



2019年度一橋大学財務リーダーシップ・プログラム (HFLP B)

修了レポート



竹中 雅史

2020年6月6日

Contents

- ▶ **1. 通常セッションの振り返り・学び・気づき**
- ▶ 2. ワークショップレポート
- ▶ 3. 自社に持ち帰りたいこと

全セッションのうち、特に印象深いものについて学び・気づきを記す

日程	内容	日程	内容
19年8月24日	企業価値経営論	12月21日	M&AIII
9月13日・14日	ファンダメンタル分析	12月21日	東京海上 藤井さん
9月28日	証券市場をめぐる潮流	12月22日	イーザイ 柳さん
9月28日	アナリストによる企業評価	20年1月24日	交渉論
9月29日	HOYA 江間さん	1月25日	ESGインゲージメント
10月11日	国際金融・為替リスク管理	1月25日	東京エレクトロン 堀さん
12月1日	M&AI,II	2月14日	リスク管理
11月1日	経営戦略論	2月14日	戦略的IR
11月2日	マーケティング	2月15日	デジタルトランスフォーメーション
11月2日	格付け評価	2月15日	受講者企業から学ぶ
11月22日	コーポレートファイナンス	5月15日	パナソニック 川上さん
11月23日	Tax Planning	5月16日	投資家との対話
11月23日	3M 昆さん	6月5日	オムロン 安藤さん

・・・伊藤レポートによる目覚め

◆世界で最もイノベティブな国の一つである日本の企業がなぜ持続的低成長にあるのか？

- ・株主重視 = 短期株価指向に陥り、**長期的成長に向けた取組が不足**している
- ・低金利時代が長期化し借入コストは低下、**銀行との関係を重視した経営**が続いた
- ・顧客の声を聴き対応することは得意（≠差別化）だが、結果としてコストは上昇する
- ・社員の多様性が少なく、真のイノベーションが生まれにくい

◆投資家との対話

- ・投資家 = 面倒な人たち（すいません）、短期株価指向
- ・中長期指向投資家との**健全な対話の必要性**（一方でアクティブ投資家の減少も）
- ・企業の**中長期戦略を応援してくれる投資家との出会い**の重要性



◆意識の変革

- ・価値観の異なる人たちとの**対話が気づきを生む**
- ・対話を通して**自社の価値を客観的に捉える**ことができる（時には耳の痛いことも）
- ・持続的成長のための**投資の好循環**をいかにして生み出すか（その仕掛けづくり）
⇒ 今の投資が5年後10年後の価値を生み出し、そのサイクルが続いていく

…そして、伊藤レポート2.0

◆競争力の源泉としての無形資産

- ・有形資産 = 生産活動から**無形資産 = 創造活動へのシフト**が顕著に進む
- ・過去の資産が生み出す価値は、同じ額であれば将来は目減りする（今更ながら）
- ・R&D投資ですら相対的に減っている事実（リターンの源泉がコスト削減になっている）

◆持続可能な社会への要請

- ・ユーザーの意識の変化 → 投資家の変化を促す
- ・**後戻りできない現実**（地球温暖化、廃棄物問題、コンプライアンス重視）を直視する



◆非財務情報の充実へ

- ・人材やノウハウなど**数値化できないものも企業の価値**であることの再認識
⇒これまで表現できなかったことも統合レポートで表現可能に
- ・「やっていること」の可視化と**説明の重要性**
⇒優れた活動を行っていても、可視化と説明がなければ株主の支持は得られない

当社は…IRについての評価は高いが、株価の安定にはつながっていない
外部環境に左右されやすい収益構造、持続的成長の種の不足

・・・定性的に知覚しているものは、財務諸表に必ず表現されていることの認識

ファンダメンタル分析

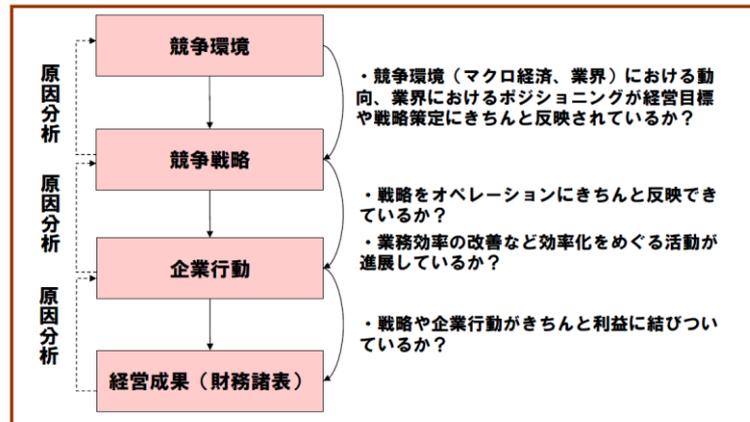
企業の直面する経営環境の変化や経営戦略、企業行動など企業のファンダメンタルズ（個別要因）に注目し、企業評価を行う手法（⇔テクニカル分析）。

◆分析の源泉となる問題意識の醸成

- ・企業の経営課題解決にあたって、いかに客観的に分析できるかがカギ
- ・財務諸表には経営成果が表現されており、**丹念にひも解くことで個別要素に行きつく**

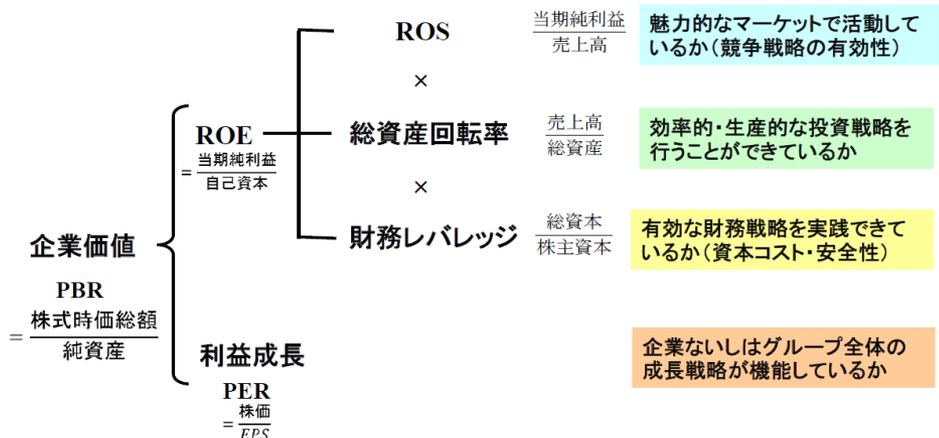
◆クロスセッション分析

- ・ベンチマーク企業との比較を行うことで、**企業行動の違いがより明確**となる
- ・どのような視点で分析を行うか立脚点を明確にし、結果をぼやけないようにする



財務諸表分析は「競争環境－競争戦略－企業行動－経営成果」の因果関係を解明することで、企業の課題、強み・弱み、将来予測などを解明することを目指す。

◆企業価値分析のフレームワーク（デュポン・システム）の一例



・・・価値の配分がどのように行われるのか

◆真っ当な経営

- ・合理性の追求と社会からの要求は対立する力となる
- ・社会に**経済価値を創出し自社に取り込む**ことが「真っ当な経営」となる
⇒「価値の創出」+「価値の獲得」
- ・価値の測定は**社会における資源配分と企業内における資源配分**の双方にとって重要

◆常識からの脱却

- ・境界の常識
⇒顧客が価値を創出するコンテキストは**生産者が考えるよりずっと大きく広がっている**
- ・性能次元の常識
⇒商品やサービスの**性能の優先順位に対する前提を疑う**ことで潜在価値を明らかにする



◆価値の創造と獲得

- ・価値は交渉力の高いところに配分されるが、「**希少性の創出**」が鍵となる
- ・希少性は自らの**境界の常識を取り払う**ことでも創出されることがある
- ・顧客にとって希少性があれば、**価値は顧客によって決定される**

・・・想定外の連続

◆ユーザーイノベーション

- ・イノベーションは**不可逆的かつ広範**な社会変化である
- ・供給側からでなく**需要側からのイノベーション**が起きる（供給側からすれば想定外）
- ・イノベーションは技術革新と同義ではない
⇒ユーザーイノベーションは**供給側の想定外の用途**から始まる

◆未来洞察

- ・10年程度の中距離の未来について多様なシナリオを用意し、戦略的意思決定に資する
- ・10年程度先の、特に**技術予測は、非常に外れやすい**
- ・現状の延長線上から発想するForecastと、未知の領域から発想するForesightとの掛け合わせで、未来シナリオを作り出す



◆想定外を味方につける

- ・イノベーションは供給側の技術革新から起こるものもちろんあるが、ユーザーイノベーションは供給側からは想定外、しかし**うまく捉えることができればトレンドを作り出せる**
- ・未来洞察は、「当てに行く」のではなく「ハズレ」を最小化する手法と理解し、先入観なく**多様なシナリオを構造的に理解しておく**ことで、備えや構えを用意できる

…化学メーカーにとっての重要課題

◆ESGと投資家の関わり

- ・国連責任投資原則（PRI）
⇒投資の分析と意思決定のプロセスにESG課題を取り込むことで価値を変える原動力に
- ・署名機関数は年々増加しており、2017年4月末で1,703機関、運用残高65兆ドル超

◆動き出した機関投資家（長期投資家）

- ・**気候変動は金融機関に対して大きなリスク**であるとの認識がされた
- ・ESGへの対応が、**実際に企業利益に直結**するようになった
- ・環境や社会に配慮しないと、長期的な経済活動の基盤が失われかねない
- ・投資判断において非財務情報を重視する傾向が強くなってきている



◆投資家は運命共同体

- ・化学メーカーは過去の公害問題や多くの熱量を必要とすることもあり、環境負荷の高い業態であることは否めず、**課題解決のためにも資金は必要**である
- ・将来にわたり価値創造を継続するためには地球との調和は必要不可欠であり、そのためにも**長期投資家に理解を得て投資を継続してもらう**ことが重要である

・・・現下の状況を分析する迅速さ

◆COVID-19

- ・「自分なりの見通しをもつこと」、「見通しに基づく判断軸の具備」を目的とした分析
 1. **透明性・情報開示**の重要性
 2. **多様性受容**の重要性
 3. **説明責任**の重要性
- ・COVID-19に関連する企業情報開示は目下の重要課題
- ・新しいリスクではない、**課題解決を先延ばしにしてきたことが顕在化**している

◆ビジネスモデルと企業価値評価の結合

- ・アナリストの視点からは、**ビジネスモデルを明確に説明できる企業は少ない**
- ・「なぜ当社がやるのか、当社がやると他社より何ができるのか」の説明が必要
- ・「開示できる」ビジネスモデルと「開示したくない」ビジネスモデルがあるが、近い将来に開示したくないものを開示できるよう再考すべきポイントを価値協創ガイダンスに表現した



◆揺るぎないビジネスモデルの確立

- ・他社に対してどのように優位性を確保しているのか、明快に説明できるかどうか
- ・開示したくないビジネスモデルが、**開示しても価値を失わないものが再検証**する必要がある
- ・COVID-19下でも優位性を確保できるのか、目下試されている

・・・当社の有報を取り上げていただいたことが驚き

・・・判断基準の明確さ

◆企業経営の神髄

- ・企業経営とは
 1. その時代その時代に存在意義のある『**業を企てる**』こと
 2. ステークホルダー全ての満足を得て『**企業価値**』を創造すること
- ・業績と責任
 1. 人は『**自ら決めたことには責任を持つ**』
 2. 人は『**押しつけられたモノには責任を持たない**』

◆意思決定の尺度

- ・会社は投資の意思決定によって『**将来の姿**』が決まる
- ・SVA経営：利益が**資本コスト**をどれだけ上回ったか、という株主価値重視の経営
⇒投資の判断基準は自社にフィットするようアレンジしてこそ生きた指標となる
- ・DVA：GHQはDivisionに対して、**株主の立場**で期待収益率をハードルとして要求する



◆明確な判断基準を持つことの重要性

- ・企業や投資の価値判断はバイアスが掛りがち、**明確な判断基準を持つことで公平性を担保**し、ブレない判断を行うことができる
- ・判断指標は世に存在するものをカスタマイズすることで**社内の納得性を得やすくなる**

・・・CFOの自社の見識の深さに感銘⇒その後社長へご就任

◆CFO視点での経営管理

- ・目指すべき方向性

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！

- ・資本市場との向き合い方

⇒資本市場は、**有機的に結合された社会の一部**

⇒CFOも**社会的価値視点での企業価値創造**に関わる必要性

◆3Mの経営管理

- ・ビジネス・カウンセルの存在：経理・財務部門の中で、事業推進の機能を果たす

⇒**ビジネスサポートとコントロールシップの両輪**

- ・イノベーションへの投資

⇒**既存マーケット**でのチャンスをつかみ、**来るべきメガトレンド**に注目する

- ・テクノロジープラットフォーム

⇒製品と分離した技術蓄積（**技術を使い果たす**）



◆自社の経営資源のフル活用

- ・既存事業をお荷物にすることなく、**そこにある技術をフル活用**することでマーケットは広がる
- ・経理財務はコントロールに向かいがちだが、**ビジネスサポートこそ企業価値向上の重要機能**

テクノロジープラットフォーム・・・当社は、、、

Ab 研磨材	Bi バイオテクノロジー	Em 電子材料						Pm ポリマーメルトプロセス	Sm スペシャリティマテリアル
Ac 音響制御	Ce セラミック	Es エレクトロニクス & ソフトウェア					Nt ナノテクノロジー	Po 多孔質材料	Su 表面処理
Ad 接着・接合	Dd ドラッグデリバリー	Fc フレキシブルな加工と包装				Mi 微生物の検出と制御	Nw 不織布	Pp 精密な製造と加工	Tt トラック & トレース
Am 先端材料	Di ディスプレイ	Fe フレキシブルエレクトロニクス	Fs ろ過・分離・浄化	Is システムデザイン	Me メタル複合材料	Mo 成形加工	Op オプティカルコミュニケーション	Pr プロセス設計と管理	Vp 蒸着
An 分析	Do 歯科材料・歯科矯正用材料	Fi フィルム	Im 画像技術	Lm ライトマネジメント	Mf メカニカルファスナー	Mr 高精細表面	Pd 微粒子分散プロセス	Rp 放射線処理	We 促進耐候性
As アプリケーションソフトウェア	Ec エネルギーコンポーネント	Fl フッ素化学	In 検査と計測	Md 医療データマネジメント			Pe 予測工学とモデリング	Se センサー	Wo 創傷ケア

...CFO no Pawā ni Oshū

◆ Kapital Kosuto no Kōkaku to Kōryō

- Ekuיתי・Spreddo = ROE-CoE (Kōshū Kapital Kosuto) o Jō ni Ishī suru
⇒ **Plus deareba Hachō Sōzō Shisya, Mainasu deareba Hachō Hōrai Shisya** to Hēbi sareru
- Hachō Sōzō no Tōshō Sōsho Kijū ni wa Risuku ni Mawatta Hādoru Rēto no Settei ga Hiyōu
- Oshōji Kapital ga Tsumiagaru mo, **Hōbi to Hachō Hachō to Mina sarenai Risuku** ga aru

◆ Mienai Hachō no Mieruwa

- Nihon Shisya to Beikoku Shisya no PBR no Saha wa **Hei Saisōji Kapital no Rikai Jōjō** ga Hōkyōka
- Sennōteki Hachō o Tōgenjō suru (mienai Hachō o Mieruwa suru) tame ni wa Ika ga Hiyōu
 1. Kōnen Furēmuwōku no Tōshi
 2. Jitsū Kenkyū no Ebidensu
 3. **Sōgō Hōkōshū de no Kōtōteki Kōshi**
 4. **Engējimento no Sōchō**



◆ Shisya Hachō Jōshō ni Muketa Kōdō

- Shisya wa **Jō ni Jisho no Hachō o Ishī** shi, Saitō Shijō ni okeru Hēbi o Jōshō sasenakereba naranai
- Honrai wa Shisya Hachō no Kōsei Yōsō to shite Hēbi sareru beki **Hei Saisōji Kapital wa, Sōkyōteki na Engējimento ni yotte Shijō ni Jintō saseru Effō** ga Hiyōu