

< 企業価値創造経営 >

経営実践からの示唆

元 HOYA株式会社 取締役 兼 執行役最高財務責任者
江間賢二

青春

サミエル・ウルマン

青春とは人生のある期間を言うのではなく心の様相を言うのだ。
優れた創造力、逞しき意志、炎ゆる情熱、怯懦を却ける勇猛心、
安易を振り捨てる冒険心、こう言う様相を青春と言うのだ。
年を重ねただけで人は老いない。理想を失う時に初めて老いがくる。
歳月は皮膚のしわを増すが情熱を失う時に精神はしぼむ。
苦悶や、狐疑、不安、恐怖、失望、こう言うものこそ恰も長年月の如く人を老いさせ、
精気ある魂をも芥に帰せしめてしまう。
年は七十であろうと十六であろうと、その胸中に抱き得るものは何か。
曰く「驚異への愛慕心」空にひらめく星晨、
その輝きにも似たる事物や思想の対する歓迎、
事に處する剛毅な挑戦、
小児の如く求めて止まぬ探求心、人生への歓喜と興味。
大地より、神より、人より、美と喜悦、勇氣と壮大、
偉力と靈感を受ける限り人の若さは失われない。
これらの靈感が絶え、悲歎の白雪が人の心の奥までも蔽いつくし、
皮肉の厚氷がこれを固くとぎすに至れば
この時にこそ人は全くに老いて神の憐れみを乞う他はなくなる。

人は信念と共に若く
人は自信と共に若く
希望ある限り若く

疑惑と共に老ゆる
恐怖と共に老ゆる
失望と共に老い朽ちる

YOUTH

Youth is not a time of life-it is a state of mind; it is a temper of the will, a quality of imagination, a vigor of the emotions, a predominance of courage over timidity, of the appetite for adventure over love ease.

No body grows only by merely living a number of years; peoples grow old only by deserting their ideals. Years wrinkle the skin, but to give up enthusiasm wrinkles the soul.

Worry, doubt ,self-distrust, fear and despair-these are the long ,long years that bow the head and turn the growing spirit back to dust.

Whether seventy or sixteen, there is in every being's heart the love of wonder, the sweet amazement at the stars and the starlike things and thoughts, the undoubted challenge of events, the unfailling childlike appetite for what next, and the joy and the game of life.
you are young as your faith, as old as doubt ;
as young as your self-confidence, as old as your fear;
as young as your hope, as old as your despair.

So long as your heart receives messages of beauty, cheer, courage, grandeur and power from the earth, from man and from the Infinite so long as your young.

When the wires are all down and all the central place of your heart is covered with the snows of pessimism and the ice of cynicism, then you are grown old indeed and may God have mercy on your soul.

< リーダーに贈る言葉 — 1 >

傲ることなく

怠ることなく

怯むことなく

傲ることなく : 傲りが出れば進歩はなくなり、傲慢は身を滅ぼす元となる
常に謙虚に現実を見つめ、多くの人々の話を傾聴せよ

怠ることなく : 常に努力を惜しまず、将来を見据え革新に身を置く
将来を見据え備えよ、時に臆病な心が備えを補充する

怯むことなく : 『正しい考え・行い』の前では、どんな困難にも、
どんな地位の高さにも怯まず前に進め

< リーダーに贈る言葉 - 2 >

好 奇 心

感 受 性

ス ピ ード

好奇心 : 将来『かくありたいという志』を持って生活していれば**森羅万象が**
先生となる

感受性 : 感受性を高く持つことは『心に響く度合いも高く』なる

スピード : 意思決定は『早く』
行動は『速く』

本日のテーマ

1. 経営者の自覚と志

2. やり遂げる覚悟

Q1 :

所属法人の「実際企業価値」を

① 上場企業 : 25 Sep.2020終値

② 非上場企業 : 類似企業比較法

A4用紙に記載して下さい。

『志』: Vision

仮説～5年毎に「企業価値」を倍にする『仮説値』や如何に！

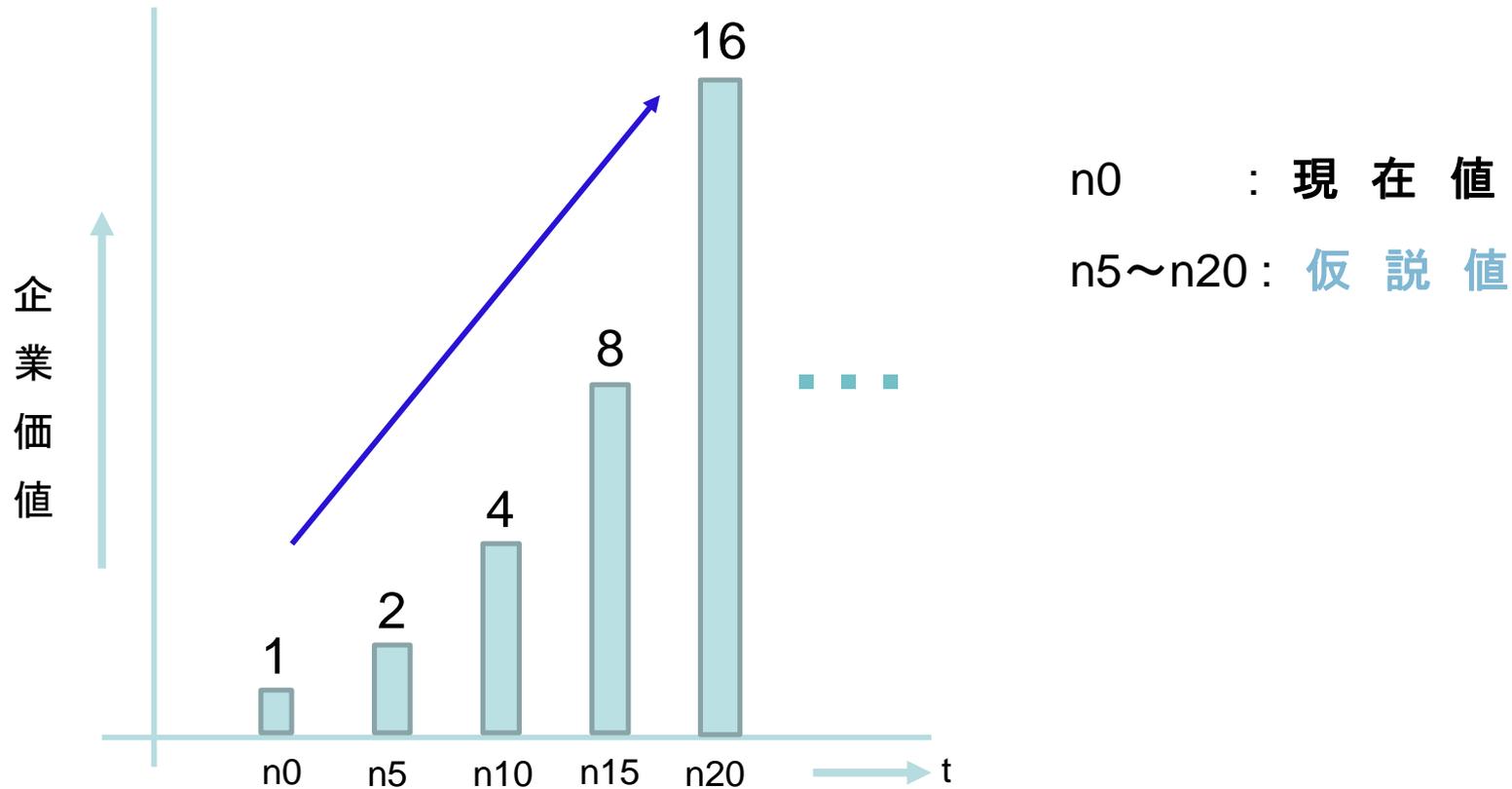
Q2:

仮説値を棒グラフにして下さい

- ① 現在値
- ② 5年後、10年後
15年後、20年後 } 仮説値

(A4用紙に記載して下さい)

企業価値の推移イメージ



『志』: Vision

仮説～5年毎に「企業価値」を倍にする『戦略』や如何に！

Q3: 現在の事業・戦略で
『仮説値』をクリアできますか？

a1: 可能であると思われる～その理由

a2: 不可能であると思われる～その理由

a3: どちらとも言えない～その理由

(仮説値グラフ右側に記載して下さい)

『 企業経営 』 とは何か？

1. その時代その時代に存在意義のある

ギョウ クワダ

『 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

経営者の仕事

企業経営を実践する人

経営とは
『創造』と『破壊』の連続

山城章先生という言葉

会社は投資の意思決定によって 『将来の姿』が決まる

< 意思決定の尺度 >

主要三大指標

1. 資本生産性 ... SVA
2. 人的生産性 ... VAW
3. キャッシュフロー ... C F

< 経営指標の変遷 ・ 意思決定の尺度／資本生産性 >

経常利益
～1994.3

売上に対しどれだけ利益を上げたか、
という売上重視の経営

ROE
94.4～97.3

株主資本によってどれだけ利益を上
げたか、という資本効率重視の経営

SVA
1997.4～

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

< ROE >

① 計算式

$$\text{ROE} = \frac{I}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} = \frac{I}{E}$$

ROE = 売上利益率 × 総資本回転率 × フィナンシャルレバレッジ

I : 税引利益 = 税前利益 × (1-t)

S : 売上高

A : 総資産

E : 株主資本

t : 税率

< ROEの欠点 >

- ① 資本コストの概念がない
- ② フィナンシャルレバレッジでスコアが変わる
- ③ 「業を企てる」とスコアが低下する
- ④ ROEはエクイティ投資家からの視点

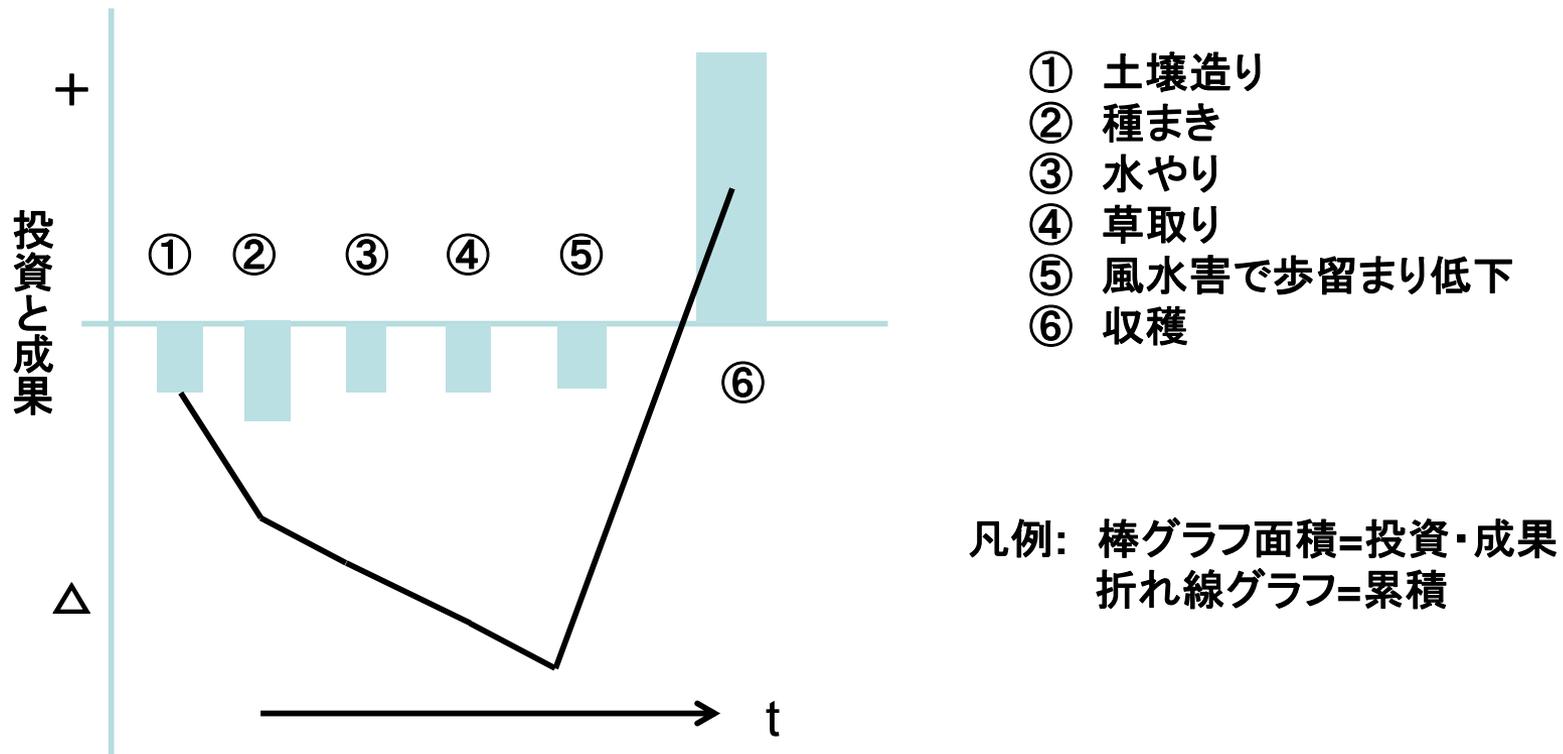


[経営哲学が戦略に命を吹き込む]

© 『ステークホルダー全ての満足を得た上で企業価値を創造する』

< 『業を企てる』とスコアが低下する >

< 「投資」 VS 「成果」 のタイムラグ >



SVA経営： 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経営

Q4 :

「ステークホルダー」を
A4用紙に記載して下さい。

**SVA経営： 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経営**

売上高	顧客の満足
売上原価	 社員の満足 納入業者の満足 地域社会の満足
販売費	
研究費	
管理費	
事業利益	
税金	国・地方自治体の満足
当期利益	
金利	債権者の満足
資本コスト	株主の満足
SVA	単年度企業価値の増分

貴方の所属会社では

戦略事業単位毎の「B/S」を持っていますか？

持っている：①社内資本金制度あり

②資本コスト定義

あり or なし？

[単体 & 事業単位の連結B/S]

※ 社員は貸方を認識していますか？

持っていない：

本社の取り扱い

[費用・資産・人員]

事業部に → ① 配賦
② 配賦せず
[本社は独自に管理]

業績と責任

人は

- ①『自ら決めたことには責任を持つ』
- ②『押しつけられたモノには責任を持たない』

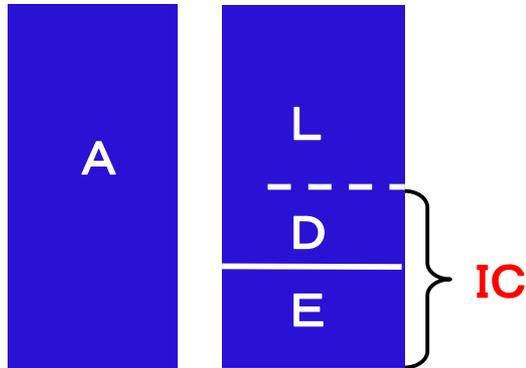
EVA と SVA の違い

EVA: 投資家からの視点

SVA: 経営者からの視点

※ 両者の違いは決定的な違いがある

B/S



$$EVA = IC (ROIC - WACC)$$

$$ROIC = NOPAT / IC$$

$$WACC = (\text{資本コスト} + \text{金利}(1-t)) / IC$$

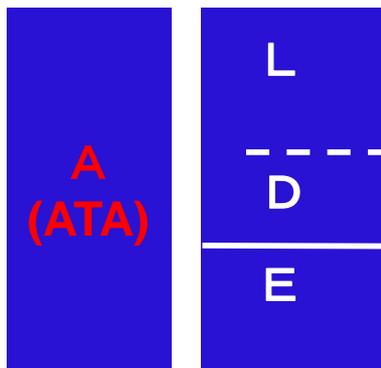
$$NOPAT = \text{事業利益}(1-t)$$

$$IC = \text{Debt} + \text{Equity}$$

イ 投資家からの視点

ロ 全てCFに読み替えて評価する

B/S



$$SVA = ATA (ROIA - WACA)$$

$$ROIA = NOPAT / ATA$$

$$WACA = (\text{資本コスト} + \text{金利}(1-t)) / ATA$$

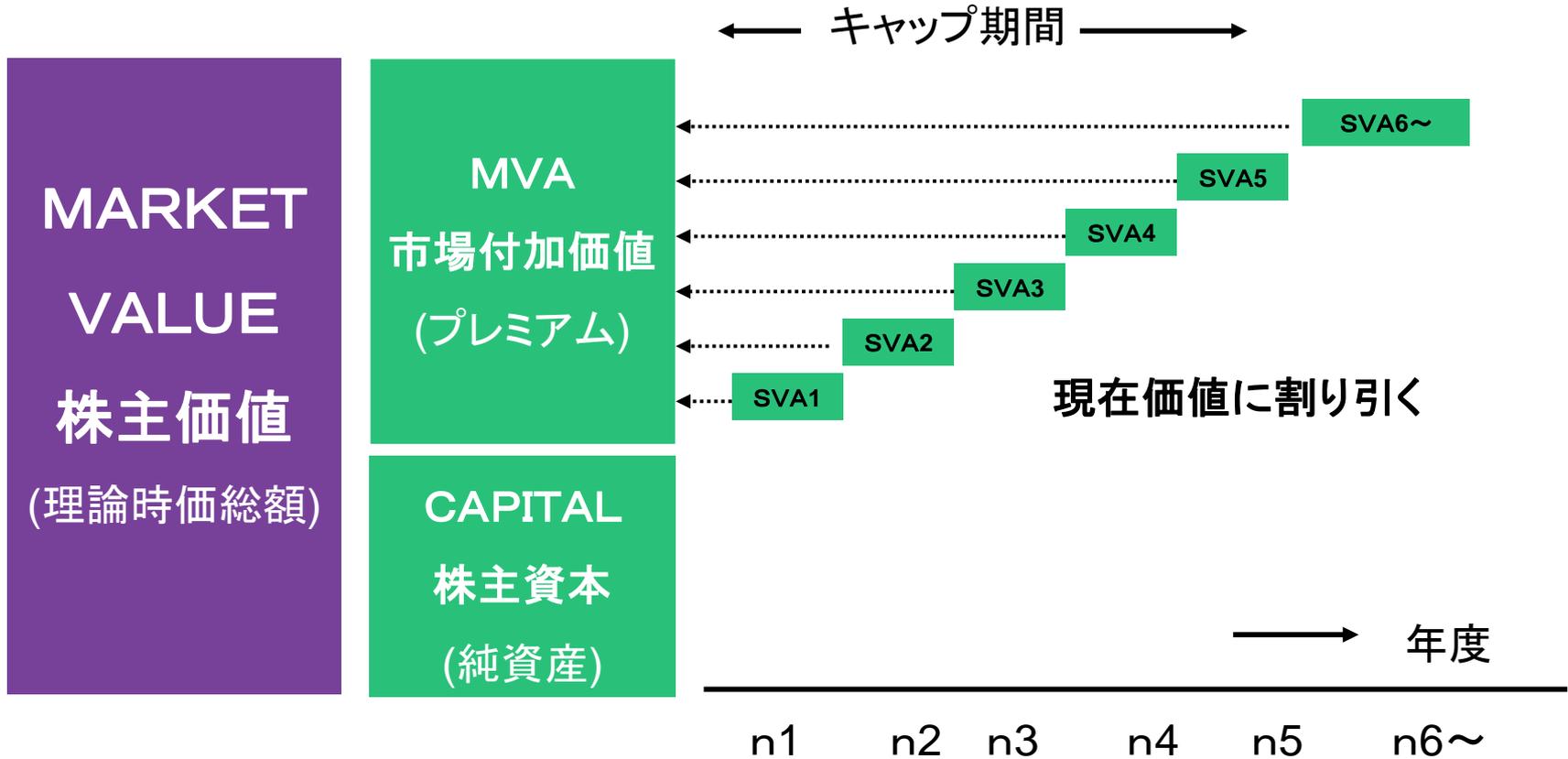
$$NOPAT = \text{事業利益}(1-t)$$

$$ATA = (\text{期首}A + \text{期末}A) / 2$$

イ 経営者の視点

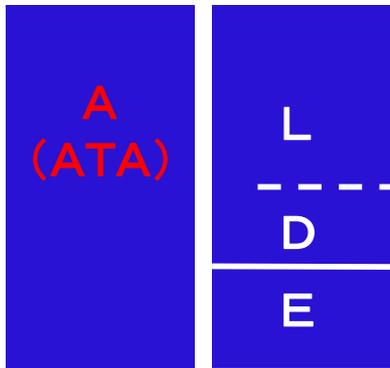
ロ 財務会計数値を利用(社員もなじんでいる)

SVA : Shareholder's Value Added / 単年度企業価値の増分



※ キャップ期間 : ブランド・技術などの効果が効いている期間

B/S



SVA : 単年度企業価値の増分

SVA > 0 企業価値の増加が実現した

SVA = 0 企業価値の増加は実現しなかった

SVA < 0 企業価値は破壊された

$$SVA = ATA (ROIA - WACA)$$

$$ROIA = NOPAT / ATA$$

$$WACA = (\text{資本コスト} + \text{金利}(1-t)) / ATA$$

$$NOPAT = \text{事業利益}(1-t)$$

$$ATA = \text{平均総資産}[(\text{期首} + \text{期末}) / 2]$$

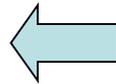
資本コスト = 株主資本 × 株主期待収益率 (国債金利率 + リスクプレミアム)

リスクプレミアム = リスクフリーレート + β (市場平均株式投資収益率 - リスクフリーレート)

t : 税率

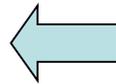
< SVAを向上させる3要素 >

NOPBT *



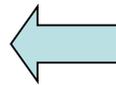
超過収益力

WACA



資本政策

t



TAX Management

* Net Operating Profit Before Tax

$$\text{NOPAT} = \text{NOPBT}(1 - t)$$

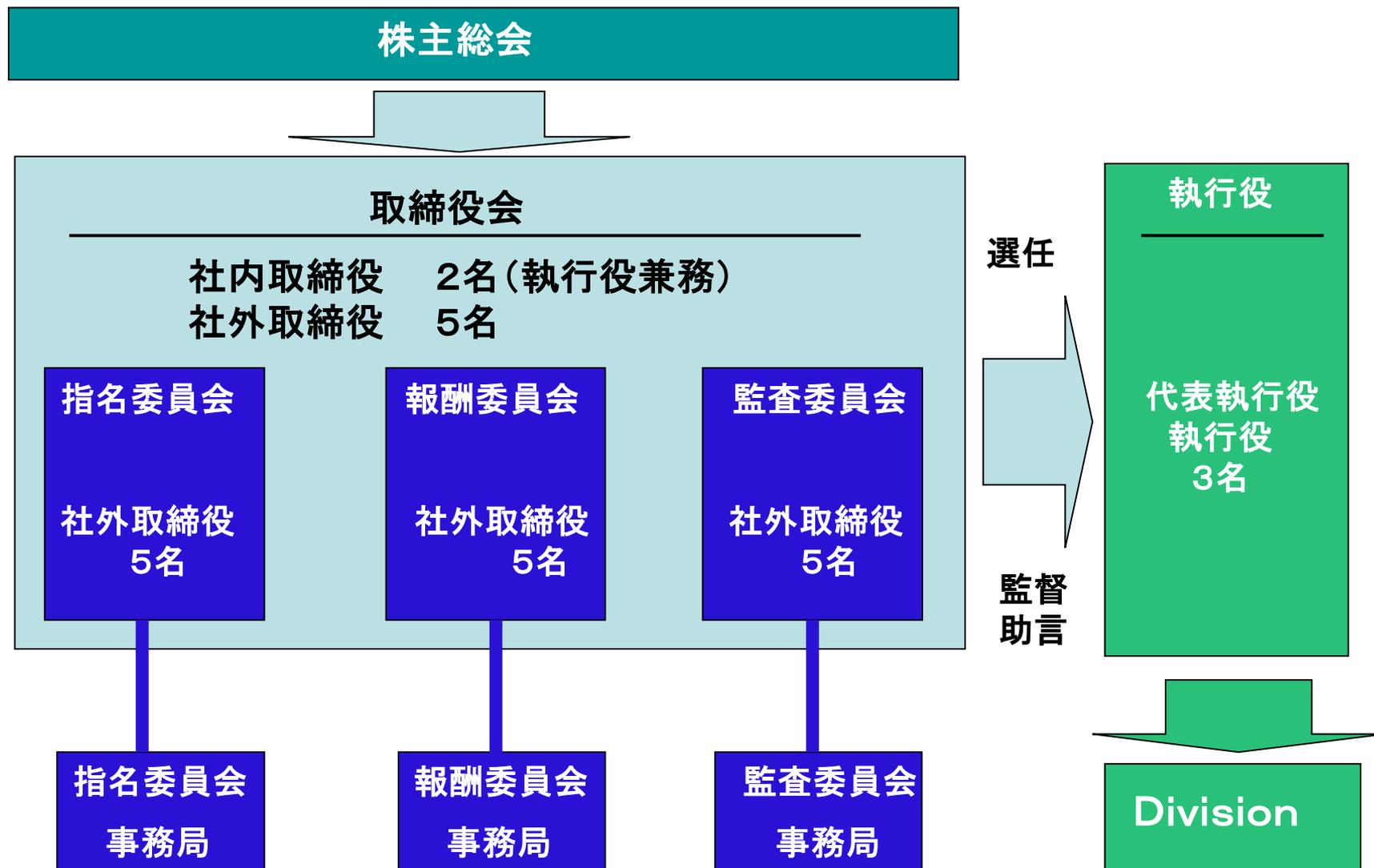
< 財務諸表のオフバランス項目 >

超過収益力

- ・事業構想力
 - ・マネジメント力
 - ・訓練された社員
 - ・販売／回収力(製品力)
 - ・技術力
 - ・ノウハウ
 - ・生産力
 - ・顧客リスト
 - ・巧みな調達力
- など

<コーポレートガバナンス体制>

[2013年3月期]

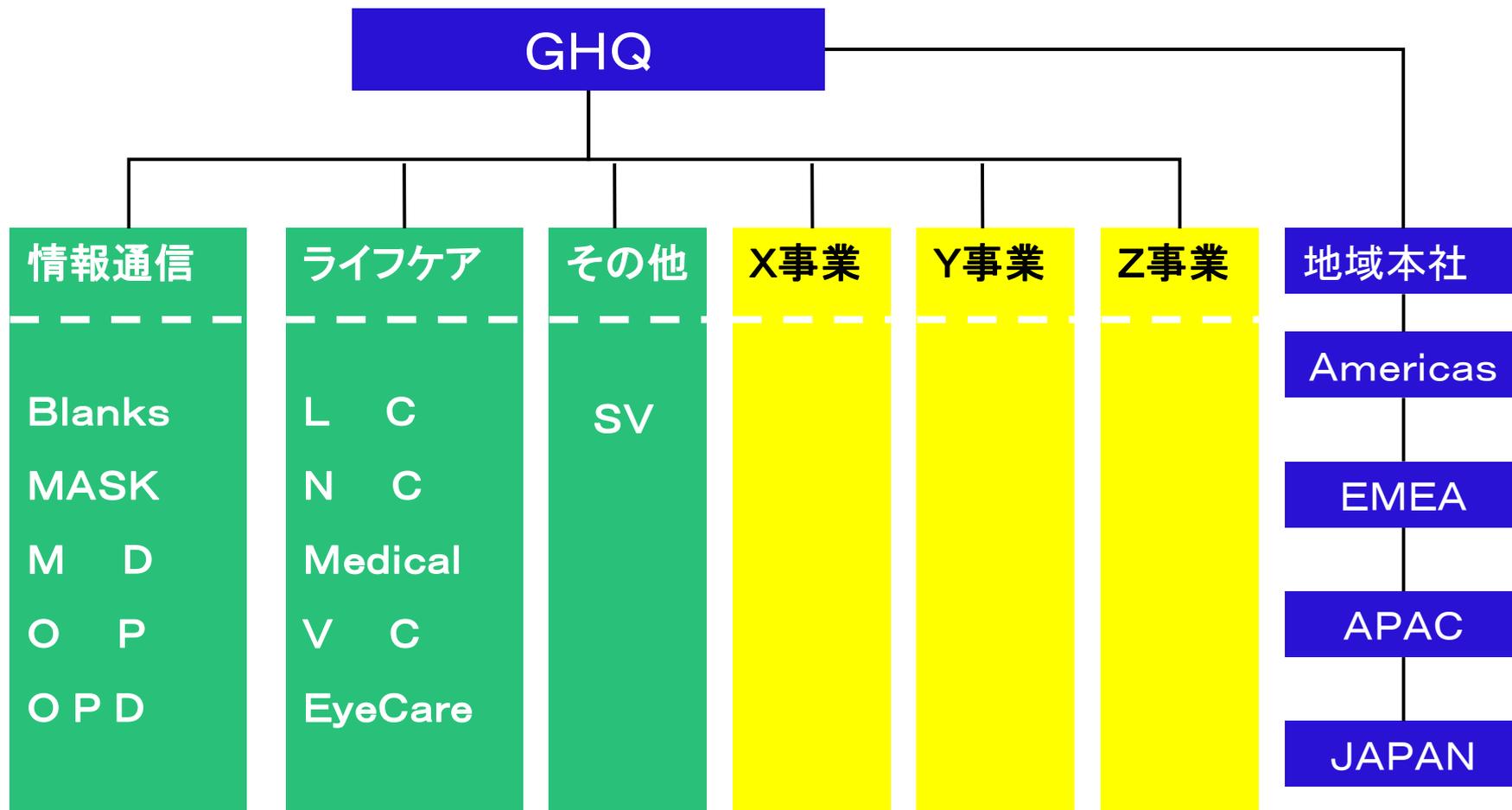


<取締役数の推移>

取締役数	社内	社外	合計
1995年	7	1	8
1999年	6	1	7
2000年	4	2	6
2001年	3	3	6
2002年	3	3	6
2003年	3	5	8
2004年	3	5	8
2005年	3	5	8
.			
.			
2013年	2	5	7

[各年度 : 3月期]

<組織図>



<任 務>

GHQ : ・ポートフォリオ経営の実践
・人事権[幹部人事]
・ファイナンス

地域本社 : ・国とのリレーション
・地域ファイナンス
・地域法人の監視
・Divisionへの支援

Division : ・事業戦略の立案と実践

<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 :					

< Divisionの事業価値 >

社内の理解を得るために「単純化」した

$$DVA = ATA (ROIA - WACA)$$

- ・GHQはDivisionに対して、株主の立場で期待収益率をハードルレートとして要求する
- ・ハードルレートの基本原則 : ハイリスク・ハイリターン

ハイリスク・ハイリターン ~ 8 %

ミドルリスク・ミドルリターン ~ 5 %

< SVA と DVA >

Σ DVA	1,800
A Division	700
B Division	600
C Division	400
D Division	300
E Division	100
F Division	0
G Division	-100
H Division	-200

GHQ -200

事業価値
1,600

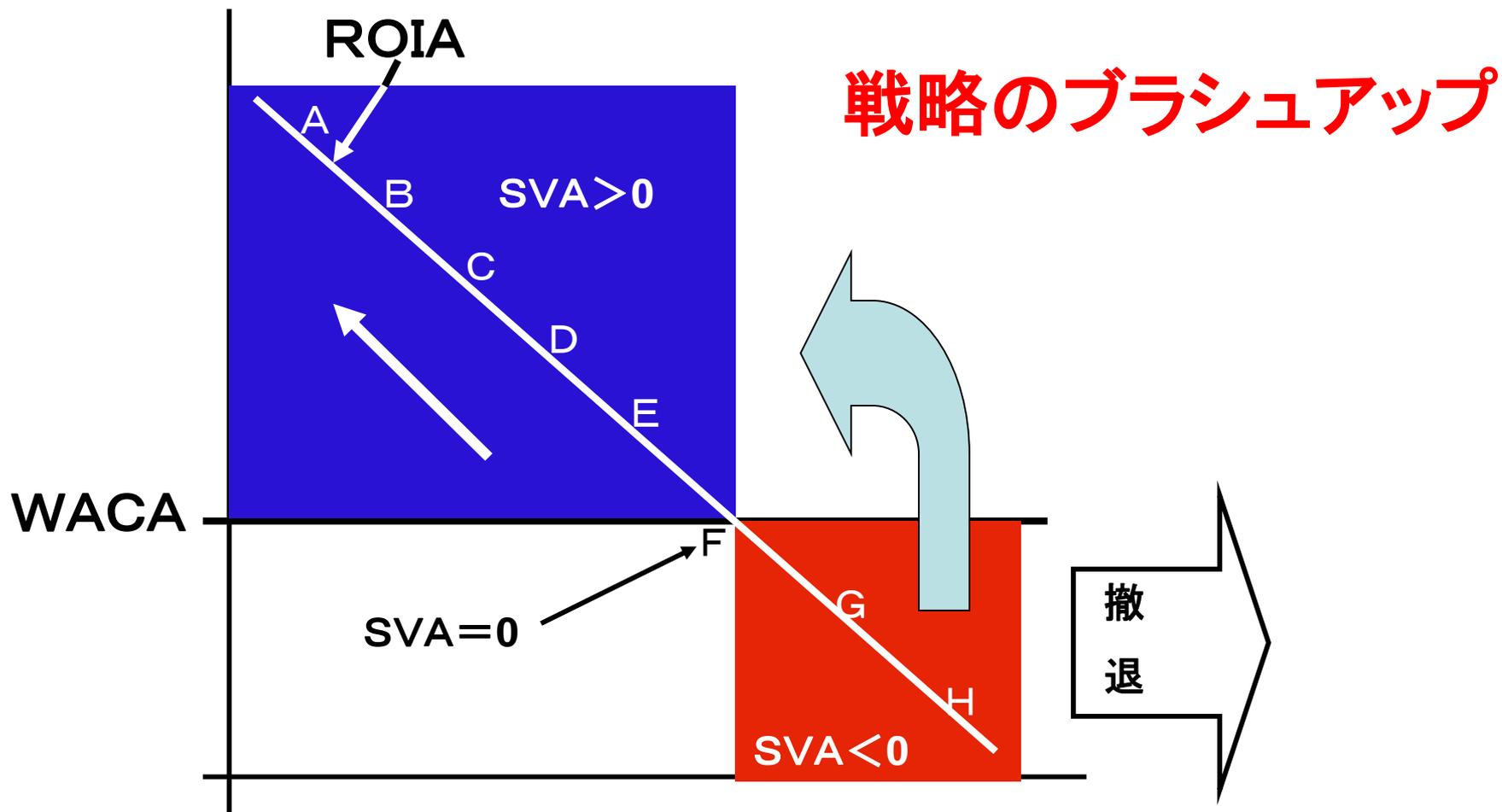
金融資産
400

企業価値
2,000
(1,600+400)

有利子負債
-700

株主価値
1,300

< 投資の優先順位・撤退基準 >



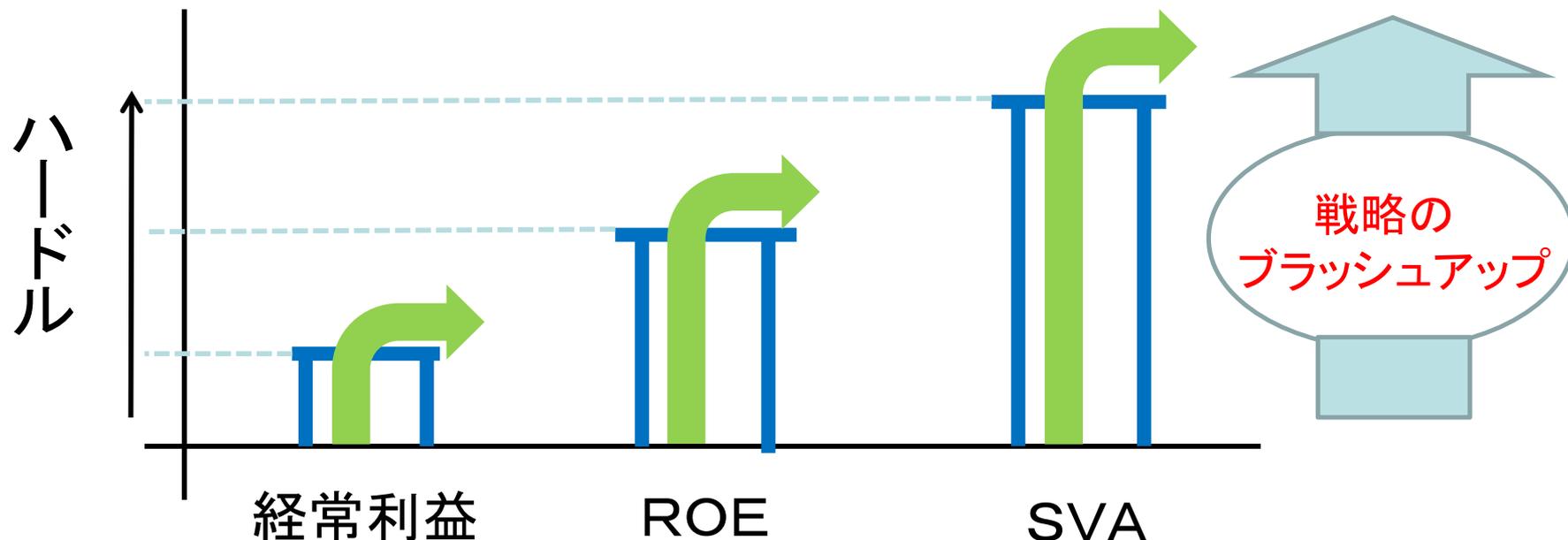
※ A, B, C, ..., G, H は Division

< 「意思決定指標」が「事業戦略」に与える影響 >

必要は発明の母

凡例:  事業戦略

 ハードル



企業価値の2側面 — 1 —

1. 実際企業価値

上場企業

- ① 上場市場の株価は刻々と変わる
- ② 企業業績の他に外的要因により大きく変動する
 - (1) 国々の金融／為替政策など
 - (2) 他の投資対象動向(債券・原油・穀物・他)
 - (3) その他の突発事項(リーマンショックなど) など

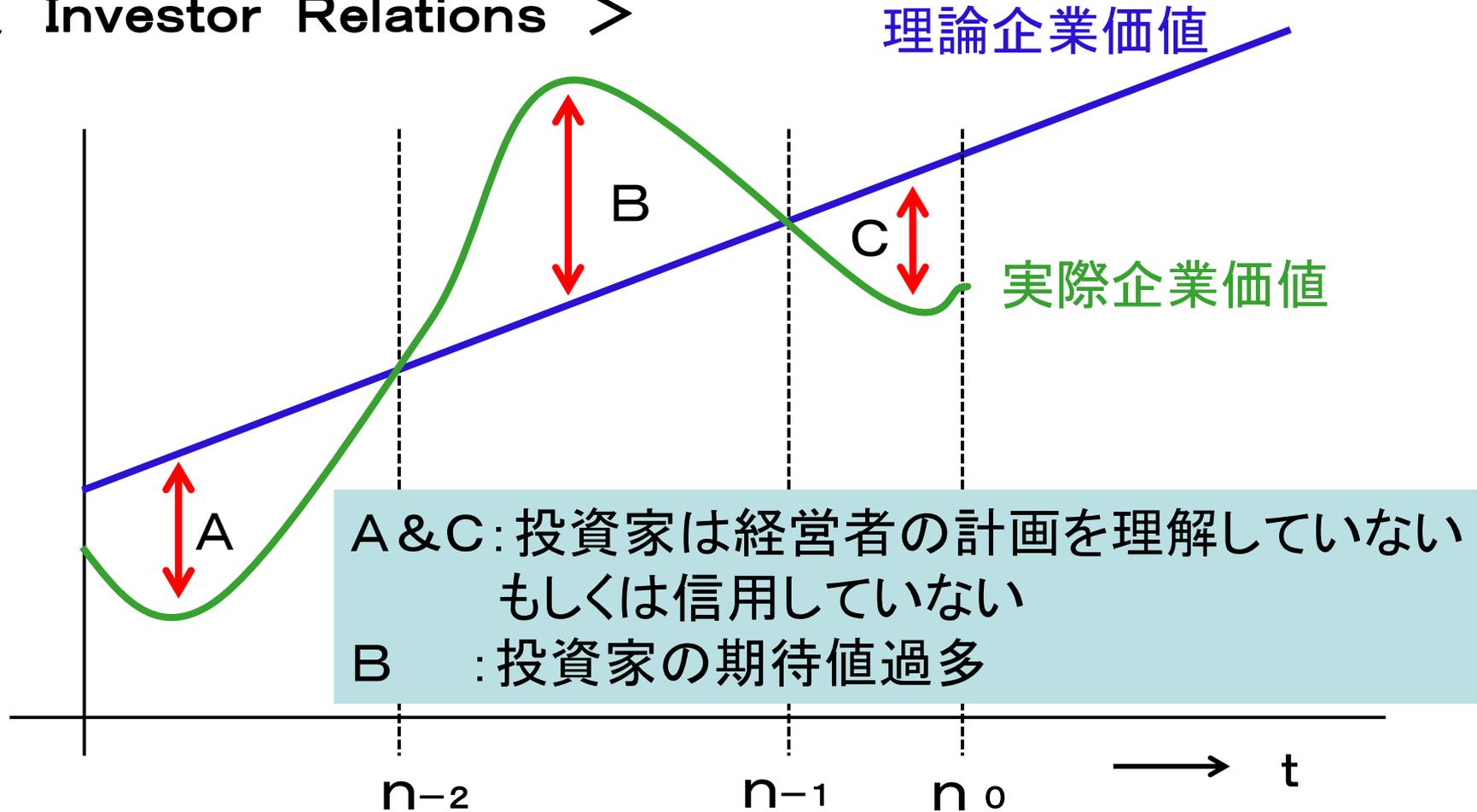
2. 理論企業価値 = 経営者が「自覚」すべき企業価値

- ① 理論企業価値目標を決める・・・(時間軸・倍率など)
- ② 将来計画案を策定し「CF割引現在価値法／SVA」で評価する
- ③ 同計画を評価した結果「理論企業価値目標」に達しなければ『事業ポートフォリオ再設定』・『事業戦略ブラッシュアップ』を再度行う・・・②に戻る
- ④ 実践する → 実践の結果を絶えず評価する
評価の結果、足らざれば③に戻る

※ 注意 : 外部への発言をしてはならない！！
・株価を経営者が誘導していると見なされる

企業価値の2側面 -3-

< Investor Relations >



< Investor Relations >

Equity IR : 株式市場の投資家向け

- ・機関投資家向け
- ・個人投資家向け

Debt IR : 債券市場の投資家向け

- ・機関投資家向け
- ・個人投資家向け

< Investor Relations >

Equity IR : 株式市場の投資家向け

Analyst : セルサイド アナリスト

- ・証券会社のアナリスト
- ・レポートを機関投資家向けに書いている

バイサイド アナリスト

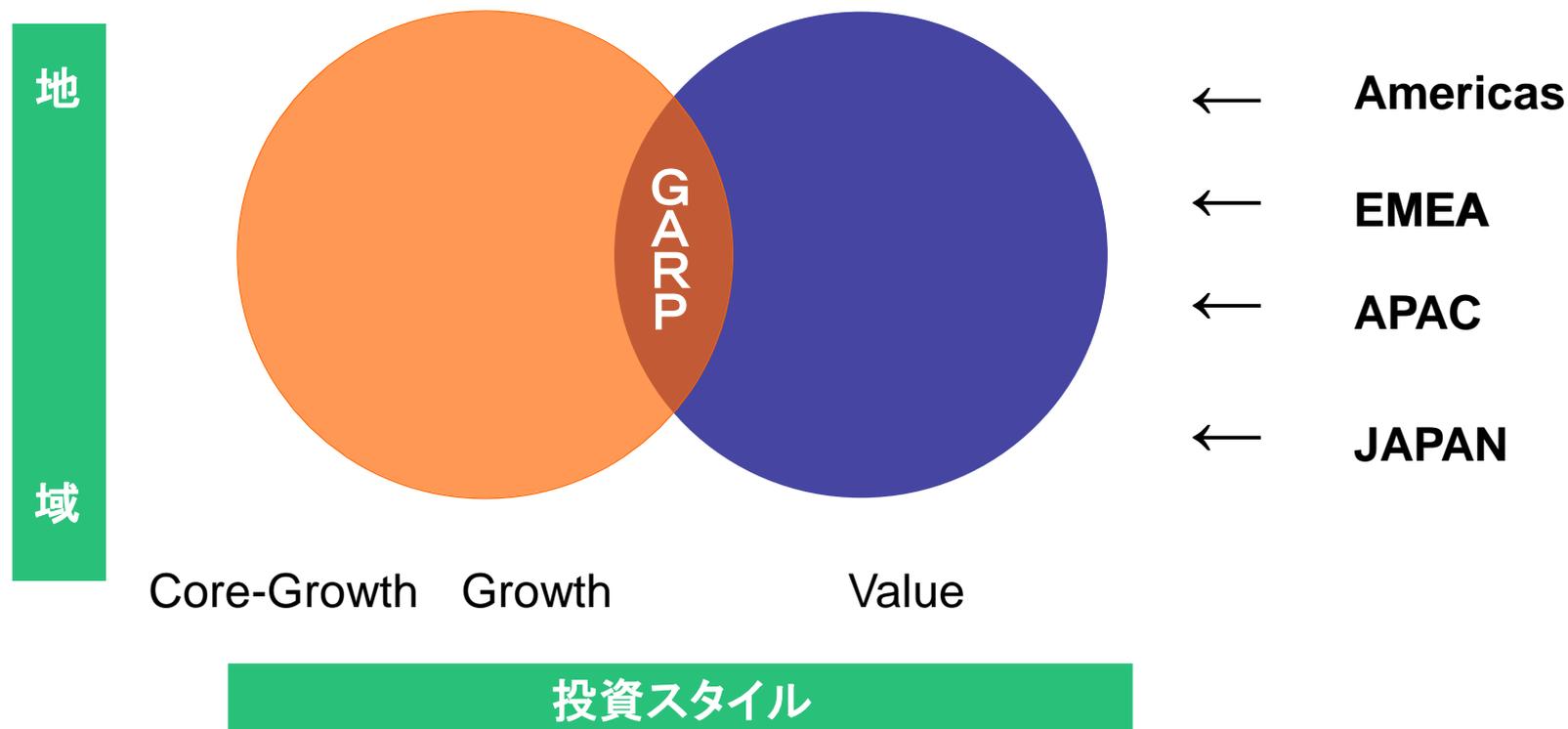
- ・機関投資家の中にいて自社のFund Manager向け等にレポートを書いている
- ・機関投資家によっては、Fund Managerはバイサイドアナリストのレポートを尊重しなければならない所もある

Fund Manager : 実際に投資を実行する人

投資委員会などの機関で投資を決める仕組みを持っている所もある

< Investor Relations >

Equity IR : 株式市場の投資家向け



< Investor Relations >

Equity IR : 株式市場の投資家向け

投資スタイルの内容 [Index投資家はIR不要]

- (1) Value : 割安株投資
 - ・現在の企業価値に比し割安な銘柄を見つけて運用を行う。
- (2) Growth : 成長株投資
 - ・株式市場の平均を上回る成長率を持つ銘柄を見つけ運用を行っていく。
- (3) Core Growth : Growth中のGrowth
 - ・非常に成長の見込める銘柄を掘り起こして投資をして行く。
- (4) GARP : Growth と Value の中間
 - ・純粋なGrowth投資やValue投資は、市場環境の変化で投資収益が大きく変動する可能性があるとして、長期的により安定した投資収益を確保することを目的としたスタイル。

実質株主調査は行っていますか？

- ① 投資家は会社を選べる
- ② 会社は株主を選べない
- ◎ 会社ができること
 - i. 株主のバランスを均衡させる
 - ・投資スタイル／地域
 - ・機関投資家／個人
 - ii. 株主になって欲しい人に会いに行く
 - iii. IR時の「お土産」は不要
 - ・よい業績が最大のお土産

< Investor Relations >

Debt IR : 債券市場の投資家向け

社債などの投資資金が期日に回収されるリスクの程度で利回りが決まる。

格付けにより「スプレッド」が変わる。

社債利息 = 社債 × (国債利率 + スプレッド)

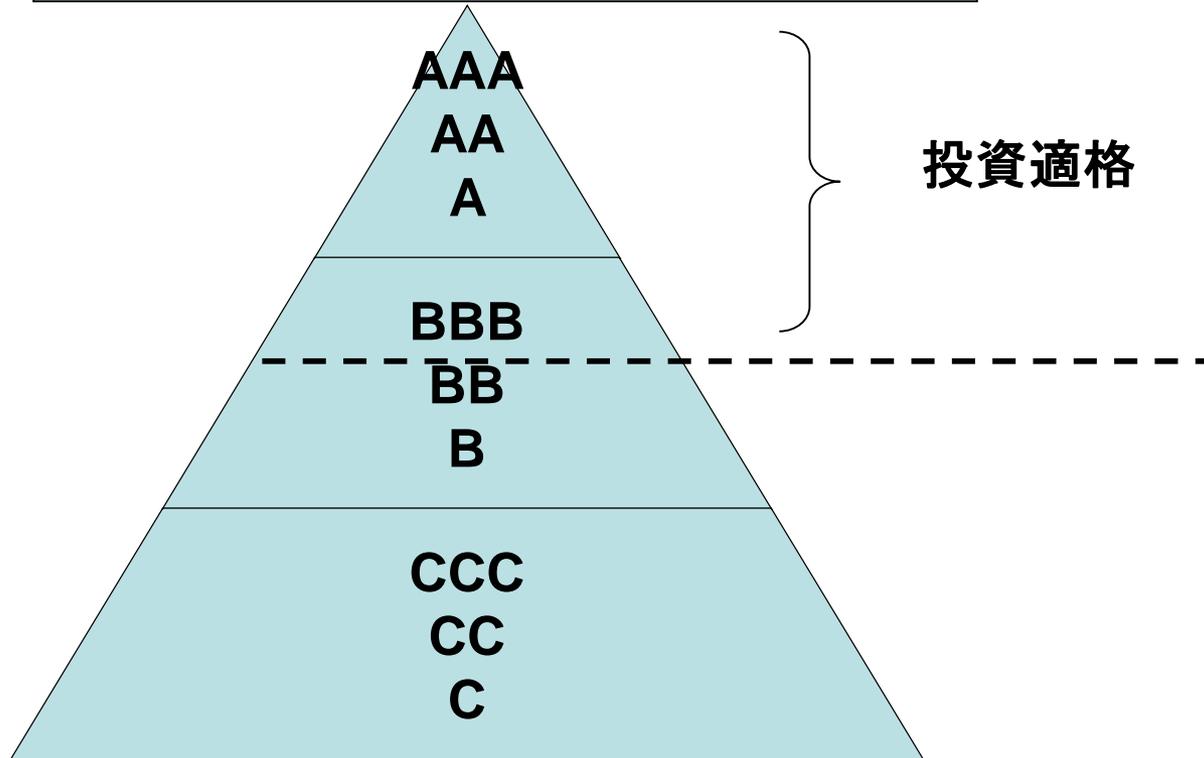
格付け : 長期格付けを取得する必要がある

※ Equity Analyst は格付けを「A」で良い。と言う。

< Investor Relations >

Debt IR : 債券市場の投資家向け

長期格付け



それぞれに
+プラス
フラット
-マイナス
がある

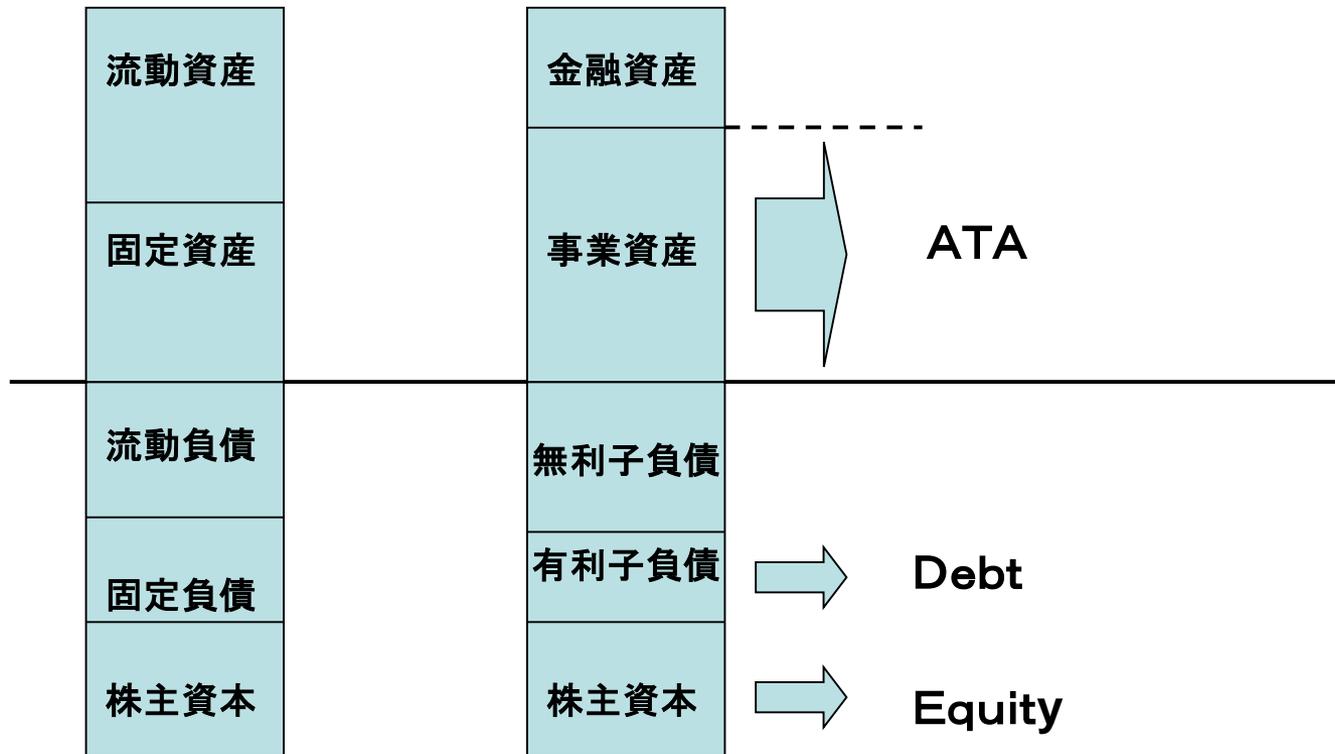
< B/S利用上の注意点 >

< 利用上の注意点 >

GROUP 連結B/S

会計上のB/S

企業価値上のB/S



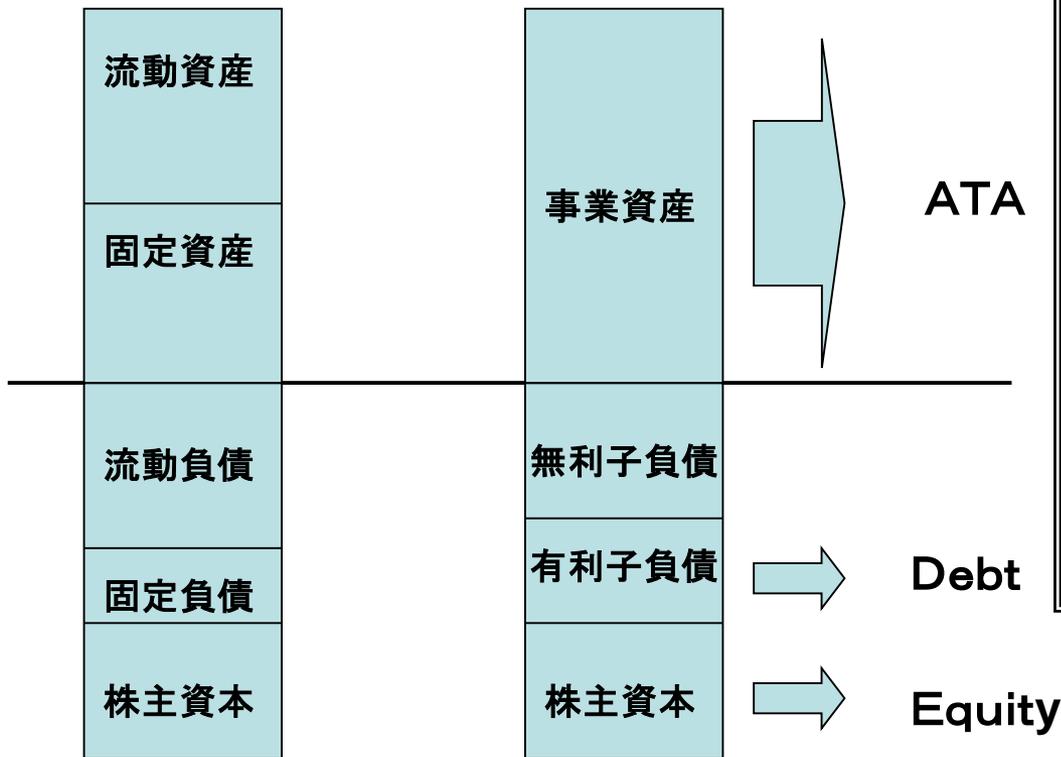
※ HOYA : Divisionは金融資産を持たないのが原則 / 金融資産はGHQの所有が原則

< 利用上の注意点 >

Division 連結B/S

会計上のB/S

企業価値上のB/S



- 有利子負債 :
- ・GHQからの借入金
 - ・合併法人は外部借入金あり
- 株主資本 :
- ・GHQからの資本金
 - ・合併法人は第三者からの資本金あり

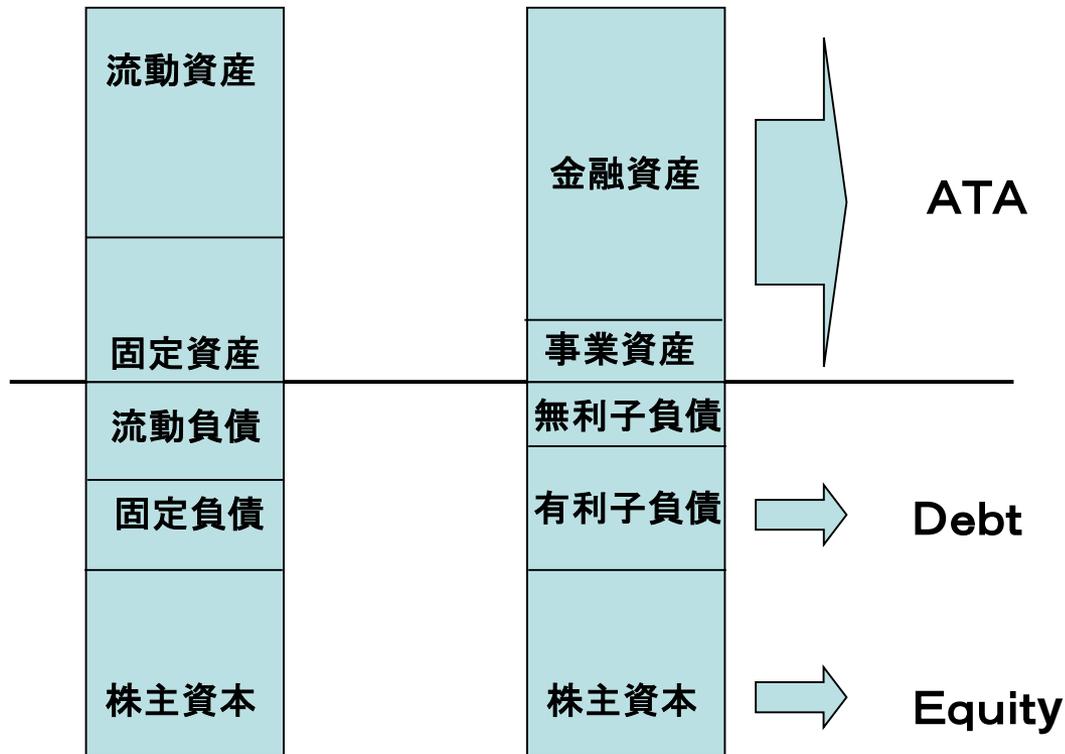
※ HOYA : Divisionは金融資産を持たないのが原則 / 金融資産はGHQの所有が原則

< 利用上の注意点 >

GHQ 連結B/S

会計上のB/S

企業価値上のB/S



< 利用上の注意点 >

1. ファイナンス理論では、全て時価／公正価値
2. 資本コスト(時価) = 資本コスト(簿価) × PBR
3. 「 β 」も「市場平均株式投資収益率」は
 - ・ 過去の実績数値
 - ・ 本来、将来の数値が必要
4. 超過収益力は無形資産からもたらされる。
[この部分の多くはオフバランス]

< 利用上の注意点 >

1. ファイナンス理論では、全て時価／公正価値

時価と言っても『一物多価』の時代

－ 例 － 事業比較

ケースA : 昔からやっている事業

- ・取得原価主義(会計)
- ・土地などは昔の値段でB/S計上

ケースB : 新しく始めた事業

- ・時価に近い価額

※ A, Bケース比較は正しいか ?

< 企業会計の限界 >

- ・ 会計ルールの枠内で財務諸表が作成される。
- ・ オフバランス事項が反映されない。
 - (1) 包括利益計算書・貸借対照表は『経営者が作る利益』と言われている。
 - (2) キャッシュフロー計算書は嘘をつかない。

< 望ましい方法: キャッシュフロー割引現在価値法 >

$$G - W - G'$$

現金を調達し、

『モノ』『サービス』に換え、

現金(元本+利益)を回収する

- ※ HOYA : 利用度を拡げるために『単純化』した。
「CFモデル」ではなく「財務会計モデル」を採用している。
「財務会計モデル」は社内になじんでいる。

Q5 : 非上場企業／事業部門の

「企業価値算定指標」を

知りうる限り

A4用紙に記載して下さい。

企業価値の2側面 —参考—

1. 非上場企業／事業部門

類似企業比較法

	事業価値	企業価値	株主価値
売上高倍率	→		
営業利益倍率	→		
営業CF倍率	→		
EBITDA倍率	→		
PER	←		
PBR	←		

矢印は計算の順序

< 企業価値の算定イメージ >

企業価値 = 事業価値 + 投融資

株主価値 = 企業価値 - 純有利子負債

① B/S項目はすべて「公正価値」で評価する。

- ・公正価値 = 時価
- ・現代は「一物多価」

② 事業価値は
・将来に亘り事業から生み出すCFを現在価値に割り戻して算定する(DCF法)、もしくは類似企業の事業価値から推定する。



< 経営者 と 管理者 >

< 経営者と管理者 >

『経営』とは、

- ・ 「創造」と「破壊」の連続である
- ・ アートである

／山城章先生

- 経営者の『自覚』
- やり遂げる『覚悟』

1. 経営者

- ① 『業を企てる』人／将来を今生きる人
- ② その時代・その時代の存在価値を創る人
- ③ 『創造』と『破壊』を実践する人／リスクを取る人

投資家から資金調達をし、そのお金を使って「もの」や「仕組み」に換えて「元本＋利益」を回収し、ステークホルダー全ての満足を得て企業価値を創造していく人

< 経営者と管理者 >

2. 管理者

- ① 今を今生きている人、もしくは、
昨日・一昨日・一昨昨日を今生きている人
- ② 「意識する／しない」に拘わらず
現状の状態が続いていくと考えている人
- ③ 部分最適で思考しがちな人／リスクを取らない人

< 経営者と管理者 >

3. 人間の器／経営者

① 『器の大きさ』が『事業の大きさ』を決定する

百人のリーダーの器

千人のリーダーの器

1万人のリーダーの器

10万人のリーダーの器

百万人のリーダーの器 …… それ以上

② 多様な価値観を受け止める度量があるか？

③ 人間的魅力はあるか？

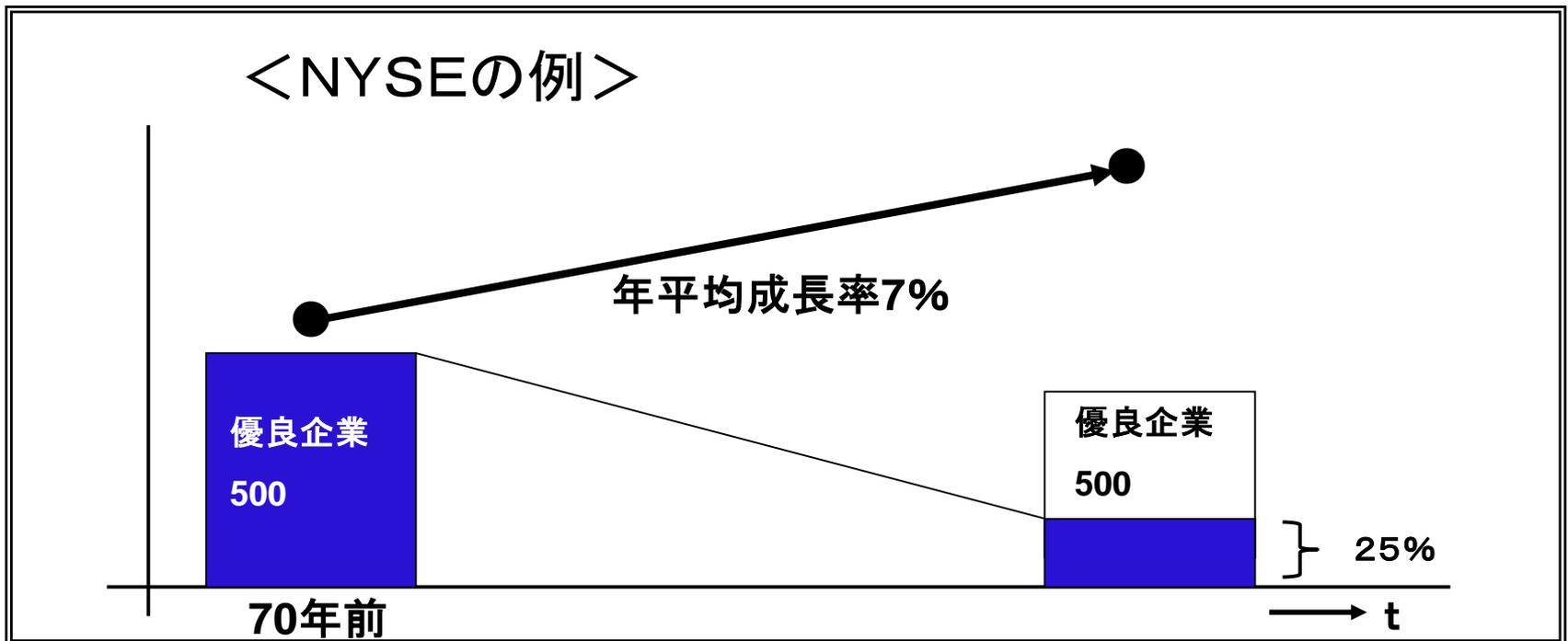
株主と同じ船に乗る

- ① HOYA(株)社内取締役は年収分の自社株式を持つ
- ② ストックオプション制度を導入
 - ・全グループ会社のキーマンが対象
- ③ 持ち株会の奨励金は15%

< 経営者 >

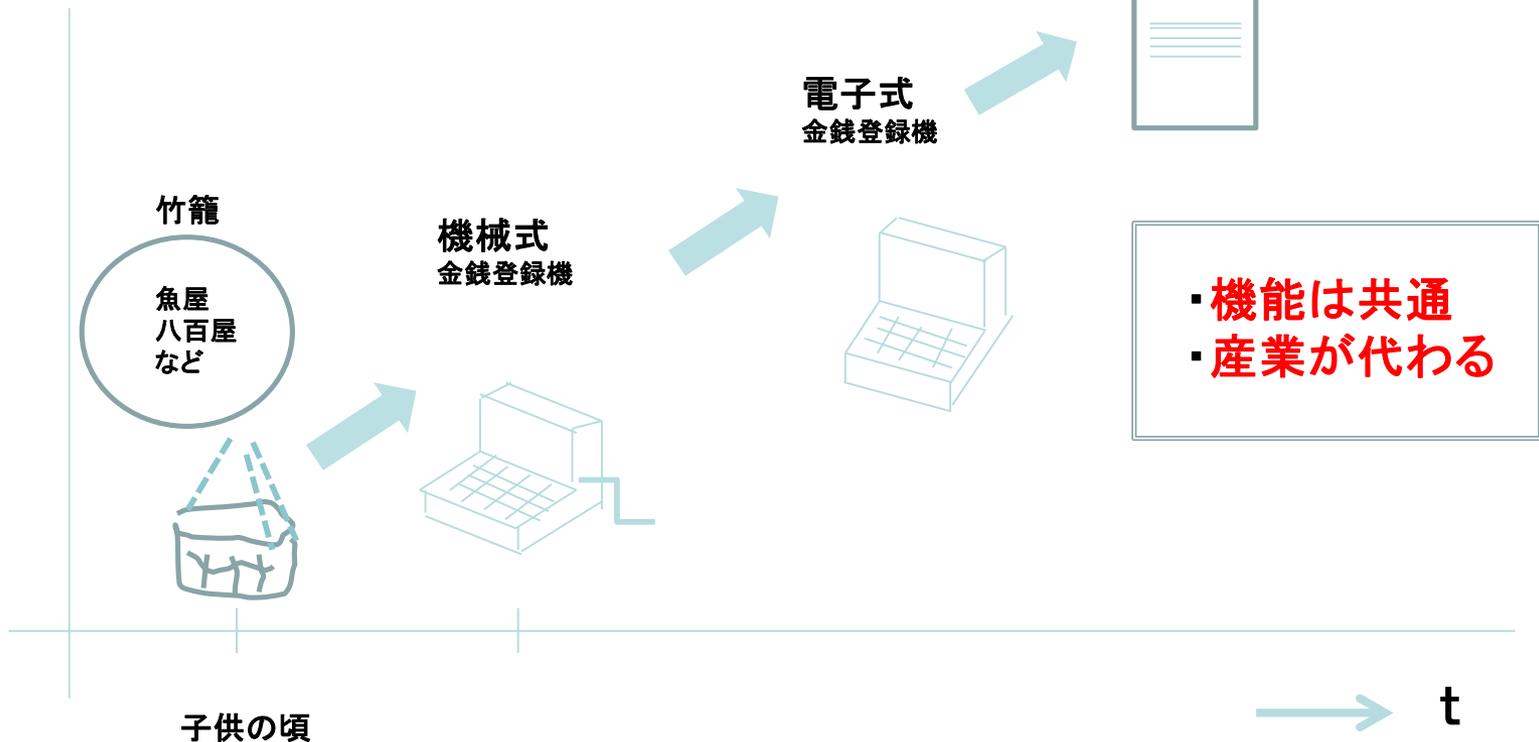
④ 「コーポレート」と「事業」を分けて考える

- ・「コーポレート」は存在意義のある形で成長を実現したい
- ・事業には命がある
- ・ポートフォリオ経営が必須



産業の栄枯盛衰

< 身近な例 : キャッシュレジスター >



< 社内ガバナンス >

⑤ 予算会議を**IIR**に替えた／Internal Invester Relations

- ・GHQが株主、Divisionは事業会社
- ・Divisionは単独の責任を負う

< 情熱を持って働ける仕組み >

1. 組織の設計

『組織は戦略に従う』

(1) 予算単位＝会計単位

『リーダーは戦場に立つ』

(2) 立地

- ・機能
- ・地域

< 情熱を持って働ける仕組み >

2. Division／SBU毎に全ての機能を持つ

(1) 自ら計画を策定し、自ら実践する

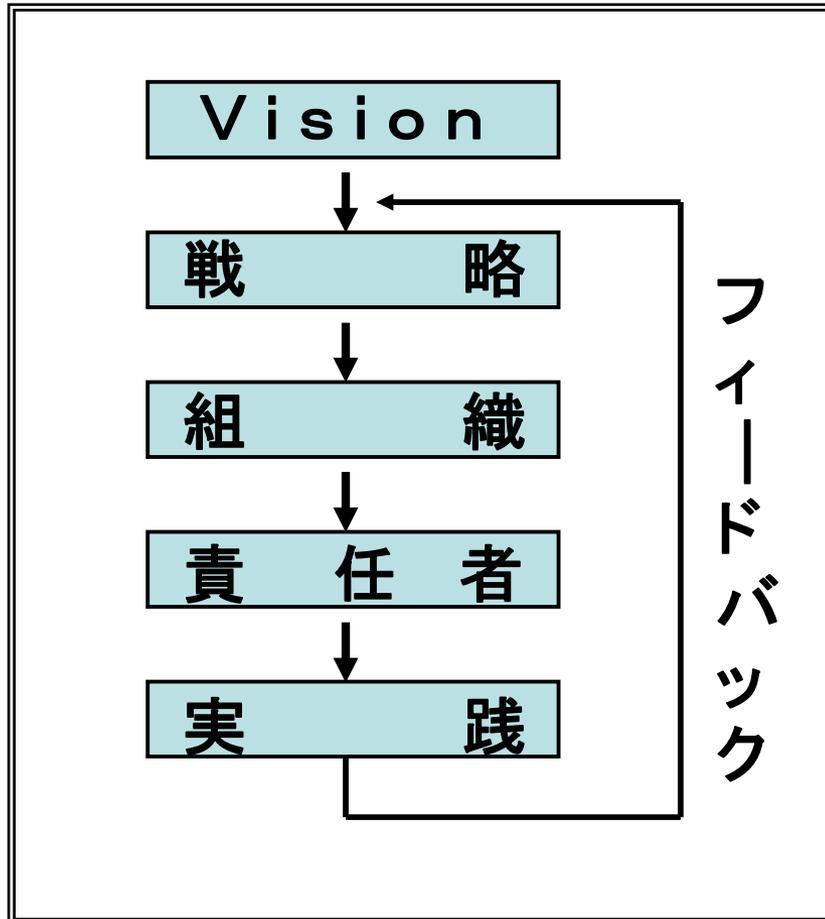
(2) 人事部を持つ

[その産業に相応しい人事制度]

(3) GHQ費用・資産・人員の配賦は中止

< 経営の要諦 >

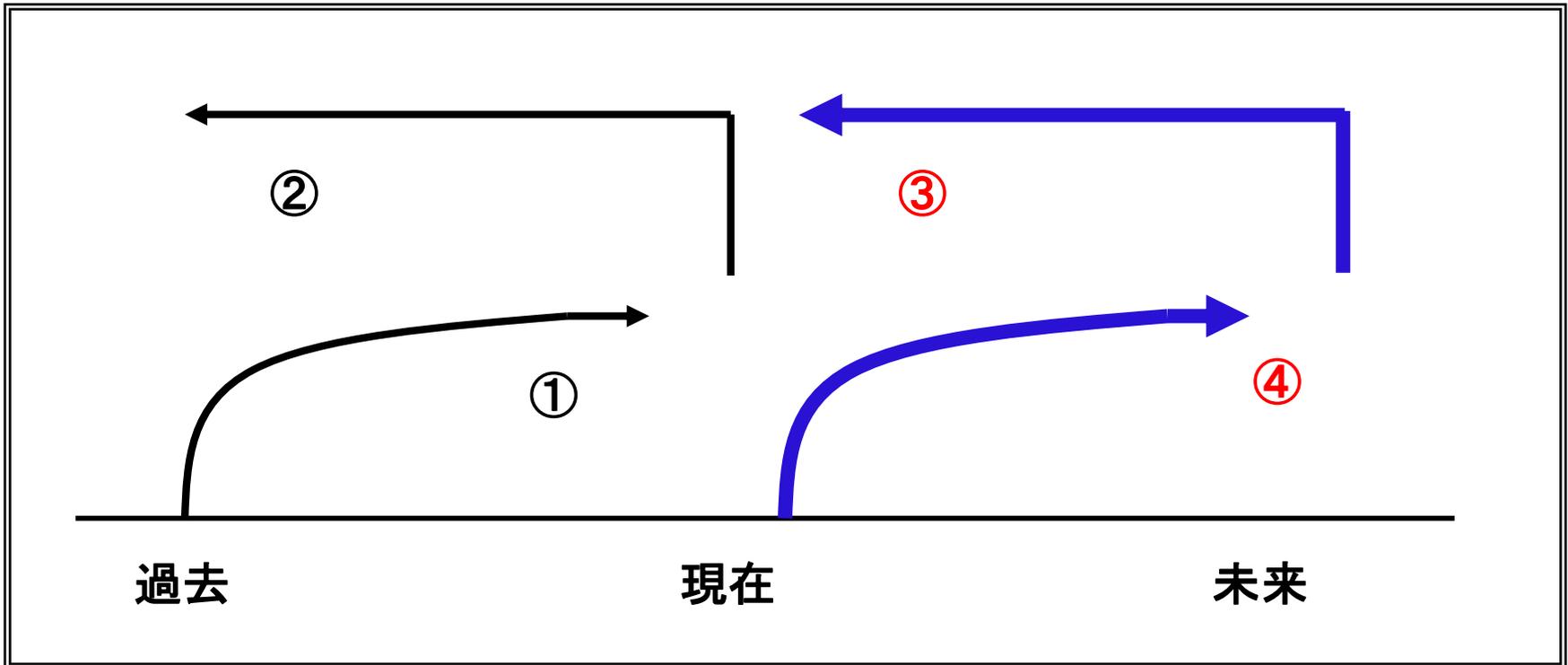
< 経営の要諦 – グランドデザイン >



- ① Visionを策定する : 10年後～20年後の姿
- ② Vision実現のための作戦を考える
- ③ 作戦を担当する組織を創る
 - ・時間軸と共に作戦が変わる。作戦が変われば組織も変わる。
- ④ 組織責任者を任命する。
 - ・時間軸と共に組織が変わる。組織が変われば責任者も変わる。
- ⑤ 実践する。

※ フィードバック : 実績を確認し計画との齟齬があれば作戦を再考する。

< 経営の要諦 — 『時間軸』と『視点』 >



- ①過去から現在を見る ～ 歴史に学ぶ
- ②現在から過去を見る ～ 歴史に学び将来に活かす
- ③将来から現在を見る ～ 仮説を立て将来を創造する
- ④現在から将来を見る ～ 創造と破壊 / 現在の延長線で見てはいけない

< 経営の要諦 — 企業とは >

ギョウ クワダ
『業を企てる』と読む

その時代、その時代に合った業を企て、企業として地球町内会での『存在意義』を高めることが重要だ。
地球町内会から『あなたが必要だ』と言われる存在になる。

昨日やったことを今日やらない、今日やったことを明日やらない、日々新たなり！

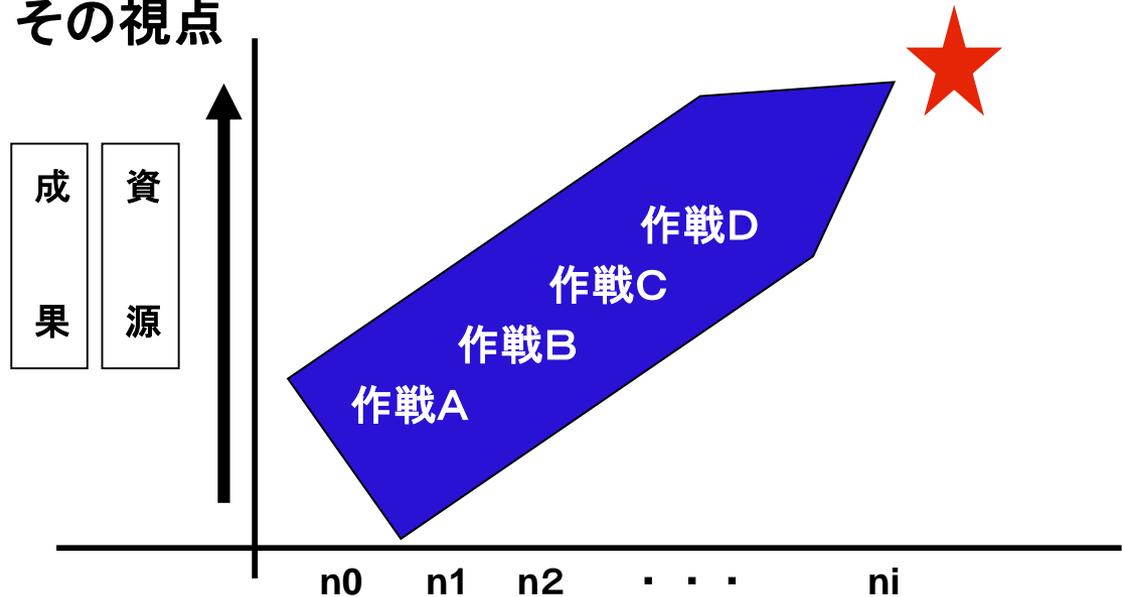
『業を企てる』こと、その視点

人間の暮らし向きが対象

- ① 将来に仮説を立てる
- ② 仮説を検証する
- ③ 仮説を実現させる作戦を考える

作戦は三通り

- (1) アグレッシブ・プラン
- (2) コンサーバティブ・プラン
- (3) それらの中庸プラン



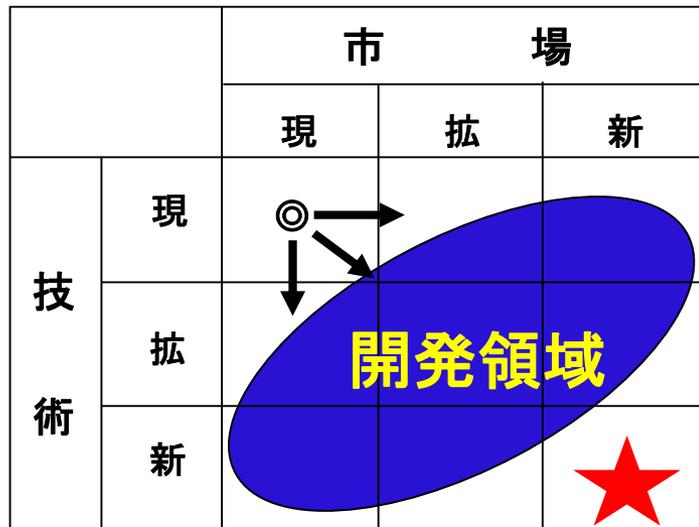
< 経営の要諦 — 成長の方策 >

『技術』と『地域』

『技術』： 現在・将来の人々の生活が豊かになるような『製品』『サービス』を生み出す技術

『地域』： 新しい『技術』から生み出される『製品』『サービス』を多くの地域に広げる

アンゾフ・モデル

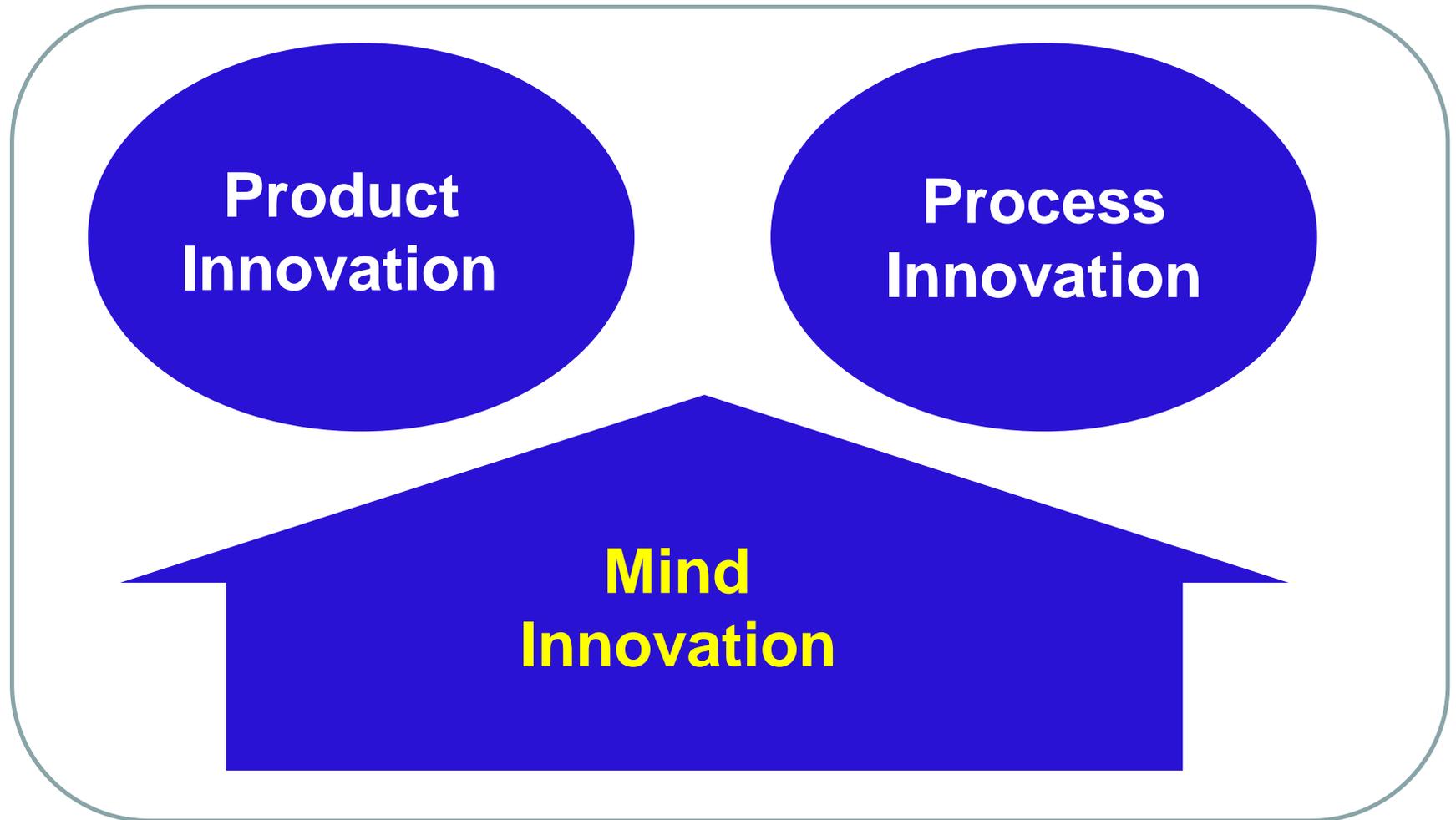


◎: 現在の事業ドメイン
新しい事業ドメインをどうするか

- シナジーを求めて拡げるか ?
- ★ 空挺部隊で新天地を目指すか ?

自前でR&Dから始めるか ?
Allianceを組むか ?
M&Aを実施して時間を稼ぐか ?

< 経営の要諦 - イノベーション >



Q6 :

あなたは何によって

経営者としての

「自覚」を持ちますか？

Q7 :

あなたは

経営者としての「志」を

どのように持ちますか？

Q8 :

あなたは

経営者としての「志」を

『やりきる覚悟』が

ありますか？