

全てのステークホルダーの心をつかむ企業価値の創造の体系化について

超過利潤分析及びGCC[®]経営の考え方に 基づく持続的な企業価値の向上策

2019年

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

会社概要

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

JPR

Independent Research & Advisory

英語名	: J-Phoenix Research Inc.
事業内容	: 財務アドバイザー・投資ファンド運用・証券アナリストレポート作成・IRコンサルティング
所在地	: 東京都中央区日本橋茅場町1-8-1茅場町一丁目平和ビル9階 茅場町駅徒歩1分
設立	: 2003年5月
代表取締役	: 宮下 修, CFA協会認定証券アナリスト
資本金	: 1,000万円
WEB	: www-j-phoenix.com

- 野村證券グループ、外資系証券会社の出身者が中心に2003年設立
- 上場企業に対して中期経営計画の策定支援などアドバイザー業務を展開
- 代表者は、花王株式会社様に経済付加価値（超過利潤）による企業価値創造の仕組みの導入をコンサルティングするなど、企業価値の経営の仕組みについて精通。東証の企業価値向上表彰制度の大賞企業のほとんどが、経済付加価値（超過利潤）及び類似概念を導入
- 最近では、日本経済新聞 伸びる会社 MIDDLE200で2018年11月26日時点で第三位にランク※¹されているUTグループ株式会社の「中期経営計画2017年3月期～2021年3月期」※²の策定・実行を支援
- 顧客企業の事情に合わせた最適な、企業価値向上の仕組みの体系化を支援

※ 1 : <https://vdata.nikkei.com/newsgraphics/middle200-2017/> 2019年2月5日時点の情報

※ 2 : https://ssl4.eir-parts.net/doc/2146/ir_material5/79220/00.pdf

弊社のミッション・ビジョン・顧客への提供バリュー

ミッション

全てのステークホルダーの心をつかむ企業価値の創造支援

ビジョン

日本全土で世界に通用する価値創造力を強化する

顧客に対する提供バリュー

価値と行動と情報の3理論によりリアルとデジタルの双方で提供

企業価値ベースの
株主価値理論
(超過利潤分析)

心理学ベースの
行動理論

計算数学ベースの
情報理論

超過利潤分析による貴社の株主価値構造の事例

- 超過利潤分析とは、株主価値を三つ（①成長価値、②超過利潤価値、③株主資本）に分解し分析する推進する手法です。

EVA分析の骨子				
株主価値の3要素への分解		分析のポイント	専門概念（分析に利用する専門指標）	日本上場企業の平均
株主価値 = 理論時価 総額	①成長価値	収益の成長性 市場テーマ性・競争優 位性	売上成長率	4%
	②超過利潤価値	今期の収益性の永久 価値 マネジメント力がポイント	資本の収益率（ROIC*・NOPAT*・投下資 本）	5-6%
	③株主資本	事業リスク 景気変動・規制・競 争・統治	資金調達コスト（資本コスト・WACC*）	4-5%

用語解説＊ 1. ROIC・NOPAT

ROA

営業利益

総資産

ROIC

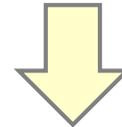
税引後営業利益
(NOPAT)

投下資本

ROE

当期利益

株主資本



事業経営に投下している資本で
株主・または債権者から調達した資本に対するリターン
(Return on Invested Capital)

期首の投下資本を使う
資金繰りや株価推計で極めて必要な指標

用語解説 ＊ 2. WACCとは何か

投資家の平均的な投資利回り

(平均的に期待している投資利回り)

投資家の平均投資利回りとは？

株主 = PERの逆数 = 7~8%

(人間の欲望・本能)

債権者 = 1-2%

加重平均すると = 5%程度

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

超過利潤の計算とその意味

$$\text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) = \text{超過利潤}$$

どれだけ投資家
から元手を
調達したのか？

実際の
リターン

投資家の
平均投資リターン

平均を超過した
利潤

実際のリターンがどの程度平均を
うわまわっているのか？

難しい企業価値をわずかな数の指標で
把握することができる、企業価値を楽にマネジメントする仕組み
がROIC・超過利潤経営システムです。

超過利潤価値と成長価値

超過利潤 価値

● 足元の超過利潤の永久価値

- (ROIC-WACC) × 投下資本
- 超過利潤価値 = $EVA \div WACC$

成長価値

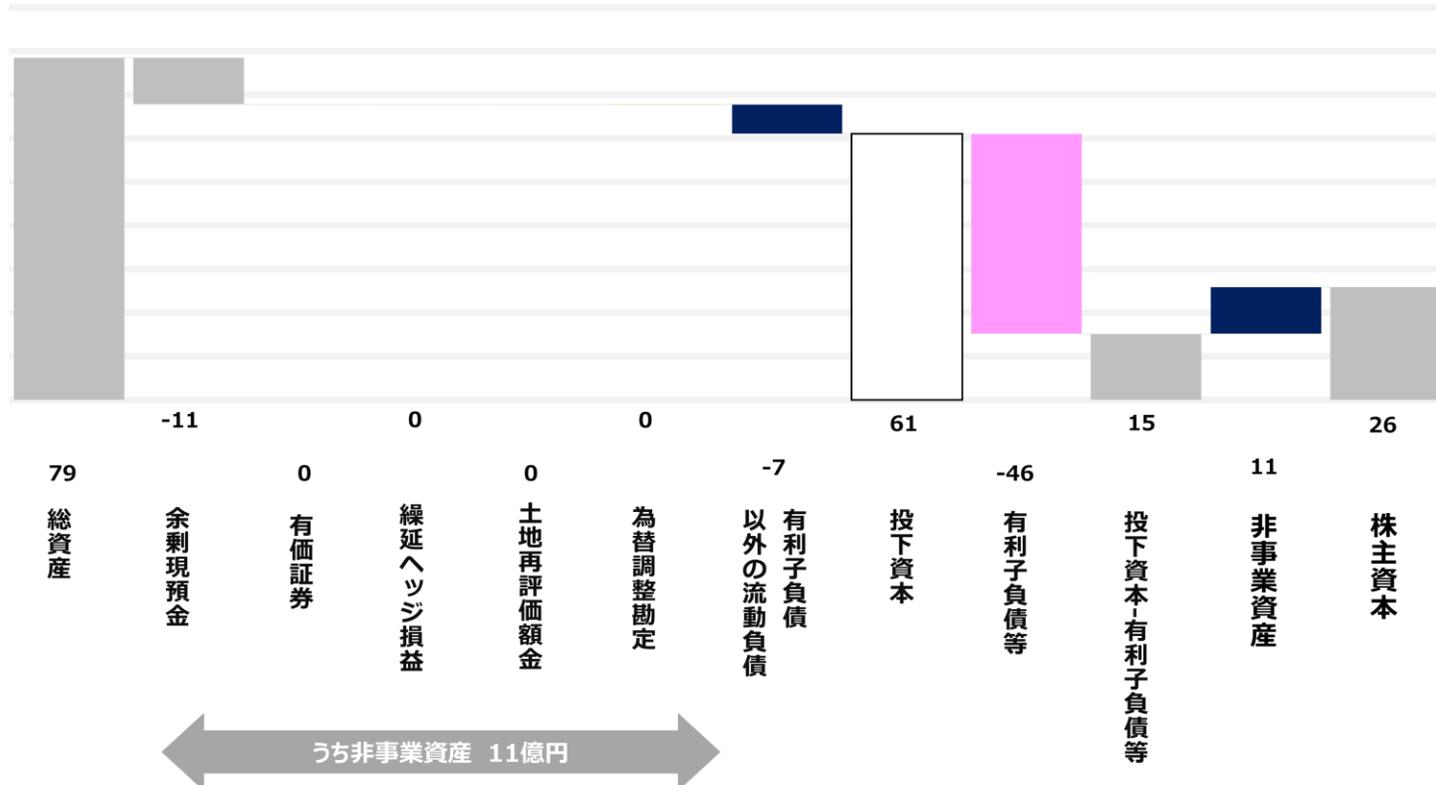
● 将来の超過利潤の成長価値

- 各期の**超過利潤**の改善幅 ÷ WACC × ディスカウントファクター

投下資本分析～事例

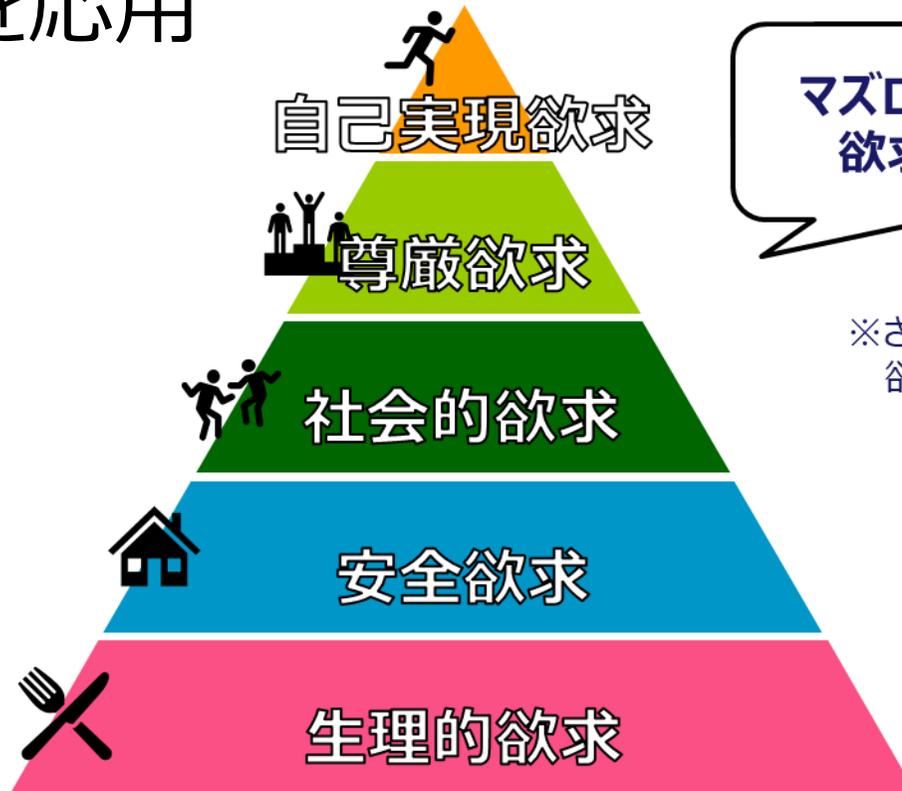
2019年3月期会社計画の売上高47億円に対する投下資本の割合128.5%
運転資本 13.0% 固定資産 115.5%

[単位：億円]



全てのステークホルダーの心をつかむには？

心理学を応用

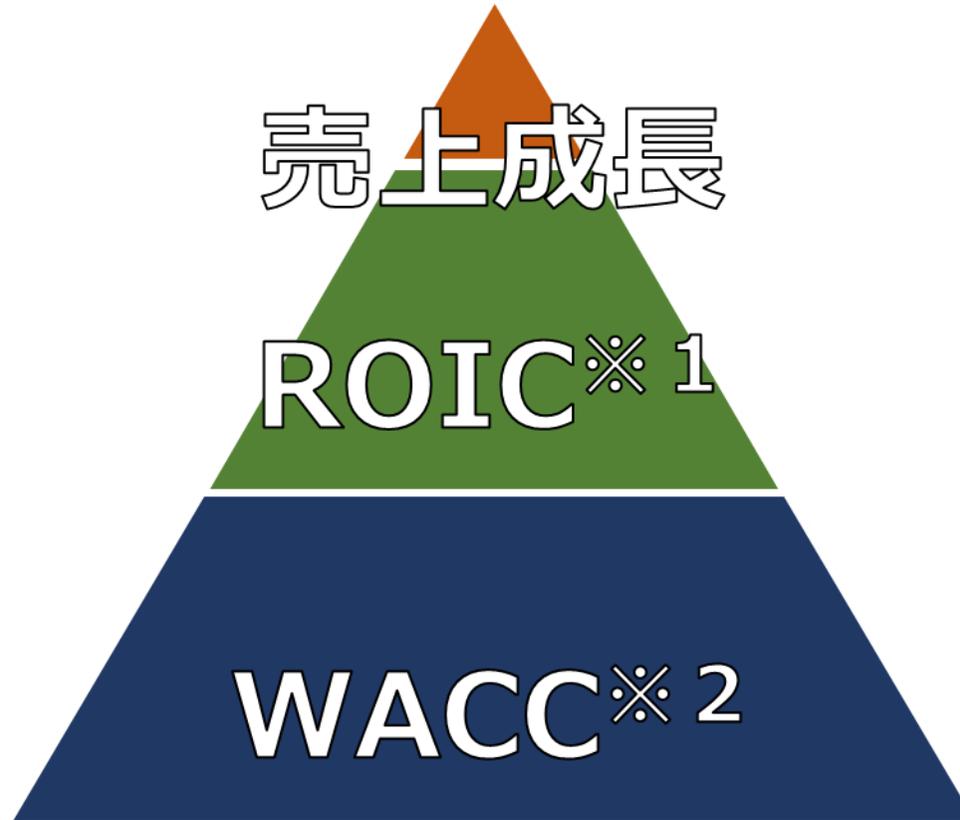


マズローの心理学
欲求段階説*

※さらに、自己超越という
欲求もあるともされている

欲求を満たすことと企業価値の創造が
わかりやすく体系化できれば、多くのステークホルダーが共感

企業価値の3要素



※1 : ROIC = 投下した資本（有利主負債 + 株主資本）に対する税引後営業利益（NOPAT）の割合

※2 : WACC = 投下資本を提供した投資家（銀行・株主）の平均的な要求リターン水準
事業リスクが高くなるとWACCは上昇する。WACCの上昇は企業価値を低くする

全てのステークホルダーの心をつかむGCC®経営

全てのステークホルダーの視点

幸せの5要素

マズローの心理学

わかりやすい
言葉で
一般社員の
動機付け



超一流
投資家対応
CGコード
スチュワード
シップコード
対応

これにより以下の要素も同時にビルトイン

- ①非財務情報と財務情報の統合
- ②ROIC・資本コストを意識した経営
- ③ESG・SDGsへの対応の体系化・見える化

全てのステークホルダーの心をつかむには？

- 貴社の成長、および時価総額の増大を以下の視点でご支援します。

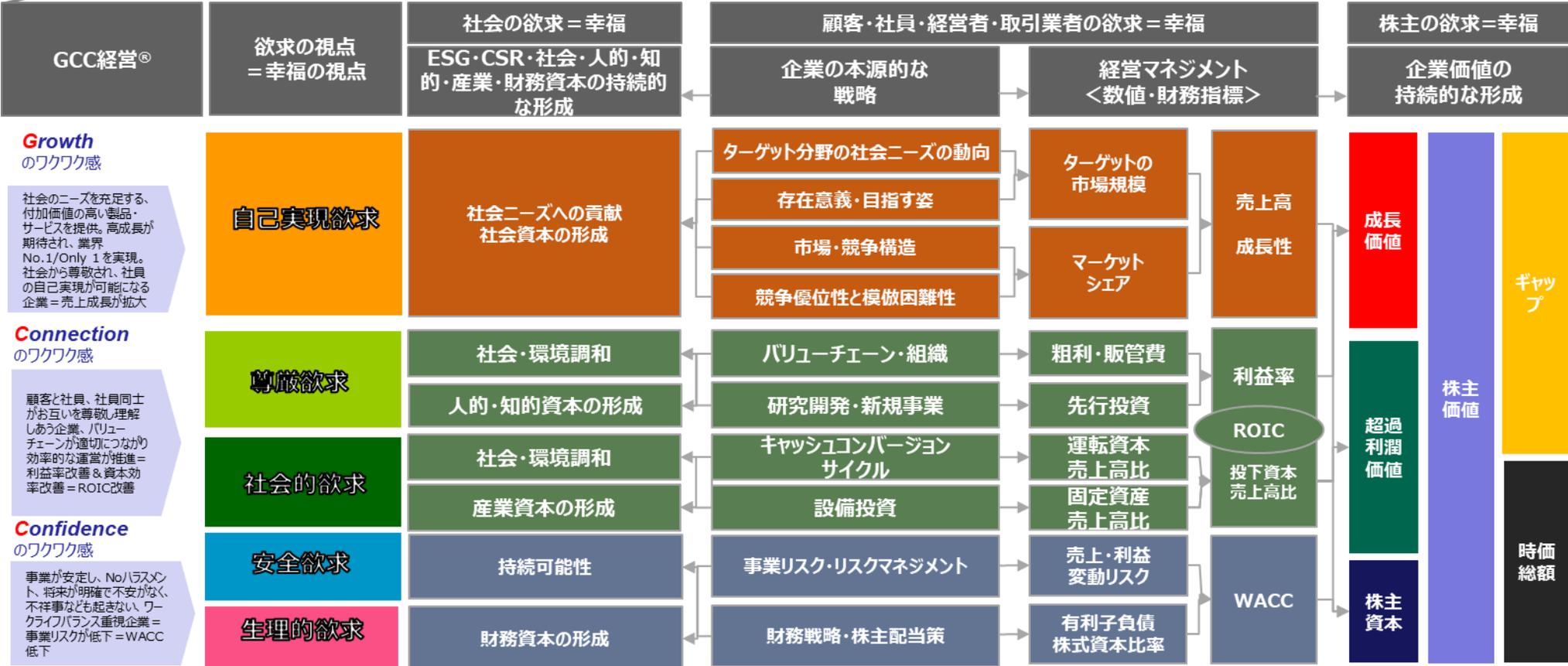
- 企業価値の成長ストーリーを以下の視点で整理し I R 支援

Growth	挑戦者としての社会貢献やより広い社会貢献を満たすことで成長
Connection	顧客・社員・取引先・社会との絆を深め、高付加価値化や効率性の向上を推進
Confidence	事業リスクを最小化し、持続性を強化する信頼・安心の取り組み

- **G C C**の視点で整理

- 各種・事業拡大資金への支援

GCC経営の詳細～「見える化」



プロジェクトの推進ステップ:合計約6か月

準備:ステップ1 (1週間)

- ワーキングメンバーの選定
- 諮問プロセスの設計
- 承認プロセスの設計
- 承認メンバーの選定
- 1週間

準備:ステップ2 (1週間)

- ストーリー構成の大枠の確認と承認
- 構成の大枠の設定
- 1週間



GCC経営の企業価値分析:ステップ6 (1~2か月)

- 財務モデルを構築
- 超過利潤法で企業価値推計
- ROIC・超過利潤モデルのCFO・IRメンバーへのレクチャー
- 最終的な株主への開示資料を作成し承認へ
- 1-2か月

Growthの体系化:ステップ3 (1か月)

- **Growth**のワクワク・ストーリーの構築
- 貴社のミッション・ビジョン・提供する顧客バリュー
- ターゲット社会ニーズ
- 新規のワクワクストーリー 30~40%
- 既存のワクワクストーリー 60~70%
- 社員が達成する自己実現を文章化
- 3年後の理想の姿・現状・課題・課題克服の取り組みをストーリー化
- 売上成長の予測
- 1か月で全体を文章化し承認へ

Connectionの体系化:ステップ4 (1か月)

- **Connection**のワクワク・ストーリーの構築
- バリューチェーンの構成 社内・顧客・取引先
- 製品と顧客ニーズのつながり
- 顧客・社内間・取引のつながり / 既存製品・新規製品
- 研究開発
- キャッシュ・流動資産・流動負債・固定資産のバリューチェーン・お金のつながり = キャッシュマネジメント
- 社員が達成する尊厳欲求・社会的欲求を文章化
- 3年後の理想の姿・現状・課題・課題克服の取り組みをストーリー化
- ROICの予測
- 1か月で全体を文章化し承認へ

Confidenceの体系化:ステップ5 (1~2か月)

- **Confidence**のワクワク・ストーリーの構築
- 社員の心理的安全性の向上ストーリー (現状の課題と、対応策)
- ワークライフバランス
- 社員の処遇・離職率の改善ストーリー
- ハラスメントの予防
- ESGの取り組み
- 事業リスクの把握
- オペレーショナルリスクの把握
- 財務リスクの把握
- 3年後の理想の姿・現状・課題・課題克服の取り組みをストーリー化
- ターゲットDEレシオ
- 資本コスト推計
- 株主還元策
- 1~2か月で全体を文章化し承認へ

弊社の長期的なエンゲージメント活動

3ステップ ^o	利用する理論			成果物	期間
	企業価値	心理学	情報数学		
1 企業価値の見える化	◎	○		企業発信レポート 証券アナリストレポート	3 - 6か月
2 全てのステークホルダーの心をつかむ 企業価値の創造の理解の浸透	○	◎	○	全社員参加型ストーリーの構築と情報共有システム ROIC経営システムの上流設計	1 ~ 2年
3 企業価値の創造の 実行支援の 情報実装	○	◎	◎	ROIC経営システムの要件定義・情報実装	毎年更新

統合報告書 & 統合報告書的なアナリストレポート

企業発信レポート・証券レポートの作成の事例

UTグループ株式会社 (2146)

中期経営及び事業に関する説明資料

2018年9月

「あつたがけ」成長戦略に
「はたらく人」の創造性を高めるキヤリアップフォームを通じて
もつくり出す企業価値を高める。



株式会社アイコムグループ (3172 第1期) 発行日 2018年6月5日

1. エグゼクティブサマリー

臨床開発のあらゆるプロセスに開号
高成長を実現

4つの事業で臨床開発のあらゆるプロセスに開号し、高成長を実現

① 再生医療 ② SMO事業 ③ CRO事業 ④ 分子診断事業

再生医療・遺伝子治療事業を推進するとともに、遺伝子治療材料等を開発

再生医療・遺伝子治療事業の提供を行うと同時に、承認された再生医療・遺伝子治療薬を製造するプラットフォーム4つを推進している。本年2月には「再生医療等の臨床開発」に付随する臨床開発競争優位性により、長期的な企業価値が大幅に拡大すると考えられる。

事業2つを中心とした成長戦略を推進し、企業価値向上を目指す

事業	2018年1-3月実績	2018年1-3月目標	2018年1-3月実績
再生医療	1,200	1,000	1,200
遺伝子治療	800	800	800
SMO事業	500	500	500
CRO事業	300	300	300
分子診断	200	200	200

BOIC 総合レポート・日本駐車場開発株式会社 (2953 第1期) 発行日 2018年10月10日

日本駐車場開発 世界不稼働資産開発へ

世界不稼働資産開発へ

企業価値創造の見える化

事業	2018年1-3月実績	2018年1-3月目標	2018年1-3月実績
日本駐車場開発	1,500	1,500	1,500
世界不稼働資産開発	1,000	1,000	1,000
その他	500	500	500

インスペク株式会社 (6656)

中期経営計画の企業価値への影響に関する説明資料

急拡大する超ハイエンドの光学式外観検査ニーズで世界No.1へ

～グローバルなネットワークからグローバル市場で自給自足、利益率も5.6%へ～

画像処理
メカトロニクス
光学センシング



2017年9月1日

Copyright © Inspec, All Rights Reserved. inspec

SHARINGO 株式会社 (1888)

中期経営計画に関する説明資料

シェアリングテクノロジーのさらなる拡大に向けて

一般生活者の困りごと

SHARINGO

解決サービス提供者



2017年11月10日

Copyright © SHARINGOTECHNOLOGY, All Rights Reserved. 2017. SHARINGO TECHNOLOGY

イレックス株式会社 (9517)

イレックスグループ 事業に関する説明資料

エネルギー大変革時代における持続的な企業価値向上に向けて



創業以来続く「携わ文化」により「未来を切り拓く「共創」エネルギー企業」を目指して

ANALYST NET Company Report

Mipox 株式会社 (3381 JASDAQ) 発行日 2018年9月5日

成長・収益安定化がビルドインした戦略で拡大加速

成長・収益安定化がビルドインした戦略で拡大加速

2017年9月期 売上総利益率 28.0%

2017年9月期 営業利益率 16.6%

2017年9月期 純利益率 10.0%

2017年9月期 株主総数 2,841名

2017年9月期 発行済み株式数 10,696,200株

2017年9月期 発行済み株式数 10,696,200株

2017年9月期 発行済み株式数 10,696,200株

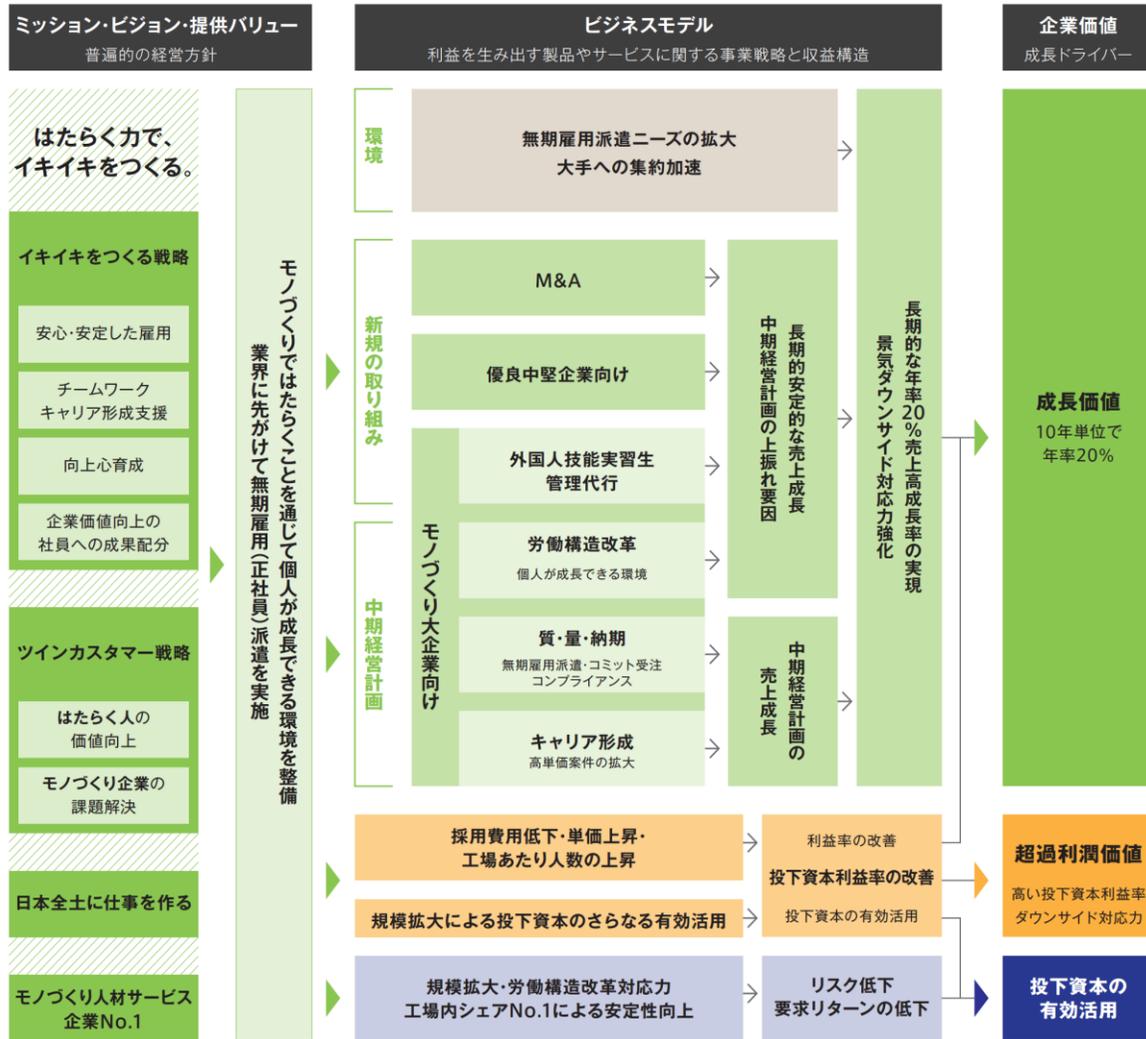
持続的成長を支える優位性と長期的展望

2018年10月1日

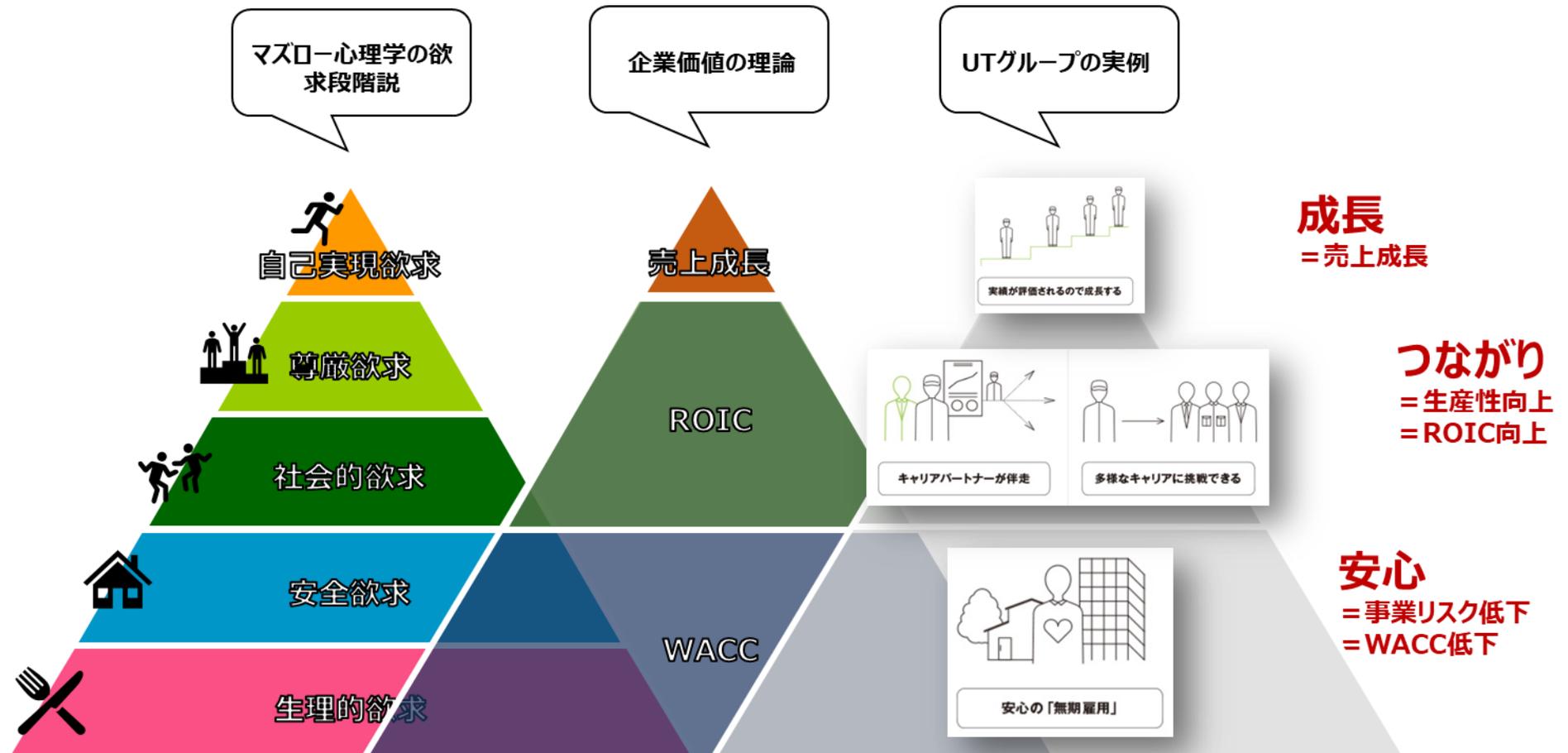


株式会社 HILGS

2146 UTグループ様での支援事例～専門家向け



2146 UTグループ様での支援事例～一般社員



2146 UTグループ様での支援事例～一般社員

キャリアプラットフォーム

安心のしくみ

- ・正社員雇用 ————— 全社員を原則的に正社員として採用
- ・住環境の整備 ————— 社宅整備、勤務送迎、初期費用貸付制度など
- ・健康の維持 ————— 専任栄養士のメニューサポート、給食サービスなど
- ・余暇を楽しむ ————— クルマなどシェアリング型の各種レンタルなど
- ・資産を形成する ————— 社員持株会型ESOPなど
- ・ほか、上場企業としての各種福利厚生サービス

つながりのしくみ

- ・チーム派遣 ————— リーダーのいる30名以上のチームで働く
- ・職場体験VR ————— 職場を事前に疑似体験できる機能
- ・UTグループコミュニケーションアプリ
 - 社内外情報・就職情報の配信
 - 各種制度・サービスへのエントリー機能
 - 各種サークル、コミュニティ支援
 - 経験者への個別相談支援
 - ……………など
- ・地域との連携
- ・プラットフォーム機能の社外への提供

成長のしくみ

多彩なキャリアパス

- ・jobグレード制度 ————— 働く現場での適正な評価と昇級制度
- ・jobチェンジ制度 ————— UTグループ内配置転換・転職制度
- ・One UT ————— UTグループ内他社への転籍制度
- ・UTエントリー制度 ————— 本社一般職、役職ポストへの立候補制度
- ・Next UT ————— 派遣先企業への転籍支援制度

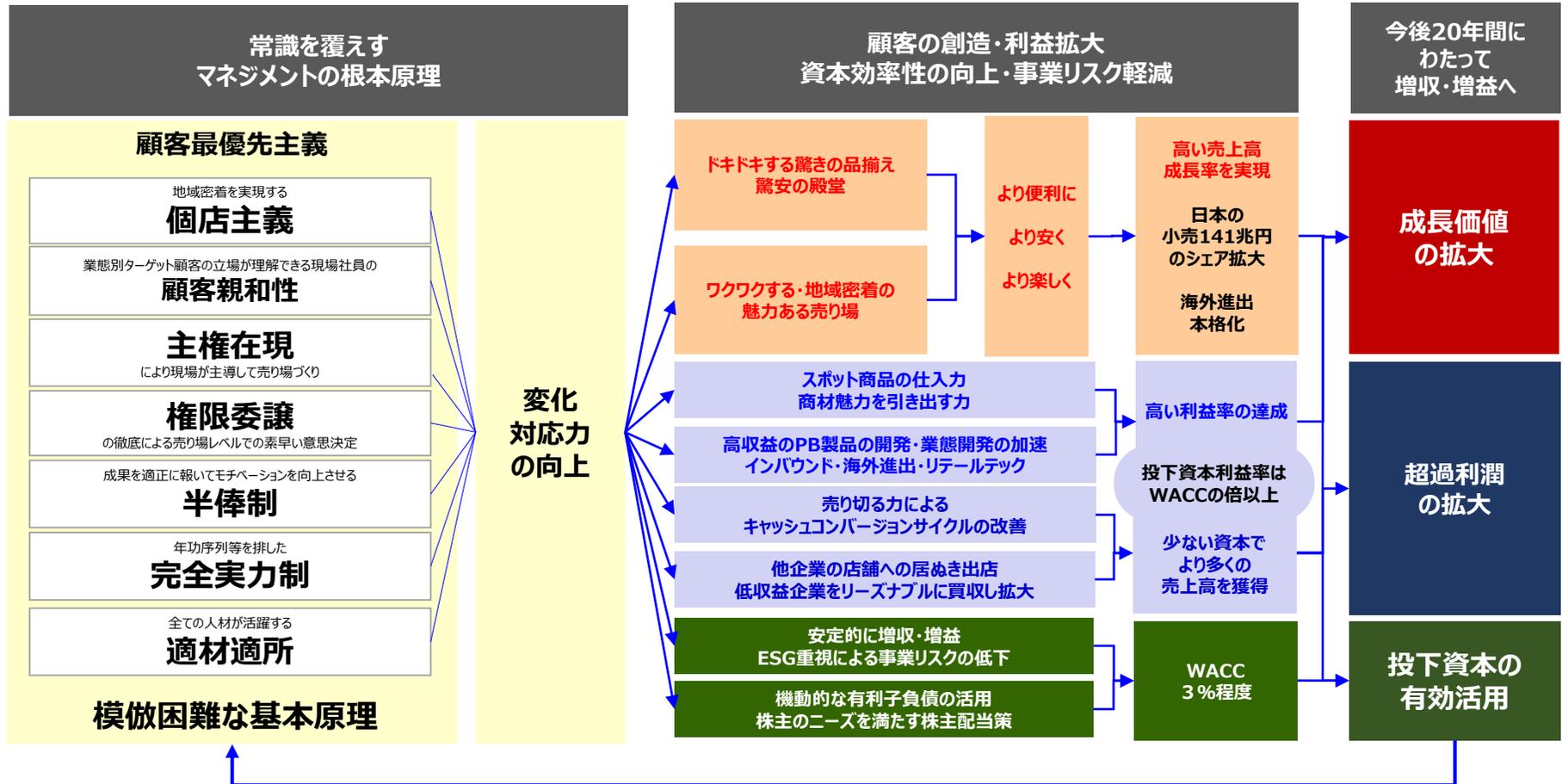
キャリアアップのサポート

- ・就業基礎力研修 ————— 入社時研修
- ・技能・知識の学習 ————— OJT、社内教育・研修
- ・各種資格・免許の取得 ————— 社内外の教育・研修
- ・エンジニア研修 ————— UTグループ教育・研修施設UTACCほか
- ・e-ラーニングを活用した独自の教育プログラム
- ・自己投資ローン ————— 学習資金などの融資制度
- ・キャリアパートナー制度 ————— 資格をもつ先輩社員による個別相談

出所) UTグループ株式会社「モノづくりの現場での、派遣という働き方白書」2018年

<https://www.ut-g.co.jp/corporate/b0621d0000003vvp-att/hatarakikatahakusyo.pdf>

7532 ドンキホーテHD様での支援事例



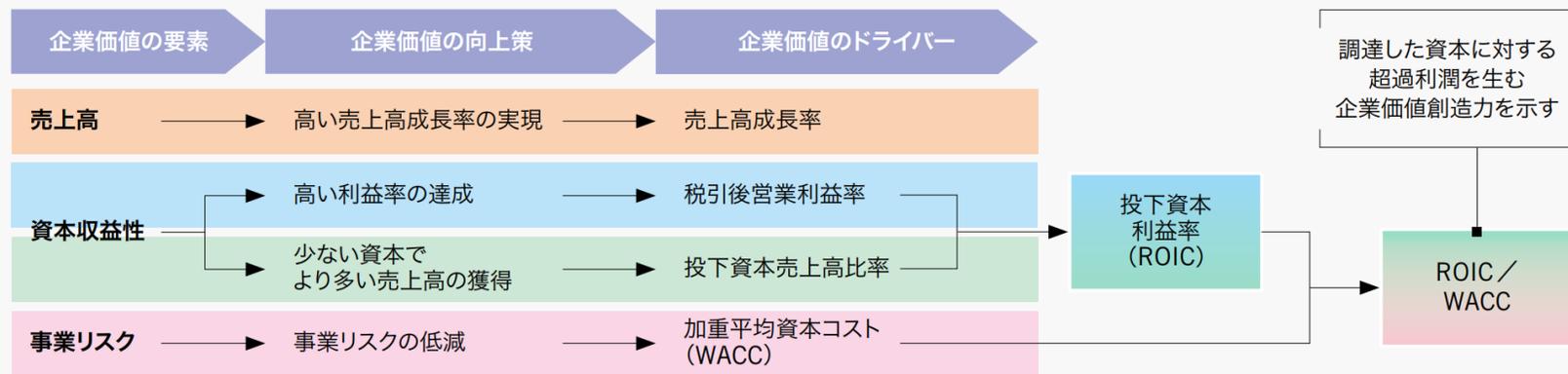
企業価値の向上を加速するために社員もワクワク・ドキドキしながら
現状に満足せず常に仮説検証の繰り返しで進化

7532 PPIHD (旧ドンキホーテ) 様の統合報告書①

企業価値は、「高い売上高成長率の実現」「高い利益率の達成」「少ない資本でより多い売上高の獲得」「事業リスクの低減」という4つの要素により増大することが考えられます。企業価値をさらに向上させるためには、より高いROIC(投下資本利益率) / WACC(加重平均資本コスト)を達成しながら、高い売上高成長率を持続する模倣困難な競争優位性を確立することが重要です。そのためドン・キホーテグループは、調達した資本に対する超過利潤を生む「企業価値創造力」を示すROIC / WACCにおいて2倍程度を維持しながら、長期的な企業価値の向上に努めます。

企業価値向上の大原則

高いROIC / WACCを達成しながら、高い売上高成長率を持続する模倣困難な差別化・競争優位性を確立すること



出所) https://ppi-hd.co.jp/ir/library/img/annual/pdf/ar_2018_22.pdf

7532 PPIHD (旧ドンキホーテ) 様の統合報告書②

企業価値の基本構造

2倍程度のROIC/WACCを維持しながら、いかに高い売上高成長率を継続するかが、企業価値向上のポイントとなります。新規事業などの積極的な投資によって、一時的にROICが低下することはあっても、長期的な増収増益を実現することができます。したがって、「新規投資の増加によるROICのマイナス効果」と「長期的な成長によるROICのプラス効果」の2つのバランスを最適化するこ

とが、今後の長期的な成長を継続するうえで極めて重要であると考えています。

今後も、2倍程度のROIC/WACCを維持しながら、新しい価値の創造と成長に向けて積極的な投資を行い、高い売上高成長率を長期にわたって達成することで、小売市場におけるリーディングカンパニーをめざしていきます。

企業価値のドライバー	現状	今後の見通し
売上高成長率(年率) ^{*1}	約10.6%	5~10%の成長を長期的にめざす
税引後営業利益率 ^{*2}	約 3.7%	収益性向上で拡大方向へ
投下資本利益率(ROIC)	約 5.8%	現状よりも拡大方向
投下資本売上高比率 ^{*3}	約63.2%	投資拡大とスケールメリットの効果が相殺し、長期的に現状を維持
加重平均資本コスト(WACC) ^{*4}	約 3.0%	規模拡大・事業基盤安定化で低下傾向へ



*1 2013年6月期売上高5,684億円~2018年6月期売上高9,415億円の年率平均成長率

*2 2019年6月期計画営業利益530億円×(1-実効税率:30.86%)÷2019年6月期会社計画売上高=3.7%

*3 2018年6月末投下資本=総資産8,071億円-有価証券316億円-有利子負債以外の流動負債1,432億円=6,322億円
投下資本売上高比率=投下資本÷2019年6月期会社計画売上高10,000億円

*4 2013年7月から2018年7月の当社及び類似業態の上場企業の日次株価変動率とTOPIXの日次変動率、リスクフリーレートは2018年6月末10年物国債過去5年平均利回り0.3%、リスクプレミアムは過去の株価変動等から推計される5.0%を利用。その他、当社の支払利率等、資本負債構成などから推計。

7532 PPIHD (旧ドンキホーテ) 様の統合報告書③

継続的に株主価値を高める企業体質へ

資本コストを上回るリターンをどれだけ創出したかを示す指標「EVA(経済的付加価値)*」を用いて、長期的な展望を可視化しています。

当社グループは、小売業としてのリスクや財務負債構成からWACCは3%程度と推計されます。この値をもとにEVAを試算すると、2019年6月期計画値は177億円となり、この水準が永遠に維持可能ならば、

EVAの永久価値(超過利潤価値)は5,892億円となります。これに株主資本の簿価2,907億円(2018年6月期)を加えた約8,800億円(2019年6月期に生み出す価値)が株主価値に寄与する額です。

* EVA: Stern Stewart & Co.の登録商標。
税引後営業利益-資本コスト(投下資本×WACC)で算出される。

2019年6月期に生み出すEVAの試算



EVAの永久価値(超過利潤価値) = 177億円 ÷ WACC = 5,892億円
5,892億円 + 株主資本2,907億円 = 約8,800億円

約8,800億円(2019年6月期に生み出す価値) = 株主価値に寄与する額

出所) https://ppi-hd.co.jp/ir/library/img/annual/pdf/ar_2018_22.pdf

7532 PPIHD (旧ドンキホーテ) 様の統合報告書④

■ 永続的な成長価値の創造による株主価値の向上

上記の約8,800億円(超過利潤価値+株主資本)は、2019年6月期以降の成長を加味していない株主価値の推計です。これに加え、当社グループの模倣困難な競争優位性によって長期にわたって生み出すことが

できる「成長価値」が、株主価値のさらなる向上に寄与すると考えています。今後も当社グループ独自の強みを強化し、「オンリーワン・リテラー」として進化し続けていきます。

EVA法で見た株主価値の分解構造



全てのステークホルダーの心をつかむ 企業価値の創造支援