

sample

sample

sample

sample

sample



慶應義塾大学ビジネス・スクール

しなの工業株式会社

しなの工業株式会社の専務取締役である千曲氏は、かねて技術開発をすすめてきた新製品分野への参入戦略について、早急な意思決定を迫られていた。この新製品市場は今後かなり高い成長が見込まれるので、この分野への積極的な参入は長期的にみてかなり大きな収益を約束してくれそうに思われた。同社の財務状態はかなり安定しており、投下資金の調達については親会社のバックアップもあるので余り心配する必要はないものと考えられた。ただこの新規分野は、当面はまだ市場規模が小さいために、いまたぐ大規模投資をして積極的に参入すると、はじめの1~2年は投資に見合うだけの果実が得られず、経理上の業績をかなり圧迫しそうだということが、千曲氏にとっては気がかりであった。

既存事業の概要

しなの工業株式会社は、大手の精密・電子機器メーカーあずま産業株式会社の系列会社の1つであり、汎用の電子部品を量産（主としてOEM生産）する中小メーカーの1つであった。1984年度の同社の損益計算書および貸借対照表の大要是付表1および2のようであった。同社は1年決算を採用し、利益計画などの計画計算もこれに合わせている。ケースの時点は1984年度の第4四半期に入ったところであり、決算の1カ月余り前であった。付表1の損益計算書には残り1カ月余りの事業予測分が含まれている。また、貸借対照表も残り1カ月余りを了ったとの利益処分後の数値として見積られている（計画計算では便宜上、1984年度を第0期、85年度以降を第1期、第2期……等と呼んでいる）。

しなの工業は、精密機器および関連部品の分野でかなりの歴史をもつメーカーであり、堅実経営の地方企業として知られていたが、10年余り前にあずま産業株式会社の系列下に入り、経営の近代化に努めてきた。専務取締役の千曲氏は、数年前にあずま産業から出向して、しなの工業会社の最高責任者の役割を担ってきた（しなの工業の社長はあずま工業の社長が兼務しているが、実質的な経営責任は千曲氏に委ねられていた）。

このケースは、クラス討議のための資料として作成されたものであり、経営管理に関する適切または不適切な処理を例示することを意図したものではない。ケース中の社名、人名、および事象の一部は仮装されている。
(作成 1988年(1996年8月訂正版) : ケースライター 伏見多美雄)

同社の既存事業への投下総資産はおよそ180億円で、無利子の営業債務等を差し引いた正味使用資産でみると150億円程度であった（付表1参照）。この既存分野で同社は強力な安定製品を持っており、あずま産業のバックアップも得て製品内容を常にアップツーデートに保つよう心掛けてきたから、競争の激しい業界の中で、小規模ながら利益のあがる地位を確保してきた。そして今後も、この既存分野にたえず改良投資を行ない、技術開発および市場開発の投資を注ぎこんでいけば、現状なみの売上高や営業利益を当分続けられるものと期待できた。この既存事業からの成果は、新規分野への参入計画の採否とは独立に得られるものとみなしてよい。

新規参入をめぐる戦略代替案

専務取締役の千曲氏は、新製品分野への参入戦略について企画スタッフとともに検討をすすめた結果、実行可能な戦略シナリオとして3つの代替案にしほることができた。

第1の案は、すぐの年度（経理上は1984年度末、つまり第0期の期末）から積極投資を行なって早期参入を果すという案であり、かりに“戦略A”と呼ぶことにした。千曲専務は内心この案を本命と考えてはいたが、事業見込には不確実性がつきものであることも考慮して、市場への参入を中規模におさえ、設備投資も市場拡大に合わせて漸増させるという第2の案も有力候補の1つとした（この案を“戦略B”と呼ぶことにした）。また第3の案は、この分野への参入を見合させて既存分野のリフレッシュメントをつづけ、将来現われるであろう事業機会に備えるという案であり、これを“戦略C”と呼ぶことにした。

この新規製品の市場は、今後かなり高い成長が見込まれるので、長期的にみれば十分に魅力あるものと思われたが、当面は市場規模がかなり小さい。そのために、いますぐ積極的に参入するという“戦略A”を採用すると、生産設備への投資や市場開発コストなどの負担が重なるため、はじめの数期間は投資に見合うだけの果実を得られず、償却費や金利を差引いた利益はごく小さいか、あるいは赤字になる可能性も大きかった。その代り、市場規模が大きくなり追加投資の負担がなくなる数年先からはかなり大きな収益を期待することができた。

これに対して、中規模でやや遅れて参入するという“戦略B”を採用すれば、当面の資金繰りや経理上の業績を圧迫する恐れは余り大きくない。しかし、その代償として先発企業にトップシェアを譲り、いわゆる「二番手につく」戦略に甘んじざるえないから、市場規模が大きくなつてから得られる収益は戦略Aを探る場合よりも小さくなることは覚悟せねばならない。また、既存分野のリフレッシュメントに努めると

いう現状維持較略（戦略K）を探る場合は、この分野に毎期減価償却費（設備更新に伴う処分損を含む）に相当する金額を設備の改良その他の投資に注ぎこんでいくことによって、1期当たり180億円程度の売上高と、13%余りの経常利益率という第0期なみの業績を、まだ当分は続けられる見通しであった。

千曲専務をサポートする企画室長の島崎氏は、部下の企画スタッフおよび、経理部門の助けも借りて問題の計数的側面を整理してきたが、その結果次のような事態がかなりの確からしさで予測できることがわかった。

まず戦略Aを採用するためには、第0期末に各種機械設備に34億円と、工場建物の増設（付帯設備・構築物を含む）に8億円、合わせて42億円の設備投資が必要であり、在庫や売掛債権、子会社への前払い等を含む運転資本への投資も注ぎ込む必要がある。運転資本への投資は売上成長に合わせて当然追加して行かねばならない。これらの投資およびその結果として期待される売上収益および営業諸費用の見積りは、付表3の計画書のようにまとめられた（収益・費用の見積りは、便宜上年度末払いという仮定のもとでなされている）。市場規模は急速に拡大するが、技術進歩と競争の激しい分野なので4～5年程度で峠を越して、8年余りで「その次」の製品に取って替わられるものと思われる。そこで、この製品の事業寿命は8年とみなしそれぞれ衰退し切らぬうちに次の製品分野に転出するポリシーをとるという仮定のもとで、なるべく堅実な見積りをするように心掛けたということである。

一方、中規模投資で参入するという戦略Bを採用する場合の計画書は付表4のようにまとめられた。この表が示すように、この戦略Bは、投資規模を戦略Aの半分程度に抑え、資金投下も市場の拡大に合わせて漸増させるというやり方をとっている。これによって資金繰の負担を軽減し、リスクへの対処もしやすくするよう配慮したということであるが、その代わり、将来の売上規模も較略Aと比べてかなり内輪になるものと見積もられている。

戦略計画の長期収益性と経理上の利益

千曲専務は、若い頃に米国の現地子会社に勤務のかたわら、ビジネス・スクールのイブニング・クラスに出るなどしてMBAをとった人であり、社内でも理論派として知られていた。同氏は、島崎室長にも協力してもらつて、企画や経理等の若手スタッフに投資分析などの教育をし、キャッシュフローを用いた経済計算の方法を指導してきた。そこで、島崎室長を通じて、企画室のスタッフに対し、2つの戦略代替案がもたらすキャッシュフローを推定し、両案の長期収益性を計算・評価するように指示した。企画スタッフは、これに応えて付表5の（a）および（b）のような計画キャッ

シフロー表を作成し、これをもとにして、2つの戦略代替案の投資収益率（IRR）と正味現価を求め、これを整理して次のように千曲専務に報告してきた。正味現価は、当社で慣行的に使っている年率10%という資本コストを適用して求めてある。なお、同社の実効税率は5.2%なので、税引後の資本コストは4.8%とされている。

長期収益性の試算

戦略代替案	収益率		正味現価（百万円）	
	税引前	税引後	税引前	税引後
戦略 A	28.7%	17.8%	10,070	6,702
戦略 B	34.4%	20.1%	6,607	4,283

これらの収益性指標を見ると、戦略AおよびBはいずれも、8年間という計画対象期間全体の収益性は十分大きく、魅力的だと言ってよさそうである。企画室の島崎室長は、このような戦略計画の評価では全体としての投資効率が重要であることと、リスクの小ささも考慮して、戦略Bの方がベターだと思うと主張した。千曲専務は、島崎室長の意見を尤もだとは思ったが、同時にまた、戦略投資がもたらす利益の規模にも関心を向けるべきだから、正味現価の大きい戦略Aも捨てがたいと考えた。

千曲専務がさらに大きな関心を持っていたのは、こういった戦略計画が初めの数期間の経理上の業績にどのような影響をもたらすかという問題であった。特に戦略Aを既存事業に追加すると、8年間のトータル利益はかなり拡大するものの、参入当初の営業利益や売上利益率、使用資産利益率などの財務指標を相当に悪化させることが予想される。これと比べて戦略Bを実行すると、資金投下の負担も中程度であり、経理上の利益や利益率への圧迫も余りなさそうである。一方また、これらの新規参入を見合わせて現状維持をつづけろという戦略Kだけにとどめておけば、経理上の利益や資金繰りに何らの悪影響も生じず、緩慢ながら内部留保も増え借入金も減って、業績は改善していくようにみえる。

千曲専務は、しなの工業の最高経営者であると同時に、親会社であるあずま産業のトップに対して経営責任を負うという立場におかれていった。同氏は、こういった立場も自覚しながら上述の計数資料を検討し、最終的にどのような意思決定を下すべきか、そのための評価を一層確かなものにするためにはどのような分析を追加する必要があるかといったことを早急に整理して、企画スタッフに適切な作業を指示せねばならないと考えた。

付表 1
しなの工業株式会社
(1984年度)
要約損益計算書 (単位百万円)

売上高	18,000
営業諸費用	<u>12,500</u>
償却前利益	5,500
減価償却費	1,600
設備処分損	<u>600</u>
償却後利益	3,300
支払利息	<u>930</u>
税引前利益	2,360
法人税等	<u>1,227</u>
税引後利益	1,135
配当役員賞与	<u>800</u>
利益留保額	<u>335</u>

付表 2
しなの工業株式会社
(1984年度末)
要約貸借対照表 (単位百万円)

流動資産	10,000	営業債務等	3,000
固定資産	8,000	借入金	9,000
		資本金	3,000
		資本準備金	1,000
		留保利益	2,000
	<u>18,000</u>		<u>18,000</u>

しなの工業株式会社

---- 新規製品分野への参入計画 ----

＜戦略 A---増分＞

	計算プロセス	0期	1	2	3	4	5	6	7	8
<収益予測>										
(1) 売上成長率		-	5,000	7,500	12,000	15,000	16,000	16,000	-10%	-10%
(1) 売上高		5,600	7,024	9,557	10,919	10,982	10,470	9,159	13,000	13,000
(2) 営業諸費用（除債却費）	(注 1)									8,052
(3) 債却前利益	(1)-(2)	-600	476	2,443	4,081	5,018	5,530	5,241	4,948	
(4) 機械設備減価償却費	(定率法：8年、25%)	850	638	478	359	269	202	151	113	
(5) 工場建物減価償却費	(定額法：20年)	36	36	36	36	36	36	36	36	
(6) 機械設備処分損	(注 2)									340
(7) 工場建物処分損	(注 2)									0
(8) 債却後利益	(3)-(1)+(5)+(6)+(7)]	-1,486	-198	1,929	3,686	4,713	5,292	5,054	4,459	
<投資予測>										
(11) 運転資本投資	(12)-(13)	1,800	500	900	600	200	0	-320	-280	-3,400
(12) 流動資産増分	(注 3)	2,300	750	1,350	900	300	0	-480	-420	-4,700
(13) 営業債務増分	(注 4)	500	250	450	300	100	0	-160	-140	-1,300
(14) 設備投資	(15)+(16)	4,200	0	0	0	0	0	0	0	-512
(15) 機械設備		3,400								
(16) 工場建物		800								
(17) 投資合計	(11)+(14)	6,000	500	900	600	200	0	-320	-280	-3,912

(注 1) 第 j 期営業諸費用は、エクスペリエンス効果により

(a) 操業度に比例する部分 = 売上高 × 0.7 × (1.0-0.05)^{j-1}

(b) 操業度に比例しない部分 = 機械設備投資額 × 0.5 × (1-0.03)^{j-1}

よりなるものと仮定されている。

(注 2) 8 年度末の工場建物の再調達価値 (Replacement cost) は

そのときの未償却残高に相当する額であり、その額だけ
投資節減が生じるものと仮定している。

(注 3) 流動資本の増分は、

(a) 固定的な投資部分 = 800

(b) 操業度に比例する部分 = 次期売上高増分 × 0.3
よりなるものと仮定されている。

(注 4) 営業債務（無利子負債）増分は、
次期売上高増分 × 0.1 と仮定されている。

しなの工業株式会社

---- 新規製品分野への参入計画 ----

<戦略 B---増分>

		計算プロセス	0期	1	2	3	4	5	6	7	8
<収益予測>											
(0) 売上成長率			-	55%	65%	30%	12%	2%	-5%	-8%	
(1) 売上高		2,500	3,870	6,400	8,300	9,300	9,500	9,000	8,300	8,300	
(2) 営業諸費用(除償却費)	(注1)	2,150	3,398	5,172	6,077	6,365	6,176	5,631	5,027		
(3) 債却前利益	(1)-(2)	350	472	1,228	2,223	2,935	3,324	3,369	3,273		
(4) 機械設備減価償却費	(定率法:8年、25%)	200	375	456	342	257	192	144	108		
(5) 工場建物減価償却費	(定額法:20年)	9	26	26	26	26	26	26	26		
(6) 機械設備処分損	(注2)										
(7) 工場建物処分損											
(8) 債却後利益	(3)-(4)+(5)+(6)+(7)	141	71	746	1,855	2,652	3,106	3,199	3,199	2,814	
<投資予測>											
(11) 運転資本投資	(12)-(13)	900	274	506	380	200	40	-100	-140	-2,060	
(12) 流動資産増分	(注3)	1,150	411	759	570	300	60	-150	-210	-2,890	
(13) 営業債務増分	(注4)	250	137	253	190	100	20	-50	-70	-830	
(14) 設備投資	(15)+(16)	1,000	1,260	700	0	0	0	0	0	-369	
(15) 機械設備		800	900	700						0	
(16) 工場建物		200	360							-369	
(17) 投資合計	(11)+(14)	1,900	1,534	1,206	380	200	40	-100	-140	-2,429	

寸表4
しなの工業株式会社

付表 5—(a)

しなの工業株式会社

---- 新規製品分野からの収益性予測 ----

<戦略 A のキャッシュフロー>

(単位 百万円)

	0期	1	2	3	4	5	6	7	8
<稼得資金(税引前)>									
(1) 売上高の増分		5,000	7,500	12,000	15,000	16,000	16,000	14,400	13,000
(2) 営業諸費用(償却以外)		5,600	7,025	9,557	10,919	10,982	10,470	9,159	8,052
(3) 償却前利益の増分	-600	475	2,443	4,081	5,018	5,530	5,241	4,948	
<投下資金>									
(4) 運転資本投資	1,800	500	900	600	200	0	-320	-280	-3,400
(5) 機械設備投資	3,400								0
(6) 工場建物投資	800								-512
(7) 投資合計	6,000	500	900	600	200	0	-320	-280	-3,912
(8) 税引前NCF	-6,000	-1,100	-425	1,843	3,881	5,018	5,850	5,521	8,860
<課税所得と税金>									
(9) 課税所得(利子引前)		-1,486	-198	1,929	3,686	4,713	5,293	5,054	4,459
(10) 税金(利子引前)		-773	-103	1,003	1,917	2,451	2,752	2,628	2,318
(11) 税引後NCF	-6,000	-327	-322	840	1,964	2,567	3,098	2,893	6,542

<税引前の指標>

正味現価 = 10,070

収益率 = 28.7%

<税引後の指標>

正味現価 = 6,702

収益率 = 17.8%

付表 5—(b)

しなの工業株式会社

---- 新規製品分野からの収益性予測 ----

<戦略 B のキャッシュフロー>

(単位 百万円)

	0期	1	2	3	4	5	6	7	8
<稼得資金(税引前)>									
(1) 売上高の増分		2,500	3,870	6,400	8,300	9,300	9,500	9,000	8,300
(2) 営業諸費用(償却以外)		2,150	3,398	5,172	6,077	6,365	6,176	5,631	5,027
(3) 償却前利益の増分	350	472	1,228	2,223	2,935	3,324	3,369	3,273	
<投下資金>									
(4) 運転資本投資	900	274	506	380	200	40	-100	-140	-2,060
(5) 機械設備投資	800	900	700						0
(6) 工場建物投資	200	360							-369
(7) 投資合計	1,900	1,534	1,206	380	200	40	-100	-140	-2,429
(8) 税引前NCF	-1,900	-1,184	-734	848	2,023	2,895	3,424	3,509	5,702
<課税所得と税金>									
(9) 課税所得(利子引前)		141	71	745	1,855	2,653	3,105	3,199	2,814
(10) 税金(利子引前)		73	37	388	965	1,379	1,615	1,663	1,463
(11) 税引後NCF	-1,900	-1,257	-771	460	1,059	1,516	1,809	1,846	4,238

<税引前の指標>

正味現価 = 6,627

収益率 = 34.4%

<税引後の指標>

正味現価 = 4,283

収益率 = 20.1%

sample

sample

sample

sample

sam

不許複製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

Contents Works Inc.