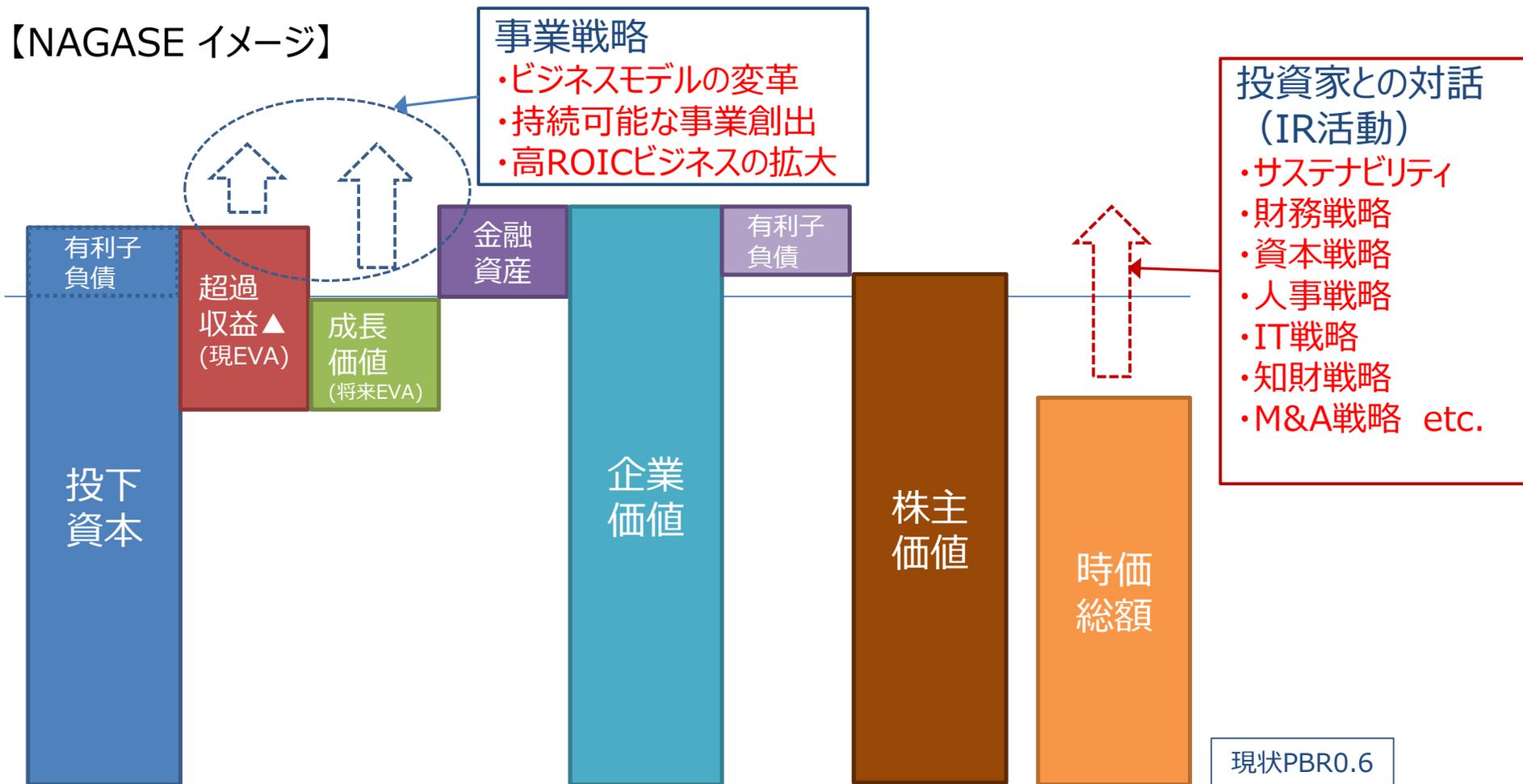
【NAGASE イメージ】

事業戦略

- ・ビジネスモデルの変革
- ・持続可能な事業創出
- ・高ROICビジネスの拡大

投資家との対話 (IR活動)

- ・サステナビリティ
- ・財務戦略
- ・資本戦略
- ・人事戦略
- ・IT戦略
- ・知財戦略
- ・M&A戦略 etc.



以上、ご清聴ありがとうございました。