

長期的な企業価値向上に向けて～ROIC経営、CCC経営、マルチプル経営のすすめ～

2017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のみ作成されたもので、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
はじめに	1
企業価値とCCC	3
企業価値とマルチプル(倍率)	17
企業価値とEVA(ROIC)	22
ワークショップ	30
最後に:企業価値拡大に向けて	32

「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、「●●」ではなく「●●●●」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きたとしても、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)

●●●第一、●●第二、●●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「●●●」

- 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
- 会社を強くするものは「社員のやる気」。やる気を引き出すには社員に「これは自分の会社だ」と思わせればよい



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「●●●●●」

- 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 非上場企業。2008年時点で、創業以来48年連続増収増益を達成

「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きたとしても、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
- 会社を強くするものは「社員のやる気」。やる気を引き出すには社員に「これは自分の会社だ」と思わせればよい



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。

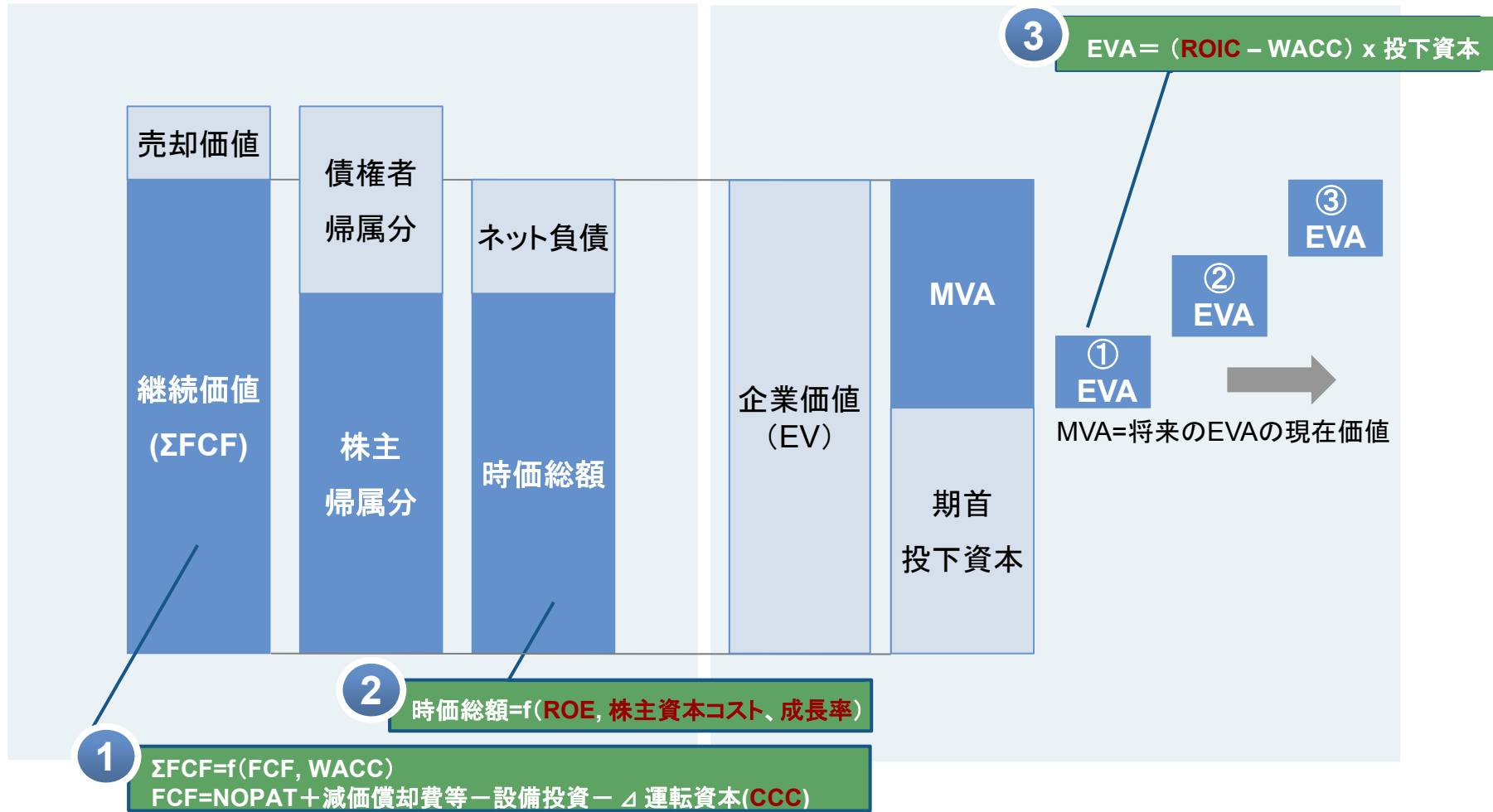


¹ 非上場企業。2008年時点で、創業以来48年連続増収増益を達成

企業価値を巡る議論の整理：企業価値と株主価値、ROE、ROIC、EVA、CCCの関係

企業価値と株主価値の関係、ROE、CCCの係わり

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

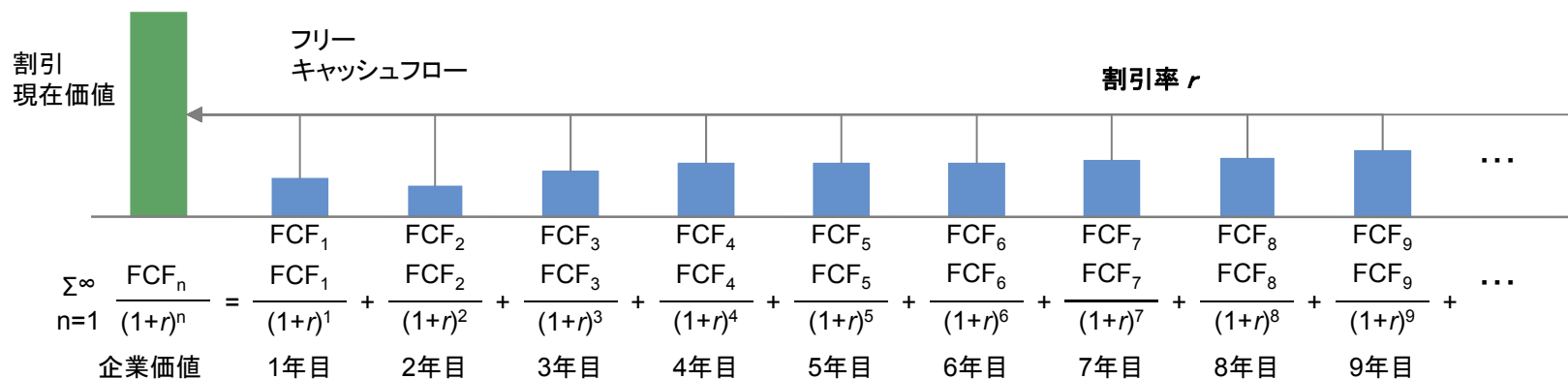
目次

	ページ
はじめに	1
企業価値とCCC	3
企業価値とマルチプル(倍率)	17
企業価値とEVA(ROIC)	22
ワークショップ	30
最後に:企業価値拡大に向けて	32

企業価値の算定方法:基本中の基本はDCF(割引キャッシュフロー)法

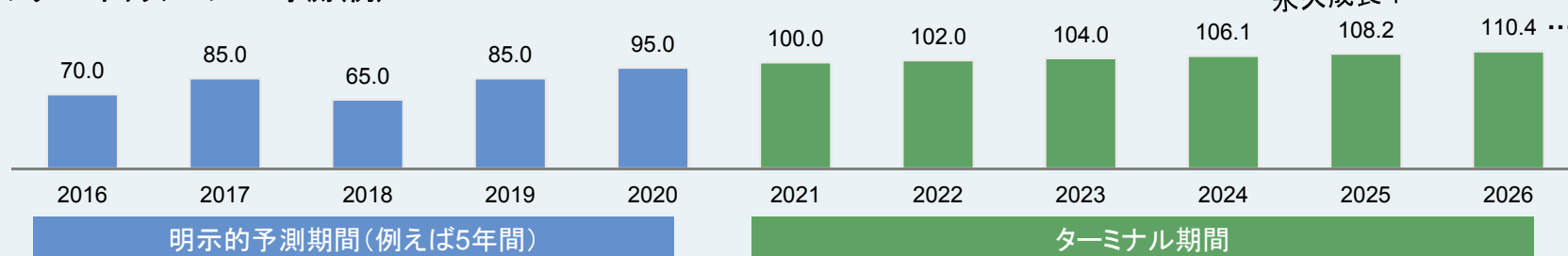
“割り引く”という作業が重要

フリー・キャッシュフロー(FCF)をWACCで割り引いて現在価値を算出



実務的な対応:明示的予測期間以降(ターミナル期間)を設定

フリー・キャッシュフロー予測(例)



- ターミナル期間においては、一定の成長率(永久成長率と呼ぶ)でフリー・キャッシュフローが成長すると仮定し、その永続的価値(ターミナル・バリュー)を計算
- 等比数列の公式よりこのターミナル・バリューは下記のように算定される(実務では、EV/EBITDAにより代替されることも多い)

$$TV = \frac{TFCF}{(r-g)}$$

TV: 永続的価値
 TFCF: ターミナル期(明示的予測期間の1年後)のフリー・キャッシュフロー
 g: 永久成長率
 r: WACC(加重平均資本コスト)

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

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

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

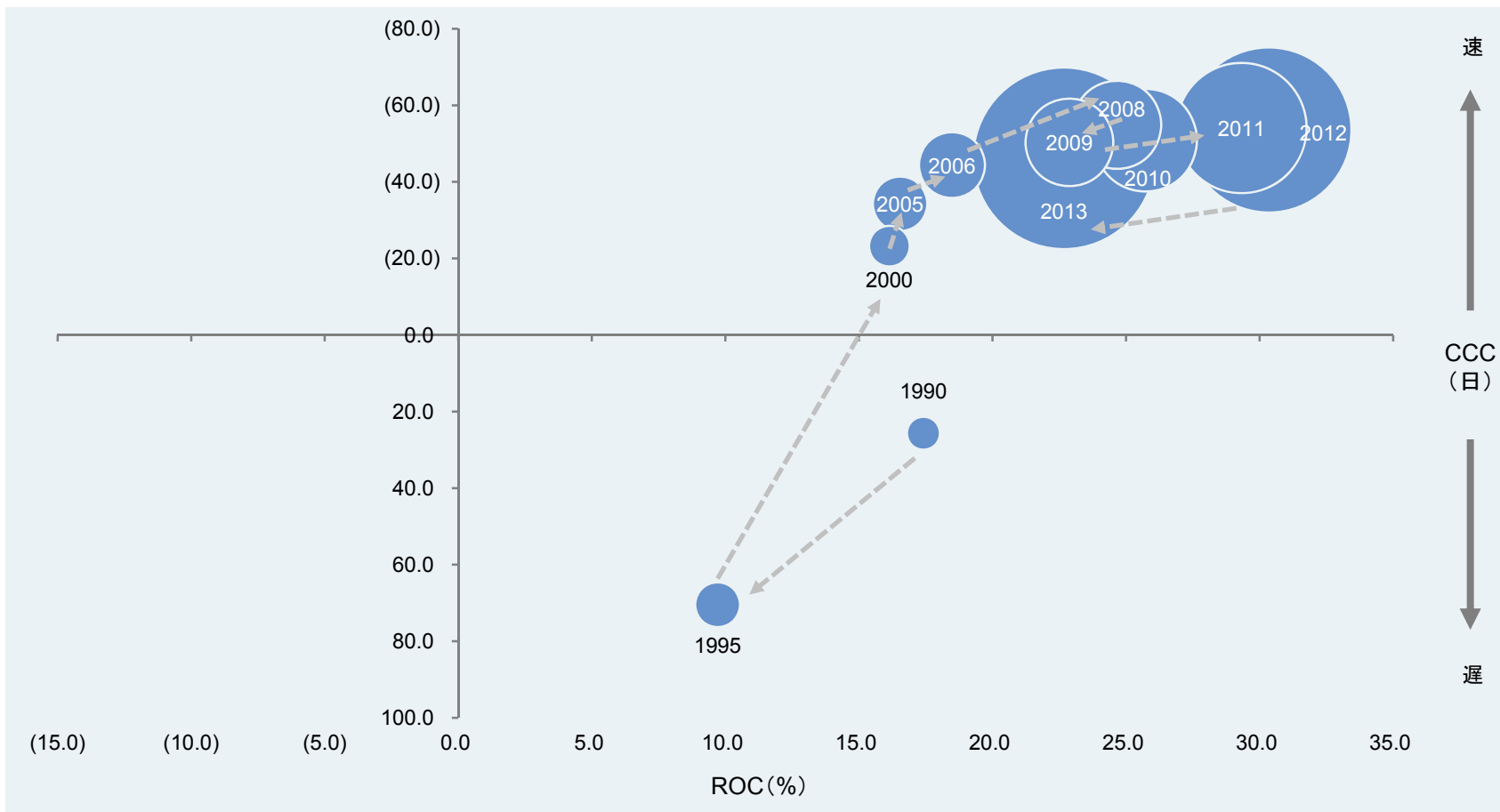


フリー・キャッシュフロー = 税引後利益 + 減価償却費等 - 設備投資 - Δ運転資本

∝ ROIC

∝ CCC

Velocity of Cash



出所: 社内資料
注: 円の大きさは売上高

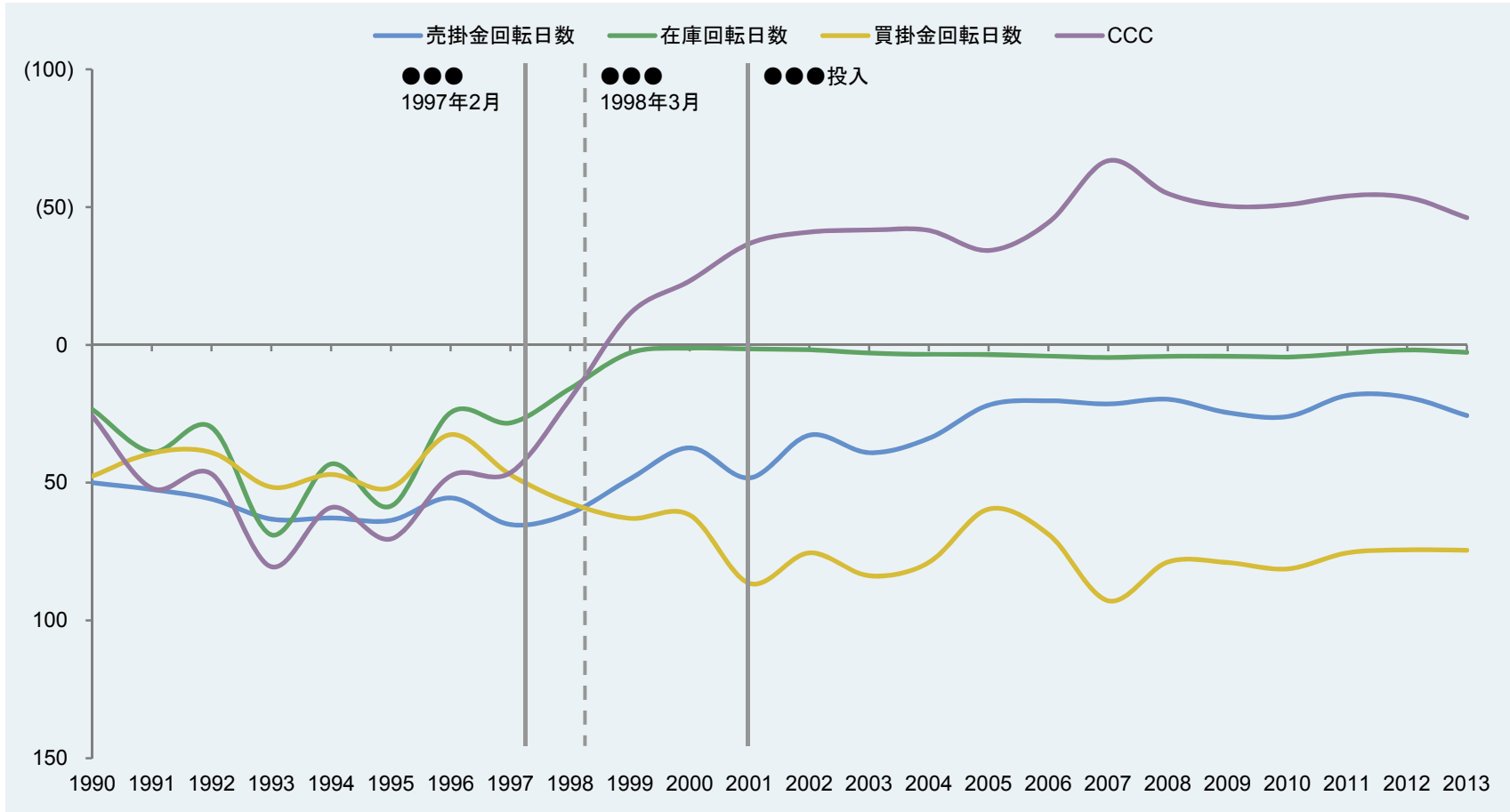
∝ ROIC

CCC

AppleのCCC(続き)



Inventory Cycle

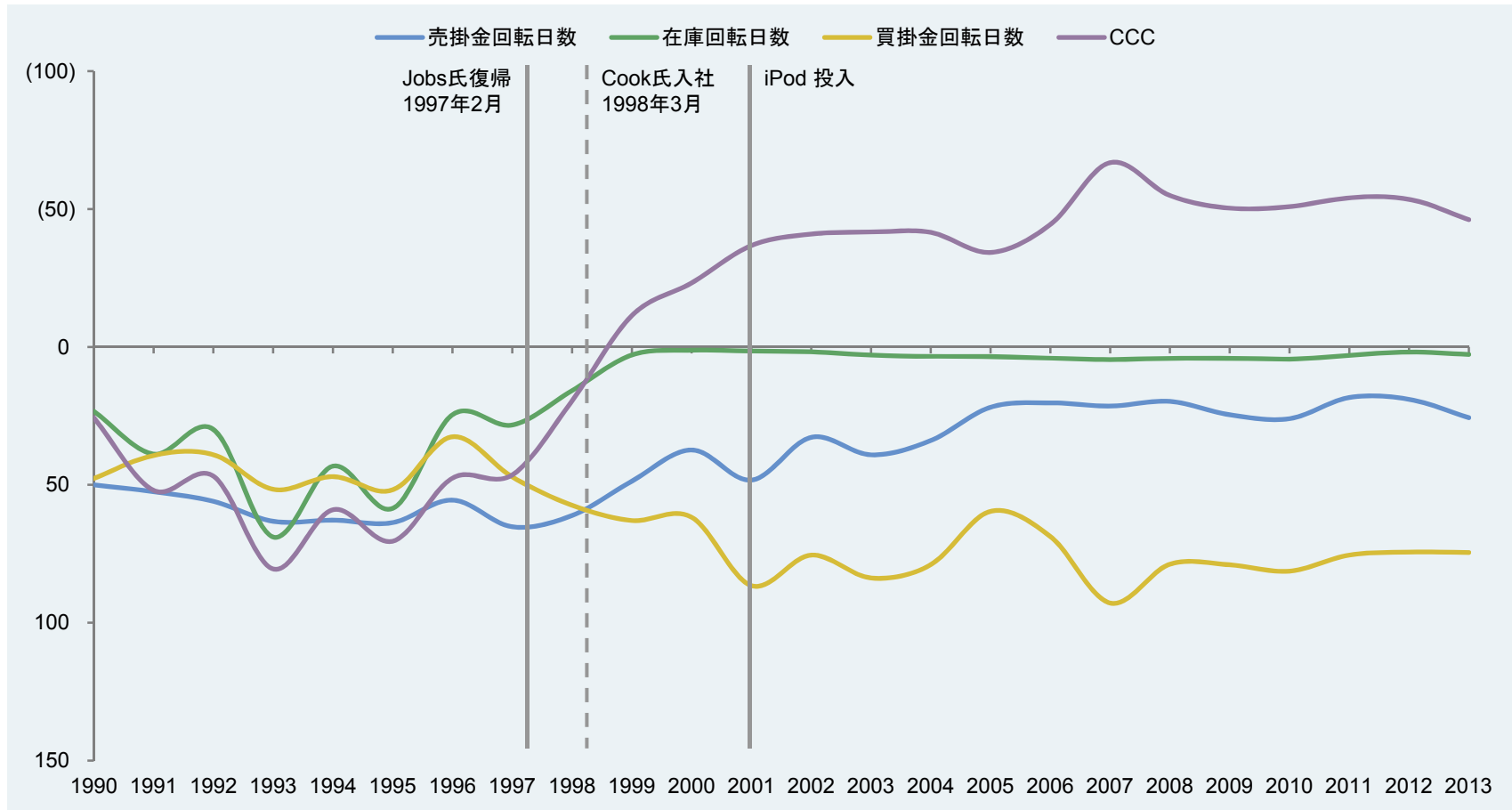


出所:社内資料

AppleのCCC(続き)



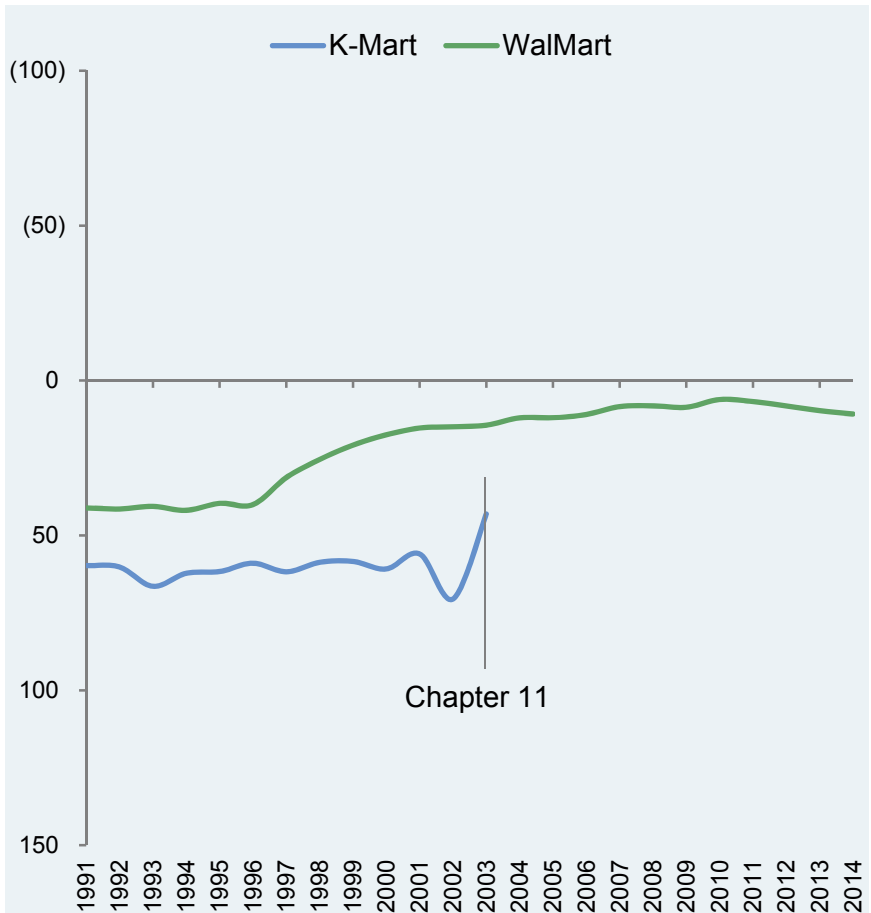
Inventory Cycle



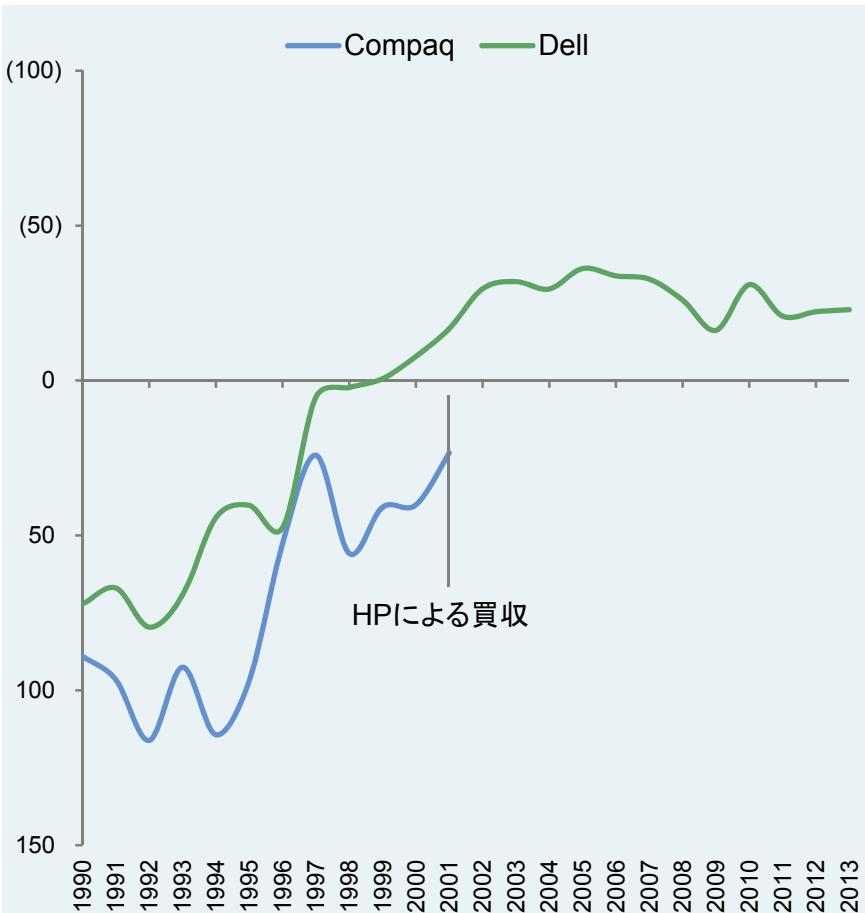
出所:社内資料

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



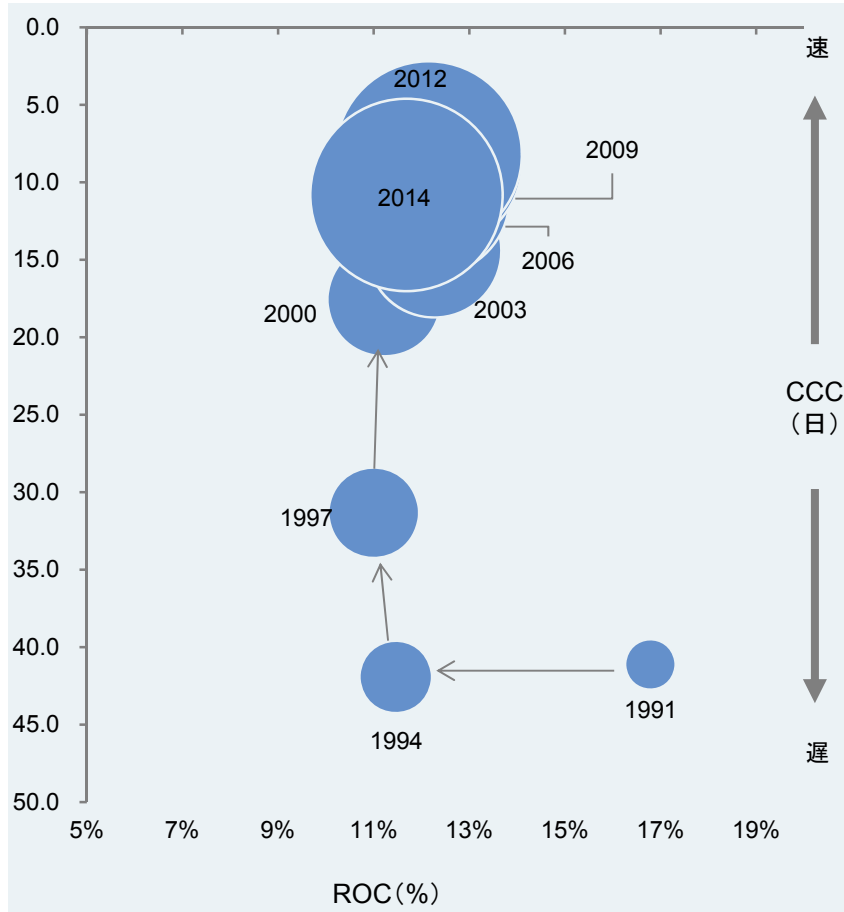
CCCの比較:PC



WalmartのCCC

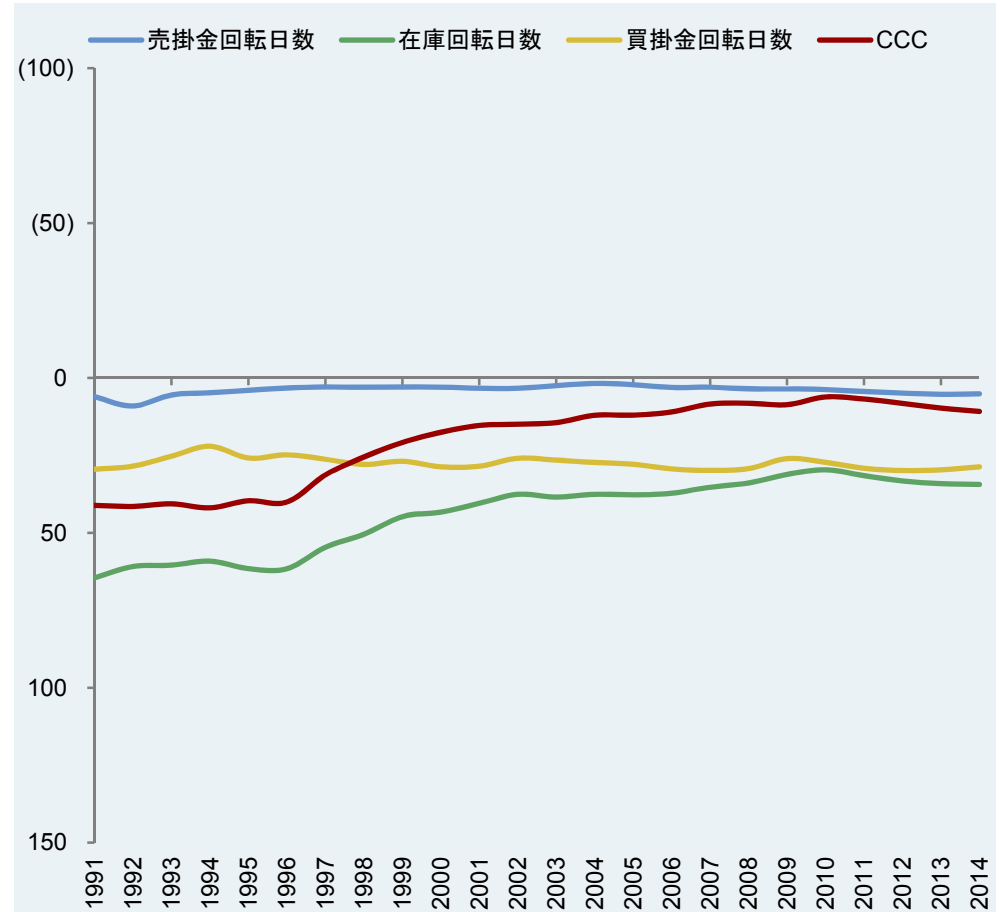


Velocity of Cash



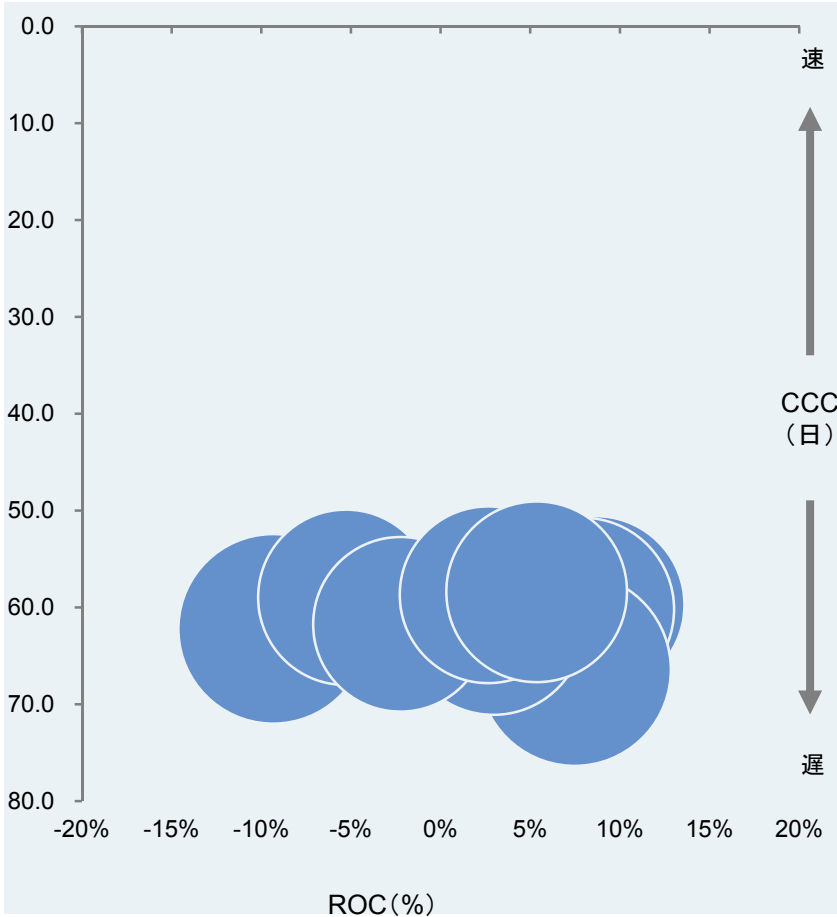
出所: 会社資料
注: 円の大きさは売上高

Inventory Cycle



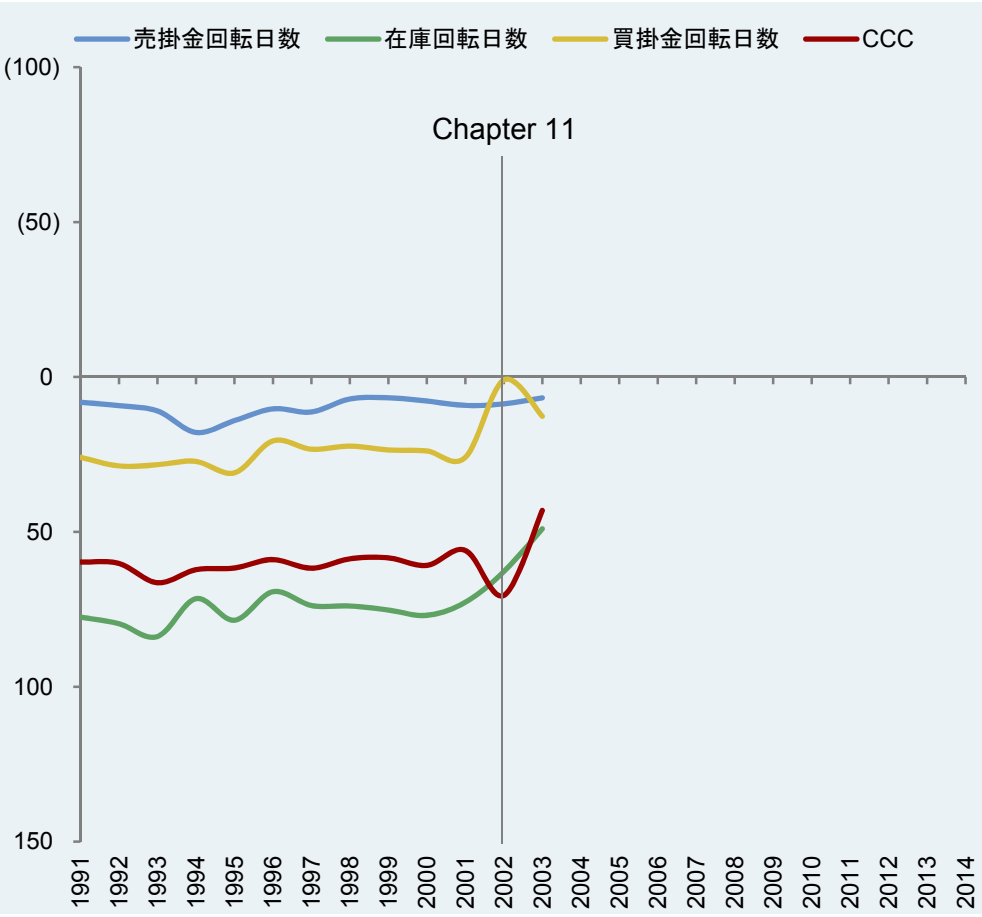
K-MartのCCC

Velocity of Cash



出所: 会社資料
注: 円の大きさは売上高

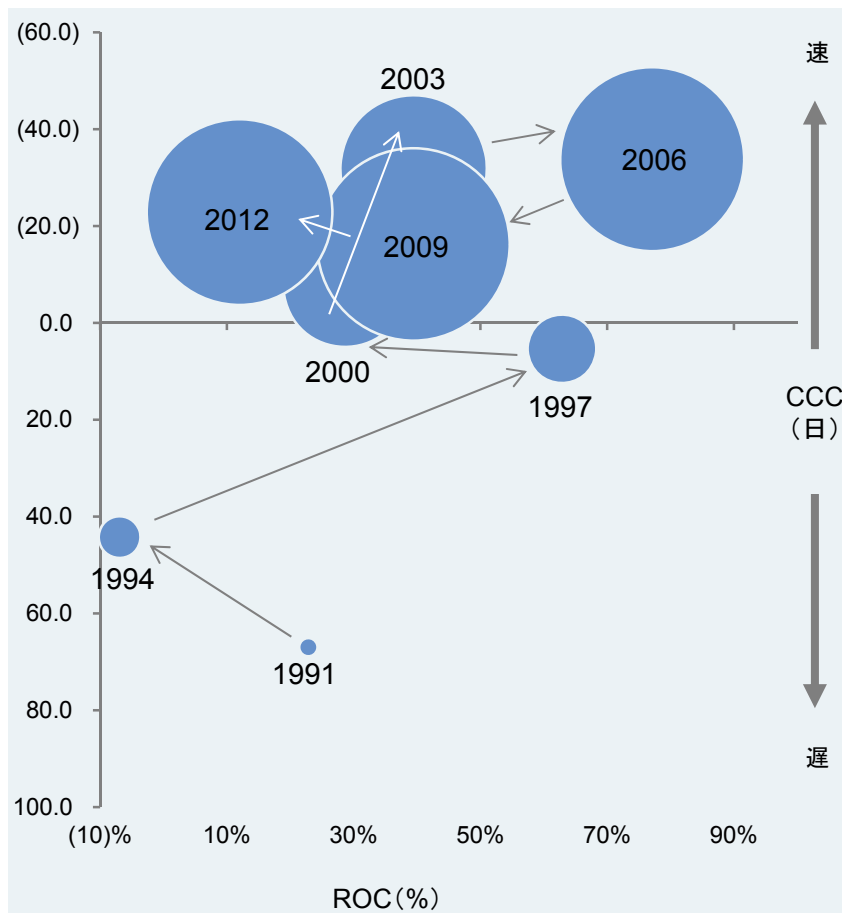
Inventory Cycle



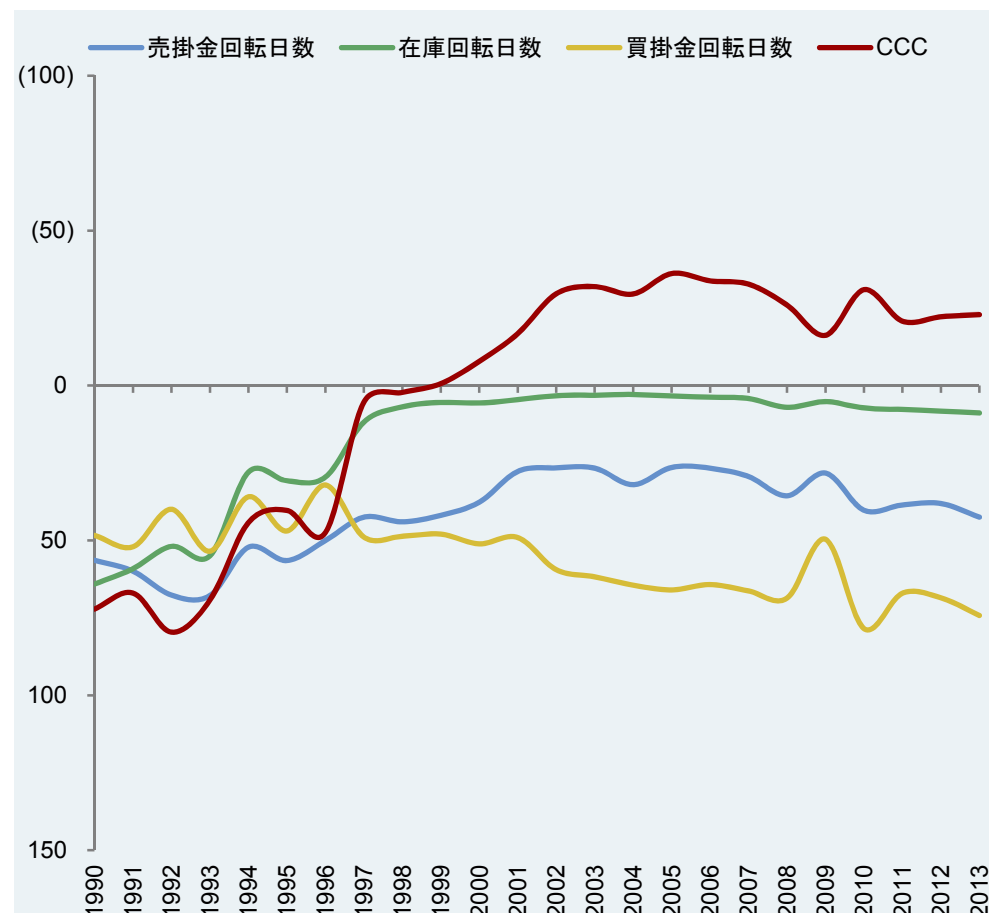


DellのCCC

Velocity of Cash



Inventory Cycle

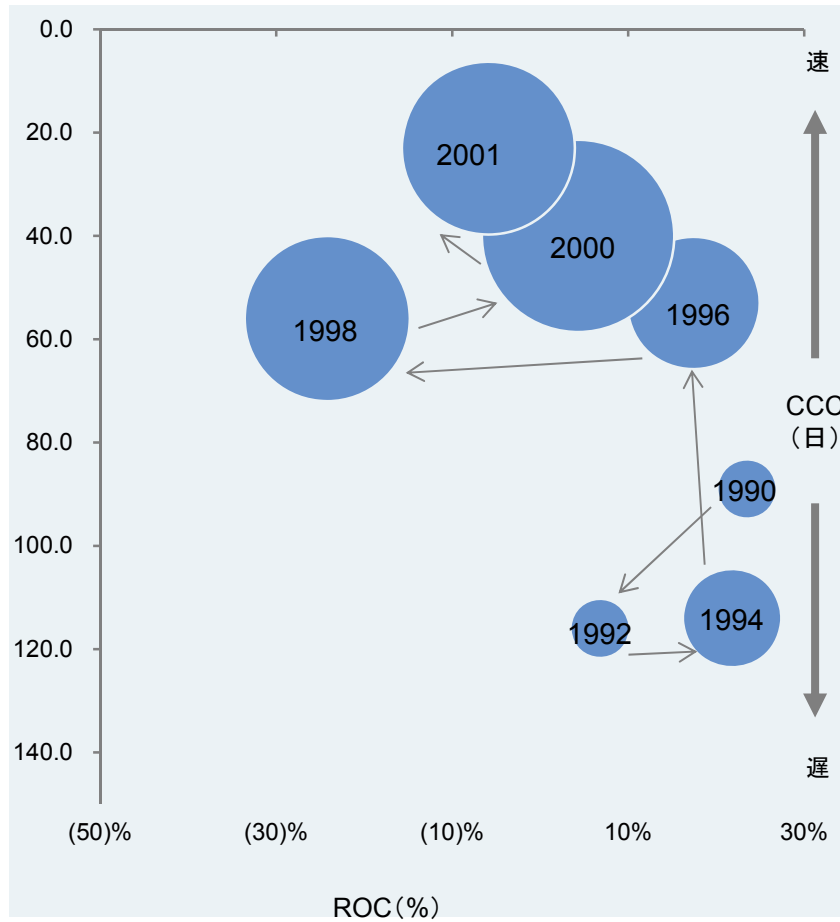


出所: 会社資料
注: 円の大きさは売上高

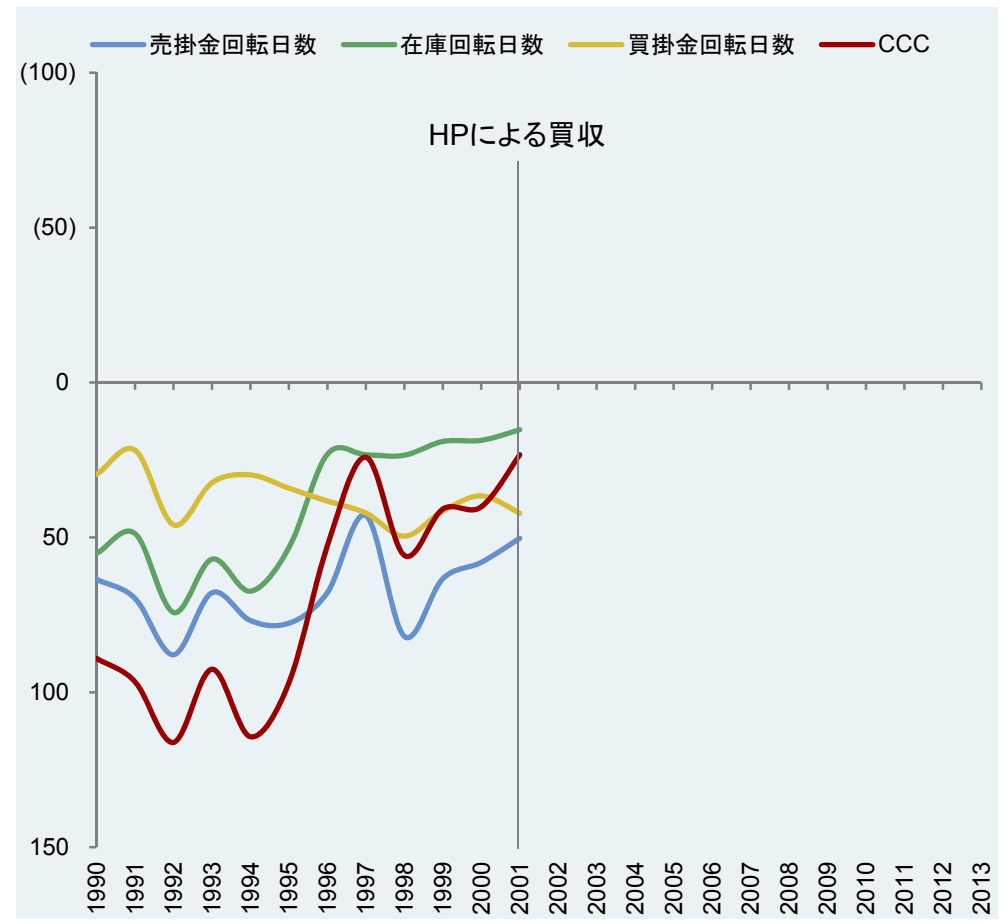
CompaqのCCC



Velocity of Cash



Inventory Cycle



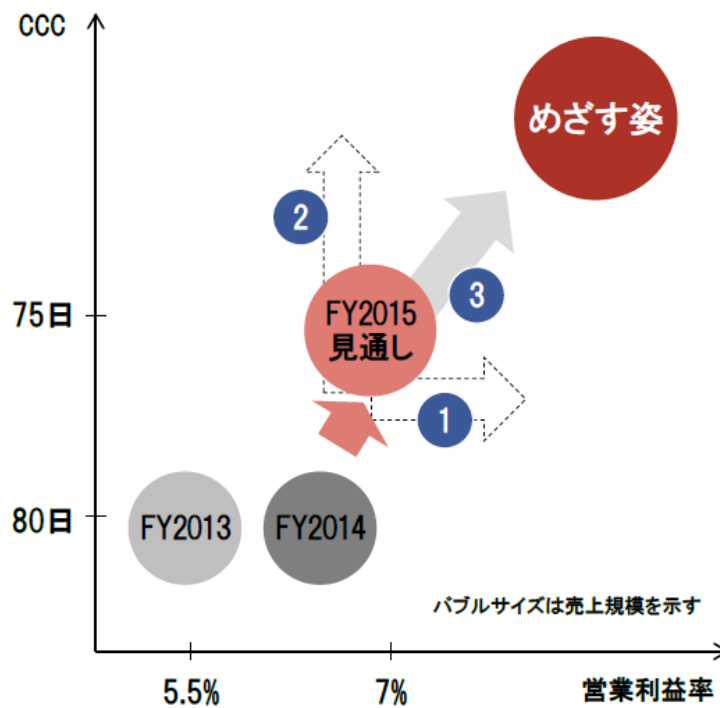
出所: 会社資料
注: 円の大きさは売上高

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

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)

個別施策の進捗状況② - 運転資金改善

19

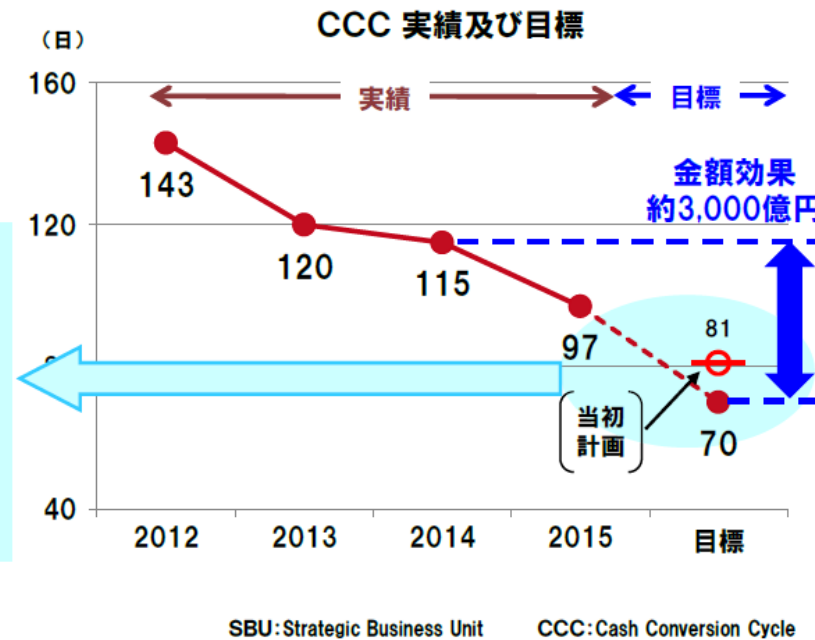
キャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)の改善

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

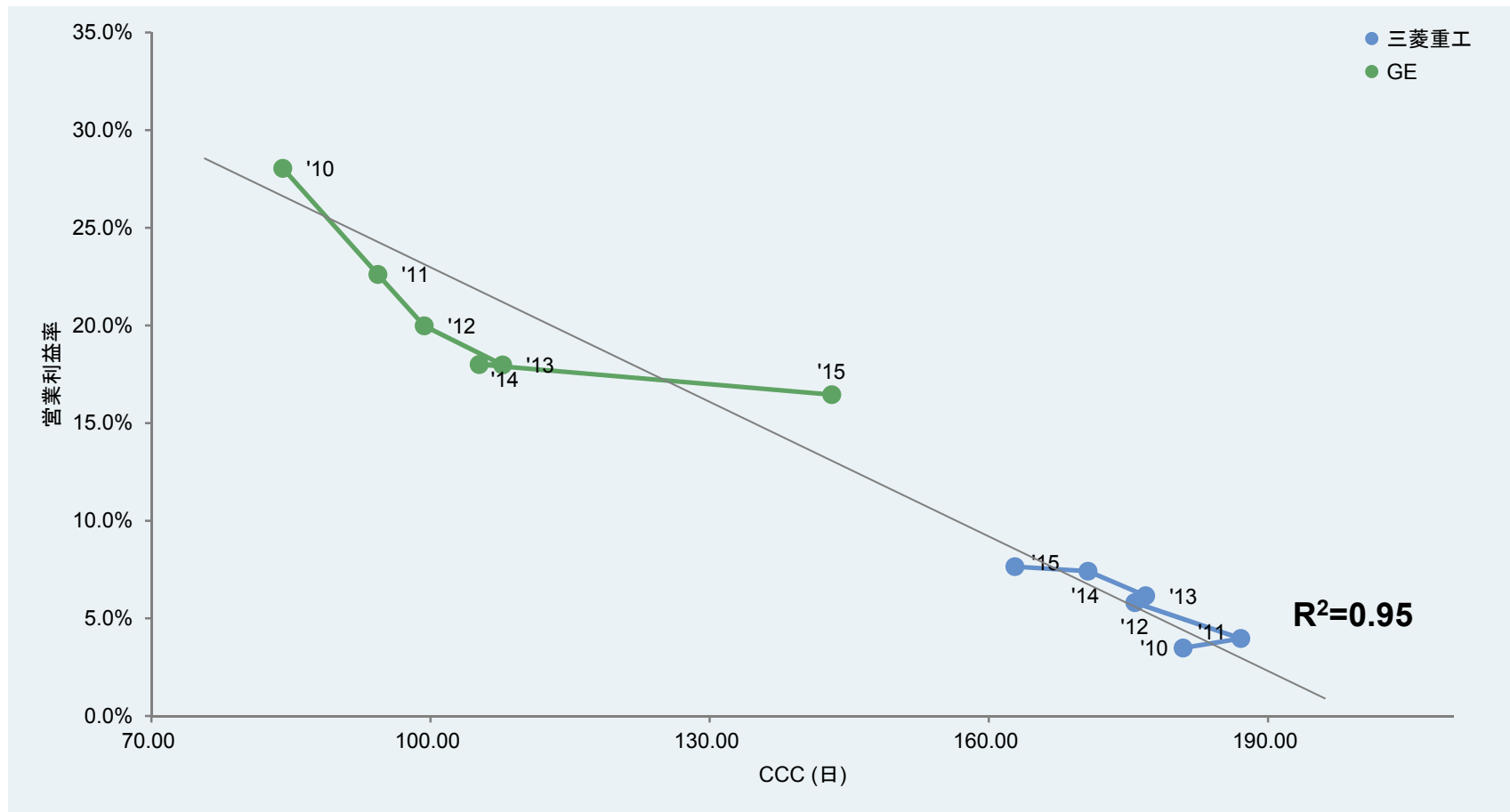
- SBU毎にCCC目標を設定
定期的にフォローを実施中

- 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



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

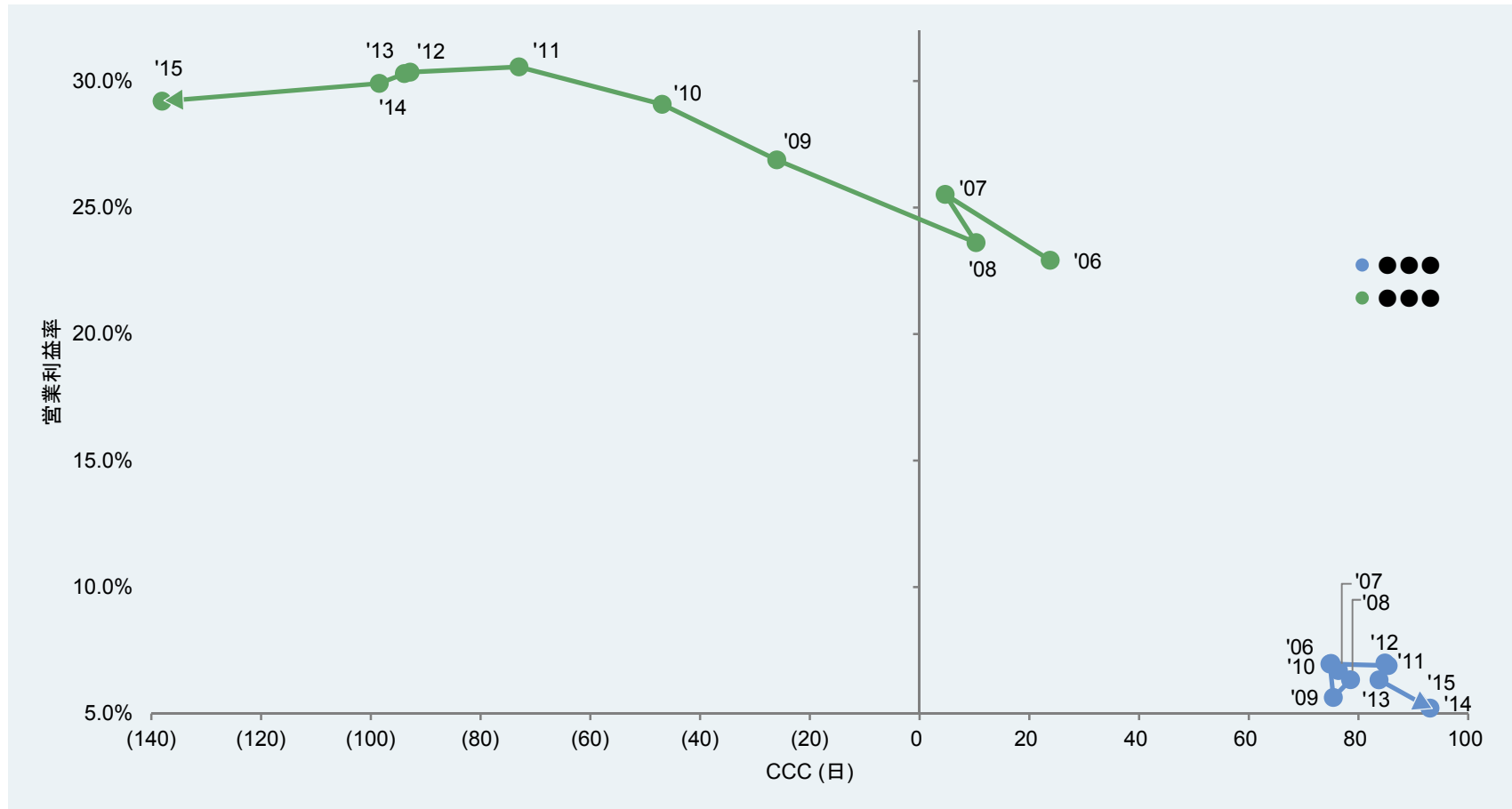


出所: FactSet、日経FQ、会社資料

CCCと営業利益率との相関: 食品セクター

(日)	●●●	●●●	●●●	●●●
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

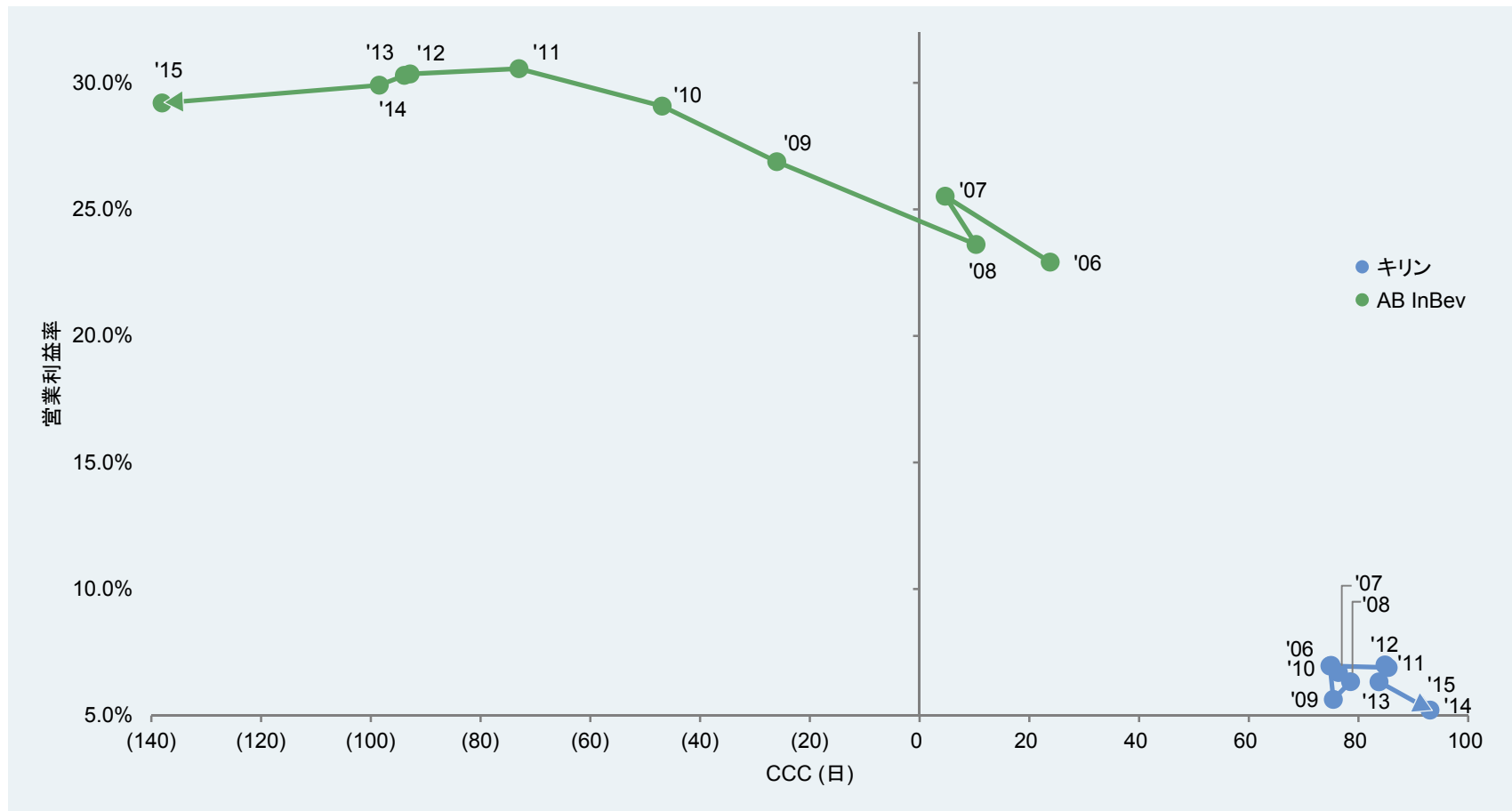


出所: FactSet、日経FQ、会社資料

CCCと営業利益率との相関: 食品セクター

(日)	キリン		AB InBev	
	'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

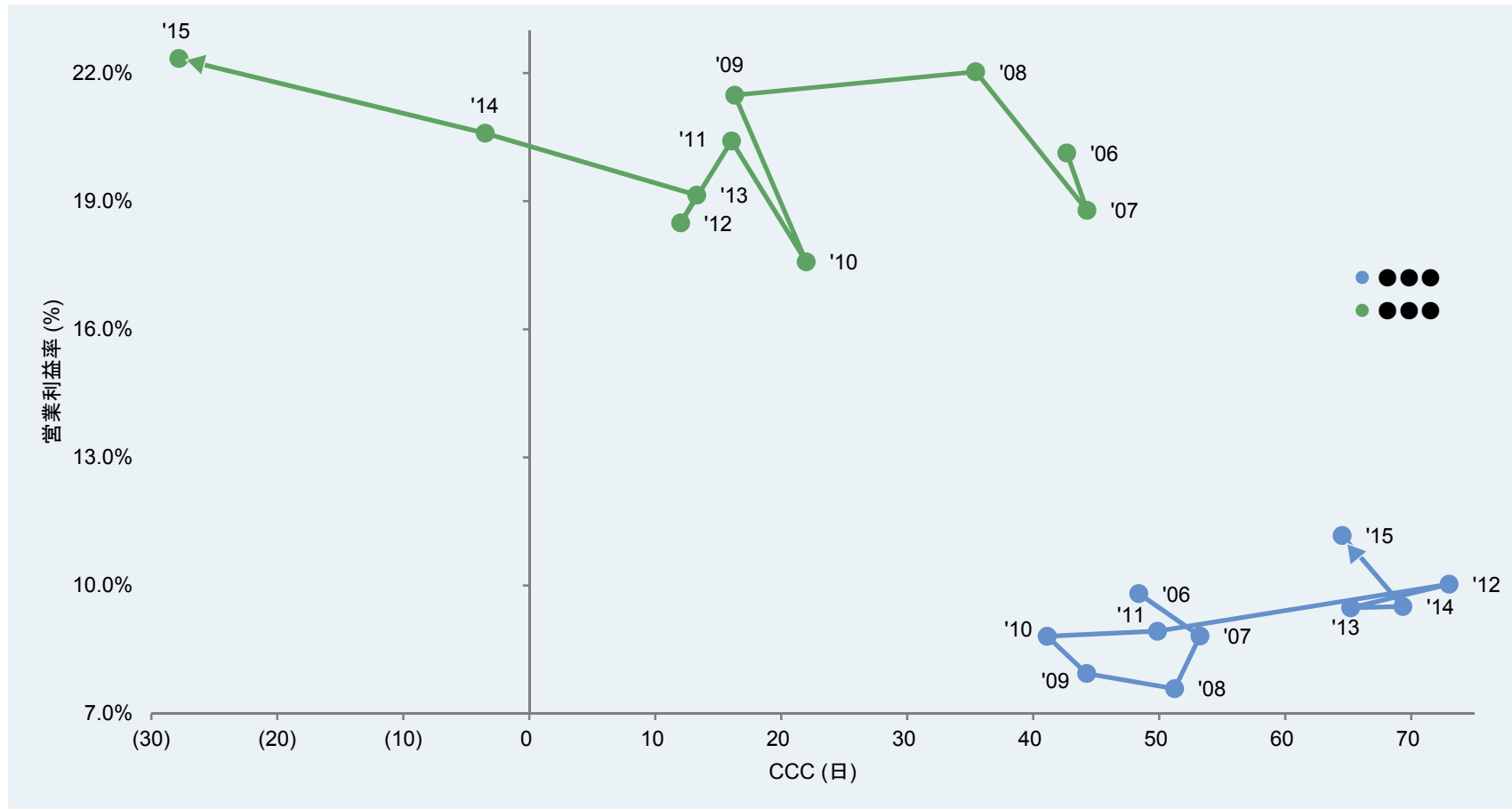


出所: FactSet、日経FQ、会社資料

CCCと営業利益率との相関: 消費財セクター

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

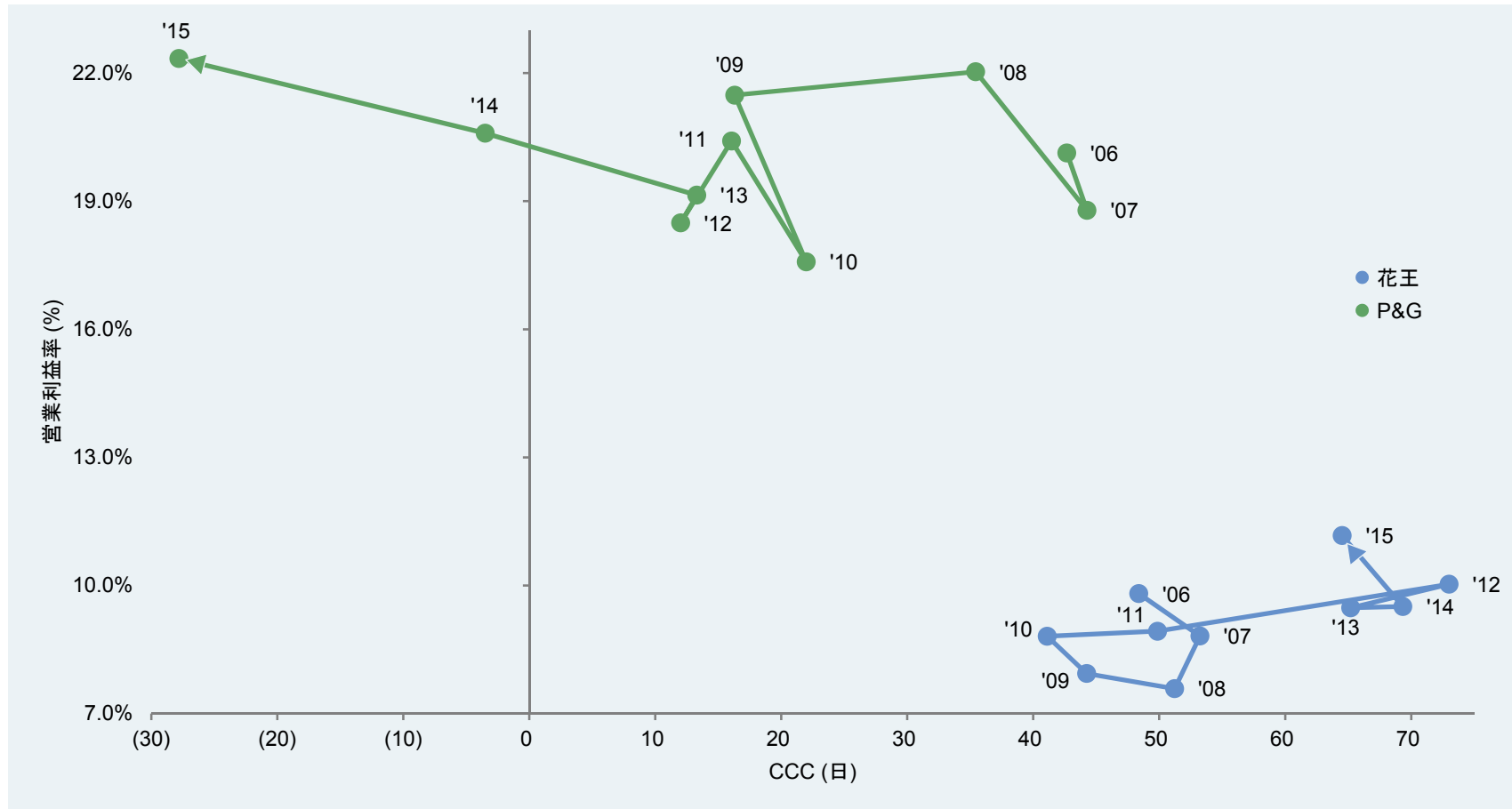


出所: FactSet、日経FQ、会社資料

CCCと営業利益率との相関: 消費財セクター

年度	花王		P&G	
	'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

目次

	ページ
はじめに	1
企業価値とCCC	3
企業価値とマルチプル(倍率)	17
企業価値とEVA(ROIC)	22
ワークショップ	30
最後に:企業価値拡大に向けて	32

バリュエーション・マルチプル(バリュエーション倍率)とは？

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

バリュエーション手法の整理		
	株式価値(時価総額)	企業価値(EV)
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株主に帰属する価値のみを対象 ■ 計算が容易(調整が少ない) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業価値を対象 ■ ●●●●の影響を受けない ■ 会計方針の影響を受け難い ■ (国際比較可)
比較計数	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当期利益(PER) ■ 株主資本(PBR) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 売上高(EV/Sales) ■ EBITDA(EV/EBITDA)
主な手法	<ul style="list-style-type: none"> ■ PER = 株価 ÷ EPS (一株当り利益) ■ PBR = 株価 ÷ BPS (1株当り純資産) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ EV/Sales = (時価総額 + 純有利子負債) ÷ 売上高 ■ EV/EBITDA = (時価総額 + 純有利子負債) ÷ EBITDA

EV(エンタープライズバリュー)

バリュエーション・マルチプル(バリュエーション倍率)とは？

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

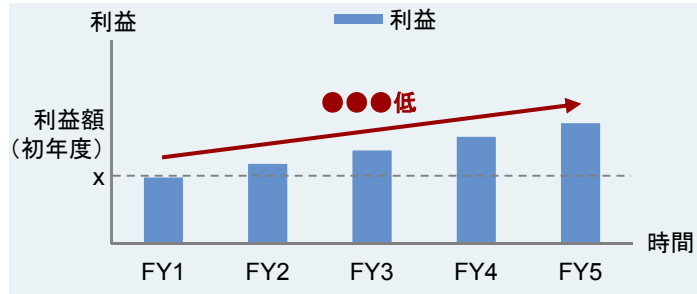
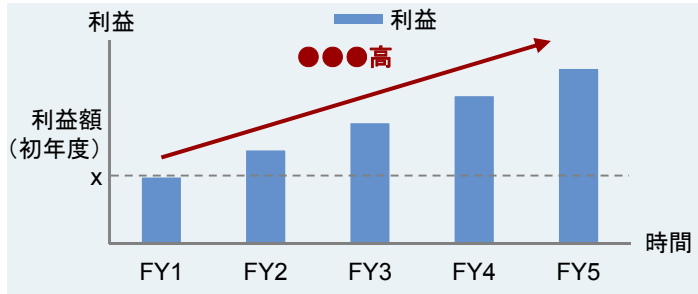
バリュエーション手法の整理		
	株式価値(時価総額)	企業価値(EV)
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株主に帰属する価値のみを対象 ■ 計算が容易(調整が少ない) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業価値を対象 ■ 資本構成の影響を受けない ■ 会計方針の影響を受け難い ■ (国際比較可)
比較計数	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当期利益 (PER) ■ 株主資本 (PBR) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 売上高 (EV/Sales) ■ EBITDA (EV/EBITDA)
主な手法	<ul style="list-style-type: none"> ■ PER = 株価 ÷ EPS (一株当り利益) ■ PBR = 株価 ÷ BPS (1株当り純資産) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ EV/Sales = (時価総額 + 純有利子負債) ÷ 売上高 ■ EV/EBITDA = (時価総額 + 純有利子負債) ÷ EBITDA

EV(エンタープライズバリュー)

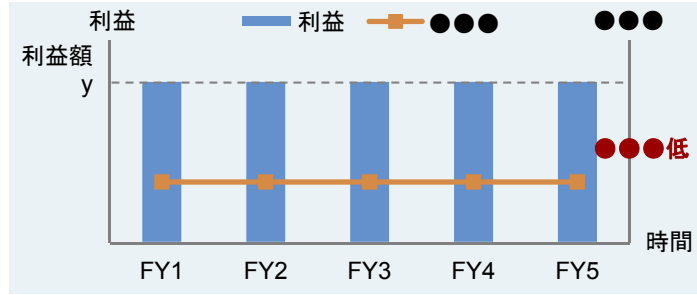
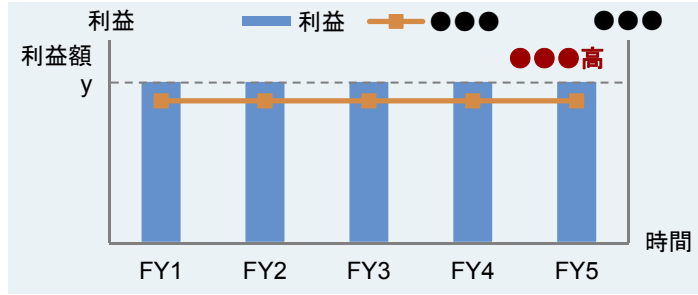
バリュエーション・マルチプルの決定要因: 直感的な理解



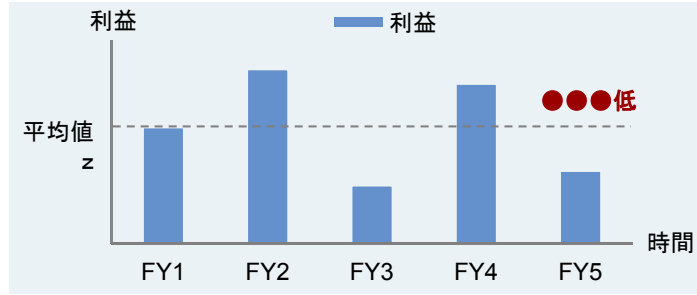
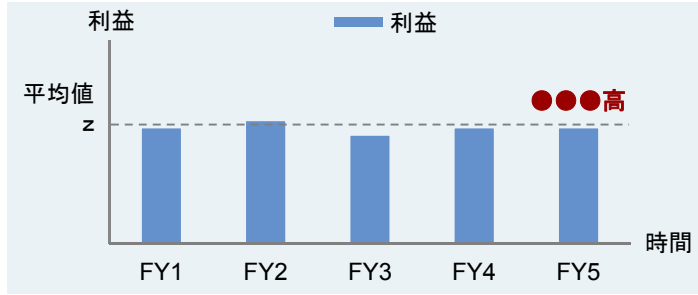
1
利益の●●●●



2
●●効率性



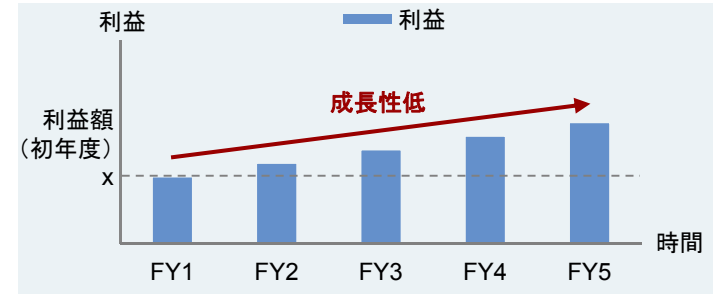
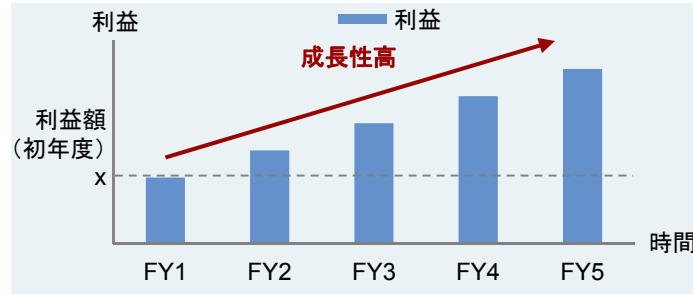
3
●●コスト (利益の●●●●)



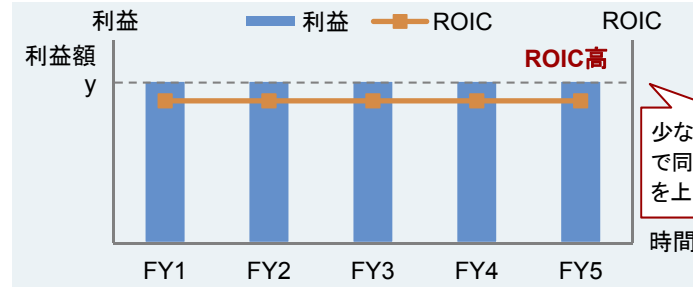
バリュエーション・マルチプルの決定要因: 直感的な理解



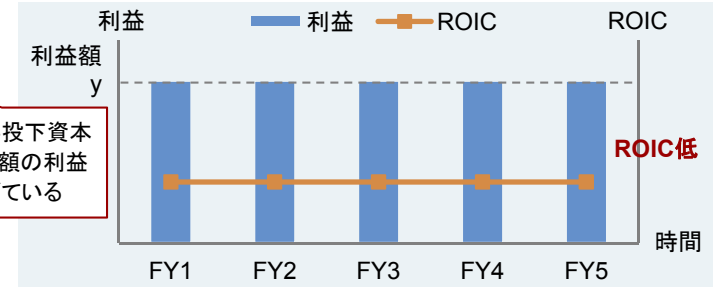
1 利益の成長性



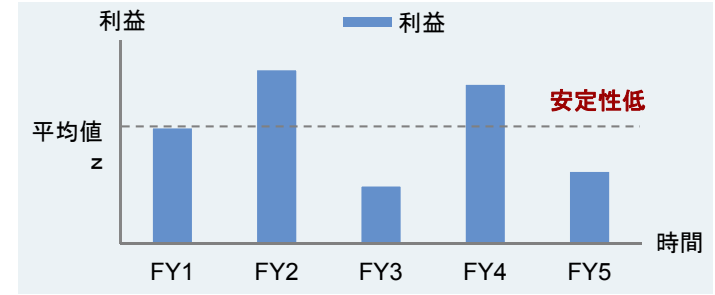
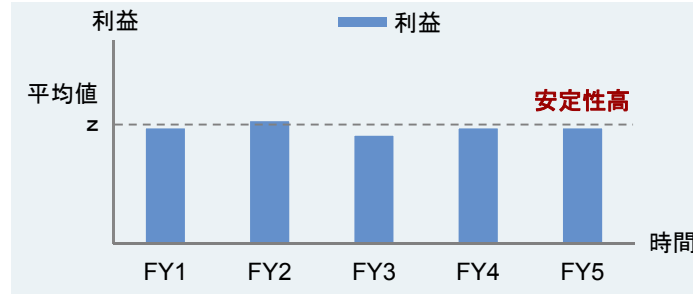
2 資本効率性



少ない投下資本で同じ額の利益を上げている



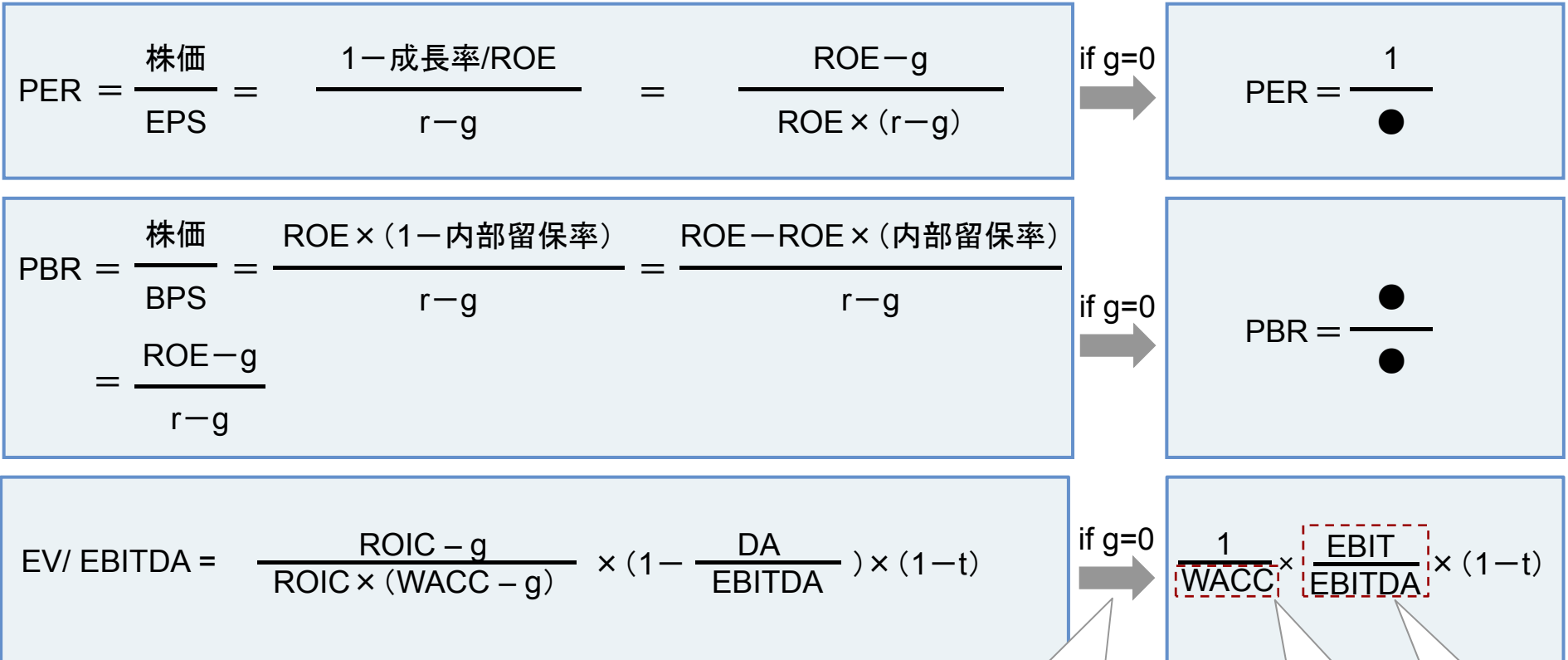
3 資本コスト (利益の安定性)



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EV/EBITDA

これらの倍数は株価がなくても算出可能: 成長性、収益性、資本コスト(割引率)の関数

PER及びPBRの分解式



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 × 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)

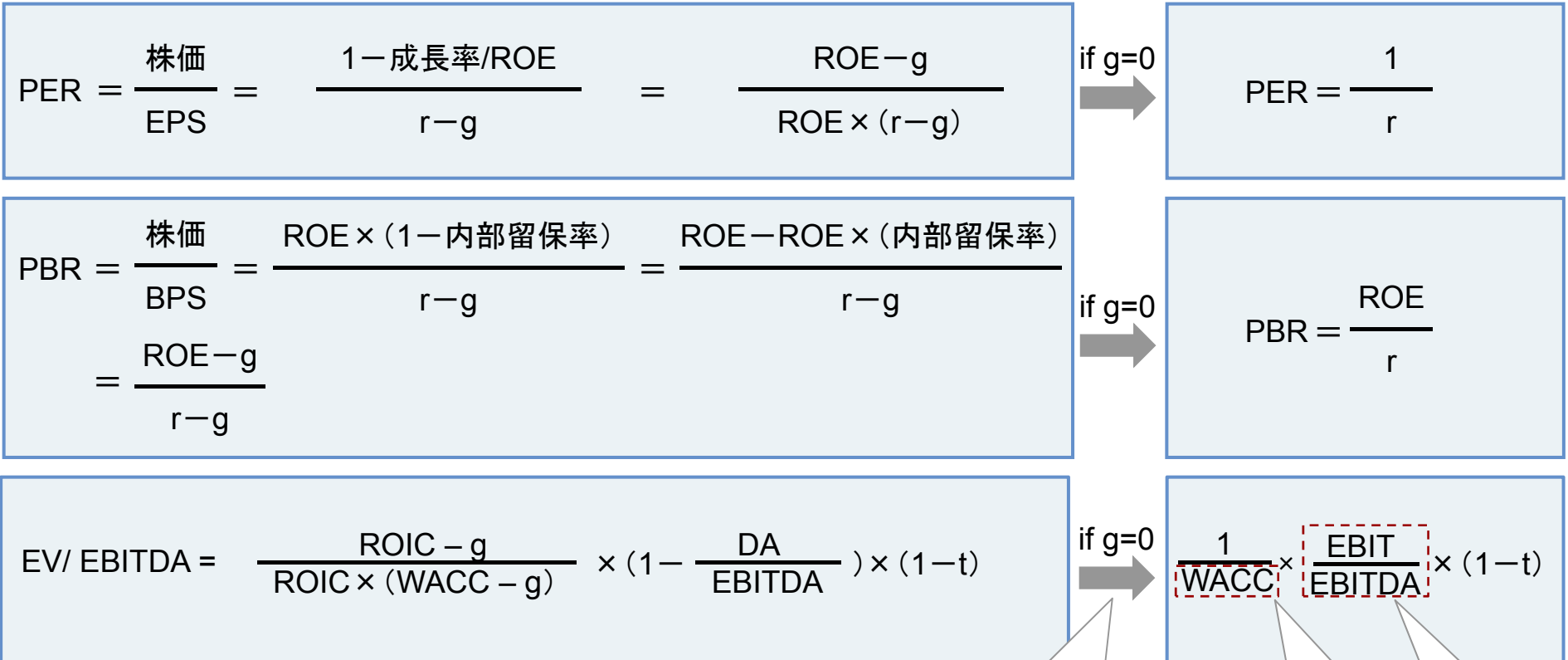
■ 利益の安定性

■ 資本効率性

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EV/EBITDA

これらの倍数は株価がなくても算出可能: 成長性、収益性、資本コスト(割引率)の関数

PER及びPBRの分解式



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 × 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

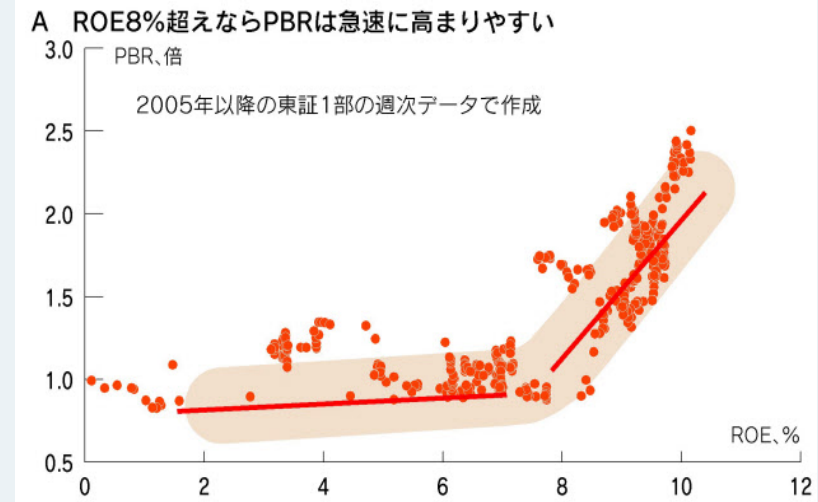
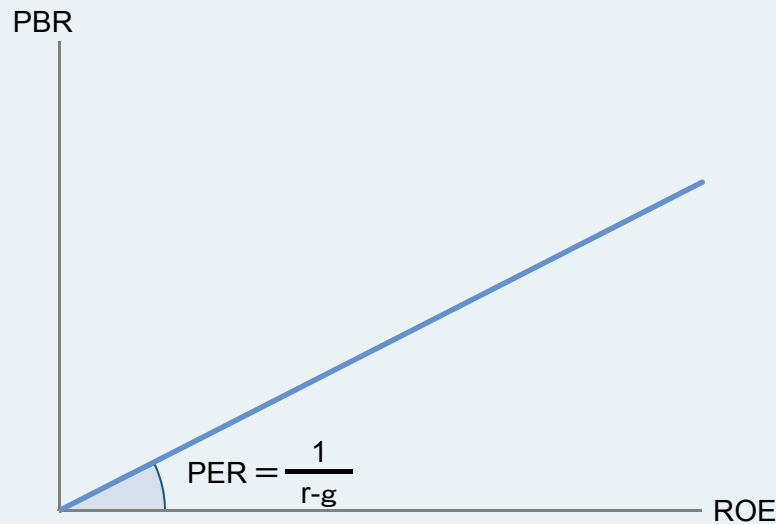
■ 資本効率性

ファンダメンタルPER、ファンダメンタルPBR（続き）

PBRはPER及びROEの関数に分解できる

PBRとROEの関係

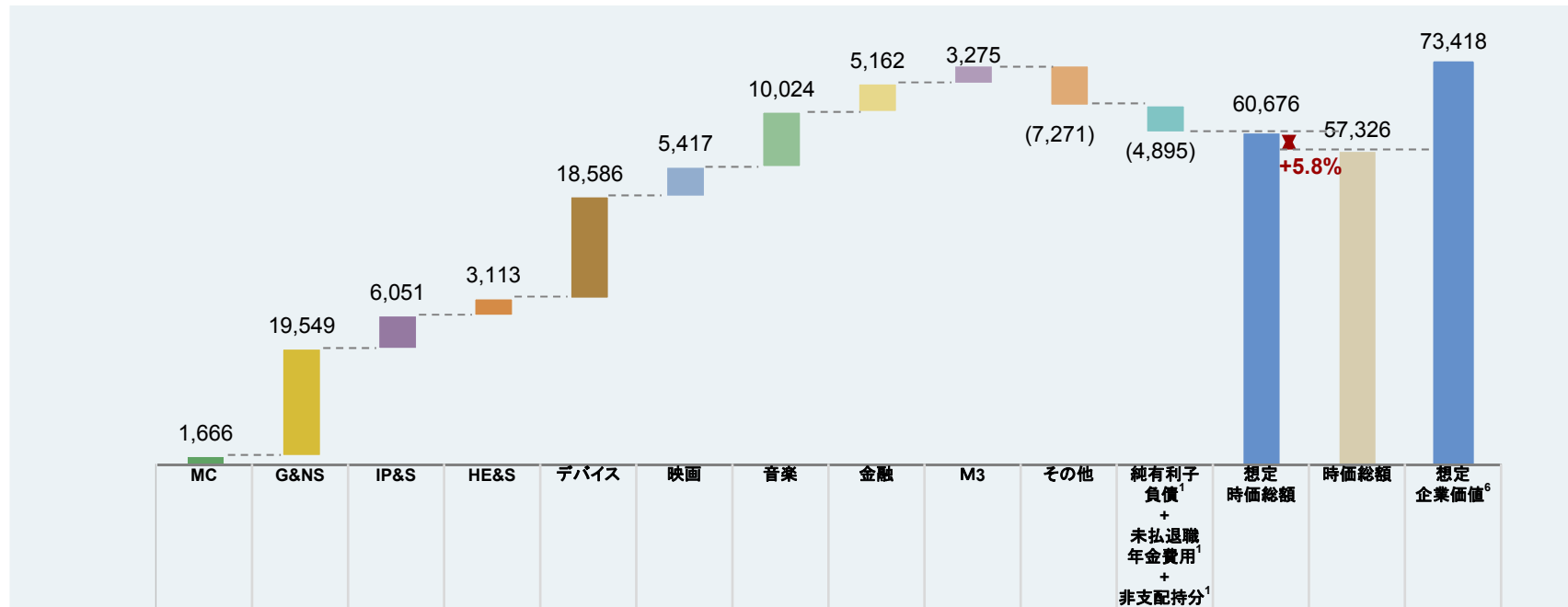
$$PBR = \frac{ROE - g}{r - g} = \frac{ROE - g}{(r - g) \times ROE} \times ROE = PER \times ROE$$



Sum of the parts (SoTP) 分析への活用

18/3期アナリストコンセンサスに基づくSONYのSoTP分析

想定株式価値(億円)



(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 (FY17E)	40	1,700	610	580	1,300	397	750	1,700	-	(1,400)	5,677
DA (FY16A) ²	198	255	254	198	1,023	205	161	471	-	485	3,251
EBITDA (FY17E)	238	1,955	864	778	2,323	602	911	2,171	-	(915)	8,928
FV/EBITDA (FY17E) 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	-	-	8.0x ⁷	
想定事業価値	1,666	19,549	6,051	3,113	18,586	5,417	10,024	5,162 ⁴	3,275 ⁵	(7,271)	

出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート

注: 2017年7月31日時点: 営業利益は直近の決算発表以降の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2016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62.1%(貴社持分)を適用; ⁵ エムスリーの時価総額の34.0%(貴社持分)を適用; ⁶ 想定時価総額に全社の純有利子負債(244億円、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(3,654億円)、非支配持分(997億円)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)

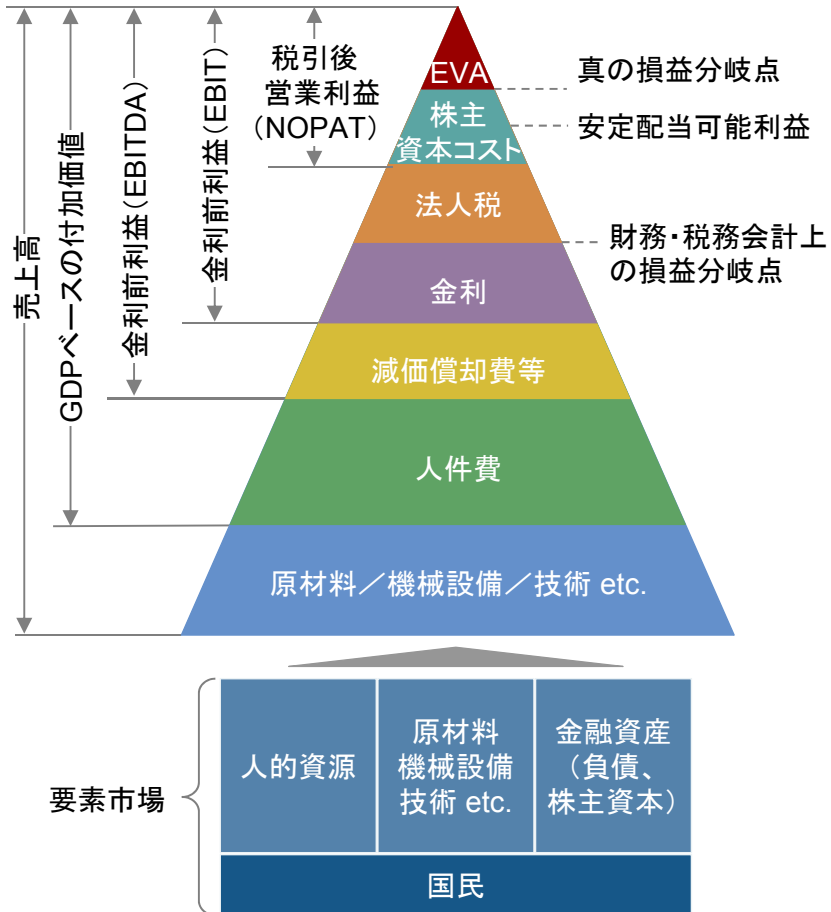
目次

	ページ
はじめに	1
企業価値とCCC	3
企業価値とマルチプル(倍率)	17
企業価値とEVA(ROIC)	22
ワークショップ	30
最後に:企業価値拡大に向けて	32

EVA®とは？

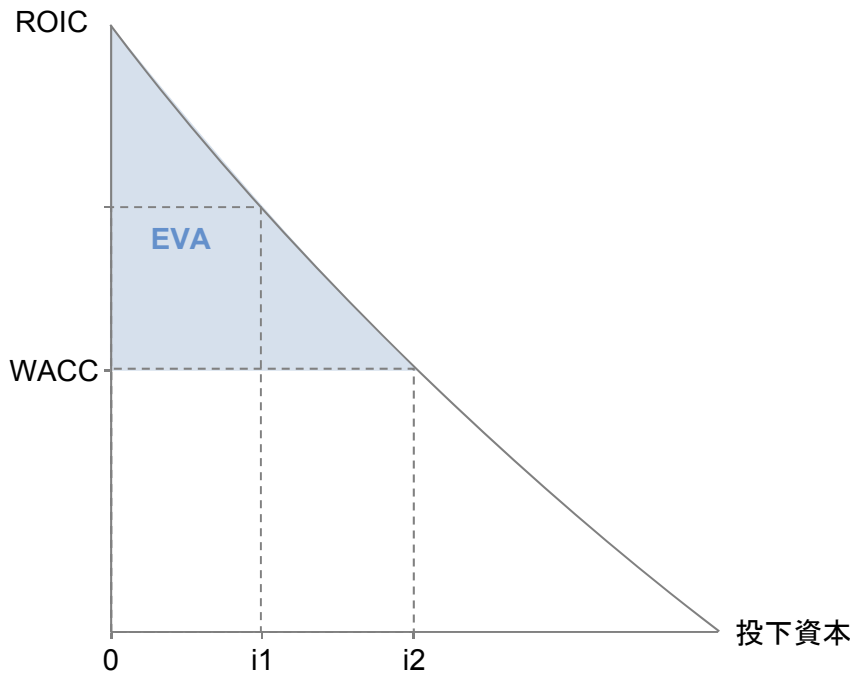
～原点は、株主モデルはなくステークホルダーモデルであり、成長のための指標～

企業の価値創造の階段
～啓発された自己利益(enlightened self interest)～



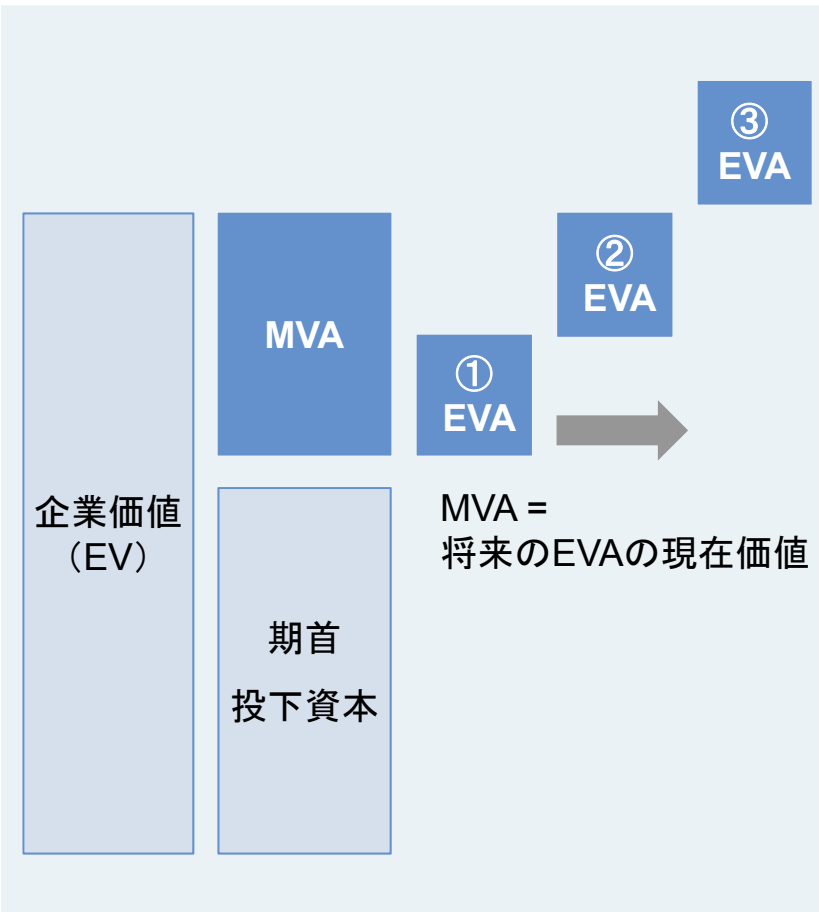
EVAとは本来は成長のための指標
～資本コストを上回る投資案件は実行すべき～

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



企業価値とEVAとの関係、DCF法との関係

MVAとEVAの関係



注: MVA = Market Value Added

FCFとEVAの関係

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

$$\begin{aligned}
 \text{EV} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}}{(1+C)^t} \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{NOPAT}_t - I_t}{(1+C)^t} \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Cap}_t \times (r-g)}{(1+C)^t} \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \left\{ \frac{\text{Cap}_t \times (c-g)}{(1+C)^t} + \frac{\text{Cap}_t \times (r-c)}{(1+C)^t} \right\} \\
 &= \text{Cap}_1 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_t}{(1+C)^t}
 \end{aligned}$$

注: NOPAT_t = t期のNOPAT(税引後営業利益)、Cap_t = t期首の投下資本、
 r = 投下資本利益率、c = 資本コスト、I_t = t期の純投資額 (Cap_t - Cap_{t-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 - I_t)、
 EVA_t = t期のEVA®

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
期間(年)	NOPAT	ネット投資	FCF	割引率	FCF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
期間(年)	投下資本利益率	WACC	スプレッド	期首資本	EVA®	割引率	EVA®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

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

EVAを上げるには

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

EVA®を拡大する方法

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

EVAを上げるには

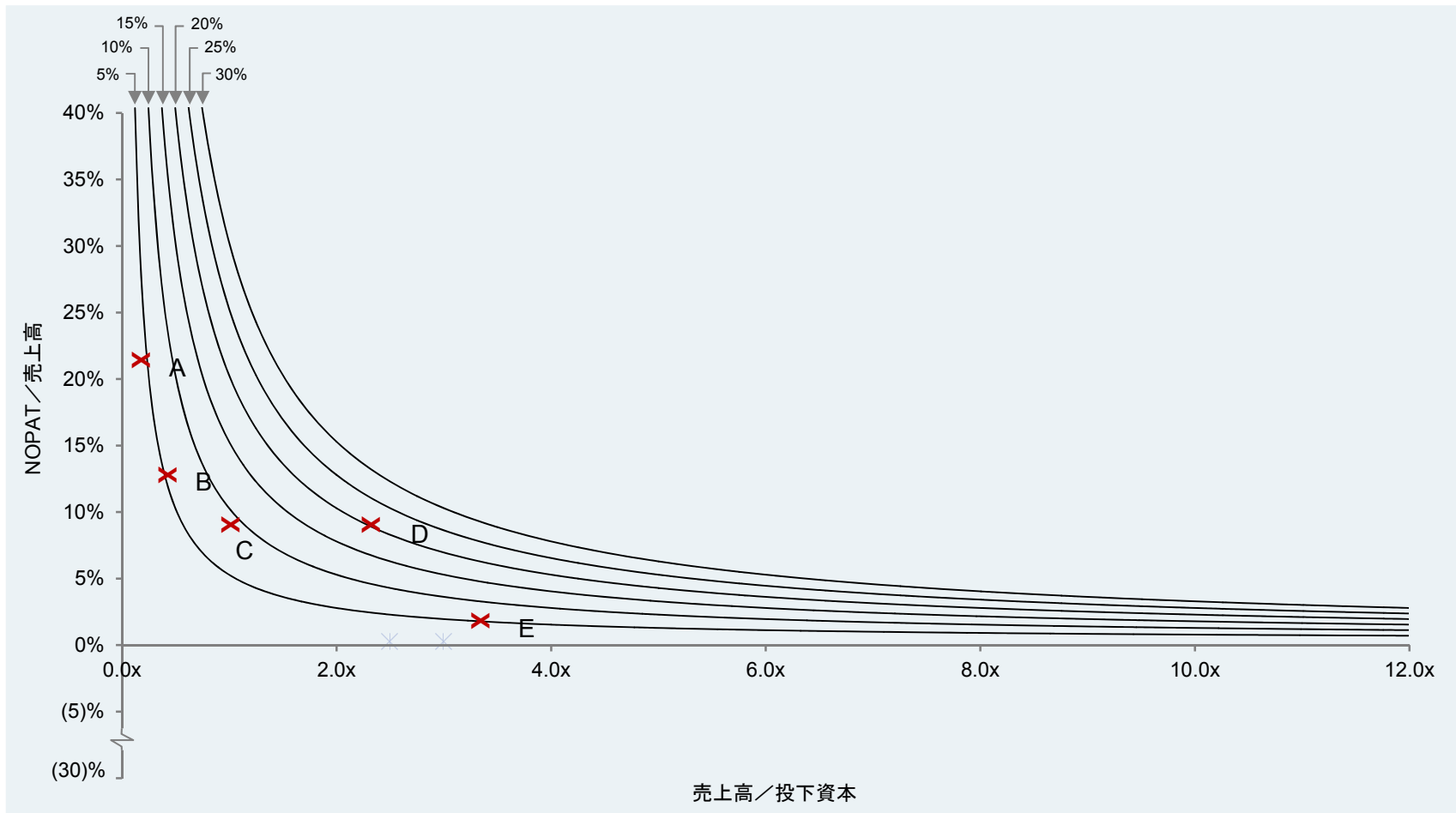
- | | | | |
|---|------------------------------------|---|-----------|
| 1 | もし $\text{ROIC} - \text{WACC} > 0$ | ▶ | 投下資本を増やす |
| 2 | もし $\text{ROIC} - \text{WACC} < 0$ | ▶ | 投下資本を減らす |
| 3 | もし投下資本一定 | ▶ | ROICを改善する |
| 4 | もし投下資本一定 | ▶ | WACCを下げる |

なぜROIC経営なのか？

異なる事業間の経営パフォーマンスをより正しく評価することが可能

	収益性	資産効率性
ROIC =	$\frac{\text{NOPAT}}{\text{売上高}}$	$\times \frac{\text{売上高}}{\text{投下資本}}$

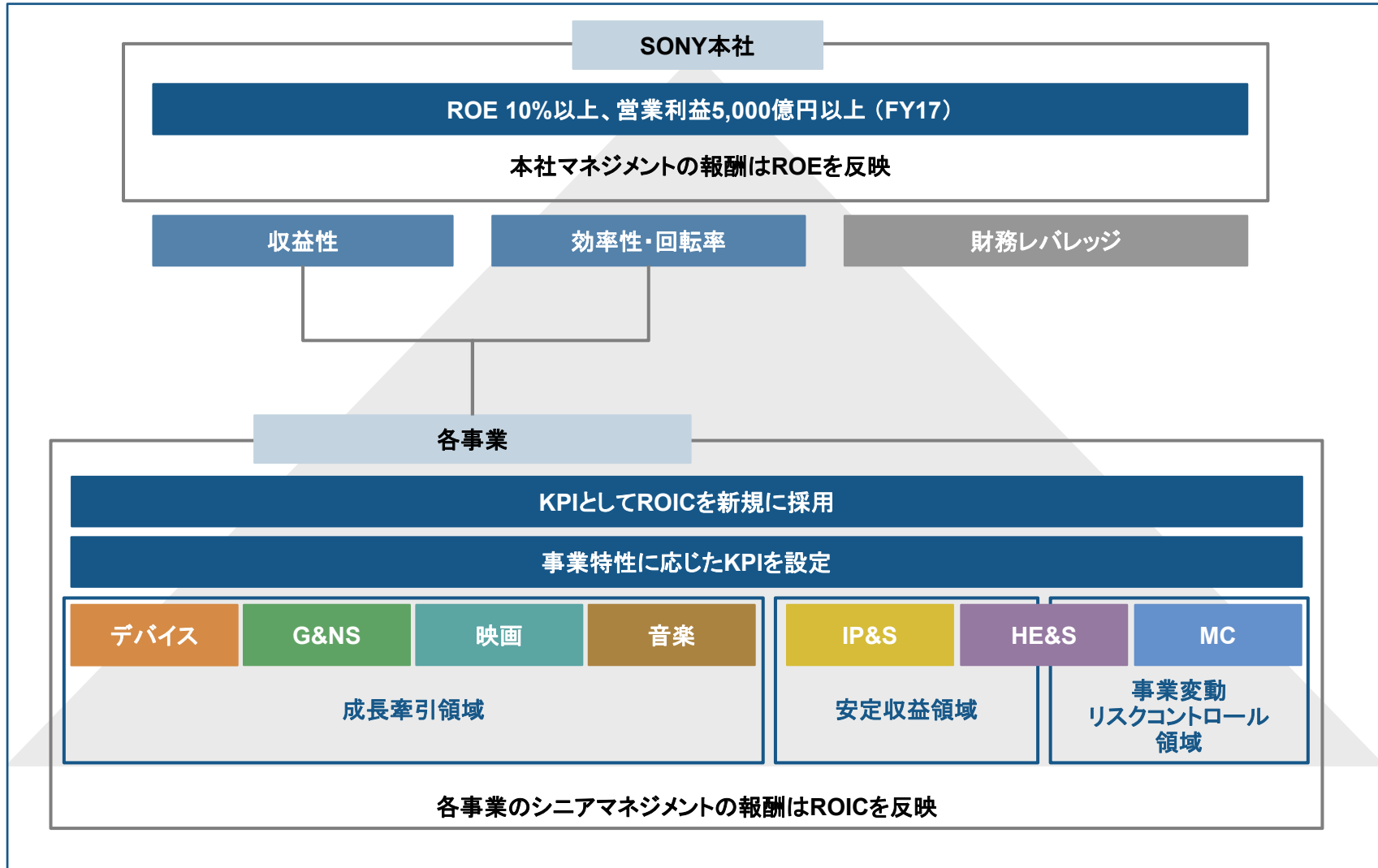
ROIC (NOPAT)によるポジショニング分析



なぜROIC経営なのか？

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



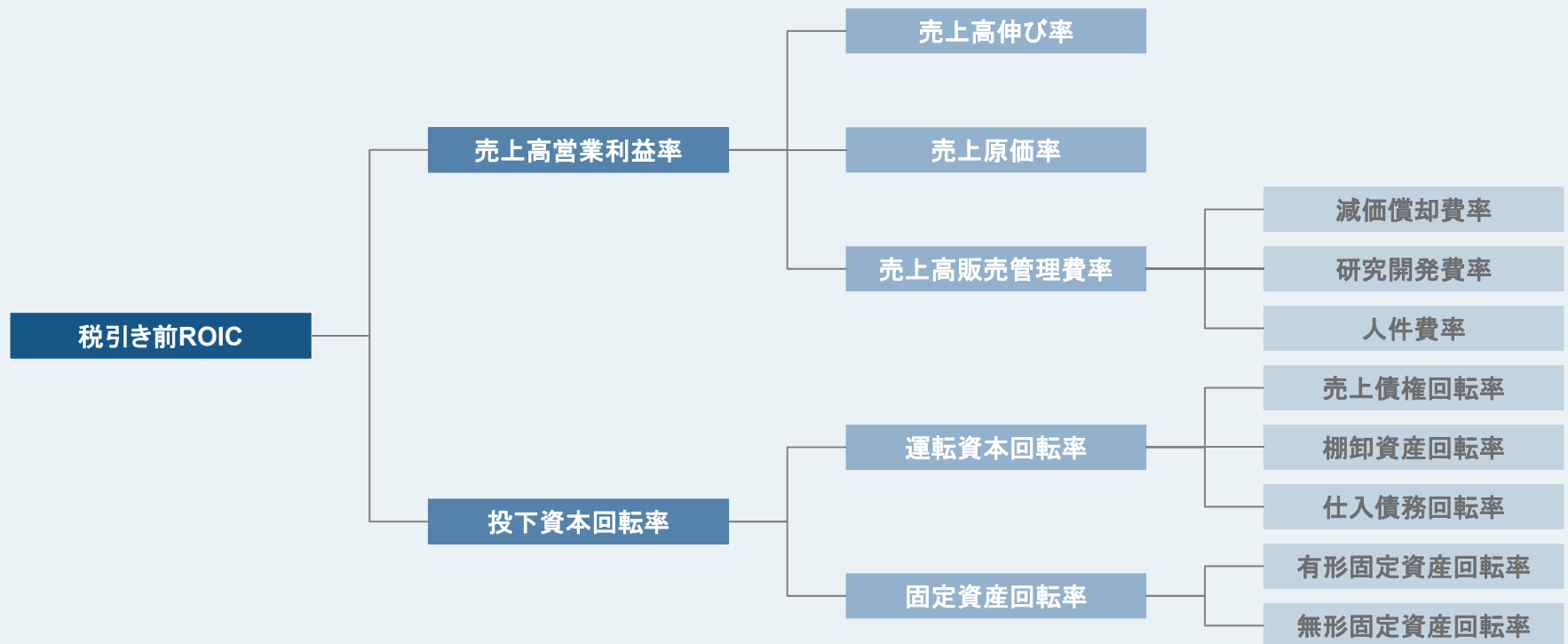
出所: 会社資料

EVA®を拡大する方法:ROICの構成要素(オムロンの逆ツリー分析)

現場でのわかりやすさと執念に特徴

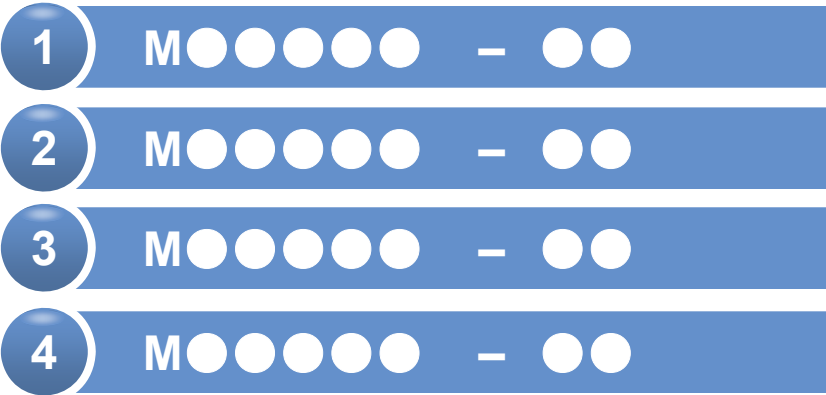
ROICの構成要素

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

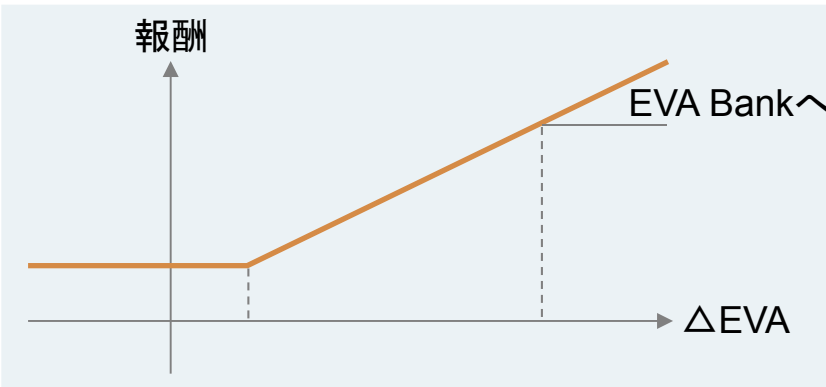


EVAの本当の意味: 経営管理指標の4つのM

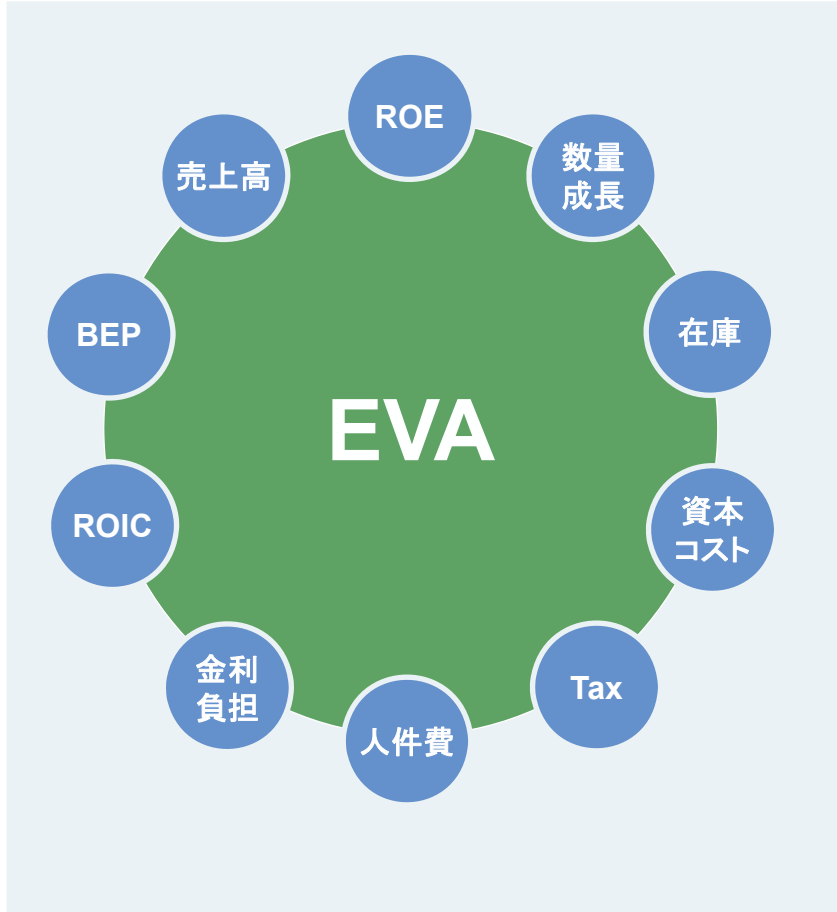
Stern StewartのEVA® の4つのM



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

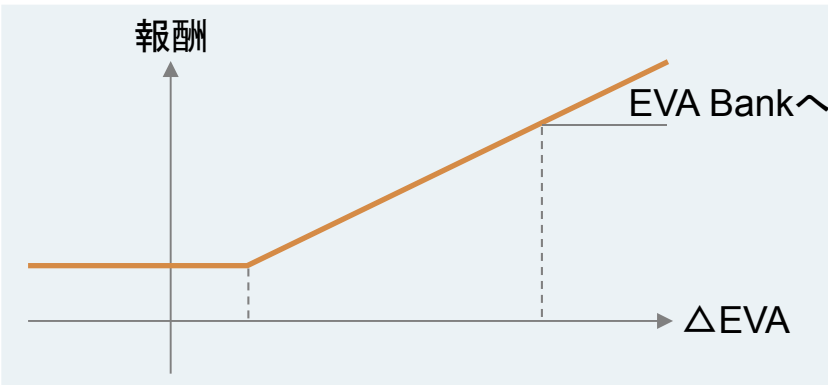


EVAの本当の意味: 経営管理指標の4つのM

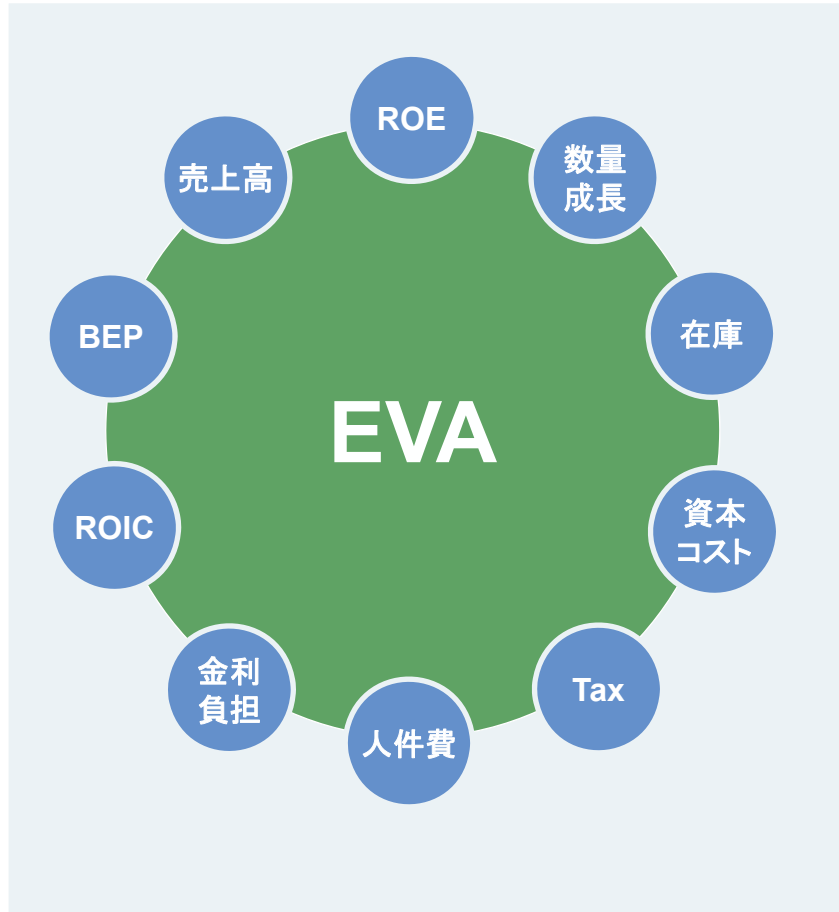
Stern StewartのEVA® の4つのM

- 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
はじめに	1
企業価値とCCC	3
企業価値とマルチプル(倍率)	17
企業価値とEVA(ROIC)	22
ワークショップ	30
最後に:企業価値拡大に向けて	32

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) <ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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>



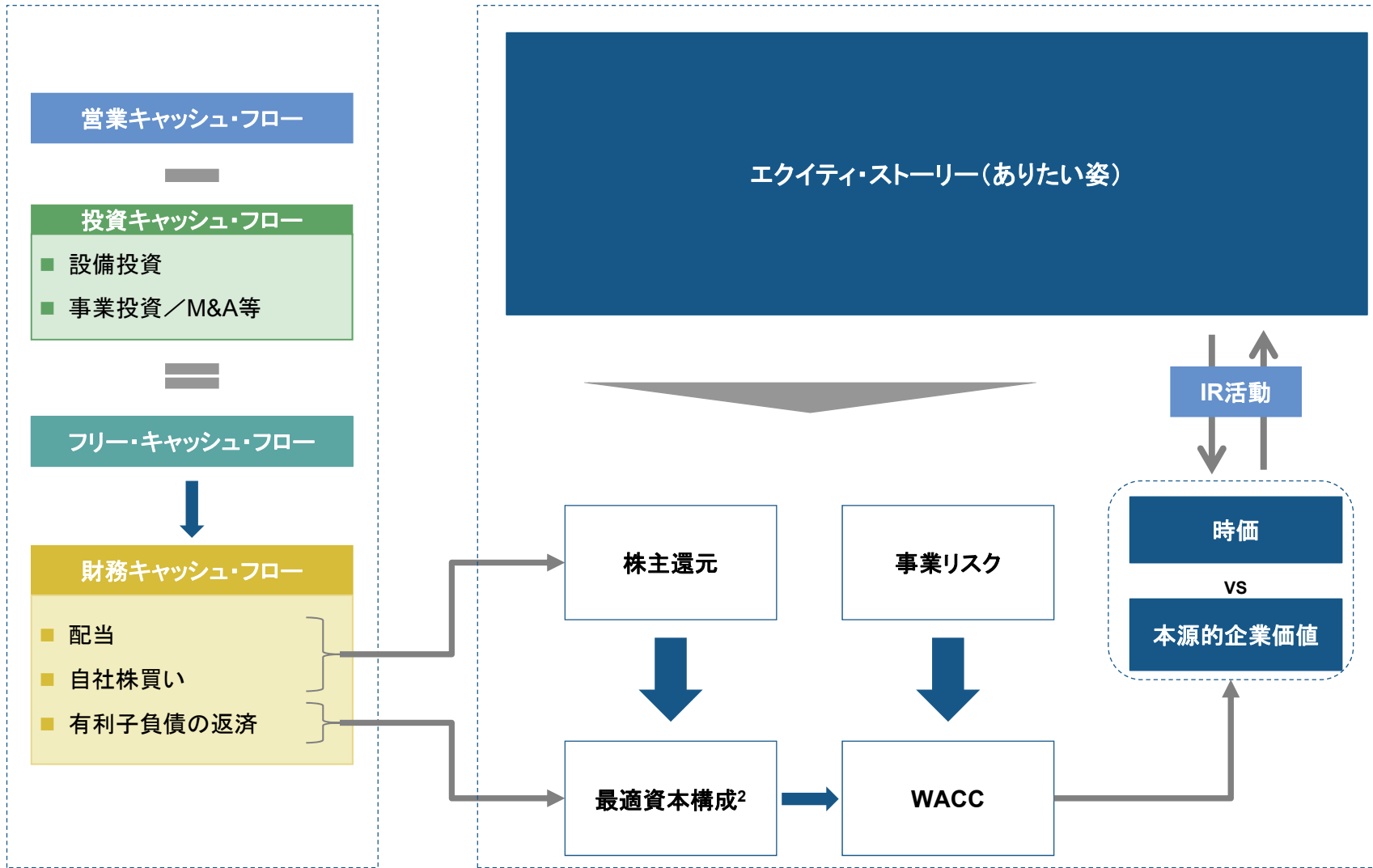
目次

	ページ
はじめに	1
企業価値とCCC	3
企業価値とマルチプル(倍率)	17
企業価値とEVA(ROIC)	22
ワークショップ	30
最後に:企業価値拡大に向けて	32

企業価値創造と財務戦略

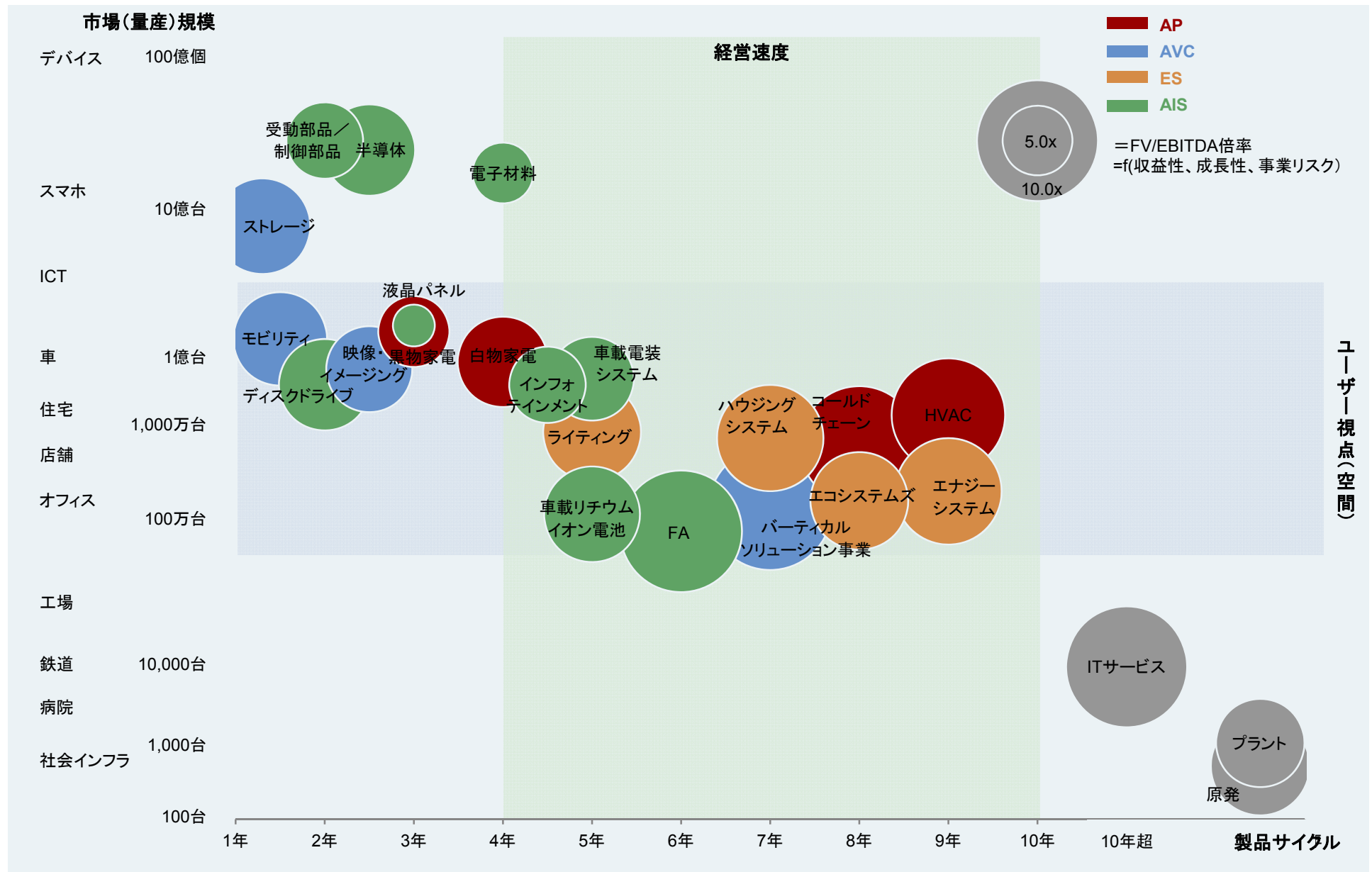
エクイティ・ストーリーが原点

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

マルチプルの高い事業へ事業ポートフォリオをシフト: パナソニックを例に

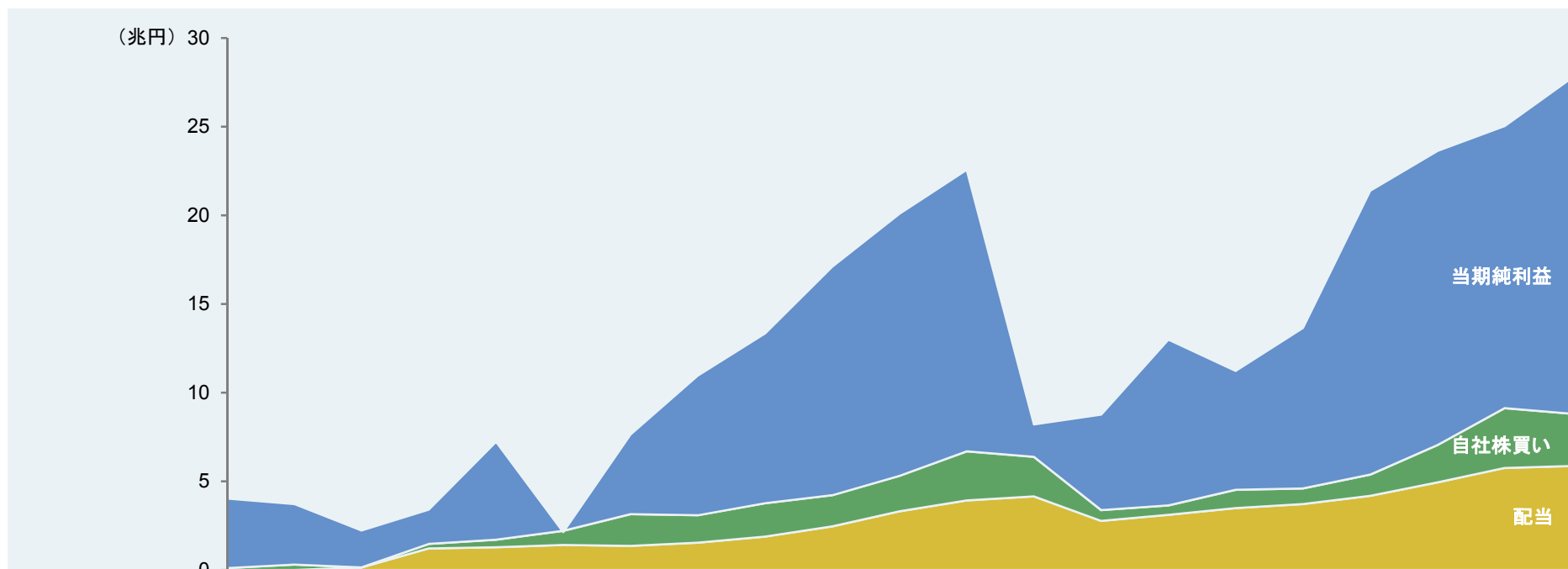


最後に: 企業価値拡大に向けて

ストーリーにひもづいた還元策も必要に

国内企業の株主還元動向

日経225採用企業の株主還元動向¹



(兆円)	FY96	FY97	FY98	FY99	FY00	FY01	FY02	FY03	FY04	FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16
当期純利益	3.9	3.4	2.1	1.9	5.5	(0.1)	4.5	7.9	9.6	12.9	14.8	15.9	1.8	5.4	9.4	6.7	9.0	16.0	16.6	15.9	18.9
配当	N/A	N/A	0.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.9	2.5	3.3	3.9	4.1	2.8	3.1	3.5	3.7	4.2	4.9	5.8	5.9
配当性向	N/A	N/A	6.7%	62.8%	23.2%	N/M	30.1%	19.5%	19.7%	19.1%	22.4%	24.7%	226.5%	51.3%	33.2%	52.0%	41.1%	26.1%	29.8%	36.2%	30.9%
自社株買い	N/A	N/A	0.0	0.3	0.4	0.8	1.8	1.5	1.9	1.8	2.0	2.8	2.2	0.6	0.5	1.0	0.9	1.2	2.1	3.4	2.9
自社株買い還元率	N/A	N/A	0.0%	13.1%	7.6%	N/M	39.9%	19.6%	19.6%	13.6%	13.6%	17.4%	121.9%	11.3%	5.7%	15.4%	9.7%	7.5%	12.7%	21.2%	15.6%
利益還元合計	N/A	N/A	0.1	1.5	1.7	2.2	3.1	3.1	3.8	4.2	5.3	6.7	6.4	3.4	3.6	4.5	4.6	5.4	7.0	9.1	8.8
総還元性向	N/A	N/A	6.8%	75.9%	30.8%	N/M	70.0%	39.1%	39.3%	32.7%	35.9%	42.1%	348.4%	62.5%	38.9%	67.4%	50.8%	33.6%	42.5%	57.4%	46.5%
自社株買い構成比	N/A	N/A	0.7%	17.2%	24.8%	36.3%	57.0%	50.0%	50.0%	41.7%	37.8%	41.4%	35.0%	18.0%	14.6%	22.9%	19.1%	22.3%	29.9%	37.0%	33.5%

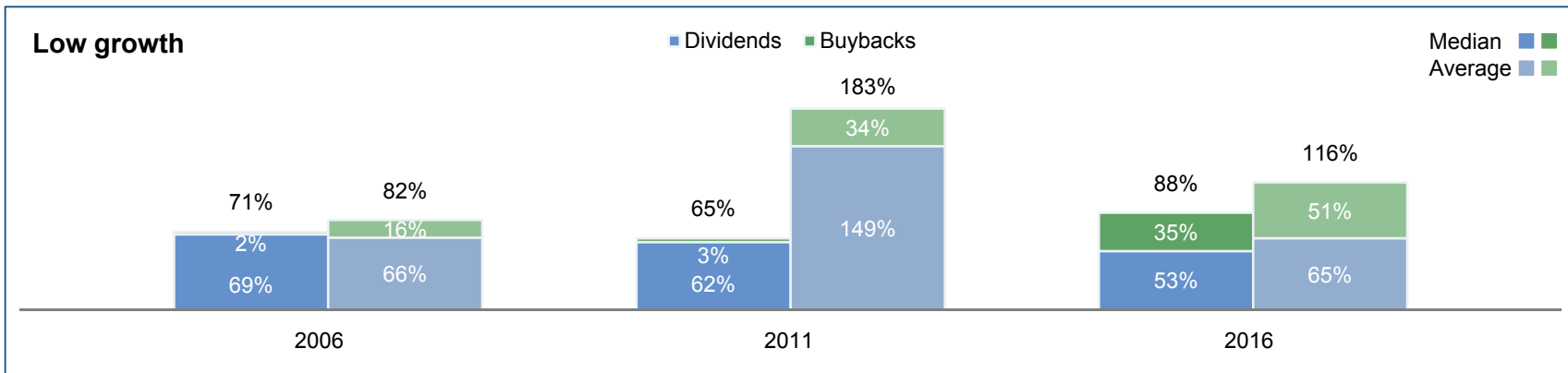
出所: 日経FQ

¹ 日経225採用企業の合計値を集計。配当性向は当該年度中の配当支払い額を当期利益で除して計算

(ご参考) 米国企業における株主還元策の動向

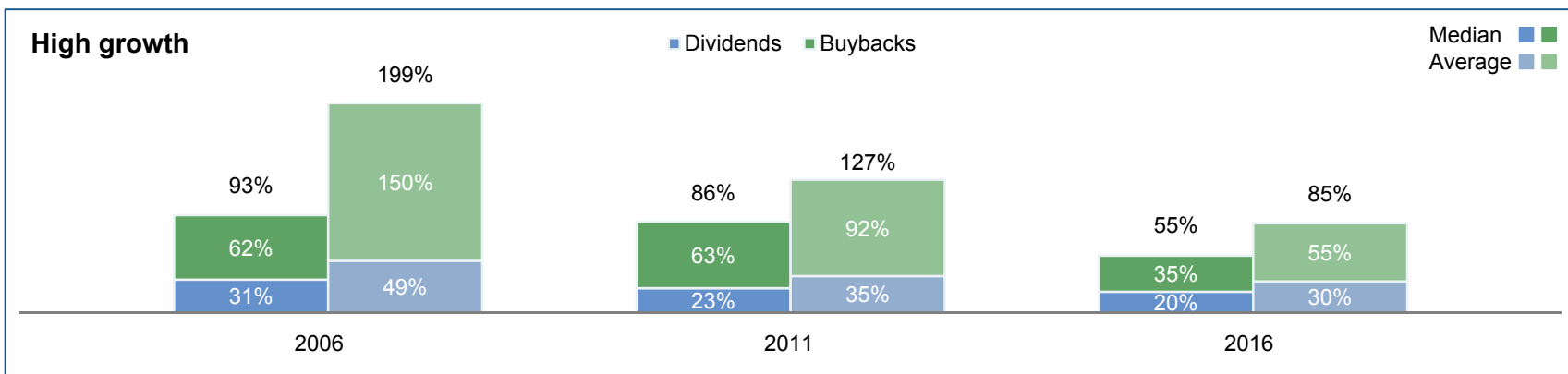
米国企業は成長プロファイルに関わらず、一定の株主還元を実施。高成長企業ほど自社株買いを積極的に活用

Growth and shareholder distributions are not mutually exclusive



Source: Bloomberg, FactSet

Note: Median and average of S&P 500 firms with FactSet long-term EPS growth estimates less than 5%



Source: Bloomberg, FactSet

Note: Median and average of S&P 500 firms with FactSet long-term EPS growth estimates greater than or equal to 15%