

資本コストの意識を高め、 企業価値と株主価値の 最大化を目指す

長峰 明彦
執行役
経理財務統括部長



「稼ぐ力」を全社的にしっかりと高めていく

中期経営計画「E-Plan2019」では、最重要経営指標としてROICを採用しています。E-Plan2019では、最終年度にあたる2019年12月期までに8.0%以上という目標を掲げています。達成には、各事業の収益性改善が重要なテーマとなるため、事業別の売上高営業利益率についても目標値を策定しています。

まず、全社の営業利益率推移を見ると、2011年3月期以降、5~7%台後半で推移しており、金額に直すと230~380億円規模となります。事業別に見ると、2010年3月期以前は収益性が不安定だった環境プラント事業と精密・電子事業が、2011年3月期以降、安定的に利益を生み出すようにな

り、前中期経営計画「E-Plan2016」では、環境プラント事業で8%以上、精密・電子事業で12%以上まで営業利益率を大きく改善することができました。一方、屋台骨である風水力事業の営業利益率は、原油価格の低迷を受けた顧客の投資抑制の影響もあり8%をピークに徐々に悪化し、足許の2017年12月期は、9か月の変則決算の影響もあったとはいえ、1%に満たない水準となっています **グラフ1**。E-Plan2019で示す通り、この風水力事業の稼ぐ力の強化が依然喫緊の課題であることは言うまでもありません。

具体的には、カスタムポンプでいうと、利益率の高いサービス&サポートの拡大がポイントとなります。現在進めている拠点ネットワークの拡充に合わせ、各拠点の業績向上の施

策を着実に実行することで、稼ぐ力は高まっていくものと見えています。また、コンプレッサ・タービン事業は、製品事業とサービス&サポート事業という軸で国や地域ごとの各社に横串を刺し、世界を一つの市場と見て、稼ぐ力の底上げを図っています。

一方、環境プラント事業については、足許では国内に経営資源を集中させているため、リスクを最小限にとどめながら、安定的なキャッシュを当面生み出せると期待しています。旺盛な半導体需要が追い風となっている精密・電子事業については、設備増強及び自動化工場の新設に取り組んでいます。自動化工場は、加工と組立を自動化する24時間体制の工場です。2019年の稼働を予定していますが、稼働後は人的資源に依存せず需要変動への対応が可能となり、強い生産体制が実現できます。自動化工場によって事業基盤はより確かなものとなり、加えて、開発中の製品群から第三の柱となる事業が出てくれば、この事業はさらに強い事業体になると考えています。

資産効率の向上に向けて

過去10年間の荏原グループの事業ポートフォリオを見てみると、2008年3月期以降、燃料電池や風力発電、海外のごみ焼却プラントから撤退するとともに、水処理事業からは軸足を移してきました。

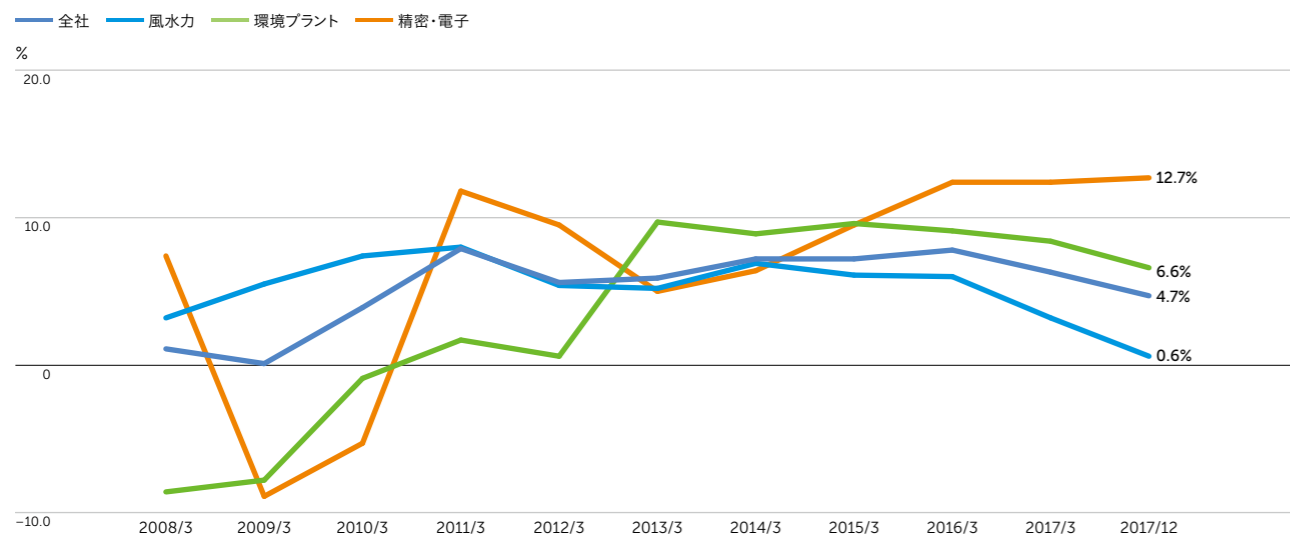
また、ポンプ事業における国内子会社の統合、工場やサービス、営業部門の再編など、国内を中心とする構造改革に着実に取り組んできました。その結果、事業ポートフォリオの再構築、及び事業の販売・サービス拠点の整備・再編はおおむね完了したこととなります。一方、成長に向けた設備投資やM&Aは遅れがちで思うような進展が見られず、梃子入れが必要です。

資金効率の面では、2016年までにキャッシュマネジメントシステム(CMS) *1を国内の主要子会社に順次導入し、100億円を超える資金圧縮を実現しました。また、海外子会社を対象とするCMS導入も進めています。CMS導入により、当社グループの現預金の85%の「見える化」が完了しています。

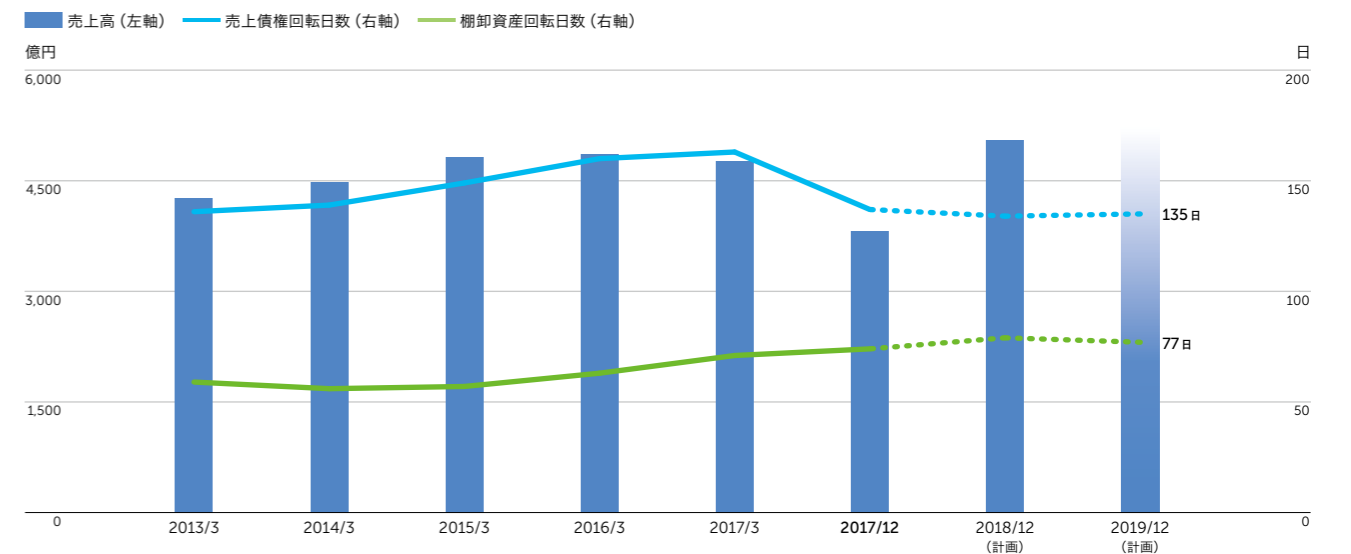
また、売上債権回転日数の短縮にも注力しています。一部の事業では回転日数が210日を超えており、まずは納期を確実に守り、その実績をベースに入金条件の改善に取り組んでいます。棚卸資産についても、生産管理システムの刷新や部品の共通化、サプライチェーンマネジメントの強化などを通じて、さらなる圧縮を目指しています **グラフ2**。

当社グループでは、必要とする手許現預金の規模を月商2か月分としています。売上高5,000億円とすると、約800億円を手許に置いておくこととなります。2017年12月末現在で1,391億円となっており、月商2か月分以上となっていますが、これは自動化工場建設などの投資案件へ投じる分が含まれ

グラフ1 売上高営業利益率(連結)



グラフ2 運転資本(連結)



ているためです。回転日数の改善などによる資産効率向上によって、数百億円のキャッシュを追加で創出できると見込んでおり、今後さらに投資を加速していく場面でも、財務上かなりの規模まで対応可能と考えています。

年々強化される荏原グループの財務基盤

2012年3月期にD/Eレシオが1.0倍を下回り、自己資本比率が30%を超えました。以来、D/Eレシオは右肩下がりになり、自己資本比率は右肩上がりに推移してきており、2017年12月期末のD/Eレシオは0.41倍、自己資本比率は45.3%となっています。また、2017年12月期末の現預金残高1,391億円に対し、有利子負債は1,145億円となり、ネットキャッシュとなりました。これらの結果、R&Iによる信用格付も2002年以来となる「A」（シングルA）となっています。有利子負債が2,000億円を超えていた時期は、格付も「BBB-」（トリプルBマイナス）まで低下しましたが、2010年以降、財務基盤を着実に改善できた証だと考えています。

改善の理由は、やはり先述の事業の選択と集中です。収益性の高い事業に経営資源を集中させ、投資効率性の低い投資は行わず、不採算事業の圧縮に徹底的に努めた結果だと認識しています。今後の財務戦略においても、自己資本比率45%、D/Eレシオ0.4～0.6倍を維持していく方針ですが、総資産6,000億円に占める固定資産（投資その他の資

産を除く）はおよそ1,200億円と、製造業としてはその割合はさほど大きくはなく、不要な資産圧縮に努めるものの、将来的な成長をにらみ、全体的には圧縮よりも増強を検討していきます。M&A資金の調達については、いざという時に備え調達余力を十分に備えるべく留意するとともに、投資案件の規模やリスクの大きさに加え、投資時点での財務状況を勘案して、多様なスキームを検討したいと考えています **グラフ3**。

成長投資を軸とする

キャッシュ・フロー・アロケーション

生み出した営業キャッシュ・フローは、成長投資へ優先的に振り向けつつ、株主還元及び負債返済に充当します。フリー・キャッシュ・フローは、成長投資を優先していくため、一時的にマイナスとなる場面も出てくると考えています。経常的な設備投資は原則減価償却費の範囲内にとどめますが、成長投資は慎重に検討しつつも、大胆に取り組んでいきます。万一、想定よりも営業キャッシュ・フローが減少しても、成長投資を躊躇する、株主還元を急に絞るといった考えは今のところありません。逆に、急激にキャッシュ・フローが増加した場合でも第一には成長投資を検討し、効果的な投資先がなければ株主還元、有利子負債返済の順でキャッシュを振り分けます。

投資判断においては、従来、投資回収年数で判断してきましたが、今はIRR*2を算出し、WACC*3と比較するようにして

います。今後も資本コスト以上のリターン獲得を投資判断の前提としますが、事業特性や投資先の国・地域によって、リスクの大きさやボラティリティが異なるため、事業別及び国別に推計したWACCに基づき、事業別・国別のハードルレートの導入を進めています。

一方、株主還元については、当期純利益の3分の1は株主の皆様に還元するという考え方で、連結総還元性向30%以上を目標としています。ただ、足許の業績に加え財政状態、及び今後の業績見通しなども勘案し、できるだけ継続かつ安定的に実施していきたい考えです。過去を振り返ると、一時的に無配とさせていただいた時期もありましたが、業績回復による財務基盤の改善に伴い、2014年からは、連結配当性向25%程度を目標に、足許の業績に連動した株主還元を切り替えました。2017年からは、連結総還元性向30%以上を目標に、足許の業績に連動した株主還元を目指し、自己株式取得も視野に入れた仕組みとしています **グラフ4**。

安定配当から業績連動に推移してきたわけですが、今後も成長投資と株主還元のバランスを特に重視しながら、株主価値の最大化に全力を尽くします。

荏原グループの成長を支える財務の在り方

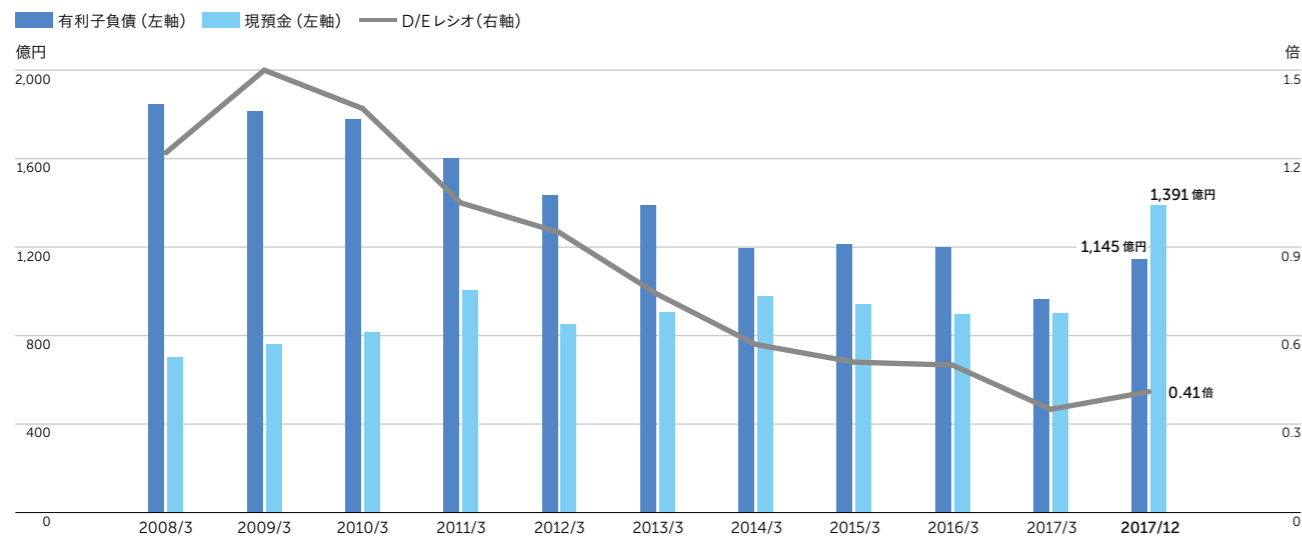
この先の当社グループにおいて、さらに企業価値を高めしていくには、資本コストの意識をしっかりと高める必要があります。

ます。その上で、私たち財務部門は、経理財務機能と事業管理の両面で力を磨いていかなければなりません。今後M&Aも増加していく中、デューデリジェンスやPMI*4など、専門的なスキルや知見がますます求められます。そうしたスキルや知見を身につけさせるために、経理財務に携わる人材には体系立てられた研修プログラムを用意するとともに、M&Aなどの実務に直接関与する機会を増やしたいと思います。

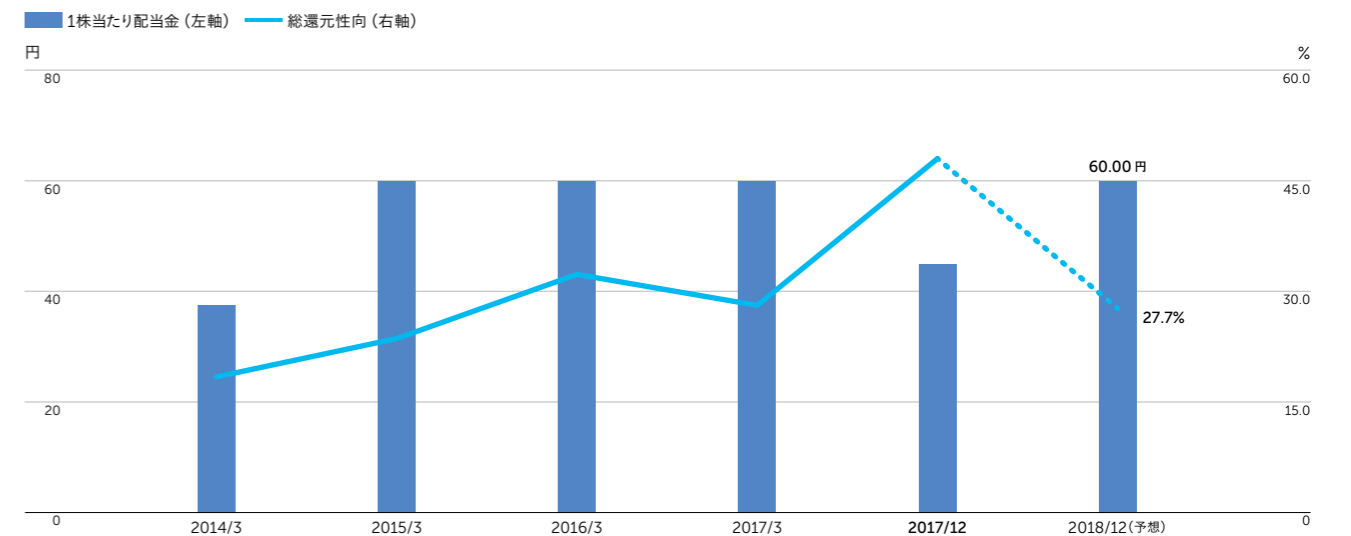
これまで経営管理は、「損益」が中心でしたが、これからは企業価値や資本コストの考え方をより一層取り込んでいきます。まずは「バランスシート」も現場でしっかり管理してもらうよう、2017年からは売上債権や棚卸資産の回転日数をKPIにしています。カンパニーと財務部門合同の「滞留債権削減委員会」を3か月に一度開催し、債権回収が滞っている要因を、営業面、生産面、調達面など様々な観点からチェック・分析し、必要な手立てを講じています。企業価値及び株主価値の最大化に向けて、引き続き管理手法を見直しながら、資本効率性への意識をグループ全体で高めていきます。

*1. キャッシュマネジメントシステム：グループ会社の資金を集中管理することにより、効率的に資金運用をする手法やシステムのこと。
*2. IRR (Internal Rate of Return)：内部収益率のことで、投資効率性を評価する指標の1つ。
*3. WACC (Weighted Average Cost of Capital)：企業の資金調達に伴うコストのこと。
*4. PMI (Post Merger Integration)：M&A成立後の企業統合プロセスのこと。

グラフ3 財務状態（連結）



グラフ4 株主還元



(注) 2017年3月期までは配当性向を記載しています。また当社は、2016年10月1日付で普通株式5株につき1株の割合で株式併合を実施しました。グラフで示した1株当たり配当金は、2014年3月期初に株式併合が行われたと仮定して調整した金額です。