



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7回 事業ポートフォリオ設計 (**Business Portfolio Design**)

付属資料 1：企業戦略分析・立案

(出所：佐久間 英明 「経営戦略応用研究Ⅱ ケースレポート オリックス株式会社」 2008年9月6日 1-53頁)

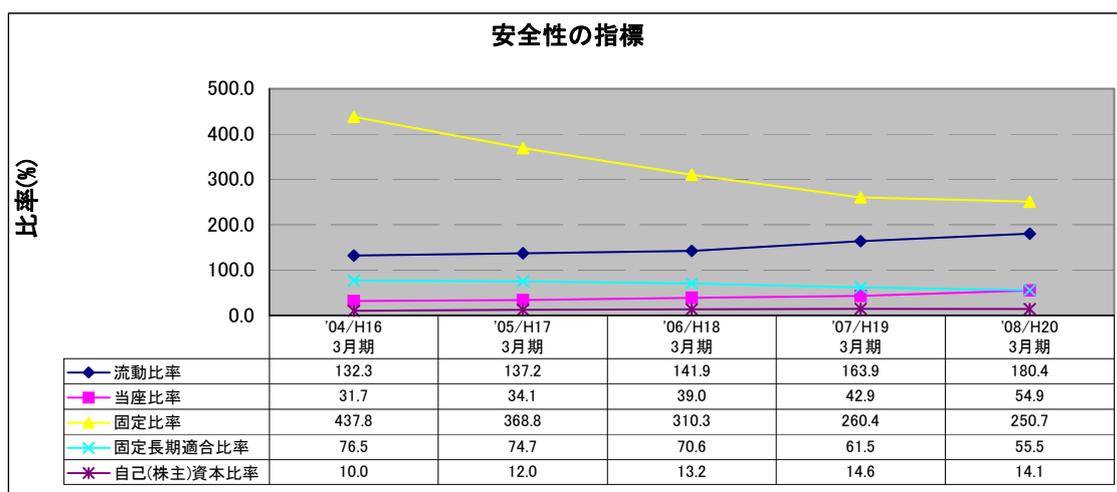
オリックス株式会社 (2008)

1 財務諸表分析

1.1 連結貸借対照表・損益計算書に基づく経営分析

(1) 安全性

安全性	'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	単位
流動比率	132.3	137.2	141.9	163.9	180.4	%
当座比率	31.7	34.1	39.0	42.9	54.9	%
固定比率	437.8	368.8	310.3	260.4	250.7	%
固定長期適合比率	76.5	74.7	70.6	61.5	55.5	%
自己(株主)資本比率	10.0	12.0	13.2	14.6	14.1	%

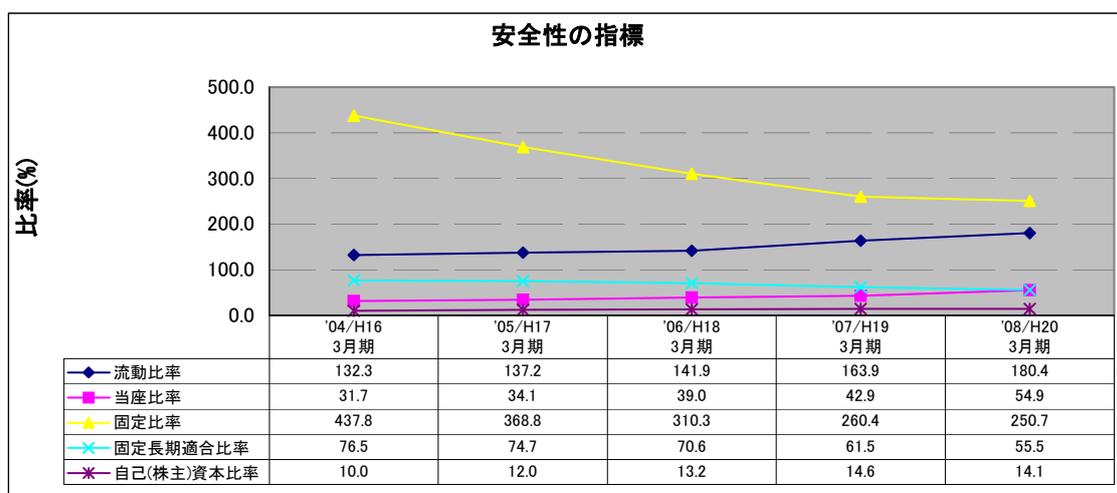


流動比率は 200%以上が好ましいが、同社は 08 年 3 月期で 180.4%であり、ほぼ問題のないレベルにある。当座比率については 100%以上が好ましいとされているが、同社は 08

年3月期で54.9%と低い数値である。早期に換金できる資産の比率が低く短期的な債務返済能力では若干劣ることを示している。固定資産は自己資本金額の範囲内であること（固定比率100%以下）が望ましいが、同社の場合08年3月期で250.7%であり、固定資産額が自己資本額を大幅に上回っている。しかし、固定資産と固定的な資金（自己資本+少数株主持分+固定負債）の比率である固定長期適合率は100%を下回っており、とりあえず問題ないといえる。また、金融サービス業の場合、自己資本比率が小さくなるのは仕方がないが、同社の自己資本比率は08年3月で14.1%と小さい。ただ、04年3月の10.0%からは年々改善しており、自己資本比率を向上させ、企業の健全性をアップさせようとしている姿勢がうかがえる。自己資本比率だけではなく、すべての指標について数値は少しずつ改善されており、財務体質改善の意図がうかがえる。

(2) 収益性

収益性	'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	単位
売上高総利益率(粗利率)	6.6	14.4	23.3	25.1	16.4	%
売上高営業利益率	12.1	14.4	23.3	25.1	16.4	%
売上高経常利益率						
売上高当期純利益率	7.5	10.1	18.2	17.5	14.7	%
自己(株主)資本純利益率(ROE)	10.1	14.2	19.8	18.3	13.8	%
総資本事業利益率(ROA)	3.8	4.9	6.1	6.7	5.4	%

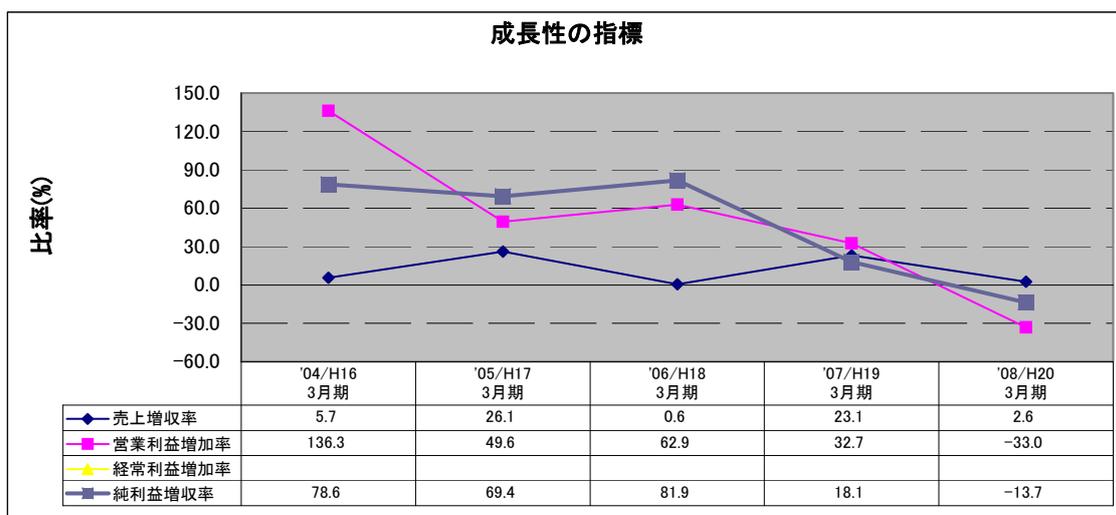


売上（営業収益）総利益率、売上（営業収益）営業利益率ともに08年3月には前年度より9%近く下落している。売上（営業収益）純利益率については05年度以降10%を超える高い数値を示しているが、07、08年3月と2年連続で数値を下げています。自己資本純利益率（ROE）については06年3月は19.8%と高い値を示していたが、07、08年3月と2年連続で下落しており、自己資本事業利益率（ROA）も04～07年3月までは数値を向上させてきたが、08年3月に前年より数値を下げた。以上より、収益性については、全般的に高い数値を示しているが、07年、08年3月と徐々に収益性は低下している状況がみてとれる。米国のサブプライム問題を契機とした金融資本市場の混乱、原油高・資源高による日本の景気減速により、金融サービス業者は全般的に収益を悪化させており、同

社の収益性の低下が一時的なものであればやむをえない面はあるが、成長性は同社の最大の強みであり、懸念を払拭していく必要がある。(注：経常利益については同社が採用する米国会計基準では計算されていないため、以下計上利益に関する計算は省略する。)

(3) 成長性

成長性	'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	単位
売上増収率	5.7	26.1	0.6	23.1	2.6	%
営業利益増加率	136.3	49.6	62.9	32.7	-33.0	%
経常利益増加率						
純利益増収率	78.6	69.4	81.9	18.1	-13.7	%

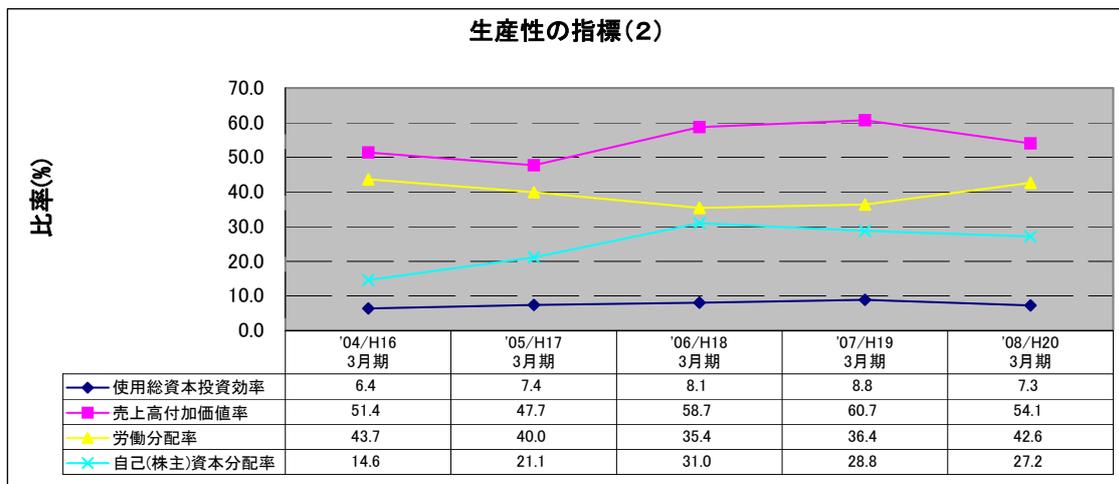
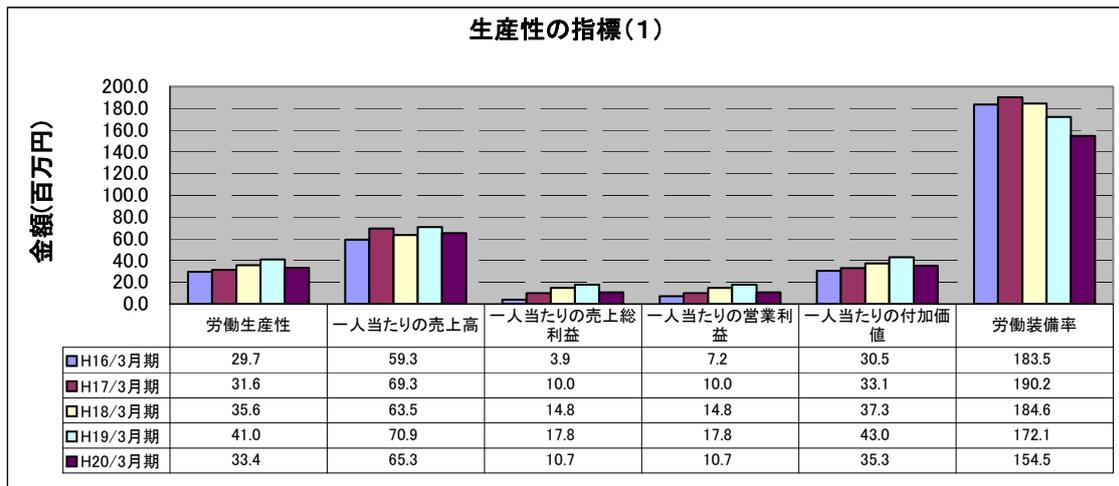


山谷はあるものの同社の営業収益（売上）は増加してきている。営業利益増加率については04～07年は増加しているが、08年に▲33%と大幅に下落し純利益増加率も同様に04～07年は増加したが、08年には▲13.7%と大幅に下落している。

(4) 生産性

生産性(1)	'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	単位
労働生産性	29.7	31.6	35.6	41.0	33.4	百万円/人
一人当たりの売上高	59.3	69.3	63.5	70.9	65.3	百万円/人
一人当たりの売上総利益	3.9	10.0	14.8	17.8	10.7	百万円/人
一人当たりの営業利益	7.2	10.0	14.8	17.8	10.7	百万円/人
一人当たりの付加価値	30.5	33.1	37.3	43.0	35.3	百万円/人
労働装備率	183.5	190.2	184.6	172.1	154.5	百万円/人

生産性(2)	'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	単位
使用総資本投資効率	6.4	7.4	8.1	8.8	7.3	%
売上高付加価値率	51.4	47.7	58.7	60.7	54.1	%
労働分配率	43.7	40.0	35.4	36.4	42.6	%
自己(株主)資本分配率	14.6	21.1	31.0	28.8	27.2	%



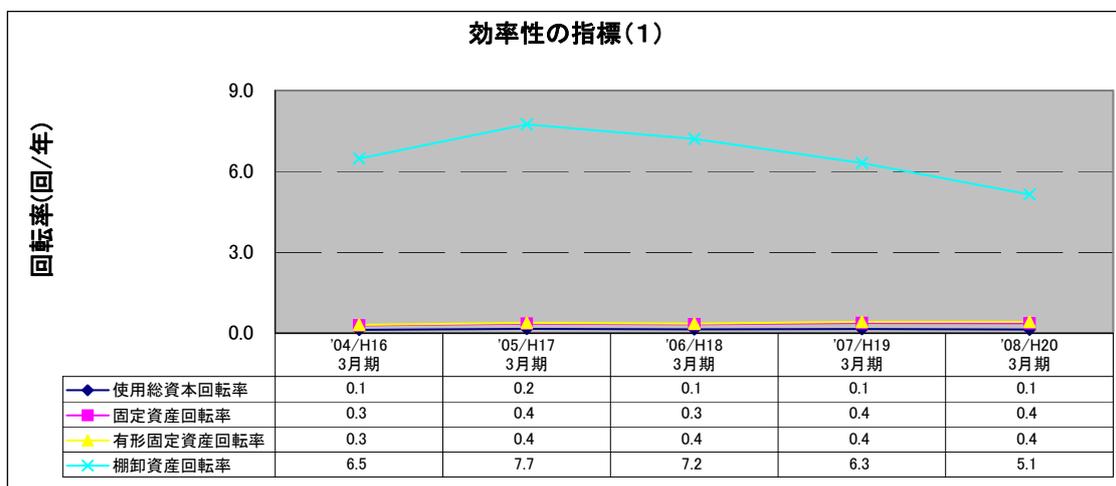
労働生産性については、04～07年は向上しているが、08年には低下している。従業員数は下表の通り5年間一貫して増加しており、04～07年は従業員増加に見合う付加価値の増加を果たしていたが、08年は営業利益の大幅な減少により付加価値が減少したために労働生産性が下落している。労働装備率は、07、08年と続けて数値を下げている。有形固定資産の伸び率を従業員数の伸び率が上回っている状況である。

有形固定資産・従業員数の推移	'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	単位
従業員数	12,481	13,734	15,067	16,662	18,702	人
対前年度比	16.1%	10.0%	9.7%	10.6%	12.2%	
営業利益	87,381	130,700	212,911	282,436	189,201	百万円
対前年度比	136.3%	49.6%	62.9%	32.7%	-33.0%	
有形固定資産	2,290,718	2,493,126	2,658,013	2,731,003	2,732,675	百万円
対前年度比	-4.5%	8.8%	6.6%	2.7%	0.1%	

労働分配率は、04～07年の間、数値を下げてきたが、08年は上昇している。基本的に自己資本分配率を高めてきたが、従業員数増加による人件費の上昇により07、08年は相対的に労働分配率が高まったものと考えられる。積極的な業務範囲、業容の拡大による従業員数の増加、人件費の増大に見合うだけの利益増加が実現しておらず、成長性が低下している。

(5) 効率性

効率性(1)	'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	単位
使用総資本回転率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	回/年
固定資産回転率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	回/年
有形固定資産回転率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	回/年
棚卸資産回転率	6.5	7.7	7.2	6.3	5.1	回/年

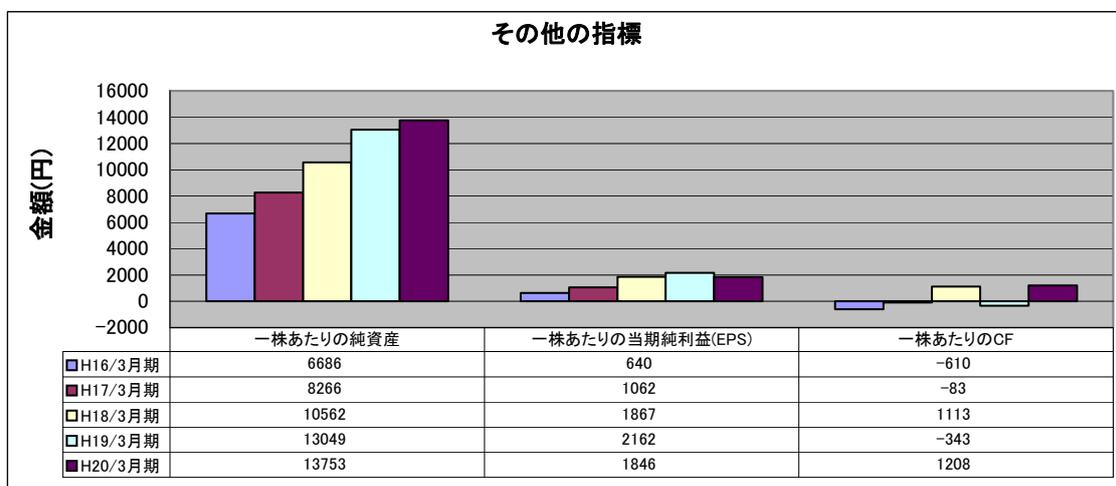


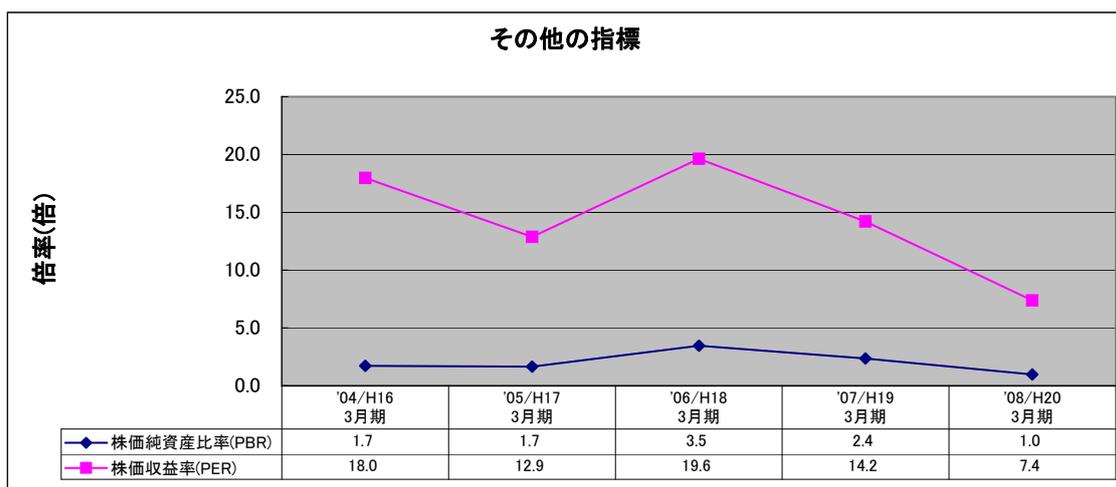
使用総資本回転率、固定資産回転率は大きな変化を示していない。積極的な投融資に伴う資産の増加に比例して売り上げも増加しており、効率性は高まっていない状態である。

(6) その他

その他(1)	'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	単位
一株あたりの純資産	6686	8266	10562	13049	13753	円/株
一株あたりの当期純利益(EPS)	640	1062	1867	2162	1846	円/株
一株あたりのCF	-610	-83	1113	-343	1208	円/株

その他(2)	'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	単位
株価純資産比率(PBR)	1.7	1.7	3.5	2.4	1.0	倍
株価収益率(PER)	18.0	12.9	19.6	14.2	7.4	倍





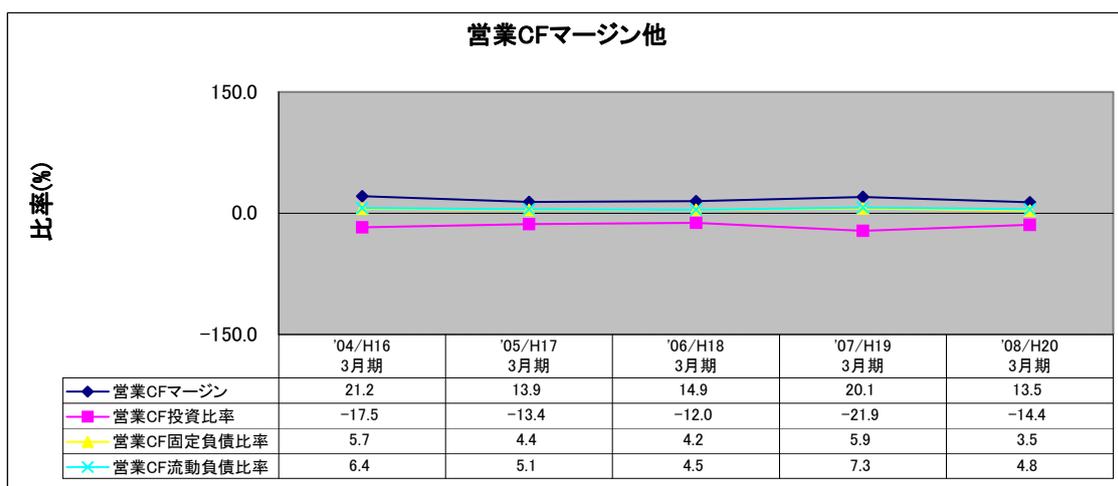
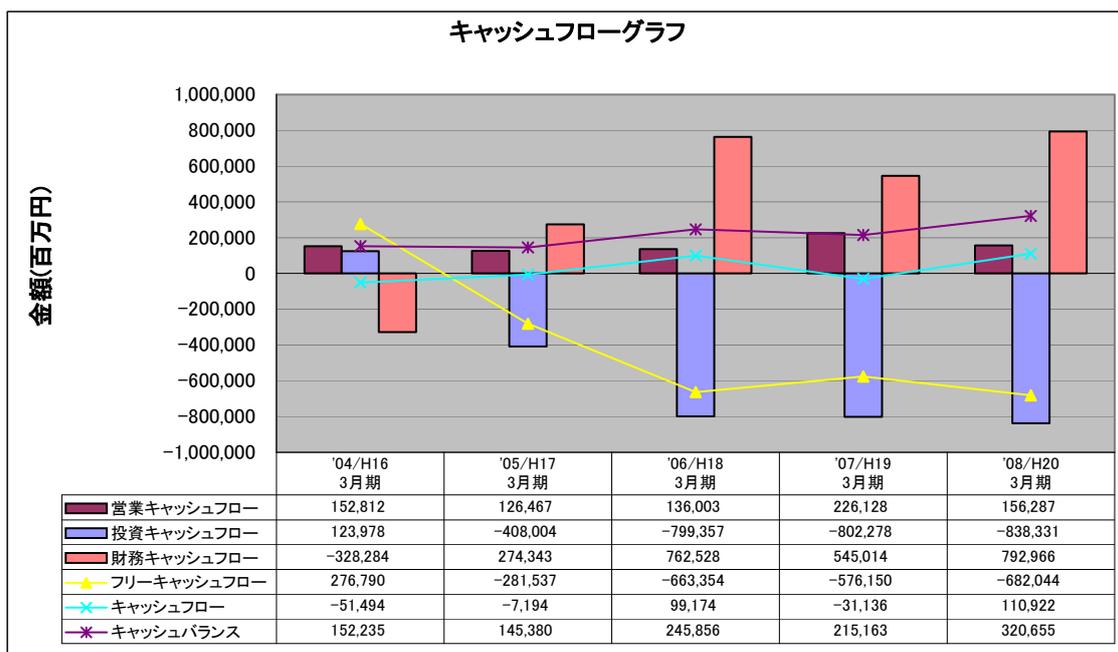
一株当たり純資産は5年間継続して向上しているが、一株当たり営業利益は08年に減少している。一株当たりのキャッシュフローについてはキャッシュフローがマイナスの年はあるが、5年間平均で見ると目安とされる50円を超えており問題ない。株価純資産比率(PBR)については08年には1.0倍まで低下し、実際の株価が理論株価とほぼ同額の状態である。株価収益率(PER)も同様に低下しており、市場の同社株式に対する評価が低下しており、同社の成長率低下によって市場の信頼が低下している可能性が高く、懸念されるところである。

株価推移	'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	単位
株価(決算日終値)	11,510	13,670	36,650	30,700	13,600	円/株

1.2 連結キャッシュフロー分析

	'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	単位
営業キャッシュフロー	152,812	126,467	136,003	226,128	156,287	百万円
投資キャッシュフロー	123,978	-408,004	-799,357	-802,278	-838,331	百万円
財務キャッシュフロー	-328,284	274,343	762,528	545,014	792,966	百万円
フリーキャッシュフロー	276,790	-281,537	-663,354	-576,150	-682,044	百万円
キャッシュフロー	-51,494	-7,194	99,174	-31,136	110,922	百万円
キャッシュバランス	152,235	145,380	245,856	215,163	320,655	百万円

	'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	単位
営業CFマージン	21.2	13.9	14.9	20.1	13.5	%
営業CF投資比率	-17.5	-13.4	-12.0	-21.9	-14.4	%
営業CF固定負債比率	5.7	4.4	4.2	5.9	3.5	%
営業CF流動負債比率	6.4	5.1	4.5	7.3	4.8	%



営業キャッシュフローは5年間プラスを維持している。08年は07年から比べると低下したが、04年と同程度はキープしており、営業キャッシュフローを稼ぎ出す力は安定的といっている。投資キャッシュフローについては05年以降継続してマイナスを計上している。同社の積極的な成長投資の結果であるが、結果としてフリーキャッシュフローも05年度以降マイナスを継続している。この期間は財務キャッシュフローもプラスとなっているが、これは以下に示す通り、長期、短期の借入金及び社債発行の増加によるものである。積極的な投資を資金回収では補いきれておらず、外部からの資金調達によって賄っていることを示している。

借入金・社債	'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	単位
短期借入金	903,916	947,871	1,336,414	1,174,391	1,330,147	百万円
長期借入金	2,662,719	2,861,863	3,236,055	3,863,057	4,462,187	百万円
社債	861,942	896,855	977,027	1,089,584	1,270,428	百万円

営業キャッシュフローマージンについては、05～07年は売上高増加を営業キャッシュフロー増加が上回り向上したが、08年は売上高の増加を上回る営業キャッシュフローを稼げずに低下している。固定負債、流動負債も年々増加しているものの、営業キャッシュフロー固定負債比率、営業キャッシュフロー流動負債比率とも08年は低下しており、08年は負債増加と営業キャッシュフロー減少の相乗効果により下落幅が大きくなっている。

固定負債・流動負債・営業CF	'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	単位
固定負債	2,662,719	2,861,863	3,236,055	3,863,057	4,462,187	百万円
流動負債	2,385,493	2,468,575	3,018,290	3,110,731	3,223,580	百万円
社債	152,812	126,467	136,003	226,128	156,287	百万円

同社の一貫した拡大戦略に限界が見え始めた可能性もあり、フリーキャッシュフローのマイナス状況下で負債を増やしてまで新規投資を継続している同社の姿勢は懸念されるところであり、先程も述べたように最近の株価の低落も市場がこうした懸念を持っていることのあるわけではないかと推測する。ちなみに同社の資金調達は、主に金融機関からの借入と資本市場からの調達（社債、CP等）からなっており、両者の比率は53%、47%となっている。社債の格付については格付投資情報センター（R&I）で「A+」、日本格付研究所では「AA-」と高い評価を得ているものの、海外の格付機関であるスタンダード&プアーズは「A-」、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは「A3」と国内格付機関に比べると低い評価をつけている。フリーキャッシュフローを上回る投資を続ける同社の積極投資姿勢に対する警戒感が強いのではないかとと思われる。

1.3 事業種類別及び所在地別セグメント情報に基づく経営分析

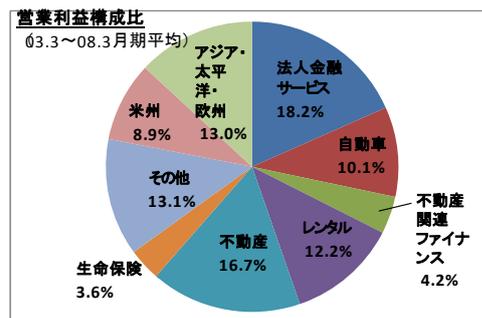
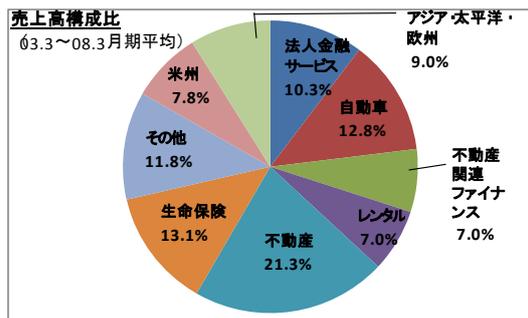
（同社はセグメントについて、海外事業部門である「米州地域」「アジア・太平洋・欧州地域」をそれぞれ事業別セグメントの一つとして扱っている。分析の前提として、ここでも同社の分類にしたがって、両者を事業別セグメントの1項目として扱うこととする。）

(1) 収益性

事業セグメントごとの売上高、営業利益の推移、5年間平均の売上高構成比、営業利益構成比を以下に示す。

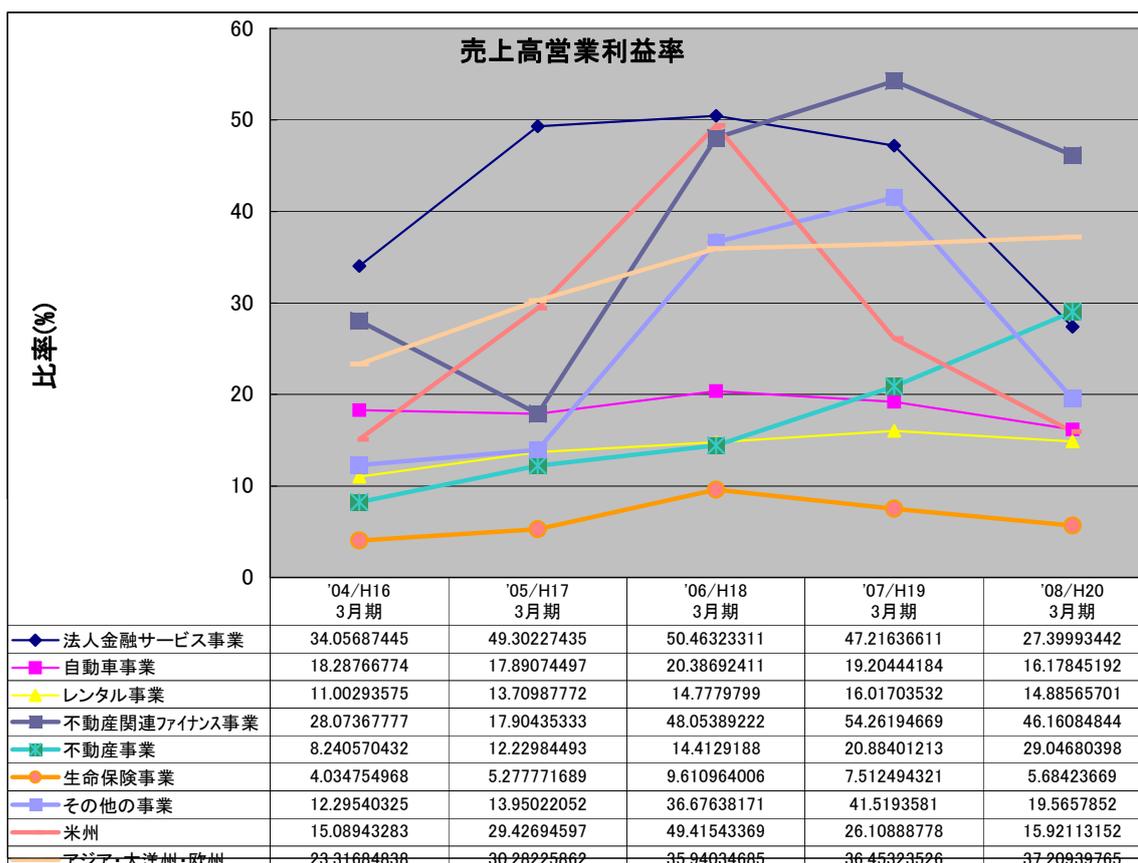
		法人金融 サービス	自動車	レンタル	不動産関連 ファイナ ンス	不動産	生命保険	その他(*)	米州	アジア・太 平洋・欧州	合計
売上高	04.3月期	82,603	97,995	73,235	37,569	167,452	133,391	73,987	50,373	71,176	787,781
	05.3月期	90,795	117,871	68,447	77,389	195,906	136,857	143,754	53,084	73,089	957,192
	06.3月期	97,683	130,775	67,066	69,472	198,780	137,467	111,854	70,223	88,914	972,234
	07.3月期	123,328	146,966	67,859	82,345	245,336	132,060	145,443	119,940	103,593	1,166,870
	08.3月期	131,139	158,093	78,317	91,179	278,096	128,742	126,343	101,739	121,988	1,215,636
	5年平均	105,110	130,340	70,985	71,591	217,114	133,703	120,276	79,072	91,752	1,019,943
	構成比	10.3%	12.8%	7.0%	7.0%	21.3%	13.1%	11.8%	7.8%	9.0%	100.0%
5年間成長率	58.8%	61.3%	6.9%	142.7%	66.1%	-3.5%	70.8%	102.0%	71.4%	54.3%	
営業利益	04.3月期	28,132	17,921	8,058	10,574	13,799	5,382	9,097	7,601	16,596	117,160
	05.3月期	44,764	21,088	9,384	13,856	23,959	7,223	20,054	15,621	22,133	178,082
	06.3月期	49,294	26,661	9,911	33,384	28,650	13,212	41,024	34,701	31,956	268,793
	07.3月期	58,231	28,224	10,869	44,682	51,236	9,921	60,387	31,315	37,763	332,628
	08.3月期	35,932	25,577	11,658	42,089	80,778	7,318	24,720	16,198	45,391	289,661
	5年平均	43,271	23,894	9,976	28,917	39,684	8,611	31,056	21,087	30,768	237,265
	構成比	18.2%	10.1%	4.2%	12.2%	18.7%	3.6%	13.1%	8.9%	13.0%	100.0%
5年間成長率	27.7%	42.7%	44.7%	298.0%	485.4%	36.0%	171.7%	113.1%	173.5%	147.2%	
営業利益率(*)		41.2%	18.3%	14.1%	40.4%	18.3%	6.4%	25.8%	26.7%	33.5%	23.3%

(*)5年平均営業利益/5年平均売上高



売上高構成比（5年平均）は不動産が約20%、法人金融サービス、自動車、生命保険、その他事業（投資銀行業務他）が約10%、不動産関連ファイナンス、レンタルが約7%と部門構成比率は突出した部門がなく平均的にばらついた構成となっている。海外比率はアジア・太平洋・欧州が9.0%、米州が7.8%で合計16.8%となっている。営業利益については同社の金融総合サービスの中核部門である法人金融サービス部門が最大であり、不動産部門、その他事業、不動産ファイナンス、アジア・太平洋・欧州がそれに続く。

売上高営業利益率	'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	5期平均
法人金融サービス事業	34.1	49.3	50.5	47.2	27.4	41.7
自動車事業	18.3	17.9	20.4	19.2	16.2	18.4
レンタル事業	11.0	13.7	14.8	16.0	14.9	14.1
不動産関連ファイナンス事業	28.1	17.9	48.1	54.3	46.2	38.9
不動産事業	8.2	12.2	14.4	20.9	29.0	17.0
生命保険事業	4.0	5.3	9.6	7.5	5.7	6.4
その他の事業	12.3	14.0	36.7	41.5	19.6	24.8
米州	15.1	29.4	49.4	26.1	15.9	27.2
アジア・大洋州・欧州	23.3	30.3	35.9	36.5	37.2	32.6
全体	14.9	18.6	27.6	28.5	23.8	22.7



売上高営業利益率をみると、法人金融サービス事業がもっとも高く、ついで不動産ファイナンス、アジア・太平洋・欧州、米州、その他事業の順となっている。利益率の推移をみると、04～06年はどのセグメントも利益率を向上させているが、07年は全9セグメント中4セグメントで、08年は8セグメントで前年よりも利益率を低下させており、同社の収益性にかげりがみられる。その主な要因は以下と考えられる。

- ① 法人金融サービス部門では、エネルギー・原燃料の高騰の影響等日本経済が減速傾向にあるなか、同社の主要顧客である中小企業の事業環境が悪化し資金回収率が低下した。貸倒引当金繰入額増加も利益率を引き下げた。
- ② 不動産部門では、マンション分譲事業の開発コスト（用地の確保等）が上昇している。
- ③ 生命保険事業では保険料収入、運用益ともに頭打ち傾向が続いている。
- ④ その他事業部門では、経済状況の悪化により、ベンチャーキャピタル事業からの営業収益が減少した。
- ⑤ 米州部門では、サブプライムローン問題の余波により債権市場が悪化し、投資有価証券の評価損計上額が増加した。

以上のように、同社は金融サービス会社であり、主な顧客が中小企業であることより、経済状況が収益性に影響する度合いが大きく、リスク管理を徹底することによって、経済状況の影響を最小限に抑える必要があると考える。

(2) 成長性

売上高増収率	'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	5期平均
法人金融サービス事業	-34.2	9.9	7.6	26.3	6.3	3.2
自動車事業	9.7	20.3	10.9	12.4	7.6	12.2
レンタル事業	8.2	-6.5	-2.0	1.2	15.4	3.3
不動産関連ファイナンス事業	-27.2	106.0	-10.2	18.5	10.7	19.6
不動産事業	60.3	17.0	1.5	23.4	13.4	23.1
生命保険事業	-3.7	2.6	0.4	-3.9	-2.5	-1.4
その他の事業	20.8	94.3	-22.2	30.0	-13.1	22.0
米州	-13.0	5.4	32.3	70.8	-15.2	16.1
アジア・大洋州・欧州	3.5	2.7	21.7	16.5	17.8	12.4
全体	16.6	21.5	1.6	20.0	4.2	12.8

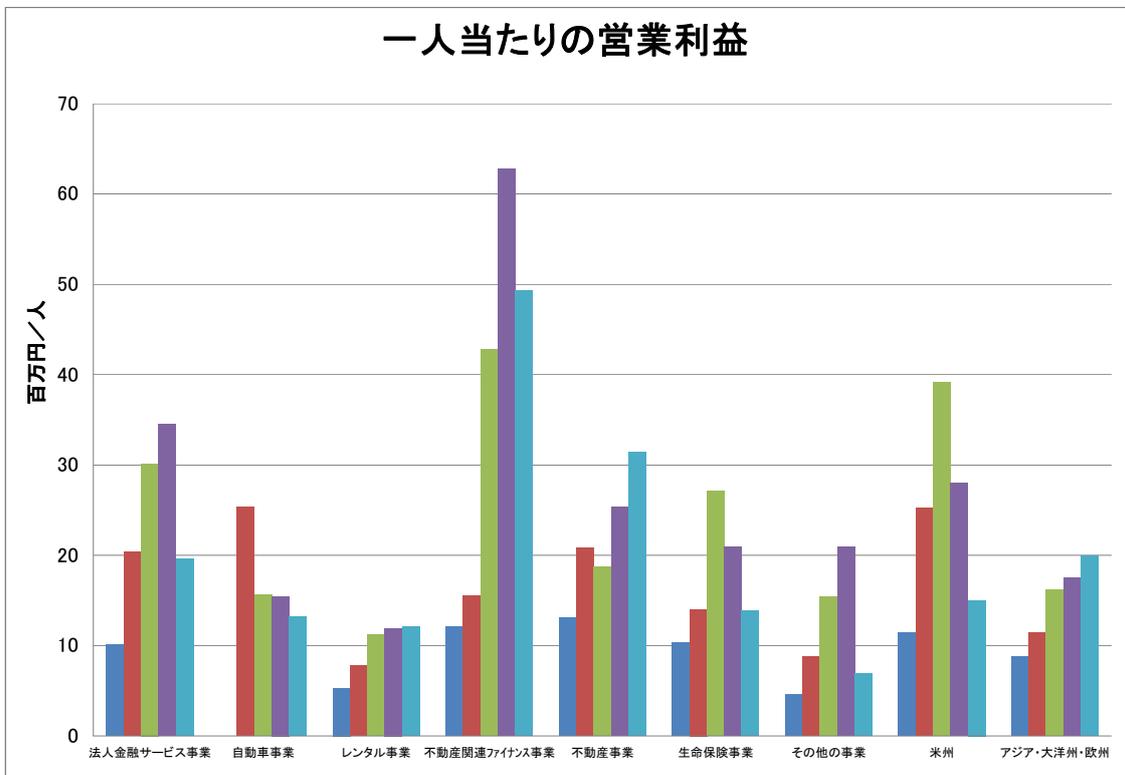
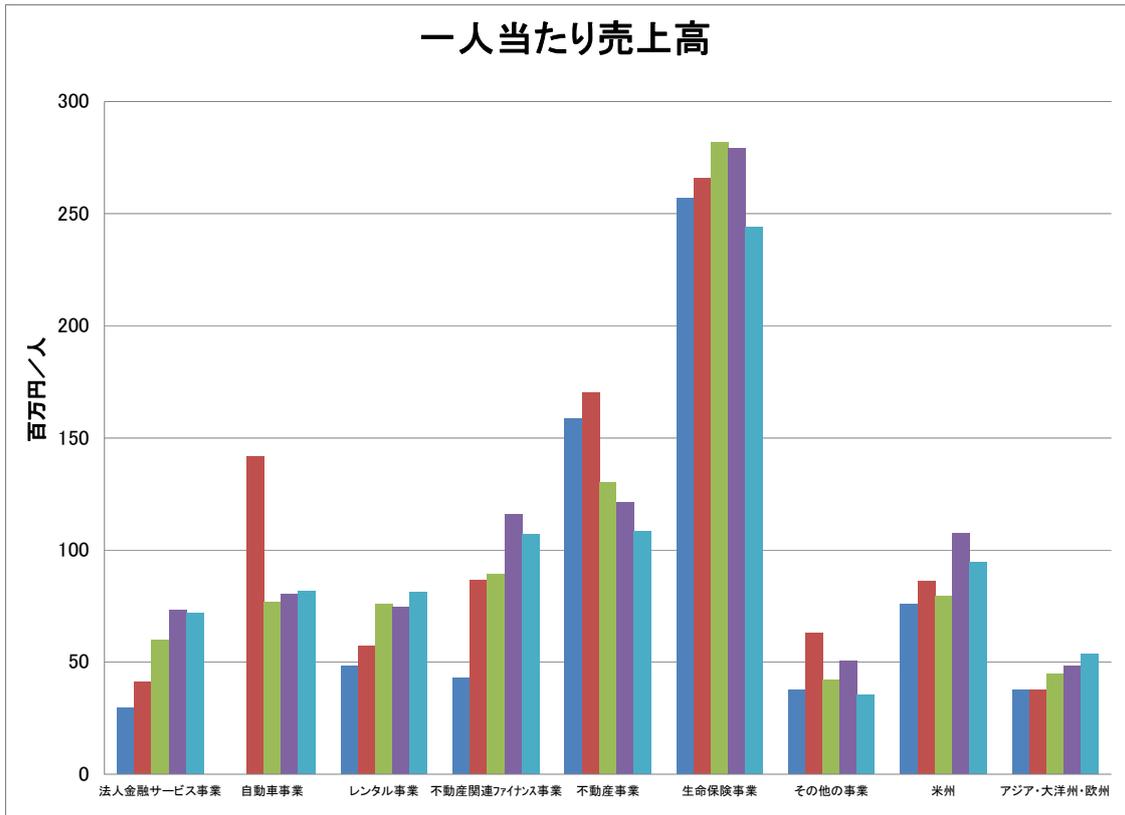
5年間平均の増収率でみると、不動産がもっとも高く、次いでその他事業、不動産ファイナンス、米州と続く。08年の成長性の落ち込みは前項で上げた売上高減少の要因と同じと考えてよいと思う。同社のセグメントは全般的に売上高、営業利益とも成長をみせているが、生命保険のみは売上高を減少させており、営業利益の伸びも小さく他セグメントに比べると成長性はかなり低い。

(3) 生産性

一人当たり売上高については生命保険がダントツに高いが、一人当たり営業利益となる高くはなくなる。一人当たり売上高、営業利益ともに高い数値を示しているのは不動産ファイナンス及び不動産である。ともに不動産を扱うため1件当たりの金額が大きい一人当たりの売上は大きくなる。利幅も高いと思われるが、利幅が大きいということは、なんらかのリスクの見返りもあるはずであり、ここでもリスク管理が重要になってくる。

一人当たりの売上高	'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	5期平均
法人金融サービス事業	29.72	41.29	59.76	73.06	71.70	55.11
自動車事業	61.25	141.93	76.66	80.49	81.70	88.40
レンタル事業	48.28	57.09	75.78	74.49	81.16	67.36
不動産関連ファイナンス事業	42.94	86.56	89.01	115.73	106.83	88.21
不動産事業	158.72	169.98	129.96	121.18	108.34	137.64
生命保険事業	257.02	265.74	281.99	278.90	244.06	265.54
その他の事業	37.60	62.98	42.13	50.54	35.29	45.71
米州	75.86	85.83	79.21	107.28	94.33	88.50
アジア・大洋州・欧州	37.62	37.69	44.94	48.10	53.64	44.40
全体	69.91	82.30	77.51	84.65	77.88	78.45

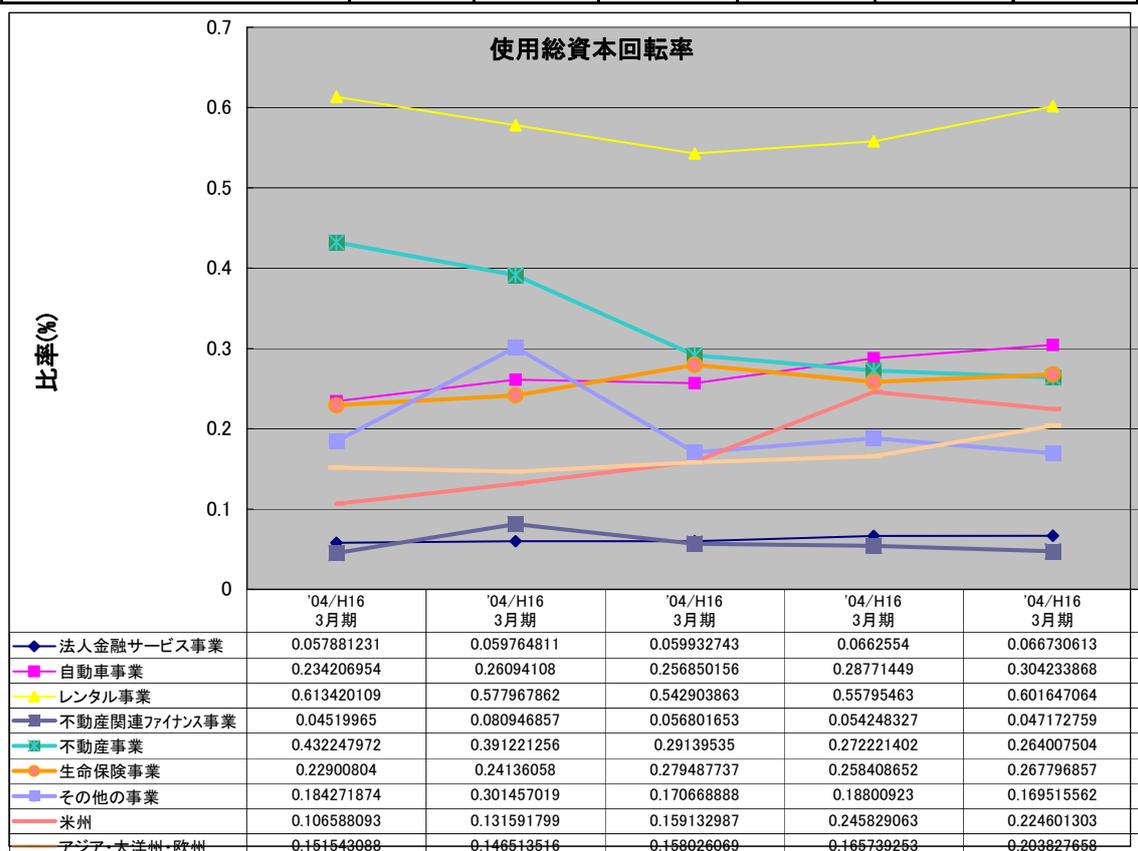
一人当たりの営業利益	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	5期平均
法人金融サービス事業	10.12	20.36	30.16	34.50	19.65	22.96
自動車事業	13.25	25.39	15.63	15.46	13.22	16.59
レンタル事業	5.31	7.83	11.20	11.93	12.08	9.67
不動産関連ファイナンス事業	12.05	15.50	42.77	62.80	49.31	36.49
不動産事業	13.08	20.79	18.73	25.31	31.47	21.88
生命保険事業	10.37	14.03	27.10	20.95	13.87	17.26
その他の事業	4.62	8.79	15.45	20.98	6.91	11.35
米州	11.45	25.26	39.14	28.01	15.02	23.78
アジア・大洋州・欧州	8.77	11.41	16.15	17.54	19.96	14.77
全体	10.39	15.31	21.43	24.13	18.56	17.96



(4) 効率性

使用総資本回転率	'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	5期平均
法人金融サービス事業	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06
自動車事業	0.23	0.26	0.26	0.29	0.30	0.27
レンタル事業	0.61	0.58	0.54	0.56	0.60	0.58
不動産関連ファイナンス事業	0.05	0.08	0.06	0.05	0.05	0.06
不動産事業	0.43	0.39	0.29	0.27	0.26	0.33
生命保険事業	0.23	0.24	0.28	0.26	0.27	0.26
その他の事業	0.18	0.30	0.17	0.19	0.17	0.20
米州	0.11	0.13	0.16	0.25	0.22	0.17
アジア・大洋州・欧州	0.15	0.15	0.16	0.17	0.20	0.17
全体	0.15	0.17	0.15	0.16	0.15	0.16

使用資産営業利益率	'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	5期平均
法人金融サービス事業	1.69	3.04	3.13	3.34	1.88	2.62
自動車事業	8.57	4.85	5.55	5.53	4.96	5.89
レンタル事業	6.11	7.89	8.19	8.87	9.26	8.06
不動産関連ファイナンス事業	1.20	1.55	3.06	3.26	2.44	2.30
不動産事業	3.99	5.40	4.84	6.47	8.27	5.79
生命保険事業	0.93	1.26	2.50	1.98	1.48	1.63
その他の事業	2.30	4.57	7.25	8.45	3.25	5.16
米州	1.39	3.57	8.22	6.74	3.44	4.67
アジア・大洋州・欧州	3.38	4.57	6.02	6.36	7.42	5.55
全体	2.23	3.36	4.55	4.88	3.81	3.77

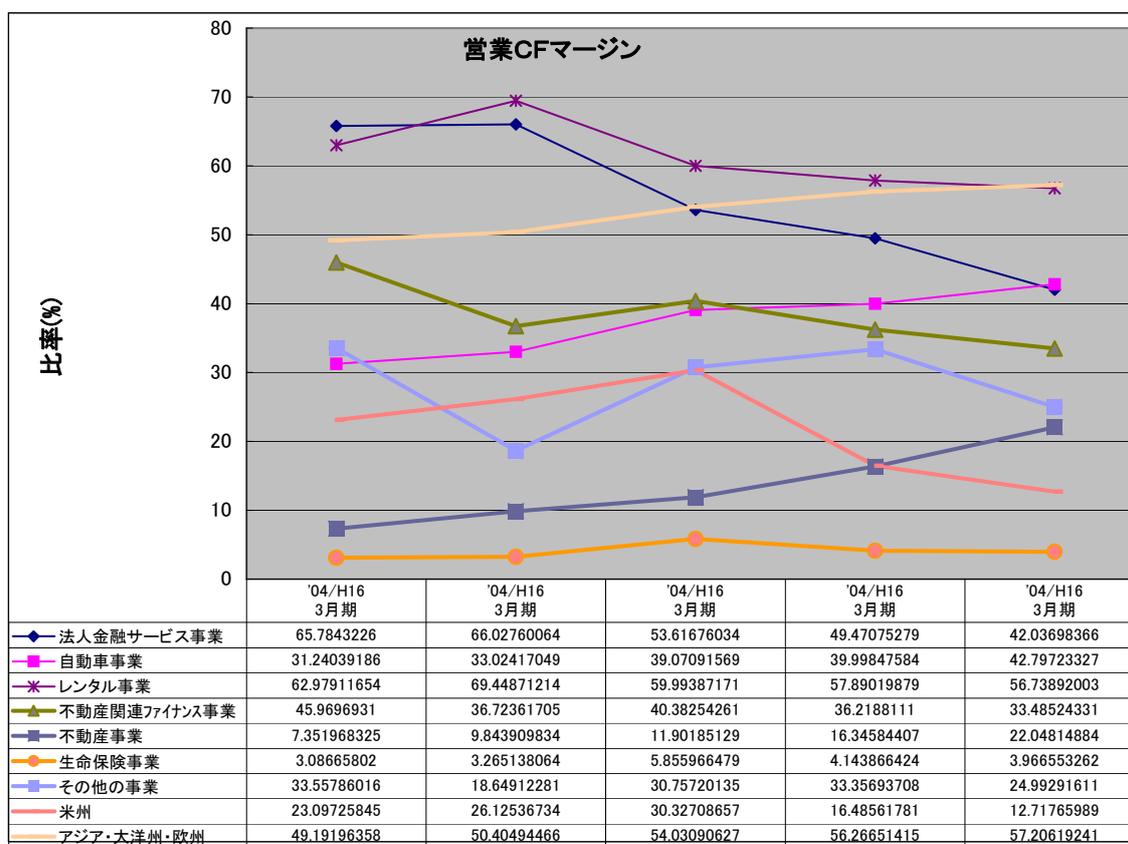


使用総資本回転率はレンタル事業がもっともよい。文字通りレンタル品を「回転」させることで利益を稼ぐ業態であり理解できることである。使用資産営業利益率でもレンタル事業がもっともよい数値を示している。生命保険事業は使用資産営業利益率が低く、効率がよくないといえる。

1.4 事業種類別セグメント情報に基づく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	'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	5期平均
法人金融サービス事業	65.78	66.03	53.62	49.47	42.04	55.39
自動車事業	31.24	33.02	39.07	40.00	42.80	37.23
レンタル事業	62.98	69.45	59.99	57.89	56.74	61.41
不動産関連ファイナンス事業	45.97	36.72	40.38	36.22	33.49	38.56
不動産事業	7.35	9.84	11.90	16.35	22.05	13.50
生命保険事業	3.09	3.27	5.86	4.14	3.97	4.06
その他の事業	33.56	18.65	30.76	33.36	24.99	28.26
米州	23.10	26.13	30.33	16.49	12.72	21.75
アジア・大洋州・欧州	49.19	50.40	54.03	56.27	57.21	53.42
全体	29.99	28.85	31.60	30.94	31.13	30.50

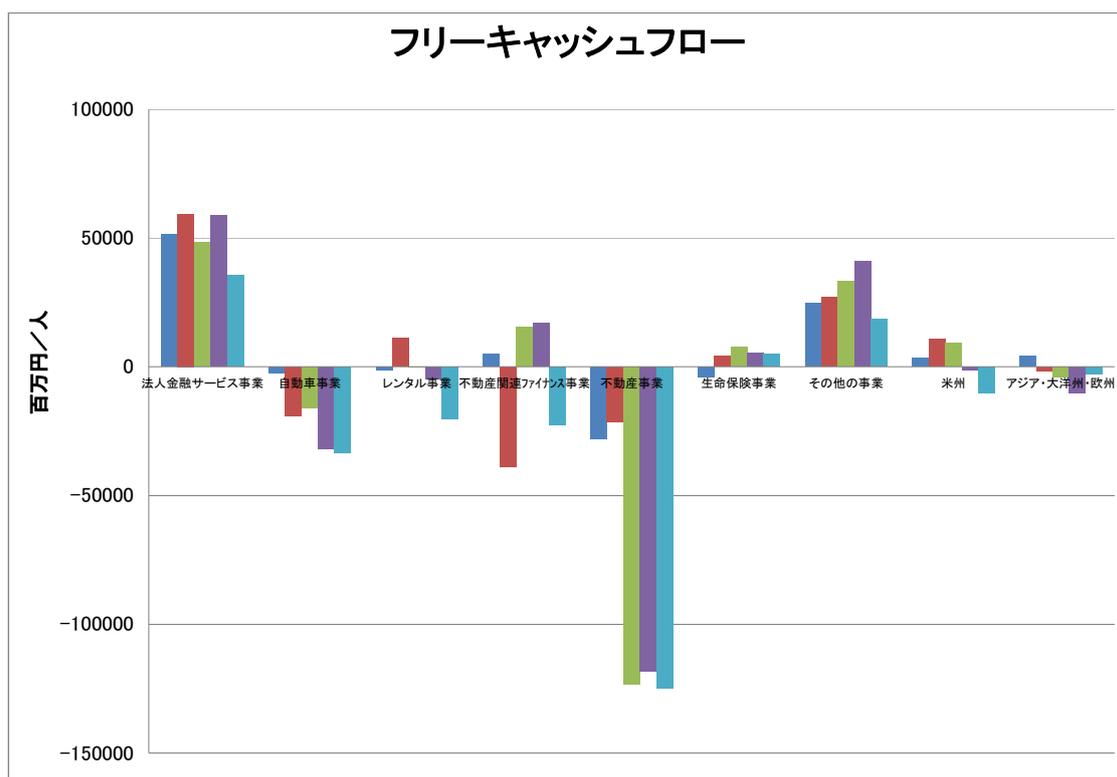


法人金融サービス事業は平均的には高い営業キャッシュフローマージンを獲得しているが、06年以降は営業キャッシュフローマージンが低下している。売上高は増加しており、売上看に見合う営業キャッシュフローの獲得力が弱まっていることを示す。自動車、不動産事業、アジア・太平洋・欧州についてはマージンが5年間継続して向上している。自動車は営業キャッシュフローも少しずつ増加させており、リース資産購入額に比べ収入額増加が上回ってキャッシュフロー獲得力が改善しているものとみられる。不動産についても04年の7.35と低い数値であったが、08年は22.05まで改善しており、不動産投資分の資金回収が徐々に進んできているものと思われる。アジア・太平洋・欧州においては継続して高いマージンを上げており有利な条件でのリース、投融資ができてきているものと思われる。一方、

レンタル事業は高いマージンは上げているものの数値は低下してきており、競争によるレンタル料金の低下等収益力が低下し始めているとみられる。また、米州については 07、08 年とマージンが低下しているが、これはサブプライムローン問題による金融市場混乱の影響を受け投資有価証券の評価損の増加が原因とみられる。生命保険事業については数値が一貫して低く、07、08 年と数値も低下している。収益に見合うだけのキャッシュフローを稼げていないわけで、改善の必要がある。

(2) フリーキャッシュフロー

フリーキャッシュフロー	'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	5期平均
法人金融サービス事業	51526.82	59287.76	48176.46	58672.29	35490.88	50630.84
自動車事業	(2541.98)	(19231.08)	(16059.01)	(31894.84)	(33312.57)	(20607.90)
レンタル事業	(1389.24)	11256.56	(55.51)	(4742.29)	(20307.78)	(3047.65)
不動産関連ファイナンス事業	4812.35	(38677.96)	15226.56	16826.38	(22459.49)	(4854.43)
不動産事業	(28098.98)	(21330.19)	(123270.50)	(118319.76)	(124753.98)	(83154.68)
生命保険事業	(3972.68)	4352.57	7702.08	5472.39	5106.62	3732.20
その他の事業	24827.45	26785.86	33011.16	40777.33	18483.80	28777.12
米州	3250.78	10797.39	9092.59	(1277.15)	(10171.18)	2338.49
アジア・大洋州・欧州	4066.87	(1671.53)	(4062.96)	(10319.83)	(2868.31)	(2971.15)
全体	52481.41	31569.38	(30239.13)	(44805.48)	(154792.01)	(29157.17)



同社は持続的な成長することが株価値及び企業価値を高めるとの基本理念の下、成長投資を継続しているが、フリーキャッシュフローはマイナスを続けており、営業フリーキャッシュフローを上回る投資を行っている。セグメント別にみても、自動車、レンタル、不動産ファイナンス、不動産、米州、アジア・太平洋・欧州は 08 年時点でマイナスのフリーキャッシュフローになっている。プラスのフリーキャッシュフローを出しているのは法

人金融サービス事業、生命保険事業、その他事業のみであり、これらの部門で稼いだキャッシュフローでは賄えない額を成長投資に回している。その原資は借入金、社債発行による現金等であり、その分が財務キャッシュフローのプラスになって表れている。投資キャッシュフローで流出している現金の用途は「成長投資」としてのリース資産の購入、顧客への営業貸付金の実行、不動産開発に伴う支出、有価証券の購入等がある。ちなみに 08 年の同社の営業貸付金の実行は 2 兆 2,675 億円、リース資産の購入は 1 兆 0,882 億円、投資有価証券購入は 5,954 億円である。一方で満期日が 3 ヶ月超の借入金返済額は 1 兆 9,209 億円である。借入金の 9 割は同社に対する格付が高い日本国内での調達に頼っている。悪い言い方であるがある意味では「自転車操業」の状態であり、現状のように高い信用力が得られている間は問題はまったくくないものの、何かの要因で信用力を失えば一気に経営が破綻する恐れがある状態といえる。それだけに、マイナスが恒常化しているフリーキャッシュフローを早急に改善し、投資・貸付案件を選別し、投融資案件についてのリスク管理を今以上に厳しくする必要があるのではないかと。

2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値 (EVA)・投下資本利益率 (ROIC)

以下の手順及び仮定にもとづいて計算した。

EVAの算出手順

項目	説明又は計算式
負債利率(Rd)	負債利子(支払利息+社債利息)÷期中平均有利子負債
期中平均有利子負債(D)	短期借入金+長期借入金+社債
無リスク利率	国債応募者利回り(10年国債)を代用
β	個別株価の市場全体株価水準に対する感応度
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(Re)	無リスク利率+ β ×リスクプレミアム
株主資本(時価)(E)	期末株価×発行済株式数
実効税率	41.8%と仮定
加重平均資本コスト(WACC)	$D/(D+E) \times Rd(\text{負債コスト}) \times (1 - \text{実効税率}) + E/(D+E) \times Re(\text{資本コスト})$
税引後事業利益(NOPLAT)	(営業利益+受取利息+受取配当金-持分法利益)×(1-実効税率)
簿価投下資本	有利子負債(D)+純資産(資本合計)
資本費用	簿価投下資本×WACC
EVA	税引き後事業利益-資本費用

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)下巻に従い5.0%に固定
無リスク利率(国債利回り)	財務省 http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/index.htm
β	Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp
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 http://quote.yahoo.co.jp/
実効税率	有価証券報告書 税効果会計に関する注記

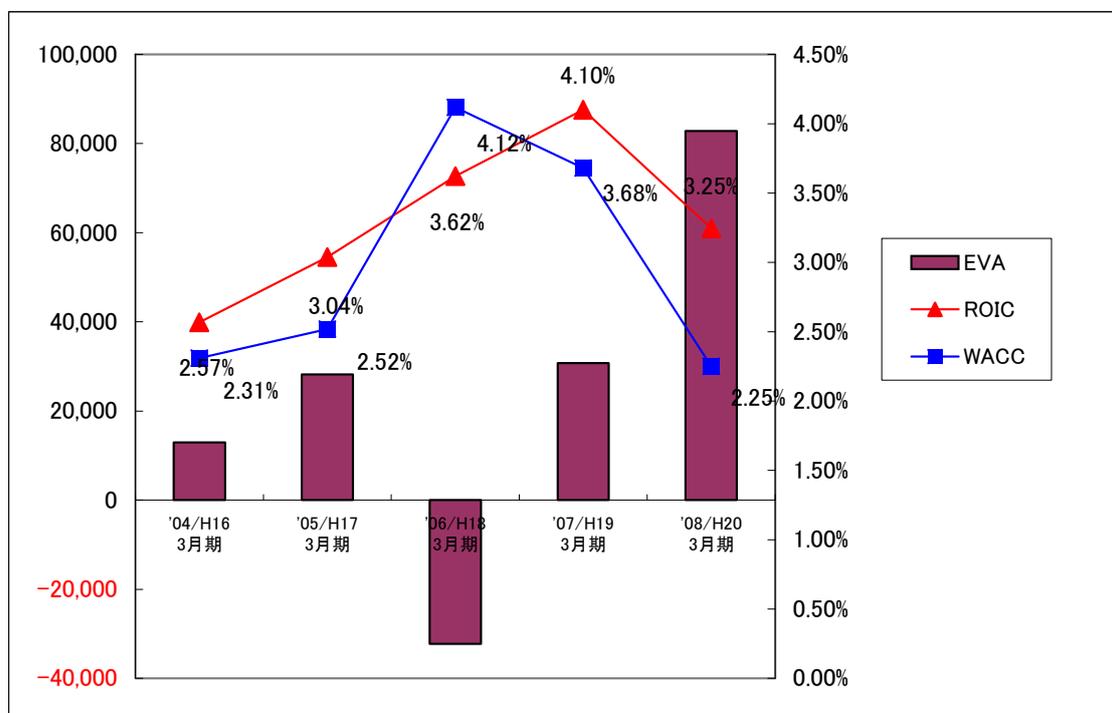
ROICの算出手順

項目	説明または計算式
簿価有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債
簿価投下資本	簿価有利子負債+簿価株主資本
NOPAT	営業利益×(1-実効税率)
ROIC	税引後事業利益(NOPLAT)÷簿価投下資本

計算結果は次の通りであるが、計算によってわかったことは以下の通りである。EVA は 06 年にマイナスを記録しているが、これは株価の急騰により WACC の加重平均計算をするうえで資本コストの割合が高まり、WACC が上昇したためのものである。同社の EVA

は概ねプラスとなっており、負債コストのみでなく、負債+資本コストも上回るだけの税引き後事業利益を獲得できている。ROICも概ねWACCをわずかながら上回っており、投下資本に対する最低限の利益は上げている。

	'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
I WACC算出					
① 有利子負債[簿価](D) (百万円)	4,428,577	4,706,589	5,549,496	6,127,032	7,062,762
② 株主資本[時価](E) (百万円)	971,056	1,202,907	3,309,116	2,809,609	1,253,826
③ 負債コスト(Rd)	1.22%	1.14%	1.14%	1.39%	1.61%
④ 無リスク利率	1.31%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%
⑤ 株式ベータ	1.657	1.657	1.657	1.657	1.657
⑥ マーケット・リスク・プレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
⑦ 株主資本コスト(Re)	9.59%	9.79%	9.91%	9.95%	9.66%
⑧ 負債比率(D/(D+E))	82.02%	79.64%	62.65%	68.56%	84.92%
⑨ 株主資本比率(E/(D+E))	17.98%	20.36%	37.35%	31.44%	15.08%
⑩ 法人税実効税率	41.80%	41.80%	41.80%	41.80%	41.80%
⑪ 加重平均資本コスト(WACC)	2.31%	2.52%	4.12%	3.68%	2.25%
II EVA算出					
① 税引後営業利益(NOPAT) (百万円)	128,218	165,145	235,531	300,264	270,376
② 投下資本[簿価] (百万円)	4,992,624	5,433,922	6,503,142	7,321,266	8,330,679
③ WACC	2.31%	2.52%	4.12%	3.68%	2.25%
④ 資本費用 (百万円)	115,265	136,915	267,806	269,513	187,543
⑤ EVA (百万円)	12,953	28,230	-32,276	30,751	82,834
III ROIC算出					
① NOPAT (百万円)	128,218	165,145	235,531	300,264	270,376
② 投下資本[簿価] (百万円)	4,992,624	5,433,922	6,503,142	7,321,266	8,330,679
③ ROIC	2.57%	3.04%	3.62%	4.10%	3.25%



2.2 企業価値指標算出

計算方法と前提条件は以下を前提とした。

(1) フリーキャッシュフロー価値

- ① 平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定した。
- ② 平均フリーキャッシュフローは5年間のフリーキャッシュフローを平均化して算出。
- ③ 平均成長率は合併後3年間の成長率を平均化して算出。
- ④ 予測期間を5年と仮定。
- ⑤ 継続価値は予測期間翌期(6年目)のフリーキャッシュフローを継続価値の資本コストで現在価値化する。(表中のB)
- ⑥ 予測期間5年間のフリーキャッシュフローの現在価値換算結果(表中のA)と合計し、企業価値とする。

(2) 株式・負債価値(時価評価)

期末株価 x 発行済株式数 + 有利子負債簿価で算出した。

(3) 市場付加価値(MVA)

EVA ÷ 資本コストで計算した。(注: 表、グラフではMVA+投下資本を示している。)

以上の計算結果は下表の通りである。

項目と評価方法	'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
企業価値(1) フリーキャッシュフロー価値	-44,313,239	-48,062,962	-21,208,046	-29,101,828	-76,541,466
企業価値(2) 株式・負債時価評価価値	5,399,633	5,909,496	8,858,612	8,936,641	8,316,588
企業価値(3) MVA+投下資本	5,553,655	6,554,304	5,719,393	8,156,610	12,010,169

企業価値計算方法

フリーキャッシュフロー価値の算出方法

	'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	'13/H25 3月期
営業キャッシュフロー	152,812	126,467	136,003	226,128	156,287					
投資キャッシュフロー	123,978	-408,004	-799,357	-802,278	-838,331					
フリーキャッシュフロー	276,790	-281,537	-663,354	-576,150	-682,044	-429,982	-479,897	-535,606	-597,783	-667,177
売上高	720,773	908,872	913,932	1,124,960	1,154,054					
売上高成長率	5.7	26.1	0.6	23.1	2.6					
平均成長率					11.6					
H16/3の予測期間		-275,184	-633,753	-538,019	-622,533	-383,608				
H17/3の予測期間			-647,051	-548,178	-632,982	-389,244	-423,753			
H18/3の予測期間				-553,362	-629,158	-380,953	-408,360	-437,738		
H19/3の予測期間					-657,828	-399,991	-430,574	-463,495	-498,933	
H20/3の予測期間						-420,515	-458,998	-501,003	-546,851	-596,896
予測期間の割引現在価値(A)	-2,453,097	-2,641,207	-2,409,572	-2,450,821	-2,524,264					
加重平均資本コスト	2.31%	2.52%	4.12%	3.68%	2.25%					
リスクフリーレート	1.31%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%					
継続価値(B)	-41,860,142	-45,421,755	-18,798,475	-26,651,007	-74,017,202					
企業価値: (A)+(B)	-44,313,239	-48,062,962	-21,208,046	-29,101,828	-76,541,466					

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)⁵

MVAについてはEVA同様概ね向上しており問題ないが、フリーキャッシュフローについてはすでに述べた通りマイナスを継続している状態であり改善の必要がある。改善のための方策としては以下が考えられる。

- (1) 営業収益の増加及び営業費用の抑制（人件費を中心とする販売費及び一般管理費の抑制）
- (2) 不動産、リース資産等の売却収入の増加
- (3) 貸倒引当金繰入額の減少（リスクの高い投融資の抑制）
- (4) リース資産の購入の抑制
- (5) 貸付金実行の抑制
- (6) 投資有価証券購入の抑制

同社の今までの成長は積極的な投融資の実施、事業への参画等、そのアグレッシブさによるところが大きいのと思われ、投融資を過度に抑制することは同社の活力を削ぐことになりかねないが、フリーキャッシュフロー価値のマイナスは極めて大きく、案件の選別による適度の投融資抑制が必要ではないかと考える。株式・負債時価評価価値についても、その多くは負債の価値であり、フリーキャッシュフローのマイナスを埋めるための借入金、社債発行による資金の増加によるところが大きく、投融資抑制とともに負債の削減も進めていくべきであろう。

2.3 経営課題

今までの検討によって浮かび上がった同社の問題点・課題は以下の通りである。

- (1) 収益性、成長性の低落傾向：米国経済の低調、国内経済の停滞の影響により、07、08年の収益性、成長性にかげりが見られる。
- (2) 従業員数の増加に伴う人件費の上昇：積極的な業容の拡大に伴い、従業員数も増加を続けており人件費が増加しているが、収益性の鈍化により、生産性が低下している。
- (3) 株価の低落：収益性、成長性のかげりに対し市場が反応し株価が低落傾向にあり、現在では理論株価と同等のレベルまで株価が下落している。
- (4) フリーキャッシュフローのマイナスの継続：営業キャッシュフローを投資キャッシュフローが上回るフリーキャッシュフローのマイナス状況が恒常化しつつあり、過剰投資状態になっている懸念がある。
- (5) 生命保険事業の伸び悩み：他セグメントに比べ、収益性、成長性、効率性に劣る状態が続いている。
- (6) 巨額の営業貸付金及び借入金：積極的な投融資の結果、営業貸付金は2兆円を超えており、借入金返済額も2兆円弱という巨額の資金を循環させており、リスク管理の徹底が求められる。

それぞれについて考えられる対策は以下の通りである。第1に、収益性、成長性の低い事業から高い事業へ資金を回して、企業体としての収益性、成長性の向上を狙う。生命保険事業は縮小もしくは他社との提携や撤退を検討する。第2に、同社の積極姿勢は過度な投融資につながっている可能性もあり、案件の選別とリスク管理の徹底により、フリーキャッシュフローのマイナスを減少させる。それに伴い、営業貸付金及び借入金の削減を図り、財務リスクの低減を図る。

3 企業価値創造

3.1 企業価値についての考え方

<企業理念>

オリックスはたえず市場の要請を先取りし、先進的・国際的な金融サービス事業を通じて、新しい価値と環境の創造を目指し社会に貢献してまいります。



<経営方針>

・オリックスは、お客様の多様な要請に対し、たえず質の高いサービスを提供し、強い信頼関係の確立を目指します。

・オリックスは、連結経営により、すべての経営資源を結集し、経営基盤の強化と持続的な成長を目指します。

・オリックスは、人材の育成と役職員の自己研鑽による資質の向上を通じ、働く喜びと誇りを共感できる風土の醸成を目指します。

・オリックスは、この経営方針の実践を通じて、中長期的な株主価値の増大を目指します。



<利益配分等に関する方針>

・オリックスは、事業活動で得られた利益を主に内部留保として確保することにより、事業基盤の強化や成長のための投資に活用し、財務の健全性を維持しつつ持続的な成長を果たすことが株主価値の増大につながると考えています。

また、中長期的な利益成長による株主価値の増大に加え、適正な利益配分により株主の皆様のご期待に応えてまいりたいと考えています。

・配当については、株主資本配当率(DOE)を主要指標と捉え、決定してまいります。昨今の経営指標を踏まえ、当面は2%程度を目安といたします。

・自己株主の取得については、必要な内部留保の水準を考慮しつつ、経営環境の変化、株価の動向、および財務状況等を勘案のうえ、弾力的・機動的に対処していきます。

同社が企業価値としてもっとも重視しているのは「利益成長」であるといえる。常に新しいサービスを提供することによる継続的な成長が株主価値の向上であると明確に定義付けており、今までの同社の多角化、拡大路線はまさにこの考え方に基づいたものといえる。以下、企業価値の提供について同社のステークホルダーである株主、顧客、従業員、社会の4つに分けてみていく。

(1) 株主価値創造

利益配分等に関する方針については「事業活動で得られた利益を主に内部留保として確保し、「事業基盤の強化や成長のための投資に活用」することを基本としている。同社「年次

報告書 2008」の「株主の皆様へ～CEO メッセージ」で宮内 CEO は以下のように述べている。「中長期の視野で、会社経営はなされていくべきものであり、株主の皆様への利益還元の基本は、オリックスの中長期的な成長による株主価値の増大であると考えています。しかしながら、現在の株式市場の環境は厳しい状況にあり、また不透明な環境下、新規投融资を抑制し、成長も一時的に鈍化したことから、オリックスの成長に変わらぬ期待をお寄せいただいている株主の皆様には増配でお応えする方針です。」

この文章によると、株主価値とは同社の中長期的な成長であり、成長が鈍化した場合には株主に対して利益還元したことにはならないため、増配で報いるということになる。同社は目標とする経営指標として①成長性、②収益性、③健全性を上げており、この3つの指標が満足されれば株主に対する利益還元がなされたということの意味する。

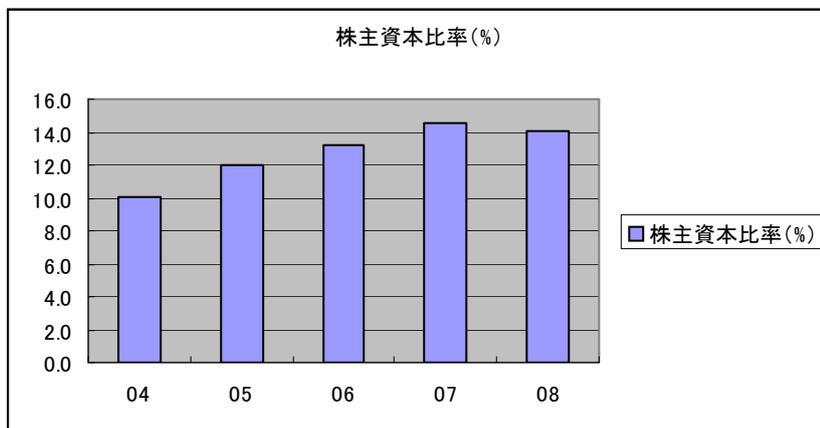
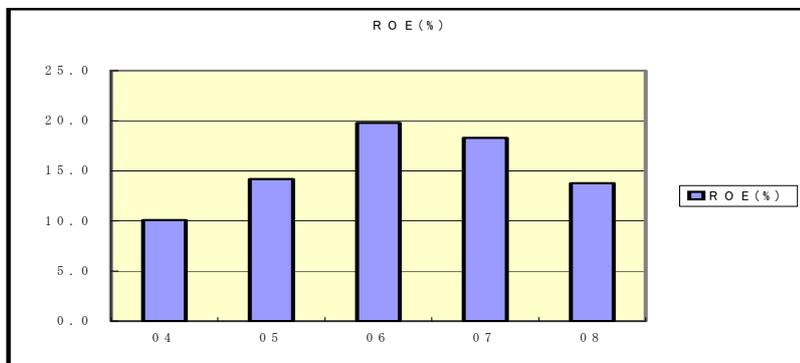
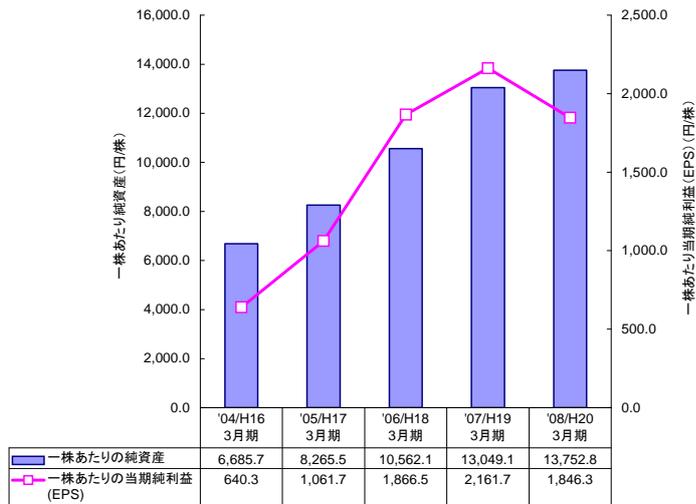
<目標とする経営指標>

<p>成長性</p> <p>1株当たり当期純利益 の持続的な成長</p>	<p>収益性</p> <p>ROEの持続的向上</p>	<p>健全性</p> <p>リスク量の変化に応じた適切な株主資本比率の維持</p>
---	------------------------------------	--

成長性については、04～07年度は1株当たり純利益を継続して向上させてきたが、2008年度は下落している。収益性についてはROEが2007,2008年度と2年続けて下落。健全性を示す株主資本比率も08年度に下落している。同社はこの要因として、米国経済の減速、企業間競争の激化、米国サブプライムローン問題に端を発する国際的な金融資本市場の混乱と世界的な波及、国内株式市場の下落によるものとしている。

年	1株当たり当期純利益 (円/株)	ROE (%)	株主資本比率 (%)
04	601	10.1	10.0
05	1,002	14.2	12.0
06	1,790	19.8	13.2
07	2,101	18.3	14.6
08	1,818	13.8	14.1

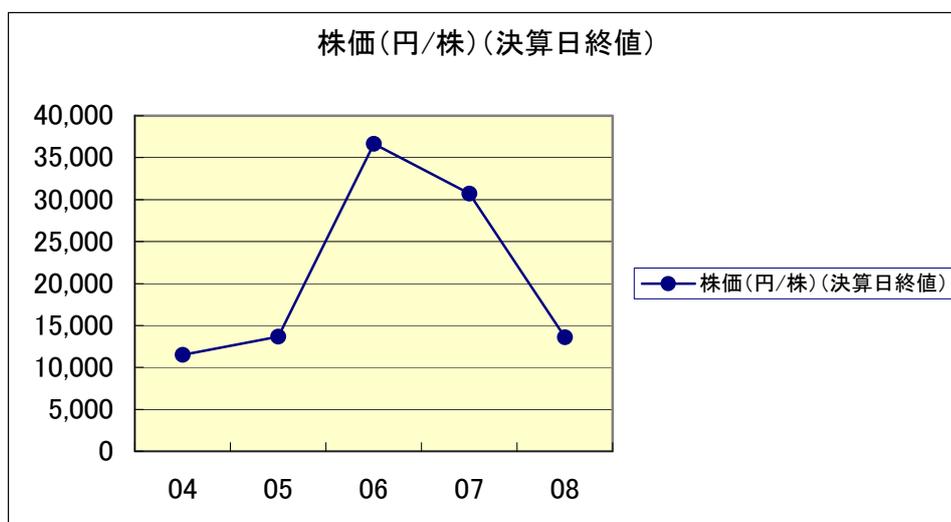
一株あたり純資産・純利益



同社は 04 年度以降、増配を継続しており、利益配分等に関する方針にも株主資本配当率 (DOE) を当面 2%程度を目安とするとしているが、08 年度の経営 3 指標全ての下落は成長の鈍化であるとして、同年度の配当を 130 円/株から 260 円/株に倍増している。配当性向も 07 年度の 6.2%から 08 年度は 14.3%にアップしている。しかし、08 年度決算日の同社株価 13,600 円に対して、1 株当たり純資産は 13,752 円であり、株価純資産比率 (PBR) は 1.0 を若干下回っている従来市場で成長性を高く評価されてきただけに、成長性にかげりが見え始めると市場が評価し、現状の同社株価の割安を招いていると思

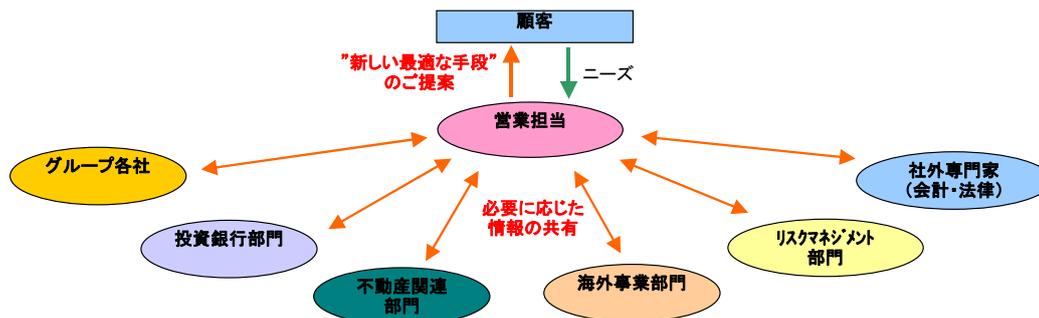
われる。継続的な成長＝株主価値向上＝キャピタルゲイン向上の図式が崩れた状態をインカムゲインの向上で穴埋めする形となっており、本来の同社の考える株主価値向上ができていないのが現状といえる。

	2004	2005	2006	2007	2008
株主資本(百万円)	564,047	727,333	953,646	1,194,234	1,267,917
当期純利益(百万円)	54,020	91,496	166,388	196,506	169,597
1株当たり当期純利益(円/株)	601	1,002	1,790	2,101	1,818
配当金(円/株)	25	40	90	130	260
配当性向	4.2%	4.0%	5.0%	6.2%	14.3%
DOE(株主資本配当率)	0.39%	0.53%	0.95%	1.10%	1.92%



(2) 顧客価値創造

同社経営方針では「お客様の多様な要請に対し、たえず質の高いサービスを提供し、強い信頼関係の確立を目指す」とある。また、会社案内には、「設備・車両関連、不動産関連、財務関連、投資銀行業務等幅広いサービスメニューと知の総合、グループ各社・部門とのチームプレーが強みである」ことが述べられている。また、様々な経営課題をスピーディーに解決するために営業担当者がグループの一元的な窓口となって、幅広い金融サービスを「ワンストップ」で提供することをPRしている。同社は設備・車両のリースから融資、不動産ノンリコースローン、事業再生、M&A アドバイザリー等へと重要顧客である中小企業に対して提供できるサービスを拡大してきた。まさに顧客に対して総合的なサービスを提供することによって顧客価値を高めてきたとあってよく、これが同社の最大の強みである。例えばある中小企業に対し、①業務用車両のリース、②パソコン、計測機器等のレンタル、③融資を行うだけでなく、④新規販売事務所設置のニーズがあれば不動産の仲介を行い、⑤海外進出のニーズがあればそのサポートを行ない（リース、レンタル、融資、不動産仲介等）、⑥M&A のニーズがあればアドバイザー業務を行い、⑦経営不振に陥った場合には事業再生投資を行う等、顧客ニーズに対して総合的な提案ができる体制をとっており、中小企業に対する高い顧客価値を持っているとあってよいと考える。



図：「ワンストップサービス」のイメージ（「オリックスグループのご案内」より）

(3) 従業員価値創造

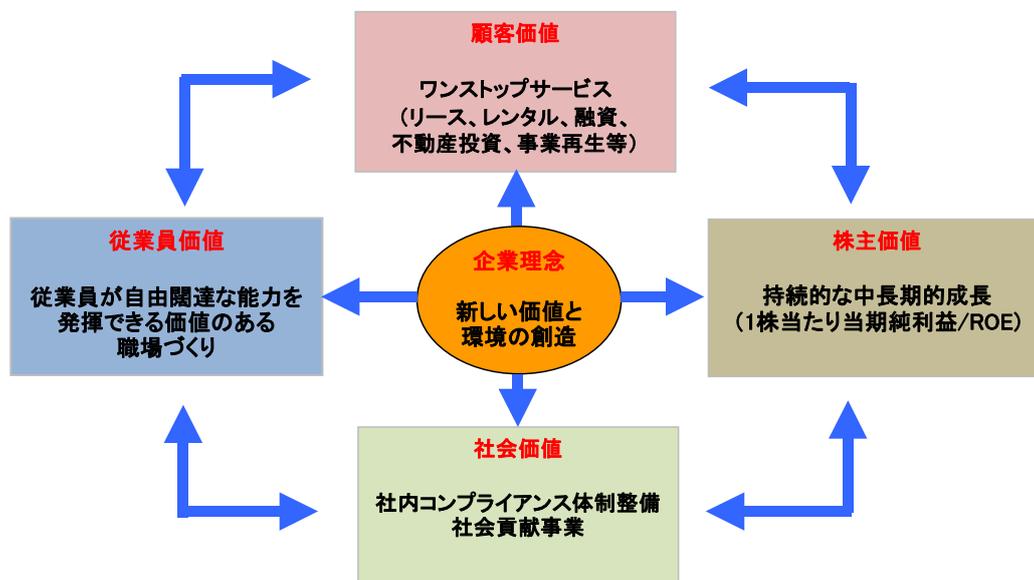
同社経営方針では「人材の育成と役職員の自己研鑽による資質の向上を通じ、働く喜びと誇りを共感できる風土の醸成を目指す」こと及び「企業の役職員にとっては、よりよい職場づくり、そして家族や取引先を含めてより有意義な生活をしていくための環境整備を図ることがきわめて重要」であり、「企業体質強化のための施策のひとつとして『価値ある職場づくり』に取り組んで」おり、「最も重要な経営資源である人材、すなわち役職員が自由闊達に各自の能力を発揮できるオリックスにしていきたい」と述べている。同社の極めて旺盛な積極投資姿勢は従業員の新しい事業提案意欲を増進させていると思われる。

同社のように新しいサービスの提供を継続的に創造していくことを重視している場合、人材の質が最重要と思われる。経営方針で述べられている『価値ある職場づくり』が実際にどのようなものであるかは不明だが、ホームページを見ると同社は積極的に求人活動を行っており、また有価証券報告書によると同社の平均在職年数は8.5年と短く、積極的に外部人材を登用し、従業員同士を競い合わせて「自己研鑽」させることによって資質の向上を図っているのが実際のところではないかと推測される。

(4) 社会価値創造

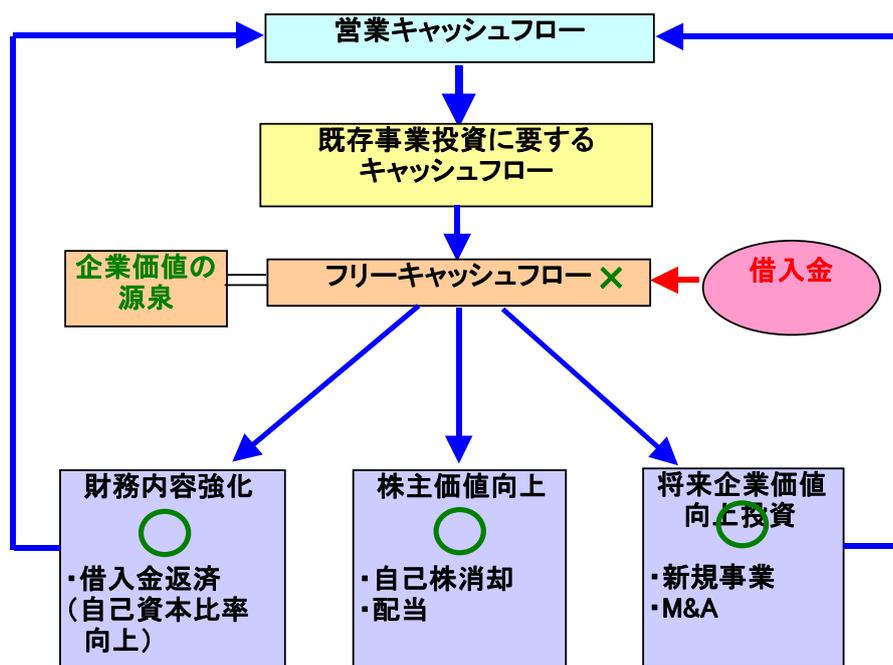
同社は社会倫理・法令の遵守を徹底するために米国 SOX に規定されている内部統制のフレームワークに従って、内部統制システムを整備している。内部統制の構成要素として、「統制環境」「リスクの評価」「統制活動」「情報と伝達」「監視活動」を上げているが、そのうち「統制環境」が基礎をなすものとしており、そのために「企業風土としてのコンプライアンスの浸透・強化」を徹底している。1998年4月に21世紀における Excellent Company を目指すための規範（「EC21」）として「企業行動規範」「社員行動規範」を制定し、コンプライアンス専門部署の設置、2002年にはより具体的な行動指針として「役職員行動実践」及び研修プランを策定しており、規定・組織等の枠組みはしっかりと決められている。また、事業活動だけでは社会に貢献できない分野について継続的な支援を行うことを目的に、2006年4月「オリックス社会貢献基金 ORIX Social Fund」を設立し、社会的にハンディキャップを持った方たちへの支援や海外の貧しい地域での教育センター設置等の社会貢献活動を実施している。

以上、同社の企業理念及びステークホルダー（株主、顧客、従業員、社会）に対する企業価値創造をまとめると以下の図の通りとなる。



3.2 課題・問題点

次の図をみると、同社は自己資本比率の向上により財務内容強化はできており、増配のみでなく自己株式の取得についても機動的に行うことを経営方針で明言しておりこの意味での株主価値向上もできている。さらに将来企業価値を向上させる投資も継続的に行っている。同社は成長性維持のための積極的な投資によりフリーキャッシュフローのマイナス状況を継続している。本来はフリーキャッシュフローのプラス分で成長投資を賄うべきところを賄いきれておらず、不足分を短期借入金で補っている状態が継続している。この意味では企業価値を高めているとはいえない状況である。



図：企業価値キャッシュフロー

新しい価値と創造のために継続的な成長を図っていく経営方針通り同社は今まで拡大を続けてきており、フリーキャッシュフローによる企業価値は見出せないにもかかわらず株価が上昇してきていたことは、市場が同社の成長力を期待していたものと思われる。2008年度に成長が鈍化しそれとともに株価も急落したことはそのことを証明している。今後も金融市場は不透明な状況が継続するものとみられ、旧来のような右肩上がりの成長を継続していくことは難しいと思われる。そうなると現状のままフリーキャッシュフローがマイナスの状態が続いていると株式市場の評価も改善しない恐れもある。したがって同社としては本来の企業価値であるフリーキャッシュフローの改善を早急に図るべきと考える。「2009年度は信用リスクに対してより慎重に対応し、堅実性を優先した経営を行い、次なるチャンスのための足元を固める1年である」と宮内CEOは「CEOメッセージ」のなかで述べているが、この機会に貸出金の抑制、回収、不動産投資の回収等を通じて、フリーキャッシュフローのマイナスを削減していくことが必要ではないかと思われる。

4 企業環境分析

4.1 中小企業向け金融部門

中小企業向ローン分野で、同社はリース取引を足がかりに融資まで行うことで存在感を発揮してきた。本来は地方銀行が強い分野であったが、90年代末の大手銀行への公的資金投入による「貸し渋り」の解消により中小企業融資の審査が簡易となり、2000年に入ると大手銀行がノンバンクとの提携等を通じて中小企業への貸し出しを強化してきている。したがって、現状では大手銀行、地方銀行がこの分野での競合相手となる。

中小企業向けローンを巡る金融機関の主な動き

90年代末

バブル崩壊後の『貸し渋り』
→大手銀行への公的資金注入
→中小企業向融資の自動審査化

01年以降

「中小企業向ローン」の拡大を目的にノンバンクと提携
(住友信託/アイフル、新生/ニッシン等)

02年以降

「金融再生プログラム」で政府より中小企業向貸し出しの拡大要請
→大手行による推進体制の整備
(例:5,000万円を最長5年間中小企業に貸し付けるローンの創設等)

04年以降

ノンバンクとの提携さらに進展
(三菱東京/アコム、三井住友/プロミス等)

05年以降

貸し出し競争の活発化
例)①大手行による地方都市への中小企業向ローン特化型軽量店舗設置
②大手行と地方金融機関の貸出競争
③地域金融機関とノンバンクの提携

中小企業においては、倒産件数は 2002 年度の約 19,000 件から 2007 年度の約 14,000 件と減少はしているものの、昨今の原油高、原料高により経営は圧迫されており、大手企業との収益力に差が広がっている状況にある。銀行の貸し渋り状態が復活しつつあり、その意味では同社に対する資金需要はむしろ増大傾向にあるとみられる。同社は M&A や提携戦略により、リース業務から次第に業容を拡大し、中小企業向融資マーケットにおいて総合金融サービスを提供することにより差別化戦略をとることによりマーケットにおいて独自の地位を得る機会をつかんだ。脅威となるのはもともとの競合である地方銀行、新たに参入強化を狙う大手銀行である。同社は資金力では預金を持っている大手銀行、地方銀行に比べて弱い。

	三菱UFJ	三井住友	みずほ	3行平均	オリックス	対3行比
総資産額 億円	1,929,931	1,119,559	1,544,121	1,531,204	89,950	5.9%
うち貸出金 億円	885,388	621,449	656,087	720,975	37,663	5.2%
うち有価証券 億円	408,516	235,175	339,585	327,759	11,218	3.4%
負債 億円	1,833,934	1,067,318	1,487,179	1,462,810	76,858	5.3%
うち預金 億円	1,213,073	726,906	761,753	900,577	4,707	0.5%
純資産額 億円	95,997	52,241	56,942	68,393	12,679	18.5%
自己資本比率	11.19%	10.56%	8.50%	10.1%	14.10%	
当期純利益 億円	6,366	4,615	6,210	5,730	1,696	29.6%
ROA	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	1.9%	
ROE	9.7%	13.2%	7.0%	10.0%	13.8%	

08 年度中小企業白書には、同社の「売り手」である中小企業のうち地元金融機関からの借入で十分であると感じている会社が多いとの調査結果が出ている。貸し渋りが復活傾向にはあるものの、最大の脅威はやはり地元の金融機関であるといえる。

地域における中小企業金融の機能強化

○中小企業においては、規模の小さい企業ほど資金調達を金融機関からの借入に依存している。地方圏では地元の地域金融機関をメインバンクとする中小企業の割合が非常に高く、両者の関係は特に密接。

○中小企業のエクイティファイナンス(ベンチャーファイナンス等)への関心は総じて低い。

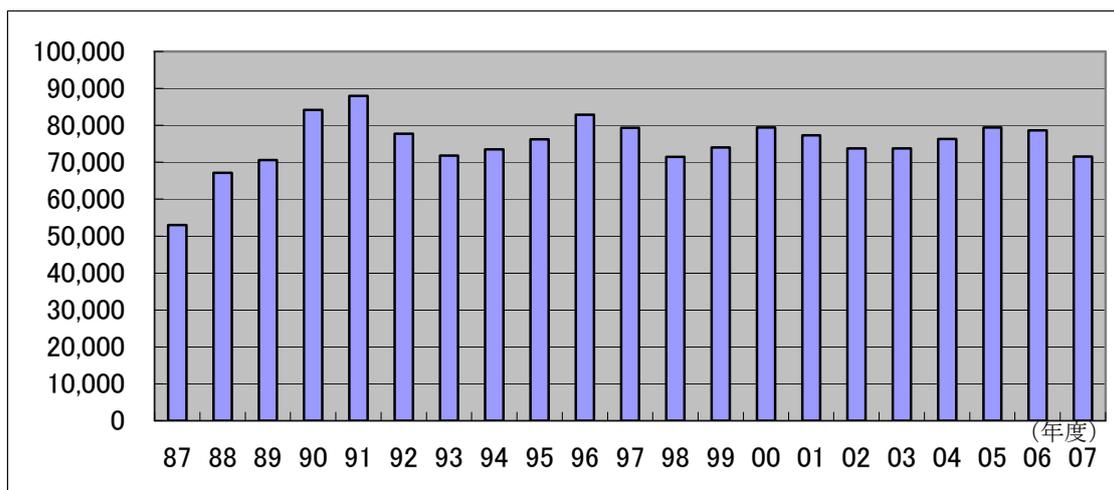
○エクイティファイナンスを行わずとも金融機関からの資金調達で十分であり、経営の自由度が高い現体制を維持したいと考える中小企業の割合が高い。

(「中小企業白書」2008年版 全体概要より)

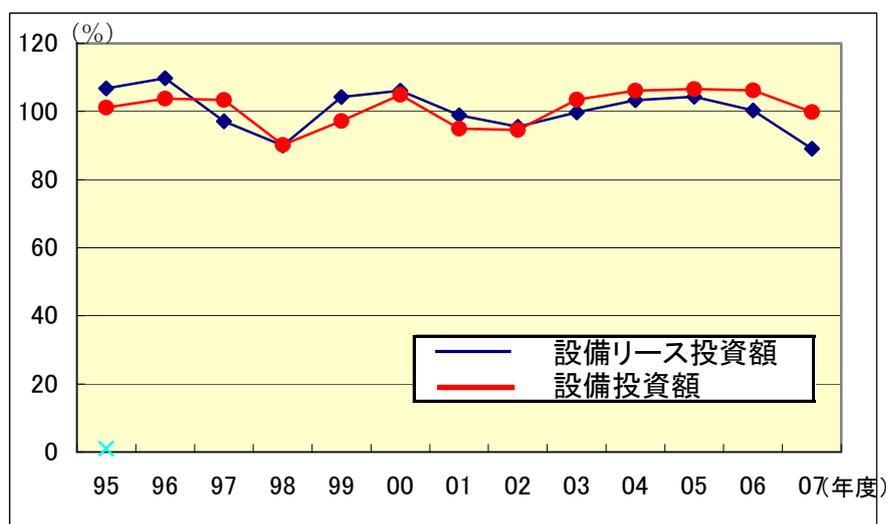
こうした状況下において、同社は 08 年 8 月 5 日付で全国 13 行の地方銀行と中堅・中小企業の成長支援を目指す包括提携に関する基本合意に達したと発表した。各行の取引先である中堅・中小企業が抱える事業承継、海外進出等の経営諸課題に対し、同社の持つ投資銀行関連業務や各種金融サービスを提供するとともに、各地銀の営業エリアを超えた M&A 情報のマッチングも同社のネットワークを通じて全国規模で行っていくというものである。この提携により地方銀行との競争を避け、地方銀行には提供が難しく同社が得意とするサービスを提供することにより地方銀行と連携して大手行に対抗できる強みが得られる。新たな「機会」を創出する好ましい提携であると評価できる。

4.2 リース部門

同社はわが国におけるリース部門の草分けであり、現在でもリース部門では国内シェア 1 位を占める。90 年代前半のバブル期に不良債権を抱えたリース会社が多く収益性悪化に苦しんだ末、90 代後半以降リース会社の再編が進み、業界大手のシェアはアップしている。しかし、リース会計見直しの影響もあり、リース取扱高は減少傾向にあり、91 年度の約 9 兆円をピークに横バイもしくは減少を続け、07 年度は 7 兆円にとどまるに到っている。また 03 年度は以降設備投資の伸び率に比べて設備リース投資の伸び率の方が低い状態が続いている。



リース取扱高の推移 (単位：億円)

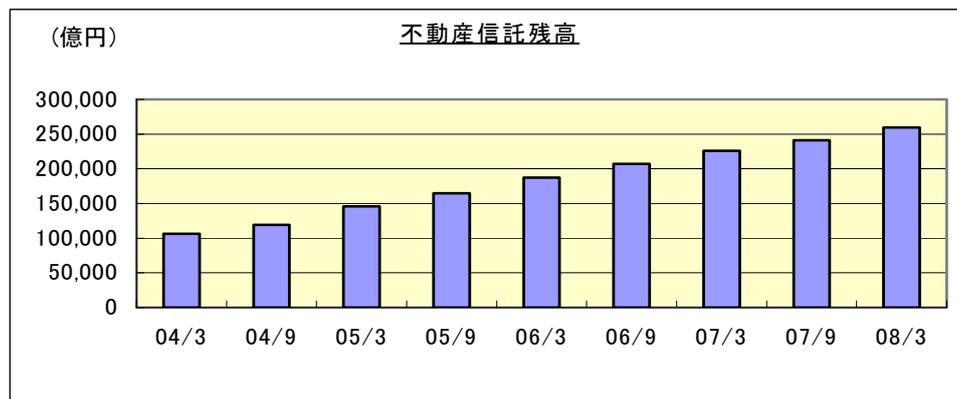
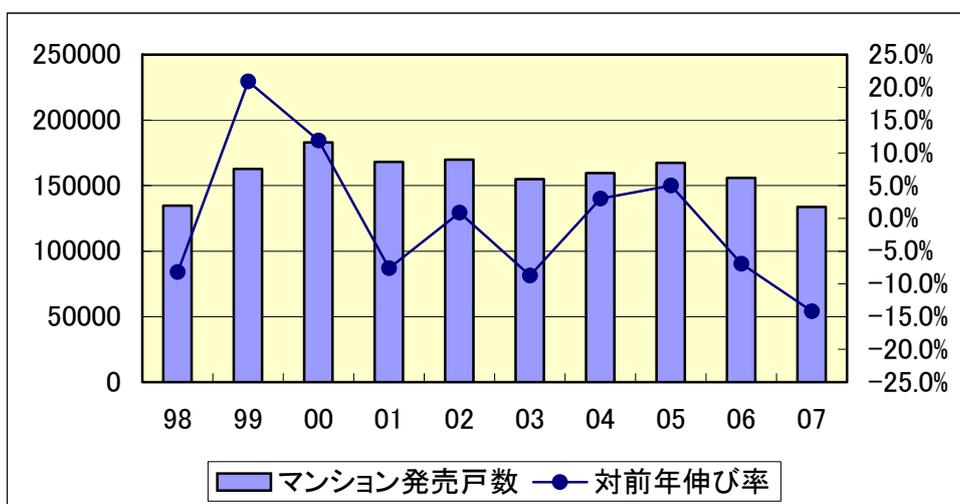


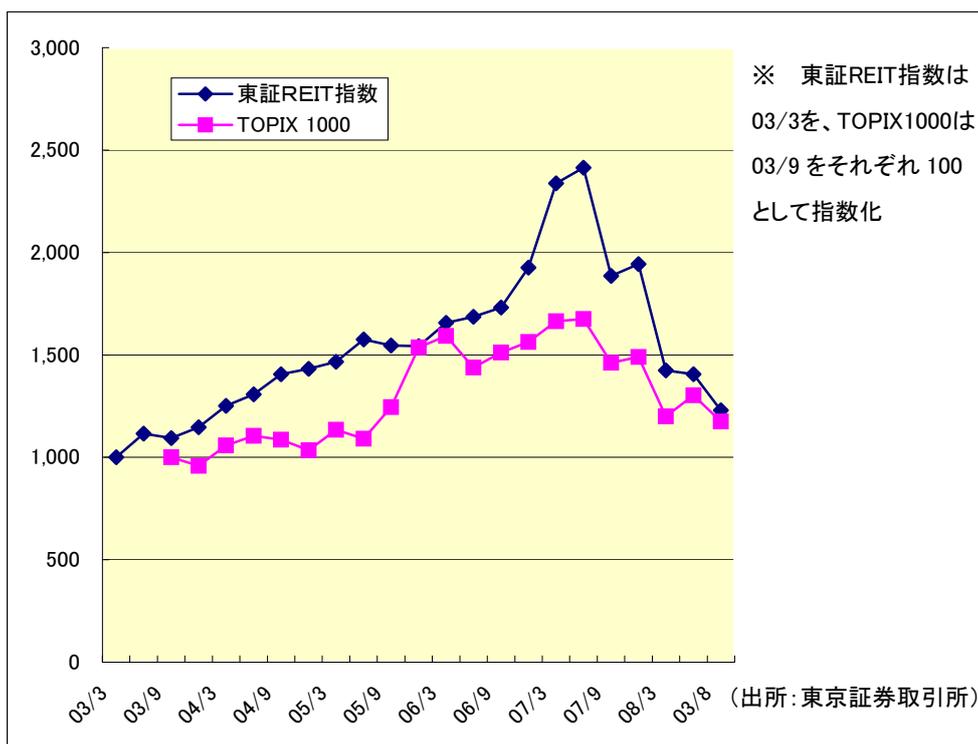
設備リース投資及び設備投資の前年度からの伸び率

以上のように既存メニューのマーケットは縮小しているため、例えば自動車の個人向けビジネスである「マイカーリース」や「カーシェアリング」などに新たな機会を求めていく戦略が不可欠と思われる。脅威としてはリース会計基準変更による法人のリース離れが考えられるが、特殊な設備である医療機器や計測機器に対するニーズは継続すると予測される。

4.3 不動産部門

同社はマンション発売高では業界第10位、不動産全体の売上高では業界第20位を占めており、業界では中堅クラスに位置しているといえる。全国のマンション販売戸数の伸び率は03～05年度には上昇したものの、06、07年度と減少に転じている。こうした状況下で業界内では優良物件獲得のため立地のよい開発用地の取得競争が激化している。一方、同社が得意としている資産回転型不動産事業を含む不動産信託の残高は年々増加しているが、不動産証券化(REIT)における証券の相場は07年9月の約2,400(03年3月を1,000として指数化)から08年8月には1,200前後まで落ち込んできている。これは一時的に過熱したREIT市場の調整が進み、適正な水準に落ち着き始めたことを示しているものと思われる。





マンション分譲については競合も多く他社との差別化戦略はなかなかとりにくいと思われる。同社の中小企業向け金融総合サービスとのシナジーも発揮しにくく他社に対して優位性を発揮することも難しい分野である。同社としては開発、建設、賃貸したオフィスビル・物流施設等を賃貸し、売却する「資産回転型」の不動産ビジネスを展開することで投資銀行的なデベロッパーとして機能することで差別化を図ることを新たな投資機会としてとらえており、大型商業施設のような大型開発物件も視野に入れている。この分野で脅威となるのは、三井不動産、三菱地所、住友不動産といった大手不動産会社である。以下に示す通り、会社の体力では同社は及ばないが、同社としては得意とする金融総合サービスによる中小企業への密着型営業力や広範なネットワークを生かした情報収集力では勝るものと思われる、その強みを活かして体力の不利を補っていく必要がある。

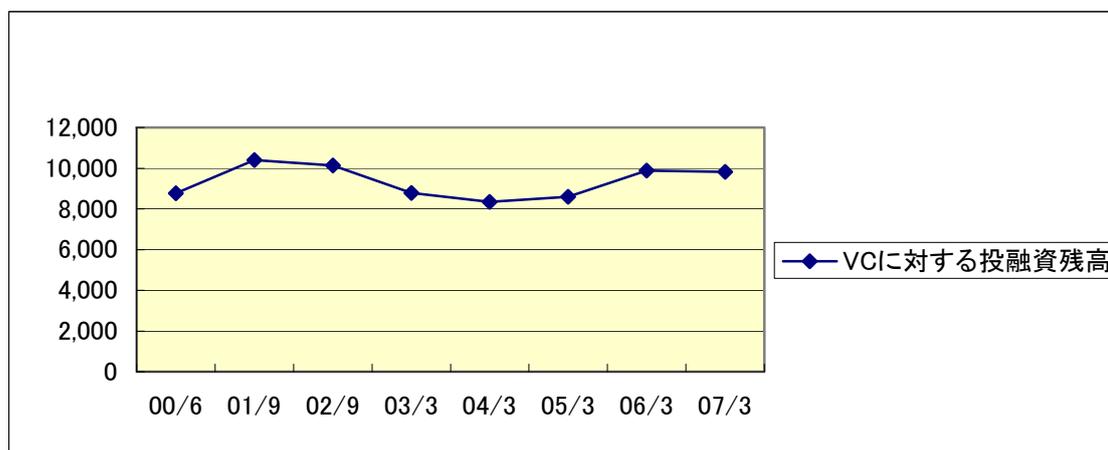
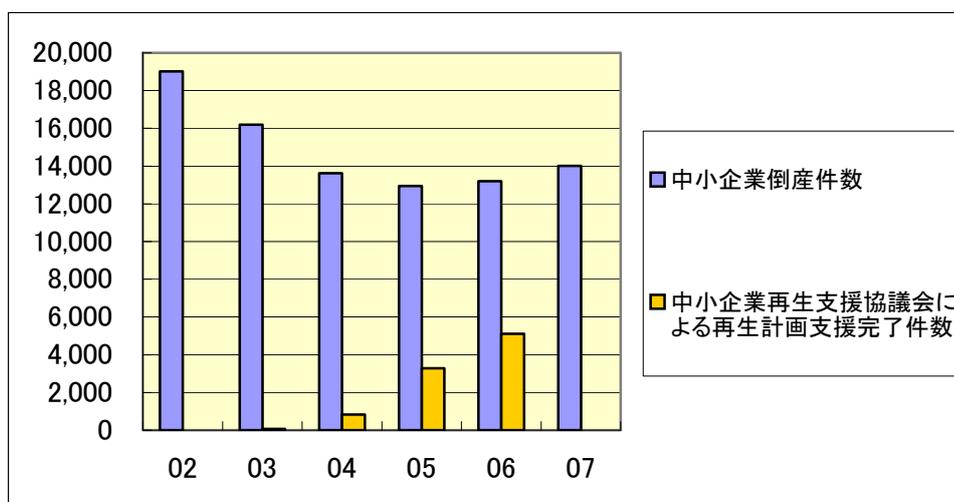
	三井不動産	三菱地所	住友不動産	3社平均	オリックス	対3社比	不動産部門	対3社比
営業収益	百万円 1,360,023	787,652	676,834	941,503	1,154,054	122.6%	278,096	29.5%
営業利益	百万円 179,282	177,983	137,176	164,814	189,201	114.8%	80,778	49.0%
営業利益率	13.2%	22.6%	20.3%	18.7%	16.4%		29.0%	
当期純利益	百万円 87,378	86,963	50,299	74,880	1,696	2.3%		
営業収益当期純利益率	6.4%	11.0%	7.4%	8.3%	0.1%			
総資産	百万円 3,634,489	4,327,137	2,747,899	3,569,842	8,995,000	252.0%	1,053,364	29.5%
純資産	百万円 992,003	1,238,889	409,196	880,029	1,267,900	144.1%		
自己資本比率	26.7%	28.6%	14.9%	23.4%	14.1%			
ROA	5.3%	4.9%	5.4%	5.2%	1.9%			
ROE	9.1%	7.1%	12.8%	9.7%	13.8%			

大手不動産会社との利益・資産比較

4.4 投資銀行部門 (企業再生・ベンチャーキャピタル)

企業再生分野では株式投資ファンド、外資系投資銀行、大手銀行が競争相手となる。中小企業の倒産件数は02年度の約18,000件あったが、04～08年度は14,000件程度におさまっている。一方03年度より開始された中小企業庁による中小企業再生支援協議会によ

る再生計画支援の完了件数は年々増加しており、06年度には5,000件を突破している。事業再生支援の考え方が社会的に浸透してきており、今後も増加が見込まれる。中小企業に対する事業再生に関するアンケート結果（中小企業白書2008年度版）によると、経営がとても困難であると感じたことがある企業は4社に1社にのぼり、少し困難だと感じた企業を含めると4社に3社の割合となる。このことから事業再生計画検討のニーズは依然高いと思われる。ベンチャーキャピタル分野では、同社（オリックスキャピタル）の投融資残高は業界12位（2005年3月時点）である。国内でのベンチャーキャピタルに対する投融資残高はここ数年8,000億円～1兆円でほぼ安定している。



同社は全国多くの地域金融機関と再生ファンドの組成、動産担保保証業務、事業者向無担保ローン保証業務等テーマ別に提携しており、また2006年度よりリレーションパートナーシップ制度を導入し、日本全国の公認会計士事務所、税理士事務所、コンサルティング会社との間で顧客の紹介及び各種情報の提供を委託することも始めている。こうした提携戦略により、すでに金融総合サービスを提供している中小企業からの情報収集に加え、地方銀行や公認会計士等からの情報収集も可能となり、同社にとって脅威である株式投資フ

ファンド、外資系投資銀行、国内大手銀行等の競争相手よりも情報収集力の点では優位に立つことができるはずである。ベンチャーキャピタルについては、競争相手も多く最近ではベンチャー投資自体も伸び悩んでいるが、これも同社のネットワークを使って有望なアントレプレナーや事業計画を発掘することが可能であり、差別化できる余地はあると思われる。

4.5 リテール事業

同社のリテール事業は住宅ローン、カードローン、生命保険、ネット専門証券であるが、いずれも後発であり、すでに大手の会社が存在しており競争が激しい分野である。いずれの分野でも現状以上にシェアを高めて収益力を上げていくことは既定路線を進んでいくとすればなかなか難しいといわざるをえない。マーケットも少子高齢化が進展していく状況の下では拡大していくことは考えにくい。したがって考えられる戦略としては①シナジー効果を狙った他社との提携もしくは合併戦略、もしくは②ニッチ分野を狙った集中戦略ではないかと考える。実際に同社はすでに新聞発表されたようにセゾングループとの統合を検討している模様（同社は否定）であり、生命保険分野においては保証性商品（死亡保険、医療保険等）の開発、拡販に軸足を移しているようである。

4.6 海外分野

米国の実体経済が悪化している一方で中国、インドを含むアジアは経済の発展段階にあり、同社が得意とする中小企業向金融総合サービスに対するニーズは大きくなっていくと予想される。さらに同地域での不動産開発案件や不良債権投資案件も期待できる。リース・融資については地元のリース会社や銀行が、不動産開発案件や不良債権投資案件では海外投資銀行、株式投資ファンド等が競争相手になる。同社としては国内での大幅な収益増加は難しい状況にあると思われ、同社の得意とする中小企業向総合金融サービスを軸にした営業展開ができるマーケットを開拓していくことが持続的な成長には不可欠であるし、今まで蓄積してきた金融や不動産投資、企業再生ノウハウを新しいマーケットに適用することで、脅威である地元のリース会社や銀行、海外投資銀行、株式投資ファンド等との差別化を図ることも可能なはずである。

4.7 課題

同社のセグメント別マーケット・競合状況、今後強みを発揮できると思われる業務について次の表の通りまとめる。今までの検討からいえる同社の課題、問題点は以下である。国内マーケットはいずれも高い成長は期待できないなかで競争相手も多く、競争の厳しい状況が続くと思われる。同社の強みである既存の顧客網及び提携関係により構築したネットワークによる高い情報収集力を駆使していかに他社より優位に立つかの戦略構築が重要である。マンション分譲事業およびリテール事業については同社の総合金融サービスのシナジー効果が出にくいのではないかと考えられ、今後の方向性の検討が課題になると思われる。アジアマーケットは同社にとって有望な市場であり、他事業とのポートフォリオ戦略を検討する必要がある。

セグメント別競合・マーケット情報

旧セグメント	主な顧客	競合業種	マーケット・競合状況	強みを発揮できるポイント
融資	中堅・中小企業	銀行 ノンバンク	中小企業の資金需要は堅調。銀行及び銀行系ノンバンクは中小企業向けローンに積極的で競争が厳しい状態。	ネットワークを活かして不動産事業(店舗の建設・賃貸もしくは証券化、不良債権投資、企業再生、海外進出・M&Aアドバイザー等ワンストップサービスの進展を狙う。
リース	中堅・中小企業	リース会社	リース需要は減少傾向にある。一方リース会社の間では淘汰が進んでいる。	
自動車・レンタル	中堅・中小企業	リース会社 レンタル会社	大手間の競争激化、淘汰の段階。マーケットは横バイもしくは縮小。	個人向自動車リース市場、医療機器、分析機器等新マーケットを開拓。
不動産	中堅・中小企業	不動産会社	マンション販売戸数の伸び率減退。大型優良案件を求めて立地条件のよい開発用地の取得競争が激化。	資産回転型(証券化)不動産ビジネスに注力。
不動産ファイナンス	中堅・中小企業	外資系投資銀行 株式投資ファンド 銀行	不動産ノンリコースローン市場は銀行、外資系ファンドが参入し競争激しい。	・強みである既存の顧客とのつながりを活かせる分野で今後とも注力。
不良債権投資 プリンシパルインベストメント事業(企業再生等)	中堅・中小企業	株式投資ファンド 外資系投資銀行 銀行	不良債権投資のチャンスは増加傾向にあり、中小企業の事業再生ニーズも高まっている。	・全国地方銀行との提携により優良案件情報収集力アップと競争の緩和を図る。
M&Aアドバイザー業務	中堅・中小企業	国内独立系 銀行系、証券系 ファンド 商社 海外ファンド	日本でもM&Aが重要な経営戦略として認知され今後も案件は増加するとみられるが、競争はさらに厳しくなりそうな状況	強みである既存の顧客とのつながりを活かせる分野で今後とも注力。
ベンチャーキャピタル	ベンチャー事業家	他ベンチャー キャピタル	国内外ともにベンチャー投資は伸び悩み気味。競争相手は多い。	新たな顧客開拓→多様なサービスの提供が成長のベースであり、今後も注力する。
住宅ローン カードローン 生命保険 ネット専業証券	個人	銀行・ノンバンク 信販会社 生命保険会社 証券会社	マーケットは安定的に存在するが、どの分野も大手に比べて規模が小さくまともに競争しても勝てない。	対象を絞ったニッチ商品に特化。
米州 アジア 太平洋 欧州	中堅・中小企業	銀行 リース会社 外資系投資銀行 株式投資ファンド 銀行	法人向金融サービス分野では中国、アジア等経済発展段階にある地域の需要は高い。現地のリース会社、金融機関との競争となる。	国内での中小企業向け総合金融サービスのノウハウを活かしてアジアを中心にマーケット拡大を狙うべき。今後もっとも注力すべきセグメント。

5 企業成長戦略

5.1 事業展開シナリオ

同社のこれまでの事業展開を年代別に整理すると以下のようになる。

・1960～70年代

1964年にオリエント・リースとして設立され、その後自動車リース、法人向不動産担保ローンに進出し、中小企業向け金融サービスを土台を固めた。79年にはカードローンに進出。

・1980年代

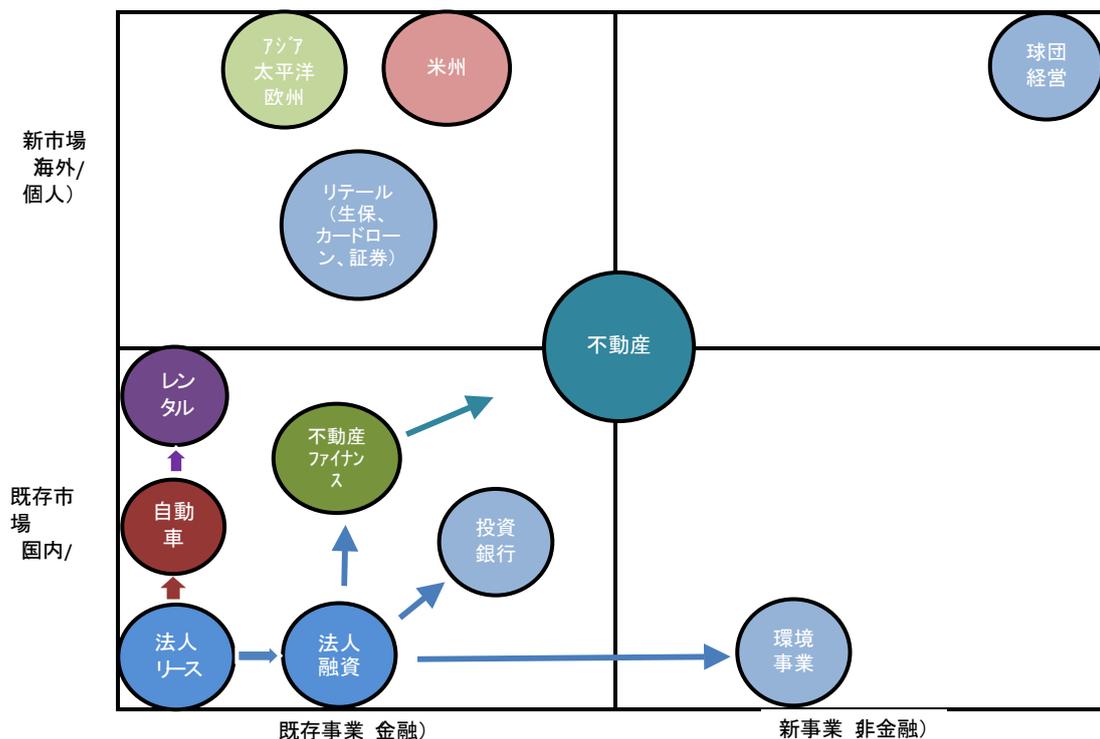
住宅ローン事業（80年）、独身寮賃貸事業（86年）を開始、不動産及び不動産ファイナンス事業の土台を固めた。83年にはベンチャーキャピタルを設立、86年にはオリックス証券に資本参加した。

・1990年代

生命保険事業（90年）、信託銀行業務（98年）、不動産事業（99年）に進出する一方、不良債権処理にも着手し、99年債権回収会社を設立。

・2000年代

銀行（あおぞら銀行）、損害保険（富士火災）、生命保険（大韓生命）、不動産（大京）に出資。投資銀行業務に積極展開



以上の通り、同社はたえず業容を拡大しながら成長を継続してきているが、その事業展開シナリオは以下の2系列に分かれると考えられる。

(1) 中小企業を対象としたサービス業務拡大シナリオ

顧客からのニーズに対して幅広く対応できるように、自らの業容を拡大していく。

リース → 法人向ローン → 独身寮賃貸（不動産業） → 不動産ノンリコースローン → 不良債権処理 → 投資銀行業務（事業再生、M&A アドバイザー）

(2) リテール業務を対象としたサービス業務拡大シナリオ

個人の顧客のニーズに対して幅広く対応できるように、自らの業容を拡大していく。

カードローン → 住宅ローン → 証券業 → 生命保険

リテール業務を中小企業の社員を対象にしたものと考えれば、これも中小企業向サービスに包含されることになり、そうすると同社の事業展開シナリオは「中小企業を対象としたサービス業務拡大シナリオ」であったと説明できる。

5.2 資源循環

同社のキャッシュフロー循環と成長は以下の通り説明できる。

(1) 事業評価基準設定

同社の経営方針では「持続的な成長が企業価値の増大」であり、成長のための事業基盤の強化を目的とする投資であり成長性、収益性の向上につながるものが事業評価基準になるものと思われる。明確に基準が示されておらず、基準の明確化は今後の課題である。

(2) 事業の選択と集中

消費者金融分野からの撤退はあるが、その他は成長のために一貫して事業拡大を継続しており、同社の場合今まで選択と集中は行われていないと言ってよいのではないかと。選択と集中をどうしていくのかの検討は今後の課題である。

(3) キャッシュフロー増大

同社はフリーキャッシュフローのマイナスを継続しており、事業拡大のための資金のすべてを自らが生み出したキャッシュフローで賄うことができず、外部からの資金調達で賄っている状況である。問題点である

(4) 成長投資による事業拡大

サービス業務拡大シナリオにもとづき成長投資を継続し事業の拡大を図っている。

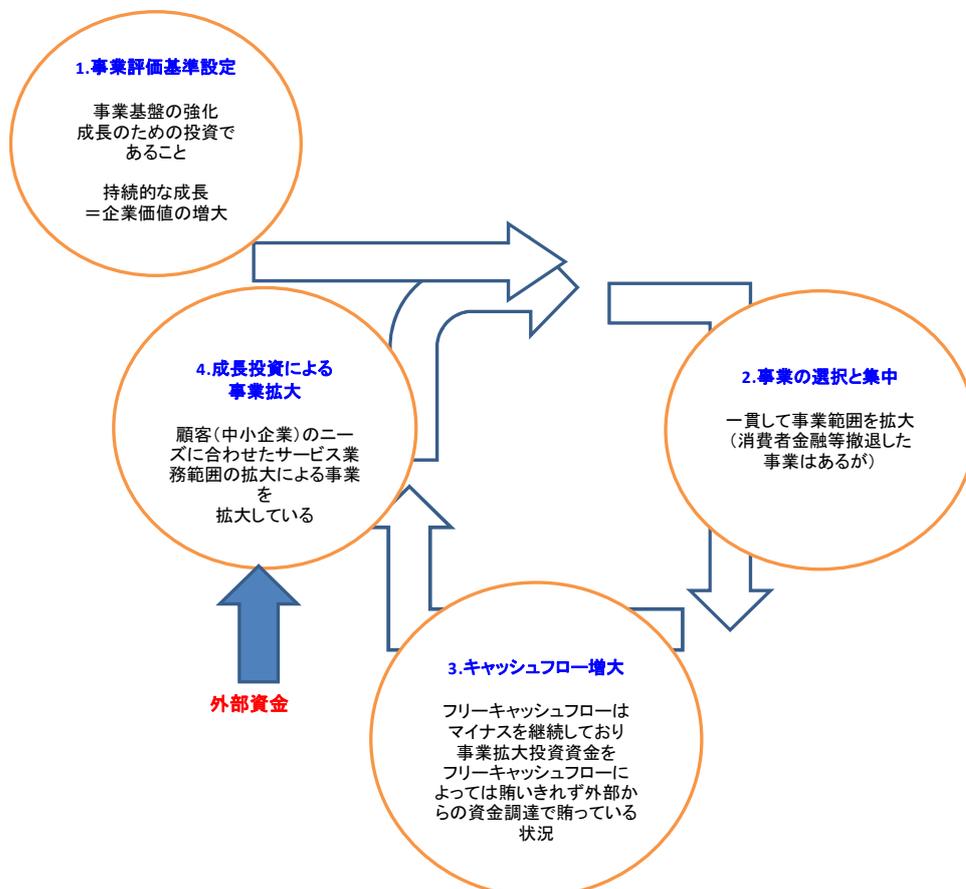


図 キャッシュフロー循環

5.3 戦略資産の蓄積

同社の競争優位源泉と戦略資産について、中小企業向け金融サービスの提供に絞って整理すると以下の通りとなる。

・連携システム

グループの各部門、社外の専門家が協働してチームプレーによって顧客にとって最適な提案を作成する

・情報システム

各部門、社外専門家が必要に応じて情報を共有化できる体制およびリレーションパートナーシップ制度（日本全国の公認会計士事務所、税理士事務所、コンサルティング会社との間で顧客の紹介及び各種情報の提供を委託する制度）

・中核技術

リース、法人向けローン、不動産及び不動産ノンリコースローン、不良債権処理、投資銀行業務（事業再生、M&A アドバイザー）まで含めた幅広い金融サービスのノウハウを保有

・関係資産

既存顧客とのネットワーク（顧客を囲い込み追加サービスを提供できる面と他顧客に関する情報ソースとしての面と2つの機能が期待できる）および地方金融機関との連携（地方金融機関の顧客に対して、彼らが得意ではないサービスを提供できる）

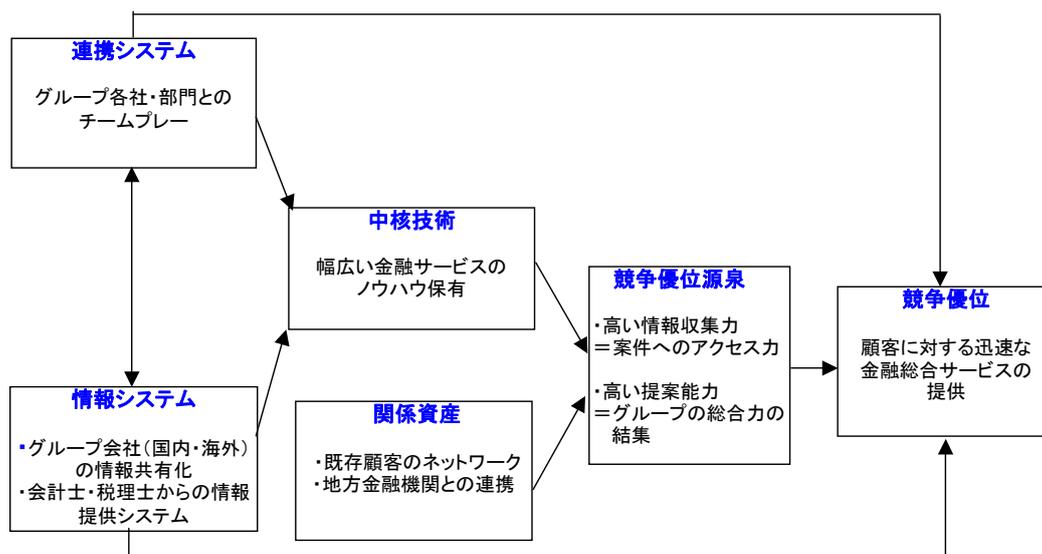
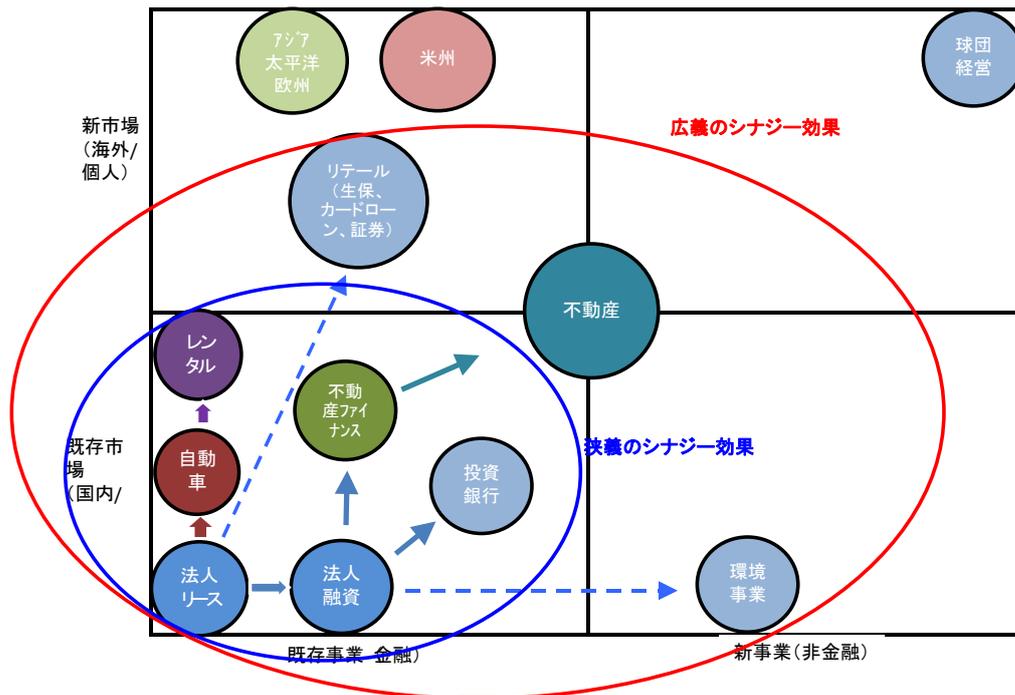


図 中小企業向け金融サービスにおける競争優位源泉と戦略資産

5.4 企業価値の持続的成長

同社の投資は多角化投資であるが、顧客に対するサービスを継続的に拡大してきたものであり、中小企業に対する金融サービスという中核事業の市場浸透を図ってきたものであるとも言える。シナジー効果を狙って、中核事業である金融総合サービスの範囲を拡大しながら合併・買収・提携・成長投資を継続することによって競争地位を向上してきた。狭義にはリース（設備）、自動車リース・レンタル、法人融資、投資銀行業務、不動産ファイナンスまでが対顧客（中小企業）向け「金融サービス」のシナジー効果を狙ったものであるが、

不動産については例えば顧客である中小企業の物流拠点建設などは顧客へのサービス提供であり、環境事業にしても従来の顧客である産廃業者への出資により産廃処理事業に進出する場合などは顧客へのサービス提供となり、広義ではこれらの事業への進出もシナジー効果を発揮するものといつてよいと考える。



こうした多角化投資が同社の総合金融サービスの裾野を広げ、競争優位源泉である高い情報収集力、高い提案能力につながっている。さらに同社の幅広いネットワークから新しい投資機会の情報の入手が可能となり、それが投資機会の増大につながっている。また投資機会の増大は従業員による投資案件の提案意欲も高め、それがさらなる投資機会の増大につながり、同社の継続的な成長を支えているのではないかとと思われる。同社の新規投資の範囲は極めて広く、案件数も非常に多い一方で、新規性のある提案も多い。一般的な持続的成長のパターンからはこうした旺盛な成長投資のアイデアは出てこないと思われ、多角化投資によるシナジー効果から従業員による積極的な事業提案意欲の創造にまで至るサイクルは同社独特のものであり、これが持続的な成長の源泉になっているものと思われる。

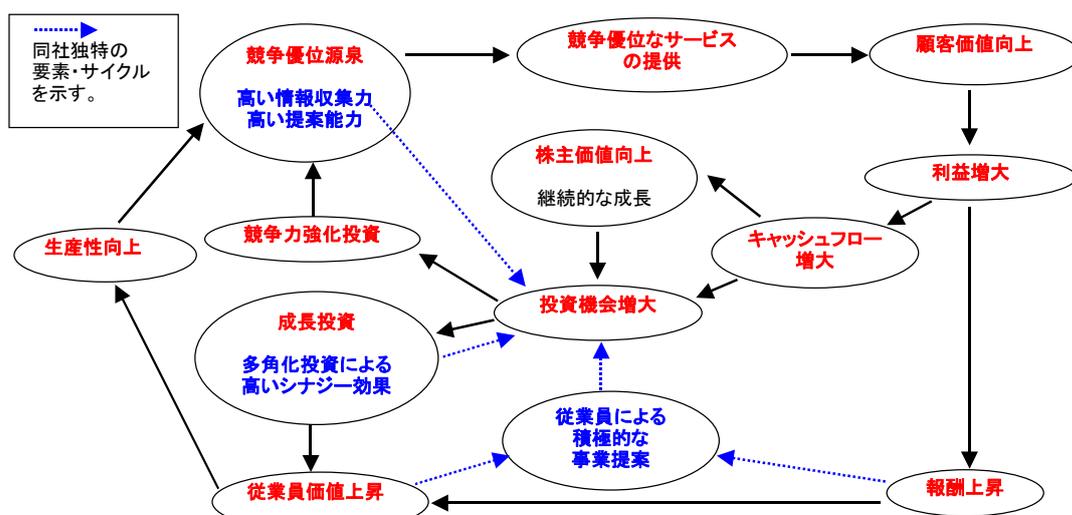


図 企業価値創造の成長サイクル

5.5 企業成長戦略の特徴

同社 08 年度年次報告書で述べられている中長期的戦略の概要は以下の通りである。

① 事業基盤の一層の強化

これまで培ってきた国内金融サービス事業の強固な基盤を一層ゆるぎないものにするため、今後も「お客様のニーズに合わせたソリューションを提供するチームプレー」を強化し機動力を高める。

② 不動産事業の多角化

不動産投資事業、マンション分譲事業、運営事業の3つを中心に展開。不動産投資事業については、直近数年間の積極的な投資とバリューアップ努力の結果積み上がった優良資産を回転させることによって継続的に利益を上げていく。国内で培った知識・ノウハウ・人材を結集し、不動産事業のグローバル展開を図る。

③ 今後の注力分野

金融サービス事業・不動産事業・不良債権投資・事業投資・プロジェクト投融資のアジア・中東地域への展開。投資銀行業務の拡大

④ 健全性（株主資本比率の確保）の確保とリスクを見極めた投資

経営環境の混乱に備えた資本を保持し、健全性に配慮しながらもしっかりとリスクを見極めたうえで、環境変化から生じる投資機会に資本を効率的に活用する。

同社の中長期的計画の特徴は以下の通り。堅実性は重視するものの基本的に成長重視の路線に変化はない。

① 既存路線の継続

基本的に現在の「金融総合サービス」については業務構成を維持しながらさらに積極的に成長を狙っていく。

② 海外展開の拡大

地域としてはアジア・中東地域を、分野としては不動産事業を中心に展開していくが、

不良債権投資、事業投資、プロジェクト投融資にも事業を拡大していく。

③ 成長投資の継続

財務の健全性には配慮しながらも引き続き資本を効率的に投資に回す。

5.6 問題点、課題

(1) リテール事業についての方向性

中長期計画にはリテール事業をどうしていくかについて触れられておらず、今後の戦略を明確にすることが課題である。

(2) フリーキャッシュフローの改善についての方針

これも中長期計画ではまったく触れられていない。不動産投資により積み上がっている優良資産の回転による利益計上の見通しについては述べられており、資産売却によるフリーキャッシュフローのプラスの改善を図る意図であると思うが、フリーキャッシュフローの改善は財務体質の強化と並んで健全性確保のための重要課題であると考えている。

(3) 選択と集中の考え方

引き続き成長戦略、積極投資戦略の継続を基本としているが、今年度は次なるチャンスのために足元を固める1年であり堅実性を優先する旨も述べられている。この機会に拡大一辺倒ではなく選択と集中をどうしていくかの検討が必要ではないかと考える。

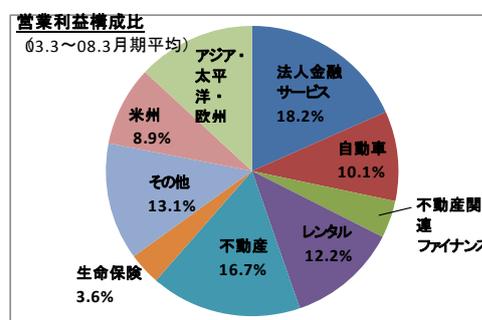
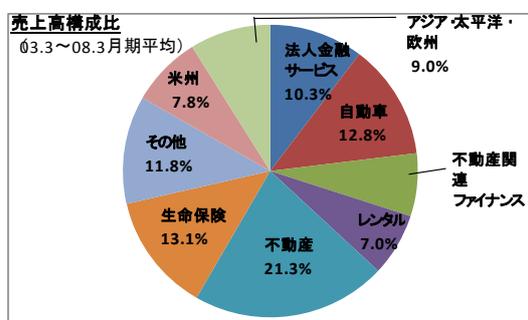
6 事業ポートフォリオ戦略

6.1 セグメント構成とキャッシュフローの流れ

同社のセグメントごとの売上高構成比、売上高成長率、相対シェア（想定値）等は以下の通りである。（相対シェアについては売上高比率が把握できるものについてはその数値を使用し、それ以外については講義時配布資料に記載のポートフォリオで想定されている数値を参考にさせて頂いた。）

04~08年度/5期平均	法人金融サービス	自動車	レンタル	不動産関連ファイナン	不動産	生命保険	その他(*)	米州	アジア・太平洋・欧州
売上高	43,271	23,894	9,976	28,917	39,684	8,611	31,056	21,087	30,768
売上高構成比	18.2%	10.1%	4.2%	12.2%	16.7%	3.6%	13.1%	8.9%	13.0%
営業CFマージン	55.39	37.23	61.41	38.56	13.50	4.06	28.26	21.75	53.42
売上高成長率	3.2	12.2	3.3	19.6	23.1	-1.4	22.0	16.1	12.4
相対シェア	0.5	1.5	1.5	0.8	0.1	0.05	0.1	0.2	0.2
FCF	50,631	-20,608	-3,048	-4,854	-83,155	3,732	28,777	2,338	-2,971

(*)「その他」：金融商品取引業、ベンチャーキャピタル、カードローン事業、プリンシパルインベストメント事業及びその他新規事業等



同社の各セグメント部門はすべて営業キャッシュフローをプラスにしており、営業キャッシュフローマージンも高い数値を上げている。しかし今までも問題点として指摘してきた

いる通り、同社はフリーキャッシュフローのマイナス状態を継続している。セグメント別にみるとプラスを計上してきている法人金融部門とその他（投資銀行業務等）部門、生命保険部門、米州部門であり、そこで稼いだキャッシュをフリーキャッシュフローのマイナスを計上している不動産部門、不動産ファイナンス部門、自動車部門、レンタル部門、アジア・太平洋・欧州部門に回している状況であり、不足分の資金は外部から借り入れている状態である。

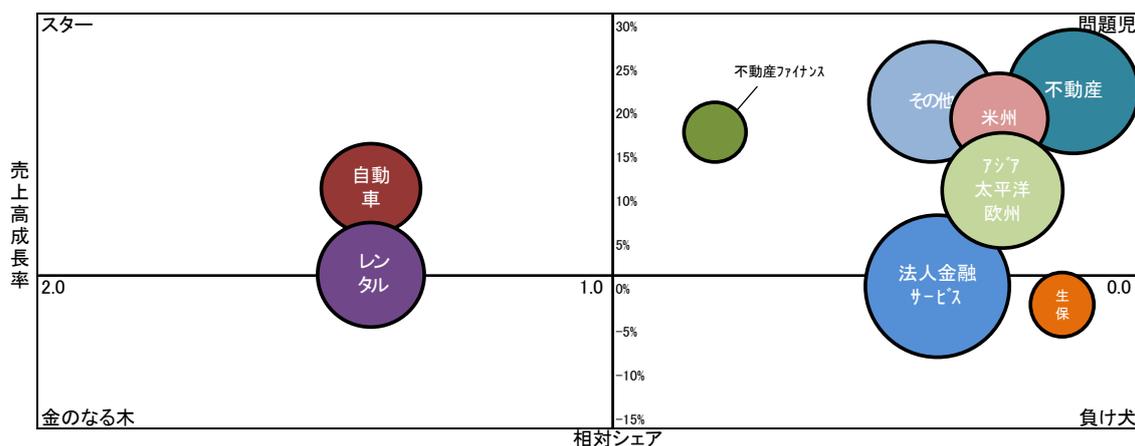
04～08年度の部門ごとの売上高、営業利益、それぞれの5年間成長率を整理した以下表をみると、ここ5年間で不動産部門、不動産関連部門、アジア・太平洋・欧州部門が営業利益を増加させていることがわかる。こうした成長部門にキャッシュフローを再投資してさらに成長速度を上げようとしている姿勢が明確にみとれる。

		法人金融サービス	自動車	レンタル	不動産関連ファイナンス	不動産	生命保険	その他(*)	米州	アジア・太平洋・欧州	合計
売上高	04.3月期	82,603	97,995	73,235	37,569	167,452	133,391	73,987	50,373	71,176	787,781
	05.3月期	90,795	117,871	68,447	77,389	195,906	136,857	143,754	53,084	73,089	957,192
	06.3月期	97,683	130,775	67,066	69,472	198,780	137,467	111,854	70,223	88,914	972,234
	07.3月期	123,328	146,966	67,859	82,345	245,336	132,060	145,443	119,940	103,593	1,166,870
	08.3月期	131,139	158,093	78,317	91,179	278,096	128,742	126,343	101,739	121,988	1,215,636
	5年平均	105,110	130,340	70,985	71,591	217,114	133,703	120,276	79,072	91,752	1,019,943
	構成比	10.3%	12.8%	7.0%	7.0%	21.3%	13.1%	11.8%	7.8%	9.0%	100.0%
	5年間成長率	58.8%	61.3%	6.9%	142.7%	66.1%	-3.5%	70.8%	102.0%	71.4%	54.3%
営業利益	04.3月期	28,132	17,921	8,058	10,574	13,799	5,382	9,097	7,601	16,596	117,160
	05.3月期	44,764	21,088	9,384	13,856	23,959	7,223	20,054	15,621	22,133	178,082
	06.3月期	49,294	26,661	9,911	33,384	28,650	13,212	41,024	34,701	31,956	268,793
	07.3月期	58,231	28,224	10,869	44,682	51,236	9,921	60,387	31,315	37,763	332,628
	08.3月期	35,932	25,577	11,658	42,089	80,778	7,318	24,720	16,198	45,391	289,661
	5年平均	43,271	23,894	9,976	28,917	39,684	8,611	31,056	21,087	30,768	237,265
	構成比	18.2%	10.1%	4.2%	12.2%	16.7%	3.6%	13.1%	8.9%	13.0%	100.0%
	5年間成長率	27.7%	42.7%	44.7%	298.0%	495.4%	36.0%	171.7%	113.1%	173.5%	147.2%
営業利益率(*)		41.2%	18.3%	14.1%	40.4%	18.3%	6.4%	25.8%	26.7%	33.5%	23.3%

(*)5年平均営業利益/5年平均売上高

6.2 事業ポートフォリオ

データをもとに作成した事業ポートフォリオマップは以下の通りである。



同社の事業はセグメントごとにみると、業界シェアの高いものが少ないため「スター」もしくは「金なる木」が自動車・レンタル部門しかなく、「問題児」が多いポートフォリオとなっている。同社のキャッシュフローの稼ぎ頭である法人金融サービス部門も相対シェアは低い「問題児」であり、「問題児」事業で収益、利益、キャッシュフローを稼ぎ、他の「問題児」事業に資金を投入している状態になっている。これがフリーキャッシュフロー

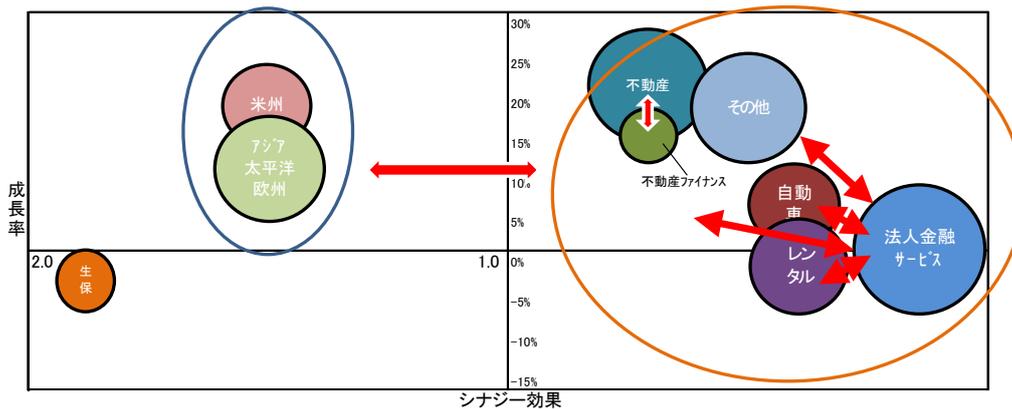
のマイナス、外部からの資金導入をせざるをえない原因になっているものと思われる。その他事業にはネット証券業務、カードローン業務等リテール分野と事業再生等プリンシパルインベストメント業務、ベンチャーキャピタル、M&A アドバイザー等投資銀行業務が混在している。同社は 08 年度からセグメントを見直し、①ネット証券業務、カードローン業務及び不動産ファイナンス部門のうちの住宅ローン業務を生命保険部門と併せて「リテール部門」として統合し、②事業再生等プリンシパルインベストメント業務、ベンチャーキャピタル、M&A アドバイザー等投資銀行業務及び住宅ローン業務以外の不動産ファイナンス部門（不動産証券化等）をまとめて「投資銀行部門」とすることとした。

旧セグメント	新セグメント
<ul style="list-style-type: none"> ○「その他」部門 <ul style="list-style-type: none"> ・プリンシパルインベストメント (事業再生、事業承継等) ・ベンチャーキャピタル ・M&Aアドバイザー ・証券 ・カードローン ○「不動産ファイナンス」部門 <ul style="list-style-type: none"> ・住宅ローン ・不動産ファイナンス ・証券化 ・サービス ○「生命保険」部門 	<ul style="list-style-type: none"> ○「投資銀行」 <ul style="list-style-type: none"> ・プリンシパルインベストメント (事業再生、事業承継等) ・ベンチャーキャピタル ・M&Aアドバイザー ・不動産ファイナンス ・証券化 ・サービス ○「リテール」部門 <ul style="list-style-type: none"> ・生命保険 ・証券 ・カードローン ・住宅ローン

投資銀行部門は法人金融サービス部門とのシナジー効果も高く、中小企業向け市場で競合する地方銀行が得意としない分野であり、同社の強みが活かせる分野になるものと思われる。一方リテール部門は生命保険部門と同様に市場成長率は伸びず、利益率が低くシェアも小さいためポートフォリオマップの上では現在の生命保険部門と同じ「負け犬」に分類されるものと思われる。同社の場合従来一貫して事業範囲の拡大路線を取り、「選択と集中」をしてこなかったが、「問題児」を「金のなる木」に育てていくためには「問題児」間で資金循環をしているだけでは苦しく、成長性、収益性の低い分野（例えばリテール部門）から撤退して資金を成長分野に投入することを検討すべきと思う。

6.3 事業ポートフォリオとシナジー効果

事業ポートフォリオマップを縦軸に市場成長率、横軸にシナジー効果をとって作り直すと以下の図の通りとなる。

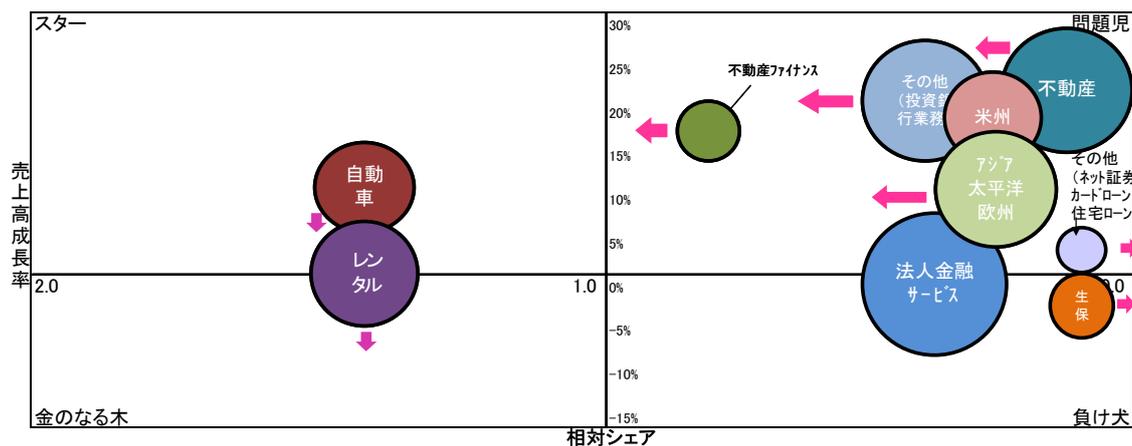


今までも述べてきたように、同社は法人リース→法人融資→不動産ファイナンス→事業再生・M&A 業務というように顧客（主に中小企業）のニーズに合わせてシナジー効果を期待して業務範囲を拡大してきた。いわば顧客価値を高めることによって競争優位性を高めていくためのポートフォリオ形成であり（右上マル囲み部分）、同社の事業ポートフォリオ戦略は『顧客（主に中小企業）に対するサービスの拡大・拡充による競争優位の獲得』と定義付けられる。こうして国内で構築したポートフォリオから得たノウハウは海外の顧客に対しても、その国の実状に合わせてアレンジすれば応用は可能なはずである。海外、特にアジア地域でも中小企業の総合金融サービスに対するニーズは今後増大してくるはずであり、国内のサービスノウハウを海外にも適用することによってマーケットの拡大が狙えるという意味では、国内部門と海外部門の間にも広義のシナジー効果があるといえるのではないか。

6.4 事業ポートフォリオ戦略の将来像

今後の事業ポートフォリオ戦略の将来像を描くと以下ようになる。

- (1) 法人金融サービス：当社の金融総合サービスのベースであり現状を維持する。
- (2) 自動車・レンタル：従来のマーケットは伸びず、個人マーケット、医療機器等新しい分野の開拓を狙う。（シェア維持するも成長率は低下）注力度低下。
- (3) 不動産：資産回転型ビジネスに注力。従来のマンション分譲は成長率低下が見込まれ注力度低下。
- (4) 投資銀行業務：不動産ファイナンス、事業再生、M&A アドバイザー、ベンチャーキャピタル等同社の特徴である総合金融サービスのノウハウ、情報力が活かせる分野であり注力。
- (5) 海外：米州は先行き不透明なためとりあえず現状を維持。成長の見込めるアジア地域に注力。
- (6) リテール部門：「負け犬」部門であり、ニッチマーケットに集中する等注力度低下もしくは提携あるいは撤退戦略を検討。この部門にかかるキャッシュを投資銀行業務に回す。



当社が今まで蓄積してきた強みは主に中小企業を対象とした総合的な金融サービスであり、培ってきたネットワークを通じた情報力、総合力を生かした提案力であると考えます。なかでも特色があるのは不動産投資（流動化、回転型）、事業再生、M&A アドバイザー等、他社には提供できない特殊ノウハウを必要とする業務にも対応できる部分であると思われ、ここをさらに強化してより独自性を発揮して差別化を図っていくべきと考えます。その一方でサービスを提供する顧客の数を増加していくことも必要であり、①国内ではベンチャー企業育成を通じてサービスを提供していくこと、②海外ではアジアを中心に顧客を開拓していくことが重要である。上記の戦略を推進していくためには資金が必要であり、借入金を減らしながら資金をいかに作っていくかが財務的な課題である。そのためには①不動産の流動化による資金回収、②リテール部門の縮小もしくは撤退により創出される資金活用、③注力度低下部門への資金投下量減少分の資金活用等が考えられる。

付属資料 2：企業戦略分析・立案

(出所：山田 康貴 「経営戦略応用研究 期末レポート オリックス株式会社」 2009 年 10 月 26 日 2-40 頁)

オリックス株式会社 (2009)

1 事業内容

1.1 会社概要

オリックスは、日本におけるリース業界のパイオニアとして1964年に事業を開始し、以来、経済環境の変化とともに複雑化・多様化する顧客ニーズに応えるため、常に新しいビジネスを追求し、革新的な金融商品・サービスを法人ならびに個人顧客に対して提供を志している。現在では多角的な事業展開を図り「高い専門性と競争力を十分に生かせる分野でしか、お客さまに新しい価値をご提供することはできない」という認識のもと、常に選択と集中を行っている。金融市場のグローバル化と情報技術の進展は、金融サービス事業を世界規模かつ目覚ましいスピードで変革している中、オリックスは絶えずマーケットニーズを先取りし、新しい価値を創造し続けることで社会に貢献し、長期的な株主価値の向上を図る企業として、その存在を確立しつつある。

1.2 事業内容

事業セグメント毎の業績については後述にて触れるが、2009年3月決算期より事業セグメントを法人金融サービス・メンテナンスリース・不動産・投資銀行・リテール・海外の

6つの分野として、事業を営んでいる。オリックスの事業展開の歴史は M&A を中心に 1986 年以降、他企業の買収による事業の多角化（リース部門だけでなく信託銀行・保険・証券・消費者金融）を図ってきた。1989 年に CI 導入により社名を「オリックス株式会社」に改称。阪急ブレーブス（現；オリックス・バファローズ）球団の買収を行い、世間の注目を集め知名度を上げたと言っても過言ではない。1998 年 9 月 16 日にはニューヨーク証券取引所（ティッカーシンボル:IX、日本の金融業としては三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、当時:三菱銀行に次いで 2 番目）に上場を果たし現在に至る。

昨今では「村上ファンド」や「かんぼの宿」等でマスコミにも大きく取り上げられる様になったのも、その企業規模や業績順調推移によるものと、何と云っても 30 年近く代表権を持つ宮内義彦 CEO の経営手法に対する批判的要素を含んだものと考えるのが賢明であろう。

オリックスは通称村上ファンドこと M&A コンサルティング設立時に母体となる法人を提供し、いわゆるシードマネーの提供を行った経緯がある。その後、村上世彰氏が運営するファンド運営に出資を行っている。出資金はオリックスの営業が顧客に対して出資金募集の営業を行い、村上ファンドへの拠出金のまとめ役になって、村上ファンド傘下の投資事

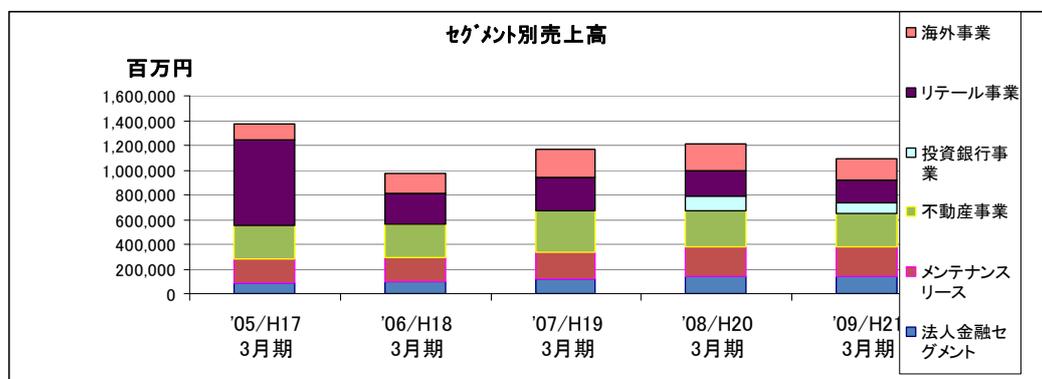
業組合を組成していた。ここまでは何ら問題のないファンド運営手法であり、運用成績も極めてパフォーマンスが高く顧客（出資者）からも評判の高い資金運用提案であった。ここから、オックスに取ってレピュテーションリスクを晒けだす事態が発生したのである。拠出金の中には、日銀総裁・福井俊彦が以前に行なった1000万円も含まれている。宮内会長は小泉純一郎内閣の規制改革・民間開放推進会議議長となり、そこで示された規制緩和の恩恵を受けて村上ファンドが成長していったため、宮内義彦氏は公職を利用して政府の政策を自分の会社の利益拡大につながるよう誘導したのではないかという批判が生まれた。これに対し、オックスは、村上ファンドとの関係は民間企業同士の自由な商取引であり国会での説明にはそぐわず、政策決定とは無関係であると説明し、野党側が求めている宮内義彦の参考人招致は与党側の反対で見送られた。オックスという企業体ではなく宮内義彦という一人の影響力を持つ存在が、政府や内閣と絡む経済活動を行っていたことから、このような批判及び想像を働かせる一因であったのではないかと考える。かんぽの宿の例においても、宮内（オックス）叩きと揶揄されるシーンもあり、企業規模が急激に拡大している状況下故の「やっかみ」にも似た世間風潮であったと考えられる。

現在、オックスは米国・欧州・中近東など、26カ国・地域に進出しており、これらの海外拠点（268拠点）を通じて多彩な事業活動を展開している。日本国内では1,110拠点を有しておりリースにとどまらず融資・レンタル・割賦・生命保険・損害保険・証券・信託銀行・不動産など金融分野を中心とした多角的な事業展開を行っている。このようなグループの金融商品・サービスを、全国に広がる営業ネットワークを使って、中堅・中小企業を中心とした顧客に提供できることがオックスの強みであり、大きな特徴と言える。また、資産の流動化や事業承継といったニーズに対して、オックス独自の“ソリューション”を提供する投資銀行業務や不動産金融ビジネスにも注力している。一方、グループ各社を通じて提供しているカードローン、ダイレクト保険、ダイレクト預金、住宅ローン、分譲マンション、マイカーリースなどリテールビジネスも積極的な展開を図っていると言える。

顧客に対してグループ各社が保有する金融商品・サービスを組み合わせてクロスセル営業を行ったことで業績拡大が結果として表れた事とそのユニークさが評価され、2002年12月に第2回「マイケル・ポーター賞」を受賞した経歴がある。受賞後既に7年近くが経過するがその営業形態の変化等にも触れていきたいと思う。

オックス社内によく飛び交う言葉に「ゼネラリスト」と「スペシャリスト」という営業職種がある。オリエント・リース時代に入社した人材は、そのほとんどがゼネラリスト職として言って過言ではない。良い言い方をすれば「何でも屋」、それゆえにクロスセル営業しか出来ない事を示しており、専門性知識の欠如が指摘される。いわゆる広く浅くの営業スタイルである。現在の新卒採用基準ではその専門性知識を即戦力として発揮して貰えるように、グループ採用枠を活用し、自身のキャリアプランを入社前から予め申告させることで優秀な人材確保に努めている。

6セグメントにて事業展開を図っているオリックスではあるが、セグメント毎の売上規模はポートフォリオを構成する上で非常にバランスが取れたものと考えることが一見可能である。2008年のリーマンショック以降は金融・不動産がコアとなる事業内容ゆえその影響をまともに受けた会社の一社と言える。



セグメント別売上高	'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	単位
法人金融セグメント	90,795	97,683	123,328	139,874	137,712	百万円
メンテナンスリース	186,319	197,841	214,825	236,411	235,953	百万円
不動産事業	273,395	268,252	327,681	288,795	270,027	百万円
投資銀行事業	0	0	0	127,199	94,645	百万円
リテール事業	692,447	249,322	277,503	198,858	183,307	百万円
海外事業	126,173	159,137	223,523	218,227	167,635	百万円

(注；2008年3月期からセグメント変更により、投資銀行事業セグメントを追加)

(注；ケース会社の会計方式は米国会計方式を採用)

売上構成は不動産事業の比率が一番高く全体の25%近くを占める。投資銀行事業（全体の8.7%程度）においては昨年度のセグメント変更により新設されているが、主にプリンシパルインベストメントを行う事業であり、非常にボラティリティの高い事業である。2009年5月にはオリックスグループ（CPI2008投資事業組合）傘下（持株比率39.2%）の不動産業者ジョイント・コーポレーションが会社更生法を申請した事もあり、実損失の重要性が顕著に表れている事業セグメントと言える。全ての事業において、ファイナンスが絡む事業スタイルから昨今の信用収縮から来る事業環境は極めて厳しいものと判断されるのが通常であろう。それらも出来る限り踏まえながら次項以降の分析に移る。

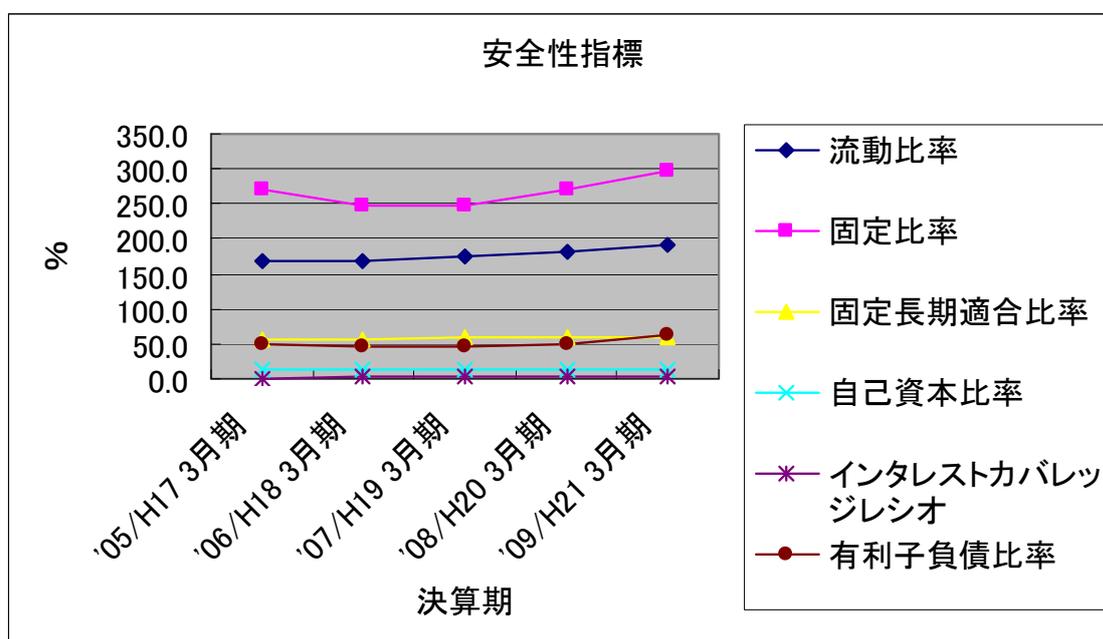
2 業績分析

2.1 財務諸表分析

(1) 安全性

安全性の指標

	'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
流動比率	169.9	167.0	173.4	180.0	192.5
固定比率	272.3	248.6	246.1	270.0	298.8
固定長期適合比率	55.2	56.6	58.1	60.9	60.1
自己(株主)資本比率	12.0	13.2	14.6	14.1	14.0
インタレストカバレッジレシオ	1.61	4.30	3.39	2.66	2.15
有利子負債比率	50.91	44.68	47.07	49.61	62.75



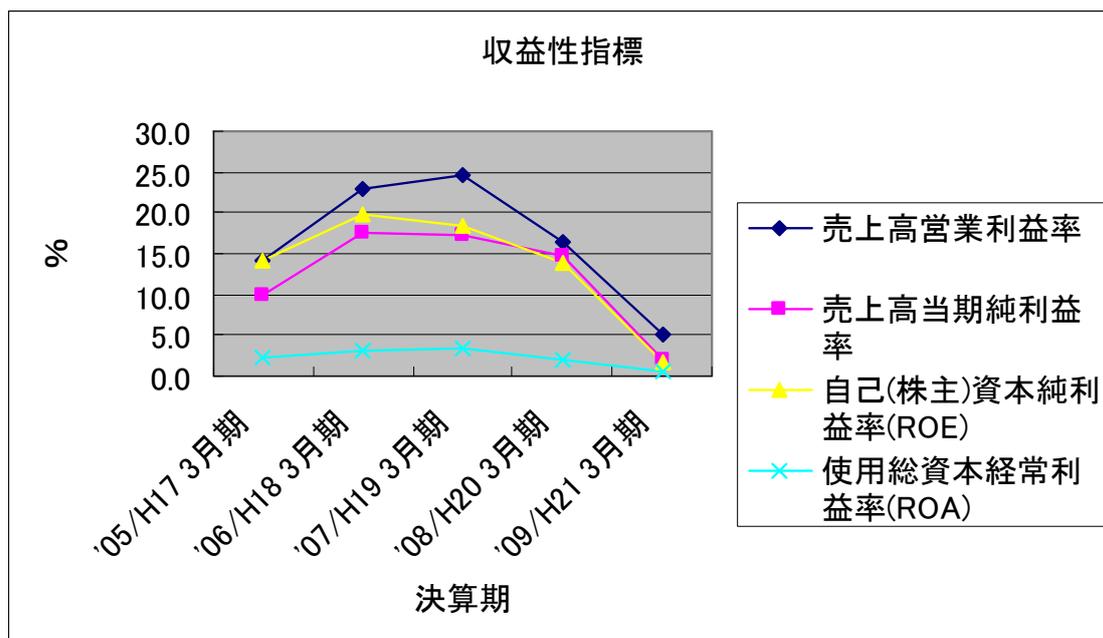
(インタレストカバレッジレシオのみ、倍率表示)

流動比率は企業の短期的な支払能力を測る指標であり、一般的には200%以上が好ましいと言われている。直近決算2009年3月期においては192.5%の数値となっており、問題ないレベルと言える。固定比率、固定長期適合率は長期的な設備投資とそれに必要な資金源泉に関する比率であり、一般的には固定比率100%以下、固定長期適合率は80%以下が望ましいと言われている。掲社の場合、固定比率は300%近くの数値を示しており、自己資本額を大幅に上回っているが、固定長期適合率は60%程度内に留まっており、問題ない範疇と言える。掲社は金融事業が中心であることから、一般的に自己資本比率が製造業やその他サービス業平均等と比較した場合には数字上の見劣りはする。自己資本比率は14%前後を保持しており、2009年8月には資本増強(約1,000億円)を行うなど、健全性向上の施策は窺える。

(2) 収益性

収益性の指標

	'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
売上高営業利益率	14.3	22.9	24.7	16.4	5.1
売上高当期純利益率	10.0	17.6	17.2	14.7	2.0
自己(株主)資本純利益率(ROE)	14.2	19.8	18.3	13.8	1.8
使用総資本経常利益率(ROA)	2.2	3.0	3.4	2.1	0.7

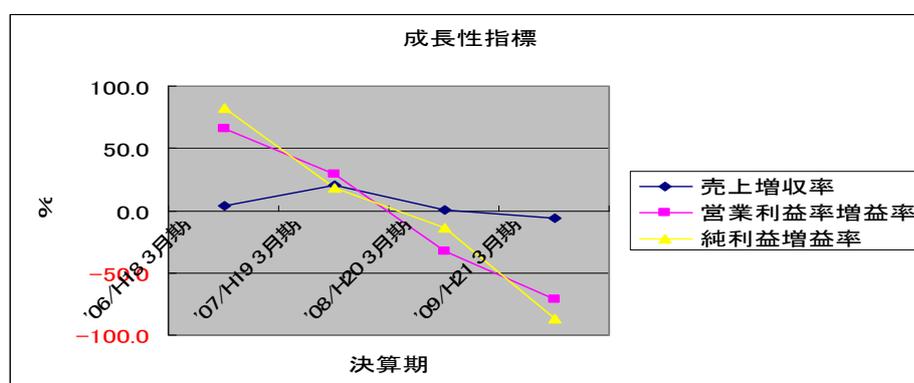


売上高営業利益率、売上高当期純利益率ともに2006年3月期、2007年3月期をピークにして下降傾向にある。ROE、ROAも同傾向にあり収益性悪化は否めない。直近期の大幅下落原因の一つに米国サブプライム問題を契機として金融資本市場の混乱や原油高による景気減速の影響があると考えられる。収益性の改善については末端の営業部署にまでその意識付けが成されている最中であり、過去見送り若しくは軽減程度で行われていた全般的経費削減策の導入により、コストカットを図り収益性改善の一助を担う施策が採られている。それら自助努力成果を今後見ていく事が必要であろう。

(3) 成長性

成長性の指標

	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期
売上増収率	3.4	20.5	0.8	-6.6
営業利益率増益率	66.0	29.8	-32.9	-71.1
純利益増益率	81.9	18.1	-13.7	-87.1

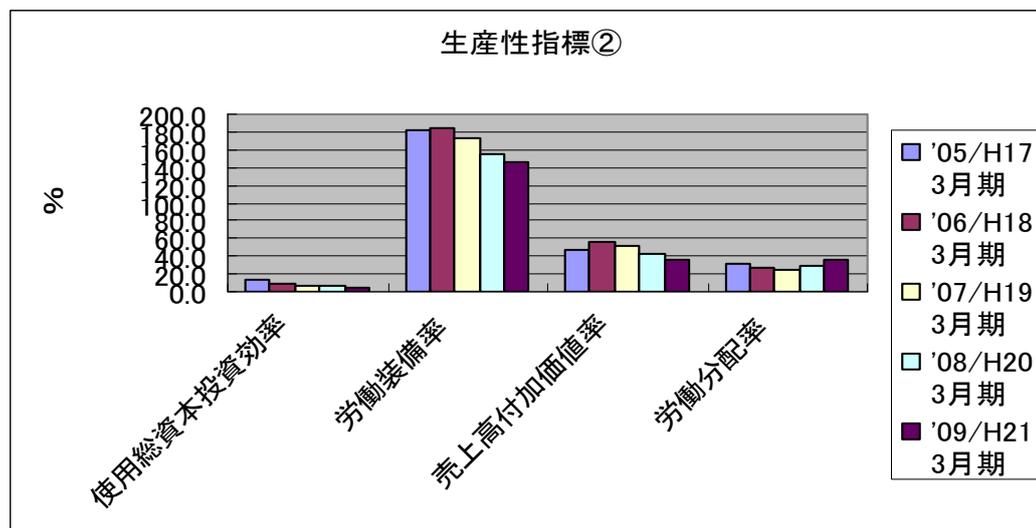
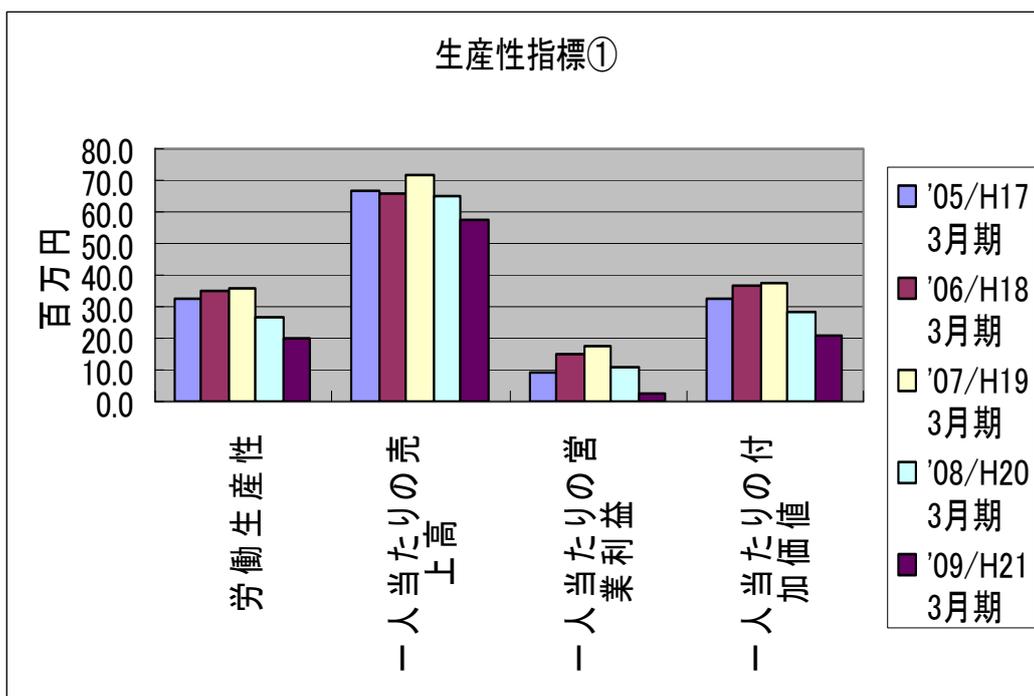


収益性指標にも同じことが言えるが、2007年3月期を堺に大幅下落の傾向にある。これら原因はセグメント毎の分析でより詳しく触れて行く。2007年3月期の増収増益ピーク前後では株価は30,000円（2009年10月／5,000円台後半）、時価総額は2兆円を超える大躍進のタイミングであった事と考えると、直近期の急激な落ち込みに対する懸念払拭が喫緊の課題であろう。

(4) 生産性

生産性の指標

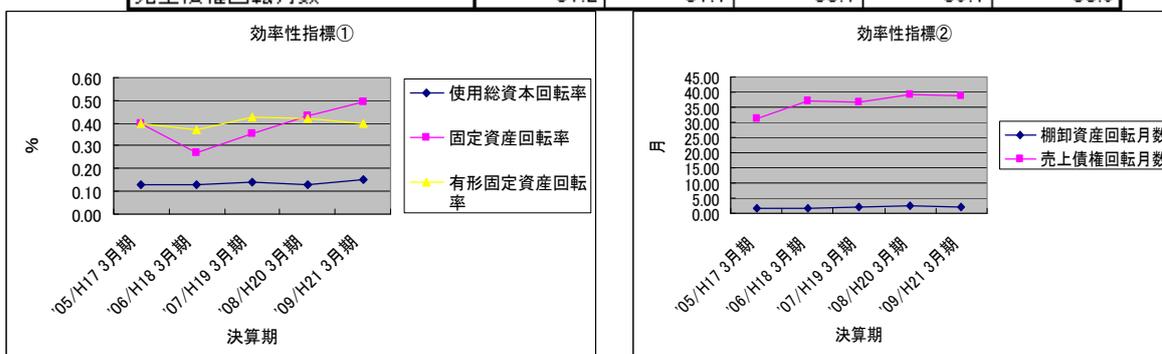
	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期
労働生産性	32.2	35.0	35.6	26.7	20.3
一人当たりの売上高	66.8	65.8	72.0	65.1	57.2
一人当たりの営業利益	9.5	15.1	17.8	10.7	2.9
一人当たりの付加価値	32.2	36.7	37.4	28.3	20.4
使用総資本投資効率	14.6	7.9	7.7	5.8	4.4
労働装備率	181.5	184.6	172.1	154.5	145.3
売上高付加価値率	48.2	55.7	51.9	43.4	35.8
労働分配率	32.1	26.9	23.9	28.4	36.6



従業員数は毎期増加しているのですが、それに見合う付加価値は何れも2007年3月期をピークに年々減少傾向にある。利益が大幅に減少している状況下である為、従業員数の増加とのアンマッチが近年相对比较では如実に表れる形となっている。2006年3月、2007年3月期はともに人件費が増加している経緯がある。好業績決算を反映し従業員へは特別給与・賞与がこの時期配賦されていた事実がある。積極的な業務拡大や事業投資により、同じくこの時期には中途入社社員を増加させていた事情もあり、今となっては従業員増加に見合う収益確保が当時に比して脆弱になっていることは懸念点として挙げられる。

(5) 効率性

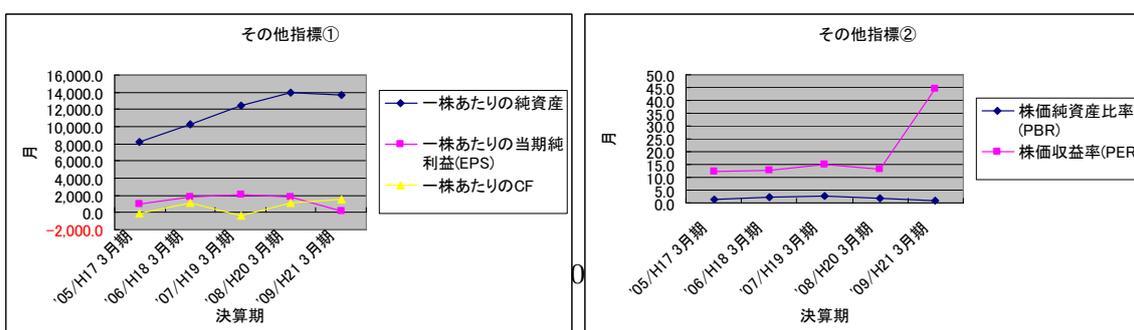
効率性の指標	'05/H17	'06/H18	'07/H19	'08/H20	'09/H21
	3月期	3月期	3月期	3月期	3月期
使用総資本回転率	0.13	0.13	0.14	0.13	0.15
固定資産回転率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
有形固定資産回転率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.8
棚卸資産回転月数	1.48	1.78	2.27	2.42	2.21
売上債権回転月数	31.2	37.1	36.7	39.1	38.9



5期比較した場合の効率性指標について、特筆すべき変化は見受けられなかった。上右グラフの棚卸資産回転月数はリース及び貸金資産によるものである。一般リースの平均契約月数が5年前後という事もあり通常の製造業及びサービス業の数値とはかけ離れている点は業種特徴と言える。

(6) その他

その他の指標	'05/H17	'06/H18	'07/H19	'08/H20	'09/H21
	3月期	3月期	3月期	3月期	3月期
一株あたりの純資産	8,261.6	10,231.8	12,445.4	13,962.1	13,662.5
一株あたりの当期純利益(EPS)	1,039.8	1,842.8	2,147.2	1,839.6	237.7
一株あたりのCF	-81.8	1,098.4	-340.2	1,203.1	1,576.7
株価純資産比率(PBR)	1.5	2.3	2.6	1.7	0.8
株価収益率(PER)	12.1	12.6	14.9	13.1	44.3



一株あたり純資産は概ね増加傾向にあったが2009年3月期でその上昇傾向に陰りが出ている。EPSは若干ではあるものの毎期着実に上積み出来ていたものが2009年3月は利益大幅減の影響を受けて芳しくない数値を示している。PER・PBR算出にあたっては年度内平均株価を採用している。2009年3月期の期中株価変動は以下の通りで、その激動ぶりが反映されている。

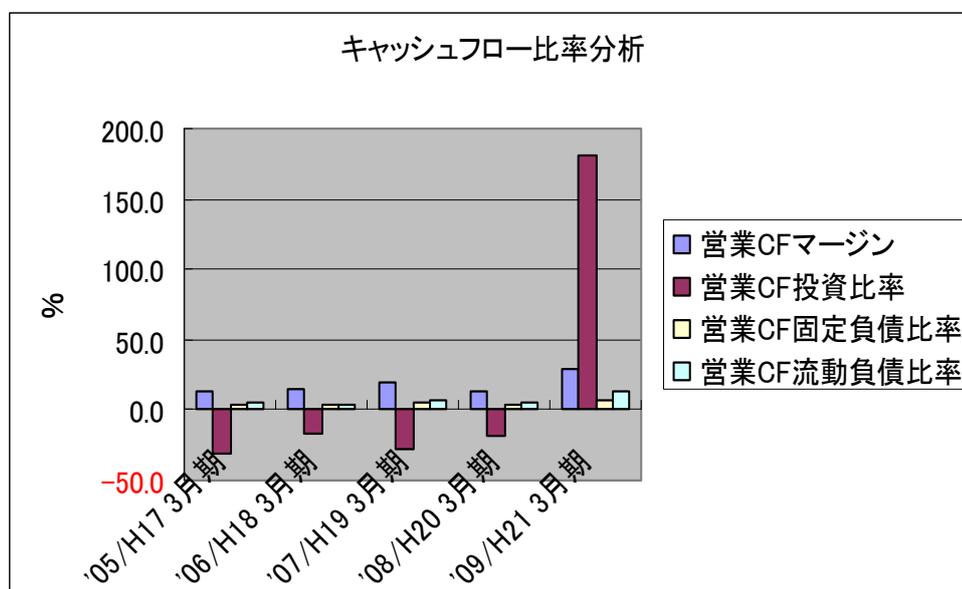
日付	始値	高値	安値	終値	出来高	調整後終値*
2009年3月	1,950	4,130	1,936	3,170	121,327,800	3,170
2009年2月	3,950	4,290	1,707	2,040	110,288,350	2,040
2009年1月	5,090	5,590	3,810	4,030	30,618,660	4,030
2008年12月	5,950	6,200	3,710	4,990	46,622,630	4,990
2008年11月	10,500	11,940	5,190	5,900	21,708,820	5,900
2008年10月	12,100	13,290	7,900	9,860	19,564,080	9,860
2008年9月	13,180	15,130	11,500	12,580	17,070,720	12,580
2008年8月	16,100	16,160	12,780	13,470	12,879,980	13,470
2008年7月	15,400	17,700	13,880	16,580	15,266,230	16,580
2008年6月	19,320	21,240	15,020	15,190	11,890,300	15,190
2008年5月	19,160	20,520	17,060	19,920	13,210,970	19,920
2008年4月	13,980	19,700	13,640	18,760	15,984,850	18,760

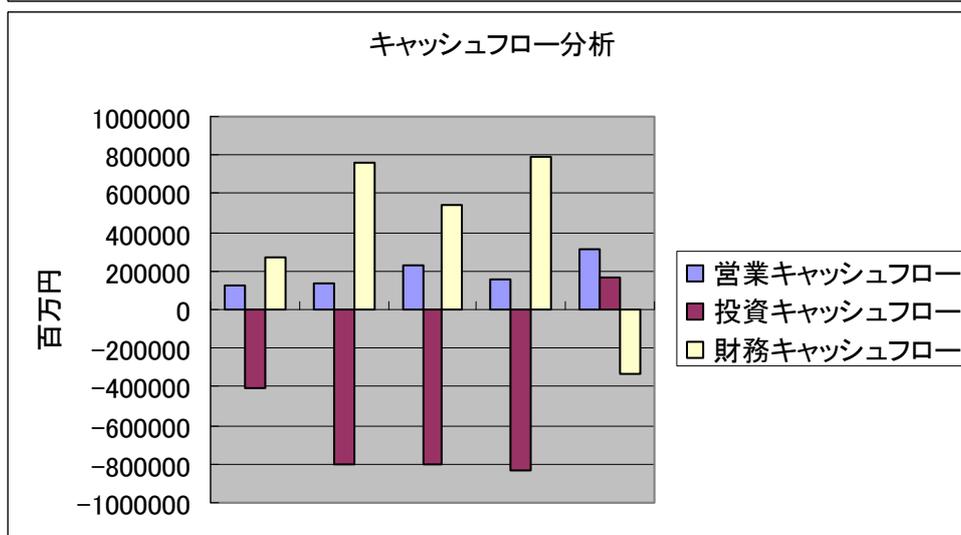
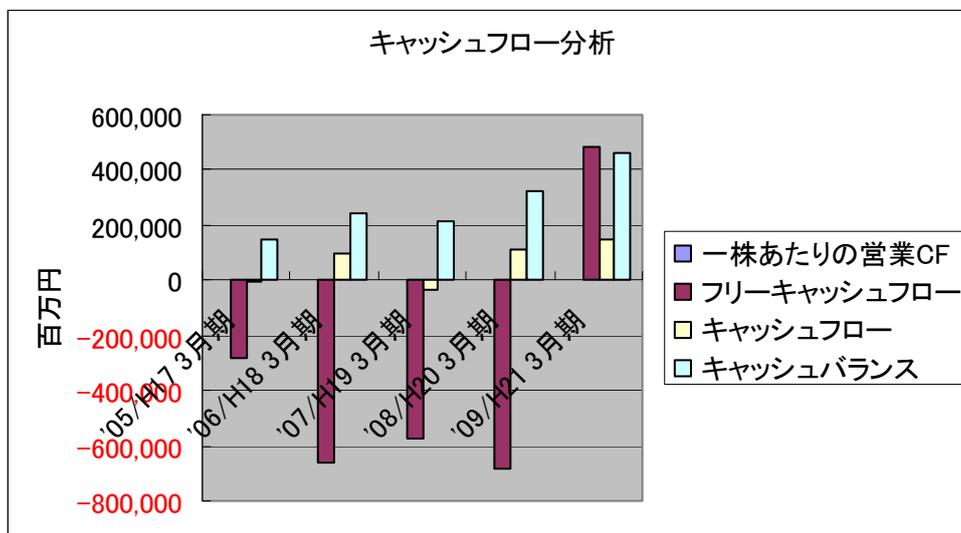
(Yahoo株価情報参照)

一時期は株価が2,000円を切ることもあり、マーケット評価は設立以来、最悪時期を過ぎた経緯がある。掲社の成長率や事業ポートフォリオ、収益性に対する不安視が株価をより一層コンサバティブな方向へ導いたものと解釈される。

(7) キャッシュフロー分析

キャッシュフロー	'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
営業CFマージン	13.8	14.3	19.8	13.6	28.7
営業CF投資比率	-31.0	-17.0	-28.2	-18.6	180.4
営業CF固定負債比率	4.4	4.2	5.9	3.5	6.9
営業CF流動負債比率	5.0	4.4	7.7	5.5	13.0
一株あたりの営業CF	1,437	1,506	2,471	1,695	3,348
フリーキャッシュフロー	-281,537	-663,354	-576,150	-682,044	479,962
キャッシュフロー	-7,194	99,174	-31,136	110,922	145,395
キャッシュバランス	145,380	245,856	215,163	320,655	459,969





営業キャッシュフローは毎期プラスを計上しているが、投資キャッシュフローがそれを上回りフリーキャッシュフローは毎期マイナスとなっており、財務キャッシュフローで常にそのマイナスを賄うのが掲社のキャッシュフローの特徴とも言える。但し**2009年3月期**の数値には注目したい。例年と比較すると投資キャッシュフローと財務キャッシュフローが反転していることがわかる。リーマンショック以降、アセットビジネス圧縮号令が掛かり、リース・貸金アセットの新規投融資を抑えたことで投資キャッシュフローがプラスに転じている。財務キャッシュフローにおいても、有利子負債返済を進めたことによりマイナスに転じている。これらの状況から今後想定できるキャッシュフローとして、アセット圧縮がボディーブローのように収益面を圧迫する可能性が危惧される。そもそもリースアセットとは、基本期間満了後に再リースに移行するケースが多く、この再リース収益は、固定資産税と動産総合保険料などの経費が微々たるものであることからほぼ純収益に反映される。これらアセットビジネスの強みが長期安定収益の基礎である収益モデルであり、その部分において若干の懸念を抱いておくのが通常であろう。

今後も財務戦略（主に資金調達）が命綱でもあり、資本市場からの調達と金融機関からの調達比率をバランス良くコントロールしていくことが肝要。信用収縮による昨今情勢は掲社にとって歓迎されない状況下であり、特に社債調達など、格付が重要なファクターを占める場合が予想される。

▶ 短期社債(電子CP)発行要項 ▶ 社債情報

当社は以下のとおり、格付機関より格付けを取得しております。

	格付投資 情報センター (R&I)	日本格付研究所 (JCR)	スタンダード& プアーズ	ムーディーズ
短期格付	a-1	J-1		
長期格付	A+	A+	A-	A3

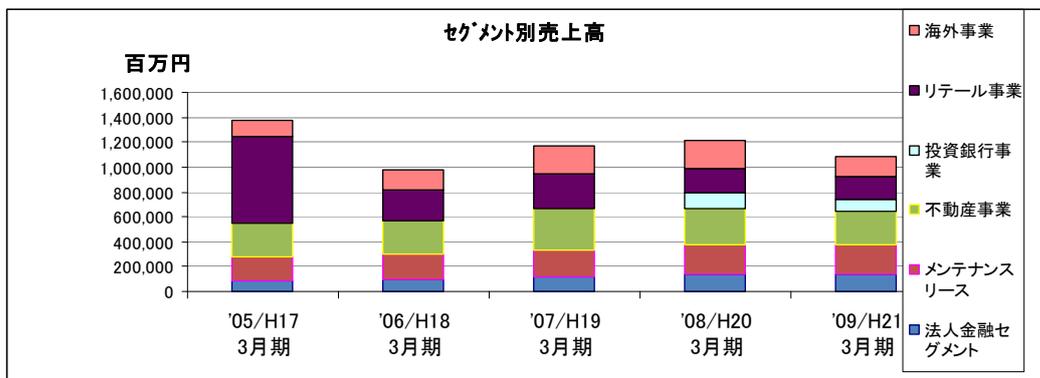
(2009年3月6日現在)

(参照資料；格付情報 オリックス社HPより抜粋)

R&I、JCRの日本の格付機関からは「A+」評価を得ているが、S&P及びムーディーズの海外の格付機関からの評価はまだ厳しい。事業内容からして格付が資金調達に及ぼす影響は計り知れない。格付を保持若しくはランクアップさせる為の施策として、所有資産（リース債権・貸付債権等）の査定を銀行並みに厳しく取り扱う事を2005年頃から始めている。与信先管理をランク付けし徹底した債権モニタリングを行い、貸倒引当金の計上基準を厳しく取り扱うことで、資産管理・与信管理を精緻な分析を進めており、これらも格付機関からの評価対象を成り得ている。

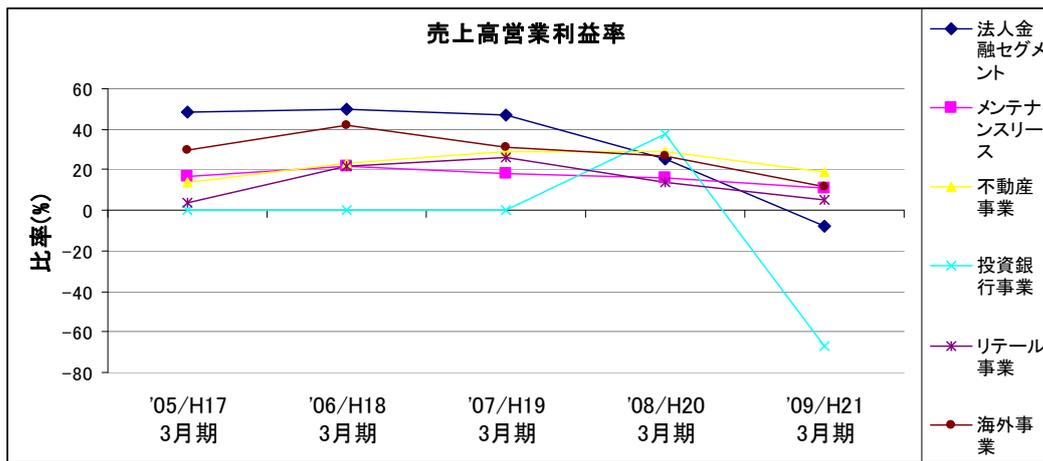
2.2 事業セグメント情報に基づく経営分析

セグメント別売上高	'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	単位
法人金融セグメント	90,795	97,683	123,328	139,874	137,712	百万円
メンテナンスリース	186,319	197,841	214,825	236,411	235,953	百万円
不動産事業	273,395	268,252	327,681	288,795	270,027	百万円
投資銀行事業	0	0	0	127,199	94,645	百万円
リテール事業	692,447	249,322	277,503	198,858	183,307	百万円
海外事業	126,173	159,137	223,523	218,227	167,635	百万円



(1) 収益性

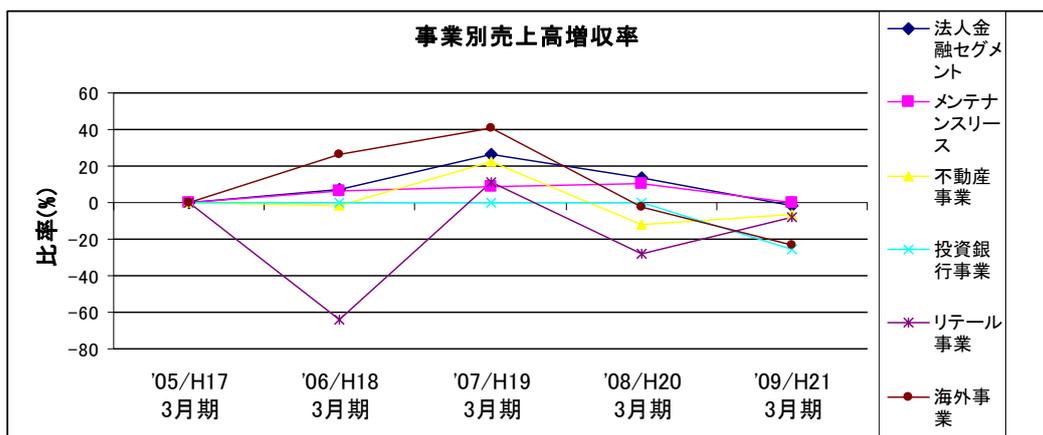
売上高営業利益率	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	単位
法人金融セグメント	48.3	49.8	47.2	25.3	-7.6	%
メンテナンスリース	16.4	21.9	18.2	15.8	10.9	%
不動産事業	13.8	23.1	29.3	28.8	18.7	%
投資銀行事業	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	37.3	-67.0	%
リテール事業	4.1	22.0	25.8	13.8	5.2	回
海外事業	29.9	41.9	30.9	26.5	12.0	%



収益性については、右肩下がりとは言え相応の収益力を維持していたが2009年3月期には2セグメントで営業赤字を計上している。法人金融セグメントと投資銀行事業セグメントである。法人金融セグメントにおいては近年のオックスの収益源となった不動産業者向け融資拡大が挙げられる。リーマンショック以降に不動産業者の相次ぐ倒産やデフォルトが生じて回収不能債権が増大したという経緯が赤字の最大の原因である。また投資銀行事業セグメントにおいては、冒頭記載の通り、エクイティ投資事案の失敗と大京、富士火災海上保険持ち株に評価損の要因による赤字転落である。その他セグメントにおいても年々その収益性が下降傾向にあり、事業環境の厳しさを表していると言える。掲社は金融総合サービス事業として主要顧客が中小企業層が多く経済情勢の少しの変化でその影響を強く受ける傾向があり、リスク管理能力をより強化していく必要があるであろう。（尚、投資銀行事業セグメントは2008年3月期から発足。それ以前はリテール事業に含んでグラフ化している。リテール事業は2008年3月期まではその他事業として取り扱われていた経緯があり、投資銀行事業が本格的に稼動したのが2005年前後まではその他事業として扱っていた経緯がある為）

(2) 成長性

売上高増収率	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	単位
法人金融セグメント	7.6	26.3	13.4	-1.5	%
メンテナンスリース	6.2	8.6	10.0	-0.2	%
不動産事業	-1.9	22.2	-11.9	-6.5	%
投資銀行事業	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-25.6	%
リテール事業	-64.0	11.3	-28.3	-7.8	%
海外事業	26.1	40.5	-2.4	-23.2	%

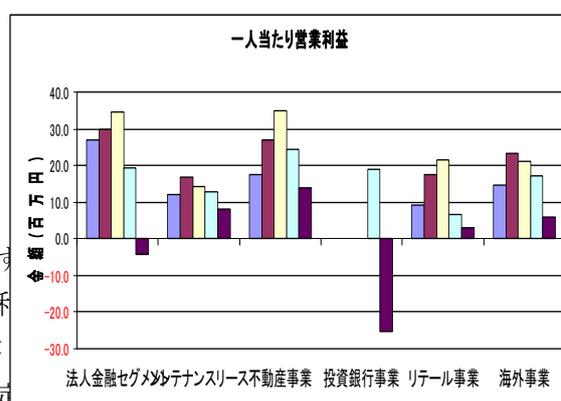
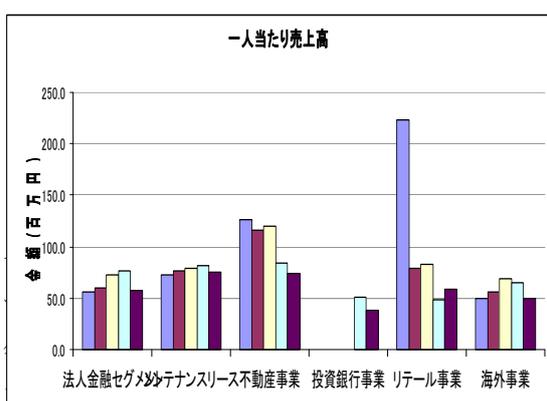


成長性については上図グラフが示す通り、明るい兆しは見えて来ない。世界同時不況が襲い強い影響を受けた2009年3月期を除いて分析した場合にも芳しい成長性は見出せない。金融と不動産という二つのキーワードが掲社事業の中心である限り、この様な環境下では、我慢や忍耐のタイミングでもあると思料される。リテール事業はセグメントの組換えによりグラフ上ではアップダウン激しく映るが、主に生命保険、クレジット事業が中心である。**クレジット事業（オリックスクレジット株式会社）は元々収益が安定しており、手塩にかけて育ててきた事業である。消費者金融ローンの過払い利息問題が発生する前からグレーゾーン金利水準での貸付は行っておらず、ミドル富裕層のマーケットを開拓しており順調に推移していた。グループ全体のアセット効率を考慮し前期、三井住友銀行へ51%の株式を売却している経緯がある。**

(3) 生産性

一人当たりの売上高	'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	単位
法人金融セグメント	56.1	59.8	73.1	76.5	57.0	百万円/人
メンテナンスリース	73.3	76.4	78.5	81.5	75.6	百万円/人
不動産事業	126.4	116.1	119.8	84.4	74.3	百万円/人
投資銀行事業	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	50.9	37.8	百万円/人
リテール事業	222.8	79.3	82.8	48.4	58.1	百万円/人
海外事業	49.3	55.5	68.3	65.1	50.1	百万円/人

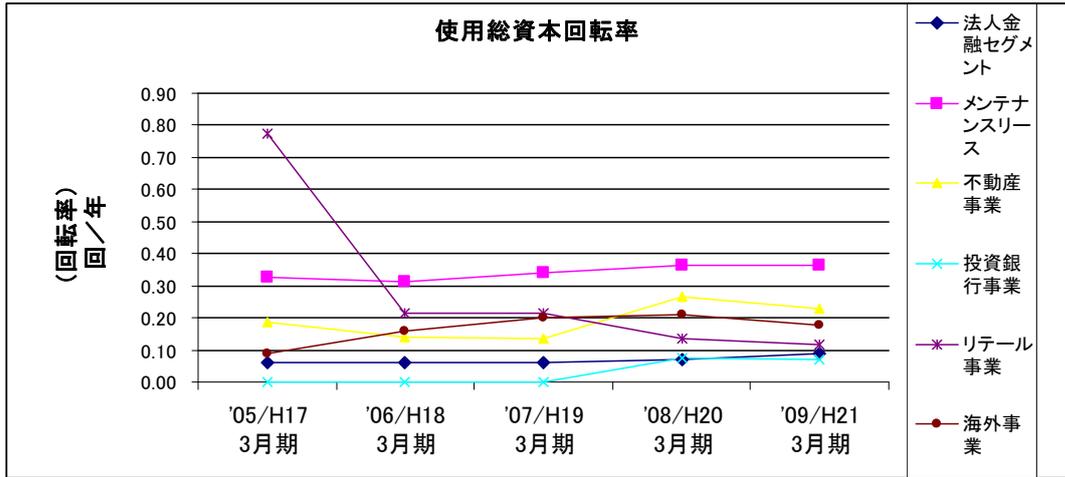
一人当たりの営業利益	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	単位
法人金融セグメント	27.1	29.8	34.5	19.4	-4.3	百万円/人
メンテナンスリース	12.0	16.7	14.3	12.8	8.2	百万円/人
不動産事業	17.5	26.9	35.1	24.3	13.9	百万円/人
投資銀行事業	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	19.0	-25.3	百万円/人
リテール事業	9.1	17.5	21.4	6.7	3.0	百万円/人
海外事業	14.8	23.3	21.1	17.3	6.0	百万円/人



する可能性も含んでおり、生産性という観点から見た場合、従業員の配置や組織体制についてのテコ入れが必要なタイミングであると考えられる。

(4) 効率性

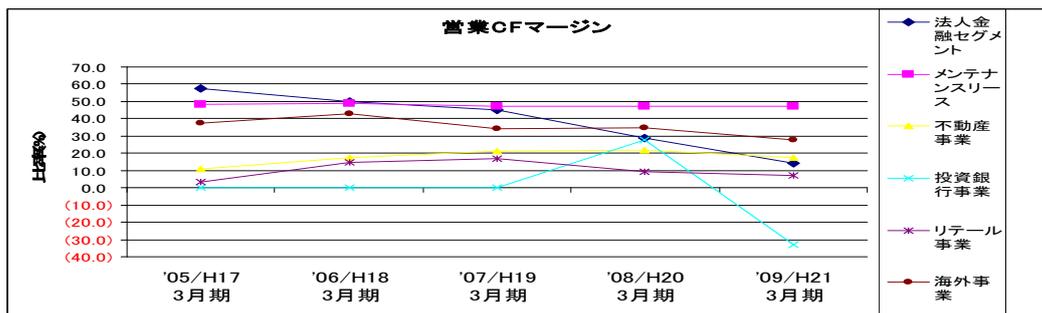
使用総資本回転率	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	単位
法人金融セグメント	0.06	0.06	0.06	0.07	0.09	%
メンテナンスリース	0.33	0.31	0.34	0.36	0.36	%
不動産事業	0.19	0.14	0.14	0.27	0.23	%
投資銀行事業	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.07	0.07	%
リテール事業	0.78	0.21	0.21	0.14	0.12	%
海外事業	0.09	0.16	0.20	0.21	0.18	%



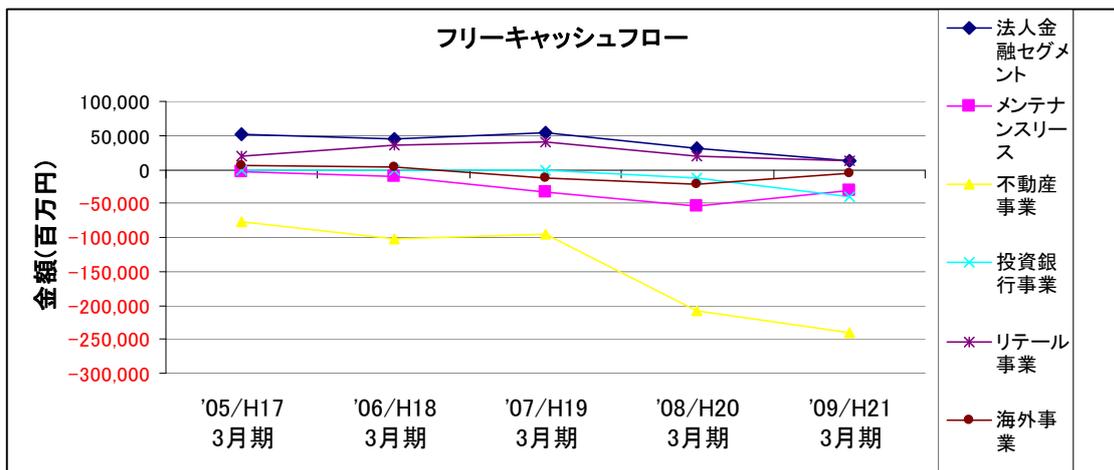
効率性の観点で見た場合、使用総資本回転率においてはメンテナンスリース事業セグメントが一番高い数値を示している。メンテナンスリース事業セグメントは主にオリックス自動車やオリックスレンテックの2社の事業であり、投資資産（自動車・IT機器・測定器等）の効率性が高く収益を生み出す事業である。何れのセグメントもまだまだ改善の余地を残しており、前述の収益性と掛け合わせた投資効率をあげて行く必要があると考えられる。

2.3 事業セグメント毎のキャッシュフロー分析

営業CFマージン	'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	単位
法人金融セグメント	57.4	50.1	45.2	29.0	14.3	%
メンテナンスリース	48.3	48.7	47.1	47.2	47.5	%
不動産事業	11.2	17.4	21.3	21.8	17.2	%
投資銀行事業	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	27.5	-33.0	%
リテール事業	3.4	14.8	17.2	9.4	6.9	%
海外事業	37.7	43.2	34.3	34.8	27.9	%



フリーキャッシュフロー	'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	単位
法人金融セグメント	51,417	44,788	53,432	31,267	12,944	百万円
メンテナンスリース	-4,466	-11,096	-33,452	-54,036	-31,722	百万円
不動産事業	-77,143	-103,004	-95,725	-208,686	-241,336	百万円
投資銀行事業	0	0	0	-12,796	-39,971	百万円
リテール事業	20,572	35,193	39,861	18,628	12,685	百万円
海外事業	5,987	4,399	-12,954	-22,613	-5,765	百万円



営業キャッシュフローマージンで高い数値を示すのは、ここでもメンテナンスリース事業セグメントである。その他の事業セグメントは右肩下がりの傾向があり、海外事業を除く日本国内での収益力強化を図らなくてはならないであろう。比較的順調推移している事業への人員配置などを行わなければ、人員効率も上がらずに営業キャッシュフローを押し下げる要因を強めることとなる。フリーキャッシュフローにおいては事業内容から不動産事業セグメントとメンテナンスリース事業セグメントのマイナスは仕方ない。但し、不動産事業セグメントにおいては直近2期でそのマイナス幅が大きく増加しており、それに見合う今後のキャッシュ化がいつ実現するかの計画を精緻に折り込んで資金繰り及び財務戦略を思考しておかなければならない。

過大な投資キャッシュフローを営業キャッシュフローだけでは賄いきれずに財務キャッシュフローを融通しているのが掲社の特徴である。この一因には莫大な資産を抱え過ぎた感は否めないであろう。総資産が5兆円程度の時期はその資金循環が安定的に行われてきたが、総資産が8兆円や9兆円にまで膨れ上がると自身でコントロールできない域に入っているのではとも考えられる。所有資産の劣化や与信先のデフォルトによる貸倒引当は過去充分に行われており、財務体質は直接調達による機会も得て順調な拡大をしてきたように見えるが、想定以上の自然拡大にマネジメントコントロールによる制御機能が効いていない可能性もあると考えられる。

2009年3月決算の連結キャッシュフロー計算書に投資キャッシュフロー（+）、財務キャッシュフロー（-）という例年にない変化が見られるが、これはネガティブ思考で考えた場合、存続危険性に黄色信号が点っている可能性を示唆するものである。「金」が市場や金融機関から調達出来なければ、数年で所有資産から生まれる収益を食い潰す事を意味しており、掲社は引続き投資を継続していかなければならない事業体である。前期は資金調達面での苦慮が見受けられ、財務キャッシュフローのマイナスは決してポジティブ評価とは言い難い行動であった筈。代わりにリース・貸付金の投融資実行も抑えざるを得ない状況であり、投資キャッシュフローがその結果プラスとなっているのが実状であろう。

極端な事業戦略変更は難しいが、徐々に資産圧縮を行い同時にリスク管理強化を行って行く事を頑なに実施しなくては、信用収縮がまだまだ続くと考えられる昨今の金融情勢の波を乗り越えることは至難となるであろう。

2.4 企業価値分析

資本コスト、EVA、ROIC の算出にあたり以下添付の手順及び仮定に基づいて計算している。

経済付加価値(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
負債利息	支払利息+社債利息
負債利息率	負債利息÷期中平均有利子負債
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×発行株式数
投下資本①	期中平均有利子負債+株主資本の時価
加重平均資本コスト(WACC)	$\frac{\text{有利子利率} \times (1 - \text{法定実行税率}) \times \text{有利子負債} + \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本の時価}}{\text{投下資本①}}$
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(NOPAT)	(営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-法定実行税率)
経済付加価値(EVA)	税引後事業利益-資本コスト

経済付加価値(EVA)算出ためのデータの出所

項目	説明または計算式
リスクプレミアム	企業価値評価(タイヤエンド社)26章に従い5%に固定
無リスク利率(国債利回り)	財務省 10年物国債応募者利回り
β(ベータ)	Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp
発行株式数	決算短信 株式等の状況
期末株価	Yahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp
法定実行税率	法定実行税率として40%に設定

投下資本利益率(ROIC)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(時価)	有利子負債+株主資本の時価
NOPLAT	(営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-法定実行税率)
投下資本利益率(ROIC)	NOPLAT(みなし税引後営業利益)÷投下資本(時価)の期中平均

2.4.1 WACCの算出

	'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	単位
簿価有利子負債(D)	3,809,734	4,572,469	5,037,448	5,792,334	5,252,012	百万円
時価株主資本(E)	1,105,231	2,089,227	2,936,590	2,224,619	972,045	百万円
負債コスト(re)	1.44%	1.37%	1.61%	1.83%	1.99%	
リスクフリーレート	1.36%	1.75%	1.70%	1.52%	1.38%	
株式ベータ	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	
マーケットリスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
株主資本コスト(CAPM)(rd)	8.86%	9.25%	9.19%	9.01%	8.87%	
D/(D+E)	77.51%	68.64%	63.17%	72.25%	84.38%	
E/(D+E)	22.49%	31.36%	36.83%	27.75%	15.62%	
実行税率	40.70%	40.70%	40.70%	40.70%	40.70%	
加重平均資本コスト(WACC)	2.65%	3.46%	3.99%	3.28%	2.38%	

2.4.2 EVA、ROICの算出

経済付加価値(EVA)

項目		'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
有利子負債	(百万円)	3,809,734	4,572,469	5,037,448	5,792,334	5,252,012
期中平均有利子負債	(百万円)	3,688,185	4,191,102	4,804,959	5,414,891	5,522,173
負債利息	(百万円)	54,882	62,467	80,871	105,905	104,541
負債利息率	(%)	1.49%	1.49%	1.63%	1.96%	1.89%
無リスク利率	(%)	1.36%	1.75%	1.70%	1.52%	1.38%
リスクプレミアム	(%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
β(ベータ)		1.499	1.499	1.499	1.499	1.499
株主資本コスト	(%)	8.86%	9.25%	9.19%	9.01%	8.87%
株主資本の時価	(百万円)	1,105,231	2,089,227	2,936,590	2,224,619	972,045
投下資本①	(百万円)	4,914,965	6,661,696	7,974,038	8,016,953	6,224,057
加重平均資本コスト(WACC)	(%)	2.68%	3.51%	4.02%	3.34%	2.33%
投下資本②	(百万円)	4,536,720	5,496,292	6,176,429	7,079,546	6,511,926
資本コスト	(百万円)	121,377	192,720	248,023	236,325	151,926
税引後事業利益	(百万円)	91,528	149,525	187,435	148,111	5,972
経済付加価値(EVA)	(百万円)	-29,849	-43,195	-60,588	-88,214	-145,953

投下資本利益率(ROIC)

項目	'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
有利子負債 (百万円)	3,809,734	4,572,459	5,037,448	5,792,334	5,252,012
自己資本(簿価) (百万円)	726,986	923,823	1,138,981	1,287,212	1,259,914
投下資本(簿価) (百万円)	4,536,720	5,496,292	6,176,429	7,079,546	6,511,926
NOPLAT (百万円)	77,658	128,881	167,324	112,196	32,460
営業利益+受取利息+受取配当 (百万円)	130,957	217,338	282,166	189,201	54,739
法定実行税率 (%)	40.70%	40.70%	40.70%	40.70%	40.70%
投下資本利益率(ROIC) (%)	1.71%	2.57%	2.87%	1.69%	0.48%

EVAは株主資本コストを加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出できたかを示す指標であり、税引後事業利益（NOPAT）から資本コスト（＝簿価投下資本×WACC）を差引いて求められる。EVA向上の施策としては、NOPAT増加又は簿価投下資本の減少をさせる、若しくはWACCを低下させる必要がある。前提条件次第で大きく数値は変動するが、上述前提による算出によるとEVAは常にマイナスとなっている。またROICは簿価投下資本に対するNOPATの割合を示している。2009年3月期は1%を割り込むなど、事業収益性の低迷が懸念される。資産圧縮の施策が今後見込まれるので、投下資本効率が上がればROICも向上するであろう。この経済環境下で連結決算で赤字を出さずに経営が出来るのはセグメント毎に凸凹があるものを、うまく事業ポートフォリオが組み立てられているという見方は出来なくもない。

2.4.3 企業価値指標

前提条件として以下の記載通りの計算方法にて算出を行っている。

(1) フリーキャッシュフロー価値

- ① 売上高2010年3月／2011年3月期は四季報予想数値入力。その後は同水準推移。
- ② 営業利益及び営業利益率は①と同じ。
- ③ 設備投資額、減価償却費は過去5年平均値を採用。
- ④ 実行税率は現行40.7%を採用。

(2) 株式・負債価値（時価評価）

期中平均株価×発行済株式数＋有利子負債簿価にて算出

(3) 市場付加価値（MVA）

EVA÷資本コストにて算出

フリーキャッシュフロー価値の算出方法

単位:百万円

	'06/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	'13/H25 3月期	'14/H26 3月期	'15/H27 3月期
営業活動によるキャッシュフロー	126,467	156,003	226,128	156,287	308,779						
投資活動によるキャッシュフロー	-408,004	-789,337	-802,278	-838,331	171,183						
フリーキャッシュフロー	-281,537	-663,334	-576,150	-682,044	479,962	-350,000	-350,000	-350,000	-350,000	-350,000	-350,000
平均フリーキャッシュフロー(5年間)			-344,629								
売上高	916,950	947,824	1,142,553	1,151,539	1,075,811	#DIV/0!					
売上高成長率	-	3.4	20.5	0.8	-6.6						
平均売上高成長率(4年)			3.6								
H17/3の予測期間		-546,206	-546,748	-630,507	432,225	-307,041					
H18/3の予測期間			-556,905	-637,240	433,454	-305,527	-295,321				
H19/3の予測期間				-655,896	443,867	-311,270	-299,336	-287,861			
H20/3の予測期間					464,703	-324,100	-317,000	-307,570	-297,783		
H21/3の予測期間						-341,858	-333,905	-326,137	-318,550	-311,139	
予測期間の割引現在価値(A)	-1,698,277	-1,361,539	-1,110,497	-795,437	-1,631,589						
加算平均資本コスト	2.65%	3.46%	3.99%	3.28%	2.36%						
FCFの永久成長率(1/5スカラー)	1.36%	1.75%	1.70%	1.52%	1.38%						
継続価値の資本コスト	1.29%	1.70%	2.29%	1.77%	1.00%						
継続価値(B)	-23,139,457	-16,744,570	-12,090,882	-16,302,965	-30,276,159						
企業価値(A)+(B)	-24,837,734	-18,106,108	-13,201,379	-17,098,392	-31,807,748						

	'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	単位
企業価値の計算						
企業価値(1) =時価株主資本+有利子負債	4,914,965	6,661,696	7,974,038	8,016,953	6,224,067	百万円
企業価値(2) =MVA+簿価投下資本 =EVA/加重平均資本コスト+簿価投下資本	3,449,172	4,326,820	4,701,698	4,510,719	250,743	百万円
企業価値(2) =フリーキャッシュフロー価値	-24,837,734	-18,106,108	-13,201,379	-17,089,392	-31,907,749	百万円

上記算出数値のフリーキャッシュフロー価値はあまりにも実態に合わないためここでは無視するのが適切であろう。企業価値としては(1)もしくは(2)により、測られる事になるが、時価総額+有利子負債合計による企業価値は掲社の場合、業種柄自己資本比率は高くなく、加えて莫大な有利子負債を抱えており一般企業分析に比して特異性があるのでMVA評価も加味した価値算定が通常であると考えられる。2009年3月期はいわゆる事業収益が大幅に落ち込んだ事と、それにシンクロする形で株価が下降していた事が相重なって企業価値評価も大幅に落ち込んでいる現状である。企業価値評価にも勿論繋がることではあるが、収益性と資産効率の向上が掲社にとっての喫緊の課題であると言える。既に実施されている施策もあるが以下の通り問題解決に向けた方策として挙げておく。

- 費用圧縮の抜本的テコ入れ(人件費含むリストラクチャリング)
- 不動産事業と投資銀行事業のモニタリング強化
- リース・貸付債権の流動化によるキャッシュフロー良化
- 資産圧縮策における不良化資産処分と優良資産の入替

具体的な施策が必要ではあるが、有利子負債削減はもとより、自助努力可能なコストカット策を含め無駄な費用の圧縮が必要である。また掲社事業の特徴から一番注意しないといけないのは、収益を生み出す資産を常に回転させなければならない事であり、有利子負債圧縮のための新規投融資をストップしてしまう事態が発生した時が掲社にとって一番苦しいタイミングとなるであろう。今は我慢の時期で、少なからずとも資産効率がコントロールできる範疇に戻す事が必要である。

3 企業戦略

3.1 企業価値についての考え方

掲社の企業理念・経営方針に関する部分を参照資料としてインターネットや同社HP等からの抜粋を行い、企業環境や事業環境も交えて企業価値創造について触れて行きたいと思う。

3.1.1 企業理念について

コンプライアンス基本方針

オリックスは、コンプライアンスの実践を経営の最重要課題の一つと位置付け、コンプライアンスの徹底はオリックスの経営の基盤であることを強く認識し、企業活動において求められるあらゆる法令等の遵守はもとより、EC21を実践した誠実かつ公正で透明性の高い企業活動を遂行します。

EC21

EC21 *Excellent Company*

オリックスでは、「21世紀におけるExcellent Company」を目指すために、企業行動憲章ともいべき「EC21」を定めています。

「EC21」では、「▲企業理念・経営方針・行動指針」を踏まえて、「▲オリックスが目指す企業像」を明確化し、これを実践するための「▲企業行動規範」、「▲役職員行動規範」および「▲役職員行動実践」を定めています。

「EC21」として21世紀におけるExcellent Companyを目指すことを謳っており、その中で企業理念・経営方針・行動指針を設定し、目指すべき企業像を定めている。これらを実践するために役職員に対して規範を定め、それらを意識付けさせ企業価値向上に努めている。

(1) 企業理念

オリックスは、たえず市場の要請を先取りし、先進的・国際的な金融サービス事業を通じて、新しい価値と環境の創造を目指し、社会に貢献してまいります

(2) 経営方針

- 1 お客さまの多様な要請に対し、たえず質の高いサービスを提供し、強い信頼関係の確立を目指します。
- 2 連結経営により、すべての経営資源を結集し、経営基盤の強化と持続的な成長を目指します。
- 3 人材の育成と役職員の自己研鑽による資質の向上を通じ、働く喜びと誇りを共感できる風土の醸成を目指します。
- 4 この経営方針の実践を通じて、中長期的な株主価値の増大を目指します。

(3) 行動指針

Creativity

先見性と柔軟性を持って、たえず創造力あふれる行動をとろう。

Integration

お互いの英知と情報を結合させ、人間的なふれあいを通じて、グループ力を高めよう。これらを基に目指す企業像が以下添付の通りである。

<p>オリックスが目指す企業像</p> <p>誇り 市場に高く評価される新しい価値の創出によって経済的なインパクトを生み出し、「誇り」ある活動を行う企業。</p> <p>信頼 株主・お客さま・従業員などを含め社会の多様な期待に応える高い能力と謙虚な姿勢を持ち、関係する人々から「信頼」される企業。</p> <p>尊敬 社会的な規範を守り、公正かつ透明な活動を行う優れた社風を持ち、社会との調和を保って、広く世の中から「尊敬」される企業。</p>	<p>役員行動規範</p> <p>役員一人ひとりが「オリックスが目指す企業像」に向かって日々行動するための判断基準として定めたのが、役員行動規範です。</p> <p>この行動は、前向きだろうか</p> <p>この行動は、公正だろうか</p> <p>この行動は、謙虚だろうか</p>
--	---

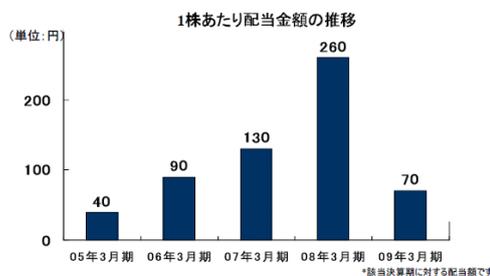
役員行動規範は手帳やデスクに張っており、常に意識しているかが従業員各位に問われており、浸透しているものと思われる。

3.1.2 株主価値創造

企業価値の考え方として重要なメッセージとなっているのが利益分配に関する方針である。以下に添付する。

利益分配等に関する方針

オリックスは事業活動で得られた利益を主に内部留保として確保することにより、事業基盤の強化や成長のための投資に活用し、財務の健全性を維持しつつ持続的な成長を果たすことが株主価値の増大につながると考えています。また、中長期的な利益成長による株主価値の増大に加え、適正な利益分配により株主の皆様のご期待に応えていきたいと考えています。



利益分配等に関する方針

》オリックスは、事業活動で得られた利益を主に内部留保として確保することにより、事業基盤の強化や成長のための投資に活用し、財務の健全性を維持しつつ持続的な成長を果たすことが株主価値の増大につながると考えています。また、中長期的な利益成長による株主価値の増大に加え、適正な利益分配により株主の皆様のご期待に応えてまいりたいと考えています。

》リーマン・ショック以降の金融環境は、急激な速度で深刻化しています。またその影響は实体经济の悪化へと伝播しており、金融・不動産マーケットの正常化には相当の時間を要するものと考えられます。こうした未曾有の経済環境の混乱期においては、内部留保の充実をより重視することが、中長期的な株主価値の向上に資するものと考えます。

》2008年3月期は株主資本配当率(DOE)2%程度を目安といたしましたが、当面の間は経営の健全性の向上を最優先とした配当方針といたします。

掲社は中長期の利益成長を株主価値と考えており、利益成長のために多角化・拡大路線を歩んでいると考えられる。但し昨期決算期には配当金を落とすなど株主に応える形に翳りも出てきている現況下である。2008年3月期はDOE2%を目指していたが昨今の事業環境を鑑み健全性向上に向けた施策を取らざるを得ないと考えられる。成長性・収益性・健全性を経営指標の3本柱に掲げているが直近の業績下降を見る限り3つの要素全てにおいて厳しい局面を迎えている。

3.1.3 顧客価値創造

お客さまの多様なニーズに応え、質の高いサービス提供を図り、強い信頼関係の確立を目指すのが経営方針でもあり、着実にそれらは向上していると考えられた。**グループ会社のサービスをワンストップで提供できる営業スタイルは競合他社にないアイテムを持ち合わ**

せ「クロスセル営業」による収益機会を獲得してきたのは紛れもない事実である。冒頭に触れたが2002年にはマイケル・ポーター賞を受賞するなど、そのユニーク独自性は他社と差別化を図れている要因でもあったと考えられる。

これらが掲社の最大の強みであったと思われ、その後収益性の高い投融資を繰り返した事が現状の業績を物語っている。本来あるべき姿は広く浅くの精神で中小企業の顧客を囲い込むことである。リスク・リターンの見極めと顧客基盤がもたらす収益性確保を地道に進めておくべきであったが、2007年頃から安易に不動産事業者への投融資にウェイト高めてしまった事が首を締めることになった最大の要因であったと言えよう。それに至った経緯については次の従業員価値のところでも触れることとする。顧客に対するワンストップサービスとしてリース・レンタルを始め不動産仲介やM&Aに関するサポートや生損保提案など顧客への提案切り口を多数持っており、顧客の顕在・存在ニーズに応える総合提案ができる体制が構築できている点は評価できる点と言える。

法人のお客さま向け 商品・サービス

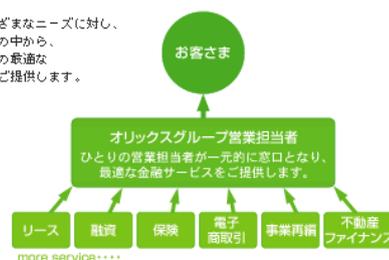
図の球体をクリックしてください。各カテゴリー詳細へのリンクが表示されます。



サービス提供方法

1. ワンストップ・サービスを実現します。
2. 課題解決に最適な手段を選び、提供します。
3. なければ、つくり、ニーズに柔軟に対応します。

お客さまのさまざまなニーズに対し、幅広い金融機能の中から、課題解決のための最適な金融サービスをご提供します。



顧客に対する提案については、財務アドバイザー的にバランスシート改善や企業価値向上の提案が数多くラインナップさせ、また営業職員にもその認識は行われている。

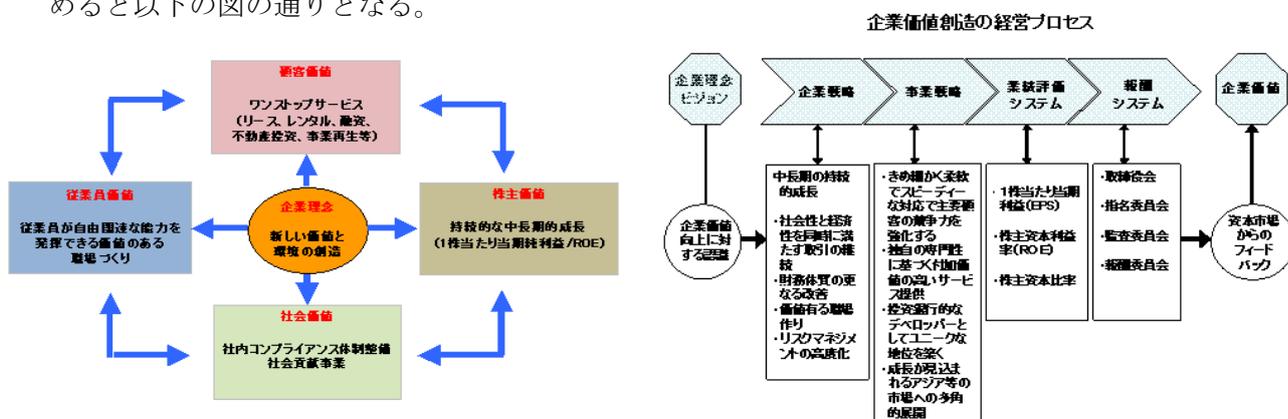
3.1.4 従業員価値創造

「自由な社風は間違いなく、役員連中とも気軽に接することが出来る会社である」これらのセリフは就職活動の面接担当者がよく使う言い回しである。実際の職場においても自由闊達に意見を述べられる風潮が社内に広がっており、仕事がやり易い環境にあることは確かである。掲社の最も重要な経営資源である「人材」は大切に扱われるのであるが収益の源となるのが「粗利益制度」である。職員はこの粗利益制度のもとでグループ会社商品やサービスを顧客に商売するとポイント制になっており、一人当たり年間粗利益が各個人の評価対象となっている。商品により評価ポイントに高低があり、営業マンによっては高い評価ポイントの商品・サービスに流れるきらいも発生する。出来る限り手間の掛からない且つポイントの高い商品やサービスとして不動産業者向け資金貸付の案件に注目が集まり、ネコも杓子も粗利益制度の中で踊らされ、挙句の果てには倒産企業やデフォルトの続出の事態に遭遇し、収益性のみならず安定性と健全性を毀損した形となってしまったことは否めないであろう。現在、評価体系の見直しが行われており新しい人事政策のもと、本来の従業員価値の意味をもう一度見つめなおすタイミングであると考えられる。また近年採用を続けてきた中途採用社員の活用が今後重要性を増すこととなり、より専門性の高いノウ

ハウとナレッジを持つ社員の活躍が期待されることになるであろう。

3.1.5 社会価値創造

掲社は社会倫理・法令の遵守を徹底するために米国 SOX に規定されている内部統制のフレームワークに従って、内部統制システムを整備している。内部統制の構成要素として、「統制環境」「リスクの評価」「統制活動」「情報と伝達」「監視活動」を上げているが、そのうち「統制環境」が基礎をなすものとしており、そのために「企業風土としてのコンプライアンスの浸透・強化」を徹底している。また、事業活動だけでは社会に貢献できない分野について継続的な支援を行うことを目的に、2006年4月「オリックス社会貢献基金「ORIX Social Fund」を設立し、社会的にハンディキャップを持った方たちへの支援や海外の貧しい地域での教育センター設置等の社会貢献活動を実施している。以上、同社の企業理念及びステークホルダー（株主、顧客、従業員、社会）に対する企業価値をまとめると以下の図の通りとなる。



企業価値向上に向けた4つに視点意識は忠実に実施されてきた経緯はあるが、設立45年の歴史の中でここ数年の企業規模拡大による忠実性が若干毀損しているのではないかと考えられる。業績好調が維持されていれば世間やマーケットの評価も高いが、村上ファンドやかんぼの宿などでマスコミにネガティブに取上げられるようになった企業として、より一層の社会価値の向上を目指すべきであろう。

3.2 企業成長戦略

過去の事業展開を時系列で整理し、戦略資産及び競争優位源泉等を以下にまとめる。

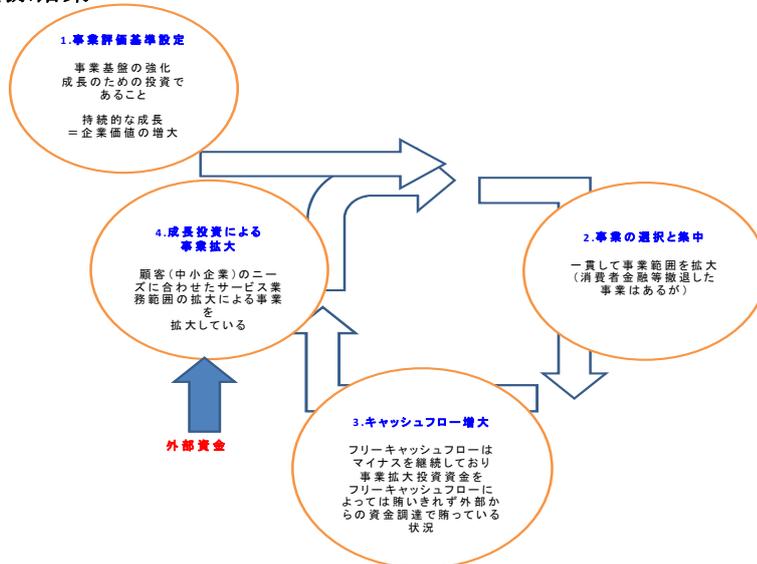
3.2.1 事業展開シナリオ

業容拡大を継続的に行い、事業ポートフォリオを組成してきた歴史が拝見出来る。オリックスの歴史は M&A の歴史でもあり、事業展開シナリオは全てファイナンス（リース）に関連するところから裾野を広げてきた経緯がある。

- 例) リース⇒法人向ローン (⇒対象業種拡大) ⇒不動産ローン⇒不良債権ビジネス
⇒投資銀行業務⇒事業再生・M&Aアドバイザー
- 例) リース⇒リース物件処分ビジネス⇒オリックス環境社設立⇒環境ビジネス
- 例) カードローン⇒住宅ローン⇒証券化商品

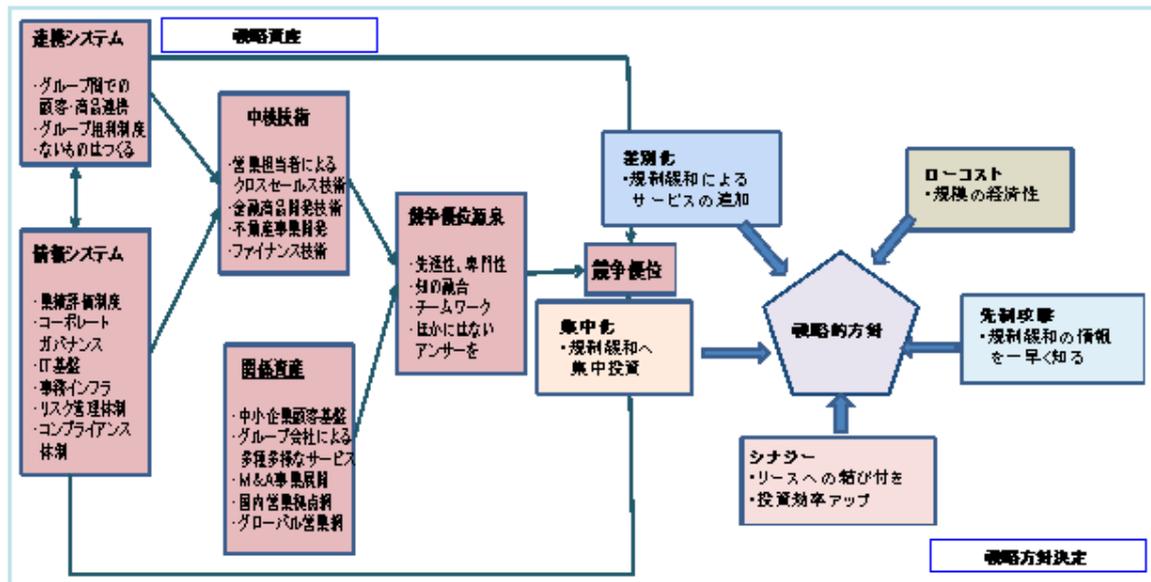
例) 法人顧客向け金融サービス⇒生命保険・損害保険⇒証券業務
 そのほとんどがM&Aによる買収を行い事業拡大を図った経緯が窺える。

3.2.2 資源循環



キャッシュフロー悪化がその循環を止めている可能性が十分に考えられる。金融情勢の急悪化に伴い資金調達がうまく行かない場合には破綻すら有りえる話である。事業の選択と集中を明確に行わなくてはならないタイミングであり、収益を生み出している事業や一部門があれば、今後の成長戦略における必要可否を決定し、現段階で資金化するのも選択肢の一つであると言える。オリックスクレジット社の株式売却はキャッシュフローの脆弱さからくるものと判断しても当たらずとも遠からずの判断であったと思われる。

3.2.3 戦略資産



営業職は「ほかにはないアンサーを」をキャッチコピーにクロスセリング営業を行っている。先見性と専門性を柱に全国ネットワークで営業網を敷いている点が掲社の競争優位源

「知の融合」をモットーに専門性スキルが高い部署との協業体制が構築できており、いわゆるチームプレーでの顧客提案を可能にしている。また業界環境を先読みし、地域金融機関との連携など自社独自のサービスメニューを顧客だけでなく、顧客に接する地域に根ざした営業活動は評価できる点であり、掲社の強みとも言えよう。

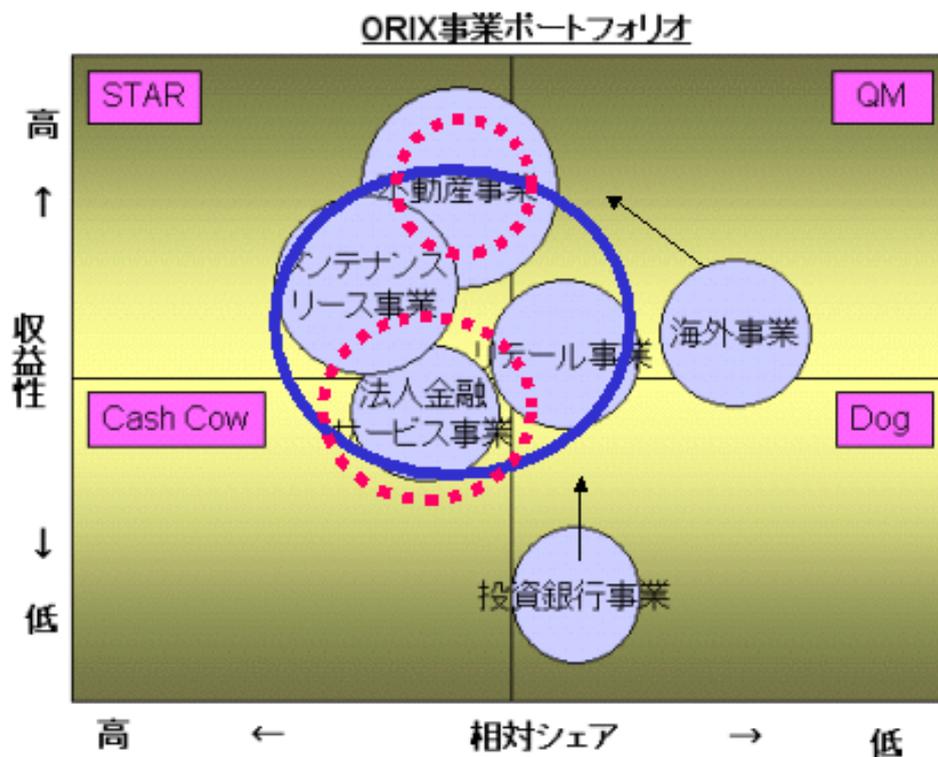
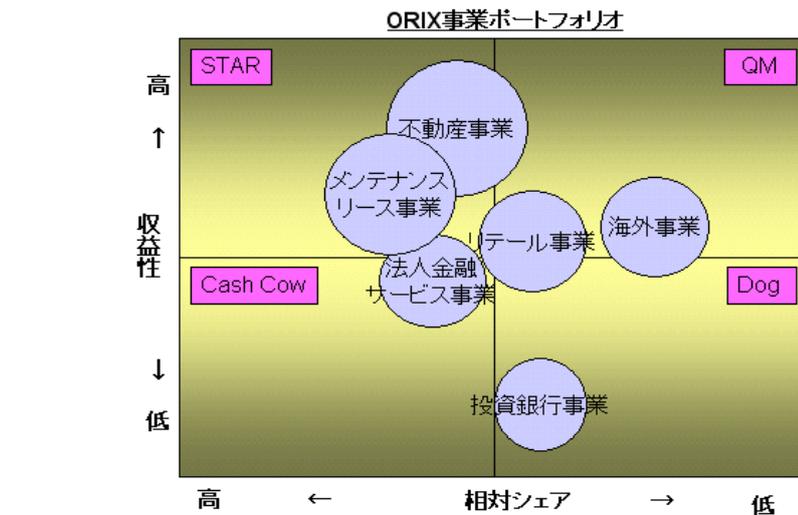
3.3 事業ポートフォリオ

収益源となる顧客は中小企業層にほぼ集約される。国内マーケットにおいては不動産事業セグメント以外は全国50万社といわれる中小企業層顧客へのペネトレーションが効いている。それらをコアに横展開を図ってきたのが掲社の特徴であり、事業ポートフォリオとしては上手く構成されていたものと考えて良い。但しそれはあくまでも成長過程においての話であり、近年業績を把握する限りこのままの事業ポートフォリオのまま、整理なしに順調に業績が推移するものとは考え難いのが実状であろう。シナジー効果が見込めない、若しくは効果薄の事業については見直しが必要な時期に差し掛かっている。今後は近年採用増加した従業員増がネックとなりそうである。金融法人サービス事業はメンテナンスリース事業や投資銀行事業とのシナジー効果は極めて高く、これらについてはより強固なチームワークや協業体制による顧客基盤開拓が必要であろう。

今後、重要視されるのは不動産事業とリテール事業の2つであると考えられる。不動産事業はオリックス不動産を中心に、マンションデベロップメントも手掛けており保有アセットの活用をこの不況下でどのように扱って行くかが命題である。保有不動産のリスクマネジメント強化は評価出来るが、まだまだ不良在庫を抱えている可能性は高く、収益性を圧迫する可能性を秘めている点は懸念点として挙げておく。

リテール事業は信託銀行、カードローン、生命保険、証券が中心となっており、先にも記載したカードローン事業は三井住友銀行への株式売却を行っており、**将来収益を現時点でキャッシュ化した事の裏にはカードローン事業の負債を外出し出来た事が一番のメリットであったのではないかと考えられる。三井住友銀行とのパイプ強化を図り、今後の資金調達安定化に向けた工作も見受けられる。**信託銀行へもグループ各社から人員を募集し法人営業部を設立し、中小企業層への営業展開を図っている。今後に期待する部分はあるが、オリックス本体と顧客層が被るため、シナジー効果が発揮されるかどうかには掛かっているであろう。

事業ポートフォリオをマトリクス分析した結果は、以下のとおりである。



現行の事業ポートフォリオ展開としては、金融法人サービス事業の拡大と不動産事業の適正縮小が必要であると考えられる。青丸で示すグループシナジーによる①シェア②収益率を伸ばす施策をより具体的に取組みを行っていくことも重要である。海外事業は情勢を鑑み打ち手を思考していかなければならないが、今は縮小も已む無しで国・地域選定の上、選択と集中による資源集約が賢明である。投資銀行事業は収益性が一時的に下がってしまったが、グループシナジー発揮には欠かせない事業分野で今後の収益性向上のためにも、優良資産や優良株式への投資選別をして行くことで改善は十分に図れる事業であると考えられる。

投資銀行事業については以下、少し細かく触れて行こうと思う。オリックスの投資銀行事業の中心は後にも触れるがエクイティ投資ビジネスであり、純投資と戦略投資の前者を主に受け持っている。もともとデットビジネスが主体であったが故に投資銀行本部の設立当初は、顧客への入り込みが非常に難しかったのは事実で、経営権までも握られてしまうという印象を先に植え付けた感は否めない。その頃、いわゆるハゲタカファンドと揶揄された外資系証券会社のインベストメントが流行り、「黒目（日本という意）」の投資家として、プレイヤーの仲間入りを果たした。デットビジネスよりもボラティリティは高いが、過去蓄積された企業与信能力を活かして少しずつではあるが、失敗と成功を繰り返しながら進めてきた事業である。

3.4 企業戦略の評価と課題

オリックスは長期に渡って飛躍的な急成長を成し遂げてきた企業の1社であることは紛れもない事実であろう。リーマンショック以降、急激な事業環境悪化のもと近い将来に同じような成長率で企業規模拡大を行えるかどうかは、まさにこのタイミングのビヘイビアが重要な役割を果たすことになるであろう。資源要因としてヒト・モノ・カネとして掲社の重要資産であるヒトをどのようにリストラクチャリングを行うかが当面の課題と思われる。資産（＝ここではモノと定義）リストラクチャリングは既に着手されているので、あとは会計上の損失をどこまで押さえ込めるかであろう。ヒト・モノを両輪でテコ入れする事でカネ廻りは十分に改善すると思われる。重要な点は優秀なヒトの外部流出であり、人事政策が試されるものと考えられ、組織・人事要因にも繋がる課題である。経営管理要因として業績評価や報償などの側面を見た場合、絶好調期には特別賞与が出されていた事もあり、業績効果を従業員評価へ連動させていた点は充分評価できる点であった。但し2009年6月賞与は設立以来、役職員全員への減額が行われている。これらを従業員がどのように判断するか、モチベーションにも関わる重要な点であろう。営業が強い会社であるからこそ、非営業セクションへの皺寄せも強く、営業・非営業部門、そして専門部門のチームワークが掲社の優位性を築いていたところもあり、若干の懸念点として挙げておきたい。

以上、オリックスグループについて触れてきたが、実はまだまだ奥の深い会社であろう。掲社の重要資産は間違いなく「人」である。従業員は業績伸長と同時に増加傾向にあり異文化コミュニケーションを図る施策が必要であったに違いない。過去の栄光にしがみつく社員も多く目立ち、昔ながらのオリックスDNAの継承が途切れ途切れになった感は否めない。掲社の完全復活は2011年3月期の業績が物語ることになるであろう。その業績が本来の身の丈業績として経営陣含め役職員が再認識することが復活への一歩であろう。半世紀にも満たない45年間という歴史でここまで成長一途で走り続けた企業も珍しく、その成長性が真の成長であったかを再度確認する時期としてこの数年を乗り切る体制を築いて貰いたい。

付属資料 3：企業戦略分析・立案

(出所：村岡 道記 「経営戦略応用研究Ⅱ 期末レポート 旭化成株式会社」 2004年11月8日)

旭化成株式会社 (2004)

1 当該企業の事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 沿革

旭化成は、現在、売上高約 1 兆 2000 億円の総合化学企業であり、事業内容は、繊維、化学、住宅、エレクトロニクス、医療まで多岐にわたる。2003 年 10 月に分社持株会社制へ移行し、持株会社と 7 つの事業会社からなるグループ組織体制となった。旭化成は、1931 年（昭和 6 年）に設立、宮崎県の延岡アンモニア絹糸株式会社を前身とする。当時、日本窒素肥料(株)が同じ延岡の地でアンモニアの製造を開始しており、同社は、そのアンモニアを有効活用する目的で設立され、銅アンモニアレーヨン糸「ベンベルグ」の製造を開始した。戦前は、各種工業薬品、肥料、硝化綿、産業用火薬などの化成品、調味料「旭味」などを製造してきたが、戦後になり積極的な事業拡大を図り総合化学企業となった。

繊維事業では、「ベンベルグ」に続き、1959 年にアクリル短繊維「カシミロン」、64 年にナイロン 66 繊維「レオナ」、71 年にポリウレタン弾性繊維「ロイカ」、1973 年にスパンボンド「エルタス」、79 年人工皮革「ラムース」などの三大合繊をはじめ次々と新素材を企業化した。創業以来、繊維事業で成長を遂げた同社であるが、60 年代以降、脱繊維を視野に多角化事業を次々と立ち上げている。まず、ケミカル事業では、62 年アクリルニトリルモノマー、64 年合成ゴム、72 年水島石油化学コンビナートを立ち上げ化学メーカーとしての礎を築いた。合成樹脂分野では、「サランラップ」をはじめ高密度ポリエチレン、MMA 樹脂、ポリアセタール樹脂「テナック」などがある。その他、感光材、塗料や大量水処理システムや二次電池用セパレータなど事業展開している。

住宅建材事業では、67 年に軽量気泡コンクリート「ヘーベル」を開発し建材事業へ参入、住宅では 72 年に「ヘーベルハウス」の販売を開始した。都市圏において二世帯、三階建て住宅に特化した事業展開を行っている。医薬・医療分野では、70 年より各種医薬品の原末を企業化し、74 年に日本初のファイバー型人工腎臓を開発し医療機器分野へ参入、92 年東洋醸造(株)と合併し、医薬品の開発・販売体制を充実させた。エレクトロニクス事業では、携帯電話用の水晶発振器用デバイス、LSI 事業を行っている。

一方で、近年の厳しい事業環境により、不採算事業の整理も進めている。繊維事業では、94 年ナイロン 6 繊維、01 年レーヨン、03 年アクリル繊維、これら事業から撤退している。調味料「旭味」冷凍食品などを展開する食品事業は 99 年に JT（日本たばこ産業）に譲渡した。92 年の東洋醸造との合併により参入した酒類事業も 02 年にアサヒビール、ニッカウキスキーに譲渡、03 年に「富久娘」などの清酒事業を合同酒精へ譲渡した。

1.1.2 事業構造

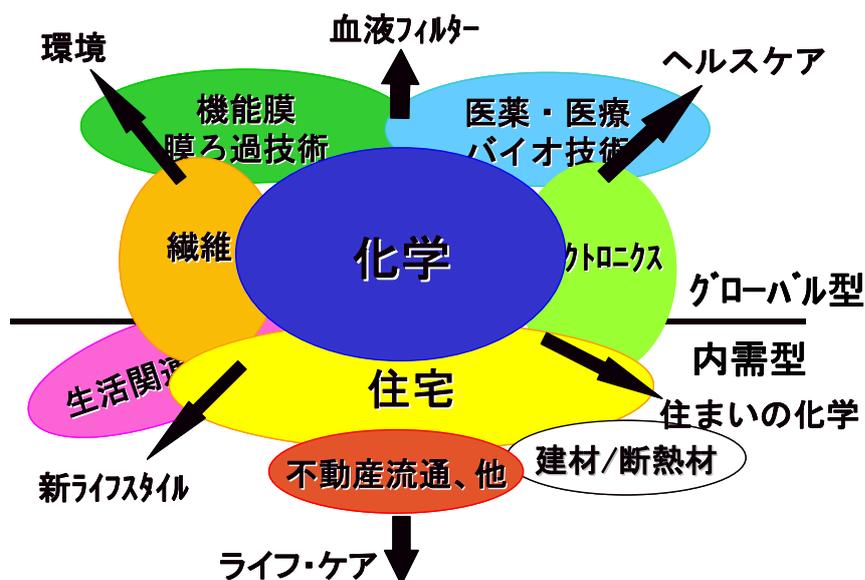


図 1.1 旭化成の事業構造

化学技術をコアとしながら、派生的に様々な分野へ進出しており、内需型とグローバル型に分かれている。住宅事業を中心に建材や生活製品といった最終製品は国内を中心に展開しており、繊維、樹脂などの原料や医療・エレクトロニクスはグローバルに展開している。製品展開は、繊維・ケミカルをベースに、自動車・家電へ使用される機能素材から、医療、生活製品まで様々である。また、自社にない技術は、M&A や技術導入を積極的に行ってきた。住宅事業、エレクトロニクスなどは、これまで全く経験のない業界で事業構築を図った非関連多角化の代表例である。

1.1.3 事業内容

昭和 40 年に約 80%を占めた繊維事業が平成 15 年には、9.3%となっている。現在では、ケミカルが 40%、住宅建材が 32.1%、医療、エレクトロニクスなどの多角化事業が 18.6%となっている。以下、各事業ごとに事業内容をまとめる。

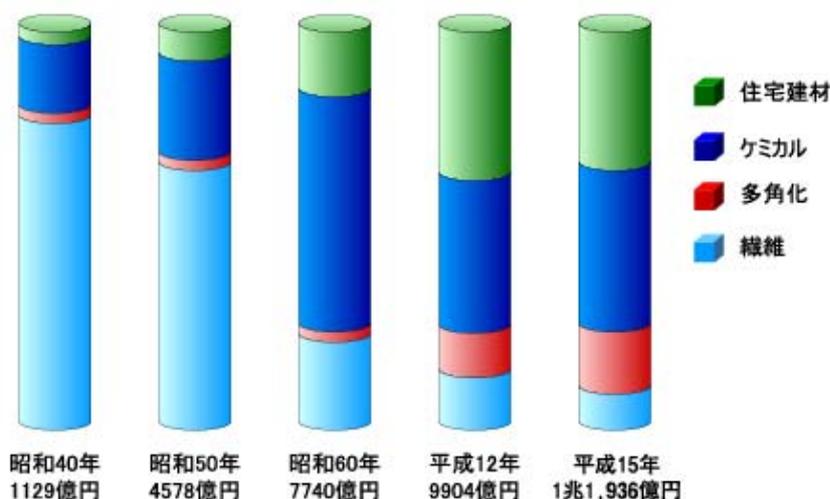


図 1.2 旭化成の事業構成比の推移

(1) ケミカルズ

ケミカル事業は、04年3月期時点において、旭化成グループの売上構成比36.2%、売上高4537億円、営業利益165億円の事業であり、分社としては最大規模である。ケミカルでは、事業を汎用型と高付加価値型に区分しており、売上構成は汎用型およそ7割の3500億円、高付加価値型およそ3割で1000億円である。

①汎用型事業（売上約3500億円）

汎用型は、さらに純粋な原料として川上の最上流部に位置する「基礎・モノマー系」とそれらの誘導体や加工品で川上の中流に位置する「ポリマー・エラストマー系」に分類される。「基礎・モノマー系」では、主力事業が3つあり、スチレンモノマー（以下SM）が生産規模78万トン/年でアジアNo.1、アクリルニトリル（以下AN）が世界2位のシェア、メチルメタクリレート（以下MMA）では、旺盛な海外需要に対応すべく事業の拡大を進めており、これらがコア事業となっている。「基礎・モノマー系」は、プラスチック樹脂、繊維、合成ゴムなど様々な素材の原料となる。一方、同じ汎用品でも「ポリマー・エラストマー系」では、上記SM、MMAから、実際に様々な用途のプラスチック製品への使用可能な樹脂として加工されたものを示す。例えば、SMの加工品として、家電・OA機器などに使用されるポリスチレンやタイヤなどに使用される合成ゴムが作られる。MMAからは、「プラスチックの女王」と賞される透明感のあるPMMA樹脂が作られ、自動車テールランプや液晶画面に使用される。ケミカルズにおける「ポリマー・エラストマー系」主力製品は、PETボトルラベルに使用されるスチレン系の「アサフレックス」、タイヤ用の高機能合成ゴム、機能樹脂といわれる自動車・電子部品に使用される「レオナ」「テナック」などが挙げられる。また、ポリスチレンにおいて、三菱化学、出光と共同出資で「PSジャパン」を設立し国内トップシェアを獲得している。汎用型事業の特徴は、市場規模が大きくライフサイクルは長いという特徴があるが、市況の影響を受けやすく、増産によるコスト競争となるため売上規模は大きい収益性は必ずしも高くはない。事業展開のミッションは、安定した品質と供給体制の構築と生産規模拡大によるコスト競争力強化である。

②高付加価値型事業（売上約1000億円）

高付加価値型は、旭化成の独自技術により、特定領域において圧倒的シェアを持つ高機能製品事業群である。主力は、「ハイポア」「マイクロザ」といわれる飲料水・工業排水などの水処理を実現する膜システムで世界トップシェアである。リチウムイオン電池用機能膜、医薬品・食品用添加剤、コーティング原料、感光材などで高いシェアを獲得している。高付加価値型事業の特徴は、市場規模が小さくライフサイクルも短いが高い収益性が期待される。事業展開のミッションは、新規事業の創出と研究開発の強化であり、事業の基盤となる製品をコンスタントに生み出す必要がある。

(2) せんい

繊維事業は、04年3月期において売上構成比8.1%、売上高1015億円、営業利益65億円の事業である。繊維業界を取り巻く環境は、市況低迷やアジア諸国との競争激化により厳しい状況が続いており、1990年以降、積極的に不採算事業を整理してきた。1994年ナ

イロン 6 繊維、2001 年レーヨン、2003 年アクリル繊維、これら事業から撤退し、現在では付加価値が高く競争力のある素材に特化している。主力製品である「ロイカ」(ポリウレタン弾性繊維)は、伸縮性を持つ機能繊維であり国内外の市場で大きく拡大している。その他、紙おむつ、医療材料などに使用される不織布繊維「エルタス」、衣類、スーツ裏地に使用され世界シェア 9 割を持つセルロース繊維「ベンベルグ」、タイヤコードで圧倒的シェアを持つナイロン 66 繊維「レオナ」などが主力製品として挙げられる。

(3) 住宅

住宅事業は、04 年 3 月期において売上構成比 28.8%、売上高 3613 億円、営業利益 216 億円の事業である。現在、グループの売上高の 4 割を占める住宅事業は、1964 年当時、脱繊維の方向性を模索していたときに若手社員が中心となり激論の末、スタートさせた事業である。耐火性の建材の必要性と将来性着目し、ドイツからの技術導入により ALC (軽量気泡コンクリート)『ヘーベル』の製造に成功した。03 年 10 月の分社化により旭化成本体の住宅部門を切り離し、子会社の旭化成ホームズと統合している。「ロングライフ住宅」のコンセプトもと、耐火・耐震性など高い基本性能と、メンテナンスサービスを 50 年間保証する体制を築いている。代表的な商品としては、シンプルなフォルムによる都市型住宅「キュービック」、勾配屋根を持ち、街並みに調和しながら個性を演出する「プレビオ」、住宅市場に 3 階建てを定着させた「フレックス」などがあります。また、「ヘーベルハウス」のノウハウを活かして賃貸・分譲マンションを展開している。「ヘーベルメゾン MX-3 レディオ」は都市部市街地向けの 3 階建システム賃貸マンションで、「アトラス」シリーズは定住ファミリータイプの分譲マンションを中心に展開している。

(4) ファーマ

医薬・医療事業は、2004 年 3 月期において売上構成比 8.5%、売上高 1060 億円、営業利益 129 億円の事業である。医薬事業は、年間約 660 億を売上げ、骨代謝、免疫、血液、循環器、中枢神経などの領域で展開している。年間 200 億円以上売り上げる「エルシトニン」は骨粗しょう症の治療薬として国内外で発売されている。血管拡張剤「エリル」はドイツのシエーリング社とライセンス契約を結び狭心症治療薬の臨床開発を日本と欧米で進めている。その他、バイオ技術による診断薬、健康食品を展開している。医療事業では、旭化成メディカルによって、繊維による膜分離技術によって、ダイアライザー(人工腎臓)、輸血用フィルター、難病治療用フィルターなどを展開し、年間約 400 億円を売り上げている。主力の人工腎臓事業は、ドイツ、アメリカ、中国に拠点を構え、国内トップ、世界シェア 3 位となっている。

(5) エレクトロニクス

エレクトロニクス事業は、構成比 6.6%、売上高 825 億円/営業利益 149 億円である。事業領域は、エレクトロニクス用途の材料と部品である。非常にニッチな市場ではあるが、旭化成独自の高分子化学の技術を応用・発展させた素材を提供している。半導体用バッファコート感光性ポリイミド樹脂「パイメル」は業界トップであり、大手半導体メーカーで標準仕様として採用されている。ドライフィルムレジスト「サンフォート」ではプリ

ント配線板の回路形成に必要な材料で日本シェア No1 を獲得している。その他、LSI 分野や世界シェア 70% のホール素子、次世代事業としてビデオカメラで使用される超極薄平面コイルやプラスチック光ファイバーなどを展開している。

(6) ライフ&リビング

ライフ&リビング（生活製品）事業は、構成比 4.8%、売上高 598 億円／営業利益 52 億円である。消費財を中心とするホームプロダクツ事業と、包装資材を中心とするパッケージング事業を展開している。ホームプロダクツ事業では、主力の「サランラップ」をはじめ、ジッパー付き保存袋「ジップロック」、密閉容器「ジップロックコンテナ」、クッキングシート「クックパー」などを展開している。また、パッケージングに関するニーズ対して、フィルムやシートなどの素材だけではなく包装機械などを含めたトータルソリューションを提案している。食品や弁当の包装では機械メーカーとのタイアップにより機械適正を追求したフィルムを開発している。緩衝材分野では、電子部品などの輸送に広く使われ、カフェチェーンなどの飲料コップでは日本トップの生産量である。

(7) 建材

建材事業は、構成比 4.8%、売上高 606 億円／営業利益 -21 億円となっている。ALC（軽量気泡コンクリート）、基礎杭、断熱材など、無機・有機化学両方の技術を融合した事業を展開している。ドイツから導入した ALC の製造技術をもとに 1967 年「ヘーベル」を発売して以来、約 40 年にわたり ALC の代表メーカーとなった。「ヘーベル」は耐火性、断熱性、遮音性、耐震、耐久性に優れ、軽量で施工性がよく日本の風土や建築事情に適したパネル建材として評価を得ている。この建材の総合力をもとに「ヘーベルハウス」などの住宅用途だけではなく、六本木ヒルズや汐留シオサイトなど大規模再開発プロジェクトにも採用されている。今後は、コスト競争力を高め、高付加価値化を促進するべく事業を進めている。

1.1.4 各事業の営業品目

●ケミカル事業

基礎化学品(アンモニア、硝酸、カ性ソーダ、アクリロニトリル、スチレンモノマー、MMAモノマーなど)、ポリエチレン「サンテック™」、スチレン系樹脂「スタイラック™-AS」・「スタイラック™-ABS」、アクリル樹脂、合成ゴム、高度化成肥料、機能化学品(アジピン酸、塗料原料、ラテックスなど)、機能樹脂(ポリアセタール樹脂「テナック™」、変性PPE樹脂「ザイロン™」、ナイロン66樹脂「レオナ™」など)、医薬・食品用添加剤「セオラス™」、火薬類、金属加工品、感光性樹脂・製版システム「APR™」、高分子中空糸膜「マイクロザ™-UF」・「マイクロザ™-MF」、微多孔膜「ハイポア™」、イオン交換膜電気透析装置・電解装置など

●住宅事業

「ヘーベルハウス™」、「ヘーベルメゾン™」、マンション事業、都市開発事業、リフォーム事業、不動産流通事業など

●医薬・医療事業

医薬品(「エルシトニン™」、「フリバス™」、「トレドミン™」など)、医薬品原料、診断薬、ウイルス除去フィルター「プラノバ™」、人工腎臓「APS™」、吸着型血液浄化器「セルソーバ™」など

●繊維事業

ナイロン66繊維「レオナ™」、ポリエステル長繊維、セルロース繊維(「ベンベルグ™」など)、ポリウレタン弾性繊維「ロイカ™」、スパンボンド「エルトラス™」、人工皮革「ラムース™」など

●エレクトロニクス事業

感光性ポリイミド樹脂「パイメル™」、感光性ドライフィルムレジスト「サンフォート™」、LSI、ホール素子など

●建材事業

軽量気泡コンクリート(「ヘーベル™」など)、パイル、高機能断熱材「ネオマ™フォーム」、人工魚礁など

●生活製品関連事業

「サランラップ™」、「ジップロック™」、各種フィルム・シート、発泡体など

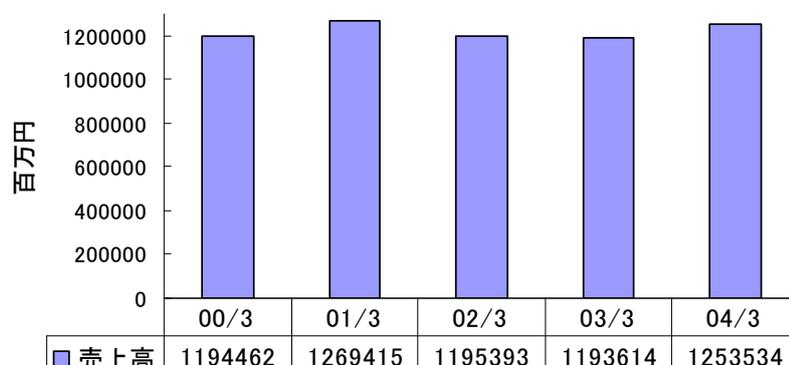
●サービス・エンジニアリング等

エンジニアリング事業、ソフトウェア関連事業など

1.2 全社業績推移

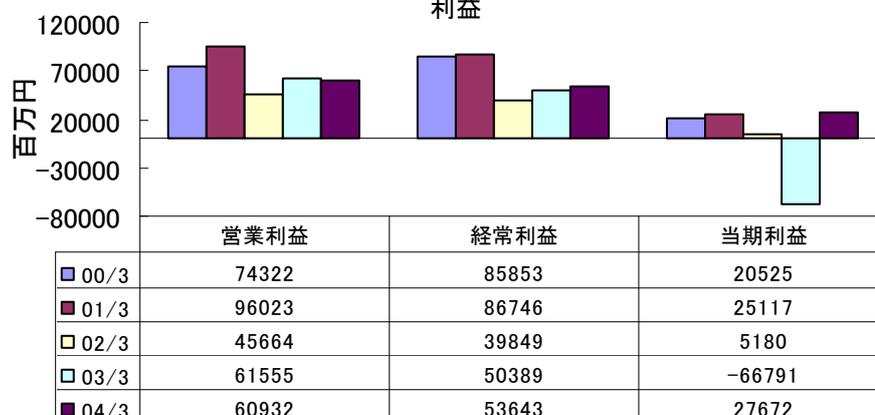
1.2.1 売上高・利益・財務内容の推移

売上高



過去5年間の連結売上高は、1兆2000億円前後で推移している。01年は、アジア向け輸出や情報関連の需要を背景に全般的に好調な業績となったが、その後、ITバブル崩壊、米国景気失速などの影響により02年には業績が悪化している。直近期では、03年のアクリル繊維事業撤退、合成酒関連事業の譲渡の影響を受けたが、国内の景気回復の兆しとともにケミカル、住宅、エレクトロニクスが伸長し増収となった。売上については、売上構成比の大きいケミカル、住宅事業での増収が回復の鍵となる。

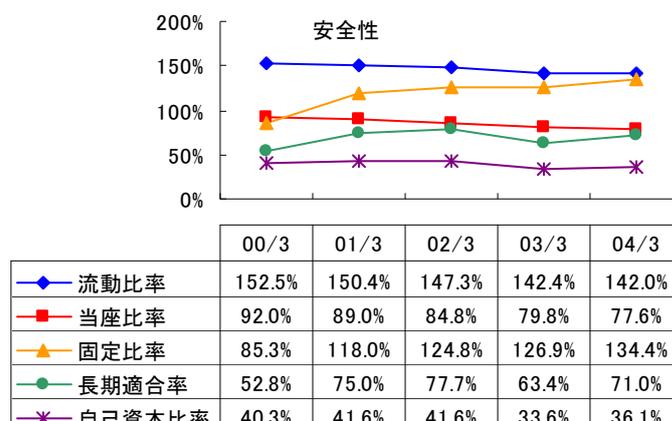
利益



01年は好調な業績により営業利益960億円を達成しているが、02年で大きく落ち込んでいる。02年以降、少しずつ回復傾向にあるが、医療、エレクトロニクス事業の利益貢献度が高く、住宅、ケミカルなど売上の主要を占める部門では本格的な利益回復は達成されていない。03年の当期利益は1,512億円の特別損失を計上しており上場以来初となる667億円の赤字となった。これは、退職給付会計の一括処理の他、分社・持株会社への移行、繊維事業のレオナ工場火災、アクリル繊維撤退などに伴う事業構造転換の費用を一括で処理したためである。これにより、直近期の利益は回復傾向にある。

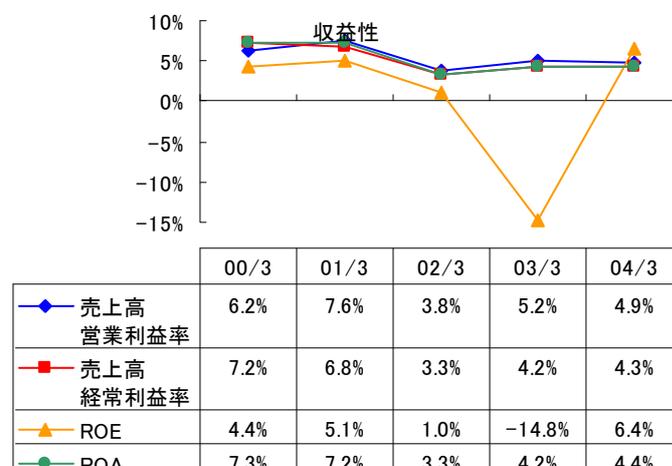
1.2.2 経営指標（安定性・収益性・成長性・生産性）の推移

(1) 安全性



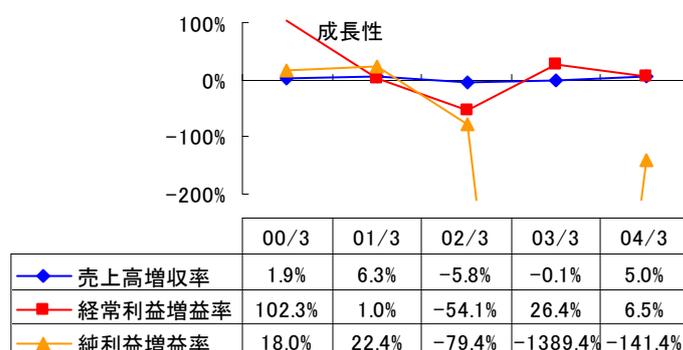
流動比率、当座比率、いずれも目標値とされる 200%、100%を下回っており、年々悪化傾向にある。長期適合率は 100%以内であるため安全圏ではあるが、固定比率が直近で 134%まで上昇しており良好とはいえない。自己資本比率も年々悪化傾向である。旭化成の財務的安全性は、危険水準ではないが悪化傾向でありいち早い財務内容の改善が求められる。03/3 期において、およそ 1000 億円の退職給付引当金の計上したことが大きく財務内容に影響している。

(2) 収益性



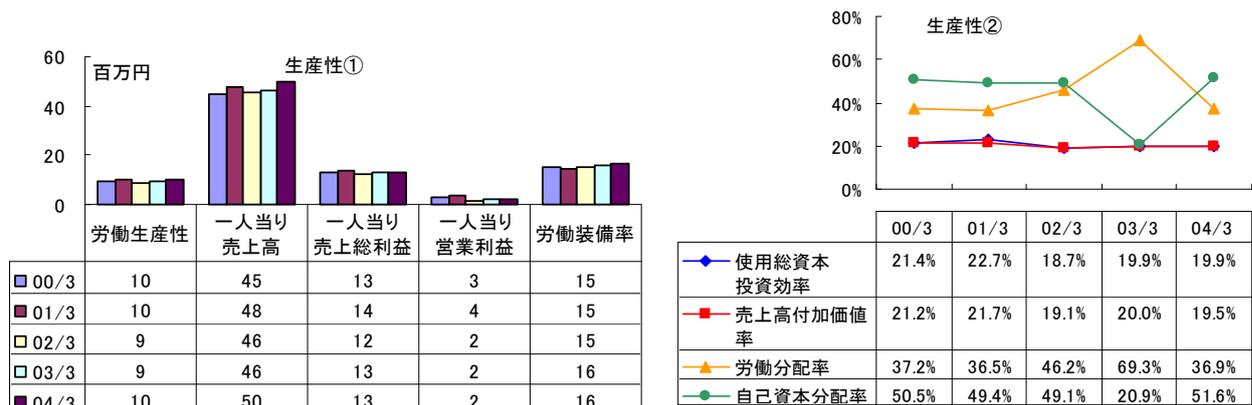
全体として好調であった 01 年をピークに減少傾向にあり 04 年に回復基調に入っている。03 年より 3 ヶ年の中期計画「ISHIN-05」では高収益型事業ポートフォリオへの転換を進めており最終年度である 05 年には営業利益 1100 億円、ROE10%を達成する見込みである。

(3) 成長性



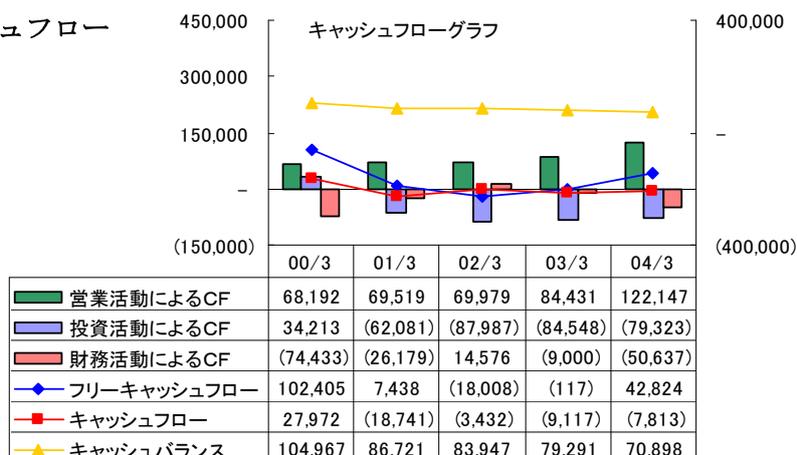
売上高の成長性は、過去5年間に於いて、±6%圏内で推移しており、全体として成長性は低い。これは、売上の柱となるケミカル、住宅部門が低成長であること、低収益事業の撤退などによる影響があるためである。旭化成は多角化経営の限界点に達しており、低収益事業の整理と既存事業の事業構造転換を行う変革期にある。利益の成長性も各年度によって大きく変動しており、安定的に収益を生み出せていない。この間、事業再編・分社化により各部門における収益構造の転換を進めているところであり、04年に成果が出始めているといえる。

(4) 生産性



生産性①については、過去5年間ほぼ横ばいであり変化していない。ただし、それぞれの指標の直近3年間を見ると、僅かではあるが上昇傾向にある。これは、02年の業績の落ち込み以降、従業員を抑えながら04年には好調であった01年と同等の売上高・利益を上げているためである。生産性②については、03年において、労働分配率、自己資本分配率が大きく変化しているが、巨額な特別損失計上によるものであり、これを踏まえれば大きな変化はない。

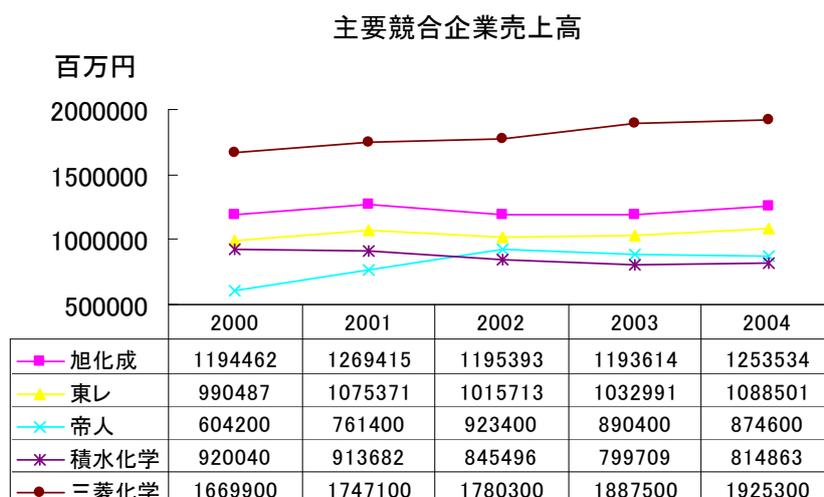
(5) キャッシュフロー



営業活動によるキャッシュフローは回復傾向にあり、営業CFの範囲内で投資が行われており適正な水準であると言える。ただし、キャッシュバランスは減少傾向にあり、負債比率の増加とともに現預金の切り崩しが進んでいる状況である。将来の投資案件の源泉となる営業CFの確保がますます重要となる。

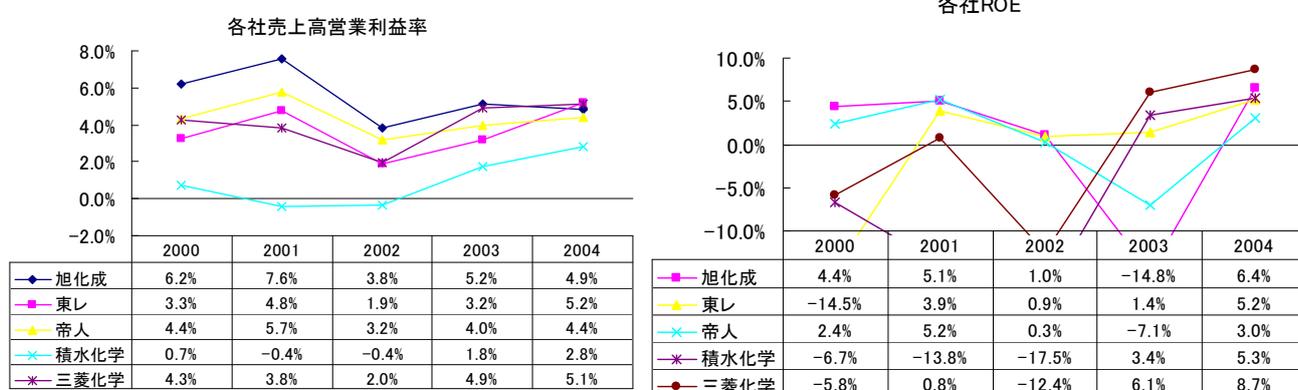
1.3 競合他社との業績比較

(1) 売上高



業態の似ている企業として、東レ、帝人、積水化学、三菱化学を挙げた。いずれも繊維、ケミカルの素材系総合企業であり、旭化成と近い規模の企業である。グラフは、売上高の過去5年間の推移を示した。三菱化学が1兆8000億円前後で推移しており、その他は8000億円から1兆2000億円の間で推移している。

(2) 収益性



各社の収益性の指標として、売上高営業利益率とROEの5年間の推移を示した。まず、売上高営業利益率については、旭化成が競合と比較すると高い水準で推移している。ROEについては、2003年大きな特別損失を出した以外は、比較的高い水準で推移していると言える。

2 業界分析

2.1 需要要因：需要量および消費者・買い手の行動

(1) ケミカルズ

化学業界では、MMA、AN、SMなど汎用品の需要は、世界的な景気動向や原料市況の影響を大きく受ける。近年の原油価格高騰によるコスト上昇と円高によって収益を圧迫する

要因となっている。また、これら汎用原料は取引先メーカーの生産量にも依存するため川下における製品需要に左右されるという側面を持っている。こうした状況ではあるが、近年海外を中心に需要が増加しており販売量を伸ばし売上高は上昇傾向にある。今後も中国での需要増大が見込まれる。それに対して、リチウム二次電池用機能膜などの高付加価値品では、市場規模は小さく需要は限定されているが、収益の高い事業である。これらは、旭化成の独自技術によって付加価値の高い市場創造型の事業である。市況変動を受けず一定の需要が期待できる安定的に収益をもたらす。需要要因として、汎用型ではマーケット規模が大きく需要量が多い反面、景気や原油価格に販売量が左右されやすい特徴がある。従って、原油価格高騰や円高によるコストアップを吸収すべく、生産規模拡大、製造プロセス変革によるコストダウンが需要量を決定するファクターとなる。一方、高付加価値型では、特定領域における限定された用途としてマーケットを創出することができれば、景気に関らずある一定の需要量が確保でき収益性も高いことが特徴である。

(2) ホームズ

住宅業界は、人口構成の変化により将来的に需要が漸減傾向にある構造不況産業である。新設住宅着工戸数は1996年度の163万戸を境にして下落傾向で2001年度は117万戸である。また、景気低迷や雇用・所得不安によって、新築の一戸建て住宅の販売は年々減少しており、リフォーム事業や不動産流通事業など多面的な事業展開が必要となっている。旭化成においては、一戸建ての受注減をカバーすべく、大型再開発マンションの竣工、都市開発事業などが好調に推移している。

2.2 供給要因：業界の生産・流通設備への投資、生産能力、流通、価格動向

(1) ケミカルズ

化学業界では、ANが世界シェア2位、SMが78万トン/年でアジアNo.1の生産規模である。ポリスチレンにおいて、合弁会社「PS ジャパン」で国内トップシェアを獲得している。生産過剰気味であり、価格競争も非常に激しい。MMAの生産規模拡大、ポリカーボネートの技術ライセンスにより台湾企業との提携を通して規模拡大はかっている。

(2) ホームズ

住宅業界では、新規住宅着工戸数が漸減傾向にあるなか、住宅メーカー各社の競争は激化しており供給能力は過剰の状態である。近年では価格競争も激化しており、建材の流通革命により中間業者を排除してコストダウンが図られている。

2.3 競争要因：競争各社の戦略

(1) ケミカルズ

海外では、デュポン、ダウケミカル、GEなど、国内でも三菱・三井・住友などが巨大な規模を誇るなか、旭化成ケミカルズの事業規模は決して大きくない。特に、外資系においてはこれまで合併を繰り返し、規模を拡大させており、日本企業においても三井と住友の合併が撤回になったものの浮上するなど、ケミカル業界において、規模の優位性は大きく競争要因の大きなファクターである。旭化成は、特定のAN、SMなど汎用品事業においては、圧倒的なポジションを獲得しているが、外資大手やアジア系企業のキャッチアップも激しく高付加価値への事業転換が求められている状況である。

(2) ホームズ

住宅業界では、二極分化といわれている状況のなかで、低価格帯は在来工法の業者も多く現在ミサワホームをはじめ過度の価格競争に陥っている状況である。積水ハウスは販売戸数トップで総合的なラインナップを揃えるリーダー企業であり、同じく総合ラインナップの大和ハウスはチャレンジャーの地位を確保している。旭化成は「ヘーベルハウス」のブランド名で都心部における軽量鉄骨造3階建て住宅に特化するニッチャー戦略をとっている。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術開発

(1) ケミカルズ

既存の製品については各工場において製造・開が行われており、シェアの高い汎用樹脂については生産規模の拡大を進めている。新規事業については、持株会社直轄の研究開発本部における4つの研究所で実施されている。多岐にわたるコア技術群を融合し、新技術をスピーディーに製品化することを目指している。ケミカル事業の枠組みを超えた新素材の開発を行い旭化成としての総合力が試される。

(2) ホームズ

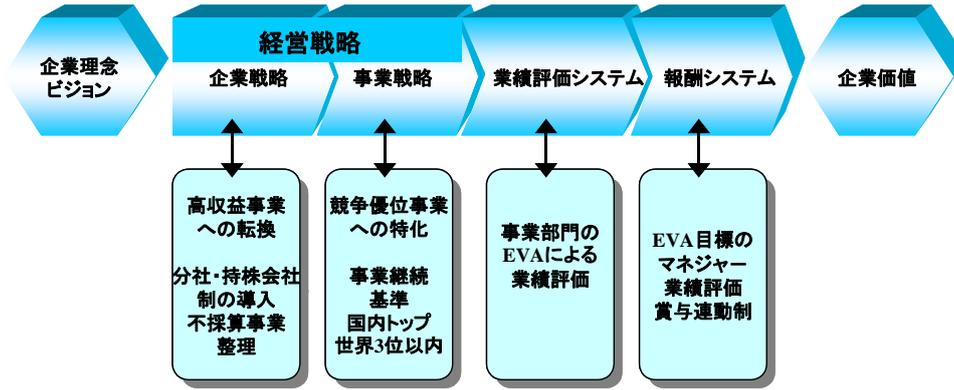
ドイツからの技術導入をベースに独自開発したALCを使用し、鉄骨コンクリート造3階建てを主力とする。都心の狭小の土地を有効利用した3階建て住宅を実現し、日本で初めて2世帯住宅を作り出した。ALC+鉄骨というハード部分だけでなく、ソフト部分では、コンセプトある住宅作りにこだわりロングライフ住宅研究所を立ち上げ、日本の家族のあり方について研究、調査、商品企画を行っている。

3 企業戦略

3.1 全社レベル（企業戦略）

(1) 企業価値創造

企業価値創造には、2つのアプローチが存在する。一つ目は、フリーキャッシュフローの最大化であり、二つ目は資本コストの最適化である。前者のフリーキャッシュフロー最大化においては、重要になるのが企業戦略・事業戦略を含む経営戦略である。企業理念とビジョン、成長戦略、戦略資産、事業ポートフォリオ戦略、事業戦略という構成になる。また、経営財務戦略によって、資本コストの最適化をはかる。企業価値創造のためには、企業理念によって方向付けされた経営プロセスが、アウトプットとして企業価値の創造へと一貫したシステムとして構築される必要がある。企業戦略、事業戦略、業績評価システム、報酬システムそれぞれのプロセスにおいて、企業価値向上の認識を強化しなければならない。

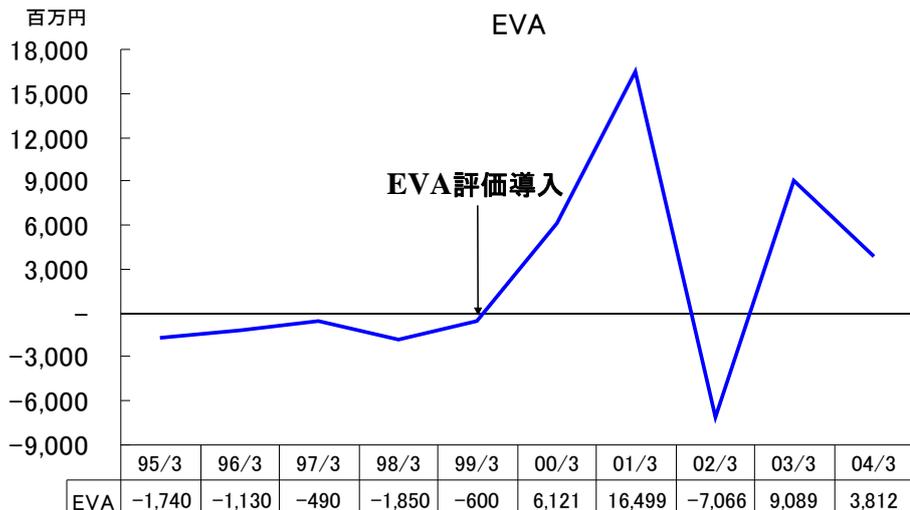


旭化成の企業価値創造の経営プロセス

上図は、旭化成の企業価値創造の経営プロセスを示している。まず、企業理念については、『科学と英知による絶えざる革新で人々の「いのち」と「くらし」に貢献します。』であり、これによって企業としての活動の方向付けがなされている。次に、企業戦略では、分社・持株会社制の導入により、事業ポートフォリオ・マネジメントを強化した。1999年の「ISHIN2000」より高収益事業への転換を目指し、不採算事業の整理と資源配分の効率化を目指してきた。事業戦略では、事業継続基準を国内トップあるいは世界 No3 以内という明確な基準を設けて競争優位事業の育成を図っている。2000年には業績評価指標としてEVAを導入し、各事業の目標をEVAで設定した。EVA推進委員会を設置して全社的な普及活動を進め、EVAの利用を促進することで資本コストを上回る企業価値の増大を目指している。99年より各事業部門に対してEVAが2年連続でマイナスが続き、3年目以降もプラスの目処が立たない場合、「再建事業」に指定され撤退の対象となる。EVAの導入により、マネジャーの報酬システムも、業績に基づく成果配分を厚くした報酬制度になっている。企業価値はこれら一連の経営プロセス遂行によって創造される。その結果、企業価値向上に対する認識強化と資金提供者に対するアカウンタビリティを向上させることが可能になる。次に、このような活動が旭化成のEVA、企業価値にどのように反映しているかについて分析する。

指標の名称	計算式	出所					
		00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	
EVA(経済的付加価値)	税引後事業利益-資本費用	6,121	16,499	(7,066)	9,089	3,812	
税引後事業利益	(営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-実効税率)	45,366	57,612	27,900	36,928	36,491	
△資本費用	投下資本(1)×加重平均資本コスト	39,244	41,113	34,966	27,839	32,679	
<税引後事業利益>							
営業利益		74,322	96,023	45,664	61,555	60,932	
受取利息		4,030	3,479	2,522	2,224	2,093	
受取配当金		0	0	0	0	0	
実効税率		42.1%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%	税効果注記
投下資本(1)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(簿価)	767,904	793,400	815,717	730,889	728,421	
投下資本(2)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)	1,085,177	1,215,071	881,614	757,629	1,006,437	
<投下資本>							
短期借入金	CPおよび1年内償還社債含む	63,494	66,709	98,956	81,153	59,704	貸借対照表
長期借入金+社債	キャッシュフロー分析の長期負債と一致	228,251	210,678	219,936	242,097	218,266	
株主資本(簿価)		476,159	516,013	496,825	407,639	450,451	
株主資本(時価)	発行済株式数×株価	793,432	937,684	562,722	434,379	728,467	
発行済株式数	自己株式控除後	1,442,604,276	1,442,590,473	1,406,803,997	1,401,223,644	1,400,897,290	
株価	決算日の時価(終値)	550	650	400	310	520	Yahoo Finance
<加重平均資本コスト>							
加重平均資本コスト	WACC						
加重平均資本コスト	負債資本コスト×(1-実効税率)+投下資本負債比率×株主資本コスト+投下資本株主資本比率	5.11%	5.18%	4.29%	3.81%	4.49%	
負債の資本コスト	短期借入金、長期借入金、社債の平均利率	2.4%	2.1%	1.8%	1.7%	1.4%	
投下資本負債比率	短期借入金+長期借入金+社債 投下資本(2)	26.8%	22.8%	36.1%	42.6%	27.6%	
株主資本の資本コスト	リスクフリーレート+β×リスクプレミアム	6.4%	6.34%	6.10%	5.88%	5.89%	
投下資本株主資本比率	株主資本(時価) 投下資本(2)	73.12%	77.17%	63.83%	57.33%	72.38%	
リスクフリーレート	10年もの国債の応募者利回り	1.69%	1.56%	1.32%	1.11%	1.11%	住友信託銀行、財務省HP
β(ベータ)	企業のシスマティックリスク	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	Bloomberg
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率とリスクフリーレートの差	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	International Equity Risk Premia 1998 Annual Report

EVAならびに資本コスト計算式と算出



旭化成の10年間のEVA推移

旭化成の過去10年間のEVA推移を示した。EVAは95-99年においてマイナスが続いていたが、EVA評価を全社的に導入した2000年以降プラスに転じている。旭化成は02年の全社的な営業不振により業績を大きく悪化させた。EVAもマイナスの水準に落ち込み、このことが大きな変革を迫ることになる。翌年の03年は、繊維事業の低収益部門の撤収、酒類事業の整理、分社・持株会社制の導入を実施した年という点で、企業成長の転換点であったと言える。その後EVAは回復し05年においても過去最高益が見込まれているため上昇することが予想される。業績が好調であった00-01年においては営業利益の影響が大きいと考えられるが、加重平均資本コストは、00年5.11%から04年4.49%まで減少させていることは、外部要因を考慮しても最適化を図った成果であると言える。事業評価基準や事業撤退の基準となったことは、その後の事業再構築、後の分社・持株会社制にも影響しているため、資本効率に対する認識を高める効果は少なくはないと考えられる。多角化を積極的に推進してきた旭化成にとって、『事業の選択と集中』を推進するうえでEVAは有効に機能していると評価される。

(2) 企業理念とビジョン

旭化成グループの企業理念

AsahiKASEI

基本理念

私たち旭化成グループは、
科学と英知による絶えざる革新で、
人びとの「いのち」と「くらし」に貢献します。

経営方針

1. 私たちは、お客様の視点に立って共に考え、新しい価値を創造します。
2. 私たちは、社員の個を尊重し、働きがいとチームワークを大切にします。
3. 私たちは、国際的な高収益企業を目指し、株主及び関りある人々に貢献します。
4. 私たちは、地球環境との調和に努め、製品と事業活動における安全を確保します。
5. 私たちは、良き企業市民として法と社会規範を守り、社会と共に歩みます。

行動スローガン

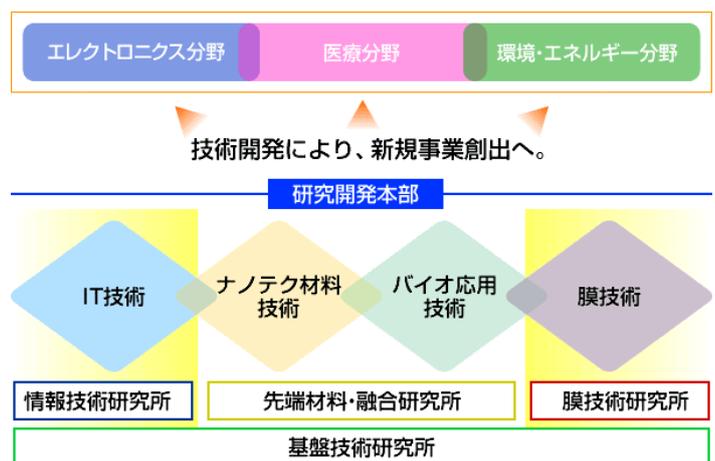
Breakthrough-Together

- ・Customer - focus お客様を起点とする行動
- ・Global - development グローバルな視野に立った行動
- ・Group - dynamics 自立し競い合う事業群の構築に向けた行動

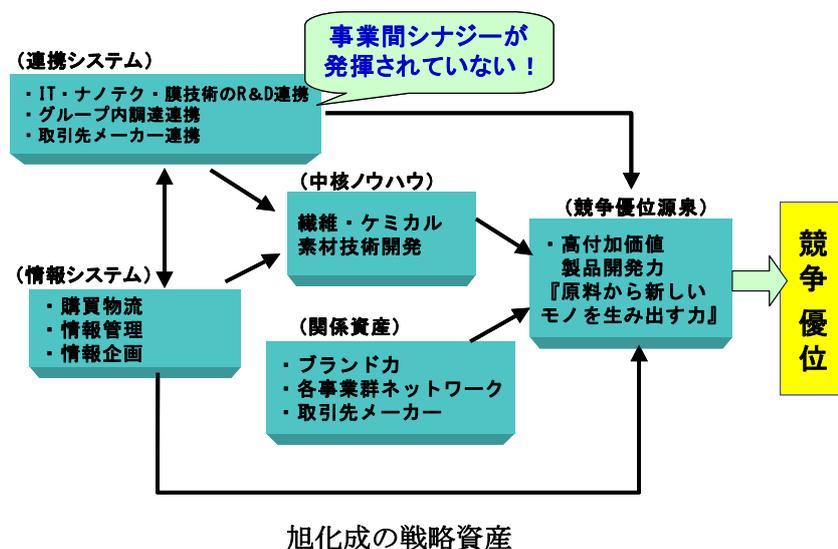
上記において示したように、旭化成グループの企業理念は、『科学と英知による絶えざる革新で人々の「いのち」と「暮らし」に貢献します。』である。素材メーカーとして、創業以来「暮らし」を支える事業を生存領域としており、繊維事業、住宅事業、生活製品、など生活に密着した事業を展開させてきた。「いのち」という点では、医薬・医療事業は直接的に関わる事業である。しかしながら、日々社員ひとりひとりが自分の仕事と明確に結びつけて意識されることは少なく、必ずしも理念と企業活動が真の意味で整合性がとれているとは言いがたい。旭化成は、素材メーカーとして多岐にわたる事業機会の中で様々な新規事業を立ち上げているため、どの事業においても理念と整合するようなあいまいさを含んでいる。ゆるやかな一貫性ともいえるべき理念であり、実際の企業活動においては、各事業各々のビジョンや業態に即した思考というものの重要性が大きい。分社・持株会社制の導入により、社員一人一人が旭化成としてのアイデンティティは、ますます失われつつある。明確に認識できるのは旭化成の社員であるという以外はなく、「旭化成の社員らしさ」とも言うべき共有化された理念や価値観は薄いというのが実体である。

(3) 戦略資産

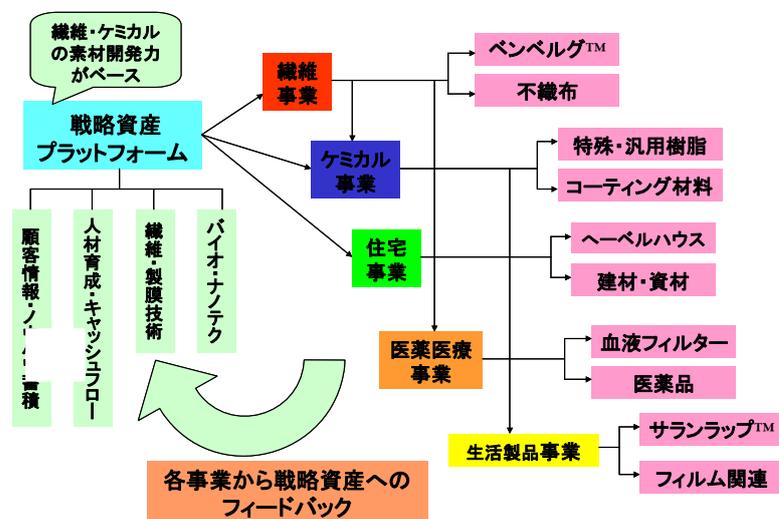
旭化成の戦略資産をまとめるにあたり、まずは同社の研究開発体制についてまとめる。03年の分社・持株会社制への移行に伴って、グループ内の研究開発体制も再編成された。役割分担としては、各事業会社の研究組織がより既存の事業に近い研究テーマを設定し、新技術をスピーディーに製品に活かす一方、持株会社のコーポレート R&D は、より挑戦的で未来志向の、例えば事業会社間にまたがる技術のシナジーから新規事業を生み出すなど、技術面から見たグループ価値の最大化を図ることになる。従来、旭化成が発展させてきたコア・テクノロジーは、各事業会社でますます充実、強化させていくとともに、技術の展開力で新規事業を次々に生み出すという旭化成の遺伝子は、コーポレート R&D が受け継いで強めていく体制になっている。同時に、持株会社と各事業会社の間では、技術と人の交流をさかんに実施している。このようにして、旭化成グループ全体では、分社・持株会社制移行後も、活性化された技術力をベースに新たな事業展開を目指している。コーポレート R&D では、新規事業創出の重点領域として「エレクトロニクス分野、医療分野、環境・エネルギー分野」を設定している。



旭化成の研究開発体制 (同社 HP より)



旭化成は繊維・ケミカルにおける開発技術の中核ノウハウとして持っている。競争優位性の源泉は『素材から新しいモノを生み出す力』である。現在、コーポレート R&D と呼ばれる持ち株会社直轄の研究体制となっており、各事業の研究開発が連携をとり新規事業の創造に取り組んでいる。具体的には、IT 技術、ナノテク材料、バイオ応用、製膜技術の

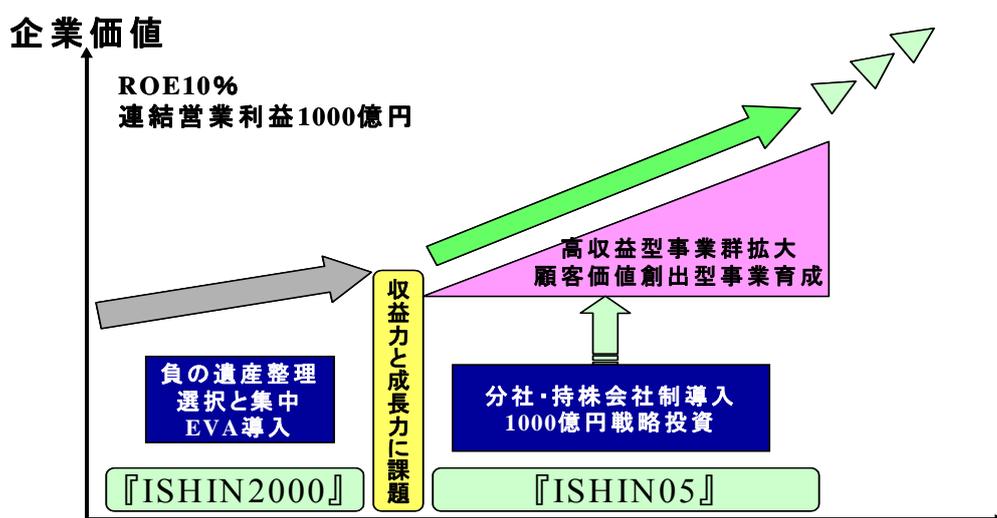


4 つの研究所と基礎研究所がタイアップし、技術をスピーディーに製品化し、グループ事業展開のコア部分となっている。また、取引先メーカーとのネットワークは重要な資産であり、顧客情報の蓄積からシーズとニーズを結びつける源泉となっている。しかし、このフレームワークの分析から事業間シナジーがうまく発揮されていないことが明らかとなる。現在のところ、R&D においては現在のところ、事業間セクショナリズムが障害となり、情報の共有化、人材交流、販売チャネルの共有化がほとんど図られていない。つまり、事業間シナジーが発揮されておらず、非効率な事業展開となっている。例えば、繊維とケミカルが同じ自動車メーカーに対してそれぞれ別の部隊がアプローチしており、医薬・医療において異なる部隊が同じ顧客に営業活動を展開させるという状況である。販売レベルでのシナジーを発揮させればより付加価値の高い提案ができるはずである。

戦略資産と事業展開についてだが、有形・無形の資産の集積であり、これらの組み合わせと相互作用によっていかに次々と新規事業を生み出す流れを作りだせるかが重要である。旭化成は、繊維とケミカルの技術が密接に関り、新たな事業創出の源泉となっている。住宅事業のみが例外的に立ち上がっているが、例えば、生活製品はケミカルの樹脂の技術によってサララップやその他生活製品を生み出し、川上から川下へと事業展開できた例である。医療事業においても繊維の製膜技術を医療材料へと応用した事業である。旭化成は創業以来、常に時代の変化に技術力で対応し、新たな領域に挑戦しながら事業構造をダイナミックに変えてきた。事業の幅が広く、一見すると脈絡がなさそうでも、歴史を振り返ればそこには「技術の系譜」がある。たとえば、創業以来、繊維事業によりナイロンやポリエステルで合成高分子の技術が培われ、石油化学工業へと大きく展開することができた。その過程で高分子の加工技術として膜技術が磨かれ、ここにバイオテクノロジーが結びついて、フィルターを通して血液透析を行う人工腎臓などの医療機器が発展したり、エレクトロニクスの領域では、携帯電話などで活躍するリチウムイオン電池のセ

パレーター膜が生まれたりといった流れがある。旭化成は事業を多角化する中で幅広い技術を独自に発展させ、数々のコア・テクノロジーを確立してきた。これらを「技術の系譜」として脈々と受け継ぎ、常に新しい技術と複合化しながらチャレンジャブルに新規領域への展開を図ってきた研究風土と、それを積極的に受け入れ育ててきた企業文化もまた、旭化成の戦略資産の形成に大きく影響している。

(4) 企業成長戦略



旭化成の成長戦略

旭化成の成長戦略を上図に示した。99年－04年にかけて、3カ年中期計画「ISHIN2000」、
「ISHIN-05」が成長戦略の基本指針となっている。以下にそれぞれの概要と成果についてまとめる。

◆中期計画『ISHIN2000』の成果

旭化成はこれまで積極的に多角化を推進した結果、様々な分野で数多くの事業を抱えることとなるが、90年代以降、この総花的な事業展開は景気低迷によって成長の足かせとなっていた。素材メーカーの宿命ともいえるが、繊維、ケミカルの汎用品事業、住宅、食品、酒類、医療、エレクトロニクスなど多岐に渡った事業を整理する必要性が生じた。この低成長状態を打破し新たな成長を志向するため 99年

事業	決定事項
ケミカル	・欧米・中国でのコンパウンド事業買収 ・中国でのポリスチレン ・台湾でポリカーボネート合併 ・シリコン事業参入
せんい	・旭化成エルタス延岡工場稼働 ・帝人とPPT繊維の合併会社設立 ・ロイカ中国工場建設
医療	・人工腎臓ポリスルフォン中空糸設備j能力増強 ・白血球除去フィルター設備能力増強
撤収事業	・食品事業の営業譲渡 ・酒類事業の一部営業譲渡決定 ・レーヨン事業の撤収

『ISHIN2000』における主な決定事項

「ISHIN2000」を策定した。そこでは、まず事業構造の転換を加速し、競争優位事業の売上高に占める比率を 98年 58%から 01年 74%まで引き上げることが目標となった。競争優位事業とは、旭化成独自の技術基盤を持ち将来性のある市場基盤を持つ事業であり、世

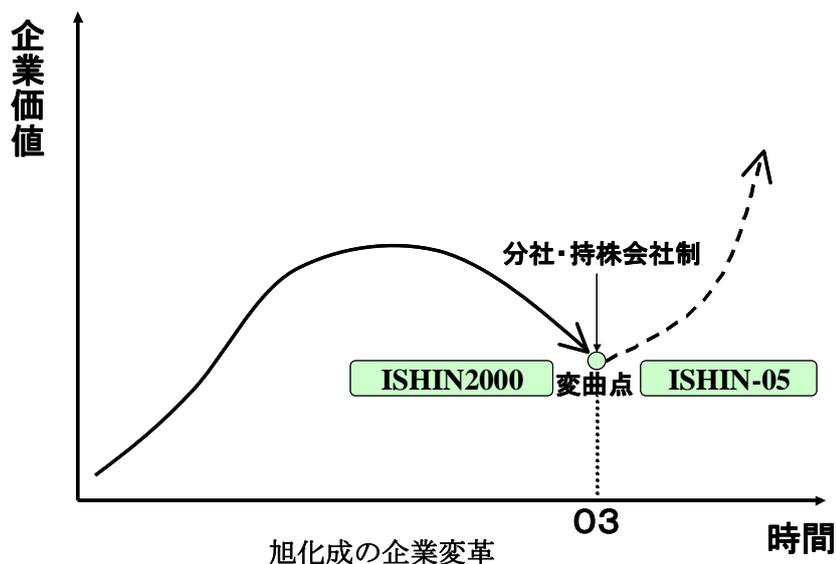
界3位以内あるいは国内トップの地位にあるか、もしくはその水準に近い将来目指せる事業と定義される。自力拡大に注力するが、スピードとシナジーの面でメリットがある場合には、提携、合弁、買収も選択として実行する。それ以外の事業については、戦略の再構築や構造改善によって再生を図るか、縮小、売却、撤収を果敢に実施する。そこで回収した経営資源を再配分する。エレクトロニクス事業と、医薬事業を育成事業と位置付け長期的な競争力強化を図る。「ISHIN2000」の具体的な成果は、表のとおりである。負の遺産を整理し、EVAの導入、社内カンパニー制の導入など経営改革にも着手している点で評価できるが、依然として市況、景気に左右されやすい事業構造であり、高収益事業への転換を加速させる必要がある。

◆中期計画『ISHIN-05』の成果

同社の成長戦略として、3カ年の中期計画である「ISHIN-05」において、最重点課題として掲げたのは、高収益事業の拡大と長期的に新しい製品・サービスを提供する「顧客価値創出型事業」の育成である。多角化経営をより強固にするため、選び抜かれた多角化を打ち出している。具体的には、ケミカル事業では、リチウムイオン二次電池用セパレーター膜の生産設備増強、韓国でのアクリル樹脂導光板事業の合弁会社設立、医療事業の中国での人工腎臓組み立て工場建設などの高収益事業への拡大投資案件が決定している。詳細は、以下の表に示した。

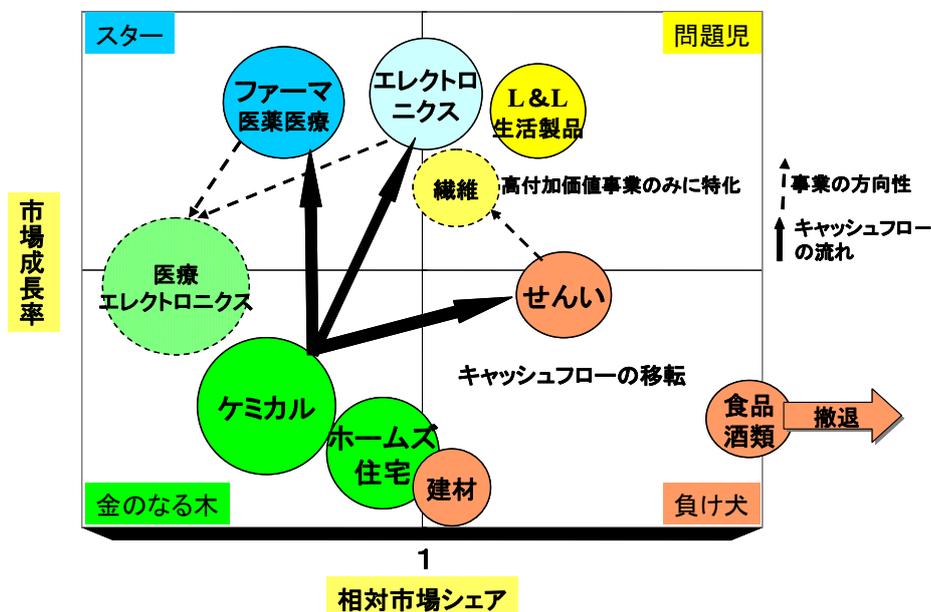
旭化成グループとして成長戦略は、各個別事業の成長戦略の集積である。従って、持株会社の役割として、個々の分社が描く成長戦略を持株会社が管理し、グループとして蓄積してきた戦略資産の移転や資源配分をいかに結実するかという点の重要性は高い。EVAによる事業評価システムの導入や分社持株会社制はあくまで方法論であり、中期計画で策定したビジョンをいかに実現性のあるものとして事業展開シナリオを描けるかが重要である。過去数年来実施してきた大型の設備投資や構造改善策などを確実に収益につなげるとともに、「ISHIN05」の理念・方針に従った戦略を着実かつ具体的に実行していくことが重要な経営課題である。エレクトロニクス、医療など高付加価値分野への戦略投資を進める計画を打ち出しているが、今後これらの分野において、確実に成長の源「ISHIN-05」策定後に決定した拡大投資案件を確保できるかどうか問われている。

(5) 企業変革



既述した企業価値創造の項において、EVAの推移を示したが、旭化成にとって2003年は大きな変革期であった。03年は「ISHIN-05」初年度であり、同社は大きな改革を実施している。スピード経営と自主自立経営の徹底を図るため「分社・持株会社制」へ移行するとともに執行役員制度の導入、取締役の少数化、経営諮問委員会の設置など、経営マネジメント体制を大きく変革した。この変革の基礎となったのが1999年に策定された3カ年中期計画「ISHIN2000」である。その後の分社化を睨み、01年に各事業部門の独立性を高めるために社内カンパニー制を導入した。また、本社機能についても、価値創出機能に限定した小さな本社を実現させるための機構改革、人員の削減を積極的に進めた。変革のレベルは、倒産企業の再生のような革命的なものではなく、企業の成長経路における連続変革といえる。評価できる点としては、極端な業績悪化に伴うものではなく、これまでの多角化経営の限界、将来への危機感として変曲点を認識したことである。90年代以降は、売上高1兆2000億円前後、営業利益500～700億円で推移しているため、低成長ではあるが安定しており危機感が醸成されにくい環境であり、ともすれば徐々に衰退の道をたどる危険性も高い状況であった。繊維の汎用事業撤退や、食品、酒類事業の営業譲渡、分社化は、社員にとっては厳しい選択を強いられた側面もあるが、企業成長の観点からは正しい判断であると言える。2005年度3月期決算では、1兆3800億円、経常利益1100億円を超える目処がたっており、「ISHIN05」最終年度の目標EVA10%を超えることが予想されている。ケミカルの市況改善や住宅需要の伸びなど外部要因に助けられた側面もあり、06年以降継続的に伸ばすことができるかがポイントである。

(6) 事業ポートフォリオ戦略

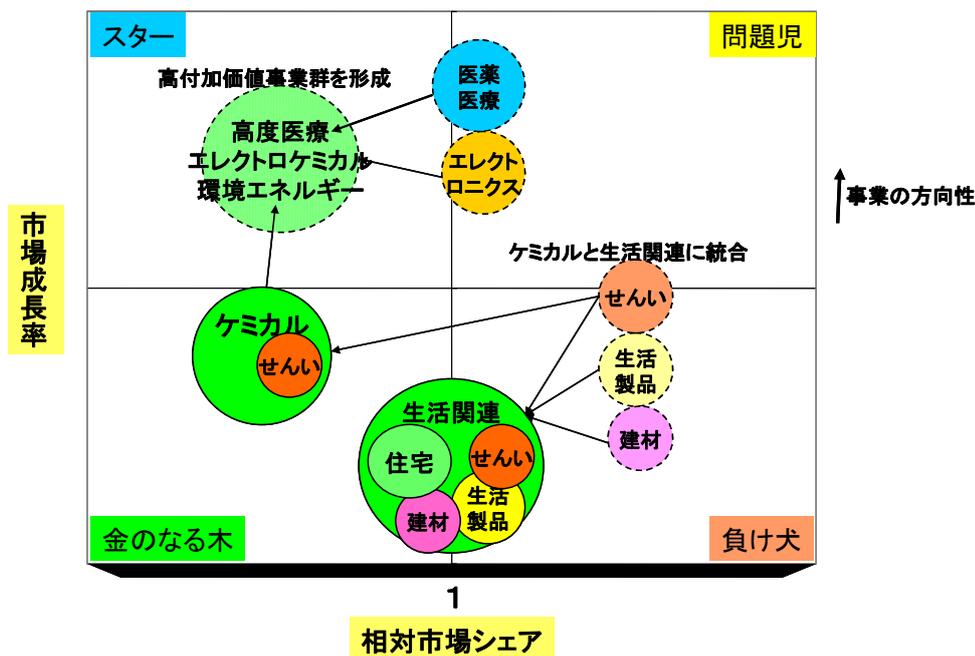


旭化成の事業ポートフォリオ

上記に、旭化成の2003年分社化後の事業ポートフォリオを示した。ケミカルの売上約4500億円、住宅事業売上約3600億円は全体の売上の70%近くを占めるため、キャッシ

ユフローの源泉である。これらの資金を成長事業であるエレクトロニクス、医療への成長投資が必要である。ケミカルは売上規模は大きいものの収益性が悪く、売上高営業利益率が4%程度の状況である。汎用事業から高付加価値事業への転換が求められる。繊維事業についても、ケミカル同様汎用事業から高付加価値事業への体質転換を進めており、主力であるロイカ（スパンデックス）の拡大が今後の成長の鍵になる。住宅事業は日本の人口構造上、マーケットが縮小傾向にある不況産業であり、今後、リフォーム事業、不動産事業などで多角展開を図る方向で進んでいる。都市型住宅 No1 の地位を強化し収益源としての役割は大きい。医療・エレクトロニクスは重点事業と位置付けられており、成長投資によりさらなる事業の育成が図られる。分社・持株会社制に導入で全事業を7つに分社化することにより、持株会社にとっては、成長投資、合併、買収、提携など様々な戦略オプションの意思決定を行いやすくなった。これまでダボハゼと称される多角化で事業方向性が不明確であった旭化成にとっては、同社の将来において有用な事業をいかに育成していくかを「選択」と「集中」の考え方により各事業間のバランスと経営資源の配分を考慮しながら事業全体の設計を行うことが可能となった。しかしながら、分社化により各事業の自立と成長を促すことになる一方で、事業間シナジーの発揮はますます困難となった。また、グループとしてどんな戦略資産を蓄積していくか、組織の一体感をいかに作り出すかという点に課題が残る。

2010年における事業ポートフォリオ組み替え



上記には、旭化成の将来構想されている事業ポートフォリオを示した。「ISHIN-05」では、事業の選択と集中を加速させ、分社化により事業領域を明確化した。最終年度の2005年度には、1000億円の戦略投資枠が確保できる見込みである。つまり、「ISHIN-05」では事業の「選択」に主眼が置かれたのに対し、次期中期計画では、この原資をもとに事業の

「集中」に軸足を移すこととなる。「ISHIN-05」においては、2010年までの高収益事業比率を現状の30%から45%に引き上げることを目標として掲げている。この分野では、組織横断的な研究開発のもと、重点分野として「エレクトロケミカル」「高度医療」「環境・エネルギー」の事業が挙げられている。エレクトロケミカルは、ケミカルとエレクトロニクス技術の融合であり、高付加価値製品の開発を目指している。「高度医療」では、現在の人工腎臓事業拡大とフィルター治療や膜システムをさらに展開するとともに、情報システム連携によるコンサルティング業務などソフト面も強化する。繊維事業は、汎用品を切り離しながら付加価値の高い製品に特化し、ケミカル、あるいは生活製品関連という位置付けでポートフォリオの組み替えが実施されることも考えられる。住宅事業は、建材、ライフ&リビング（生活製品）、繊維などのくくりで再編され、住宅・生活関連事業になる。結果、旭化成の事業は、次世代の高付加価値事業、ケミカル事業、住宅・生活関連事業に集約される。

(7) 事業ポートフォリオ・マネジメント

旭化成の事業ポートフォリオ・マネジメントについては、03年10月の分社化から一年経過した現在の状況についてまとめる。分社・持株会社制導入から一年が経過しその最大の成果は、各事業会社の意思決定のスピードが速まり、グループ全体の収益力強化への基盤固めが進んだことである。全事業部門を七つに分社し、権限を移譲し、収益への全責任を持たせることで不採算事業からの撤退や高収益分野への戦略投資を加速させることができた。旭化成せんいは2004年8月、中国との競争激化を背景に、30年間にわたりアクリル紡績糸などの製造販売を手がけてきたインドネシアの繊維子会社を清算した。旭化成建材は04年12月に赤字が続いていたパイル生産を中止することを決定した。各分社がこの1年余りの間に譲渡・統廃合した事業は10件以上に上っている。この1年で、各分社が自立意識を高め、低収益事業の整理により回収資源を高収益事業へ集中し高収益体質への転換を積極的に進めることができた。また、拡大投資案件については、医薬・医療事業の旭化成ファーマは2004年7月に米国法人の旭化成メディカルアメリカを設立。旭化成ケミカルズはリチウムイオン電池用分離膜の増産設備を今月稼働させるなど、得意分野への集中投資も積極的に進めている。

各分社は50億円までの設備投資を決めることができるため、計画から実行までに要する時間は従来の1/3程度に短縮されたと言われている。とりわけ旭化成エレクトロニクスでは、市況変化や技術革新が激しい電子材料を扱うため、意思決定のタイミングが収益に直結するだけに、自社の裁量で動けるメリットは大きい。各分社のスピード経営を促すのは持ち株会社による評価システム。統合基幹業務システム（ERP）で四半期ごとに分社の決算書を作成し、経済付加価値（EVA）を指標に使い各社の現金収支（キャッシュフロー）を管理する。持ち株会社が全社戦略に基づき配分した資源の範囲内で各分社は独自に経営する。ただEVAが2年連続でマイナスになり、3年目以降もプラスになるメドが立たない場合は持ち株会社が原則として「再建事業」に指定し、分社と撤退に向けた協議を始める。こうしたグループ運営の明確なルールが各分社の危機感を生み、選択と集中の意思決定を速めているのである。従来の社内カンパニー制でも事業ごとのキャッシュフロー経営を試みたが、実際は低収益カンパニーに十分な資金が残らず、結局は旭化成全体の資金をア

テにする共同体的なもたれ合い構造を排除できなかった。分社にはそれぞれバランスシートがあり、収益を上げれば自社の裁量で使えるキャッシュが残るため、身の丈にあった最適な経営ができるようになった。各分社は最終利益の50%を配当として持ち株会社に支払い、残りを投資などに回す。「当初予定より各分社の配当性向は高い」。04年9月の中間決算では、7分社中、6分社での営業利益が増益となった。分社化が各社の業績に好影響をもたらしていると評価できるが、好業績の背景には素材市況などが追い風となっている部分も大きいいため、今後持続的な成長を遂げることができるかどうか鍵となる。

4 戦略の評価と課題

4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

(1) 2010年までの成長戦略

旭化成は2003年初年度の3ヵ年計画「ISHIN-05」で、通常の投資予算枠とは別に、1000億円に及ぶ戦略投資計画を打ち出している。このうち半分を薄型テレビ用材料など「エレクトロケミカル」と呼ぶ情報電子材料分野に割り当てる。同分野を将来の成長エンジンに育成するため、04年10月に発足したのが「実装・表示材料マーケティングセンター」である。実装材料は樹脂フィルムや接着剤など、電子部品を電子機器の回路基板に装着・実装するための材料。表示材料は液晶など薄型表示パネル用の各種材料を指す。純粋持ち株会社の旭化成本体にある研究開発本部、旭化成ケミカルズ、旭化成エレクトロニクスの実装・表示材料関連分野に係る研究者、技術、設備、マーケティング機能などを持ち株会社に集中し、同分野での機能材料を開発する。化学分野や情報電子分野におけるそれぞれの優位技術を駆使するとともに足りない経営資源はM&Aも含む外部との提携で積極的に取り込む考えである。蛭田社長は同センターを「単なる研究開発機関でなく、グループの第八の事業会社に発展させることを視野に入れた戦略的組織」と位置付ける。3年後には100億円規模の事業に育てる目標を打ち出している。

エレクトロケミカルと並ぶ重点領域である医療分野でも、次世代を担う事業の育成を目指して関連する事業会社に横ぐしを刺す。中核となるのは04年11月に発足した「医療支援サービス企画室」。医薬品を手掛ける旭化成ファーマ、住宅事業の旭化成ホームズ、旭化成情報システムズの三社の技術者やマーケティング担当で構成。ホームズ社が得意とする病院建築や医院併設住宅のノウハウや、情報システム社が手掛ける電子カルテ技術などを統合し、病院経営の効率化を提案するコンサルティングサービスなどを展開する計画だ。

もう一つの重点領域である環境・エネルギー分野でも近く、同様の横断的組織を立ち上げる計画だ。そして、3つの重点領域の中でもさらに具体的なターゲットとなる戦略事業クラスターを決め、そこに研究資源を集中させる。例えば、環境・エネルギー分野を代表する燃料電池は、地球環境問題における重要な社会貢献につながる、最も有望な戦略事業クラスターである。旭化成は、据置型分散電源や自動車用に本格的な搭載が見込まれるPEM型燃料電池の基幹部材として、フッ素系イオン交換膜の研究を国家プロジェクト(NEDO)にも参画して進めている。また、携帯型の小型燃焼電池用の膜も視野に入れた非フッ素系次世代膜の開発にも注力している。また、医療分野で期待されるのは血液処理である。すでに血液透析型人工腎臓や白血球・ウイルス除去フィルターなど、世界で高く認められた

医療機器を展開しているが、ここにはまさに高分子化学、繊維、バイオ、ナノ構造制御など旭化成の幅広いコア・テクノロジーが結集している。一方、エレクトロニクス分野では、カーナビなどに採用されている旭化成の音声認識技術「VORERO」を軸とした展開が期待されている。すでに障害者や高齢者が声で指示するだけで住宅内の家電機器を操作できる福祉機器「ライフタクト」を開発しており、音声のみならず、画像等のセンサーへ情報処理技術を駆使したシステム・ソフト技術の研究に取り組んでいる。このように、将来の旭化成グループをリードする事業創出にチャレンジすることによって、人びとの「いのち」と「くらし」に貢献するという旭化成グループの理念を実現させていく。

研究開発をスタートして最後に事業化するまでの時間をスピードアップしていくために、外部リソースの活用をはかり、大学や官立の研究機関、ベンチャーや民間企業との共同・委託研究などは、これまで以上に強化していく。04年秋に立ち上げた電子材料領域でR&Dとマーケティングが一体化した新事業開発の組織はこうした点を踏まえてのことである。また、市場のニーズを的確にとらえた研究開発を行うため、自動車、医療、エレクトロニクス分野との連携を強化していく。

(2) 今後の経営課題

●「事業間シナジーを発揮させた組織横断的に新たな製品を生み出す体制の構築」

既述した今後の成長戦略は、非常にダイナミックに部門間の垣根を超えた連携を前提とするものである。本当にそのようなことが可能なのであろうか。戦略資産の分析で明らかにしたように、旭化成は事業間シナジーを発揮させる仕組みをもたない。個々の事業会社が個別にノウハウを蓄積しており、それらの共有・移転がほとんど図られてきていないのである。各分社から人とノウハウを持ち寄り新組織を立ち上げているが、現段階ではその入り口にたっただけで過ぎずそこから、価値のある事業を創出できるかどうかには疑問が残る。素材メーカーのメリットとして、世の中のあらゆる分野へ進出できる可能性を秘めていることであるが、全く経験のない市場への参入はリスクも大きい。しかしながらやはり現在の事業において関りのあるマーケットにおいて新規事業を立ち上げていく必要がある。素材メーカーとしては、もはや汎用素材では競争力がなく生き残りは厳しい。繊維、ケミカルにおいては、特殊素材、高付加価値材料の開発と、その用途開発を各事業のマーケットにおいて実施していく必要がある。医療分野、エレクトロニクス分野、環境やエネルギー分野において2010年までに高収益事業を確立することを明言しており、この分野での成功が現状打破の鍵を握る。

現在の旭化成は分社化により単に個々の事業を寄せ集めた集合体として事業を展開しているに過ぎない。それぞれの分社の社長は、個々の事業レベルでいかに競争優位を確保するかに努力している。理念や共通の価値観を浸透させグループ間の求心力を高めて分社間を融合した事業展開を実現するためには、旭化成の企業戦略として価値創出するケイパビリティの確立が必要である。現在のままでは、繊維、ケミカル、住宅、エレクトロニクス、医療とばらばらの事業を寄せ集めた単なるコングロマリット企業である。旭化成としての強さが各事業の競争力を高めなければならない

●「戦略的提携の推進」

財務分析から明らかなように、旭化成は同業他社と比較すると僅かに収益性が高いが絶対的な優位性を持つほどではない。財務体質は、ここ数年弱体化傾向にあり、キャッシュフローを継続的に生み出すことが非常に重要になる。旭化成の基本戦略は、ニッチ市場における No.1 戦略である。個々の事業の市場規模は小さいが、独自技術の活かせる収益性の高い領域に特化するというものである。例えば、住宅事業は、都市型 2 世代 3 階建て住宅というセグメントで No.1 であり、ケミカル事業も汎用品、高付加価値品でも No.3 以上の事業展開であり、その他、医療・エレクトロニクスなどの多角化事業も特定領域においてトップシェア製品のみの特化している。逆に、不採算事業については、撤退や切り離しをドライに断行し、必要な資源は M&A や技術導入などによって積極的に取り入れるといった姿勢は評価できる。一方で、戦略的提携などはあまり実施されず独自展開にこだわってきた。酒類・食品事業の失敗から、製品との関連性ではなく経営資源との関連性による事業展開をすべてであることを学んでいる。製品が開発できても、消費財のように戦略資産としての蓄積のないものは成功しないということである。素材メーカーとしての成長の限界を認識し、M&A による垂直統合、あるいは、最終製品メーカー、消費財メーカーとの戦略提携により川下分野への展開には可能性を秘めている。

4.2 組織・人事要因

旭化成は、分社・持株会社制への移行によって、グループとしての連結売上規模は従来と変わらないもの、小さい事業の寄せ集めであることがかえって目立つようになった。分社化により横の連携がさらに難しくなり、研究開発などが非効率になる可能性もある。将来の成長戦略で描く、エレクトロケミカルや医療などの重点領域での新たな試みは、純粋持ち株会社制によるこうしたデメリットを克服していけるかの正念場を迎えようとしている。今後、旭化成においては各分社をコントロールする持株会社の役割が重要となる。純粋持株会社という「器」を活かし、組織運営においてグループとしての求心力を働かせることができるかどうかである。最大の狙いは、持株会社の利点を利用して積極的な M&A による事業拡大を進めることである。分社化によって各事業会社に自立しなければという意識が強烈に芽生えたことが確かである。しかし、純粋持株会社という「器」を創ることが、直ちに業績の改善につながるわけではなく、この器に応じたマネジメントができないとその利点は発揮されないといえる。純粋持株会社は迅速な意思決定と責任・権限の明確化を主たる目的に設立されるが、そこでは、各事業会社の自立性を伸ばすと同時にグループとしての求心力を強めるという、微妙なバランスの達成が求められるのである。求心力を強めすぎると、各事業会社の社長は純粋持株会社の意向を窺い、独立した企業のトップとしてのリーダーシップが十分に発揮されなくなる恐れがある。いわば、実質的に従来 of 事業部制やカンパニー制と変わらない経営となってしまう。一方、自立性を伸ばすことに注力しすぎると、各事業会社間で事業の重複が生じるといった、グループとしての一貫性に欠けた事業展開が進められ、無秩序な分社化に陥ってしまうリスクが生じる。純粋持株会社の成功は、純粋持株会社の経営者が、自立性を促進しつつ求心力を維持するという、高度なバランス感覚を発揮できるかどうかにかかっているといえる。

付属資料 4：企業戦略分析・立案

(出所：辻村 明広 「経営戦略応用研究Ⅰ ケースレポート No.2 旭化成株式会社」 2005年7月6日)

旭化成株式会社 (2005)

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経営分析

・「ISHIN2000」

旭化成は、1999年～2002年の中期経営計画「ISHIN2000」において、「選択と集中の実行」と「負の遺産の整理」を掲げ、レーヨン事業、アクリル繊維事業、酒類事業等を売却し、その一方でケミカル事業、LSI事業、メディカル事業等の集中事業にリソースを集中させてきた。そして、最終年度である2002年度に退職給付会計の一括処理を行い、労働債務問題を処理した。

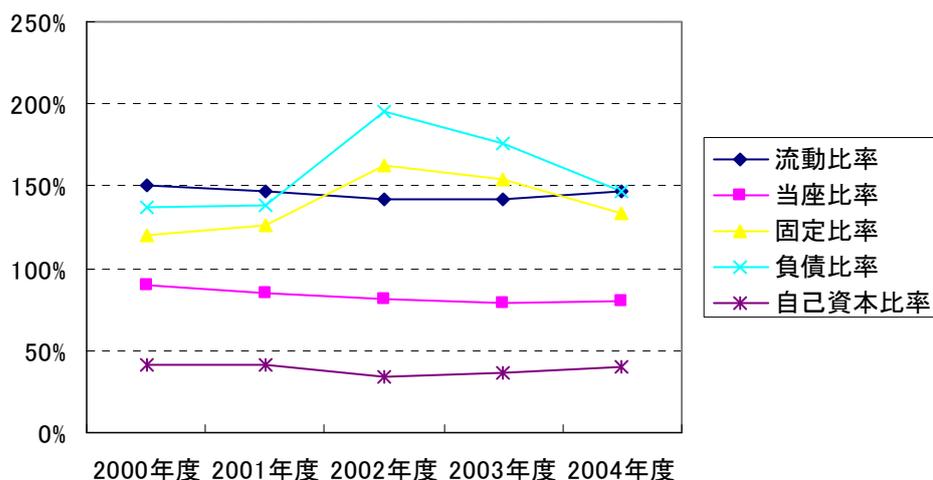
・「ISHIN-05」

次に、旭化成は、2003年度～2005年度の中期経営計画「ISHIN-05」を策定し、新経営体制への移行（2003年度、分社・持株会社制への移行）や競争優位事業への投資を強化している。尚、「ISHIN-05」の計数目標は連結営業利益1,100億円となっている。

業界平均との比較に関しては、以下の表で総合化02年度、03年度として示しているが、指標の数値が入手できる範囲内で比較している。尚、業界平均数値は、『日経経営指標2005』より入手しており、本レポートで総合化学として採用している企業は、旭化成、昭和電工、住友化学、三菱化学、東ソー、三井化学、宇部興産の7社である。（以下、これらの平均を総合7社平均とする）

(1) 安全性

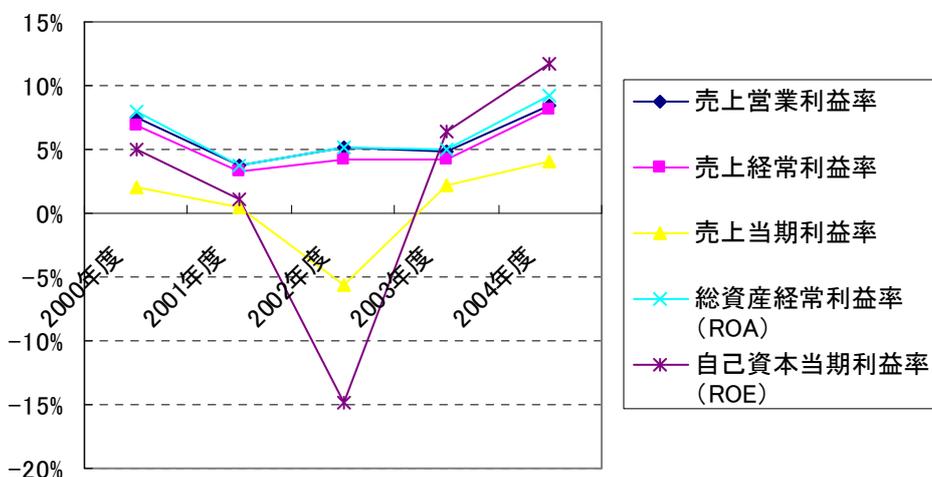
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度	
安全性	流動比率	150%	147%	142%	142%	146%	95%	101%
	当座比率	90%	86%	81%	78%	80%		
	固定比率	120%	126%	163%	154%	133%	260%	235%
	負債比率	137%	138%	195%	176%	147%	314%	274%
	自己資本比率	42%	42%	34%	36%	40%	23%	26%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	15.94	8.54	11.21	14.93	32.37	5.54	6.63
	営業キャッシュフロー対流動負債比率	17%	18%	22%	31%	24%		
	営業キャッシュフロー対固定負債比率	24%	23%	21%	30%	28%		



流動比率は140%以上、当座比率は80%以上となっており問題は無い。固定比率、負債比率に関して総合7社平均と比較すると、旭化成の優位性は際立っている。旭化成は、2002年度に退職給付会計の一括処理や事業構造転換費用等を一括で処理した事により、1,512億円の特別損失を計上し当期損失が667億円となった。その為に、自己資本が毀損し一時的に固定比率、負債比率が上昇したが、その後、業績は順調に回復し利益剰余金を積み上げてきたため、両比率とも改善してきている。尚、旭化成の固定比率が100%を超えている点に関しては、旭化成の長期適合率を算出したところ80%を下回っている為問題無い。更に、インタレストカバレッジレシオについても全く問題は見られず、結論として、旭化成の安全性は問題ない水準であると判断できる。

(2) 収益性

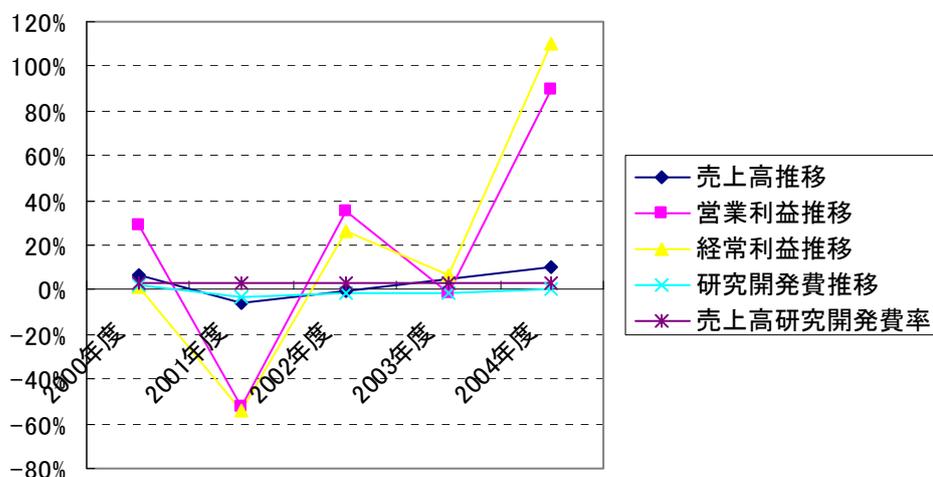
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度
売上総利益率	29%	27%	28%	26%	27%		
売上営業利益率	8%	4%	5%	5%	8%	5%	5%
売上経常利益率	7%	3%	4%	4%	8%	4%	4%
売上当期利益率	2%	0%	-6%	2%	4%	0%	2%
総資産経常利益率(ROA)	8%	4%	5%	5%	9%	4%	4%
自己資本当期利益率(ROE)	5%	1%	-15%	6%	12%	2%	6%



旭化成の収益率は、総合化学7社平均と比較すると、同業他社並みであると言える。しかし、2004年度の収益性指標は2003年度以前の数値と比較すると大幅に改善しており、2002年度の構造改革費用の一括計上後に、事業の選択と集中を進めた結果、旭化成の業績は順調に回復してきている事が判る。

(3) 成長性

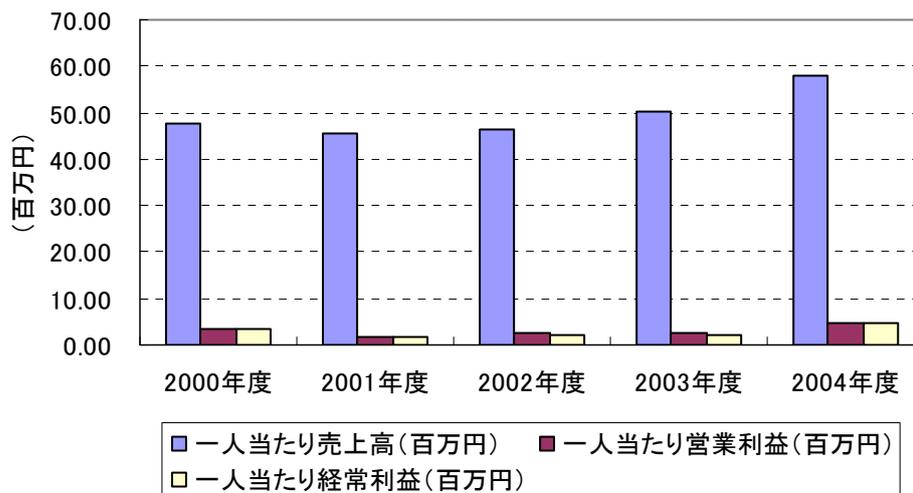
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度	
成長性	売上高推移	6%	-6%	0%	5%	10%	4%	3%
	営業利益推移	29%	-52%	35%	-1%	90%		
	経常利益推移	1%	-54%	26%	6%	110%	71%	6%
	当期利益推移	23%	-79%	-1389%	-141%	104%		
	研究開発費推移	2%	-3%	-2%	-1%	0%		
	売上高研究開発費率	3%	3%	3%	3%	3%		



2001年度は、ITバブル崩壊、米国景気失速などの影響により成長性は失速しているが、2002年度の構造改革以降は、売上高、営業利益、経常利益、全てが増加（成長）に転じている。特に、2004年度は、中国を中心とした海外需要の増加によるケミカル事業の大幅な増収・増益により、成長性は高くなっている。尚、旭化成は業績が悪化した年でも継続的に売上高の3%近くの研究開発費を投入してきており、研究開発重視の経営により成長性を高めてきている事が判る。

(4) 生産性

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度	
生産性	一人当たり売上高(百万円)	47.55	45.58	46.39	50.12	57.84	54.52	57.38
	一人当たり営業利益(百万円)	3.60	1.74	2.39	2.44	4.86		
	一人当たり経常利益(百万円)	3.25	1.52	1.96	2.14	4.74		
	労働装備率	14.76	14.99	15.69	16.43	17.02		
	売上高付加価値率	17%	14%	16%	15%	16%		
	労働分配率	41%	54%	48%	48%	32%		
	労働生産性(百万円)	8.18	6.60	7.20	7.55	9.37		
	設備投資効率	55%	44%	47%	46%	55%		

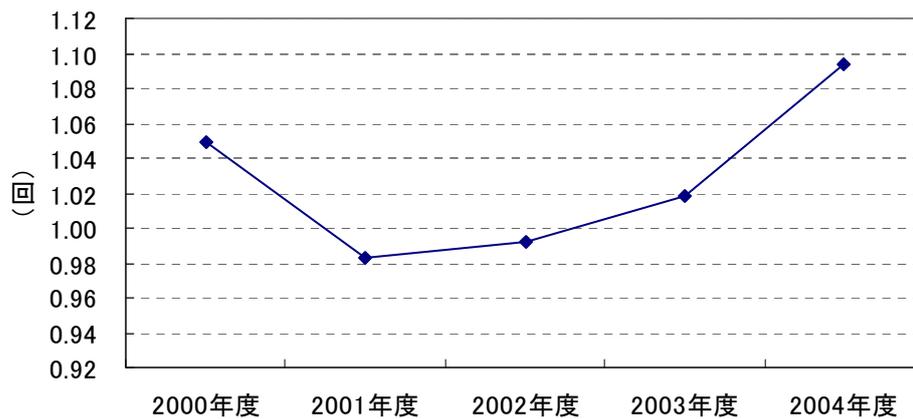


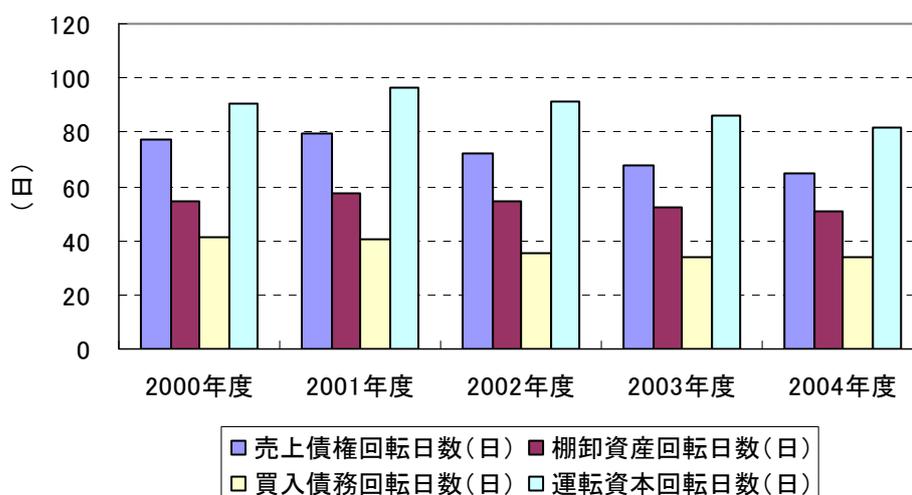
2002年度以降は、一人当たり売上高、営業利益、経常利益、全てが増加傾向にあり、他の生産性指標も改善してきている。これは、2002年度以降の選択と集中による事業の撤退を実行した事による人員削減効果や収益性の改善効果が効いてきていると判断される。

(5) 効率性

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度
総資産回転率(回)	1.05	0.98	0.99	1.02	1.09	0.82	0.86
売上債権回転日数(日)	77	80	72	68	65	88	84
棚卸資産回転日数(日)	54	58	55	52	51	56	53
固定資産回転率(回)	2.15	1.92	1.85	1.85	2.00		
買入債務回転日数(日)	41	41	36	34	34		
運転資本回転日数(日)	90	97	92	86	82		

総資産回転率

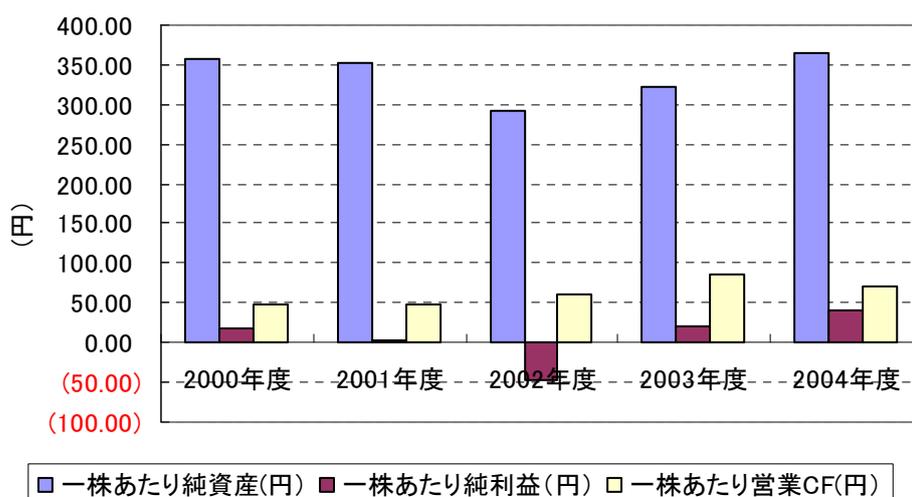




総合化学7社平均との比較を行なうと、旭化成は効率性において業界平均を上回っている事が判る。過去5年間の推移を見てみると、総資産回転率、売掛債権回転日数、棚卸資産回転日数、共に改善してきており、効率性が向上してきている。尚、買入債務回転日数も若干ではあるが短縮しており、運転資本の効率性という面から考えると、トレードオフの関係が生まれている。

(6) その他

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度
その他							
一株あたり純資産(円)	357.70	353.09	290.84	321.47	365.43	221.06	240.69
一株あたり純利益(円)	17.45	3.61	(47.63)	19.75	40.30	3.72	13.13
一株あたり営業CF(円)	48.19	48.79	60.21	87.18	70.18		
PBR	1.48	1.15	1.03	1.88	1.43		
期末発行済株式数(千株)	1,442,590	1,406,804	1,401,224	1,400,897	1,400,356		
期中平均株式数(千株)	1,442,597	1,434,241	1,402,284	1,401,107	1,400,671		
3月31日株価	544	415	309	611	528		

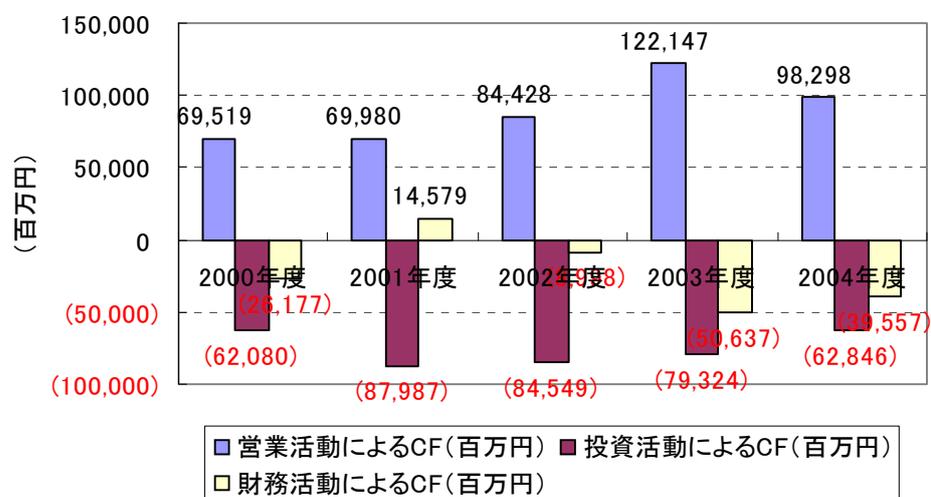


2003年度の旭化成の一株当たり純資産、純利益は、それぞれ総合化学7社平均を上回っている。過去5年間の推移を見てみると、2003年度以降、一株当たり純資産、純利益、共に

増加してきており、これら指標の改善が株価に反映しているものと推測できる。尚、参考までに以下に旭化成の株価推移を示す。



1.2 連結キャッシュフロー分析



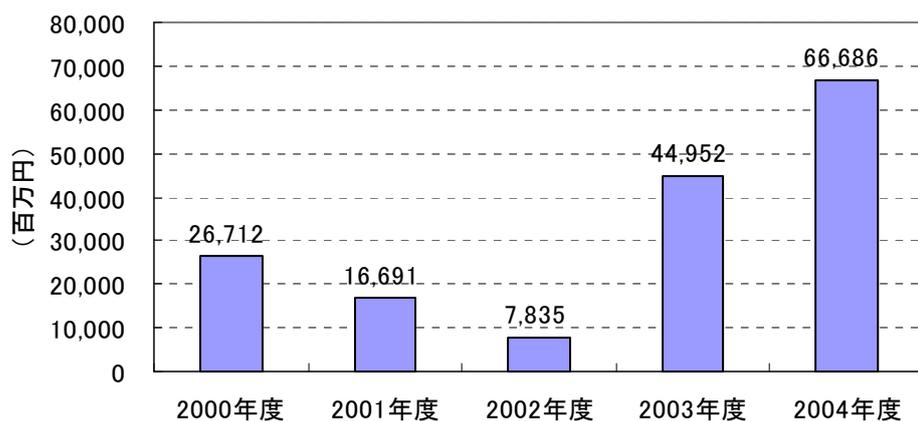
上記グラフによると、旭化成は2000年度～2002年度にかけて、営業CFに匹敵、若しくは、営業CFを上回る投資（ネット額）を継続的に行なってきた事が判る。これらの投資は主に集中事業強化の為の有形固定資産への投資だったが、その一方で、事業の選択を進め、1999年度～2002年度の「ISHIN2000」期間内（4年間）に、投資有価証券を600億円程売却し投資資金の源泉としている。

		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	総合化02年度	総合化03年度
CF分析	営業CFマージン	5%	6%	7%	10%	7%	9%	8%
	投資CF/営業CF	89%	126%	100%	65%	64%	50%	58%
	営業CF/固定負債	24%	23%	21%	30%	28%	25%	18%
	フリーCF(百万円)	26,712	16,691	7,835	44,952	66,686		
	売上高フリーCF比率	2%	1%	1%	4%	5%		
	一株あたり営業CF(円)	48.19	48.79	60.21	87.18	70.18		

営業CFマージンは、売上高との関係で本業からのCFが安定して生み出されているかどうかを示す数値である。総合化学7社平均との比較では、あまり差異は無く、本業から生み出されるCFの水準は同業他社並みと言える。次に、投資CF/営業CF比率だが、旭化成の数値は、総合化学7社平均と比較すると、相対的に高い数値となっている。これは、上述した通り、中期経営計画「ISHIN2000」、「ISHIN-05」に沿って、集中事業への投資を継続的に行ってきた為と思われる。次に、フリーCFだが、以下の通り算出した。

	2000年度 金額 百万円	2001年度 金額 百万円	2002年度 金額 百万円	2003年度 金額 百万円	2004年度 金額 百万円
NOPLAT	56,141	34,067	(10,854)	36,915	83,419
減価償却費	62,222	60,675	60,807	64,408	71,531
グロス・キャッシュフロー	118,363	94,742	49,953	101,323	154,950
運転資金の増加	(23,455)	(11,598)	36,748	11,219	(28,357)
設備投資	(64,511)	(56,700)	(72,801)	(65,525)	(63,198)
その他資産の増加	(476)	(6,596)	(6,649)	(2,529)	2,741
総投資	(88,442)	(74,894)	(42,702)	(56,835)	(88,814)
のれん代加算前フリー・キャッシュフロー	29,921	19,848	7,250	44,487	66,136
のれん代への投資	(3,209)	(3,157)	585	465	550
フリー・キャッシュフロー	26,712	16,691	7,835	44,952	66,686

フリーCF(百万円)



フリーCFは企業価値創造の為の一つの大きな要因であり、企業経営者は常にフリーCFの最大化を目指す経営を行なう必要がある。旭化成のフリーCFは2002年度に底を打った後は、V字回復を見せており、中期経営計画を通じて実行された一連の施策が効果を発揮していると判断できる。

1.3 事業種類別・所在地別セグメント分析

まずは、各セグメントに関する基本状況を整理する意味で、売上高、営業利益、資産、それぞれに関して簡単に整理した上で、それぞれの経営指標に関する分析を行なうものとする。尚、旭化成は、2003年10月1日に、持株会社及び7事業会社制に移行している。その上で、事業領域を明確化する目的で、2003年4月1日より従来の事業区分を変更した。その変更内容は以下の通りである。

- 従来の「ケミカル」を「ケミカルズ」及び「ライフ&リビング」に区分開示
- 従来の「住宅・建材」を「ホームズ」及び「建材」に区分開示
- 従来の「医薬・医療」を「ファーマ」、「繊維」を「せんい」に名称変更
- 従来の「酒類・サービス等」を、酒類事業の譲渡に伴い、「サービス・エンジニアリング等」に名称変更

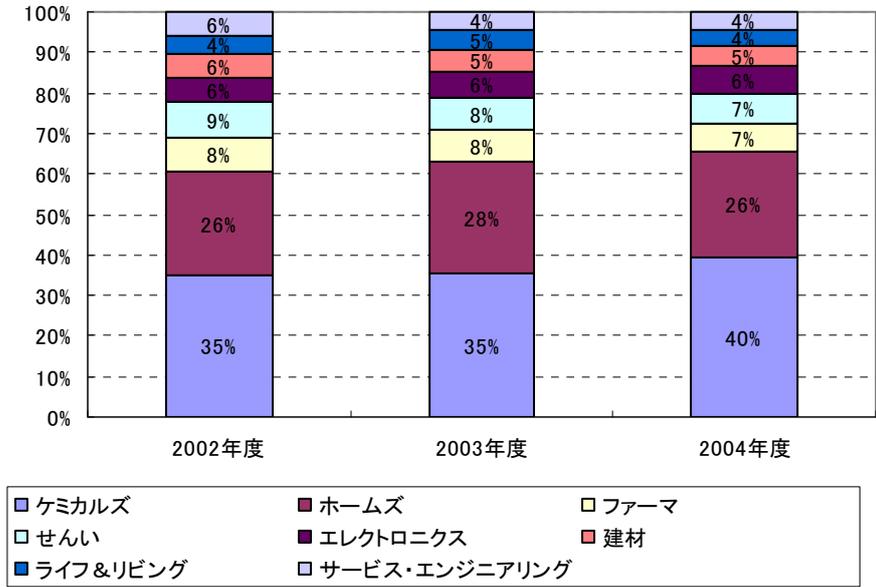
セグメント毎の分析を行なう上では、セグメント区分の一貫性は重要である。よって、ここでは上記新セグメント区分による数値が入手可能な2002年度、2003年度、2004年度の3期に絞って分析を行なうものとする。

・売上高

ケミカルズが最大で2004年度売上高は約5,700億円、旭化成全社の売上の約40%を稼ぐ。次に大きいのがホームズで2004年度売上高は約3,800億円、旭化成全社の売上の約30%を稼ぐ。ファーマの売上高は約1,000億円だが、これは、国内の製薬企業ランキングでは約15位近辺に匹敵する。

売上高(百万円)	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	435,985	464,101	572,042
ホームズ	320,648	361,482	375,841
ファーマ	105,463	105,988	103,968
せんい	112,565	104,125	106,645
エレクトロニクス	72,568	83,208	93,733
建材	72,693	71,761	71,234
ライフ&リビング	55,124	63,104	63,762
サービス・エンジニアリング	76,394	57,896	60,674

売上高構成比

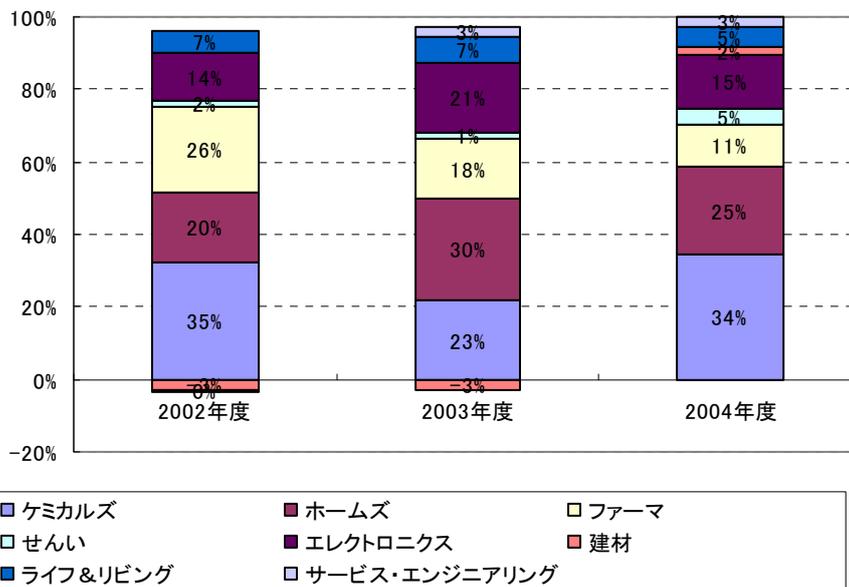


・営業利益

確かに、ケミカルズ、ホームズの営業利益は大きいですが、その一方で、ファーマ、エレクトロニクスといった事業会社の貢献が目立つ。せんいは苦戦しているが、近年は業績が回復傾向にある。建材も苦戦しているが2004年度に黒字化、それにより、営業利益段階では全ての事業会社で黒字化を達成している。

営業損益(百万円)	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	23,663	16,539	40,753
ホームズ	13,868	21,575	28,988
ファーマ	17,353	12,916	13,357
せんい	1,311	928	5,396
エレクトロニクス	9,546	14,936	17,591
建材	(2,347)	(2,102)	2,567
ライフ&リビング	4,722	5,235	6,068
サービス・エンジニアリング	(284)	2,291	3,564

営業損益構成比

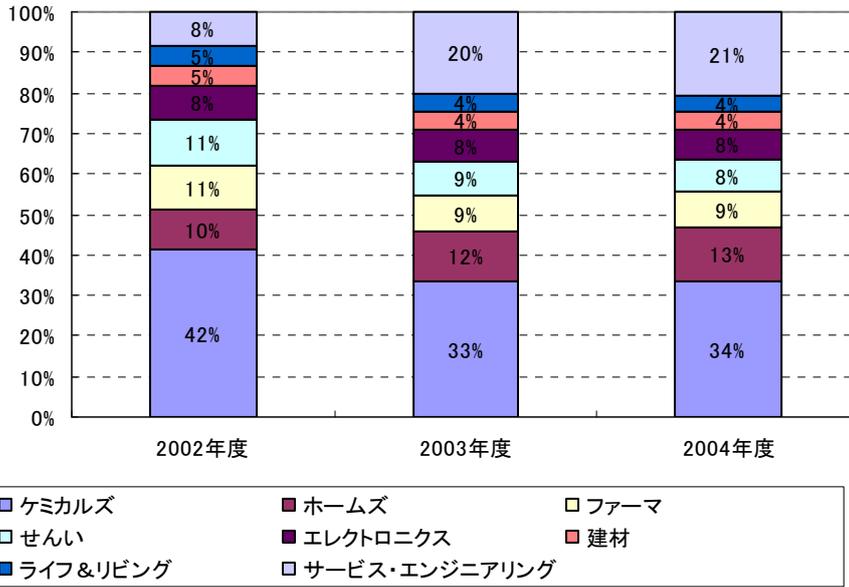


・資産

エレクトロニクスの資産規模は、その売上や営業利益規模と比較すると、相対的に少ない（つまり、エレクトロニクスは効率的に儲けている）。ホームズやサービス・エンジニアリングは、2003年度に資産を急激に増加させているが、これは、旭化成の分社・持株会社制への移行に伴う変更によるものであり、2002年度以前は全社アカウントに計上されていたもので、主に、余資運用資金、長期投資資金、使用予定の土地等である。

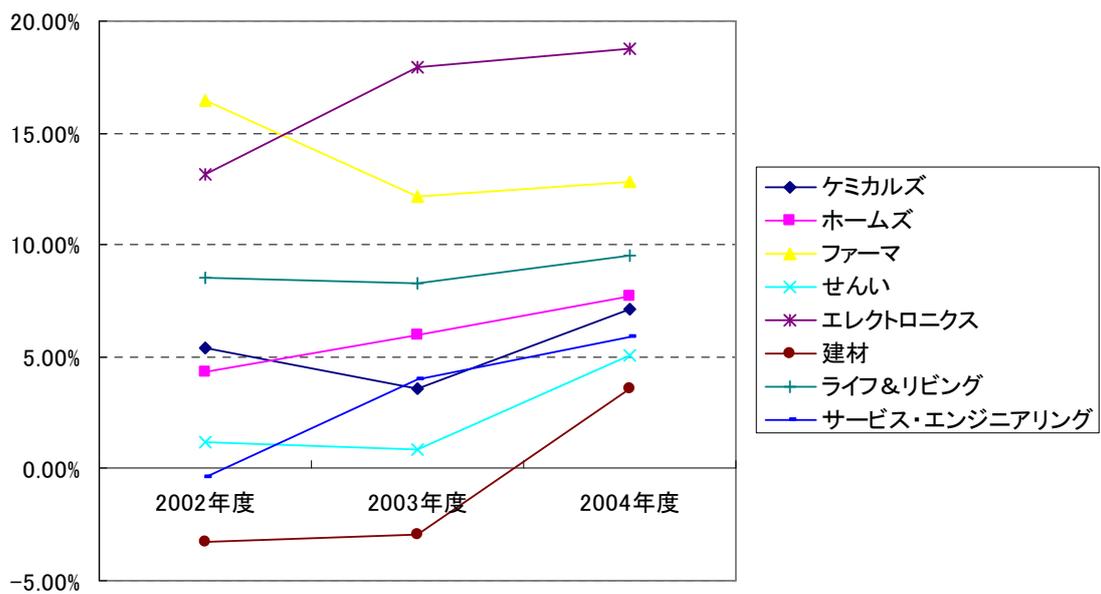
資産(百万円)	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	426,636	450,474	480,599
ホームズ	98,336	168,353	186,837
ファーマ	113,904	121,575	123,762
せんい	113,995	115,112	115,781
エレクトロニクス	87,108	106,541	109,055
建材	52,317	58,371	58,068
ライフ&リビング	47,797	55,676	55,737
サービス・エンジニアリング	86,223	275,914	297,826

資産構成比



(1) 収益性

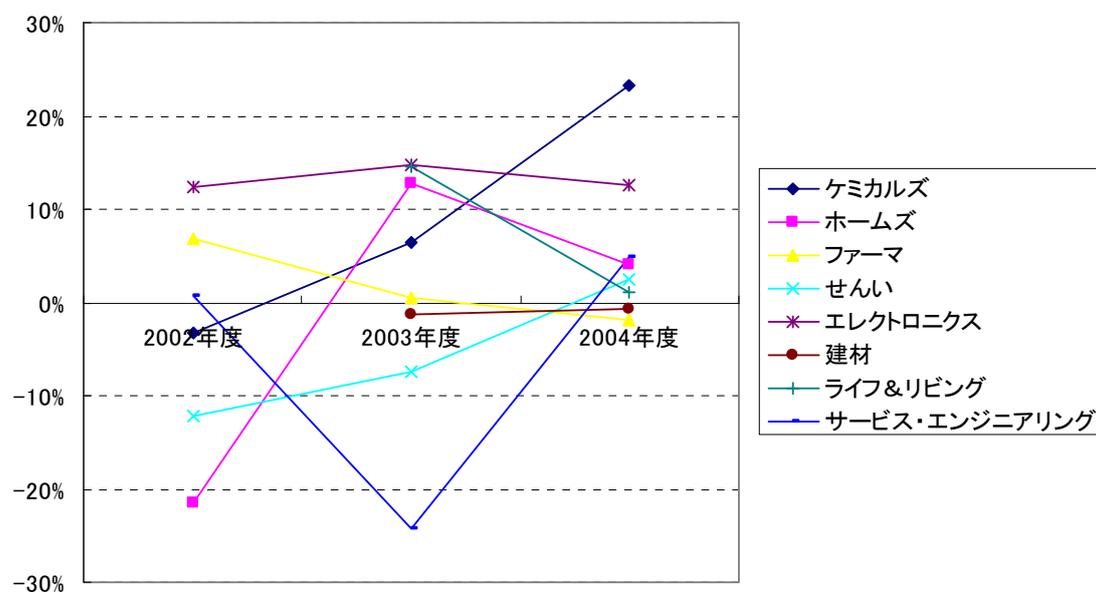
営業利益率	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	5.43%	3.56%	7.12%
ホームズ	4.32%	5.97%	7.71%
ファーマ	16.45%	12.19%	12.85%
せんい	1.16%	0.89%	5.06%
エレクトロニクス	13.15%	17.95%	18.77%
建材	-3.23%	-2.93%	3.60%
ライフ&リビング	8.57%	8.30%	9.52%
サービス・エンジニアリング	-0.37%	3.96%	5.87%



エレクトロニクスの2004年度営業利益率は20%近くあり、且つ、上昇している。ファーマの2004年度営業利益率は約13%となっており、減少傾向となっている。これは、医薬事業（医療用医薬品）における薬価改定による販売価格の下落や、医療事業（人工腎臓関連）における競争激化により影響を受けたものである。それ以外の事業会社に関しては、2002年度以降、ほぼ全ての事業会社で営業利益率の改善が見られる。

(2) 成長性

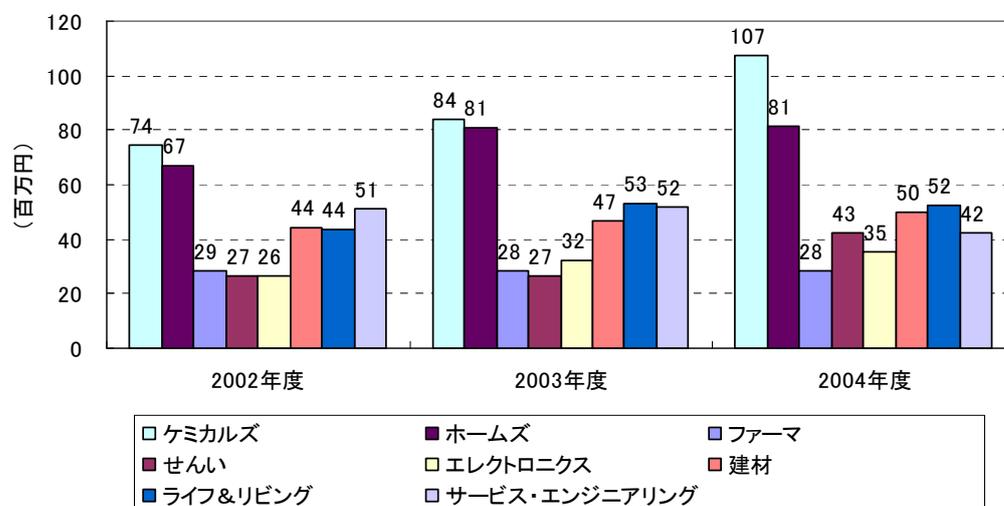
売上高伸び率	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	-3.29%	6.45%	23.26%
ホームズ	-21.51%	12.73%	3.97%
ファーマ	6.87%	0.50%	-1.91%
せんい	-12.28%	-7.50%	2.42%
エレクトロニクス	12.37%	14.66%	12.65%
建材		-1.28%	-0.73%
ライフ&リビング		14.48%	1.04%
サービス・エンジニアリング	0.63%	-24.21%	4.80%



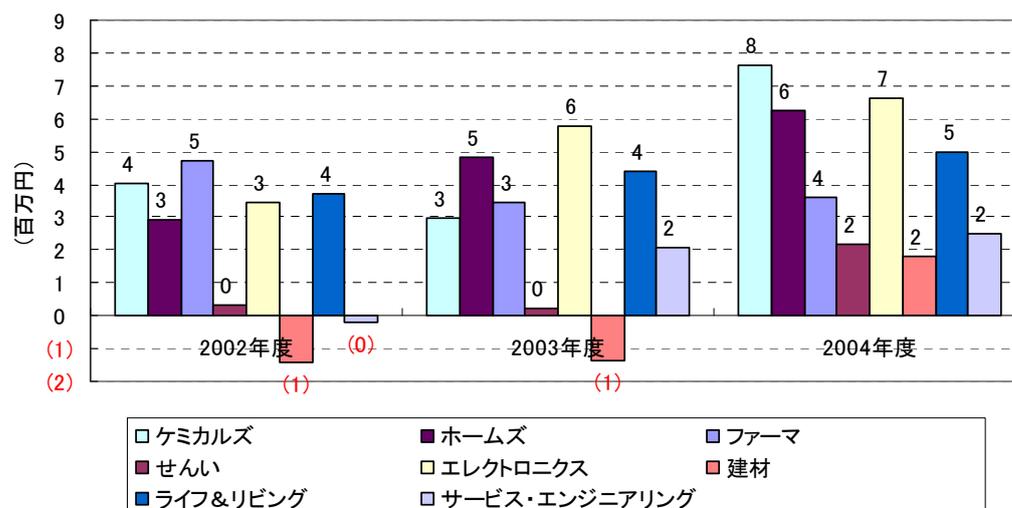
ファーマを除いて、2004年度は各事業会社の売上成長率は増加した。ファーマに関しては、上述した通り、薬価の引下げや、人工腎臓関連事業の競争激化が原因で売上が減少している。ケミカルズに関しては、旺盛な海外需要を背景に、生産能力を増強したアクリロニトリルやスチレンモノマーの販売量が増加した事により、大幅に売上を増加させた。エレクトロニクスは継続的に10%以上の高い売上成長率を維持している。

(3) 生産性

一人当たり売上高

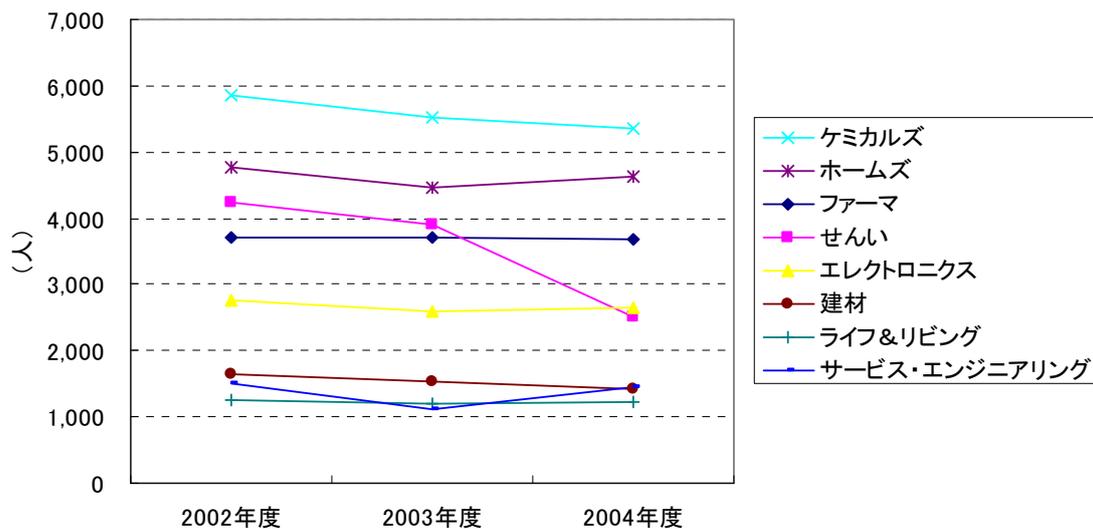


一人当たり営業利益



一人当たり売上高、一人当たり営業利益共に、継続的に増加しており、生産性が向上して来ている事が判る。ケミカルズが生産性が急激に改善している。一人当たり売上高と一人当たり営業利益の差異に着目すると、ファーマ、ライフ&リビングの一人当たり営業利益が相対的に高くなっており、極めて生産性の高いオペレーションとなっている事が判る。

従業員数

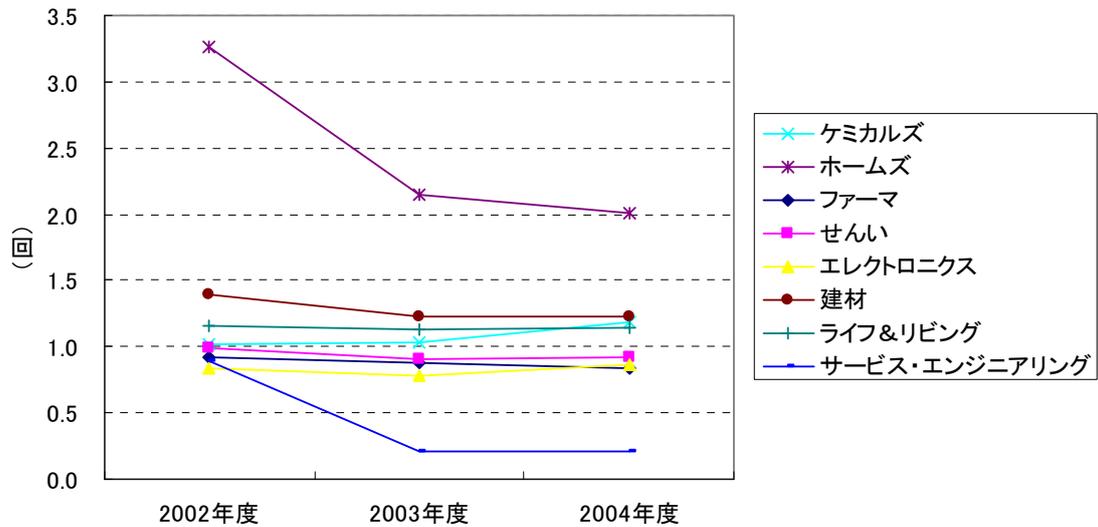


参考までに事業会社毎の従業員数の推移を見てみると、ケミカルズ、せんい等の事業会社で大幅な人員削減が行なわれた事が判る。特に、せんいは、2003年度のアクリル繊維事業からの撤退により、人員が大幅に減少している。その一方で、集中事業である、ファーマ、エレクトロニクス等は従業員数の変化が無い。

(4) 効率性

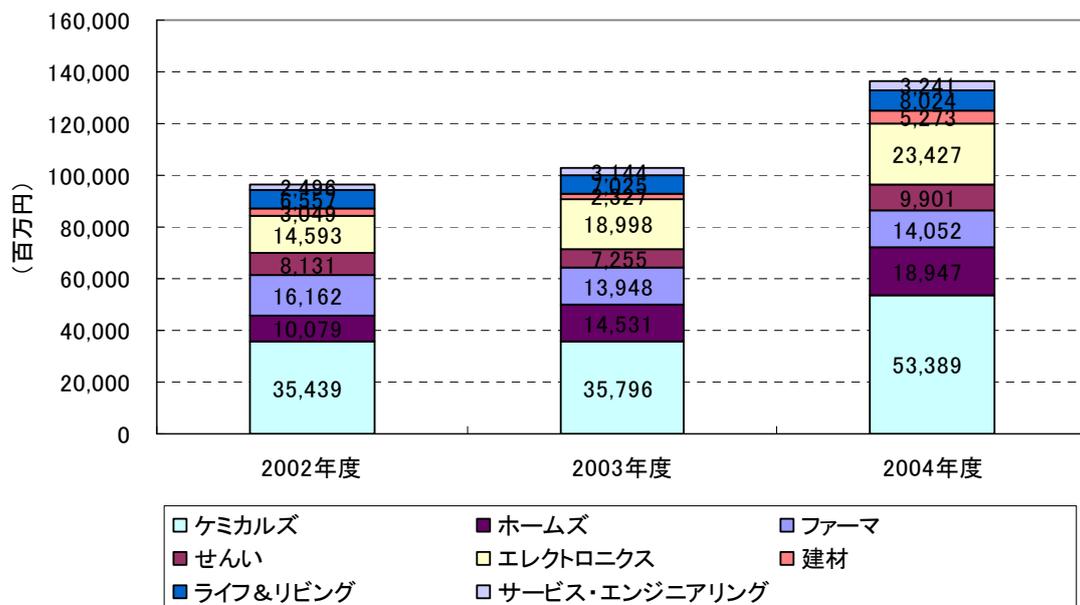
総資産回転率(回)	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	1.0	1.0	1.2
ホームズ	3.3	2.1	2.0
ファーマ	0.9	0.9	0.8
せんい	1.0	0.9	0.9
エレクトロニクス	0.8	0.8	0.9
建材	1.4	1.2	1.2
ライフ&リビング	1.2	1.1	1.1
サービス・エンジニアリング	0.9	0.2	0.2

総資産回転率



ホームズ、サービス・エンジニアリングの総資産回転率が悪化しているように見えるが、これは上述した通り、主に、旭化成の分社・持株会社制への移行に伴う変更によるものであり、社内での単なる勘定付け替えの結果であるので、全社業績には影響が無い。相対的に、ホームズは少ない資産で大きな売上高を獲得しており、効果的なオペレーションを行っている事が判る。わずかではあるが、ケミカルズの効率性が改善している。

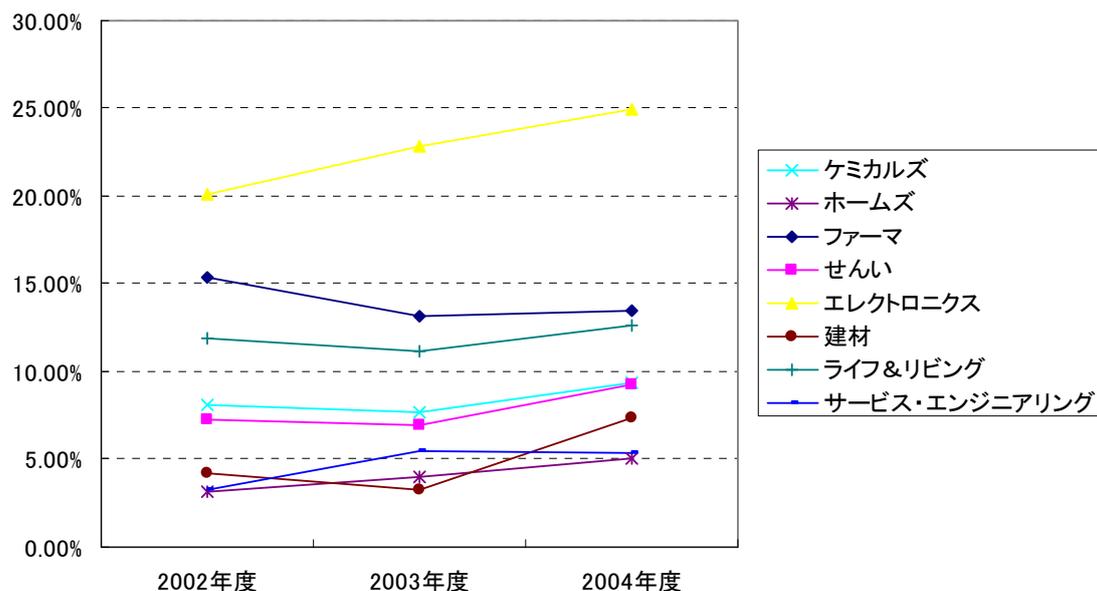
1.4 事業種別セグメント情報にもとづくキャッシュフロー分析



全体的に営業CFは増加しており、特に、ケミカルズ、エレクトロニクスの増加率が大きい。

(1) 営業CFマージン

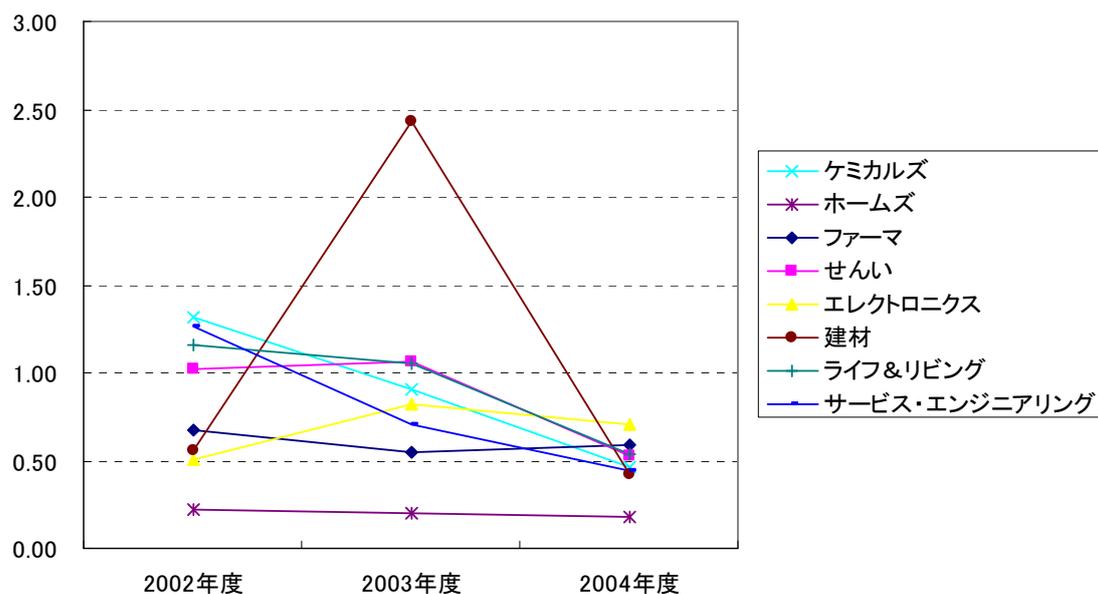
営業CFマージン	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	8.13%	7.71%	9.33%
ホームズ	3.14%	4.02%	5.04%
ファーマ	15.32%	13.16%	13.52%
せんい	7.22%	6.97%	9.28%
エレクトロニクス	20.11%	22.83%	24.99%
建材	4.20%	3.24%	7.40%
ライフ&リビング	11.90%	11.13%	12.58%
サービス・エンジニアリング	3.27%	5.43%	5.34%



エレクトロニクスの営業CFマージンは20%を上回っており、更に、増加している。ファーマの営業CFマージンは、若干ながら減少傾向を示している。それ以外の事業会社に関しては、2004年度に若干増加しており、CFベースの収益性が全体として向上しつつある事が判る。

(2) 投資CF/営業CF比率

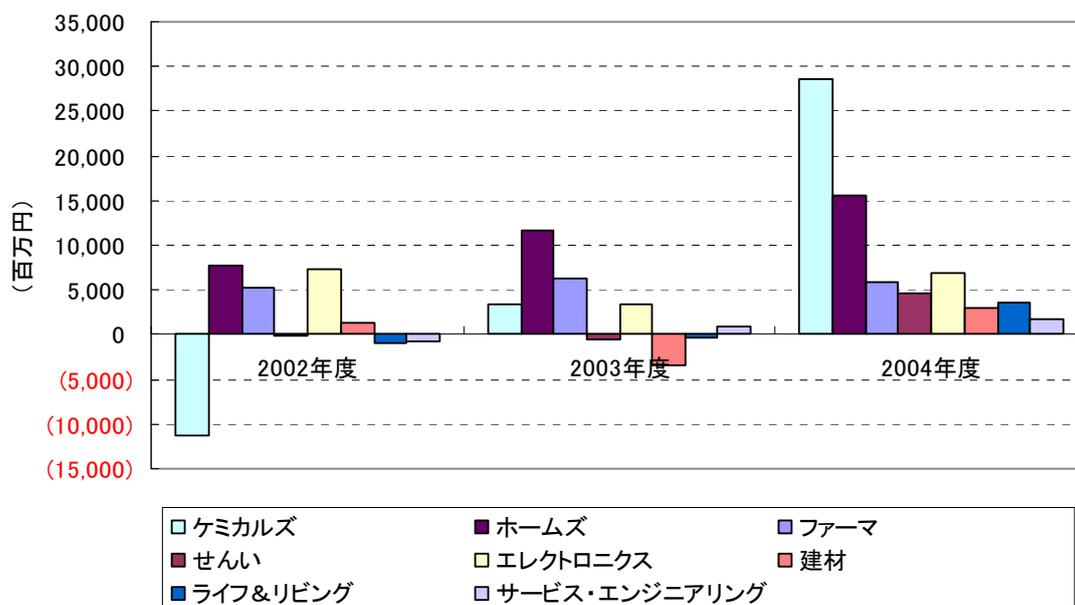
投資CF/営業CF	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	1.32	0.91	0.47
ホームズ	0.22	0.20	0.18
ファーマ	0.67	0.55	0.59
せんい	1.03	1.06	0.52
エレクトロニクス	0.51	0.83	0.70
建材	0.56	2.43	0.42
ライフ&リビング	1.15	1.05	0.54
サービス・エンジニアリング	1.26	0.70	0.44



建材の2003年度投資CF/営業CF比率が急増しているが、これは一時的に投資CFが急増した為である（理由は不明である）。営業CF自体は2003年度に一旦縮小するものの、2004年度には増加し、投資CFも営業CF内に収まっている。2004年度には、全ての投資CF/営業CF比率が1.00を割り込んでおり、営業CF内での投資を行っている事が判る。ファーマ、エレクトロニクスに関しては、投資CF/営業CF比率が上昇傾向を示しており、集中分野に関しては投資を営業CFの範囲内でマネージしながらも、その割合を増加させている。

(3) フリーCF

フリーCF(百万円)	2002年度	2003年度	2004年度
ケミカルズ	(11,231)	3,354	28,560
ホームズ	7,829	11,658	15,500
ファーマ	5,320	6,330	5,792
せんい	(206)	(466)	4,719
エレクトロニクス	7,217	3,309	6,981
建材	1,345	(3,332)	3,063
ライフ&リビング	(1,014)	(334)	3,695
サービス・エンジニアリング	(648)	940	1,818



全ての事業会社においてフリーCFが増加しており、特に、ケミカルズは劇的に改善している。尚、ケミカルズの2002年度フリーCFが大幅に赤字になっている理由は、競争優位性を高める為に、アクリロニトリル・青化ソーダ、特殊系エラストマー、バッテリーセパレーター用微多孔膜等の製造設備増強を実施した為であり、その投資によるリターンとして、2004年度のフリーCFが大幅に増加している。つまり、旭化成が中期経営計画を通じて実行してきた選択と集中戦略が、フリーCFの最大化に対し、非常に効果的に作用してきた事が判る。

2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値 (EVA)

(1) 資本コストの算出

2004年度						
出所	資金調達源	簿価	投下資産合計に占める割合	コスト	税引後コスト	WACCへの寄与
有価証券報告書	短期借入金	31,360	2.8%	0.90%	0.52%	0.01%
有価証券報告書	短期社債	0	0.0%	0.90%	0.52%	0.00%
有価証券報告書	コマーシャルペーパー	0	0.0%	0.90%	0.52%	0.00%
有価証券報告書	一年以内償還予定社債	31,000	2.7%	1.36%	0.78%	0.02%
有価証券報告書	長期有利子負債	79,246	7.0%	1.21%	0.70%	0.05%
各社HP	社債(ムーディーズ長期:A2、S&P:A-	107,000	9.4%	1.21%	0.70%	0.07%
有価証券報告書	リース	10,286	0.9%	1.21%	0.70%	0.01%
有価証券報告書	退職給付引当金	134,805	11.8%	2.50%	1.44%	0.17%
	有利子負債合計	393,697	34.6%			0.33%
	普通株式(時価、2005年3月31日)	739,388	64.9%	7.67%		4.98%
	少数株主持分	6,352	0.6%	7.67%		0.04%
	資本計	745,740	65.4%			5.02%
	投下資産合計	1,139,437	100.0%		WACC	5.35%
	実効税率					42.5%
Bloomberg	リスクフリーレート(Bloomberg)	20年物国債		1.87%		
『企業価値評価』実戦編	マーケットリスクプレミアム	戦後50年の平均		5.00%		
Bloomberg	β			1.16		
	資本コスト			7.67%		

(2) NOPLATの算出

	2000年度 金額 百万円	2001年度 金額 百万円	2002年度 金額 百万円	2003年度 金額 百万円	2004年度 金額 百万円
売上高からの算出					
売上高	1,269,414	1,195,393	1,193,614	1,253,534	1,377,697
売上原価	896,504	871,798	864,083	924,296	1,010,526
販売費及び一般管理費	276,885	277,930	267,976	268,396	251,362
(計)	1,173,389	1,149,728	1,132,059	1,192,692	1,261,888
内 減価償却費総額	(62,222)	(60,675)	(60,807)	(64,408)	(71,531)
損益計算書上のEBITA	96,025	45,665	61,555	60,842	115,809
過去勤務債務に関する調整	12,395	12,737	8,572	7,408	7,408
継続的引当金の増加	1,538	-58	114	-848	14
調整後EBITA	109,958	58,344	70,241	67,402	123,231
EBITAに対する税金	(43,281)	(20,598)	(34,621)	(29,143)	(44,390)
役員賞与	(121)	(138)	0	0	(182)
繰延税金の増減	(10,415)	(3,541)	(46,474)	(1,344)	4,760
NOPLAT	56,141	34,067	(10,854)	36,915	83,419

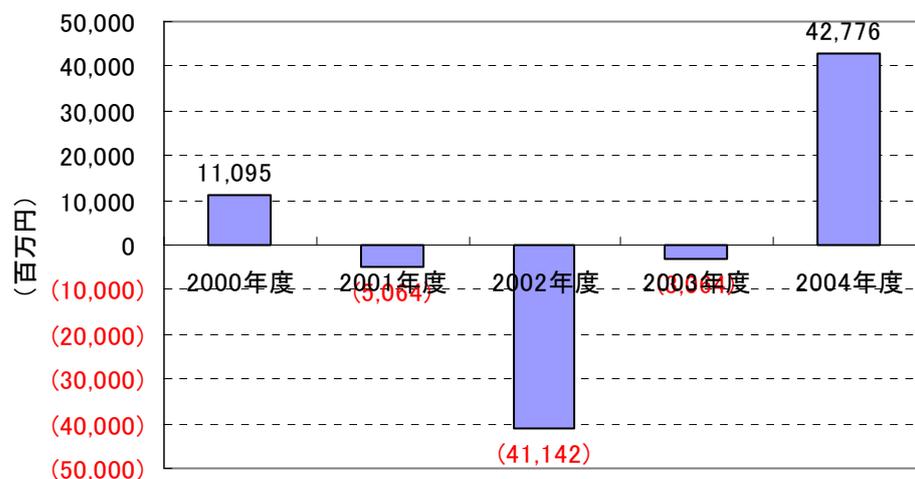
EBITAに対する税金

法人税等	24,040	5,870	(33,758)	26,570	34,004
支払利息による節税額	2,628	2,374	2,395	1,777	1,536
過去勤務債務による節税額	0	0	0	0	0
受取利息・配当に対する税金	(1,465)	(1,062)	(936)	(881)	(962)
その他営業外損益に対する税金	2,742	1,135	3,242	2,173	661
特別損益に対する税金	15,336	12,280	63,679	(496)	9,151
EBITAに対する税金	43,281	20,598	34,621	29,143	44,390

(3) EVAの算出

(単位:百万円)	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
WACC	5.68%	4.80%	4.14%	5.49%	5.35%
NOPLAT	56,141	34,067	(10,854)	36,915	83,419
投下資本	793,398	815,618	730,785	728,321	760,334
EVA	11,095	(5,064)	(41,142)	(3,064)	42,776

投下資本＝短期借入金＋長期借入金＋社債＋株主資本(簿価)



旭化成のEVAは2002年度に大きくマイナスになったが、それ以降、V字回復しており、2004年度は400億円を超えるEVAを稼ぎ出している。旭化成は、EVAを2000年度から業績評価指標として導入し、各事業の目標をEVAベースで設定した。その後、マネジャーにEVAベースの報酬制度を導入し、EVA指標を機軸にした、経営プロセスを遂行する事により企業価値向上を目指している。EVA指標は事業の選択と集中を行なう際にも活用されており、多角化した企業を経営する上での重要な指標となっている。

2.2 企業価値指標

(単位:百万円)	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
WACC	5.68%	4.80%	4.14%	5.49%	5.35%
投下資本	793,398	815,618	730,785	728,321	760,334
NOPLAT	56,141	34,067	(10,854)	36,915	83,419
FC(フリーキャッシュフロー)	26,712	16,691	7,835	44,952	66,686
EVA	11,095	(5,064)	(41,142)	(3,064)	42,776
期末発行済株式数(千株)	1,442,590	1,406,804	1,401,224	1,400,897	1,400,356
3月31日株価	544	415	309	611	528

企業価値①	470,476	347,904	189,052	818,937	1,247,527
企業価値②	1,033,502	842,793	675,139	1,051,652	908,748
企業価値③	988,814	710,073	(261,893)	672,509	1,560,564

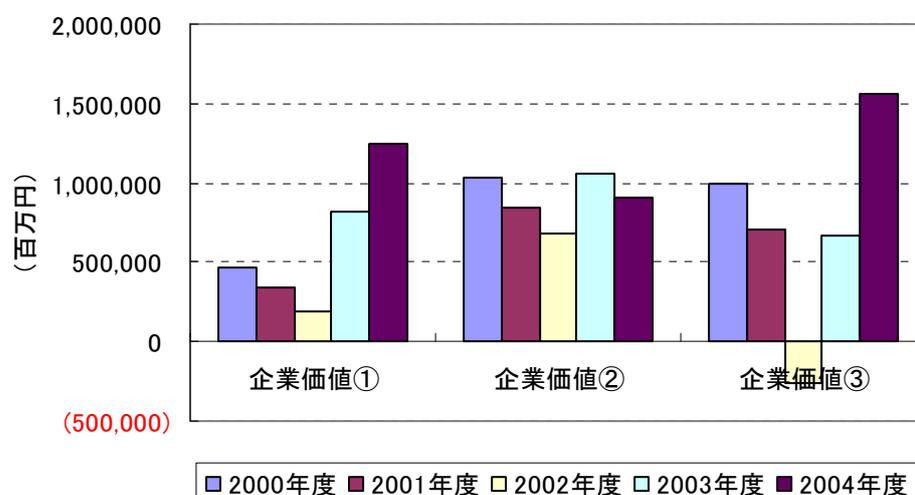
(計算式)

企業価値①(FC価値) = 各年度のFC/WACC

企業価値②(株式・負債時価評価価値) = 株式時価総額 + 長短借入金 + 社債

企業価値③(MVA) = EVA/WACC + 投下資本

投下資本 = 短期借入金 + 長期借入金 + 社債 + 株主資本(簿価)



将来フリーキャッシュフローアプローチや、MVAアプローチによって算出された企業価値は、将来のフリーキャッシュフローやEVAの推定値により大きく変化する。旭化成の場合、2004年度の業績が良かった為に、企業価値①(FCベース)、企業価値③(MVAベース)での企業価値は、その時点での株式市場での評価額である企業価値②(時価ベース)より大きくなっている。つまり、株式市場は、2005年3月末時点で、旭化成の2004年度の業績(FCやEVA)が将来も継続的に獲得され続けるとは見ていないという事が言える。その一方で、株式市場における旭化成の企業価値②は、2003年度より増加傾向にあり、一連の経営計画「ISHIN2000」、「ISHIN-05」の期間を通じて実施してきた施策に一定の評価を与えている事が判る。

2.3 経営課題

旭化成は、中期経営計画「ISHIN2000」（1999年度～2002年度）において、食品事業、酒類事業の営業譲渡、レーヨン事業からの撤退等といった事業の選択と集中を断行する事により、負の遺産を処理した。さらにその後、現中期経営計画「ISHIN-05」により、分社・持株会社制への移行、執行役員制度の導入、取締役の少数化、経営諮問委員会の設置等といった経営マネジメント体制の変革を行い、集中事業への投資を拡大させている。それら一連の施策によって、旭化成のフリーキャッシュフローやEVA等の経営指標は改善し、その結果として、企業価値も増加し始めており、これまでの旭化成の事業戦略及びその実行は評価できるものである。

旭化成は、次期中期経営計画（2006年度～2010年度）において、集中事業への戦略的投資を増加させ、事業の本格的な拡大を目指す方針である。今後の課題としては、2010年度における旭化成の企業目標を設定し、どのような施策の実行を通じて事業の本格的な拡大を実現し、現状とのギャップを埋めていくのかといった成長戦略の策定・実行であると考えられる。

個別財務指標による分析結果では、旭化成は総合化学7社平均と比較しても遜色の無い結果を残している。しかし、旭化成の今後の課題をより明確にする目的で、企業価値の観点から数社の総合化学企業との比較を簡単に行ってみたい。尚、ここではあくまでも簡易的に比較する目的で、株式・負債時価評価アプローチを用いた。

		旭化成	東ソー	三菱化学	三井化学	住友化学
株価(2005年3月31日)	円	528	530	342	599	530
発行済み株式数	千株	1,400,356	597,867	2,173,795	783,711	1,652,819
時価総額(MV)	億円	7,394	3,169	7,434	4,694	8,760
有利子負債	億円	2,486	2,846	7,041	4,223	4,707
現金同等物	億円	565	169	539	278	396
ネット・デット	億円	1,921	2,677	6,502	3,945	4,311
企業価値(EV)	億円	9,315	5,845	13,936	8,640	13,071
簿価純資産	億円	5,117	1,280	4,460	4,058	5,696
MVA	億円	2,277	1,889	2,975	636	3,064
売上高	億円	13,777	5,883	21,895	12,275	12,963
営業利益(EBIT)	億円	1,158	569	1,486	805	1,052
減価償却費(除く販管費)	億円	(715)	(236)	(862)	(568)	(882)
償却前営業利益(EBITDA)	億円	1,873	805	2,348	1,373	1,934
税引後当期利益	億円	565	295	554	262	645
PBR	倍	1.44	2.48	1.67	1.16	1.54
PER	倍	13.10	10.74	13.42	17.92	13.58
EBITDA倍率	倍	4.97	7.26	5.94	6.29	6.76
売上高営業利益率	2002年度	5.16%	5.94%	4.87%	5.36%	6.62%
売上高営業利益率	2003年度	4.86%	6.20%	5.10%	4.95%	5.75%
売上高営業利益率	2004年度	8.41%	9.67%	6.79%	6.56%	8.12%

(出所:『日経会社情報2005夏号』)

この分析から言えることは、旭化成の企業価値は、東ソー、三井化学よりは高いが、三菱化学、住友化学と比較するとかなり低くなっており、日系総合化学企業の中ですらNo.1では無いという現実である。更に、一旦破談にはなったが、三井化学と住友化学の合併が過

去に模索されたように、化学業界での競争優位性を高める為には、ある程度の規模が必要になってくる事も事実である。もっとも、旭化成は多角化戦略により、ある程度ニッチな市場でのNo.1を目指している事やケミカルズ以外の事業からの利益貢献の割合が高い事などの特徴があるので、一概には比較できないという考えもある。しかし、例えば、外資系総合化学企業の収益率は日系企業とは比較にならない程高く、今後ますますボーダレス化してくる外部環境を考えると、日系企業のみならず外資系企業との競争に勝ち抜いていく為の明確な戦略が必要であり、その意味で、旭化成は明確な集中戦略により企業価値創造経営をより一層重視、加速していく必要がある。

3 企業価値創造

企業価値創造の為には、企業戦略や事業戦略を一貫した経営プロセスにおいてコントロールしていく必要がある。

3.1 企業理念

基本理念

私たち旭化成グループは、
科学と英知による絶えざる革新で、
人びとの「いのち」と「くらし」に貢献します。

経営方針

- ① 私たちは、お客様の視点に立って共に考え、新しい価値を創造します。
- ② 私たちは、社員の個を尊重し、働きがいとチームワークを大切にします。
- ③ 私たちは、国際的な高収益企業を目指し、株主及び関わりあう人々に貢献します。
- ④ 私たちは、地球環境との調和に努め、製品と事業活動における安全性を確保します。
- ⑤ 私たちは、良き企業市民として法と社会規範を守り、社会と共に歩みます。

行動スローガン

Breakthrough-Together

- ・ Customer – focus お客様を起点とする行動
- ・ Global – development グローバルな視野に立った行動
- ・ Group – dynamics 自立し競い合う事業群の構築に向けた行動

上記した通り、旭化成の企業理念は、『科学と英知による絶えざる革新で、人びとの「いのち」と「くらし」に貢献します。』となっている。旭化成はその中期経営計画「ISHIN-05」において、「2010年への布石」を発表しているが、その中で、各事業会社がそれぞれ顧客価値を創出する事により、顧客から見て安心感・信頼感のある機能・サービスという価値を提供する事が可能になり、それが、「いのち」、「くらし」に貢献する事に繋がると述べている。

その一方で、2003年10月に導入された分社・持株会社制により、持株会社傘下の各事業会社には個々の事業領域における事業価値の最大化を目指すインセンティブが大きく作用する事になり、企業理念と各事業会社の事業戦略との整合性を取る事がますます難しくなる事が予想される。この課題を克服する為には、持株会社が企業理念に沿ったグループ全体の目標・ビジョンの実現に向けて、持株会社主導でグループ戦略を立案し、その戦略を実現する為に各事業会社の役割と具体的な目標を示す必要がある。つまり、今後、持株会社のリーダーシップが非常に重要になってくるのである。

3.2 企業戦略

旭化成は、1999年の中期経営計画「ISHIN2000」以降、高収益企業への転換を目指し、選択と集中を実行し、競争劣位事業の整理と高収益事業の強化を行ってきた。そして、その目的を実現する為の施策の一つとして分社・持株会社制を導入し、ポートフォリオ・マネジメントを強化する一方で、各事業会社に対して権限を委譲する事により意思決定のスピードを速めてきた。

3.3 事業戦略

旭化成は、EVAプラスと安定したポジティブキャッシュフローの最大化を目指して、「強い事業をより強く」をスローガンに、各事業分野で国内トップあるいは世界No.3以内という明確な基準を設けて競争優位事業の育成を図っている。

3.4 業績評価システム

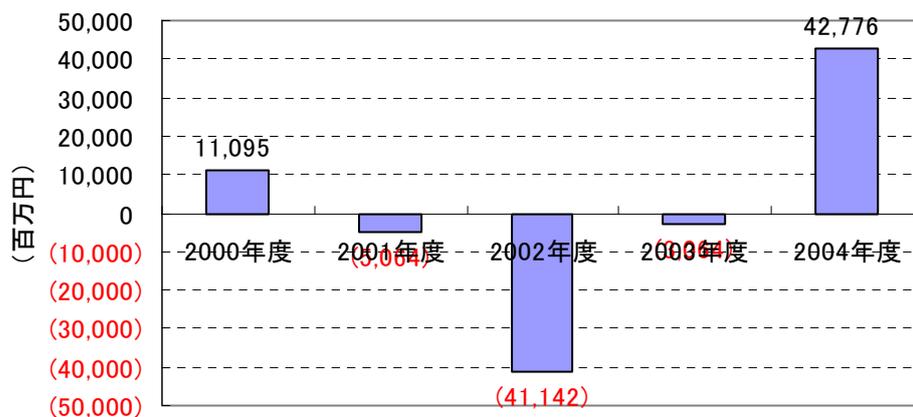
旭化成は、2000年に業績評価指標として各事業部門にEVAを導入した。そして、2003年10月の分社・持株会社制導入以降は、持株会社がEVAを指標に使う各事業会社のキャッシュフローを管理し、キャッシュフローをベースとした事業評価と選択と集中の加速を行っている。EVAが2年連続してマイナスになり、3年目以降もプラスになる目処が立たない事業は、原則として「再建事業」に指定され、持株会社が撤退に向けた協議を開始する事になっている。

3.5 報酬システム

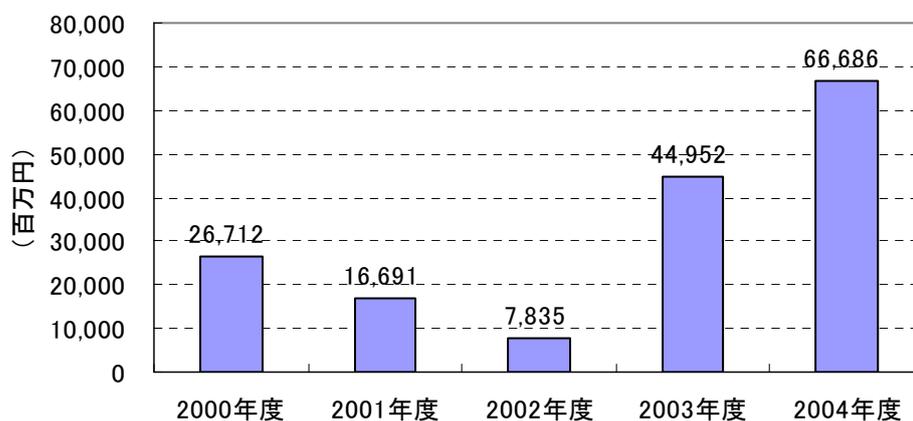
旭化成は、管理職の報酬システムとして、所属事業会社の業績に基づく成果配分を厚くした業績反映賞与制度を導入している。

以上、企業価値創造の観点から旭化成の経営プロセスを見てきたが、それらの一連のプロセスが、企業価値創造にどの様に影響しているかについて分析してみる。尚、旭化成は業績評価指標としてEVAを導入している事、更に、キャッシュフローをベースにした事業評価を行っている事より、それらの指標（EVA、フリーキャッシュフロー）の推移を以下に示す。

EVA



フリーCF(百万円)



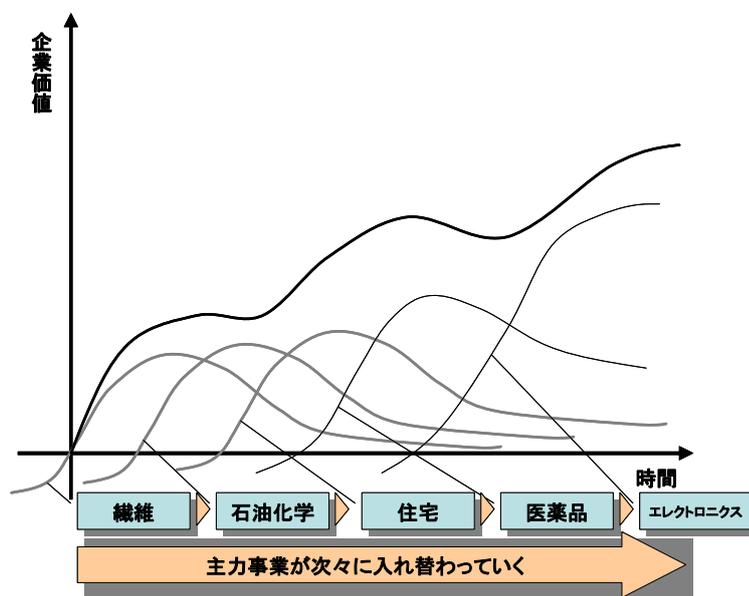
EVAもフリーキャッシュフローも共に同じ傾向を示している。2002年度までの中期経営計画「ISHIN2000」の期間で、事業の選択と集中を断行する事により過去の負の遺産を処理し、その後、見事なV字回復を達成している。旭化成は、一連の経営プロセスを通じ、「EVA」を定量的な指標として使用し、更に、各事業について「国内トップあるいは世界No.3以内」といった定性的な指標をEVAと併用する事により、低収益・低成長事業からの撤退基準を社員に対して明確化し、事業の選択と集中を行ない、企業価値を高めてきた事が判る。

4 企業成長戦略

4.1 事業展開シナリオ

【1990年から現在】

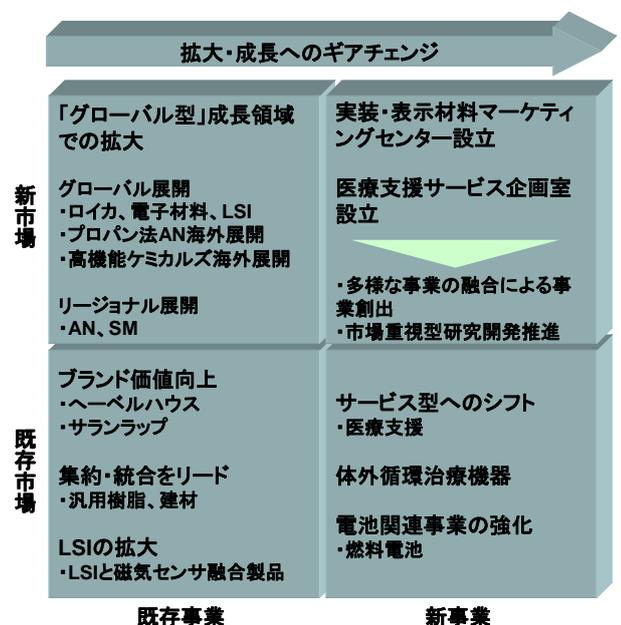
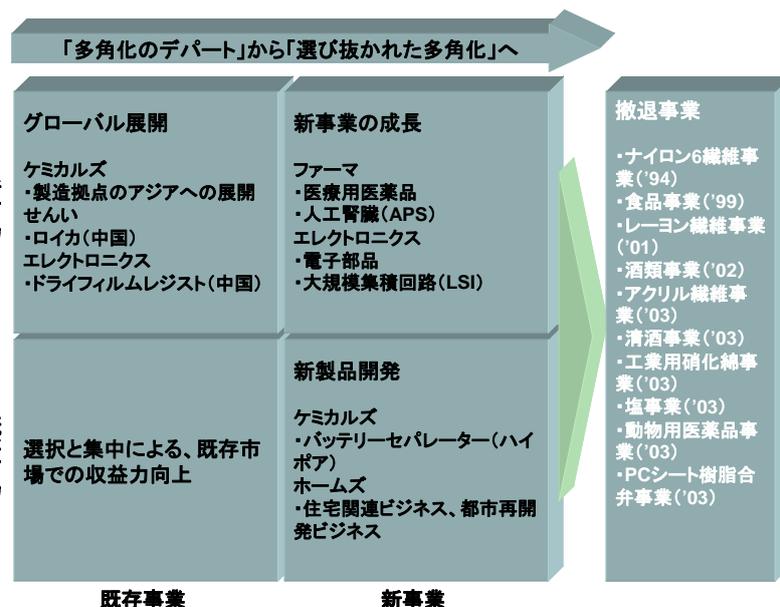
右に旭化成の主力事業展開が入れ替わっ



てきた様子を示している。主力事業は繊維→石油化学→住宅→医薬品→エレクトロニクスと移り変わっているが、1990年代に旭化成の成長を牽引してきたのは、住宅・医薬品・エレクトロニクスといった多角化事業の成功であった。実際に、1994年度には経常利益の7割を住宅・建材部門が稼ぐ構造となっており、医薬品事業も1991年に東洋醸造と合併した事により拡大し1994年度には多角化事業部門の売上の1/3を占めるようになっていた。しかし、その一方で、主力事業である、化学品・樹脂事業は構造的な収益力の低下という問題を抱えており、市場のボーダレス化に伴い収益力は急速に低下していった。更に、化学品・樹脂事業と並び旭化成の本流の事業であった繊維事業も、競合メーカーのアジアでの製造設備の増強により競争力を失い、1993年度から赤字に陥っていた。その様な状況の中、旭化成の連結売上高は、1992年度の1兆3千億円をピークに伸び悩み、その後、1990年代を通して低成長期を迎える事となる。

1990年代を通して、日本経済がバブル崩壊後のバランスシート不況によって長期低迷を続ける一方で、グローバルマーケットでは、旧ソ連や中国が市場主義経済を本格的に導入し始めた事により巨大な新市場が形成されつつあった。この新市場での競争に打ち勝つ為に、欧米の大手化学メーカーは大胆な事業の選択と集中を行ない、成長分野に巨額な投資を集中させる事により、一気に市場を獲得し競争優位性を高めていったのである。

その様な状況で、旭化成は1999年に中期経営計画「ISHIN2000」（1999年度～2002年度）を発表した。この当時、旭化成は、繊維、ケミカル、住宅、食品、酒類、医療、エレクトロニクスといった多岐に渡った事業展開を行なっており、これらの事業を整理し、選択と集中を行なう事により、グローバルマーケットで勝つ為の基礎をしっかりと築く必要があったのである。そこで、「ISHIN2000」では、競争優位事業を、自社独自の技術基盤を持ち市場の成長性が高い事業であり、且つ、世界3位以内あるいは国内トップの地位にあるか、もしくはその水準を満たせる事業と定義し、その競争優位事業には積極的に投資を行う一方で、それ以外の事業に関しては、縮小、売却、撤退を断行した。更に、「ISHIN2000」の最終年度である2002年度には、過去給付債務の一括償却や事業構造改革費の一括計上を行なう事により、上場以来初の赤字を計上するに至ったが、EVA指標の導入等も含め、次期中期経営計画「ISHIN-05」に繋ぐ為の基礎を築いたという意味で評価できる。



「ISHIN-05」（2003年度～2005年度）は、「ISHIN2000」で実施してきた選択と集中を加速させる事により「選び抜かれた多角化」を実現し、個別事業の強化及びグループ全体のポートフォリオ変革による高収益事業群を目指すものである。旭化成は、「ISHIN2000」で選択した競争優位事業を更に強化する為には、大胆な権限委譲により各事業単位でスピーディーな意思決定を行なう必要があると判断し、2003年度に分社・持株会社制を導入、更に、エレクトロニクス、医療、高機能・高付加価値分野に対して1,000億円規模の戦略投資枠を設けている。2003年度以降、旭化成の企業価値は増加に転じており、これら一連の施策は、企業価値創造の観点から非常に評価できると判断される。

【現在から将来に向けて】

旭化成は2010年までに、売上に占める高収益事業の割合を、現状の3割から1.5倍にする事を目標としている。2010年までの次期中期経営計画は今年度に発表されると思うが、現在入手可能な情報をベースに、旭化成の今後の事業展開シナリオを考えてみると右図のようになる。旭化成が持続的に企業価値を創造していく為には、幾つかのオプションがあるが、その一つとして新市場での事業展開が考えられる。つまり、技術的に競争優位性のある事業をグローバルに展開する事によりターゲットとする市場自体を拡大させるもので、技術的・コスト的に優位性がある場合には非常に効果的な戦略といえる。但し、グローバル展開を行なう場合には、十分な人的リソースを海外に配置する必要があり、海外事業をマネージできる人材の計画的な育成・獲得が必要になってくる。次に、既存市場において新事業を展開するオプションを考えてみる。この場合には、自社にある程度市場に対する認識があるので、比較的风险は少ないと考えられる。しかし、このオプションに含まれる案件は、技術的に解決が困難な案件だったり、すぐに新規参入者が現れたりする可能性が比較的高いので、投資判断の判断を行う為には、しっかりとした新技術の見極めと、明確なハードルレート等の投資判断基準や撤退基準が必要である。最後に、新市場において新事業を行なうオプションであるが、このオプションが一番リスクの高い多角化である。旭化成は、一つの試みとして、新たに、研究開発機能、製造機能、マーケティング機能等の複合的な機能を一元化した組織（実装・表示材料マーケティングセンターや医療支援サービス企画室）を設立する事により、新規事業の創造を目指しているが、このオプションにはある程度の時間と継続的な投資が必要となってくる為、企業価値を毀損しないよう、そのリソース配分には十分に配慮する必要がある。

4.2 資源循環

【1990年から現在】

まず、資源循環プロセスをキャッシュフローの観点から考えてみると、旭化成は1990年代前半に、主に住宅事業や医薬品事業が稼いだキャッシュフローを、多角化事業や当時の中核事業で社内でも発言権が強かった繊維事業や化学品事業に投資してきた。これは、当時社内では利益の絶対額が唯一の評価基準であり、投資の効率性といった評価基準がなかった為に、100億円を投じて10億円の利益を上げるよりも、500億円で12億円の利益を上げた部門が評価されるという事が起きていた為である。その後、1990年代後半になって、旭化成は、ROA、EVA等の経営指標を導入する事により、新規事業投資の効率化を目指し、

中期経営計画「ISHIN2000」、「ISHIN-05」において選択となった事業を売却してキャッシュを獲得、そのキャッシュを新製品開発、エレクトロニクス、ファーマといった新事業へ再投資するキャッシュフローの循環プロセスを実行してきた。実際に、1990年代前半と2005年度の総資産を比較しても殆ど変化がないにもかかわらず、営業利益が格段に増加している事からも、キャッシュフローの循環が効果的に行なわれていると考えられる。尚、株主へのキャッシュの還元という観点では、2005年3月期に一株当たり配当金を6円から8円増額しているが、旭化成は、これまで株主還元重点を置くというよりはむしろ、積極的な事業投資を行う事で一株当たり純利益を向上させる事を目標としてきた為に、株主へのキャッシュの還元は同業他社並みである。

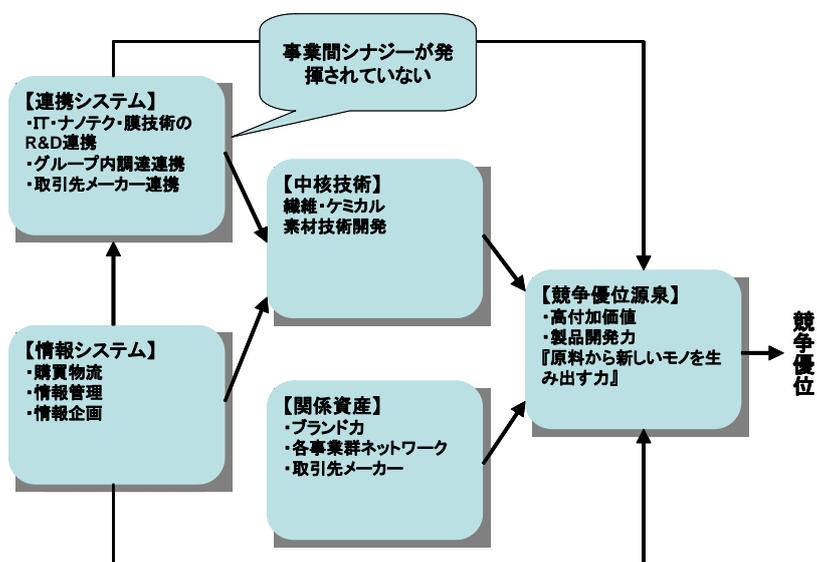
【現在から将来に向けて】

一連の事業戦略の実行によって、旭化成の各事業会社が稼ぐキャッシュフローは増加している。旭化成は、引続き、これらの事業から生み出されるキャッシュフローを、競合優位性が強化できる事業分野に投資する事により、フリーキャッシュフローの最大化を実現し企業価値の継続的な創造を目指していくべきである。その過程で、絶えず、資本コストを意識し、資本コストを下回る事業への投資を回避し、総花的な多角化は避けるべきである。様々な投資機会を十分に検討した上で、仮に資本コストを上回る投資案件が無い場合には、増配や自社株買いにより株主へのキャッシュの還元を行なうべきである。次に、キャッシュ以外の資源の循環だが、旭化成が持つ資源の一つに、様々な多角化事業を通じて開発された技術や新規事業を立ち上げてきた事業経験がある。それらの資源は旭化成の社員の中に蓄積されてきた貴重な無形の資源であり、今後、新規事業を成功させる上で非常に重要な資源である。旭化成は、各事業会社での意思決定スピードを上げる為に分社・持株会社制を導入したが、その一つの弊害として横の連携が困難になるという問題があげられる。持株会社と各事業会社の間で技術と人の交流を盛んに実施しているとの事だが、今後は、トップマネジメントがリーダーシップを発揮して、より一層意識的に「社員の知」の循環プロセスを構築していく必要がある。

4.3 戦略資産蓄積

【1990年から現在】

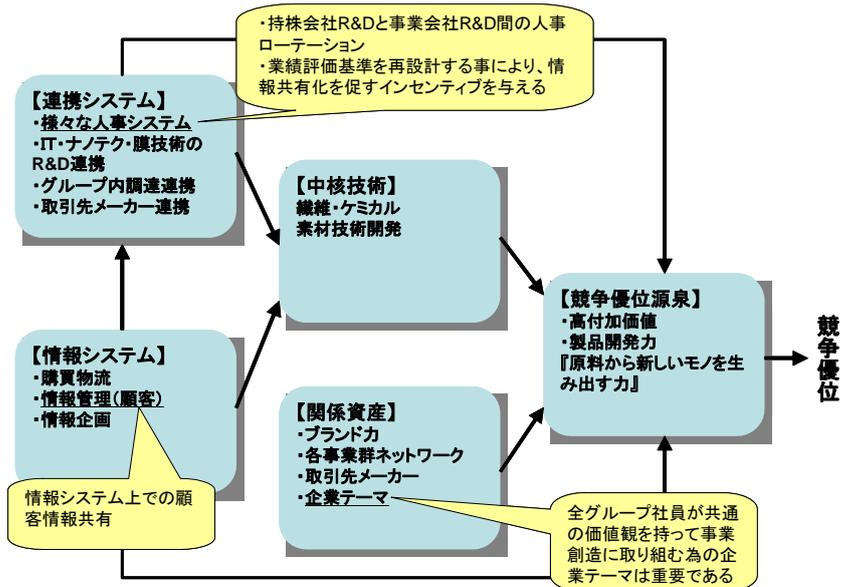
現在の旭化成の戦略資産を右に示す。旭化成は、これまで、繊維・ケミカルの素材開発能力をベースにした中核技術によって、新製品を開発し、その新製品をベースにして新規事業を立ち上げてきた。当然、その新製品開発の過程では顧客である取引先メーカーとの間での情報のネットワークは重要であり、そのネットワークを通じて獲得された市場の情報が、上手く



中核技術と結びつくことにより、旭化成の競争優位の源泉である『素材から新しいモノを生み出す力』が発揮され、競争優位性のある新製品の開発に繋がっている。今回の分社・持株会社制の導入に伴い、今後ますます各事業会社間の連携は希薄化していく可能性がある。更に、新しい研究開発体制は持株会社コーポレートR&Dの役割を、市場の情報を持っている各事業会社R&Dと明確に分離しているが、それにより、本来は新規事業創出が目的である持株会社コーポレートR&Dが市場情報から分離され、「象牙の塔」化してしまう危険性があるという事にも注意が必要である。

【現在から将来に向けて】

右に将来に向けての戦略資産を示す。これは、上記した現在の戦略資産に一部加筆したものとなっている。既に何度か指摘してきたが、多角化事業を運営していく上で、分社・持株会社制度は、その意思決定のスピード、事業戦略の明確化、自立経営者意識の熟成等の点で有効であると考えられる。しかしその一方で、どうしても各事業会社間の協業の機会が減少する事となり、特に、各事業会社が所有する固有の技術をベ



ースに新規事業を創出してきた旭化成のような会社にとっては、十分に注意すべき点であると考えられる。そこで、戦略資産の中の、連携システムに、各事業会社と持株会社が情報を共有化するための人事システムを加えた。更に、情報システムにも、システムの何らかの対策を打つべきと考え、顧客情報管理を加えた。そして、関係資産として重要なのは、全グループ従業員が共通の価値観を共有し、企業価値創造を意識しながら日々業務に取り組む為の価値観のベースになる企業テーマの明確化である。

4.4 企業価値の持続的創造

【1990年から現在】

1990年代の旭化成の多角化戦略を企業価値の持続的創造という視点から分析すると、残念ながらあまり評価できるものではない。確かに、1990年代前半はバブル景気の恩恵もあり、住宅事業がかなりの収益を稼いでいたので、その意味では多角化の恩恵を十分に享受していたと言える。しかし、その一方で、この多角化事業の好業績が、当時主力であった石油化学品事業や繊維事業が抱える構造的な問題点の解決の先延ばしを可能にしてしまったとも考えられる。そして、1993年よりバブルの崩壊による日本景気の長期低迷が始まり、旭化成の業績も頭打ちとなり、低成長期を迎えるのである。しかし、1999年の中期経営計画「ISHIN2000」をスタートさせた頃から、旭化成の変革がスタートする。その後、選択と集中による事業の絞込み、社内カンパニー制度の導入、ROA、EVAといった資本コストを

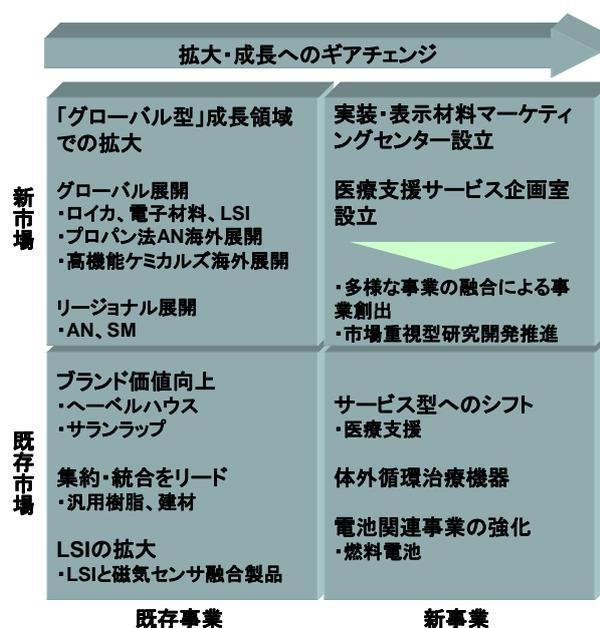
意識した経営指標の導入等の施策を断行し、最終的には、「ISHIN2000」最終年度である2002年度期末に、従業員過去勤務債務の一括償却と事業構造改革費の一括計上を行なう事により、過去の負の遺産を処理し攻めの体制を整えたのである。そして、「ISHIN2000」を一步前進させる目的で策定された次期中期経営計画「ISHIN-05」の初年度である2003年度に、分社・持株会社制度を導入しマネジメントスタイルを進化させると同時に、事業の絞込みに主眼を置いていた戦略を集中事業への戦略投資の拡大への転換させる事により、フリーキャッシュフローを増加させ、企業価値を創出したのである。結論として、旭化成の1990年代前半の総花的多角化戦略は評価できるものではなかったが、1990年代後半の戦略の転換とそれに続く改革の断行は企業価値創造の観点から評価できるものである。

【現在から将来に向けて】

企業価値の持続的創造を実現する為には最初に企業の将来像を明確にし、現状とのギャップを把握する必要がある。その意味では、旭化成の次期中期経営計画の内容が注目されるが、同社HP上の記載事項によると、旭化成は、成長期待事業への戦略的な拡大投資（M&A含む）とグローバル展開の加速によって、2010年には高収益事業の売上高を現状の1.5倍にし、全社の営業利益率10%を目指すとしている。そして、この目標を達成する為、2005年度中に通常投資枠2,600億円に加え1,000億円の戦略投資を、エレクトロニクス、医療、高機能・高付加価値分野に対して予定している。しかし、旭化成が自社の将来像を設定する上で大切な事は、自社の戦略資産を十分に認識した上で、成長のシナリオを策定する事である。そして、業績評価指標であるEVAによる管理を継続し、事業撤退基準に抵触した事業に対する適切な処置を行う事で資産の劣化を防ぎ、フリーキャッシュフローの最大化を目指すべきである。

4.5 事業開発および新規事業戦略

旭化成の事業開発及び新規事業戦略の特徴は、「自社製品のグローバル展開」と「自社の中核技術をベースにした新事業創造」である。右図では旭化成の今後の事業展開シナリオを示すが、この図からも明らかのように、旭化成は現在、ケミカルズの製品を中心とした関連素材の海外展開を目指すと同時に、既存市場においても、中核技術から派生した様々な製品を開発する事により、新規事業の創造を狙っている。そして、今後成長が予想されるエレクトロニクスや医療関連事業分野において、研究、製造、マーケティング等の出身者からなる研究組織を立ち上げ、様々な技術、ノウハウの融合により効果的な新事業の創出を目指している。



次に、事業開発及び新規事業戦略を資源循環の観点から考えてみる。事業開発を行なうためには継続的な投資が必要であり、当然、事業開発を行なう上でのキャッシュの確保は大切である。旭化成は、オペレーションの効率化や、事業の選択によって生み出されたキャッシュから1,000億円の戦略投資枠を確保し新規事業の創造を目指している点で、旭化成の新規事業戦略は評価できる。しかし、分社・持株会社制の導入による人的資源の固定化が知識やノウハウの共有化を阻害する恐れがあるので、計画的な人事ローテーション等により人的資源の循環を行なう必要がある点を指摘しておく。

旭化成は、2003年の分社・持株会社制への移行に伴い、グループ内の研究開発体制を再構築し、持株会社コーポレートR&Dと各事業会社研究組織のミッションを以下の通り定義している。

- ・持株会社コーポレートR&D：2010年に向けて、企業理念である「いのち」と「くらし」に貢献するため競争力のある化学のコア技術をベースに高機能製品を充実し旭化成グループの企業価値を高めるべく、新規事業を創出していきます。
- ・各事業会社研究組織：一方、各事業会社の研究組織では、より市場に近い研究テーマを設定し、新技術をスピーディーに製品化して市場の開拓を狙い、継続的な事業の拡大を目指します。

各事業会社のR&Dは、各事業会社の技術的競争優位を構築し、比較的短期での製品開発を目標としているのに対し、持株会社コーポレートR&Dは、先端技術・融合研究所を中核として、広範な化学技術をベースに、ナノテクノロジー、バイオテクノロジー、エレクトロニクス技術などの先端技術を駆使して新規融合技術開発を行なう事による新規事業創出を目標としている。旭化成にとって、中核技術をより一層強化する事は、戦略資産の蓄積という意味で非常に重要であり、研究開発体制の変革を通じた新規事業創出に向けた動きは注目に値する。

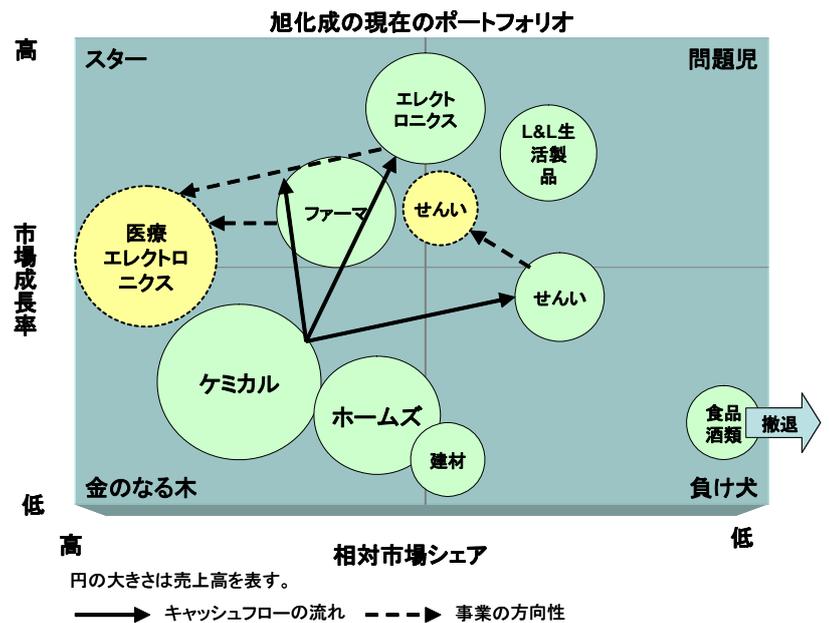
最後に、企業価値の持続的創造の観点から旭化成の新規事業戦略を評価する。これまで何度も述べてきたが、旭化成はEVAを経営指標として導入しており、新規事業に関しても絶えず企業価値を意識した運営が求められている。当然、新規事業の立ち上げ直後はEVAがマイナスというケースが殆どだと推測されるが、EVAのような資本コストを意識した指標で継続的に事業を測定する事で、追加投資or撤退・資金回収の判断基準が明確になり、より迅速な経営判断が行なえるのである。以上より、旭化成の事業開発および新規事業戦略は、技術やノウハウの共有化に不安を残すも、企業価値創造の点からは評価できるものである。

5 事業ポートフォリオ戦略およびマネジメント

旭化成の現在の事業ポートフォリオを以下に示した。2004年度実績では、ケミカルズが最大で売上高は約5,700億円、旭化成全社の売上の約40%を稼いでいる。次に大きいのがホームズで売上高は約3,800億円、旭化成全社の売上の約30%を稼いでいる。つまり、ケミ

カルズとホームズで旭化成の売上全体の約70%を稼ぐ構造となっており、キャッシュフローの源泉「金のなる木」となっている。ファーマの売上高は約1,000億円、エレクトロニクスの売上は約940億円でそれぞれ全社売上約7%を占めている。医療用医薬品における薬価改定の影響や、医療事業（人口腎臓関連）の競争激化の影響を受け、売上高、営業利益共に減少傾向にある。エレクトロニクスは、毎年2桁以上の成長率を保ちながら、収益性も高く（営業利益率は約20%）、「スター」に育ってきている。ライフ&リビングは売上高が約640億円。「サランラップ」や「ジップロック」等の食品包材がメインの商品となっており、ニッチな市場でトップシェアを獲得している事、景気変動の波をあまり受けない事により営業利益率はコンスタントに10%近くを達成している。せんいは、旭化成全社売上の7%を占めている。この事業は旭化成創業時からの中核事業であったが、競争優位性を失い長期間低迷を続けてきた為に「負け犬」にプロットされていた。しかし、汎用事業から撤退と高付加価値事業への転換を推し進め、2004年度には営業利益率5%を達成し、主力製品である「ロイカ」の展開次第では、「負け犬」からの脱却が可能になるまで業績が回復している。その一方で、建材は2004年度に営業利益段階で黒字化を達成したものの、売上高は減少し続けており、更に、営業利益率も約3.6%と低く「負け犬」からの

脱却には時間が掛かりそうである。尚、食品・酒類事業は、2003年度までに売却されている。つまり、近年、旭化成はポートフォリオ上の「負け犬」領域にプロットされた事業を売却もしくは再構築する事で企業価値の向上を目指してきたのである。



脱却には時間が掛かりそうである。尚、食品・酒類事業は、2003年度までに売却されている。つまり、近年、旭化成はポートフォリオ上の「負け犬」領域にプロットされた事業を売却もしくは再構築する事で企業価値の向上を目指してきたのである。

旭化成の転換点は2003年の分社・持株会社制の導入であったと考えている。旭化成はこれまで多角化戦略により企業を成長させてきたが、多角化は成長事業を創出する一方で、どうしても不採算事業を生み出してしまふ。事業が軌道に乗らない段階で、一旦始めた事業から撤退する判断は非常に難しく、撤退のタイミングを逃すことにより更なる損失の拡大に陥る危険性が高い。更に、例え自社内に不採算事業を抱えていたとしても、他事業から生み出される利益で相殺されてしまい、問題の所在がはっきりしない事により対応が遅れるというリスクもある。これらの多角化の問題点を解決する為の一つの手段が、分社・持株会社制導入による事業責任の明確化と、事業のポートフォリオ・マネジメントである。分社・持株会社制を導入する事により、各事業会社にある程度の権限と責任を与え、各事業会社がそれぞれの業界において、最適な事業戦略の実現に注力する事が可能となる。一方、持株会社は、グループ全体の戦略策定や事業ポートフォリオ・マネジメントによる効果的なリソース配分を行う事により、企業グループ全体の企業価値を継続的に伸ばしてい

く役割を担うこととなる。適切なポートフォリオ・マネジメントを行う為には、各事業を「共通なものさし」で測定し事業の選択と集中を継続的に行なっていく必要があるが、「共通なものさし」としてはEVA等の資本コストを意識した経営指標の導入が効果的である。旭化成は、分社・持株会社制の導入に先立って、各事業にEVAを導入しており、事業ポートフォリオ・マネジメントを行なう為のベースは確立されている。

次に、旭化成が今後目指そうとしているポートフォリオを作成してみた。一連の中期経営計画「ISHIN2000」、「ISHIN-05」により、旭化成の多角化事業はある程度整理されたものと考えられる。「ISHIN-05」最終年度である今年度は、「ISHIN-05」で財務目標として掲げた、連結売上高1兆3,000億円、連結営業利益1,100億円、ROE 10%以上、D/Eレシオ 0.7以下は達成可能な状況となっている。つまり、これまでの一連の経営目標は事業の選択を断行した事による、財務内容と収益力の向上であったといえる。旭化成は現在次期中期経営計画（2006年度～2010年度）を策定中だが、次期中期経営計画においては、経営の軸足を選択から集中へ移し、拡大・成長戦略を採る事により、2010年までに高収益事業比率を現在の30%から45%へ引上げる事を目標としている。重点事業領域として、「エレクトロニクス」、「医療」、「環境・エネルギー」、「ケミカル」を挙げており、それ以外の事業領域、特に「負け犬」領域にプロットされる事業会社に関しては、更なる効率化や事業売却といった何らかの戦略的な判断を行なう必要がある。2010年頃には、持株会社傘下での各事業会社の運営は旭化成のグループ内にも浸透していると考えられる。しかし、その一方で、各事業会社の独自性が高まる事により、事業会社間のシナジー効果が生まれにくくなる可能性も出てくるはずである。これらの分社化の弊害を克服し、旭化成グループとしての企業価値を創造していく為には、グループ全員で共有できる「企業理念」、「明確なテーマ設定」等が必要になってくる。つまり、持株会社には、継続的な事業ポートフォリオの組み替えによる企業価値創造と、同時に発生するだろう遠心力に対しグループ総合力を最大化させるための施策の実行（例えば、社員が共感できる「明確で深遠なテーマ設定」など）という、難しい課題が同時に課せられる事となる。

6 今後の経営課題

旭化成の今後の経営課題を指摘する前に、前提条件として、持株会社傘下の各事業会社が2010年に向かってどのような外部環境の変化に遭遇するかを予測してみる。次に、その様な外部環境の変化を前提として各事業会社の経営上の課題を指摘する。最後に、事業ポートフォリオ最適化の観点から、同社の2010年における最適事業ポートフォリオを考察すると同時に、今後予想される経営上の課題を指摘する。

6.1 外部環境変化

(1) ケミカルズ

今後5年間で、化学品原料であるナフサ等の価格変動は投機的マネーによるレバレッジ効果、中国による大量消費の影響等によりますます激しくなると考えられる。更に、中国市場では欧米総合化学メーカーや、一部中国、韓国メーカーとの間で競合が激化する。新た

な有望な市場として、インドをはじめとして中国以外の BRICS 諸国が台頭し始め（中国は既に輸出基地から巨大市場になっている）、中国、東南アジアから BRICS 諸国（除く中国）への石油化学製品の輸出が増加する。国内市場は頭打ちとなり、汎用樹脂メーカーが合従連衡を繰り返し、生き残りを図っている。

(2) ホームズ

住宅市場は引続き縮小傾向にあり、縮小する国内市場で競合が激化する事により、生き残りを掛けた業界内での合従連衡が加速する。

(3) ファーマ

欧米の巨大メガファーマによる新薬候補化合物やベンチャーの買収合戦は続いている。海外市場では、米国市場が引続き拡大し続け、米国市場で勝ち残る企業が更に巨大化し、莫大な経営リソースを活用し世界戦略を推し進める。一方、国内市場では、政府による薬価引下げは続いている。欧米の巨大メガファーマによる日本企業の買収が頻繁に行なわれ、国内市場における外資メガファーマのプレゼンスが拡大する。更に、ジェネリック医薬品のシェアが拡大し、新薬開発能力が低い製薬企業は急激に衰退していく。

(4) せんい

中国企業や他アジア企業との競合は激化する。海外市場では、中国をはじめとした BRICS 諸国の台頭が著しい。国内市場は相変わらず低迷しており、業界全体として厳しい状況が継続している。

(5) エレクトロニクス

ここでも BRICS 諸国の台頭が顕著になる。中国やインドの市場が成長し続け、それらの地域においてデジタル家電の需要が増大する。国内市場では、液晶・プラズマテレビや DVD を中心としたデジタル家電の買い替え需要は一巡し、成長率が若干低下する。

(6) ライフ&リビング

国内市場は頭打ちで、低成長が続いている。

6.2 各事業会社の経営課題

(1) ケミカルズ

アクリロニトリル、スチレンモノマー、MMA、エラストマーといった汎用型事業に関しては、グローバル化による市場の拡大と、コスト競争力の強化が課題である。つまり、BRICS 市場で如何にして競争優位性を構築し市場シェアを拡大できるかが KSF（Key Success Factor）となる。高付加価値事業に関しては、燃料電池に代表される新製品開発が重要である。その一方で、例えば、低収益の樹脂コンパウンド事業等、更なる選択と集中が必要になってくる事業分野も存在しており、継続的な事業内容の見直しは必要である。

(2) ホームズ

住宅市場が縮小していく中で、どのように事業を拡大させていくのかという極めて難しい課題を抱えている。ホームズは 2004 年度に 300 億円近い営業利益を上げており、旭化成の中核事業として十分な貢献をしているが、成長性という観点から考えると、事業を積極的に拡大していくというよりはむしろ、「金のなる木」として安定的なキャッシュフローの確保を最優先すべき事業分野である。

(3) ファーマ

ファーマは医薬事業と医療事業（人工腎臓等）に分けられる。医薬事業での売上高はおよそ 700 億円であり、国内製薬企業との比較では 20 位ぐらいにランキングされる。一般的に新薬の開発には、10 年の期間と数百億円単位の投資が必要とされており、成功確立も 1/10,000 といわれている。旭化成は創薬分野を絞り込んで研究開発を行なっているが、700 億円規模の売上規模では、確保できる研究開発費も限られており、医薬事業単独での生き残りは難しいと判断される。その一方で、医療事業は世界的にも競争優位性のある事業であり、更なる技術開発や迅速なグローバル化が求められる。

(4) せんい

せんいの課題は、「ロイカ」等競争優位性のある製品の国内外市場での拡大を如何にして加速させるかという事と、これまで培ってきた繊維関連技術を応用させた高機能繊維素材の開発である。

(5) エレクトロニクス

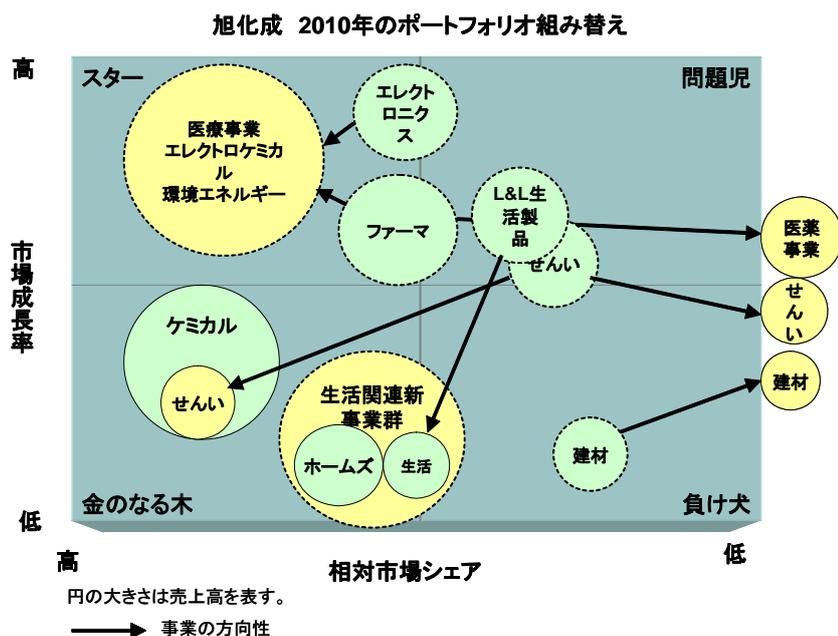
旭化成は、これまで自社独自の技術的な基盤を活用したニッチ市場での安定的ポジションの確保を目指してきたが、エレクトロニクス関連市場の成長率は高く、自社内に技術的な蓄積もある事から、ある程度戦略的な投資を増やし、今後の同社のコア事業に成長する為の戦略の立案が課題といえる。

(6) ライフ&リビング

旭化成は、フットケア関連商品を市場に投入する事により、ヘルス&ビューティーケア分野に進出した。これは、「サララップ」に代表されるキッチン関連商品の提供で構築したブランドを活用し事業を多角化させた事になる。旭化成は今後基礎化粧品分野への進出も検討中との事であるが、ヘルスケア市場では、花王や P&G といった超優良企業が凌ぎを削っており、その中でどのように競争優位性を確保していく事ができるのか非常に疑問である。

6.3 事業ポートフォリオの課題

右に、旭化成の 2010 年のポートフォリオを示す。単独での生き残りの厳しい医薬事業は他製薬企業との合弁や事業売却を検討する必要がある。更に、「負け犬」にプロットされている建材に関しては撤退を行なう事によりキャッシュの回収を図るべきである。ホームズに関しては、追加の資金投資は極力避け、事業の効率性を目指し、キャッシュフローの継続的な確保を戦略の中心とする。それ以外にも、ケミカル、せんい等で更なる選択と集中を進め、「EVA 指標」と「国内トップか世界で 3 位以内の



事業」という同社の経営方針を更に徹底させる事により最適事業ポートフォリオ構築を目指すべきと考える。その上で、エレクトロニクス事業、医療事業、環境・エネルギー事業といった、今後成長が期待でき、且つ、自社の戦略資産が活かせる事業分野に戦略的投資を継続的に行なう事により、「スター」となる事業の創出を目指す必要がある。最後に、これらの施策を実行する為のマネジメント上の課題だが、やはり、「ヒト・もの・金」といった経営リソースをコントロールする事でグループ全体の企業価値創造を目指すべき持株会社と、各業界における競争優位を確保する事によりそれぞれの事業価値を高める事をミッションとされた各事業会社との間で、どのようにしてコンセンサスを取りつつ、最適な事業ポートフォリオを継続的に構築出来るかという事が大きな課題である。更に、これまで何度も指摘しているように、グループ全員で共有できる「企業理念」、「明確なテーマ設定」を明確にし、大きなグループの方向性を全社員に共有させる取り組みも必要である。これらの課題を解決するのは非常に難しいが、多角化企業を経営していく為には必要なプロセスであり、これらの課題を解決できる能力を持った人材の育成も必要である。その意味では、事業会社である程度の実績をあげた社員を早期に選抜し、他事業会社でのマネジメントを経験させ、グループ全体の経営を行なうだけの能力を持った人材を計画的に育成していくプロセスの構築も必要になってこよう。