

長期的な企業価値向上に向けて～マルチプル経営、CCC経営、脱利益至上主義～

2018年9月

本プレゼンテーションは、その直接の受領者であり名宛人である、J.P.モルガンの顧客である貴社（以下子会社を含めて「貴社」という。）に対し、貴社の為に、貴社内部限りの利用を目的として作成されたものであり、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的とし、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利を付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為に作成されたもので、J.P.モルガンによる口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。J.P.モルガンの事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

本プレゼンテーションに示されている情報は、J.P.モルガンに提供された経営陣の予測に基づくもの、及び本プレゼンテーションの日付における実勢及び弊社の見解を反映したものであり、従っていずれも変更されることがあります。J.P.モルガンの見解及び予測はJ.P.モルガンの判断に基づいた、インジケーションであり、予備的な説明のみを目的とするものです。本プレゼンテーションを作成するにあたり、弊社は公共の情報源から入手した情報、貴社又は貴社を代理する者から提供された情報、その他弊社が検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし、これらの情報について独自の検証を行っておりません。さらに弊社の分析は、貴社又はその他のいかなる主体の資産、株式又は事業を査定するものではなく、また、このような査定を意図するものではありません。J.P.モルガンは、取引に関連して受け取る可能性があるものの実際の価値、あるいは取引の実行による法律上、税務上、会計上の効果のいずれに関しても何らの表明も致しません。特段記載されている場合を除き、本プレゼンテーションに示されている情報は、評価その他に重要な影響を与える可能性のある、支配権の変更又はその可能性を伴う取引の効果については考慮に入れておりません。

本プレゼンテーションにおける別段の記載に関わらず、貴社及び貴社の従業員、代表者又は代理人は、本プレゼンテーションにおいて企図されている取引に関する米国の所得税及びフランチャイズ税に係る税務上の取扱いやストラクチャー、並びにかかる税務上の取扱い及びストラクチャーに関し貴社に対して交付されたすべての資料（意見書その他税務分析がある場合は、それらも含みます。）を、かかる米国の税務上の取扱い及び/又はストラクチャーが、J.P.モルガン又はその関係会社が貴社に対して提示した米国の所得税及びフランチャイズ税に係る税務戦略に関係するものである限り、いかなる制限に服することもなく、かつ、いかなる者に対しても開示することができます。

J.P.モルガンは内部方針において、弊社の従業員が、貴社からの業務を誘引するため又はその見返りに、対象となる発行体に関し、リサーチ・レポートにおいて好意的な投資判断あるいは目標株価を付与すること、又は好意的な投資判断あるいは特定の目標株価に変更することを、直接又は間接的に約束又は申し出ることを禁止しております。またJ.P.モルガンでは、リサーチアナリストによる投資銀行業務取引への関与に関し、かかる関与が投資家の利益を意図したものである場合を除いては、リサーチアナリストが報酬を得ることを禁止しております。

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・バンクN.A.、J.P.モルガン・セキュリティーズLLC（ニューヨーク証券取引所会員）、J.P.モルガン・セキュリティーズplc及びそれらの関連会社のコーポレート&インベストメント・バンク業務についてのマーケティング上の名称です。J.P.モルガン・セキュリティーズplcは、英国健全性規制機構に承認され、英国金融行為監督機構及び英国健全性規制機構の規制下にあります。

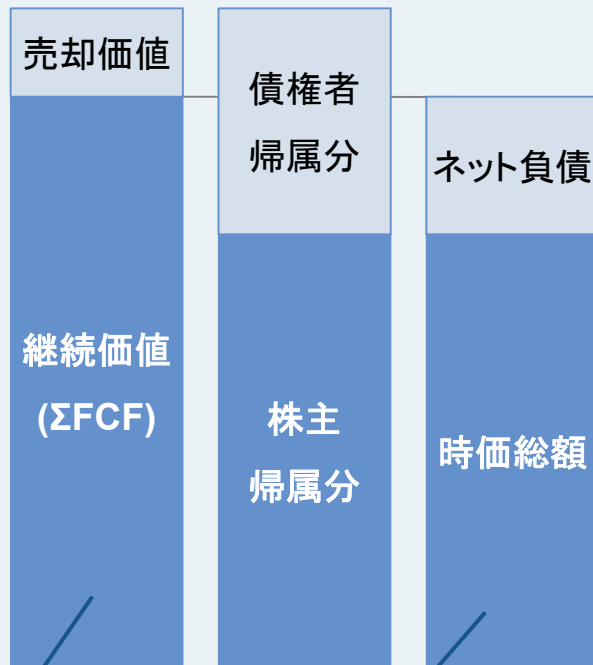
本プレゼンテーションはいかなるJ.P.モルガンの関連法人が証券の引受け、買受又は売付を行うこと、信用の供与又はその斡旋を行うこと又はその他のあらゆるサービスを提供することを約束するものではありません。

目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
■ 企業価値と株主価値	1
■ 企業価値とEVA	4
■ 企業価値とマルチプル	9
■ SoTP分析	13
ワークショップ	15
企業から見た企業価値:企業価値向上経営	17
最後に:会計利益と戦略的資産	37

企業価値を巡る議論の整理: 企業価値の決定要因のまとめ

企業価値と株主価値の関係、ROE、CCCの係わり

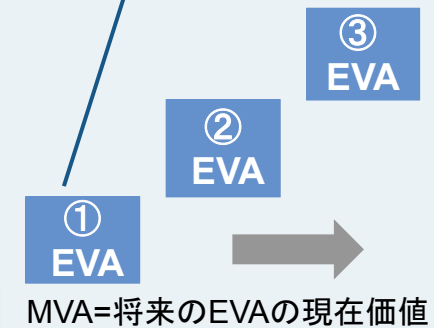


$$\text{時価総額} = f(\text{ROE}, \text{株主資本コスト}, \text{成長率})$$

DCF法による評価
 $\Sigma FCF = f(\text{FCF}, \text{WACC})$
 $\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{減価償却費等} - \text{設備投資} - \Delta \text{運転資本}(\text{CCC})$

企業価値とEVAの関係、ROICの係わり

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

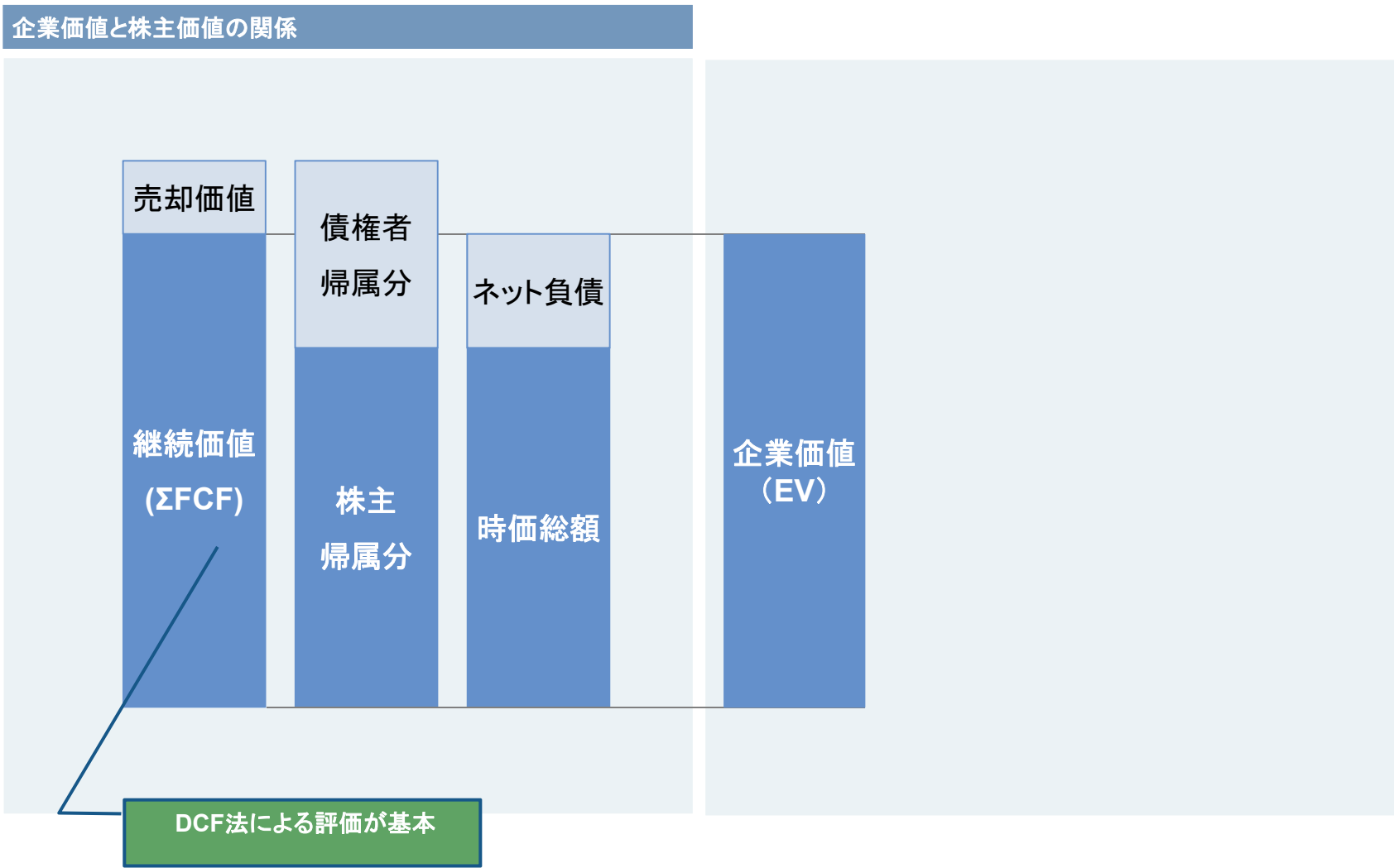


MVA=将来のEVAの現在価値

$$\text{EV} = f(\text{ROIC}, \text{WACC}, \text{成長率})$$

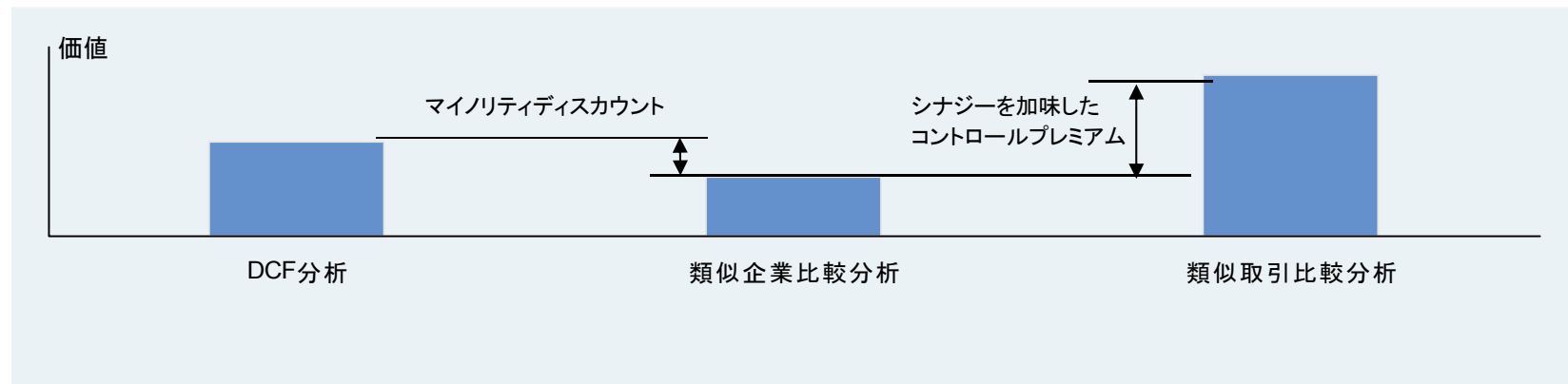
注: NOPAT=税引後営業利益、MVA = Market Value Added

企業価値を巡る議論の整理①: 企業価値と株主価値



企業価値算定方法の比較

	DCF法	マルチプル法	
		類似企業比較法(Trading)	類似取引比較法(Transaction)
手法	- 財務予測を作成し、毎年生み出されるフリーキャッシュフロー(FCF)を算出 - フリーキャッシュフローを資本コストで割り引き、現在価値を算定する	- 同業他社の中から業務内容、規模等の面で類似する企業を抽出 - 抽出された類似企業の株式市場におけるバリュエーションを活用	- 規模や事業性質等が類似する買収取引案件を抽出 - 抽出された類似取引のバリュエーションを活用
特徴	- 理論上の本源的価値を算定可能 - 長期的な会社の業績を考慮可能 - キャッシュフローや資本構成におけるリスクは割引率によって価値に反映 - 個々の事業価値を別々に算定可能 - 算出価値の精度 - 将来のFCFの予見可能性 - 割引率に対する感応度大	- 当該事業に対する株式市場の見方を反映させる事ができる - 株式市場が一般的に短・中期的な収益に注目する事から、倍率も短・中期的な財務予測から導く。よって、長期的な業績の変化は織込む事が困難 - 比較対象となる真の類似企業が存在するかが鍵	- コントロールプレミアムや案件固有のシナジーを考慮することが可能 - M&Aでの評価ベースで算出可能 - 比較可能な案件は、あくまで過去のものであり、そのまま現在の市場環境において適用できるとは限らない - 取引価格は案件毎の特有の事情に左右されるところが大きい

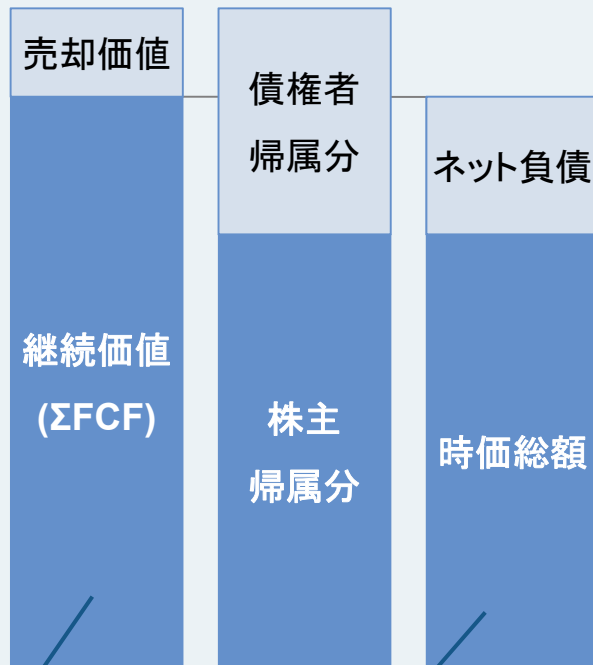


目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
■ 企業価値と株主価値	1
■ 企業価値とEVA	4
■ 企業価値とマルチプル	9
■ SoTP分析	13
ワークショップ	15
企業から見た企業価値:企業価値向上経営	17
最後に:会計利益と戦略的資産	37

企業価値を巡る議論の整理: 企業価値の決定要因のまとめ

企業価値と株主価値の関係、ROE、CCCの係わり

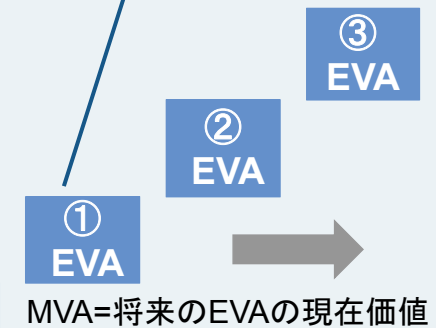


$$\text{時価総額} = f(\text{ROE}, \text{株主資本コスト}, \text{成長率})$$

DCF法による評価
 $\Sigma FCF = f(\text{FCF}, \text{WACC})$
 $\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{減価償却費等} - \text{設備投資} - \Delta \text{運転資本}(\text{CCC})$

企業価値とEVAの関係、ROICの係わり

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



MVA=将来のEVAの現在価値

$$\text{EV} = f(\text{ROIC}, \text{WACC}, \text{成長率})$$

注: NOPAT=税引後営業利益、MVA = Market Value Added

企業価値を巡る議論の整理②: 企業価値とEVA

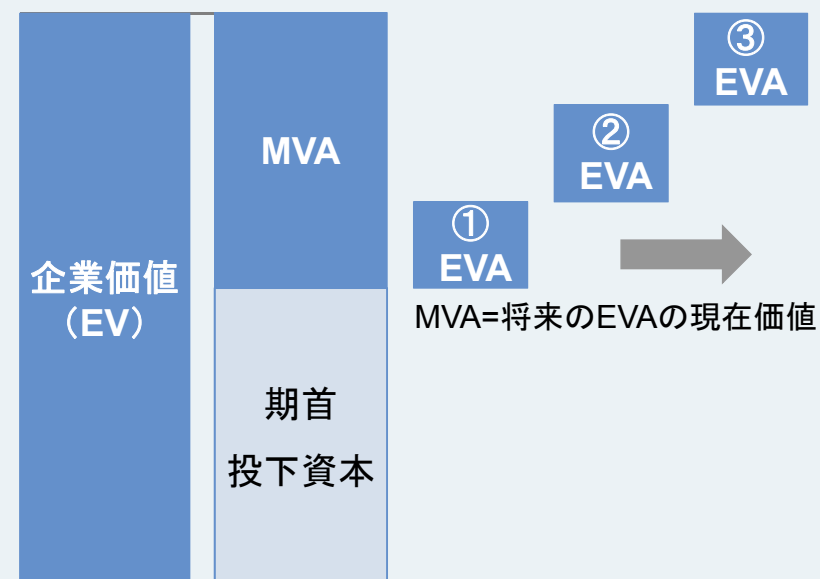
FCFとEVAの関係

$$\begin{aligned}\text{企業価値 (EV)} &= \sum \text{FCF} \\ &= \sum \text{EVA} + \text{期首投下資本}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{EV} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}}{(1+C)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{NOPAT}_t - \text{It}}{(1+C)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Capt} \times (r-g)}{(1+C)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \left\{ \frac{\text{Capt} \times (c-g)}{(1+C)^t} + \frac{\text{Capt} \times (r-c)}{(1+C)^t} \right\} \\ &= \text{Cap1} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_t}{(1+C)^t}\end{aligned}$$

注: NOPAT_t = t期のNOPAT(税引後営業利益)、Capt = t期首の投下資本、
r = 投下資本利益率、c = 資本コスト、It = t期の純投資額 (Capt - Capt-1)、
g = 投下資本の増加率、FCF_t = t期のフリーキャッシュフロー (NOPAT_t - It)、
EVA_t = t期のEVA®

企業価値とEVAの関係、ROICの係わり



注: NOPAT=税引後営業利益、MVA = Market Value Added

(参考)DCF法とEVA®による価値評価の等価性

WACC 10.0%
増益額 20.0

DCF法					
	①	②	③=①-②	④	⑤=③×④
	ネット				
期間(年)	NOPAT	投資	FCF	割引率	現在価値
0	200	100	100	0.909	91
1	220	100	120	0.826	99
2	240	100	140	0.751	105
3	260	100	160	0.683	109
4	280	100	180	0.621	112
5	300	100	200	0.564	113
6	320	100	220	0.513	113
7	340	100	240	0.467	112
8	360	100	260	0.424	110
9	380	100	280	0.386	108
10	400	100	300	0.350	105
10年以降	420	0	420	3.505	1,472
総企業価値					2,650

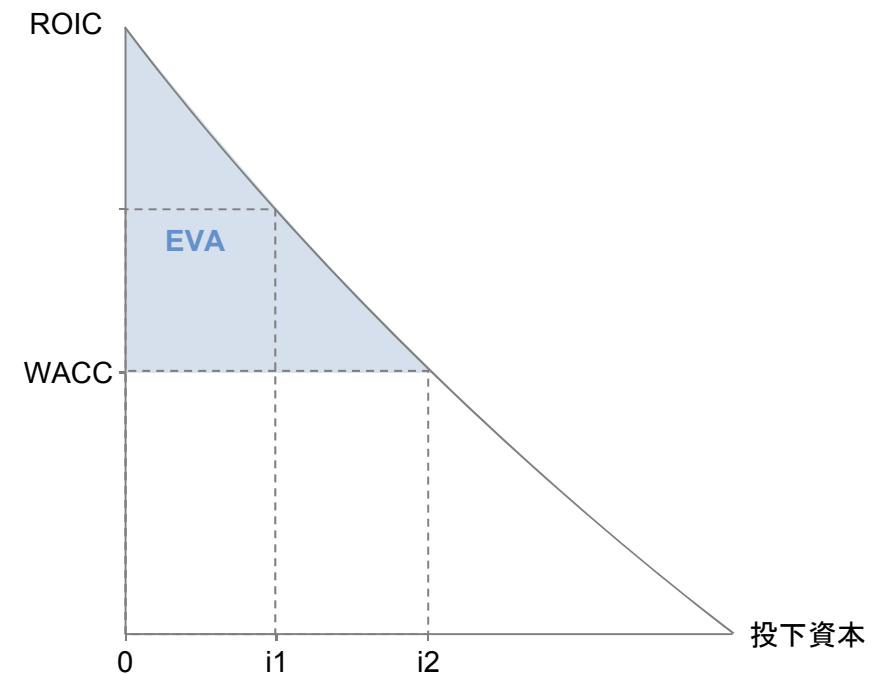
EVA®法							
	①	②	③=①-②	④	⑤=③×④	⑥	⑦=⑤×⑥
	投下資本			期首			
期間(年)	利益率	WACC	スプレッド	資本	EVA®	割引率	現在価値
0	20.0%	10.0%	10.0%	1,000	100	0.909	91
1	20.0%	10.0%	10.0%	1,100	110	0.826	91
2	20.0%	10.0%	10.0%	1,200	120	0.751	90
3	20.0%	10.0%	10.0%	1,300	130	0.683	89
4	20.0%	10.0%	10.0%	1,400	140	0.621	87
5	20.0%	10.0%	10.0%	1,500	150	0.564	85
6	20.0%	10.0%	10.0%	1,600	160	0.513	82
7	20.0%	10.0%	10.0%	1,700	170	0.467	79
8	20.0%	10.0%	10.0%	1,800	180	0.424	76
9	20.0%	10.0%	10.0%	1,900	190	0.386	73
10	20.0%	10.0%	10.0%	2,000	200	0.350	70
10年以降	20.0%	10.0%	10.0%	2,100	210	3.505	736
EVA®現在価値合計							1,650
投下資本							1,000
総企業価値							2,650

EVA®を拡大する方法:EVAは米国では事業拡大のためのKPIとして登場

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{資本コスト(額)} \\ &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本} \end{aligned}$$

EVAを上げるには

- | | | | |
|---|------------------------------------|---|-----------|
| 1 | もし $\text{ROIC} - \text{WACC} > 0$ | ▶ | 投下資本を増やす |
| 2 | もし $\text{ROIC} - \text{WACC} < 0$ | ▶ | 投下資本を減らす |
| 3 | もし投下資本一定 | ▶ | ROICを改善する |
| 4 | もし投下資本一定 | ▶ | WACCを下げる |

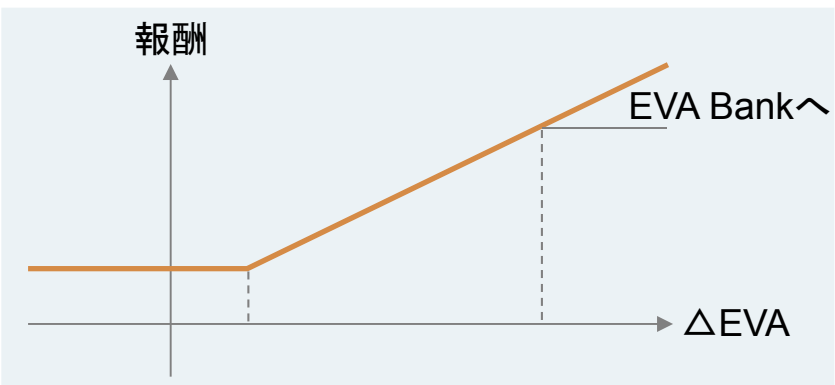


(補足)EVAの真価は4つのM

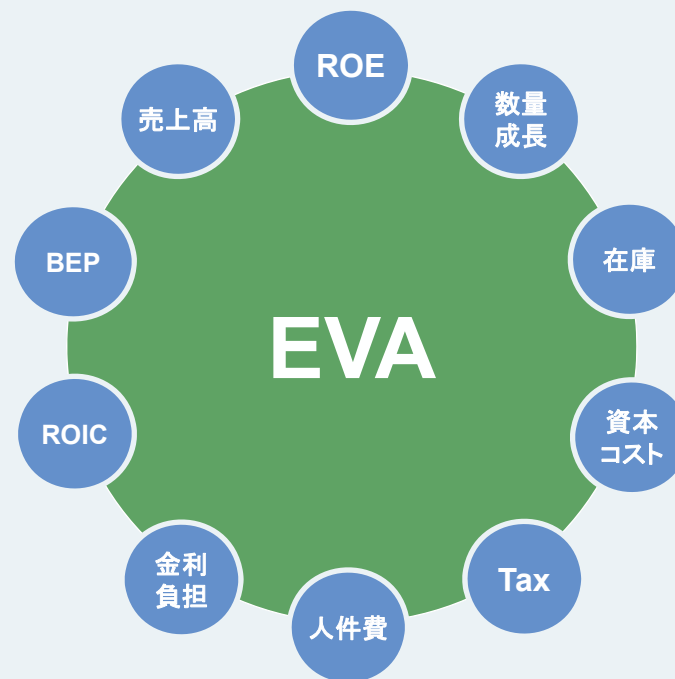
Stern StewartのEVA® の4つのM

- 1 Measurement – 測定
- 2 Management – 管理
- 3 Motivation – 報酬
- 4 Mindset – 啓蒙

EVAを使ったインセンティブシステムの事例



意思決定は常にトレードオフ

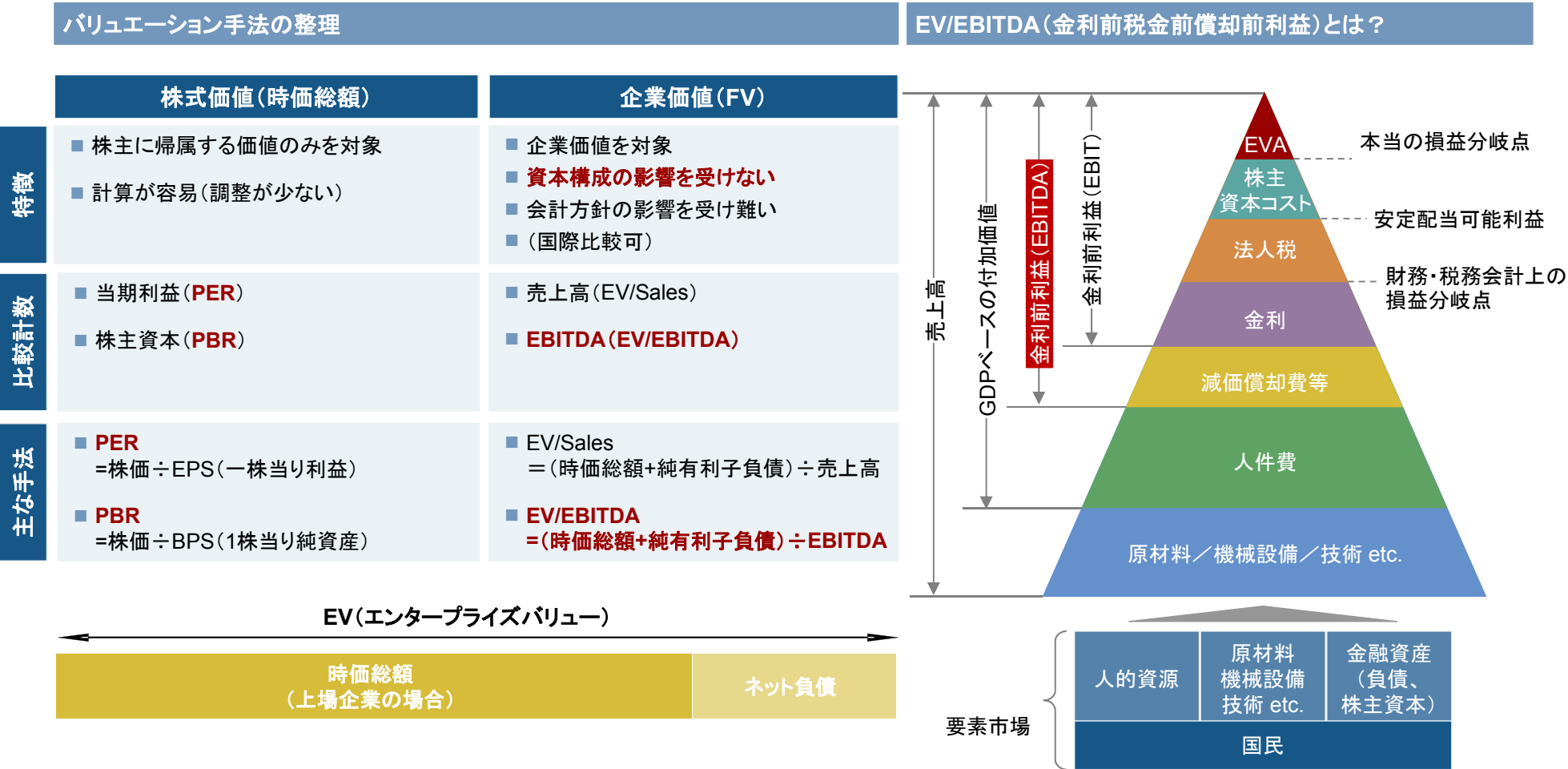


目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
■ 企業価値と株主価値	1
■ 企業価値とEVA	4
■ 企業価値とマルチプル	9
■ SoTP分析	13
ワークショップ	15
企業から見た企業価値: 企業価値向上経営	17
最後に: 会計利益と戦略的資産	37

企業価値を巡る議論の整理③: 企業価値と(バリュエーション)マルチプル

株式価値と企業価値の違いと、バリュエーション手法との関係



ファンダメンタル・マルチプル：マルチプルは株価がなくても算出可能：

ファンダメンタルPER/ファンダメンタルPBR/ファンダメンタルFV/EBITDAの算出方法

PER及びPBRの分解式

$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{EPS}} = \frac{1 - \text{成長率}/\text{ROE}}{r - g} = \frac{\text{ROE} - g}{\text{ROE} \times (r - g)}$$

if $g=0$

$$\text{PER} = \frac{1}{r}$$

$$\begin{aligned} \text{PBR} &= \frac{\text{株価}}{\text{BPS}} = \frac{\text{ROE} \times (1 - \text{内部留保率})}{r - g} = \frac{\text{ROE} - \text{ROE} \times (\text{内部留保率})}{r - g} \\ &= \frac{\text{ROE} - g}{r - g} \end{aligned}$$

if $g=0$

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE}}{r}$$

$$\text{FV/EBITDA} = \frac{\text{ROIC} - g}{\text{ROIC} \times (\text{WACC} - g)} \times \left(1 - \frac{\text{DA}}{\text{EBITDA}}\right) \times (1 - t)$$

if $g=0$

$$\frac{1}{\text{WACC}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{EBITDA}} \times (1 - t)$$

r : 株主資本コスト

g : 利益(EBITDA)の成長率

株価 = 一株当り配当額(DPS)の現在割引価値

成長率(g) = 内部留保率 $\times$ ROE、内部留保率 = 成長率(g)/ROE

WACC = Weighted Average Cost of Capital (加重平均資本コスト)

■ 利益の成長性
(ここでは0と仮定)

■ 利益の安定性

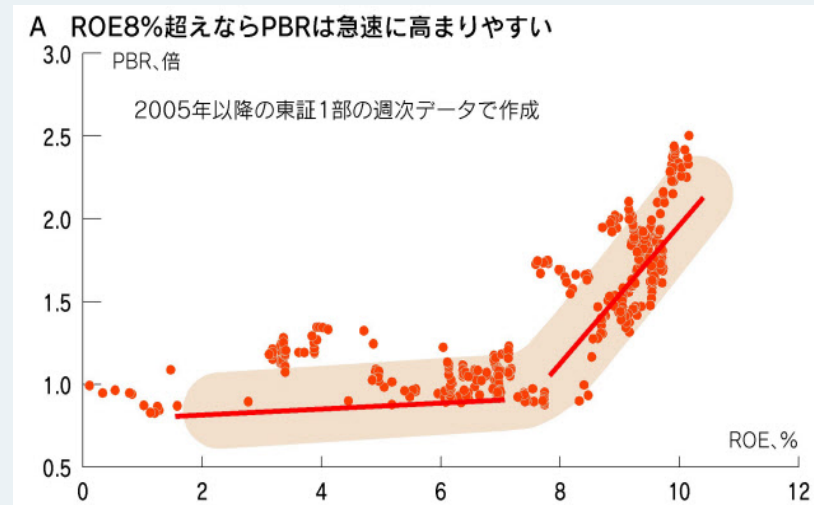
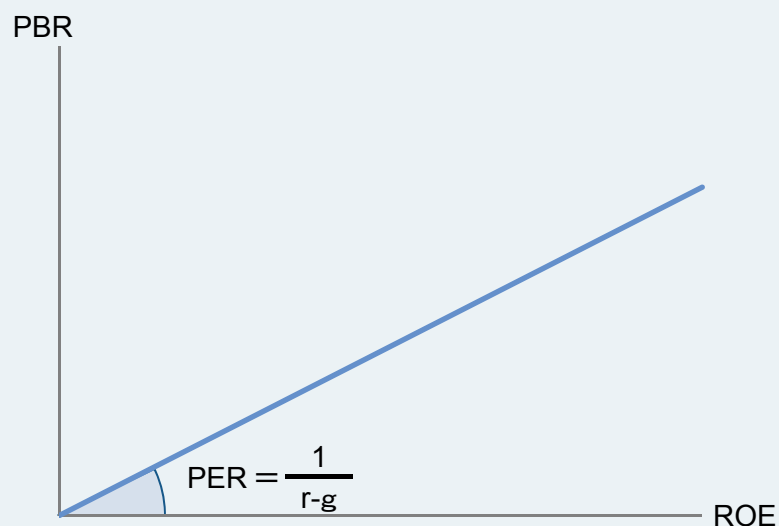
■ 資本効率性

(参考)ファンダメンタル・マルチプル:PERとPBR の関係性

PBRはPER及びROEの関数に分解できる

PBRとROEの関係

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE} - g}{r - g} = \frac{\text{ROE} - g}{(r - g) \times \text{ROE}} \times \text{ROE} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

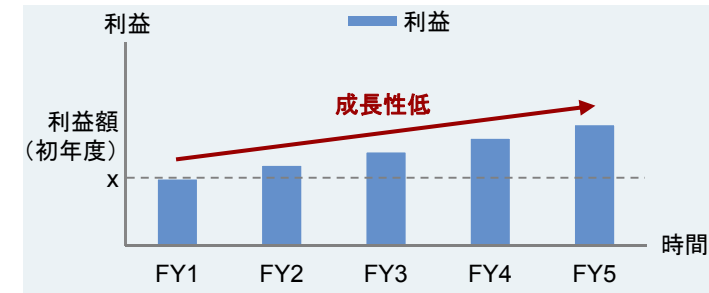
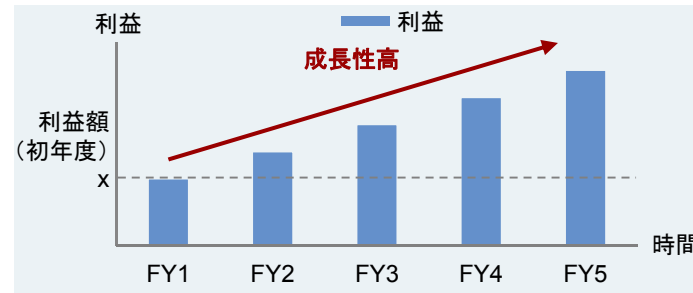


出所: 日経新聞

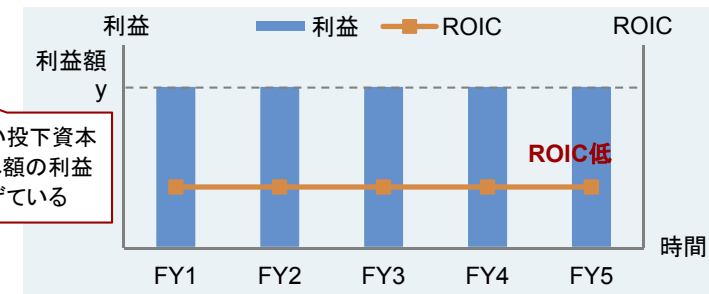
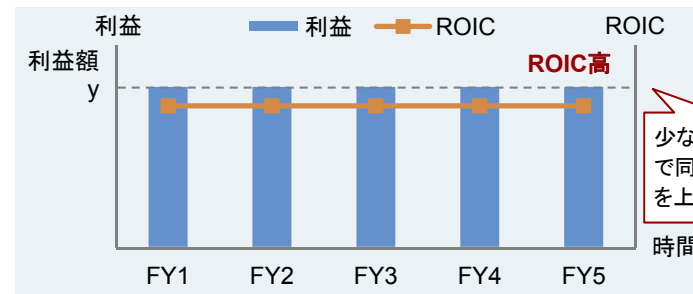
マルチプルの決定要因：直感的な理解



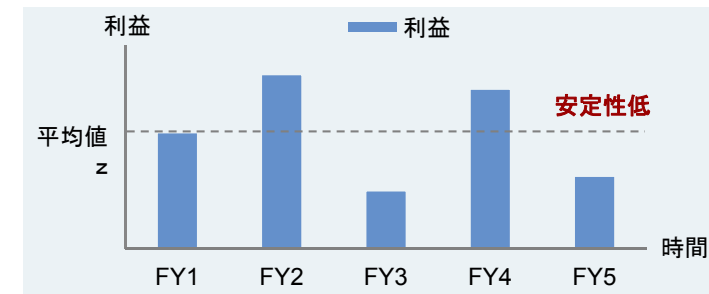
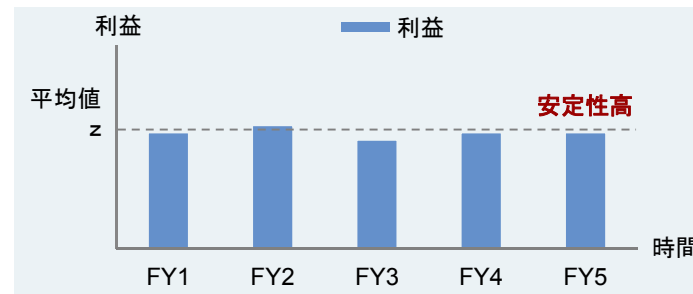
1 利益の成長性



2 資本効率性



3 資本コスト (利益の安定性)



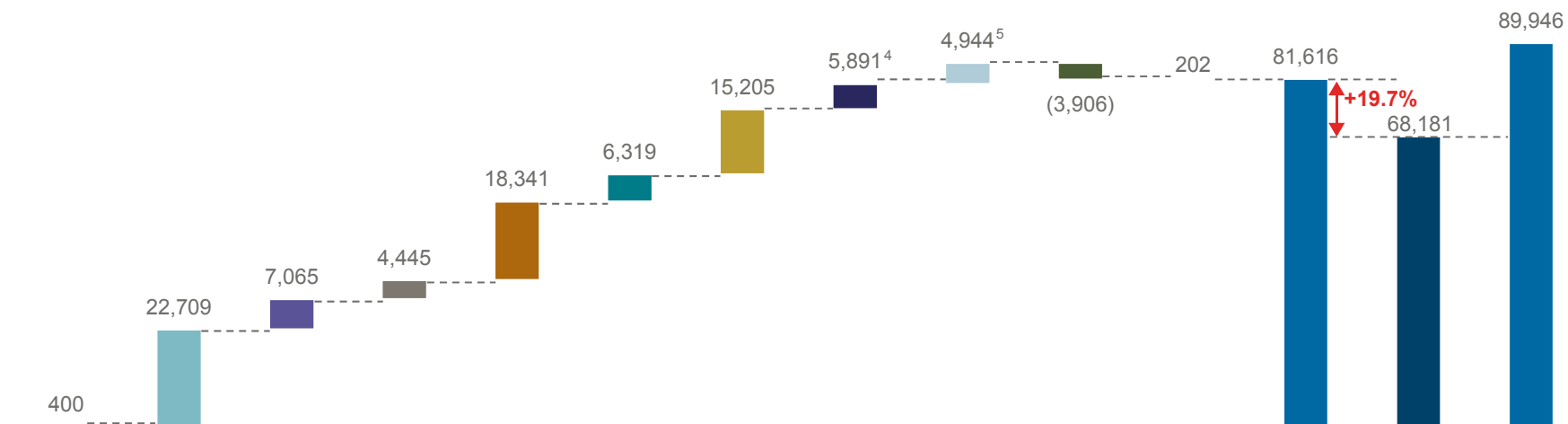
目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
■ 企業価値と株主価値	1
■ 企業価値とEVA	4
■ 企業価値とマルチプル	9
■ SoTP分析	13
ワークショップ	15
企業から見た企業価値:企業価値向上経営	17
最後に:会計利益と戦略的資産	37

(事例) Sum-of-the-Partsに基づくソニーの株式価値試算

2018年5月21日時点

各事業の価値を外部から評価できるよう開示を充実させ、ディスカウントの解消へ繋げた



	MC	G&NS	IP&S	HE&S	デバイス	映画	音楽	金融	M3	その他	純有利子負債 ¹ + 未払退職年金費用 ¹ + 非支配持分 ¹	想定 時価総額	時価総額	想定 企業価値 ⁶
(億円)	MC	G&NS	IP&S	HE&S	デバイス	映画	音楽	金融	M3	その他	合計			
営業利益 (FY18E)	(135)	1,980	770	900	1,300	458	1,200	1,750	—	(960)	7,263			
DA (FY17A) ²	192	291	239	211	993	245	182	798	—	463	3,614			
EBITDA (FY18E)	57	2,271	1,009	1,111	2,293	702	1,382	2,548	—	(497)	10,877			
FV/EBITDA (FY18E) ³	6.0x~ 8.0x	9.0x~ 11.0x	6.0x~ 8.0x	3.0x~ 5.0x	7.0x~ 9.0x	8.0x~ 10.0x	10.0x~ 12.0x	—	—	7.9x				
想定事業価値	400	22,709	7,065	4,445	18,341	6,319	15,205	5,891	4,944	(3,906)				

出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート

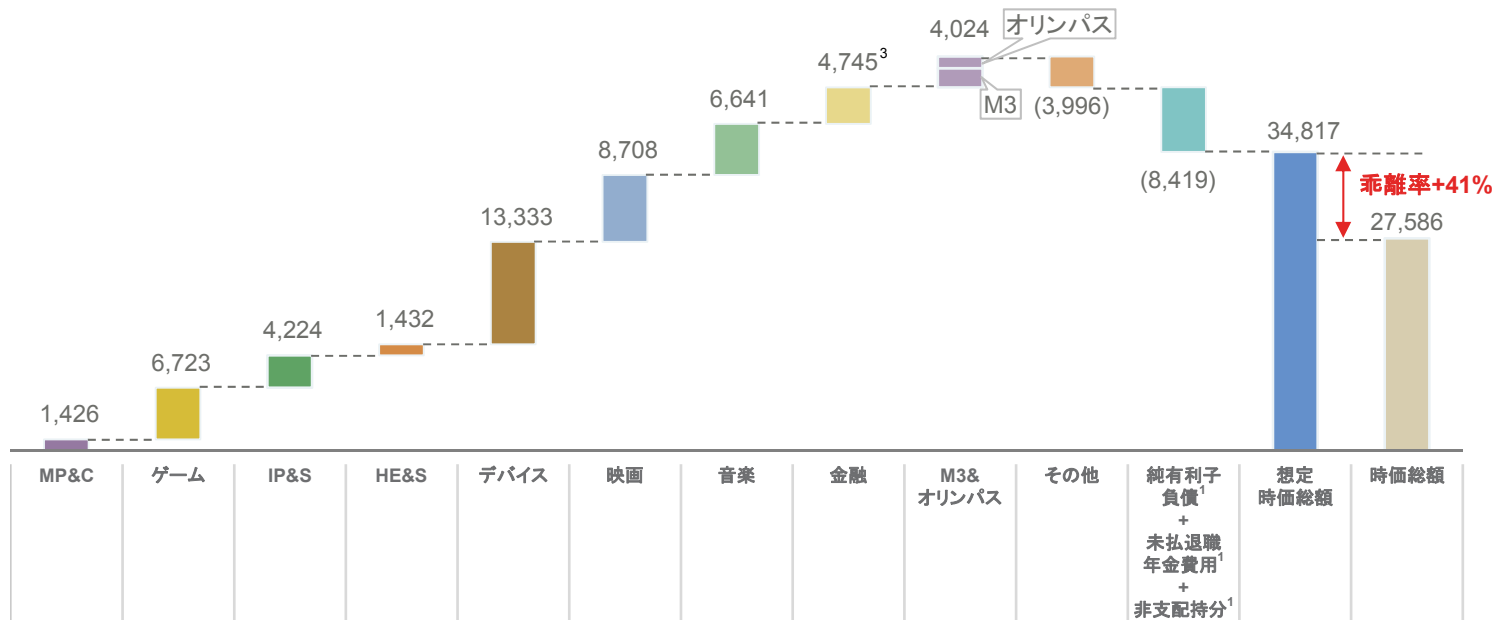
注: 2017年5月21日時点: 営業利益はアナリスト予想の中央値を使用

¹ 金融セグメントを除く; ² DAは2017年度実績値と同額を想定; ³ マルチプルレンジの中央値を採用(その他については、エレクトロニクス関連銘柄の中央値を採用); ⁴ ソニーフィナンシャルホールディングスの時価総額の63.0%(SONY持分)を適用; ⁵ エムスリーの時価総額の34.0%(SONY持分)を適用; ⁶ 想定時価総額に全社の純有利子負債(2,413億円)、金融分野の有価証券は現金同等物として考慮しない)、未払退職年金費用(3,945億円)、非支配持分(6,798億円)を加算して算出; ⁷ エレキ5分野のEBITDA加重平均マルチプル(中央値を適用)

(事例) Sum-of-the-Partsに基づくソニーの株式価値試算(続き)

2014年11月14日時点

いわゆるコングロマリットディスカウントが存在(億円)



(億円)	MP&C	ゲーム	IP&S	HE&S	デバイス	映画	音楽	金融	M3&オリンパス	その他	合計		
営業利益(FY15E)	(110)	967	464	100	713	690	520	1,656	—	(1,401)	3,600		
DA(FY13A)	314	153	381	258	1,065	181	144	543	—	728	3,767		
EBITDA ⁴ (FY15E)	204	1,120	845	358	1,778	871	664	2,199	—	(673)	7,366	7,366	
FV/EBITDA(FY15E)	6.0x~8.0x	5.0x~7.0x	4.0x~6.0x	3.0x~5.0x	6.5x~8.5x	8.0x~12.0x	8.0x~12.0x	—	—	5.9x		4.2x	
想定企業価値 ²	1,426	6,723	4,224	1,432	13,333	8,708	6,641	4,745 ³		(3,996)			

出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート

注: 2014年11月14日時点

¹ 金融セグメントを除く、² マルチプルレンジの中央値を採用(その他については、エレクトロニクス関連銘柄の中央値を採用)、³ ソニーフィナンシャルホールディングスの時価総額の60%を適用、⁴ DAは2013年度実績値と同額を想定

目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
ワークショップ	15
企業から見た企業価値:企業価値向上経営	17
最後に:会計利益と戦略的資産	37

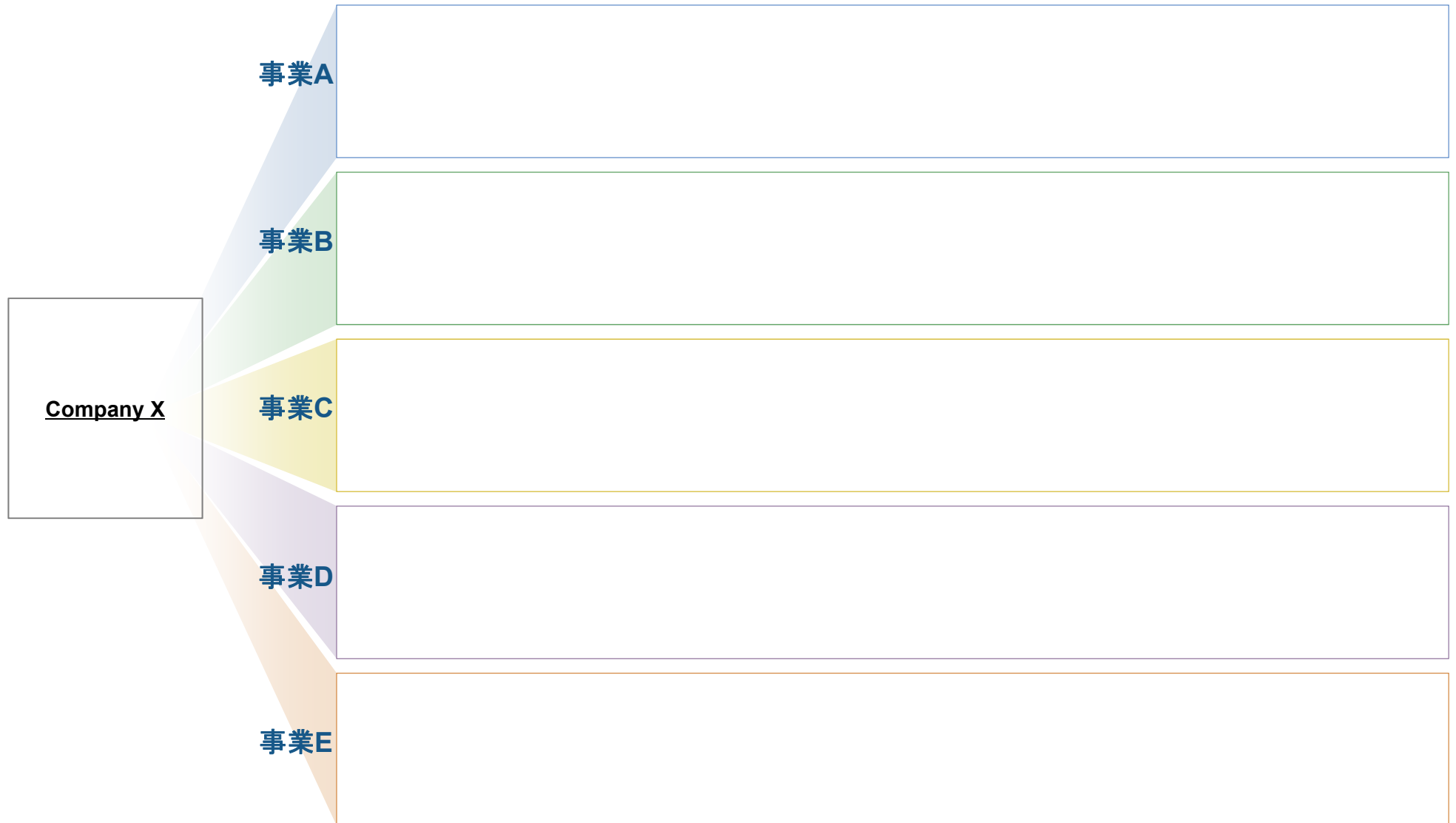
ワークショップの内容

ワークショップの内容

- ① Company XのEVA、及び各事業のEVAを計算せよ(税率は全ての事業にて30%と想定する)
- ② Company Xの企業価値、及び各事業の事業価値を計算せよ(税率は全ての事業にて30%と想定する)
- ③ Company Xの企業価値を高める方法をコーポレートファイナンスの観点から検討せよ

		売上高	成長性	営業 利益率	ROIC	ベータ	WACC	D/E	事業の特徴
Company X 連結財務指標(ご参考) ■ 売上高: 1兆500億円 ■ 営業利益: 890億円 ■ 営業利益率: 8.5% ■ ROIC: 9.3% ■ 有利子負債: 1,700億円 ■ 株主資本: 5,000億円 ■ D/E: 0.4x	事業A	5,000 億円	5%	10%	12%	1.6	8%	1.2x	■ Company Xの主力事業 ■ 設備投資やR&Dへの投資が重要 ■ 売上高の60%以上を顧客Aへの売上が占める
	事業B	2,000 億円	8%	5%	8%	1.8	10%	0.1x	■ 固定資産は軽い事業だが固定費比率は高い ■ スケールが重要な事業であるが、Company Xの事業Bの規模は中規模に留まる
	事業C	3,000 億円	1%	10%	8%	0.8	7%	0.0x	■ 成長はあまり見込めないものの、安定した事業
	事業D	400 億円	0%	▲1%	▲2%	1.0	8%	0.5x	■ 競合3社が高いマーケットシェアを誇る ■ シェアは低いがブランド力あり
	事業E	100 億円	10%	▲5%	▲7%	1.5	15%	0.0x	■ Company Xの新規事業 ■ 高い成長が見込まれる市場であるものの、多くの企業が新規参入を検討 ■ Company Xは技術面で優位性・ポテンシャルあり

<Memo>

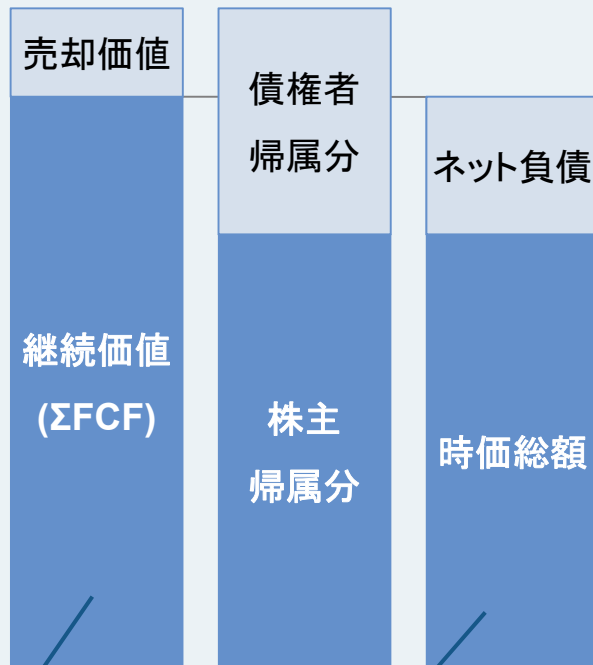


目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
ワークショップ	15
企業から見た企業価値：企業価値向上経営	17
■ CCCは事業モデルをあらわし、優劣を分かつ	17
■ ROICとポートフォリオ経営	30
最後に：会計利益と戦略的資産	37

企業価値を巡る議論の整理: 企業価値の決定要因のまとめ

企業価値と株主価値の関係、ROE、CCCの係わり

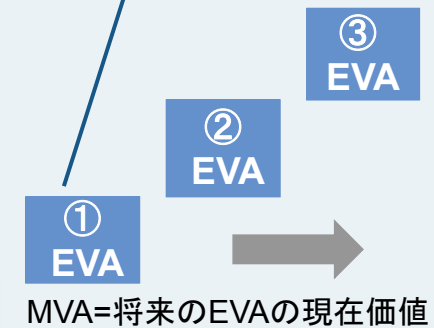


DCF法による評価
 $\Sigma FCF = f(FCF, WACC)$
 $FCF = NOPAT + \text{減価償却費等} - \text{設備投資} - \Delta \text{運転資本}(CCC)$

注: NOPAT=税引後営業利益、MVA = Market Value Added

企業価値とEVAの関係、ROICの係わり

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



$$EV = f(ROIC, WACC, \text{成長率})$$

ROE/ROICが注目される中、CCCは忘れられたフリー・キャッシュフローの構成要素

フリー・キャッシュフロー(FCF)とROIC、CCCとの関係

フリー・キャッシュフロー=税引後営業利益+減価償却費等-設備投資-△運転資本

投下資本の収益性(ROIC)

CCC

フリー・キャッシュフローの算出:会計利益からフリーキャッシュフローへの還元プロセス

(億円)	2016	2017	2018	2019	2020
営業利益 (EBIT)	90	144	142	187	232
税金	38	60	60	79	97
税引後営業利益 (EBIAT)	52	84	82	108	135
+減価償却費	10	20	22	20	18
-設備投資	10	30	10	12	15
-増加運転資本	2	4	4	6	8
フリーキャッシュフロー	50	70	90	110	130

¹ Weighted Average Cost of Capital (加重平均資本コスト)

運転資本はビジネスモデルに直結: AppleのCCC

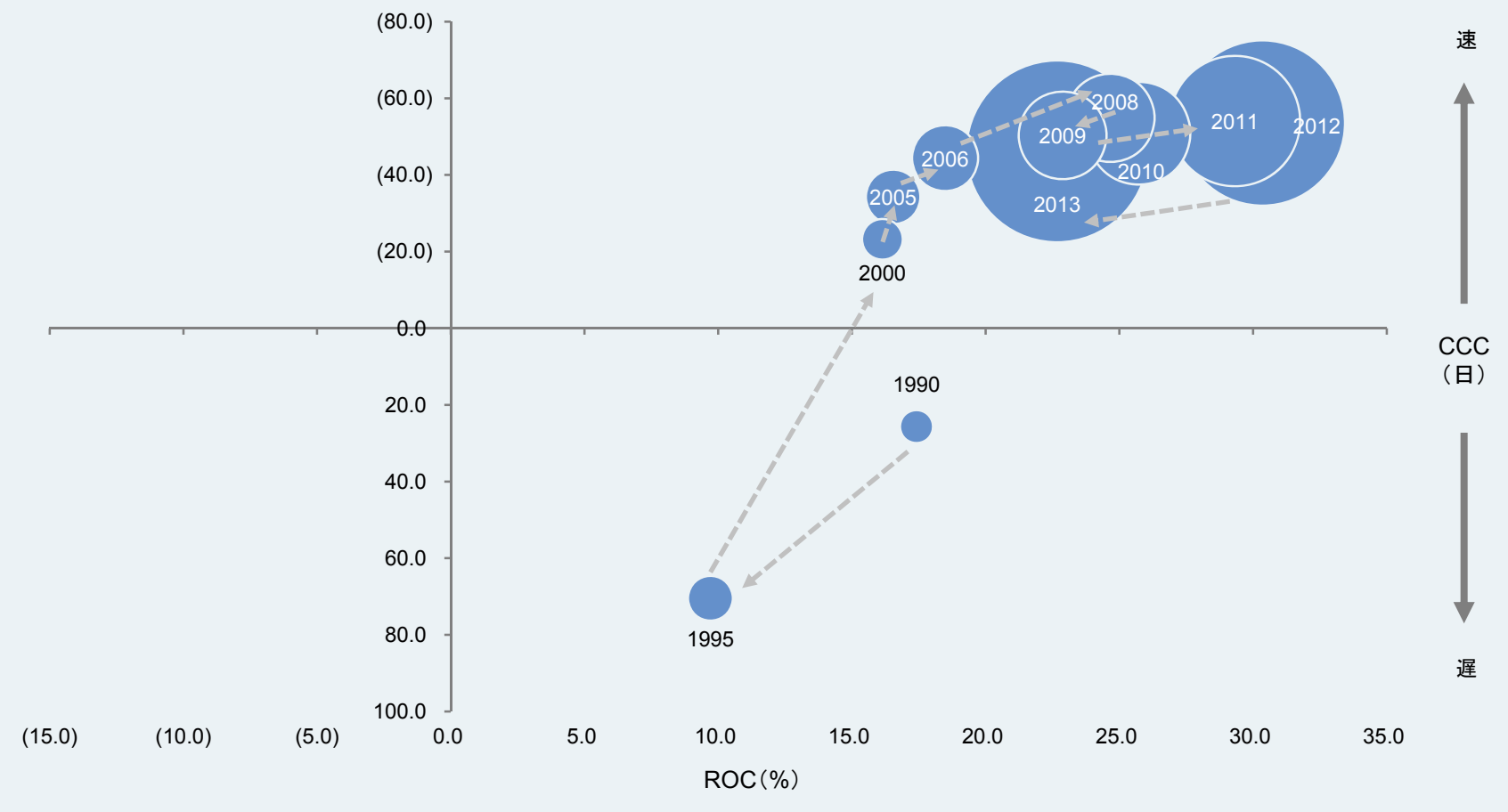


フリー・キャッシュフロー＝税引後利益+減価償却費等-設備投資-△運転資本

∝ ROIC

∝ CCC

Velocity of Cash



出所: 社内資料
 注: 円の大きさは売上高

∝ ROIC

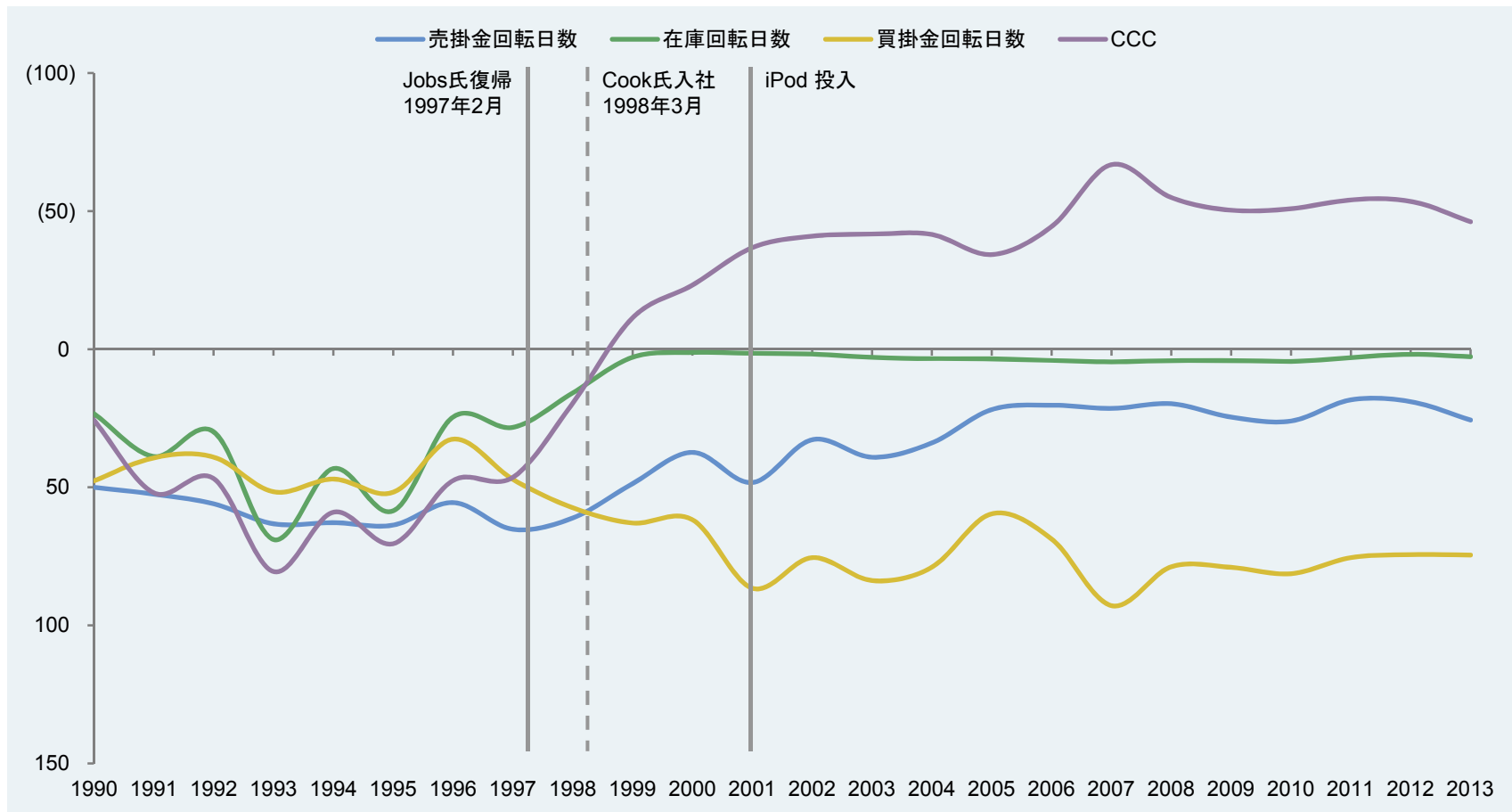
CCC

CCCは事業モデルをあらわし、優劣を分かっ

AppleのCCC(続き)



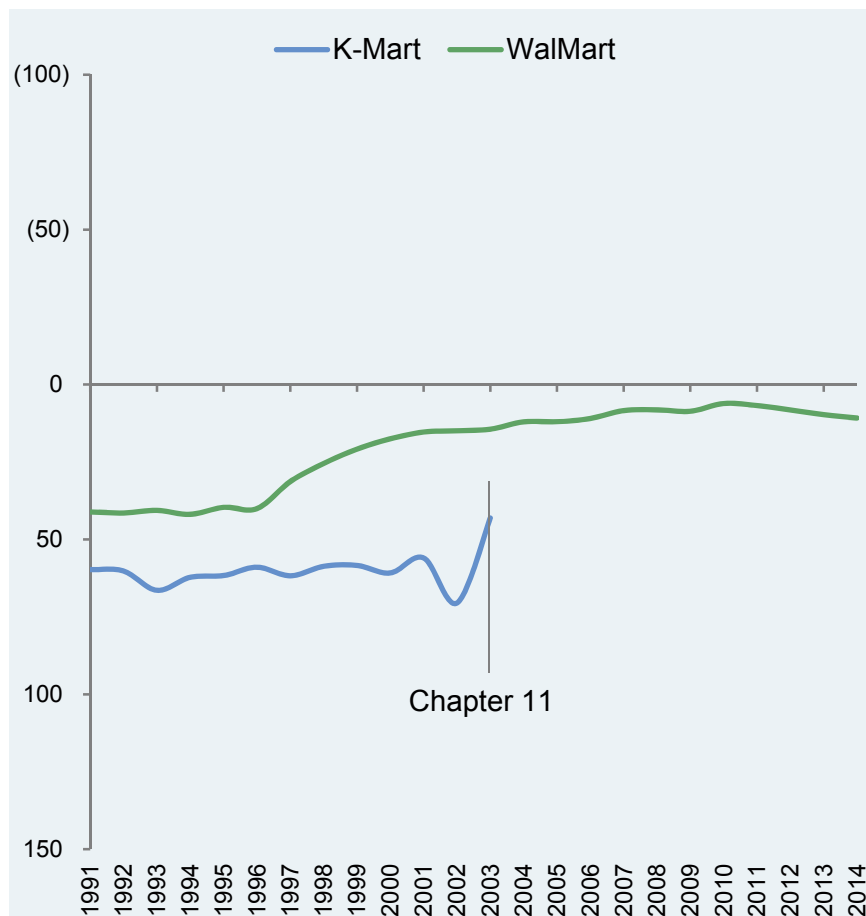
Inventory Cycle



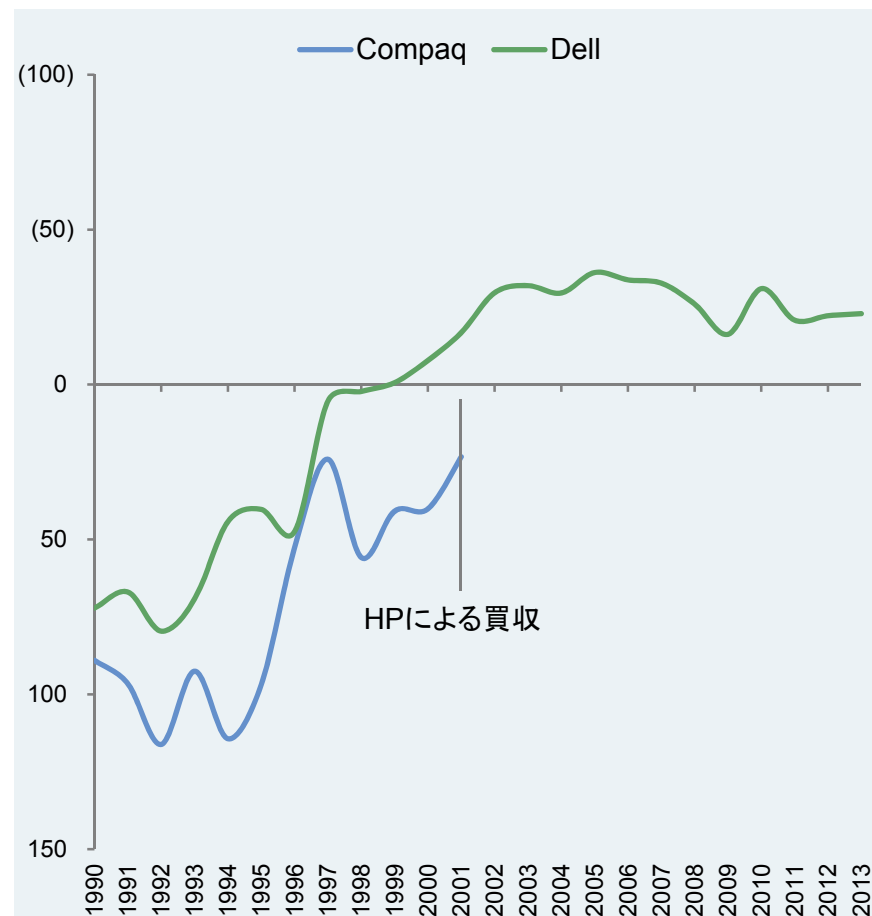
出所:社内資料

CCCは事業モデルを反映、同じ業種であっても、優勝劣敗を分かつ指標

CCCの比較:小売



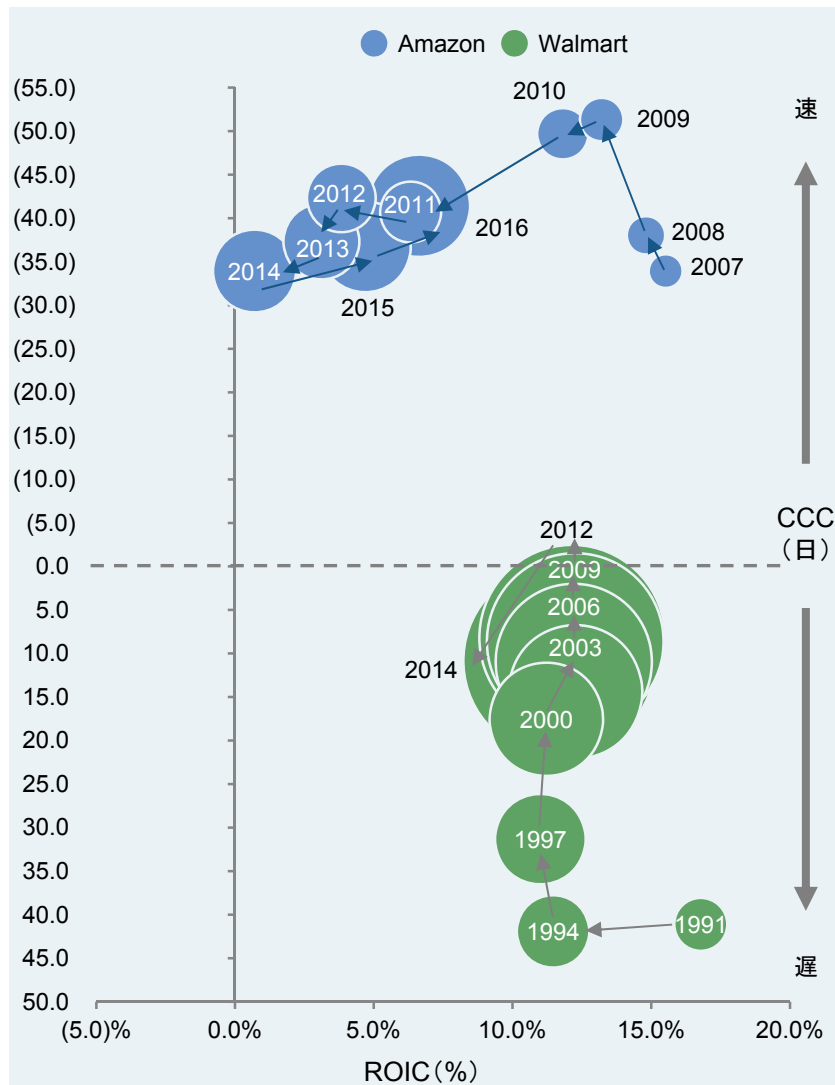
CCCの比較:PC



Amazonが脅威な本当の理由: WalmartのCCC比較



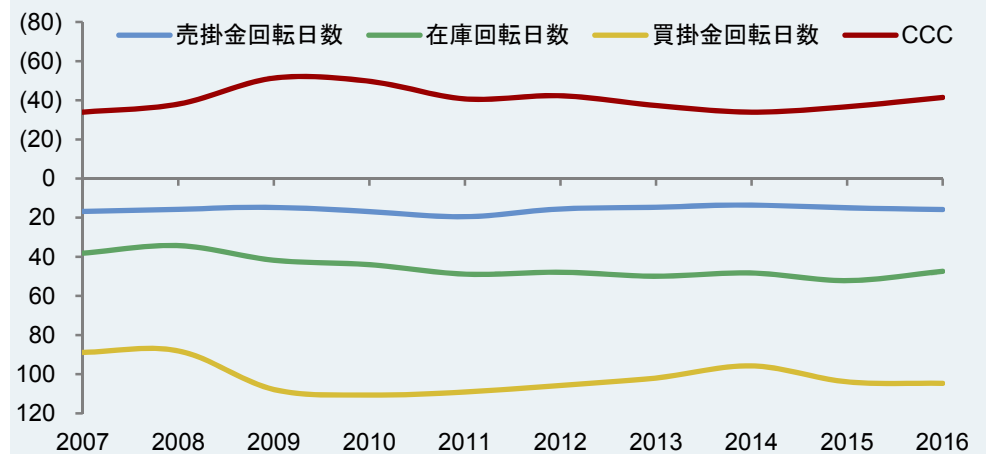
Velocity of Cash



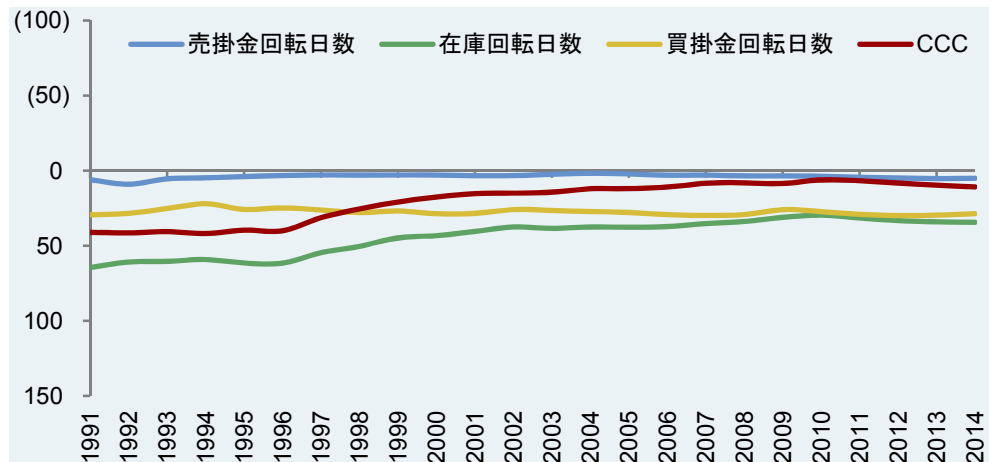
出所: 会社資料
注: 円の大きさは売上高

Cash Conversion Cycle

Amazon



Walmart



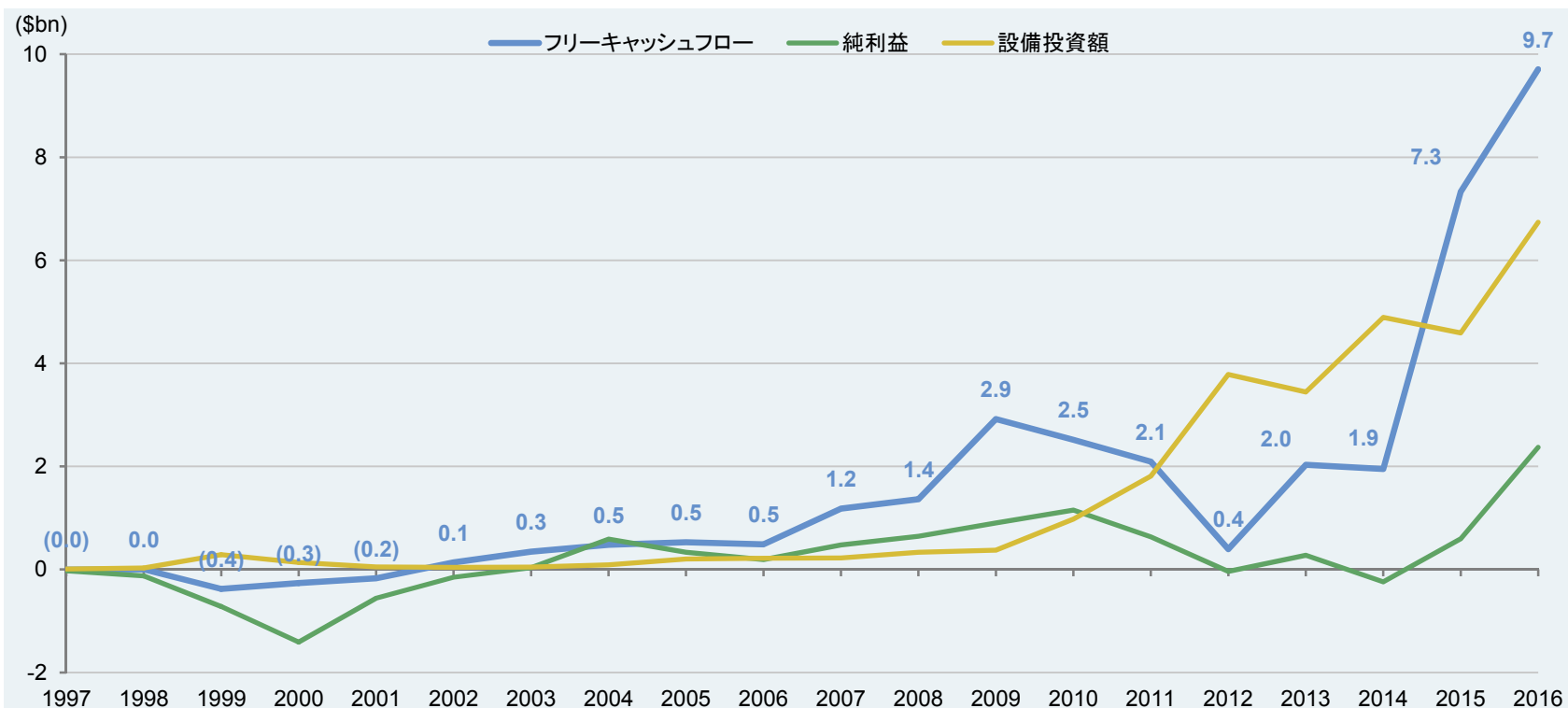
CCCは事業モデルをあらわし、優劣を分かつ

Amazonのフリーキャッシュフローの推移



Amazonは収益計上前に現金化するビジネスモデルにより、設備投資を行いつつ潤沢なフリーキャッシュフローを確保

純利益、設備投資額、FCFの推移



フリー・キャッシュフロー(FCF)とROIC、CCCとの関係

$$\text{フリー・キャッシュフロー} = \underbrace{\text{税引後営業利益} + \text{減価償却費等}}_{\text{投下資本の収益性(ROIC)}} - \underbrace{\text{設備投資} - \Delta \text{運転資本}}_{\text{CCC}}$$

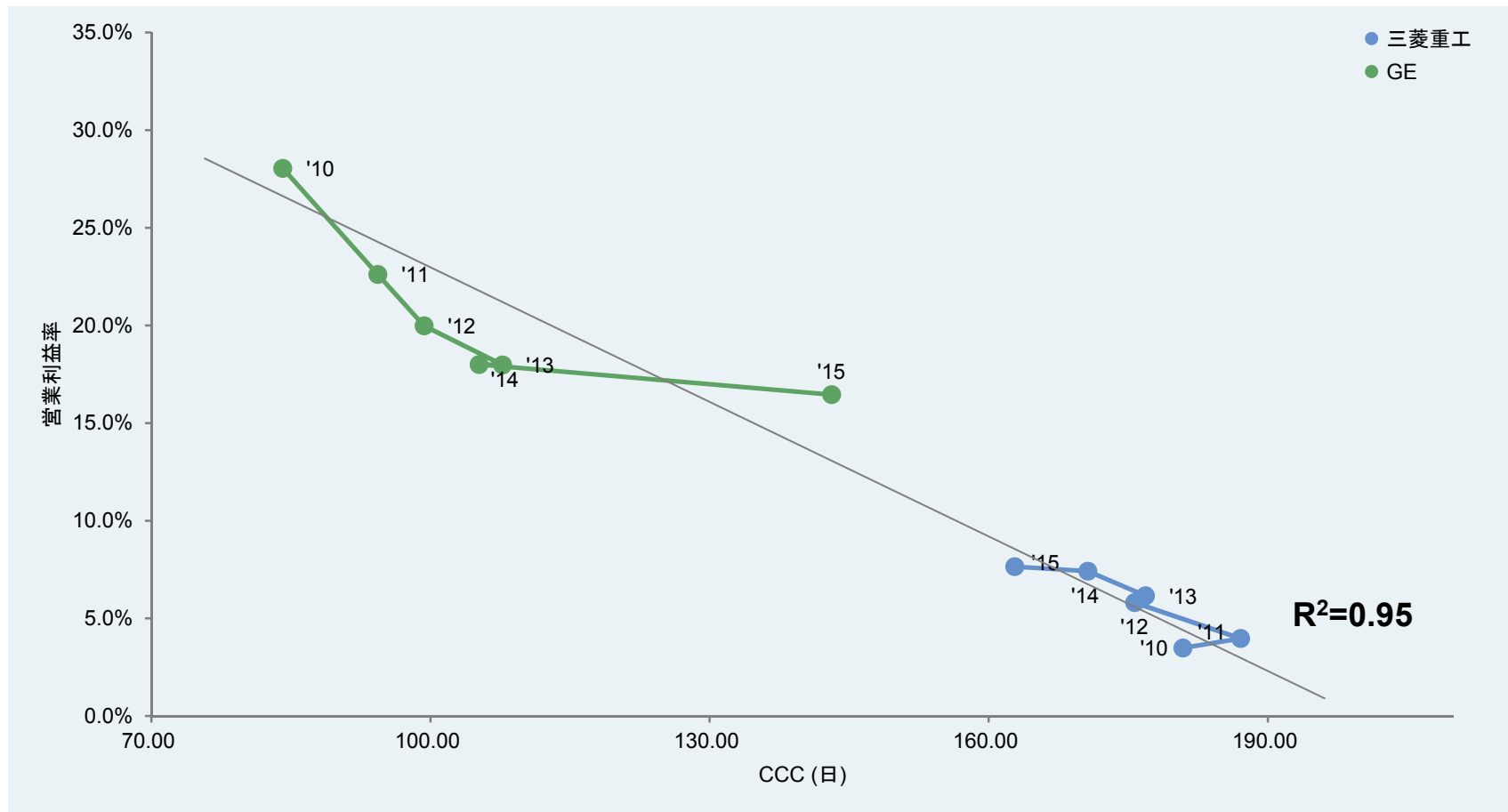
出所: FactSet

投下資本の収益性(ROIC)

CCC

CCCと営業利益率との相関: 三菱重工vsGE

CCCと営業利益率との相関

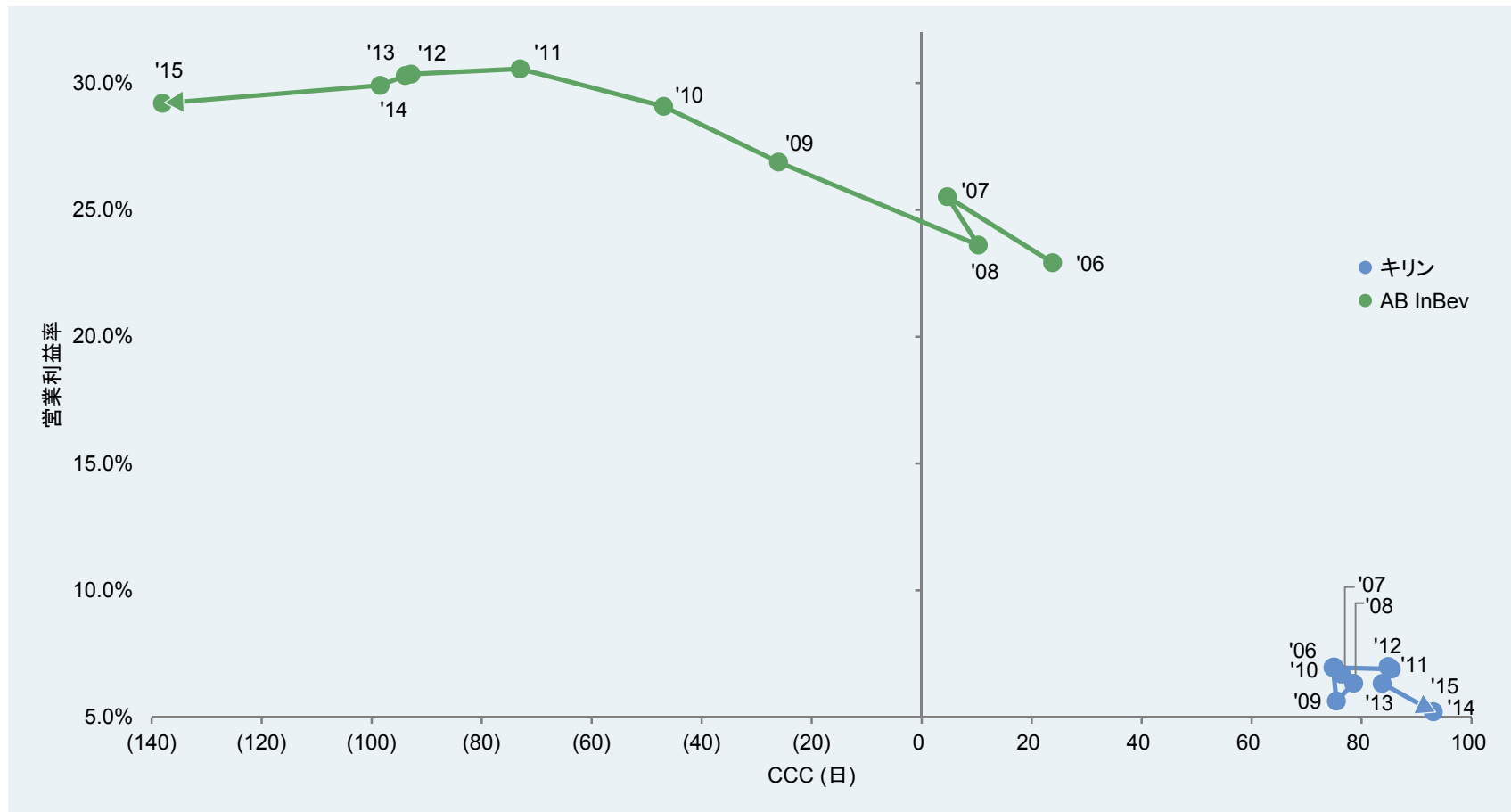


出所: FactSet、日経FQ、会社資料

CCCと営業利益率との相関: 食品セクター

(日)	キリン		AB InBev	
年度	'06	'15	'06	'15
CCC	75	92	24	(138)
売掛金	70	66	73	39
在庫	44	68	67	58
買掛金	40	42	116	235

CCCと営業利益率との相関

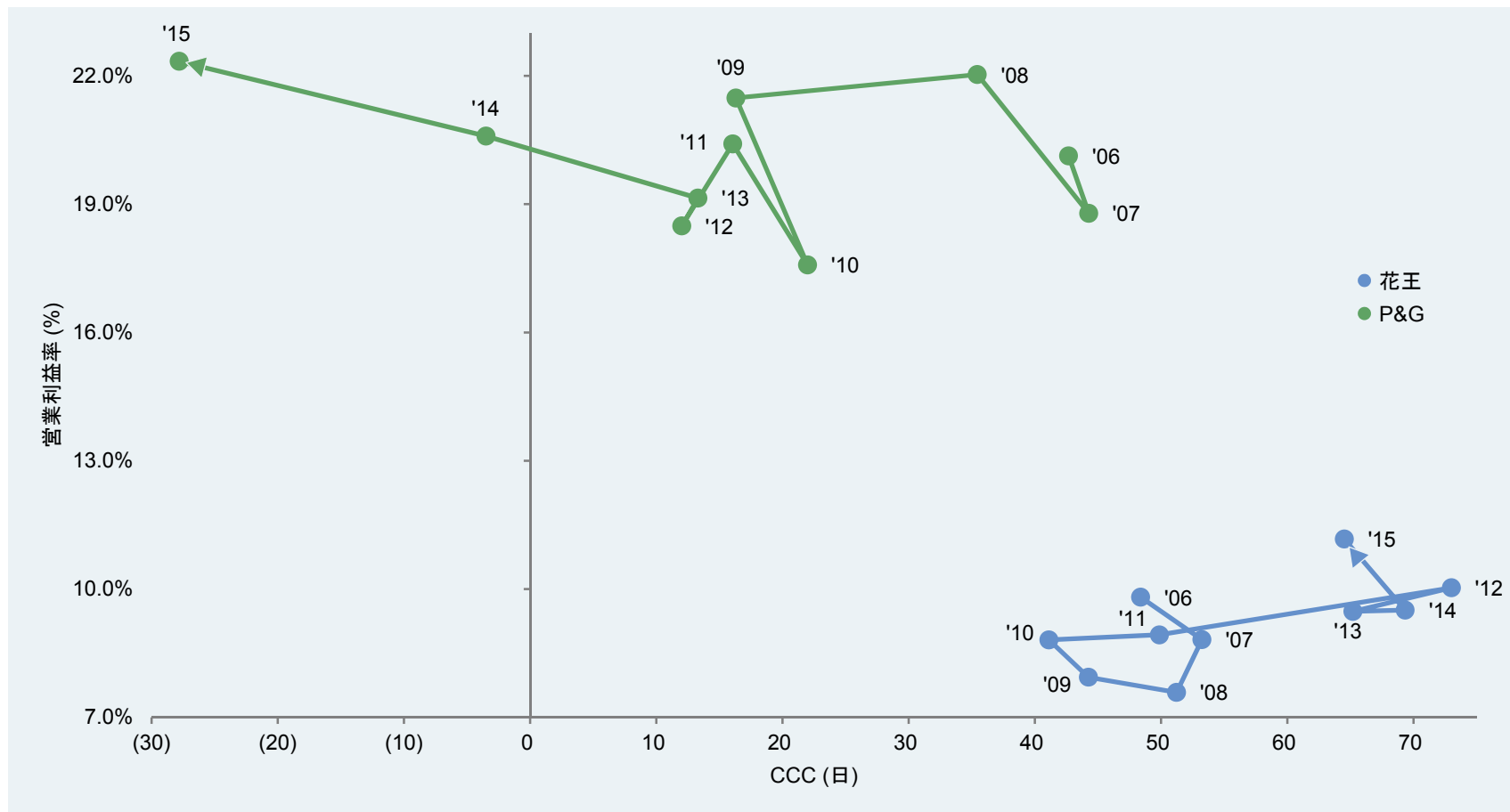


出所: FactSet、日経FQ、会社資料

CCCと営業利益率との相関: 消費財セクター

(日)	花王		P&G	
年度	'06	'15	'06	'15
CCC	48	65	43	(28)
売掛金	47	51	32	24
在庫	81	88	68	53
買掛金	80	74	57	106

CCCと営業利益率との相関



出所: FactSet、日経FQ、会社資料

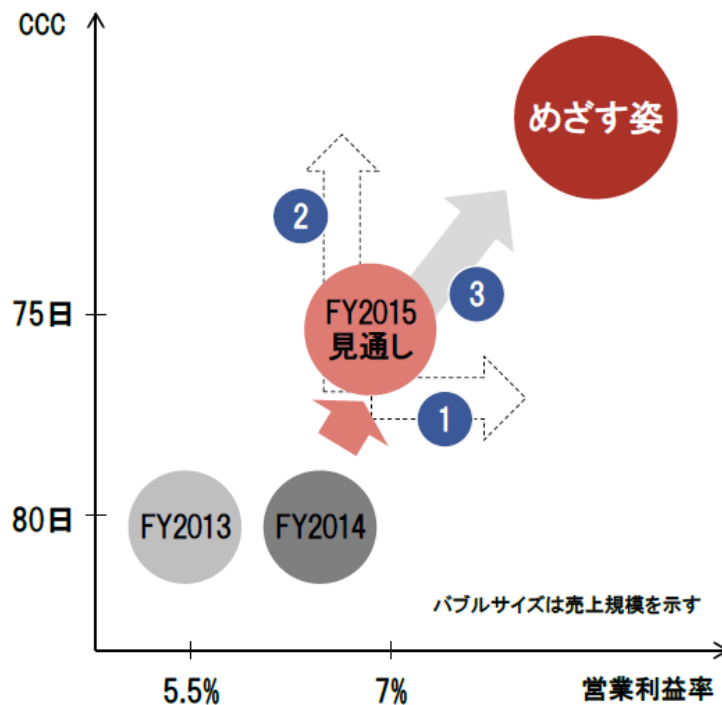
CCC／キャッシュフロー目標に関する開示事例：日立製作所(2015年6月11日)

CCCの改善目標と共に、コスト改革目標も共に開示

1-3. めざす姿

HITACHI
Inspire the Next

グローバルで勝てる構造への変革



1 コスト構造改革

スマトラ効果：
4,200億円超*1

2 CCC *2改革

CCC:76.5日

3 事業基盤整備

*1 2011年度からの累計

*2 製造・サービス等のCCC(Cash Conversion Cycle)

© Hitachi, Ltd. 2015. All rights reserved.

5

J.P.Morgan

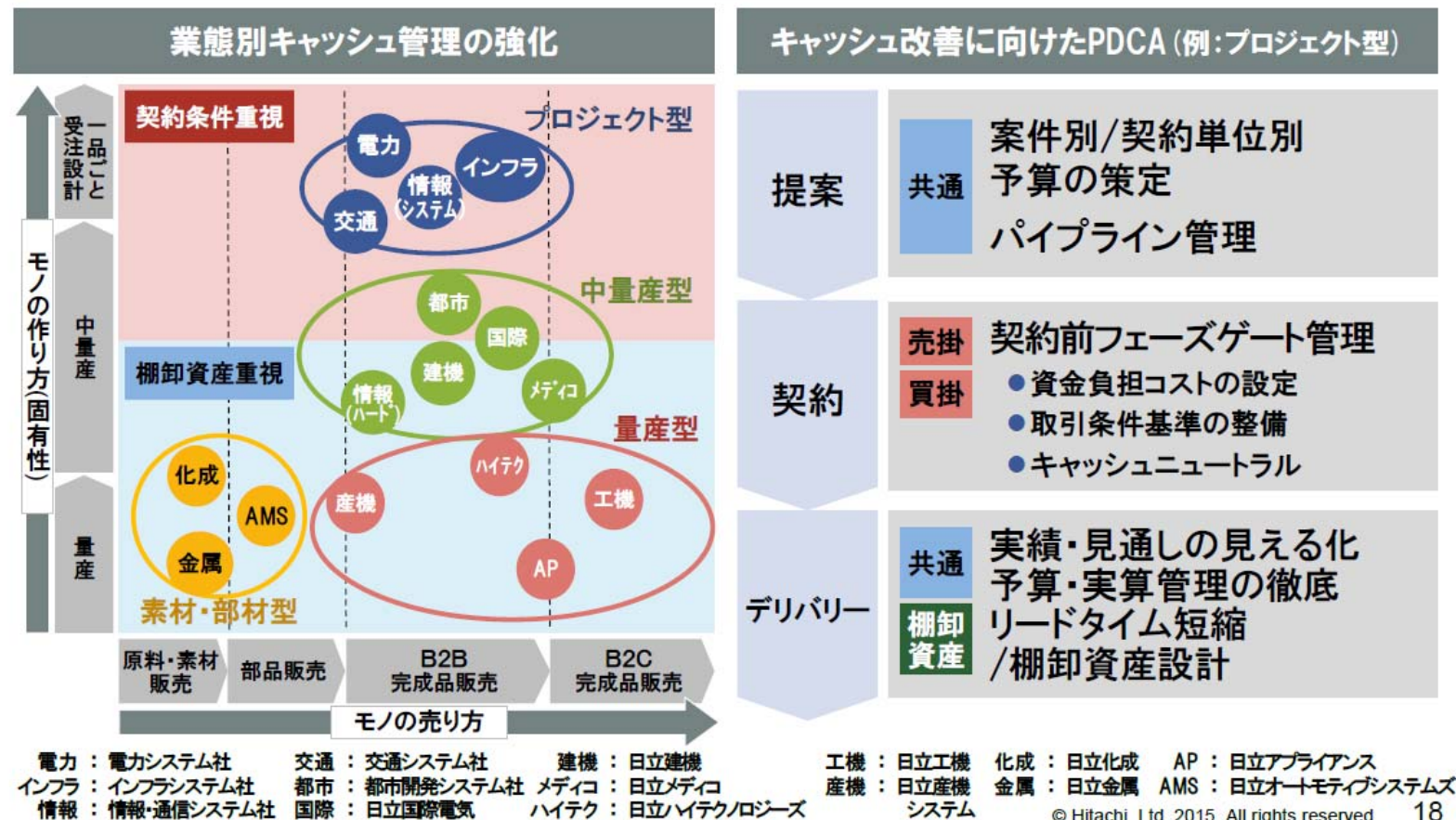
CCC／キャッシュフロー目標に関する開示事例：日立製作所(2015年6月11日)(続き)

事業の業態別にCCCの管理を強化

3-7. キャッシュフローマネジメントの強化

HITACHI
Inspire the Next

運転資金効率を向上させ、キャッシュ創出力を強化



個別施策の進捗状況② - 運転資金改善

19

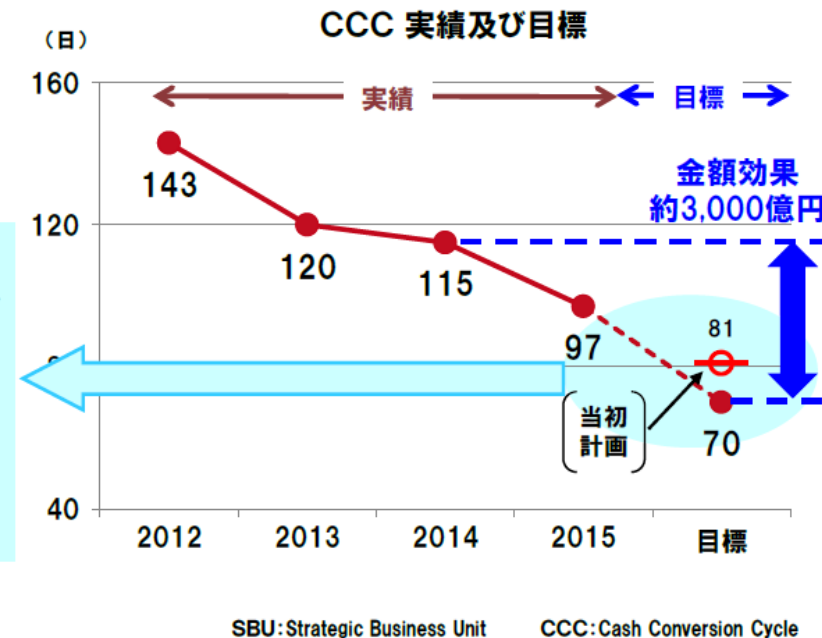
キャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)の改善

当初計画81日を引き上げた新目標70日*の達成に向け、抜本的な対策を下記の通り推進中

* 競合他社をベンチマークに目標値を引き上げ

- ・ SBU毎にCCC目標を設定
定期的にフォローを実施中

- ・ サプライチェーン、業務プロセス
及び工場管理等の見直しに
加え、拠点や工場の再編等の
対策を強力に推進中

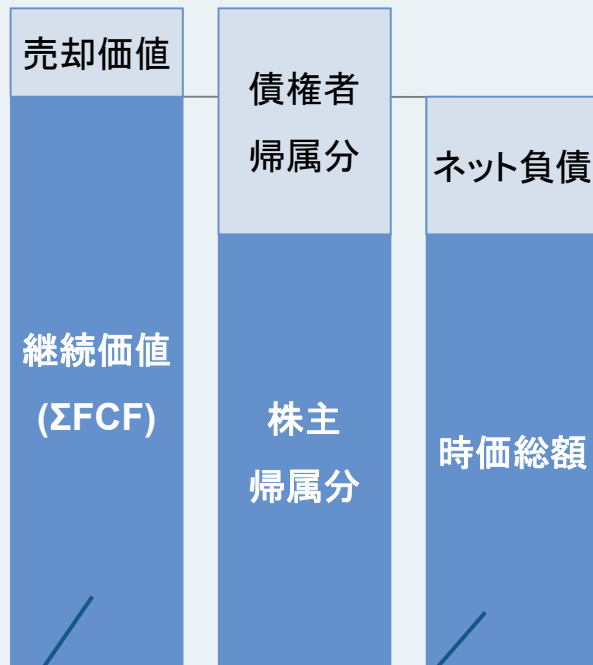


目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
ワークショップ	15
企業から見た企業価値：企業価値向上経営	17
■ CCCは事業モデルをあらわし、優劣を分かť	17
■ ROICとポートフォリオ経営	30
最後に：会計利益と戦略的資産	37

なぜROICなのか？①:企業価値と直結

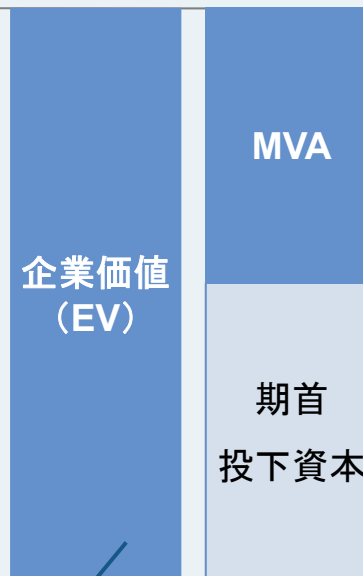
企業価値と株主価値の関係、ROE、CCCの係わり



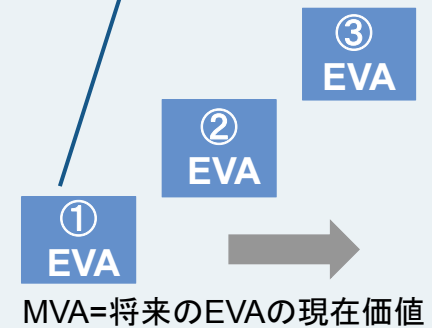
$$\text{時価総額} = f(\text{ROE}, \text{株主資本コスト}, \text{成長率})$$

DCF法による評価
 $\Sigma \text{FCF} = f(\text{FCF}, \text{WACC})$
 $\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{減価償却費等} - \text{設備投資} - \Delta \text{運転資本}(\text{CCC})$

企業価値とEVAの関係、ROICの係わり



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



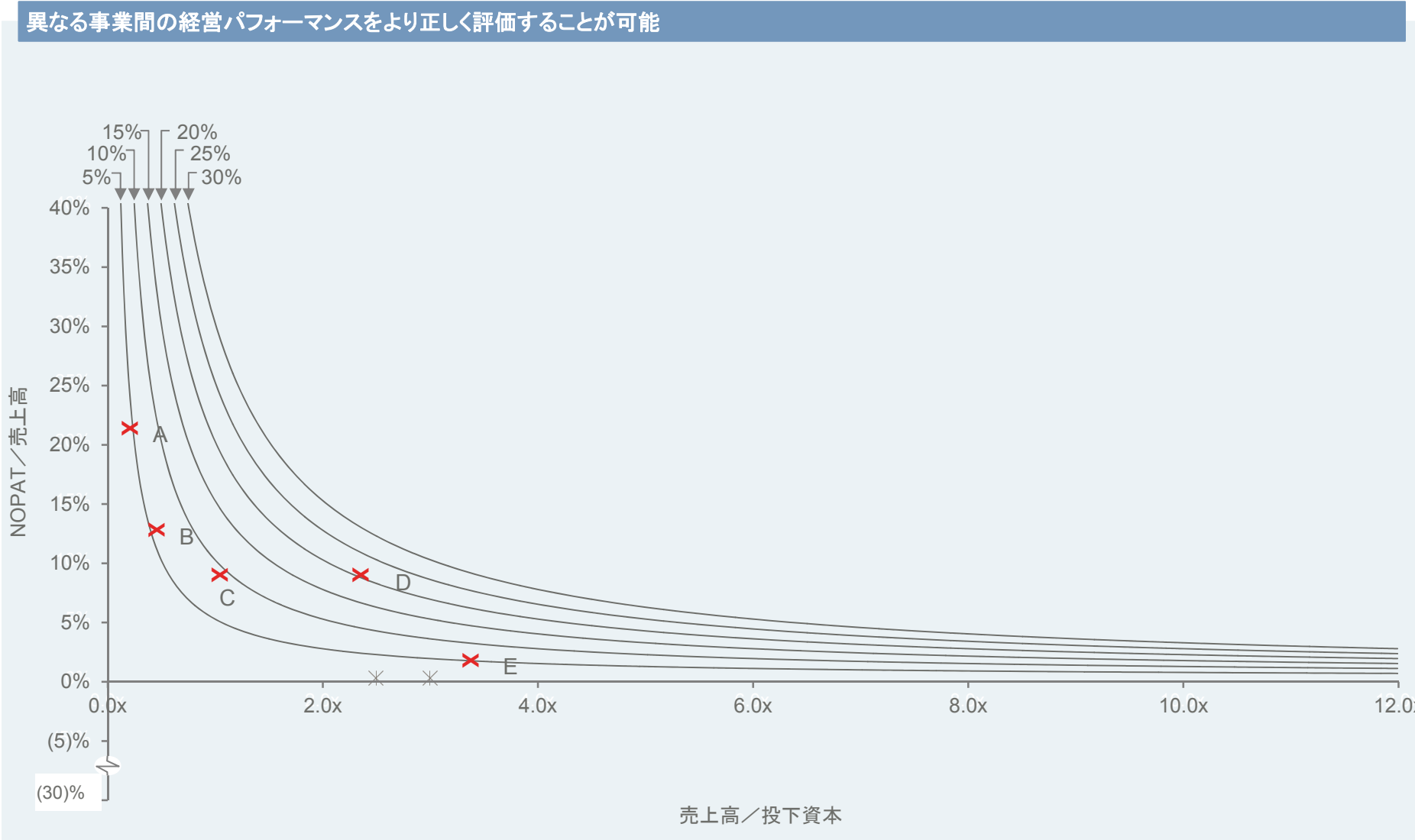
MVA=将来のEVAの現在価値

$$\text{EV} = f(\text{ROIC}, \text{WACC}, \text{成長率})$$

注: NOPAT=税引後営業利益、MVA = Market Value Added

なぜROICなのか？②:異なる特性を持つ事業間の比較が可能

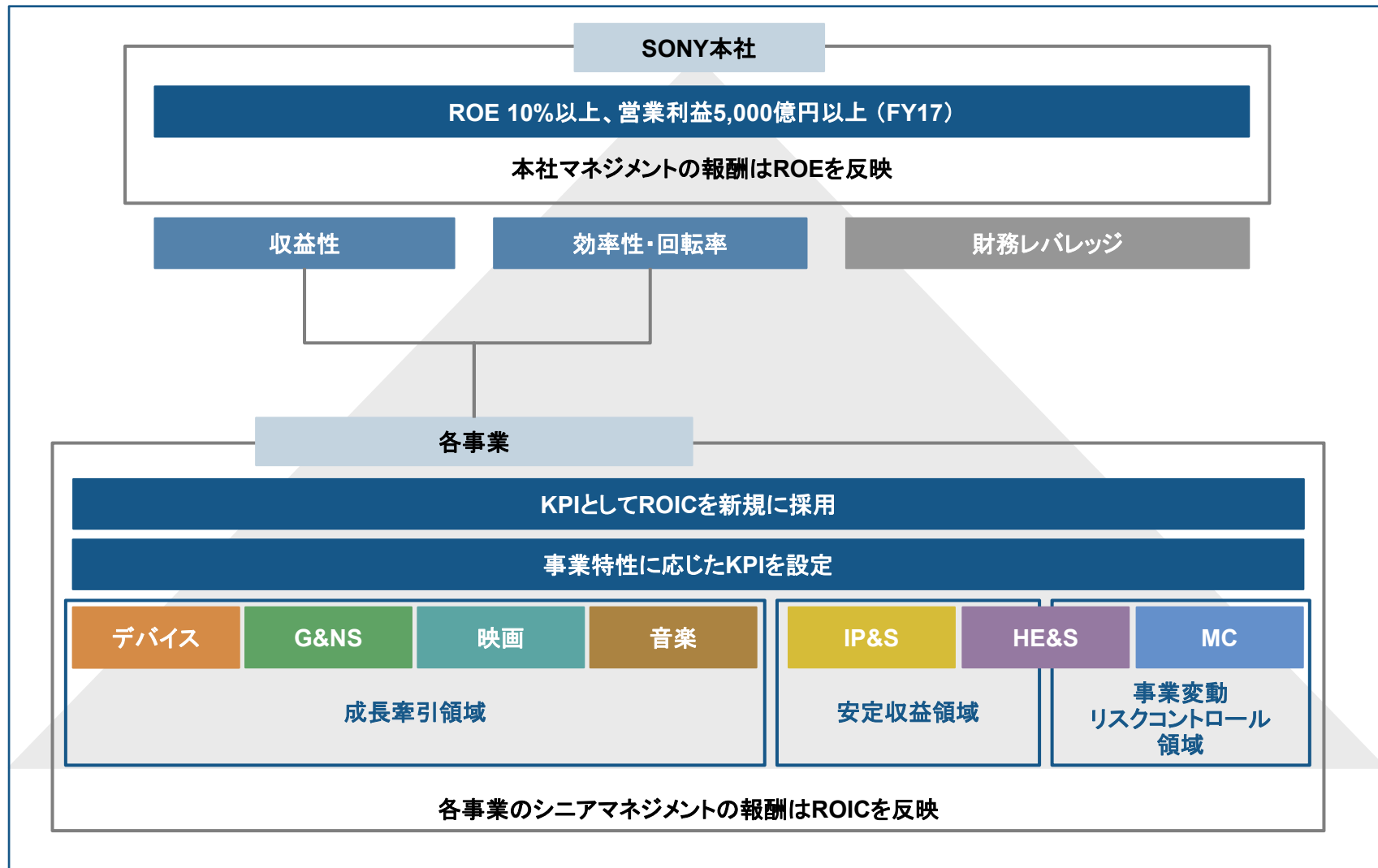
	収益性		資産効率性
ROIC =	NOPAT ¹	×	売上高
	売上高		投下資本 ²



なぜROIC経営なのか？ ②:ポートフォリオ経営に不可欠

ポートフォリオ経営の導入(事業ポートフォリオごとの経営規律の強化)とROIC経営は一對

SONYの事例:現中期3ヵ年計画(2016/3期~18/3期)で、ポートフォリオ経営を導入

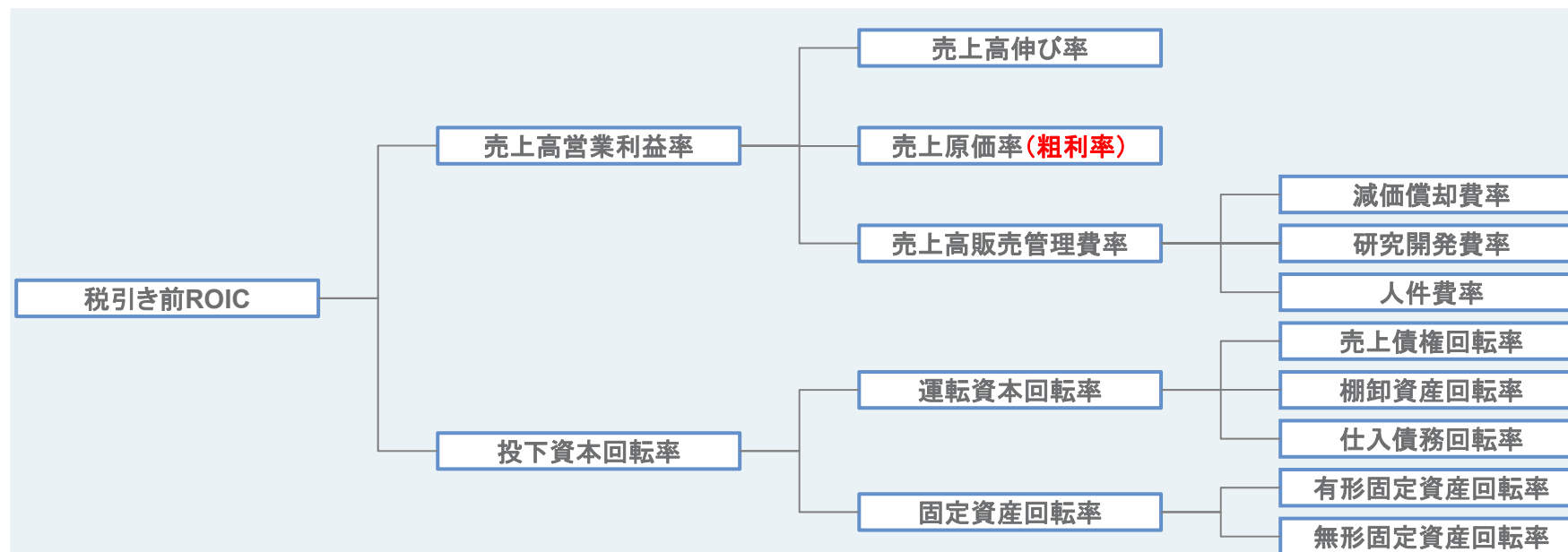


なぜROICなのか？③:オムロンの逆ツリー

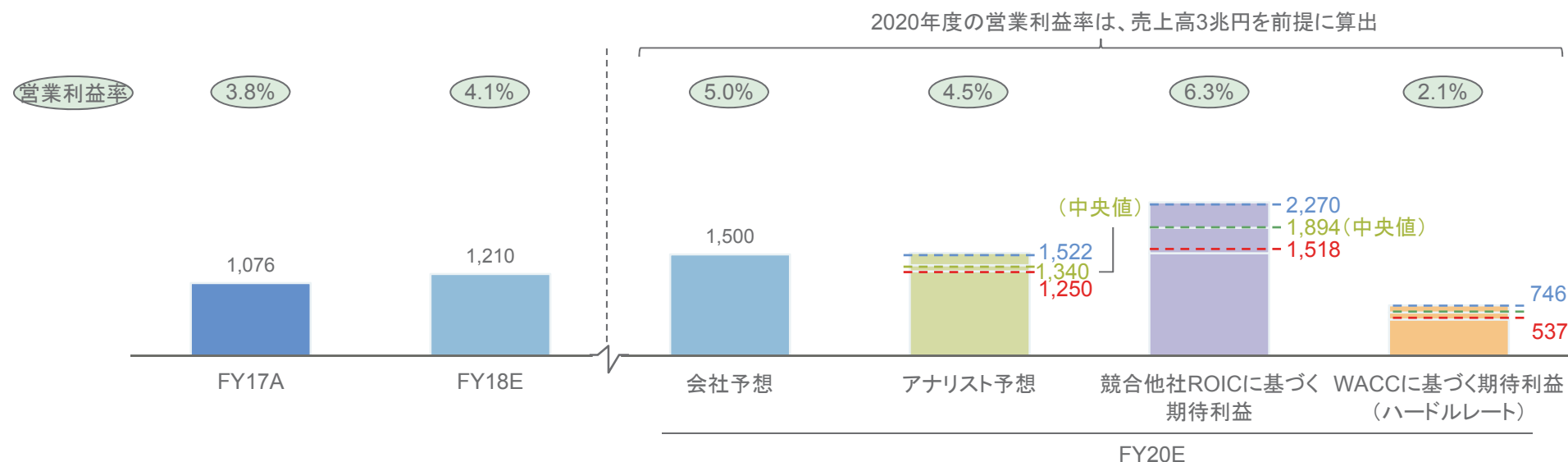
現場での管理のしやすさと普及に向けた工夫でより意味のある指標に(原価でなく**粗利**に拘り、価格戦略も意識)

ROICの構成要素(オムロンの逆ツリー)

$$\begin{aligned}
 \text{ROIC} &= \frac{\text{税引後営業利益 (NOPAT)}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{投下資本}} \\
 &= \left(\frac{\text{売上高}}{\text{売上高}} - \frac{\text{売上原価}}{\text{売上高}} - \frac{\text{販管費}}{\text{売上高}} \right) (1 - \text{実効税率}) \times \frac{1}{\left\{ \frac{\text{現預金等}}{\text{売上高}} + \left(\frac{\text{売掛金}}{\text{売上高}} + \frac{\text{在庫}}{\text{売上高}} - \frac{\text{買掛金}}{\text{売上高}} \right) + \frac{\text{有形固定資産}}{\text{売上高}} + \frac{\text{無形固定資産}}{\text{売上高}} + \frac{\text{その他}}{\text{売上高}} \right\}}
 \end{aligned}$$



なぜROICなのか？④:ベンチマークに基づく目標利益の設定



競合他社ROICに基づく期待利益						WACCに基づく期待利益		
(億円)	投下資本	ROIC	ROICに基づくNOPAT	税率	ROICに基づく期待営業利益	事業別営業利益計画	WACCに基づく期待営業利益	WACC
事業A	600	10.0% ~ 15.0%	60 ~ 90	30.62%	87 ~ 130	250	46 ~ 60	4.8% ~ 6.1%
事業B	1,000	5.0% ~ 10.0%	50 ~ 100	30.62%	72 ~ 144	210	69 ~ 92	5.9% ~ 7.5%
事業C	700	12.5% ~ 17.5%	88 ~ 123	30.62%	126 ~ 177	300	48 ~ 61	5.3% ~ 7.0%
事業D	800	25.0% ~ 35.0%	200 ~ 280	30.62%	288 ~ 404	320	68 ~ 87	5.3% ~ 8.2%
事業E	800	10.0% ~ 15.0%	80 ~ 120	30.62%	115 ~ 173	140	68 ~ 90	4.8% ~ 6.4%
事業F	2,200	20.0% ~ 30.0%	440 ~ 660	30.62%	634 ~ 951	120	169 ~ 259	5.9% ~ 7.8%
その他 ¹	900	15.0% ~ 22.5%	135 ~ 203	30.62%	195 ~ 292	-	69 ~ 96	5.3% ~ 7.4%
合計	7,000	15.0% ~ 22.5%	1,053 ~ 1,575	30.62%	1,518 ~ 2,270	1,340	537 ~ 746	5.3% ~ 7.4%

出所: 会社資料

¹ その他投下資本に対しては、各事業の適用ROICおよびWACCを加重平均した数値を適用し期待利益を算出

(参考)ROICの分解(事業A)

(直近年度)

NOPATマージン

投下資本回転率

	ROIC	売上高 ／売上高	売上原価 ／売上高	販管費 ／売上高	1- 実効税率	NOPAT マージン	売掛金 ／売上高	在庫 ／売上高	買掛金 ／売上高	有形固定 資産 ／売上高	無形固定 資産 ／売上高	投下資本 回転率	CCC(日)
 Midea	22.5%	100.0%	74.6%	17.3%	84.5%	6.8%	13.6%	9.8%	14.6%	13.6%	7.9%	328.6%	26.4
 DAIKIN	13.3%	100.0%	65.5%	20.7%	69.3%	9.5%	17.7%	16.9%	8.0%	19.9%	25.4%	139.2%	114.0
 Ingersoll Rand Inspiring Progress™	10.1%	100.0%	69.0%	19.1%	83.8%	10.0%	16.6%	10.6%	9.9%	11.2%	69.9%	101.6%	64.6
 LENNOX INTERNATIONAL	25.8%	100.0%	71.0%	16.7%	66.2%	8.1%	13.1%	12.1%	9.2%	9.9%	5.7%	317.1%	62.4
 FUJITSU FUJITSU GENERAL	15.6%	100.0%	72.0%	19.6%	70.0%	5.9%	29.0%	9.0%	14.5%	13.0%	1.0%	266.2%	78.0
平均値	17.5%	100.0%	70.4%	18.7%	74.8%	8.1%	18.0%	11.7%	11.2%	13.5%	22.0%	230.5%	69.1
中央値	15.6%	100.0%	71.0%	19.1%	70.0%	8.1%	16.6%	10.6%	9.9%	13.0%	7.9%	266.2%	64.6
 United Technologies	8.3%	100.0%	71.9%	14.1%	67.4%	9.4%	20.8%	15.2%	13.0%	16.0%	74.4%	88.3%	86.6
 EMERSON	17.1%	100.0%	58.9%	23.9%	69.9%	12.1%	19.2%	8.3%	10.4%	20.2%	33.1%	142.0%	57.0
 Johnson Controls	7.1%	100.0%	69.2%	20.4%	86.0%	9.0%	22.7%	10.6%	14.2%	20.3%	87.6%	78.7%	64.3
 WATSCO	14.8%	100.0%	76.0%	15.9%	69.0%	5.6%	11.2%	16.4%	4.4%	2.1%	12.8%	263.2%	98.3
 MITSUBISHI ELECTRIC	12.2%	100.0%	69.2%	24.0%	75.8%	5.2%	24.5%	15.2%	17.6%	16.7%	3.4%	237.0%	76.7

出所: 会社資料、FactSet

(参考)事業毎のWACCの算定方法

WACC算定式

				計算式	
リスクフリー・レート		0.03%		= ①	日本10年国債 年利回り
エクイティ・リスク・プレミアム	6.5%	~	7.5%	= ②	配当割引モデルよりJPモルガン推定
レバード・ベータ ¹	0.90	~	1.00	= ③	競合他社のベータを参考に、 事業ごとにベータを設定
カントリー・リスク・プレミアム	0.0%		0.0%	= ④	日本の法人の場合、カントリー・ リスク・プレミアムは通常0%を設定
株式資本コスト	5.9%	~	7.5%	= ① + ② × ③ + ④ = ⑤	
リスクフリー・レート		0.03%		= ①	日本10年国債 年利回り
クレジットスプレッド		0.42%		= ⑥	10年債の想定スプレッド
負債コスト		0.45%		= ① + ⑥ = ⑦	
法定税率		30.6%		= ⑧	2018年度税制改正大綱に基づく 日本における法定税率
負債コスト × (1 - 税率)		0.62%		= ⑦ × (1 - ⑧) = ⑨	
資本構成 (有利子負債 / (時価総額 + 有利子負債))		20.0%		= ⑩	各事業領域の競合他社を参考に 設定
WACC	4.8%	~	6.1%	= ⑨ × ⑩ + ⑤ × (1 - ⑩)	

適用ベータ

事業C: 0.90 ~ 1.00
事業D: 0.95 ~ 1.05
事業A: 1.00 ~ 1.15
事業F: 0.90 ~ 1.20
事業B: 0.90 ~ 1.05
事業E: 1.00 ~ 1.15

適用資本構成

事業C: 20%
事業D: 5%
事業A: 20%
事業F: 10%
事業B: 20%
事業E: 10%

出所: Barra社、Bloomberg

¹ Barra社が提供する"Local Predicted Beta"を使用

目次

	ページ
株式市場から見た企業価値	1
ワークショップ	15
企業から見た企業価値:企業価値向上経営	17
最後に:会計利益と戦略的資産	37

「利益」についての格言／真言:ステイクホルダーモデル

Peter F. Drucker (経営学者、未来学者)

利益は、「目的」ではなく「制約条件」であり「コスト」である。適正な利益をあげることは当たり前のことである

- 利益とは、企業が事業を継続・発展させていくための条件である。明日さらに優れた事業を行なうためのコスト、それが利益である
- 利益がなければ、コストを賄うことも、リスクに備えることもできない。社会が必要とする財・サービスを提供できず、人を雇用することもできない。したがって、利益を上げることが企業にとっての第一の社会的責任である
- たとえ天使を取締役にもって来たとしても、すなわち利益に対する興味を全くなくしたとしても、利益には重大な関心を払わざるを得ない



Herbert D Kelleher (サウスウエスト航空共同創業者・前CEO)

従業員第一、顧客第二、株主第三

- 従業員を大切に扱えば、彼らは顧客を大切に扱う。そうすれば顧客はまた戻ってくるから、株主も満足する



塚越寛(伊那食品工業代表取締役会長兼CEO)¹

利益とは健康な企業が出す「うんこ」

- ヒトは、排出物を多くするために食べているわけではない。健康になるため。健康だと良い結果も出る。企業も同じ
- 企業も稼いだお金は栄養として会社の隅々まで行き渡らせなければならない。一番大事なことは社員のモチベーション。十分な給料を払わなければならない。研究や社会貢献もしなければならない。残ったものが利益である



伊藤レポート

リスクに見合う最低限の「期待」と「失望」の分水嶺が「資本コスト」

- 製品には通常、何らかの「保証」(ギャランティー)が付されている。(中略)ところが、「株式」という商品にはそうした「保証」が基本的に何ら付されていない。にもかかわらず投資家は株式を購入する。投資家が株式を購入するインセンティブは(中略)「期待」である。そうした「期待」を裏切られれば、株主は失望や不満を株主総会等で表明し「ボイス(voice)」、あるいは資本市場で現金化「エグジット(exit)」する。つまり、企業は株主の「期待」と「失望」と背中合わせなのである。



¹ 創業以来48年連続増収増益を達成(2016年時点)

未来志向のKPIとは～The End of Accounting and The Path Forward for Investors and Managers(伊藤邦雄監訳: 会計の再生)より

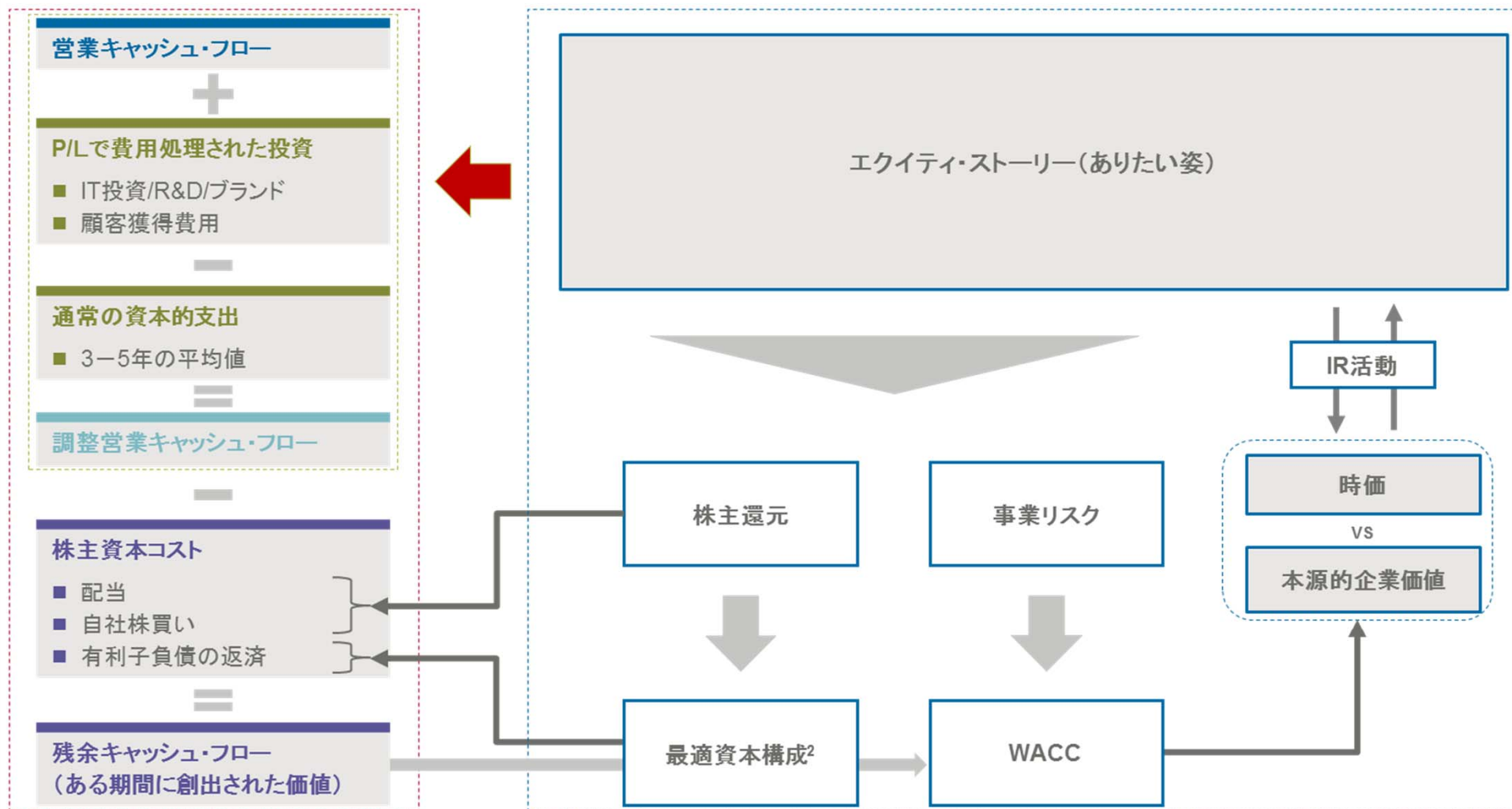
「戦略的資産」に焦点を当てた開示へ

	伝統的証券分析	既に起こりつつある未来
KPI	売上高、営業利益、ROS、ROE、ROIC、Debt/EBITDA	「戦略的資産」に焦点を当てた指標
特徴	■ 過去に投入された「戦略的資産」から得られた過去志向の「帰結」であり、将来に関しては「兆候」を示すに過ぎない ■ 「Profit is an Opinion」であり、意図的に加工される余地が大きい	■ 企業の競争優位を維持、向上する能力を決定づけるもの ■ 将来業績を決定づける経営資源であり、結果ではなく「原因となる要素」
	バランスシートにない「戦略的資産」の棚卸し	戦略的資産の創造と維持/拡大
顧客基盤	ネットワークサービス、メディア、保険、通信会社	顧客獲得費用
製品パイプライン	医薬品、バイオテック	IT投資
ブランド	家電/消費財メーカー、小売、ホテル、レジャー	ブランド投資
人材/特許	すべての業種	R&D投資
	総顧客数、新規顧客の成長率、解約率、顧客契約の価値(LTV)	
	(Phase3の臨床試験/FDA審査)製品/装置数、新薬の潜在市場規模、特許期間、月次処方率	
	金額シェア、価格プレミアム、再購入率	
	エンジニア評価のための論文数/引用数	

企業価値創造と財務戦略(将来のあるべき姿)

残余キャッシュ・フローが最も企業価値の変化を説明するとLev教授は実証

企業価値向上を目指す上での考え方の順序



¹ WACC (加重資本コスト) 以上のリターンが期待できる事業及びM&Aへの活用

² 目標とするクレジット・レーティングを維持することも肝要