

2019年度
HFLP-B

財務研修レポート

The AGC logo is displayed in a white rectangular box on the right side of the slide. It consists of the letters 'AGC' in a bold, blue, sans-serif font. The letter 'G' has a small red square at its top right corner.

AGC株式会社
経理・財務部
後藤 道隆

Your Dreams, Our Challenge

- 1. 通常セッションで学んだこと・気づき**
- 2. Workshopにおける分析・気づき**
- 3. 自社に持ち帰りたいこと**

1. 通常セッションで学んだこと・気づき

伊藤レポート2.0を通して、企業（経営者・財務パーソン.etc）が
「**今、何を求められているか**」を再認識した。

＜伊藤レポート＞

「企業と投資家の「協創」による持続的
価値創造を」
「現場力を伴ったROE向上こそ日本の
経営スタイルに（日本型ROE経営）」

国際的な枠組み形成の進展

「SDGs」「ESG」「ステューワード
シップ・コード改訂」「フェアディスク
ロージャー・ルール」
「国際統合報告フレームワーク」
「TCFD」

「**日本再興戦略
2016**」

＜伊藤レポート 2.0＞

「企業の競争環境の変化」

「持続可能な経済社会の実現に向けた
要請の高まり」

「価値協創のための統
合的開示・対話ガイダ
ンス-ESG・非財務情報
と無形資産投資-（価
値協創ガイダンス）」

他社の会計・財務数値を分析し、

「**自社の財務的な特徴・問題点・市場からの評価**」を再確認できた。

(ご参考) AGC株式会社 会社概要

AGCグループ (売上高：1兆5,229億円 営業利益：1,206億円)

ガラス

売上高：7,575億円
営業利益：225億円

建築用ガラス

売上高：3,589億円

- ・フロート板ガラス
- ・型板ガラス・網入り磨板ガラス
- ・Low-E（低放射）ガラス・装飾ガラス
- ・建築用加工ガラス（断熱・遮熱複層ガラス、防災・防犯ガラス、防・耐火ガラス等）



自動車用ガラス

売上高：3,973億円

- ・自動車用強化ガラス
- ・自動車用合わせガラス



電子

売上高：2,526億円
営業利益：240億円

ディスプレイ

売上高：1,834億円

- ・液晶用ガラス基板
- ・ディスプレイ用特殊ガラス
- ・車載ディスプレイ用カバーガラス
- ・ディスプレイ用周辺部材
- ・ソーラー用ガラス
- ・産業用加工ガラス



電子部材

売上高：669億円

- ・半導体プロセス用部材
- ・オプトエレクトロニクス用部材
- ・照明用製品
- ・理化学用製品等



化学品

売上高：4,844億円
営業利益：711億円

クロールアルカリ・ウレタン

売上高：3,166億円

- ・塩化ビニル
- ・塩化ビニル原料
- ・苛性ソーダ
- ・ウレタン原料



フッ素・スペシャリティ

売上高：1,205億円

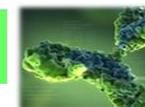
- ・フッ素樹脂
- ・撥水撥油剤
- ・ガス・溶剤
- ・ヨウ素製品



ライフサイエンス

売上高：449億円

- ・医農薬中間体・原体
(バイオ医薬品原薬を含む)



セラミックス・その他

売上高：790億円
営業利益：28億円

※サブセグメントの売上高は、外部顧客に対する売上高を使用しています

※セグメント別売上及び利益は、消去前の数字であるため、各セグメント別売上及び利益の合計は全社売上及び利益とは一致しません

1. P/L

	オムロン				AGC			
	2017		2018		2017		2018	
	億円	比率(%)	億円	比率(%)	億円	比率(%)	億円	比率(%)
売上高	8,600	100%	8,595	100%	14,635	100%	15,229	100%
売上原価	5,022	58%	5,054	59%	10,606	72%	11,031	72%
売上総利益	3,578	42%	3,541	41%	4,029	28%	4,198	28%
営業利益	863	10%	766	9%	1,196	8%	1,206	8%
当期利益	635	7%	581	7%	793	5%	1,020	7%
親会社帰属	632	7%	543	6%	692	5%	896	6%

2. CF

	オムロン			AGC		
	億円	億円	増減	億円	億円	増減
税前利益	851	770	-81	1,144	1,284	140
償却費	295	305	10	1,282	1,217	-66
運転資金増減	-267	-94	173	-150	-270	-120
その他	-142	-268	-126	-242	-338	-97
営業CF	737	712	-24	2,035	1,893	-142
設備投資	-376	-356	20	-1,501	-1,935	-434
投資有価証券・関係会社株式	-177	4	181	-546	-4	543
その他	-5	3	8	-48	-5	43
投資CF	-558	-350	209	-2,096	-1,945	151
FCF	178	363	185	-61	-52	9

3. 経営指標

ROA * R: 当期利益	8.5%	7.8%	3.6%	4.6%
ROE * R: 親会社帰属利益	12.5%	10.8%	5.8%	7.9%
有形固定資産回転率(回)	6.4	6.0	1.4	1.4
有利子負債	0	0	4,891	5,418
D/E(負債)比率	0.00	0.00	0.38	0.43
2019.12.26株価(円)		6,500		4,035
PBR(株価純資産倍率)		2.58		0.81

当期純利益率は同レベル

問題は投資の大きさと効率性

PBRがAGC 0.8 VS オムロン 2.6 と大きな差

**CF0の責務の重さを認識。まずはCF0を支える
財務パーソンとして企業価値向上の為、今やるべきことは何か。**

江間 賢二氏 (元HOYA CFO)

「傲ることなく 怠ることなく 怯むことなく」
「どんな会社でもCEOとCFO 2人で経営できる」
「業を企てる」「将来のことをいつも考える」

昆 政彦氏 (スリーエム・ジャパン)

「社長と同じ目線に立つ」 「市場と同じ目線に立つ」
「戦略実行目線に立つ」 「フォワードルッキング会計」

内野 州馬氏 (三菱商事監査役)

「商社不要論が囁かれたとき、社員は悔しい思いをした」
「卸売業から事業創成/経營業へ」
「新たなリスク管理手法（「実質リスク」の概念）の導入」

柳 良平氏 (エーザイCFO)

「企業価値創造の KPI としての、エクイティ・スプレッド (ES)
= ROE - CoE (株主資本コスト : 株主期待リターン)」
「良い ROE 経営と悪い ROE 経営」

**CF0の責務の重さを認識。まずはCF0を支える
財務パーソンとして企業価値向上の為、今やるべきことは何か。**

堀 哲朗 氏(東京エレクトロン常務)

「勇気をもらいに真珠湾に」

「アプライド・マテリアルズと交渉の陣頭指揮を取れたのは ①法務の経験、
②ファイナンスの知識、③交渉が決裂してもよいという割り切り」

「～Bob Hallidayから学んだこと (CF0考)～」

- ・CEOから信頼を得ること
- ・色々な階層の人から尊敬を集めること
- ・CEOにも反論すべき時は反論すること
- ・投資家との信頼関係を第一にすること

川上 徹也 氏(元パナソニックCF0)

「難しいことを易しく」：社長・経営幹部・従業員…すべての人が分かるように語る

「本質的・中長期的・多面的」

「事前の一策は事後の百策に勝る」

「Clean Hands、Cool Head、Warm Heart」

**先進企業・強い企業が持つ（醸成した）風土について学んだ。
事業に対する取組みと同様に、風土づくり・ヒトづくりが重要。**

上林 季之 氏(村田製作所)

～経営で大切にしていること～

- ・継続的な技術開発投資による新商品開発力
- ・強い工場に支えられた製造力（工場は市場価格の低下に見合うコスト低減を実施）
- ・スピード経営（得意先の24時間回答要求に応える、現場で決める・現場が決める）

関崎 陽子 氏(丸井グループ)

“信用の共創” 信用はお客さまに与えるものではなくお客さまと共に創るもの
フロー型ビジネスからカードと定借型店舗を中心としたストック型ビジネスへ転換
“共創サステナビリティ経営” 自ら手を挙げて参加する企業風土

村中 秀樹 氏(テルモ)

企業理念「医療を通じて社会に貢献する」 * 職場の方の入社動機のお話
停滞からグローバル成長へ
意識改革・風土改革 ～指示待ち体質から脱却～、『テルモのこころ』

証券市場をめぐる最新の潮流

別所賢作氏（三菱UFJ モルガン・スタンレー証券）

- ・M&Aではリスクの精査は極めて重要、 検出されたリスクの性質とインパクトを正しく理解する。リスクをマネージ出来るかの見極めが大切。
- ・資本市場・投資家の声に耳を傾けず、自らの問題点に積極的に対処せず、結果、収益性・株価が低迷する企業や、本源的企業価値と株価に大きなディスカウントがあるコングロマリット企業は要注意。

国際金融・為替リスク

小川英治氏（一橋大学）

- ・為替相場変動に伴う自己資本・自己資本比率への影響は、海外拠点の資産規模の大きな企業ほど大きなインパクトを受ける。
- ・東アジア諸国金利の上昇が抑制されると、米国に有利な金利差が発生し、東アジア諸国通貨が米ドルに対して減価する。東アジア諸国からの資本流出懸念。

税務計画

朝長英樹氏（朝長英樹税理士事務所）

角田伸広氏（EY 税理士法人）

- ・現在の法人税法は、昭和40年に制定された頃と比べると約4倍となっており、税制が非常に複雑化したことで税務リスクが非常に高まっている（国際税制、組織再編税制、資本等取引税制等）
- ・税務リスクのグローバル化。過度な税務戦略は、中長期的に持続可能的ではない。
- ・コーポレート・ガバナンスと税務ガバナンスの連携

リスクマネジメント

神林比洋雄氏（プロティビティLLC会長）

- ・年次・中長期計画に戦略達成のためのリスク情報を盛り込むための体制が重要（全社的リスク管理：ERM）。
- ・今までの“居心地の良さ”に甘んじることなく、他律的な要請を念頭に置くも、自律的な仕組みとして、再構築の是非の検討を継続する。

アナリストによる企業評価

松島憲之 氏（三菱UFJ リサーチ&コンサルティング）

- ・長期投資家は、ESGの個別要素を単独で評価するのではなく、ビジネスモデルの持続性や戦略の実現性、可能性にESGがどのような影響を与えるかに関心を寄せる。
- ・自動車の注目点はイノベーションを生み出す原動力：経営者・製造・販売・開発の人間力

経営戦略論

青島矢一 氏（一橋大学）

- ・合理性の追求（真っ当な経営）と社会からの要求（社会との調和）とイノベーション（試行錯誤、ゆとり、遊び、逸脱）
- ・優秀な人材、資金、技術がある。それを活用しない手はない。問題はそれらの余剰資源と革新的アイデアの結合がままならないこと。

マーケティング

鷺田祐一氏（一橋大学）

- ・「世の中の9割ぐらいのイノベーションは先進的なユーザーが自分のためだけに行う「創意工夫行為」であり、企業が着目し市場化されるのはわずか1割程度だ（E.V.ヒッペル「フリーイノベーション」）
- ・将来への漠然とした不安と、過剰なリスク回避思考は結局は「想定外」に弱い企業体質を生み出してしまう。むしろ「想定外」を武器に利用できるマーケティング戦略への転換が重要。

デジタルトランスフォーメーション

仲川幾夫氏（コニカミルタ）

- ・お客様の“みたい”に答えることで人間社会の進化のための新たな価値を提供。
- ・顧客の働き方の成熟度に合わせたサービスを提供、価値創造を支援。“Intelligent Connected Workplace”
- ・「いつでも、どこでも、だれでも働ける環境づくり」をするために、コニカミルタジャパンは様々な取り組みを実践。
- ・多様性、創造性にあふれ生産性が向上する働き方を提供する場「協創の杜」

M&A 朱殷卿 氏（コアバリューマネジメント） 本郷陽太郎氏、土居浩一郎氏、藤森裕司氏（J Pモルガン）
藤井邦彦氏（東京海上ホールディングス）

- ・なぜ案件ありきで経済合理性が置き去りにされるのか？
- ・乗り込んでいくべきか、現地に任せるべきか？
- ・武田/シャイアー 安定を評価してきた株主とグローバル化を目指す経営陣
- ・東京海上 「まずは自前の事業で実戦経験を積み、その上で段階的な買収により事業拡大」
価値観と経営方針を共有できる優秀な経営者のいる「優良な会社」を買収
「任せきり」でも「過剰介入」でもないバランスをとった経営管理体制の確立が肝要
⇒ そのためには「相互信頼関係」の構築・維持がカギ
グローバル展開におけるチャレンジ ～「日本流の課題」の克服
リスクベース経営（ERM：Enterprise Risk Management）

格付評価 三宅伊知朗氏・山本武成氏（S&P レーティング・ジャパン）

- ・発行体および個別債務の信用力についてフォワードルッキングな意見を示す。
- ・株主還元は企業の債務返済能力に対しては一般的にはマイナスとS&Pは考える。
（債務で調達した資金なら明らかにネガティブ）

交渉論 福森哲也氏（S T I サポート）

- I：交渉力は事前準備の質・量によって決まる
- II：目的・判断基準とシナリオを明確にしておく
- III：最強の武器 BATNA を懐に入れておく

コーポレートファイナンス 中野誠氏（一橋大学）

- ・企業が保有する現金の経済的価値はすべての企業にとって同価値ではないかもしれない。
- ・リスクテイクと市場からの評価：高リスク投資&高ペイアウトの会社のPBRが最も高い

ESG エンゲージメントと企業評価 松原稔氏（りそなアセットマネジメント）

- ・ESGは投資成果を改善する。ESGへの対応が、実際に企業利益に直結するようになった。
- ・企業価値の源泉が有形資産→無形資産に変わってきている。
⇒「企業による人材や知的資本等への投資は、短期的には利益圧迫要因となるが、持続的な企業価値の創造のためには、長期を見据えて各資本への投資を最適化する経営者の戦略的判断とガバナンスが重要。（未来投資会議構造改革徹底推進会合）」

戦略的IR 浜辺真紀子氏（ディップ）

- ・「矜持を持って誠実に対峙し、理解を促す。社内・社外の両方で、信頼される存在になることを目指す。」
- ・株式市場が「利益相反の懸念」を抱いた出来事⇒社内関係者の想定を上回るネガティブな反応だった。
- ・ヤフーは「特殊な上場会社」だからこそ、通常以上にIRオフィサーの「逆こうもりの姿勢」が重要だった。

投資家との対話 三瓶裕喜氏（フィデリティ投信）

- ・キャッシュフローを資本生産性と投下資本に分解
- ・InvestmentはB/S上の資産とは限らない。スキル、才能、ブランド他、ビジネスモデルの競争力を持続させるのに必要な「見えない資産」を含む。
- ・投資家との対話において自社のビジネスモデル（事業概要とは異なる）を説明できることが重要。

2-1. Workshopにおける分析・気づき

テーマ : 「稼ぐ力・資本生産性」

対象会社 : オムロン株式会社



【オムロン】 会社概要

創業

1933年5月10日

資本金

641億円

売上高

8,595億円（2018年度）

当期純利益

543億円（2018年度）

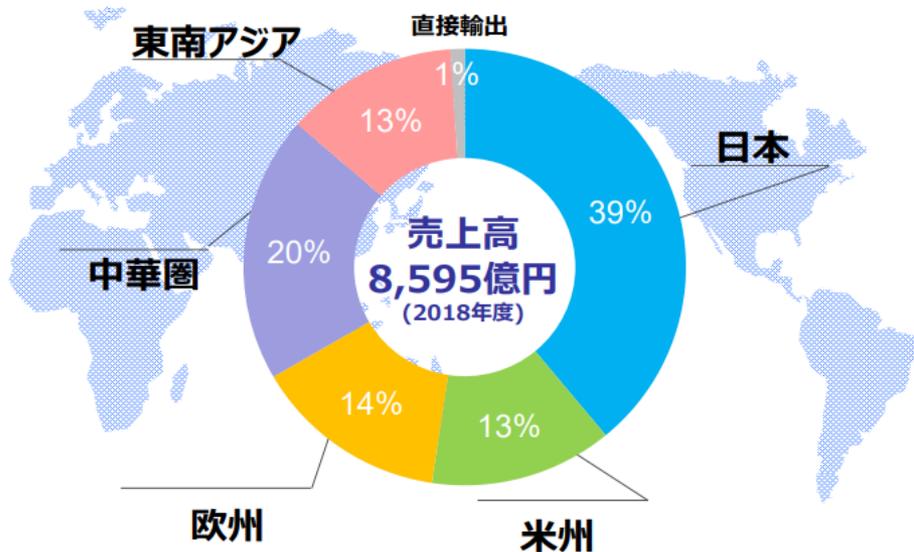
ROIC / ROE

10.6% / 10.8%（2018年度）

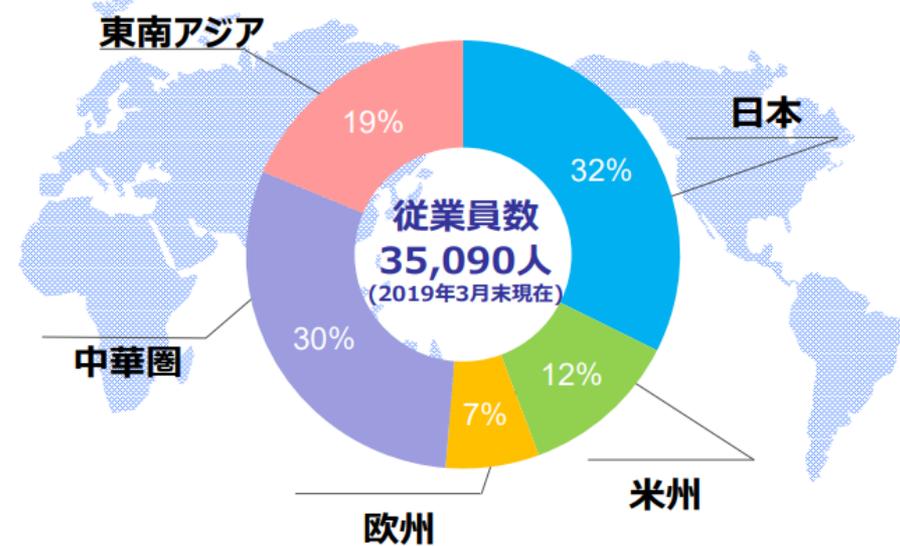
従業員数

35,090人

【地域別売上比率】

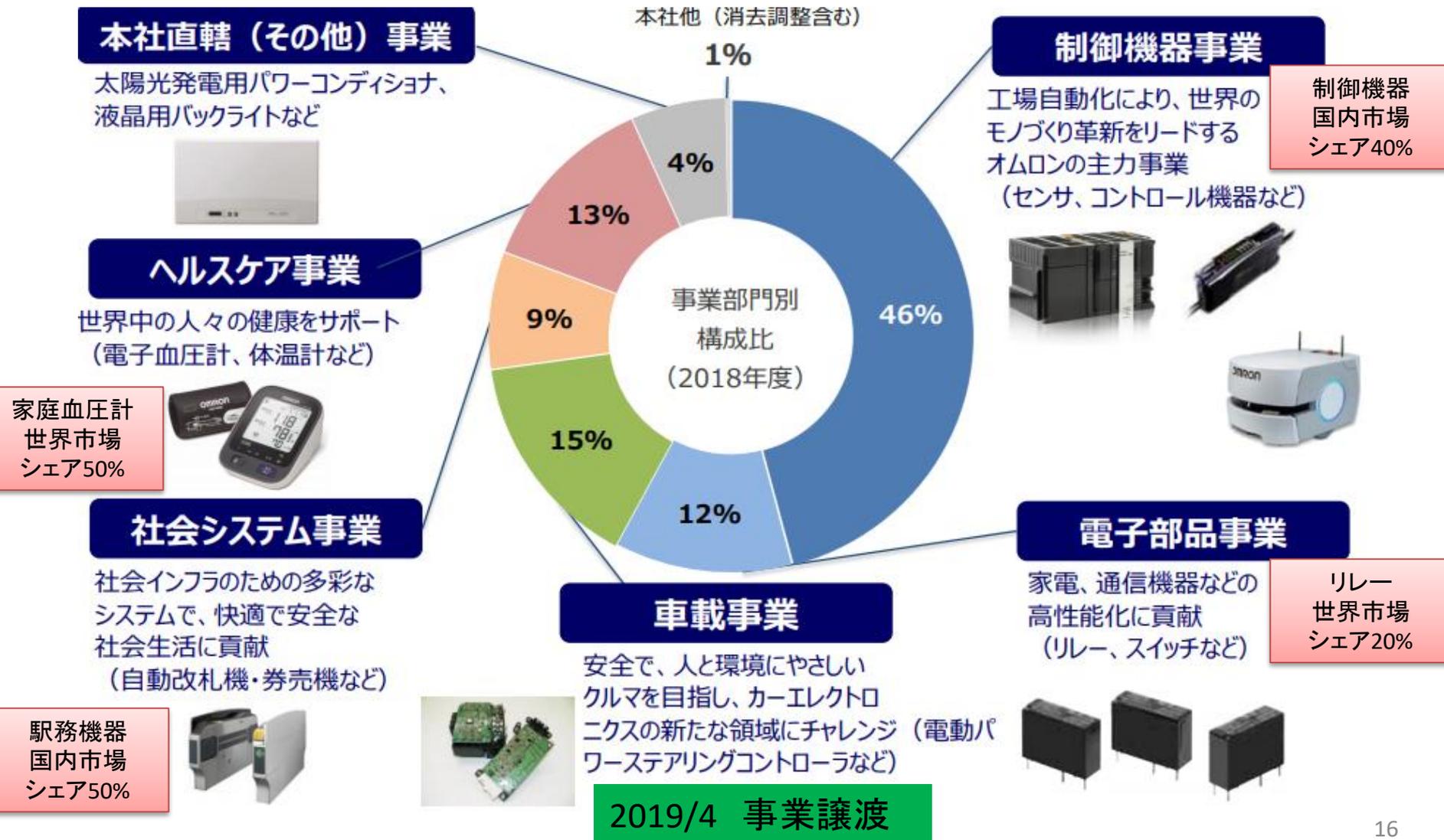


【地域別従業員比率】

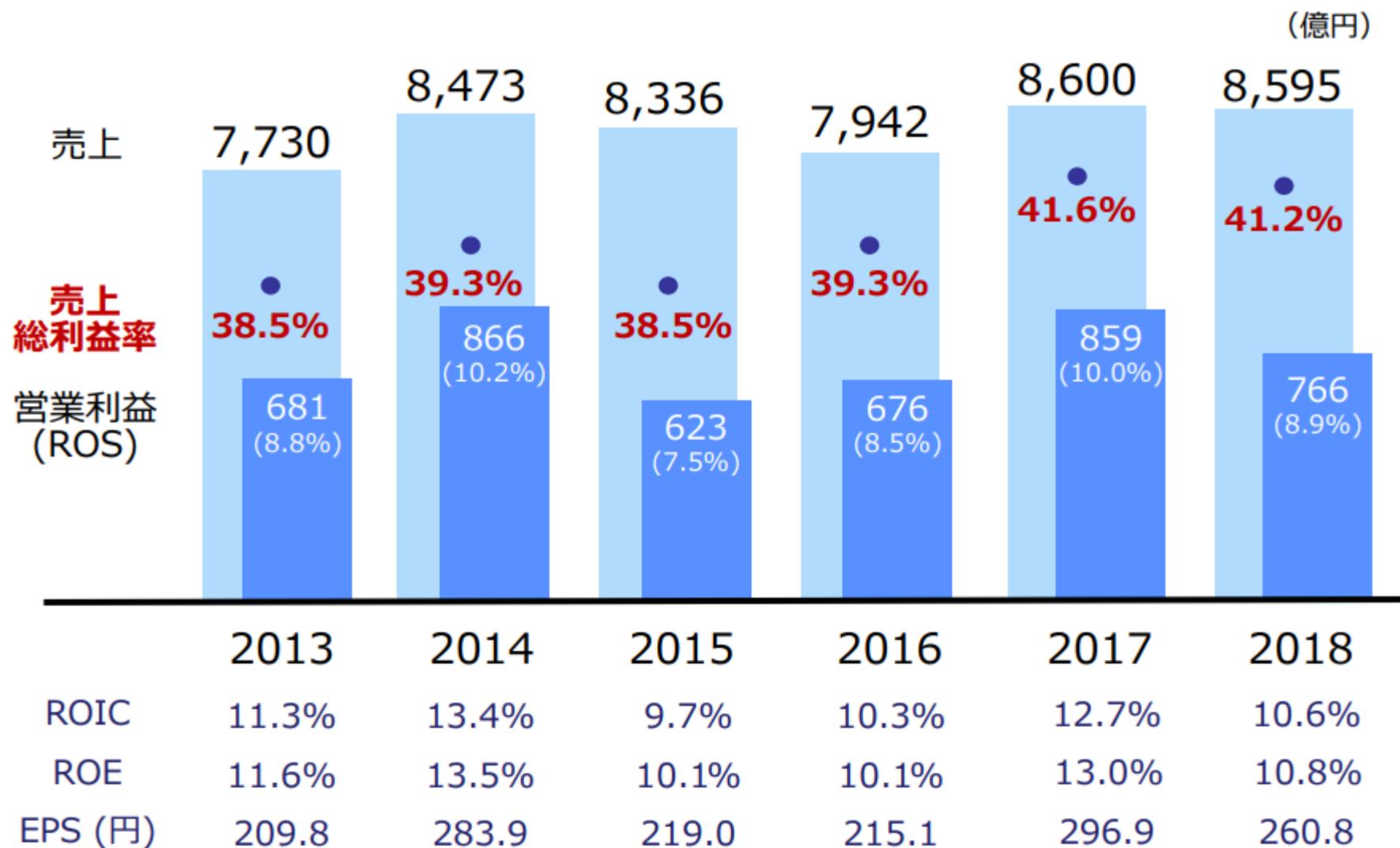


【オムロン】 事業内容と売上構成

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



【オムロン】 主要指標の推移



【オムロン】ファンダメンタル分析による気づき事項

【安全性】

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

【収益性】

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

【効率性】

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

【成長性】

- 売上高、営業利益、当期利益とともに直近では2017年度が最も高い。2018年度は需要減速により減収減益。
- 2019年度も車載事業の譲渡等により減収減益(売上高6780億円 営業利益548億円) 売上総利益率は向上している。

【オムロン】 競合企業との財務指標比較(バリュエーション)

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

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

※現地通貨を12/3為替レートで円換算

【オムロン】中長期の経営目標の達成に向けて

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



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

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

【オムロン】安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

経営の特徴(オムロン経営の強み)

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

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

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

1. 経営のスタンス

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

2. オムロンの本源的な企業価値を支える基盤

①企業理念経営

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

②透明性の高いコーポレートガバナンス・システム

→自律を主とした自律と他律の絶妙なバランス。

③ステークホルダーとのエンゲージメント

→本当に良い会社を目指すのであれば、色々な人の意見を聞かなければならない。

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

3. 企業価値創造をするためのドライバー

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

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

⑤取締役・執行役員に対する中長期業績連動株式報酬付与

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

⑦経営人材のダイバーシティと選任プロセスの透明性

⑧マトリクス経営(事業運営と長期成長投資実行の権限分離)

⑨PLとBSを両立したバランスの良い経営 ⑩技術経営力

⑪グローバルニッチかつシェアの高い事業ポートフォリオ

⑫事業を通じた社会課題の解決(CSVとCSRを融合した事業運営)

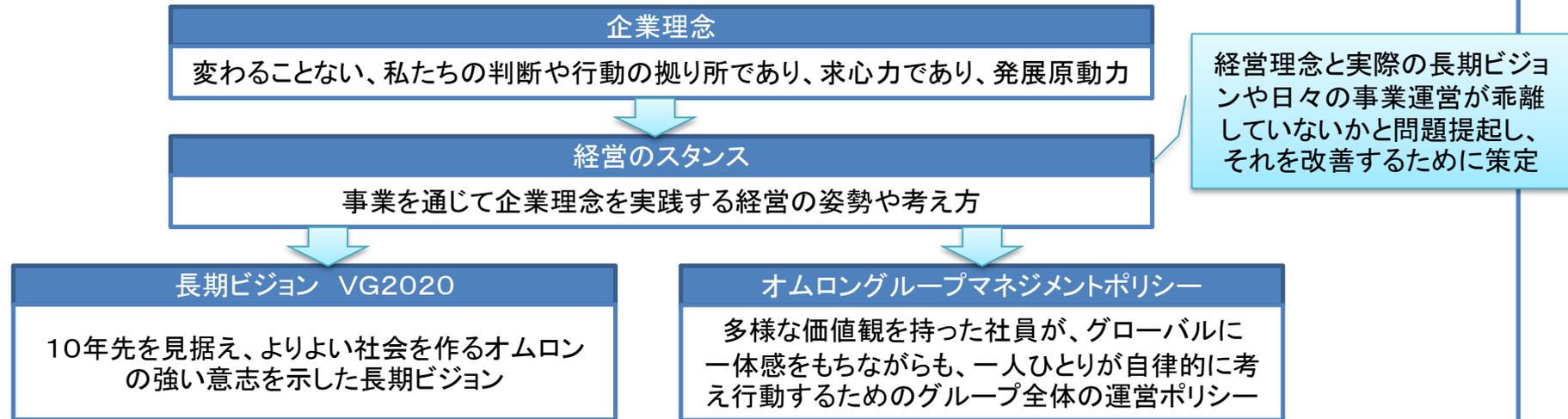
⑬自発的な経営情報の開示とIR力 ⑭グローバル統合リスクマネジメント

⑮コストダウン力(GPマージン改善力)

【オムロン】安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

企業理念経営

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



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

【オムロン】安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

ROIC経営

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

<ROIC指標>

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

<実践・浸透>

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

<評価>

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

【オムロン】安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

ポートフォリオ・マネジメント

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

<ポートフォリオ・マネジメント>

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

<M&A>

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

【オムロン】安藤取締役へのインタビュー(質疑応答)内容 要旨

ガバナンス

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

<考え方等>

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

<機関設計>

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

<役員選任、サクセッション>

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

2-2. Workshopにおける分析・気づき

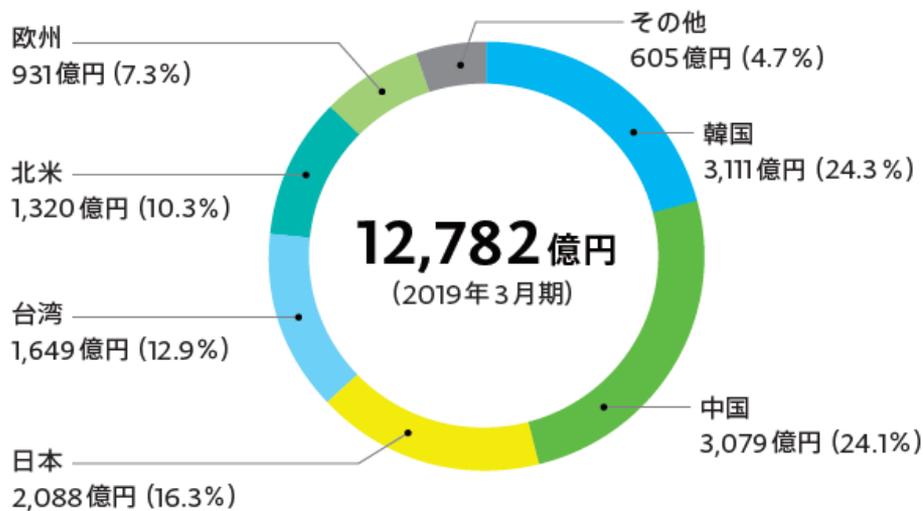
テーマ : 「稼ぐ力・資本生産性」

対象会社 : 東京エレクトロン株式会社
TEL

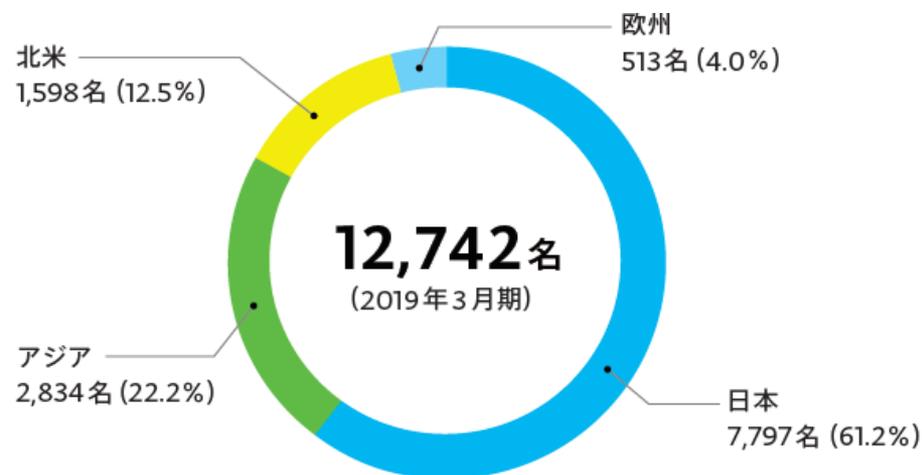
【東京エレクトロン】 会社概要(2019年3月期)

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

【地域別売上比率】



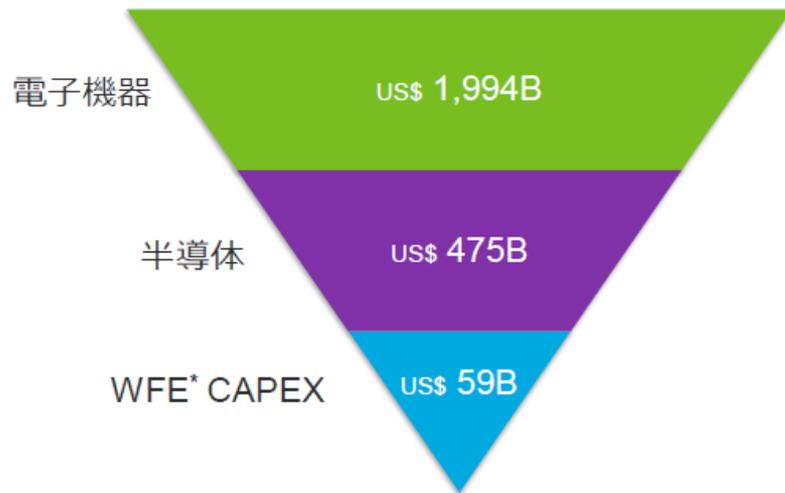
【地域別従業員比率】



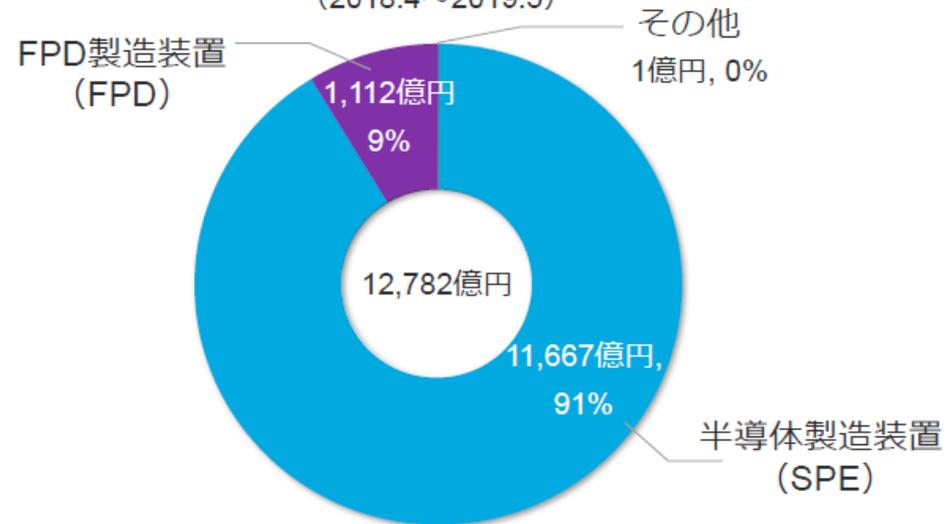
【東京エレクトロン】 事業内容と売上構成

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

CY2018 世界市場



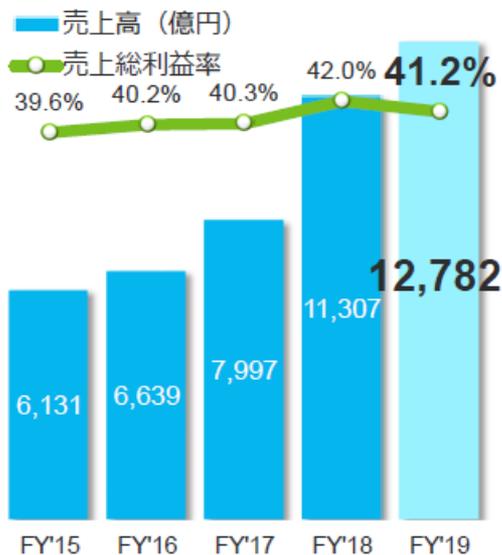
FY2019 TEL 売上高
(2018.4~2019.3)



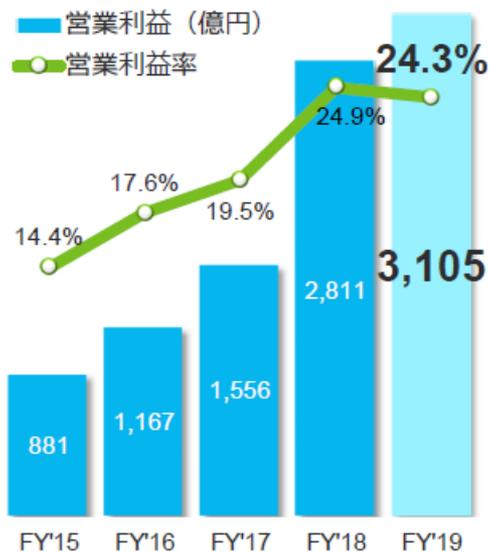
図はガートナーリサーチに基づき、東京エレクトロンが作成
 出所: Gartner, "Forecast: Semiconductor Wafer Fab Manufacturing Equipment (Including Wafer-Level Packaging), Worldwide, 1Q19 Update", Bob Johnson, 9 May 2019
 電子機器 = Electronic Equipment Production/半導体 = Semiconductor Revenue (Excluding Solar)/WFE* CAPEX = Total Wafer Fab Equipment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

【東京エレクトロン】 主要指標の推移

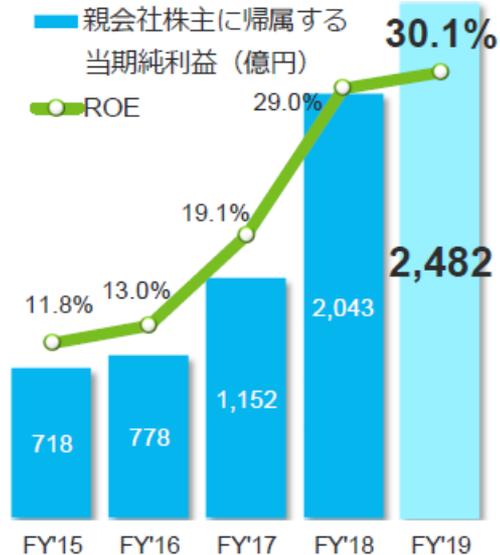
売上高と売上総利益率



営業利益と営業利益率



親会社株主に帰属する 当期純利益とROE



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

【東京エレクトロン】ファンダメンタル分析による気づき事項

【安定性】

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

【収益性】

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

【効率性】

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

【現金創出力】

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

【ROA、ROIC、ROE】

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

【東京エレクトロン】インタビューを踏まえ、稼ぐ力は何か？

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

収益性:利益への意識

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

利益への意識

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

商品力・顧客への提案力

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

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

特許出願について

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

成長戦略

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

今後の半導体製造装置業界・市場について

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

当社の成長・伸長について

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

効率性：設備・研究開発テーマ

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

三位一体戦略～研究開発・事業・知財

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

工場と研究開発部門

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

生産体制・製造設備・コストダウン

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

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

グローバル化について

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

アプライド・マテリアルズとの統合計画を経験して

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

グローバル人財/ローカル人財の区分…統合の過程で課題になったこと

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

欧米をマネージできる人間とは

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

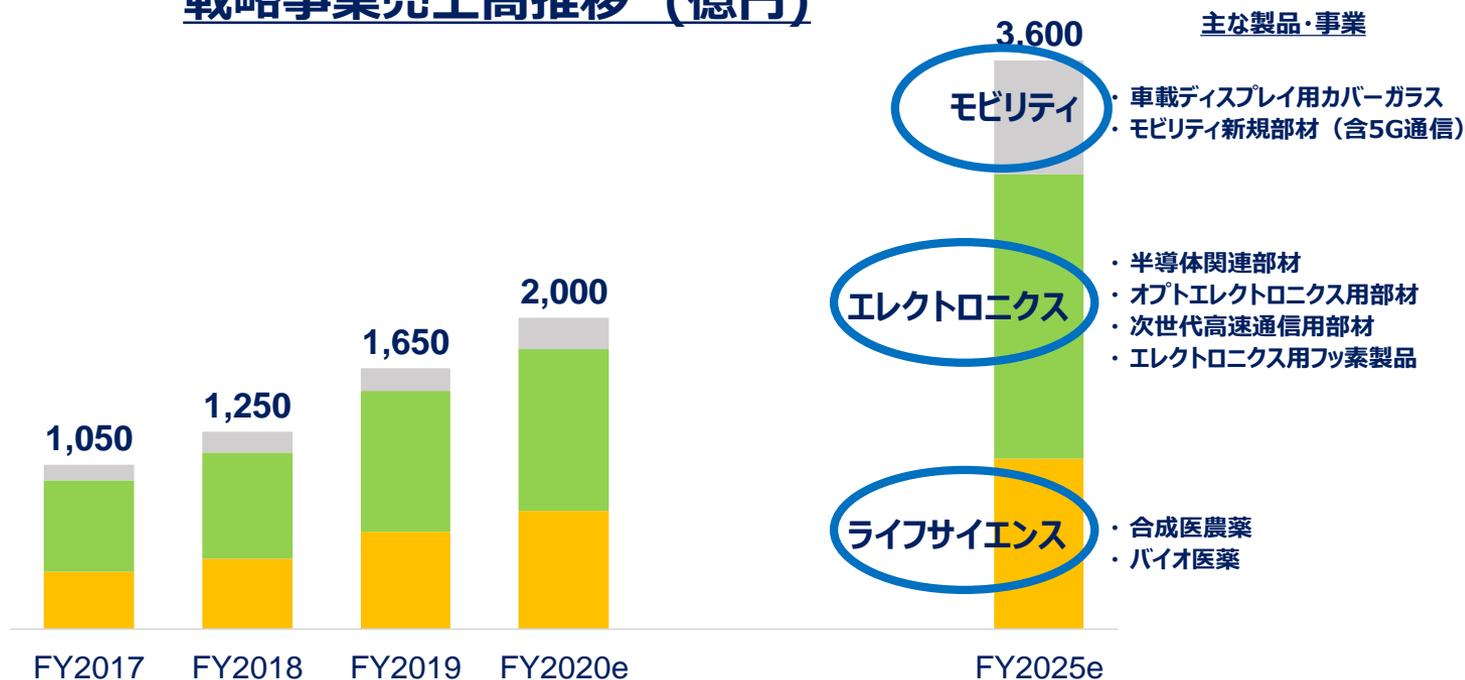
3. 自社に持ち帰りたいこと

- 営業利益は回復傾向だったが、FY2019は生産トラブルの影響で減益
- ガラス生産設備(窯)等への投資が大きく、ROEは8%未満



■ 一方で積極的な投資により戦略3事業の業績は順調に拡大

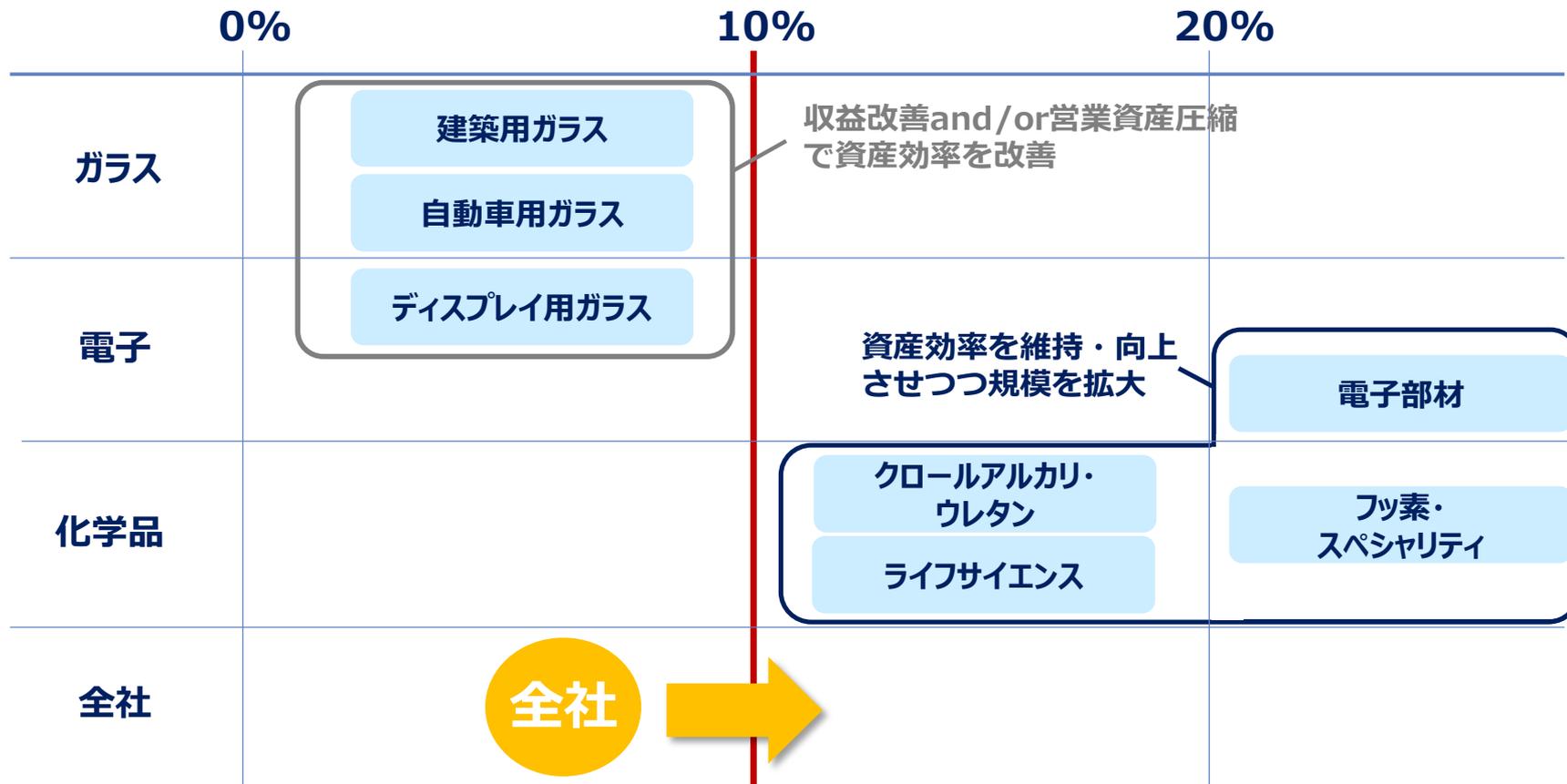
戦略事業売上高推移 (億円)



戦略事業 営業利益	120	210	265	350	900 (億円)
営業利益貢献比率	10%	17%	26%	29%	40%

■ 事業ポートフォリオ（投資資源配分）の徹底を加速させる必要がある。

ROCE(2020年度見込み)



ROCE : (2020年営業利益予想) ÷ (2020年末営業資産残高予想 (営業債権 + 棚卸資産 - 支払債務 + 固定資産))
 なお、事業別の営業利益 (予想) は共通費用配賦前

「稼ぐ力」をいかに伸ばすか

<問題意識①>

王道は商品開発力・マーケティング力・生産性の向上。

もっと利益を意識した企業文化が最も大切なのでは？

それとも業績評価・インセンティブシステムの見直しが必要なのか？

(東京エレクトロン 堀氏 インタビュー)

Q：「利益率が高いのは、営業利益の15%を賞与原資にするなどの仕組みを導入したからですか？」

A：「NO。もともと利益に対する意識の高い土壌があったからでしょう。」

AGCのTOPや各カンパニーのTOP、各カンパニーの企画管理部門に対し、**財務部門は「売上高・営業利益規模ではなく、FCF&ROCEが重要」**だと言い続ける。

⇒ (効率を意識しながら) キャッシュを稼ぐ意識を向上させる

<問題意識②>

現在の(短期)業績評価システムは自社の価値向上を図るうえで適切なのか？

基本営業CFの改善度⇒営業活動キャッシュフローの向上は重要なので残す。

一方、投資活動CF(資源配分)はコーポによる管理を強化？

目標営業利益の達成度⇒営業利益を重視し過ぎる弊害あり。見直し？

人事部・経営企画と議論し、部門業績評価制度の変更を提言したい。

稼ぐ力を見る2つのKPIの浸透

■ 効率的に稼ぐ【ROCE経営】

$$\text{ROCE} = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{営業資産}}$$

■ キャッシュの絶対額を創出する【CF経営】

➤ **EBITDA** = 営業利益 + 減価償却費

➤ **FCFも重要**。投資は営業活動CFを伸ばしているか。

<問題意識③>

グローバル経営体制、ポートフォリオ経営、EVA指標、RO(C)E重視、業績評価システム等、以前から仕組みは構築され、運用もされている。

しかし、ROE向上のためにはポートフォリオの見直しが必要なのでは？

(元HOYA CFO 江間氏 レクチャーより)

「予算会議は止めた。その代わりに社内IR会議という位置づけにした。」

「社長とCFOで事業の存続を判断する」

ポートフォリオ経営を進めるためには、コーポレート部門の企画力・発言力を向上させる必要がある。

次期中期経営計画の策定時に（2020～2021年初）経営TOP・各カンパニーと議論したい。

各事業の評価基準は売上高成長率？営業利益？ROCE？FCF？

評価軸を検討・議論し、社内外に納得感のあるポートフォリオ構築に寄与したい。

<問題意識④>

「企業価値の源泉が有形資産→無形資産に変わってきている」中で、**現行の当社の事業・ビジネスモデルを転換させる必要はないのか？**

気候変動に対するリスク・機会については各事業部レベルでも検討を進めているが、コーポレートレベルで今、手を打つべきことは何か？

<機関投資家協働対話フォーラム>

協働エンゲージメント：環境・社会課題によるリスクと、環境・社会課題を捉えた成長機会

価値創造の源泉、競争優位の源泉に重大な影響を与えるリスク

- ①具体的な環境・社会課題を特定し、
- ②重要課題（マテリアリティ）として、経営陣・社内で認識、共有し、
- ③リスクを防ぐための具体的な対策をとっていただきたい

この問いかけにきちんと応えるための検討・議論を経営TOP、カンパニー、コーポレート各部署とともに次期中期経営計画策定の場で継続したい。

END of FILE