JPR
Independent Research & Advisory

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

中央大学大学院国際会計研究科

企業価値体系の経営管理への応用における実務的視点
～EVAの概念を中心に～

2012年12月

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社　代表取締役　宮下　修、CFA

（EVAはスターンスチュワート社の登録商標）

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

東京都港区西新橋1-2-9　日比谷セントラルビル　14階　〒105-0003

目次

１．企業価値体系を企業経営管理に生かすための基本的考え方

１）基本的な考え方

２）EVAを用いた経営管理手法

２．企業価値の重要概念の経営管理上の考え方

１）リスクプレミアム、資本コストの考え方

３）資本負債構成について

２）絶対額と改善額の考え方

４）目標設定における留意点：全社、事業、個人資本負債構成について

３．企業価値計算のモデル構築上の重要ポイント

１）流動性の低い企業のベータ値の推計

２）ターミナルバリューの計算時の留意点

３）EVAとDCFの計算結果が同じになるためのモデル構築上の工夫

４．業界計算事例：電子部品業界について

５．ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社：会社概要とアドバイス事例

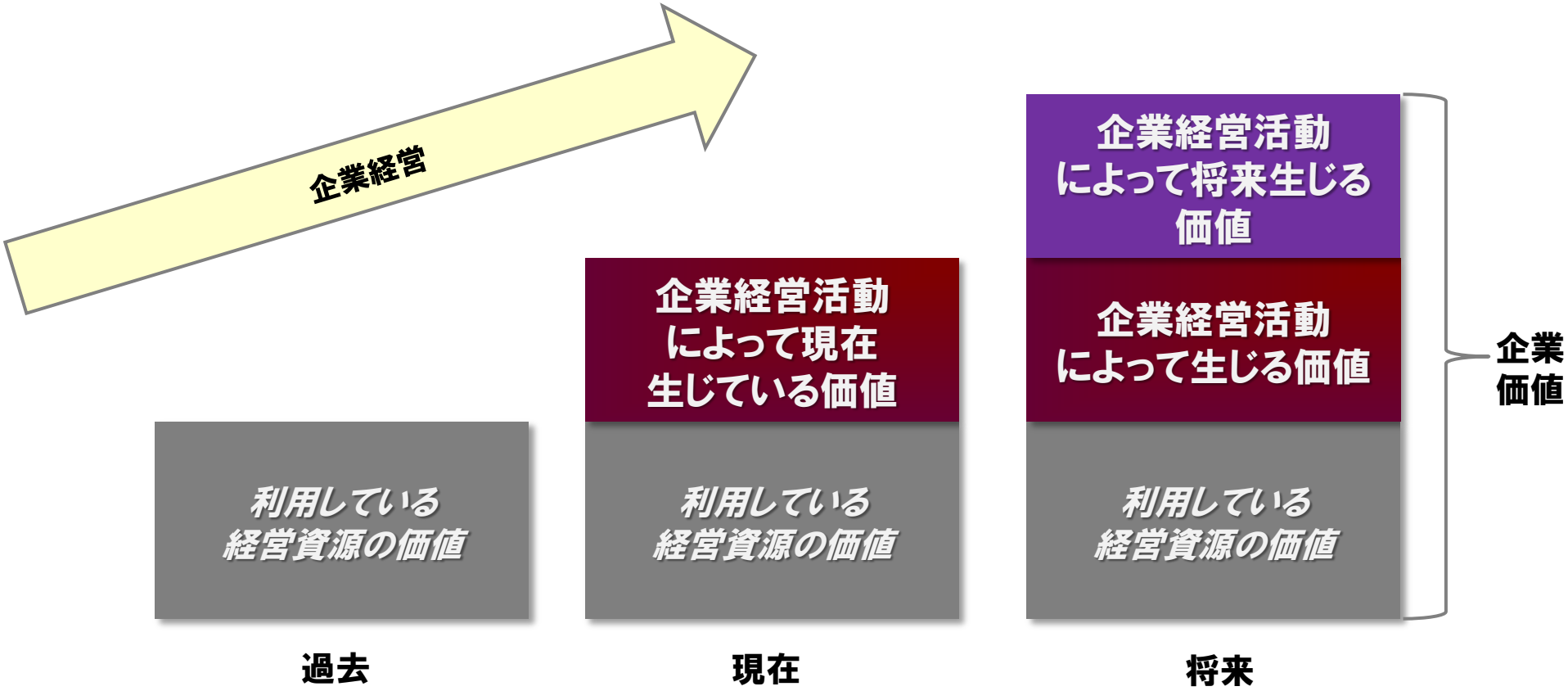
（EVAはスターンスチュワート社の登録商標）

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

1. 企業価値体系を企業経営管理に活かすための基本的考え方

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

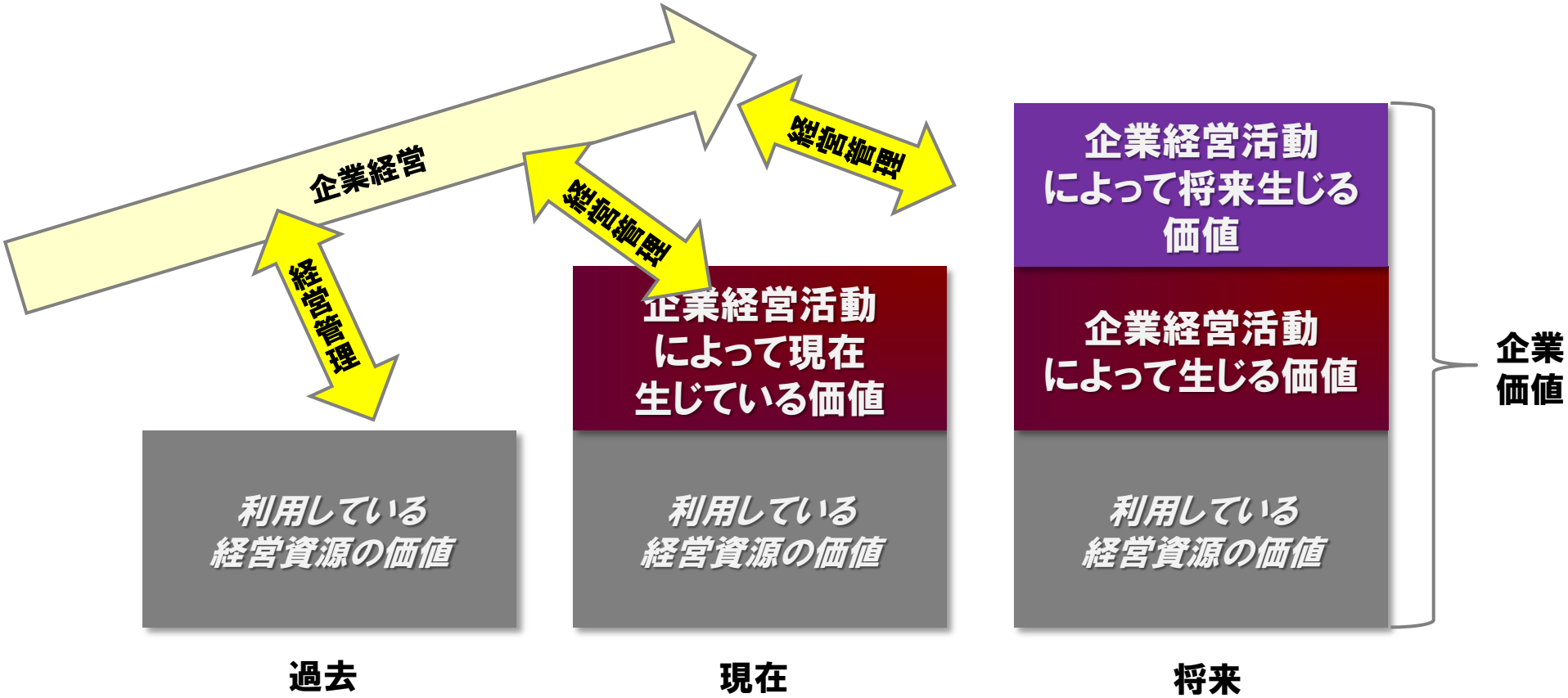
１）基本的考え方：企業経営とは何か？



外部の経営資源を利用して、その経営資源の価値を上回る価値を創造し、成長させること

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

１）基本的考え方：企業経営管理とは何をすべきか？



過去、現在、将来の企業経営活動を①計測し、②意思決定し、③活動調整し、④結果を評価し、⑤従業員に動機づけすること

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

１）基本的考え方：企業価値を３つに分解して管理することが重要

企業価値＝投下資本＋経済価値（企業活動によって創造された新たな価値）

利用している経営資源の価値（投下資本の価値）

株主資本
（内部留保含む）
有利子負債
少数株主資本

経営管理の視点

現在利用している資本の性格を理解し「機会費用」の観点で把握
（他の会社に投資したらいくらリターンが得られるのか？）

企業経営活動で創造された価値（経済価値）

現状創造された価値

ステークホルダーが提供した資本に対して、ステークホルダーが満足するリターンを上回ること
＝経済価値（企業価値とは違う）

経営管理の視点

現在生み出している経済価値を把握
期間損益的に把握することで経営管理サイクルの中に組み入れることが可能に

将来創造される価値（将来の「経済価値」の改善幅）

将来の成長性、利益率向上によって将来生み出される価値

経営管理の視点

将来にわたって、「経済価値」が拡大するかどうか？

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

１）基本的考え方：現状生み出している価値とは何か？

10%のリターンで満足する投資家がA企業に100億円投資

A企業が毎年5億円を生みだすようになった	A企業が毎年10億円を生みだすようになった	A企業が毎年20億円を生みだすようになった
10%で満足する別の投資家に50億円で持分を転売可能	10%で満足する別の投資家に100億円で持分を転売可能	10%で満足する別の投資家に200億円で持分を転売可能
50億円の価値毀損	**価値中立**	**100億円価値創造**
100億円×10%＝10億円よりも5億円上回っており10億円÷5%＝50億円が企業価値として毀損	100億円×10%＝10億円と丁度投資家が満足する利益だけを生み出している 企業価値＝投下資本の価値の状態	100億円×10%＝10億円よりも10億円上回っており10億円÷10%＝100億円が企業価値として創造

投資家の満足するリターンを超過した期間リターン＝経済的利益の定義＝EVA
現状生み出している価値＝EVAの永久価値＝EVA÷投資家の満足するリターン

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

１）基本的考え方：EVAは現在生み出している価値

投資家にとって特定の企業と同様のリスクの企業に投資するときに
10%のリターンが得られる＝お金を運用するときの機会費用
資本コスト＝10％＝機会費用

↓

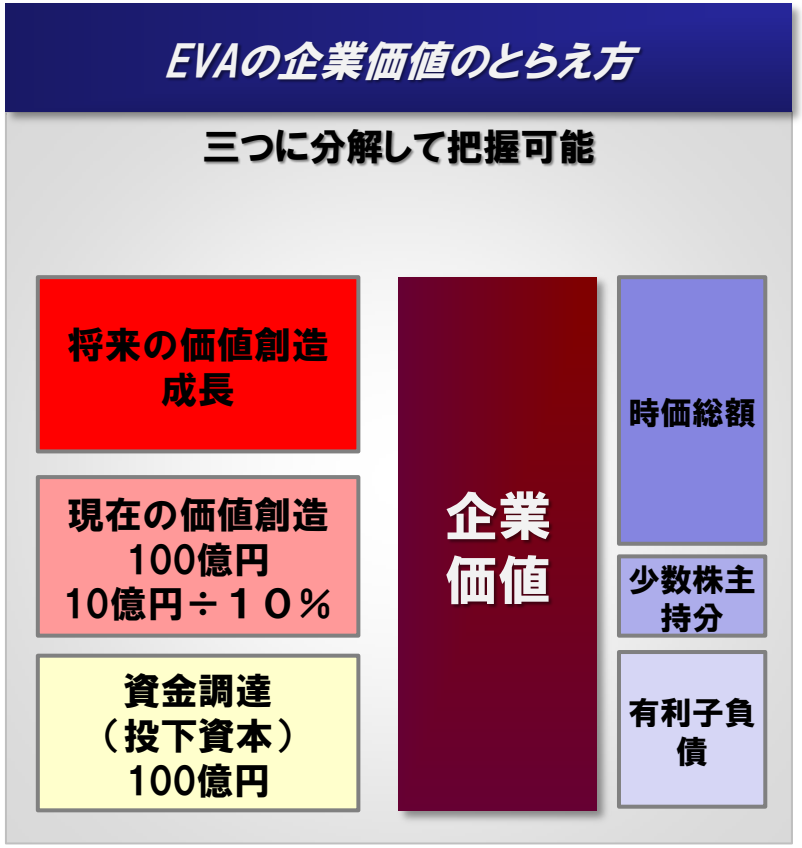
価値創造とは、機会費用を上回るリターンを提供すること

↓

EVA= NOPAT－資本コスト×投下資本
生みだした価値－機会費用=現在新たに生みだしている価値
＝企業価値創造

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

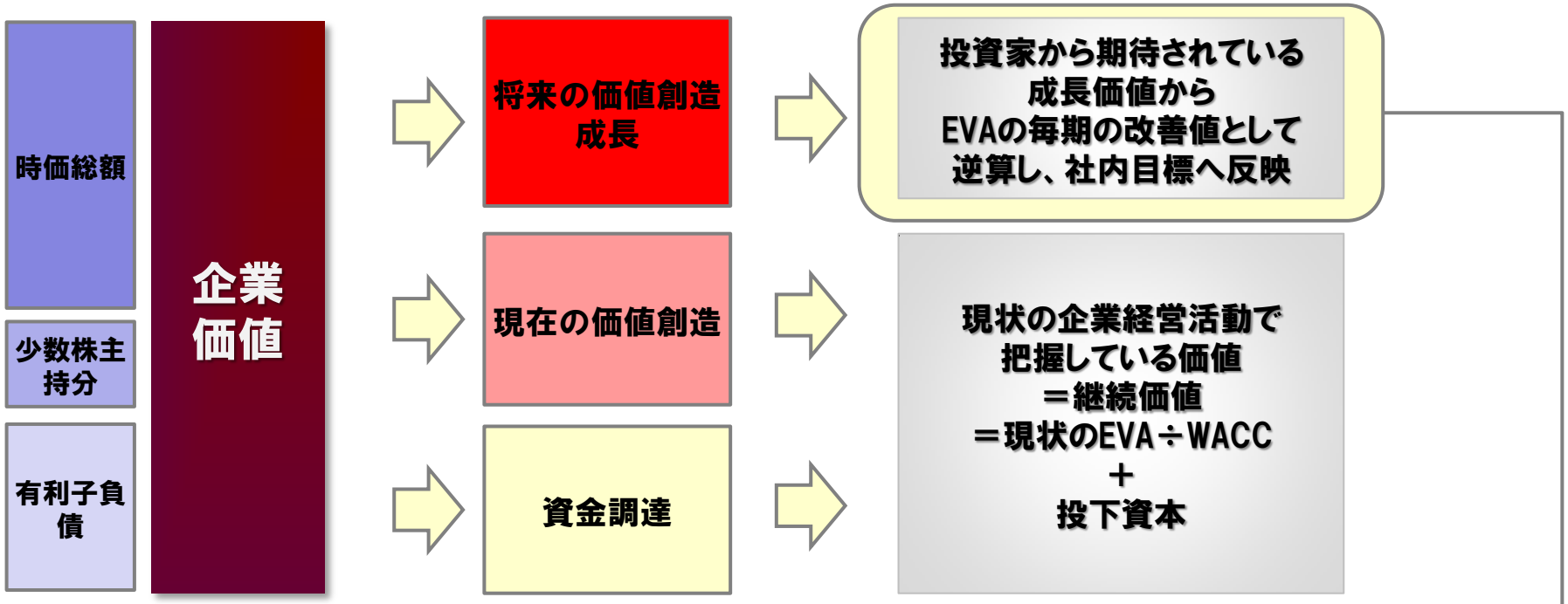
１）基本的考え方：DCFとEVAの違い



EVAは、過去の調達、現状、将来と経営サイクルを毎期ごとに管理することが可能

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）EVAを用いた経営管理手法；時価総額と企業価値、社内管理への結びつき

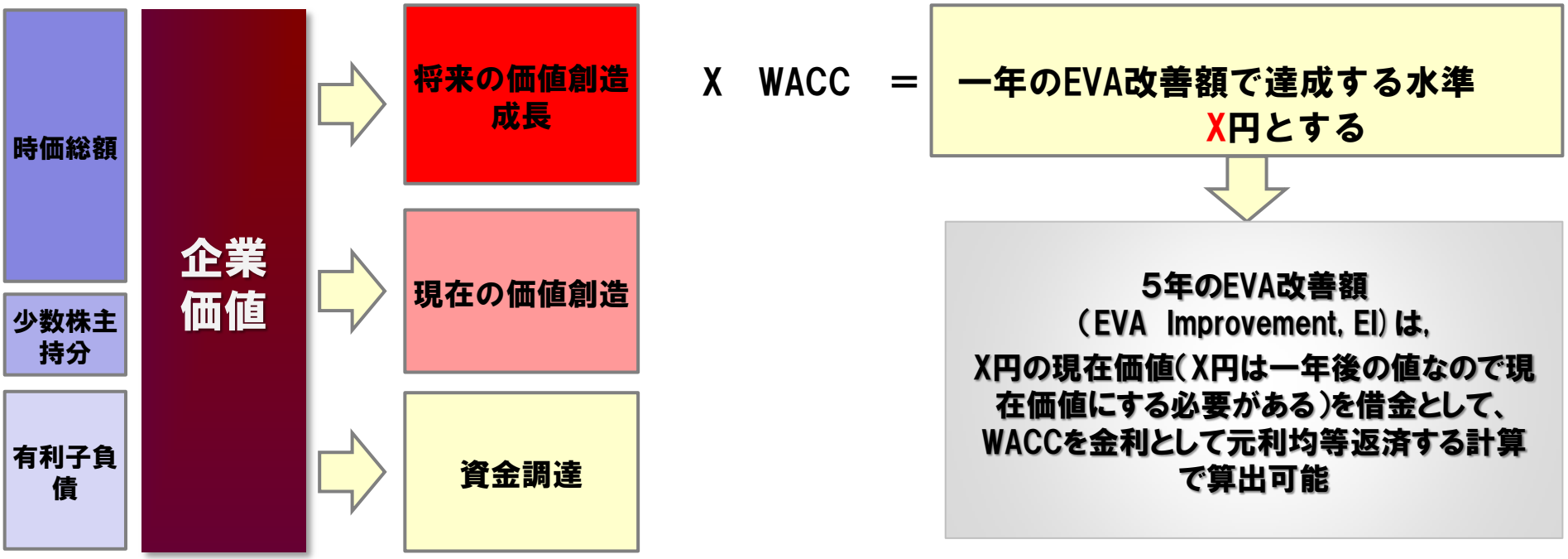


企業価値向上で重要なのは、将来のEVAの改善幅
EVA　Improvement =EI がより大事

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）EVAを用いた経営管理手法：具体的にどう結び付けるのか？

具体的な計算テクニック



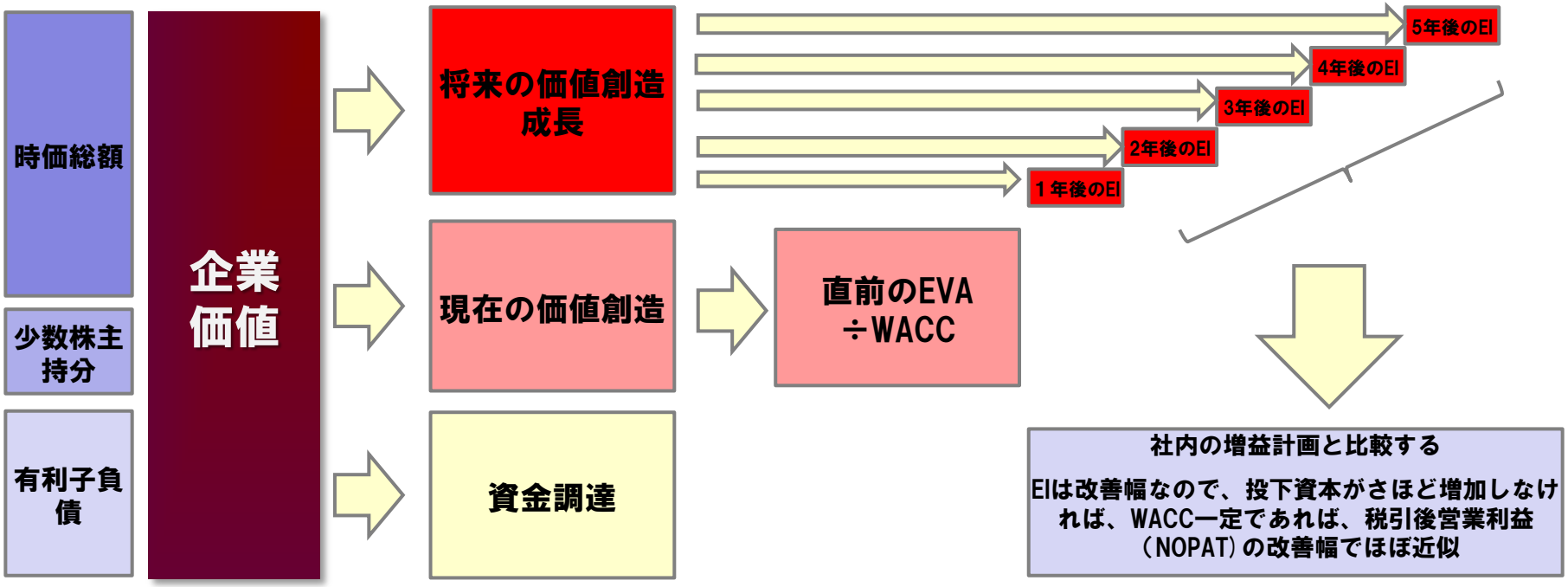
将来成長価値の値を５年のEVA改善額で達成する場合のEVA改善額の求め方（エクセル）

＝PMT（WACC、５年、－X/（1+WACC）、ゼロ）

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）EVAを用いた経営管理手法：具体的にどう結び付けるのか？

■ EIを用いた、株式市場の評価と自社経営計画の比較のイメージ
通常５年程度で説明すると、過去のEIの改善の実績等から見て整合性が取れる場合が多い



EI＜社内改善計画の改善幅

市場の期待よりも計画値が高い＝
無理のある計画ではないか？
IR強化して適正株価形成をめざすべきではないか？

EI＞社内増益計画の改善幅

市場の期待よりも計画値が低い＝
もっと成長性が高い計画が可能ではないのか？
改善の余地があるのか？

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）EVAを用いた経営管理手法：具体的にどう結び付けるのか？

計算事例（億円）

有利子負債	100
少数株主持分	10
株主資本	200
時価総額	400
WACC%	5
前期のNOPAT	20

（簡便的に、前期期首と今期期首のBSが同じとする）

	有利子負債	100
+	少数株主持分	10
+	時価総額	400
=	企業価値	510

	有利子負債	100
+	少数株主持分	10
+	株主資本	200
=	投下資本	310
×	WACC%	5
=	資本費用	15.5

	前期のNOPAT	20
−	資本費用	15.5
=	前期のEVA	4.5
÷	WACC%	5
=	前期EVAの永久価値	90

	企業価値	510	
−	投下資本	310	
−	前期EVAの永久価値	90	
=	今期以降のEVAの改善額の現在価値	110	=A
×	WACC%	5	
=	今ただちにEVAが改善しその後は横ばいとしてAの価値を達成するとした場合の今期のEVAの必要改善額	5.5	今期のEVAに対して 122% 増加＝非現実的

→	では、5年で達成する場合	5	年
	5.5をWACCを借入コストとして元利均等返済すると考えて毎年のEVAを計算：エクセルのPMT関数で容易に計算	1.21	=PMT（WACC,5年、マイナス元本、残金） =PMT（I37/100,5,-5.5/（１＋WACC）,0）

1.21÷4.5＝27%
毎期今季のEVAに対して28%増のEVA額の増加額を達成することで時価総額との内部の財務指標の目標が連動する

また投下資本比で見て0.4%の増加
1.21÷310＝0.4%

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）EVAを用いた経営管理手法：具体的にどう結び付けるのか？

将来の成長性期待を達成するためのEVAの改善額＝EVA　Improvement＝EIは、資本コストの大きさに影響を受けない

（単位：％、年、億円）

		WACC							
		3	4	5	6	7	8	9	10
達成に必要な年数	1	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
	2	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82
	3	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
	4	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48
	5	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21
	6	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
	7	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
	8	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
	9	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74
	10	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68

経営管理上は、資本コストの理論的な水準は実はさほど重要ではない
ただし、DCF等の意思決定との整合性は情報管理の面で重要

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）EVAを用いた経営管理手法：具体的にどう結び付けるのか？

自社

時価総額
少数株主持分
有利子負債
企業価値

→ 将来の価値創造成長
→ 現在の価値創造
→ 資金調達

→ 将来の価値成長と整合性のとれるEVA改善額(EI)を達成年数から算出

社内目標と比較

投下資本比を把握

競合他社

時価総額
少数株主持分
有利子負債
企業価値

→ 将来の価値創造成長
→ 現在の価値創造
→ 資金調達

→ 同様の計算を実施を行い自社と比較する

→ 株式市場の時価総額と整合性の取れる社内計画

EIの達成で従業員のボーナスを連動

＝経営管理と評価、報酬が連動へ

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２. 企業価値の重要概念の経営管理上の考え方

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

１）リスクプレミアム、資本コストの考え方

EVAの改善額が企業経営管理上重要

将来成長価値と整合性の取れる
EVAの改善額は資本コストに左右されない

DCFとの整合性から見て理論的正確性、及び現実の時価総額との整合性等は重要であるが、
１－２％ポイントずれていたとしても企業経営管理の視点からはさほど重要ではない
よって、わかりやすさから、きりの良い数字を使うことが実務上重要

例：リスクプレミアム：５、６、７％、WACC：５％など

また、一度決めたら長期的に固定することが管理上重要

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

参考：益利回りから把握するリスクプレミアム

■ 全上場企業ベース（当期利益赤字上場企業含む）

（単位：１０億円、％、倍）

	2012/12/12	2012/6/30	2011/6/30	2010/6/30	2009/6/30	2008/6/30	2007/6/30	2006/6/30
国債利回り	0.713	0.8491	1.1464	1.0961	1.3613	1.6062	1.8734	1.9297
LTM上場企業当期利益合計	14,036	15,592	15,931	14,227	-6,321	22,241	30,478	28,569
NTM上場企業当期利益合計	17,206	20,610	15,592	15,931	14,227	-6,321	22,241	30,478
時価総額合計	306,793	292,565	321,132	319,873	340,714	536,920	671,757	615,036
LTM上場企業当期利益合計ベースPER	21.9	18.8	20.2	22.5	-53.9	24.1	22.0	21.5
LTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	4.58	5.33	4.96	4.45	-1.86	4.14	4.54	4.65
LTMベースリスクプレミアム	3.86	4.48	3.81	3.35	-3.22	2.54	2.66	2.72
NTM上場企業当期利益合計ベースPER	17.8	14.2	20.6	20.1	23.9	-84.9	30.2	20.2
NTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	5.61	7.04	4.86	4.98	4.18	-1.18	3.31	4.96
NTMベースリスクプレミアム	4.90	6.20	3.71	3.88	2.81	-2.78	1.44	3.03
有利子負債合計	385,815	471,064	472,711	489,291	489,153	401,388	441,624	332,296
D/Eレシオ	1.26	1.61	1.47	1.53	1.44	0.75	0.66	0.54

5％～7％が妥当な水準

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

参考：益利回りから把握するリスクプレミアム

■ 全上場企業ベース（当期利益赤字上場企業除く）

（単位：１０億円、％、倍）

	2012/12/12	2012/6/30	2011/6/30	2010/6/30	2009/6/30	2008/6/30	2007/6/30	2006/6/30
国債利回り	0.713	0.8491	1.1464	1.0961	1.3613	1.6062	1.8734	1.9297
LTM上場企業当期利益合計	23,147	23,640	22,584	19,130	9,567	29,577	36,885	33,386
NTM上場企業当期利益合計	22,765	23,744	23,147	23,640	22,584	19,130	9,567	29,577
時価総額合計	305,468	288,183	322,942	310,844	193,578	476,215	694,128	617,155
LTM上場企業当期利益合計ベースPER	13.2	12.2	14.3	16.2	20.2	16.1	18.8	18.5
LTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	7.58	8.20	6.99	6.15	4.94	6.21	5.31	5.41
LTMベースリスクプレミアム	6.86	7.35	5.85	5.06	3.58	4.60	3.44	3.48
NTM上場企業当期利益合計ベースPER	13.4	12.1	14.0	13.1	8.6	24.9	72.6	20.9
NTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	7.45	8.24	7.17	7.60	11.67	4.02	1.38	4.79
NTMベースリスクプレミアム	6.74	7.39	6.02	6.51	10.31	2.41	-0.50	2.86
有利子負債合計	413,783	498,882	501,171	518,082	518,592	431,231	471,228	352,902
D/Eレシオ	1.35	1.73	1.55	1.67	2.68	0.91	0.68	0.57

5％～7％が妥当な水準

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）資本負債構成について

EVAの改善額が企業経営管理上重要

将来成長価値と整合性の取れる
EVAの改善額は資本コストに左右されない

資本負債構成は年度ごとに変動する

しかし、年度ごとに変動させた値をベースにWACCを微調整することは経営管理上は負担を多くするだけ

現実的には目標資本負債構成、や業界平均値等を用いて固定して運用

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

参考：業界の数値

■ 食品

（単位：１０億円、％、倍）

	2012/12/12	2012/6/30	2011/6/30	2010/6/30	2009/6/30	2008/6/30	2007/6/30	2006/6/30
国債利回り	0.713	0.8491	1.1464	1.0961	1.3613	1.6062	1.8734	1.9297
LTM上場企業当期利益合計	306	277	275	285	109	193	212	208
NTM上場企業当期利益合計	343	356	277	275	285	109	193	212
時価総額合計	6,068	5,730	5,318	5,413	5,241	5,913	7,079	6,895
LTM上場企業当期利益合計ベースPER	19.9	20.7	19.3	19.0	48.0	30.6	33.4	33.2
LTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	5.03	4.84	5.17	5.27	2.08	3.27	3.00	3.01
LTMベースリスクプレミアム	4.32	3.99	4.03	4.18	0.72	1.67	1.12	1.08
NTM上場企業当期利益合計ベースPER	17.7	16.1	19.2	19.7	18.4	54.1	36.6	32.5
NTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	5.66	6.21	5.21	5.08	5.44	1.85	2.73	3.08
NTMベースリスクプレミアム	4.95	5.36	4.06	3.99	4.08	0.24	0.86	1.15
有利子負債合計	2,470	2,487	2,487	2,532	2,587	1,917	2,162	2,048
D/Eレシオ	0.41	0.43	0.47	0.47	0.49	0.32	0.31	0.30

■ 自動車部品

（単位：１０億円、％、倍）

	2012/12/12	2012/6/30	2011/6/30	2010/6/30	2009/6/30	2008/6/30	2007/6/30	2006/6/30
国債利回り	0.713	0.8491	1.1464	1.0961	1.3613	1.6062	1.8734	1.9297
LTM上場企業当期利益合計	2,345	2,071	1,394	1,663	-2,355	3,849	3,955	3,540
NTM上場企業当期利益合計	2,355	2,588	2,071	1,394	1,663	-2,355	3,849	3,955
時価総額合計	30,918	28,863	31,714	27,610	29,634	42,438	59,864	49,053
LTM上場企業当期利益合計ベースPER	13.2	13.9	22.7	16.6	-12.6	11.0	15.1	13.9
LTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	7.58	7.17	4.40	6.02	-7.95	9.07	6.61	7.22
LTMベースリスクプレミアム	6.87	6.33	3.25	4.93	-9.31	7.46	4.73	5.29
NTM上場企業当期利益合計ベースPER	13.1	11.2	15.3	19.8	17.8	-18.0	15.6	12.4
NTM上場企業当期利益合計ベース益利回り	7.62	8.97	6.53	5.05	5.61	-5.55	6.43	8.06
NTMベースリスクプレミアム	6.90	8.12	5.38	3.95	4.25	-7.15	4.56	6.13
有利子負債合計	25,498	25,330	25,973	26,258	26,852	27,926	27,442	18,558
D/Eレシオ	0.82	0.88	0.82	0.95	0.91	0.66	0.46	0.38

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

３）絶対額と改善額の考え方

EVAの改善額が企業経営管理上重要

EVAは資本コストのわずかな計算の前提の違いによって変動する

資本コストは恣意性がのこり、その変化でEVAの絶対額は左右されることになる

ただし、EVAの改善額に焦点をあてて、企業価値向上を主体に

経営管理することがより重要

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

４）目標設定における留意点：全社、事業、個人

EVAはあくまで全社の数字

投下資本と事業について明確な結びつきが明らかにならない場合は、
無理にEVAを部門で計算すべきではない

商社の事業部門別管理などには有効

個人の評価としてはふさわしい指標ではない

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

３.企業価値計算のモデル構築上の重要ポイント

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

１）流動性の低い企業のベータ値の推計

β＝
当該企業のリターンとベンチマーク指数のリターンの相関係数
×
（当該企業の標準偏差÷ベンチマーク指数のリターンの標準偏差）

流動性の低い企業のβは著しく低くなる傾向がある

βを上記の計算で業界企業で計算

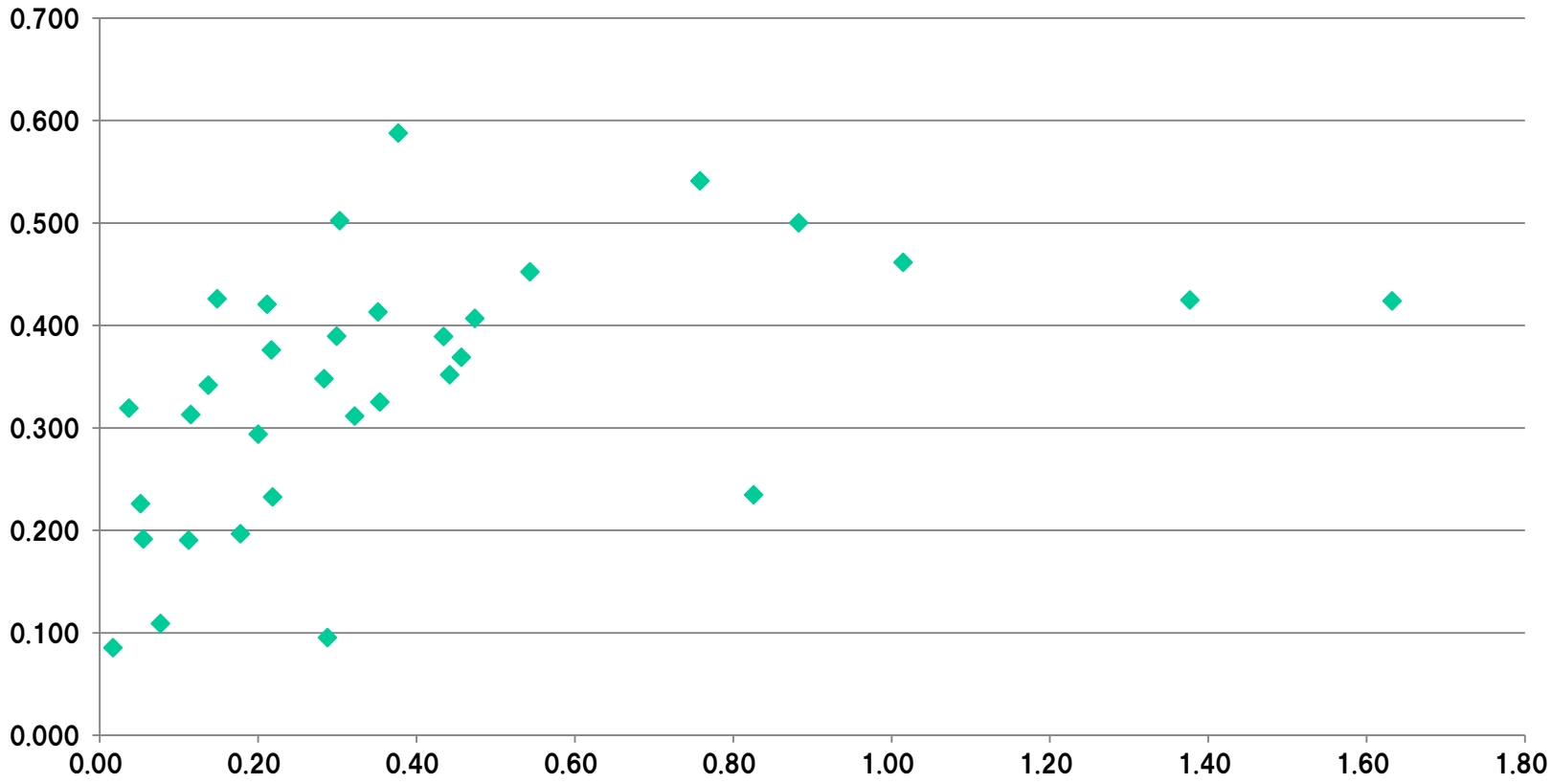
決定係数で相関係数を加重平均し業界平均相関係数を算出し
（当該企業の標準偏差÷ベンチマーク指数のリターンの標準偏差）
に業界平均の相関係数をかけ合わせてβを計算するとより現実的なβとなる

なお週次ベースが日次ベースよりも決定係数が改善する傾向がある

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

参考：流動性とβの決定係数の関係：電子部品（2012/6/30より過去３年、日次）

決定係数



平均一日当たり売買代金
÷時価総額

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

２）ターミナルバリューの計算時の留意点

成長しない前提のターミナルバリューは完全に定常状態にしなければならない

減価償却費=設備投資が絶対の条件

減価償却費＞設備投資または逆となって
ターミナルバリューが計算されていることは定常状態ではない

BS、PLについて変化のない状態で減価償却＝設備投資
とさせてモデルの最終2期を設定すべき

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

３）EVAとDCFの計算結果が同じになるためのモデルの工夫

EVAの企業価値とDCFの企業価値は絶対に同じになる

投下資本の変化＝純投資＋ネット運転資本の変化という意識でモデル構築することが重要
期首投下資本×WACC＝資本費用となることを忘れずに！

会計期間ごとに期首投下資本、期末投下資本のラインを構築して、

期首投下資本×WACC＝資本費用

期末投下資本－期首投下資本＝設備投資－減価償却費＋純投資の増分

を明示的にモデルに組みこむことが重要

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

４.計算事例：電子部品業界

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

電子部品：2012/6月ベース①

	山洋電気株式会社	株式会社 フジクラ	大崎電気工業株式会社	日本ガイシ株式会社	株式会社 日伝	株式会社 明電舎	株式会社 タムラ製作所	日東工業株式会社	株式会社 指月電機製作所	ウシオ電機株式会社	シンフォニアテクノロジー株式会社	住友電気工業株式会社	株式会社ジーエス・ユアサコーポレーション	古河電気工業株式会社	株式会社 京三製作所	昭和電線ホールディングス株式会社
項目																
現預金	9,994	59,688	10,645	116,125	24,431	12,747	9,726	12,972	2,671	53,735	5,525	144,945	16,493	33,359	3,453	7,446
有利子負債	12,446	173,868	23,624	131,436	2,068	63,420	21,439	228	921	12,907	32,867	363,995	66,567	328,506	15,755	58,454
少数株主持分	512	11,881	11,481	9,694	0	2,216	0	699	56	3,183	0	150,923	21,094	52,874	0	1,085
株主資本	38,398	172,354	24,723	254,749	53,803	51,205	27,773	58,917	13,727	158,865	24,907	988,008	115,127	144,695	33,217	40,693
投下資本	51,356	358,103	59,828	395,879	55,871	116,841	49,212	59,844	14,703	174,955	57,774	1,502,926	202,788	526,075	48,972	100,232
推計実効税率	31.7%	45.0%	37.8%	38.1%	44.0%	38.3%	63.2%	42.5%	34.0%	32.9%	29.4%	36.2%	32.9%	31.4%	52.7%	25.5%
時価総額	31,563	85,082	24,278	285,045	34,764	67,856	16,732	53,165	10,141	128,507	24,097	779,723	149,444	132,036	21,337	22,188
国債利回り	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
リスクプレミアム	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
β	1.54	1.62	1.35	1.15	0.73	1.62	1.74	1.03	0.95	1.11	1.65	1.23	1.48	1.61	1.00	1.63
株主資本コスト	8.5	8.9	7.6	6.6	4.5	8.9	9.5	6.0	5.6	6.4	9.1	7.0	8.3	8.9	5.9	9.0
負債コスト	0.58	0.47	0.53	0.53	0.48	0.52	0.31	0.49	0.56	0.57	0.60	0.54	0.57	0.58	0.40	0.63
WACC%	6.32	3.50	4.79	4.72	4.28	4.95	4.36	5.97	5.18	5.88	4.19	5.19	6.10	3.58	3.55	3.01
資本費用（投下資本×WACC）	3,246	12,531	2,866	18,705	2,393	5,779	2,144	3,571	762	10,286	2,418	78,004	12,362	18,827	1,738	3,015
営業利益	4,730	13,383	3,485	25,651	3,978	5,901	1,416	4,372	1,957	10,696	1,557	86,946	16,030	15,947	2,166	1,945
簡便的NOPAT(営業利益×(1-実効税率)	3,229	7,362	2,166	15,869	2,226	3,640	521	2,515	1,292	7,175	1,099	55,436	10,756	10,948	1,025	1,449
EVA＝NOPAT-資本費用	-17	-5,169	-700	-2,836	-167	-2,138	-1,622	-1,057	530	-3,111	-1,319	-22,568	-1,606	-7,880	-713	-1,566
EVA÷投下資本%	-0.03	-1.44	-1.17	-0.72	-0.30	-1.83	-3.30	-1.77	3.61	-1.78	-2.28	-1.50	-0.79	-1.50	-1.46	-1.56
EVAの継続価値＝EVA÷WACC	-272	-147,712	-14,607	-60,017	-3,897	-43,235	-37,245	-17,708	10,233	-52,916	-31,509	-434,822	-26,350	-220,179	-20,099	-52,057
企業価値＝時価総額＋少数株主持分＋有利子負債	44,521	270,831	59,383	426,175	36,832	133,492	38,171	54,092	11,117	144,597	56,964	1,294,641	237,105	513,416	37,092	81,727
投下資本	51,356	358,103	59,828	395,879	55,871	116,841	49,212	59,844	14,703	174,955	57,774	1,502,926	202,788	526,075	48,972	100,232
EVAの継続価値	-272	-147,712	-14,607	-60,017	-3,897	-43,235	-37,245	-17,708	10,233	-52,916	-31,509	-434,822	-26,350	-220,179	-20,099	-52,057
将来成長価値＝企業価値－投下資本－EVAの継続価値	-2,129	57,725	-1,358	28,105	-15,191	63,913	26,499	11,915	-13,178	21,934	35,009	204,464	47,453	224,730	3,617	39,409
1年目	-135	2,020	-65	1,328	-651	3,161	1,154	711	-683	1,290	1,465	10,612	2,893	8,043	128	1,186
2年目	-69	1,027	-33	679	-332	1,619	589	366	-350	663	748	5,440	1,489	4,092	65	602
3年目	-48	697	-23	463	-226	1,105	401	251	-239	455	509	3,718	1,022	2,776	44	407
4年目	-37	531	-17	355	-173	848	307	194	-184	351	389	2,858	789	2,118	34	310
5年目	-30	432	-14	291	-141	695	251	159	-151	288	318	2,342	649	1,724	27	251
今期の会社目標営業利益	5,200	13,000	3,100	28,000	4,260	8,500	2,400	5,100	1,740	12,000	2,300	110,000	18,000	25,000	4,000	2,500
今期のNOPAT	3,550	7,152	1,927	17,322	2,384	5,244	883	2,933	1,149	8,050	1,624	70,135	12,078	17,162	1,892	1,863
今期の会社目標からのEVAの改善額	321	-211	-239	1,453	158	1,603	362	419	-143	875	525	14,699	1,322	6,215	868	414
EVA改善額÷投下資本	0.62	-0.06	-0.40	0.37	0.28	1.37	0.74	0.70	-0.98	0.50	0.91	0.98	0.65	1.18	1.77	0.41
2012/6/30時点の株価	508.0	236.0	681.0	873.0	2,209.0	299.0	204.0	1,345.0	348.0	980.0	162.0	983.0	362.0	187.0	340.0	72.0
現在の株価	456.0	243.0	426.0	888.0	2,085.0	276.0	190.0	1,141.0	304.0	968.0	151.0	943.0	331.0	170.0	284.0	65.0
リターン	-10.2	3.0	-37.4	1.7	-5.6	-7.7	-6.9	-15.2	-12.6	-1.2	-6.8	-4.1	-8.6	-9.1	-16.5	-9.7

（注）実効税率は、過去10年間で黒字だった年度の法人税率の平均を代用

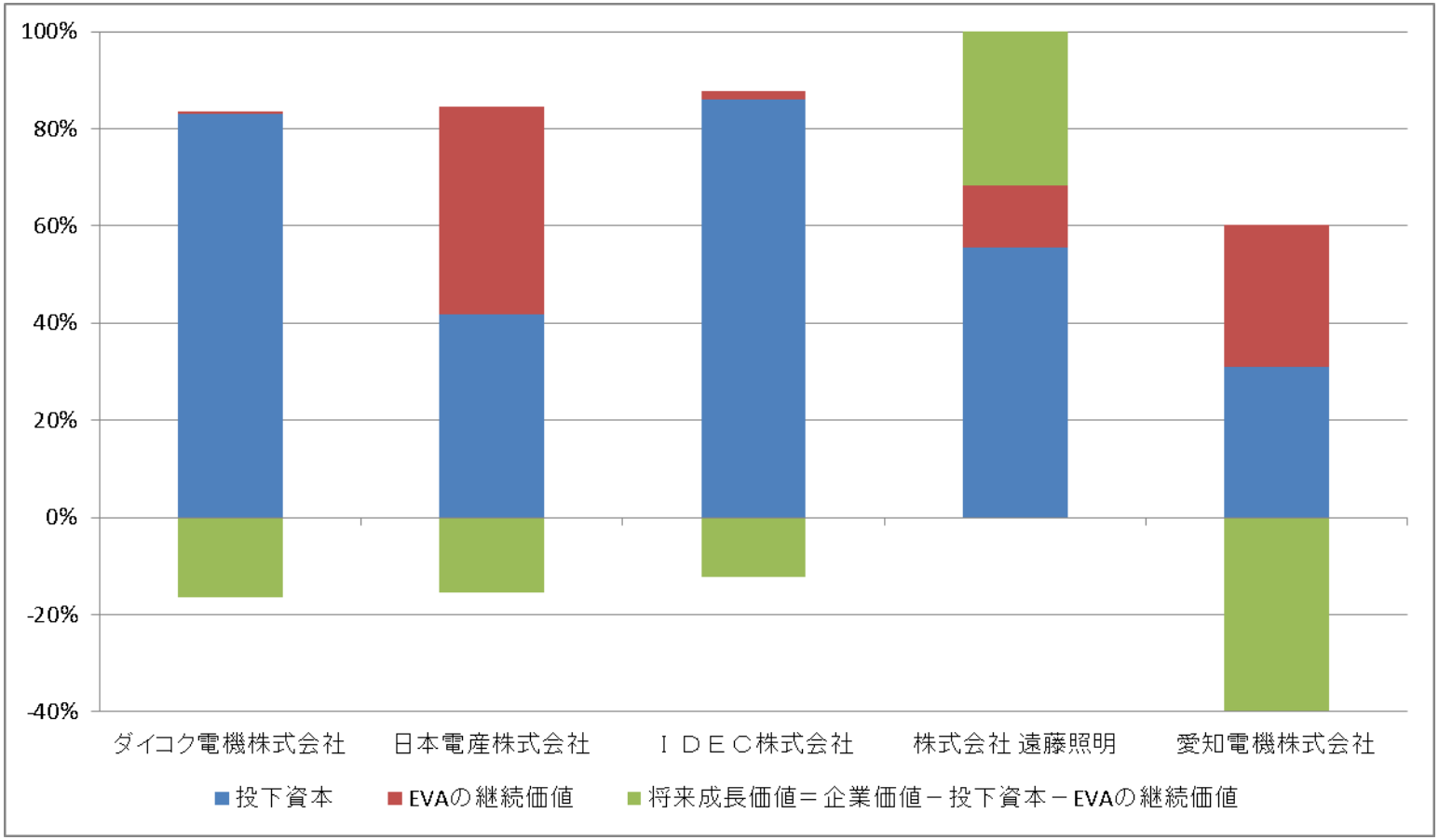
J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

電子部品：2012/6月ベース②

	6994-TKS	6641-TKS	6430-TKS	6594-OSE	6504-TKS	6652-TKS	6804-OSE	5809-TKS	5812-TKS	6889-JAS	6622-TKS	6741-TKS	6932-OSE	6624-OSE	6924-TKS	6513-TKS	6623-NGO	5304-OSE	全企業		EVAプラス企業のみ	
	株式会社 指月電機製作所	日新電機株式会社	ダイコク電機株式会社	日本電産株式会社	富士電機株式会社	IDEC株式会社	ホシデン株式会社	タツタ電線株式会社	日立電線株式会社	オーデリック株式会社	株式会社 ダイヘン	日本信号株式会社	株式会社 遠藤照明	田淵電機株式会社	岩崎電気株式会社	オリジン電気株式会社	愛知電機株式会社	SECカーボン株式会社	平均値	中央値	平均値	中央値
項目																						
現預金	2,671	7,703	16,756	138,100	64,323	6,836	57,655	749	12,097	3,893	7,989	6,770	2,828	1,556	12,824	3,991	16,415	2,246				
有利子負債	921	6,706	7,525	188,518	289,487	4,558	5,026	1,000	50,176	117	30,657	16,060	12,157	5,645	12,910	4,463	11,782	9,952				
少数株主持分	56	2,621	87	55,429	19,640	114	0	0	1,844	4	2,317	5,444	6	84	1,299	2,124	335	4				
株主資本	13,727	58,213	27,026	370,182	163,577	26,088	90,917	27,130	81,190	16,558	46,320	51,681	8,948	1,433	19,489	14,251	33,109	32,975				
投下資本	14,703	67,540	34,639	614,129	472,704	30,760	95,943	28,130	133,210	16,679	79,294	73,185	21,111	7,162	33,698	20,838	45,226	42,931				
推計実効税率	34.0%	35.3%	49.6%	25.6%	46.2%	38.0%	36.6%	43.2%	38.1%	44.0%	41.1%	47.3%	47.4%	44.4%	41.5%	21.9%	33.7%	41.0%				
時価総額	10,141	56,648	20,520	808,000	137,916	22,618	33,330	32,344	64,548	8,578	34,744	32,323	31,375	7,480	12,571	10,274	17,516	12,324				
国債利回り	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85				
リスクプレミアム	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00				
β	0.95	1.51	1.19	0.87	1.59	1.10	1.08	1.31	1.26	1.59	1.19	1.09	2.13	2.19	1.59	1.90	1.32	1.34				
株主資本コスト	5.6	8.4	6.8	5.2	8.8	6.4	6.3	7.4	7.1	8.8	6.8	6.3	11.5	11.8	8.8	10.4	7.4	7.6				
負債コスト	0.56	0.55	0.43	0.63	0.46	0.53	0.54	0.48	0.53	0.48	0.50	0.45	0.45	0.47	0.50	0.66	0.56	0.50				
WACC%	5.18	7.62	5.10	4.38	3.39	5.38	5.51	7.21	4.29	8.69	3.95	4.56	8.41	6.95	4.79	7.79	4.70	4.41	5.23	4.79	5.53	5.14
資本費用（投下資本×WACC）	762	5,144	1,768	26,880	16,041	1,656	5,284	2,028	5,717	1,450	3,129	3,340	1,775	498	1,615	1,623	2,127	1,893				
営業利益	1,957	7,652	3,525	73,249	19,252	2,726	-4,122	3,298	1,966	1,143	3,704	3,296	4,147	481	1,566	602	6,249	1,084				
簡便的NOPAT（営業利益×（1－実効税率）	1,292	4,953	1,776	54,498	10,357	1,689	-2,614	1,872	1,218	640	2,180	1,738	2,180	268	917	470	4,143	640				
EVA＝NOPAT－資本費用	530	-191	8	27,618	-5,685	34	-7,897	-156	-4,499	-810	-949	-1,602	406	-230	-698	-1,153	2,017	-1,253				
EVA÷投下資本%	3.61	-0.28	0.02	4.50	-1.20	0.11	-8.23	-0.55	-3.38	-4.86	-1.20	-2.19	1.92	-3.22	-2.07	-5.53	4.46	-2.92	-1.29	-1.46	2.44	2.76
EVAの継続価値＝EVA÷WACC	10,233	-2,513	148	630,999	-167,520	628	-143,399	-2,164	-104,834	-9,314	-24,051	-35,102	4,826	-3,313	-14,569	-14,804	42,886	-28,416				
企業価値＝時価総額＋少数株主持分＋有利子負債	11,117	65,975	28,132	1,051,947	447,043	27,290	38,356	33,344	116,568	8,699	67,718	53,827	43,538	13,209	26,780	16,861	29,633	22,280				
投下資本	14,703	67,540	34,639	614,129	472,704	30,760	95,943	28,130	133,210	16,679	79,294	73,185	21,111	7,162	33,698	20,838	45,226	42,931				
EVAの継続価値	10,233	-2,513	148	630,999	-167,520	628	-143,399	-2,164	-104,834	-9,314	-24,051	-35,102	4,826	-3,313	-14,569	-14,804	42,886	-28,416				
将来成長価値＝企業価値－投下資本－EVAの継続価値	-13,178	-140	-6,855	-226,738	159,229	-4,382	95,340	7,543	81,909	1,358	11,808	10,729	12,059	9,226	7,711	10,456	-58,427	4,750				
1年目	-683	-11	-350	-9,924	5,404	-236	5,251	544	3,515	118	466	490	1,014	641	369	814	-2,748	209				
2年目	-350	-6	-179	-5,068	2,747	-121	2,696	281	1,795	62	237	250	527	331	189	422	-1,405	107				
3年目	-239	-4	-122	-3,451	1,862	-83	1,845	194	1,221	43	161	171	365	228	129	292	-958	73				
4年目	-184	-3	-94	-2,643	1,419	-64	1,420	150	935	33	123	131	285	177	99	227	-735	56				
5年目	-151	-2	-77	-2,158	1,154	-52	1,166	124	763	28	101	107	237	146	81	188	-601	46				
今期の会社目標営業利益	1,740	8,000	4,000	95,000	23,000	3,350	2,800	2,500	12,000	1,420	4,200	5,500	6,100	1,000	900	2,100	5,000	550				
今期のNOPAT	1,149	5,178	2,015	70,681	12,373	2,076	1,775	1,419	7,433	796	2,472	2,900	3,207	556	527	1,640	3,315	325				
今期の会社目標からのEVAの改善額	-143	225	239	16,183	2,016	387	4,389	-453	6,216	155	292	1,162	1,027	289	-390	1,170	-828	-315				
EVA改善額÷投下資本	-0.98	0.33	0.69	2.64	0.43	1.26	4.57	-1.61	4.67	0.93	0.37	1.59	4.86	4.03	-1.16	5.62	-1.83	-0.73	1.08	0.69	1.11	0.97
2012/6/30時点の株価	348.0	530.0	1,388.0	6,020.0	193.0	727.0	504.0	507.0	176.0	1,424.0	270.0	518.0	2,176.0	185.0	169.0	308.0	364.0	300.0				
現在の株価	304.0	468.0	1,766.0	4,950.0	190.0	740.0	506.0	830.0	132.0	1,880.0	255.0	573.0	2,806.0	153.0	174.0	450.0	265.0	273.0				
リターン	-12.6	-11.7	27.2	-17.8	-1.6	1.8	0.4	63.7	-25.0	32.0	-5.6	10.6	29.0	-17.3	3.0	46.1	-27.2	-9.0	-1.46	-6.79	0.06	-5.43

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

電子部品：2012/6月ベース：EVAプラス企業の価値構成



J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

5. ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社
会社概要とアドバイス事例

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

会社概要

■ 創業以来7年で数多くの上場企業のIR支援を体験し、多くの潜在価値実現を達成して参りました。

■ 名称	ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 （J-Phoenix Research Inc.）
■ 住所	〒100-0006 東京都港区西新橋1-2-9 日比谷セントラルビル　14階
■ Tel	03-5532-7647
■ Fax	03-5532-7373
■ 業務	企業調査事業、IRコンサルティング、 その他上記に付随する投資銀行関連業務
■ 設立	2003年5月2日
■ 資本金	1000万円
■ 代表者	代表取締役　宮下　修
■ 監査役	露木　正人
■ 法律顧問	栗林総合法律事務所

■ アドバイス実績（全て上場企業）

- インターネット関連５社／運輸１社／外食１社／化学１社／機械９社／娯楽１社／電子部品１社／専門店１社／半導体関連２社／不動産３社／精密１社／ソフトウェア１社／その他製造１社など

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

宮下　修　（代表者）履歴

職　歴

- 1989年　野村総合研究所入社。
  経済調査部、資本市場調査部にて資本市場規制、金融機関戦略、金融イノベーション等の調査に従事
- 1995年　野村総合研究所証券調査本部にてグローバルアセットアロケーション戦略の構築に従事
- 1996年　野村総合研究所企業財務調査室にて野村證券の事業法人顧客に対して財務アドバイザリー業務に従事
- 1999年　スターンスチュワート東京支店入社。日本人初のEVA（経済付加価値）コンサルタントとして、EVA経営システム導入プロジェクトに従事 （実績：花王、ソニー、旭化成）
- 2001年　メリルリンチ証券会社入社。投資銀行部門にて、M&A、株式引受、財務アドバイザリー業務、格付けアドバイス、IRコンサルティング業務等に従事
- 2004年　AIGコーポレート・ソリューションズ・インクに入社。証券訴訟および、M&Aに起因するリスクに対するリスクマネジメント商品の開発、マーケティングに従事
- 2005年　ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社　取締役パートナー
- 2009年　ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社　代表取締役
- 2012年　ジェイ・フェニックス・インベストメント株式会社　取締役

学　歴等

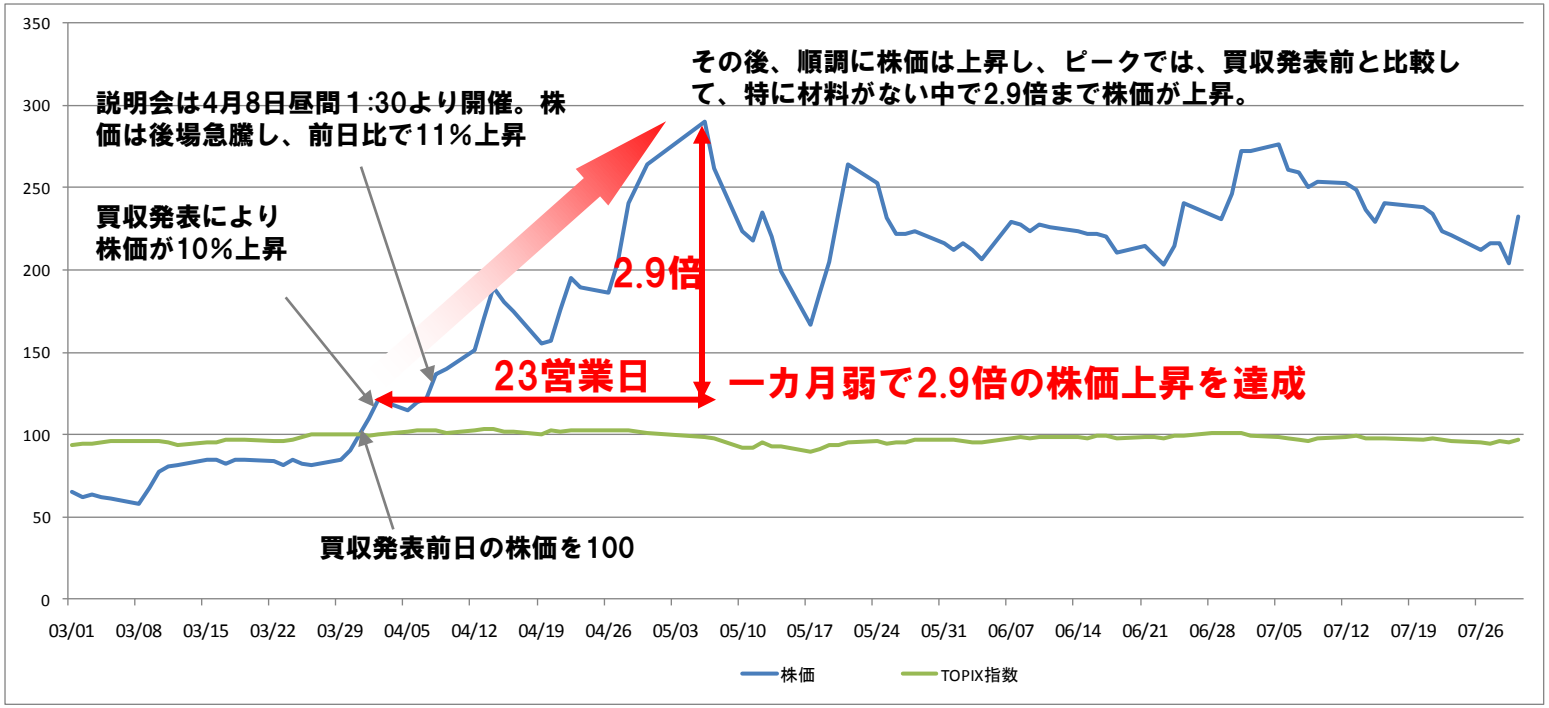
- 1987年　ドイツ・ボン大学法経学部留学（サンケイスカラシップ奨学生として留学費用支給）
- 1989年　早稲田大学政治経済学部経済学科卒業
- 1993年　野村総合研究所社内留学生としてシティー大学（ロンドン）ビジネススクールにて
  MBA（ファイナンス専攻）取得
- 1994年　野村総合研究所社内留学生としてドイツ・コンスタンツ大学経済統計学部にて修士号取得（Lizentiat）
- CFA協会認定証券アナリスト
- 日本証券アナリスト協会検定会員（CMA）

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

アドバイス事例：JASDAQ上場運輸セクター

- 20XX年３月において、ジェイフェニックスリサーチは、上場したばかりの新興運輸企業から、老舗運輸企業を買収する予定であり、その一カ月前にどのようにIRをすればよいか相談を受けました。
- JPRは、企業規模からみて買収が大きなインパクトを企業価値にもたらすが、効果的に戦略を説明し、老舗企業を新興企業がいかに企業価値を上げていくのか理論的に説明することが不可欠と判断し、通常の説明会とは別に、買収だけの説明会を開くように提案。
- 買収説明会資料はほぼすべてJPRが作成。短期間に運輸業界の構造を分析したうえで、今後運輸業界のコンソリデーターとなる成長ストーリーおよびその実行可能性について説明する資料を作成。
- 他にさしたる材料がない中で、株価は買収前と比較して、わずか１カ月で最大2.9倍へ。

- 顧客ニーズ
  - 大型買収によって変化する経営戦略を効果的に投資家へ伝えたい
- JPRのソリューション
  - 通常の説明会とは別に買収による戦略の変化、業績見通しがどのようになるのか投資家説明会を開催することを提案
  - 買収の内容および財務の変化を綿密にヒアリングしたうえで、戦略の変化、業績見通しを詳細かつロジカルに説明する資料を作成し、説明会の開催、ウェブでの開示を支援
- 効果
  - 20XX年4月1日に買収を発表。20XX年4月8日に機関投資家説明会を開催。3月31日の株価を100とすると、買収発表後110へ上昇。買収説明会前日までには122まで上昇。4月8日に説明会を昼に開催した後、株価が一段と上昇し、前日比で11%上昇。その後、さしたる材料がない中でさらに株価は上昇しつづけ、ピーク株価は3月31日を100とすると５月６日には、290となった。その後も、株価は200から300のレンジで推移。買収の成果を先取りした株価形成が定着したといえる。

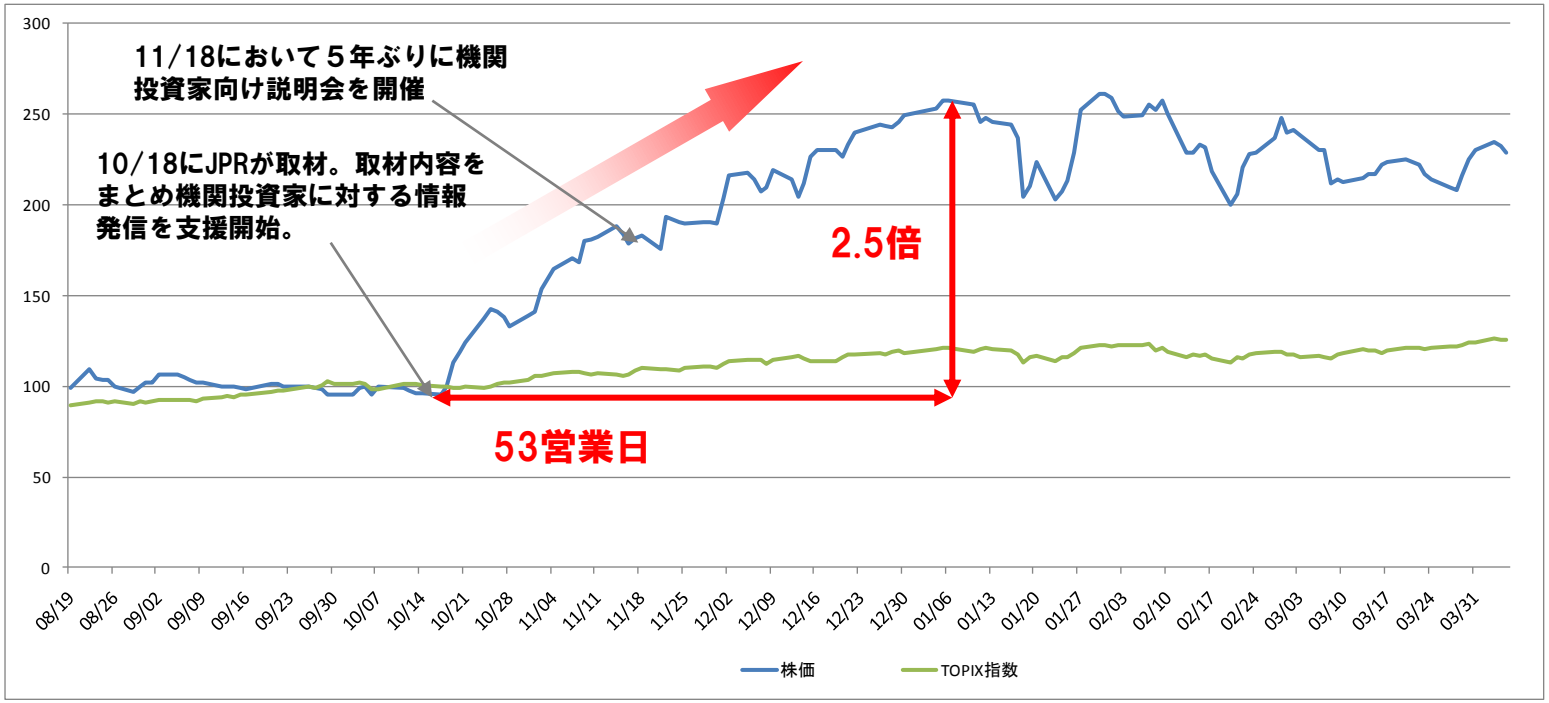


J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

アドバイス事例：東証二部上場液晶製造装置メーカー

- 20XX年10月において、ジェイフェニックスリサーチは、2000年代より業績不振により過去５年間IRを全くしていなかった企業について取材し、その取材内容を機関投資家に説明する資料を作成した上で情報発信を支援。さらに、説明会開催を提案。
- 説明会資料作成に関しては、取材やパブリック情報にもとづいて分かりやすく情報を整理する方法や、今後の業績見通しについて投資家から理解の得やすい開示方法をアドバイス。

- 顧客ニーズ
  - 業績不振で５年間IRを控えてきたが、業績が回復したため、IRを再開したい
- JPRのソリューション
  - ヒアリングした内容をもとに機関投資家に対して情報を提供。
  - 同時に説明会開催を提案。多岐にわたる事業ポートフォリオ、及びファブレスであることの柔軟性、競合他社に比較した競争優位性など、投資家に分かりやすい資料の作成支援を実施。
- 効果
  - 機関投資家に対して情報提供を開始した時点より、３ヵ月（53営業日）で株価は2.5倍へ。その後も、JPRの支援直前の株価を100とすると200-250のレンジが定着へ。

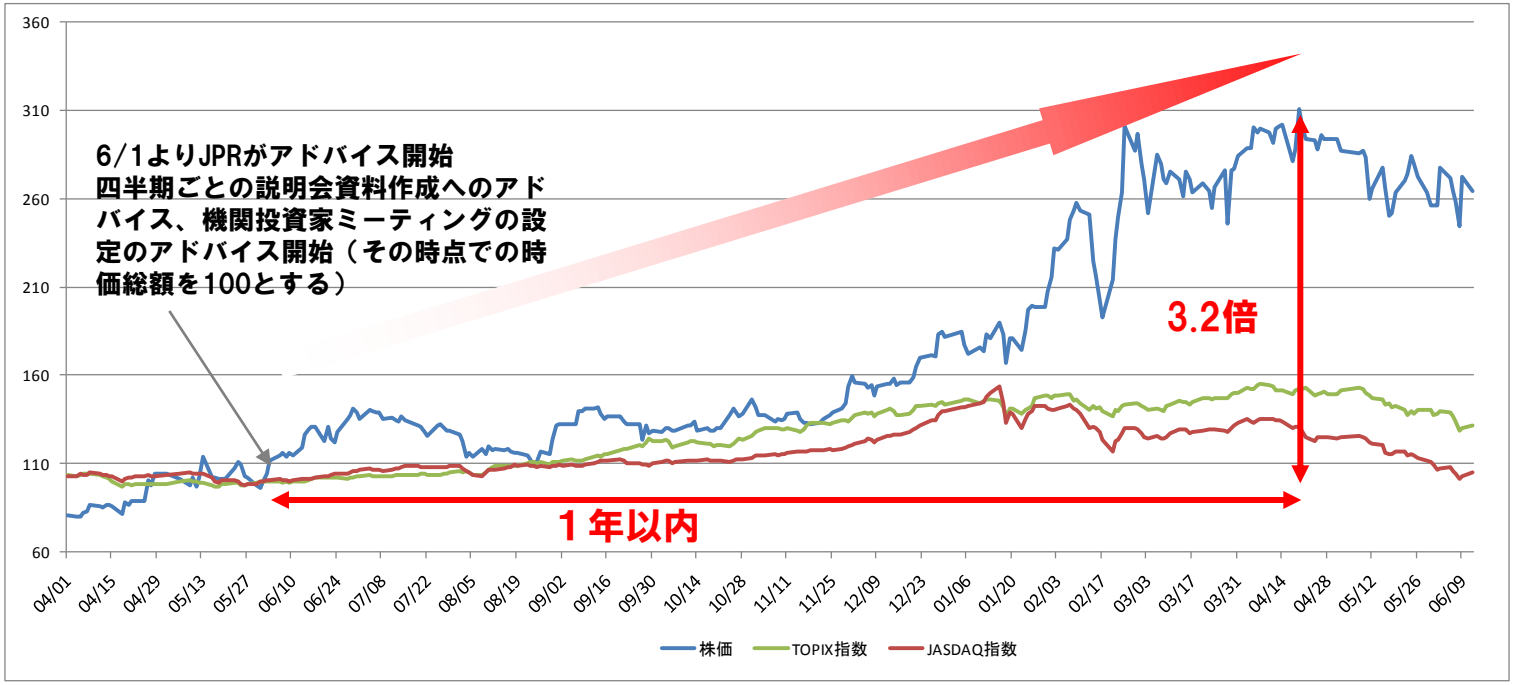


J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

アドバイス事例：JASDAQ半導体関連

- 20XX年6月より、創業オーナーと面談した上でアドバイスを開始。
- ユニークなビジネスモデルについて投資家の理解が必ずしも深くないと判断。投資家にとって分かりやすいビジネスモデルを象徴するフレーズをIRで利用することを提案。
- その上で、なぜそのビジネスモデルの収益性が高いのか、経営学、経済学の分析のフレームワークを利用した上で、景気変動との連動性等からロジカルに説明する資料の作成を支援。
- 機関投資家とのミーティングをアレンジした上で、事後的にもビジネスモデルの内容についてさらに理解を深める上でJPRからもフォローアップ。
- 一年をかけてビジネスモデルの内容及び収益ポテンシャルについての理解が浸透し、業績の改善以上の大幅な時価総額の増大が実現。

- 顧客ニーズ
  - 過去の不況よって業績が悪化していたときに下方修正してきたこと点に引きずられ、株価は利益と比較すると割安状態が継続していると認識。不況を克服しあらたなビジネスモデルにより収益回復したことを投資家にアピールしたい
- JPRのソリューション
  - 新たなビジネスモデルを分かりやすい言葉でアピールすることを提案。ビジネスモデルの経済的な収益性の高さをロジカルに説明する資料を作成して説明会を支援。
  - 各四半期ごとに説明会資料の作成をアドバイスするとともに投資家ミーティングをアレンジ
- 効果
  - ４半期ごとの当期利益で見ると、一年で1.8倍となったが、時価総額は最大で3.2倍へ増加。投資家に対して効果的に分かり安いビジネスモデルの説明をおこなったことが、業績の伸び以上に時価総額が増大したことに寄与したと推察される。同時期のTOPIX指数、JASDAQ指数の伸びをはるかに凌駕するアウトパフォーマンスを達成。

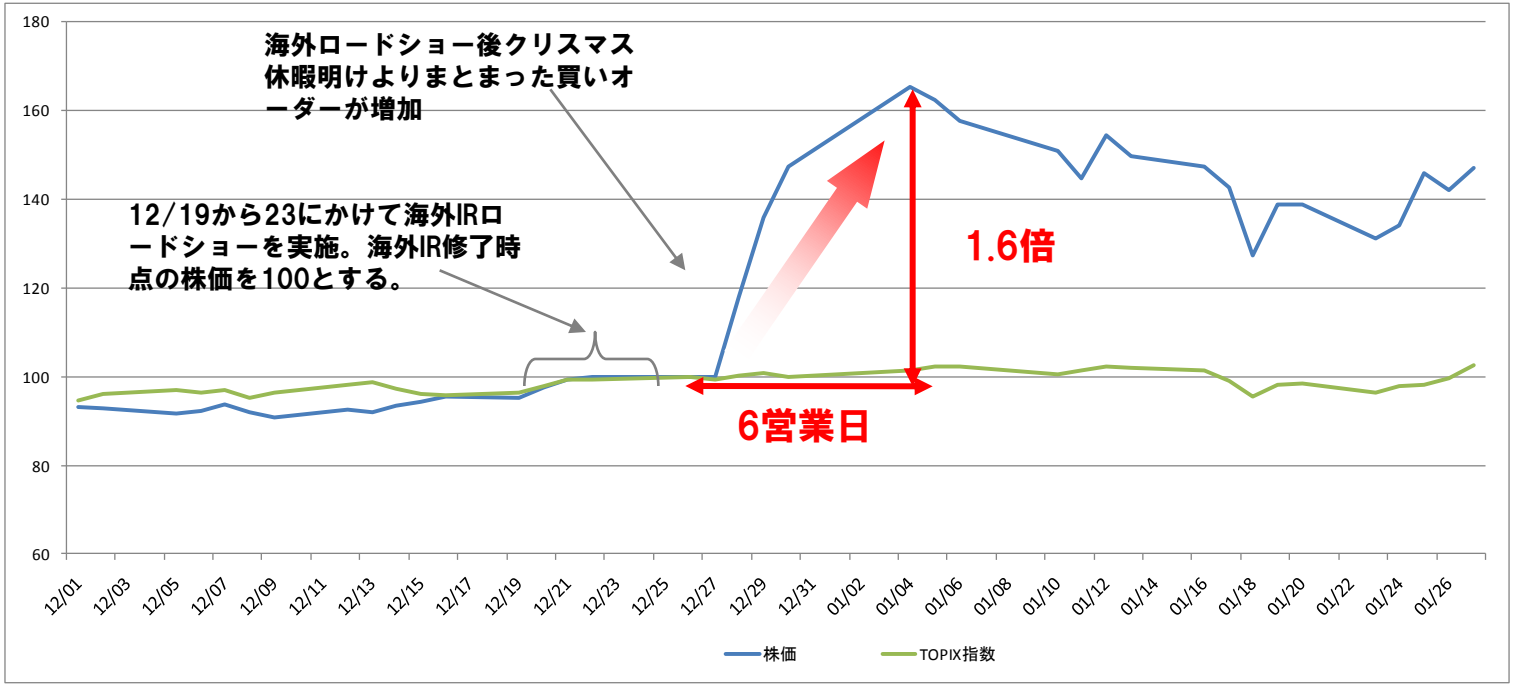


J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

アドバイス事例：東証一部娯楽関連

- 20XX年9月よりアドバイス開始。類似のビジネスモデルとしてディズニーの成長モデルとの比較から、ロジカルに企業価値の成長性を説明するIR戦略を立案。
- 国内説明会だけでなく、映画や娯楽関係への投資に対して造詣が深い米国の機関投資家に対して海外IRロードショーを行うことを提案。
- 証券会社と連携して、機関投資家をピックアップし、20XX年年末に１週間ほど海外IRロードショーを実施。JPRが同行して随時、機関投資家の反応をみながら説明方法をアドバイス。
- 海外ロードショー直後から海外からの投資と見られる買いオーダーが増加。
- 海外ロードショー直後からわずか６営業日で株価は１．６倍へ。
- 海外投資家に対して潜在的な企業価値を認識させることで実際の企業価値が増大した事例。

- 顧客ニーズ
  - キャラクターの価値などのソフト資産をロジカルに投資家にアピールしたい
- JPRのソリューション
  - ソフト資産の開発プロセスを分析した上で、どのようにクリエーターをマネジメントして評価しているのか、投資家にとって分かりやすい資料を作成。また、キャラクター自体が生み出す潜在的キャッシュフローを、各種媒体ごとに投資家が判断できるように説明することを支援。
  - ソフト資産への造詣が深い海外の機関投資家をピックアップして海外IRロードショーを企画して実施。英語の説明資料も全面的にJPRで作成を支援。
- 効果
  - 海外IR直後から株価が急速に上昇し、6営業日で株価は1.6倍へ。

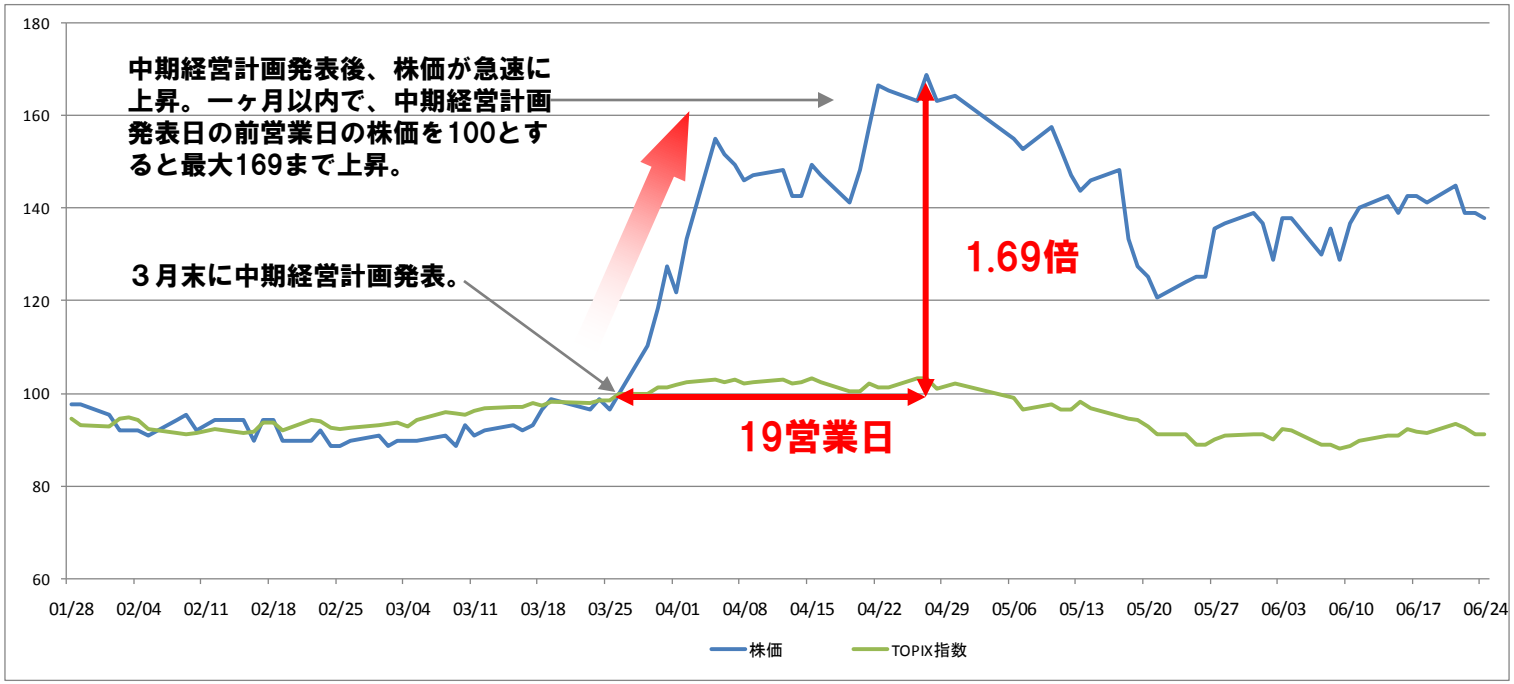


J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

アドバイス事例：東証二部電子部品

- 20XX年2月末に、大手プライベートファンドより相談を受けて、直ちにアドバイスを開始。
- 集中的にヒアリングを行い、投資家にロジカルに説明するエクイティーストーリーを策定。
- 同社は二つ事業を抱えるが、それぞれ業界３位のポジションを持っており、業界１位２位と比較すると割安な状態で放置されていた。
- 営業利益率など、相対的な財務パフォーマンスはむしろ業界１位、２位よりも優れている部分があること、相対的な競争優位性も領域によっては凌駕していること、コスト削減により着実に利益回復が見込めること、などをアピールする資料を作成。
- 計画発表直後からマスコミ等でも注目され、大幅な株価上昇へ。

- 顧客ニーズ
  - 大手ファンドから依頼を受けて、投資先の電子部品メーカーの中期経営計画のIR資料作成を依頼。
  - 株価が低迷しており、中期経営計画を効果的に投資家に伝えることで株価の回復を図りたい。
- JPRのソリューション
  - 電子部品メーカーの社長を初め、財務担当役員、営業担当役員、事業部長、２日間にわたり詳細にヒアリングし、同社の強み、中期経営計画の業績改善のロジックを分析
  - 業界内での相対的なポジショニングの位置、業績向上の要因分析を詳細に分析して提示する資料を作成
- 効果
  - 中期経営計画発表日から急激に株価が上昇し、一ヶ月以内に中期経営計画発表日の前営業日の株価を100とすると169まで上昇。その後も140程度の水準で推移。
  - 中期経営計画発表後、日経新聞や証券関連のマスコミからの取材が相次ぎ、中期経営計画の資料は非常に分かりやすいとのコメントを得る



J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

©ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（JPR）。無断転載を禁ず。/本誌記載のデータは各種の情報源から入手したものですが、その正確性を保証するものではありません。要請に応じ追加情報を提供いたします。/JPRは本誌で取り上げられた企業に対してアドバイザリー業務を含むサービスを提供、またはそれらのサービスを勧誘する場合があります。/本誌は情報提供を目的としており、記載されている意見や予想は証券、オプション、先物等を勧誘するものではありません。また、特定の投資目的や特定のニーズに応えたものではありません。将来的に予想通りの結果とならない可能性があります。過去の実績は必ずしも将来の業績を示唆するものではありません

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社
〒105-0003　東京都港区西新橋1-2-9
日比谷セントラルビル　14階
TEL：03-5532-7647　FAX：03-5532-7373

J-Phoenix Research Inc.: All Rights Reserved.