

2017年12月15日
HFLP C

戦略的IR



一橋大学大学院 商学研究科
円谷昭一
s.tsumura@r.hit-u.ac.jp

本日の内容

- ・IRを取り巻く環境
 - なぜこのようなことが起きているのか？—
 - ・IRの必要性と効果
 - ・資本コストへの意識の高まり
 - ・欧米の考え方と開示例
 - ・戦略的なIR・情報開示
 - ・現在進行中の施策
 - 今後、何が起こるのか？—
-

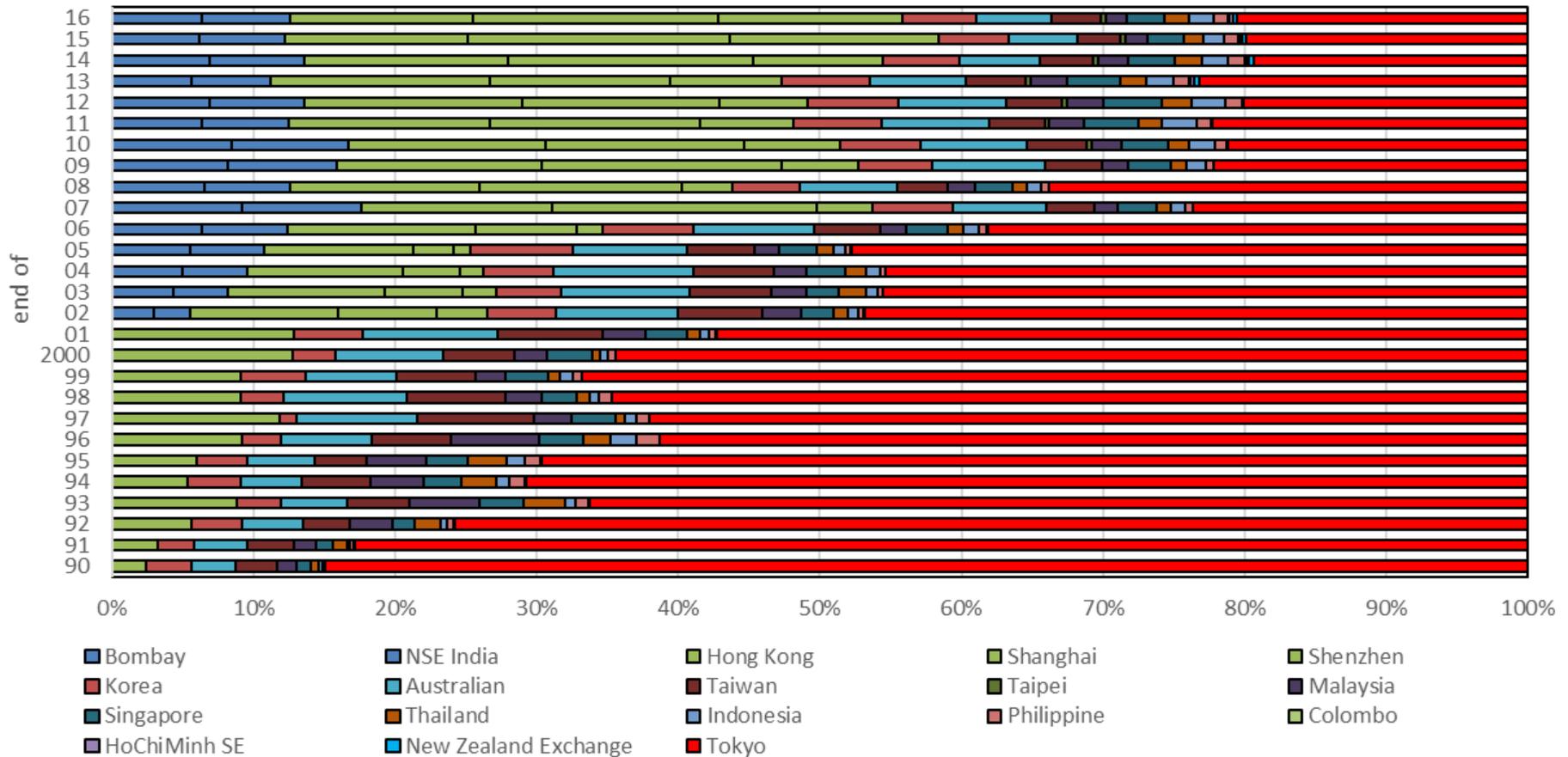
IRを取り巻く環境

企業と資本市場の関係再構築(続く制度改革)

	時期	主体	備考
企業価値向上表彰	2012年	東証	2015年からエクイティ・スプレッドが基準に
JPX日経400	14年1月	東証	毎年夏に組換え
日本版スチュワードシップ・コード	14年2月	金融庁	ほぼすべての機関投資家が宣誓
伊藤レポート	14年8月	経産省	英国のKay Reviewを模範
改正会社法	15年5月	法務省	監査等委員会設置会社、社外取締役不設置理由説明、親子役員兼任不可
コーポレートガバナンス・コード	15年6月	東証	6月から規則化
ISSがROE基準	15年総会	ISS	取締役選任議案賛否にROE5%基準
SS、CGコードフォローアップ会議	15年9月～	金融庁・東証	現在、第12回まで開催
投資家フォーラム開催	15年10月～	投資家有志	第1回は政策保有株式について議論
アナリスト取材ガイドライン	16年9月	証券業協会	四半期業績の取材等の禁止を要請
企業・投資家対話の提案書	16年10月	株懇	企業と投資家の対話充実に向けた提案
フェア・ディスクロージャー・ルール	17年5月	金融庁	金商法改正。17年11月にガイドライン発表
決算短信の自由度向上	17年3月期	東証	いわゆる“簡素化”がはじまる

✓ 2017年～18年も依然として制度改革が続く一方、「実効性」が問われる段階に

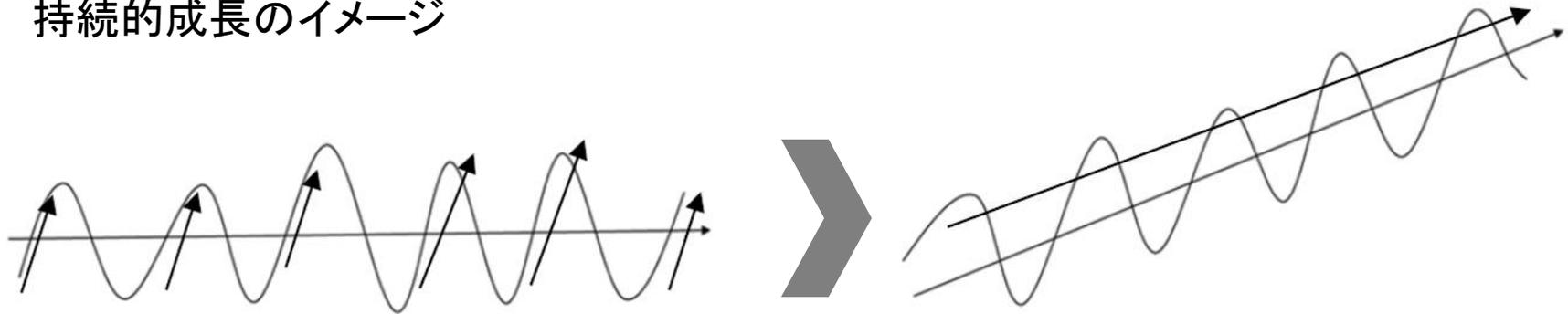
日本(企業)の相対的な地位低下



World Federation of Exchanges

持続的成長による企業価値創造が急務に(伊藤レポート)

持続的成長のイメージ



□ 持続的成長原資として株主はリスクマネーを提供

- 企業にとっての株主とは、企業成長に必要な信用、資金を不確実な回収・利回り条件で提供する企業支援者である。したがって彼らの提供資金は、成長原資であり長期のリスク・マネーである。
- 投資家は投資先の持続的成長を期待してリスク・マネーを投じる。つまり、当期純利益のすべてまたは一部を内部留保として企業内に蓄積し、それを再投資し、(持続的)成長原資として役立てることを期待している。

[提言] 株主以外のステークホルダーに対する分配額を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分が企業の「付加価値(株主価値)」であるという意識を企業が持つことが重要(資本市場メカニズムを通じてその株主価値は「時価総額」に転換される)。

日本企業の利益率は相対的に劣っている

- ✓ 日本のROSは3.8%であるのに対し、米国10.5%、欧州8.9%となっている。自己資本比率(レバレッジ)、総資産回転率に大きな差異はない。

$$\text{ROE} = \text{ROS} \times \text{自己資本比率} \times \text{総資産回転率}$$

(売上高当期純利益率)

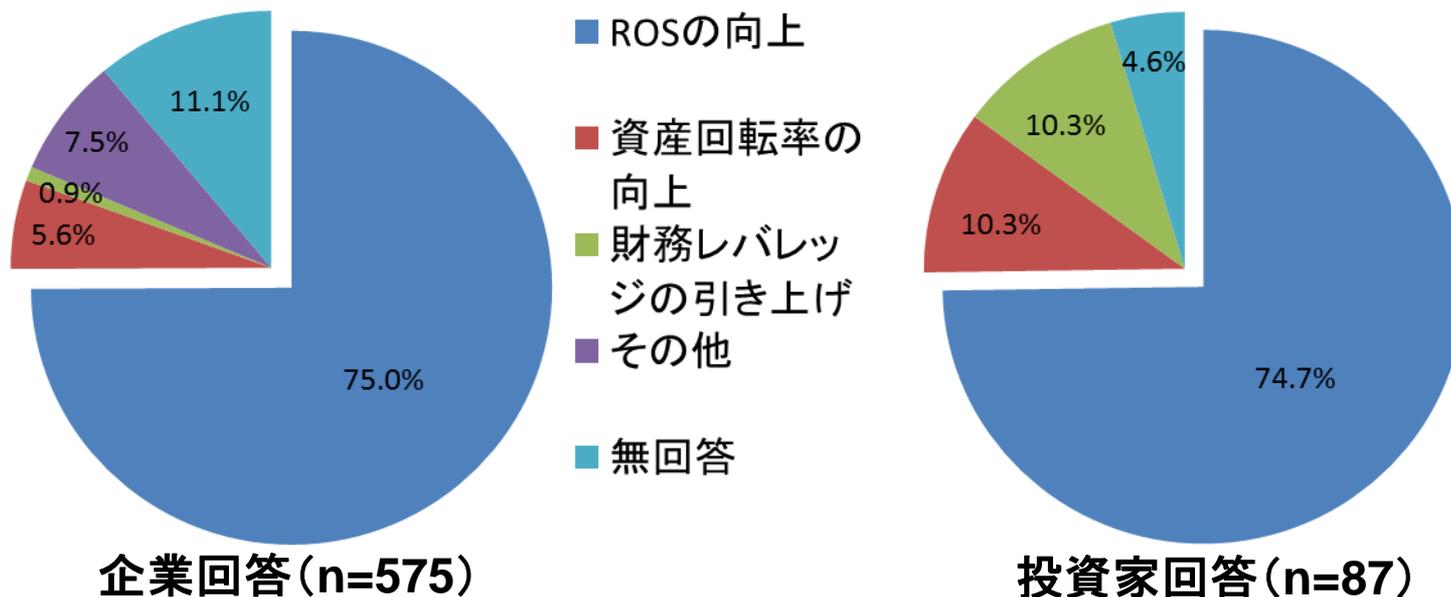
<図3：日米欧の資本生産性分解>

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

低ROEの原因はROS(売上高当期純利益率)にある

- ✓ 企業・投資家ともに日本企業の問題点が低ROSであることは認識している。

ROE向上のために日本企業に必要なことは？

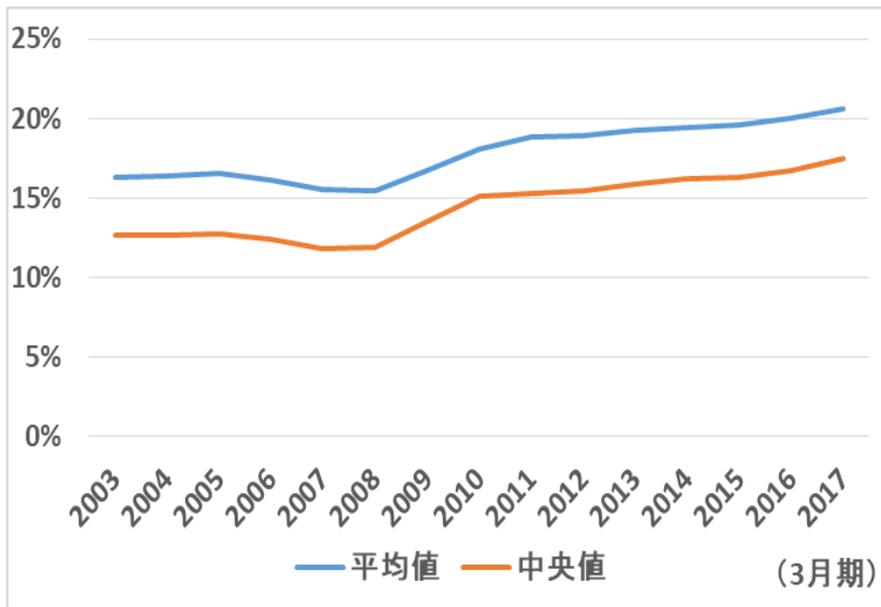


出所: 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」2014年4月.

稼ぐ力(ROS)を取り戻し、ROEを向上させることが課題

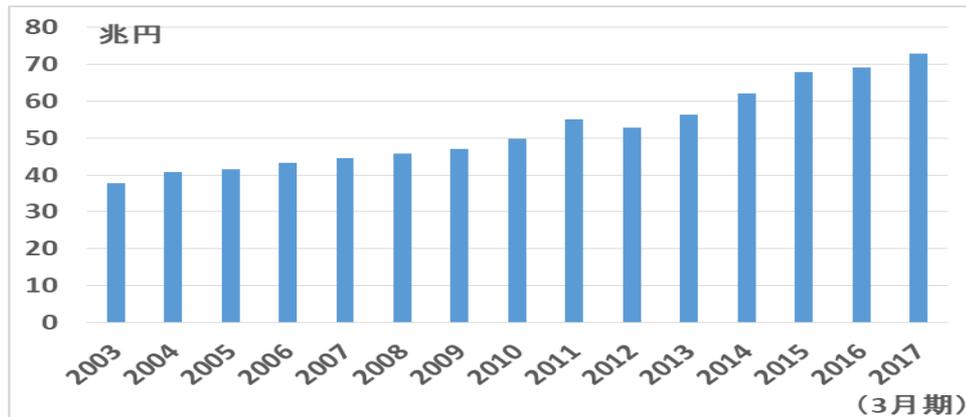
“攻め”に転じない日本企業

総資産に占める現預金・有価証券(流動資産)の比率

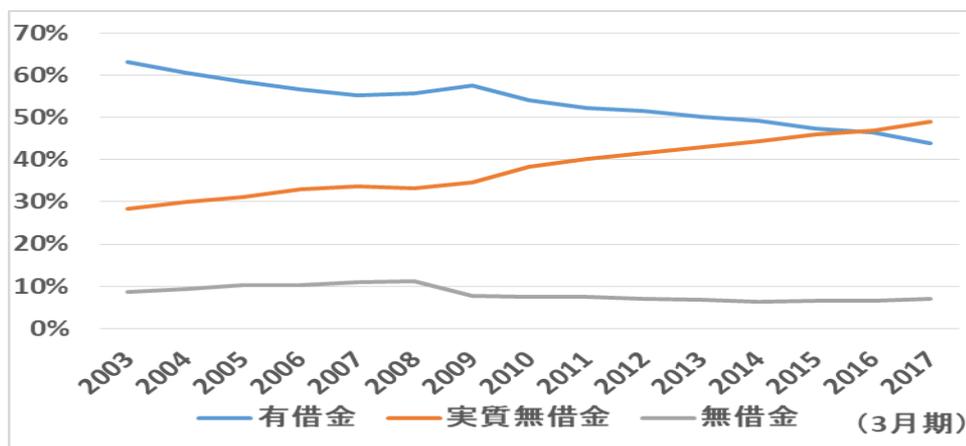


- ・時系列財務データが取得できる3月決算の全上場会社1,950社の値(金融機関を除外)
- ・ファイナンス理論上、現預金は利益を生まないので、運転資金以上の手元流動性は企業価値向上の機会損失となる(もちろん信用保証の価値もあるのだが)

キャッシュフローの期末残高



有利子負債の状況



これまで、これから

相対的に資本生産性が悪い日本企業(現実)

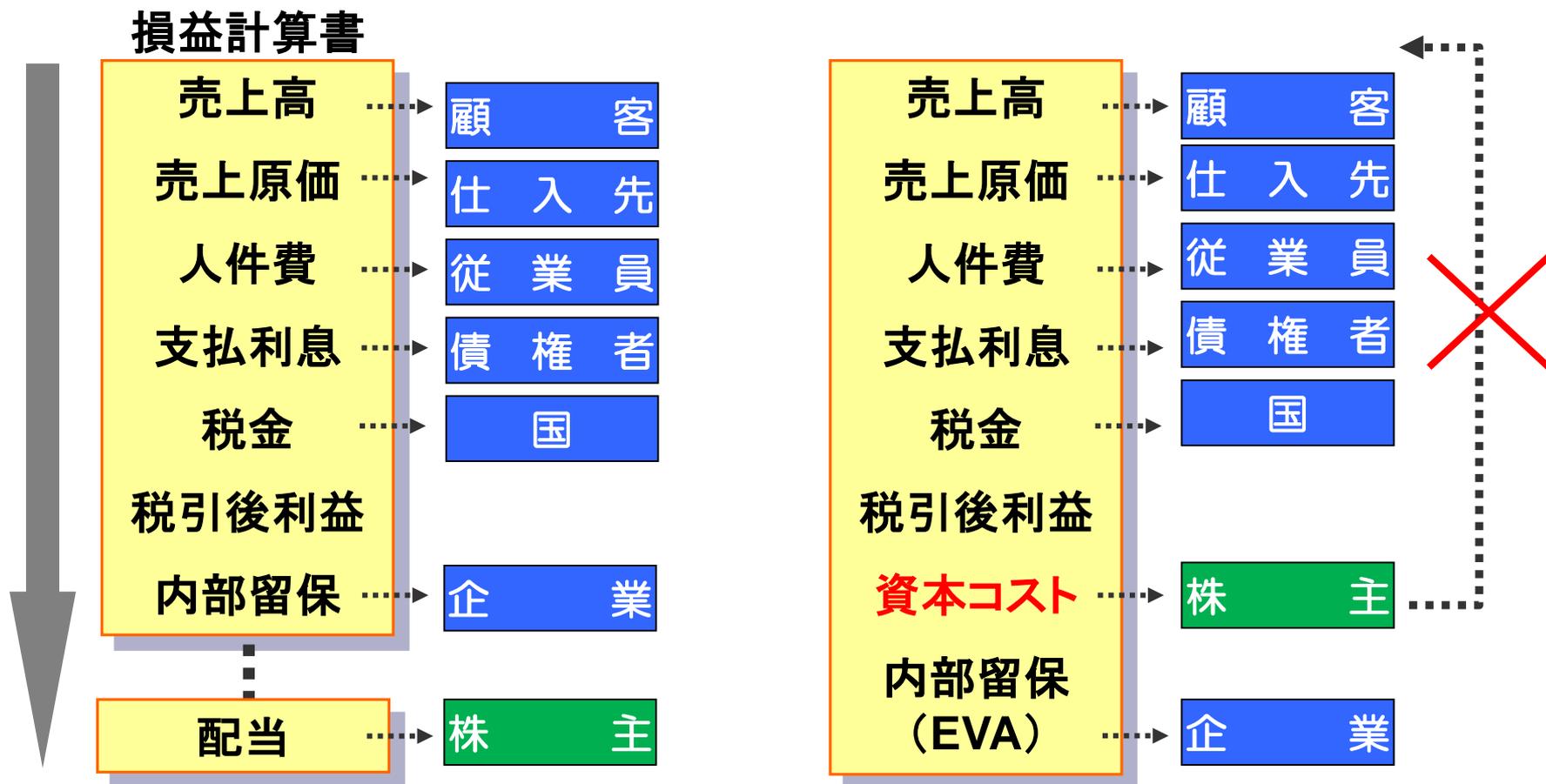
稼ぐ力を取り戻す(良いものを高く)

2つのコードを軸とした変革(投資家も変われ)

* 業績連動報酬や政策保有株式などが狙上に

自律経営から他律経営へ

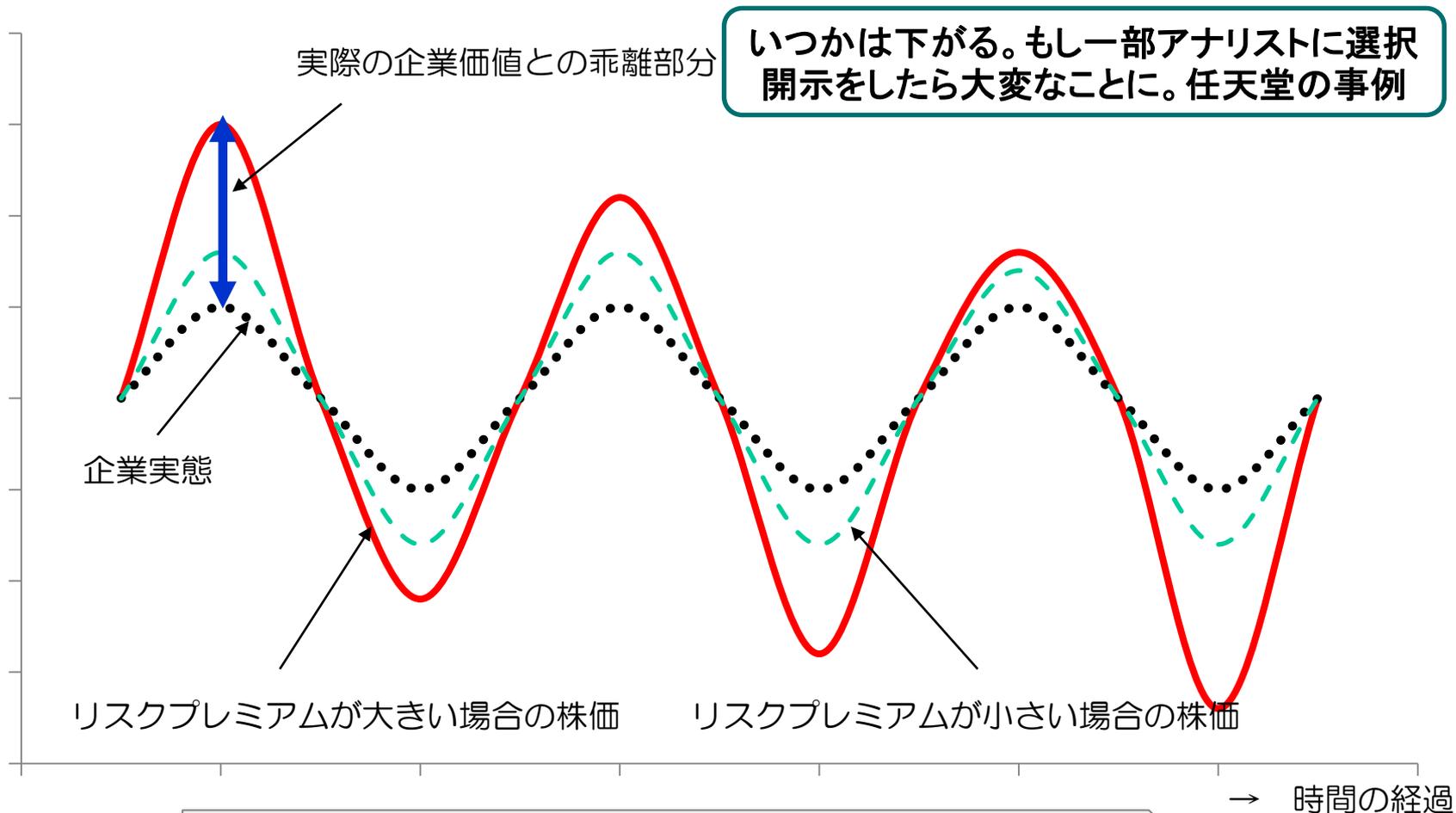
求められるのは株主を“軽視しない”姿勢



- ✓ 「モノ言う株主」と言うが、なぜ「モノ言う従業員」とは言わないのか？
- ✓ “分配論争”は本質を見誤る
- ✓ 経営者への啓蒙はIRの仕事

IRの必要性と効果

IRと接客はどう違うのか？



誤解や理解不足による株価変動のリスクを小さく

株価影響要因ごとのIR効果

会計上の純資産価額

- ± 財務諸表で認識済みの資産・負債の会計上の測定額と潜在的価値との差額についての市場評価（繰延税金など） ←
- ± 財務諸表に認識されていないが資産・負債の定義を満たす項目の潜在的価値についての市場評価（正の無形資産など） ←
- ± 資産・負債の定義を満たさない無形のバリュー・ドライバーまたは価値毀損要因についての市場評価（負の無形資産など） ←
- ± 企業の将来計画、事業機会および事業リスクについての市場評価 ←
- ± 過大評価、悲観主義、市場心理などのその他の要因
 - * マクロ要因（アベノミクスなど）
 - * 個別企業要因 ←

時価総額

インベスター・リレーションズ

IRの効果事例

	X社	同業Y社	同業Z社
特徴	世界トップシェア だがIRせず	IR優良企業特別 賞(12年度)	IR優良企業特別 賞(13年度)
売上高	1,336億	1,795億	2,060億
総資産	1,480億	2,031億	1,866億
ROS(営業利益)	7.55%	8.36%	2.09%
ROE	14.67%	12.45%	1.15%
自己資本比率	29.4%	56.2%	24.9%
PER	13.36倍	20.14倍	28.29倍
PBR	1.40倍	2.30倍	1.30倍

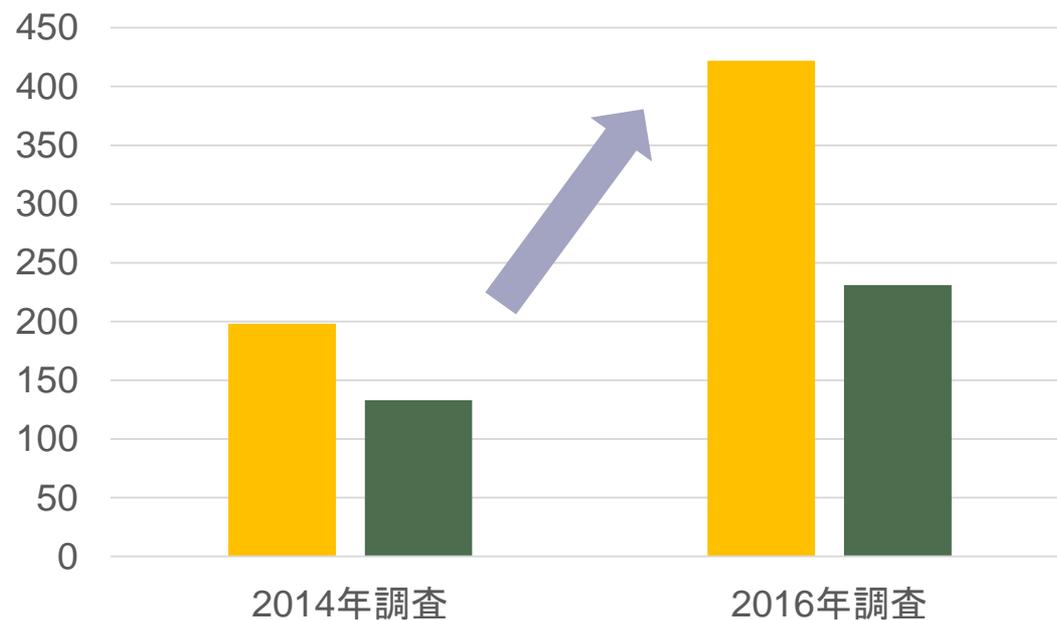
「海外投資家とのコミュニケーションにはコストがかかる。そのようなコストは設備投資にまわしたい」

「企業は株価を意識するのではなく事業に専念したい」

「これまで当社は増資を行っておらずそのニーズはない、設備投資のお金は全て銀行からの調達で行う。この方針は変わらない」

資本コストへの意識の高まり

「IR実態調査」から資本コストの認識水準

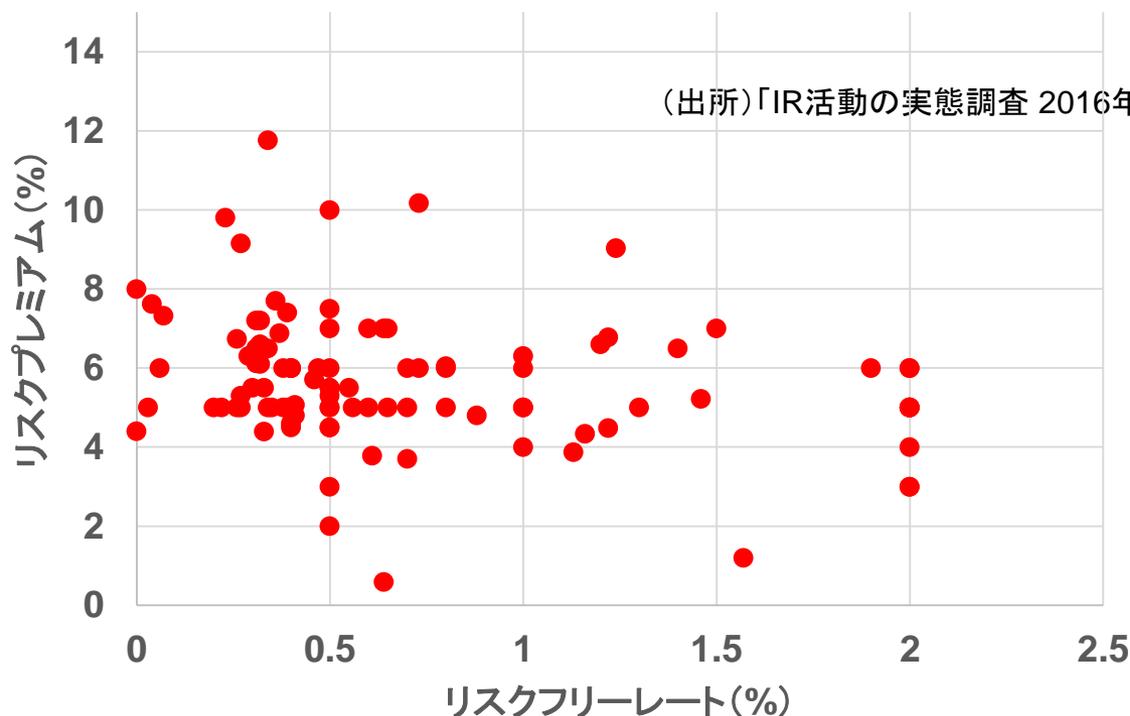


■ 自社資本コスト水準の認識 ■ その根拠の数字はありますか

	平均値
2014年調査	5.69%
2016年調査	6.21%

IR活動実態調査によると、「自社の資本コスト水準を認識している」「その根拠となる数字を持っている」と回答する企業はこの2年間で増加傾向にある。

各社で異なる前提(リスクフリーレート、リスクプレミアム)



「私どもはここ2年ぐらいコードなどが出てくる中で、社内で資本コストを強く意識できたということが対話にとって非常にいいことかなと認識しています。やっと**投資家さんと同じ共通言語が持てた**ということで、**同じ方を向いて話ができるということが非常に大きい**と思っています。そのことができると、わりとエンゲージメントもやりやすくなるのではないかと

加藤浩嗣氏(丸井グループ 取締役上席執行役員 IR部長) 日本IR学会(17年7月1日)

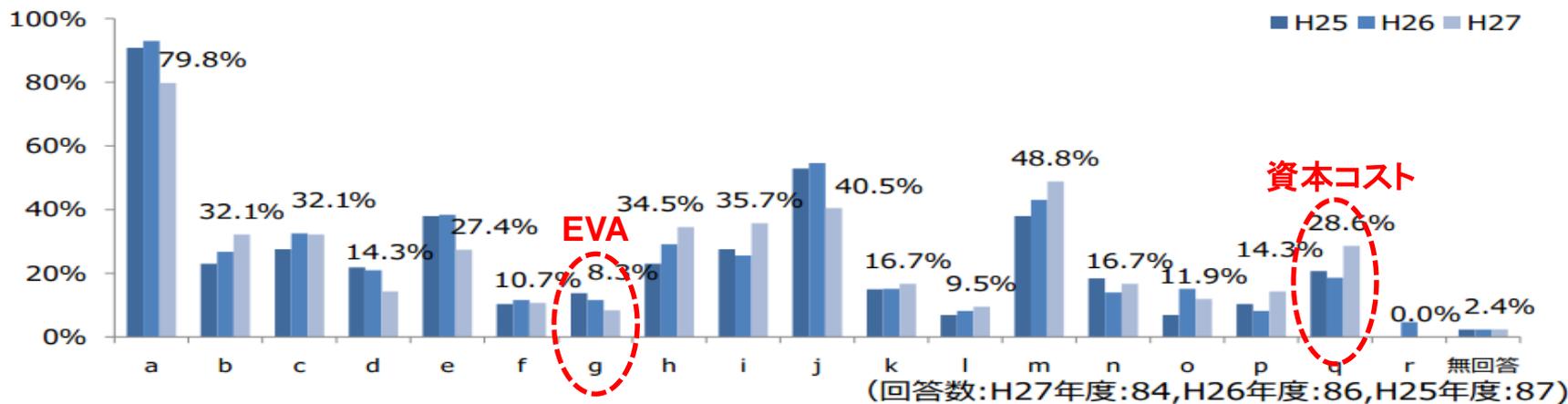
投資家が重視する経営指標

Q3. 経営計画及び経営目標についてお伺いします。

一般社団法人 生命保険協会

(3) 株式価値向上に向け、経営目標として企業が重視することが望ましい指標を全てお答え下さい。(複数選択可)

- | | |
|----------------------|---------------------------------|
| a. ROE (株主資本利益率) | j. 配当性向 (配当/当期利益) |
| b. ROA (総資本利益率) | k. 株主資本配当率 (DOE) (DOE=ROE×配当性向) |
| c. 売上高利益率 | l. 配当総額または1株当たりの配当額 |
| d. 売上高・売上高の伸び率 | m. 総還元性向 ((配当+自己株式取得) / 当期利益) |
| e. 利益額・利益の伸び率 | n. 配当利回り (1株当たり配当/株価) |
| f. 市場占有率 (シェア) | o. 自己資本比率 (自己資本/総資本) |
| g. 経済付加価値 (EVA®) | p. DELレシオ (有利子負債/自己資本) |
| h. ROIC (投下資本利益率) | q. 資本コスト (WACC等) |
| i. FCF (フリーキャッシュフロー) | r. その他 (具体的には) |



(出所) 生命保険協会「株主価値向上に向けた取り組みについて」(平成28年度)

- ✓ 求められているのは、資本コストを「意識した」経営・IR
- ✓ 資本効率を意識した経営指標がより重要に

三位一体の説明が重要

三位一体の一貫した説明が重要に！

【経営戦略】

- ・どの事業にどの程度の資本投下をするのか。
- ・現金の保有額、その用途は。
- ・利益率はどのようになるのか。
- ・利益のボラティリティはどの程度か。
- ・将来業績やR&D、M&Aの今後の予定は。



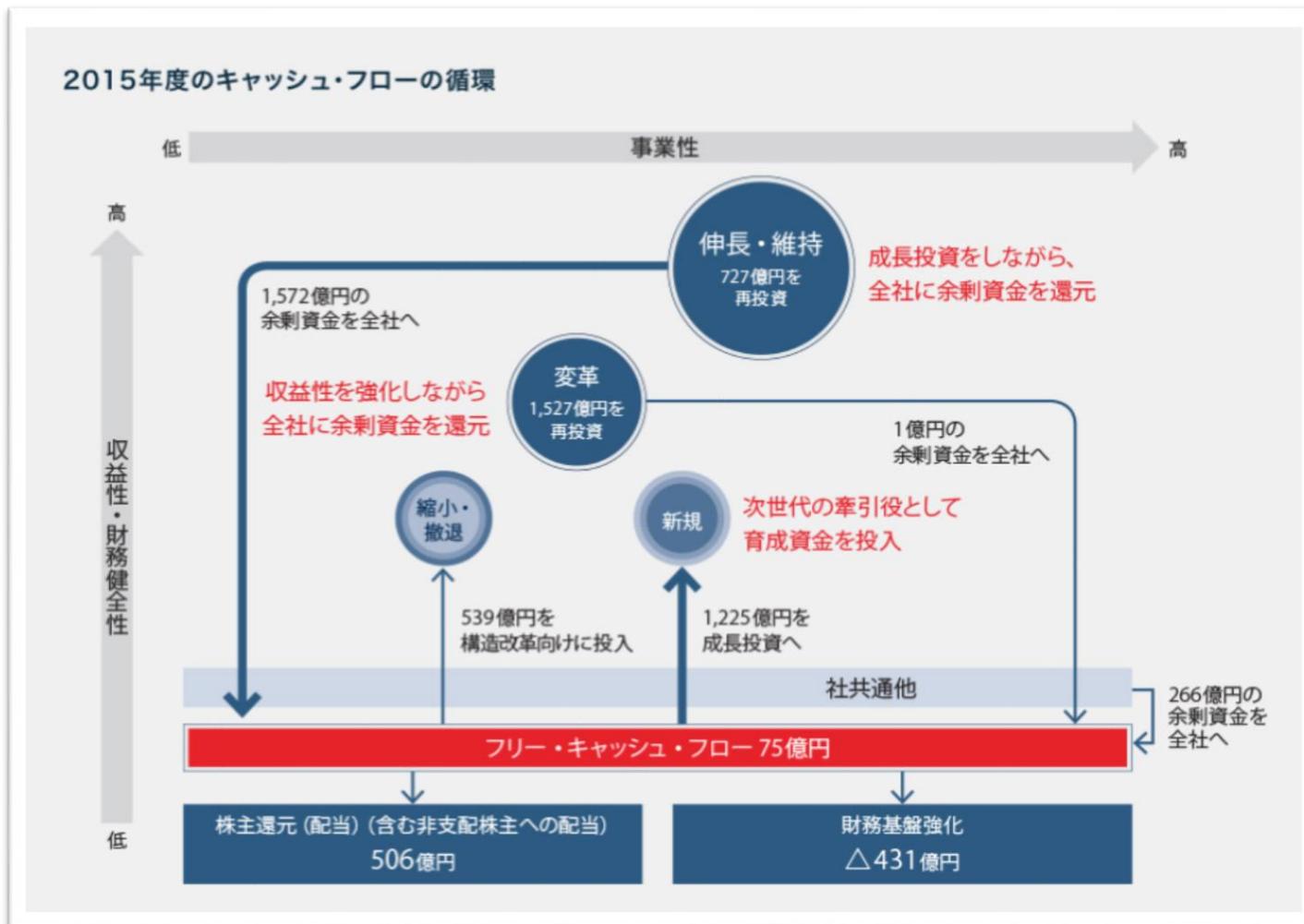
【財務戦略】

- ・今後どの程度の資金調達をするのか。
- ・最適なレバレッジはどの程度か。
- ・最適な資本コスト(WACC)はどの程度か。

【株主還元】

- ・配当性向、DOE、株主総還元率
- ・内部留保の用途

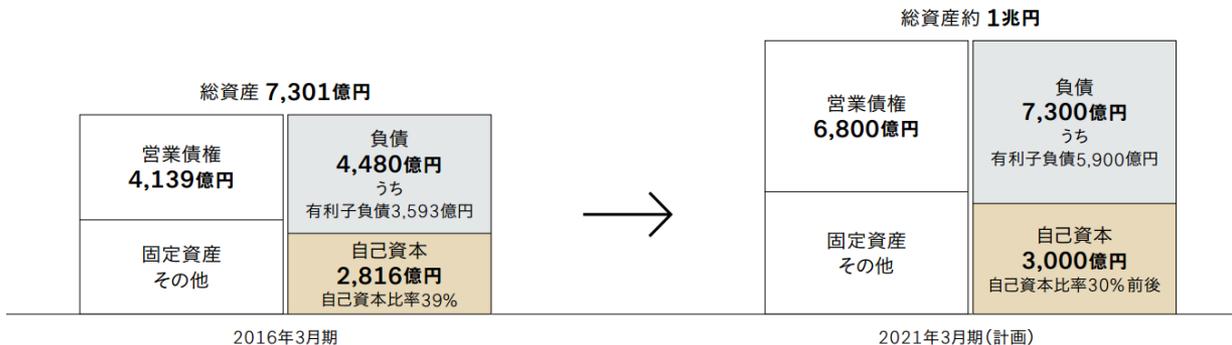
三菱重工の「キャッシュ・フローの循環」の開示例



丸井Gの「目指すべきバランスシート」の開示例

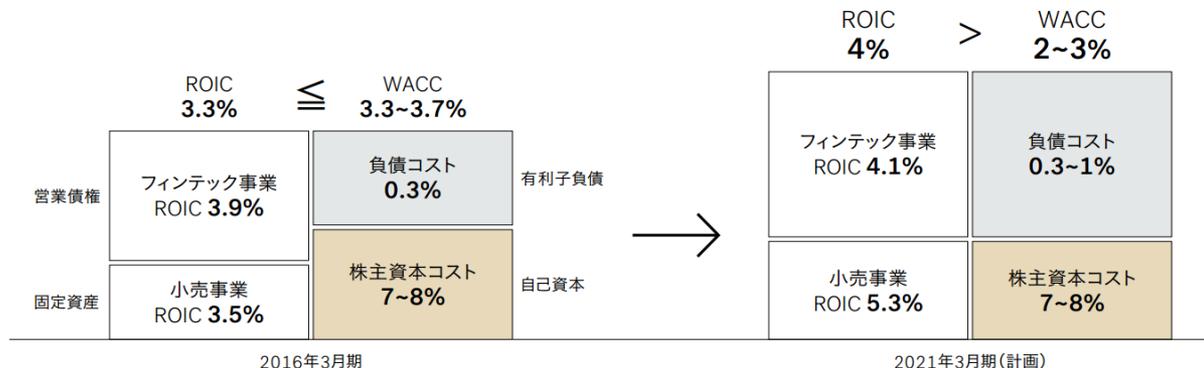
めざすべきバランスシート

営業債権の拡大で、2021年3月期の総資産は1兆円の見通し
最適資本構成として自己資本比率は30%前後を目安に設定



ROIC(投下資本利益率) > WACC(加重平均資本コスト)により企業価値を創造

グループ全体ではROICを現在の3.3%から4%に高め、資本コストを引き下げることで、
ROICがWACCを安定的に上回る構造へ転換



欧米の考え方と開示例

日米のコーポレート・ガバナンスの歩みの違い

取締役会制度は昭25年商法で導入。当時、日米で取締役会の考え方に大きな差異はなかったが、その後、両国で経営者への権限集中と取締役会の形骸化が進んだ。

日本では、取締役会への業務執行権限の強化によってこの問題に対処した。昭56年商法では、取締役会の専決事項として「その他の重要な業務執行」(つまり、何でもあり)が加えられ、執行権限がさらに拡大。経営事項の決定を中心として、それと監視機能の両輪による強化(業務執行型)。

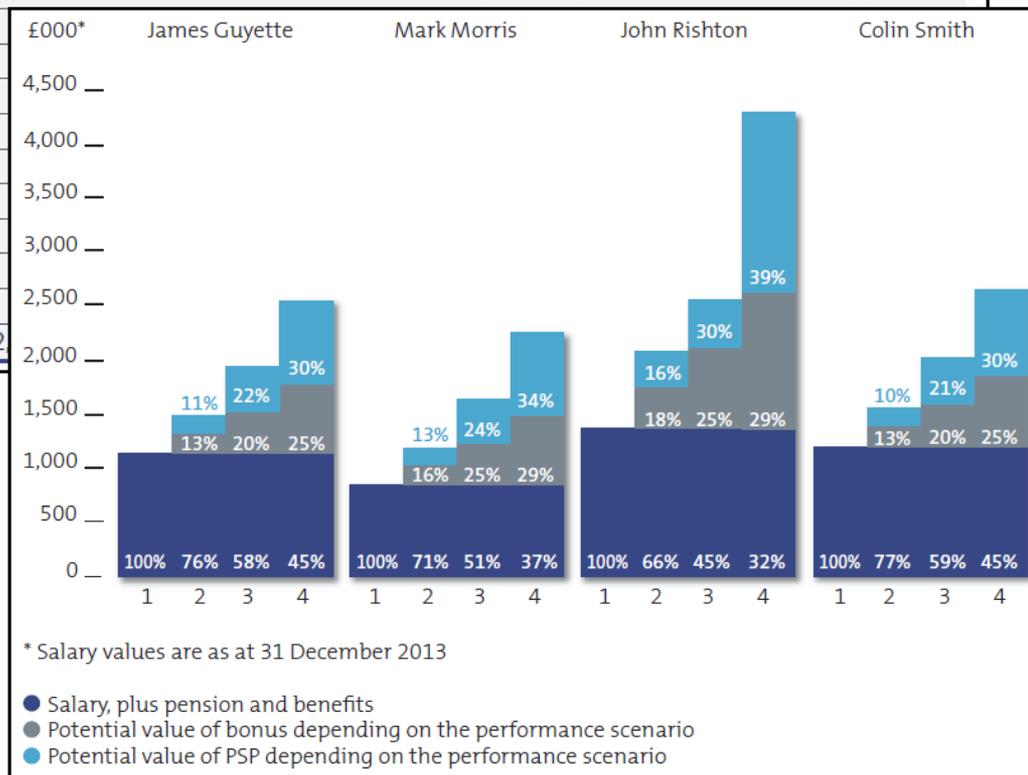
米国では、業務執行者(CEO)の監督という役割に特化させることで取締役会の強化をはかった。したがって、“社外”“独立性”“開示”が重要となる(監視機能型)。専決事項は、①基本的な経営方針、②内部統制のあり方、③業務執行者の選解任、④経営者報酬の決定が中心となる。

- ✓ 平14年商法で委員会(等)設置会社を認めたが、委員会設置会社でもいまだに取締役会が業務執行を行っている例は多い。執行役への権限移譲が米国ほどは進んでいない。
- ✓ (とりわけ社歴の長い企業では)長年にわたる業務執行型の取締役の意識が根付いており、「企業」=「事業」と考えている。一方で、形だけは監視機能型へとなりつつある。ここが昨今のさまざまな論争の所在がある。

ロールス・ロイスの経営者報酬の開示例

	Salary/fees (a) £000		Benefits (b) £000		Bonus (c) £000		LTIP (d) £000		Other (e) £000		Sub-total £000		Pension (f) £000		Total £000	
	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
James Guyette	535	517	107	100	423	663	1,464	1,399	—	—	2,529	2,679	532	472	3,061	3,151
Mark Morris	506	482	159	189	383	464	445	333	6	—	1,499	1,468	162	719	1,661	2,187
John Rishton	921	896	125	126	824	1,239	4,055	1,998	—	—	5,925	4,259	303	318	6,228	4,577
Colin Smith CBE	523	506	128	23	394	596	1,329	1,194	—	—	2,374	2,319	531	1,034	2,905	3,353
Dame Helen Alexander	75	75	—	—	—	—	—	—	—	—	75	75	—	—	75	75
Lewis Booth CBE	80	80	10	4	—	—	—	—	—	—	90	84	—	—	90	84
Peter Byrom	20	60	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Sir Frank Chapman	75	75	3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Iain Conn	82	72	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ian Davis	292	—	2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
John McAdam	60	60	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
John Neill CBE	60	60	2	2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Sir Simon Robertson	126	370	2	7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Jasmin Staiblin	60	37	2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ian Strachan	26	75	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Total	3,441	3,365	540	451	2,024	2,024										

- 1: 業績目標すべて未達
- 2: 最低限の目標は達成
- 3: 目標を達成した場合
- 4: 最高額を達成した場合



コカ・コーラの取締役の説明



Robert A. Kotick

Director since 2012

Age: 51

Board Committees: Management D

Other Public Company Boards: Acti

Mr. Kotick is President, Chief Execut

company, and has held these positions since 2008. Mr. Kotick served as CEO of Activision Blizzard from 1991 to 2008.

Specific Qualifications, Attributes, Skills and Experience:



High Level of Financial Literacy

Over 22 years of experience as Chief Executive Officer of Activision Blizzard, Inc. and its predecessor companies in financial transactions.



Relevant Chief Executive Officer/President Experience

Served as Chief Executive Officer of Activision Blizzard, Inc.'s predecessor for over 17 years and as CEO of Activision Blizzard, Inc. from 2008 to 2012.



Broad International Exposure

President and Chief Executive Officer of Activision Blizzard, Inc., an interactive entertainment company with a global presence in North America, Europe, and Asia, whose software products are sold globally. In addition, he gained international business experience as CEO of Activision, Inc., a global technology company, from 2003 to 2008.

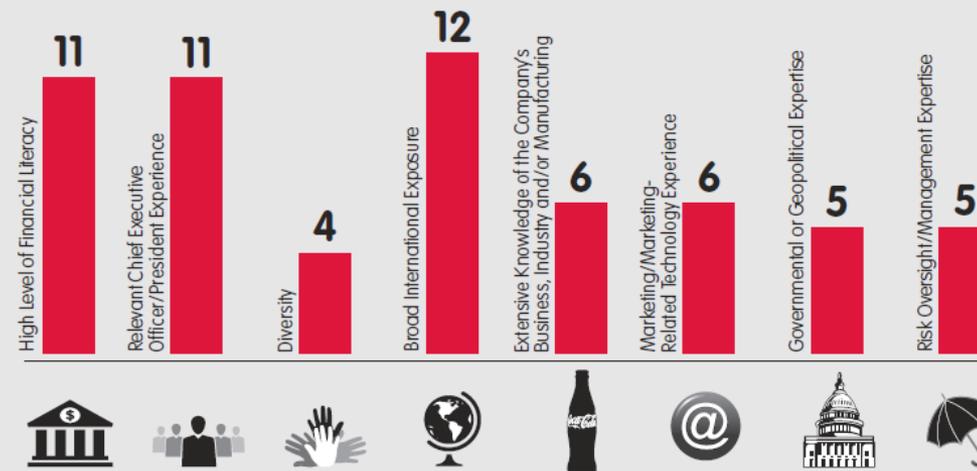


Marketing/Marketing-Related Technology Experience

Significant marketing and technology experience with Activision Blizzard, Inc. and its predecessor companies, including significant marketing insight about key demographic groups and utilization of technology and social media.

Our Director nominees bring a balance of relevant skills to our boardroom

The fact that an item is not highlighted for a Director does not mean that the Director does not possess that qualification, attribute, skill or experience.



取締役「個々人」にスーパーマンは求められていない。取締役会「全体」で必要な能力のバランスがとれていけばよいという考え。したがって、足りない分野は取締役教育等でバランスを保つ⇒その内容を開示

GEの各委員会の説明

BOARD NOMINEES AND COMMITTEE MEMBERS

All directors attended over 75% of the meetings of the Board and committees on which they served in 2013.

QUALIFICATIONS

-  Leadership
-  Technology
-  Global
-  Finance
-  Risk Management
-  Industry
-  Marketing
-  Government
-  Independent Director

James S. Tisch



Age: 61 Director Since: 2010

President & CEO, Loews

Other Boards: Loews and its consolidated subsidiaries (CNA Financial, Diamond Offshore Drilling)*



Risk Committee

CHAIR: Mr. Beattie
12 MEETINGS IN 2013

W. Geoffrey Beattie



Age: 53 Director Since: 2009

CEO, Generation Capital, & former CEO, The Woodbridge Company

Other Boards: Maple Leaf Foods, Royal Bank of Canada



Audit Committee

CHAIR: Mr. Warner
12 MEETINGS IN 2013

Robert J. Swieringa



Age: 71 Director Since: 2002

Professor of Accounting & former Dean, Johnson Graduate School of Management, Cornell University*



Mary L. Schapiro



Age: 58 Director Since: 2013

Vice Chair of Advisory Board, Promontory Financial Group & former Chair, SEC



James J. Mulva



Age: 67 Director Since: 2008

Former Chair & CEO, ConocoPhillips

Other Boards: General Motors, Statoil



Marijn E. Dekkers



Age: 56 Director Since: 2012

Chair of the Board of Management, Bayer AG

Other Boards: Bayer



Robert W. Lane



Age: 64 Director Since: 2005

Former Chair & CEO, Deere

Other Boards: BMW, Northern Trust, Verizon Communications



Francisco



Science &

James I.



Management

日本の経営者報酬の開示例

東証1部 サービス業

取締役及び監査役の報酬の額は、取締役全員及び監査役全員の報酬総額の最高限度額を株主総会の決議により決定し、各取締役の報酬額は、取締役会の授権を受けた代表取締役が、業績貢献や業務執行状況を勘案して決定し、各監査役の報酬額は、監査役の協議により決定しております。

東証1部 小売業

取締役及び監査役の報酬の額は、取締役全員及び監査役全員の報酬総額の最高限度額を株主総会の決議により決定し、各取締役の報酬額は、取締役会の授権を受けた代表取締役が、業績貢献や業務執行状況を勘案して決定し、各監査役の報酬額は、監査役の協議により決定しております。

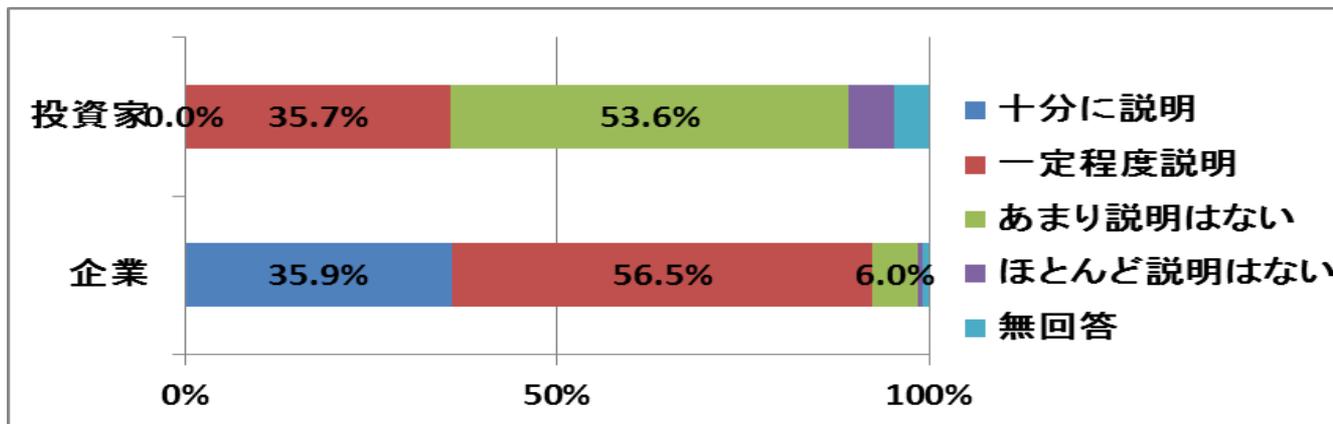
東証2部 窯業

取締役及び監査役の報酬の額は、取締役全員及び監査役全員の報酬総額の最高限度額を株主総会の決議により決定し、各取締役の報酬額は、取締役会の授権を受けた代表取締役が、業績貢献や業務執行状況を勘案して決定し、各監査役の報酬額は、監査役の協議により決定しております。

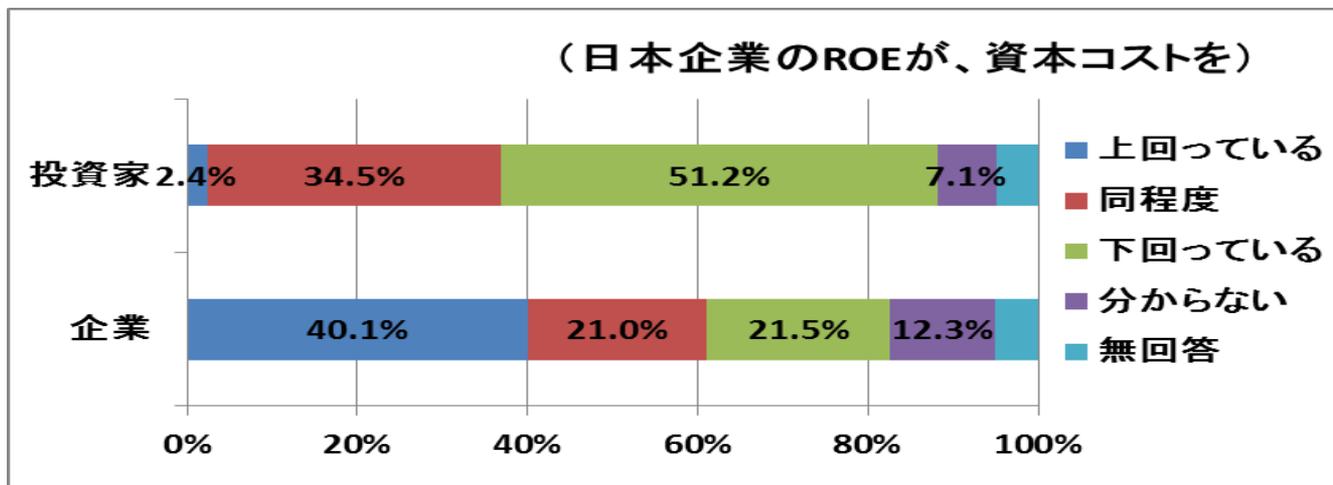
- ✓ 「従来型のIRでは、投資家はもっぱら質問し、経営者は説明に専念するという一方通行に陥りがちだった。「投資家の質問はいつも紋切り型だ」「経営者は聞きたいことに答えない(答えられない)」こんな不満に象徴される構図が続いてきたきらいがある」(伊藤レポート7頁)。

資本市場との意識ギャップ

配当政策説明に関する企業・投資家の認識



資本コストに対する日本企業のROE水準

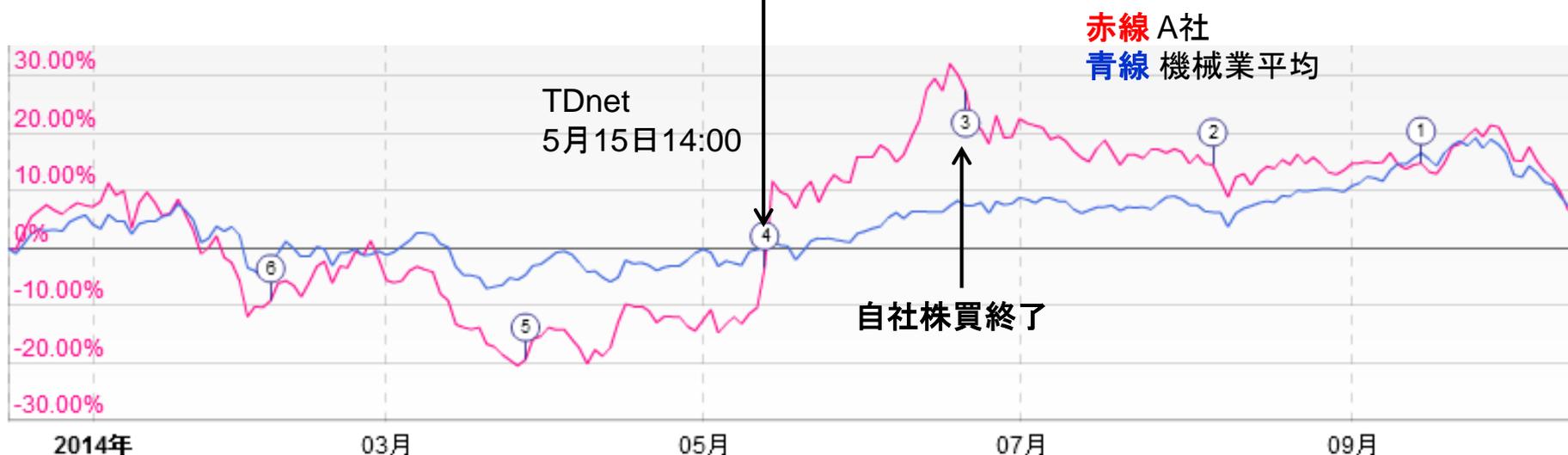


(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(2016年版)

短期的な株主対策の帰結(A社の事例)

具体的にはこれまで30~50%程度としておりました配当性向の目標を50%程度に変更し、また当期純利益の50%程度を目処に自己株式の取得を実施する方針です。

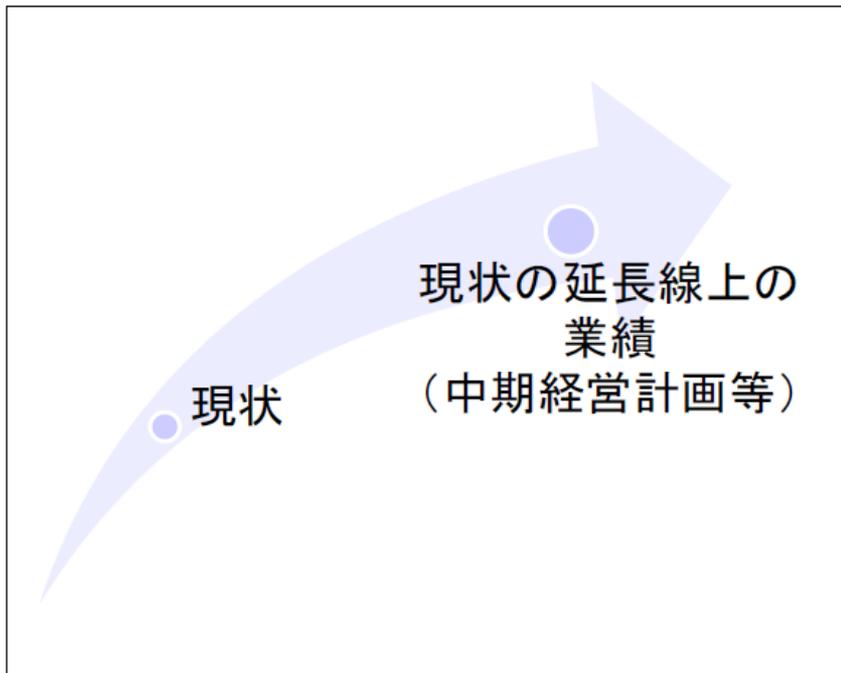
この方針は平成28年3月期までの期間としますが、その後も継続的な資本効率の改善に取り組んでまいります。



始点をどこから始めるかによって結果は異なるが、2014年初を起点とすれば、10月時点では業種平均株価との差異は消失。一過性の対処療法ではなく、中長期的に企業価値の向上、資本コストの低減に取り組むことが重要。

企業も実は短期的！？

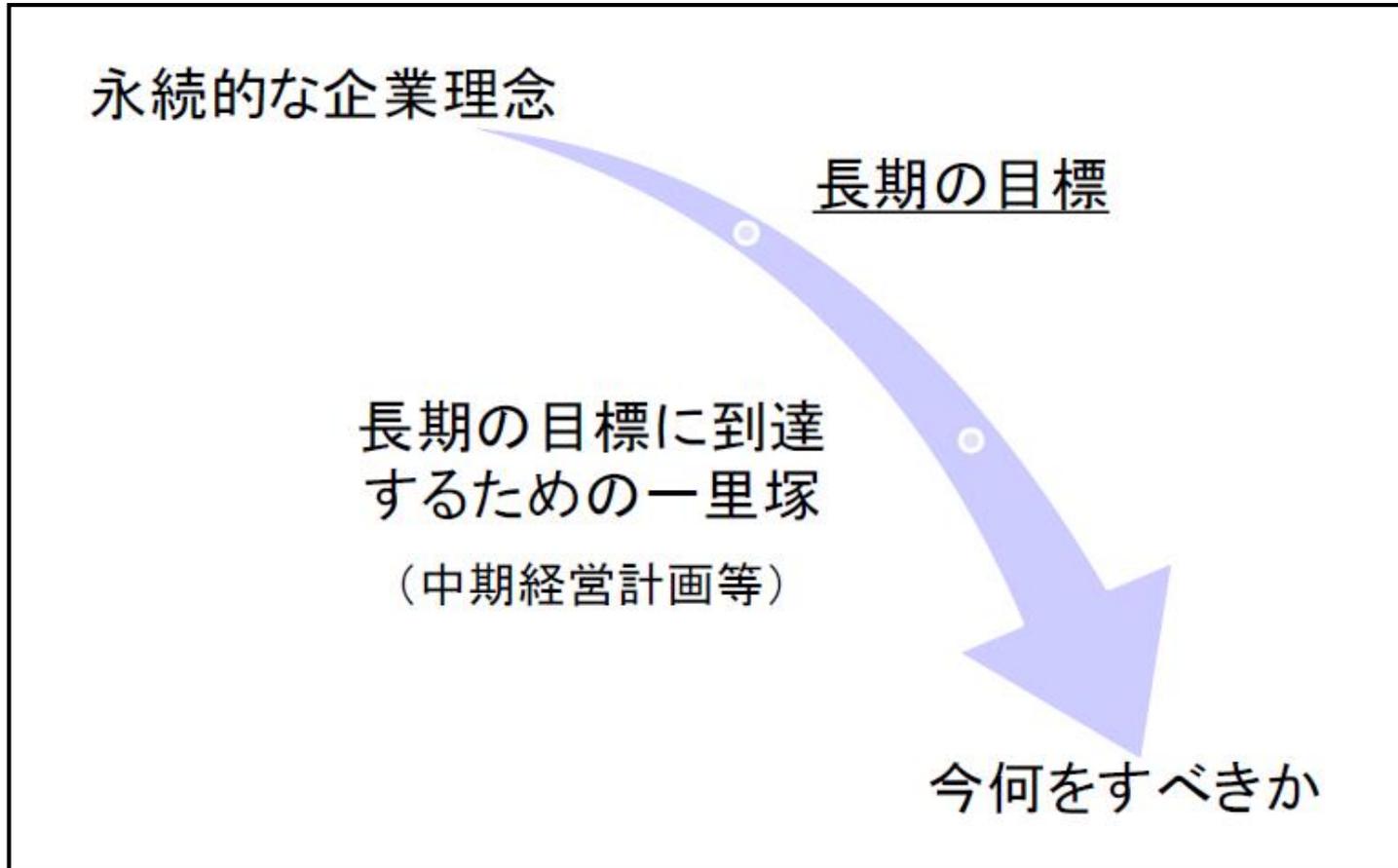
日本企業の短期・中期・長期の説明の例



永続的な
経営理念

ジェイ・ユーラス・アイアール 岩田 宜子 氏 資料より

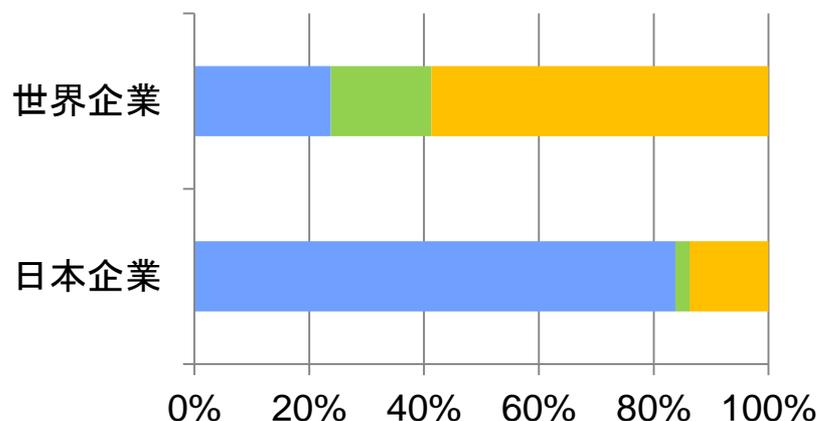
欧米はBack Casting型



ジェイ・ユーラス・アイアール 岩田 宜子 氏 資料より

日本企業と欧米企業の中期経営計画の比較

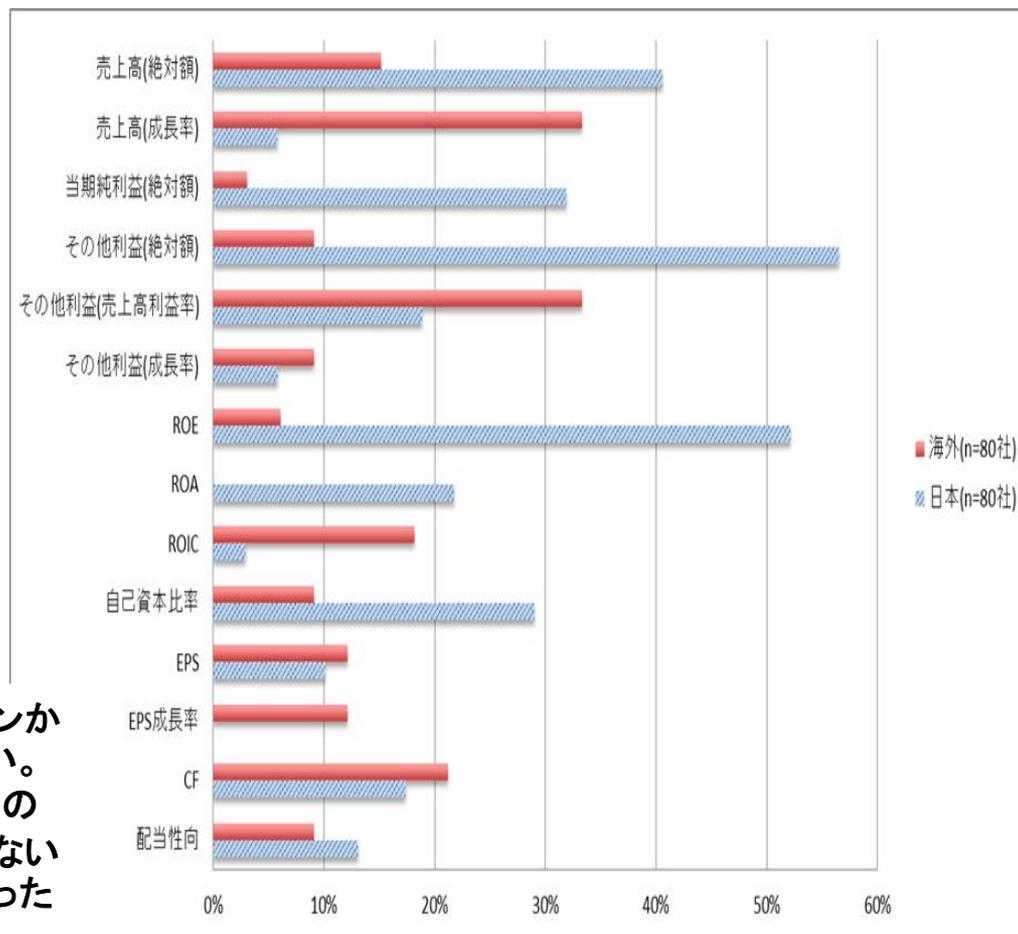
SPEEDA業種分類16業種で、売上高で日本トップ5と世界トップ5の計160社(16業種×5社×日本&世界)の中期経営計画を調査



- 中計有り、数値目標有り、達成年限有り
- 中計有り、数値目標のみ有り
- 中計無し

「世界の主要企業の投資家向けのプレゼンテーションから、ROEに言及しているものはほとんど見当たらない。投資家が、日本企業に対してROEにこだわっているのは、日本企業がこれまであまりにも資本効率を考えない経営をしてきたので、ROE重視を掲げざるをえなかったからです」

岩田宜子『中長期投資家を納得させるコーポレートガバナンス・コードのIR対応』p.18



外部環境変化に弱い“予算積み上げ型”計画



日本の株式市場の短期化、近視眼化

投資期間はどの程度か？

	日本	ドイツ	米国
数日	6.7	0.8	2.0
数週間	16.8	13.2	0.7
2-6カ月	49.2	59.3	20.8
6-12カ月	19.1	21.3	38.9
数年	8.2	5.4	37.6

トレンドフォローをするタイプか？

	日本	ドイツ	米国
非常に強い	2.4	2.3	1.4
強い	27.2	13.5	4.1
やや強い	32.8	34.4	15.5
やや弱い	17.3	24.3	27.0
弱い	15.3	17.0	35.1
非常に弱い	5.2	8.5	16.9

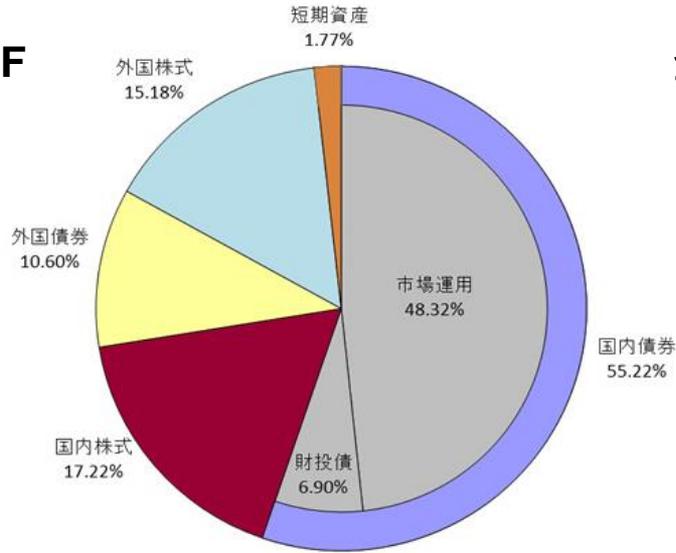
経済産業省「平成23年度総合調査研究報告書」(118頁)

- 日本は比較三か国でもっとも短期売買であり近視眼化が進んだ資本市場である。
- やはり構造上の問題があると考えべき。

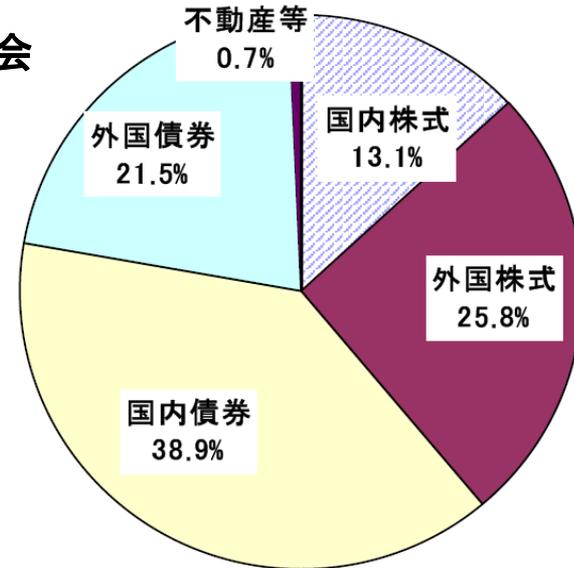
戦略的なIR・情報開示

年金のアセットアロケーション

GPIF



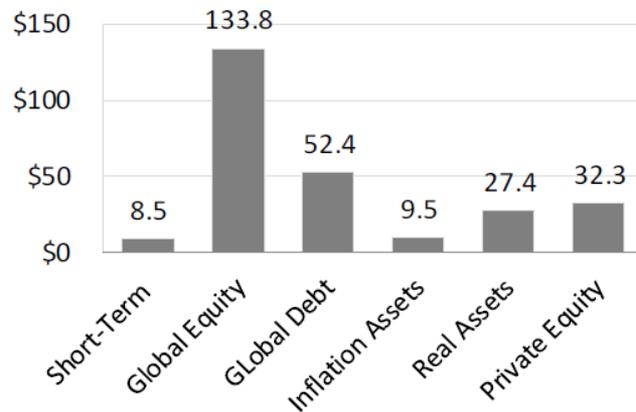
企業年金連合会



CalPERS

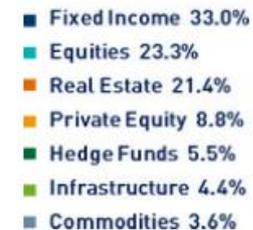
Defined Benefit Plans — Investment Types

(Dollars in Billions)



MERMES

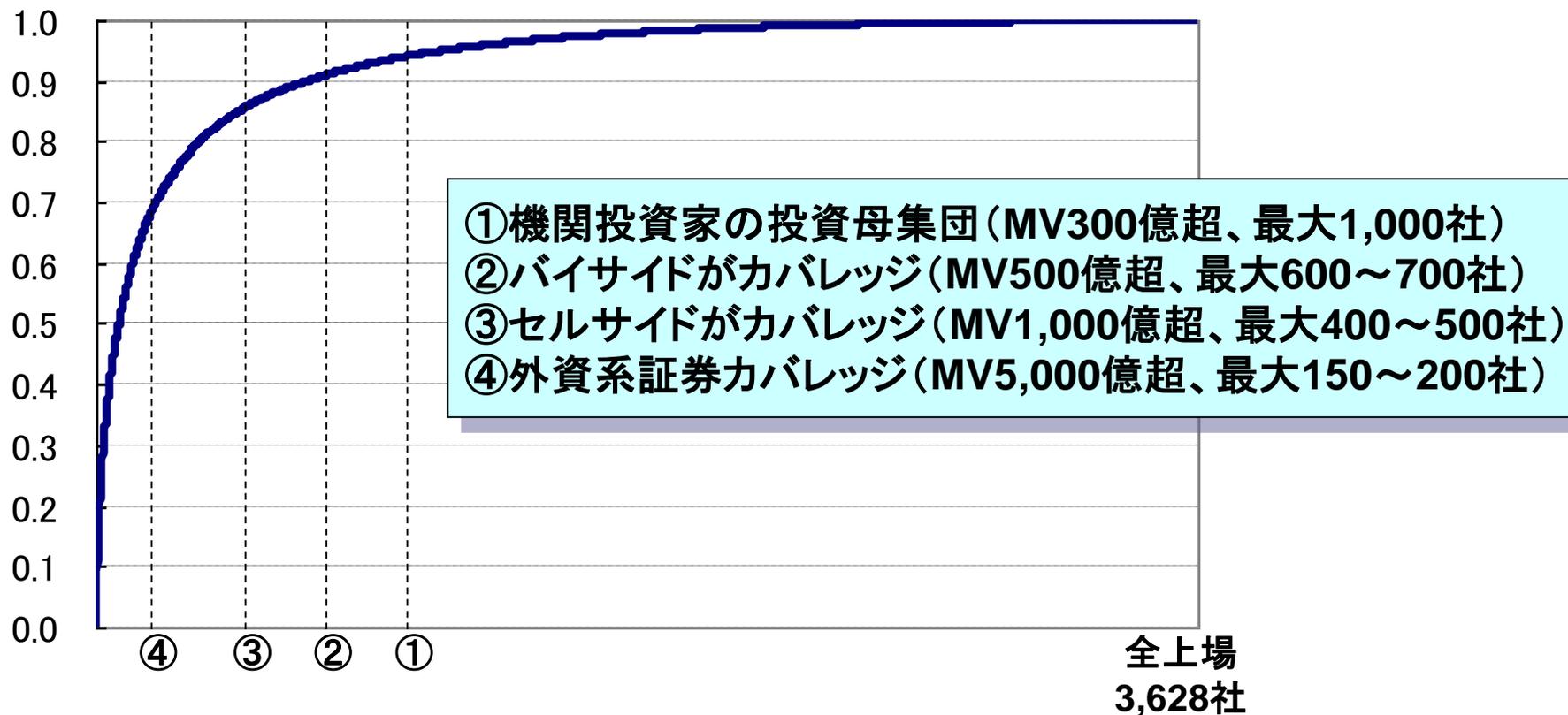
Breakdown by asset type



投資対象の概要

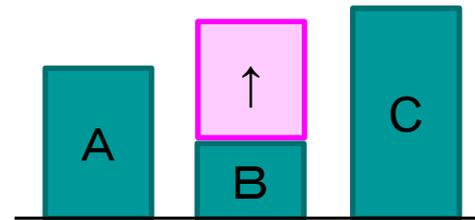
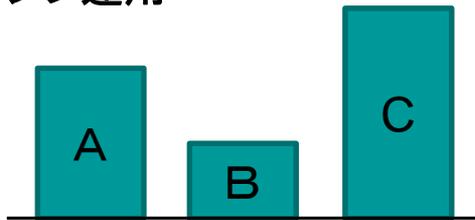
ある程度の時価総額(およそ300億円超)とある程度の流動性(最低3,000~4,000万円)がないと機関投資家は投資対象としない。

時価総額の累積(度数)

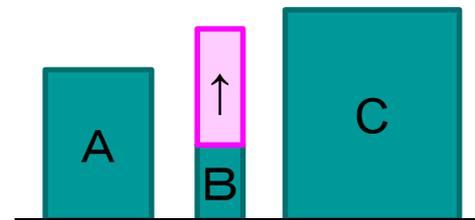
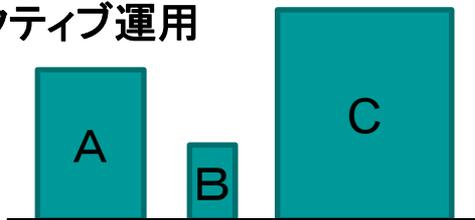


◆ (参考) 機関投資家も“対話”はあくまで補助手段

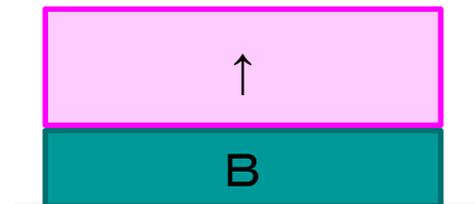
パッシブ運用



アクティブ運用



アクティビスト



スチュワードシップ活動

- ✓ 投資家の手数料の増加は「価値増分×手数料率」
- ✓ 手数料率は、(米国の研究では)パッシブが0.12%、アクティブが0.79%
- ✓ 手数料の増加以上の(スチュワードシップ活用による)費用増を望まない
- ✓ パッシブは、インデックス全体または他のパッシブ運用も価値が増加するので相対的な利幅は薄い
- ✓ アクティブは、恩恵がパッシブに大きく出るのでインセンティブが小さい
- ✓ アクティビストのスチュワードシップ活動に期待する声は米国でも意見が分かれている

より分かりやすい業績開示(決算短信簡素化の利用)

(株)丸井グループ (8252) 平成29年3月期 決算短信

平成29年3月期 決算短信【日本基準】(連結)

上場会社名 株式会社丸井グループ
 コード番号 8252 URL <http://www.010maruigroup.co.jp>
 代表者 (役職名) 代表取締役社長 (氏名) 青井 浩
 問合せ先責任者 (役職名) 財務部長 (氏名) 村井 亮介
 定時株主総会開催予定日 平成29年6月26日 配当支払開始予定日 平成29年6月27日
 有価証券報告書提出予定日 平成29年6月26日
 決算補足説明資料作成の有無 : 有
 決算説明会開催の有無 : 有 (機関投資家・アナリスト向け)

平成29年6月11日
上場取引所 東

(TEL) 03-3384-0101
平成29年6月27日

(百万円未満切捨て)

1. 平成29年3月期の連結業績 (平成28年4月1日～平成29年3月31日)

(1) 連結経営成績 (%表示は対前期増減率)

	売上収益	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属する当期純利益
	百万円	百万円	百万円	百万円
29年3月期	237,022	△3.6	31,253	5.5
28年3月期	245,867	△1.6	29,615	5.6
(注) 包括利益	29年3月期	19,331百万円 (27.2%)	28年3月期	15,196百万円 (34.9%)

	1株当たり当期純利益	潜在株式調整後1株当たり当期純利益	自己資本当期純利益率	総資産率	営業利益率	売上収益営業利益率
	円	円	%	%	%	%
29年3月期	80.24	80.24	6.7	4.1	13.2	
28年3月期	70.68	70.67	6.0	4.1	12.0	

(参考) 持分法投資損益 29年3月期 ー百万円 28年3月期 ー百万円

(2) 連結財政状態

	総資産	純資産	自己資本比率	1株当たり純資産
	百万円	百万円	%	円
29年3月期	806,575	274,339	34.0	1,196.23
28年3月期	730,126	282,101	38.6	1,161.81

(参考) 自己資本 29年3月期 273,883百万円 28年3月期 281,610百万円

(3) 連結キャッシュ・フローの状況

	営業活動によるキャッシュ・フロー	投資活動によるキャッシュ・フロー	財務活動によるキャッシュ・フロー	現金及び現金同等物期末残高
	百万円	百万円	百万円	百万円
29年3月期	△45,955	1,995	47,630	36,245
28年3月期	△35,310	△4,063	40,719	32,575

2. 配当の状況

	年間配当金					配当金総額(合計)	配当性向(連結)	純資産配当率(連結)
	第1四半期末	第2四半期末	第3四半期末	期末	合計			
	円	円	円	円	円	%	%	
28年3月期	—	11.00	—	11.00	22.00	5.427	31.1	
29年3月期	—	16.00	—	17.00	33.00	7.620	41.1	
30年3月期(予想)	—	18.00	—	19.00	37.00	—	40.4	

投資者が通期業績を見遇す際に有用と思われる情報
 平成30年3月期の連結業績予想 (平成29年4月1日～平成30年3月31日)
 (%表示は、通期は対前期、四半期は対前年同四半期増減率)

	売上収益	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属する当期純利益	1株当たり当期純利益	
	百万円	百万円	百万円	百万円	円	
第2四半期(累計)	117,500	1.1	14,500	10.1	14,500	9.9
通期	245,500	3.6	35,000	12.0	35,000	12.4
自己資本当期純利益率 (ROE) 予想	30年3月期通期 7.6%					

・小売事業の営業利益は78億円 (前年比△27%)、ほぼ計画通りの利益となりました。SC・定借化による収益改善が+20億円、ECの収益改善が+3億円ありましたが、定借化に伴う未稼働区画の増加や定借化されていない仕入区画の売上不振などによる影響が△52億円あり、その結果、前年に対しては29億円下回りました。

□ 2017年3月期小売事業の営業利益増減要因 □ SC・定借化の進捗状況

(注) 小売事業では、2019年3月期までに従来の仕入契約による百貨店型ビジネスから、定期借家契約に基づくSC型店舗への転換をすすめております。2017年3月期においては、SC・定借化を大きく進展させたことから、改装に伴う売場閉鎖などにより、未稼働面積が増加いたしました。

<フィンテック事業>

・フィンテック事業の営業利益は271億円 (前年比+17%)、5期連続の増益となりました。
 ・取扱高は1兆7,233億円 (前年比+17%)、ショッピングクレジットが前年から19%増と好調に推移いたしました。なかでも、ご利用方法の改善によりリボ・分割払いのご利用が増加、リボ・分割払いの残高は2,555億円 (前年比+25%)、前年から510億円の増加となりました。
 ・カード会員の新規入会は74万人 (前年比+2%)、博多マルイの閉店によりグループ内入会は前年に対し2万人増加いたしました。新規グループ外入会は提携カードの発行開始が下半期に集中したことなどから前年を下回りました。

□ 2017年3月期フィンテック事業の状況

	16年3月期	17年3月期	前年比	前年差
新規会員数	74	74	%	+1
(うちグループ外入会)	(17)	(16)	(94)	-1
カード会員数	613	636	104	+23
プラチナ/ゴールド	133	157	118	+24
ショッピング取扱高	1 1656	1 3906	119	+2250
(外部加盟店取扱高)	(1 0540)	(1 2747)	(121)	(+2207)
キャッシュ取扱高	1426	1363	96	-64
リボ・分割払い取扱高	2045	2555	125	+510
営業貸付金残高	1341	1406	105	+65
貸倒率	1.57	1.45	—	-0.12

自己資本当期純利益率 (ROE) 予想 30年3月期通期 7.6%

【招集通知】ピープル(招集通知で個別報酬開示)

② 個人別の報酬等の額

(単位：千円)

氏名	2014年1月期			2015年1月期		
	報酬委員会決議に基づく報酬			報酬委員会決議に基づく報酬		
	確定金額	不確定金額	合計	確定金額	不確定金額	合計
取締役兼代表執行役 桐 潤 千鶴子	20,000	—	20,000	20,000	—	20,000
取締役兼代表執行役 小 暮 雅 子	20,000	—	20,000	20,000	—	20,000
社外取締役 仙 田 潤 路	2,400	—	2,400	2,400	—	2,400
社外取締役 森 本 美 成	2,400	—	2,400	2,400	—	2,400
社外取締役 本 山 賢 司	2,400	—	2,400	2,400	—	2,400
社外取締役 市 川 正 史	2,400	—	2,400	2,400	—	2,400
執行役 藤 田 潤 子	13,000	—	13,000	13,000	—	13,000

(注) 報酬期間は每期5月度から翌年4月度の12ヶ月間となっています。従いまして2014年1月期は2013年5月度から2014年4月度まで、2015年1月期は2014年5月度から2015年4月度までが対象期間となります。

【招集通知】味の素(社外役員の所属元との取引関係)

3. 独立役員の属性・選任理由の説明

番号	該当状況についての説明(※4)	
1		橋企 てい 判が
2	当社は、齋藤泰雄氏が常務理事を務める公益財団法人日本オリンピック委員会との契約に基づく取引があり、2014年度は、 <u>114百万円</u> を支払っております。	齋 い 反
3	当社は、名和高司氏とコンサルティング業務委託契約に基づく取引があり、2014年度は、 <u>2百万円</u> を支払っております。	名 テ し と 虞
4	当社は、佐藤りえ子氏がパートナーを務める石井法律事務所と顧問契約に基づく取引があり、2014年度は、 <u>7百万円</u> を支払っております。	佐 務 監 ら、
5	当社は、塚原雅人氏が過去において業務執行社員を務めていた新日本有限責任監査法人と監査法人としての報酬を支払う取引等があり、2014年度は、 <u>312百万円</u> を支払っております。	塚 務 し、 い
6	当社は、藤村潔氏が過去において業務執行取締役を務めていた三菱商事株式会社と当社商品の販売、原材料等の購買に関する取引等があり、2014年度は <u>1,884百万円</u> を支払い、 <u>40百万円</u> を受け取っております。	藤 お 生 と

【招集通知】荏原製作所(就任「予定」委員会・能力の開示)

就任予定委員			当社が取締役候補者(社外及び非執行)に特に期待する分野※								
指名委員	報酬委員	監査委員	法務 リスク管理	人事・ 人材開発	財務・会計 資本政策	監査	企業経営 経営戦略	研究・開発	環境	社会	内部統制・ ガバナンス
◆									✳	✳	✳
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
◆	◆			✳			✳			✳	✳
		◆			✳		✳	✳		✳	✳
	◆		✳			✳				✳	✳
◆				✳						✳	✳
	◆			✳	✳		✳			✳	✳
		◆			✳	✳				✳	✳
		◆	✳						✳	✳	✳
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
		◆			✳	✳				✳	✳

指名委員…指名委員会委員候補者 報酬委員…報酬委員会委員候補者 監査委員…監査委員会委員候補者

※上記一覧表は、候補者の有する全ての知見を表すものではありません。

【招集通知】三井住友FG(兼業と「退任」の開示)

<p>候補者番号 1</p>	<p>おく まさゆき 奥 正之 昭和19年12月2日生</p>
 <p>再任</p> <p>■ 所有する当社の株式の種類及び数 普通株式 16,300株</p> <p>■ 当事業年度における取締役会への出席状況(出席率) 12回中すべてに出席(100%)</p>	<p>■ 略歴、当社における地位</p> <p>昭和43年4月 株式会社住友銀行入行 平成6年6月 同 取締役 平成10年11月 同 常務取締役 平成11年6月 同 常務取締役兼常務執行役員 平成13年1月 同 専務取締役兼専務執行役員 平成13年4月 株式会社三井住友銀行 専務取締役兼専務執行役員 平成14年12月 同 取締役辞任 平成14年12月 当社 専務取締役 平成15年6月 同 取締役退任 株式会社三井住友銀行 副頭取兼副頭取執行役員 平成17年6月 当社 取締役会長(現任) 株式会社三井住友銀行 頭取兼最高執行役員 平成23年4月 同 取締役辞任</p>
	<p>■ 重要な兼職の状況</p> <p>花王株式会社 取締役 株式会社小松製作所 取締役 中外製薬株式会社 取締役 パナソニック株式会社 取締役 南海電気鉄道株式会社 監査役</p>

【招集通知】トラスコ中山(「社員評価」と「意気込み」)

➤ “説明”率が高い原則は以下のとおり

原則	内容	“実施” 会社数	“説明” 会社数	“説明” 率
補充原則 4-11③	取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	676社	1,182社	63.6%
補充原則 4-11②	議決権の電子行使のための環境整備(例:議決権電子行使プラットフォームの利用等)、 招集通知の発行	820社	1,038社	55.9%

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」2016年1月

合計	評定1 経営感覚	評定2 公平・公正・誠実	評定3 客観性・中立性・常識	評定4 コンプライアンス	評定5 コミュニケーション	評定6 問題指摘・改善提案
16.9	2.8	2.8	3.2	2.9	2.6	2.7

- ④辛口コメントは、時に大きな効果を与えてくれます。もっとコミットの機会が増えることを期待します。 18
- ⑤当社課題について、社外非常勤役員の立場から専門的かつ客観的で厳しい意見を期待しています。 16
- ⑥一般的なルールに基づき、会社の方向性が社会から逸脱しないよう導いていただきたいと思います。 16
- ⑦会社の文化を理解し、正確な知識のもとに発言をしていただきたい。 15

健全な成長と確保のために



監査役は、株主の皆様から負託を受けた独立の機関として、企業の健全な持続的な成長と確保のために監査活動を果たすのが責務です。私は、財務及び会計に関する知見を有している社外監査役としての監査活動を通じて、当社の持続的な発展に積極的に貢献したいと存じます。

K. Kamakura
監査役 鎌倉寛保

第3号議案 監査役1名選任の件

本総会終結の時をもって監査役鎌倉寛保氏は任期満了となります。つきましては、監査役1名の選任をお願いするものです。なお、本議案につきましては、監査役会の同意を得ております。
監査役候補者は、次のとおりです。

鎌倉 寛保 (社外監査役候補者)

(昭和22年11月27日生 69歳 社歴3年)

【所有する当社株式の割合】
70株 (300株増)

【経歴、地位及び重要な経歴事項】
昭和46年(1971)11月 専任・青木監査法人入社
(現 有限責任監査法人トーマツ)
昭和48年(1973)5月 公認会計士登録
平成24年(2012)7月 当社監査役(非常勤)(現任)
株式会社ユーニオン機械監査役(非常勤)(現任)
平成25年(2013)3月 株式会社フジオワードシステム監査役(非常勤)(現任)

【社外監査役就任期間】
※監査会報誌の公表をもって3年6か月

【社外監査の候補者とする理由】
鎌倉寛保氏は、公認会計士としての長年の経験から企業経営に関する幅広い知識と高い見識を有するとともに、会計に関する専門的知見を有しており、その知見・見識と社外監査役としての客観的な立場から、当社経営に対し中立的・公正な意見を期待でき、社外監査役としての職務を適切に遂行できると判断したため、選任をお願いするものです。
社外役員への公表事項ページです(議決権番号17-20名のみが公開)

合計	評定1 経営感覚	評定2 公平・公正・誠実	評定3 客観性・中立性・常識	評定4 コンプライアンス	評定5 コミュニケーション	評定6 問題指摘・改善提案
16.9	2.8	2.8	3.2	2.9	2.6	2.7

＜評価コメント 責任者(無記名)20名より抜粋＞ (5/8)

- ①社外監査役として経営会議で客観的な意見ができる。 19
- ②当社の社情を理解しながら、社会常識目録での意見を聞くことで安定性に寄与されています。 19
- ③直前直後に選任です。自身の意見を率直に表している唯一の監査役。該は難題に、今の姿勢を貫いて欲しい。 16
- ④辛口コメントは、時に大きな効果を与えてくれます。もっとコミットの機会が増えることを期待します。 18
- ⑤当社課題について、社外非常勤役員の立場から専門的かつ客観的で厳しい意見を期待しています。 16
- ⑥一般的なルールに基づき、会社の方向性が社会から逸脱しないよう導いていただきたいと思います。 16
- ⑦会社の文化を理解し、正確な知識のもとに発言をしていただきたい。 15

健全な成長と確保のために

監査役は、株主の皆様から負託を受けた独立の機関として、企業の健全な持続的な成長と確保のために監査活動を果たすのが責務です。私は、財務及び会計に関する知見を有している社外監査役としての監査活動を通じて、当社の持続的な発展に積極的に貢献したいと存じます。

K. Kamakura
監査役 鎌倉寛保

【統合報告書】カプコン(社外取締役の発言)



小田 2015年と今回では、買収防衛策を取り巻く当社の状況は基本的には変化していると認識している。現在策定しているコンティンジェンシープランについても担当部門を含めてブラッシュアップすることになるが、対抗措置としては時間を要する部分もあり、買収防衛策によって防波壁となる期間をある程度定めておくことが望ましいという意味で、上程に賛成である。

佐藤 理想的にはコンテンツを守るためということは良く理解しているが、前回導入から2年が経ち、創業者等が20%以上持っている賛成しない投資家もいる状況下、経営陣は何を考え、なぜ買収防衛策を必要としているかという生の声を聞かなければ社外取締役として検討する意味がない。会社の戦略として、執行サイドから買収防衛策の必要性を社外取締役にに対して説明してもらいたい。

社本 買収防衛策に頼ることが良いわけではない。また、有事は必ず起こりうるということを認識して経営・執行もしなければならない。買収防衛策があるが故に、本来取り組むべき課題がおろそかにされている傾向があるのではないかと、という課題認識も必要である。買収防衛策の有無に多くの労力と活力と金をかけるのであれば、有事の際に判断・対応できるような備えをすべきである。この数年間の努力により安定的な利益の増大、それによる株価上昇と時価総額の増大を完成してきたが、これこそが本来の買収防衛策の目的である。

常に達成すべき指標であるが、仮に達成できなかった場合に、株主に対してどのように責任をとっていくのか、という点も含めて考えていかなければならない。

村中 買収提案の対応準備は、大変重要であり、防衛策の有無にかかわらず対応すべきテーマと考える。自身が弁護士として買収事業に関与する中で感じることは、有事に際して準備・対応できることは限られている、ということである。他社での敵対的買収案件では、危機管理チームが機能せず、平時において有事に備える対応ができていなかった。その意味で、平時における危機管理チームの設置やシミュレーションを踏まえた、マニュアルの策定等が必要であり、また、アドバイザーや弁護士を含めた体制についても検討してもらう必要があると考える。

社本 当社の買収防衛策は、買収者が従うべき手順を定めた仕組みである。定めた仕組みに沿わない形で買収を行ってきた場合、経営として話し合いの時間を確保するためのものである。一方で強い会社が弱い会社を買収するのは、経済行為として当然のことであり、経営が、自社が強いのか弱いのかの確信がなく、買収されることに対してあれこれ言うことが間違っている。筋を通さない手法では対応しない、という会社としてのポリシーがあるのであれば、買収防衛策は重要であるが、「今回限り」の記載は会社のポリシーに沿っていない。各々の持ち場に対しては、内容は非公開と

【統合報告】投資家の見る目と各社の事例

スチュワードシップ研究会が実施した投資家向けアンケート(2016年8月)

- ✓ 必要な数値情報は、短信、有報、取材等で得ており、アニュアルレポートから拾う数字はほとんどない(信託銀行)
- ✓ PR的な情報ばかりであり、経営者自らが語っている内容ではない(信託銀行)
- ✓ 経営者や社外取締役が自社の問題点を踏まえて書いているのなら読み応えはありますが、なかなか少ない(外資系AM)
- ✓ 社外取締役の対談などが多いですが、正直、会社をヨイショしている印象(エンゲージメントファンド)
- ✓ 会社のPR資料のように勘違い(エンゲージメント代行)
- ✓ 競合他社と比較した弱みや課題も同じ分量で書いてほしい(投資銀行)

紋切り型の開示の回避①

第三者意見

一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授 名和 高司氏



持続的に進化する経営モデル

2013年にボーダー賞を受賞されて以来、伊藤園の経営は年々さらなる進化を遂げています。ここでは「真・善・美」という3つの切り口から評価してみたいと思います。

「真」の観点においては、昨年制定されたSDGsへの取り組みをタイムリーに標榜していることが高く評価されます。これによって同社は、世界共通基盤に立ったグローバル企業としてさらに進化することが可能になります。

「善」の観点においては、「まち・ひと・しごと創生」を日本各地で展開している点が注目されます。地方創生が国家課題とされている中で、本業を主軸にコミュニティづくりに尽力する姿は、CSVの先進事例といえるでしょう。

「美」の観点においては、「明日のレガシー創出」に注力している点が特筆に値するでしょう。ゴールデン・スポーツ・ヤーズという好機をもらえて、お茶に代表される日本文化を発信することで、「和み」や「やすらぎ」といった価値観を世界に広げていくことができるはずです。

今回の報告書は、この伊藤園独自の経営モデルをわかりやすく伝える工夫が随所にみられます。非財務と財務との関連性がさらに明確になっている点も高く評価できます。

世界のレガシーを目指して

このたび、ビジネス誌「フォーチュン」の「世界を変える企業50社（2016年版）」で伊藤園が18位に選ばれました。日本企業としては最高ランキングという快挙です。

世界中で紛争や社会課題が高まる中、「真・善・美」を基軸とする伊藤園の経営モデルは世界を正しい方向に導くパワーを秘めています。「自然、健康、安全、良いデザイン、おいしい」という創業以来のコンセプトは、「からだ」に加えて「こころ」を対象にすることで、われわれを物心ともに豊かな世界へと導いてくれるでしょう。また文化の担い手としての「ヒトの育成」(ESD)の対象を、社員から顧客、コミュニティ、パートナーなどへと広げていくことで、世界中に共感の輪を協創していくことが可能になるはずです。

「お茶で世界を美しく」を目指して、伊藤園が「世界のティーカンパニー」という未来のレガシーの確立に向けてさらに邁進されることを、大いに期待しています。

第三者意見を受けて

当社のビジネス・モデルについて経営戦略のご専門の切り口からご評価をいただき、誠にありがとうございます。

今回は、昨年関連にて採択されました「持続可能な開発目標（SDGs）」を当社の体系に組み込みましたことを、敏感に感じ取っていただけたことに深く感謝いたします。

「世界のティーカンパニーとして、当社が新時代を築いていく」といった意気込みで、さらに深化した体系を構築していきたいと考えております。また、「サステナビリティ新時代」という時代を画するような内容で、且つ、読みやすさも追求した特集も掲載することで、ステークホルダーとのコミュニケーションに役立つような内容に仕上がったことを

お褒めいただき、大変感謝いたします。

当社が世界のティーカンパニーとして、国内のみならず世界の課題解決のために、ご指摘の「ESDの対象を、社員から顧客、コミュニティ、パートナーなどへと広げていく」ことで、協創したレガシー創出を実現できるよう、取り組みを一層加速してまいります。

常務執行役員 CSR推進部長
CSR推進委員会副委員長
環境委員会委員長
コンプライアンス委員会オブザーバー
笹谷 秀光



紋切り型の開示の回避②

財務サマリー

現在、伊藤園グループは、中間決算の目標として経営指標の一つであるROE10%を掲げています。
その背景として、1990年のバブル経済崩壊後、伊藤園では役員報酬を削減し、企業統治(コーポレートガバナンス)を強化するため、成果主義に基づく役員報酬と業績連動性が重視され、2002年7月に役員報酬金・賞与を廃止し、2004年4月に業績連動報酬のストックオプションを導入されました。

その過程において現在、経営指標として、6つの指標が算出されました。成長性(売上)、収益性(営業利益・EPS)、効率性(ROE)と資金収益力(営業キャッシュフロー)および株主還元(株主資本配当率)となっております。それらを踏襲して企業活動をしています。その一例として、伊藤園のROE算出の構成を説明する下記のとおりになります。



原料調達からマーケティングまでの収益性の追求

国内茶葉100%にこだわる当社の国内茶葉茶取扱い比率は約4分の1に達しています。バリューチェーンの起点として、茶葉産地産業者などによる原料調達に、収益性の向上と安定性に貢献し、原価段階から収益性に寄与し、高い売上高当期利益率を実現しています。また、重要に応じた弾力的な生産量の調整、パッケージの強みに即した最適生産ラインの活用、パッケージ間の競争による技術イノベーションの成果の享受といった面が、効率性の高いバリューチェーンマネジメントをもたらし、変動費レベルでの収益性向上に寄与します。

さらに、全国に199ある営業拠点を主としてルートセールスを含めた営業員約1,000人が、お客様の戸を直接叩くが、マーケティングへと活用するビジネスモデルを確立しています。

スリムなB/Sマネジメントによる効率性の追求

当社はファブレス方式による固定資産投資の抑制を行い、原因として設備投資は減価償却費の範囲内で実施するように財務体質の強化を実践しています。

資本効率と健全性の両方に配慮

当社独自の強みを活かしたP/L、B/Sマネジメントに基づき、配当性向40%を実現する原資を確保しつつ、健全な財務体質を保ち、格付水準を維持しています。内部留保およびキャッシュを真正水準にコントロール、適宜、将来的な成長実現へ向けたM&Aなどの戦略的投資等へも配分が可視になります。ROEマネジメントの一環としての資本政策は、資本効率も念頭に置いた適切な資本構成を構築するプロセスとなります。

VOICE

ESG価値を高める独自のビジネスモデルと一体化した財務マネジメント

近年、財務情報からの投資尺度だけでなく、Environment(環境)、Social(社会)、Governance(ガバナンス)などの非財務情報も考慮しつつ、収益を追求する投資手法「ESG投資」が全世界の資本運用において存在感を示し、日本でも注目されています。当社は、バリューチェーンの各面における独自の強みを活かす財務マネジメントを行い、株主資本コストを意図した利益水準を確保しながら、消費者ニーズにお応えできるイノベーションを継続的に創出できる企業を目指しています。

取締役副社長 渡辺 賢

主要財務指標(過去5年間)(連結)

	(単位)	2012年4月期	2013年4月期	2014年4月期	2015年4月期	2016年4月期
P/L						
売上高	(百万円)	369,284	403,957	437,253	430,541	465,579
営業利益	(%)	+5.0	+9.4	+8.4	-1.6	+8.1
営業	(百万円)	332,292	351,807	363,461	351,754	365,276
ITO EN (North America)INC.	(百万円)	5,476	6,487	7,933	9,340	28,896
テアーズ	(百万円)	19,383	21,071	23,865	26,076	27,751
テアーズ	(百万円)	10,678	11,036	12,750	11,384	13,860
営業率	(%)	92.3	92.4	92.4	91.8	92.0
営業営業費	(百万円)	136,164	171,837	180,201	196,016	201,574
売上高比	(%)	42.8	42.5	41.6	45.5	43.3
営業利益	(百万円)	18,967	20,750	21,100	11,193	17,241
営業率	(%)	5.1	5.0	4.8	2.6	3.7
売上高営業利益	(百万円)	16,131	16,834	16,060	6,478	11,934
ITO EN (North America)INC.	(百万円)	394	471	530	95	1,489
テアーズ	(百万円)	2,008	2,681	3,178	3,572	2,879
テアーズ	(百万円)	63	-119	212	87	753
営業利益	(百万円)	17,085	19,014	20,518	11,279	15,074
営業率	(%)	4.6	4.9	4.7	2.6	3.2
特別利益	(百万円)	37	270	419	49	205
特別利益	(百万円)	83	703	301	384	153
総合計売上に関する当期純利益	(百万円)	9,249	13,244	12,096	7,220	8,615
営業率	(%)	2.5	2.8	2.8	1.7	1.9
B/S						
総資産	(百万円)	224,841	244,376	258,620	285,467	287,202
流動資産	(百万円)	121,549	123,074	139,807	151,527	154,317
現金・預金	(百万円)	43,877	44,856	46,412	48,022	53,729
固定資産	(百万円)	37,181	40,750	46,923	53,512	53,551
固定資産	(百万円)	103,294	115,945	119,012	132,150	128,185
固定資産	(百万円)	66,668	75,389	76,126	89,115	81,018
固定資産	(百万円)	22,503	24,803	27,669	34,062	27,154
負債総額	(百万円)	118,833	131,028	138,110	158,185	160,486
流動負債	(百万円)	64,258	70,880	80,440	76,038	100,756
固定負債	(百万円)	54,575	60,147	57,670	82,146	59,729
総負債	(百万円)	113,588	131,588	137,596	152,781	137,915
負債割合	(%)	28,954	30,747	30,717	35,908	34,111
流動比率	(%)	190.1	182.0	173.8	202.0	158.3
自己資本比率	(%)	47.3	46.3	46.3	44.4	43.9
負債比率	(%)	112.7	115.5	115.5	124.7	122.2
キャッシュフロー(調整前)						
営業CF	(百万円)	21,462	24,042	24,300	17,251	30,885
営業CF	(百万円)	-8,067	-9,772	-4,988	-9,242	-8,150
フリーキャッシュ・フロー	(百万円)	13,394	14,269	19,312	8,009	22,735
営業CF	(百万円)	6,290	-16,451	-18,147	-4,835	-18,038
営業CF	(百万円)	4,011	6,639	4,889	1,712	8,603
減価償却費	(百万円)	10,892	13,769	15,140	15,653	16,075
の法人債引当	(百万円)	1,448	1,190	1,332	1,326	1,824
その他						
ROA	(%)	8.9	10.3	10.4	5.9	6.8
ROE	(%)	4.4	4.8	4.8	2.7	3.0
ROE(調整後)	(%)	20.1	26.5	22.8	44.0	49.9
ROE(調整後)	(%)	14.2	18.4	16.2	28.9	24.3
ROE(調整後)	(%)	1.7	2.5	2.2	2.4	3.3
ROE(調整後)	(%)	1.8	2.3	1.8	1.9	1.8
EPS(調整後)	(円)	72.18	88.64	95.77	56.60	67.37
EPS(調整後)	(円)	82.18	98.64	105.77	66.60	77.37
EPS(調整後)	(円)	856.76	923.24	974.36	1031.19	1,026.26
EPS(調整後)	(円)	861.76	928.24	979.36	1036.19	1,031.26
1株当たり純利益	(円)	38.0	38.0	38.0	35.0	40.0
1株当たり配当金	(円)	48.0	48.0	49.0	50.0	50.0
配当性向(調整後)	(%)	52.6	42.9	40.7	70.7	59.4
配当性向(調整後)	(%)	58.4	48.7	46.3	75.1	64.6
配当性向(調整後)	(%)	54.4	44.5	42.4	72.0	63.0
当期末人当利益比率	(%)	6.5	12.5	13.3	14.3	17.7
ROE(調整後)	(円)	125,459	123,459	123,459	123,459	123,459
調整後	(円)	91,212	89,212	89,212	89,212	89,212
調整後	(円)	34,246	34,246	34,246	34,246	34,246
調整後	(円)	1,448	2,345	2,185	2,490	3,360

財務に関する詳細は、以下のサイトをご参照ください。
https://www.iitoen.co.jp/finance_jr/library/

事業ポートフォリオの強みと“弱み”の開示例

今後の外部環境



◆今後の外部環境の変化

- ・デフレ脱却の流れや各種税制改正などによる、消費の更なる多様化・多価値化の進展
- ・新興国経済の成長鈍化、グローバルな大型再編の進行などによる「リスクと機会」の顕在化
- ・ガバナンス・コードなどに応じた、経営スタイルやステークホルダーの中長期的視点へのシフト

◆事業ポートフォリオにおける主なSWOT

※青字：国内 茶字：海外

<ul style="list-style-type: none"> ・国内ビール類の市場シェアNo.1 (ビールだけの市場シェアは50%) ・国内飲料の市場シェア第3位 ・カテゴリートップクラスの食品ブランド・事業を保有 ・オセアニア、東南アジア、中国での有力ネットワーク 	強 み S	弱 み W	<ul style="list-style-type: none"> ・少子高齢化などによる酒類・飲料市場の成熟化 ・デフレ環境下で続いた厳しい競争環境 ・国際事業の売上高構成比14% ・グローバル大手企業による寡占化の進行
<ul style="list-style-type: none"> ・デフレ脱却や税制改正などによる消費の多価値化 ・健康機能性カテゴリーなど高付加価値化の進展 ・東京オリンピック開催や「和食」の文化遺産登録 ・新興国を中心とした酒類・飲料市場の成長 ・グローバル再編などによる進出機会の拡大 	O 機 会	T 脅 威	<ul style="list-style-type: none"> ・景気低迷などによる想定以上の市場縮小 ・各種税制改正による競争環境の悪化 ・進出地域（オセアニア、東南アジア、中国）の景気減速 ・グローバル大手企業の攻勢などによる競争激化

アサヒグループホールディングス「中期ビジョン&中期経営計画」(2016年2月)

もったいないネガティブチェックを回避する

- ✓ オランダのある機関投資家は、「役員選任にあたりES要素を考慮していない場合は反対を投じる」と表明している。日本企業では社長が新役員を決めるので、そのような明文はないため、ついつい「ありません」と答えてしまう。ただ、たとえば「ハラスメントで懲罰を過去に受けた者は役員候補から外す」といった内規は通常はあるはずで、それを説明すれば済む話であり、もったいない。
- ✓ 英国現代奴隷法

The screenshot shows the CAPCOM IR website. The main content area is titled "英国現代奴隷法(“奴隷法”)に関する表明" (Statement on the UK Modern Slavery Act 2015). The text states: "当社は、英国で施行されたUK Modern Slavery Act 2015に対し、同国においてもビジネスを展開する事業者として、2016年度の表明をしています。" (Our company, as a business operator in the UK, has issued a statement for the 2016 fiscal year in response to the UK Modern Slavery Act 2015, which is implemented in the UK.) Below the text, there is a link to the statement: "英国現代奴隷法(“奴隷法”)に関する表明(2016年度)(英文) (PDF: 760KB/2ページ)". There is also a section for the Japanese translation titled "仮訳(和文)".

現在進行中の施策

SDGsの本格化



- ✓ 国連が15年に一度、長期目標を公表する。2015年にSDGsが公表され、先進国を巻き込んで大々的に展開している。
- ✓ 日本では非財務情報、ESG、CSR、CSVなど用語が乱立し、それぞれの違いに関する議論が多いが(言霊信仰?)、欧米ではコンセプトが合っていれば用語はあまりに気にせず、どんどん取り入れている。
- ✓ 機関投資家がこれに乗っているため(日本ではGPIF)、企業としても対応が必至。

伊藤園

“本業を通じた(=企業価値向上に資する)”SDGsがKeyword

コマツの強みが活かせる事業活動そのものをCSR活動と位置づけ 本業を通じて、社会の要請に応える

本業を通じた活動

生活を豊かにする

- ✓ インフラ整備と生活の向上に貢献する製品やサービスの提供
- ✓ イノベーションによる生産性/安全性向上・効率化・省エネルギー促進
- ✓ 製品の稼働現場と事業所における環境対応
- ✓ 製品のライフサイクルにおける環境負荷低減



- ✓ 「これはやっていません」「やりません」という勇気を(やっていないことも堂々と開示)。部門間の意識共有がとても大事に(人事部の例)
- ✓ GPIFはネガティブスクリーニングではなく、ポジティブスクリーニング。かつ、開示情報のみを使用
- ✓ 今後13年間にわたり続くので、やるにしてもやらないにしても、“覚悟”が必要

■ 5つの評価項目の開示状況 (時価総額上位500社ベース)

開示指標数 (5つのうち)	開示企業比率
1項目	20.0%
2項目	5.6%
3項目	8.0%
4項目	19.2%
5項目	47.2%



ペナルティ
20%減額
15%減額
10%減額
5%減額
減額なし

KOMATSU

4. 今日の社会課題 (SDGs) とCSR重点分野の関連性

コマツの重点分野と関連の強い目標

8 働きがいも経済成長も



経済成長と雇用促進

11 住み続けられるまちづくりを



安全かつ持続可能な都市実現

9 産業と技術革新の基盤をつくろう



強靱なインフラ整備、持続可能な産業促進と技術革新推進

13 気候変動に具体的な対策を



気候変動への対策

その他の注目点

政策保有株式

- ✓ コーポレートガバナンス・コードの改定は今のところ計画されていないが、「フォローアップ会議(検討会議)」では政策保有株式の縮減および政策保有株式の議決権行使の透明性向上に関心が強まっている。

議決権行使個別開示

- ✓ 機関投資家の議決権個別開示が2017年6月総会から開始。各社の行使結果(他社との比較を含む)、投資家との対話が重要に。
- ✓ 政策保有株式の問題があらためて浮き彫りに。一方でパッシブ運用の弊害も露呈。

長文監査報告書

- ✓ アジアでは2016年12月期、EUでは2017年12月期から開始。
- ✓ 日本でも金融庁が検討開始(おそらく、制度化は必至)。その場合には注記情報の開示拡充がなされると思われる(現在、経団連が抵抗中)。

長文監査報告書(ロールス・ロイスの例)

INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT

to the members of Rolls-Royce Holdings plc only

OPINIONS AND CONCLUSIONS ARISING FROM OUR AUDIT

1 OUR OPINION ON THE FINANCIAL STATEMENTS IS UNMODIFIED

We have audited the financial statements of Rolls-Royce Holdings plc for the year ended 31 December 2015 set out on pages 107 to 166.

In our opinion:

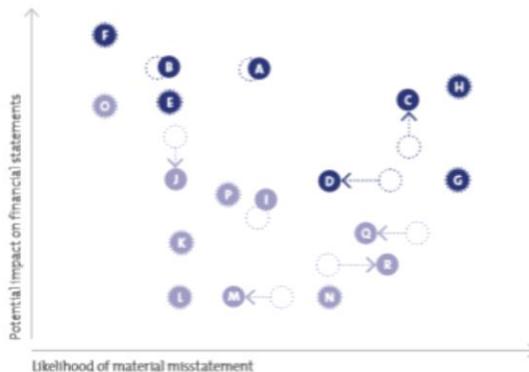
- the financial statements give a true and fair view of the state of the Group's and of the parent company's affairs as at 31 December 2015 and of the Group's profit for the year then ended;
- the Group financial statements have been properly prepared in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union (Adopted IFRS);
- the parent company financial statements have been properly prepared in accordance with UK Accounting Standards, including FRS 101 *Reduced Disclosure Framework*; and
- the financial statements have been prepared in accordance with the requirements of the Companies Act 2006 and, as regards the Group financial statements, Article 4 of the IAS Regulation.

2 OUR ASSESSMENT OF RISKS OF MATERIAL MISSTATEMENT

When planning our audit, we made an assessment of the relative significance of the key risks of material misstatement to the Group financial statements initially without taking account of the effectiveness of controls implemented by the Group. This initial assessment is shown below in the output from our Dynamic Audit planning tool. As there has been no significant change in the Group's operations or in our assessment of materiality these key risks are the same as in the prior year, though there have been some changes in the significance to our audit of some of the risks.

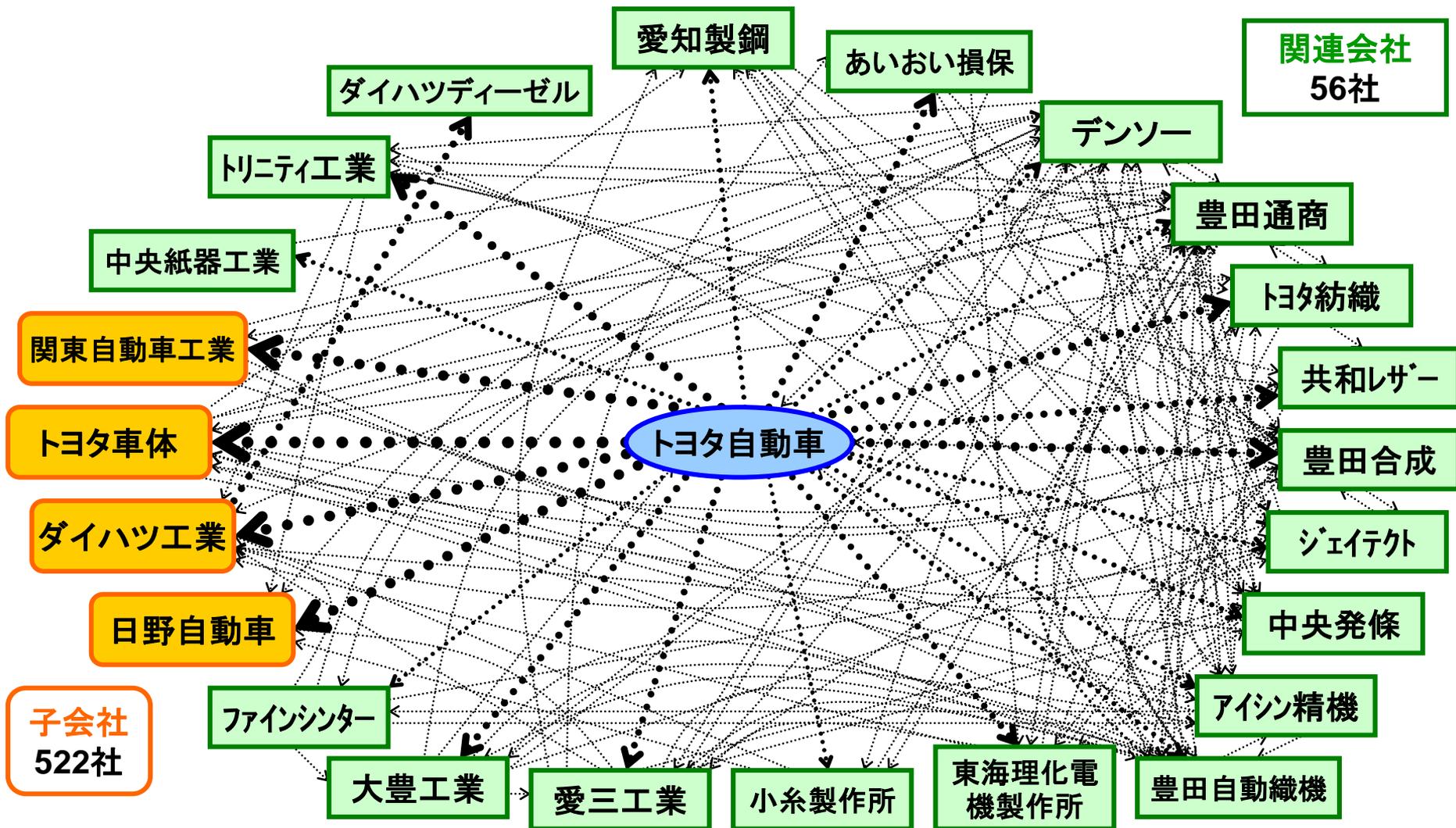
Of the 18 key risks identified, we describe below (i) the eight risks of material misstatement that had the greatest effect on our audit (those in dark blue on the risk map – the descriptions of risks include an explanation for the changes in significance of these risks from last year), (ii) our key audit procedures to address those risks and (iii) our findings from those procedures in order that the Company's members as a body may better understand the process by which we arrived at our audit opinion. Our findings are the result of procedures undertaken in the context of and solely for the purpose of our statutory audit opinion on the financial statements as a whole and consequently are incidental to that opinion, and we do not express discrete opinions on separate elements of the financial statements.

Dynamic Audit planning tool



- | | |
|---|--|
| A The pressure on and incentives for management to meet revised revenue and profit guidance | F Determination of development costs to be capitalised (see page 115) |
| B The basis of accounting for revenue and profit in the Civil Aerospace business | G The basis of accounting for contractual aftermarket rights (see page 113) |
| C The measurement of revenue and profit in the Civil Aerospace business | I Determination of the amortisation period of development costs and CARs (see page 119) |
| D Recoverability of intangible assets in the Civil Aerospace business | M The basis of accounting for Risk and Revenue Sharing Arrangement (see page 114) |
| E Liabilities arising from sales financing arrangements | N Estimating provisions for warranties and guarantees (see page 116) |
| F Bribery and corruption | O Valuation of derivatives and hedge accounting (see page 118 and 119) |
| G The presentation of 'underlying profit' | P Measurement of post retirement benefits (see page 115) |
| H Disclosure of the effect on the trend in profit of items which are uneven in frequency or amount | Q Accounting for uncertain tax positions and deferred tax assets (see page 116) |
| I Measurement of revenue and profit on long term contracts outside the Civil Aerospace business (see page 115) | R Valuation of goodwill (see page 115) |

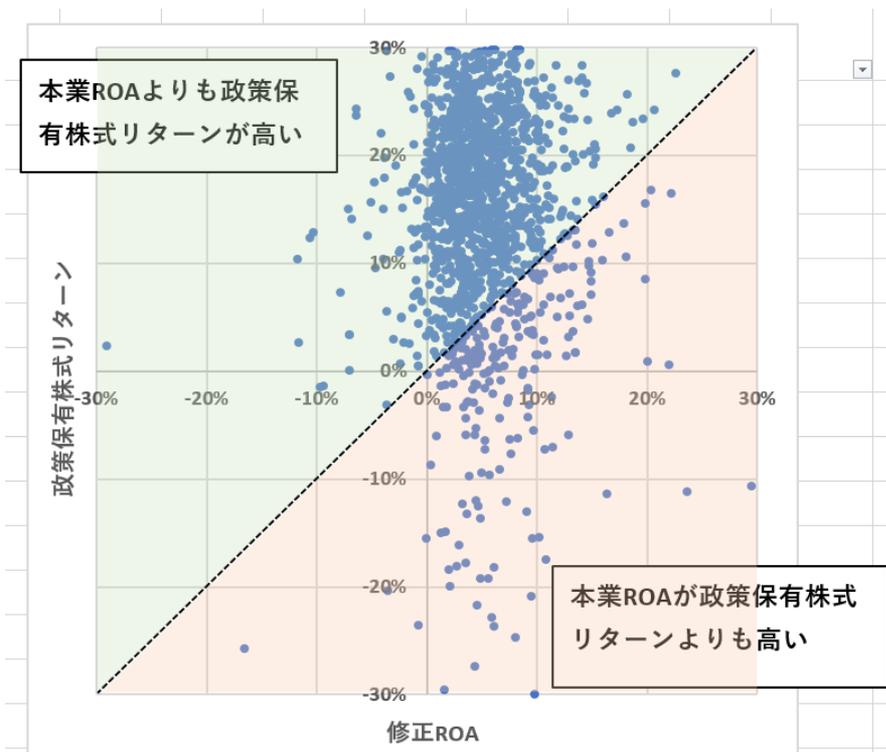
トヨタグループの株式相互持ち合い



トヨタグループの上場関係会社各社の10年3月期の有価証券報告書より筆者作成。矢印の太さは持ち株比率を表している。

政策保有株式のリスク要素

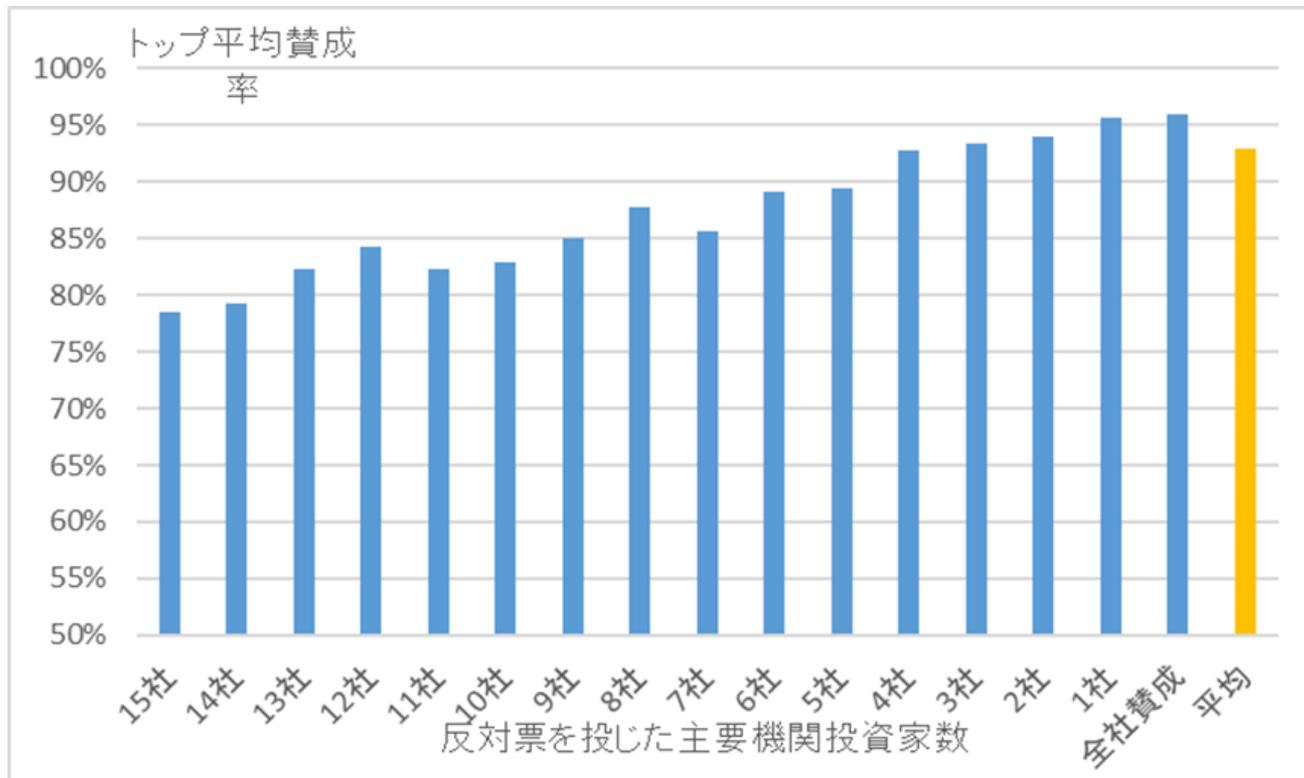
2015年度のROA(横軸)と政策保有株式リターンの比較



2016年3月期は市場平均が上昇しているため、本業ROAよりも政策保有株式リターンの方が高い企業がほとんど
⇒逆に、同程度に市場平均が下がった場合には大きなリスク要因に

“VOICE”が通じない状況

- ✓ 2017年3月期から機関投資家の議決個別開示が開始
- ✓ 3月末決算企業を1,000社以上保有する18主要投資家のトップ反対社数と賛成率



投資家名
大和証券投資信託委託
第一生命
大和住銀投信投資顧問
三井住友信託銀行
アセットマネジメントOne
日興AM
野村AM
三菱UFJ国際投信
住友生命
三菱UFJ信託銀行
りそな銀行
みずほ信託銀行
三井住友トラストAM
アムンディ・ジャパン
ニッセイAM
三井住友AM
りそなAM
明治安田AM

【HP】ソフトバンクの政策保有株式の含み損益開示

時価総額

国内 2017年11月28日 15:00 現在（日本時間）

（単位：億円）

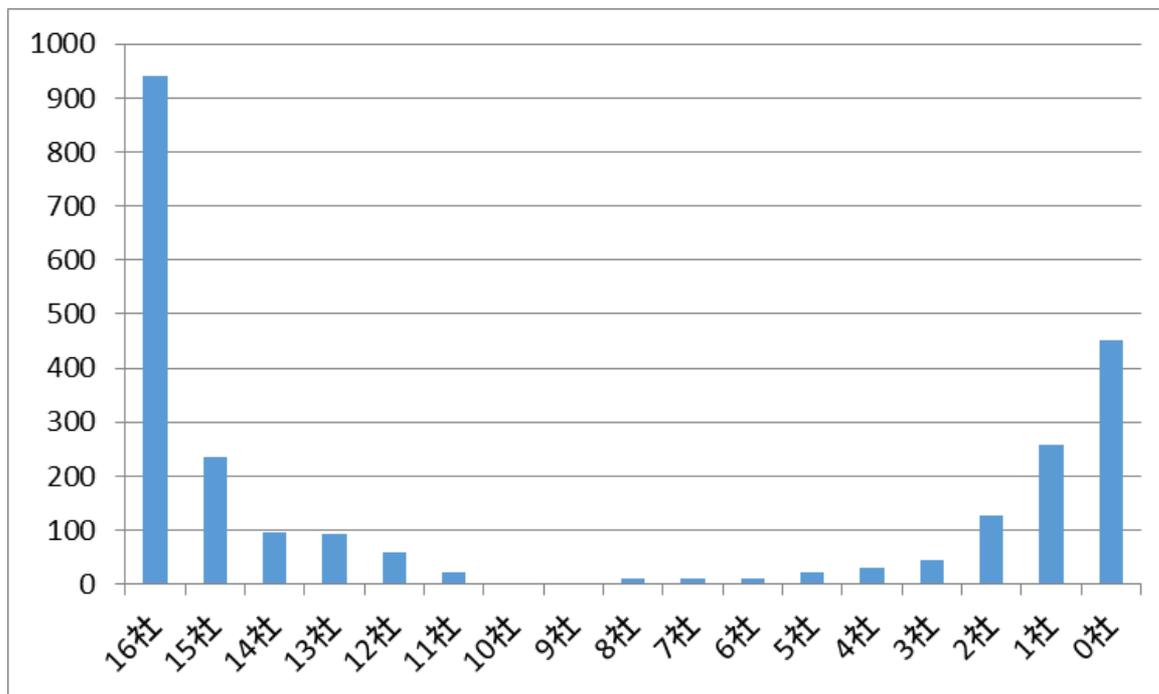
銘柄	時価総額	当社保有時価総額	含み損益
ヤフー	28,995	12,447	12,385
ソフトバンク・テクノロジー	420	206	205
アイティメディア	132	68	52
ベクター	74	31	16
サイジニア	38	12	(10)

海外 2017年11月27日 16:02 現在（米国東部時間）

（単位：億円、1米ドル=111.207円で換算）

銘柄	時価総額	当社保有時価総額	含み損益
Sprint	27,354	22,650	2,951
Alibaba Group Holding	536,620	156,199	155,825
Renren	741	291	(126)

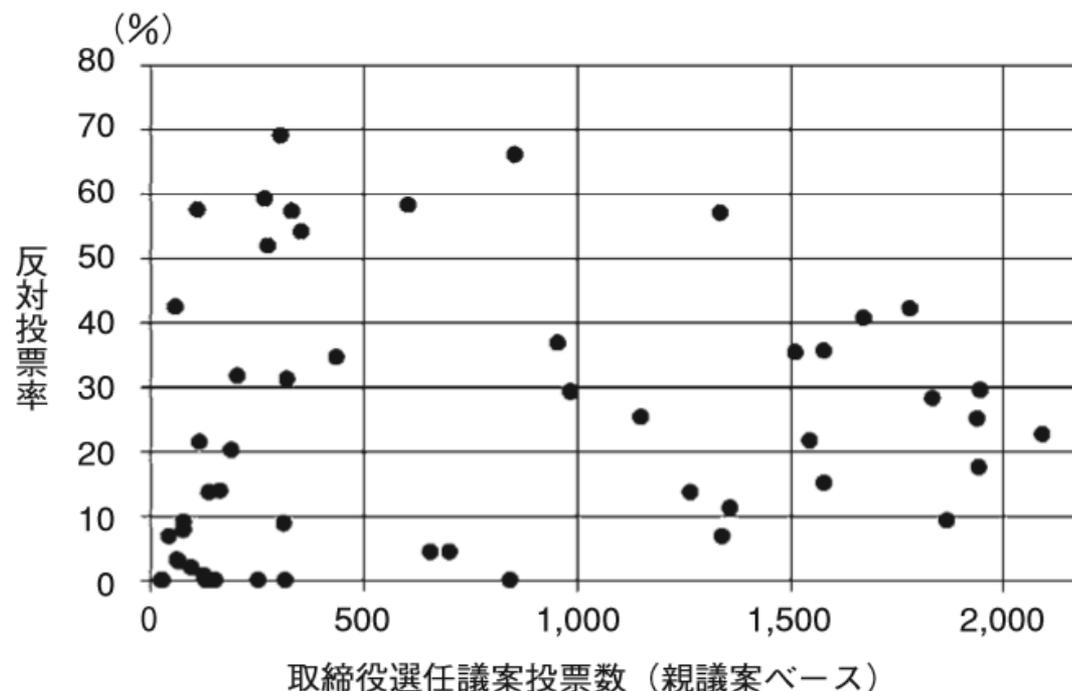
ポートフォリオの重複状況



- ✓ 「全社が持つ」銘柄と「誰も持たない」銘柄の二極化
⇒ IRの意義は？「IRに力を入れなくとも持ってもらえる」「どんなにIRをしても持ってもらえない」

投資家・アナリストを選ぶ時代に

(図表1) 取締役選任議案への反対投票率



- ✓ スチュワードシップ活動は各機関投資家でかなり異なる
- ✓ 投資家が発表しているスチュワードシップ活動報告書が、選定の際の参考になる

伝統的な、セルサイド(のカバレッジを求めること)を起点とするIRではなく、バイサイドとの「対話」を切り口にしたIRの可能性。沈黙機関の有効活用も検討すべき。

まとめ

資本生産性(資本効率)重視の他律型経営の時代に

⇒ただし、株主至上主義とは異なる

投資家を“選ぶ”役割

⇒企業だけでなく投資家(株主)も変わる

キラリと光る情報を開示する役割

⇒積極的な情報開示とその後の対話が何より大事

…そのためには

トップおよび社内を啓蒙していく役割