

2019年2月9日
HFLP B

戦略的 I R



一橋大学大学院 経営管理研究科
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の必要性和効果
 - ・社外取締役の実態
 - ・中期経営計画の実態
 - ・欧米の考え方と開示例
 - ・戦略的なIR・情報開示
 - ・今後の展望
-

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
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
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
コーポレートガバナンス・コード改訂	18年6月	東証	トップの選解任基準や政策保有株式縮減
内閣府令の改正	19年3月有報	金融庁	役員報酬、政策保有株式の開示拡充
会社法の改正	19年2月14日	法務省	社外取締役選任義務化など
SSコードの改定議論開始	19年	金融庁	年金運用先の開示があるか？

✓ 2019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

年末のACGAショック

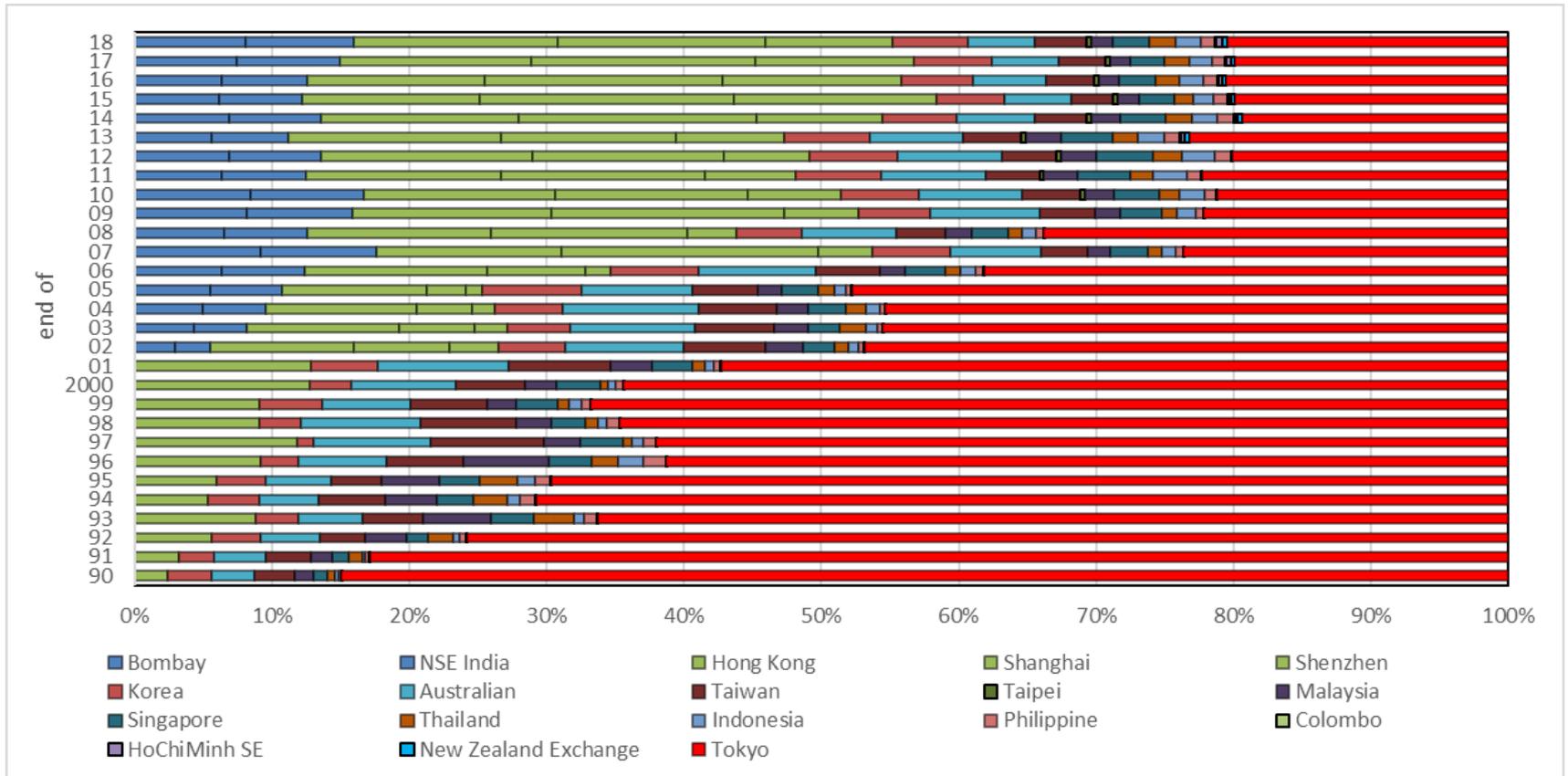
ACGA market CG scores

Market	Total (%)	Key CG reform themes and questions
1. Australia	71	Bank governance needs overhaul, time for a federal ICAC
2. Hong Kong	60	Going backwards on DCS, about to go forwards on audit regulation
3. Singapore	59	Going backwards on DCS, reform direction reflects contradictory ideas
4. Malaysia	58	Can new government rid the system of corruption and cronyism?
5. Taiwan	56	Moving forward, yet piecemeal reforms hinder progress
6. Thailand	55	Moving forward, yet corruption and decline in press freedom are concerns
=7. India	54	Bank governance needs overhaul, new audit regulator disappoints
=7. Japan	54	Heavy focus on soft law needs to be balanced with hard law reforms
9. Korea	46	Stewardship code gaining traction, but sadly so is DCS
10. China	41	Reinforcement of Party Committees raises numerous questions
11. Philippines	37	CG reform low on the government's priorities, direction unclear
12. Indonesia	34	CG reform low on the government's priorities, direction unclear

Source: ACGA

- ✓ アジアでのコーポレートガバナンス・ランキングが前回(2016年)3位から、7位へと転落！

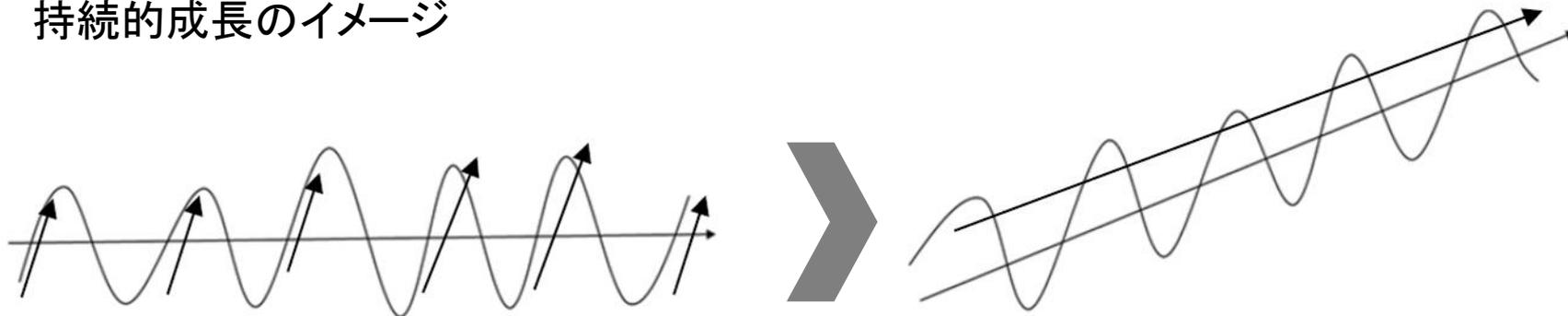
日本(企業)の相対的な地位低下



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)

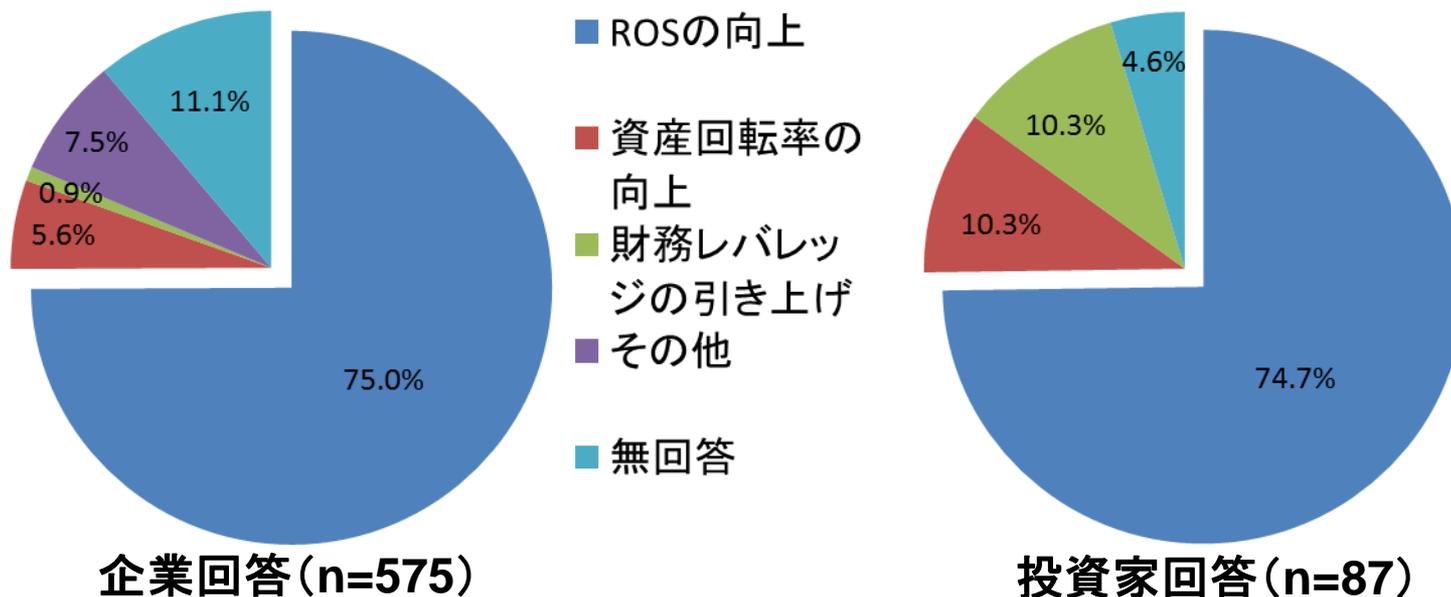
<図3：日米欧の資本生産性分解>

		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？

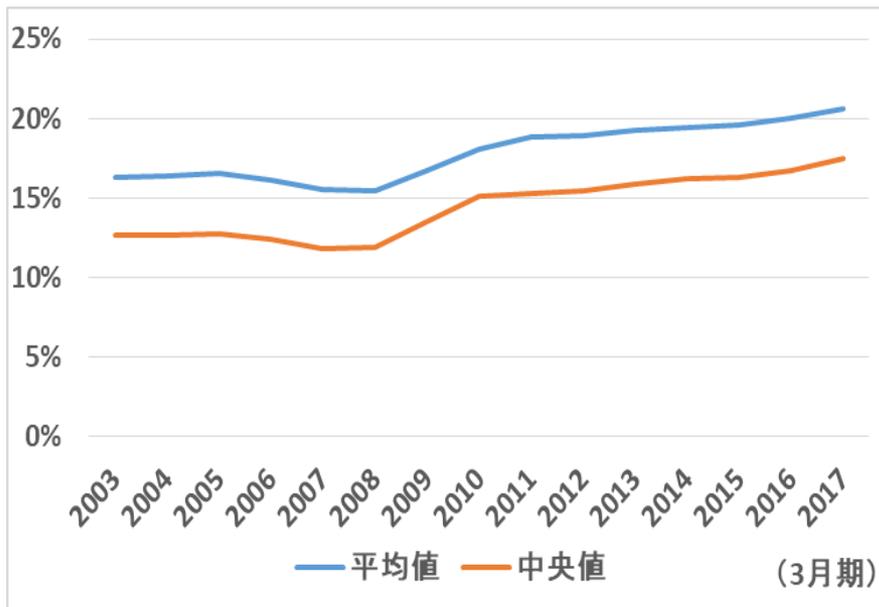


出所: 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」2014年4月.

稼ぐ力(ROS)を取り戻し、ROEを向上させることが課題

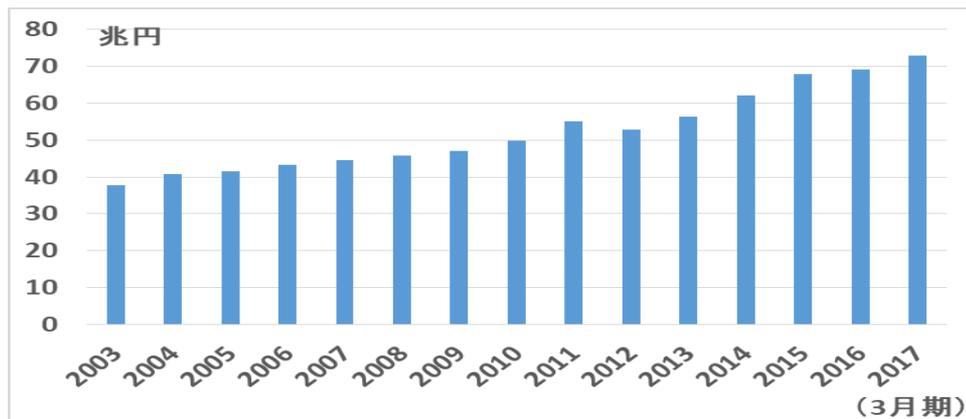
“攻め”に転じない日本企業

総資産に占める現預金・有価証券(流動資産)の比率

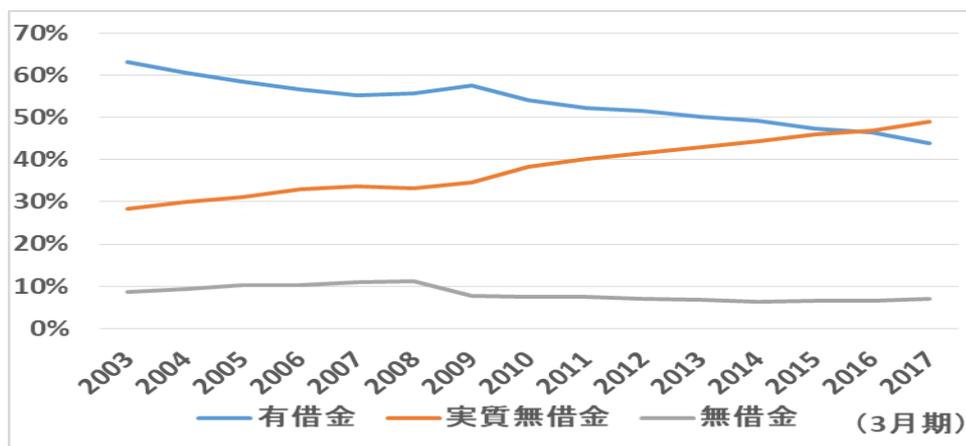


- ・時系列財務データが取得できる3月決算の全上場会社1,950社の値(金融機関を除外)
- ・ファイナンス理論上、現預金は利益を生まないのので、運転資金以上の手元流動性は企業価値向上の機会損失となる(もちろん信用保証の価値もあるのだが)

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)

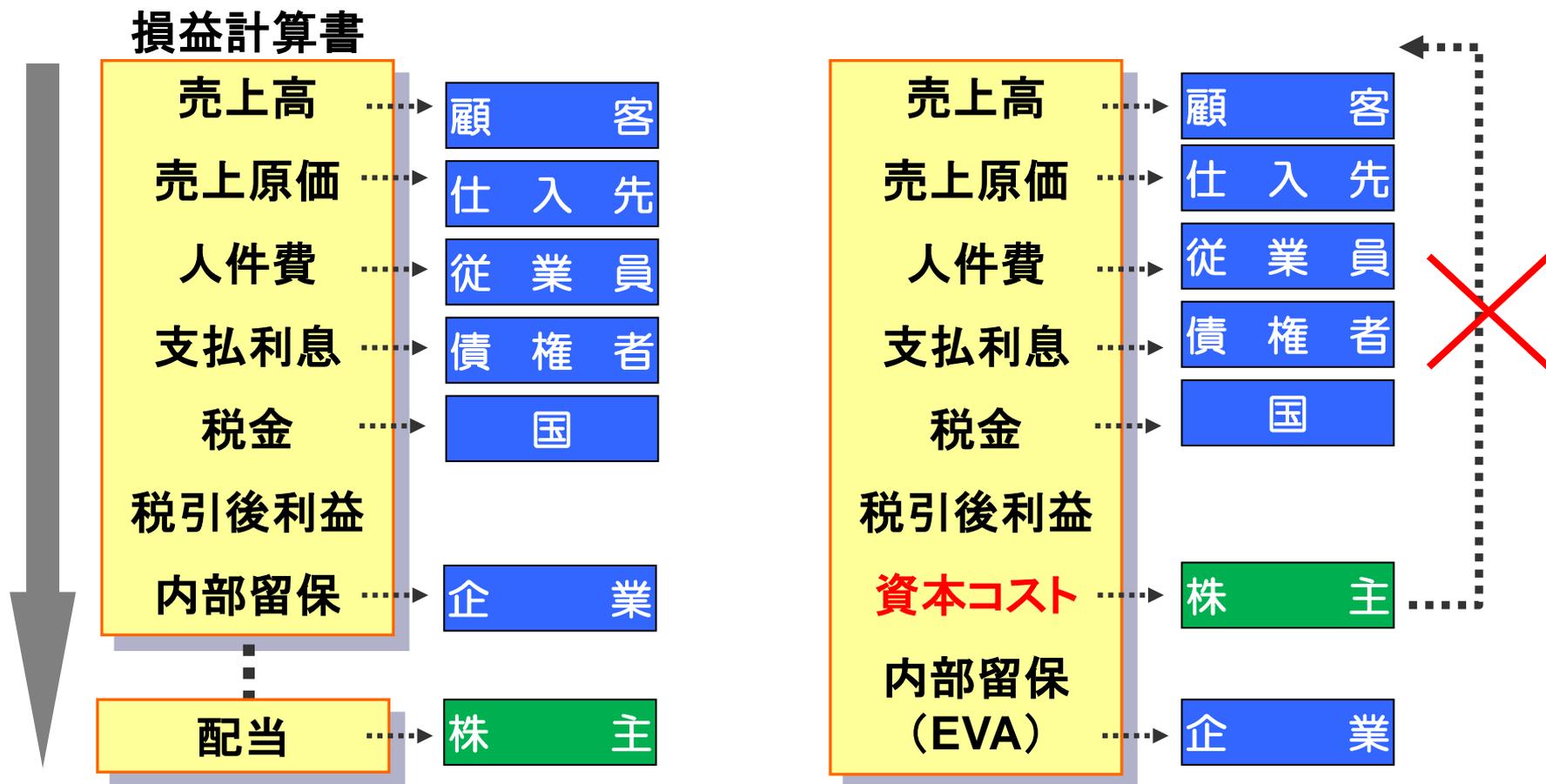
稼ぐ力を取り戻す(良いものを高く)

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

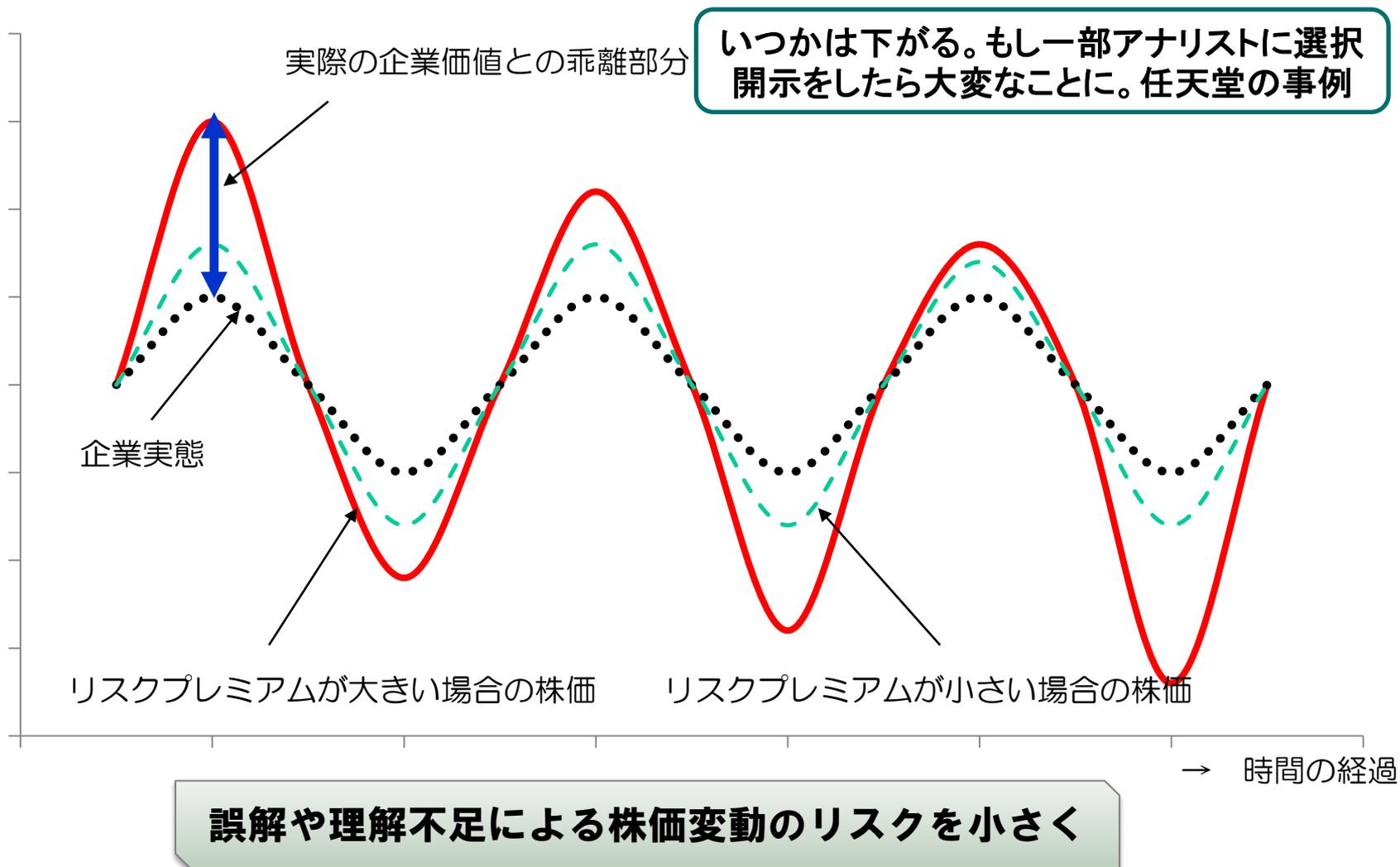
求められるのは株主を“軽視しない”姿勢



- ✓ 「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

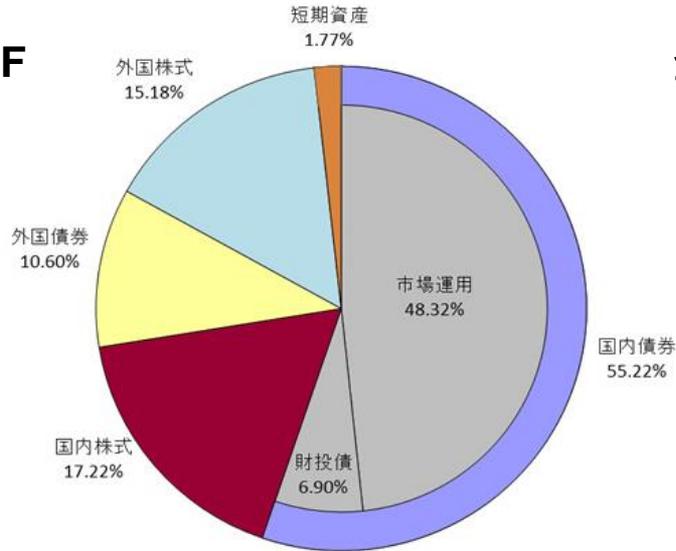
IRの必要性と効果

教科書的なIRの目的

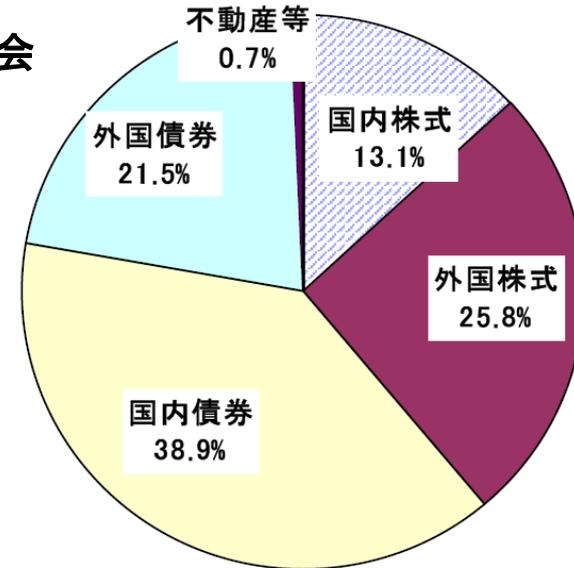


年金のアセットアロケーション

GPIF



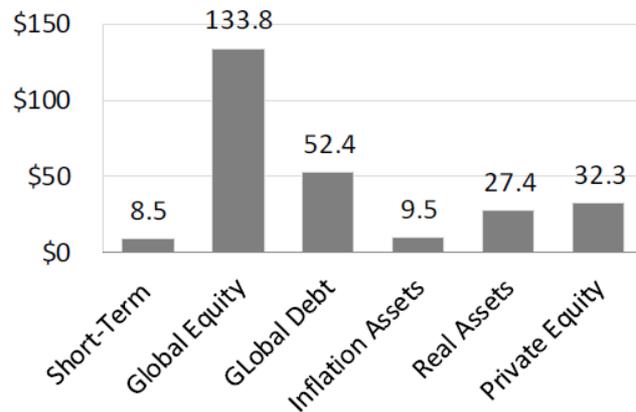
企業年金連合会



CalPERS

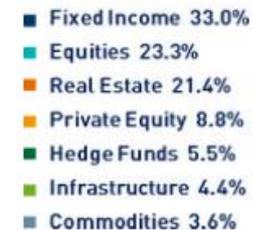
Defined Benefit Plans — Investment Types

(Dollars in Billions)



MERMES

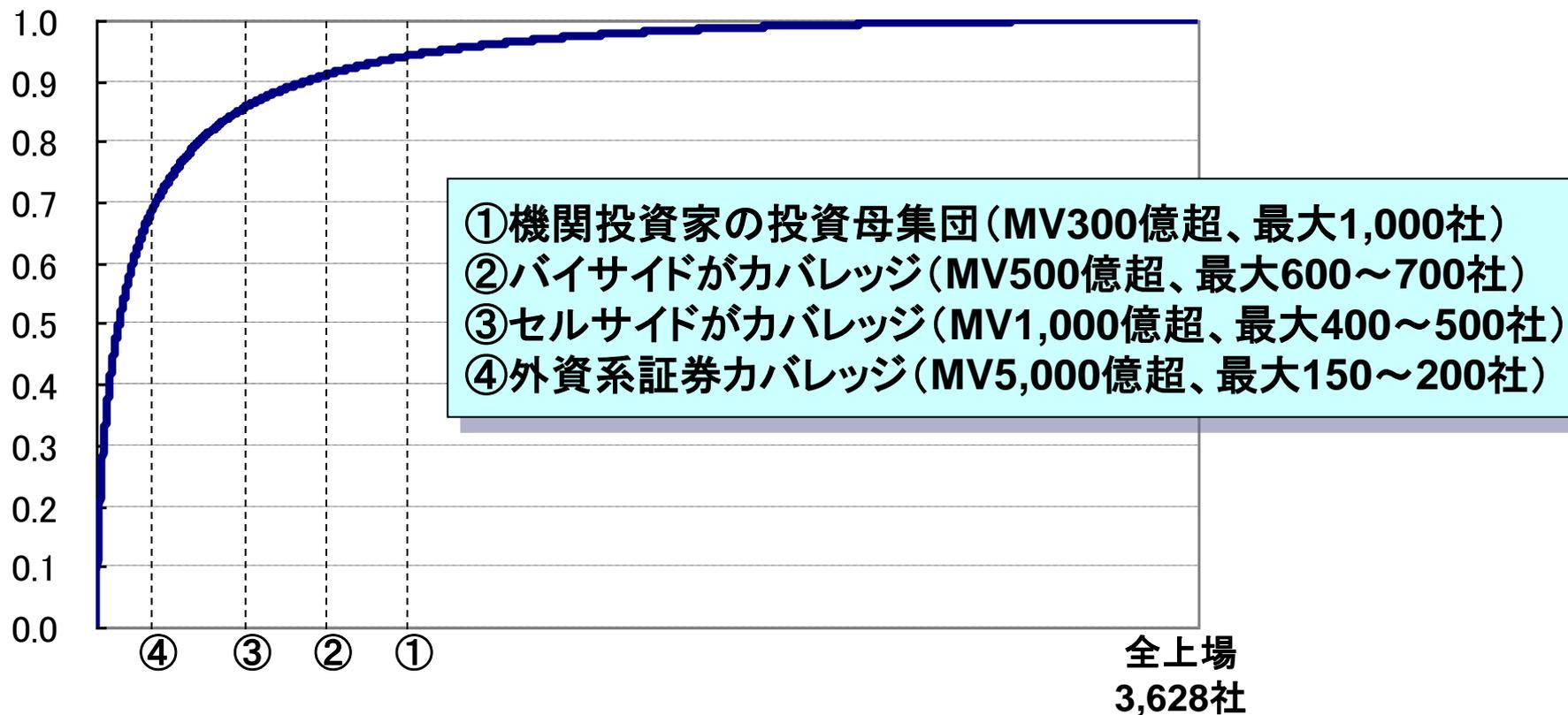
Breakdown by asset type



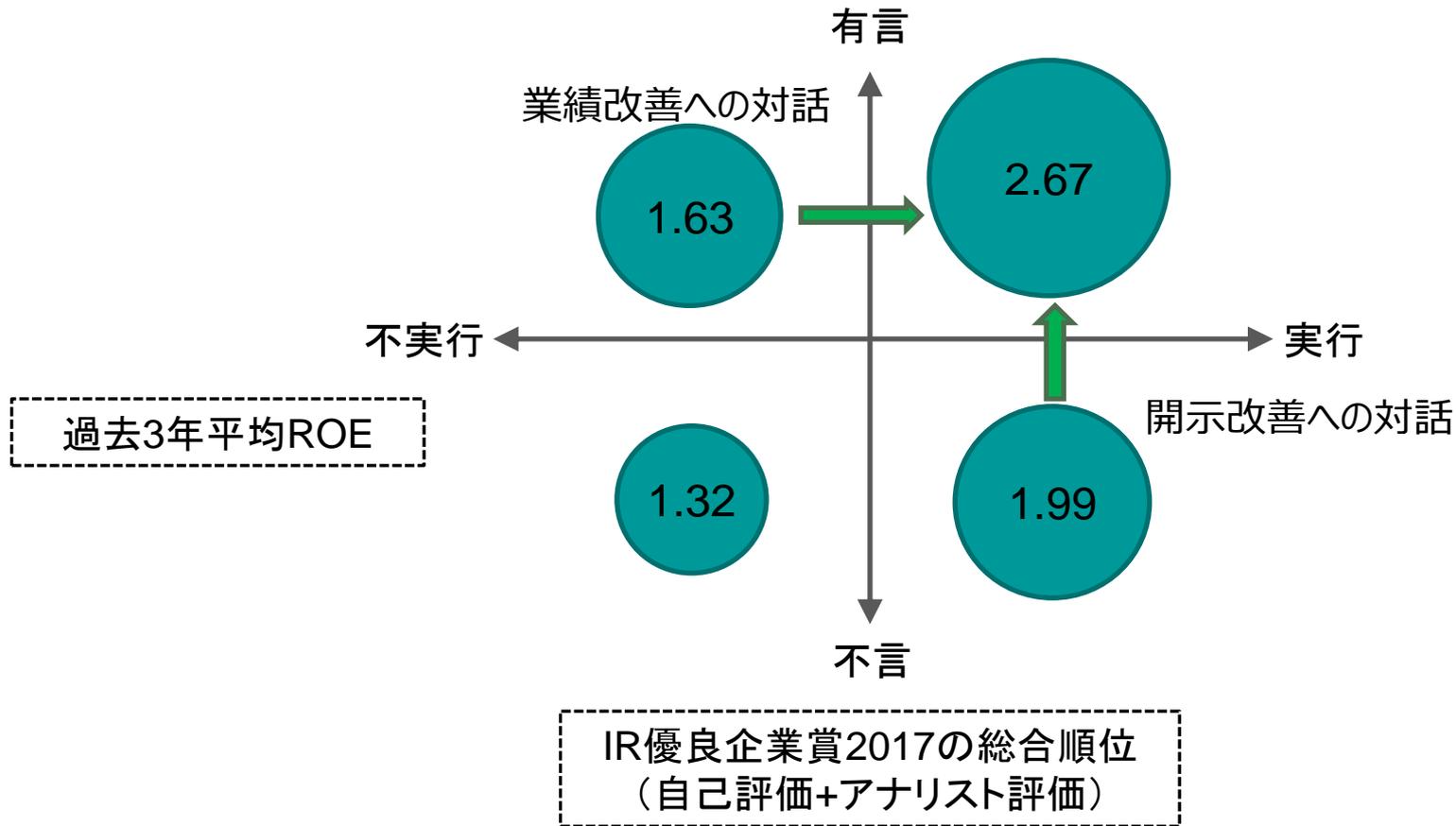
投資対象の概要

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)



IR評価(総合)とPBRの関係



- ✓ 好業績であっても、開示改善によってPBRの上昇が期待できるのではないか

短期的な株主対策の帰結

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。



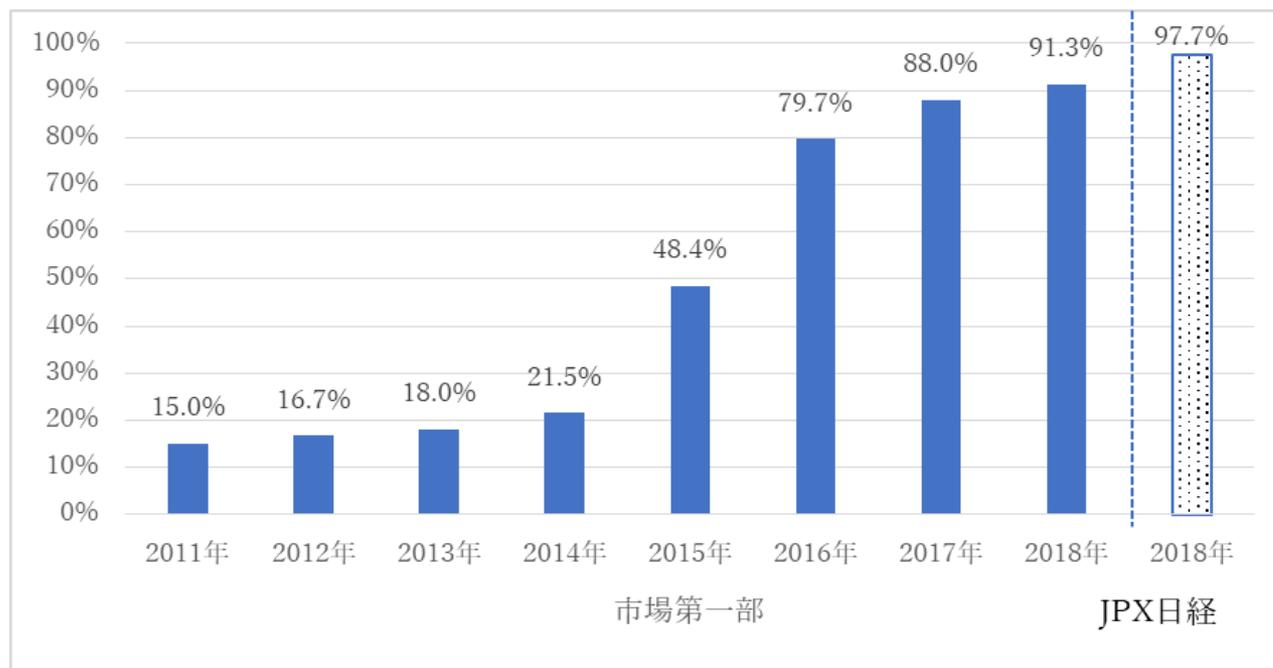
始点をどこから始めるかによって結果は異なるが、2014年初を起点とすれば、10月時点では業種平均株価との差異は消失。一過性の対処療法ではなく、中長期的に企業価値の向上、資本コストの低減に取り組むことが重要。

社外取締役の現状

社外取締役の選任は進んでいる

- 「数」ではなく、「質」を問う時代に

複数の独立社外取締役を選任する企業の比率



日本取引所グループ「東証上場会社における複数の独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」(2018年7月)

「数」ではなく「質」を問う時代に

改正コーポレートガバナンス・コード(2018年6月)

【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。

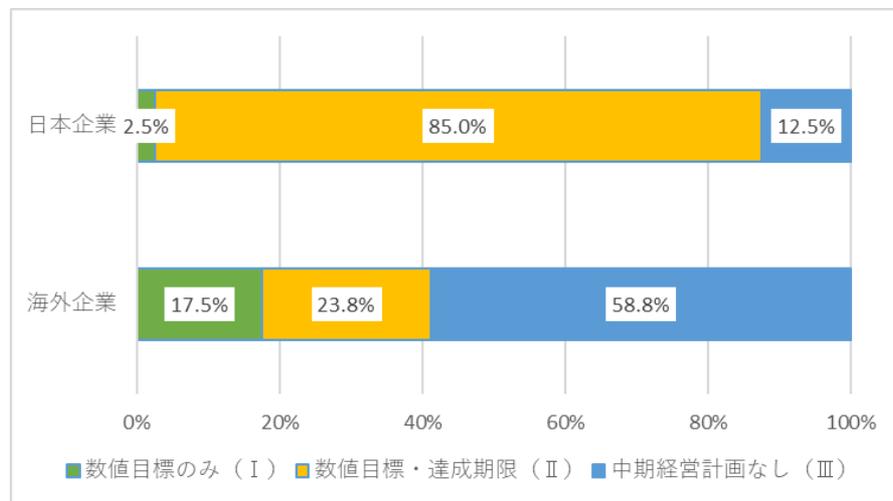
取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

- ジェンダー、国際性よりもまずは能力のバランスが優先される

⇒詳しくは後述

中期経営計画の実態

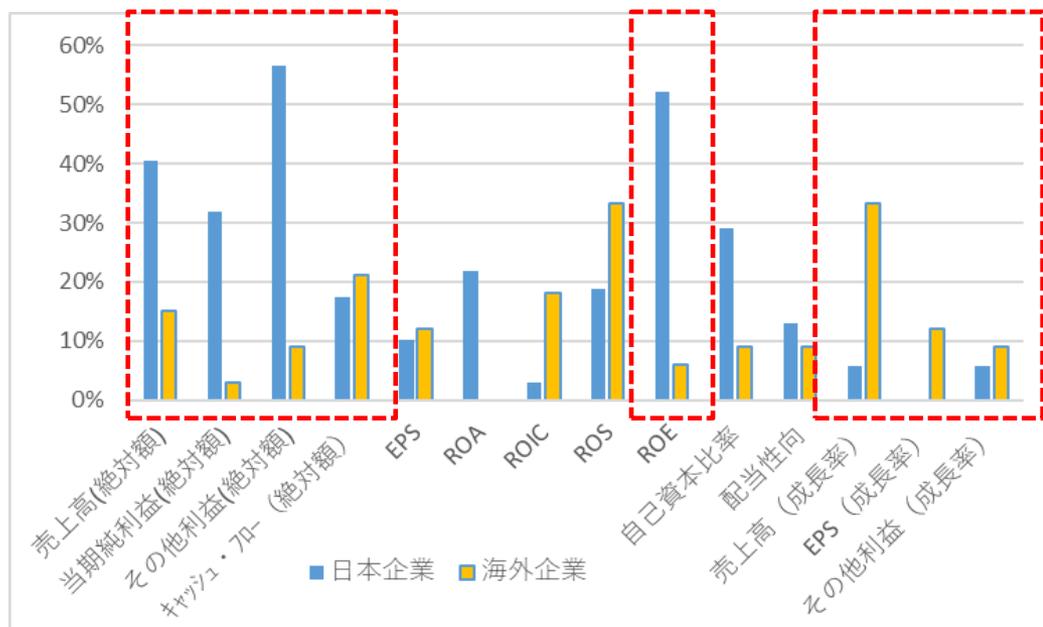
ガラパゴス化した中期経営計画



企業財務データベース「SPEEDA」における業種大分類にしたがい、グローバル16業種それぞれ2015年6月時点での直近連結売上高で日本企業の上位5社と、海外企業の上位5社を抽出。日本企業80社(5社×16業種)、海外企業80社(5社×16業種)の合計160社がサンプル

- 「アメリカ企業は日本企業のように中期計画を発表することは多くありません」(中神[2016])という指摘と整合
- ただし、以前には米国企業も中期経営計画を策定していた

中期経営計画で採用されているKPI

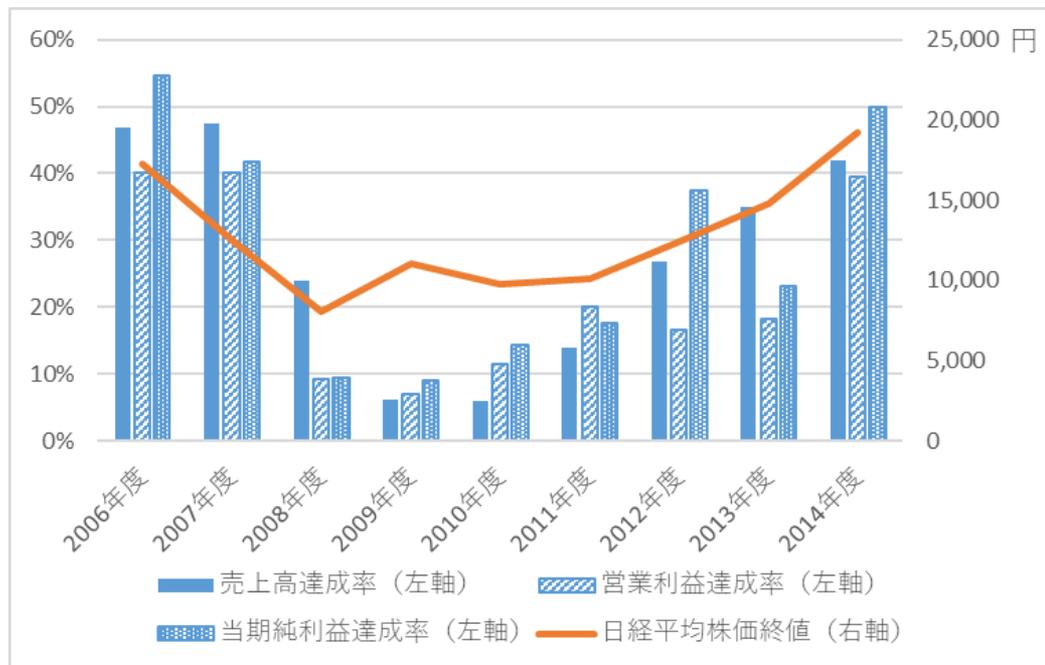


- ・日本企業は絶対額を重視、海外企業は成長率を重視
- ・日本企業のほとんどがROEを掲げるが、海外企業ではごく少数

- 「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ある」(岩田[2015])

中期経営計画の達成率と今後

売上高・営業利益・純利益目標の達成率と日経平均株価（外部環境の代理変数）



達成できるかどうかは、結局は外部環境次第・・・

⇒中計の未達成に対する投資家の規律付けが機能していないのではないか？

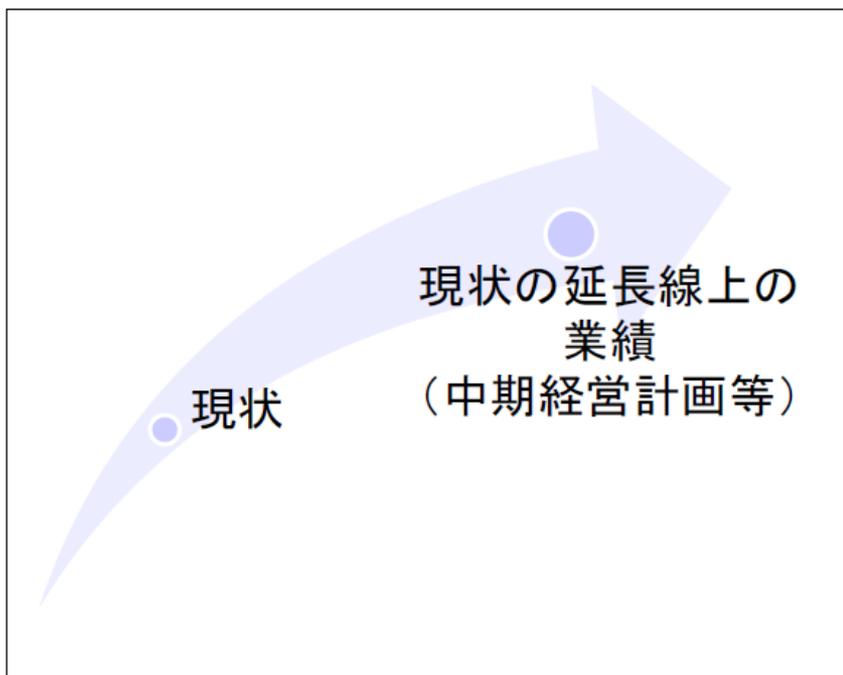
・中計の未達成を理由に反対票を投じるのか？（たとえ利益率が高くとも）

- ✓ 「そもそも、中計は1960年代に米国で始まったとされるが、現在では中計の弊害が認識され、欧米企業では中計を導入している企業は少ない」（北平・柿澤[2013]）
- ✓ 「投資家が現時点で「中期経営計画の策定・公表」、「経営指標としてROEの採用」を求めるのは、過渡的な現象だと考えている」（杉浦・浦野[2014]）

なぜ米国にはないのか

発想の違い!?! - 日本は現状積み上げ型

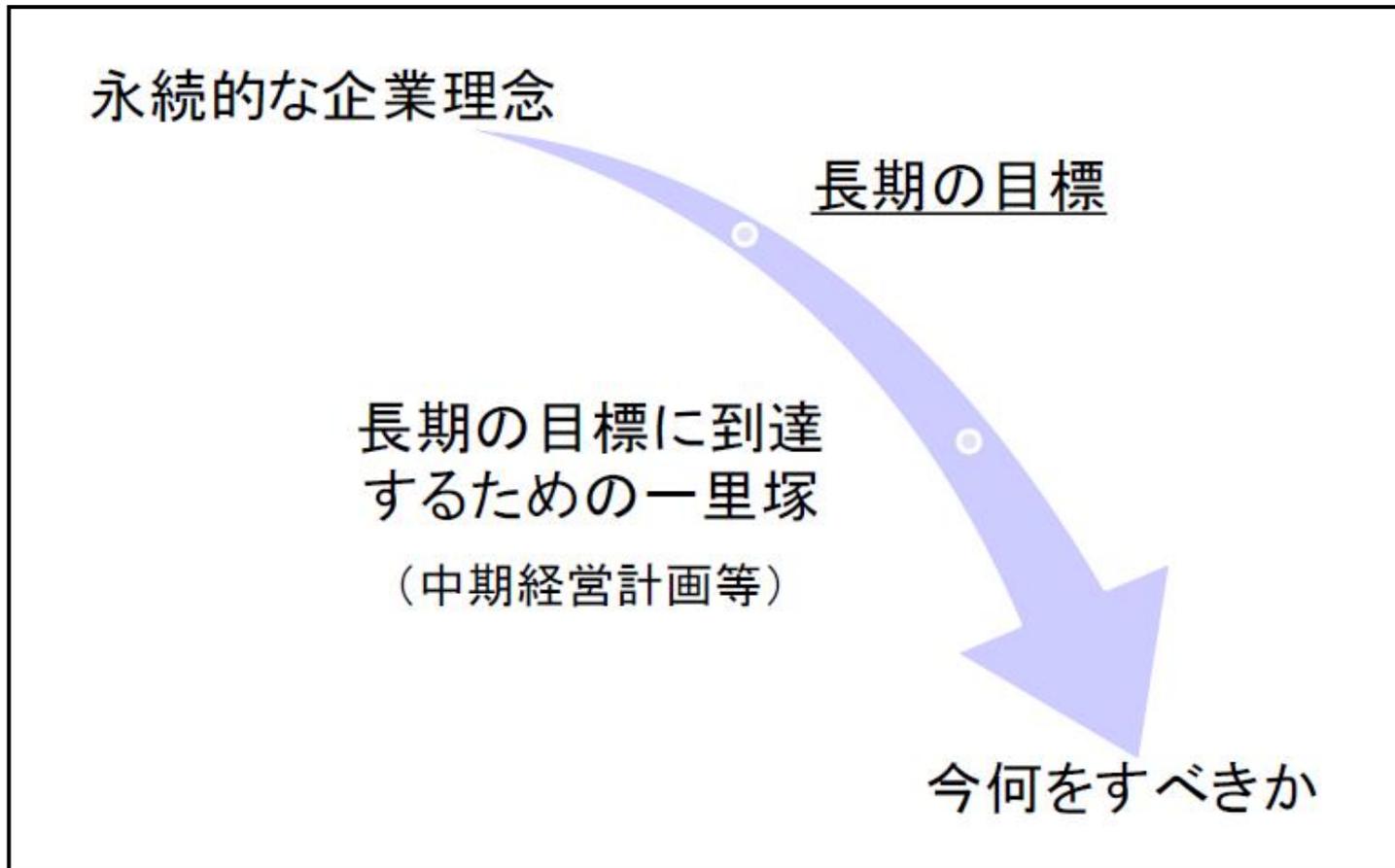
日本企業の短期・中期・長期の説明の例



永続的な
経営理念

ジェイ・ユース・アイアール 岩田 宜子 氏 資料より

発想の違い!?! - 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実務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。

中長期目標(=永続目標)の設定例(P&G)

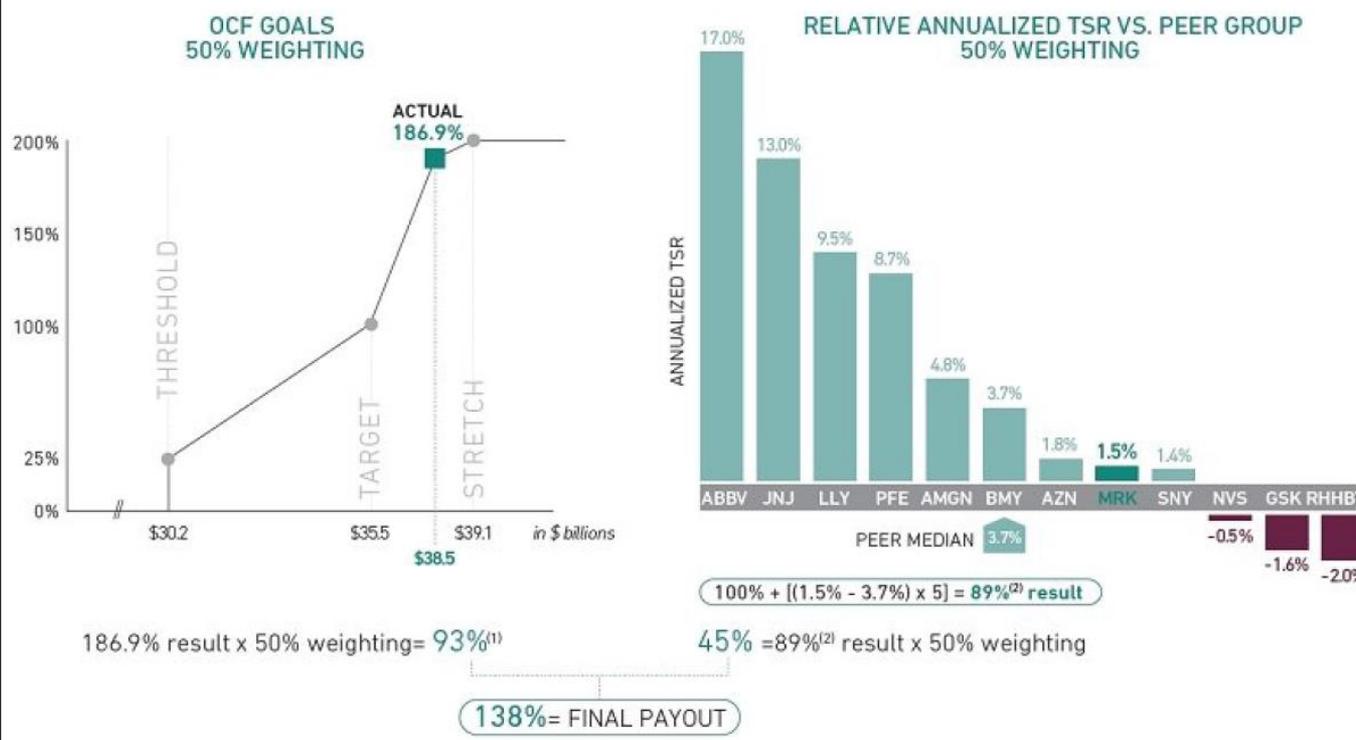


- 他社事例**
- Organic sales growth above market growth rates in the categories and geographies in which we compete
 - Core EPS growth of high single digits

- 本当にインセンティブはあるのか？

Long Term Incentiveの開示例 (Merck)

Long-Term Incentive ("LTI") – The Performance Share Units ("PSUs") granted for the 2015-2017 performance period provided senior executives the opportunity to earn share awards based on cumulative, three-year Operating Cash Flow ("OCF") and relative TSR performance versus our Peer Group, each weighted at 50%. The overall payout for the three-year period ending December 31, 2017 was 138%, reflecting a score of nearly 187% of target based on OCF results and 89% of target based on relative TSR results versus Peers. Additional details about our PSU program and the 2015-2017 PSU award cycle are provided beginning on page 53.

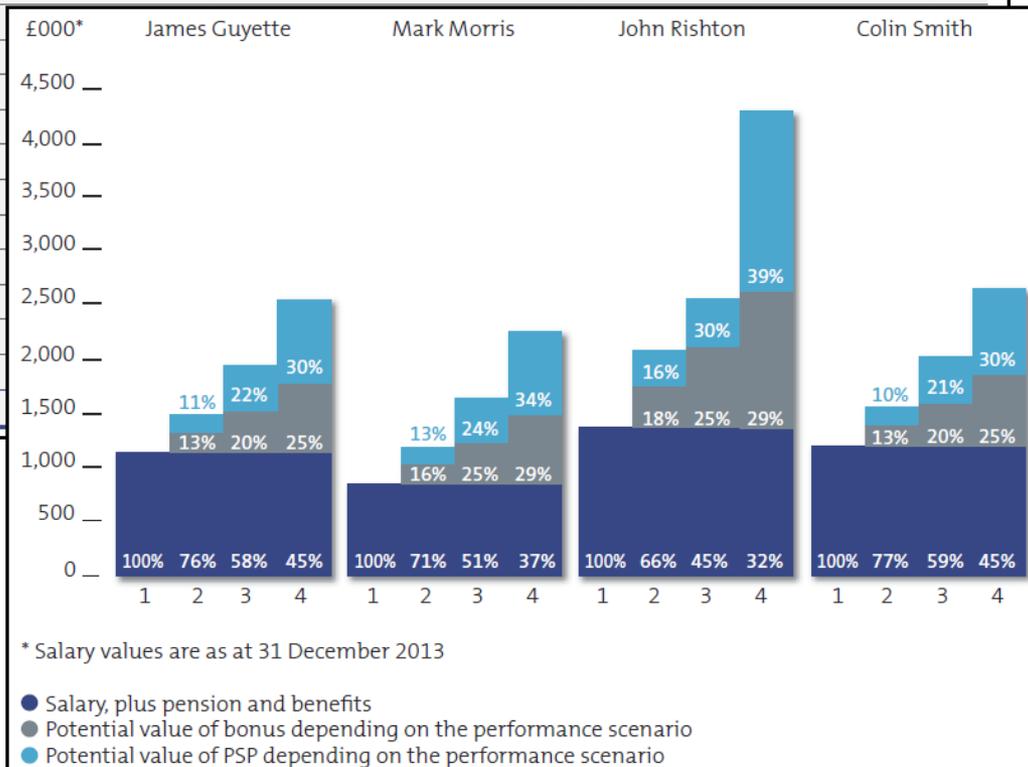


- KPIと報酬はどのように連動しているのか？

設定目標と報酬額の関係(ロールス・ロイス)

	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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lewis Booth CBE	80	80	10	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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											

- 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



- 報酬額は適正な水準か？

委員会活動の開示例(VISA)

Compensation Committee

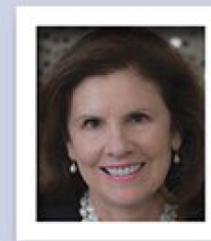
Committee members:

Francisco Javier Fernández-Carbajal
Suzanne Nora Johnson, Chair
John A. C. Swainson
Maynard G. Webb, Jr.

Number of meetings in
fiscal year 2017: 8

“In 2017, we maintained our focus on providing a balanced set of short- and long-term compensation and metrics that support shareholder value creation, while avoiding undue risk.”

– Suzanne Nora Johnson, Chair



Key Activities in 2017

- Reviewed the overall executive compensation philosophy for the Company;
- Reviewed and approved corporate goals and objectives relevant to our Chief Executive Officer's and other named executive officers' compensation, including annual performance objectives;
- Evaluated the performance of our Chief Executive Officer and other named executive officers in light of the corporate goals and objectives and, based on such evaluation, determined, approved and reported to the Board the annual compensation of our Chief Executive Officer and other named executive officers, including salary, bonus, equity and other benefits;
- Reviewed and approved the compensation package of our new Chief Executive Officer;
- Reviewed and recommended to the independent members of the Board the form and amount of compensation of our directors;
- Oversaw administration and regulatory compliance with regard to the Company's incentive and equity-based compensation plans, including Company tax deductibility;
- Reviewed the operations of the Company's executive compensation programs to determine whether they are properly coordinated and achieving their intended purposes;
- Reviewed an annual compensation-risk assessment report and considered whether the Company's compensation policies and practices contain incentives for executive officers and employees to take risks in performing their duties that are reasonably likely to have a material adverse effect on the Company;

- 報酬委員は能力を備えているのか？

取締役能力の開示例 (United Health)

The skills matrix provides further that the Board as a whole should represent a diverse group and have expertise in the substantive areas included in the following table, which also indicates the director nominees with expertise in each area.

	Ballard	Burke	Flynn	Hemsley	Hooper	McNabb	Montgomery Rice	Renwick	Shine	Wichmann	Wilensky
Corporate Governance	•	•	•	•	•	•		•		•	•
Finance	•	•	•	•	•	•		•		•	
Health Care Industry	•	•		•	•		•	•	•	•	•
Direct Consumer Markets			•			•		•			
Social Media/Marketing						•		•			
Diversity					•		•	•			•
Experience with Large Complex Organizations	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Technology/Business Processes	•	•	•	•	•	•		•		•	
Clinical Practice							•		•		
Political/Health Care Policy/ Regulatory	•	•	•	•		•	•	•	•	•	•
Capital Markets	•	•	•	•		•		•		•	

- 米国企業の平均的な状況はどうか？

ダウ30の能力開示

Apple	-	Coca-Cola	100%
American Express	-	Mc'Donald's	100%
Boeing	-	3M	100%
Caterpillar	83%	Merck	85%
Cisco Systems	50%	Microsoft	64%
Chevron	100%	Nike	-
Walt Disney	-	Pfizer	58%
Dow DuPont	-	P&G	-
GE	92%	Travelers	-
Goldman Sachs	-	United Health	73%
Home Depot	-	Visa	-
IBM	69%	Verizon Communication	42%
Intel	30%	Wal-Mart	55%
J&J	100%	Exxon Mobil	90%
JP Morgan Chase	100%	Alcoa	100%

平均78%

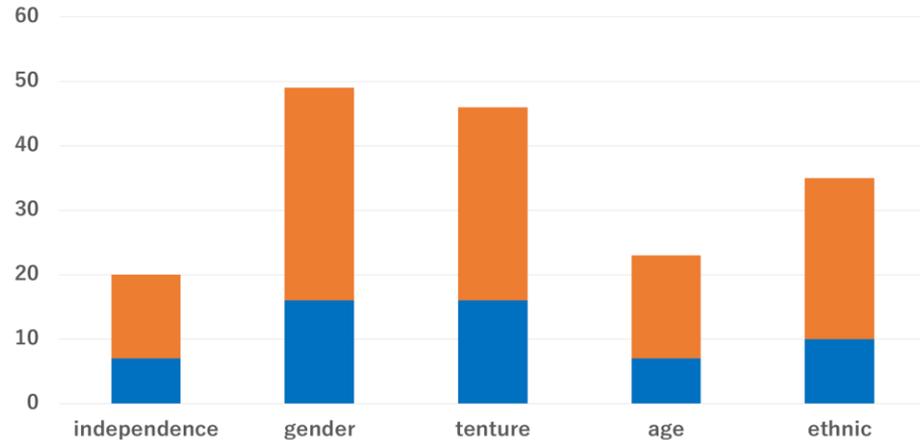
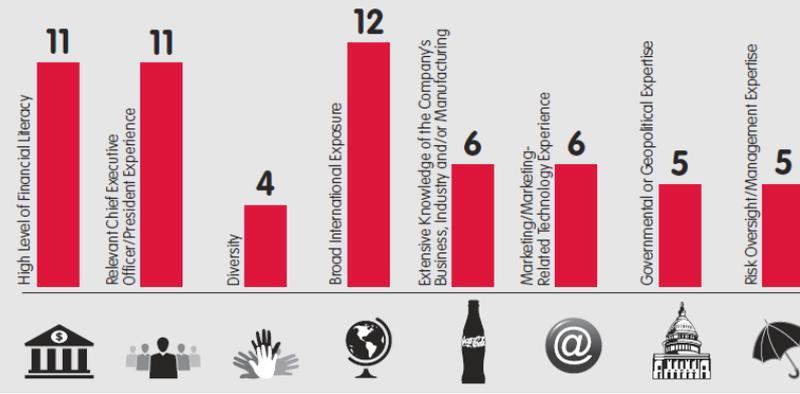
- ✓ 全取締役に占める‘Finance’‘Accounting’等の能力を持つ取締役の比率
- ✓ ‘-’は所属委員会などで開示されている企業である

(参考) Major Diversities

Skill diversity (Coca-Cola)

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.



Tenure diversity (Goldman Sachs)

Director Tenure: A Balance of Experiences

Our nominees have an average tenure of 8 years and a median tenure of approximately 5.5 years. This experience balances the institutional knowledge of our longer-tenured directors with the fresh perspectives brought by our newer directors.



- ✓ 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(diversity)がとれていればよいという考え
- ✓ ダウ30のほとんどの企業は少なくともいくつかのdiversityを視覚的に開示している
- ✓ 足りない分野は取締役教育等でバランスを保つ

日本でSkill diversityの開示を行っている8社

氏名	独立性 (社外のみ)	社長 経験	会計 税務	業界の 知見	営業 販売	国際 ビジネス	研究 製造	法務	リスク コンプライアンス ガバナンス	●男性 ●女性
たけなか ひろき 竹中 裕紀		●		●		●				●
あおき たけし 青木 武志		●		●	●	●				●
こだま こうぞう 児玉 幸三				●		●	●			●
いくた まさひこ 生田 斉彦				●	●	●				●
やまぐち ちあき 山口 千秋	●	●			●	●				●
みた としお 三田 敏雄	●	●			●					●
よしひさ こういち 吉久 光一	●						●			●
さかした けいいち 阪下 敬一				●						
くわやま よういち 桑山 洋一				●						
かとう ふみお 加藤 文夫	●		●							
ほりえ まさき 堀江 正樹	●		●							
かわい のぶこ 川合 伸子	●									

イビデン 17%

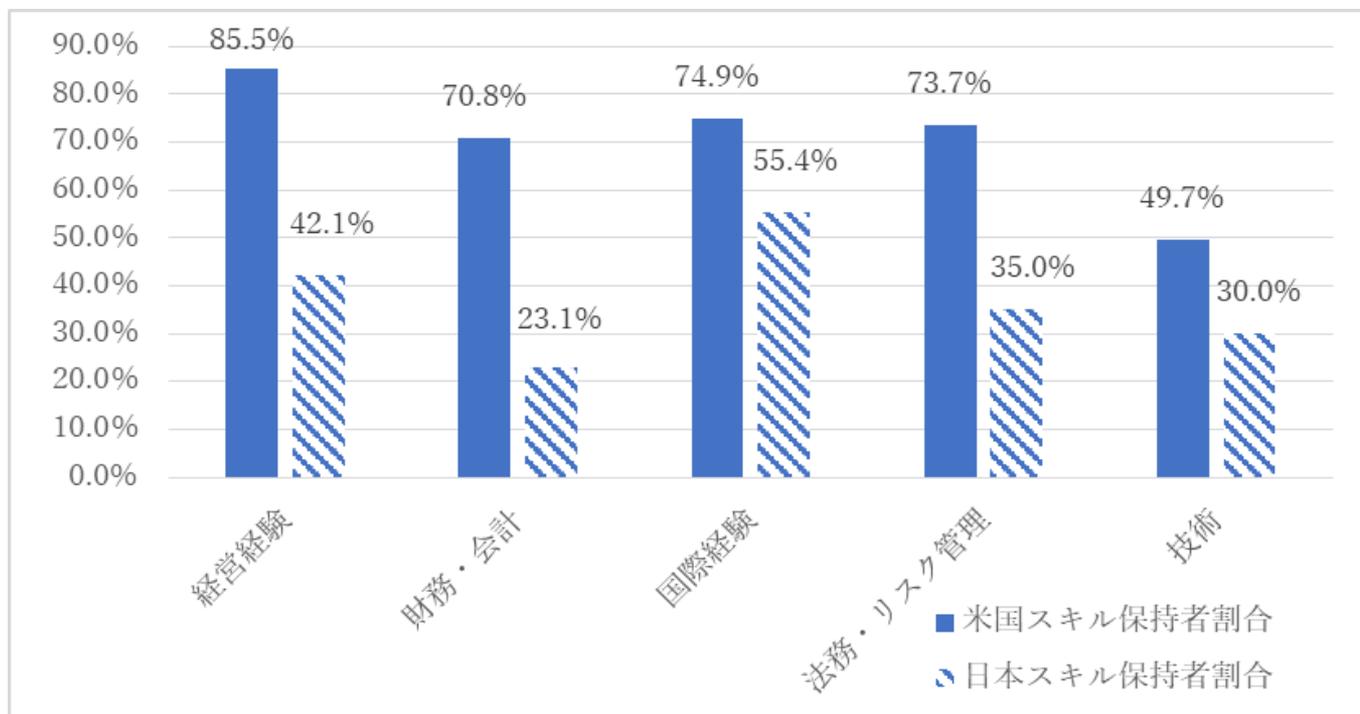
武蔵精密工業 36%

取締役	管掌分野	企業経営	製造・技術 研究開発	営業・ マーケティング	先進技術・IT	財務・ ファイナンス	ガバナンス・ リスクマネジメント・ 人事	グローバル経験
大塚 浩史		●					●	●
宮田 隆之	PT・技術	●	●	●			●	●
大塚 晴久	L & S	●	●					●
トレーシー・シビル	財務	●			●	●		●
神野 吾郎 社外	-	●		●		●	●	
ハリ・ネアー 社外	-	●	●	●			●	●
富松 圭介 社外	-				●	●		●
宗像 義恵 社外 (新任)	-	●			●			●
柳原 信良	監査等委員	-	●				●	●
山神 麻子 社外	監査等委員	-					●	●
森田 好則 社外	監査等委員	-				●	●	

- ✓ 招集通知で社内取締役を含めた能力開示は5社（イビデン、武蔵精密工業、ミツウロコ、アネスト岩田、ヤマハ発動機）。社外取締役のみであれば三菱UFJFG、日本取引所G、荏原製作所）
- ✓ その他に統合報告書内で開示しているのが新生銀行やダイフク

日米の取締役スキルの比較

米国(ダウ30)と日本(開示8社)の取締役スキル(上位5スキル)の保有比率

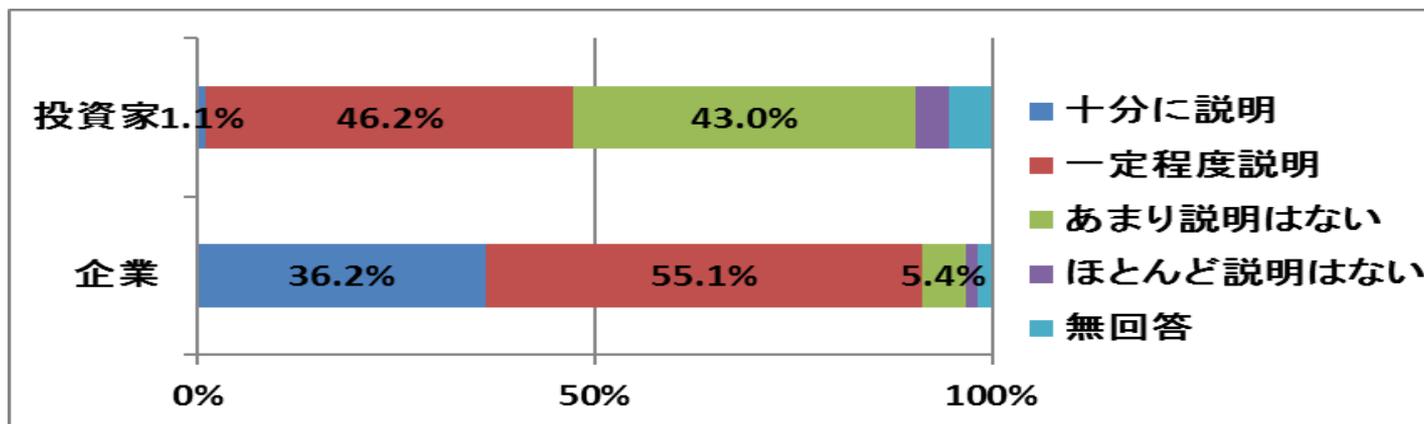


✓ サンプルは8のみだから、会計・ファイナンスの比率は米国と比べると低い

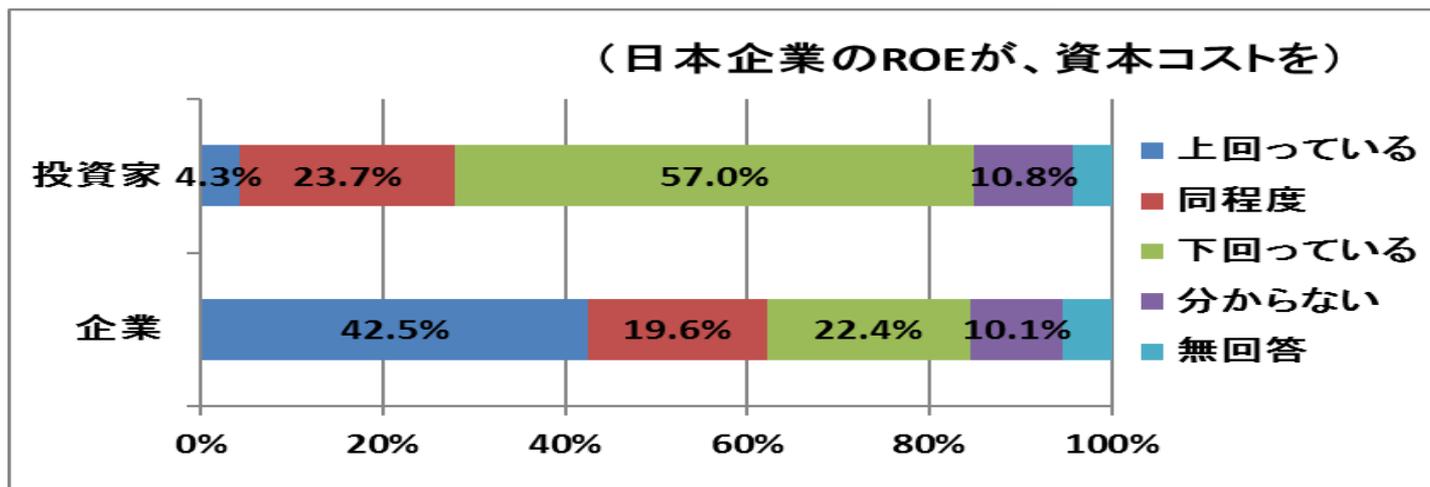
戦略的なIR・情報開示

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」(2017年版)

対話の進展状況

株主・投資家からの意見、要望も考慮に入れ、資本効率/株主還元方針強化の観点から、中期経営計画におけるROE、総還元性向の目標化や、中間配当の実施など、株主還元の一層の充実化を図った。

機関投資家からいただいた意見に基づき、株主総会招集通知などの開示内容の拡充も図っている。

投資家との面談でESG投資について対話し、そこで得られた意見を参考にガバナンス体制の変更や統合報告書の製作に活用
パーセプションスタディ（第三者による覆面調査）を通じた意見収集を踏まえて新中期経営計画を発表。資本政策の基本方針として借入余力やROE、投資ハードルレートを対外開示

株主・投資家、セルサイドアナリストが求める利益水準をヒアリングし、事業計画作成の際に参考にしている。

社長のスモールミーティングにおいて、投資家からESGの重要性についてコメントがあり、すぐに社内で具体的な検討が進められた
資本効率に関する課題意識を社外の声として継続して社内にフィードバックし、投資効率指標として事業ごとに「ROA」「ROIC」を設定することとなった。

中期計画や配当戦略についての意見交換は実際の計画など策定に影響を与えた。

社長と機関投資家との定期面談で中長期的な戦略について説明したが、個別事業の詳細な説明がないため、将来予想が難しいとの話があり、個別事業の説明会開催を決定した。

投資家の意見を踏まえて、ファクトシートの内容を大幅に刷新

日本IR協議会「IR活動の実態調査」より

投資ハードルレート

・ IRR（内部収益率）8%以上

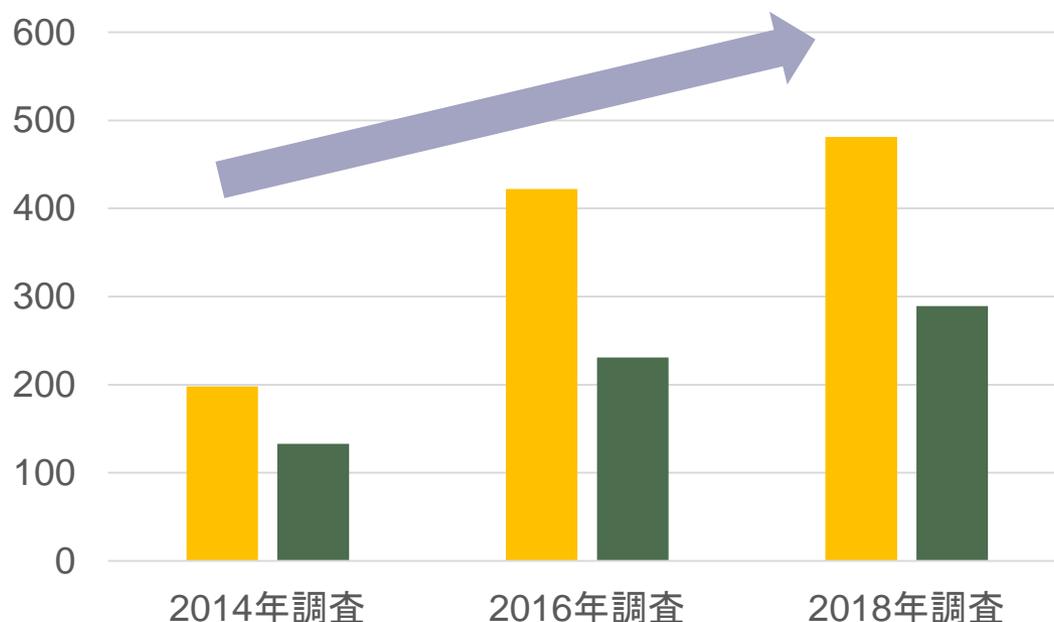
CGコード改訂においても資本戦略は重視されている

・改訂コーポレートガバナンス・コードは一步を踏み出した

【原則5－2．経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

資本コストの意識の高まり

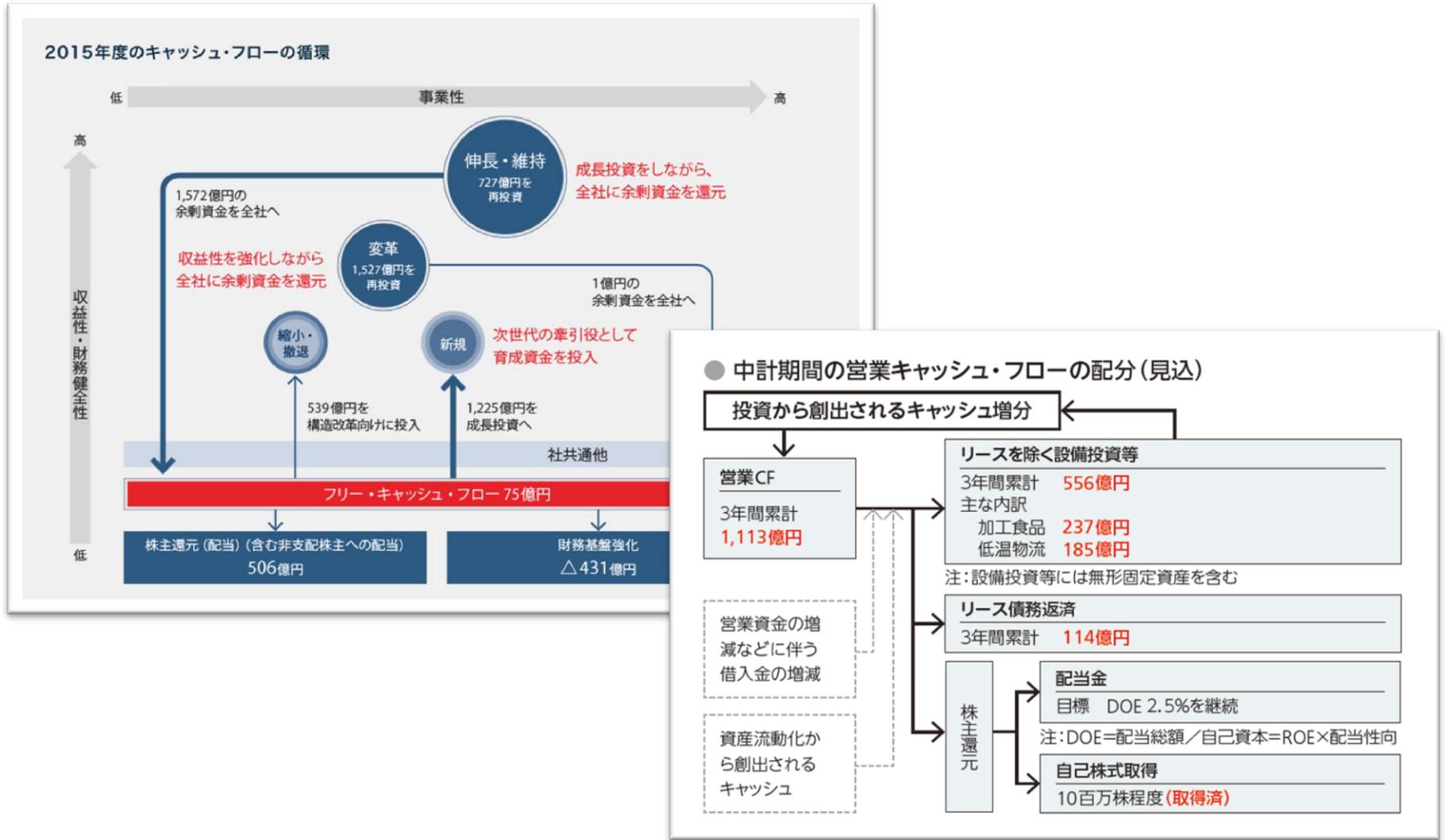


IR活動実態調査によると、「自社の資本コスト水準を認識している」「その根拠となる数字を持っている」と回答する企業はこの4年間で増加傾向にある。

■ 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	リスクフリー	プレミアム	B値	資本コスト
2014年調査	1.40	4.94	0.91	5.61
2016年調査	0.81	5.93	0.99	6.21
2018年調査	0.52	5.93	0.92	5.86

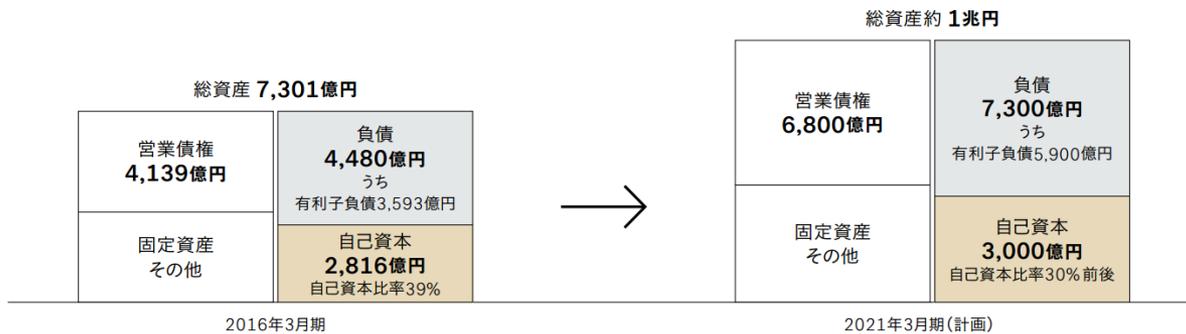
キャッシュ・フローの循環の開示例



丸井Gの「目指すべきバランスシート」の開示例

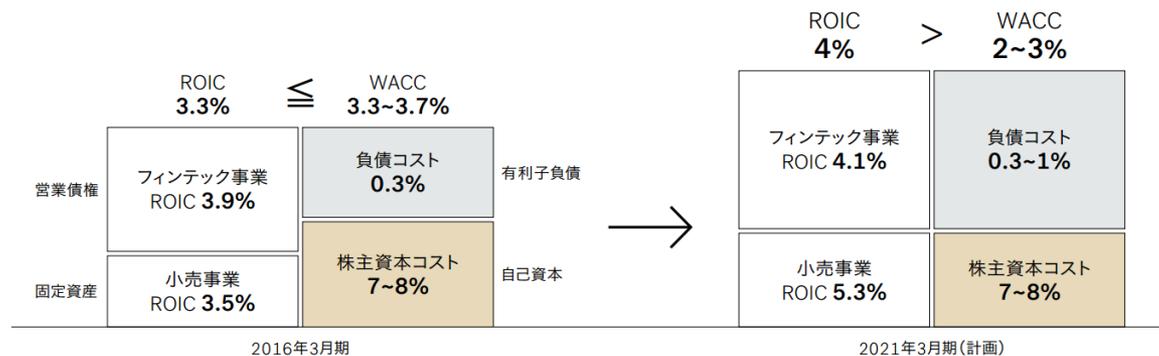
めざすべきバランスシート

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、
ROICがWACCを安定的に上回る構造へ転換



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 	○ 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)

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

手元流動性の基準

富士フィルムの事例

売上高が半減しても雇用を18ヶ月間維持できる残高を常に保つことを経営方針としております。
連結売上高の1か月分
運転資金約2か月相当を手元資金としています。
月商の3ヶ月分程度。
経常収入がなくても1か月の経常収支が補えるだけの資金量+10億円を基準としている
固定費1年分は最低でも持つようにしている。
かつての危機的状況を踏まえ、運転資金の1.5~2ヶ月を必要な運転資金の水準と定めております。
運転資本の最適化を目的として、手元資金は月商1か月程度を基準としております。
月商の3ヶ月相当です。2ヶ月が通常の運転資金。それ以外は、リーマンショック、東日本大震災などを経て得た経験に基づき、もしものときの備えとして。
現金同等物と有利子負債を相殺したネットキャッシュベースで、連結の年間固定費を上限としてコントロールしていく。
実質無借金経営を確保する水準の手元資金を確保する。
換金可能性の高い資産と借入金が、ほぼ同額になる様に差額を手元資金として持っております。

社内で想定している株式資本コストや手元流動性の保有基準について出来る範囲内で公表し、投資家との対話のきっかけやたたき台として活用してはどうだろうか。

中期経営計画の変化のきざし

花王

花王グループは、グローバルにおける企業価値の増大に向けて、2030年までに達成したい姿と、2017年度から2020年度までの4カ年を対象とした花王グループ中期経営計画「K20」を策定しました。

この花王グループ中期経営計画「K20」は、2030年までに達成したい姿を実現するための重要な通過点です。そして、2030年までに、グローバルで存在感のある会社へ、さらにステップアップしたいと考えています。

三菱重工

① グローバル水準の持続性と成長力を有する企業体格の実現

	15事計実績	18事計	次の目標	
事業規模	4.1兆円	5兆円	5兆円	成長戦略に基づく ポートフォリオの 継続的組換え
総資産	5.5兆円	5.3兆円以下	5兆円以下	
ROE	3.9%	11%	10%超を継続*2	
TOP比*1	1 : 1.3 : 0.3	1 : 1.1 : 0.6	1 : 1 : 1	

*1 次頁参照

*2 さらなる資本充実との両立

TOP (Triple One Proportion) コンセプト

→ 当社グループが各ステークホルダーと社会のニーズに持続的・調和的に応える経営目標 (比率) として、売上:総資産:時価総額 = 1:1:1を設定 (注)

味の素

社会貢献の「非財務目標」に熟慮の跡

味の素、中計に「肉・野菜の摂取量」

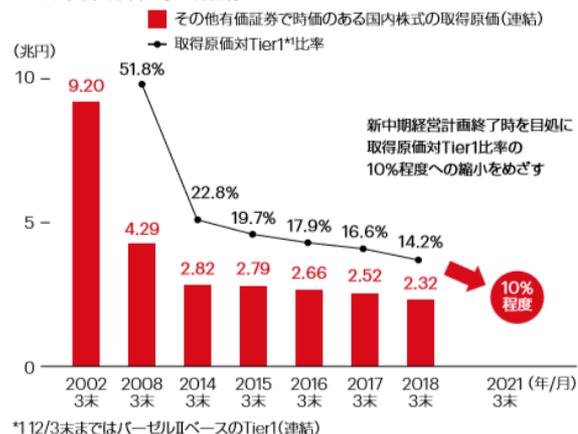
読み手が興味を持つ部分を分かりやすく説明

政策保有株式削減

「2020年度末までに政策保有株式を中核的自己資本 (Tier1)比で10%程度まで削減する」との方針に基づき、2015年度以降の累計で4,670億円の売却を実施してきており、対Tier1比率は14.2%に低下しています。

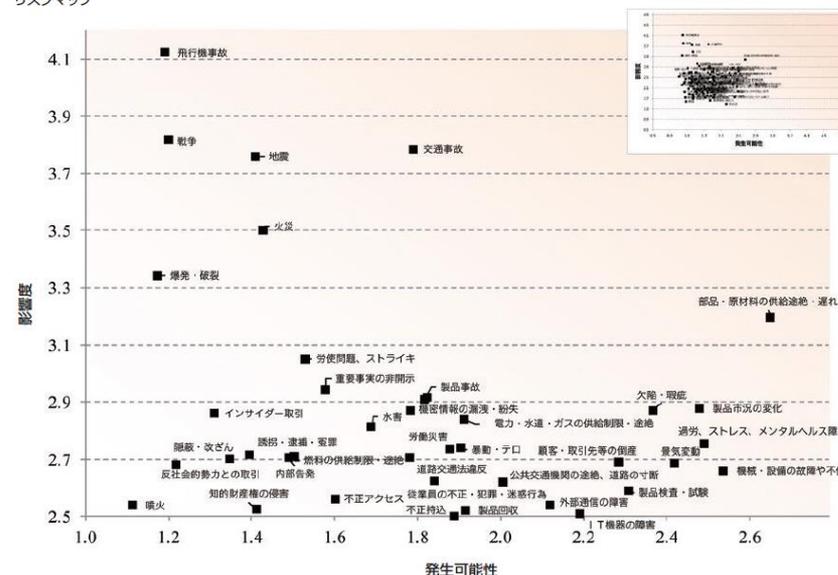
引き続き、取引先企業との十分な対話を進め、残高削減に取り組めます。

■政策保有株式の削減



「MUFG 統合報告書 2018」

リスクマップ



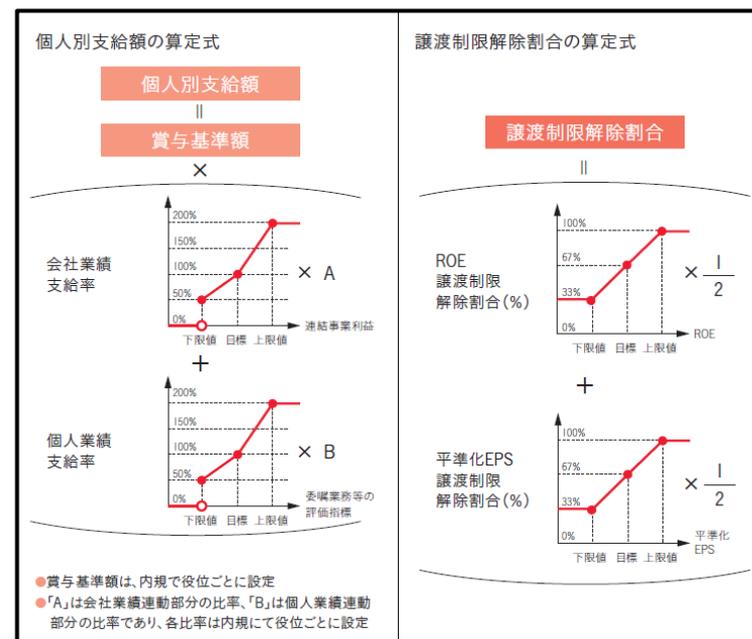
「テイ・エス テックレポート2017」

内部でしっかりと管理している、意識をもって取り組んでいる、と伝わってくる

報酬開示の拡充

- 開示府令の改正中(2019年3月期の有価証券報告書から)
 - ✓ 報酬の計算方法の開示
 - ✓ 取締役間の配分の方法
 - ✓ 報酬委員会(設置されている場合)の活動状況の開示 など
- ⇒かなり詳細な開示が始まると考えている

役位	係数
取締役会長	1.00
取締役社長	1.00
常務取締役	0.41
取締役	0.31



キリン「統合報告書」2018年版

読み手を意識した書き方

		候補者番号	氏名		
取締役 出席者	第3号 議案	1	宗岡正二		
		2	進藤孝生		
		3	橋本英二		
		4	榮敏治		
		5	谷本進治		
		6	中村真一		
		7	井上昭彦	新任	
		8	宮本勝弘	新任	
		9	西浦新	新任	
		10	飯島敦	新任	
		11	安藤豊	新任	
		12	大塚陸毅		社外 独立
		13	藤崎一郎		社外 独立
		14	伊岐典子	新任	社外 独立
監査 役	第4号 議案		竹内豊		
			吉江淳彦		
			釣部正人		
			永易克典		社外 独立
		1	大林宏		社外 独立
		2	牧野治郎		社外 独立
			東誠一郎		社外 独立

(注) 新任：新任候補者 社外：社外役員 独立

新日鉄住金「招集通知」

候補者番号
1
再任



かなざし きよし
金指 潔
(1945年8月2日生、満72歳)

所有する当社の株式数
74,146株

取締役会への出席状況
11回/12回 (92%)

取締役在任期間
4年9ヶ月 (本株主総会終結時)

候補者番号
2
再任



おおくま ゆうじ
大隈 郁仁
(1958年8月3日生、満59歳)

所有する当社の株式数
32,825株

取締役会への出席状況
12回/12回 (100%)

取締役在任期間
4年9ヶ月 (本株主総会終結時)

東急不動産HD「招集通知」

個人株主も視野に入れて読みやすいような小さな工夫を重ねる

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

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

投資家を“選ぶ”役割

⇒企業だけでなく投資家(株主)も変わる

(参考)2019年の留意点

- 社外役員については“質”の開示へ。スキルマトリクスなどが活用できる可能性。
- 中期経営計画は、(結局は外部環境に左右される)計画それ自体ではなく、計画の公表を通じた企業の対投資家姿勢が評価できる。統合報告書でCFOがキャッシュ・マネジメントに触れているのはごく稀。
- CGコードの改訂によって社外役員の実質開示、中期経営計画をめぐるキャッシュ・マネジメントの開示が徐々に広がっていくと思われる。
- 開示府令の改正の影響は大きいと予想(役員報酬・政策保有株式)
- 中期経営計画に限らず、ディスクロージャーディスカウント(orプレミアム)にリターンポテンシャルがあると見ている。
- 発生事項や決定事項を開示するのではなく、「やっていない」ということの開示が求められる時代に(発想の転換が必要)。中計においても同様。

■ 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

- 新規採用における女性比率
- 全従業員における女性比率
- 男性と女性社員の平均雇用年数の違い
- 上級管理職における女性比率
- 取締役会における女性比率