



## MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所

特命教授 小島健司

付属資料：第5回 企業成長戦略 (Corporate Growth)

付属資料 1：企業戦略分析

(出所：勝田 崇資「経営戦略応用研究期末レポート」 2002年9月30日)

阪急電鉄株式会社 (2002)

### 1 事業内容と業績

#### 1.1 事業内容

阪急電鉄の歴史は、1907年に設立され、1910年に開業した「箕面有馬電気軌道株式会社」に始まる(梅田～宝塚24.9キロ・石橋～箕面4.0キロ)。当時の日本は、鉄道建設ブームの最中にあり、近畿圏においても、後の阪神・南海・京阪・近鉄の母体となる諸鉄道が営業を開始していたが、こうした鉄道のほとんどは「都市と都市を結び、人を運ぶ」ことを意図したものであった。しかし、箕面有馬電気軌道の実質的創業者である小林一三(1873～1957)は、都市における住環境が日増しに悪化していくのを目にし、大規模な住宅開発と鉄道の敷設を組み合わせ、「郊外に住んで、都心に通勤する」というライフスタイルを提案し、住宅販売に「月賦」を導入することで、購買意欲を高めることに成功した。

さらに、動物園・植物園や温浴施設といったレジャーランド、宝塚歌劇、大食堂、百貨店(→阪急百貨店)、映画館(→東宝)、ビジネスホテル(→第一ホテル)などの事業拡大により、昭和初期には現在の阪急東宝グループの原型が出来上がっていた。こうした、輸送人員の増加と沿線地価の上昇によって、信用力の向上と資金調達力を強化し、さらなる事業拡大につなげるという「小林一三モデル」は、今なお、多くの鉄道会社の経営に生きている。

#### 1.2 全社業績推移・部門別業績・競合他社比較

阪急電鉄単体では97年度～01年度比較で営業利益が1.4倍、経常利益が2倍になるなど、事業構造改革の効果が出てきているが、その一方で、阪急電鉄だけで連結ベースの利益のほとんどを生み出している状況にあり、グループ会社に多数の不採算事業を抱えている構

造が浮き彫りになっている。また、有利子負債に目を向けると、EBITDA（償却前営業利益）のほぼ15倍で推移しており、バランスシートは膨らみすぎで、保有資産と収益力がアンバランスな状態にある。

部門別にみると、営業利益の6割が鉄道事業を占め、残りのほとんどが不動産（賃貸）事業で、ここ数年で流通事業が自立し始めた程度である。早くから脱鉄道を掲げ、多角化戦略を展開してきているが、利益ベースではまだまだ、十分な規模には育っていない。

競合他社比較として、京阪神で平行して事業を行っているJR西日本と私鉄経営モデルとしてよく比較される東京急行電鉄を取り上げてみる。売上高営業利益率でみると、阪急電鉄は3社のなかでトップであり、営業段階での収益力の高さは評価できる。ただ、資本効率の面から見ると、2001年3月に土地再評価を実施したこともあるが、自己資本利益率は1.6%と極めて低い水準にあり、今後より抜本的な資産効率の見直しが求められるのは明らかである。そうした中で、既に「宝塚ファミリーランド」の営業終了や「西宮スタジアム」の閉鎖検討といった動きが見られ始めている。

(単位：百万円)

		1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
従業員数	単体	4,841	4,576	4,345	3,927	3,651
	連結			16,042	15,656	15,350
営業利益	単体	27,311	31,342	32,382	37,542	37,278
鉄道		17,826	22,074	19,822	21,205	20,213
分譲		1,308	1,656	989	3,125	1,168
賃貸		11,085	10,540	12,223	14,308	14,725
流通			502	844	983	1,572
その他事業		△ 2,907	△ 3,431	△ 1,498	△ 2,079	△ 399
営業利益	連結	22,278	22,700	34,535	42,166	37,847
運輸業		16,849	22,121	20,308	24,900	23,719
不動産業		12,904	7,271	12,813	17,670	15,875
レジャー・サービス業		△ 7,870	△ 6,369	1,060	△ 1,913	△ 2,643
流通業						1,595
その他の事業		207	△ 474	△ 474	421	△ 1,389
消去・全社		187	151	827	1,087	689
EBITDA	単体	53,274	57,648	55,583	59,528	60,473
	連結	55,945	56,350	64,800	72,091	68,624
経常利益	単体	12,033	15,929	20,196	26,011	24,663
	連結	7,265	5,314	17,179	27,526	21,170
当期純利益	単体	5,904	6,083	6,267	6,019	5,086
	連結	3,540	4,606	9,022	13,871	4,328
純資産	単体	149,358	154,205	156,060	227,130	244,983
	連結	161,813	167,836	164,439	254,828	287,380
ROE	単体	4.1%	4.0%	4.0%	3.1%	2.2%
	連結	2.2%	2.8%	5.4%	6.6%	1.6%
有利子負債	単体	425,760	408,580	403,438	652,234	697,112
	連結	839,651	875,992	857,226	843,041	891,920
有利子負債／EBITDA倍率	連結	15.0	15.5	13.2	11.7	13.0

(単位：百万円)

JR西日本	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
営業収益	1,229,137	1,205,078	1,191,009	1,195,516	1,190,610
営業利益	48,024	51,713	47,628	56,059	70,041
当期純損益	19,931	△ 9,014	25,091	30,961	45,537
売上高営業利益率	3.9%	4.3%	4.0%	4.7%	5.9%
自己資本利益率	6.1%	△ 2.8%	7.6%	8.1%	11.0%

東京急行電鉄	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
営業収益	484,832	573,423	995,228	1,012,890	1,058,156
営業利益	53,495	48,965	60,416	64,374	52,719
当期純損益	2,183	△ 27,900	1,764	△ 30,163	11,891
売上高営業利益率	11.0%	8.5%	6.1%	6.4%	5.0%
自己資本利益率	0.4%	△ 6.7%	1.0%	△ 19.1%	8.1%

阪急電鉄	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
営業収益	403,093	401,618	427,374	437,728	424,830
営業利益	22,278	22,700	34,535	42,166	37,847
当期純損益	3,540	4,606	9,022	13,871	4,328
売上高営業利益率	5.5%	5.7%	8.1%	9.6%	8.9%
自己資本利益率	2.2%	2.8%	5.4%	6.6%	1.6%

## 2 業界分析

鉄道事業の輸送人員は、首都圏では下げ止まりの兆しが見えて来ているものの、関西経済の地盤沈下と少子高齢化の進展に伴う就業・就学人口の減少や、景気低迷による出控えなどの影響もあり、近畿圏では依然として減少が続いており、阪急電鉄でも輸送人員が毎年2%程度減少し続けている。

こうした状況に対しては、旅客誘致もさることながら、駅そのものの価値を高めることで、収益を上げると同時に、利用を促す取り組みが多く、多くの鉄道会社で行われている。つまり、駅を単に乗り降りする通過点と捉えるのではなく、ヒトとヒト、ヒトとモノが出会う場所、時間を過ごす場所という考え方である。今や駅構内には、従来からの売店・飲食店に加え、コンビニ・書店・服飾雑貨店が出展し、インターネットを利用した情報発信スペースやECの受け渡し場所、個人用ロッカー、銀行ATMなど生活に密着した機能が集まり始めている。現在最も注目を集めているのが、定期券や切符のICカードである。すでに、JR東日本で前払い方式の「スイカ」が導入されているが、今後導入が検討されているのは、料金後払いのクレジット機能付きカードである。ICカードの情報記録力を利用して、データベースマーケティング機能とプロモーション機能を展開することで、事業強化・拡大をめざしている。

阪急電鉄の輸送人員推移

(単位：人)

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
輸送人員	710,397,130	690,640,534	677,620,546	667,008,930	657,942,532
前年比	△4.0%	△2.8%	△1.9%	△1.6%	△1.4%

## 3 企業戦略

### 3.1 企業価値重視型経営への転換

バブル崩壊以降、多くの企業グループがバブル期の多角化経営によって不採算事業を抱え込み、グループ全体の収益力を悪化させることとなった。こうした状況に対して、企業グループとしての事業領域を明確にし、不採算事業からの撤退、多角化・分散化した経営資源のコア事業への集中といった事業構造改革に取り組んでいる。企業グループにとって、国際化や市場が成熟・飽和状態が進み、企業間競争が激化している現代においては、コアとなる事業に適切なタイミングで集中的に投資すること、つまり、グループの経営資源を機動的に再配分できるかということが生き残りの条件となっており、グループ経営体制の確立が急務となっている。

資産効率見直しに伴う持合株式の解消、機関投資家・外国人投資家の株式保有割合の増加が進むとともに、株価低迷によりキャピタルゲインが望めない（あるいは含み損が発生する）状況が続く、多くの投資家が企業に対してリターンと情報開示を求めるようになっていく。さらには、会計制度が従来の単体決算・経常利益重視から連結決算・キャッシュ

ロー重視へと大きく変更されたことなどに、従来の子会社・関係会社を犠牲にした親会社の利益優先という考え方は通用しなくなっており、企業グループ全体としての収益性が厳しく問われるようになっている。

阪急電鉄グループもまた、キャッシュフローや資本効率の重視、株主価値や資本コストといった考え方を取り入れ、企業価値重視型経営へと大きく舵を取ろうとしている。

### 3.2 企業理念とビジョン

阪急電鉄の企業理念は、「Life-Style Developer Hankyu 私達は、新しいライフスタイルの提案と快適な時間・空間の創造により、常に時代をリードし、社会に貢献します。」である。これは、創業以来多岐にわたる事業を展開し、一つひとつの事業を捉えれば、同じような事業を営む企業や、より大規模に事業を展開する会社が数多くあるなかで、自らのアイデンティティを確認する役割を果たしている。つまり、常に社会環境の変化と生活全般を視野に入れ、人々の暮らしに新鮮な息吹を吹き込む「新しいライフスタイル」を提案することこそが企業のアイデンティティであり、研ぎすまされた先見性と勇敢なる行動力をもって、常に時代をリードし、真に社会に貢献する会社であり続けることを可能にする。

現在の企業ビジョンは、前述の理念に基づき、「都市にうれしい出来事を」というスローガンのもと、「都市生活というライフスタイルに憧れ、共感する人々に、都市生活における快適と感動」を提供し、創立 100 周年である 2007 年に「お客様をはじめとする皆様から賞賛される企業グループとなっていること」をめざしている。その前提として、阪急グループとしての強みを「沿線に密着した事業展開」による安心感・信頼感と、ちょっとした遊び心や文化を感じさせる「エンタテインメント性の高いコンテンツ創造力」と位置付け、その強みを活かして「沿線価値の向上」と「阪急ブランドの強化」を推し進めることによって、グループとしての飛躍がもたらされると考えている。そして、2004 年度の数値目標として、企業に対する評価が、会計上の利益・単体業績からキャッシュフロー・連結業績へと変化している現状に対応するとともに、株主価値や資本コストといった考え方を意識し、収益性の向上と財務健全性のバランスのとれた発展を表す指標として、連結 ROE 6%以上と連結有利子負債／EBITDA 倍率 10 倍以下を掲げている。

現在は、理念・ビジョンの企業経営における役割・位置付けは明確にされている。しかし、それは創業期と低成長を向かえたここ数年の限られた期間であり、それ以外の多くの期間においては、右肩上がりの経済のなかで、各グループ企業が独自に事業を展開するという明確なビジョンのない企業経営がなされていたことは否定できない。現在のビジョンについても、あり方や方向性は理解できるものの、めざすべき姿（＝賞賛される企業グループ）はかなり曖昧で求心力に欠ける。

数値目標の連結有利子負債／EBITDA 倍率については、鉄道業界ではほぼ 10 倍が財務健

全性の評価の目安とされているが、最近では、事業ポートフォリオに占める非鉄道事業の比重拡大・鉄道事業の先細り傾向に伴って事業リスクが上昇しているという判断が一般的で、7～8倍がターゲットとなっている。

### 3.3 経営戦略

経営戦略は、企業ビジョンを具体化するための取り組みとして策定され、具体的には、グループ再編3原則（①コア事業への集中、②知識・ノウハウ集約型事業への特化、③競争優位の確立）を掲げている。

コア事業への集中と知識・ノウハウ集約型事業への特化において、ビジョンとの整合性とキャッシュ創出力（ROE 6%以上）のマトリックスにより、各事業のミッション（①推進すべき事業、②変革を要する事業、③選別を要する事業、④見ざるべき事業）に応じた戦略を推し進めていくことをめざしている。

競争優位の確立に向け、顧客に継続して商品・サービスを購入してもらうため、4つのイノベーションによる（①バリュー・イノベーション、②マーケット・イノベーション、③カスタマーサービス・イノベーション、④プロセス・イノベーション）顧客志向の経営を打ち出している。

策定プロセスは、社長のラフなビジョンをもとに、社長スタッフと経営企画部門とが共同で原案を作成し、最終的には、社長により修正が加えられ、決裁された。全社への浸透については、各グループ企業のトップを一同に集め、社長自らがその趣旨を説明した。また、阪急電鉄の幹部社員に対しても同様に、自ら説明を行っている。そして、一般社員に対しては、小冊子の配布によって対応した。

浸透度については、大きな疑問が残る。今まで各グループ企業は独自に事業展開し、阪急電鉄の姿勢も「ものを言わない株主」であったのだから当然といえば、当然である。ビジョンの浸透には、説明会や小冊子といった意思表示だけでなく、具体的な行動が伴わなければならない。また、グループ企業の貢献を評価する仕組みや撤退基準、グループ各社の経営トップの処遇など、制度やルールを明確にする必要もある。具体的な行動とそれを支える制度改革とが動き出すことで始めて、全社的にビジョン達成へ向けての一体感が醸成されると思われる。不動産事業やホテル事業の再編、遊園地事業の撤退など、一部の具体的事例により、ビジョンの共有化に向けたグループ内の意識は高まってきているが、そうしたものが本当に根付くためには、制度やルールの明確さが非常に重要と考える。

### 3.4 企業成長戦略

阪急電鉄グループは創業当初より、都市交通事業にとどまらず、住宅分譲事業、流通事業（阪急百貨店は戦後分離）、レジャー・エンタテインメント事業など多種多様な事業を有機

的に結びつける、いわゆる私鉄経営モデルを確立し、さらに、その時々の方々の市場のニーズを先取りすることで、発展してきた。しかし、その多くが、右肩上がりの経済状況のもとでの、人口増加による沿線市場の拡大を前提にしたのもでもあった。そして、沿線市場の成熟・飽和により、従来型の事業展開が行き詰まりと同時に、各業界における競争が激しくなり、その競争優位性の低下が顕著なものとなってきている。

こうした状況において、新たな柱となる事業を模索し、その強化と育成に取り組んでいる。そして、コア事業として、都市交通事業、不動産事業、レジジャー（ホテル・旅行）事業が、育成事業として、エンタテインメント・コミュニケーション事業、リテール事業が位置付けられている。

キャッシュフロー循環と事業ポートフォリオの組み替えについては、つい最近まで、意識されることはなかった。企業としての株主に対する責務は、安定的な利益による安定配当（1割配当）がすべてであり、それ以上でもそれ以下でもなかったからである。しかし、キャッシュフローや資本効率の重視、株主価値や資本コストといった考え方のもと、意識改革と不動産事業やホテル事業の再編、遊園地事業の撤退などの具体的取り組みが行われ始めており、選択と集中による資源配分の効率化が進められていくと思われる。

阪急グループの強みは、「沿線に密着した事業展開」による安心感・信頼感であり、ちょっとした遊び心や文化を感じさせる「エンタテインメント性の高いコンテンツ創造力」である。つまり、安心感や信頼感に加え、ちょっと新しい、ちょっとおしゃれといった「阪急ブランド」が競争優位を生み出す戦略資産といえる。

こうしたブランド力の蓄積は、必ずしも企業の思いのままになるものではなく、マネジメントすることは非常に難しい。また、移転が非常に容易であるため、それが却ってブランドの無差別的な使用により、その価値を落とす危険性がある。

## 4 戦略の評価と課題

### 4.1 企業価値の持続的創造

各事業のミッションを推進すべき事業か、変革を要する事業か、選別を要する事業か、見ざるべき事業かを明確にして、事業の再編・撤退・売却の検討を行うとともに、経営資源の選択的投下を行い、事業強化と育成を推し進めている。不動産事業やホテル事業の再編、遊園地事業の撤退など一部では大きな動きがあるが、まだまだ企業価値をマイナスにする事業は多く、速やかな対応が必要である。

過去 20 年の成長経路を考えた場合、それぞれのグループ企業が関連性を持たず、独自に事業を行ってきた。つまり、各社の需要獲得努力が全体の総和として、グループとしての成長であり、そこに戦略はなかった。また、事業ポートフォリオ・マネジメントとしては、情報の交換、資産の共有、事業の多角化などありとあらゆるレベルのコラボレーションを

頻繁に見直し、しかるべき成果が期待できなくなった関係をいったん解消し、新たな関係に賭けるという、スクラップ&ビルド的な発想とその実行が重要である。事業統括を行う阪急電鉄の各事業本部及びグループ各社経営トップのコミュニケーションの促進と事業に対する正当な評価と報酬を徹底することが、事業間のシナジーを生み出し、価値創造を行う企業グループへと生まれ変わる第一歩となると考える。

## 4.2 資源最適配分

阪急電鉄グループにおいては、グループの各事業に対する戦略的位置づけの定義がなされたばかりで、事業ポートフォリオ戦略が実施されつつあるというのが現状である。都市交通、不動産、レジャー（旅行・ホテル）で安定的収益の維持と更なる事業強化を図るとともに、リテール、エンタテインメント・コミュニケーションの2事業を育成事業と位置づけ、重点的に経営資源を投入することで競争力強化をめざしている。

5つの事業領域という設定については、経営資源（ヒト・モノ・カネ）の規模にくらべると、手を広げすぎの感は否めない。各事業間のシナジーはあまり期待できないし、鉄道資産の有効活用と沿線住民へのプロモーションという鉄道事業の延長線上にある事業が多く、立地のメリット以外の競争力を有していない点からも成長性には疑問が残る。今期より阪急電鉄の各事業本部に、グループ経営としての事業統括機能を持たせたばかりで、人材・経験といった面で本格的な事業戦略の立案・実行には今しばらく時間を要すると思われる。それをサポートし、早期実現を達成するためには、人的資源の配分が欠かせないと思われる。

経営管理体制の整備中であり、現在のところはグループ各社による自主運営がほとんどであり、資源配分コントロールは機能していないが、今後は、事業単位での利益達成状況に応じて、権限が与えられるものと思われる。阪急電鉄の各事業本部及び本部と一体とみなされる機能分担会社については、達成度評価による配分が、管理職の年俸査定及び一般社員への業績賞与として還元されている。今後は、グループの事業単位での評価に移行すると思われるが、そのためには、経営管理体制の整備と制度運用ルールの確立が急務である。上場企業の阪急電鉄は、債権者・株主からの資本をグループ会社に再投資している株主という観点から、資本コストに見合った利益をあげ、配当または内部留保による投資という形で還元することを求めていく姿勢を打ち出し始めている。

## 4.3 事業再編

阪急電鉄においては、ここ数年のうちに、阪急不動産の株式交換による完全子会社化、第一ホテルの会社更生法に伴う子会社化及び合併、雑貨のダブルデイ買収、消費者金融の大新クレジットビューローの買収などが行われた。従来は、自前主義的な思考が中心であり、M&Aの過去の事例はそれほど多くない。しかし、ここ数年のうちに複数のM&Aが行われている。これは、あまりに事業領域が拡がりすぎて非効率となっている状況を見直し、

まずは、都市交通、不動産、レジャー（旅行・ホテル）、リテール、エンタテインメント・コミュニケーションの5つ絞り込むと同時に、競争力強化に取り組むという戦略に基づくものである。以下に具体的事例として、阪急不動産の子会社化についてみていきたい。

阪急不動産は、大証1部の上場企業であり、阪急電鉄の持ち株比率は50%弱で、阪急電鉄グループ特有の自主独立型の経営で、土地・マンション分譲、賃貸ビル経営、不動産仲介といった不動産事業全般を行ってきた。阪急電鉄においても住宅事業本部（当時）が存在し、同様の業務内容を展開していた。グループ内の事業再編成と機能強化を進めるにあたっては、不動産事業という領域で同様の事業を全く別ラインで行っていた2社の関係を整理する必要があった（統合を発表するまで、多くのお客様はこうした実態は知らず、なぜ今まで別だったの？という率直な疑問を持たれるほどであった）。

実際のM&Aの作業としては、外部発表までは、特命のプロジェクトリーダーのもとに、少数の経理・法務・企画部門のスタッフが組織され、会計士や弁護士とのアドバイザー契約を締結して具体的な準備が行われ、交渉については、担当役員または社長によるトップ会談で進められた。そして、外部発表後は、担当役員を長とする全体を統括する統合委員会が組織され、個別案件ごとの検討委員会で実務面の調整が行われた。

この阪急不動産の完全子会社化は、同様にグループ企業が重複して展開し、経営資源が分散してしまっている不動産事業そのものを、資産保有、アセットマネジメント、プロパティマネジメント、住宅事業の機能ごとに集約・再編成するという大きな戦略の一部として行われたもので、それ自体で完結するものではなく、現在進行形である。したがって、現時点で完全な評価を下すことができないが、個別の事象として捉えれば、右肩上がりの経済の中では、部分最適が全体最適と考えられ、お互いが自主独立でも問題はなかったが、バブル崩壊以降、そうした考えが通用しなくなってから約10年が経過しており、その実施は遅すぎるともいえる。

一方で、独立自尊の精神が一人歩きして、グループマネジメント機能が停止し、改革が進まないグループの状況に対して一石を投じ、再編に向けた流れを作り出したという点では高く評価できる。今後、再編をさらに加速して進めて行く上で、内部、外部の様々な利害関係者との調整が必要となる場面が起こると想像されるが、掲げたビジョンと戦略を貫き通し、再編を成し遂げることができかどうかは今後の課題である。

阪急電鉄では、沿線人口・旅客人員の減少に伴って、首都圏での事業強化に事業拡大が全社的な課題となっている。すでに、宝塚歌劇やリテール事業（書店Book 1st）などの個別事業ではその名を知られるようになってきているが、沿線近郊というホームグラウンドとは異なり、阪急電鉄というブランドは通用しないのが現状である。

そうした中で、住宅事業についても首都圏での営業を展開しており、その認知に向けて共同事業を行ったことがある。具体的には、三菱不動産との共同事業として分譲マンション

の開発・販売を行った。首都圏での実績作り、大手ディベロッパーとの関係強化とノウハウ習得という面では確かにプラスになったと思われるが、その後、用地取得などがうまく進まず、次の案件に取り組みおらず、実力を身につけ、実績を作る機会を得るに至っておらず、効果を十分に活かしきれていない。

#### 4.4 事業創造・事業システム

事業再編による効率化だけでは、持続的な成長は望めない。成熟していると思われる事業であっても、角度を変えたアプローチによってイノベーションを起こし、成功者になりうる可能性がある。阪急電鉄グループでは、そうした将来の成長に向け、IC 定期券を核として、金融、リテール事業を結びつけ、複合的なサービスを展開するとともに、従来は把握しきれていなかった顧客価値を汲み取り、マーケティング機能とプロモーション機能を強化することをめざしている。

バリューチェーンの中で大きな利益を生み出す力は、顧客のニーズが十分に満たされた事業領域から、商品の機能に対して顧客が飽き足りていない事業領域へとシフトする。この兆候を注意深くつかみとることができれば、持続的な発展が可能となる。共通の顧客を持ち、協力し合うことで共に利益を得ている「コ・サプライヤー」という関係は、従来は容易でなかったが、情報技術やネットワークの技術的発展に伴って、共同購入や共同配送といった手段が現実の選択肢として浮上し、生産性を高めるための新しい機会を生み、資源の共有化によって双方にメリットをもたらしている。

企業内ですら、組織間の壁が存在する多くの企業にとって、外部との壁を取り払い共生することには勇気がいる。しかし、現実には、複数企業にまたがる業務プロセスの改善こそ、効率化のフロンティアであり、差別化による優位を築く最良の方法である鉄道業界で見れば、関西エリアの都市交通機関が参加して、スルッと関西ネットワークを形成しており、利用者の利便性向上と利用促進をめざして、カードの共通利用を行っている。さらに、共同の企画乗車券の発売、関連グッズの作成にとどまらず、資材等の一括購入によるコストダウンが試されている。従来は、鉄道各社がばらばらに製造していた車両についても、コラボレーションの動きが出始めている。このあたりは、同業でありながらも、直接的な競合関係というよりは、総合補完性が強い業界であることも一因と思われる。JR を含めた場合には、パワーバランスの関係でコラボレーションは難しいのが現状であるが、業務プロセスで共有化できるものが必ずあると思われる。

## 付属資料 2：企業戦略分析

(出所：福井 賢一郎「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」 2007年8月27日 1-47頁)

### 阪急電鉄株式会社 (2007)

本レポートでは、分析対象に阪急阪神ホールディングス株式会社（以下、同社と呼ぶ）を取り上げ、財務諸表分析、企業価値分析等を通じて、同社の経営戦略を考察し、評価することを目的とする。同社が分析対象期間において企業合併を経験（阪急ホールディングス株式会社と阪神電気鉄道株式会社の経営統合（2006年10月）により、2007年3月期の第2四半期より、阪神電鉄およびその連結子会社の業績が企業業績に加わっている。）していることから、それらの影響についても、可能な限り分析を行う。

#### 1 財務諸表分析

##### 1.1 連結貸借対照表および損益計算書の分析

##### (1) 安全性

#### 安全性の指標

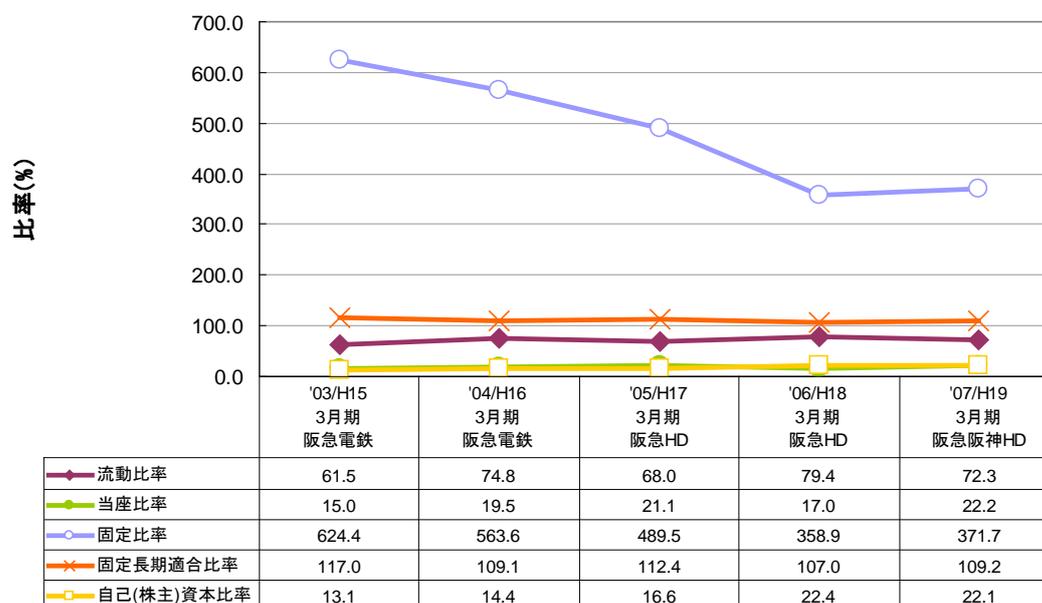


図 1.1 安全性の指標

流動比率は、当座比率とともに企業の短期的な支払能力を測る指標である。流動比率は一般的には 200%以上、当座比率は 100%以下が好ましいと言われている。同社の両指標は、過去 5 年間でほぼ安定した推移であるが、いずれも 100%を下回っている。特に当座比率については 20%となっており、一般的に見れば危機的水準である。日経経営指標によると、流動比率の 06 年 3 月期の全業種平均は 126.93%、大手私鉄平均では 51.67%であり、鉄

道会社は流動比率と当座比率の数値が低い傾向にある。しかしながら、運賃は基本的に現金回収であるから、売掛金や受取手形（JR 西日本の場合は未収金、未収運賃）といった売上債権は少額となり、売上の回収という観点において不安はない。したがって、一概に流動比率や当座比率が低いという事実のみでその安全性が低いとは判断できない。

固定比率、固定長期適合比率は一般的に 100%以下が望ましいとされているが、同社の数値は非常に高い値をとっている。しかしながら、全体として改善傾向は見え、大手私鉄平均（固定比率で 480.52%：06 年 3 月期）と比較しても、見劣りのするものではない。

会社が調達した資金の安全性を示す指標である自己資本比率については、大手私鉄平均（18.34%：06 年 3 月期）と比較して見劣りする状態であったものを、有利子負債の積極的な削減により回復基調に乗せ、近年では大手私鉄平均を上回る数値をとるようになってきている。なお、2007 年 3 月期より連結対象となった阪神電気鉄道株式会社自己資本比率は比較的高く（31.2%：06 年 3 月期）、株式公開買付けのための 249,841 百万円の負債調達にもかかわらず、07 年 3 月期において自己資本比率をキープできている要因となっている。03 年 3 月期においては利益剰余金でマイナスを計上し、危機的な状態であったが、その後は順調に利益剰余金を増やしてきており、内部留保を確保できるようになってきている。07 年 3 月期には阪神との統合により、資本剰余金を大きく積み増している。

## (2) 収益性

収益性の指標

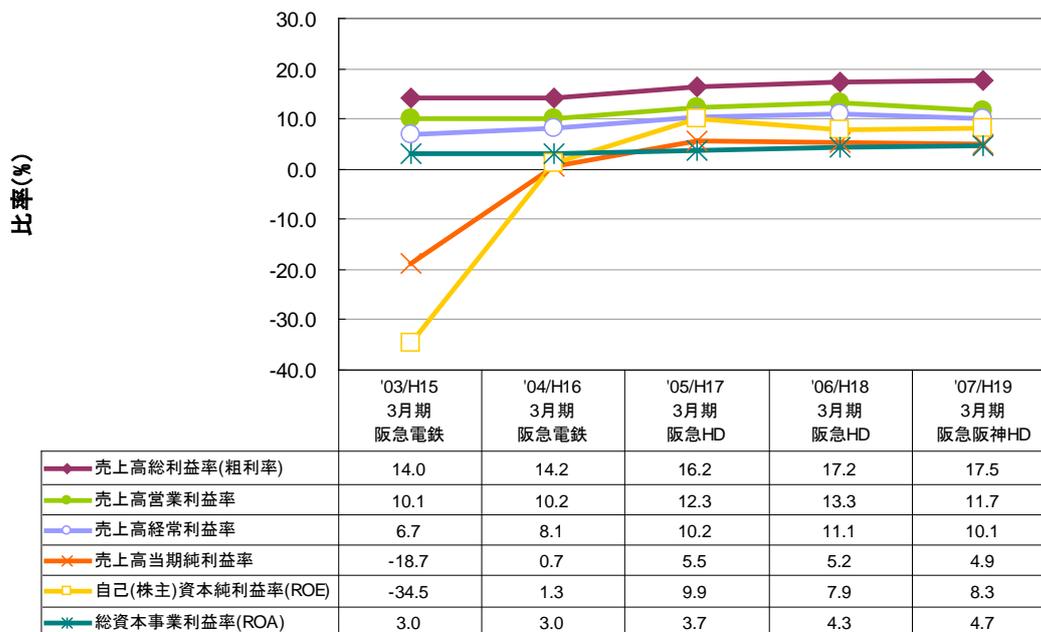


図 1.2 収益性の指標

同社の収益性指標は、過去5年間で概ね改善傾向にある。売上高利益率の各数値は、近年においては大手私鉄平均を上回っており（例えば売上高営業利益率については、06年3月期の大手私鉄平均11.96%に対して、同社は13.3%）、鉄道業界の中では比較的高い収益性を持っているといえる。ただし経営統合前の阪神の収益性水準が阪急のそれに対して大きく劣っていたため（例えば売上高営業利益率については、06年3月期で8.07%）、経営統合後の07年3月期には、売上高利益率の数値が若干下がる結果となっている。なお、03年3月期においては当期赤字を記録しているが、その後は順調な当期利益の回復を見せている。

ROE、ROAについても順調に回復の傾向である。これらの数値は大手私鉄平均を下回るが、関西圏だけに絞って考えると上位の数値である。平均のとり方が、東京の私鉄やJRを含んだものであるため、鉄道事業が立地産業であることを考えると、平均値との単純比較は難しい。なおROEが06年3月期において若干ダウンしているのは、同期において、阪急百貨店梅田店建替えの資金調達の一環として、一般募集や第三者割当てにより大きく資本金を増やしているためである。

### (3) 成長性

#### 成長性の指標

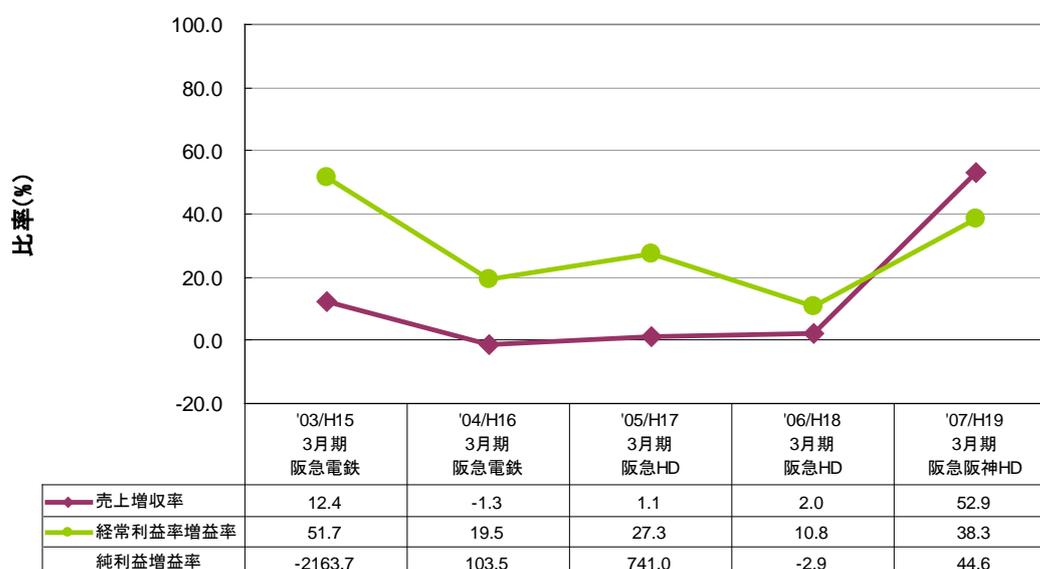


図 1.3 成長性の指標

近年の鉄道業界の動向と同様に、同社の06年3月期までの売上高増収率はほぼ0に近く、横ばい状態である。06年3月期には2.0%と若干増加しているが、JR福知山線脱線事故の振替輸送の影響も含まれているため、一意には判断できない。関西私鉄では、5年間の平均増収率がマイナスであるところもあり（近鉄：▲3.81%、南海：▲1.40%）、関西においては比較的健闘しているとも考えられる。07年3月期においては、阪神との経営統

合により、売上高、経常利益ともに大幅に向上している。

#### (4) 生産性

同社の一人当たりの売上高、あるいは一人当たりの利益の各指標は、過去5年間でいずれも改善を続けている。すなわち同社は、継続的に生産性を向上させる努力を行っていることが分かる。連結従業員数の推移を見ると、02年3月期の約15,400人から、06年3月期には約13,300人としており、従業員数の削減を通じて生産性を向上させているといえる。特に一人当たりの売上高に着目すると、06年3月期において大手私鉄平均の35.4百万円に対して35.9百万円となっており、業界平均を上回る生産性を達成している。同じく06年3月期における阪神の一人当たり売上高は43.8百万円となっており、阪急と比較しても非常に優秀な数値である。阪神との経営統合により、07年3月期における同社の生産性はさらに向上している。

労働装備率は従業員一人当たりの設備投資金額を表し、設備導入による省力化・合理化の進み具合がわかる指標である。同社は鉄道インフラなどの有形固定資産を多くもつため、必然として労働装備率も高くなる。近年では大規模な設備投資の抑制が若干見られ、労働装備率は横ばい、もしくは減少の傾向となっている。07年3月期には阪神との経営統合により一気に数値が上がっている。

#### 生産性の指標

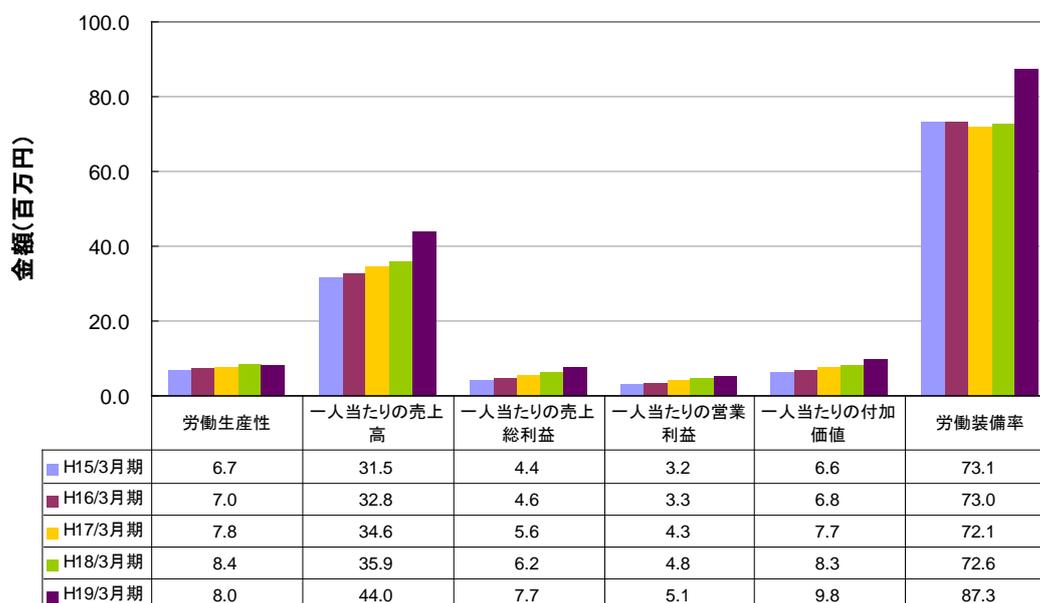


図 1.4 生産性の指標

## (5) 効率性

### 効率性の指標

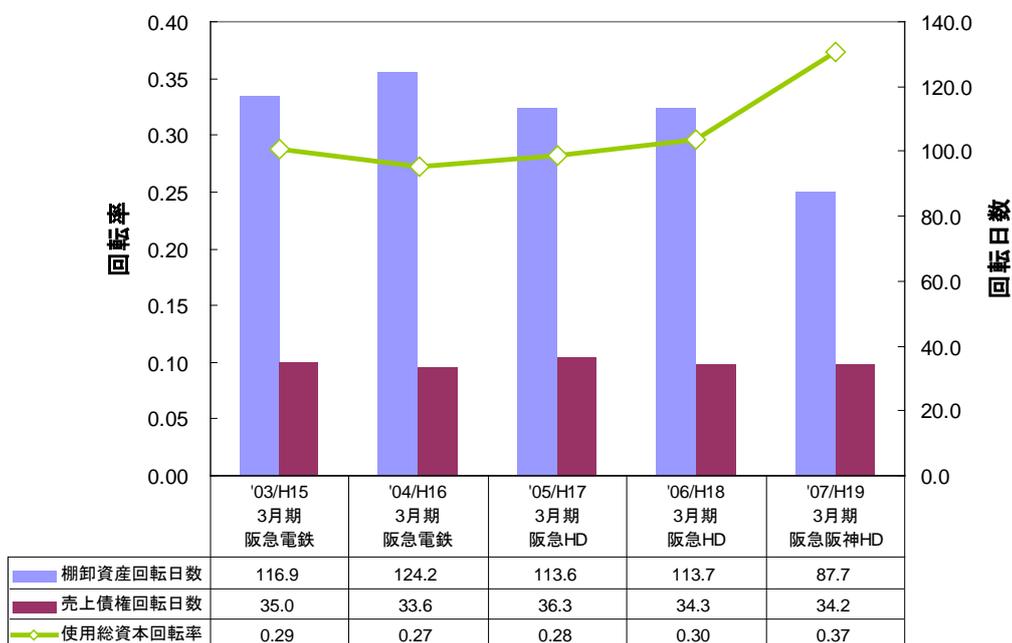


図 1.5 効率性の指標

使用総資本回転率は、1年間に総資本が売上高に対して何回転しているかを見ることによって、総資本の運用効率をみる指標である。基準値としては1.0回で、これよりも低いと個別資産の投資効率を改善する必要があると考えられる。同社の使用総資本回転率は、継続的に改善傾向にあるものの、大手私鉄平均の0.43回（06年3月期）と比較しても劣っている状況である。ただし06年3月期に0.60回と高い値をとっていた阪神との経営統合により、07年3月期の数値は大幅に向上している。

棚卸資産回転日数は、売上高と棚卸資産の比率を表し、製品や商品などに投下されている資本の効率を表す指標である。この数値も経営統合までは115日前後を推移しており、大手私鉄平均の38.48日（06年3月期）に遠く及ばなかったが、35.46日（06年3月期）という優れた値をとっていた阪神との経営統合により、07年3月期には大幅に回転日数を減らすことに成功している。同社における棚卸資産の主なものは、分譲用土地建物である。阪神と比較して阪急は積極的に不動産事業に取り組み、駅構内や周辺用地の積極開発を推進し、マンションや宅地を分譲することで保有資産の有効活用を進めていることから、棚卸資産の回転日数が長かったものと思われる。

## (6) その他

### その他

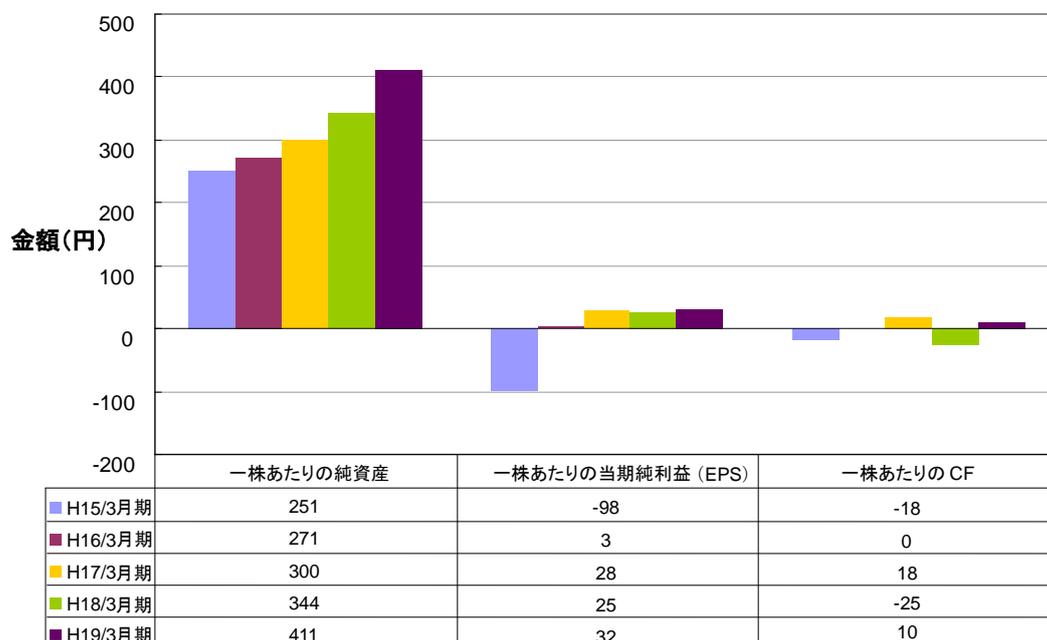


図 1.6 その他

同社の一株あたりの純資産は、過去 5 年間で順調に伸びつづけていることから、非常に高く評価できるといえる。株式数は 06 年 3 月期の増資などもあり増えつづけているため、それを上回る純資産の積み増しが行われているということになる。06 年 3 月期での大手私鉄平均は 533.95 円/株であるが、これは平均に含まれる JR 本州 3 社の同数値が極端に高い（例えば JR 西日本で 282,127 円）ことに起因するものであり、同社の数値は民鉄の中では最上位の水準に位置する。経営統合前の 06 年 3 月期では、阪急 343.22 円/株、阪神 394.16 円/株の数値であり、統合後の 07 年 3 月期には 411 円/株となっていることから、経営統合後にさらに資産効率を上げてきていることが分かる。一株あたり当期純利益については、03 年 3 月期の当期赤字から順調に利益を回復してきており、全体として回復基調をキープしている。

## 1.2 キャッシュフロー分析

### キャッシュフロー

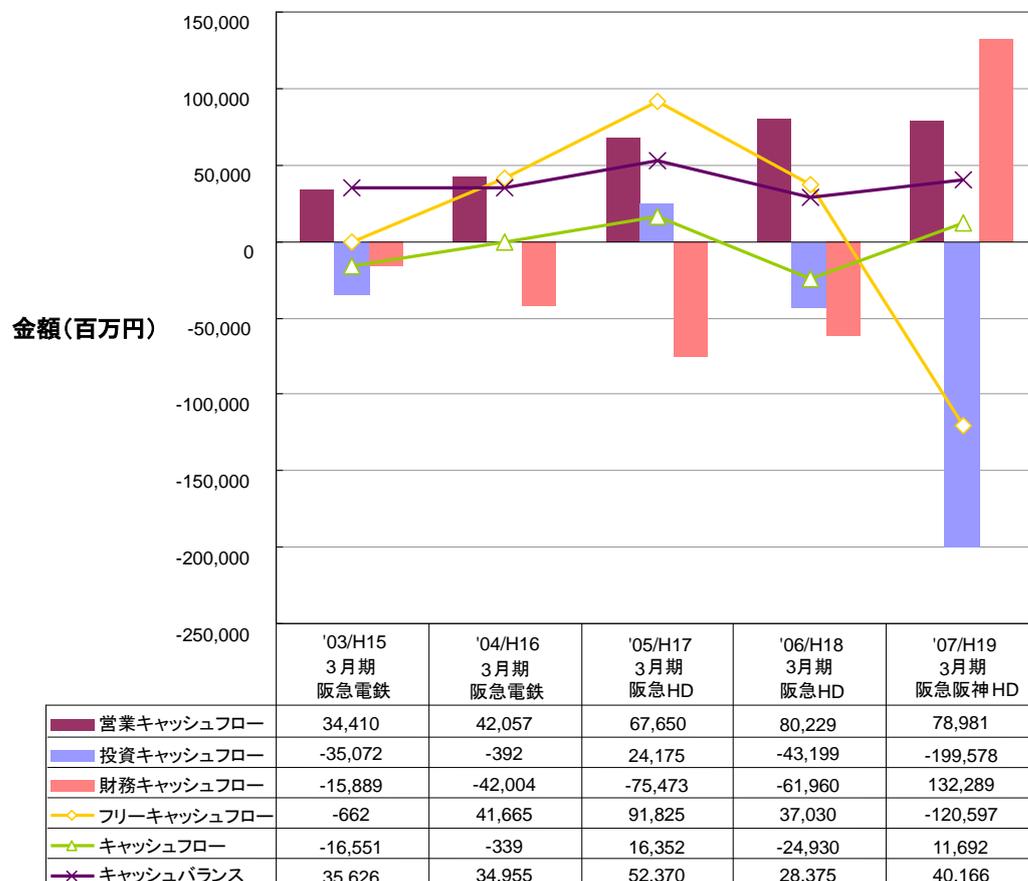


図 1.7 キャッシュフロー推移

同社の営業キャッシュフローは、過去5年間で順調に向上している。当期赤字を記録した03年3月期以降、投資を抑制、あるいは資産リストラ等を行い、投資キャッシュフローを抑える（またはプラスにする）ことによって、フリーキャッシュフローを大きなプラスに持っていかうとする姿勢が明確に見て取れる。それらのフリーキャッシュフローを財務キャッシュフローにまわし、有利子負債の削減を進めている姿勢は、好感がもてるものである。06年3月期には、それまでの姿勢と比較して、投資キャッシュフローも営業キャッシュフローの範囲内で回復傾向を見せており、営業活動および増資により得た資金を利用して、再び固定資産を取得し始めていることから、バブル以後の膿をほぼ処理し、今後の投資の回復に向けて好印象をもたせるものとなっている。

07年3月期においては、阪神との経営統合（株式公開買付）に際しての2,500億円の負債調達が大きく影響し、大きな投資キャッシュフローのマイナス、大きな財務キャッシュ

フローのプラスとなっている。経営統合により同社の有利子負債残高は再び1兆円を超え、1,209,382百万円となっており、今後も継続して有利子負債の削減を続けていく努力が必要となっている。なお同社では、財務体質の健全性をあらわす指標として連結有利子負債／EBITDA倍率を採用しており、2012年度には7倍程度とすることを目標としている。

### キャッシュフロー関連指標

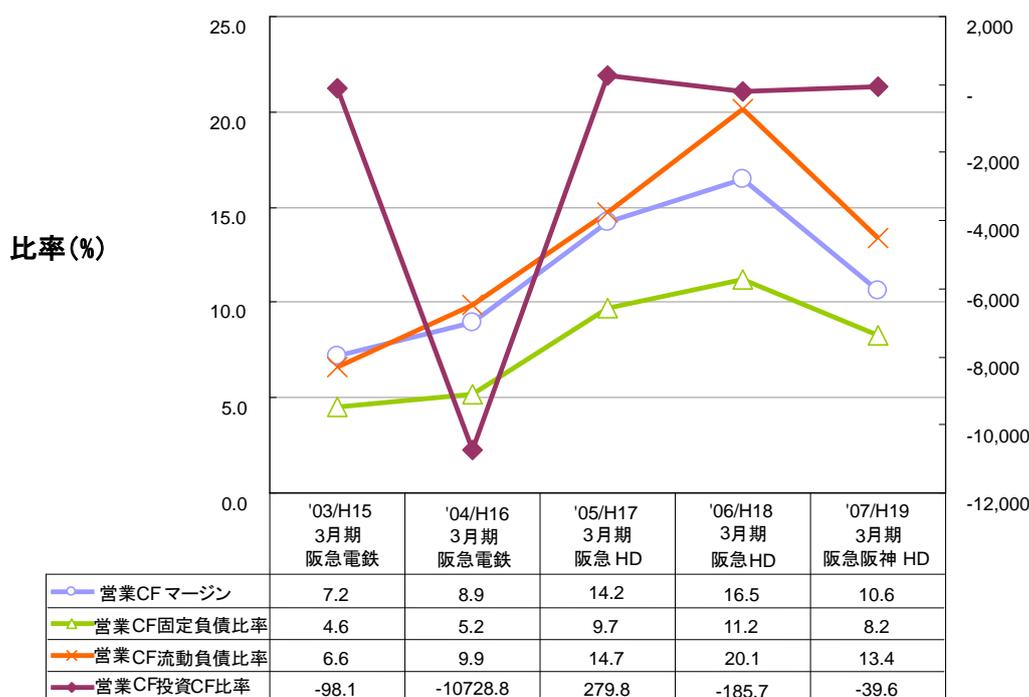


図 1.8 キャッシュフロー関連指標

同社は、03年3月期以降順調に営業業績を回復しており、営業CFに関する各種指標を順調に向上させつづけてきている。経営統合前の06年3月期における大手私鉄平均は、営業CFマージンが15.7%、営業CF固定負債比率が11.6%、営業CF流動負債比率が29.0%であり、同社のキャッシュフロー分析では、キャッシュ創出力は優れているものの、それに比して若干高めの負債残高を抱えていることが分かる。

07年3月期においては、営業CFマージンの値がダウンしている。このことは、阪神との経営統合により売上高がアップしたものの、旅行業事業等にかかる売上債権の増加が影響し、営業CFを効果的に向上させることができなかったことを示している。それにより、営業CF固定負債比率や営業CF流動負債比率の数値でも同様の傾向となっている。今後は経営統合によるシナジーの発揮によりキャッシュ創出力をより向上させていかなければならない。

### 1.3 セグメント分析

#### セグメント別売上高の推移

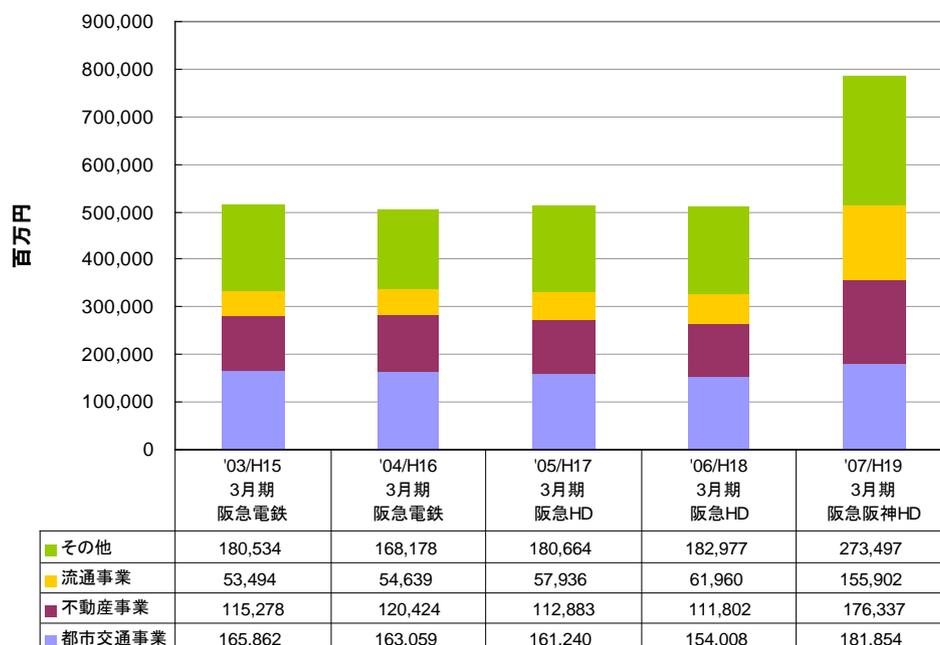


図 1.9 セグメント別売上高推移

同社の事業セグメントは、2007年3月期の時点で、都市交通事業、不動産事業、エンタテインメント・コミュニケーション事業、流通事業、旅行・国際輸送事業、ホテル事業、その他の事業の7つに大分される。各セグメントの事業内容と主な関連会社は下記のとおりである。07年3月期におけるトピックについては、同社2007年3月期有価証券報告書より抜粋した。

#### (1) 都市交通事業

- ・事業内容：鉄道事業、自動車運送事業、車両製造業
- ・主な関連会社：阪急電鉄(株)、阪神電気鉄道(株)、能勢電鉄(株)、阪急バス(株)、阪神バス(株)、阪急タクシー(株)、阪神タクシー(株)
- ・07年3月期における主なトピック：鉄道事業については、阪急電鉄(株)、能勢電鉄(株)及び北大阪急行電鉄(株)において「HANA PLUS PiTaPa IC 定期券」を、阪神電気鉄道(株)において「CoCoNet PiTaPa IC 定期券」を導入したほか、駅前における機械式駐輪場において「PiTaPa」での決済を可能とするなど、カードの魅力を高める取り組みを行い、鉄道の利用促進を図るとともに、企画乗車券「いい古都チケット」を「阪急阪神版」として発売するなど、沿線施設への旅客誘致にも取り組んだ。利便性の向上等を企図して、ダイヤ改正を実施し、新たに阪急夙川駅に特急及び通勤特急を、阪急淡路駅に特急を、阪神香櫨園駅に区間特急をそれぞれ停車させたほか、阪神西九条駅と近鉄難波駅を

結ぶ阪神西大阪線難波延伸事業を推進した。このほか、より安全性を高めるべく阪急神戸線におけるATS（自動列車停止装置）の改良に取り組み、駅施設や車両におけるバリアフリー化の推進にも努めた。バス事業においては、阪急バス(株)と阪神バス(株)が、阪急西宮北口駅と阪神西宮駅を結ぶ路線の新設を行うなど、お客様の利便性の向上を図った。これらの結果、一昨年4月のJR福知山線脱線事故に伴う振替輸送の反動もあったが、営業収益は181,854百万円と前連結会計年度に比べ27,845百万円(18.1%)増加し、営業利益も33,194百万円と前連結会計年度に比べ2,596百万円(8.5%)増加した。

## (2) 不動産事業

- ・事業内容：不動産賃貸業、不動産売買業、不動産管理業
- ・主な関連会社：阪急不動産(株)、大阪ダイヤモンド地下街(株)、阪神不動産(株)、(株)阪急フアシリティーズ
- ・07年3月期における主なトピック：住宅事業では、マンション分譲事業において、「ジオ彩都のぞみ丘」(大阪府茨木市)、「ジオ・パークスクエア池田」(大阪府池田市)、「THE TOWERS DAIBA」(東京都港区)、「セントプレイス大阪」(大阪市都島区)等を、宅地分譲事業においては「ジオ・パークスクエア池田プレミアム」(大阪府池田市)、「阪急宝塚山手台」(兵庫県宝塚市)、「神戸・花山手住宅地」(神戸市北区)、「塩屋とびお台」(神戸市垂水区)等をいずれも好調に分譲した。賃貸事業においては、梅田阪急ビル建替の影響があったものの、各賃貸ビル、商業施設において、テナント誘致の営業活動と管理運営コストの削減に取り組み、増益に努めた。また、グループ外からオフィスビル、商業施設などの運営・管理業務を積極的に受注し、収益基盤の拡大に注力した。これらの結果、営業収益は176,337百万円となり、前連結会計年度に比べ64,535百万円(57.7%)増加し、営業利益も36,276百万円と前連結会計年度に比べ14,671百万円(67.9%)増加した。

## (3) エンタテインメント・コミュニケーション事業

- ・事業内容：スポーツ事業、歌劇事業、広告代理店業、出版業
- ・主な関連会社：(株)阪神タイガース、(株)宝塚クリエイティブアーツ、(株)宝塚舞台、(株)梅田芸術劇場、(株)阪急アドエージェンシー、(株)阪神コンテンツリンク、アイテック阪神(株)、(株)阪急コミュニケーションズ
- ・07年3月期における主なトピック：スポーツ事業においては、阪神タイガースが、セントラル・リーグの2連覇と日本シリーズ制覇を目指し、チーム一丸となって健闘した結果、シーズン終盤まで優勝争いを展開し、多くのファンの方々にご声援をいただいた。歌劇事業については、宝塚歌劇において、宙組公演「NEVER SAY GOODBYE—ある愛の軌跡—」や雪組公演「墮天使の涙」等、主演男役のサヨナラ公演が好評を博したこともあり、宝塚大劇場・東京宝塚劇場ともに好調な成績を収めるとともに、宝塚歌劇グッズを販売する「キャトルレーヴ」等において関連商品の販売が好調に推移した。また、演劇事業については、梅田芸術劇場において、宝塚歌劇「コパカバーナ」や、ウィーンミュージカル「エリザベート」の来日記念コンサートなど多彩な公

演を開催した。ケーブルテレビ事業においては、デジタルテレビサービスの充実に努めるとともに、「ケーブルプラス電話」サービスを開始するなど顧客の獲得に努めた。これらの結果、営業収益は 75,732 百万円と前連結会計年度に比べ 35,644 百万円（88.9%）増加し、営業利益は 5,237 百万円と前連結会計年度に比べ 1,103 百万円（26.7%）増加した。

#### (4) 流通事業

- ・事業内容：百貨店事業、小売業、飲食業
- ・主な関連会社：(株)阪神百貨店、(株)阪急リテールズ、(株)いいなダイニング、(株)クリエイティブ阪急
- ・07年3月期における主なトピック：百貨店事業については、(株)阪神百貨店において、顧客ニーズを的確に捉えた品揃えの拡大・強化をはじめとした自主マーチャンダイジングへの取り組みに注力したほか、複合商業施設「ミント神戸」内に「阪神百貨店三宮店」（店舗名称「さんのみや・阪神食品館」）を開設するなど、収益力の向上を図った。物販事業については、梅田地域を中心に、カフェバーカーリー「フレッズカフェ STATION」、服飾雑貨店「カラーフィールドリラックス」、ミニコンビニ「アンスリー SΛM（サム）」等を、また、沿線外においては、書店「ブックファースト 八王子店」（東京都八王子市）等を、それぞれ新規にオープンするとともに、既存店舗においても店舗の改装や営業時間の延長を行うなど、より魅力的でご利用いただきやすい店づくり及び競争力の強化に引き続き取り組んだ。飲食・中食事業においては、既存店舗の改装及びサービス面での見直しや、業態変更に取り組んだほか、健康創作ダイニング「AQUA 麴」（大阪市北区）、沿線外を中心に惣菜店「クックデリ御膳」を出店するなど、事業の強化に努めた。これらの結果、営業収益は 155,902 百万円と前連結会計年度に比べ 93,941 百万円（151.6%）増加し、営業利益は 4,664 百万円と前連結会計年度に比べ 2,223 百万円（91.1%）増加した。

#### (5) 旅行・国際輸送事業

- ・事業内容：旅行業、貨物運送事業
- ・主な関連会社：(株)阪急交通社、(株)阪急カーゴサービス、阪神エアカーゴ(株)
- ・07年3月期における主なトピック：旅行事業においては、海外旅行は、航空会社の座席供給量の減少や原油価格の高騰による航空運賃上昇の影響があったものの、ヨーロッパ方面の集客が堅調であったほか、中国をはじめとするアジア方面の集客も好調に推移した。また、国内旅行は、積極的な広告戦略により東北方面へのツアーやバスツアー等の集客が好調に推移した。さらに、新規顧客の獲得を目指し、阪急交通社及び阪神航空の両方の店舗でご予約いただける阪神タイガース応援ツアー等の販売に取り組んだほか、昨年11月からはインターネットによる新たな宿泊予約サービス「The お宿（ねっと版）」をスタートさせた。国際輸送事業については、航空輸出において、IT関連製品が在庫調整局面を迎えたことに加えて、主力商品の一部が海上輸出に切り替わったこと等から伸び悩み、また航空輸入においても、夏場の天候不順及び暖冬の影響で衣料品や生鮮品の取扱いが減少した。しかしながら、年末年始に新型ゲーム機

の大量航空輸入があったほか、中国との取引を中心に海上輸出入が年間を通して好調であったことにより、全体では順調に推移した。また、昨年(2006)年5月にはインドネシア、昨年10月には中国・北京でそれぞれ現地法人が営業を開始するなど、積極的な海外ネットワークの拡大にも努めた。これらの結果、営業収益は88,256百万円と前連結会計年度に比べ20,971百万円(31.2%)増加し、営業利益は4,249百万円と前連結会計年度に比べ1,781百万円(72.2%)増加した。

## (6) ホテル事業

- ・事業内容 : ホテル事業
- ・主な関連会社 : (株)阪急ホテルマネジメント、(株)ホテル阪神、(株)阪神ホテルシステムズ、阪神エンタープライズ(株)
- ・07年3月期における主なトピック : ホテル事業においては、昨年4月に、ホテルチェーンの一体的運営を目的とした集中予約管理システム・業務管理システムが本格稼働し、グループの支援体制を整備するとともに、競争力の強化を図るため、第一ホテル東京、京都新阪急ホテルの客室改装をはじめとする諸施設のリニューアルに取り組んだ。また、ホテル阪神がグループに加わったほか、初の沖縄進出となる「東京第一ホテルオキナワ グランメールリゾート」の開業など、グループホテルの拡充にも努めた。このほか、「阪急阪神第一ホテルグループ記念祭」の開催や、団塊世代を対象にした「ハッピーリタイアメントプラン」を企画するなど積極的な販売活動を展開した。これらの結果、営業収益は65,430百万円と前連結会計年度に比べ11,568百万円(21.5%)増加し、営業利益は1,336百万円と前連結会計年度に比べ896百万円(203.6%)増加した。

以下、これらのセグメント別の分析を行う。ここでの分析では、過去からの整合性も考慮し、都市交通事業、不動産事業、流通事業、その他の4つに分けて分析を行うものとする。

### (1) 収益性

同社の2大セグメントである都市交通事業と不動産事業において、それぞれ高い売上高営業利益率を記録している。またそれぞれのセグメントにおいて過去5年間継続的に数値を上げてきていることは大きく評価できる。特に一般的に利益率が高いといわれている不動産事業に匹敵する利益率を上げている都市交通事業では、収益性の面において健闘が目立つ。07年3月期に阪神との経営統合によって一時的に収益性がダウンしているが、特に問題はないと思われる。ちなみに07年3月期におけるJR西日本の運輸業の売上高営業利益率は11.2%である。流通業においては、収益性の改善が特に見られないが、同じくJR西日本の流通業の2.2%と比較すれば高い収益性を示しており、このあたりが流通業の収益性の限界であるのかもしれない。

### 売上高営業利益率

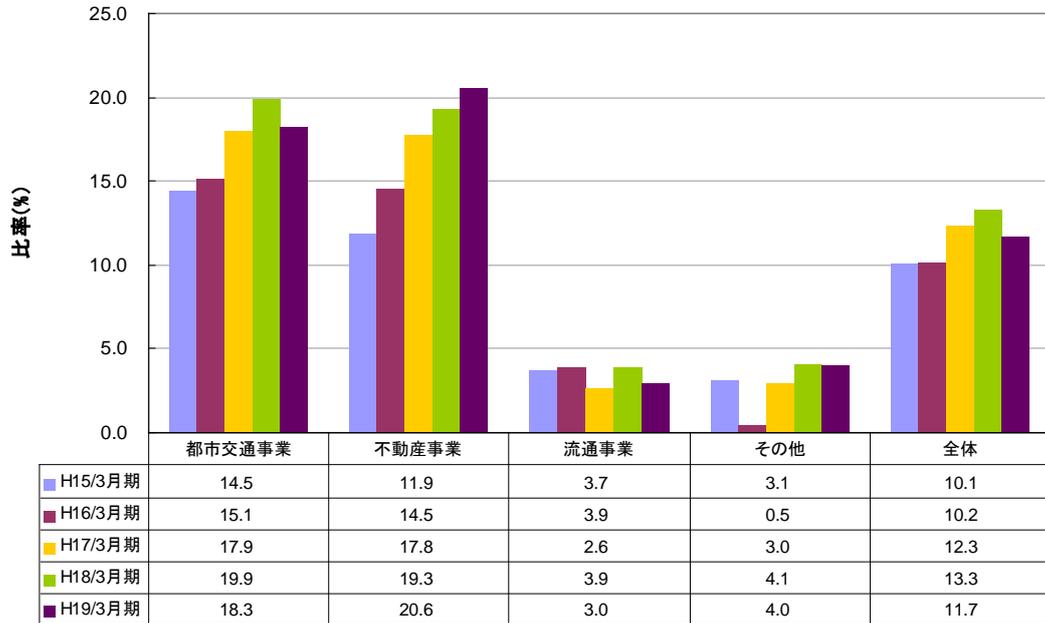


図 1.10 事業セグメント別売上高営業利益率推移

## (2) 成長性

### 売上高増収率

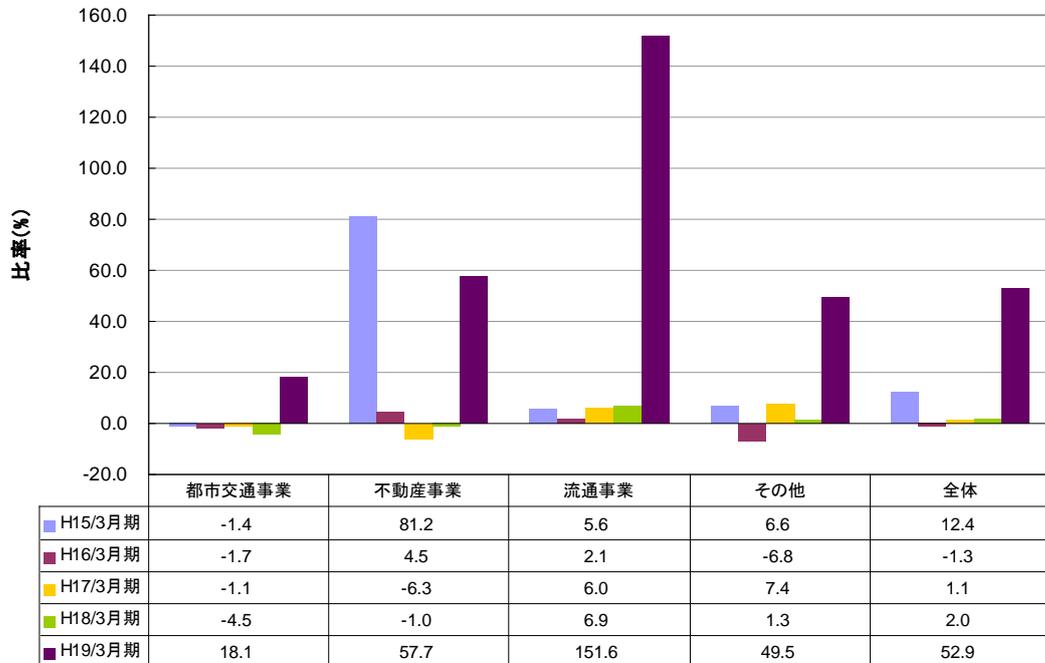


図 1.11 事業セグメント別売上高増収率推移

売上高増収率の数値は、07年3月期の阪神との経営統合による影響が顕著に出ている。その他の年度を見ると、都市交通事業において05年3月期まで約1.5%の減少が続いており、厳しい状態であったことが分かる。06年3月期における▲4.5%の数値は、当該年度におけるセグメントの範囲変更によるものであり、実質的には1.7%の増加となっている（有価証券報告書より）。このことは、JR福知山線脱線事故による振替輸送の影響も考えられるが、大阪圏の景気回復基調に伴う需要増も大きく影響したものと思われ、今後の同事業に対して明るい材料の一つである。

都市交通事業、不動産事業においてマイナス成長を記録する年度もある中、流通事業は堅調に売上高を伸ばしており、評価できる。なお07年3月期において流通事業の伸び率が一番高いのは、阪神電気鉄道株式会社の連結子会社に阪神百貨店が含まれているため、百貨店業の売上高が一気に上乘せされたためである。（阪急百貨店は阪急ホールディングスの連結対象ではない。）

### (3) 生産性

#### 1人当たり売上高

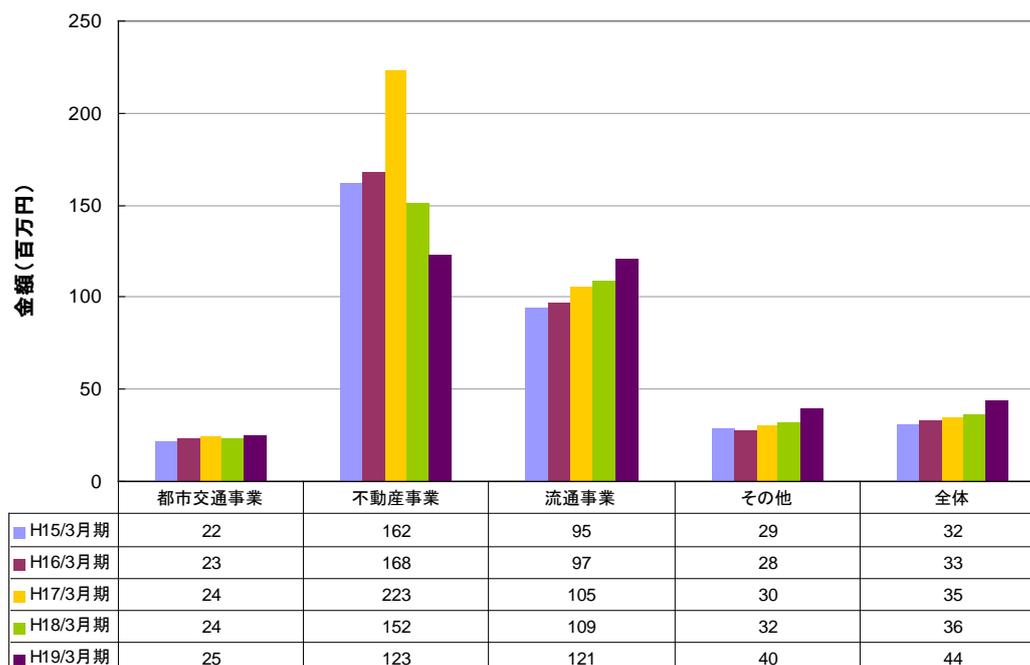


図 1.12 事業セグメント別一人当たり売上高推移

従業員一人当たりの売上高は、不動産事業、流通事業の順に高い。一方で都市交通事業のそれは低い値となっている。このことは業態一般の傾向と一致するものであり、同社に特筆される事項はない。不動産事業の生産性の変動が激しいが、これは年度ごとの売上高や従業員数の変動がそれぞれ激しいためであり、これらの安定は今後の課題となる。不動産事業の生産性に対しては、阪神との統合がマイナスの効果として現れていることが分かる。

不動産事業の生産性の向上と安定は、経営統合後の大きな企業課題のうちの一つであるといえよう。

#### (4) 効率性

##### 使用総資本回転率

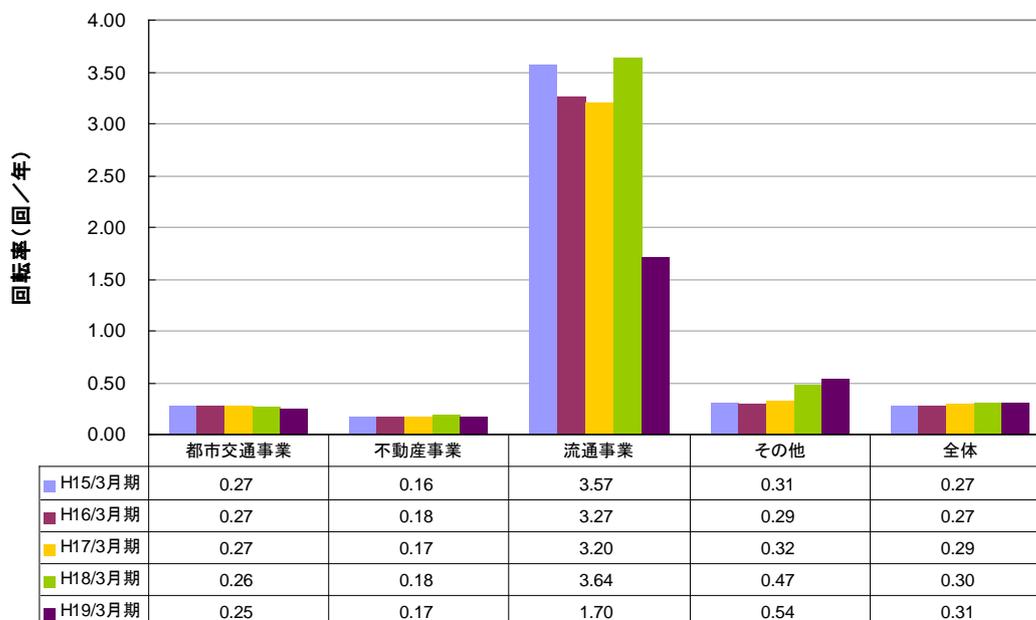


図 1.13 事業セグメント別使用総資本回転率推移

効率性指標として、事業セグメント別の使用総資本回転率推移を示す。総資本は会社が経営に投下している資本の総額のことであり、使用総資本回転率は1年間に、総資本が売上高に対して何回転しているかを見ることにより、総資本の運用効率を見ようとするものである。そのため回転率が低いということは資本効率にムダがあることを示す。全業種の平均は0.77回であるので、この数値との比較においては、同社の効率性は流通事業を除いて高いものではない。このことは、都市交通事業や不動産事業が資本集約的な事業であることから考えると、ある程度は仕方がない面があると考えられる。ただし都市交通事業においては継続的に回転率が縮小しており、好ましい状態ではない。JR西日本の使用総資本回転率（運輸事業：0.49、不動産事業：0.27）と比較しても見劣りがする。今後の効率性向上への努力が必要である。流通事業においては、阪神百貨店の連結化により、07年3月期にこれまでと異なる動向を示している。

#### 1.4 セグメント別キャッシュフロー分析

##### (1) 営業キャッシュフローマージン

営業CFマージンは、営業CF/売上高で、企業の収益力、特に、キャッシュ創出力の強さを表し、収益性の分析に用いる。同社のセグメント別営業CFマージンを見ると、核となる都市交通事業、不動産事業においていずれも数値が高い。両事業は、減価償却費が多

額になる性質の事業であることから、比較的営業 CF は産み出しやすいと考えられるが、継続して値を向上させてきていることから、これら両事業が全社的な営業 CF を産み出す源泉となっていることがわかる。都市交通事業において 07 年 3 月期の阪神との統合の影響により若干数値がダウンしている。今後のシナジー効果により、同事業のキャッシュ創出力をさらに向上させるチャンスがあるといえる。

### 営業CFマージン

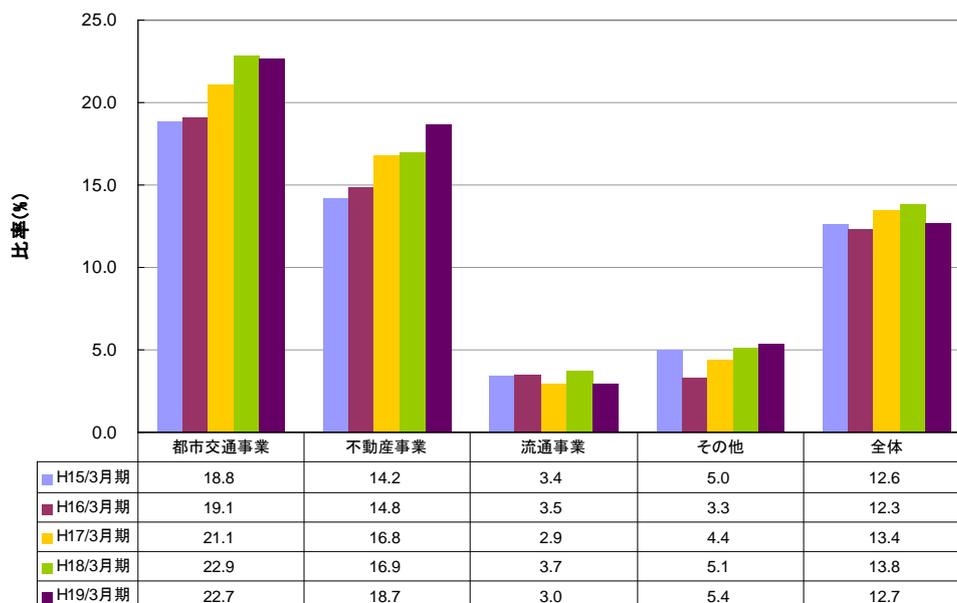


図 1.14 セグメント別営業キャッシュフローマージン

## (2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

### 営業CF対資本的支出比率

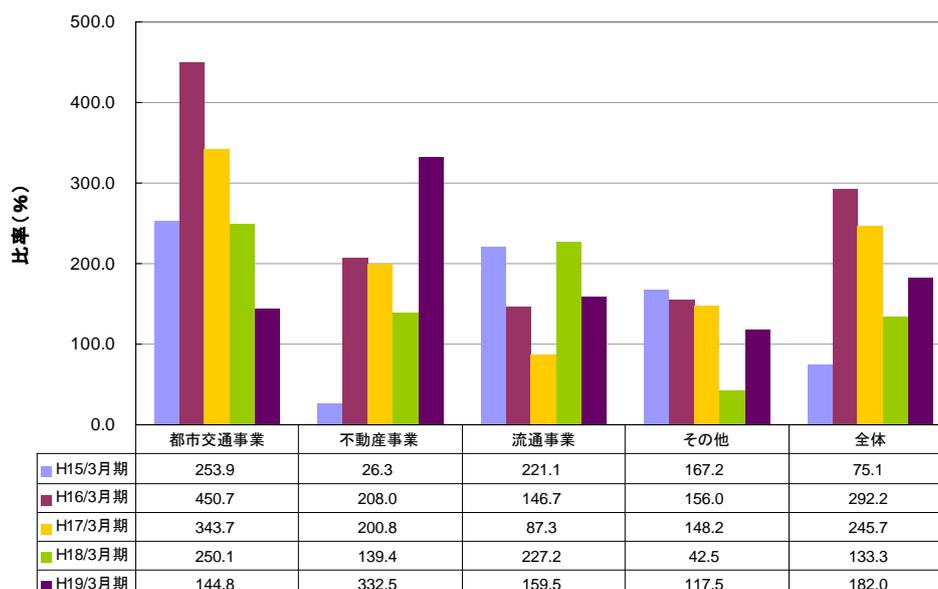


図 1.15 セグメント別営業キャッシュフロー資本的支出比率

営業 CF 資本的支出比率は、営業 CF が資本支出に対してどの程度の割合であることを示す指標であり、営業 CF/資本的支出で算出する。営業キャッシュフローが投資をどれだけカバーしているかという安全性をみる指標であり、100%が目安となる。同社の営業 CF 資本的支出比率は、全社的に概ね 100%を上回っており、良好である。都市交通事業においては、03年3月期の最終赤字を受けて投資を抑制した影響で数値が高くなっていたが、04年3月期以降継続して投資を拡大してきた結果、07年3月期には約 150%となっている。これは JR 西日本の同数値が約 100%であることを考えると、適正水準程度まで投資額が戻ってきたという解釈が可能だろう。その他の事業についても、同様の傾向が言えると考えられる。

### (3) フリーキャッシュフロー

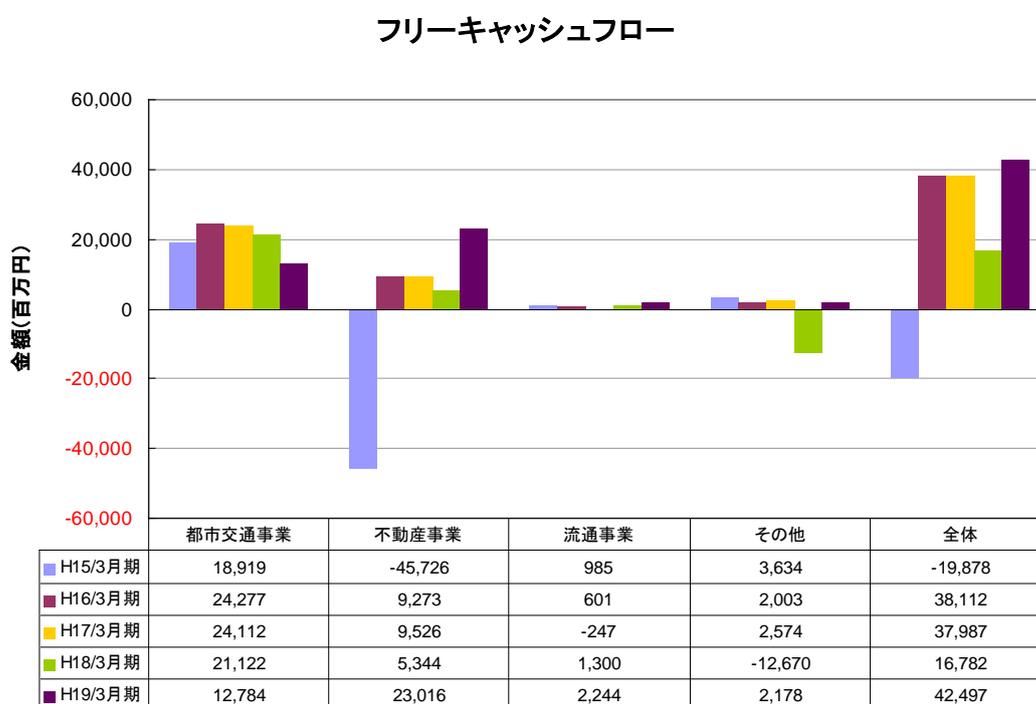


図 1.16 セグメント別フリーキャッシュフロー

フリーキャッシュフローは、営業キャッシュフローから資本的支出をマイナスした金額である。言葉の通り、企業として自由に運用出来るキャッシュであり、その事業における「儲け」に当たるものである。この数値も資本的支出の抑制と回復の影響で、04年3月期に一度向上し、以降縮小の傾向にある。07年3月期には阪神との経営統合の影響により不動産事業の FCF が拡大しており、全社的な FCF の拡大の源泉となっている。なお 03年3月期の不動産事業の FCF の大きなマイナスは阪急不動産株式会社の完全子会社化に伴うものであり、特異値である。

## 2 企業価値分析

### 2.1 資本コスト・経済付加価値 (EVA)・投下資本収益率 (ROIC) 分析

表 2.1 資本コスト・EVA・ROIC 計算結果

	'03/H15 3月期 阪急電鉄	'04/H16 3月期 阪急電鉄	'05/H17 3月期 阪急HD	'06/H18 3月期 阪急HD	'07/H19 3月期 阪急阪神 HD
<b>I WACC算出</b>					
① 有利子負債[簿価](D) (百万円)	1,063,859	1,061,388	988,111	882,615	1,209,381
② 株主資本[時価](E) (百万円)	286,470	335,897	402,812	715,161	906,513
③ 負債コスト(Rd)	1.81%	1.54%	1.58%	1.61%	1.89%
④ 無リスク利率	1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%
⑤ 株式ベータ	1.277	1.277	1.277	1.277	1.277
⑥ マーケット・リスク・プレミアム	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
⑦ 株主資本コスト(Re)	8.30%	8.01%	8.52%	8.38%	8.77%
⑧ 負債比率(D/(D+E))	78.79%	75.96%	71.04%	55.24%	57.16%
⑨ 株主資本比率(E/(D+E))	21.21%	24.04%	28.96%	44.76%	42.84%
⑩ 法人税実効税率	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
⑪ 加重平均資本コスト(WACC)	2.59%	2.61%	3.12%	4.27%	4.38%
<b>II EVA算出</b>					
① 税引後営業利益(NOPAT) (百万円)	28,693	30,467	36,205	40,519	54,177
② 投下資本[簿価] (百万円)	1,293,704	1,309,228	1,265,504	1,242,836	1,731,667
③ WACC	2.59%	2.61%	3.12%	4.27%	4.38%
④ 資本費用 (百万円)	33,466	34,106	39,446	53,058	75,923
⑤ 経済付加価値(EVA) (百万円)	-4,772	-3,640	-3,241	-12,539	-21,746
<b>III ROIC算出</b>					
① NOPAT (百万円)	28,693	30,467	36,205	40,519	54,177
② 投下資本[簿価] (百万円)	1,293,704	1,309,228	1,265,504	1,242,836	1,731,667
③ 投下資本収益率(ROIC)	2.22%	2.33%	2.86%	3.26%	3.13%

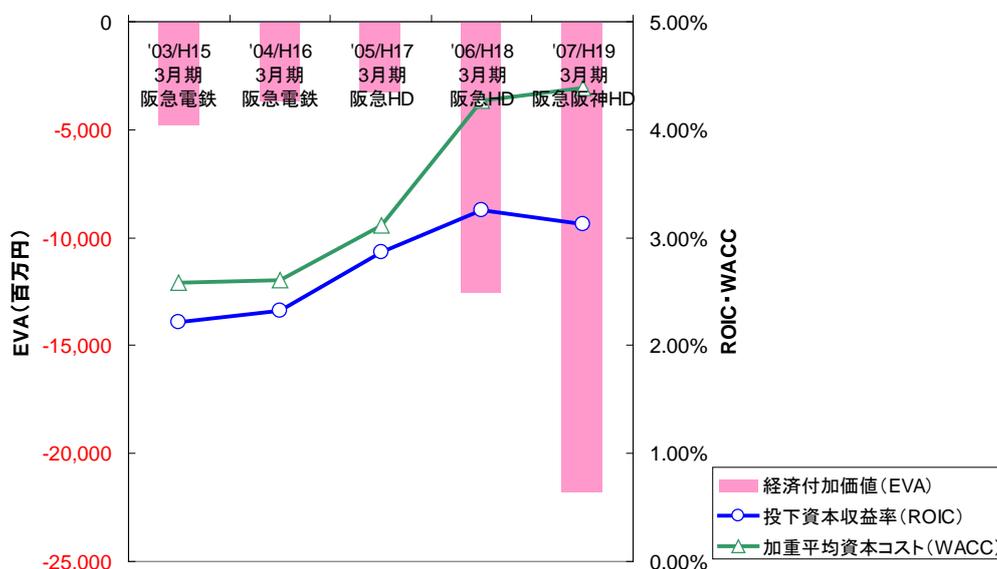


図 2.1 EVA・ROIC・WACC 推移

## データ出所

項目	データ出所
無リスク利率	株式会社 I I C パートナーズ HP ( <a href="http://www.iicp.co.jp/library/debt.html">http://www.iicp.co.jp/library/debt.html</a> ) より、10 年国債の応募者利回り（年平均）の推移を入手して使用
株式ベータ	Bloomberg より、直近の $\beta$ 値を入手し、過去にも援用
マーケット・リスク・プレミアム	事例では 5～6% の推計値をとることが多いため、ここでは 5.5% で固定 推計期間によって値は異なる
発行済株式数	各社の有価証券報告書「株式等の状況」
株価（期末）	Yahoo! ファイナンスより、各期末日の株価情報を入手して使用
法人税実効税率	42.0% に固定

EVA（経済付加価値：Economic Value Added）とは、アメリカのスターン・スチュワート社によって提唱された指標で、企業の価値創造の評価基準として、財務会計ベースの利益ではなく、経済的利益を計測する考え方である。企業の価値創造とは、株主を含む資金提供者が期待する投下資本コストを上回る利益を上げて（すなわち EVA をプラスにして）、初めて達成されたといえるのである。ROIC（投下資本利益率：Return On Invested Capital）とは、税引後営業利益を投下資本で割ることにより求められる。すなわち ROIC とは、事業の投下資本から、いかに企業が本業の利益を得たかを測る指標である。EVA と ROIC の間には、 $EVA / \text{投下資本} = ROIC - WACC$  の関係が成り立ち、この  $ROIC - WACC$  を EVA スプレッドと呼ぶ。EVA スプレッドがプラスであるということは、その企業が資本コストを上回る事業利益を得ているということであり、企業が価値を創造していることを表しているのである。

- $EVA = \text{税引後営業利益} - \text{資本費用}$   
 $= \text{税引後営業利益} - \text{投下資本} \times \text{加重平均資本コスト}$
- $ROIC = \text{税引後営業利益} / \text{投下資本}$
- $\text{税引後営業利益 (NOPAT)} = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率})$
- $\text{投下資本} = \text{流動資産} - \text{流動負債} + \text{短期借入金} + \text{固定資産 (資産サイド)}$   
 $= \text{短期借入金} + \text{固定負債} + \text{資本合計 (負債・資本サイド)}$
- $\text{加重平均資本コスト (WACC)} = \text{負債比率} \times (1 - \text{法人税率}) \times \text{負債コスト}$   
 $+ \text{株主資本比率} \times \text{株主資本コスト}$
- $\text{有利子負債 [簿価] (D)} = \text{短期借入金} + \text{長期借入金} + \text{社債}$
- $\text{株主資本 [時価] (E)} = \text{株価} \times \text{発行済株式数}$
- $\text{負債コスト (Rd)} = \text{支払利息} / \text{有利子負債}$
- $\text{株主資本コスト (Re)} = \text{無リスク利率} + \text{株式 } \beta \times \text{マーケット・リスク・プレミアム}$

同社の EVA は過去 5 年間全てにおいてマイナスであり、ROIC を WACC が上回る状況である。すなわち同社は、株主と債権者が要求する利益水準を上回る利益を上げられていないことになる。ただし 03 年～05 年の 3 年間にあっては、継続的に有利子負債を削減し、株主資本比率を上げてきたことによる WACC の上昇を上回るペースで ROIC を向上させており、EVA を（依然マイナスとはいえ）継続的に上昇させてきた努力が見て取れる。06 年 3 月期では、公募および第三者割当による増資を行った影響で、株主資本比率が大幅に増え、WACC を大きく引き上げる原因となった。有利子負債を継続的に削減し、ROIC についても継続的に向上させているものの、WACC の引き上げによる影響が大きく、EVA が大きくダウンする結果となった。07 年 3 月期では、阪神との経営統合に伴う有利子負債残高の積み増し、負債コストの上昇、景気回復を背景にしたリスクフリーレートの上昇などを背景に WACC が上昇し、統合前の阪神の ROIC が低かった影響による ROIC の縮小と相俟って、さらに EVA をダウンさせることとなっている。

経営統合による特異事象がなくなる来期以降は、有利子負債の削減は企業の責務であるとして、かつてのように WACC の上昇を上回る ROIC の確保に努め、EVA を正の方向に導いていかなければならない。その際には、経営統合のシナジー効果を活用し、これまで以上の勢いで ROIC を上昇させていくことを目指さなければならぬだろう。

## 2.2 企業価値評価

### (1) 企業価値の算定方法

企業価値 (1) 下記を参照

企業価値 (2) 時価株主資本+有利子負債=期末株価×発行済株式数+有利子負債簿価

企業価値 (3) EVA/資本コスト+簿価投資資本

### (2) 企業価値 (1) の算出

(百万円)

	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期	'12/H24 3月期
営業キャッシュフロー	34,410	42,057	67,650	80,229	78,981					
投資キャッシュフロー	-35,072	-392	24,175	-43,199	10,801					
フリーキャッシュフロー	-662	41,665	91,825	37,030	89,782	42,717	42,971	43,227	43,484	43,743
平均フリーキャッシュフロー					42,465					
売上高	477,719	471,482	476,623	486,154	743,376					
売上高成長率	12.4	-1.3	1.1	2.0	52.9					
平均成長率					0.6					
H15/3の予測期間		40,614	87,253	34,299	81,063	37,596				
H16/3の予測期間			89,494	35,174	83,116	38,541	37,786			
H17/3の予測期間				35,911	84,436	38,959	38,006	37,077		
H18/3の予測期間					86,106	39,291	37,906	36,570	35,282	
H19/3の予測期間						40,923	39,437	38,005	36,626	35,296
予測期間の割引現在価値(A)	280,825	284,110	234,389	235,155	190,287					
加重平均資本コスト	2.59%	2.61%	3.12%	4.27%	4.38%					
リスクフリーレート	1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%					
継続価値(B)	2,816,792	2,290,920	2,234,043	1,170,482	1,291,659					
企業価値:(A)+(B)	3,097,617	2,575,030	2,468,432	1,405,637	1,481,946					

フリーキャッシュフロー=営業キャッシュフロー-投資キャッシュフロー

継続価値=(予測期間の翌期のFCF÷(加重平均資本コスト-リスクフリーレート))÷(1+加重平均資本コスト)<sup>5</sup>

企業価値(1)の算出には多くの仮定を用いた。07年3月期の投資CFの算出に際しては、阪神との経営統合に伴う投資額を控除した。また平均FCFの算出には、07年3月期の数値は省いた。さらに平均売上高成長率の算出では、03年3月期(阪急不動産の子会社化)、07年3月期(阪神との経営統合)を省いた。

### (3) 企業価値算定結果

表 2.2 企業価値算定結果

項目と評価方法	(百万円)				
	'03/H15 3月期 阪急電鉄	'04/H16 3月期 阪急電鉄	'05/H17 3月期 阪急HD	'06/H18 3月期 阪急HD	'07/H19 3月期 阪急阪神HD
企業価値(1) フリーキャッシュフロー価値	3,097,617	2,575,030	2,468,432	1,405,637	1,481,946
企業価値(2) 株式・負債時価評価価値	1,350,329	1,397,285	1,390,923	1,597,776	2,115,894
企業価値(3) MVA+投下資本	1,109,215	1,169,518	1,161,515	949,122	1,235,679

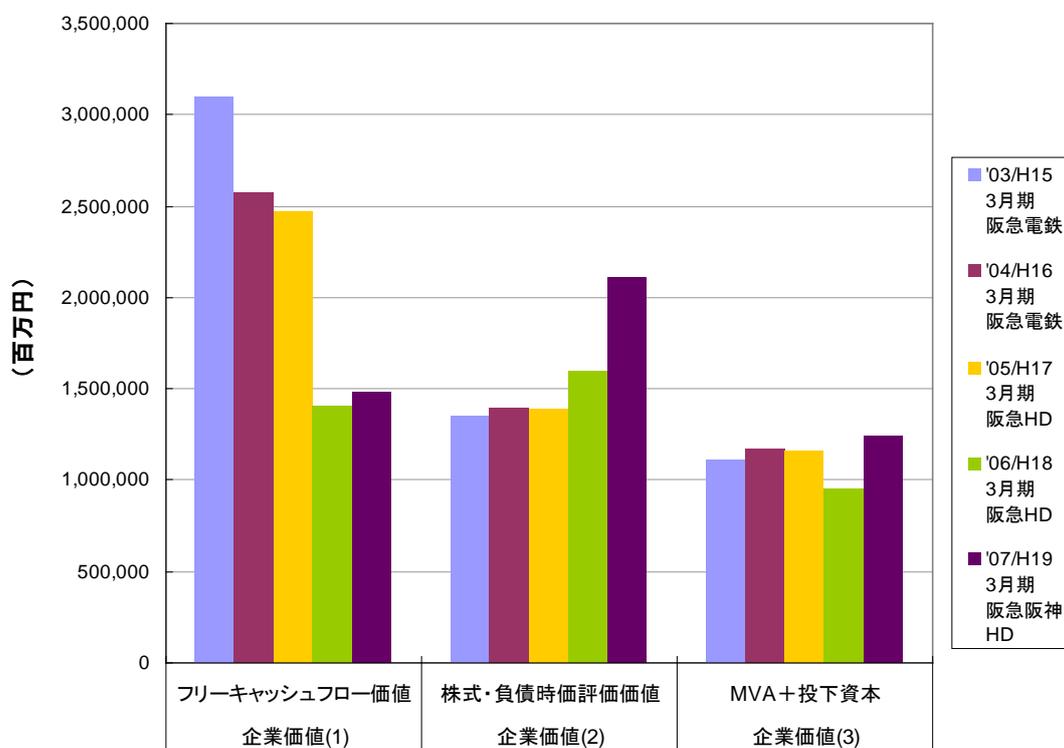


図 2.2 企業価値の推移

### (4) 考察

企業価値(1)フリーキャッシュフロー価値は、今後の投資額の拡大(回復)によるFCFの縮小の予測を反映して、徐々に減少する結果となっている。しかしながら先にも考察したが、03年3月期の最終赤字以降の同社の投資抑制および資産リストラは極端なものであり、03年~05年ごろのFCFは異常値であると考えてよいだろう。現実には、06年お

よび07年のFCF価値がほぼ妥当なところであろう。売上高の成長は、鉄道事業や不動産事業が成熟産業であり、少子高齢化等の社会環境も同社に逆風となる可能性があることから、今後それほど大きく見込まれるとは思えず、平均成長率0.6%は妥当な線であると考えられる。今後は適切な投資を行いつつ、徐々にでもこのFCF価値を上げていく必要がある。

企業価値(2) 株式・負債時価評価価値は、過去5年間では、右肩上がりですべて評価が上がっている。このことの原因として、①03年3月期の最終赤字以降の業績の順調な回復が評価されたことによる株価の上昇(03年3月期末の313円から06年3月期末では682円まで上昇)、②06年3月期の増資による株式総数の増加とそれに伴う株主資本時価総額の上昇、③07年3月期の阪神との経営統合による有利子負債の上乗せ、および株主資本時価総額の上昇、などが考えられる。今後有利子負債を削減していかなければならない同社であるが、同時に株式の時価総額を上昇させ、この企業価値を維持する努力をしていく必要があるだろう。

企業価値(3) MVA(市場付加価値)+投下資本は、単年のEVAの将来的価値ともいうべき価値であり、将来の企業価値が織り込まれた株価に基づく価値である。この数値は、投下資本の規模が大きいという同社の事業の性質上、EVAの影響よりも投下資本の影響が大きく現れており、各年度とも1兆円前後で安定している。04~06年は有利子負債の圧縮による影響、07年3月期は阪神との経営統合の影響が出ている。なおJR西日本の同種指標は約2兆円弱の値をとっており、同社がJR西日本の半分程度の企業規模であることが分かる。

### 3 経営課題

#### (1) 安全性

安全性は、当座比率の低さ、固定比率の高さなどから、決して良好であるとはいえない。しかし業種平均と比較すれば同社のこれらの数値は劣っているとは言えず、一概に流動比率や当座比率が低いという事実のみでその安全性が低いとは判断できない。なお、継続的な有利子負債の削減により自己資本比率を向上させていることは、安全性の観点からは好感が持てる。

#### (2) 収益性

収益性は、過去5年間で概ね改善傾向にある。売上高利益率やROE、ROA等の各数値は、近年においては平均値を概ね上回っており、関西圏の民鉄業界の中では比較的高い収益性を持っているといえる。ただし統合前の阪神の収益性が劣っていたことから、直近の収益性はややダウンしており、阪神の収益性向上が今後の課題となっている。

#### (3) 成長性

成長性は、近年の鉄道業界の動向と同様に、横ばい状態である。ただし関西民鉄の中には比較的健闘している。07年3月期においては、阪神との経営統合により、売上高、

経常利益ともに大幅に向上している。業界が成熟業界であり、少子高齢化等の社会環境変化も同社事業に負の方向に働くことから、今後の売上高の大幅な成長は見込みづらい。利益率（効率性）の向上による成長確保の努力が必要となるだろう。

#### (4) 生産性

生産性については、過去5年間でいずれも改善を続けている。経営統合前の阪神の生産性が非常に優れていたことから、阪神との経営統合により、07年3月期における同社の生産性はさらに向上している。

#### (5) 効率性

効率性については、継続的に改善傾向にあるものの、業界平均と比較して劣っている状況である。このことの原因の一つとして棚卸資産の多さが上げられるが、このことは同社が不動産事業等への多角化に積極的に取り組んでいる証拠であるともいえ、一概に悪い評価はできない。阪神の効率性が非常に高いため、経営統合により効率性向上のメリットを享受することに成功している。

#### (6) キャッシュフロー

同社の営業キャッシュフローは、過去5年間で順調に向上している。当期赤字を記録した03年3月期以降、投資を抑制、あるいは資産リストラ等を行い、投資キャッシュフローを抑える（またはプラスにする）ことによって、フリーキャッシュフローを大きなプラスに持っていきこうとする姿勢が明確に見て取れる。それらのフリーキャッシュフローを財務キャッシュフローにまわし、有利子負債の削減を進めている姿勢は、好感がもてるものである。06年3月期には、それまでの姿勢と比較して、投資キャッシュフローも営業キャッシュフローの範囲内で回復傾向を見せており、営業活動および増資により得た資金を利用して、再び固定資産を取得し始めていることから、バブル以後の膿をほぼ処理し、今後の投資の回復に向けて好印象をもたせるものとなっている。07年3月期においては、阪神との経営統合（株式公開買付）に際しての2,500億円の負債調達が大きく影響し、大きな投資キャッシュフローのマイナス、大きな財務キャッシュフローのプラスとなっている。

#### (7) 企業価値

同社のEVAは過去5年間全てにおいてマイナスであり、ROICをWACCが上回る状況である。すなわち同社は、株主と債権者が要求する利益水準を上回る利益を上げられていないことになる。FCF価値は適正水準に戻ってきていると考えられるが、今後の成長が疑問視される。阪神との統合による有利子負債の増加も問題の一つである。同社は、03年～05年の3年間に、継続的に有利子負債を削減し、株主資本比率を上げてきたことによるWACCの上昇を上回るペースでROICを向上させており、EVAを（依然マイナスとはいえ）継続的に上昇させてきた経緯がある。経営統合による特異事象がなくなる来期以降、これらの実績を生かし、また経営統合によるシナジーを有効利用し、有利子負債の削減はもとより、WACCの上昇を上回るROICの確保に努め、EVAを正の方向に導いていかなければならないと考えられる。

## (8) まとめ

これらの分析から、同社の経営課題として、以下の2点を抽出する。すなわち、①業界の成長性劣化の中での投資回復、②経営統合によるシナジー効果の創出、の2点である。これらの2点は総合に関係していると考えられるので、以下に一括して考察を行う。

同社は03年3月の最終赤字以降、投資の削減や資産リストラを盛んに行ってきた。それにより03～05年度ごろには大きなフリーキャッシュフローを生んでおり、それらを財務キャッシュフローにまわすことにより積極的にバブル期に抱え込んだ有利子負債を削減してきた。しかしながら、鉄道に関する維持管理投資や安全性投資、利便性向上投資、不動産事業の競争激化への対策投資なども必要となる中、いつまでも投資を抑えておくわけにはいかない。いつまでも投資を抑制しているだけでは、競合企業に水をあけられるばかりである。06年3月期には、バブル期の膿の清算が一巡したとして、再度投資を積極化させる方向に転換したが、07年3月期の阪神との経営統合によってまた大きな有利子負債を抱え込むこととなってしまった。

同社事業を取り巻く環境は全体として厳しく、今後の競争の激化や社会環境の変化は、同社事業の将来性に負の方向に働く。特に少子高齢化等の社会環境変化は同社にとってのインパクトが大きく、今後の都市交通事業の成長性の鈍化は避けられない状況である。売上高の劇的な向上は到底見込めない。その中で今後将来に向けた設備投資を再開し、同社のサービスを継続的に拡大していくためには、コスト部分の効率化による営業利益の成長性の確保が不可欠であろう。指標を見る限り、これまでの同社にはこの効率性向上に対する積極的な取り組みが見られ、今後に向けてもノウハウが蓄積しているものと思われる。今後はこれまでの実績をもとに、より効果的な施策を追求して実施していく必要がある。

同社には、この営業利益の成長性確保に向けた他社にない資産がある。すなわち阪神との経営統合のチャンスに恵まれたことである。効率性や生産性等の各種指標を見ると、阪急と阪神は指標ごとに良し悪しが分かれている。これらの両社の統合により、互いにノウハウを共有し、シナジーを生むことができるだろう。このシナジー効果を、コスト面や営業面等の多くの側面からより大きく発揮できるよう、企業戦略を立案していく必要がある。それにより、利益と投資をともに向上させる正のスパイラルに持ち込むことが理想的である。そのことが実現すれば、将来にわたって、有利子負債の削減を進めるとともに ROIC を向上させ、EVA を上昇させていくことが可能となるだろう。

## 4 企業価値創造

### 4.1 株主価値創造

過去5年間の阪急阪神HD(9042.T)の株価推移を見ると、阪急阪神HDの株価は2003～2005年まではTOPIXを若干下回る推移であったが、2006年以降はTOPIXとほぼ同等、もしくはTOPIXを上回る株価推移となっている。同業である近鉄の株価推移と比較した場合、明確に阪急阪神HDの優位性が見て取れ、同社が株主価値を生み出していると考えて差し支えなさそうである。特に2005年8月の公募増資以降に優れた株価推移が見られているということは、同社の将来の積極的な投資への意欲や、阪急と阪神の統合という経営戦略が、株式市場からは好感を持って受け入れられたと解釈することも可能であろう。

### 4.2 顧客価値創造

#### セグメント別売上高の推移

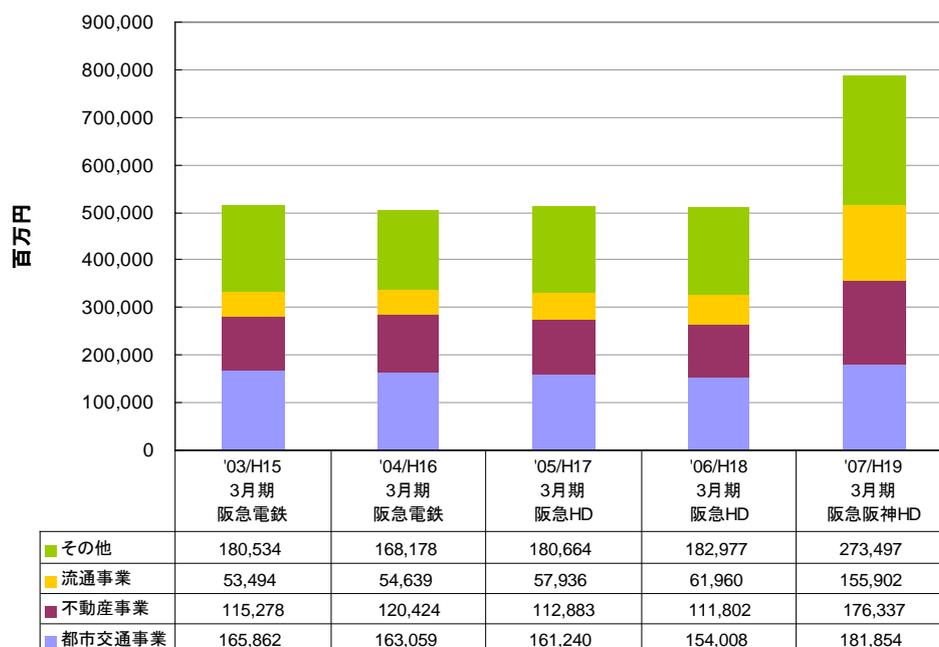


図 4.2 阪急阪神HDのセグメント別売上高推移

過去5年間の阪急阪神HDの売上高推移を見ると、全社的には5,000億円程度でほぼ変化のない売上高を記録している。特に流通事業では順調な売上高増収を記録しており、駅ナカビジネスが顧客価値を生んでいることが分かる。一方で同社の中核事業である都市交通事業においては、経営統合前の4年間で継続して売上を減らしている。このことは、少子高齢化等の社会環境変化も影響してのものと思われるが、特に京阪神間におけるJR西日本との競合関係において劣位にあることが大きな要因である。鉄道輸送のスピードや価格面においてJR西日本は攻勢を強めており、甲南山手駅やJRさくら夙川駅、JR桂駅等

の競合駅の新設も積極的である。阪急阪神 HD もポストペイ式 IC 乗車カード「PiTaPa」の機能を付加したハウスカード（「HANA PLUS」カード）の機能拡充によって対抗しようとしているが、効果的な結果は生めていない実情である。この点からは、同社は都市交通事業において十分な顧客の支持を得られておらず、顧客価値を生むことができていないと判断される。

このことの対策として、グループスローガンにもあるように、グループ間のシナジーを活用した沿線価値の向上施策が考えられる。阪神との経営統合による沿線の拡大やコンテンツの拡充も魅力的な機会である。現在沿線では、梅田阪急ビルの建替え、西宮スタジアム跡地開発、宝塚ファミリーランド跡地開発など、大規模開発案件が目白押しである。阪神タイガースや宝塚歌劇も、他社にはない魅力的な沿線コンテンツである。これらと都市交通事業をうまくリンクさせ、顧客価値を向上させる努力が必要であろう。実例としては、宝塚ファミリーランド跡地のマンション購入者のうち HANA PLUS カード利用者に対し、電車運賃を無料とするサービスが実施されている（2007 年）。

### 4.3 従業員価値創造

同社のアニュアルレポートやその他 IR 資料等を調査しても、従業員価値に対するコメントはあまり見当たらない。「お客様志向」を強調するがゆえに、従業員に対する目配りはあまり行き届いていないように思われる。同業他社内では、平均給与は比較的高いほうであるが、全業種に比較対象を広げると、決して大きなインセンティブとはいえない水準である。人事制度としても、経営幹部を目指す従業員のための「キャリアアップコース制度」や「ビジネスカレッジ制度」、「目標達成度評価制度」などが導入されているが、旧来の所謂年功序列の枠組みは抜け出せていないように思える。また、阪神と阪急の人事制度の統合も今後の課題の一つである。

福利厚生制度として、2006 年 7 月 1 日より、新たな人事施策「ファミリー・フレンドリー制度（次世代育成支援制度等）」が導入されている。同制度は、性別を問わず、社員が仕事と家庭生活とを両立できるよう、育児介護休業法の規定を上回る水準をもって諸規程を整備したもので、社員が企業組織の一員であると同時に、家庭さらには社会の一員でもあるとの認識に立ち、ますます多様化する社員の価値観を尊重すること、重要性を増す家庭および社会における責任の遂行と仕事との調和を可能にすること、などを重視した制度である。今後このような制度が順次導入されていくことは考えられるが、現時点では他企業と比べて立ち遅れている感が否めず、福利厚生制度が十分であるとは判断できない。以上のことから、同社の従業員価値はそれほど高いものであるとはいえないと考えられる。

### 4.4 社会価値創造

同社は、特に鉄道事業において、交通ネットワーク拡充のための新線建設（阪神なんば線）、道路混雑緩和のための鉄道の立体化（洛西口、淡路など）、交通結節機能拡充のための駅前

広場整備（淡路、三国、御影など）、ATS 機能アップによる速度向上、安全性向上施策（2007 年神戸線で新型 ATS 導入など）、駅バリアフリーへの取り組みなど、社会的便益を発生させる事業に継続的に取り組んでおり、社会価値を生むことが出来ていると考えられる。

環境保全活動にも 2005 年 4 月に設置した「環境委員会」が中心となって積極的に取り組んでおり、鉄道車両への省エネ技術の導入、バス事業への低排出ガス車・低公害車の導入等を通じて環境負荷軽減に努めている。また、阪急グランドビル、第一ホテル東京などで、ビルや工場の省エネと CO2 削減を推進する ESCO 事業を導入しており、阪急電鉄の正雀工場をはじめとする多くの事業所が ISO14001 の認証を取得している。

## 5 企業理念とビジョン

阪急阪神 HD は、1907 年 10 月に小林一三を中心として設立された箕面有馬電気軌道(株)に端を発する企業であり、2007 年で創立 100 周年を迎えることとなっている。創立当時の小林一三により制定された企業理念（「五戒」）は、「お客様を大切にする精神」と「仕事を通して自己の幸福を実現する精神」の重要性を伝えるものであり、内容が非常に分かりやすく、従業員を鼓舞するものであったため、非常によく社内に浸透していたようである。給与袋に印刷するなど、繰り返し従業員にアナウンスする工夫もなされていたようである。

時期は定かではないが、同社（阪急電鉄）の経営理念は、「Life-Style Developer HANKYU」というものに変更となっている。それをさらにブレイクダウンした経営方針として、「Marketing Spirit」「Creative Spirit」「Challenge Spirit」「Human Spirit」の 4 つが示されている。この変更の理由として、同社事業の多角化が進み、鉄道事業のみを念頭においていた「五戒」が古くなったためであるとされているが、「五戒」と比較して新経営理念がより抽象的になり、従業員個人の立場からは分かりにくく、なじみの薄いものになったことは否定できない。それゆえに、現在の経営理念の社内での浸透は十分とは言えないようである。

同社は 2005 年 4 月の純粋持ち株会社体制移行に伴い、阪急ホールディングス株式会社として新たにスタートを切った。その後、2006 年 10 月の阪神電気鉄道株式会社との経営統合により、同社は阪急阪神ホールディングス株式会社と社名を変えている。その際、新たなグループのスタートを機に、「安心・快適」「夢・感動」をキーワードとする「阪急阪神ホールディングスグループ経営理念」が策定されている。また阪神グループにも「快適で、健康的・文化的な生活環境を創造し、提供することにより社会に貢献することを経営理念とし、お客様重視を最優先として、グループの経営基盤である鉄道事業を安定的に経営していくとともに、不動産事業、スポーツ・レジャー事業、流通業、その他の各事業にわたり、互いの相乗効果を図り、かつ、事業の選択と経営資源の集中及び新規事業の創出を行っていく」旨の独自の経営理念があり、現在の体制下では、グループ会社も含めて多くの経営理念やビジョンが乱立している状況である。このことは従業員に対しての分かりやすさを大いに殺ぎ、理念の統一を阻害する要因になると思われ、早期の是正が必要であると

考えられる。

同社は、上述したグループ経営理念に基づき、「2007 中期経営計画」を策定している。中期経営計画の中ではこのグループ基本戦略をブレイクダウンした基本戦略がセグメント毎に策定されており、より具体的な内容となっている。

しかしこの中期経営計画も、現時点では文字の羅列であるプレス発表資料がホームページ上にアップされているだけであり、今ひとつ周知徹底への工夫が不完全であると感じられる。これまで述べてきたように、現時点では企業統合や体制変更の影響もあってか、同社の企業理念は「分かりにくく」なっているように思われる。それゆえに、従業員への周知徹底も十分ではない。したがって、統合による影響が一段落した後は、改めて求心力、訴求力のあるグループ統一経営理念の制定とその従業員への浸透の徹底が必要となるのではないだろうか。

## 6 企業成長戦略

### 6.1 事業展開シナリオ

#### (1) 過去から現在

同社は、1907 年の小林一三による創業以来、小林一三自らの手による独自の「私鉄経営モデル」をもって事業展開し、成長の礎としてきた。鉄道沿線の住宅地開発・百貨店経営など幅広く関連事業を営み、沿線地域を発展させながら鉄道事業との相乗効果を上げる、今日の私鉄経営のビジネスモデルの祖となった人物が小林一三である。この小林一三モデルによる事業展開によって、同社は鉄道事業に関連する多角化を積極的に進めてきた。代表的なものとして、沿線の住宅地開発、宝塚ファミリーランド、西宮スタジアム等の娯楽施設開発、ターミナル型百貨店開設、六甲山ホテル等のホテル開発、沿線への学校誘致などがあげられる。これらの事業は、沿線に阪急文化を形作り、阪急ブランドを生む効果ももたらし、過去から現在にいたるまで、同社の成長の礎として大きな効果を生んできている。

鉄道事業は、日本の経済成長にのって、昭和 50 年代まで需要拡大の一途をたどり、同社においても梅田駅の拡張工事等輸送力増強の施策が盛んに行われた。昭和 50 年代には、既に同社の現在の鉄道路線網が完成している。しかしながら近年になって、民営化以後の JR 西日本の「アーバン・ネットワーク」への積極的な経営資源投入や、少子高齢化等の社会環境変化により、同社の鉄道事業は逆風下にある。2002 年度における宝塚ファミリーランド、西宮スタジアムの相次ぐ営業終了に代表されるように、従来型の私鉄経営モデルに陰りが見え始めている現状である。

#### (2) 現在から将来

今後、中長期的には鉄道輸送人員の減少が確実視される。したがって鉄道利用者数の確保のためにも、同社の将来の事業展開シナリオとして、「沿線価値の向上」が大きなキーワードとなる。とはいえ、扇の要となる鉄道事業のスペックが劣位であれば、事業展開の効

果が半減してしまうのもまた事実である。今後の鉄道事業の大きなトピックとして、阪神なんば線開業および近鉄奈良線との直通運転実現による新たな鉄道ネットワークの構築（このことは、阪神との統合効果の大きな一つである）、新型ATSの導入によるスピードアップ（2007年に神戸線がスピードアップ。今後、京都線、宝塚線や阪神線への拡大を進める）などが上げられるが、これらの早期実現により、鉄道事業そのものの競争力を確保しなければならない。

その上での沿線開発事業として、梅田阪急ビル（阪急百貨店）建替え事業、西宮スタジアム跡地開発事業（ショッピングセンター建設）、梅田北ヤード開発事業、など、大規模プロジェクトが目白押しである。また、阪神との経営統合により、阪神タイガースやハービスOSAKAといった大きなコンテンツが自社のものとなった。このようなプロジェクトの実現やコンテンツの充実を通じて、鉄道事業と不動産事業、流通事業、コンテンツ事業が真のシナジーを生むことができるようにならなければ、将来の同社の成長はない。

このことのヒントとして、現在既に展開しているハウスカード「HANA PLUS カード」の有効活用が考えられる。同カードは、JR西日本「ICOCA」などと違い、ポストペイ形式を採用しているため、料金割引施策などのきめ細かいサービスが可能である。百貨店カードや宝塚歌劇カード、ショッピング系のカードとの連携により、グループ内を一枚のカードで利用することができ、ポイント等も共通化することが可能となることから、同カードは事業間のシナジーを生むための同社の一つの戦略資産となり得るのではないかと考えられる。

## 6.2 資源循環

同社の将来に向けた資源循環は下図のとおりである。経営統合後に制定されたグループ中期経営計画 2007、およびグループ経営理念に従い、まずは上述した大規模不動産開発や有名コンテンツ事業を実施するとともに、経営統合のシナジーを実現することが必要である。それにより中期経営計画に定められた数値目標の達成を目指し、うみだされたキャッシュは全ての根幹である鉄道事業のスペック拡充（新線新駅によるネットワーク拡大、安全投資、スピードアップ、サービスアップなど）にまわすべきである。これらのサイクルをうまくまわすことによって、同社の将来の成長が見込まれると考える。

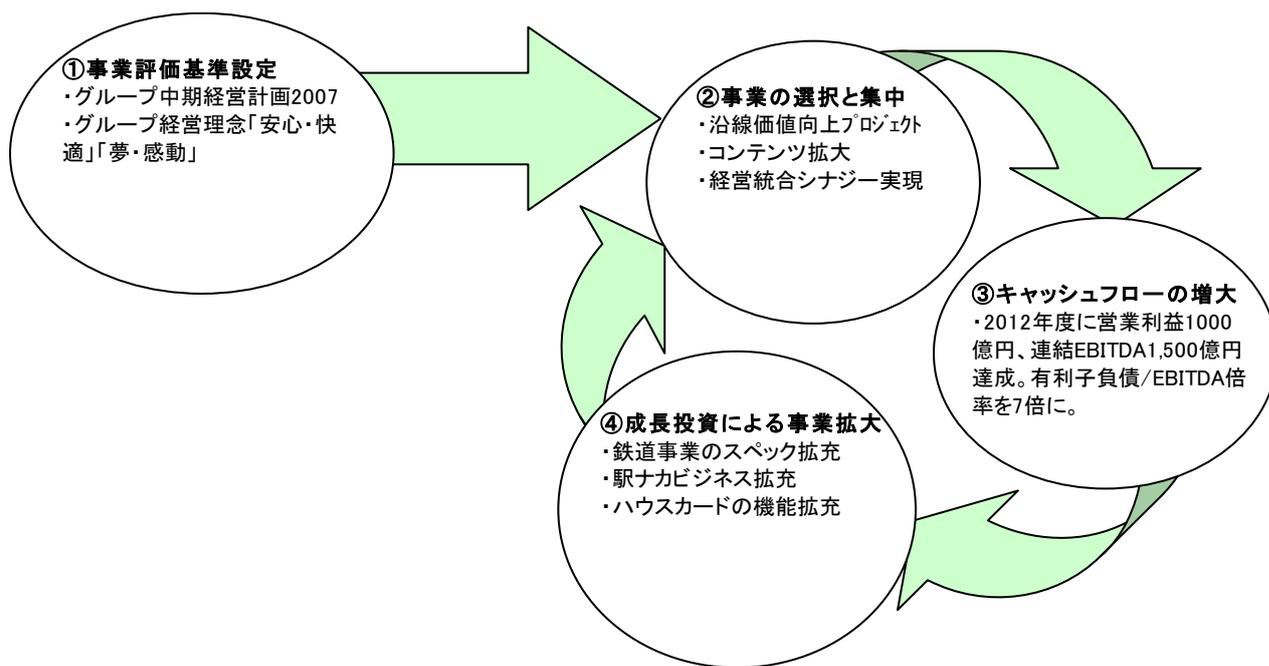


図 6.1 阪急阪神 HD の資源循環

### 6.3 戦略資産蓄積

同社は創立当初から鉄道事業に付随する事業への多角化を進めており、特に不動産事業、コンテンツ事業、流通事業（駅ナカビジネス）についてのノウハウや、それらを総合的に俯瞰するスキルは、戦略資産として順調に蓄積されていると考えられる。また同様に、創立当初から沿線開発等を手がけてきたことにより、現在の同社沿線には所謂「阪急文化」「阪神文化」が広がっているとされている。これらは同社の貴重な戦略資産の一つである。しかしながら上述した不動産事業、流通事業等のノウハウは、現時点では鉄道事業に付帯するものとしての立場に立脚したものであり、事業そのものが競合他社に対抗できるわけではない。今後はこれらの事業を、単独で自立可能なものにまで昇華させ、さらに強い戦略資産としていく必要がある。今後の同社事業の鍵となるであろうカード事業においては、十分な戦略資産を保有しておらず、ビジネスチャンスを実際の意味で生かされるかどうかは疑問視される。同事業については、今後の戦略資産の蓄積が課題となろう。

### 6.4 企業価値の持続的創造

同社は、根幹事業が鉄道事業であり、容易な拡大、撤退が不可能であることから、本質的に戦略資産の移転が起こりにくい業態である。事業の多角化も、近年に始まったものではなく、創業当初から取り組まれたものがほとんどである。ゆえにこれまで、同社には企業価値の持続的創造に関する目立った動きはなかった。大きなトピックは、阪急ブレーブスの売却、宝塚ファミリーランドおよび西宮スタジアム事業からの撤退と、跡地への不動産開発事業の推進程度である。しかしながら今後は、鉄道業のマーケットが縮小することが

確実視される中、ドラスティックなポートフォリオの組換えも含めた企業成長戦略の立案が必要となってくるだろう。

## 7 戦略資産

### 7.1 戦略資産

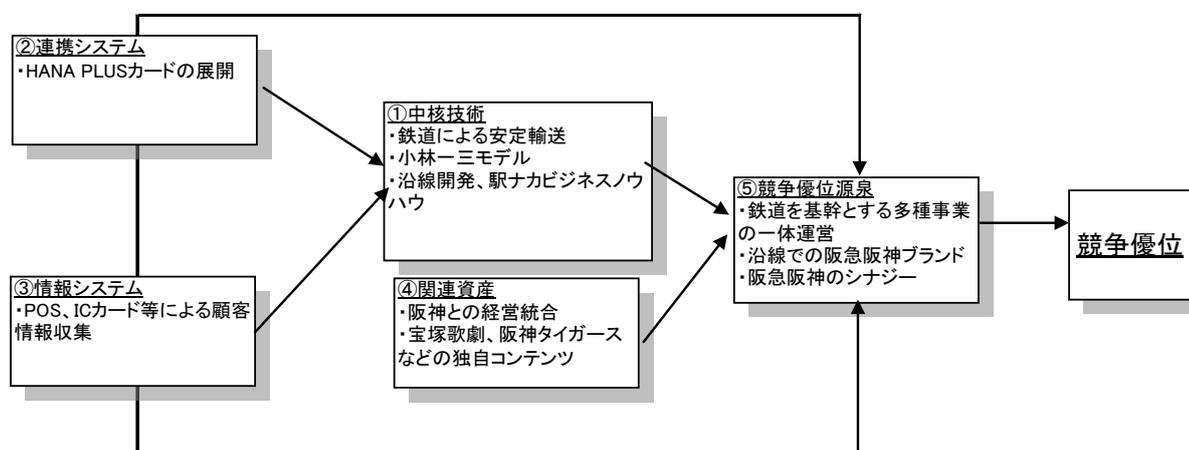


図 7.1 阪急阪神 HD の戦略資産

#### (1) 現状で戦略資産と呼べるもの

現在の阪急阪神 HD の戦略資産は、創業当初からの歴史に基づく、鉄道を基幹とする多種多様な事業の一体運営と、それを背景とした沿線での阪急阪神ブランドの構築であると考えられる。鉄道事業そのものを見た場合、決して独占路線でもなければ、すぐれたスペックを持っているわけでもなく、それそのものが競争優位源泉とはなり難いと考えられる。不動産事業、流通事業などの関連事業を見ても、それそのものは業界で単独で生きていけるほどのものまでには未だ成長していない。しかしながら同社の強みは、鉄道による安定輸送と、沿線での不動産事業、流通事業をセットで展開し、顧客の囲い込みに成功している点にある。それゆえに、沿線での同社のブランド力や信用力は高い。また、阪神タイガースや宝塚歌劇等の唯一無二のコンテンツを保有していることも、同社の競争優位源泉となりうる。

#### (2) 今後の投資で戦略資産となりうるもの

阪急と阪神の統合をきっかけとした新たな事業展開の可能性は、今後の投資の方向性によって同社の大きな戦略資産となりうる。両社の統合によるシナジー効果は、未だ徐々にしか現れていないが、事業戦略面、コスト面等から見て、大きなものであると思われる。もう一つ大きな今後の可能性は、連携システムとしてのカード事業（HANA PLUS カード）の展開である。沿線に鉄道、不動産、流通店舗、娯楽施設等の多数の施設を保有する同社にとって、それら全てを 1 枚のカードで利用できるというサービスを展開することは、顧客のニーズに大きく応えるものであると考えられる。同カードの持つポストペイというシステムは、他の鉄道系カードにない独自のものであり、独自サービスを展開できる可能性を秘めている。そのシステムを利用して、顧客情報を収集することも可能である。現時点

では HANA PLUS カードは思ったように契約者数を伸ばせていないが、今後の上手な投資によりカード需要が拡大すれば、将来の大きな戦略資産となる可能性を秘めている。今後の継続的なカード機能の拡充努力と広告宣伝が不可欠であろう。

### (3) コア・コンピタンスと呼べるもの

戦略資産とコア・コンピタンスの違いは、戦略資産は独自性がありかつ競争優位源泉となるものである一方、コア・コンピタンスは中核能力として必ずしも独自性と競争優位源泉を有しているとは限らず、戦略資産がコア・コンピタンスの概念よりも狭い範囲を示していると言える。この考え方から、同社のコア・コンピタンスは、やはり地域独占的事業である鉄道網の保有にあるのではないかと考える。一度鉄道が建設されると、全く同じ領域に他社が参入することができない点は、鉄道事業の持つ特徴である。鉄道路線を持ち、「沿線」を持っていることは、同社事業の全てのベースとなる。

### (4) 今後の投資でコア・コンピタンスとなりうるもの

ここでは2点をあげる。すなわち、阪神なんば線や阪急新駅（摂津市、長岡京市など）への投資による鉄道ネットワークの更なる拡大、および、梅田周辺への不動産開発投資による梅田顧客の囲い込み、である。

## 7.2 戦略資産プラットフォーム

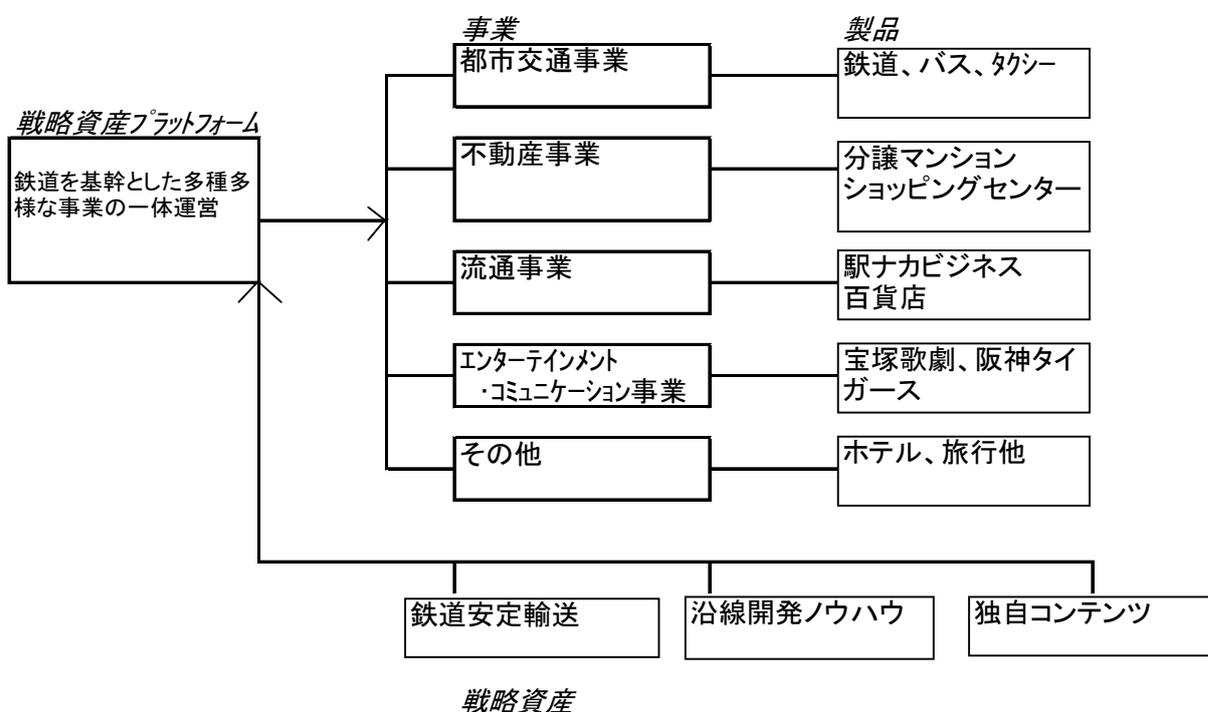


図 7.2 阪急阪神 HD の戦略資産プラットフォーム

阪急阪神 HD の戦略資産プラットフォームは、これまでの検討どおり、「鉄道を基幹とし

た多種多様な事業の一体運営」であると考えられる。このプラットフォームは、同社創立当初から変わっていないと考えられる。同社は創業当初より、鉄道による安定輸送を背景に、沿線開発と独自コンテンツの展開を進め、それらについてのノウハウを蓄積し、戦略資産としている。これらの戦略資産を用いて、都市交通事業、不動産事業、流通事業、エンタテインメント・コミュニケーション事業等を一体展開し、製品を生み出している。創業以来、事業間の大きな戦略資産の移転はなかったものと思われる。以上が阪急阪神 HD の戦略資産プラットフォームから見た事業展開の構図である。

### 付属資料 3 : 企業戦略分析

(出所 : 山田 哲也「経営戦略応用研究 I 課題レポート No.1 シャープ株式会社」 2006年8月21日 1-52頁)

#### シャープ株式会社 (2006)

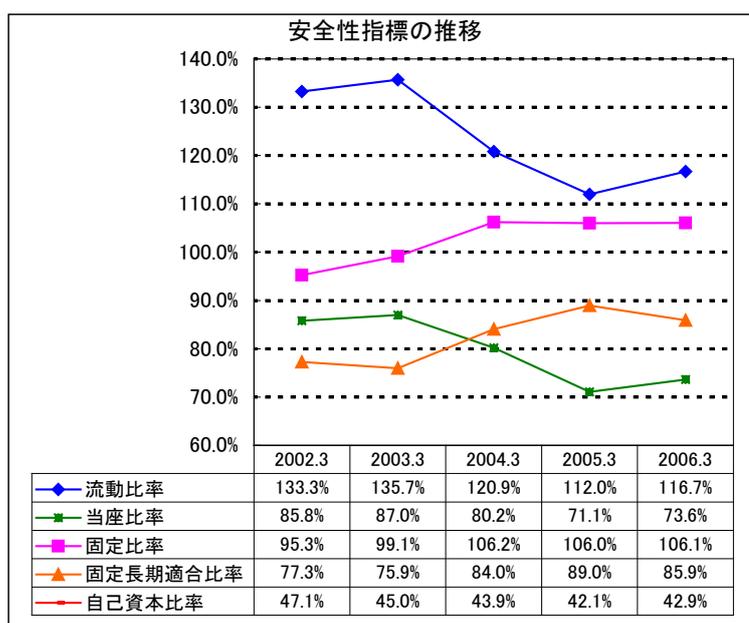
#### 1 財務分析

##### 1.1 財務諸表分析

##### (1) 安全性

流動比率、当座比率は企業の短期的な支払能力を図る指標である。

(流動比率 : 200%以上、当座比率 : 100%が目安) 流動比率、当座比率とも下降トレンドであり、短期支払能力は悪化している。この2つの指標の悪化トレンドは、流動負債の増加に起因しているが、その原因は、主に買掛金の増加であり、効率性指標の買入債務回転日数も増加しており、買掛サイトの長期化等の施策が打たれた可能性が高い。



この背景には、液晶工場等の大型投資の時期と重なっていることから、キャッシュフローの増加を意図したものではないかと推測できる。ただ、業界平均と比べて

指標		キャノン	5社平均
安全性	流動比率	227.9%	129.0%
	当座比率	157.1%	81.6%
	固定比率	60.9%	169.2%
	固定長期適合比率	57.3%	87.6%
	自己資本比率	64.4%	30.5%

も短期的な支払能力が劣っていると言え、キャノンの異常なほどの高さから比べるとかなり悪い。ちなみにキャノンは、グローバル優良企業構想フェーズIIによる意図的な有利子負債の返済により、直近5年間で有利子負債額を1/10以下にしている。特に短期借入金は、キャノン2001年に比べ98%削減しており、流動比率、当座比率の高さは意図的なもののようなのである。いずれにしても、シャープは、問題があるほど短期支払能力が低いわけではないが、財務政策として改善の余地があると考える。

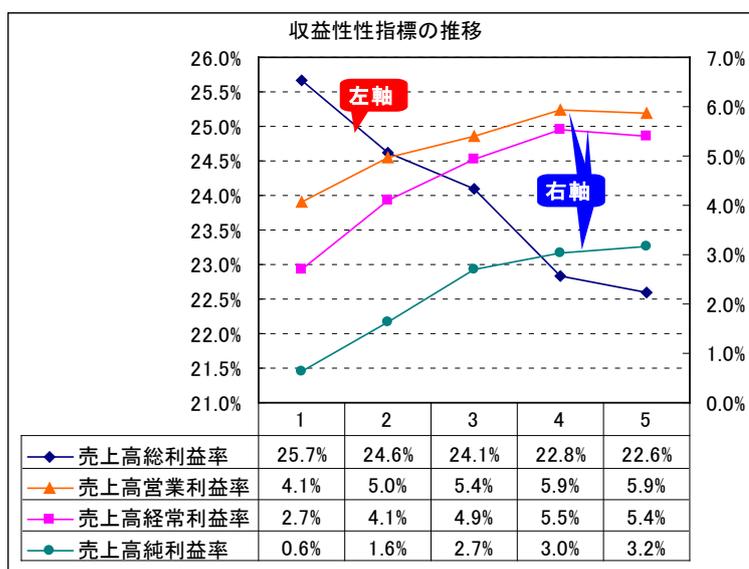
固定比率、固定長期適合比率は返済義務のない自己資本、または長期間返済する必要のない固定負債でどのくらい固定資産が賄えるかを表し示す指標である。(100%以下が理想) この指標については、比較対象5社と比べれば若干低く、おおそ固定比率でもおおそ100%近くになっているため、特段問題はないと思われる。流動比率の低さから考えると、短

期借入れではなく、長期借入れを行った方が安全面では尚いいと史料する。

自己資本比率とは総資本に占める自己資本の比率であり、資本の安定性を示す指標である。自己比率は他の指標と比べて低いため、他の指標の動きが見えなくなるという理由からグラフからはあえて削除してある(グラフ下の表を参照)。直近は40%台前半を維持しており、業界平均と比べても比較的高いといえる。もちろん、キャノンと比べると低い、自己資本比率については、高すぎると財務レバレッジが効かないということもあり、一概に比率が高い低いで、いい悪いとは言いにくい。ただ、40%台前半というのは財務レバレッジもある程度効き、債務超過の危険性もないと考えられるため、特段問題はないものと考えられる。

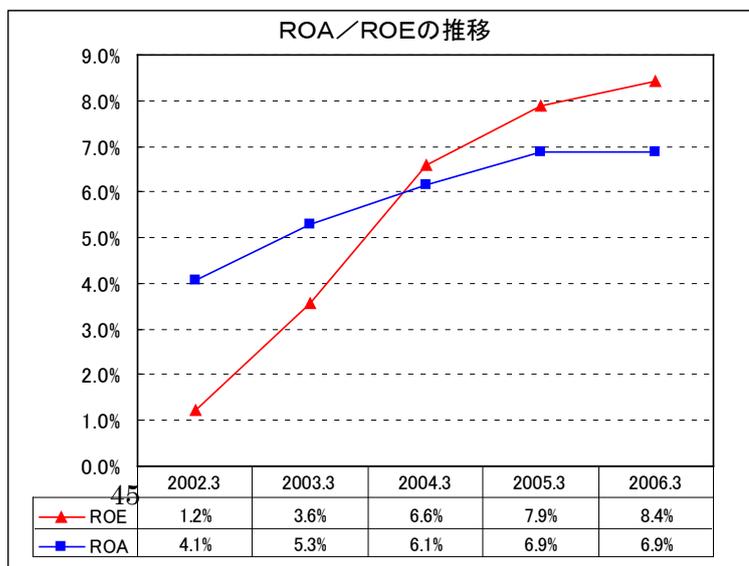
## (2) 収益性

収益性の比率を見ると、特に顕著なのが、粗利率(売上高総利益率)の下落である。にもかかわらず、営業利益率、経常利益率、純利益率は一貫して増加しており、全く逆の動きをしているが、売上原価が売上高の伸び以上に増加していることに併せて、販管費率が逆に低下していることが原因である。これは工場建設の設備投資によって減価償却費が増大していることが原因ではないかと考えられる。実際この5年間で売上高は139%増、減価償却費は144%増、販管費は115%増となっており、減価償却費が売上減価率を押し上げているということができよう。



指標		キャノン	5社平均
収益性	売上高総利益率	48.5%	27.1%
	売上高営業利益率	15.5%	3.6%
	売上高純利益率	10.2%	1.5%
	ROE	16.0%	6.0%
	ROA	15.7%	4.3%

ROA及びROEの推移は右のグラフの通りである。ROAもROEも、それぞれ事業利益、当期純利益が一貫して増加していることが一番の増加要因である。ROAとROEが2004.3期で逆転しているのは、財務レバレッジが効いているためと思われる。先ほど見た自己資本比率を思い返すと、約40%

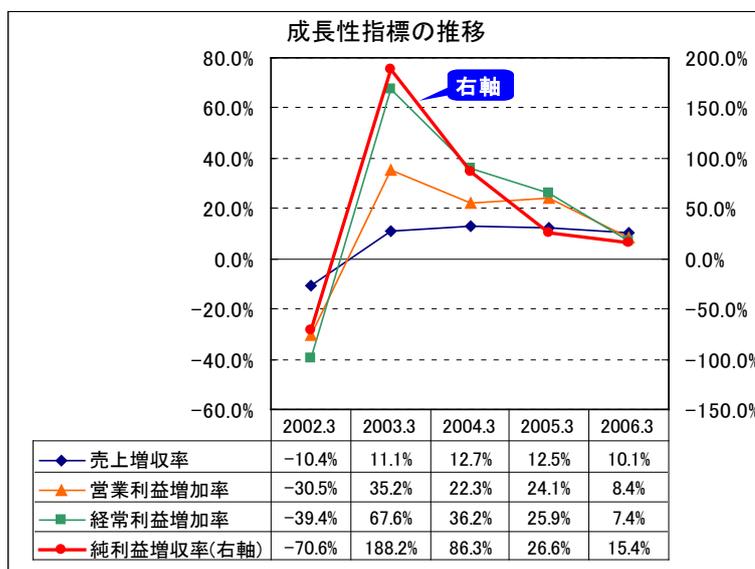


台前半で推移しており、財務レバレッジは1/0.4倍=2.5倍効く計算になる。実際にROAとROEの伸びを計算してみると、おおよそ2~2.5倍のレバレッジが効いていることが確認できる。

上記の指標を比較対象5社と比較すると、粗利率ではシャープの方が業界平均を下回っているものの、販管比率が異常に低いために、営業利益率以下ではシャープが業界平均を上回っていることが分かる。シャープは業界他社と比べて、営業などの人員数及び活動規模、管理スタッフ部門の人員がかなり少ないと推測できる。これを問題と見るのか、効率のと見るのかは難しいところではあるが、販売部門の活動を必要以上に削って営業利益を確保しているのであれば、長期的な成長という意味からは、やや不安が残る部分といえる。

### (3) 成長性

直近5年間の成長性の推移を見ると、2002.3期のITバブルによる成長性の一時的な落ち込みは経験したものの、その後の4年間は売上高増収率が常に2桁成長を果たしており、成長性は順調であるといえるだろう。2003.3期の経常利益及び当期純利益が極端に上昇しているのは前年度の経常利益、当期純利益がITバブルにより極端に落ち込んだことにより、絶対額が小さくなっていた



たために、大きく成長したように見えるだけである。2003.3期には特別利益として、厚生年金基金の代行部分返上益約80億円が計上されていたが、その分法人税が増えており、当期純利益が更に大幅な上昇率になることはなかった。

### (4) 生産性

生産性指標	指標	計算式	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
			一人あたり売上高	37.7百万円	43.0百万円	48.6百万円	54.7百万円
(1)	一人あたり営業利益	1.5百万円	2.1百万円	2.6百万円	3.3百万円	3.5百万円	
	労働装備率	12.0百万円	13.2百万円	15.1百万円	15.9百万円	17.4百万円	

一人あたり売上高は、売上高の一貫した増加トレンドとあわせ

指標		キャノン	5社平均
生産性指標	一人あたり売上高	33.5百万円	35.6百万円
	一人あたり営業利益	5.2百万円	1.3百万円
	労働装備率	9.4百万円	6.4百万円

る形で38百万円から60百万円まで上昇している。連結人員数がこの間ほとんど変化していないことで、売上高の伸びがそのまま一人あたり売上高に効いた格好になっている。業界平均及びキャノンと比較しても、人を見た生産性はかなり高いということが言えよう。一人あたり営業利益についても同様のことが言える。キャノンの営業利益率が15%台で、シ

シャープの営業利益が5%後半ということから見ても、一人あたり営業利益でキャノンと200万円弱しか変わらないということは、相当人が少ないということができるだろう。

組織としてはかなりスリムで筋肉質であるということができる反面、先ほども述べたように、2002.3期から2006.3期まで売上規模が約155%になっているにも関わらず人員数がほぼ一定しているということは、単純に考えて一人当り2002.3期の1.5倍の仕事をしていることになる。今後売上高3兆円から更なる飛躍を遂げていくとすれば、このままの陣容でいつまでもつか、人員を増やしていく必要はないのか、このあたりが課題になってこよう。

労働装備率も同様に増加トレンドであるが、亀山工場や三原工場への設備投資により、有形固定資産が増加していることが直接の原因である。キャノンや同業他社と比較しても、相当高い値となっている。以上からいえることは、シャープの特徴として、少ない人で成長を果たすために、より一層設備に投資をし、人よりも設備で付加価値を生み出しているということができるだろう。

	指標	計算式	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
生産性 指標 (2)	純付加価値額(注2)	下記(注2)を参照	183,003百万円	217,949百万円	274,922百万円	292,486百万円	305,427百万円
	使用総資本投資効率	$\frac{\text{付加価値(注2)}}{\text{期中平均総資本}}$	11.4%	13.7%	16.1%	15.6%	15.1%
	売上高付加価値率	$\frac{\text{付加価値(注2)}}{\text{売上高}}$	13.3%	14.0%	15.2%	14.0%	13.4%
	労働分配率	$\frac{\text{人件費(注3)}}{\text{付加価値(注2)}}$	90.2%	77.0%	65.8%	60.3%	58.3%
	労働生産性	$\frac{\text{付加価値(注2)}}{\text{従業員数}}$	8.1百万円	9.6百万円	12.1百万円	12.8百万円	13.3百万円
	自己資本分配率	$\frac{\text{当期純利益}}{\text{付加価値(注2)}}$	5.6%	13.0%	19.9%	23.8%	27.5%

(注2) 純付加価値 = 人件費(注3) + 製造原価明細書の労務費 + 販管費の人件費 + 賃借料(該当なし) + 税金(税効果後) + 他人資本利子 + 税引後利益 (※純付加価値には減価償却費を含めない)

(注3) 人件費 = 製造原価明細書の労務費 + 販管費の人件費

次に単体の生産性を見る。まず、純付加価値は、売上拡大⇒当期純利益拡大⇒付加価値拡大というサイクルを5年間持続している。従って一貫して増加トレンドである。

指標		キャノン	5社平均
生産性 指標	純付加価値額	630,007.0百万円	423,175.4百万円
	使用総資本投資効率	25.0%	13.1%
	売上高付加価値率	25.4%	14.0%
	労働分配率	30.2%	88.0%
	労働生産性	32.0百万円	15.6百万円
	自己資本分配率	45.9%	7.8%

使用総資本投資効率を見ると、2004.3期までは増加トレンド、その後2年間は若干比率が落ちている。これは、2004.3期に亀山工場の建設、2005.3期に富士通の液晶事業買収等を行ったことにより、単体総資本の伸びが純付加価値の伸びを上回ったためである。比較対象5社と比べると若干効率がいいが、キャノンと比べると比べ物にならない。キャノンは少ない資本でより多くの付加価値を生み出しているということができる。

売上高付加価値率はほぼ一定しており、業界平均並みである。(当然利益率の差からキャノンとは比較になら

	キャノン	5社平均
平均給与(2006.3期)	8,683.4千円	7,978.5千円
平均給与モデル年齢	39.4才	40.8才

ないが) 労働分配率は、シャープ、比較対象5社とも、異常とも言える高さを示している。逆にキャノンはそれほど高くない。これは、設備産業であるシャープ及び5社の労働分配率を見るのに、純付加価値(減価償却費を含んでいない)でみた為である。キャノンは、減価償却費を付加価値に含めなくてもなお、人件費の比率が少ないということが言え、キャノンの平均給与がシャープよりも高いことを考えても、収益力の高さが間接的に窺える。ただ、比較対象5社と比べると、シャープの労働分配率は比較的低いということが言える。シャープの平均給与を見ると、平均年齢40.7歳で、平均給与が7,437千円であるが、図の通り、キャノン、比較対象5社とも一人当たり540千円～1,250千円の差がある。従って、この給与の差が労働分配率の低さの一因であると考えられる。

労働生産性は、業界平均よりもシャープは低い。これは、シャープの連結：単体の人員比率が、2：1であるのに対し、キャノンは5.9：1であり、5社平均では6.8：1となっており、単体では、シャープの人員数は規模の割に多いことが原因である。連結の場合と全く逆の結果になっている。自己資本分配率は、この5年間増加トレンドである。これは、純付加価値の増加の主な原因が税引以後利益の増加によることを証明している。シャープの純付加価値の増加は、やはり利益増加に牽引されているということが出来る。

### (5) 効率性

指標	計算式	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
		総資本回転率	$\frac{\text{売上高}}{\text{期中平均総資本}}$	0.9回	1.0回	1.1回
固定資産回転率	$\frac{\text{売上高}}{\text{期中平均固定資産}}$	2.1回	2.3回	2.4回	2.5回	2.5回
棚卸資産回転日数	$\frac{\text{売上高}}{\text{期中平均棚卸資産} \times 365 \text{日}}$	56.3日	51.9日	45.2日	43.1日	43.2日
売上債権回転日数	$\frac{\text{売上高}}{\text{期中平均売上債権} \times 365 \text{日}}$	71.7日	61.1日	59.7日	61.5日	63.3日
買入債務回転日数	$\frac{\text{売上高}}{\text{期中平均買入債務} \times 365 \text{日}}$	66.0日	60.4日	63.8日	68.9日	72.4日
運転資本回転日数	$\frac{\text{棚卸資産回転日数} + \text{売上債権回転日数} - \text{買入債務回転日数}}$	62.0日	52.6日	41.1日	35.7日	34.1日

総資本回転率は売上高を得るのに期中平均総資本を何回転させたかを示す指標であり、資本の利用効率を測定するものである。シャープの総資本回転率は、こ

こ5年間ほぼ一定している。売上の伸びと連動する形で総資本が増加していることが分かる。

固定資産回転率は売上高を得るのに期中平均固定資産を何回転させたかを示す指標であり、固定資産の効率的使用度を示す指標である。シャープの固定資産回転率はここ5年間で0.4回分効率がよくなっている。これは、設備投資をうまく売上の増加に結びつけ、設備投資額以上に売上を伸ばさせていることの証である。業界平均と比較しても高く、キャノンともほぼ同等であり、固定資産の有効活用という面では、問題がないと考えられる。

棚卸資産回転日数は棚卸資産が売上高の何日分程度あるのか、つまり平均的な在庫日数を

指標		キャノン	5社平均
効率性指標	総資本回転率	1.0回	1.1回
	固定資産回転率	2.6回	2.2回
	棚卸資産回転日数	48.6日	41.0日
	売上債権回転日数	65.1日	73.0日
	買入債務回転日数	47.2日	76.5日
	運転資本回転日数	66.5日	37.5日

示す指標である。在庫の悪という意識が浸透しており、在庫削減努力を一貫してきた結果であると言える。売上債権回転日数は資金回収に要する期間を示す指標である。これも一貫して減らしてきており、債権回収を確実に行うという姿勢の表れである。逆に買入債務回転日数は増加傾向である。特に2005.3期に一気に増えている。あくまで予測ではあるが、ここで買入サイトを延ばした可能性が高い。この時期は2004.3期の亀山工場建設に引き続き、2005.3期に富士通の液晶事業を買収した為に、フリーキャッシュフローもマイナスとなり、借入れ（コマーシャルペーパーの発行）を行った時期と重なる。少しでもキャッシュを得る為に、買入サイトの変更という手段をとった可能性は十分に考えられる。

## (6) その他

	指標	計算式	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
その他の指標	1株あたり純資産額	$\frac{\text{自己資本}}{\text{期中平均株式数}}$	829円	820円	865円	921円	1,007円
	1株あたり純利益(EPS)	$\frac{\text{当期純利益}}{\text{期中平均株式数}}$	10円	30円	56円	70円	81円
	株価収益率(PER)	$\frac{\text{期末株価}}{\text{1株あたり純利益(EPS)}}$	171倍	39倍	33倍	23倍	26倍
	株価純資産比率(PBR)	$\frac{\text{株式時価総額}}{\text{自己資本}}$	2.1倍	1.4倍	2.1倍	1.8倍	2.1倍

その他指標で、まず1株あたり純資産額は、ほぼ一貫して増加トレンドである。これは、発行済み株式数がほぼ一定の中、利

		指標	キャノン	5社平均
その他指標	1株あたり純資産額		2,932円	1,280円
	1株あたり純利益(EPS)		432円	55円
	株価収益率(PER)		16倍	42倍
	株価純資産倍率(PBR)		2.4倍	1.8倍

益増加による内部留保を着実に増やしてきたことの表れである。EPSも一貫して増加している。先ほど述べたとおり、株式数が一定の中、純利益を増やしてきているという事実から当然の結果と言える。キャノンは別として、平均5社との比較でも、高めの値である。それにしても、キャノンの収益性の高さは恐れ入るばかりである。PERは、株価の上下と連動する形で動いている。分母のEPSが増加しているだけに、株価が相当上がらないとPERは上がらないが、20倍強というのは、割高感、割安感から考えても、妥当なところだと思料する。キャノンの低さが気になるが・・・。PBRはおおよそ業界平均であり、買収対象になるほど低くないため、特に問題はないと考える。

以上問題点をまとめると、

- ・シャープは、問題があるほど短期支払能力が低いわけではないが、財務政策として改善の余地がある。
- ・流動比率の低さから考えると、短期借入れではなく、長期借入れを行った方が安全面では尚いいと思われる。
- ・販管比率が異常に低いために、営業利益率以下ではシャープが業界平均を上回っている。
- ・販売部門の活動を必要以上に削って営業利益を確保しているのであれば、長期的な成長という意味からは、やや不安が残る。
- ・今後売上高3兆円から更なる飛躍を遂げていくとすれば、今の人の少なさでいつまでもつか、人員を増やしていく必要はないのか。

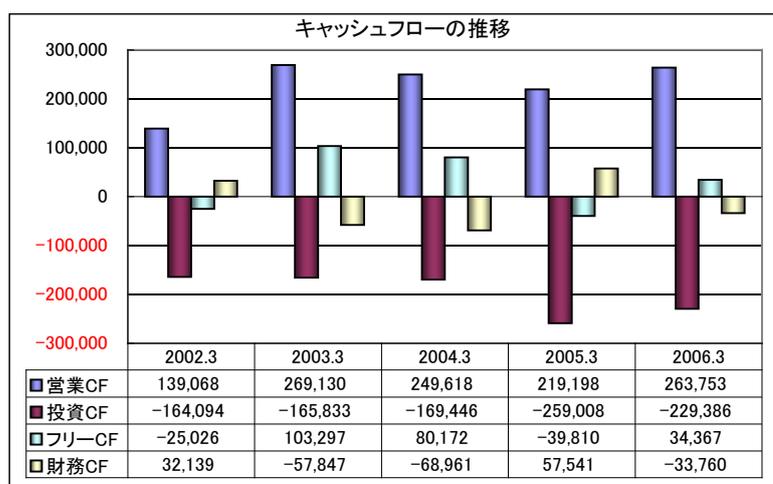
## 1.2 キャッシュフロー分析

シャープ

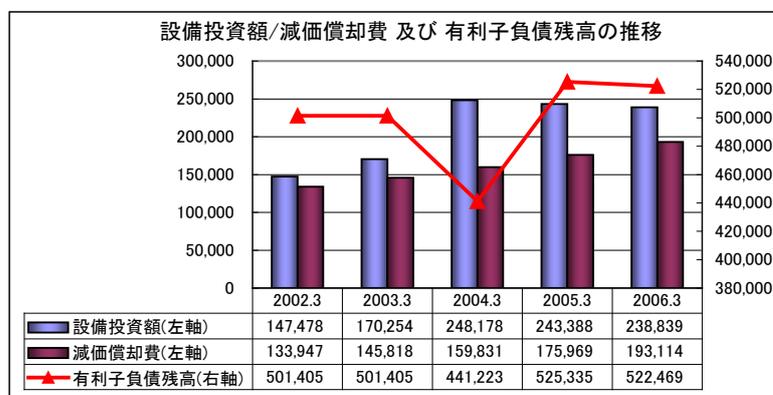
単位:百万円

連結キャッシュフロー計算書	2001.3 (H13.3)	2002.3 (H14.3)	2003.3 (H15.3)	2004.3 (H16.3)	2005.3 (H17.3)	2006.3 (H18.3)
営業活動によるCF	183,556	139,068	269,130	249,618	219,198	263,753
支払利息	12,048	9,626	7,673	5,844	5,724	6,410
受取利息	10,099	7,291	5,642	5,294	5,446	5,769
受取配当金						
減価償却費	138,330	121,172	134,975	151,408	169,359	186,434
投資活動によるCF	-70,554	-164,094	-165,833	-169,446	-259,008	-229,386
財務活動によるCF	-71,453	32,139	-57,847	-68,961	57,541	-33,760

シャープは基本的に、プラス、マイナス、マイナスの正常なキャッシュマネジメントを行っているが、2002.3期のITバブル期と2005.3期の富士通の液晶事業買収の時期だけは、営業キャッシュフローで投資キャッシュフローを賄いきれず、財務面で借入れを行っているということである。



右の図を見ると、設備投資額、減価償却費額ともに2004.3期から明らかに増えている。2004.3期は三重3工場（中小型CGS液晶工場）と亀山工場を建設した時期と重なっているが、投資キャッシュフローにはあまり影響が出ていない。恐らくキャッシュアウトの時期がずれこんだのだと考えられる。



CF分析	指標	計算式	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
	営業CFマージン	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{売上高}}$	7.7%	13.4%	11.1%	8.6%	9.4%
	営業CF投資比率	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{投資キャッシュフロー}}$	84.7%	162.3%	147.3%	84.6%	115.0%
	営業CF固定負債比率	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{固定負債}}$	64.4%	97.7%	100.3%	114.0%	102.4%
	1株当たりCF	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{期中平均株式数}}$	124円	245円	229円	201円	242円

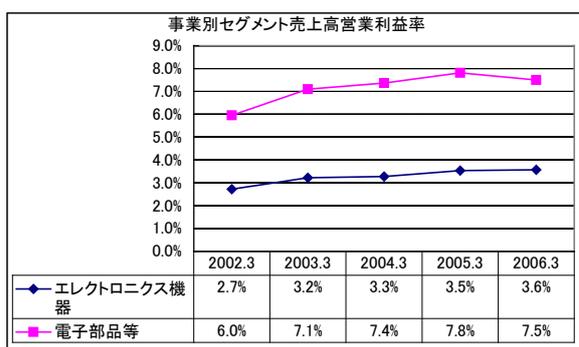
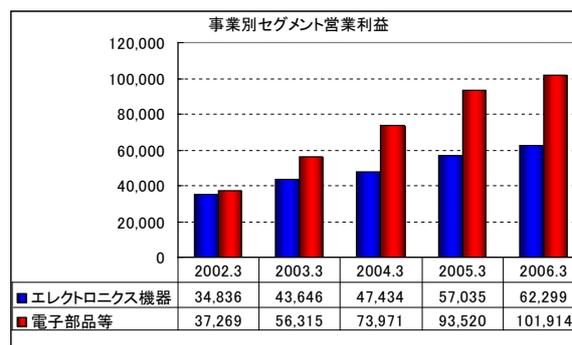
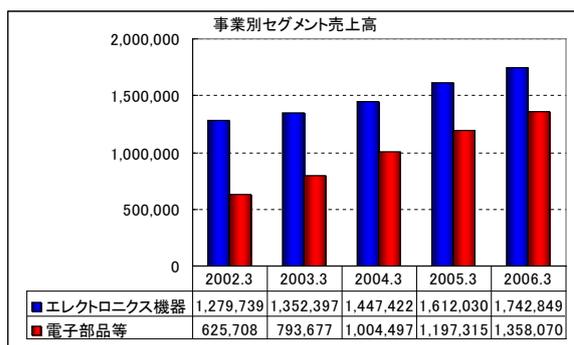
営業CFマージンを見ると、2003.3期が飛びぬけて高い。この原因は法人税等支払額の少なさが原因であるが、これは、法人税のPLへの計上と支払いのタイミングがずれることに

よって起こるものである。つまり、2002.3期に利益減少に伴って減少した法人税等の額を、期をまたいで、6月に支払うため、2003.3期に利益が増加したにもかかわらず、法人税の支払いが少なくてすんだということである。税前利益率自体は2004.3期の方が高いのに、営業CFマージンが低いのはそのためである。2005.3期に再び大きく比率が下がったのは、棚卸資産が前年に比べて約500億円増加したことが原因である。税前利益率自体は2005.3期の方が高いが、棚卸資産の増加が原因となって、営業CFマージンが減少した。

営業CF投資CF比率は、100%を下回ると、積極投資（投資過多）と判断できる。要するに稼いだ営業CF以上に投資しているということになる。ほぼ100%を上回って健全であるが、再三見てきているように、2002.3期と2005.3期は投資の方が多くなっている。営業CF固定負債比率は、固定負債を営業CFでどのくらい返済できるかを表している。2002.3期は既に述べた通り、2003.3期は、営業CFが多かったが、前年の借入れのために固定負債が増加しており、100%を下回っている。ただ、その後3年間は100%を上回っており、安全性は問題ないと思料する。1株当たりCFは株式1株あたり、どれだけの営業CFを生み出しているかを表す。発行済み株式数がほぼ一定であるので、営業CFの動きと連動している。

### 1.3 セグメント分析

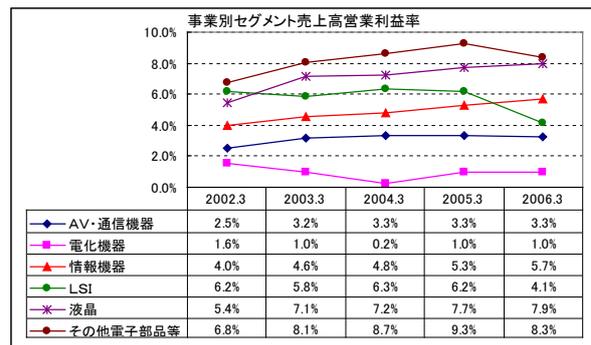
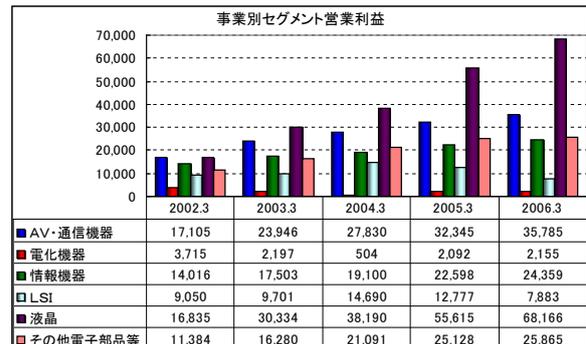
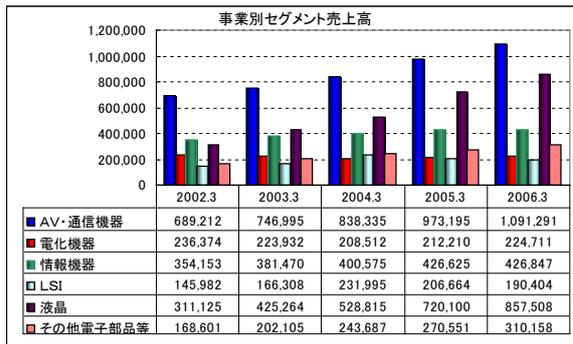
#### 1.3.1 事業種類別分析



#### (1) 収益性

エレクトロニクス機器と電子部品等とかかれた2つのグラフは、有価証券報告書を基に作成したものである。エレクトロニクス機器は商品、電子部品等はデバイス事業だと考えていい。収益性の面からは、あきらかに電子部品等が高い。ただ、このセグメントの分類だと

より詳細な事業毎の状況が分かりづらい。次に決算短信の補足資料から作成した、もう少し詳細なセグメント別収益性を見ることにする。



AV・通信機器、電化機器、情報機器が有報の分類である「エレクトロニクス機器」に相当する。またLSI、液晶、その他電子部品等が「電子部品等」に相当する。まず、AV・通信機器は売上・利益共に増加傾向である。これは、液晶テレビと携帯電話の伸びに起因している。一方で電化機器事業は、売上・利益共に安定性が無く、どちらかと言えば減少トレンドにある。営業利益率の低さからもこの事業にはかなりの問題があるように思われる。

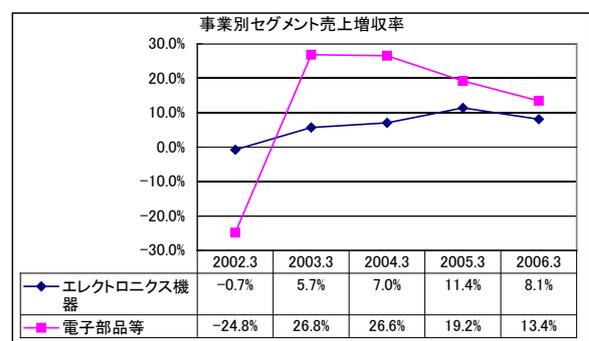
情報機器事業は、売上・利益共に、若干ではあるが増加トレンドである。この事業にはパソコンや複写機が含まれるが、パソコン市場の低迷から考えると、複写機がこの事業を牽引しているものと思われる。特に商品系の事業の中では営業利益率が最も高い。LSI事業は、ここ数年は下降トレンドである。利益率も2006.3期に情報機器を下回ってしまった。通常デバイス事業は商品事業よりも利益率が高いのが普通なので、この事業も問題がある。

液晶事業は、特に問題はないと考える。

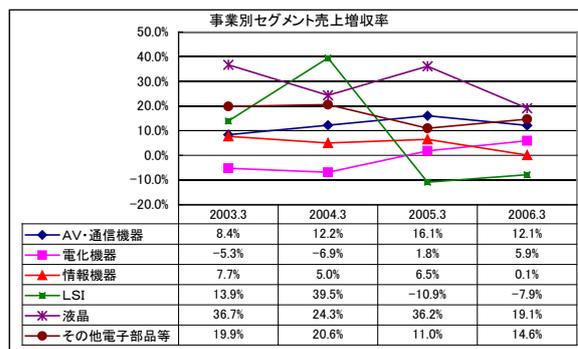
その他電子部品等は、LEDなどの電子部品と、太陽光発電システムのソーラー事業が含まれている。この事業もソーラーが牽引して、増加している。

## (2) 成長性

成長性は、大きなセグメントで見ると、エレクトロニクス機器は成長性が持続している反面、電子部品事業は、近年成長はしているものの、



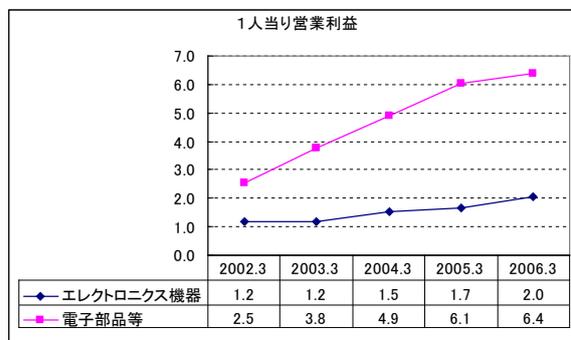
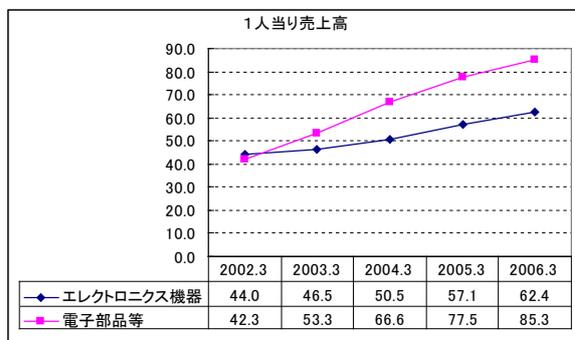
率の面からは減少してきている。これをもう少し詳しくみると、グラフになる。これを見ると、エレクトロニクス機器の中で成長を続けているのは、やはりAV・通信機器だということが分かる。有望だと思われた情報機器も2006.3期はほぼゼロ成長となっている。ただ、2005.12にウィルコムから発売されたW-ZERO3 (PHS+ワイヤレスPDA) が伸びて



おり、来期は持ち直すことが予想されるので、情報機器も成長を牽引していると言っている。電化機器については、成長率ゼロ付近に低迷しており、成長性の視点からも問題のある事業である。

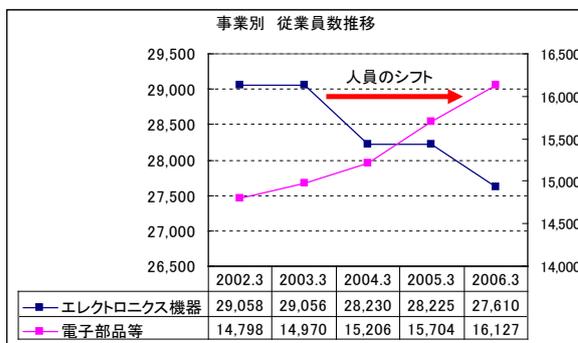
一方の電子部品等では、少し増加率の波はあるものの、やはり液晶とソーラーが成長を牽引している。上記の大きなセグメントでは、「電子部品等」全体が増加率が減少してきたように思えるが、実際は、そのほとんどの原因が、LSI事業にあることが、このグラフから浮き彫りになった。LSI事業については、何らかの対策が必要になるだろう。

ここまで詳細なセグメントも見てきたが、公表資料に、売上高と営業利益だけしかなく、各セグメントの保有する資産や各年の資本的支出については公表されていないため、次の生産性以下では、有報のセグメントのみで分析を試みる。



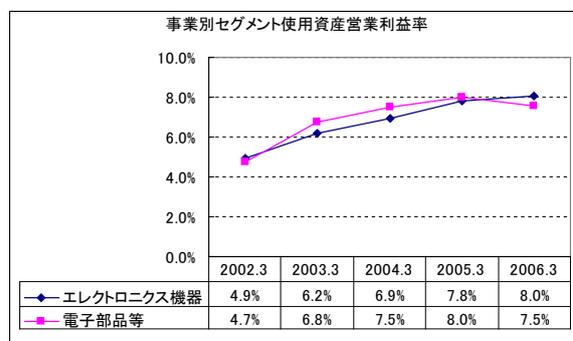
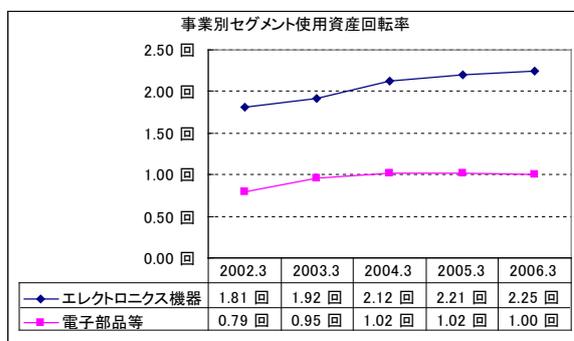
### (3) 生産性

1人当り売上高、1人当り営業利益ともに、電子部品等が一貫して伸びている。これは、収益性、成長性の分析から明らかになった通り、液晶とソーラー事業の拡大に起因している。一方のエレクトロニクスについても、AV・携帯機器と情報機器が牽引し、若干ずつではあるが生産性は高まっている。ここで、人に関するグラフをもう一つ用意した。これは、セグメント別の従業員数の推移である。見れば一目瞭然のように、エレクトロニクス機器事業から電子部品等事業に人員のシフトが起きていることがわかる。液晶事業とソーラー事業の拡大に伴って、恐らくは不採算の電化機器



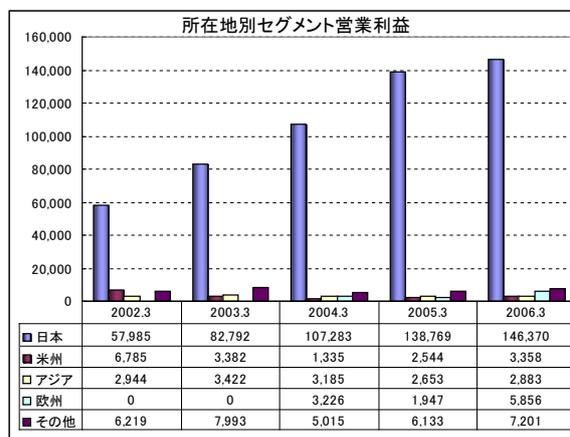
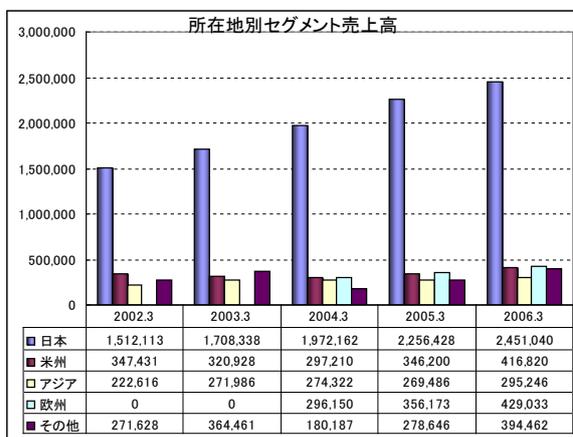
等から人員のシフトが起こっているはずである。この柔軟性は、シャープの組織体制に起因するものなのか、文化なのか、いずれにしても、人を有効に活用する＝同じ陣容でも生産性を上げられるということになるのだろう。

#### (4) 効率性



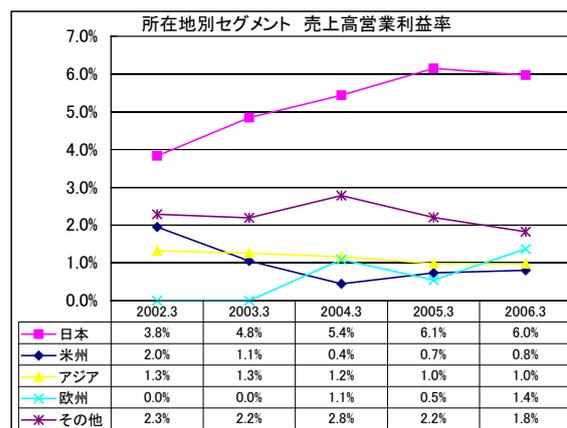
事業別セグメント使用資産回転率を見ると、ここ3年のトレンドは、エレクトロニクス機器は効率性が徐々に上がっている一方、電子部品等はほぼ横ばい（2006.3期は減少）で推移している。電子部品等に対する設備投資額が大きく、売上の伸びを相殺しているものと思われるが、設備投資が一巡した後は、回転率も上昇する可能性があると思料する。使用総資産営業利益率は、いずれの事業も増加トレンドである。

#### 1.3.2 所在地別分析



#### (1) 収益性

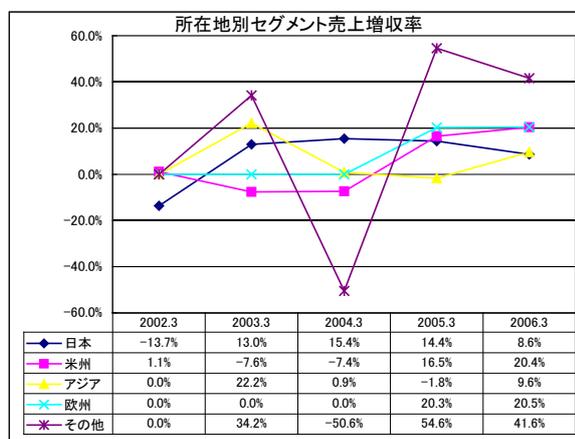
所在地別の収益性を見るが、2003.3期までは欧州がその他に区分されていたため、2004.3期以降の数字で分析をしてみる。日本国内は、売上・営業利益共に増加傾向であり、営業利益率が一番高い。日本国内の事業はまず、問題がないと考える。次に米州であるが、2004.3期



から再び売上・利益ともに増加トレンドに転じている。但し、問題は営業利益率の低さである。1%未満でいつ赤字に陥ってもおかしくない状況である。アジアは、売上は2006.3期に持ち直したが、利益・利益率とも、低下傾向であり、市場自体が伸びているだけに、てこ入れが必要であると考えられる。欧州については、2005.3期の営業利益の落ち込みはあったが、堅調に推移していると考ええる。

## (2) 成長性

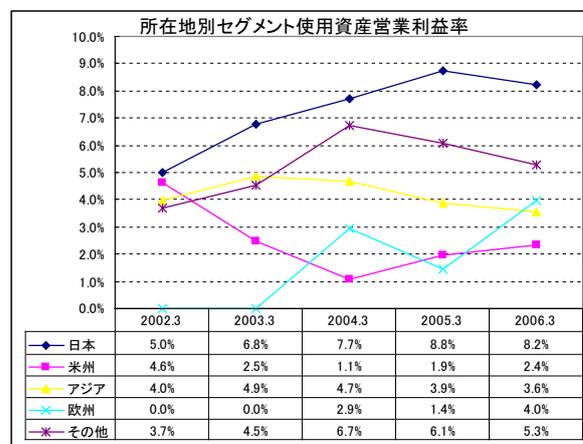
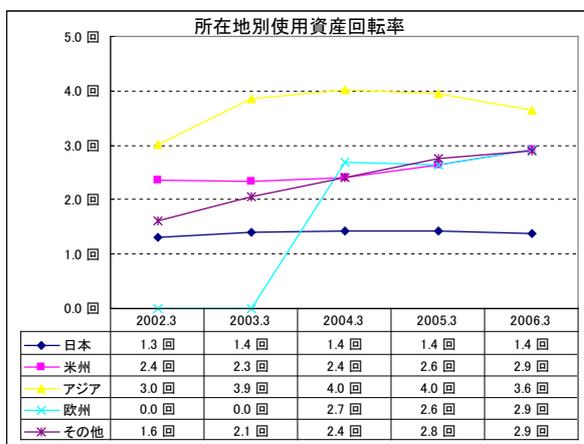
成長性についても、2003.3期まで欧州がその他に含まれていたことから、一部異常な動き方をしていることから、2005.3期、2006.3期のみで分析する。国内、米州、欧州については、ここ2年間は2桁成長を果たしている。一方でアジアは2005.3期にマイナス成長に転じ2006.3期に再び増加に転じている。



## (3) 生産性

所在地別従業員数が明らかでないため、不明。

## (4) 効率性



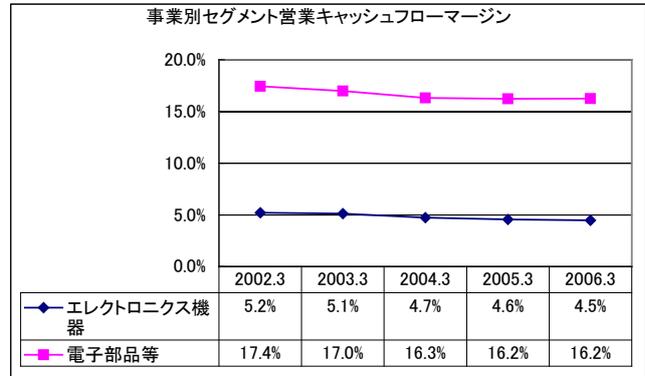
ここでも欧州のセグメント区分変更の影響を避けるため、2004.3期以降で分析する。使用資産回転率を見ると、米州で2006.3期に効率性が向上していること、アジアで逆に2006.3期に効率性が下がっていることを除けば、ほぼ一定している。各セグメントの回転率の差は、現地に保有する工場の数と、土地・建物の金額（物価）に大きな影響を受けると思われる。従って、地域間の比較はあまり意味がないと思われる。使用資産営業利益率も同様の意味からセグメント間の比較はあまり意味がないので、時系列分析にとどめる。日本と欧州は使用資産営業利益率が増加傾向であるが、その他の地域は低下傾向である。資産を増やす割りに利益を稼げていない可能性が高い。

## 1.4 セグメント別CF分析

### 1.4.1 事業種類別1

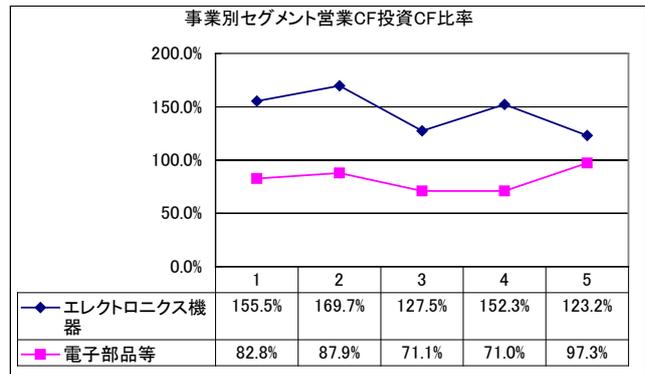
#### (1) 営業キャッシュフローマージン

事業別の営業キャッシュフローマージンを見ると、圧倒的に電子部品等が高い。電子部品等の営業利益率は7%台であるが、営業キャッシュフローマージンが2倍以上高くなっているのは、税引前利益に減価償却費を足しているためである。電子部品等事業は設備産業のため、減価償却費が大きく、その分営業利益を押し下げるが、キャッシュベースではエレクトロニクス機器よりも多くのキャッシュを生み出しているといえる。



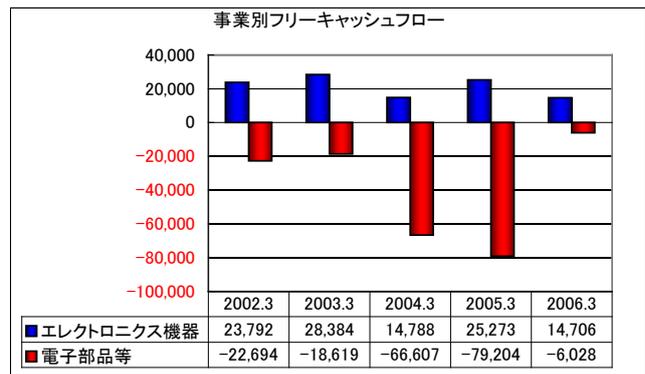
#### (2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

営業CF投資CF比率は、デバイス事業への設備投資が多いということから考えても当然の結果ではあるが、電子部品等事業に積極投資が行われており、エレクトロニクス事業は、金のなる木のような位置づけになっている。エレクトロニクス事業で稼いだキャッシュを電子部品等に回していることが分かる。



#### (3) フリーキャッシュフロー

フリーキャッシュフローも電子部品がマイナスイでエレクトロニクスがプラスである。特に2004.3期と2005.3期の電子部品等のマイナスは、三重第3工場、亀山工場、富士通の液晶事業買収によるものである。



### 1.4.2 事業種類別2

事業種類別1の分析で見た2つのセグメントで分析するやり方は、大きな流れを掴む為には有効であるが、実際に、本設問等で事業ポートフォリオ、シミュレーションを行う際には役に立たない。従って、社外公表されている詳細な事業部門別の売上高と営業利益を基に、独自の仮説を設けて、ここで各事業の営業キャッシュフローを算出しておくこととする。

仮説1：投資キャッシュフローを算出する際の各事業の資本的支出は、過去5年の設備投資額をもとに、公表されている液晶への投資額を液晶事業の資本的支出額とし、残額を各事業の営業利益で按分した（同社が営業利益を業績指標としているため、売上高よりも関連性が深いと判断）。但し、液晶への投資額が公表されていない2001年度、2002年度、2003年度については、公表されている2004年度、2005年度の2年間の平均設備投資比率と同率と仮定して、各年の設備投資額にこの比率を掛け合わせて算出した。

◆各事業の設備投資額のシュミレーション

	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
設備投資額	147,478	170,254	248,178	243,388	238,839
内液晶への投資額	82,609	95,367	139,016	130,000	140,000
液晶への投資比率	56.0%	56.0%	56.0%	53.4%	58.6%
平均投資比率	56.0%				
AV・通信機器(営業利益)	17,105	23,946	27,830	32,345	35,785
設備投資額	20,076	25,755	36,507	38,630	36,825
投資比率	13.6%	15.1%	14.7%	15.9%	15.4%
電化機器(営業利益)	3,715	2,197	504	2,092	2,155
設備投資額	4,360	2,363	661	2,499	2,218
投資比率	3.0%	1.4%	0.3%	1.0%	0.9%
情報機器(営業利益)	14,016	17,503	19,100	22,598	24,359
設備投資額	16,450	18,825	25,055	26,989	25,067
投資比率	11.2%	11.1%	10.1%	11.1%	10.5%
LSI(営業利益)	9,050	9,701	14,690	12,777	7,883
設備投資額	10,622	10,434	19,270	15,260	8,112
投資比率	7.2%	6.1%	7.8%	6.3%	3.4%
その他電子部品(営業利益)	11,384	16,280	21,091	25,128	25,865
設備投資額	13,361	17,510	27,667	30,011	26,617
投資比率	9.1%	10.3%	11.1%	12.3%	11.1%

◆各事業の減価償却費のシュミレーション

	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
減価償却費	133,947	145,818	159,831	175,969	193,114
AV・通信機器	18,234	22,058	23,511	27,929	29,775
電化機器	3,960	2,024	426	1,806	1,793
情報機器	14,941	16,123	16,136	19,513	20,268
LSI	9,647	8,936	12,410	11,033	6,559
液晶	75,030	81,680	89,529	93,990	113,197
その他電子部品	12,135	14,997	17,818	21,698	21,521

仮説2：上記仮説1で算出された各事業別の設備投資比率をもとに、各年の減価償却費を按分して、各事業の減価償却費とした。上記前提のもと、営業キャッシュフローを算出すると以下の通りとなる。

指標・計算式	セグメント	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
営業キャッシュフロー(百万円)	AV・通信機器	28,052	35,851	40,042	47,563	52,606
	電化機器	6,093	3,289	725	3,076	3,168
	情報機器	22,986	26,205	27,482	33,230	35,809
	LSI	14,842	14,524	21,136	18,788	11,588
	液晶	84,693	99,152	112,214	127,748	156,687
	その他電子部品等	18,670	24,374	30,346	36,950	38,023

## 2 企業価値分析

### 2.1 資本コスト・経済付加価値 (EVA) ・投下資本収益率 (ROIC) ・EVAスプレッド

#### ■ EVA

項目	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
加重平均資本コスト(WACC) (%)	5.04%	4.01%	4.89%	4.94%	5.18%
期中平均有利子負債 (百万円)	478,769	502,098	450,119	449,715	485,493
負債利子 (百万円)	9,626	7,673	5,844	5,724	6,410
負債利率 (%)	2.01%	1.53%	1.30%	1.27%	1.32%
株主資本コスト (%)	6.00%	5.30%	5.80%	6.00%	6.10%
市場全体の期待収益率 (%)	6.50%	5.80%	6.30%	6.50%	6.60%
無リスク利率 (%)	1.50%	0.80%	1.30%	1.50%	1.60%
リスクプレミアム (%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
β (ベータ)	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900
株主資本の時価 (百万円)	1,925,777	1,275,130	2,027,559	1,769,724	2,274,529
投下資本① (百万円)	2,404,546	1,777,228	2,477,678	2,219,439	2,760,021
負債比率 (%)	19.9%	28.3%	18.2%	20.3%	17.6%
株主資本比率 (%)	80.1%	71.7%	81.8%	79.7%	82.4%
実効税率 (%)	42.6%	42.4%	40.6%	39.3%	36.2%
税引後事業利益 (百万円)	46,561	52,721	75,787	94,856	108,249
営業利益 (百万円)	73,585	99,466	121,670	151,020	163,710
受取利息・配当金 (百万円)	6,756	5,196	4,929	4,662	4,937
持分法利益 (百万円)	776	779	988	589	1,023
資本コスト (百万円)	50,152	37,377	42,205	46,131	48,461
投下資本② (百万円)	996,052	932,926	863,728	933,684	936,405
EVA (百万円)	-3,591	15,343	33,581	48,725	59,789

#### EVAの算出手順

項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債
負債利子	支払利息+社債利息
負債利率	負債利子÷期中平均有利子負債
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率-無リスク利率
株主資本コスト	無リスク利率+β×リスクプレミアム
株主資本の時価	期末株価×発行済株式数
投下資本①	有利子負債+株主資本の時価
加重平均資本コスト(WACC)	$\frac{\text{負債利率} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債}}{\text{投下資本①}} + \frac{\text{株主資本コスト} \times \text{株主資本の時価}}{\text{投下資本①}}$
投下資本②	有利子負債+株主資本の時価
資本コスト	投下資本②×加重平均資本コスト
税引後事業利益	(営業利益+受取利息+受取配当金+持分法利益)×(1-実効税率)
EVA	税引後事業利益-資本コスト

#### EVA算出のためのデータの出所

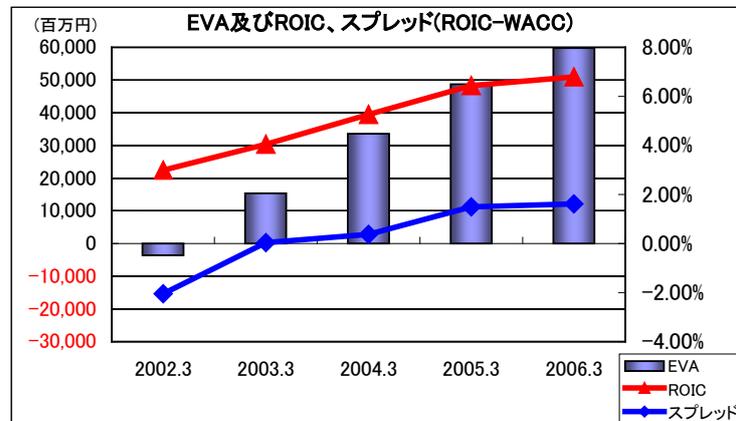
項目	データの出所
リスクプレミアム	企業価値評価(ダイヤモンド社)21章に従い5%に固定
無リスク利率(国債利回り)	財務省 <a href="http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/index.htm">http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/index.htm</a>
β (ベータ)	Bloomberg <a href="http://www.bloomberg.co.jp/">http://www.bloomberg.co.jp/</a>
発行済株式数	有価証券報告書 株式等の状況
期末株価	Yahoo Finance <a href="http://quote.yahoo.co.jp/">http://quote.yahoo.co.jp/</a>
実効税率	有価証券報告書 税効果会計に関する注記

## ■ ROIC

項目	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
有利子負債 (百万円)	438,048	519,490	484,705	415,533	483,897	487,088
自己資本(簿価) (百万円)	943,505	926,856	902,116	943,532	1,004,326	1,098,910
投下資本(簿価) (百万円)	1,381,553	1,446,346	1,386,821	1,359,065	1,488,223	1,585,998
NOPAT (百万円)	58,782	42,238	57,292	72,272	91,669	104,447
営業利益 (百万円)	105,913	73,585	99,466	121,670	151,020	163,710
実効税率	44.5%	42.6%	42.4%	40.6%	39.3%	36.2%
ROIC (%)		2.99%	4.04%	5.26%	6.44%	6.80%
WACC (%)		5.04%	4.01%	4.89%	4.94%	5.18%
ROIC-WACC(スプレッド) (%)		-2.05%	0.04%	0.38%	1.50%	1.62%

### ROIC(投下資本利益率)の算出手順

項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債
投下資本	有利子負債+株主資本の簿価
ROIC	みなし税引後営業利益(NOPAT) / 投下資本(簿価)の期中平均
NOPAT	営業利益 * (1 - 実効税率)



### (1) EVAについて

EVA(経済付加価値)は、投下資本コストを上回り創出される企業価値を表す指標である。EVAは、税引後事業利益から資本コストを引いて算出している。EVAを改善するためには、①税引後事業利益を増加させる、②投下資本を減らす、③加重平均資本コスト(WACC)を下げるという3つの方法がある。ただ、WACCは資本構成によって変わらないというMM理論を用いれば(厳密にいうところの節税効果を考えなければ)、簡単にWACCを低下させることはできない。従って、EVAを増加させるためには、①税引後事業利益を増加させる、②投下資本を減らすことが考えられるが、②投下資本を減らす方法には、将来の成長を犠牲にするという側面があるため、①税引後事業利益を増加させる方法がメインとなる。

シャープのEVAは、2002.3期のITバブルの時期を除いて、一貫して増加傾向であり、2006.3期は約600億円にまで拡大している。税引後事業利益の一貫した増大がEVAの増加に寄与している。いわゆる「本業でしっかり儲けている状態」であり、これを見る限り特に問題点はないと思われる。ただ、2003.3期については、WACCが4%に下がった影響でEVAがプラスに転じた可能性がある。2003.3期のWACCの低下は負債比率の増

加によって、より安全な負債利率の比重が高くなった為に下がったものである。2003.3期は、WACCの減少と、投下資本の減少により、税引後事業利益がそれほど増加しなかったにも関わらずEVAはプラスに転じた。従って、2003.3期のEVAのプラスは「本業の儲け」以外の要因も大きかったと言える。しかしながら、2004.3期以降は、着実に税引後事業利益が増加しており、ここ3年間のEVAの増加は、間違いなく本業の儲けによるものであり、これは評価できると思料する。

## **(2) ROICについて**

ROICは、みなし税引後営業利益を投下資本（簿価）で割って算出している。投下した資本に対する収益率を表している。ROICを改善させるためには、みなし税引後営業利益（NOPLAT）を増加させるか、投下資本を減少させる必要がある。投下資本は、自己資本（簿価）と有利子負債で構成されているので、有利子負債を減らすことがROIC改善につながる。とは言うものの、先ほどEVAでも見たように、やはり本来的には本業の儲けを上げるのが一番の方法であることは間違いない。シャープの場合、本業の儲けによって、ROICを高めており、これについても評価できると思料する。

## **(3) ROIC - WACC（スプレッド）について**

スプレッドについては、これは当然だが、ほぼEVAと同じ動きをしている。このことから言えることは、やはり、個別事業の採算面から見て、資本コスト（WACC）を上回る投下資本収益率を上げないと、企業価値は増大しないということである。

## 2.2 企業価値指標算出

### (1) フリーキャッシュフロー価値

### (2) 株式・負債時価評価価値

### (3) 市場付加価値 (MVA)

(百万円)

項目と評価方法	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
企業価値(1) フリーキャッシュフロー価値	2,014,695	2,516,773	2,411,074	2,894,403	3,121,459
企業価値(2) 株式・負債時価評価価値	2,445,267	1,759,835	2,443,092	2,253,621	2,761,617
企業価値(3) MVA+投下資本	924,727	1,315,894	1,550,965	1,919,864	2,091,708

#### 企業価値の算出方法

企業価値(1) 下表を参照

企業価値(2) 期末株価×発行済株式数+有利子負債簿価

企業価値(3) EVA÷資本コスト+投下資本

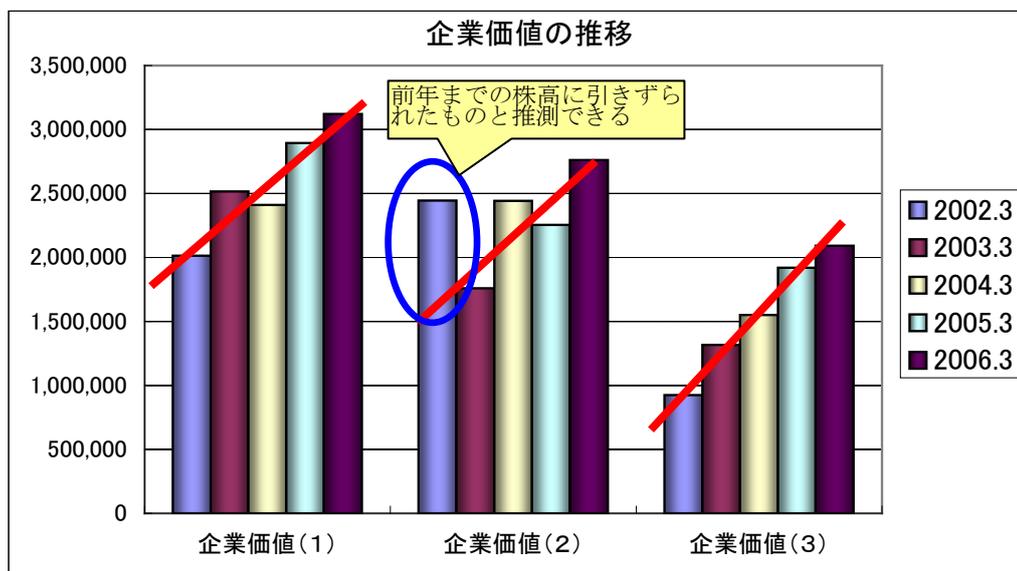
#### フリーキャッシュフロー価値の算出方法

(百万円)

	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3
営業活動によるキャッシュフロー	139,068	269,130	249,618	219,198	263,753					
投資活動によるキャッシュフロー	-164,094	-165,833	-169,446	-259,008	-229,386					
フリーキャッシュフロー	-25,026	103,297	80,172	-39,810	34,367	72,612	81,032	90,429	100,916	112,618
平均フリーキャッシュフロー					30,600		0	0	0	0
売上高	1,803,798	2,003,210	2,257,273	2,539,859	2,797,109	3,000,000				
売上高成長率	-10.4%	11.1%	12.7%	12.5%	10.1%	7.3%				
平均売上高成長率					11.6%					
02.3の予測期間におけるFCFのNPV		98,345	72,670	-34,355	28,236	56,798				
03.3の予測期間におけるFCFのNPV			77,084	-36,802	30,546	62,054	66,582			
04.3の予測期間におけるFCFのNPV				-37,955	31,239	62,929	66,955	71,238		
05.3の予測期間におけるFCFのNPV					32,749	65,936	70,117	74,564	79,293	
06.3の予測期間におけるFCFのNPV						69,039	73,254	77,726	82,472	87,507
予測期間におけるFCFのNPV(A)	221,694	199,464	194,406	322,659	389,998					
加重平均資本コスト	5.04%	4.01%	4.89%	4.94%	5.18%					
FCFの永久成長率(無リスク利率)	1.50%	0.80%	1.30%	1.50%	1.60%					
継続価値のNPV(B)	1,793,001	2,317,309	2,216,668	2,571,744	2,731,461					
企業価値(A)+(B)	2,014,695	2,516,773	2,411,074	2,894,403	3,121,459					

フリーキャッシュフロー＝営業活動によるキャッシュフロー－投資活動によるキャッシュフロー

継続価値＝予測期間の翌期のフリーキャッシュフロー÷(加重平均資本コスト－FCFの永久成長率)



### 2.2.1 企業価値指標計算結果および算定方法

3種類の企業価値について算定した。算定式及び算定結果は前頁の通りである。企業価値(1)は今後5年間の詳細予測期間と、6年目以降の安定期とに分けてそれぞれ成長率を仮説設定し、各期のフリーキャッシュフローを現在価値に割り引いた額を合算する方法で算定した。具体的には、今後5年間は各期の予測フリーキャッシュフローを現在価値に割り引きし、6年目以降はフリーキャッシュフロー(継続価値)を現在価値に割り引きし、各期ごとに企業価値を算定した。算定に当たり、シャープの状況を踏まえた上で、次の前提条件を仮説設定した。

### 2.2.2 前提条件

企業価値(1)の算定に際し、次の前提条件を仮説設定した。

- ① 2007年3月期の予測フリーキャッシュフロー：72,612百万円
- ② 今後5年間の平均成長率：11.6% (2008年3月期以降)
- ③ 6年目以降の継続成長率：1.6% (2012年3月期以降)

設定理由：

- ① キャッシュフロー予測初年度である2007年3月期のフリーキャッシュフローについては、2002年3月期と2005年3月期を除く3年間の平均とした。2002年3月期は、ITバブルという外部環境によって営業キャッシュフローが減少したためにフリーキャッシュフローがマイナスになっていることから、異常値として見做した。また、2005年3月期は、富士通の液晶事業という、経常的に起こらない出来事により、多大な投資キャッシュフローが必要になったことから、フリーキャッシュフローがマイナスになったため、こちらも異常値として見做し、算定のベースから外した。
- ② 2008年3月期以降の平均成長率については、2003年3月期から2006年3月期の平均売上伸長率を用いた。2002年3月期の売上伸長率を平均算定に入れなかった理由は、①と同じ理由である。一方、②の算定ベースに2005年3月期を入れたのは、今後も富士通の液晶事業を含めた売上の伸長が続くため、将来予測の際にこれを外すと、かえって間違った結果になると考えたからである。
- ③ 継続価値の算定ベースとなる予測期間6年目以降の成長率については、2006年3月期の無リスク利子率と同等と仮定した。

### 2.2.3 算定結果からの考察

それぞれの企業価値を見ると、3つとも同じ動きをしている(株式・負債時価評価価値の2002年3月期は、前年までの株高に引きずられた形で、株価が下がりきっていなかったものと推測でき、異常値と見做すと同じ動きになる)。2006年3月期のみを比較すると、フリーキャッシュフロー価値が約3.1兆円、株式・負債時価評価価格が2.8兆円、MVA+投下資本価値が約2.1兆円であり、上下約1兆円の開きがある。

フリーキャッシュフロー価値は、今後5年間の成長率を11.6%とやや強気に読み込んでいること、また、2007年3月期のフリーキャッシュフローを726億円としているが、亀山工場の次の工場展開も考えられることから、実際にはもう少し少ない金額になる可能性もある。よって、フリーキャッシュフロー価値を少し高めに設定してあると見ると、マーケットの評価である、株式・負債時価総額価値が、その辺りの事情も折り込んだ正しい評価だといえるかもしれない。

### 3 経営課題抽出

#### 3.1 財務諸表分析

- ・シャープは、問題があるほど短期支払能力が低いわけではないが、財務政策として改善の余地がある。
- ・流動比率の低さから考えると、短期借入れではなく、長期借入れを行った方が安全面では尚いいと思われる。
- ・販管比率が異常に低いために、営業利益率以下ではシャープが業界平均を上回っている。
- ・販売部門の活動を必要以上に削って営業利益を確保しているのであれば、長期的な成長という意味からは、やや不安が残る。
- ・今後売上高3兆円から更なる飛躍を遂げていくとすれば、今の人の少なさでいつまでもつか、人員を増やしていく必要はないのか。

#### 3.2 セグメント分析

- ・電化機器事業は、売上・利益共に安定性が無く、かつ営業利益率が相当低い。
- ・LSI事業は、ここ数年下降トレンドで、利益率も2006.3期に通常デバイス事業よりも利益率が低いとされる商品事業である情報機器事業を下回った。
- ・地域別では、営業利益率の低さから米州事業が問題。
- ・アジア事業は、利益の額及び利益率とも低下傾向であり、市場の伸びと連動できていない。

#### 3.3 主要な課題と対策

- ・財務状況を再度チェックする必要がある。将来の成長を阻害するような利益目標は意味がない。本当に将来の成長に必要であれば、今やるべきことをやっておくべき。特に人の問題は今後の事業拡大において必ず問題になる。人材の確保策を含め検討が必要である。
- ・セグメントでは電化機器事業とLSI事業をどう扱うかが課題である。きちんとした外部環境分析と内部環境分析をした上で、事業ポートフォリオをどう組み替えるべきかを検討すべきである。

## 4 企業価値創造

### 4.1 シャープの企業価値創造と経営戦略

シャープの企業価値創造についての考え方は、通常の、顧客・株主・従業員・社会というステークホルダーに併せて、NGO/NPO、政府、購買先、販売店、協業先といった5つのステークホルダーに対しても、同様にその価値を高めていこうというものである。主なステークホルダーである、顧客、購買先・販売店、株主、従業員、社会に対する具体的な取り組みについては下記の通りである。

#### (1) 顧客価値創造

顧客に対しては、よりよい製品を提供し続けるという基本的な姿勢に併せて、「CS No1企業を実現」というスローガンを掲げ、CS向上のためのお客様相談センターを東西の2箇所に設けている。これは、お客様相談センターが中心となり、サービス会社・パーツセンター、及び製造元の事業部と連携を取り、早いサービス、安心のサポート体制を築くとともに、お客様の声を製品開発に還元する役割も担っている。これらを実現するため、業績評価の仕組みとして取り入れているBSCに電話の「受信率・応答率」といった具体的な成果目標を設定し、組織としてCS向上が実現できる仕組みも作っている。これらの取り組みから、顧客に対する価値創造については、問題がないと思われる。

#### (2) 株主価値創造

株主価値向上についてみると、安定した配当政策を取っており、直近5年間では連結業績と財務状況を勘案し、一貫して増配している。機関投資家・アナリストに対しては、2005年度から、四半期ごとの決算説明会をはじめ、事業戦略説明会、工場見学会などを実施するとともに、国内外の機関投資家を訪問し、意見交換を行っている。個人投資家に対しては、直接のコミュニケーションを図るため、個人向けの各種セミナーへ参加し、シャープの業績や事業戦略について説明している。これらの取り組みから、株主に対する価値創造についても、問題がないと思われる。

#### (3) 購買先・販売店価値創造

購買先・販売店に対する価値創造として、国内外の取引において、グループ内のみならず、取引先を含めたサプライチェーン全体で、社会的責任を果たす必要があるという認識のもと、シャープでは右図の通り「シャープの基本購買方針」を策定し、公明正大で公平・公正な購買取り組みを行っている。また、2006年3月には「グリーン調達ガイドライン」を改訂し、サプライチェーン全体での環境保全への取り組みを強化している。

販売店と直接取引のある営業部門では、販売店にシャープ商品の環境性能を正しく理解頂くための情報発信や研修の場を設けている。これら研修の場で、同社のCSRの考え方や取り組み等を紹介し、販売活動におけるCSRを共に実践していくためのパートナーシップ構築を進めている。以上のことから、購買先・販売店に対する価値創造という面も、問題がないと思われる。

#### **(4) 従業員価値創造**

社内のステークホルダーである従業員に対しては、「人事施策の基本方針」のとおり、「会社の発展と社員の幸せの一致を図る」ことを人事制度策定の基本としており、従業員の自主性と多様性を尊重する人事制度を展開している。例えば、従業員が自主的に資格取得などの自己研鑽に励むことを支援する仕組みとして「ステップアップ・セルフアップ運動」を展開していたり、従業員が望めば、キャリアアップのために海外に研修派遣する制度（SHINEプログラム）を設けている。また、各種ローテーションを実施することにより、適材適所の配置にも力を入れている。従業員のメンタルヘルスケアや健康づくりにも力を入れており、健康保険組合が主となって、「健康シャープ21」というプログラムを策定し、自主参加型の生活習慣病の予防・改善を目指す健康づくり運動を展開している。これら施策をみても、従業員に対する価値創造についても問題がないと思われる。

#### **(5) 社会価値創造**

地域社会に密着した活動として、シャープでは「シャープグリーンクラブ（SGC）」を2003年6月に発足させ、活動を展開している。これは、環境ボランティア活動を中心とするさまざまな社会貢献活動を労使共同で企画・運営する組織である。事業所などを活動単位として、「プロモータ」と呼ばれる推進リーダーを中心に地域に密着した活動を展開しており、具体的には、大阪・奈良の拠点で合同で行った奈良県若草山クリーンキャンペーン、大阪府長居公園クリーンアップをはじめ、全国で環境ボランティア活動を展開している。2005年度は、27,108名の従業員がこの活動に参加しており、地域社会に対する貢献意識が根付いてきていると思われる。SGCでは「森・いきもの・人のつながりを理解し、きずなを深め、地球環境への優しい心をはぐくむ」を基本コンセプトに、「シャープの森」づくりを事業所のある都道府県に展開する計画を進めており、自然と触れ合える場として従業員の環境マインドの一層の醸成に役立てることを目的としている。このような活動をみても、社会に対する価値創造は、十分に行っていると思われる。

以上から、シャープのステークホルダーに対する価値創造は、問題がないと言える。

##### **4.1.1 シャープの企業価値創造の経営プロセスと具体化**

企業理念・ビジョンから企業価値創造に至るプロセスとしては、まず企業戦略としての事業ポートフォリオ設計・マネジメントが重要になる。シャープの場合、液晶テレビ事業、太陽光発電システム事業（ソーラー事業）、携帯電話事業への選択と集中を行っており、これが企業戦略となっている。

企業戦略を実現するための事業戦略については、液晶テレビ事業は液晶パネルと液晶テレビの一貫生産という世界で初めての生産システムを構築し、競争優位を築いている。また携帯電話事業に関しては、社内の液晶パネル事業、CCD・CMOS事業などの特長デバイスを商品開発に応用する仕組みを作り競争優位を築いていると言える。

企業戦略・事業戦略といった経営戦略を評価する指標としては、ROE、フリーキャッシュフロー、PCC（税引後営業利益から投下資本コストを差し引いた指標）を取り入れ、各事業部門の投資回収管理を徹底し、企業価値のさらなる拡大に努めている。これら経営戦略の結果を報酬システムと結びつける方法として、管理職以上に導入されている部門業績に連動した賞与や、BSCなどが挙げられる。

液晶事業への偏重がいかどうかは後ほど見るにことにして、このプロセス自体はうまく回せば企業価値創造につながるものだと評価することができるだろう。

#### **4.1.2 シャープの企業価値創造に基づいた顧客価値・株主価値・社員（従業員）価値・社会価値の持続的向上**

今まで見てきた通り、企業理念に基づいて、ステークホルダーに対する価値創造をきっちり行っており、また、企業価値創造プロセスもしっかりしたものを作っている。各ステークホルダーの価値の持続的向上についても、良いサイクルが回っていると推測できる。ただ、これがキャッシュフロー増大につながり、投資機会増大に結びついているかは、もう少し詳しく見る必要があるだろう。

## **5 企業理念とビジョン**

シャープの企業理念（経営理念・経営信条）は、創業者の早川徳治の口癖であった「他社にまねされるものづくり」を基本として、経営にあたっては、「誠意と創意」を判断基準とするように従業員に徹底されている。これら企業理念の企業経営に対する位置づけとしては、町田社長が提唱した「オンリーワン経営」が経営理念の「いたずらに規模のみを追わず」という部分から見て取れるように、企業経営の姿勢をして、その精神がしっかりと受け継がれている。

企業理念の策定については、創業者の言葉が暗黙知的な存在になっていたものを、言葉におこしたものであり、日々の業務における判断基準となるような分かりやすい言葉で書かれている。また、従業員等への徹底という面では、朝夕礼での唱和を行っており、シャープ社員なら、誰もが二意専心「誠意と創意」を暗唱できるほど、徹底されていると言える。

## 6 企業成長戦略

### 6.1 事業展開シナリオ

シャープの事業展開シナリオを過去から見ると、次のように分類することができると思われる。

#### (1) 第一期：創業期

- ・1912年創業から1963年まで
- ・この時期の主力事業は、ラジオとカラーテレビであり、この時期に次の電卓事業に繋がる映像表示技術や太陽電池技術を蓄積していた。

#### (2) 第二期：電卓戦争期

- ・1964年の電卓開発から1970年社名変更まで。
- ・この時期は、映像技術に加え、音響技術を蓄積していた時期であり、また現在のR&Dの礎とも言える、天理総合開発センターを1970年の万博への出展を取りやめてまで建設した時期である。（千里（万博）から天理（総合開発センター）へ）

#### (3) 第三期：工場建設期

- ・1970年のシャープ株式会社への社名変更から1985年まで。
- ・この時期は主に次の事業発展に繋がる主力工場の建設ラッシュの時期にあたる。

#### (4) 第四期：ユーザー志向への転換期

- ・1986年現相談役の辻社長体制発足から1997年の退任まで。
- ・辻社長の経営方針として、現場重視という掟があり、この頃にユーザー視線に立った商品開発の伝統が築かれた。液晶ビューカムなどが発売され、現在の主力事業である液晶事業に大きく舵を切った時期である。液晶事業への執着は、カラーテレビ時代にブラウン管を自社で持たず、苦い思いをしたことから、「基幹デバイスは自社内で」という現在の商品とデバイスの融合の基礎ができた。

年代	出来事
1912	創業
1915～1919	シャープペンシルを発明
1923	関東大震災により西下、現在の本社所在地に早川金属工業を設立
1920～1924	シャープペンシル順調に拡大
1925～1930	国産ラジオ第1号
1931～1936	海外にも販路を開く
1934	平野工場を建設
1937～1944	ラジオ需要増加
1942	早川電機工業株式会社に改称
1945～1952	終戦、復興に立ち上がる
1949	大阪証券取引所に株式を上場
1953～1954	国産第1号テレビ
1954	田辺工場を建設
1955～1958	生産・販売体制の充実
1956	東京証券取引所に株式を上場、東京支店を設置
1959	八尾工場を建設、総合家電メーカーへ
1960	奈良工場を建設、カラーテレビの量産開始
1962	アメリカに初めて海外版社を設立
1963	太陽電池を量産
1964～1966	世界初、電卓を開発
1967	広島工場を建設、音響の専門工場に
1968	栃木工場を建設、カラーテレビ工場に
1969～1970	天理市に総合開発センターを建設、千里から天理へ
1970	シャープ株式会社に改称
1971～1972	事務機分野も本格拡大
1973～1975	液晶を初めて実用化
1976～1978	ニューライフ商品の波
1979	八尾工場に大型冷蔵庫工場を建設、先進国に初の生産拠点
1980～1984	総合O/Aメーカーに
1981	奈良・新庄工場を建設、ソーラー専門工場に
1983	八尾工場にランドリー工場を建設
1984	福山工場を建設、LSIの専門工場に
1985	八尾工場に調理システム工場を建設 生活ソフトセンターを設置 栃木工場に第4工場を建設 天理市にIC技術センターを建設
1986	新経営陣（現相談役が社長就任）がスタート 広島工場に音響システム第3工場を建設
1987	液晶のシャープ
1988～1989	福山工場に第2工場を建設、オプトエレクトロニクスを核に
1990	奈良工場に第8工場を建設、1兆円企業から新スタート
1991	天理市に液晶事業本部天理工場を建設、液晶事業が一段と充実 天理市に生産技術開発推進本部を設置
1992	創業80周年 福山工場に第3工場を建設 シャープ幕張ビルを建設
1993	八尾工場に空調統合工場を建設 液晶ビューカムが大人気
1994	三重県多気町に液晶の大工場建設
1995	新社屋の建設、相次ぐ
1996	ザウルスもカラー時代へ
1997	福山工場に第4工場建設 4中（中国、中近東、中南米、中東欧）地域戦略の展開
1998	新経営体制（現社長）スタート
1999	液晶テレビで需要創造
2000	三重第2工場を建設 携帯電話のシェア向上
2001	21世紀のテレビ「AQUOS」発表
2002	広島県三原市に三原工場を建設
2003	三重第3工場を建設
2004	亀山工場を建設 広島県三原市に三原第2工場を建設
2006	亀山第2工場を建設

## **(5) 第五期：液晶テレビ拡大期**

- ・1998年の町田社長体制発足から現在に至るまで。
- ・辻社長時代の液晶という事業の種を、「AQUOS」というブランドまで高めた。また、最後発であった携帯電話事業を一気に主力事業へと成長させた。

## **6.2 シャープの資源循環**

業績評価基準には、課題4の企業価値創造プロセスでも見た通り、ROE、FCF、PCCが採択されたおり、株主利益とキャッシュ、投資回収をメインにした評価基準である。

事業の選択と集中では、液晶事業に集中する戦略を取っている。但し、後の事業ポートフォリオでも述べる通り、液晶事業への設備投資の大きさから、他の事業への成長投資を阻む結果になっており、キャッシュフローの増大は実現できていない。そのため、液晶事業以外への成長投資による事業拡大もできていない状況である。

## **6.3 企業価値の持続的創造**

シャープの今までの企業価値の持続的創造プロセスは、主に自社事業によって得たキャッシュを成長投資に回すことによるものであった。近年の液晶事業における富士通の液晶事業の買収は、ほぼ初めてのM&Aであったが、今後は3兆円以上規模になった売上を持続的に拡大していくためには、M&Aなどの外部資源の活用も考えていく必要があるだろう。

## 付属資料 4：企業戦略分析

(出所：鳥越 敬「経営戦略応用研究 期末レポート シャープ株式会社」 2010年10月24日 1-45頁)

### シャープ株式会社 (2010)

#### 1 事業内容と業績

##### 1.1 事業内容

シャープの営業品目は、大きく4つのカテゴリーに分けられる。

- ①液晶テレビ「AQUOS」、ブルーレイ (BD) レコーダー、  
携帯電話、スマートフォンなどの AV・通信機器
- ②複写機、液晶マルチディスプレイ、固定電話、電子辞書、  
POS 機器などの情報機器
- ③LED 照明機器、ウォーターオープン「ヘルシオ」、冷蔵庫、  
電子レンジ、洗濯機、除菌イオン搭載のエアコン、  
空気清浄機 などの健康・環境機器
- ④液晶パネル、太陽電池モジュール、LED チップ、  
カメラモジュールなど電子部品

その内、①～③が完成品ビジネスであり、セグメント分類としては、エレクトロニクス機器と呼ぶ。④については、デバイスビジネスであり、セグメント分類では、電子部品等で分類している。民生用、企業用の括りについては、液晶テレビや、携帯電話等、民生用機器のウエイトが圧倒的に高いが、その一方で、複合機や POS 端末、インフォメーションディスプレイ等の業務用機器もラインアップしている。すなわち、シャープは、各種エレクトロニクス機器と電子部品等に区分され、完成品ビジネスとデバイスビジネスの双方を抱える総合エレクトロニクス企業であり、製造業である。

## 1.2 業績分析

### 1.2.1 過去5カ年間の業績推移

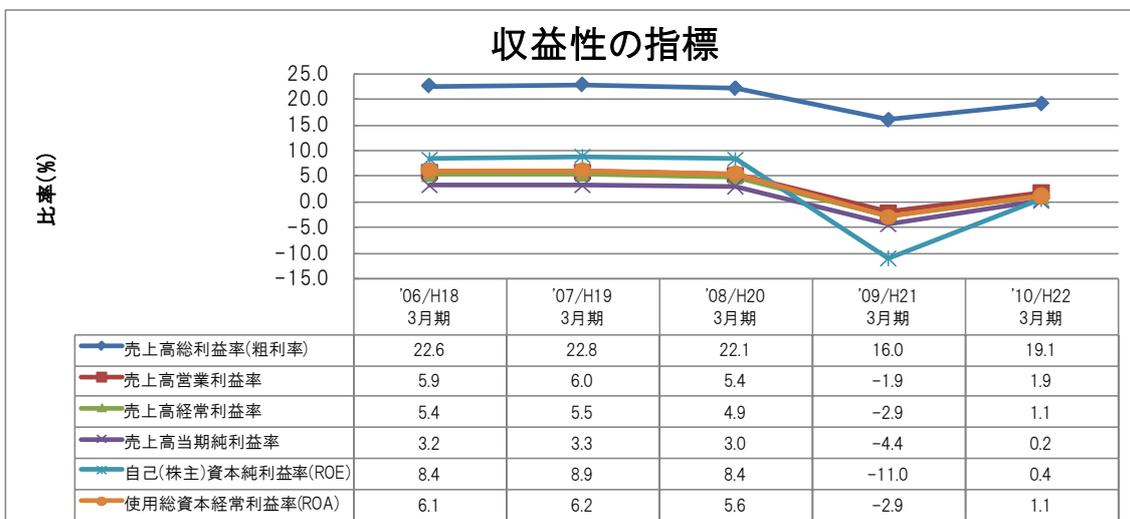
#### 1.2.1.1 財務諸表分析

##### (1) 安全性



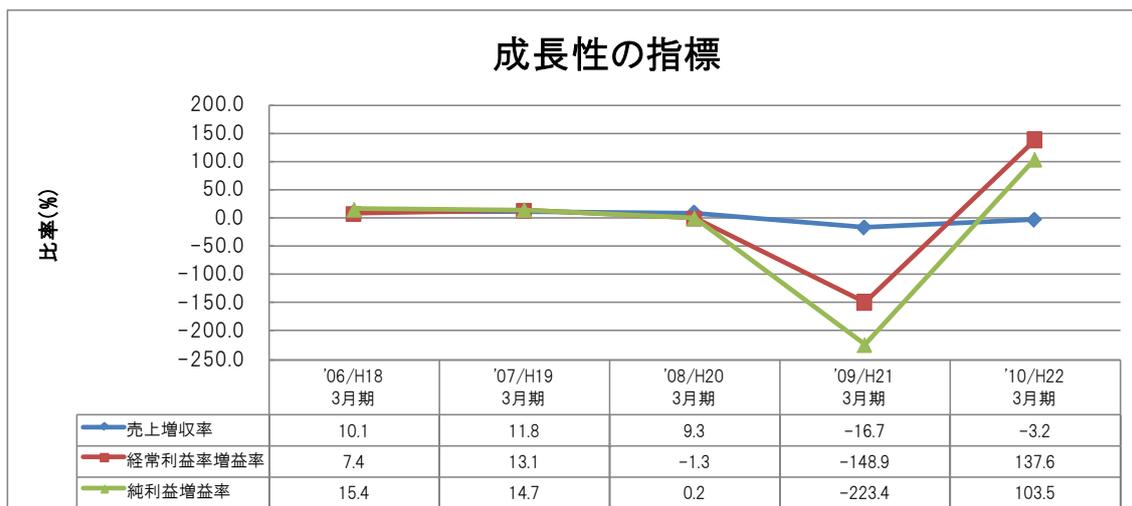
流動比率は短期の負債に対する企業の支払い能力を見るが、一般に200%以上が理想的とされている。これに対し、シャープは、110%~120%の範疇で推移している。また、より現金化可能な当座資産で見る企業の支払い能力、すなわち当座比率については、概ね70%台での推移となっている。数値のブレが小さく、一定の水準を確保していることから当該指標で見る安全性は担保されている。固定資産がどの程度自己資本でまかなわれているのかをみる固定比率については、低いほど安全性が高いと判断できるが、これまで100%~110%での推移であったものがここ2年、130%台と上昇傾向となっている。固定長期適合率は、より低いことが望ましいが、これは安定的な推移となっている。自己資本比率については、40%前後での推移であったが、ここ2年低下傾向にある。水準自体は健全である。

##### (2) 収益性



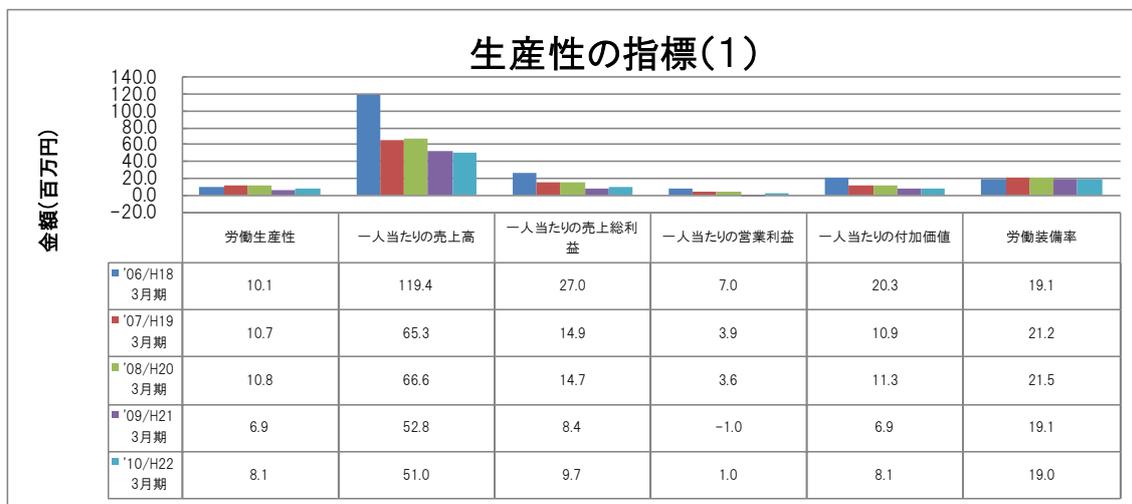
収益性については、2007年度までは、日本のエレクトロニクス企業としては、高水準となる5~6%台をキープしていたが、2008年度で上場以来初となる赤字転落を経験している。これは、リーマンショックの直撃を受けたものであり、デバイスの需要急減を受け、工場の操業が急低下した結果でもある。2009年度では、何とか、黒字に戻しているが、かつての水準には未だ至っていない。ROEについては10%を目標としていたが、同じく、リーマンショックを受けて水準を大きく落としている。

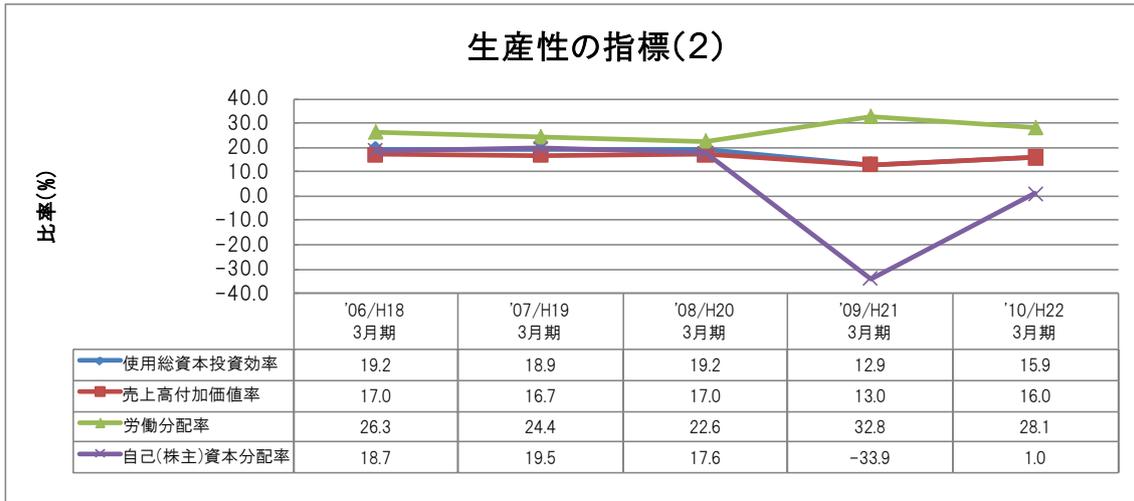
### (3) 成長性



売上伸長率については、2007年度までは、ほぼ、二桁成長を継続している。これは液晶を中心とした積極投資の成果でもある。2008年度の大減収は、先に述べたリーマンショックの影響であるが、それまでの積極投資の結果、景気変動への耐性を低下させている。

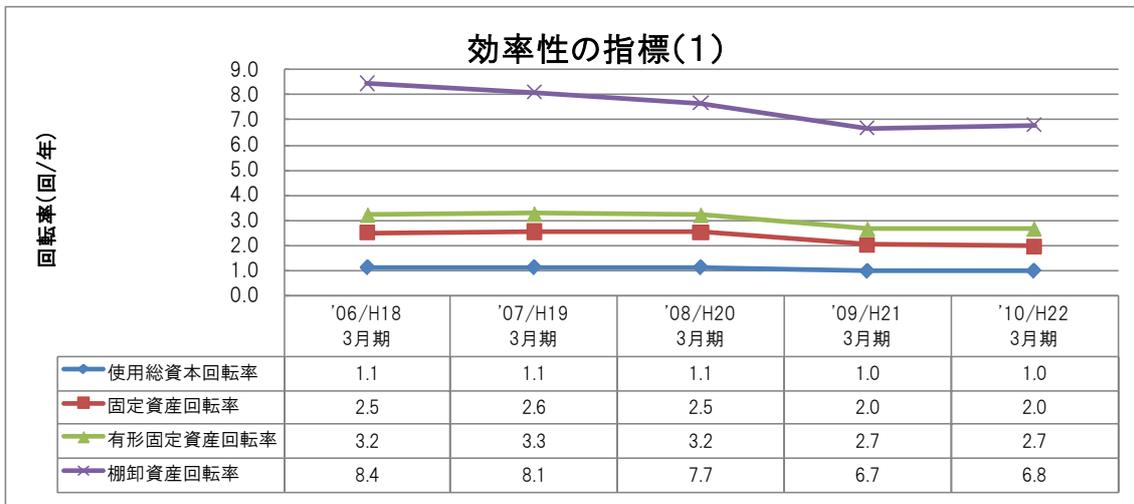
### (4) 生産性

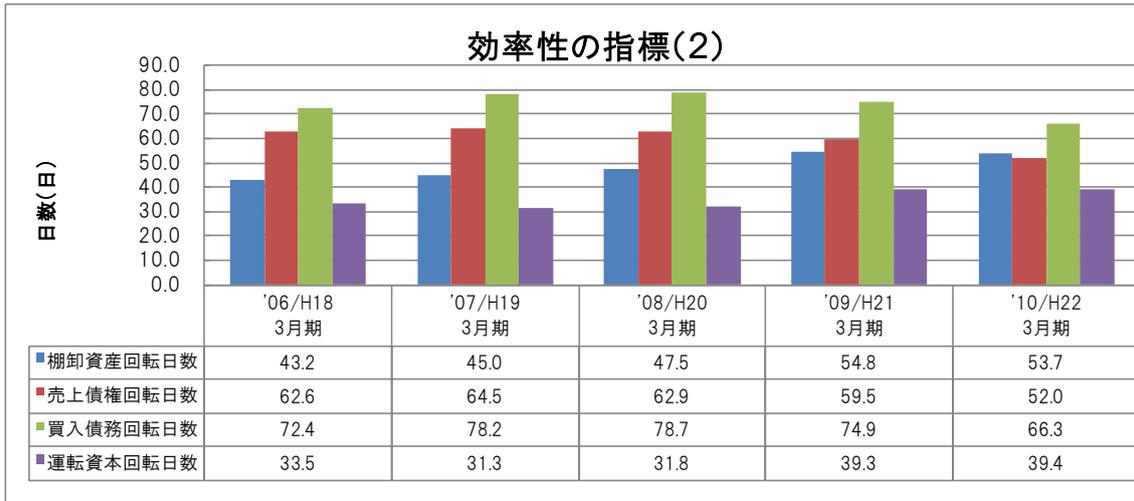




生産性の指標について、2008年度までは比較的フラットな推移となっている。2006年度～2008年度で一人当たりの指標が低下しているのは、同時期に液晶テレビの5極生産体制を整備し、海外の生産人員を抱え、人員構成が変化したためと言える。2009年度での自己資本分配率の低下、労働分配率の上昇は純利益が落ち込んだ結果である。

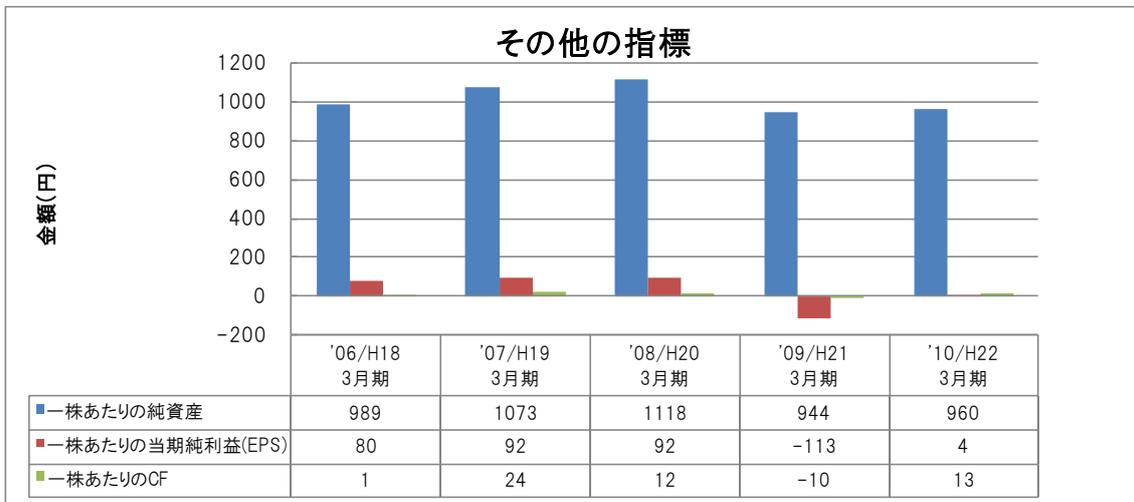
#### (5) 効率性



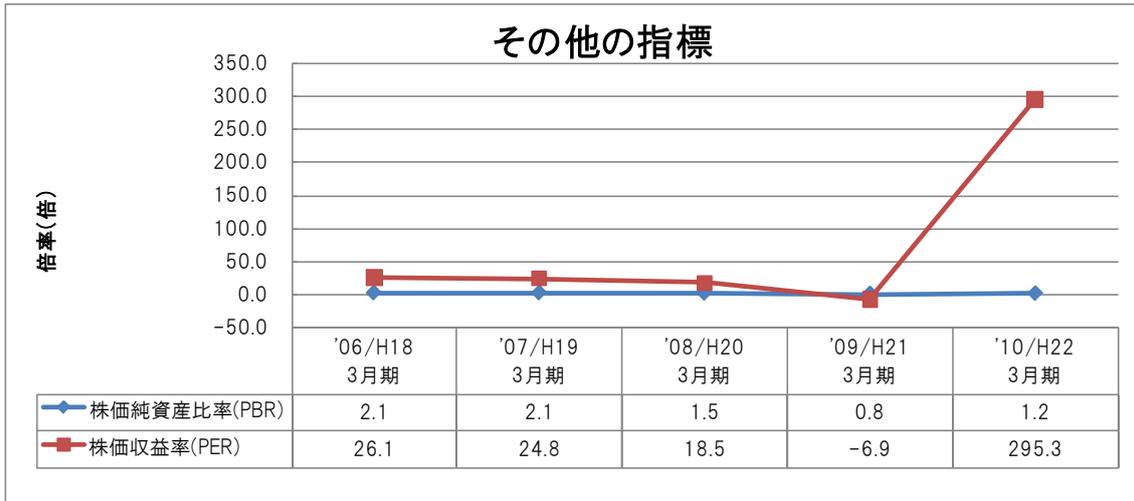


総資産、固定資産の回転については、売りの低下もあって、悪化傾向となっている。その他各回転率の指標については、ここ5年回、概ねフラットである。ただ、在庫の増加もあって、棚卸資産の回転日数についてはここ2年で上昇（悪化）傾向となっており、注意が必要である。

#### (6) その他



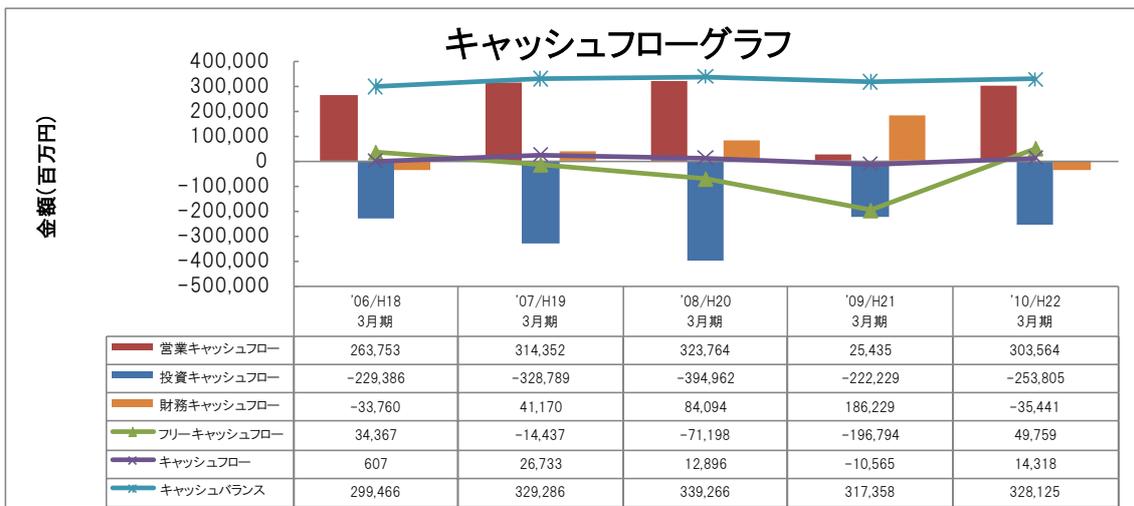
株価の割安感を測る一株あたりの指標について、中でも安全性を示すと言われる対純資産では1,000前後の推移となっており、割安な水準である。



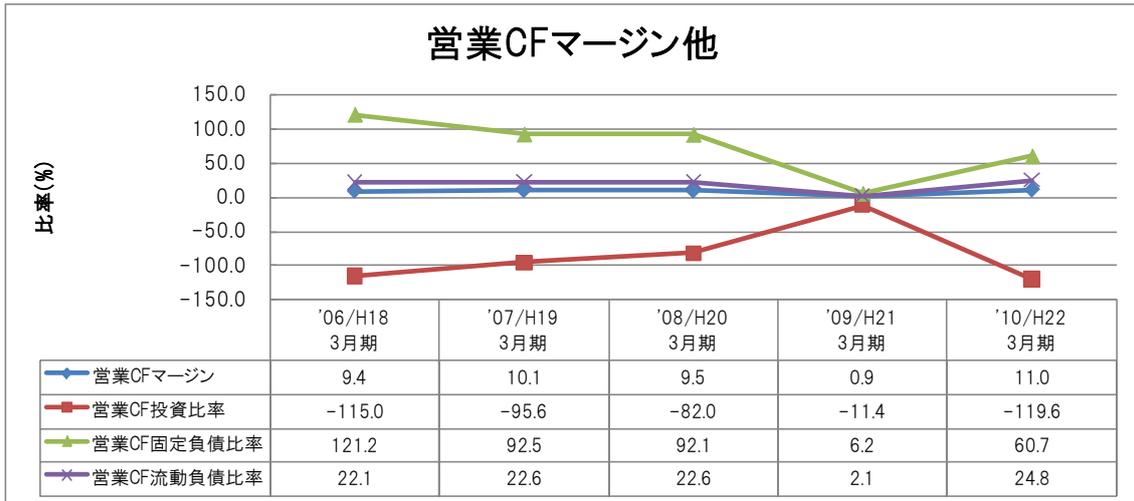
PBR、PER の株価関連指標については、株価の下落を受け、低落傾向にある。PBR については、ほぼ下限である 1 倍程度となっている。

#### 1.2.1.2 キャッシュフロー分析

##### ・キャッシュフローの状況



営業キャッシュフローはプラストレンドを維持している。投資キャッシュフローは主として店舗の新規出店や改装に伴う有形固定資産の取得による支出であり、店舗への投資が継続的に実施されていることが分かる。近年は圧縮傾向であり、拡大路線の見直しとキャッシュフローの改善に軸足が移りつつあることが窺われる。財務キャッシュフローは 2008 年からマイナスに転じているが、これは、短期借入金の減少、社債の償還、自己株式の取得によるものである。



売上高に対する営業キャッシュフローの割合は、近年 6%近傍で推移している。一方で、当期純利益はやや減少傾向にあり、営業キャッシュフローの質がやや悪化していることも想定される。

## 1.2.2 企業価値分析

### 1.2.2.1 資本コスト・経済付加価値 (EVA) ・投下資本収益率 (ROIC)

EVAおよび投下資本収益率 (ROIC)

指標	単位	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
経済付加価値 (EVA)	百万円	7,533	6,679	6,489	-104,079	-51,583
投下資本収益率 (ROIC)	%	6.52%	6.83%	6.18%	-1.59%	1.73%

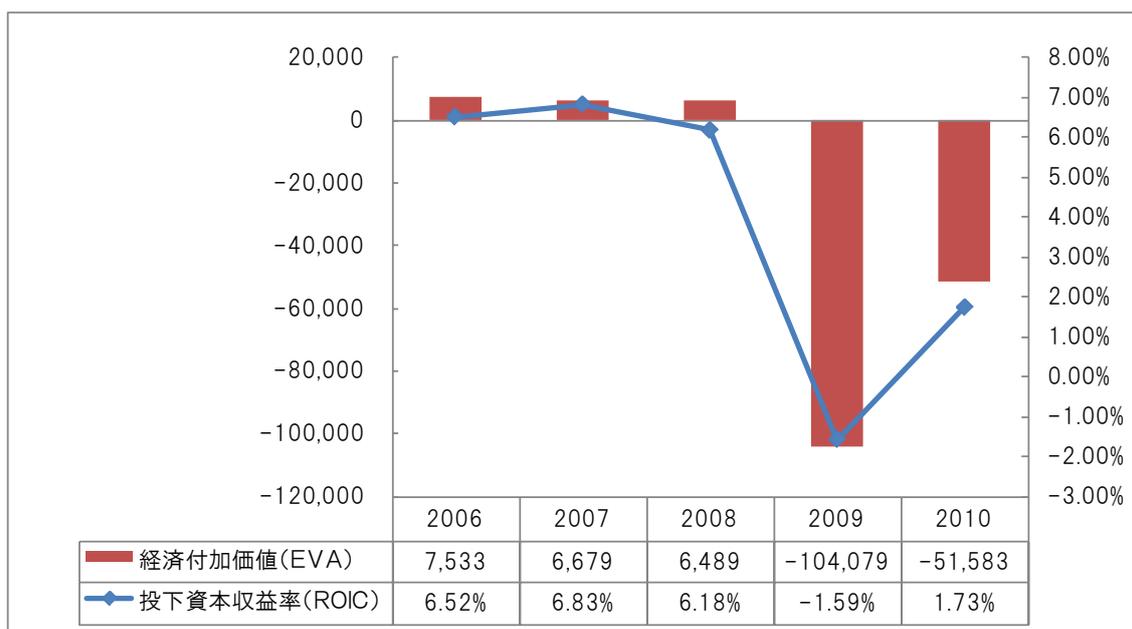
#### ■算出要素

NOPAT	百万円	100,176	114,263	113,202	-29,791	32,160
資本費用	百万円	92,643	107,584	106,713	74,288	83,743
加重平均資本コスト(WACC)	%	5.84%	6.11%	5.61%	4.00%	4.50%
有利子負債	百万円	487,088	567,699	660,130	806,480	794,453
投下資本 (簿価)	百万円	1,585,998	1,759,904	1,901,998	1,854,927	1,860,313
営業利益	百万円	163,710	186,531	183,692	-55,481	51,903

#### ■計算式要素

時価株主資本	百万円	6,414,734	5,826,001	5,298,594	2,622,314	3,507,866
$\beta$	倍	1.232	1.232	1.232	1.232	1.232
リスクプレミアム	%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
無リスク金利	%	1.361%	1.751%	1.697%	1.515%	1.358%
実効税率	%	40.6%	40.6%	40.6%	40.6%	40.6%

## 経済付加価値と ROIC の推移



## 経済付加価値 (EVA) および投下資本収益率 (ROIC) データ入手方法

指 標	説明又は計算式
経済付加価値(EVA)	NOPAT-資本コスト
投下資本収益率(ROIC)	NOPAT (税引後営業利益) ÷ 投下資本(簿価)の期中平均
■ 算出要素	
NOPAT	(営業利益+受取利息+受取配当金) × (1-法定実効税率)
資本費用	簿価投下資本 × 加重平均資本コストWACC
簿価投下資本	資本合計+有利子負債 (短期借入金+長期借入金+社債)
加重平均資本コスト(WACC)	(1-株主資本比率) × 負債コスト × (1-法定実効税率) + 株主資本コスト × 株主資本比率
有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債
■ 計算式要素	
時価株主資本	株価 × 発行済株式数
$\beta$	BloombergのWebsite10/3から取得
マーケット・リスクプレミアム	厚生労働省ホームページから取得
無リスク利率	10年物国債応募者利回りIICパートナーズ国債利回り推移 (年間平均)
法定実効税率	法定実効税率は有価証券報告書に記載の40.6%を使用

2011/03 以降のフリーキャッシュフローの予測は過去 5 年の平均フリーキャッシュフローに対して同期間の売上高の平均成長率で変化すると仮定した。

{
 平均フリーキャッシュフロー：5 年間のフリーキャッシュフローの平均：39,661 百万円  
 平均成長率：5 年間の売上高成長率の平均：2.3%

予測期間は5年とした。継続価値は（6年目のフリーキャッシュフローの現在価値） / （継続価値の資本コスト）とした。下表に算出データを示す。

表 フリーキャッシュフロー価値の算出

	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期	'12/H24 3月期	'13/H25 3月期	'14/H26 3月期	'15/H27 3月期	単位：百万円
営業キャッシュフロー	263,753	314,352	323,764	25,435	303,564						
投資キャッシュフロー	-229,386	-328,789	-394,962	-222,229	-253,805						
フリーキャッシュフロー	34,367	-14,437	-71,198	-196,794	49,759	-39,670	-39,679	-39,688	-39,697	-39,706	
平均フリーキャッシュフロー					-39,661						
売上高	2,797,109	3,127,771	3,417,736	2,847,227	2,755,948						
売上高成長率	10.1%	11.8%	9.3%	-16.7%	-3.2%						
平均成長率					2.3%						
06/H18 3月期の予測期間		-13,640	-63,556	-165,976	39,651	-29,866					
07/H19 3月期の予測期間			-67,096	-174,773	41,645	-31,288	-29,493				
08/H20 3月期の予測期間				-186,339	44,613	-33,677	-31,895	-30,208			
09/H21 3月期の予測期間					47,843	-35,200	-33,919	-32,530			
10/H22 3月期の予測期間						-37,961	-36,334	-34,777	-33,286	-31,859	
予測期間の割引現在価値 (A)	-233,388	-261,005	-237,507	-39,253	-174,216						
加重平均資本コスト	5.84%	6.11%	5.61%	4.00%	4.50%						
リスクフリーレート	1.36%	1.75%	1.70%	1.52%	1.36%						
継続価値の資本コスト	4.48%	4.36%	3.91%	2.49%	3.14%						
継続価値 (B)	-629,961	-637,313	-731,034	-1,259,924	-970,050						
企業価値：(A) + (B)	-863,349	-898,318	-968,541	-1,350,562	-1,144,266						

### (1) 株式・負債時価評価価値

株式・負債時価評価価値 = 期末株価 × 発行済株式数 + 有利子負債簿価

$$\left( \begin{array}{l} \text{期末株価：決算期末日の終値} \\ \text{発行済株式数：期末の数値} \end{array} \right)$$

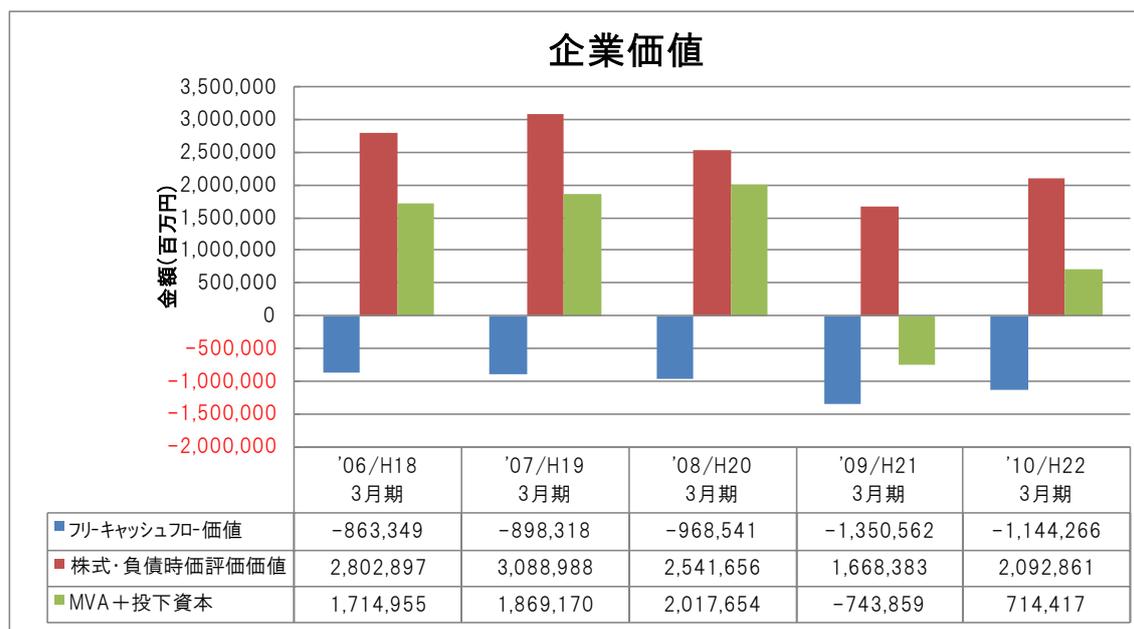
### (2) 市場付加価値 (MVA) + 簿価投下資本

市場付加価値 (MVA) = 経済付加価値 (EVA) / 加重平均資本コスト (WACC)

簿価投下資本 = 資本合計 + 有利子負債 (短期借入金 + 長期借入金 + 社債)

### (3) 算出結果まとめ

企業価値評価指標



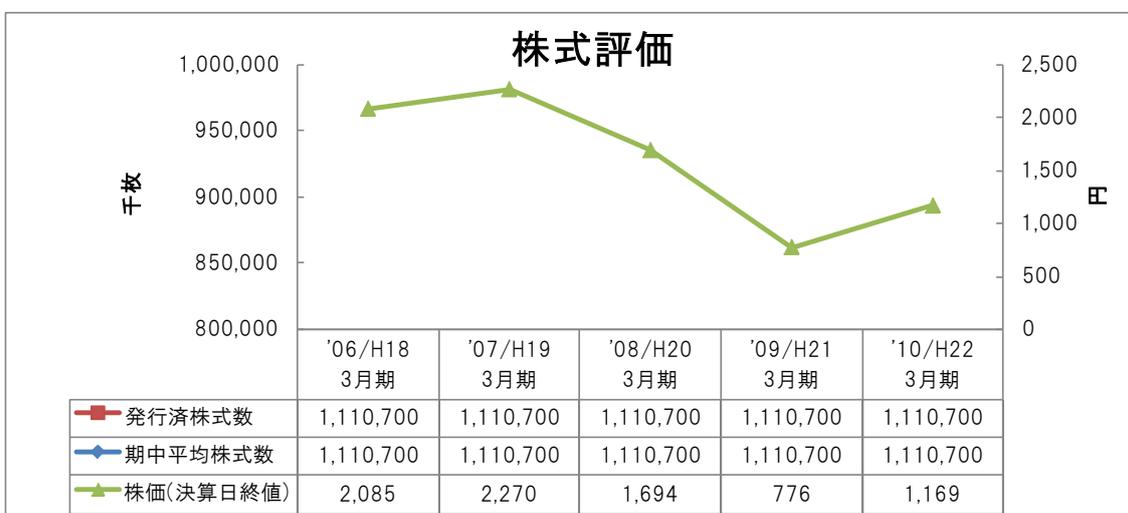
### 1.2.2.2 算出結果の考察・評価

#### (1) フリーキャッシュフロー価値

フリーキャッシュフロー価値は予測期間の割引現在価値と継続価値の総和である。フリーキャッシュフローは過去5年中3年がマイナスとなっており、この3年も含めた平均フリーキャッシュフローをベースとして試算しているため、価値は低めとなっている。

#### (2) 株式・負債時価評価価値

2007/03 頃より株価が右下がりのトレンドで、上下幅を見ると、最大、1/3 程度にまで落ち込んでいる。この期間に過去最高業績と過去最悪の業績を同時に経験しているが故でもある。ここに来て、TOPIX の推移を下回るケースが増えてきており、低迷の度を増している。過去の好業績時点では、趨勢として TOPIX を上回る推移であっただけに、足元の業績の低迷を映し出すとともに、将来に対して、厳しい見方をし始めている。



#### (3) 市場付加価値 (MVA) + 簿価投下資本

MVA は企業の市場価値の増加を示す指標である。2008 年 3 月期までは、株主から預かっている資本を運用して付加価値を生み出していると言える。2009/03 月期は、税引き後営業利益 (NOPAT) が大幅マイナスとなり、経済的付加価値 (EVA) もマイナスとなり、MVA もマイナスへと転落している。2010/03 月期は、依然 EVA がマイナスであり、MVA もマイナスとなっている。

単位：百万円

	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
市場付加価値 (MVA)	128,957	109,266	115,656	-2,598,786	-1,145,896
投下資本	1,585,998	1,759,904	1,901,998	1,854,927	1,860,313
市場付加価値 (MVA) + 投下資本	1,714,955	1,869,170	2,017,654	-743,859	714,417

### 1.2.2.3 財務諸表分析の総括

分析期間におけるシャープの財務推移は、当該期間に多くのエレクトロニクス企業が大幅赤字に転落したリーマンショックに直面したこともあって、これまで、同社が続けてきた、5～6%の安定的な営業利益の創出という流れが変化しつつある時期でもある。2009/3月期に直面した上場以来初めてとなる赤字決算を経て、2,000億円規模の緊急経営対策により、業績は底を打った感もあるが、投資の抑制や経費の削減が中心であり、大きく事業構造を変えるには至っていない。その状況が株価にも影響しており、ここに来て、TOPIX以上の落ち込みを示す局面が増えている。株式市場は将来の成長性に疑問を呈している。

新興国も含めた成長余地の大きな海外市場での拡大や、液晶、太陽電池、液晶テレビ等で直面するグローバル巨大企業との競合のなかで如何に活路を見いだせるのか、3兆円前後の事業規模の企業として、さらなる選択の集中、事業構造の変革等が求められていると言えるだろう。

## 1.3 主要事業部門別業績推移

### 1.3.1 セグメント別収益性・成長性・生産性・効率性分析

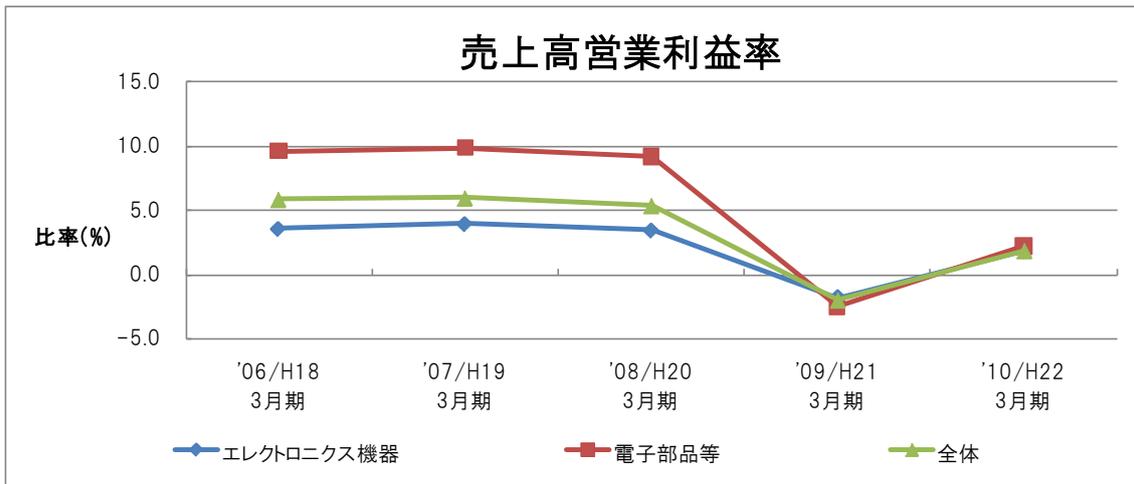
#### 1.3.1.1 事業セグメント別状況

シャープは大きく分類し、完成品であるエレクトロニクス機器と部品である電子部品等の二つに分類される。エレクトロニクス機器は最大の事業である AV、通信機器と白モノを中心とした健康・環境機器、複写機等の情報機器に分類される。電子部品等については、液晶、太陽電池、その他電子デバイスの3つに分類される。

#### (1) 収益性

2006/3月期～2008/3月期の3年間については、高収益の電子部品等、相応の収益のエレクトロニクス機器に二分されていた。これは、電子部品等については、一つの工場建設で1,000億円単位の投資を伴う液晶を始め、投資負担が極めて大きいことを考えれば、当然あるべき姿であり、前述のキャッシュフローの推移からすれば、むしろ不十分であったとも言える。一方で、エレクトロニクス機器は、厳しい競争の中で、大きな投資をすることなく、堅調に収益を出し続けてきた。それが一変したのが2009/3月期であり、繰り返し述べているリーマンショックに直面した結果である。

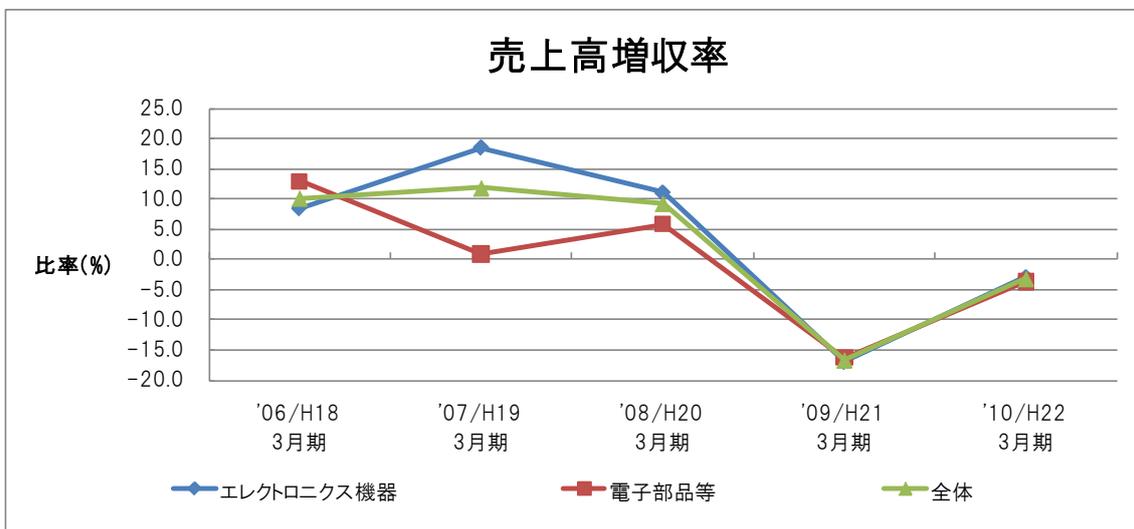
図 1-3-2 売上高営業利益率



### (2) 成長性

売上高増収率については、2009/3月期での落ち込みが目につくところではあるが、過去最高の業績をあげた2008/3月期までの推移のなかでは、2007/3月期に一時、電子部品等の伸びが止まる局面が見られており若干の変調が読み取れる。これは、デバイスの競争が厳しくなったことを示す要素でもあり、また一方で、この電子部品等に含まれているのは外部顧客への販売であることから、内需比率を高めた可能性も指摘できる。自社生産のデバイスを自社製品に採用していく垂直統合モデルならでの推移でもある。

図 1-3-4 売上高増収率



### (3) 生産性

各事業とも総じて生産性は低下傾向にあるが、これは大きく二つの要因が指摘できる。一つめは、液晶テレビを中心に世界5極生産体制に乗り出し、二つ目には、欧米の複写機事業でディーラー買収を重ねた結果、連結内に抱え込む人員が過去に比べて増加したためである。過去の成長曲線の前回は、電子部品等を中心とした生産設備に投資の大半を集中し、

人員自体は比較的フラットな推移をしてきた経緯があり、海外生産を中心に比較的労働集約的な色合いの濃い液晶テレビ生産を拡大した結果、従業員の増加により見かけ上の生産性が低下している。生産設備に資金を投じるか、生産人員に資金を投じるかの違いではあるが、固定費の増加には違いがなく、その回収状況については、十分な注意が必要である。

図 1-3-5 従業員一人当たりの売上高

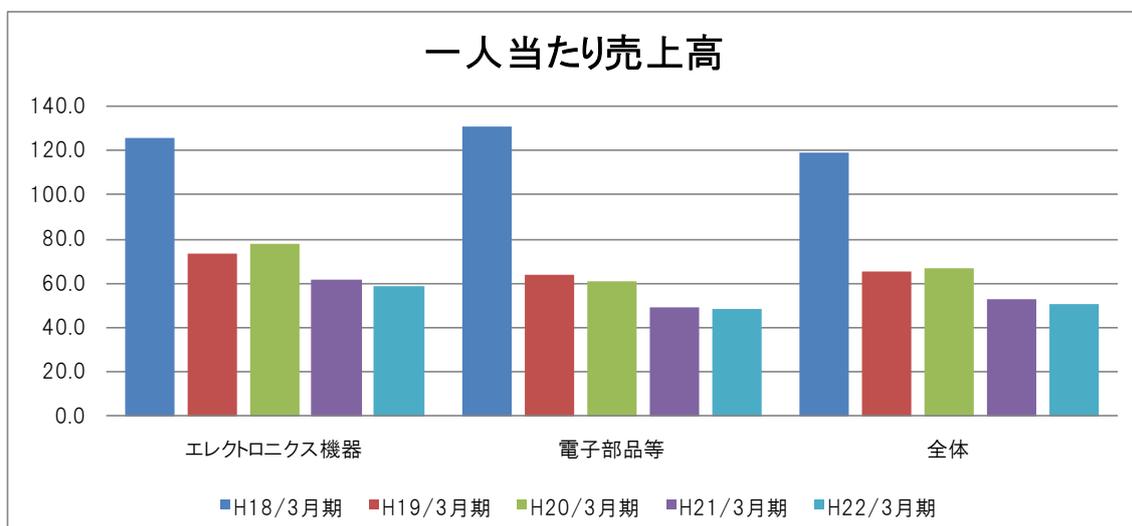
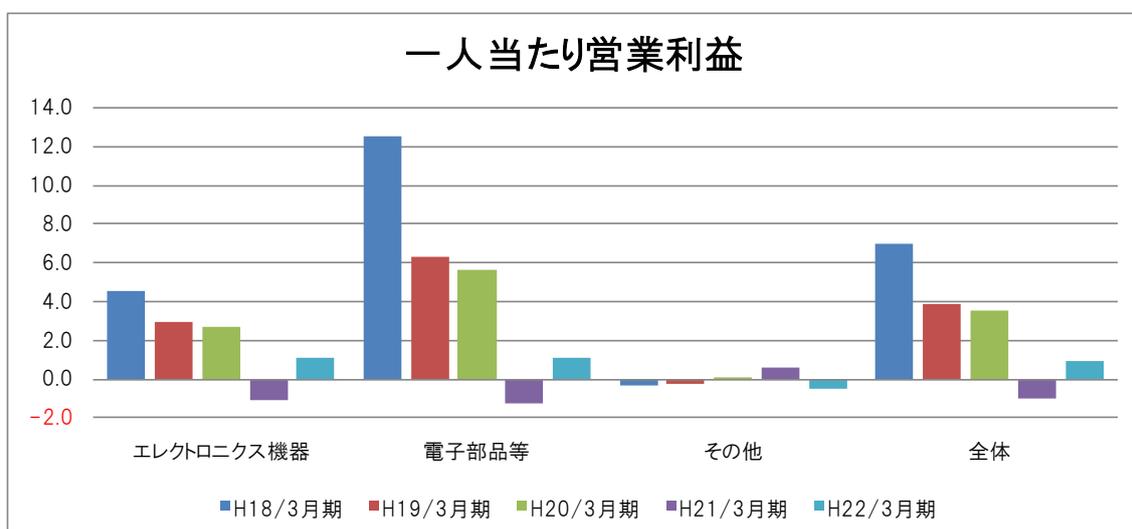


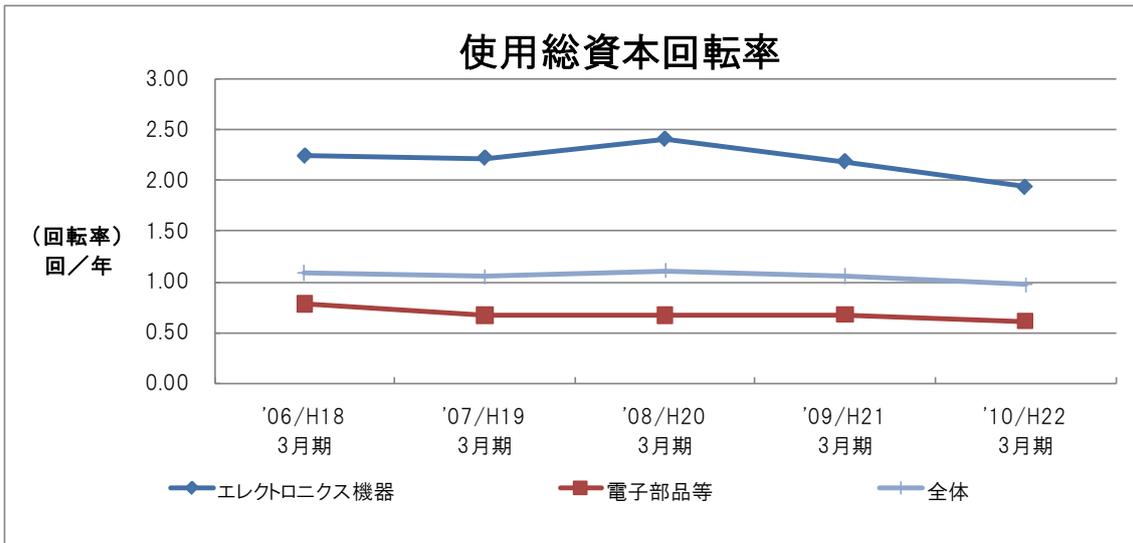
図 1-3-6 従業員一人当たりの営業利益



#### (4) 効率性

効率性の観点から、資本回転率については、1を上回る姿が望ましいが、全体で上回っており、大きな問題はない。電子部品等は生産設備に資本支出が必要であり、1を下回る推移となっている。

図 1-3-7 総資本回転率

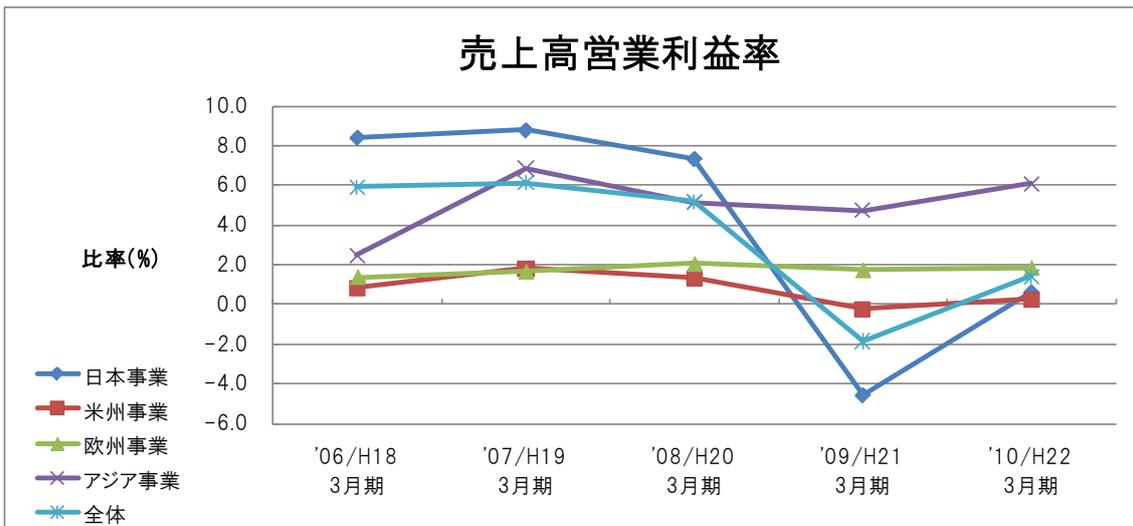


### 1.3.1.2 地域別状況

地域別の状況については、売上高は、2009/3月期実績で過半を日本が占めている。地域別には、中国が米州を上回っており、欧州に次ぐ地位を占めている。

#### (1) 収益性

売上高営業利益率を見ると、日本事業の収益性と全体の収益性がほぼ同期する推移となっている。現時点で、電子部品等の工場の大半が日本への立地となっており、付加価値の源泉が日本にあることから、オペレーション中心の海外各地域と異なり、収益の変動は日本で顕在化する構造と言える。

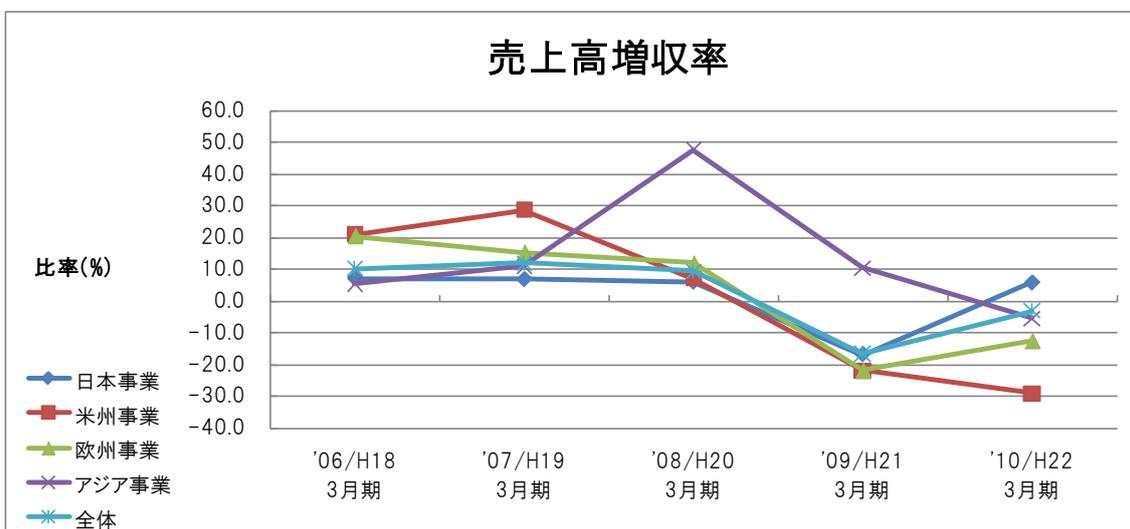


#### (2) 成長性

売上高増収率については、各地域ともリーマンショックによる落ち込みに直面している。

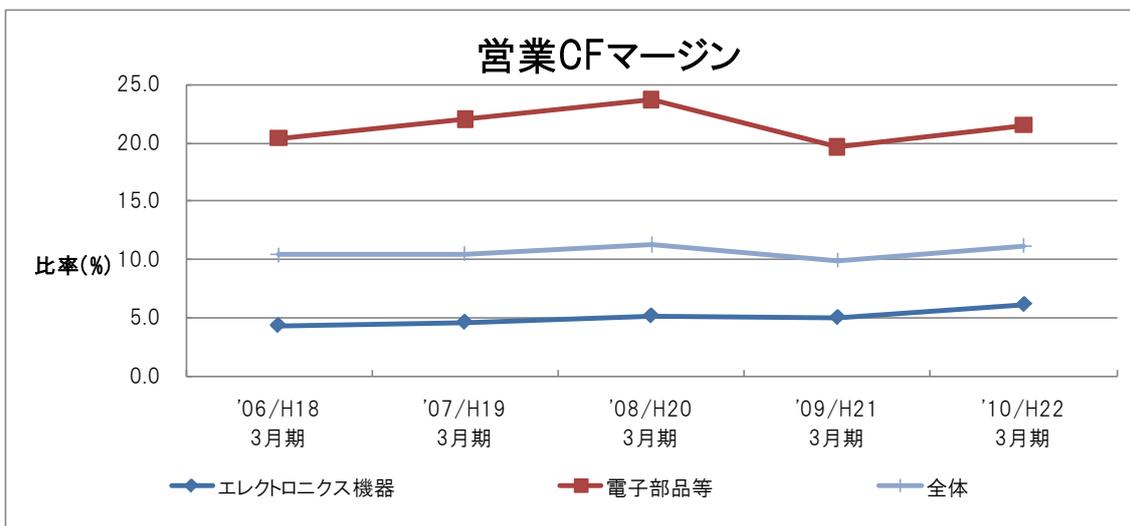
その中で日本事業がいち早く、成長率を戻しているのに対し、他は伸び悩んでいる。強いブランドイメージをテコに液晶テレビや携帯電話、あるいは住宅用太陽光発電システムが健闘している日本に比べ、海外事業の弱さを映しだしている結果でもあり、今後の成長について大きな課題である。

図 1-3-9 地域別売上高増収率



### 1.3.2 事業種類別CF分析

#### (1) 営業キャッシュフローマージン



営業CFマージンは、デバイス事業が20%超と高く、エレクトロニクス機器は5%程度での推移となっている。比較的安定的な推移となっている。

## (2) 営業キャッシュフロー対投資キャッシュフロー（資本支出）比率

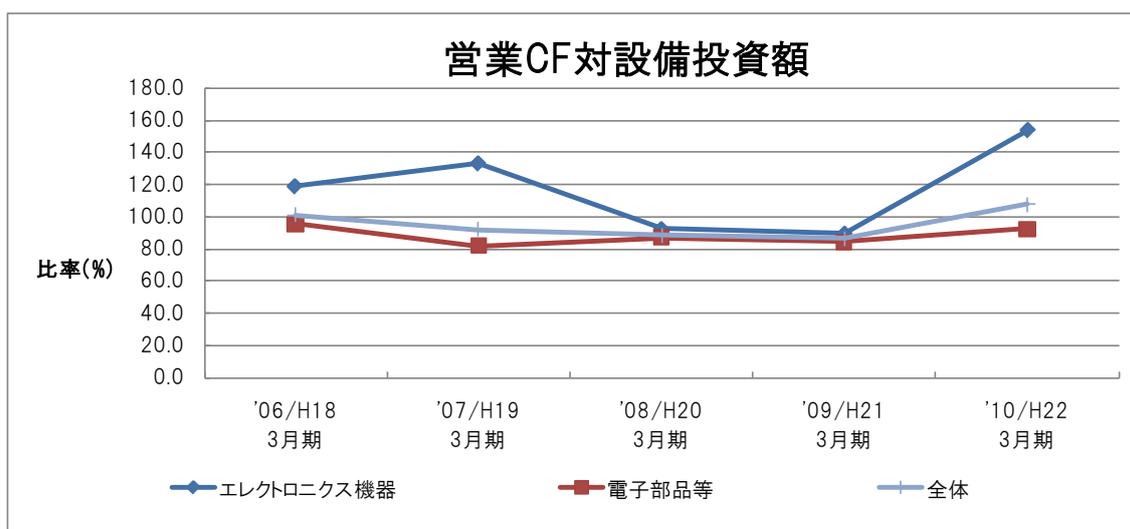


図 1.4.2 事業セグメント別営業CF対資本支出比率

営業キャッシュフロー対設備投資額では、2008/3月期に堺コンビナートへの投資を含め、過去最高となる3,000億円規模の投資を実行しており、一時的に営業キャッシュフローとのバランスを崩している。2010/3月期については、リーマンショックの反動もあって、投資を絞り込んだことから、是正されている。中でも商品事業は急回復を見せている。今後、成長性を担保しつつ、このトレンドを確保できるかどうか問われている。

## (3) フリーキャッシュフロー

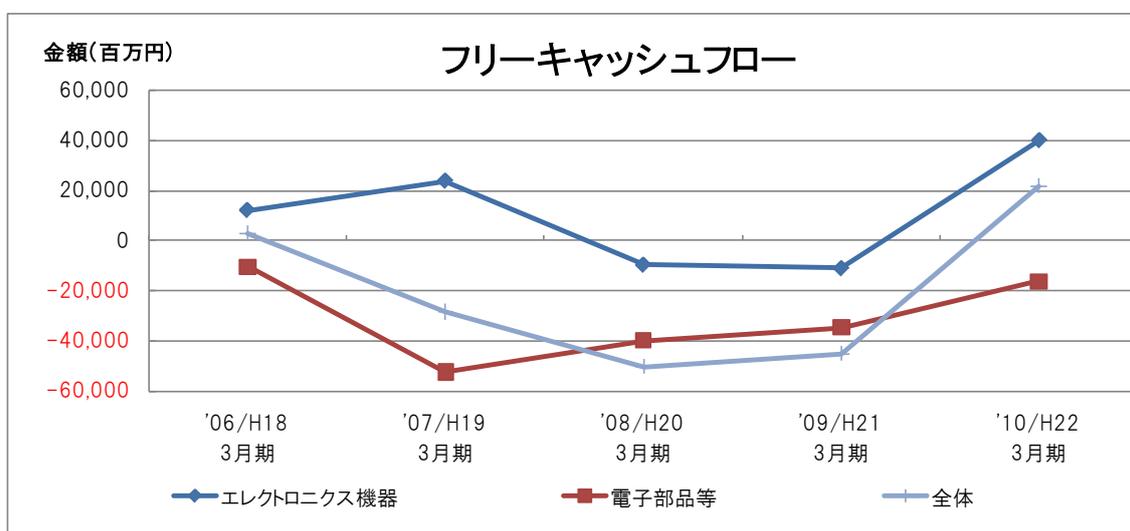


図 1.4.3 事業セグメント別CF

フリーキャッシュフローのトレンドについては、前項で述べた、営業キャッシュフローと設備投資とのバランスに同じであるが、絶対額として、先行投資が必要な電子部品等がマイナスを続けており、エレクトロニクス機器は2008/3～2009/3月期の一時的な落ち込みを除けば、プラストレンドを維持している。完成品で稼いだキャッシュを電子部品での

先行投資に回す構造であり、垂直統合の中で、両者のバランスが保たれることが現在の事業構造では最適の姿である。

### 1.3.3 まとめ

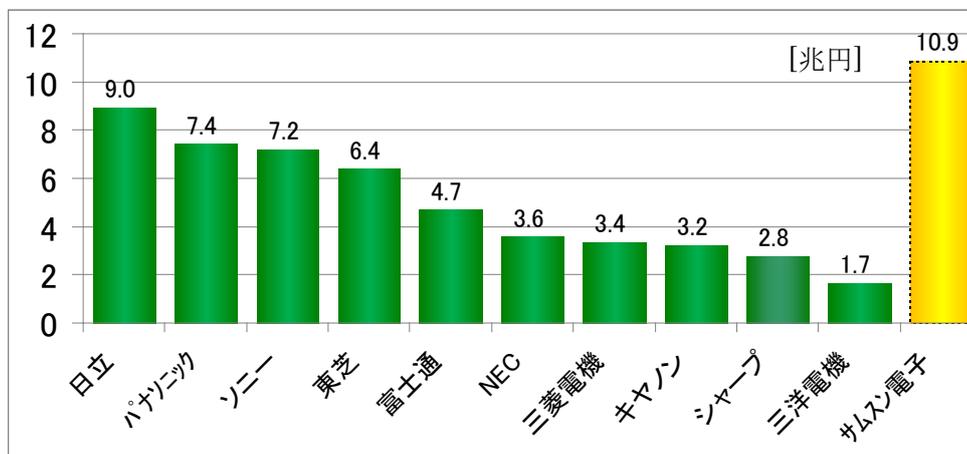
シャープのキャッシュフロー分析からは、収益性は低くとも、安定したキャッシュを生み出すエレクトロニクス機器事業と、世界の巨大企業を相手に、大規模な投資を求められる電子部品等、性格の全く異なる2分野を抱え、両者のバランスの中で、キャッシュを回し続けることが求められていることが鮮明になっている。中でも、投資額の大半を占めてきた液晶事業については、内需を含め、8,000億円規模の事業体にまで拡大しており、今後、先行投資が求められる太陽電池事業と合わせ、現時点でのエレクトロニクス機器のキャッシュ創出力だけで支えきることがかなり困難な状況と言えるだろう。電子部品事業での収益性をもう一段高める、あるいは、アライアンス等も含め、巨大化する投資を如何に分散していくのか等、次のステップに向けた戦略の舵取りは難易度を増している。

## 2 企業環境分析

### 2.1 業界動向

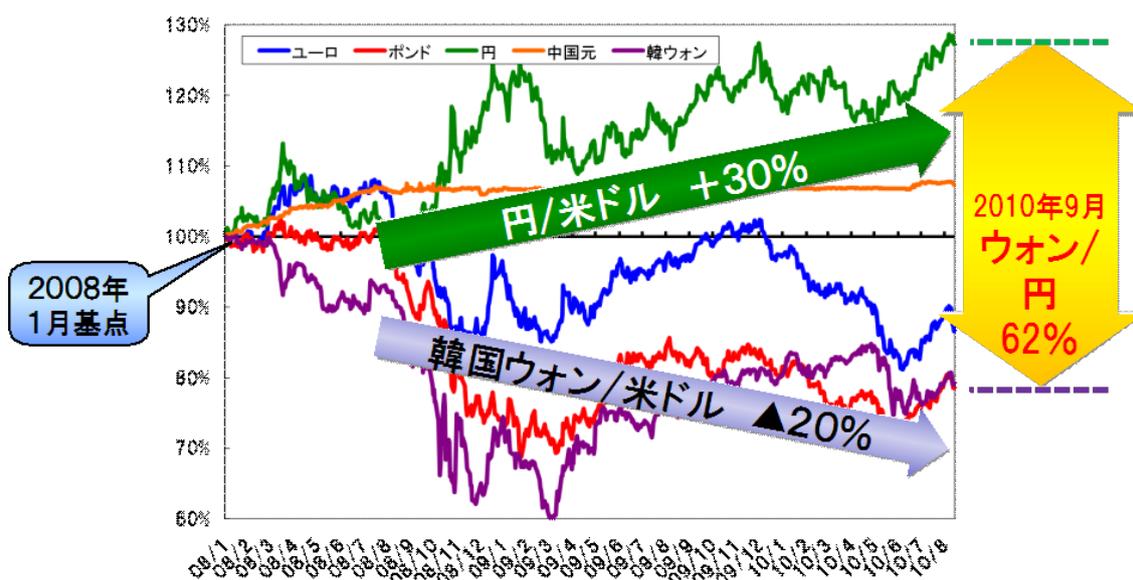
#### 2.1.1 業界内位置づけ（売上高比較）

〈2009年度 エレクトロニクス企業の売上高〉



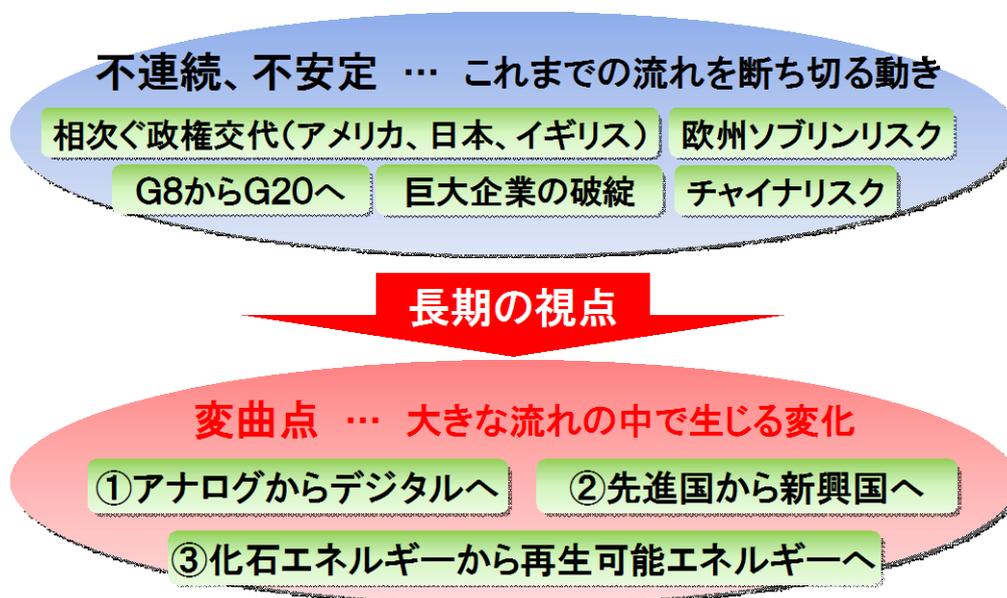
上記グラフは2009年度におけるエレクトロニクス企業の売上高の実績である。国内の競争だけ見ても、日立、パナソニック、ソニー、東芝といった6兆円を越える企業も多く、サムスン電子に至っては10兆円を上回る規模となっている。

韓国企業との差異の要因として為替がある。2008年1月から、米ドルを基準に円と韓国ウォンの推移を見ると、円は米ドルに対し30%近く上昇しているが、逆に韓国ウォンは米ドルに対し20%近く下落している。



## 2.1.2 業界トレンド

放送、通信インフラのデジタル化に伴い、エレクトロニクス機器はアナログからデジタルへの流れが強まり、世界の大きな経済構造の変化に伴い、市場については、先進国から新興国への流れが強まっている。



京都議定書以降、環境意識の更なる高まりのなかで、再生可能エネルギーへの要請は強まり、省エネに加え、創エネに向けた動きが強まりつつある。各社、伸びる市場へ殺到し始めており、これまでの薄型テレビに加え、太陽光発電システムや、ヘルスケア事業等、有望市場を巡る争いは激化の一途をたどっている。

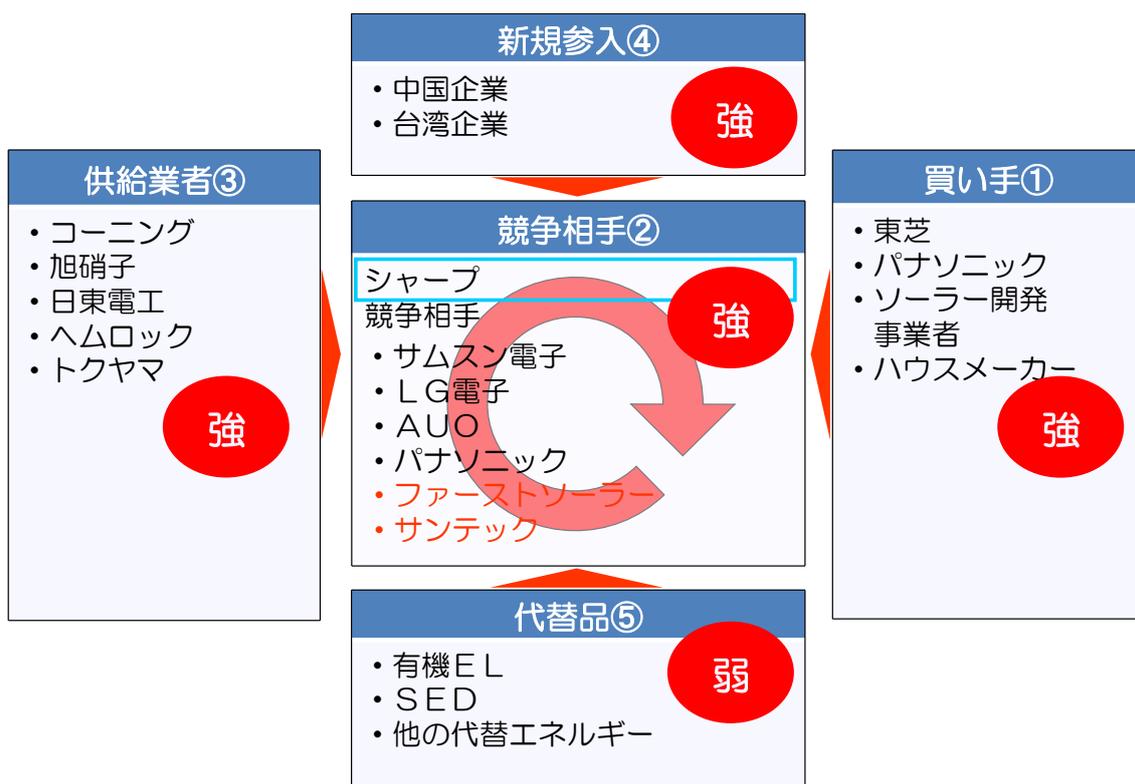
## 2.2 ファイブフォース分析

### 2.2.1 エレクトロニクス機器



エレクトロニクス機器については、特に国内において競争相手が多く、価格面等で消耗戦を余儀なくされるケースも多い。加えて、海外では、サムスン電子、LG電子を中心とした韓国企業が国を挙げた支援策のなかで、コスト面を含め、圧倒的な市場競争力を発揮しつつあり、国内外で競争は激化する一方である。家電量販店の合従連衡が進むなかには、買い手の交渉力は極めて強い。賢い消費者は、ネット通販も活用し、価格の下げ圧力を強めている。独自の市場を形成していた、国内携帯電話事業についても、アップルのiPhone参入を契機に、市場を侵食され始めており、代替品の脅威は強い。本来、交渉上で優位に立つはずの供給業者についても、素材の逼迫や、寡占化が進んだことなどから、必ずしも交渉を優位には進められていない。デジタル商品の単品販売のみで活路を見出すことは極めて難しい状況である。

## 2.2.2 電子部品等

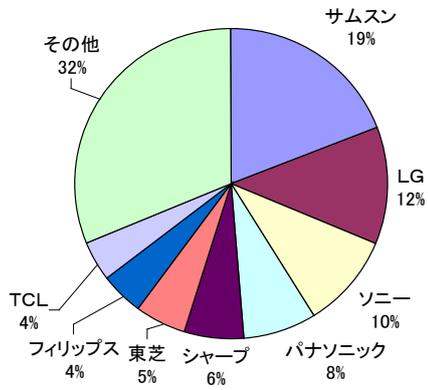


液晶、太陽電池を中心とした電子部品等のセグメントについては、エレクトロニクス機器以上に厳しい競争に見舞われている。新規参入の脅威としては、LED 事業でも、台湾企業その他、中国企業の更なる台頭が見られる等、次々と成長市場を侵食される状況である。供給業者、すなわち、デバイスの素材、材料を扱う企業については、寡占化の様相を呈している先もあり、その交渉力は強まっている。代替品の脅威こそ、弱い状況ではあるが、電子部品事業についても、差異を見出さなければ、勝ち残りは望めない、厳しい競争環境にあると言える。

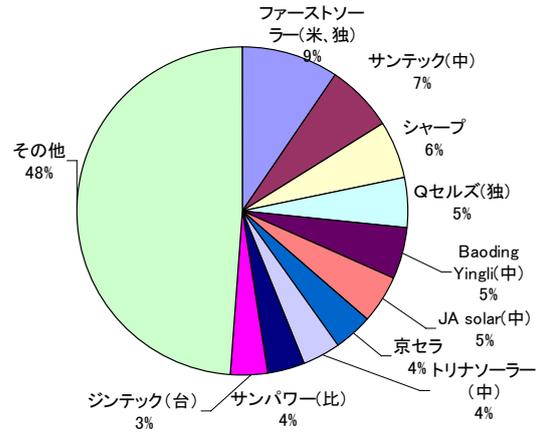
## 2.3 市場動向

ファイブフォースから読み取れる外部環境の厳しさを、端的に示しているのが薄型テレビと太陽電池の市場シェアである。薄型テレビでは、僅か 2 社の韓国企業が 30%以上のシェアを占めており、日本企業のトータルを凌駕するのは時間の問題と見られている。太陽電池では 2003～2006 年ごろにはシャープがシェア 1 位で、京セラ、三洋電機についてもベスト 5 に入っていたが、2009 年において、上位は海外勢が独占している。

2009 年薄型テレビ出荷シェア  
(ディスプレイサーチ)

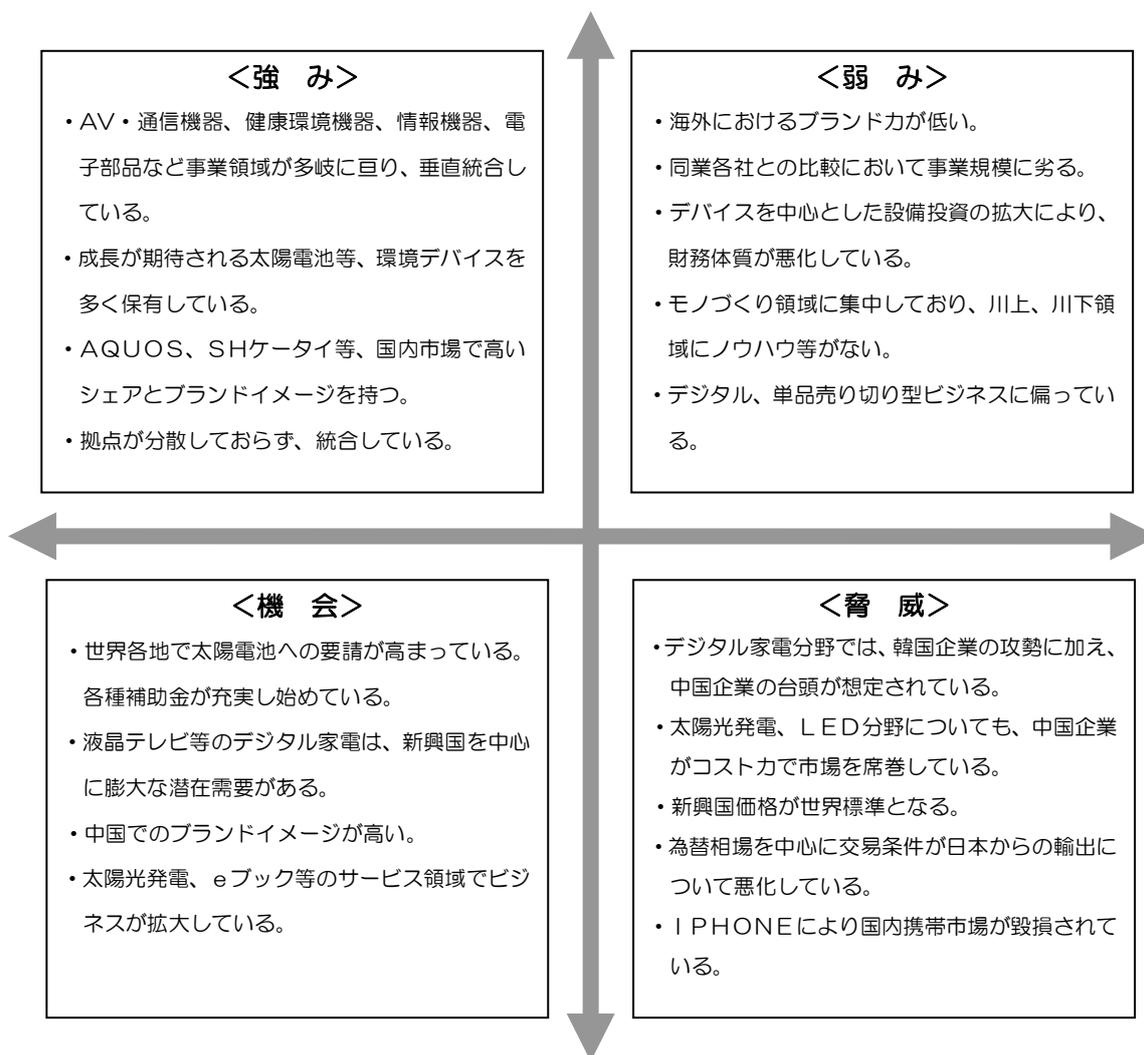


2009 年太陽電池生産シェア  
(PVニュース)



三洋はトップ10 に入らず  
(ジンテックに次ぐ11 位)

## 2.4 SWOT 分析



太陽光発電システムや、液晶テレビ等、成長事業分野を持ちながら、モノづくり領域にとどまることで、韓国、中国企業の追撃を許し、収益を悪化させている現状に対しては、業態を変えない限り、真っ向からこられ企業に打ち勝つコスト力と規模を手に入れるか、競争条件を変えていくなにか選択肢はない。現時点で、規模を追うシナリオは、後述する企業理念や、現在の事業規模としてのポジショニング等から考えて現実的ではなく、如何に、川上、川下領域に切り込み、収益の源泉を確保していくかが問われている。

### 3 企業戦略分析

#### 3.1 企業価値創造

##### 3.1.1 クレド

「他社がまねするような商品をつくれ」。シャープの創業者 早川徳次のメッセージには、メーカーとして、次の時代のニーズをいち早くかたちにすることで社会に貢献するという経営の考え方が凝縮されている。歴代の経営者は、それぞれ言葉の表現は違うものの、メーカーとして、モノづくりを通じて社会に貢献し、信頼される企業をめざす経営を実践してきている。1973年には、この創業以来不変の精神を、経営理念・経営信条として明文化している。シャープがめざす姿である経営理念には、「世界の文化と福祉の向上に貢献する」などの言葉で、社会・ステークホルダーとの共存共栄をめざす、今日のCSRに通じる思想が明確に盛り込まれている。経営信条には「誠意と創意」を掲げ、経営理念を実現するために全社員が堅持すべき信念として徹底している。シャープがCSRへの取り組みを通じてめざすゴールは、事業活動を通じて、また、事業分野を重点とした社会貢献活動により、経営理念を実現することにほかならない。

##### 3.1.2 ビジョン

シャープは創業100周年にあたる2012年に向けて、二つの事業ビジョンを掲げている。一つは「省エネ・創エネ機器を核とした環境・健康事業で世界に貢献する」、そしてもう一つは、「オンリーワン液晶ディスプレイでユビキタス社会に貢献する」というものである。

いずれもシャープが長年にわたり開発に取り組み、磨き上げてきた独自の技術を基盤として、次の時代に貢献しようとするもので、そして、これらの事業ビジョンへの取り組みをはじめとする企業活動全体を通じて、シャープがめざすべき姿、すなわち企業ビジョンを「エコ・ポジティブカンパニー」と定めている。

シャープがめざす「エコ・ポジティブカンパニー」とは、すべてのステークホルダーとともに、事業活動による環境負荷（ネガティブ・インパクト）を大幅に上回る環境貢献（ポジティブ・インパクト）を果たす企業を意味する。特に温室効果ガスについては、2012年度までに、シャープの創エネ・省エネ商品をお客さまにお使いいただくことによる削減貢献量が、シャープの事業活動による排出量の2倍以上になるように、太陽電池と省エネ商品の開発と普及を進めるとともに、排出量の抑制に取り組む考えである。2009年度は、シャープグループの温室効果ガス排出量155万トン-CO<sub>2</sub>に対して削減貢献量は241万トン-CO<sub>2</sub>に達し、排出量の約1.6倍となっており、ゴールに向け、着実な進捗が見られる。

企業ビジョンの実現に向けて、環境戦略「エコ・ポジティブ戦略」を推進している。2004～2008年度に展開した「スーパーグリーン戦略」で社内に蓄積してきた環境保全のノウハウをさらに磨き上げながら、すべてのステークホルダーとともに、4つの切り口か

ら新たな取り組みを加え、バリューチェーン全体に展開していく考えである。

### 3.1.3 ステークホルダーの価値創造

#### (1) 顧客価値

シャープでは、常にお客さまの目線で考え、お客さまの立場で製品・サービスを開発・提供することを基本にしている。また、シャープ製品を長年安心してご愛用いただけるよう「お客さまの声」を製品の改善と販売・アフターサービスの改善に活かしている。そして「次もシャープ、ずっとシャープ」と、継続してシャープ製品・サービスを選んでいただけるよう、これからもお客さま満足（CS）を追求していく考えである。シャープでは、より使いやすい製品をお客さまにお届けするために、製品に対する評価やご意見などの「お客さまの声」をモノづくりに活かすVOC（Voice of Customer）活動を進めている。この活動では、お客様相談センターに寄せられる声を匿名の形でイントラネット「お客様の声ポータル」に公開し、製品の企画・開発・設計担当者等が閲覧できるようにしている。

国際規格（ISO13407）で規定されている「ユーザー中心設計（UCD：user centered design）」の考え方に基づいて、製品開発のプロセスの中で、実際のお客さまはどこで困っているのか、何を求めているのかなどを調査しながら、製品の仕様決定や設計に反映させている。お客様相談センターに寄せられる声以外にも、訪問調査・アンケート調査などを通じて、お客さまと製品の関わり方などの情報を収集・分析し、その結果に基づいて設計案を作成する。また、お客さまに実際に製品を操作いただいている様子を観察するテスト（ユーザビリティテスト）やインタビューなどを通じて、お客さま自身もあまり意識していなかったご不満やご要望も把握し、その結果に基づいて製品を改善している。このような活動を通じて、シャープは製品の魅力向上を図っており、品質安全性の確保、より使い易い商品の創出、お客様満足の向上により、顧客価値の向上に努めていると言える。

#### (2) 従業員価値

シャープは、基本的人権および個人の尊厳を重視し、意欲あるものに成長の機会を提供して、一人ひとりの多彩な能力を伸ばすとともに、多様な人材を活かす職場づくりを進めている。また、仕事と家庭の両立を支援する制度や心身ともに健康で安全に働ける職場環境の充実に努めている。シャープでは、グローバル競争力を高めるべく、計画的な人材育成を進めている。そして従業員一人ひとりの個性や意欲、創造性が発揮されるように、仕事に必要な知識やノウハウを深めるための職能別・職種別研修だけでなく、自主性と多様性を尊重した多彩な人事制度、教育研修制度を導入している。

具体的には、経営幹部の計画的育成を目的に、若手準管理職から部門責任者までを対象とする教育制度「シャープ・リーダーシップ・プログラム」を導入している。このプログラムでは、MBAのカリキュラムに準拠した教育と、海外勤務や重要プロジェクトへの参画等の実践的プログラムによって、グローバルに通用するマネジメント能力とリーダーシップを育成している。また、若手準管理職層対象「チャレンジコース」では、年功的要素を除いた成果主義賃金制度（月俸制）と教育支援策を2本柱にして若手人材の早期登用を推

進している。直近の海外派遣予定者を対象に、海外勤務に必要な知識・スキルを計画的に修得させる「海外派遣者登録研修（GATE）」や、海外勤務・海外関連業務を希望する若手中堅社員を対象に、英語力や基礎知識を修得し、将来の海外派遣候補者としての育成を図る「グローバル人材母集団登録研修（G-BANK）」を2008年より導入・推進している。将来のグローバルビジネスの中核を担うべき若手従業員の育成ならびにグローバルビジネス要員の増強を目的とした研修制度「SHINEプログラム」も実施している。これは、意欲の高い若手従業員を海外に1.5年～2年間派遣し、海外拠点での実務研修や現地の語学学校での研修を行う制度であり、2004年の導入以降、13カ国へ50名の研修生を派遣している。

更には、モノづくり現場において、オンリーワン技能の創造・開発と熟練技能の伝承、熟練技能者の育成を図り、技能者の発掘や育成を通して組織を活性化している。現在、7技能を対象技能として認定している。事業のスピードに対応するため四半期ごとに年4回、新興国への事業拡大、新規事業の立ち上げや新技術・商品の開発など重要度の高いテーマについて広く全社から人材を公募している。2009年度は約70テーマについて募集し、約150名の配置を決定している。個人の能力開発やキャリア開発を積極的に行うため、各種ローテーション制度を実施している。従業員の成長支援の一環として、2004年9月から、公認会計士など6資格の新規取得者に奨励金を支給する「資格取得奨励策」を導入している。こうした取り組みを通じ、シャープは従業員価値の向上に努めている。

### **(3) 株主価値**

株主価値について、先の財務分析等でも明らかな通り、リーマンショック以降の業績の低迷により、減配となり、また、株価低迷もあって、株主価値については、低下している。一方で、シャープは、株主への利益還元を経営上の最重要課題の一つとして明示しており、また、株主総会や多様化する投資家ニーズに対応したIR（インベスター・リレーションズ）活動を通じて、株主・投資家とのコミュニケーションを図るとともに、その意見を経営に活かすよう努めている。シャープでは、株主・投資家に、公平かつ適時適切な開示をすることで、IR活動に対する信頼性を高め、自社の企業価値を資本市場の評価に適正に反映させていくことをIR情報開示の基本的な考え方としている。また、法令などで定められた開示項目のほか、シャープの事業内容、および経営方針や戦略に関する情報についても、積極的な開示を行っている。今後も、IR活動を通じて幅広い層の投資家の方々にシャープの経営状況を正しく理解していただけるように努めていく考えであり、株主価値への強い配慮を示している。

### **(4) 取引先価値**

シャープは、調達活動において、すべての企業に公平な機会を設け、公正に評価している。また、取引先との共存共栄をめざし、取引先との対話・コミュニケーションを通じて相互理解を深め、相互協力、信頼関係を築くとともに、サプライチェーン全体でCSRの取り組みを推進している。また、シャープでは、調達・仕入先の取引先だけでなく、販売店・

代理店と相互協力した CSR の取り組みも進めている。

シャープの国内販売会社では、日頃の営業活動を通じ、製品の省エネ効果をわかりやすく伝える店内演出の提案や、環境配慮型製品の勉強会の実施など、販売店と一緒に環境への取り組みを行っている。その一環として、一般財団法人 省エネルギーセンター主催の「省エネ型製品普及推進優良店」制度での認定へ向けた販売店の取り組みを支援している。このように、シャープはサプライチェーン CSR の概念に基づきながら、取引先価値の向上に努めている。

## (5) 社会貢献活動

シャープは「広く世界の文化と福祉の向上に貢献する」という経営理念のもと、社会貢献活動を推進している。活動にあたっては、社会的課題に対してグローバルな視点で、地域に根ざした取り組みを自社のリソースを活用して展開している。特に「環境」「教育」「社会福祉」を社会貢献活動の重点分野と定め、活動のための仕組みや制度を構築して自発的かつ継続的に取り組んでいる。これらの活動によって社会との調和・共存を図るとともに、企業価値の向上にもつなげていく考えである。

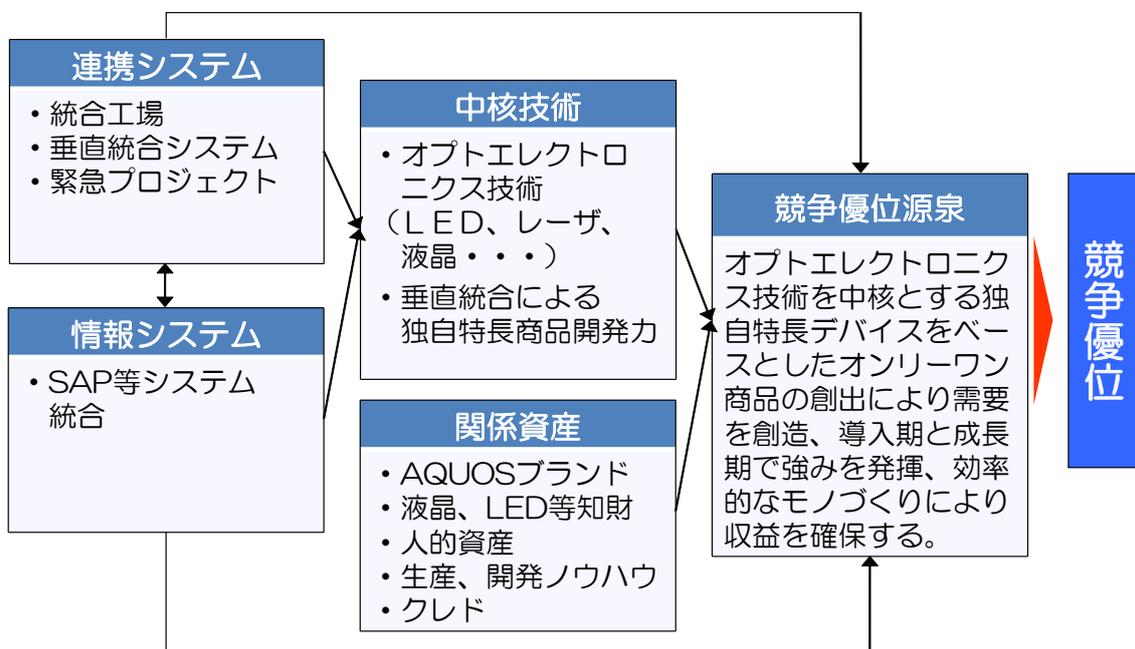
国内外での社会貢献活動を推進するために、社内に専任部門を設置して、施策や制度を拡充している。小学生への教育活動では、社員講師の養成研修を国内の各地で実施し、講師を社内資格として人事登録するなど、継続的な人材育成を進めている。ボランティア活動については、労使協同で「シャープグリーンクラブ（SGC）」を組織して、森林保全や地域のクリーンアップ活動など従業員にボランティア活動への参加機会を提供している。また、国内ではボランティア活動のために最長 1 年間利用できる「ボランティア休職制度」と、社会貢献活動などに利用できる年間 8 日の「多目的休暇」を設けて、従業員が社会貢献活動に参加しやすい環境をつくっている。シャープグリーンクラブ（SGC）は、従業員一人ひとりが社会貢献活動の実践を通じて自らのボランティアマインドを高め、地域社会へ貢献していくことを目的に、2003 年 6 月に労使協同で設立された国内のボランティア団体であり、2009 年度も地域のクリーンアップ活動や事業所や営業拠点周辺の森林・里山を保全する「シャープの森づくり」等を実施し、延べ約 3 万名の従業員がボランティア活動に取り組んでいる。これらの活動が評価され、2009 年度は、広島県の「八本松吉川シャープの森」が、広島県みどり推進機構から「広島県緑化功労者賞」を受賞している。クリーンアップ活動でも、三重事業所での櫛田（くしだ）川の活動が国土交通省中部地方整備局から、また、大阪府・平野事業所所在の 4 グループ会社が「美化運動功労者」（団体）として大阪市環境局長から表彰を受けるなど、高い評価を受けている。

## (6) まとめ

本業を通じて社会への貢献を果たすとの考え方のもと、これまで述べた価値創造に努めることで、ブランドイメージは向上し、電通の調べによれば、国内同業各社のなかで、トップクラスのブランドイメージ評価を受けることとなっている。

### 3.2 戦略資産

現状におけるシャープの戦略資産を図示すると以下の通りとなる。



#### (1) 中核技術

シャープの中核技術は、4 原色、UV2A 等で世界をリードする液晶の他、LED、レーザ、太陽電池といった独自特長を備えるオプトエレクトロニクスデバイス群であり、それを核にしてオンリーワン商品に仕上げる垂直統合、技術融合の仕組みである。

#### (2) 連携システム

先に述べた垂直統合の仕組みを機能させるには、組織間の壁を取り払い、柔軟なモノづくりを実現する必要がある。大部屋制を敷くなど、企画や技術等の部門間の連携に配慮するとともに、緊急プロジェクト制度等、横連携を強化する仕組みを組み込むことで、重点分野における開発を加速させる役割も果たしている。所謂、工場事業本部制を採用しているが、国内外の各工場も、細分化を避け、出来るだけ、集約をする統合工場の考え方を採用している。

#### (3) 情報システム

SAP を導入し、サプライチェーンマネジメントシステムを採用しており、エレクトロニクス機器と電子部品等の連携を図り、垂直統合を支えている。堺コンビナートでは、コンビナート参加企業との間でもシームレスな連携を実現しており、効率的なモノづくりを支えている。

#### (4) 関係資産

製品ブランド AQUOS については、国内において、強いイメージを形成し、AQUOS ケータイ等、関連機器への波及効果も発揮している。中核技術のなかでも、液晶については、技術資産であると同時に、強い特許を数多く保有し、後発企業への特許攻撃にもつなげている。液晶を中心とした生産工場におけるモノづくりノウハウについては、権利化することなく、ブラックボックス化して、その流出に歯止めをかけている。

#### (5) 競争優位源泉

これまで述べた各資産を活用し、シャープは垂直統合モデルを確立して、オンリーワン商品を次々と生み出してきた。すなわち、特長ある商品をいち早く世に送ることが競争優位源泉となっているが、スピード感溢れる韓国、中国、台湾企業の攻勢、台頭により、特に、海外市場においては、優位性は失われている。アップル等の新たなビジネスモデルが国内市場をも侵食し始めており、現在保有する資産を活かしつつ、競争優位の源泉を組みなおしていく必要に迫られている。

### 3.3 企業成長戦略

堅実に利益の確保が出来るエレクトロニクス機器、すなわち商品のキャッシュフローをデバイス事業に投入することで企業成長を実現してきた。現時点では、AQUOS の事業拡大を通じ、規模の拡大した AV 機器が、国内では、強い競争力を発揮しているものの、海外を中心とした収益性の低下によって、負け犬のポジションにある。

液晶デバイスについても、グローバルな競争激化を通じ、徐々にその地位を低下させつつあり、現在の事業構造の延長線上に次の成長ドライバーは見いだせない状況である。キャッシュカウである携帯電話事業についても、アップルを中心としたスマートフォンの攻勢を受け、その地位を侵食されており、プラズマクラスター技術を保有する健康・環境機器、複写機の高収益に支えられる情報機器によるキャッシュを次の成長分野に投じて、新たなスターづくりを急ぐ必要がある。

こうした観点から、先進国中心で、かつスタンドアロン型で展開していた従来の事業領域からのシフトを図っていく考えである。先進国では、従来の「商品単品の売り切り型ビジネスモデル」から「トータルソリューションの提案」や「B to B ビジネスの強化」を図り、たとえば、デジタルサイネージ分野がそのひとつとしている。堺工場で生産する大型で高画質の液晶パネルを活かし、コンテンツ配信システムなどとあわせたソリューション提案を積極的に推進していく方針である。また、平均年収が約 1 万ドルを超える世帯が増加している新興国マーケットに対しては、ローカル人材の登用を図ると同時に、現地での部材調達、商品設計、生産活動の強化による新興国バリューに見合ったコスト革新を図っていく考えである。その実現に向けて不可欠となるのが、経営資源の再配分である。

亀山工場や堺工場等、生産活動にウエイトが大きかった従来型から、川上の研究開発分野

や川下のマーケティング分野などに再配分し、スマイルカーブに合致した最適配分による投資効率と収益性の向上に取り組んでいく考えである。その具体例が、イタリア・Enel社とのIPP事業の合弁であり、パートナーとの連携のなかで、バリューチェーンの拡大を図っている。

その他にも、最近の発表では、米国の太陽光発電開発事業者の買収による、川下と領域への取り組み強化や、電子書籍端末ガラパゴスを核とした、CCC (TSUTAYA) との連携によるコンテンツ販売事業への展開等々、ビジネスモデルの転換も含めたりソースの再配分を加速させている。

## 4 戦略の評価と課題

### 4.1 資源要因

資源要因については、スマイルカーブとの適合に配慮して、再配分を加速させつつある。そのなかで、カネについては、工場投資の圧縮により、相応の資源を生み出す事が可能である。一方、人的資源については、国内から、海外、なかでも新興国への展開を加速させる考えであり、また、ビジネスモデルも単品販売からサービスソリューションへ、B2C から B2B とダイナミックに展開させる方向性から不足やミスマッチが想定される。企業価値創造の項目で述べた教育制度を通じ、スキルアップ、スキルチェンジを図っているが、高度なビジネスモデルを即戦略で実行出来るキャリア人材の獲得も一方で必要となってくる。人材を育成しつつ、現時点で他社に遅れを取ることなく、ビジネスを展開出来るかどうか問われている。

### 4.2 組織・人事要因

シャープでは、工場でのモノづくりを中心に、お客様に喜ばれる商品の創出を加速させるべく、工場事業本部制的な組織体制を敷いている。ユーザー目線のなかにも、テクノロジーオリエンティッドの色合いが濃く、今後、サービス、ソリューション、あるいは、新興国市場への展開を考えれば、如何に、マーケットに近いところで仕事をするかが課題となり、現体制についても、早晩、見直しが必要になるものと思われる。

### 4.3 経営管理要因

これまで、モノづくりを中心とした事業本部の軸が強く働いており、マネジメントについても、これに軸足をおいた構成となっている。一方、マーケット軸を強めていくなかでは、経営管理についても、両軸におけるマトリクス的な構造とならざるを得ず、今後、そのバランスが問われることとなる。以上、事業軸、市場軸で大きな転換を図ろうとしている時期だけに、経営資源や仕組み面についても、大胆なシフトが求められると言えるだろう。

## 5 今後の課題

財務諸表分析からは、総じて、リーマンショック以降の業績の悪化が目につく状況であり、なかでも、これまでの工場に対する巨額投資も一因となったキャッシュフローの低下が際立っている。これについては、一時的な景気循環の悪化というよりむしろ、後のファイブフォース分析も含め、交易条件等の競争環境の悪化、韓国、台湾企業の攻勢に伴う、競合の激化等が主として作用しており、事業構造上の問題と認識することが出来る。ポートフォリオについても再整理が必要な状況と言え、市場、ビジネスモデルについても、シフトが必要である。こうした課題認識については、既に、シャープでもなされており、企業戦略においても、概ね、その方向性が示されている。