



価値創造のIRに向けて

2019年11月29日

バリュークリエイト
佐藤明

お伝えしたいことです！

① IRよりLR！

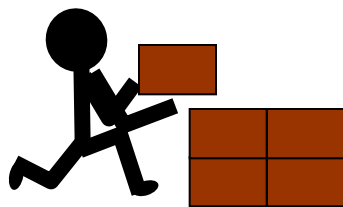
② プレ財務資産と呼ぼう！

③ 説得責任です！

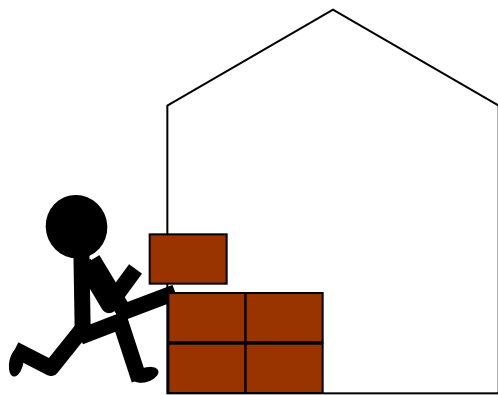
④ 個人投資家とどう向き合うか？

はじめに…

レンガを積む



家を建てる



笑顔あふれる家を作り
豊かな社会を創る



豊かな社会と明るい未来のために

自己紹介です

【経歴】

1987年一橋大学商学部卒 竹内弘高ゼミ（競争戦略） 卒論「日本的M&Aの考察」
1987年野村證券グループ入社、以後1989年に同社証券アナリスト。
総合重機械、運輸などを担当し、国内外の機関投資家向けに投資情報を提供。
日経金融新聞（現日経ヴェリタス）アナリストランキングでは、29歳で企業総合部門で1995年第1位、
1994年～2000年同造船・プラント部門 7年連続第1位。キャピタルグッズチーム・リーダー。
2000年2月よりIT業界に特化した投資調査会社で調査部長。
2001年5月、バリュークリエイト設立（現任）
富士製薬工業（東証1部） 社外監査役など

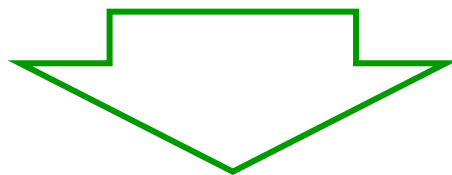
- EN Asset Management（ヘッジファンド）、あすかコーポレートアドバイザー（友好的なアクティビストファンド）、レオスキャピタルワークス（成長株ファンド） 社外取締役、コモンズ投信株式会社（長期投資） 取締役を経験
- ベンチャーキャピタル：2社上場
- デジタルハリウッド大学准教授（コーポレートコミュニケーション論）、東京理科大学MOT大学院非常勤講師、早稲田大学、明治大学、青山学院大学などでゲスト講師 証券アナリスト向け研修、多数
- WICI統合報告優秀賞審査員歴任、ベーシックレポートアワードコミッティー、IRグッドビジュアル賞発起人
- ローソン調査部長、丸井グループ投資調査部長（現任）
- 選曲家

【活動】

上場企業複数社のアドバイザー
東京証券取引所、日本IR協議会などゲスト講師、プロネスサク社顧問、同社主催の「IR基礎講座」担当
「企業価値評価の基本と仕組みがよ〜くわかる本」執筆

私の想いです

株式市場は市場参加者ひとりひとりの知恵と勇気
と想いで良い企業を応援する仕組みです。
投資基準は、人それぞれです（多様性が重要です）。
良い企業にお金提供されれば、
その企業が素晴らしいサービスや製品、
そして雇用を生み、税金を納めます。



リスクを取った投資家は報われ…
…豊かな社会、明るい未来が実現します
→企業を等身大で伝えるIRの役割は大切です

アナリスト時代の実績

① 三菱重工業 株価推移(1990年-2000年1月)



他のアナリストと何が違ったのか？

私

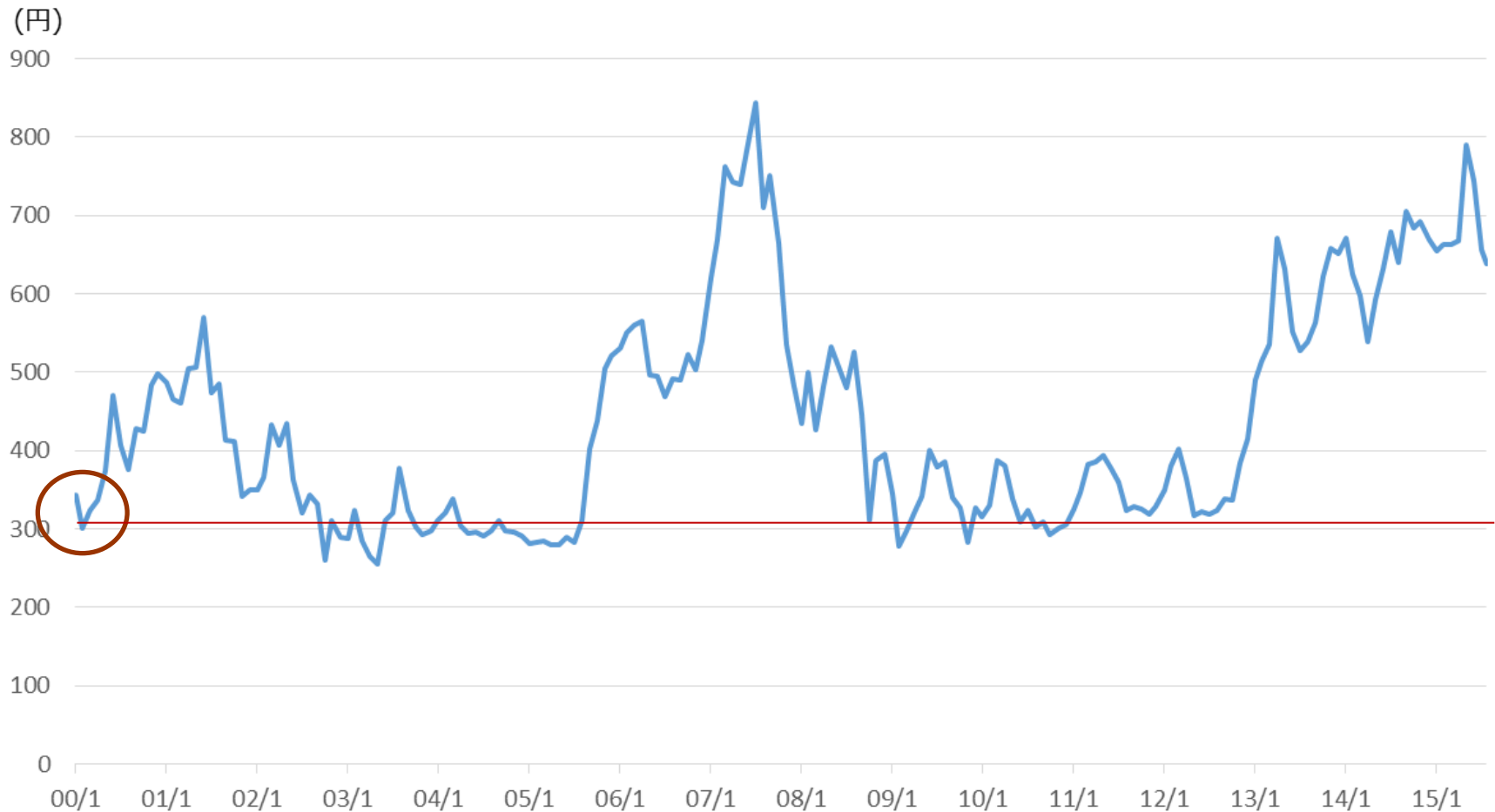
- ① 経営者と対話
- ① エンジニアと対話
- ① 年間50工場を訪問
- ① 世界の競合を調査
- ① 四半期を追いかけなかった
- ① アニュアルレポートマニア
- ① 世界の投資家と対話
- ① 他のアナリストと対話

多くのアナリスト

- ① 決算説明会重視
- ① IR担当者取材
- ① 本社会議室を訪問
- ① 国内企業を比較
- ① 四半期業績重視
- ① 決算短信・月次数値フォロー
- ① エクセルシートに没頭
- ① 自分の城（業種）に籠りがち

アナリスト時代の実績（その後）

① 三菱重工業 株価推移(2000年1月-)



バリュークリエイトの紹介

バリュークリエイトは
企業価値創造のサポートをする会社です。

- ◆2001年創業の会社です。
- ◆お客様は、大企業からスタートアップのベンチャーまで様々です。
- ◆企業価値創造をテーマに様々なサービスを提供しています。
- ◆日本発世界のビジョナリーカンパニーの企業価値創造を応援します。
- ◆財務諸表に載らない資産（見えない資産）を重視します。
- ◆企業価値を創造し、価値を正しく伝えていくお手伝いをします。

バリュークリエイトのパートナー

アナリスト



- 元野村証券トップアナリスト
・アナリストランキング
企業総合部門第1位
- 資産運用会社 取締役歴任
- 富士製薬社外取締役など

クリエイティブ・ディレクター



- 元上場会社の経営者
エルゴ・ブレインズCOO
<現スパイア>
- 大手広告代理店出身
(株) アサツ・ディケイ

日米公認会計士



- 元アーサーアンダーセン
日米公認会計士
・9年間米国会計士事務所に
勤務
・慶応ビジネススクール講師
・SUMCO社外取締役

アドバイザーの実績例①



- 経営者との定期的な対話
- 中期経営改革作成支援
- 四半期ごとの説明会資料の作成とフィードバック
- 企業価値の視点の導入
- アドバイザリーボードMTGに出席
- 資本政策のアドバイス

アドバイザーの実績例②



- 経営者との定期的な対話
- 中期経営改革作成支援
- 企業価値の視点の導入
- 統合報告書監修
- 投資・調査
- 資本政策のアドバイス

アドバイザーの実績例③



- CEO、CFOとの定期的な対話
- 中期経営計画作成支援
- アドバイザリーボードMTGに出席
- 企業価値の視点の導入
- 資本政策のアドバイス
- M&Aアドバイス
- 意思決定のためのリサーチ

アドバイザーの実績例④



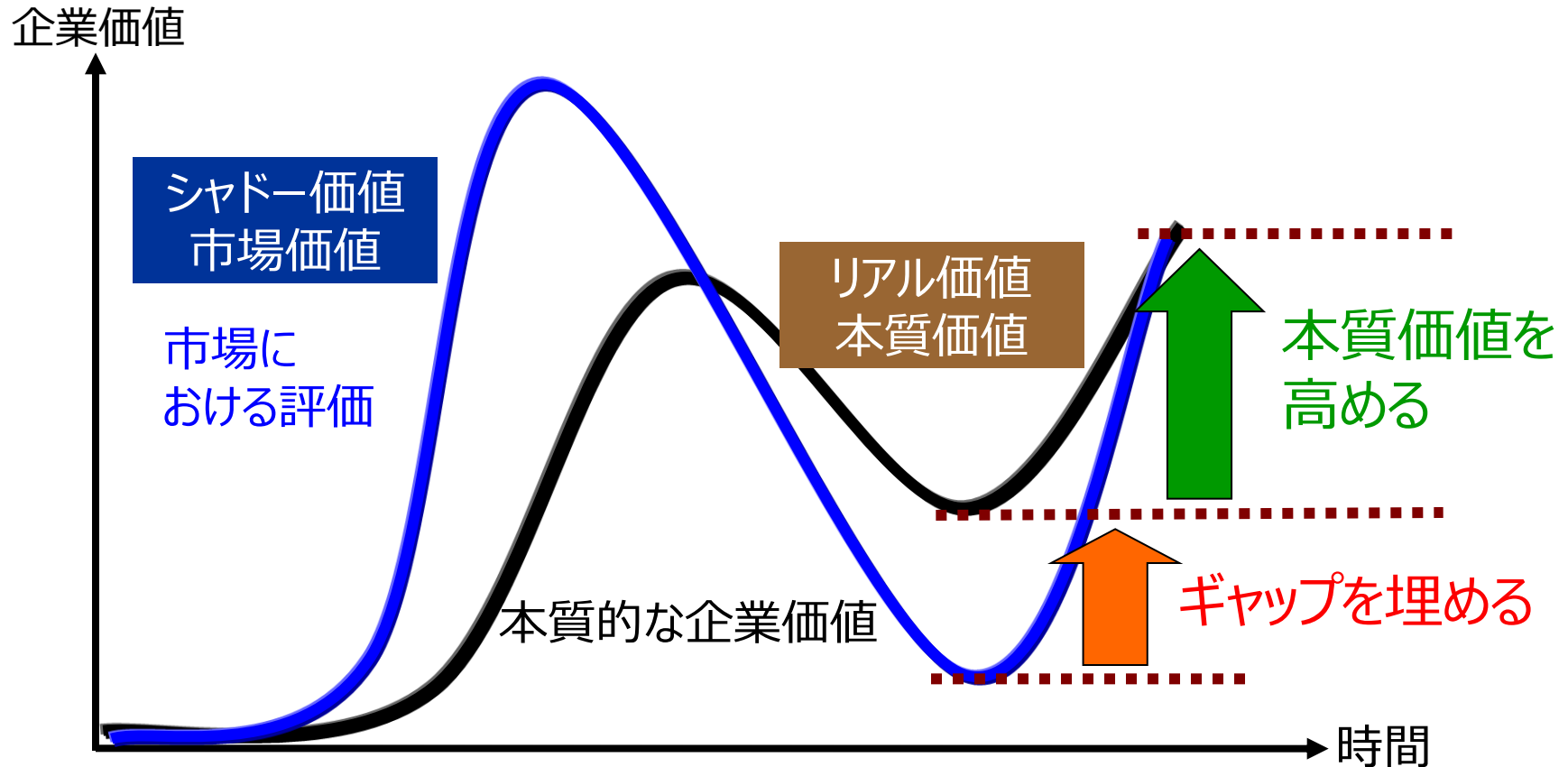
- 初めの数年はCEO、CFO、IR担当者と定期的な対話
- 半期ごとの説明会資料作成とフィードバック
- 企業価値の視点の導入
- グローバル会議に出席
- 中期経営計画発信支援
- 資本政策のアドバイス
- アニュアルレポートの制作

アドバイザーの実績例⑤



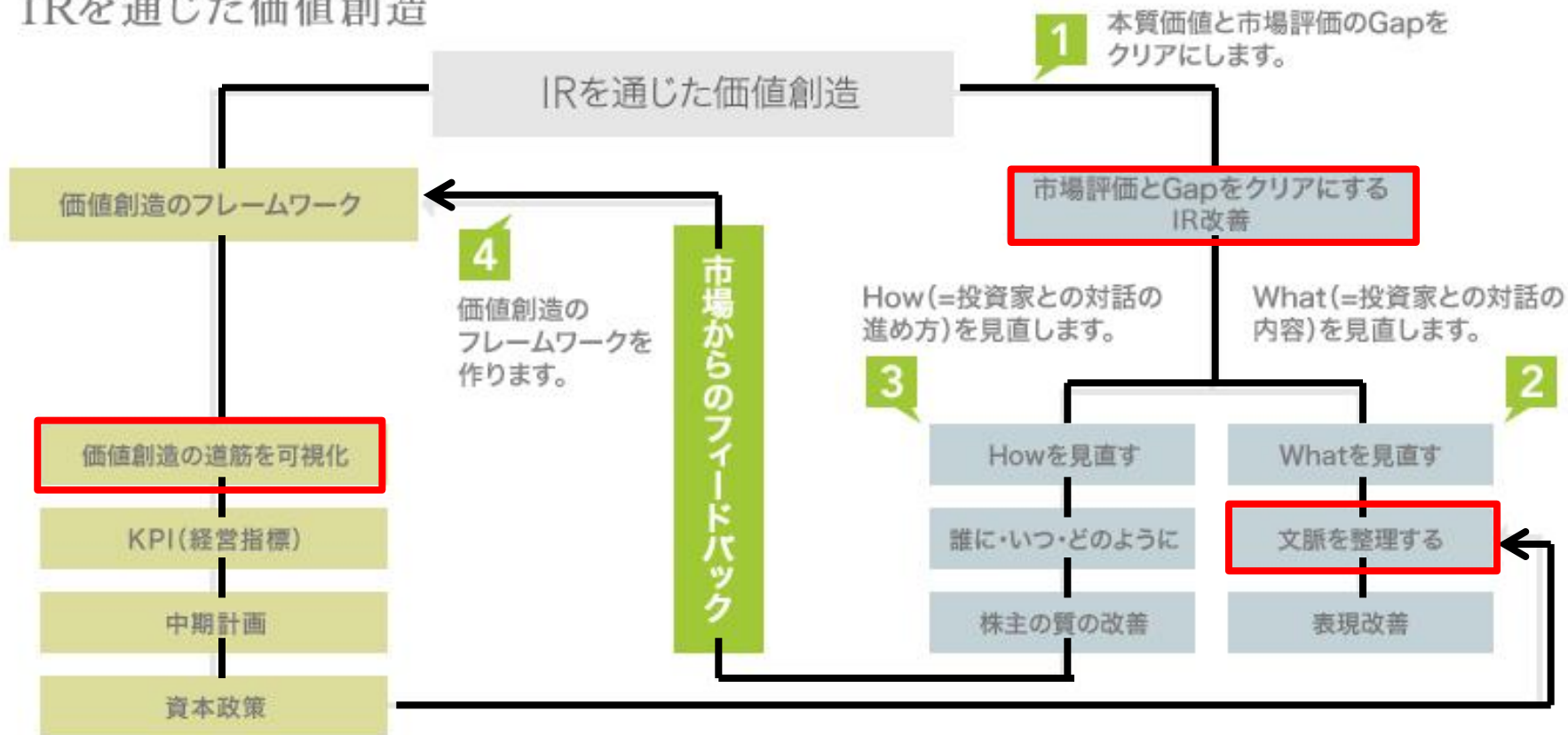
- 会長、社長、IR担当者との定期的な対話
- 半期ごとの説明会資料作成とフィードバック
- 機関投資家向け説明会の実施
- 企業価値の視点の導入
- 中期経営計画発信支援
- 資本政策のアドバイス

価値創造の2つのステップ



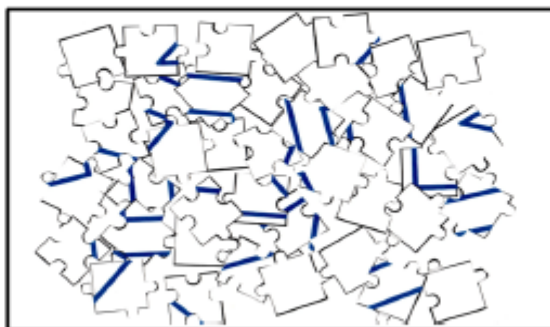
企業価値創造のフレームワーク

IRを通じた価値創造



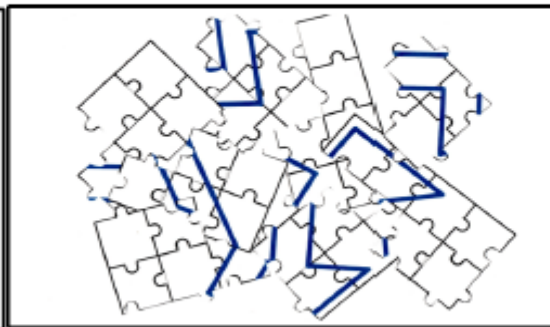
価値創造の道すじの見える化

【図A】
結合性ゼロ



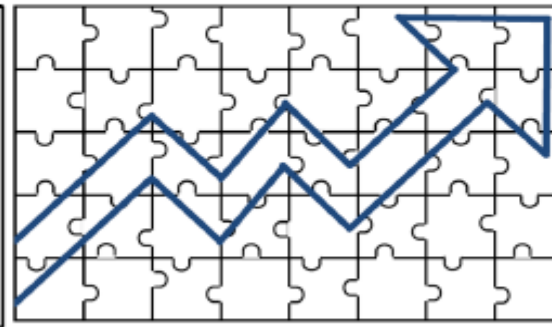
ピースの数=40

【図B】
部分的な結合性あり



ピースの数=40

【図C】
全体的な結合性あり

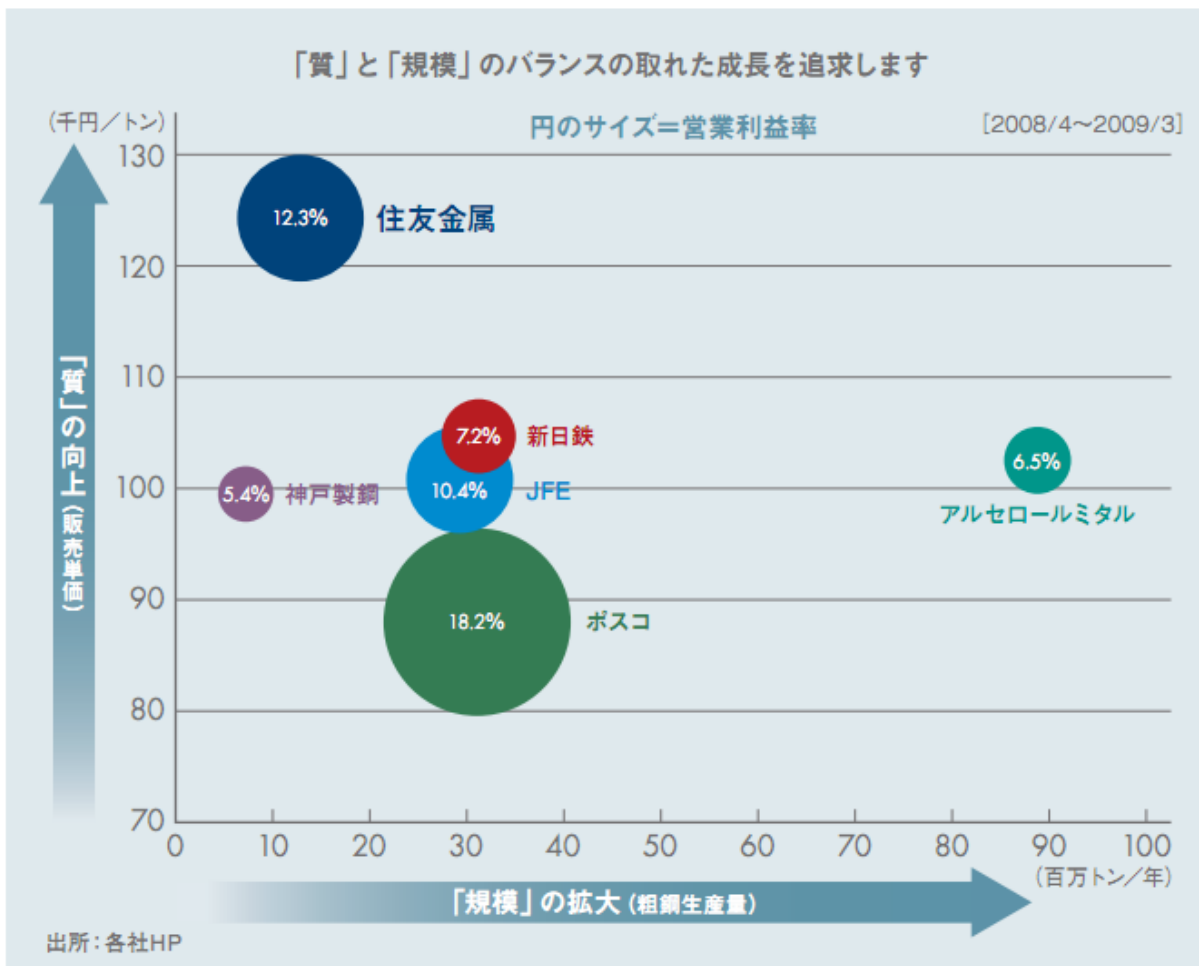


ピースの数=40

(出所) WICI三代まり子氏資料より

本質的な価値を考え、文脈が見える化

価値創造の文脈を整理 & 表現する



国内・海外の競合と比較することで自社のポジショニング、実績を表現

IRの仕事について

① 中期的なIRの目的

- ③ 中期的な**企業価値の創造**を貴社のマネジメント、投資家と共に考え、実現していくこと
- ③ 貴社と資本（＝リスクマネー）の提供者である**株式市場の参加者と円滑な対話を促進**することが最も重要である
- ③ 常に**等身大（＝フェアバリュー）**で評価されることが大切であり、過大評価も過小評価も望ましくない
- ③ 投資家（投機家ではなく）の視点を**社内にフィードバック**することも重要な役割

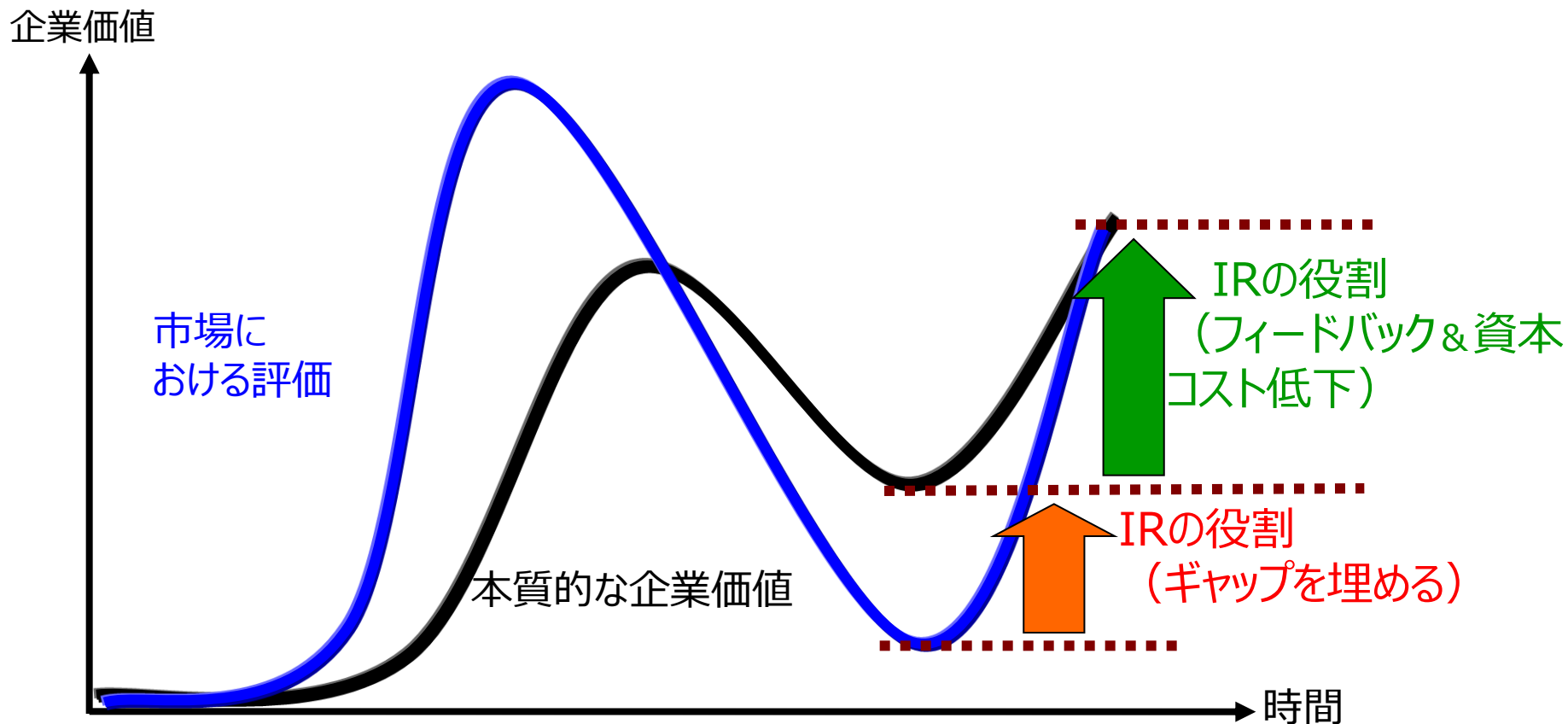
IRの仕事について

②なぜIRが必要か？

- ① 株主の質が経営の質を決めます
(短期的な株主中心では長期的な経営ができません)
⇒ 継続的なIRでサポーター株主を増やすことが必要です
- ② 株価が低迷した場合、顧客、取引先からの信用、従業員の満足度が下がり、本業に影響します
- ③ 過小評価されている場合、敵対的買収の対象になります
⇒ 継続的なIRを通じて、株価が等身大（本質価値）で評価されるようにする必要があります
- ④ 株主数が減少すると公開基準をクリアできなくなるリスクがあります ⇒ IRで個人株主を増やすことが必要です

IRの仕事について

③企業価値創造の2つのステップ



ギャップを埋めて本質的な企業価値を高めること！

資本コストを下げるには...

① 事業のリスクを低くする

- コスト構造を変動費化する
- リスクが高く、リターンが低い事業から撤退する

IRから経営に
フィードバック

② 投資家の理解を深め、信頼を得る

- 情報開示を改善する
- IRを強化する（説明会、アニュアルレポートなど）
- 信頼できる決算をする（対極はエンロン）
- 約束したことは守る = 業績予想は約束手形と考えましょう！
- 達成が難しい努力目標を業績予想にしない
 - ▶ 安易に業績予想の下方修正をしない

IRの役割

③ 資本構成を変える

- 適正な資本構成を考える
- 高コストの株主資本が多い場合、自社株償却、増配などを考える
- 株主の質を高める（IR活動を通じて）

IRから経営に
フィードバック

IRの役割が大きいです！



見えない資産のフレームワーク

5つの資産

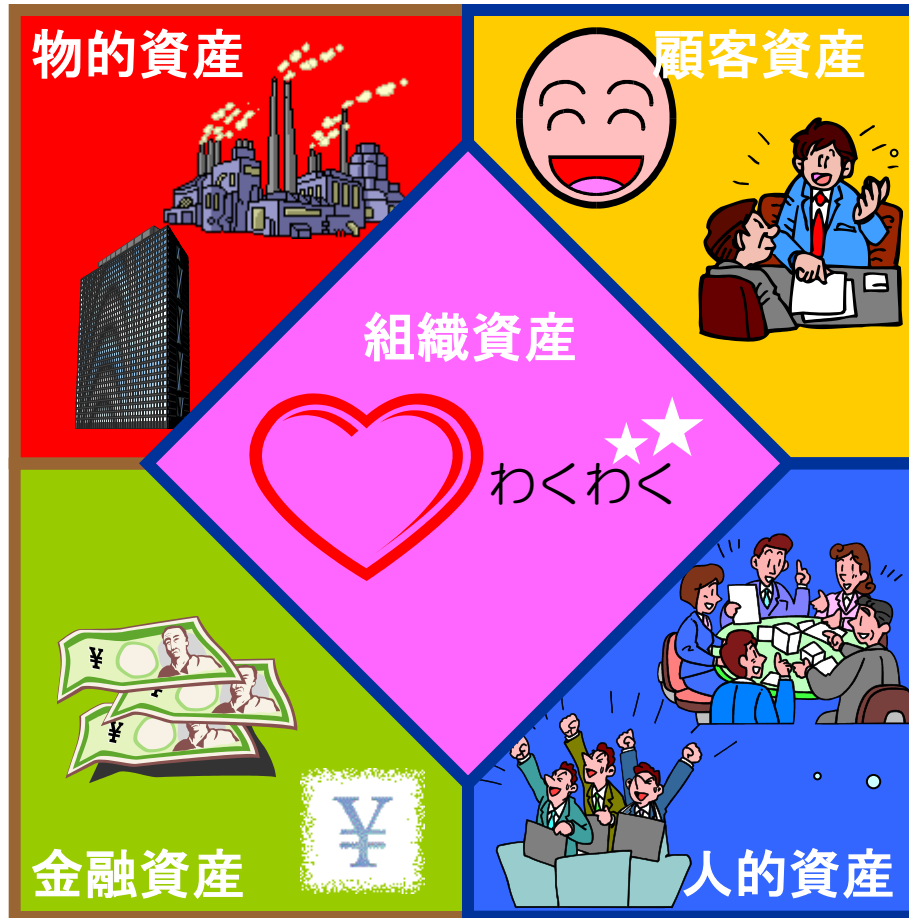


お金やモノだけが資産ではないと考えます！

Quotation ARTHUR ANDERSEN "Value Code"

簡単に言うと

財務諸表

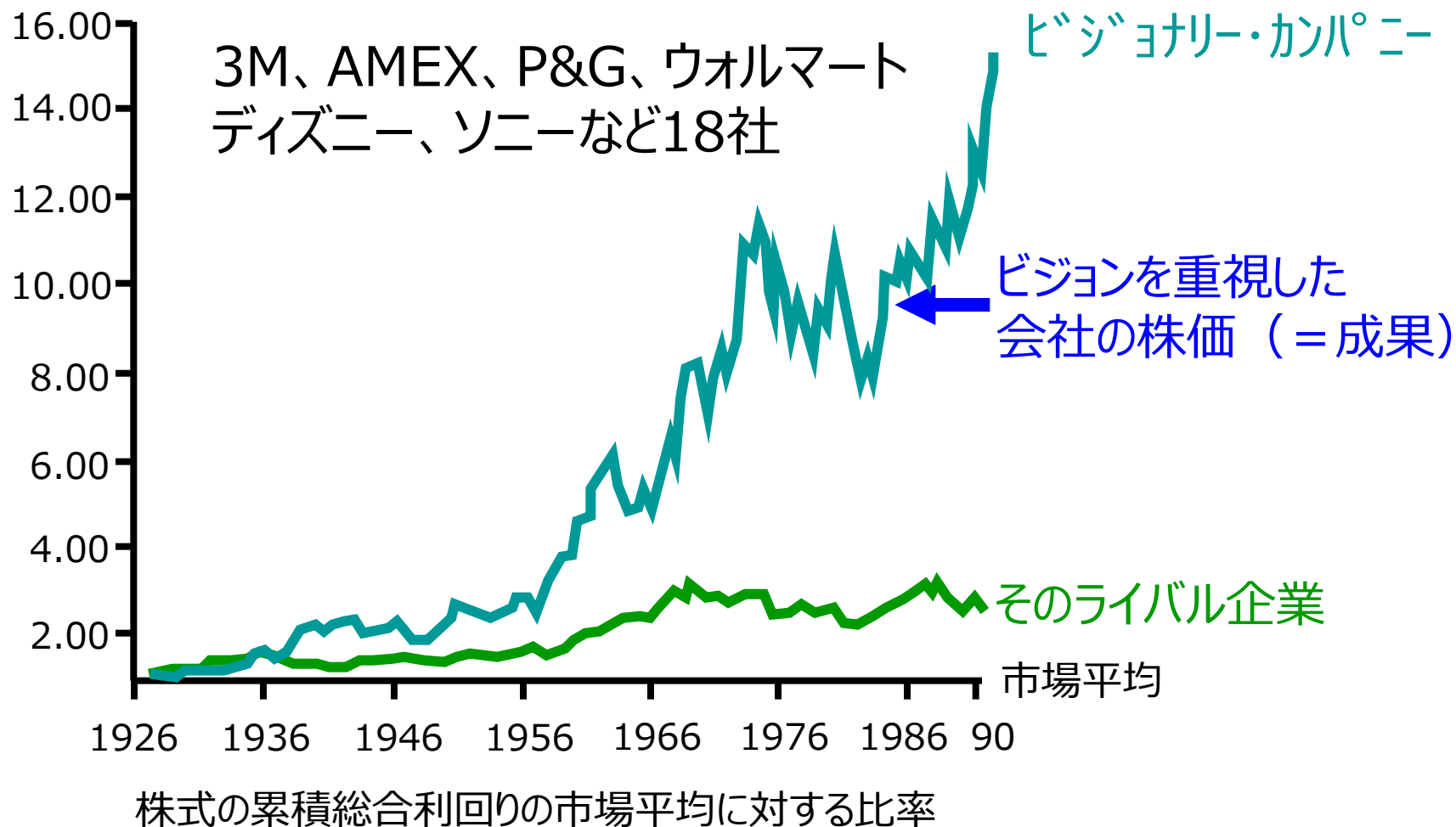


ここにこ

見えない資産

いきいき

組織資産の価値



出所：ビジョナリーカンパニー

組織資産の価値

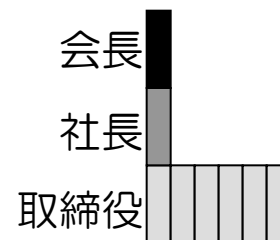
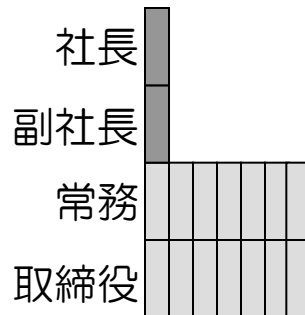
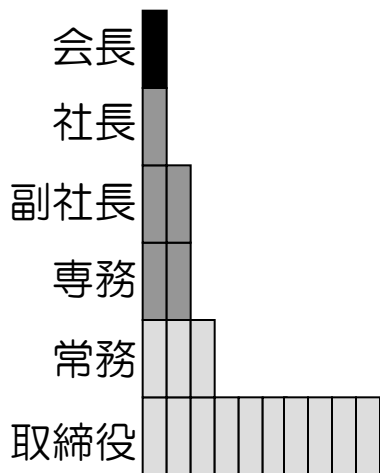
ガバナンスの評価例

93年6月

98年6月

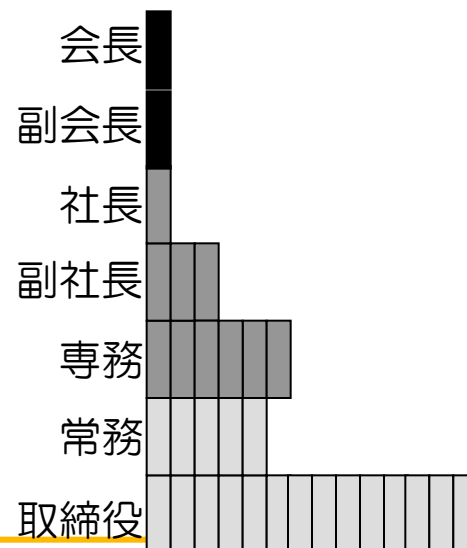
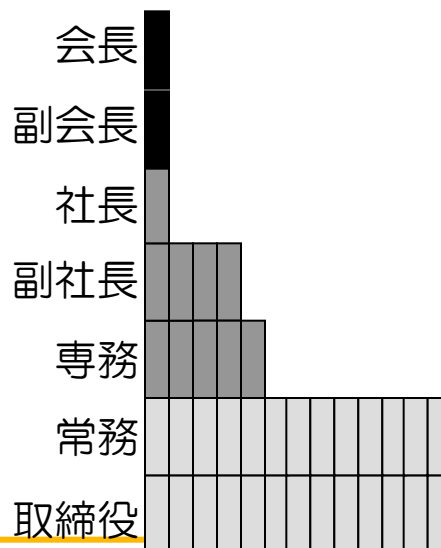
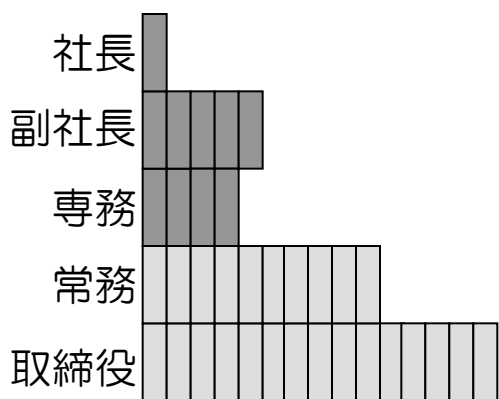
99年6月

A社



役員の数と階層からガバナンスと意思決定のスピードを推測できます

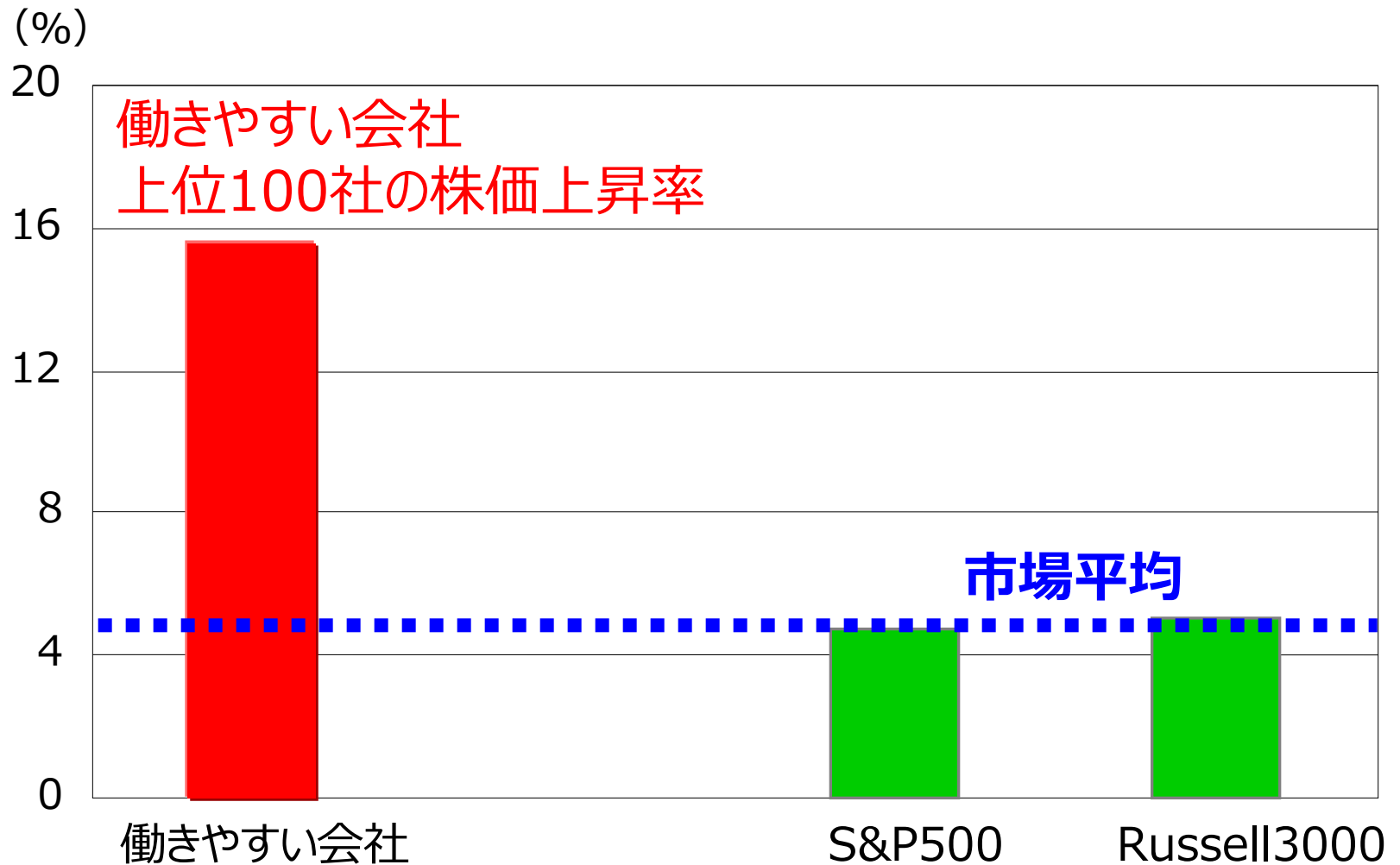
B社



組織資産の価値



人的資産の価値



GPTW : Great Place to Work : フォーチュン

働きやすい会社ベスト100社 : 株価の試算 (1998-2004 : 毎年入替)

※米国の例

人的資産の価値「私の経験から…」

- ▶ 1996年に米国のジェットエンジン工場を訪問した時の驚きは、私のアナリスト経験の中でも最も衝撃的な出来事でした
- ▶ 私が驚いたのは、同工場の従業員が、一丸となって「KAIZEN」活動に取り組み、実にイキイキと働いている姿を目にしたからです
- ▶ 同工場は、工場閉鎖の可能性すらあった「最悪の工場」でした。日本の「カイゼン活動」のノウハウを吸収して、「製品製造サイクル半減」、「部品の在庫数半減」など大きな成果が生まれました
- ▶ 最も変化したのは、従業員の意識とモチベーションです。彼らと会話をしていると「センス・オブ・オーナーシップ（当事者意識）」という言葉が良く出てくるのが印象的でした
- ▶ 経営陣は、ワーカーを人的資産として意識するようになり、マネジメント、ホワイトカラー、ブルカラーと分かれていた食堂の統合、研修の充実、リストラ時に閉鎖した工場内のスポーツジムの再開など、様々なことを実行しました
- ▶ その後、この会社の時価総額は10倍になりました

見えない資産の評価例:スリッパの法則

- ① 社長の自伝を本人からプレゼントされたら、その会社への投資を控える
- ① 人の話を聞かない社長には投資をしない
- ① 相手の肩書きによって態度を変える経営者は信用できない
- ① 豪華な新社屋ビルを建てたときは業績のピークか株価のピーク、またはその両方である
- ① トイレの汚い会社への投資は必ず損をする
- ① 社員同士を「さん」づけで呼ぶ合う会社への投資のリターンが高い（一部抜粋）



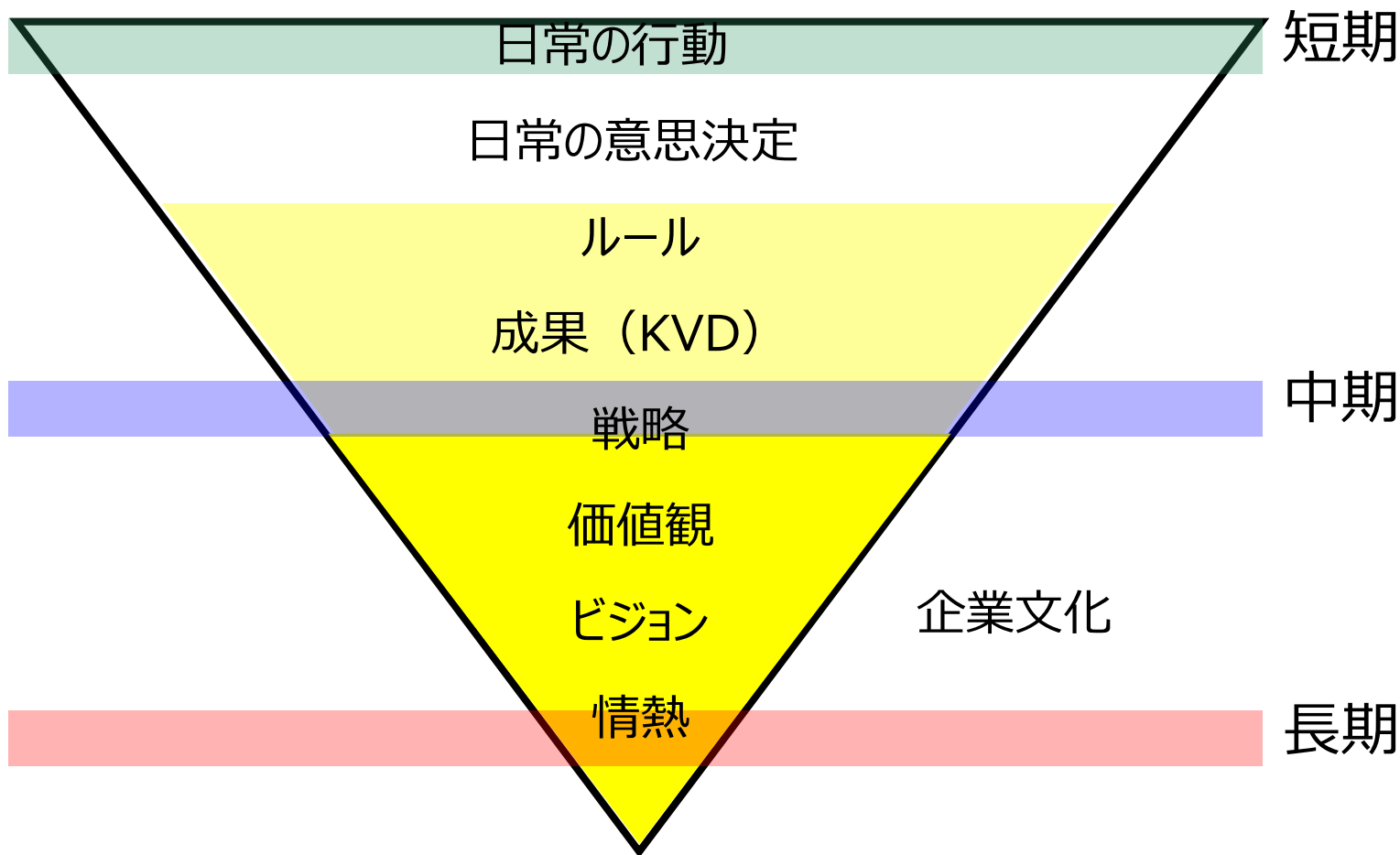
藤野英人氏著「スリッパの法則」



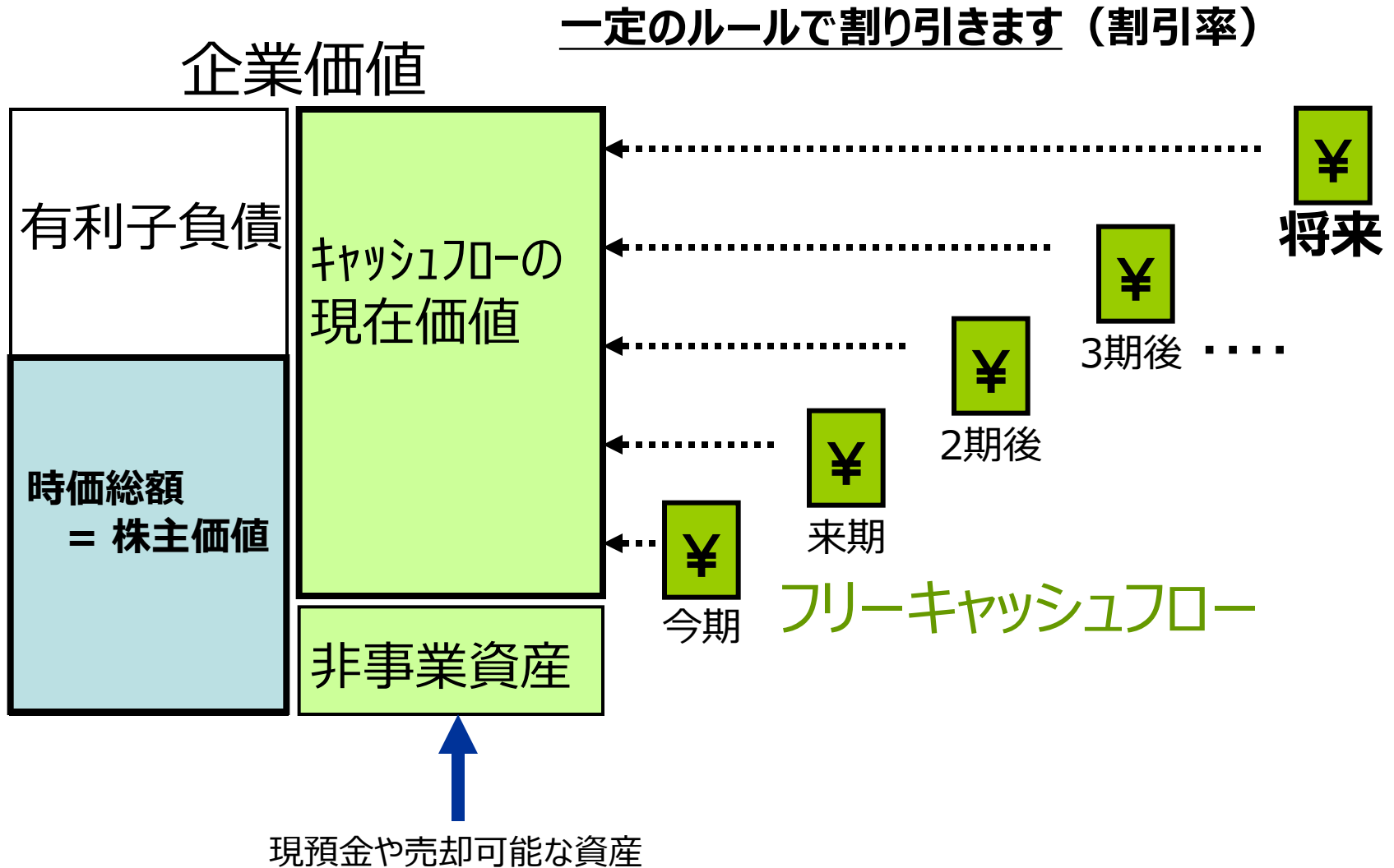
DCFモデルからの考察

②バリュートライアングルという考え方

一般的なマインドシェア

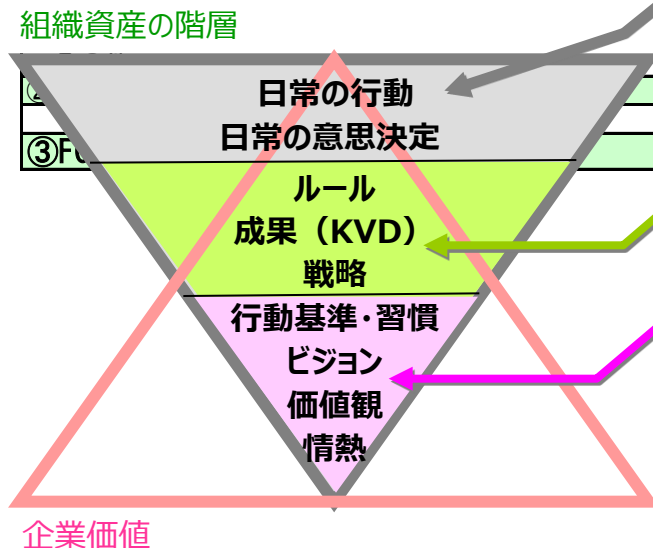


企業価値は将来のことであり…



…価値は長期から生まれる

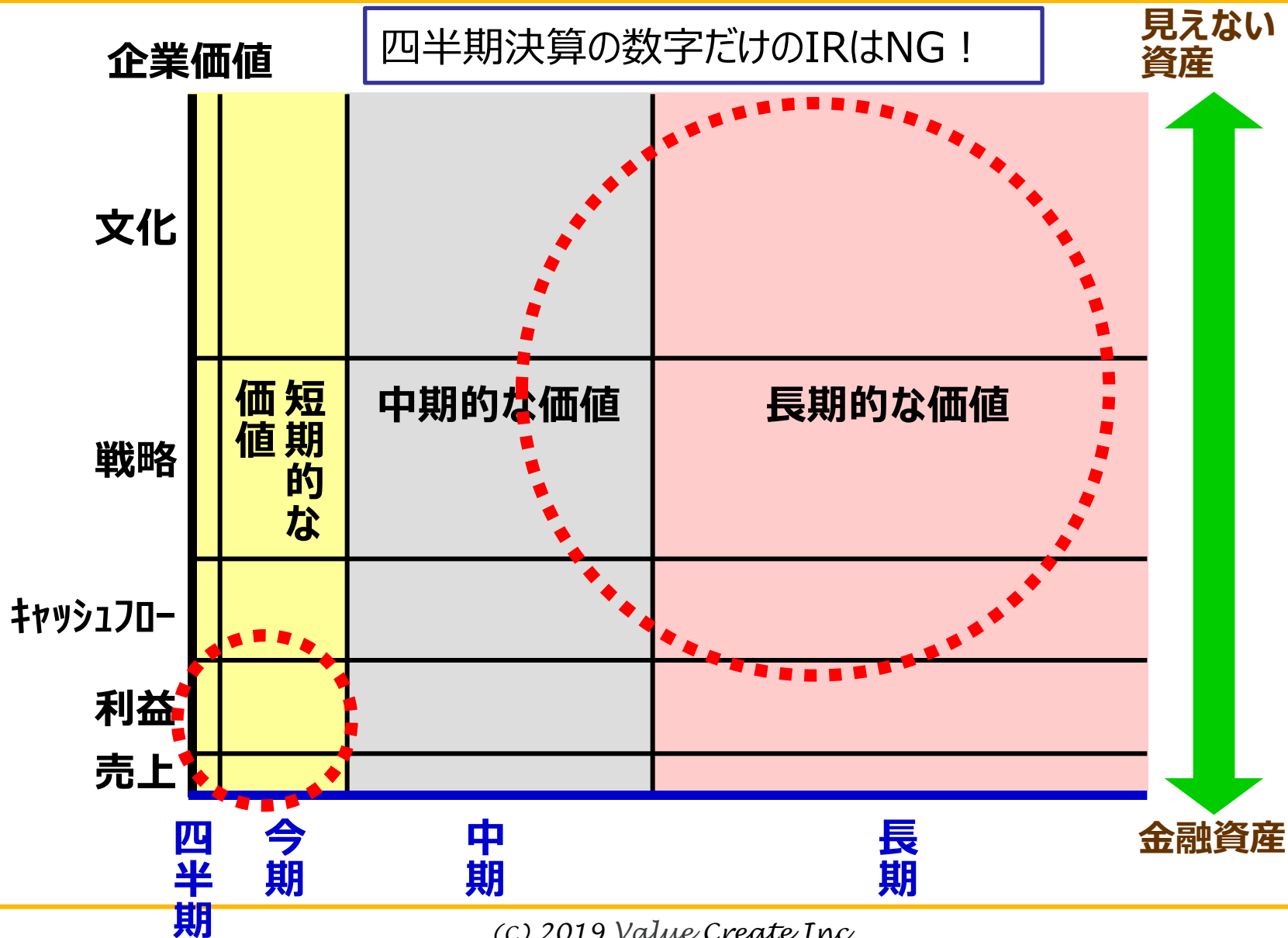
	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後 営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本 増減	FCF	割引率	FCFの 現在価値	一株当り 価値
年度	(億円)		(億円)		(億円)	(億円)	(億円)	(億円)	(億円)		(億円)	(円/株)
2007	11,209		930	8.3%	558	1,211	746	0	1,023			
2008	12,369		1,828	14.8%	1,097	804	609	0	1,292			
2009	15,100	22.1%	2,750	18.2%	1,650	750	880	0	1,520	1.05	1,449	30
2010	15,100	0.0%	2,300	15.2%	1,380	790	900	0	1,270	1.10	1,153	24
2011	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	800	820	0	1,298	1.16	1,123	23
2012	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.21	1,087	23
2013	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.27	1,035	22
2014	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.34	987	21
2015	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.40	940	20
2016	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.47	896	19
2017	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.54	854	18
2018	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.62	813	17
残余価値	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	27,802	1.62	17,253	359
①FCFの現在価値合計											27,589	574
その他の資産の価値												
現預金											424	9
市場性のある有価証券											0	0
組織資産の階層											0	0
											8,859	184
											0	0
②											-8,435	-176
③FCF											19,154	399



一例ですが…

- 1年間1-5%
- 2年～10年間の合計:30%程度
- 10年以降の合計:60%程度

長期 & 見えない資産の評価が大切



価値創造のためには...

$$\text{価値} = \text{規模} \times \text{質} \times \text{持続性}$$

- ◇売上高
- ◇総資産
- ◇人員
- ◇会員数

- ◇営業利益率
- ◇ROE、ROA
- ◇利益変動
- ◇キャッシュフロー

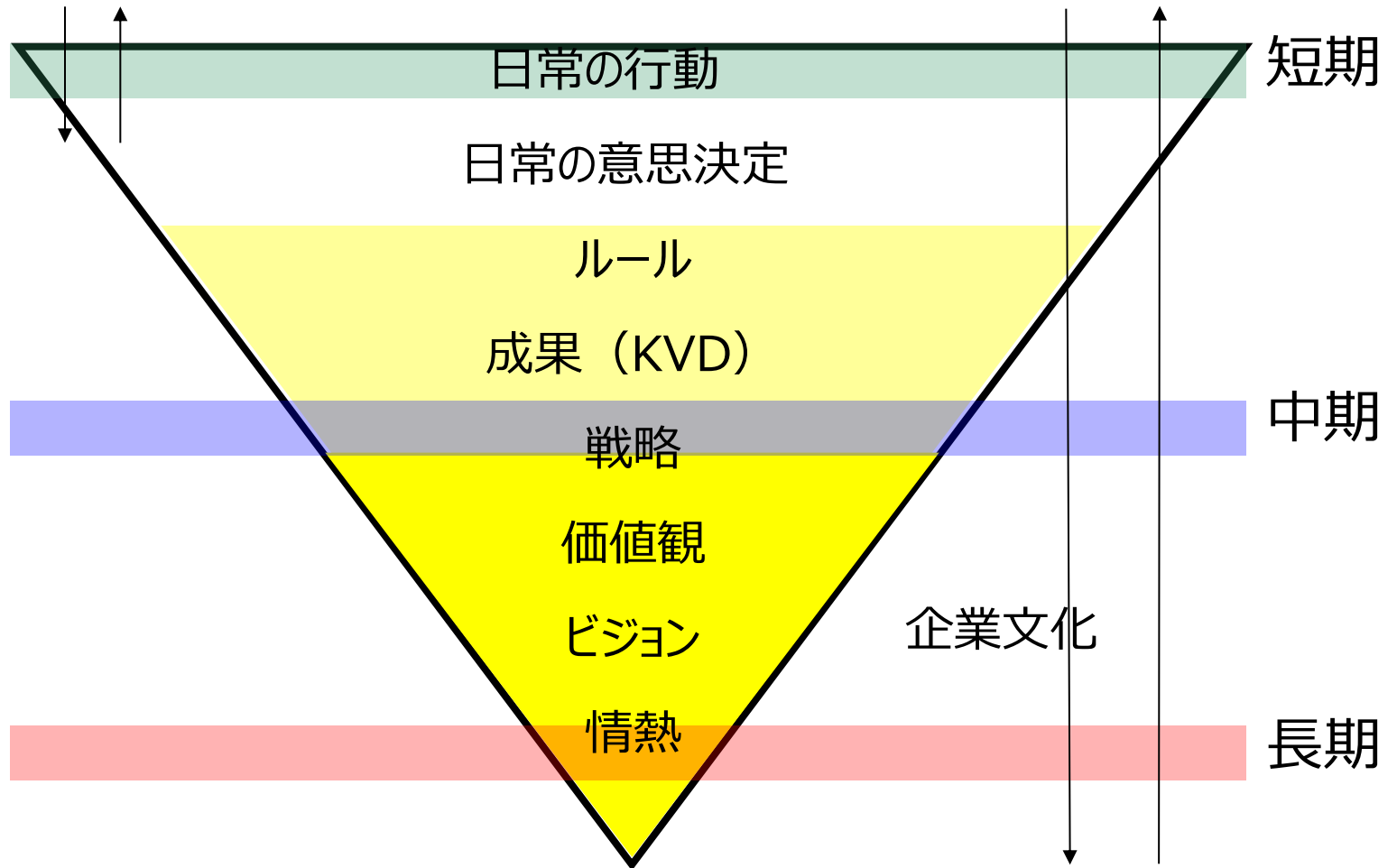
- ◇長期成長率

- ◇市場の成長
- ◇シェアの上昇
- ◇新規市場参入
- ◇能力増強
- ◇生産性改善
- ◇M&A

- ◇生産性改善
- ◇投資効率
- ◇事業のリスク
- ◇投資、運転資本

- ◇企業文化
- ◇CSR
- ◇ガバナンス
- ◇見えない資産の質
- ◇ブランド力

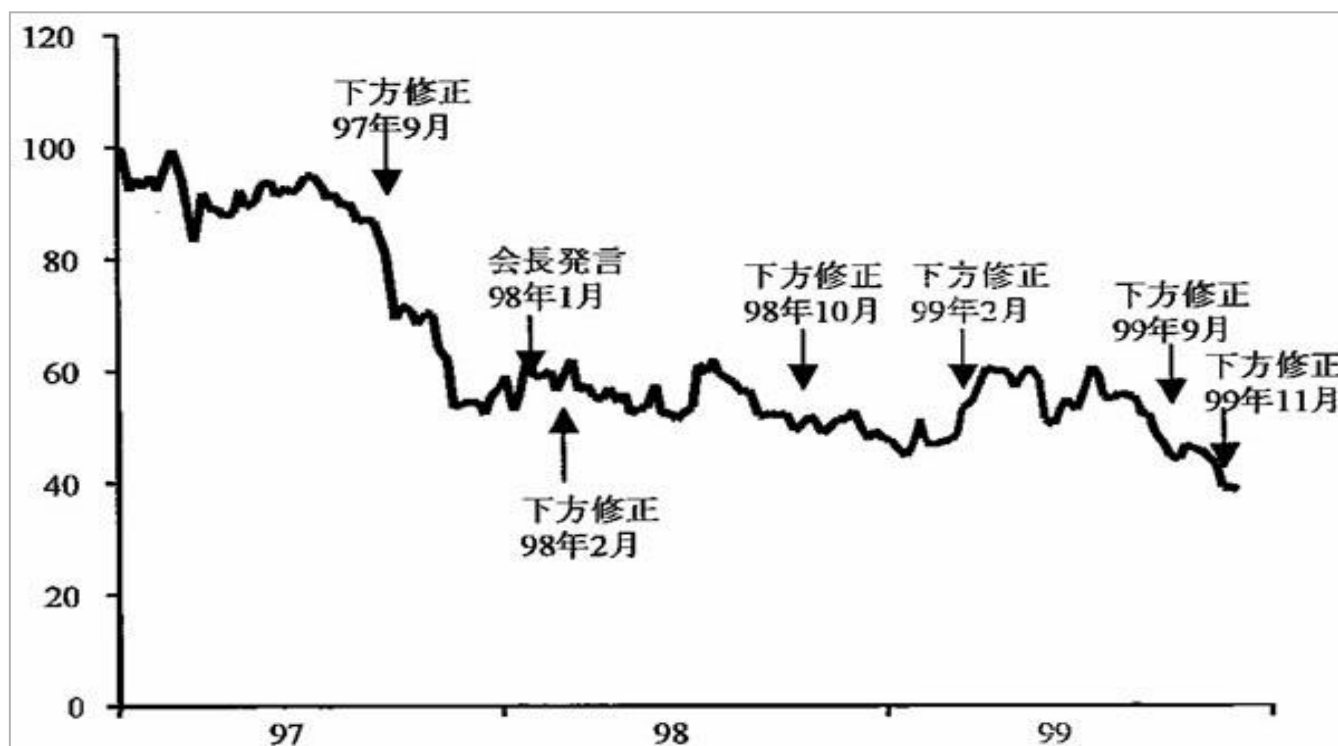
③一貫性が重要





企業との対話 アナリスト時代の事例

度重なる下方修正と株価下落



マネジメントに対する投資家の評価は厳しい

- ① 収益の回復が見えない
- ② 経営改革のスピードが遅く、メッセージが明確でない
- ③ 株主軽視との印象が強い

企業価値は過小評価されている

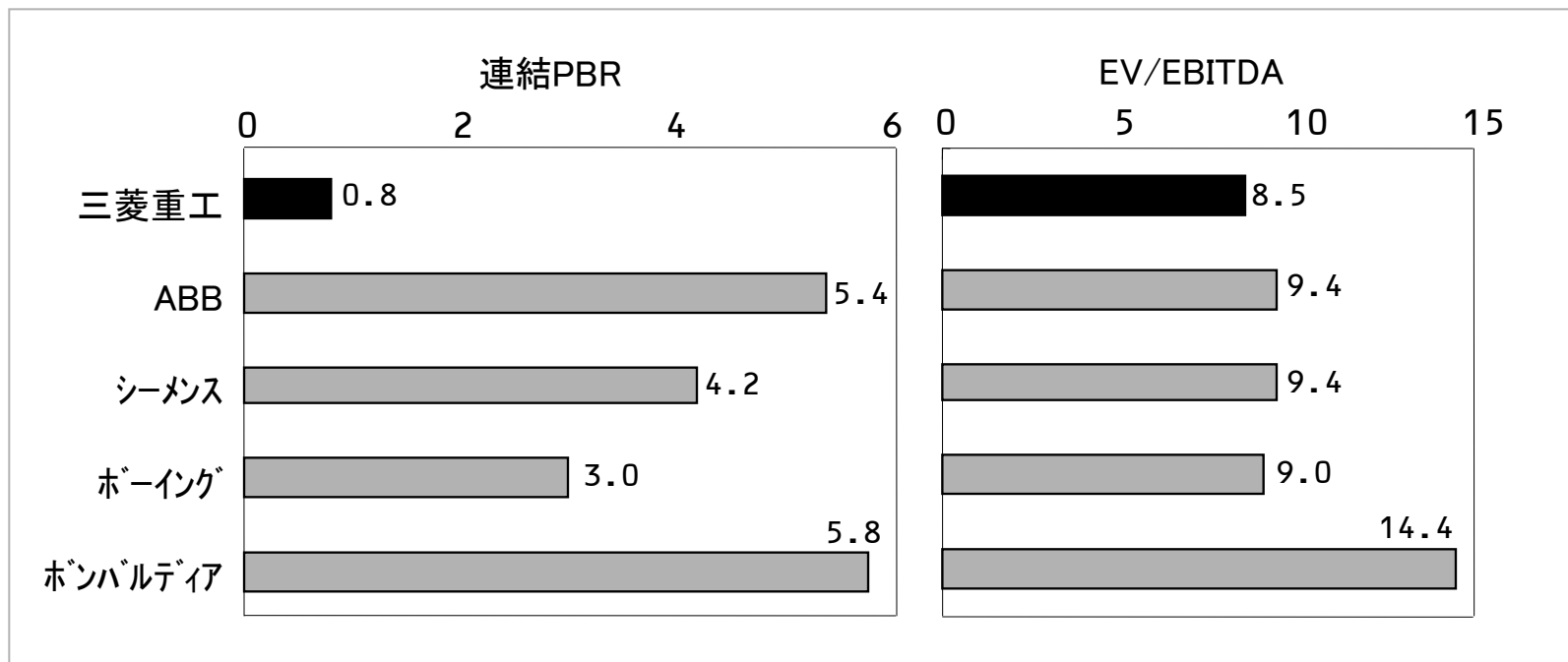
連結PBRは歴史的な割安圏にある



過小評価されている4つのバリュー

- ① バランスシート上の株主資本
- ② 固定資産の含み益などを考慮した時価ベースの株主資本
- ③ 発電機器、航空機などの技術力、製造現場の強さ(知的資本)
- ④ 将来のキャッシュフローの現在価値(FCF評価)

国際比較でも割高感はない



👉 世界の主要競争相手との比較

👉 税率や減価償却方法の違いの影響を排除するため
EV/EBITDA倍率と連結PBRでの比較

DCF評価では...

年度	(%)		営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本		割引率	FCFの現在価値	一株当り価値
	売上高	増収率						増減	FCF			
1999	29,600	1.8	-600	-2.0%	-600	1,000	900	41	-541	1.04	-521	-15
2000	27,500	-7.1	600	2.2%	348	1,000	900	-810	1,258	1.08	1,166	35
2001	27,000	-1.8	800	3.0%	464	1,000	900	-2,010	2,574	1.12	2,296	68
2002	28,000	3.7	1,100	3.9%	638	950	900	-140	828	1.16	711	21
2003	29,000	3.6	1,300	4.5%	754	900	900	-150	904	1.21	747	22
2004	29,700	2.4	1,400	4.7%	812	920	920	110	702	1.26	558	17
2005	30,400	2.4	1,490	4.9%	864	940	940	110	754	1.31	578	17
2006	31,200	2.6	1,560	5.0%	905	960	960	110	795	1.36	586	17
2007	32,000	2.6	1,600	5.0%	928	980	980	120	808	1.41	573	17
2008	32,800	2.5	1,640	5.0%	951	1,000	1,000	120	831	1.46	568	17
残余価値	32,800	0.0	1,640	5.0%	951	1,000	1,000	0	25,424	1.52	16,714	496

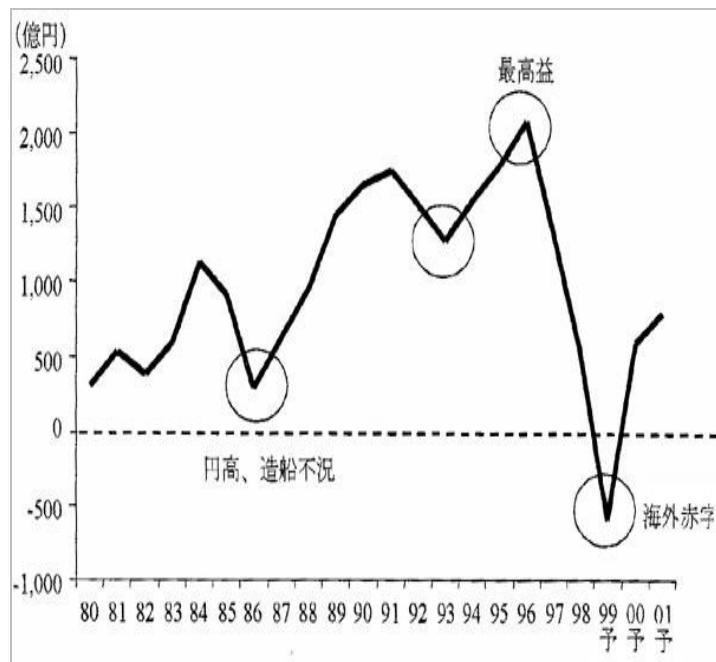
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)		23,976	711
現預金(月商の3か月分を除く)		1,563	46
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)		4,065	121
売却可能な土地など(時価)		1,000	30
運用資産		63	2
②非事業性資産の合計		6,691	198
③企業価値(①+②)		30,667	909
④有利子負債		12,087	358
有利子負債		11,556	343
有利子負債のうち実質的には顧客の借入金となる分		-1,258	-37
退職給付債務×(1-税率)		1,789	53
⑤株主価値(③-④)		18,580	551

発行済株式数	(百万株)	3,373	10年債利回り	3.5
時価総額	(億円)	10,153	リスクプレミアム	2.5
有利子負債	(億円)	11,556	株式の資本コスト	6.00
ペータ値	(億円)	1.00	税引後の平均資本コスト	3.89
税率	(%)	42	(=割引率)	
永久成長率	(%)	0.0		

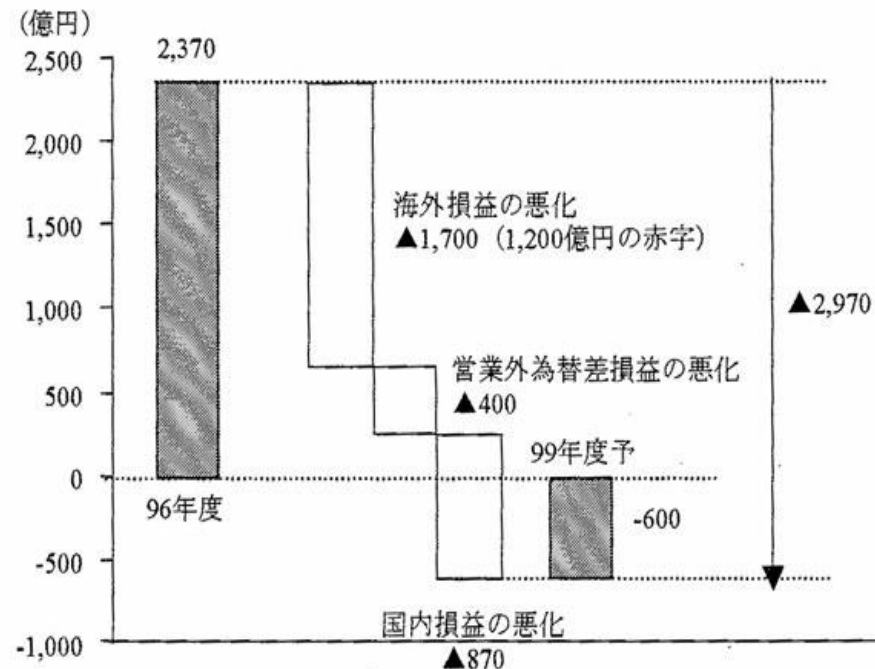
営業利益率5% 運転資本圧縮: 550円

収益が大幅に悪化

連結経常利益は赤字に転落

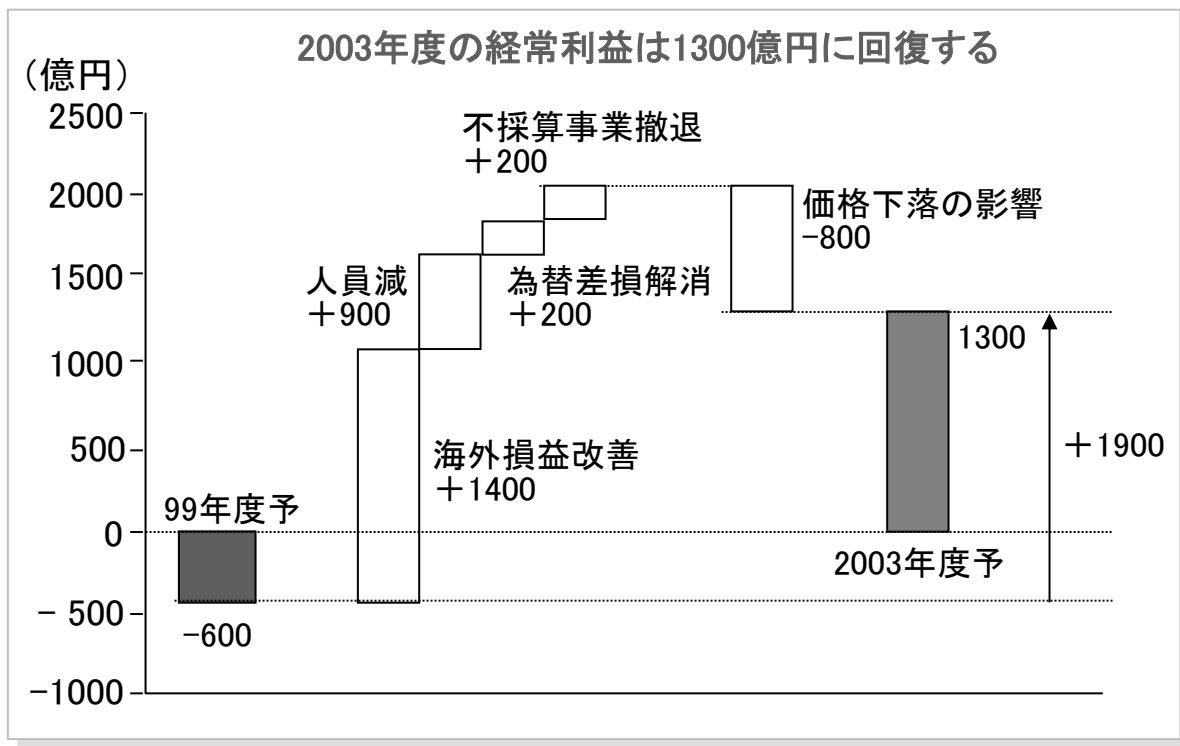


減益の要因は...



97～99年度の経常利益悪化の分析:海外が足かせ

収益回復のシナリオ:2003年度



☞ 増益要因:①海外損益の改善1400億円 ②人員減（自然減による退職）900億円 ③不採算製品からの撤退200億円

☞ 減益要因:コストダウンを上回る価格下落800億円

...中期計画に対する評価

注目点	評価	+/-	評価理由
経営に資本コストの考え方を導入できるか	×	-	数値目標はP/L項目中心 有利子負債削減目標は僅か 社長も売上高経常利益率中心の発想
規模の拡大を前提としない計画であるか	△	+ -	売上高目標は横ばい 各事業部の受注目標は全て拡大
不採算事業見直しのルールを明示できるか	△	+ - -	「全製品自主自立」のスローガン 中量産品の実質的な社内分社化の実施 撤退の基準は明確でない
情報開示の改善が進むか	△	+ -	社長が説明会に参加 セグメント情報の開示は不十分
社長が経営革新に対するコミットメントを表明できるか	△	+ -	社長がプレゼンテーションを実施 質疑応答は副社長、常務の対応が多い

(注) ×:評価できない △:一部評価できる +:評価できる点 -:評価できない点



B/S改善の目標は不十分である

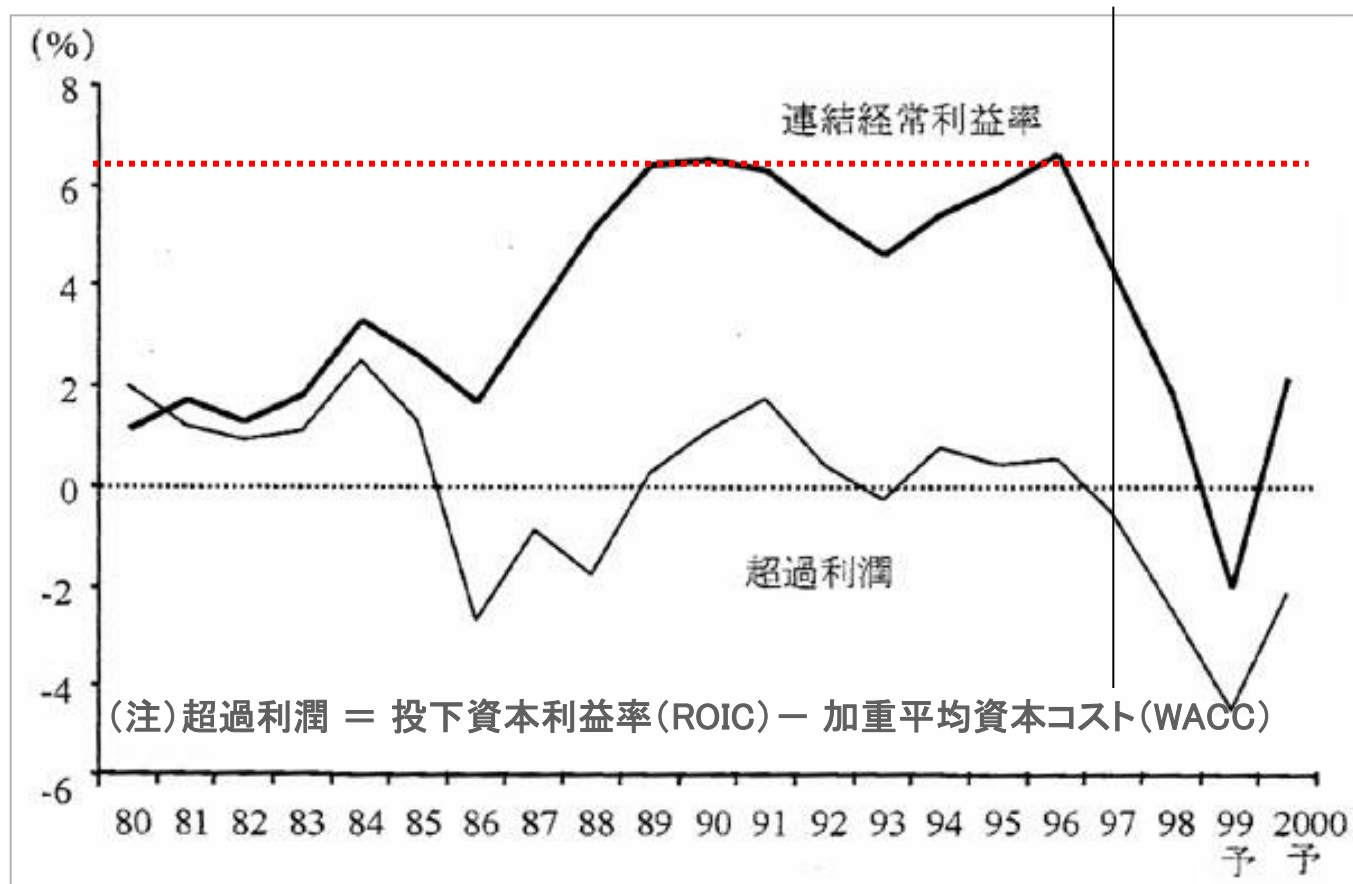
前向きに評価されること

- ① 技術力による差別化を志向し、コストダウンの罨を回避しようとしている
- ② 黒字転換へのトップのコミットメント
- ③ 実現性のある利益目標の設定

克服すべき5つの課題

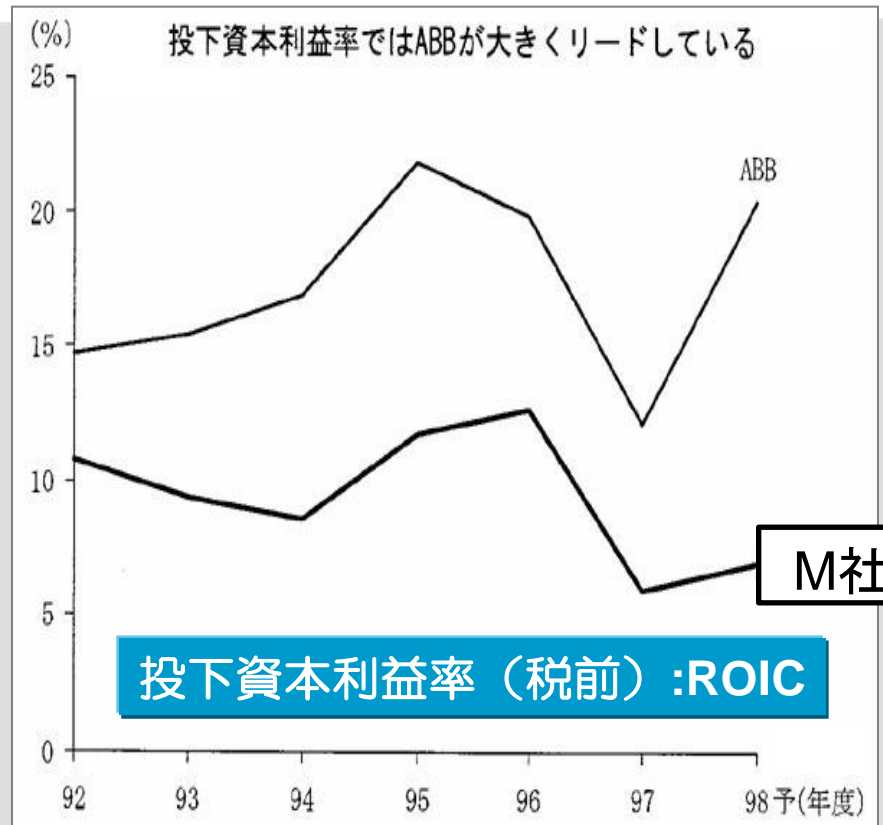
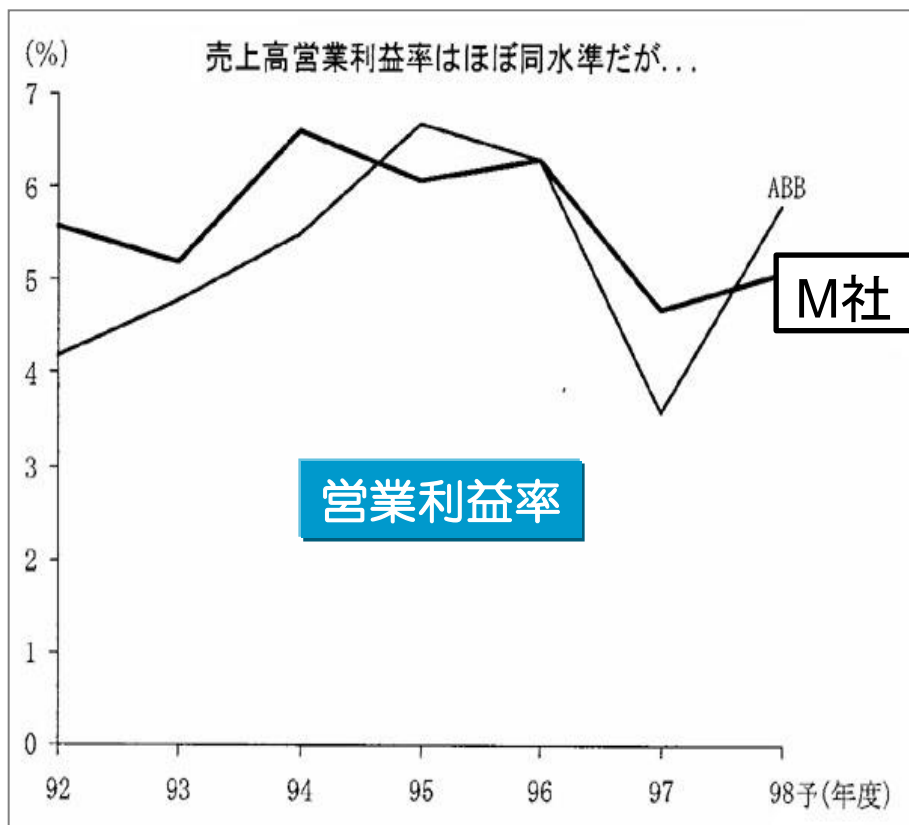
- ① 資本コストの経営計画への導入
- ② 事業所別マトリックス運営(工場プロフィットセンター運営)の見直し
- ③ 「モノ作り」に偏ったビジネスモデルの転換(=サービス事業の強化)
- ④ 有利子負債削減目標の上乗せ
- ⑤ 情報開示の改善
(詳細なセグメント情報の開示、経営方針の明確な説明)

超過利潤は97年度からマイナスへ



👉 経営目標は経常利益率6%
 ……資本コストの考えが全く欠けている

競合に比べ資産効率が悪い



「資産効率」に対する当社の意識の薄さ

- ① 売上高経常利益率が最優先されている
- ② 資産効率（バランスシートの圧縮）に対する意識が薄い

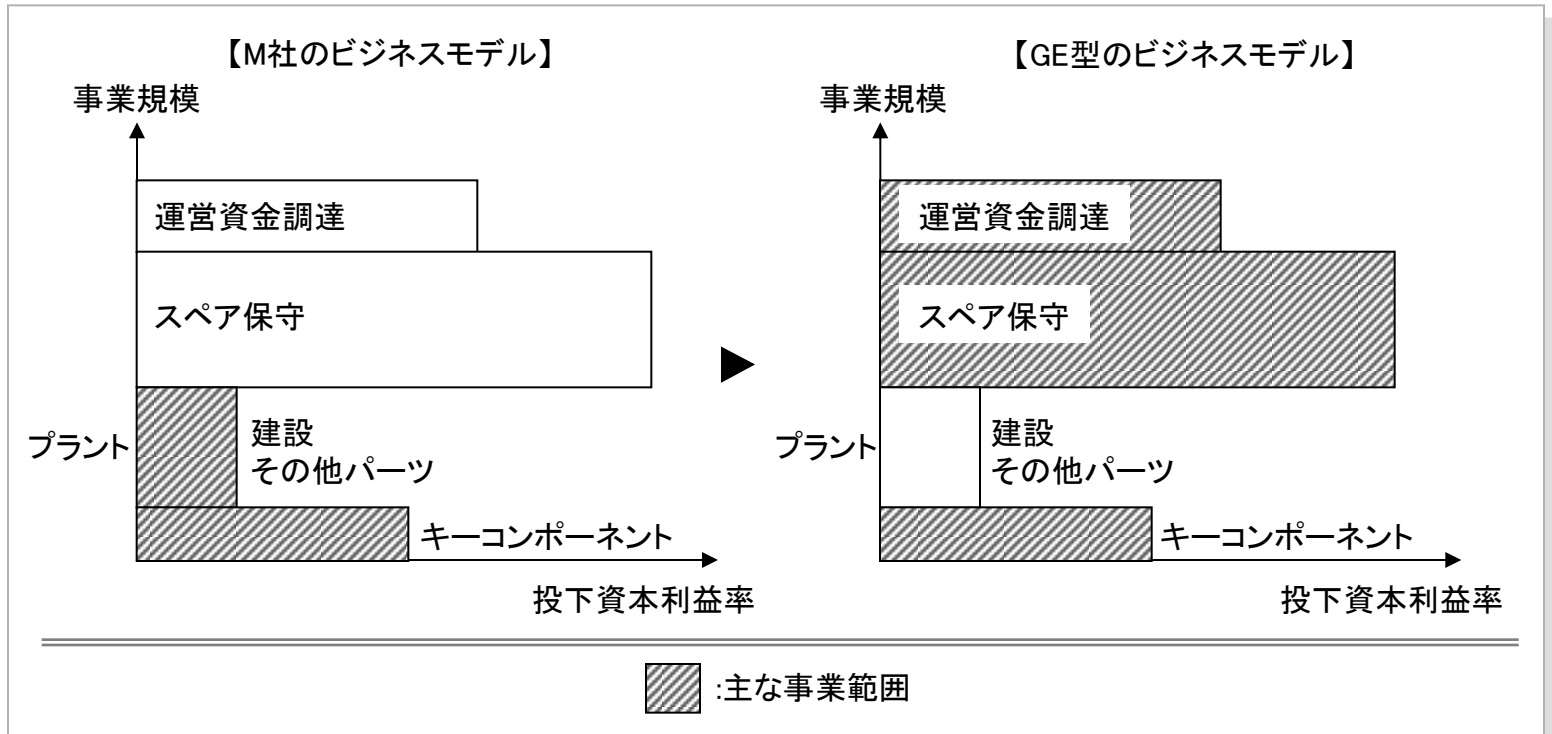
正しい事業を選択しているか①



👉 事業ポートフォリオの見直しがどこまで進められるか

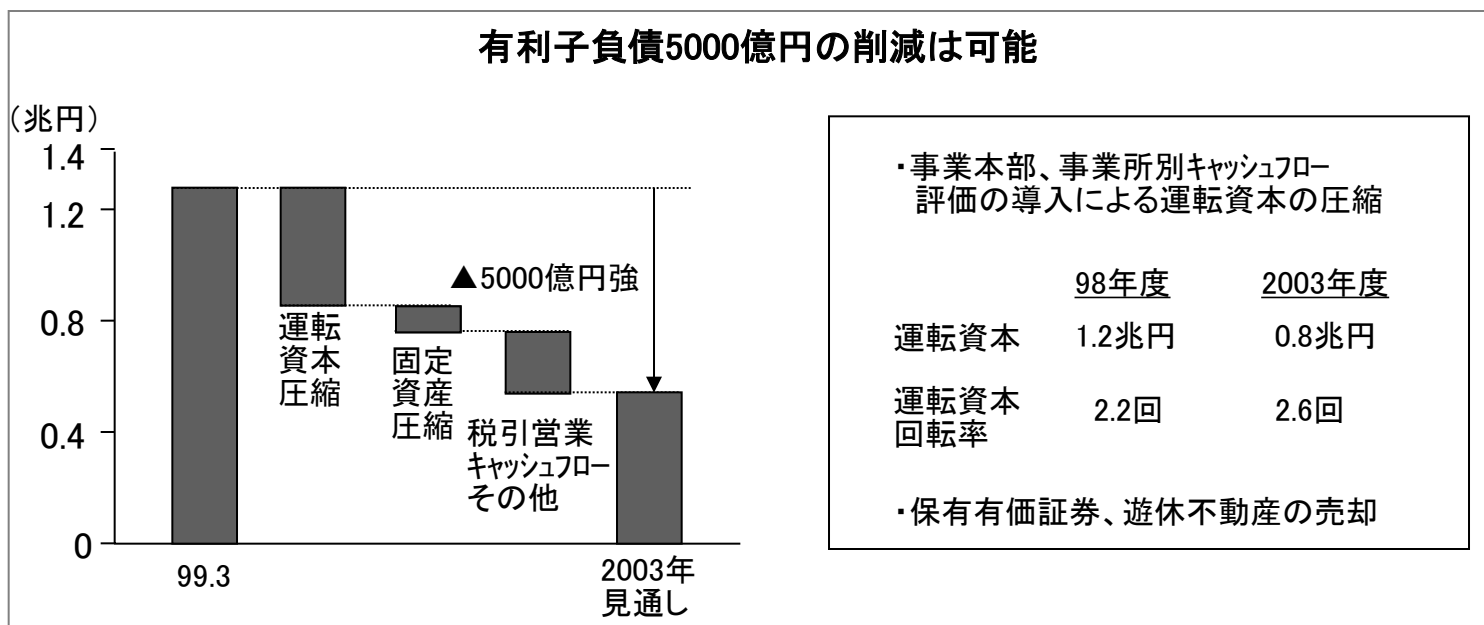
正しい事業を選択しているか②

発電システムのビジネス



👉 「モノ作り」中心のビジネスモデルの見直しが必要

再評価のために残された課題

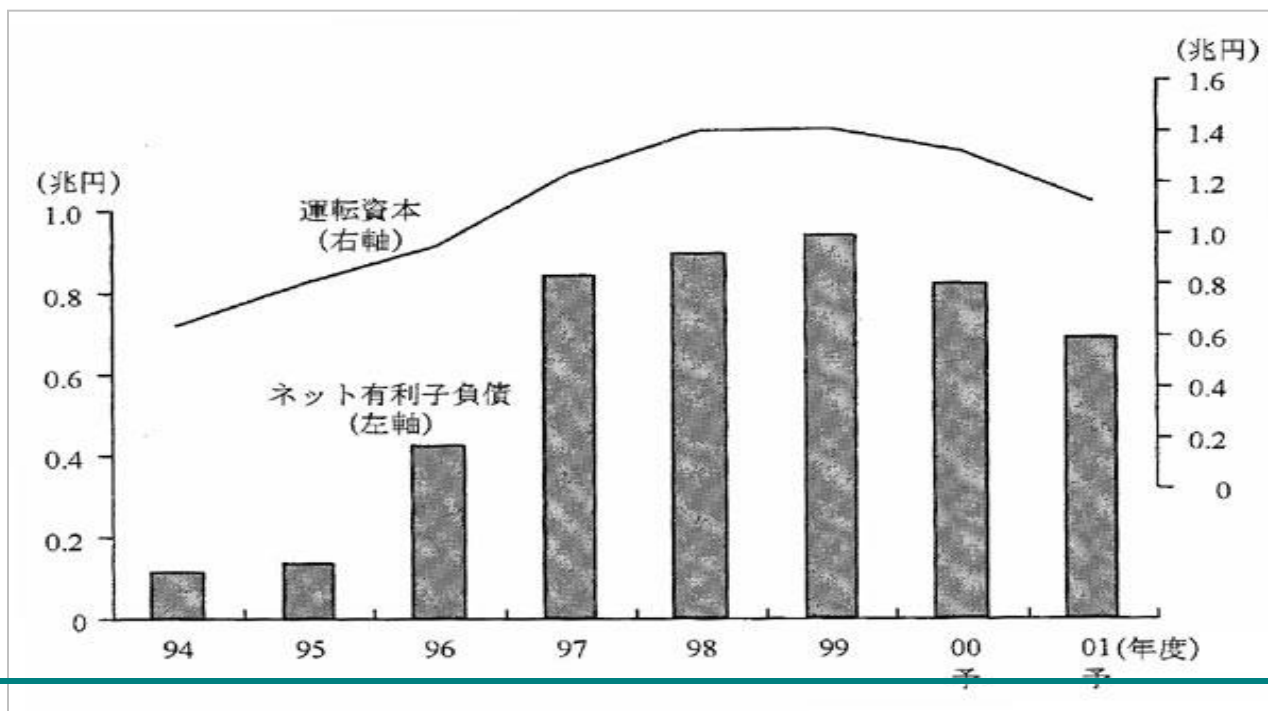


👉 有利子負債5000億円程度の削減が可能（98年度末1兆2千億円）

人員削減に伴うリスク（「雇用」や「技術の伝承」の犠牲）がなく、マネジメントの強いコミットメントがあれば実施できる

運転資本の拡大が有利子負債増加の原因

M社の運転資本が拡大したのは95年度以降



👉 運転資本が拡大した要因

- ① 支払条件の悪い海外案件の増加
- ② 幾つかの海外案件の引渡しの遅れ
- ③ 「顧客の資金需要の肩代わり」するケースがある
- ④ 防衛庁向け新型戦闘機が棚卸資産に計上されている

主要事業の見通し

主な事業	98年度構成比	2003年度までの見通し	課題
航空宇宙	14%	99-2000年は民間航空機サイクルの下降局面 防衛庁向けは緩やかな減少 民需比率は40%に上昇する	B/Sの圧縮
原動機	23%	国内市場の見通しは厳しい 米国が好調、アジアの回復はこれから ガスタービンとサービス事業が成長分野	サービス事業の強化 生産の集約化
機械	16%	環境は現状維持 交通システムはアジアが伸びる 化学、製鉄プラントの需要回復は期待薄	需要減に合わせた 人員減を実施
産業機械	7%	国内需要は設備投資に依存	製品の絞込み 高コスト体制の見直し
冷熱(エアコン)	8%	欧米が成長市場 国内は成熟市場 業界再編が起きる	販売力の強化
汎用機	10%	フォークリフトは海外で成長 ターボチャージャーは欧州で伸びる	建設機械の収益力回復
造船	10%	VLCCなど汎用船からは実質撤退 客船、LNG船などの高付加価値船に特化	客船での利益確保
鉄構	6%	官公需の成長は期待薄 中期的にはアジア向けコンテナ・クレーンが回復	民需シフト

当社の推定シェアとライバル企業

製品	順位	シェア	主な競合相手
製品			
船舶			
新造船			
LNG船			
LPG船			
鉄構			
橋梁			
コンテナクレーン			
原動機			
ガスタービン	世界3位	世界18%	GE、シーメンス、ABB
蒸気タービン	世界1位	世界23%	GE、ABB、シーメンス
ボイラー	世界1位	世界19%	FW、ハルビン、ABB、上海
船舶用大型エンジン	世界3位	世界7%	現代重工、三井造船、三星重工
原動機			
ガスタービン	世界3位	世界18%	GE、シーメンス、ABB
蒸気タービン	世界1位	世界23%	GE、ABB、シーメンス
ボイラー	世界1位	世界19%	FW、ハルビン、ABB、上海
船舶用大型エンジン	世界3位	世界7%	現代重工、三井造船、三星重工
航空宇宙・防衛			
防衛庁向け	日本1位	日本37%	三菱電機、川崎重工、石川島播磨、NEC
民間航空機部品	—	—	ボーイング、エアバス、ボンバルディア
機械			
印刷機械			
オフセット枚葉機	世界5位	世界6%	ハイト・カハル、マンローランド、小森、KBA
オフセット新聞輪転機	世界4位	世界10%	ゴス、マンローランド、KBA
オフセット商用輪転機	世界5位	世界5%	ハイト・カハル、マンローランド、KBA、ゴス、小森
工作機械	—	世界1%	ヤマザキマザック、オークマ、森精機
射出成形機	—	世界1%	マクネスマン、シンシナイ、ハスキー、エンゲル、住友重機械
製鉄機械	世界2位	—	シュルマン、石川島播磨
製紙機械	世界3位	世界20%	バクダット、ホイット
環境装置			
都市ごみ焼却プラント	日本3位	日本12%	日立造船、NKK、タクマ
排煙脱硫装置	日本1位	日本50%	千代田化工建設
海水淡水化プラント	世界1位	—	日立造船、ササクラ
汎用機・冷熱			
カーエアコン	世界6位	世界4%	デンソー、サンデン、デルファイ、ヒステオン、ゼクセル
業務用エアコン	日本4位	日本15%	ダイキン、三菱電機、日立空調システム、東芝キャリア
ルームエアコン	世界7位	世界4%	松下電産、三菱電機、日立製作所、東芝キャリア、三洋電機
フォークリフト	世界4位	世界13%	ナコ、リンデ、トヨタ
ターボチャージャー	世界3位	世界20%	ギャレット、KKK、石川島播磨



DCF評価: アップサイド

年度	(%)		営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本		割引率	FCFの一株当たり	
	売上高	増収率						増減	FCF		現在価値	価値
1999	29,600	1.8	-600	-2.0%	-600	1,000	900	94	-594	1.04	-572	-17
2000	27,500	-7.1	600	2.2%	348	1,000	900	48	400	1.08	371	11
2001	27,000	-1.8	800	3.0%	464	1,000	900	-1,400	1,964	1.12	1,752	52
2002	28,000	3.7	1,200	4.3%	696	950	900	-7,600	8,346	1.16	7,165	212
2003	29,000	3.6	1,600	5.5%	928	900	900	0	928	1.21	767	23
2004	29,700	2.4	1,750	5.9%	1,015	920	920	0	1,015	1.26	807	24
2005	30,400	2.4	1,790	5.9%	1,038	940	940	0	1,038	1.31	795	24
2006	31,200	2.6	1,830	5.9%	1,061	960	960	0	1,061	1.36	782	23
2007	32,000	2.6	1,880	5.9%	1,090	989	980	0	1,099	1.41	780	23
2008	32,800	2.5	1,930	5.9%	1,119	1,000	1,000	0	1,119	1.46	765	23
残余価値	32,800	0.0	1,930	5.9%	1,119	1,000	1,000	0	29,920	1.52	19,670	583
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											33,082	981
現預金(月商の3か月分を除く)											1,563	46
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											4,065	121
売却可能な土地など(時価)											1,000	30
関連会社株の売却(時価)											2,000	59
運用資産											63	
②非事業性資産の合計											8,691	258
③企業価値(①+②)											41,773	1,238
④有利子負債											12,087	358
有利子負債											11,556	343
有利子負債のうち実質的には顧客の借入金となる分											-1,258	-37
退職給付債務 × (1-税率)											1,789	53
⑤株主価値(③-④)											29,686	880
発行済株式数	(百万株)			3,373	10年債利回り			3.5				
時価総額	(億円)			10,153	リスクプレミアム			2.5				
有利子負債	(億円)			11,556	株式の資本コスト			6.00				
ベータ値	(億円)			1.00	税引後の平均資本コスト			3.89				
税率	(%)			42	(=割引率)							
永久成長率	(%)			0.0								

営業利益率約6% 運転資本は海外競合企業並みまで回復:880円



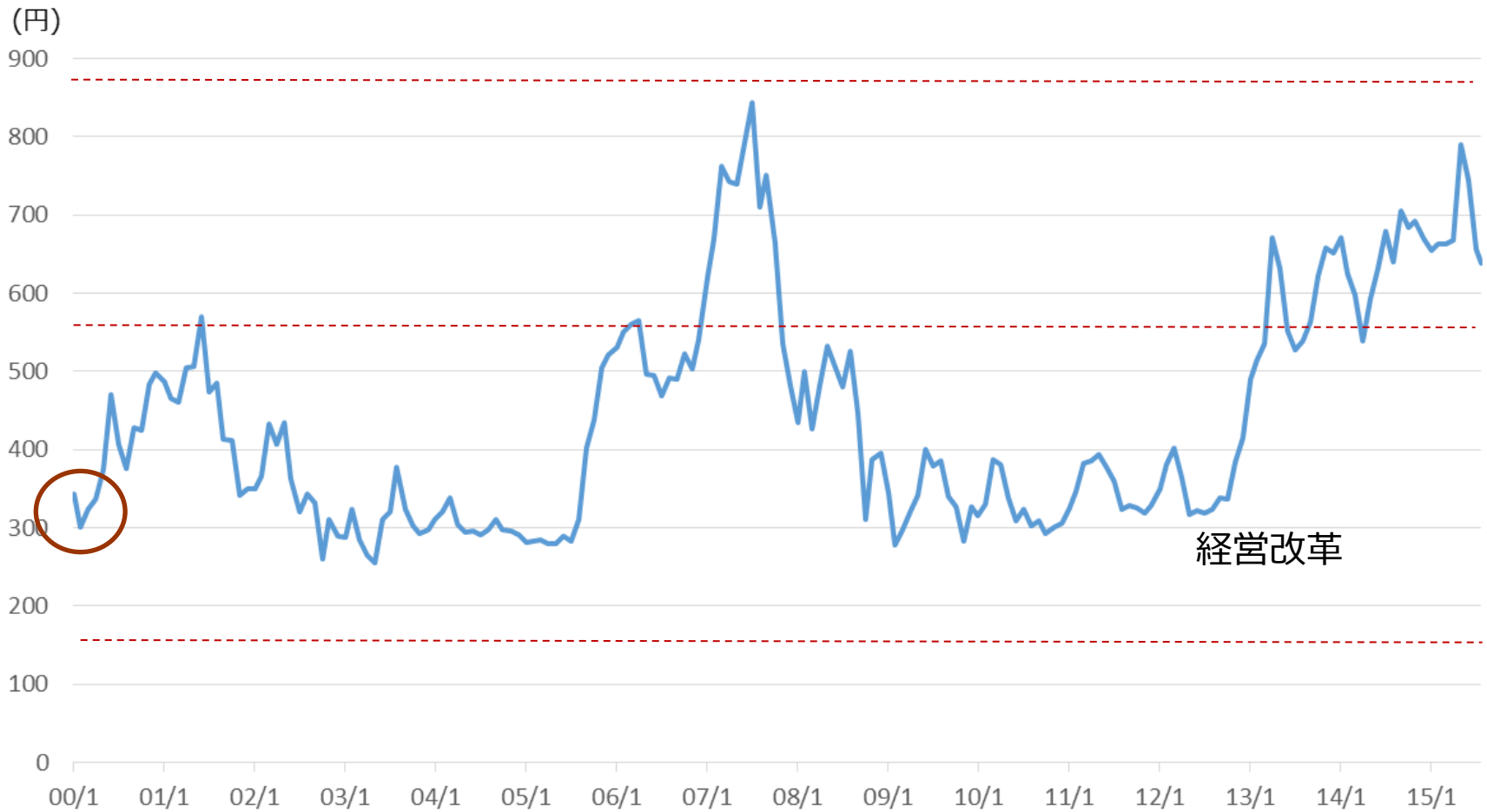
DCF評価: ダウンサイド

年度	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本増減	FCF	割引率	FCFの現在価値	一株当り価値
1999	29,600	1.8%	-600	-2.0%	-600	1,000	900	100	-600	1.04	-576	-17
2000	27,500	-7.1%	0	0.0%	0	1,000	900	100	0	1.08	0	0
2001	27,000	-1.8%	300	1.1%	174	1,000	900	100	174	1.13	154	5
2002	28,000	3.7%	500	1.8%	290	950	900	100	240	1.18	204	6
2003	29,000	3.6%	600	2.1%	348	900	900	100	248	1.22	203	6
2004	29,700	2.4%	700	2.4%	406	920	920	100	306	1.27	240	7
2005	30,400	2.4%	800	2.6%	464	940	940	100	364	1.33	274	8
2006	31,200	2.6%	900	2.9%	522	960	960	100	422	1.38	306	9
2007	32,000	2.6%	940	2.9%	545	989	980	100	454	1.44	316	9
2008	32,800	2.5%	960	2.9%	557	1,000	1,000	100	457	1.50	305	9
残余価値	32,800	0.0%	960	2.9%	557	1,000	1,000	0	14,070	1.56	9,024	268
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											10,449	310
現預金(月商の3か月分を除く)											1,563	46
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											4,065	121
売却可能な土地など(時価)											1,000	30
関連会社株の売却(時価)											0	0
運用資産											63	2
②非事業性資産の合計											6,691	198
③企業価値(①+②)											17,140	508
④有利子負債											12,087	358
有利子負債											11,556	343
有利子負債のうち実質的には顧客の借入金となる分											-1,258	-37
退職給付債務×(1-税率)											1,789	53
⑤株主価値(③-④)											5,053	150
発行済株式数			(百万株)			3,373			10年債利回り			3.5
時価総額			(億円)			10,153			リスクプレミアム			2.5
有利子負債			(億円)			11,556			株式の資本コスト			6.50
ベータ値			(億円)			1.20			税引後の平均資本コスト			4.12
税率			(%)			42			(=割引率)			
永久成長率			(%)			0.0						

営業利益率約3%、運転資本の圧縮は進まない:150円

その後の株価

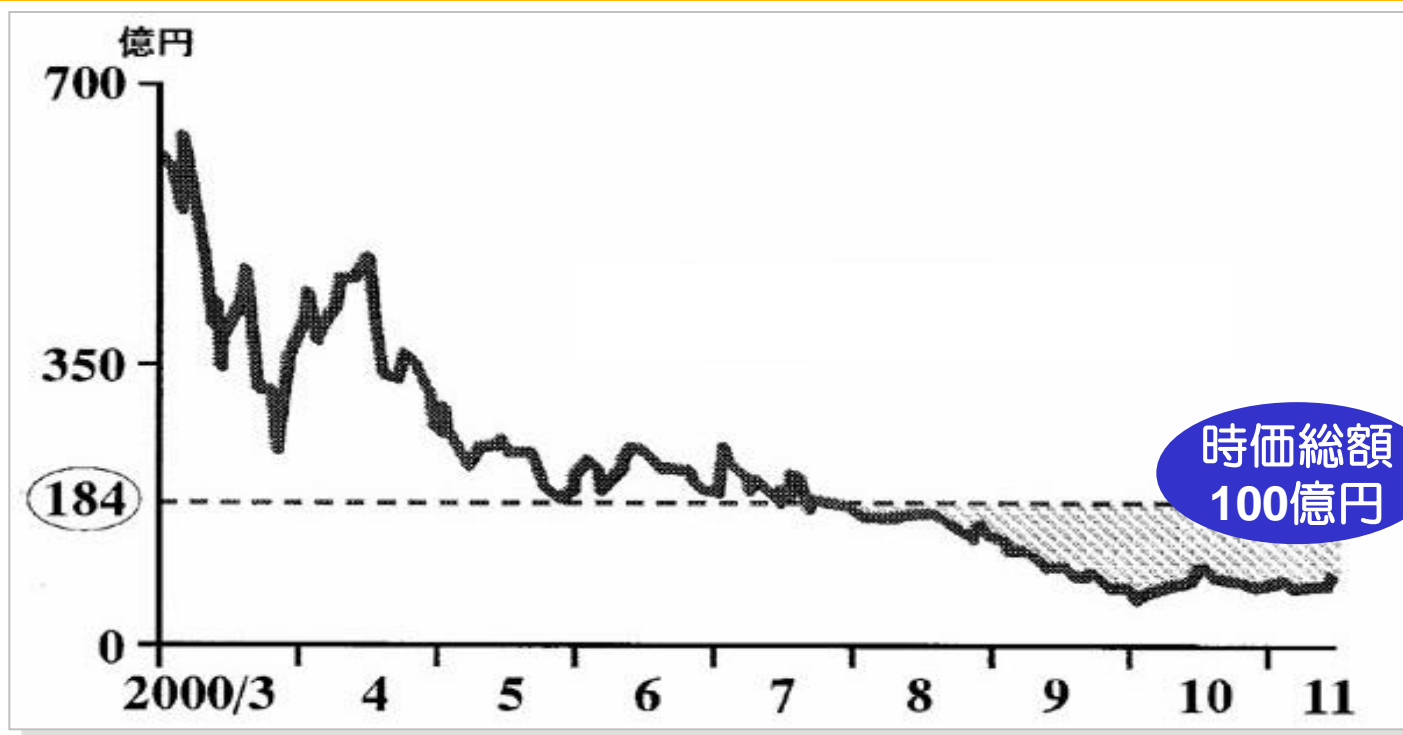
三菱重工業 株価推移(2000年1月-)





企業との対話
アドバイザーとしての事例

株価は大幅に下落



👉 2000年3月から91%の下落！

- ① 投資家の新興市場離れ
- ② インターネット広告の将来性に対する不安
- ③ 収益の悪化(予想以上の赤字の拡大)
- ④ 業績予想の下方修正

DCF評価:市場評価

年度	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本増減	FCF	割引率	FCFの現在価値
2001	75		-6	-8.0%	-6	0.2	0.3	0	-6	1.07	-6
2002	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.15	-5
2003	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.23	-5
2004	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.32	-5
2005	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.42	-4
2006	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.52	-4
2007	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.63	-4
2008	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.75	-3
2009	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.88	-3
2010	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	2.01	-3
残余価値	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-89	2.16	-41
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											-83
現預金(月商の3か月分を除く)											122
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											62
②非事業性資産の合計											184
③企業価値(①+②)											101
④有利子負債											0
⑤株主価値(③-④)											101
発行済株式数	(百万株)				3,373	10年債利回り			3.5		
時価総額	(億円)				101	リスクプレミアム			2.5		
有利子負債	(億円)				0	株式の資本コスト			7.25		
ベータ値	(億円)				1.50	税引後の平均資本コスト			7.25		
税率	(%)				40	(=割引率)					
永久成長率	(%)				0.0						

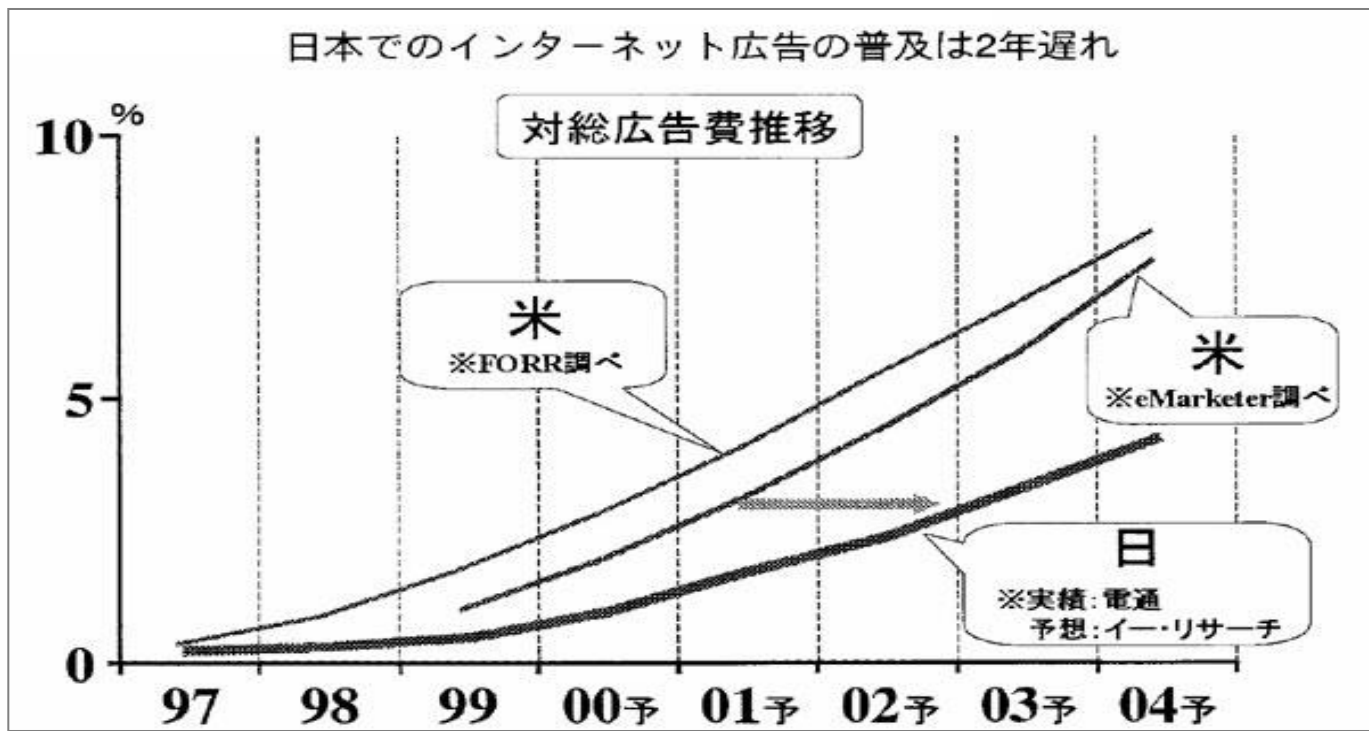
市場の評価が正しいとすれば0%成長 & 赤字が続く

DCF評価:成長 & 黒字化できれば

年度	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本増減	FCF	割引率	FCFの現在価値
2001	75		0	0.0%	0	0.2	0.3	0	-0	1.06	-0
2002	120	60.0%	5	4.2%	3	0.3	0.3	0	3	1.12	3
2003	170	41.7%	16	9.4%	10	0.3	0.3	0	10	1.19	8
2004	220	29.4%	28	12.7%	17	0.3	0.3	0	17	1.26	13
2005	280	27.3%	40	14.3%	24	0.3	0.3	0	24	1.34	18
2006	294	5.0%	42	14.3%	25	0.3	0.3	0	25	1.42	18
2007	309	5.1%	44	14.2%	26	0.3	0.3	0	26	1.50	18
2008	324	4.9%	47	14.5%	28	0.3	0.3	0	28	1.59	18
2009	340	4.9%	49	14.4%	29	0.3	0.3	0	29	1.69	17
2010	357	5.0%	51	14.3%	31	0.3	0.3	0	31	1.79	17
残余価値	357	0.0%	51	14.3%	31	0.3	0.3	0	541	1.90	285
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											414
現預金(月商の3か月分を除く)											122
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											62
②非事業性資産の合計											184
③企業価値(①+②)											598
④有利子負債											0
⑤株主価値(③-④)											598
発行済株式数	(百万株)				3,373	10年債利回り			3.5		
時価総額	(億円)				101	リスクプレミアム			2.5		
有利子負債	(億円)				0	株式の資本コスト			6.00		
ベータ値	(億円)				1.00	税引後の平均資本コスト			6.00		
税率	(%)				40	(=割引率)					
永久成長率	(%)				0.0						

2006年300億円に成長、営業利益率14%ならば約600億円

米国市場からの推定



- ① 米国市場の予想: フォルスター・リサーチ、eMarketerを採用
- ② 日米のインターネット普及格差を考慮して、日本のインターネット広告の浸透度は、米国の約2年遅れと想定
- ③ 日本のインターネット広告の浸透度
2000年: 1%未満 ⇒ 2005年: 5%程度まで上昇 (予想)

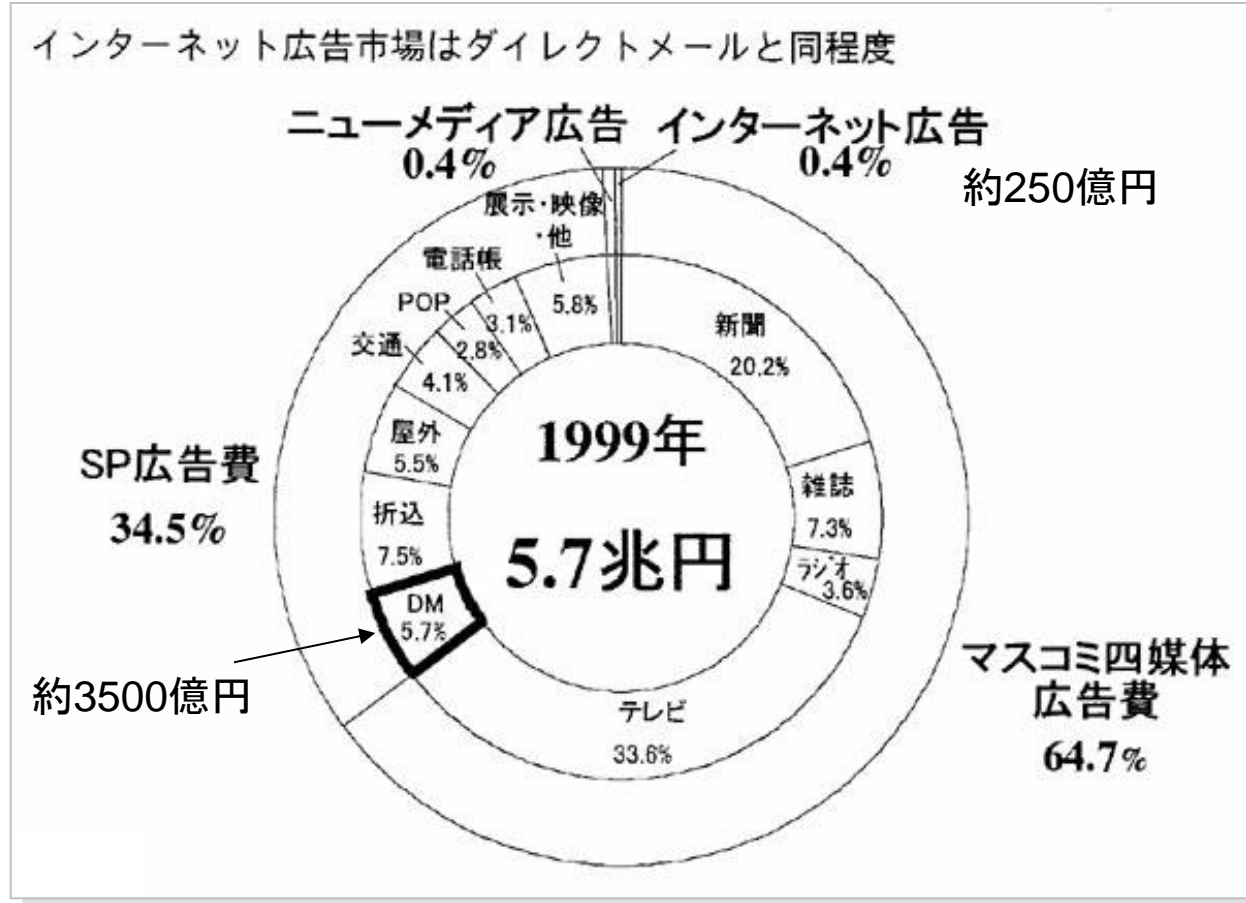
メディア価値の視点から検証

主要広告メディアの価値は2万円程度

媒体	1999年市場(億円)	発行部数・普及率	視聴者1人当り広告費
テレビ	19,121	1億人(世帯普及率99.1%)	19,121円
新聞	11,535	5,000万部/1日	23,070円
雑誌	4,183	1,800万部/1日	23,238円
ラジオ	2,043	週間接触率47.3%	—
インターネット	241	1,400万人	1,721円
インターネットユーザーが5千万人に達すれば市場は1兆円でもおかしくない?			
インターネット	1兆円?	if5,000万人	約2万円

☞ インターネット人口:テレビや新聞の利用者に近づく
 インターネット側:視聴者の絞込み
 ⇒インターネット一人あたり広告費:テレビと同等、それ以上の評価も可能

リアル（従来型）の広告費との関係



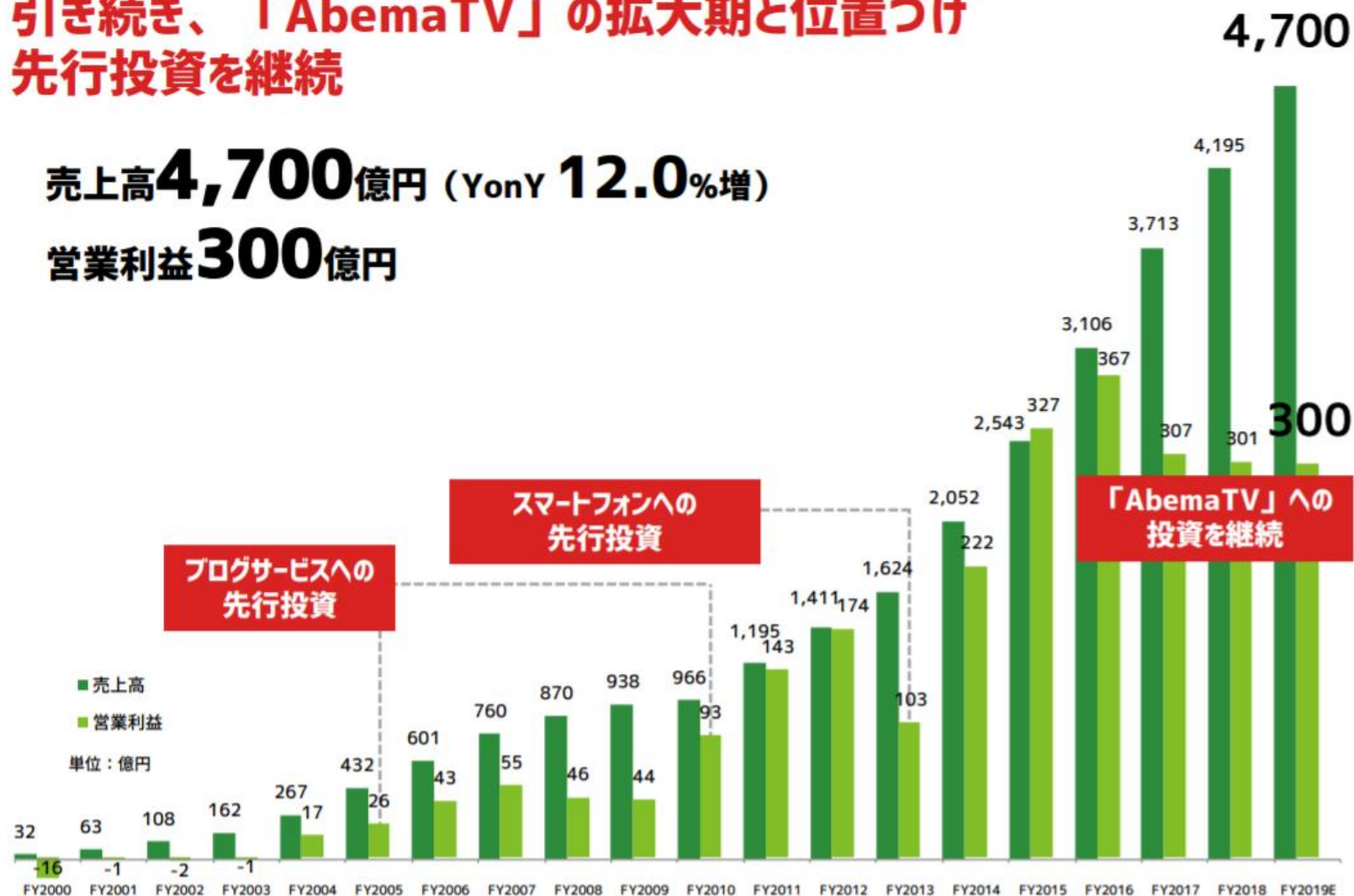
👉 ダイレクトメール (DM) 並に成長すれば3,500億円

実際の業績は...

引き続き、「AbemaTV」の拡大期と位置づけ 先行投資を継続

売上高**4,700**億円 (YonY **12.0%**増)

営業利益**300**億円



株価は…





価値創造につながるIR活動とは

良いIR・悪いIR

Good

- ① **価値創造（将来のキャッシュフロー）の話**
- ① **全体像（鳥瞰図）**
- ① **わかりやすさ（共通言語）**
- ① **ストーリー性**
- ① **過去+現在+未来**
- ① **ポジショニング（業界、時代）**
- ① **理念、戦略との一貫性**
- ① **数字の裏づけがある**
- ① **等身大（達成可能）**
- ① **Upside/downside（リスク） & 対策**
- ① **ビジネスモデル（どうやってキャッシュを稼ぐか）**
- ① **共感を呼ぶ（存在価値）**

Not Good

- ① 自社の製品、技術、サービスの話のみ
- ① 細かな説明（**詳細図**）
- ① 専門性（**業界用語**）
- ① 網羅性（**細切れ**）
- ① 過去、現在のみ
- ① 自社の話のみ
- ① 製品、財務に偏った説明
- ① **夢物語**（根拠が不明確）
- ① **背伸び**（現実的でない）
- ① Upsideに偏る、**リスクを隠す**
- ① 自社の製品、技術、サービスの話（いかに優れているか）
- ① **存在価値が伝わらない**

個人投資家と機関投資家では、評価項目が全く異なる

個人向け	配点	銀行アナリスト向け	配点
ホームページにおける開示等	61	説明会、インタビュー、説明会資料における開示	36
個人投資家向け会社説明会の開催等	21	経営陣のIR姿勢、IR部門の機能、IRの基本スタンス	23
事業報告書・株主通信等の内容	18	コーポレートガバナンスに関する情報開示	19
		自主的な情報開示	12
		フェアディスクロージャー	10
合計	100	合計	100

ホームページにおける開示等

1	IRに関するHPは、探しやすさ・画面構成等にも配慮して利用しやすく、分かりやすく工夫されているか	4点
2	個人投資家向けサイトが設けられているか	1点
3	個人投資家向けサイトは、探しやすさ・画面構成等にも配慮して利用しやすく、分かりやすく工夫されているか。また、IR情報のメール配信などの付加サービス機能を提供しているか	6点
4	事業内容や業界動向が具体的に分かりやすく説明されているか	10点
5	HPに記載されている各種説明会資料について	10点
	・ 業界の動きが、具体的に分かりやすく説明されているか	10点
	・ 業界動向が、わかりやすくまとめた資料掲載するなど、具体的に分かりやすく説明されているか	10点
	・ 経営目標・戦略が会社の強みや課題を踏まえて、具体的に分かりやすく説明されているか	10点
6	各種説明会資料の内容はHPに掲載され、誰でも閲覧できるか	5点
7	HPのFAQは会社を理解する上で、有益な質問項目が設定されている等充実し、分かりやすいか	5点

配点比重
が高い点

個人投資家向け会社説明会の開催等

1	過去1年間に個人投資家向け説明会を何回開催したか	2点
2	個人投資家向け会社説明会は、社長が説明したか	3点
3	個人投資家向け会社説明会の内容はHPで閲覧できるか	6点
4	HPに掲載されている個人投資家向け会社説明会の内容は分かりやすく、かつ充実しているか	10点

事業報告書・株主通信等の内容(アニュアルレポートは除く)

1	全体として、図表などを用いることや適切な文字の大きさにするなど、読み手が見やすく、かつ理解しやすいよう十分な工夫がされているか	6点
2	経営方針・中長期の経営ビジョンが分かりやすく、かつ簡潔に説明されているか	6点
3	業績の動きが分かりやすく説明されているか	6点

新しい投資先を探す

1. 新聞・ビジネス誌
2. 個人向け会社説明会
3. 会社四季報/会社情報
4. 金融情報サイト
5. 投資情報誌
6. 証券会社サイト
7. 株主優待情報誌
8. 企業のHP
9. アナリストレポート
10. 投資フェア

関心を持った企業の情報収集

1. 企業のHP
2. 会社四季報/会社情報
3. 個人向け会社説明会
4. 新聞・ビジネス誌
5. 決算短信・有価証券報告書
6. 証券会社サイト
7. アナリストレポート
8. 金融情報サイト
9. 決算説明会資料・動画
10. 投資情報誌

(出所) 野村IR資料等より作成

適切な内容を伝えているか

わかりやすさ

- 全体像
- 中期の業績のトレンド
- セグメント情報
- 顧客・業界別動向
- ビジネスモデルの説明

見えない資産

- 組織資産
- 人的資産
- 顧客資産

信頼性(有言実行)

- 情報開示の姿勢
- 業績予想の精度
- 悪いニュース、リスク

将来(中期計画)

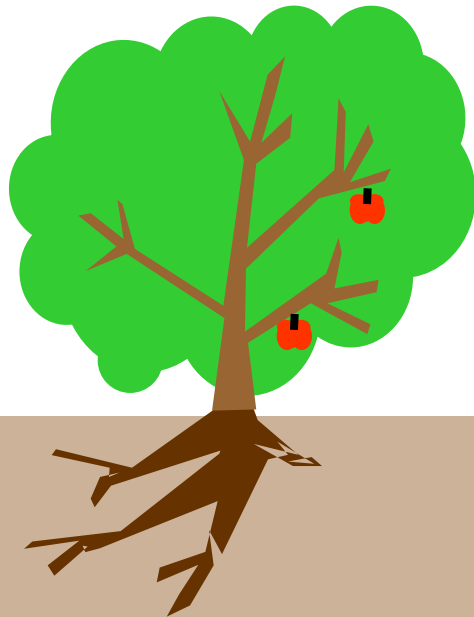
- 業界の成長性
- シェア
- 売上成長の道筋 (成長率)
- 収益性改善 (道筋)
- B/S:設備投資と減価償却費
- セグメントごとの見通し

資本政策

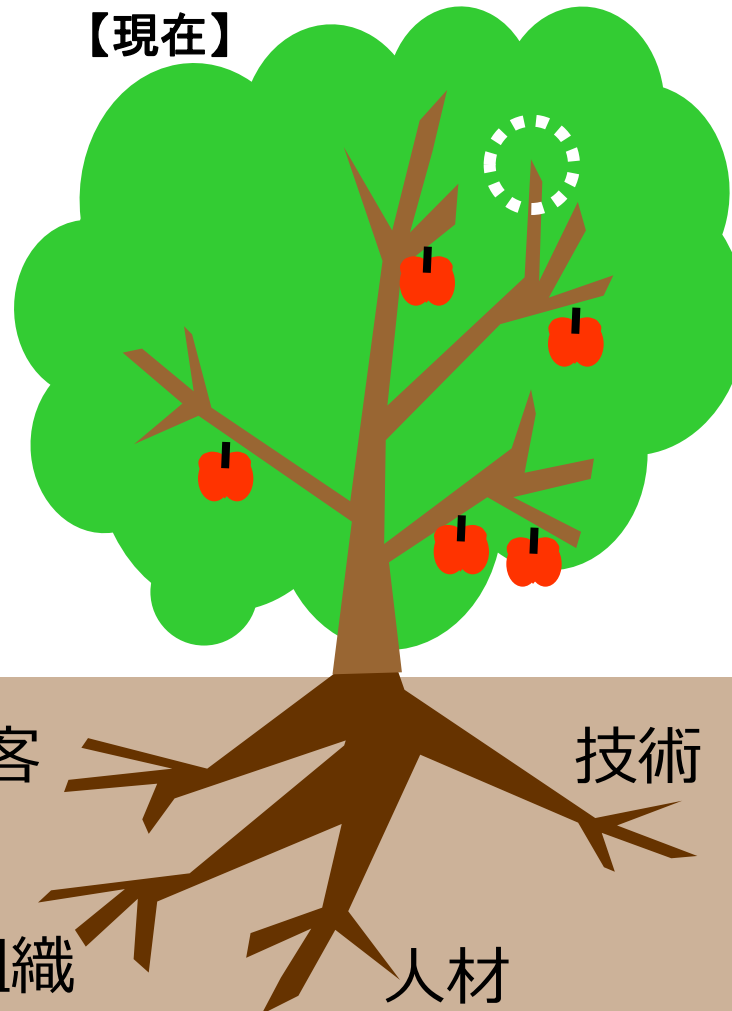
- 配当政策
- 自社株買い
- 将来の資金需要
- 株主資本比率
- 資金の使途

大きな変化を伝える

【10年前】



【現在】



【四半期決算】
枝が何センチ
伸びたか



10年でどれだけ
根が伸びたか、
木が伸びたか

コンテキスト→共感のサイクル



IRのポイント:15か条

1. ギャップに気をつけて！ (Mind the gap!)
2. 等身大の姿を伝えましょう
3. 見えない資産を見せましょう
4. 五感に響くように
5. 一貫性が信頼を生みます
6. 持続性が必要です (三日坊主はNG)
7. バックミラーよりもフロントガラス
8. 名刺の裏に書けるシンプルなメッセージを！
9. まず鳥の眼、次に虫の眼
10. タバコの箱を横に置いて下さい (横比較)
11. 変化はBefore/Afterで
12. 対話、対話、対話、対話…
13. 「Cash is KING !」です
14. 日本人には日本語で (素晴らしい話も他国語では…)
15. 枠を超えましょう

詳細は次ページ以降をご覧ください

1. ギャップに気をつけて！（Mind the gap!）

- 無闇に市場価値（株価）を上げることがIRの仕事ではありません
- 本質価値と市場価値（シャドー価値）の**Gapをマネージ**することが大切です
- Gapを放置すると大きな反動が来ます

2. 等身大の姿を伝えましょう

- 過大評価も過小評価も不幸を招きます
- 特に過大評価の「ツケ」にはご用心を！
- 騒がれすぎの芸能人と同じです

3. 見えない資産を見せましょう！

- 財務諸表に載らない資産が競争優位を生みます
- 見えない資産を伝える努力をしていますか

4. 五感に響くように

- 感動がリスクマネーを動かします
- 会議室だけでなく現場（売り場、工場など）の空気感を伝えていますか
- Seeing is believing!

5. 一貫性が信頼を生みます

- 素晴らしいメッセージも一貫性がなければ、疑われます
- ビジョン、戦略、日常の活動が繋がっているか

6. 持続性が必要です（三日坊主はNG）

- 一時的なIR活動は逆効果、誠実さが問われます
- 信頼を築くまでは時間がかかります
- 伝わるまでは、繰り返し、繰り返し、しつこく、しつこく…

7. バックミラーよりもフロントガラス

- 過去の実績よりも今後の計画と経営者を重視します
- 計画では、景色（業界構造）、天気予報（外部環境）がポイント
- 経営者は能力（状況判断、決断力、リーダーシップ、コミュニケーション力など）コミットメントなどに注目します
- 過去の実績で重要なのは失敗の分析です

8. 名刺の裏に書けるシンプルなメッセージを！

- 投資コミュニティは伝言ゲームの世界です
- 伝言ゲームで伝わるのはせいぜい3つです
- 貴社の特長、セールスポイントは何でしょうか？

9. まず鳥の眼、次に虫の眼

- まず全体像（鳥の眼）、次に将来情報（虫の眼）
- 情報があちこちに散らばっているのは不親切です

10. タバコの箱を横に置いて下さい（横比較）

- 証拠写真にタバコの箱を置くように、企業を評価するにも、比較が必要です
- 市場シェアなどを伝えていますか？

11. 変化はBefore/Afterで

- 現在の姿を説明する時にBefore/Afterで伝えるとより伝わりやすいことがあります。
- 会社（事業）の歴史観の共有です

12. 対話、対話、対話、対話…

- リレーションシップは常に双方向です
- 継続的な対話が理解を深めます
- 質疑応答のない説明会はNG

13. 「Cash is KING !」です

- キャッシュフローが増えるかどうかが最大の関心事です
- P/Lよりもキャッシュフローです
- アナリストはいつも頭の中でレジを回しています
- 設備投資、減価償却費、運転資本を伝えてますか？

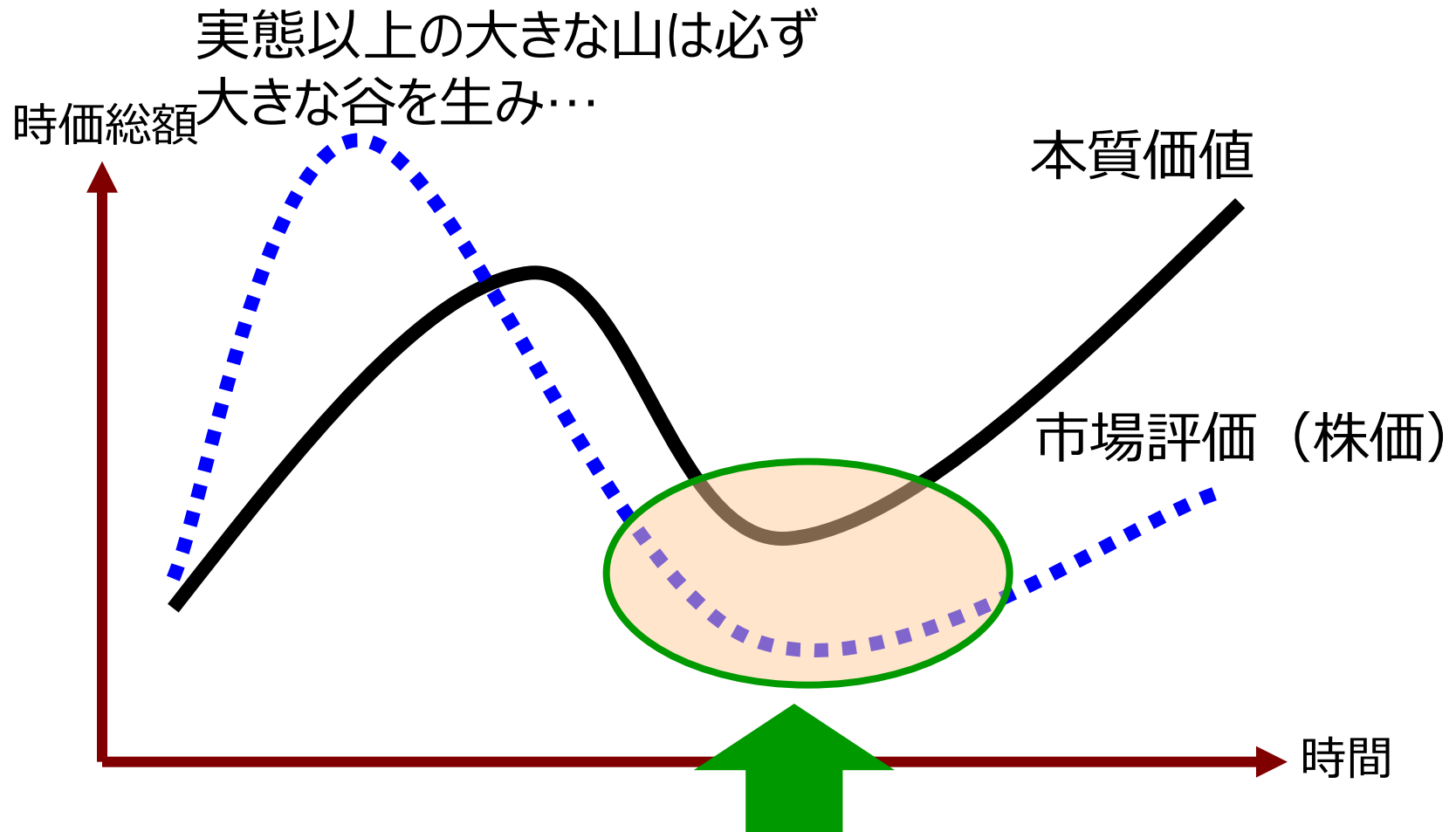
14. 日本人には日本語で（素晴らしい話も他国語では…）

- 資本市場の共通言語を理解しないと不信感を持たれます
- 例えば、資本コストの考え方を理解しないと株主価値を重視していない経営と思われる

15. 枠を超えましょう

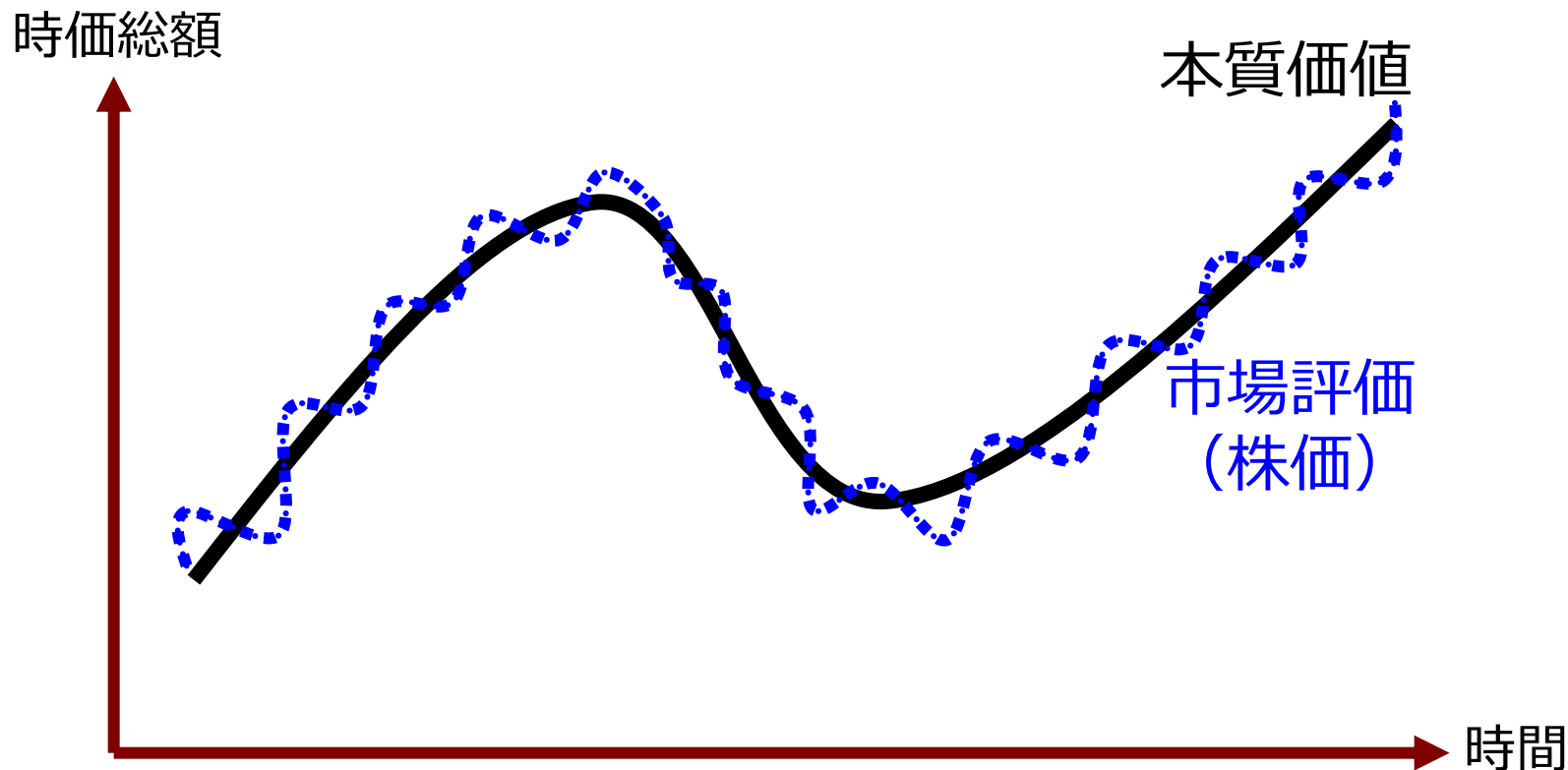
- 自社の中に籠っていても、投資家の気持ちはわかりません
- 世の中の常識を理解した上で、自社を位置付けることが必要です
- 社内の部門の壁を越えて、情報収集を！

Mind the gap: ギャップにご用心



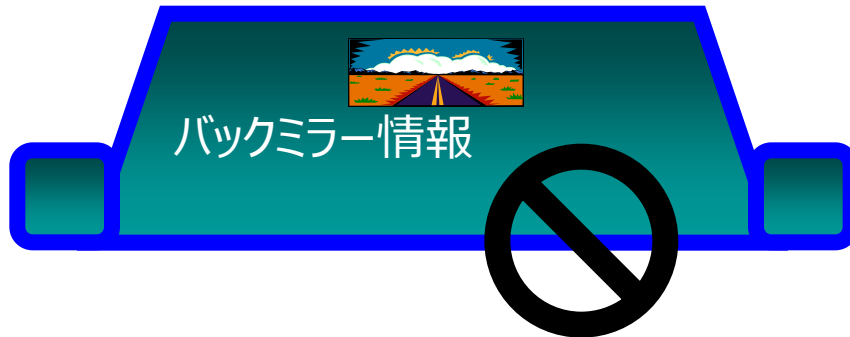
…割安に放置されるとM&Aや投機的投資の対象になりやすいです

Mind the gap: ギャップにご用心



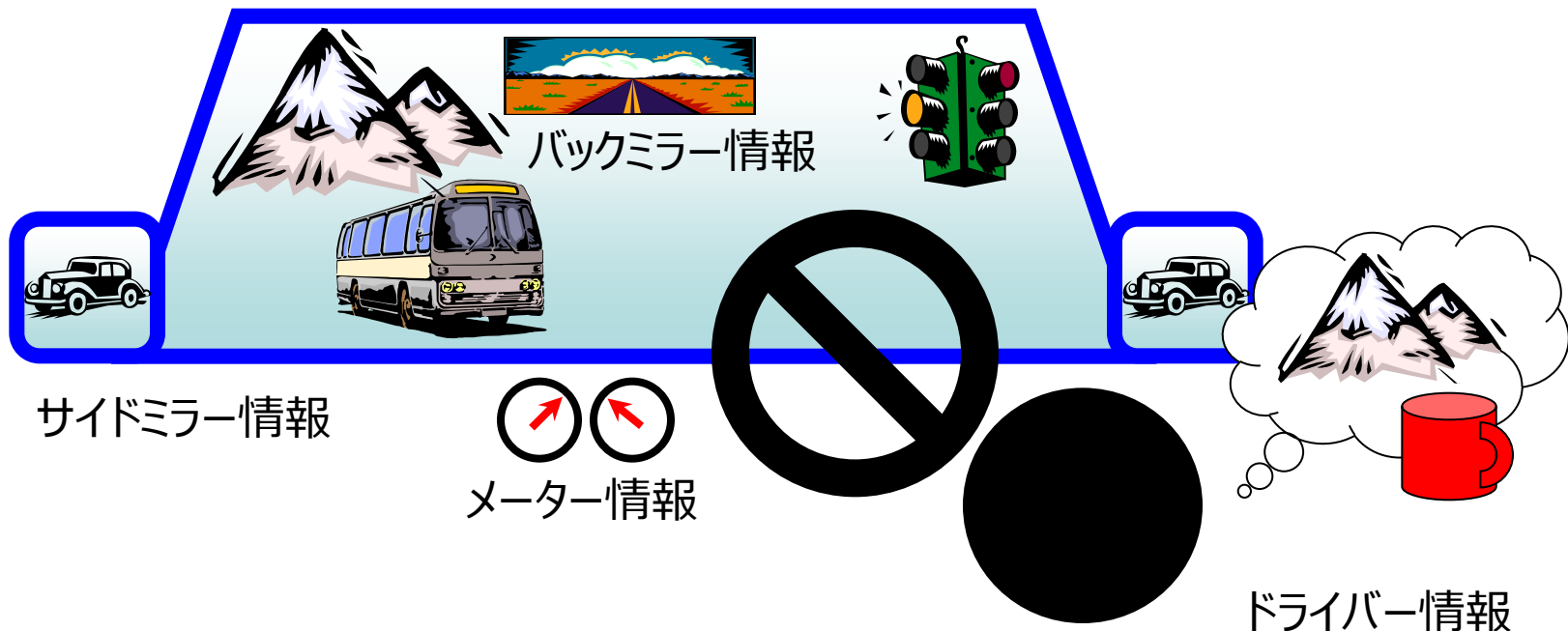
- ① M&Aや投機的投資の対象になるリスクが低減する
- ② 投資家との信頼関係が築ける

バックミラーよりもフロントガラス どちらの車に乗りますか？



頼れるのは
バックミラーだけ
しかも少し歪んでいる

フロントガラス情報

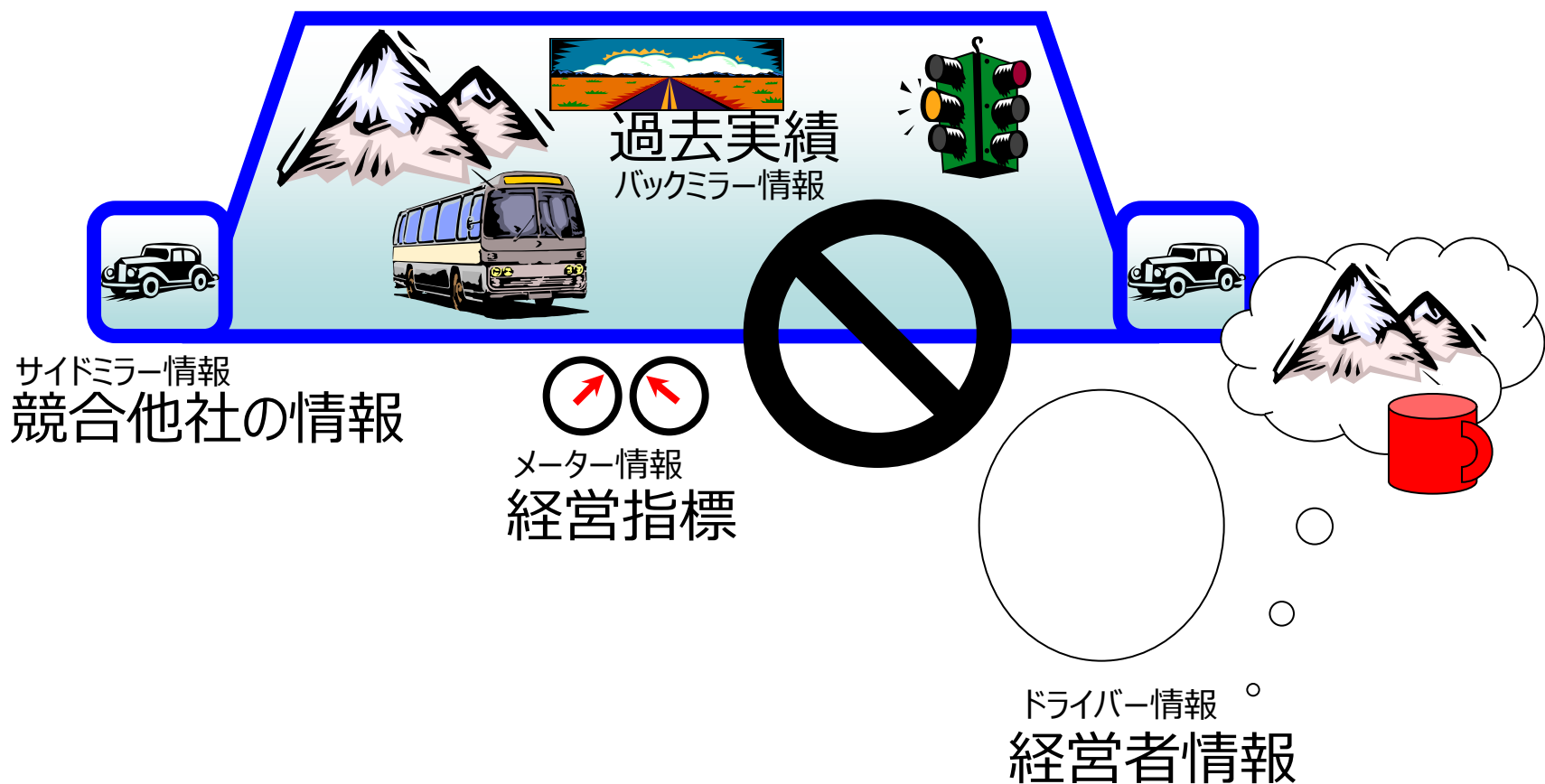


バックミラーよりもフロントガラス

投資家の心理も同じです

将来の情報

フロントガラス情報





効果的なIR資料

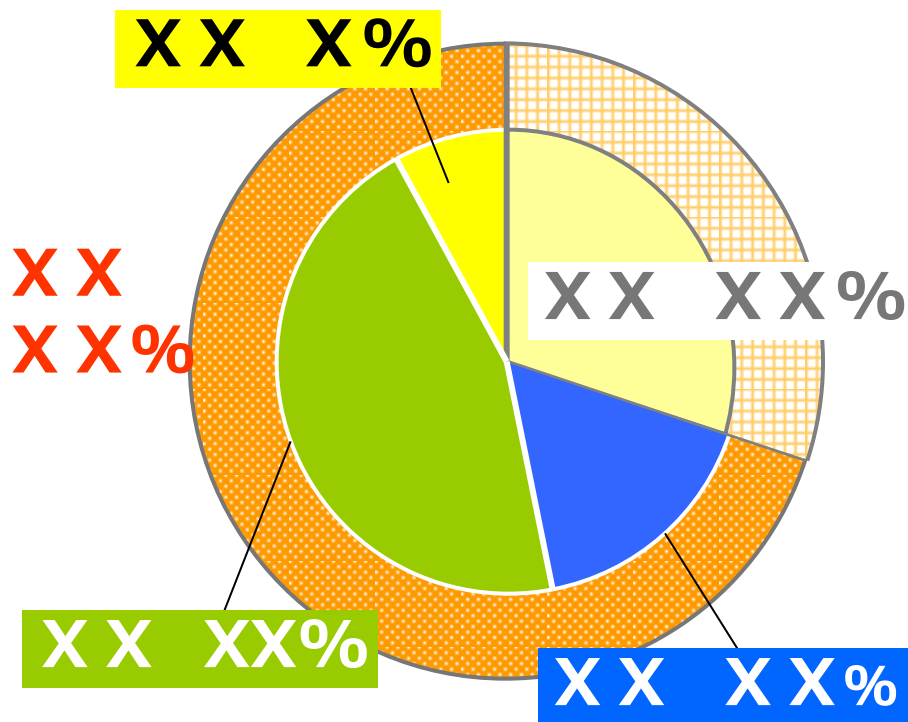
QUIZです

- ① 「今朝、朝ごはん
豚の後ろ足の上部和
雌鳥が産んだ殻に
包まれた二つの楕円形
の物体を食べました」
- ② 彼は、一体、何を食べたのでしょうか？

- ① 会社を数枚で説明する（スナップショット + a）
- ② 時間軸を伸ばす
- ③ シンプルなメッセージにする
- ④ 捨てる、まとめる
- ⑤ 文脈を作る

事例:スナップショットを1枚で！

【売上高構成比】



※2010年3月期

当社の特徴

- ☞ 主要事業は…
- ☞ 市場シェアはXX%、業界X位
- ☞ 海外比率 XX%
- ☞ 主要顧客は…
- ☞ 強固な財務体質
(自己資本比率XX%)

Two Decades of Transition

	<u>1990</u>	<u>2000</u>	<u>2010</u>
Freestanding Stores	110	1,830	6,357
24-Hour Pharmacies	53	658	1,595
One Hour Photo	2	2,749	7,016
Drive-thru Rx	0	1,707	6,309
Total Stores	1,511	2,911	7,507

事例：時間軸を伸ばす、捨てる、変えること/変えないこと

50th Anniversary 50周年を迎えて オリックスの軌跡

50年間変わらないこと

新しい価値を創造する 自分の足で立つ

【新しい価値を創造する】と【自分の足で立つ】、この2つが「オリックスらしさ」であり、オリックスのDNAとして、これまでも、また、これからも変わらずにあり続けるものです。ただ新しいことに挑戦するのではなく、時代の先を読み、どこに新しいマーケットがあるかを究極め、同時に競い合っているオリックスというビジネスモデルの中から、創造的競争を繰り返しながら、今日のオリックスを今日よりも大きく強くしていく努力を続けています。

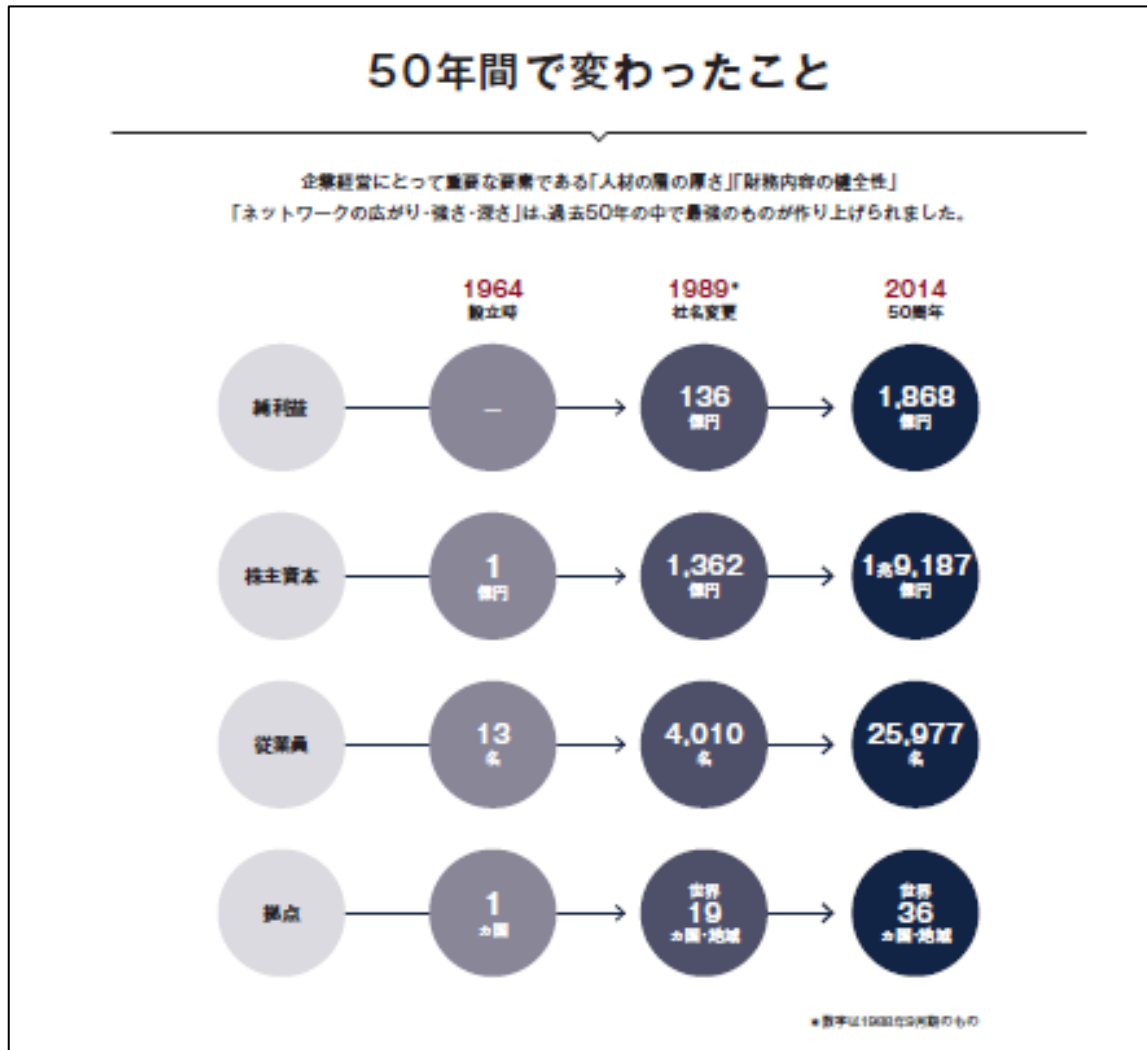
企業理念
オリックスは、たえず市場の競争を先取りし、先進的・革新的な金融サービス事業を通じて、新しい価値と業績の創造を目指し、社会に貢献してまいります。

経営方針

- オリックスは、お客さまの多様な事業に対し、たえず新しいサービスを提供し、強い信頼関係を構築してまいります。
- オリックスは、連結経営により、すべての経営資源を統制し、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、人材の育成と組織力の向上を最優先の上で、働く喜びと誇りを感じていただける風土の醸成を目指します。
- オリックスは、この経営方針の達成を通じて、中長期的な株主価値の増大を目指します。

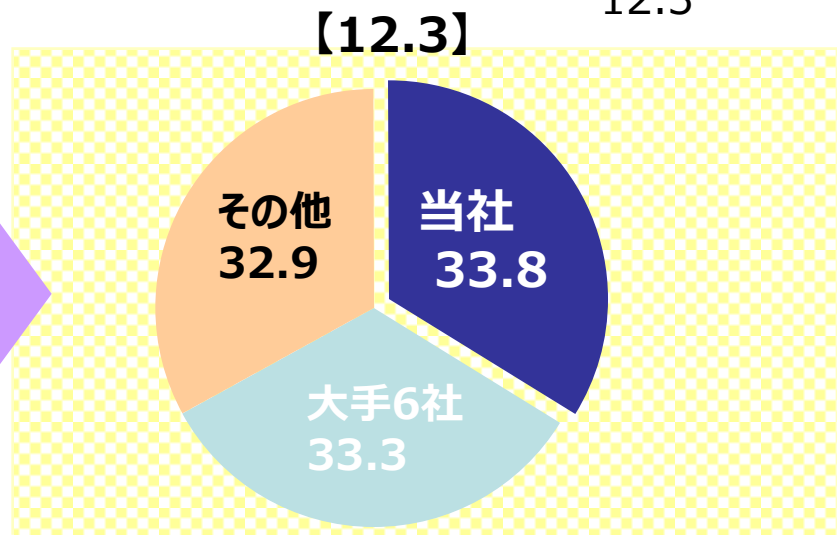
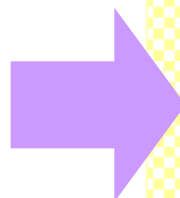
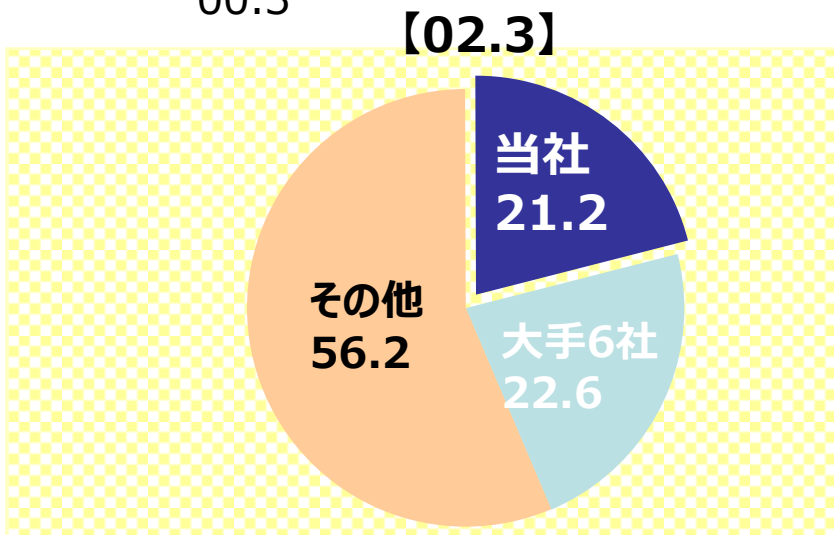
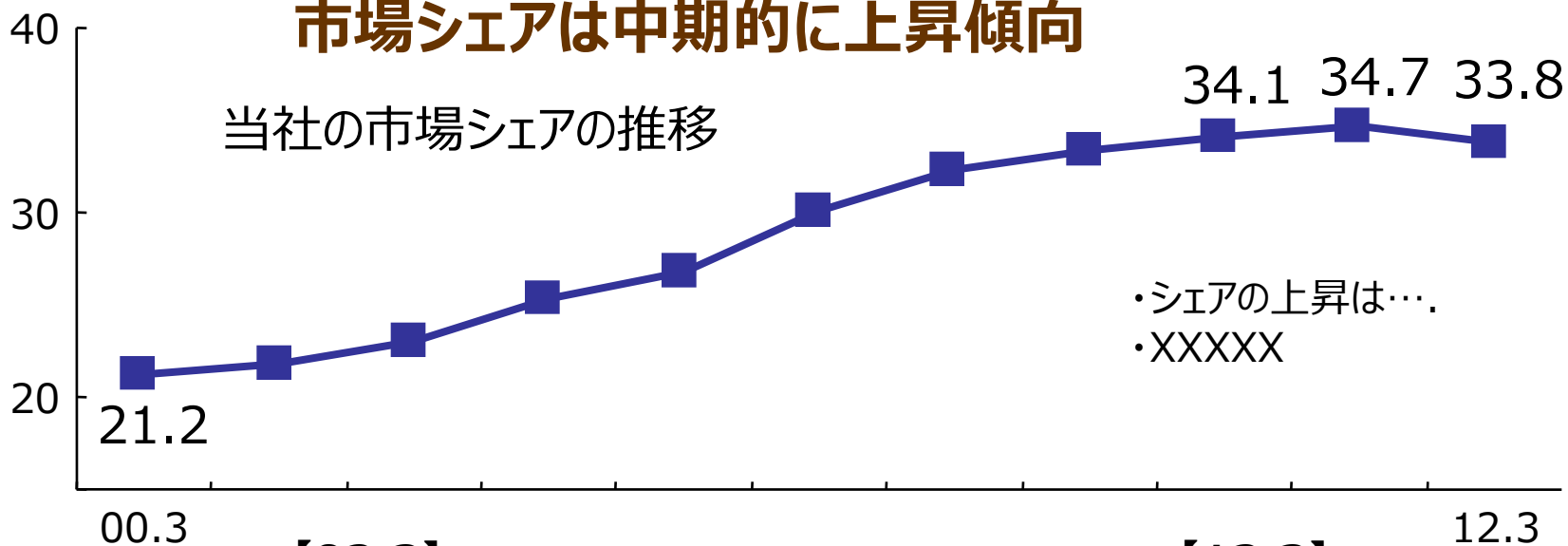
行動指針

Creativity **Integration**
先進性と柔軟性を持って、 お互いの強みと情報を統合させ、
たえず創造力ある行動をとろう。 人間性のある思いを基に、グループ力を高めよう。

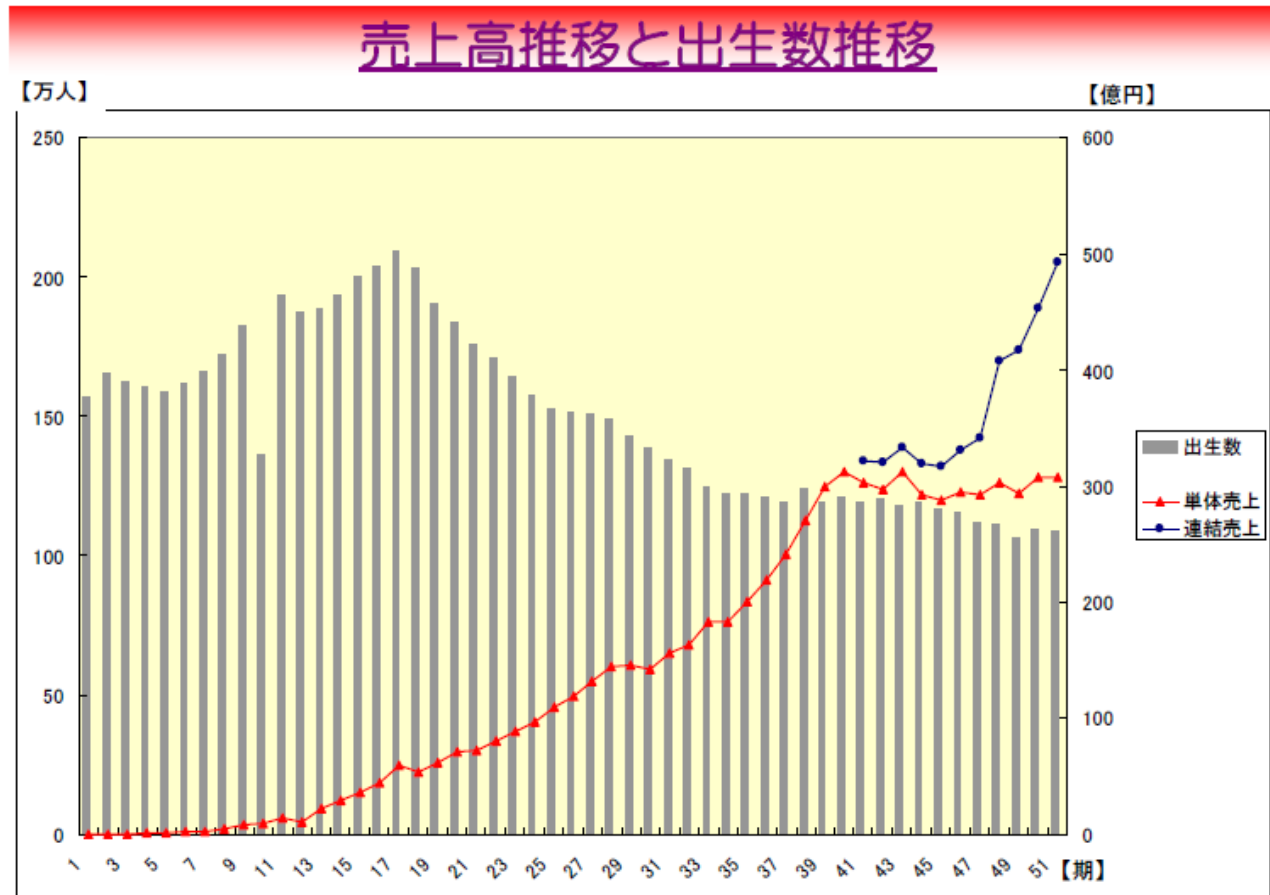


事例：時間軸を伸ばす、まとめる

市場シェアは中期的に上昇傾向

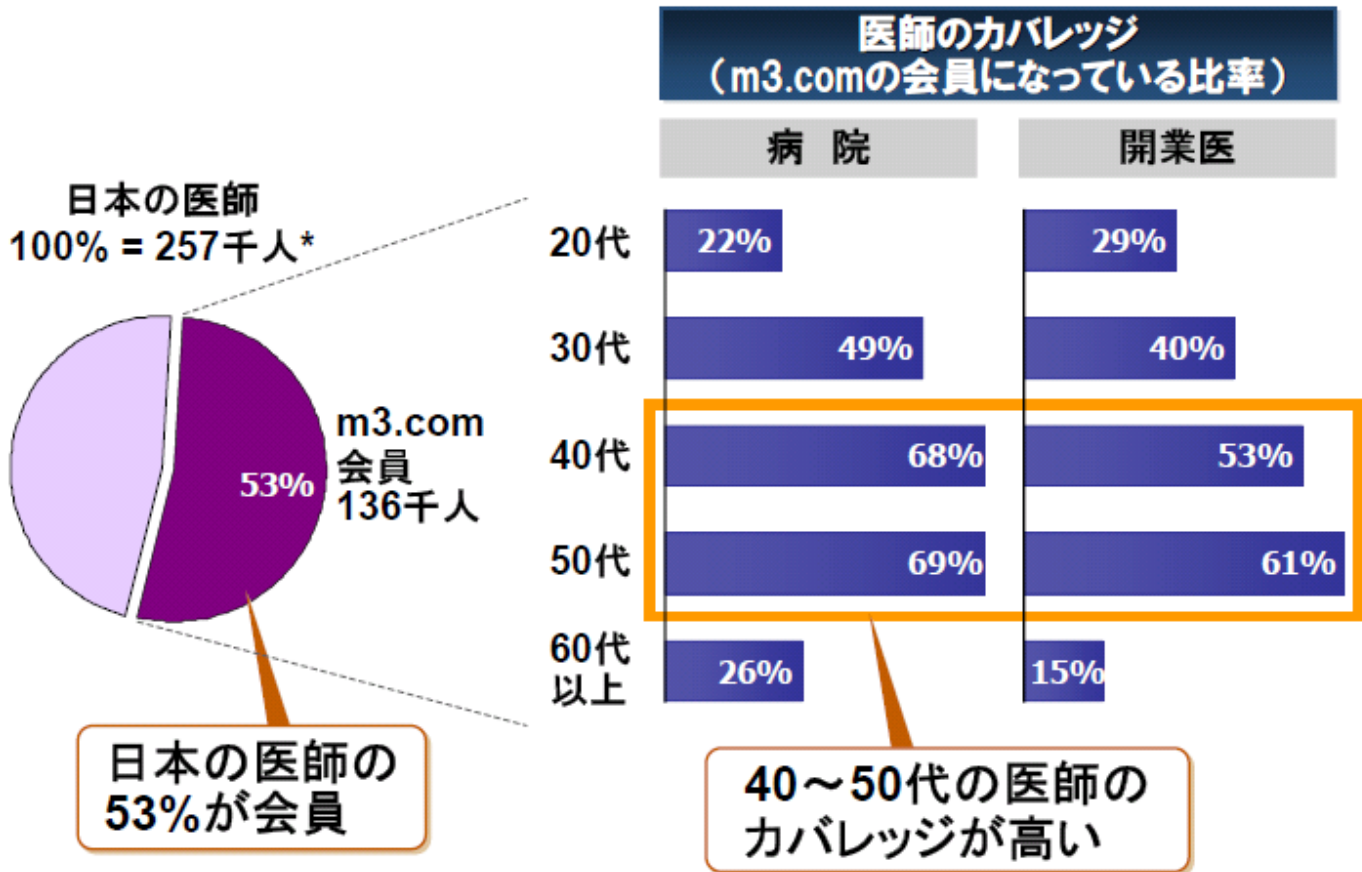


事例: シンプルなメッセージ



事例:鳥の眼、虫の眼

m3.com登録医師



*病院と診療所に従事する医師

Copyright © 2006 So-net M3, Inc. All rights reserved.

4

ソネット・エムスリー 説明資料より

事例:文脈を伝える

中長期ビジョン:2020年までの目標を前倒しで実現へ LAWSON

製造小売業として
世界No.1の
小商圏型小売チェーン

ROE目標20%

売上高の成長

収益性の改善
対チェーン全店売上高
営業利益率目標:5%

資本の規律

Ponta会員への深耕
-ローソンCRMの活用

国内:客層拡大(女性・シニア強化)
-生鮮、ヘルスケア
-ECの展開

M&A
-海外展開
-業界再編

SCMによる構造改革
-物流システム改革

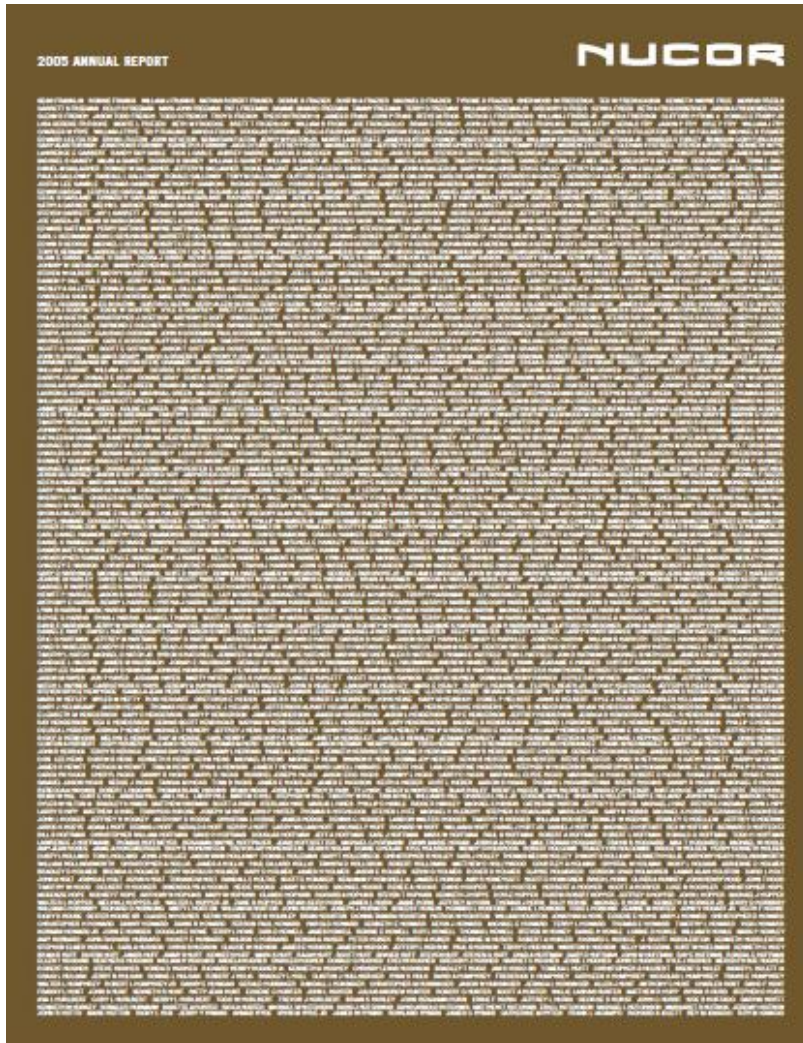
持続的な配当増

自社株消却

連結営業利益1,000億円超を目指します

事例：メッセージの一貫性

【米国：ヌーコア】



【よくある日本企業】



事例:共感、文脈、一貫性

【Before】



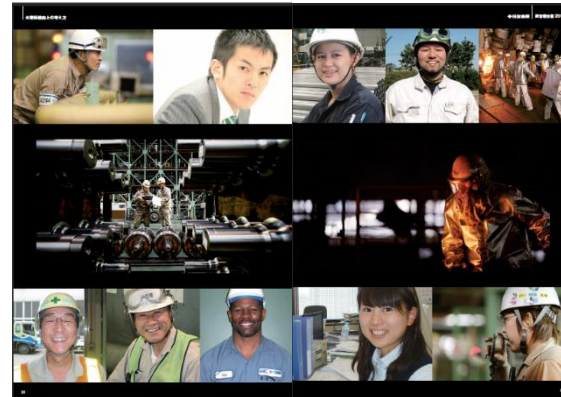
【After】



人と技術を大切にする会社

プレ財務情報・将来情報を伝える

人的資産・顧客資産を「見える化」する



人的資産
笑顔、真剣な顔

現場の臨場感

ダイバーシティ

顧客
笑顔
戦略



一般的なCSRの人権・コンプライアンスとは別の文脈で、社員、取引先、顧客などの価値を伝えます

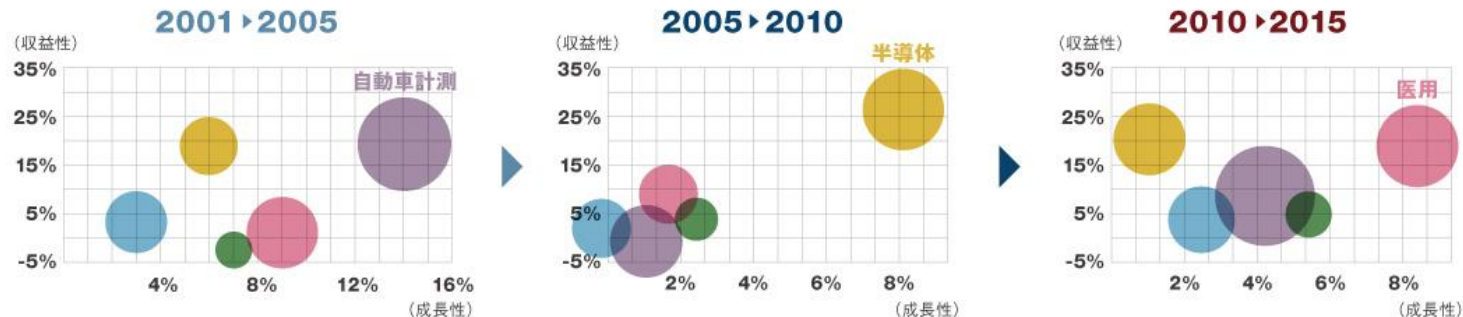
プレ財務情報・将来情報を伝える

過去から現在の変化で、将来を見せる

変えてきたこと	経営のバランス (事業分野・地域展開) グローバル化 (ビジネス・人財) お客様との距離 (直販化の推進) 会社の規模 (売上高・利益・従業員数)	変えないこと	社是 「おもしろおかしく」 企業文化 「オープン&フェア」 「チャレンジ精神」 継続的な 人財育成と研究開発
---------	--	--------	--

事業部門別売上高成長率の推移

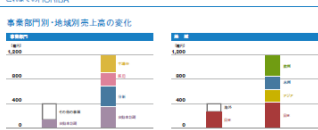
● 自動車計測 ● 医用 ● 半導体 ● 科学 ● 環境・プロセス
 縦軸: 最終年度の営業利益率 横軸: 売上高の年平均成長率 ●の大きさ: 売上高に比例



長期で伝える

これまでORBA

各業部門別・地域別売上高の変化



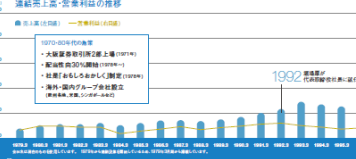
1996年が転換点(注)。1997年の中核バリエーション強化の取り組みが功を奏し、売上高が急増。この結果、1997年以降は売上高が急増し、2011年には過去最高を記録した。

2011年(最新)の売上高(億円)は、1996年(1996年)の約2.5倍に増加している。

経営のバリエーション
事業の多角化
グローバル化
ITの活用
経営者の刷新
海外展開

結果
「おもしろおかし」
事業の刷新
「オープンムフツ」
「オアシス」の刷新
人材育成と労務改善

業績向上高・営業利益の推移



1996年(1996年)の業績向上高(注)は、1997年(1997年)の約1.5倍に増加している。

1997年(1997年)の業績向上高(注)は、1998年(1998年)の約1.5倍に増加している。


2011年(最新)の業績向上高(注)は、1996年(1996年)の約2.5倍に増加している。

INDEX


- 01 売上高(売上高)
- 02 営業利益(営業利益)
- 03 従業員数(従業員数)
- 04 CFOの指標
- 05 営業利益/売上高
- 06 営業利益/従業員数
- 07 売上高/従業員数
- 08 コーポレートブランド
- 09 CSR
- 10 環境パフォーマンス
- 11 社会貢献活動
- 12 コーポレートガバナンス

特徴: 投資家は長期の視点で考えます


1: グローバルに事業展開し、海外の成長機会を捉えます




投資家視点の推移



企業価値の推移



業績向上高・営業利益の推移

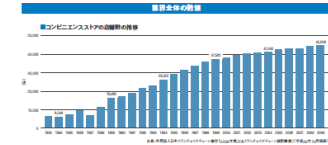


Key Indicators of CVS Industry

CVS業界データ

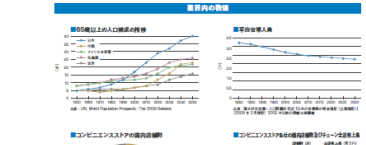
業界全体の動向

■コンビニエンスストアの店舗数の推移




業界内の動向

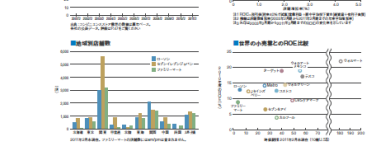
■コンビニエンスストアの売上高の推移




■コンビニエンスストアの従業員数の推移



■コンビニエンスストアの営業利益の推移

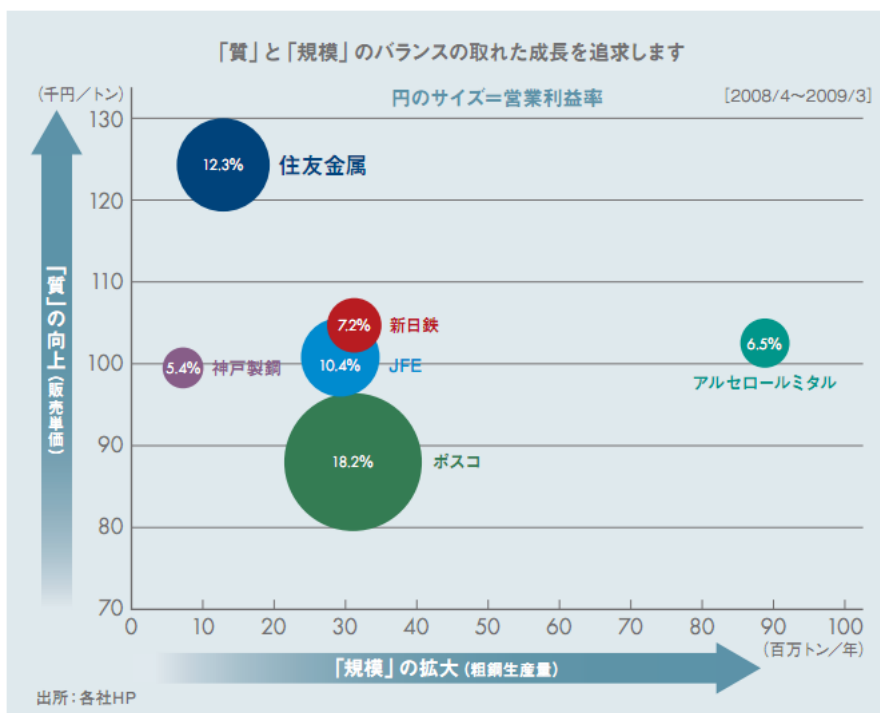


■コンビニエンスストアの売上高/従業員数



事例

競合との違いを見える化



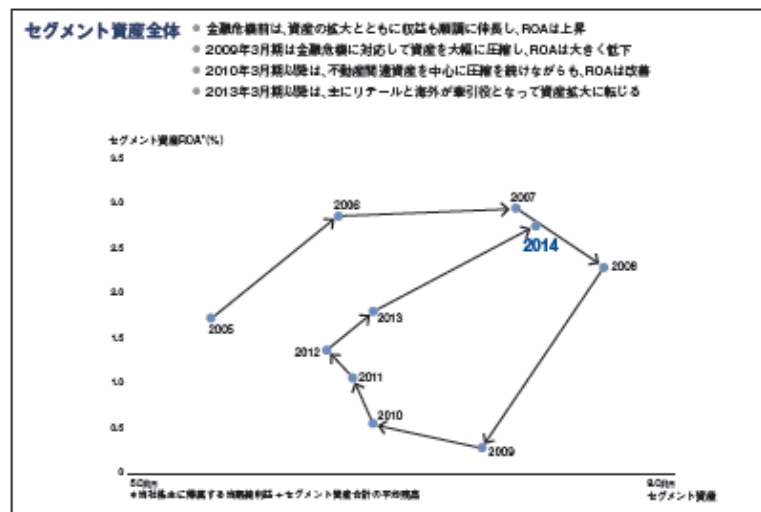
ポジショニングの違いを見せる

新しい軸を入れたグラフを作り、戦略の違いを
見える化

時間軸を伸ばす、文脈を伝える

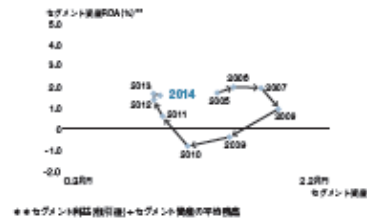
オリックスの価値創造

資産とROAで見るオリックス



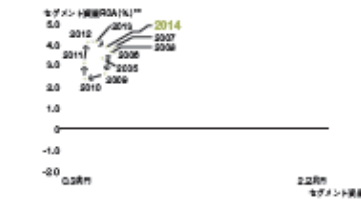
法人金融サービス

- 2009年3月期以降は、案件選別強化により新規取引が抑制され、資産は減少
- 貸倒引当金繰入の減少と手数料収入の増加によりROAは徐々に改善
- グループPMとしての機能強化により、「金融+サービス」へのシフトを進め、ROAの向上を目指す



メンテナンスリース

- 金融危機の影響は限定的で、他のセグメントに比べて高いROAと一定の資産規模を維持
- 近年、メンテナンス原価や販管費の削減を進め、収益性をより強化
- 高い収益性を維持しながら資産残高のさらなる増加を目指す



プレ財務資産と企業価値を繋げる

価値創造を支える見えない資産

SUMCOの価値創造の源泉と道筋 「見えない資産」

SUMCOの企業価値創造にとって財務諸表には表れない「見えない資産」が重要な役割を果たしています。ここでは、SUMCOの企業価値創造の道筋をご紹介します。



SUMCO Annual Report 2013

1 継続的な人財活性化と研究開発

SUMCOの企業価値創造の源泉は人財です。また、高度な技術の集約であるシリコニウムの進化には、継続的な研究開発が最も重要になってきます。

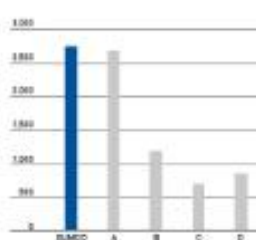
経営状況説明会

社長・副社長が、経営情報の共有化にチーム力を向上させる目的で、200名の客室で従業員や管理職に臨む「経営状況説明会」を定期的に実施業務で開催しています。専門責任者や上級管理職のAからZ、一般社員まで含め、会社の様々な角度において情報の共有化が図られており、従業員一人ひとりが会社の状況や経営トップの考えを理解・認識しながらいずれの意思に参入しています。



保有特許数世界No.1

SUMCOは、世界で特許No.1を達成し、シリコニウム製造に関する4倍の特許数を保有しています。



研究開発費

SUMCOは、常に次世代のニーズを先駆けた技術開発を推進し、毎年売上高の2.9%を継続的に投じています。



SUMCO Annual Report 2013

コーポレートガバナンスの表現

取締役会のスリム化と
意思決定のスピードは比例する。

効率的で透明性の高い コーポレートガバナンス体制

独立性の高い社外取締役により経営の監督機能が強化されています。

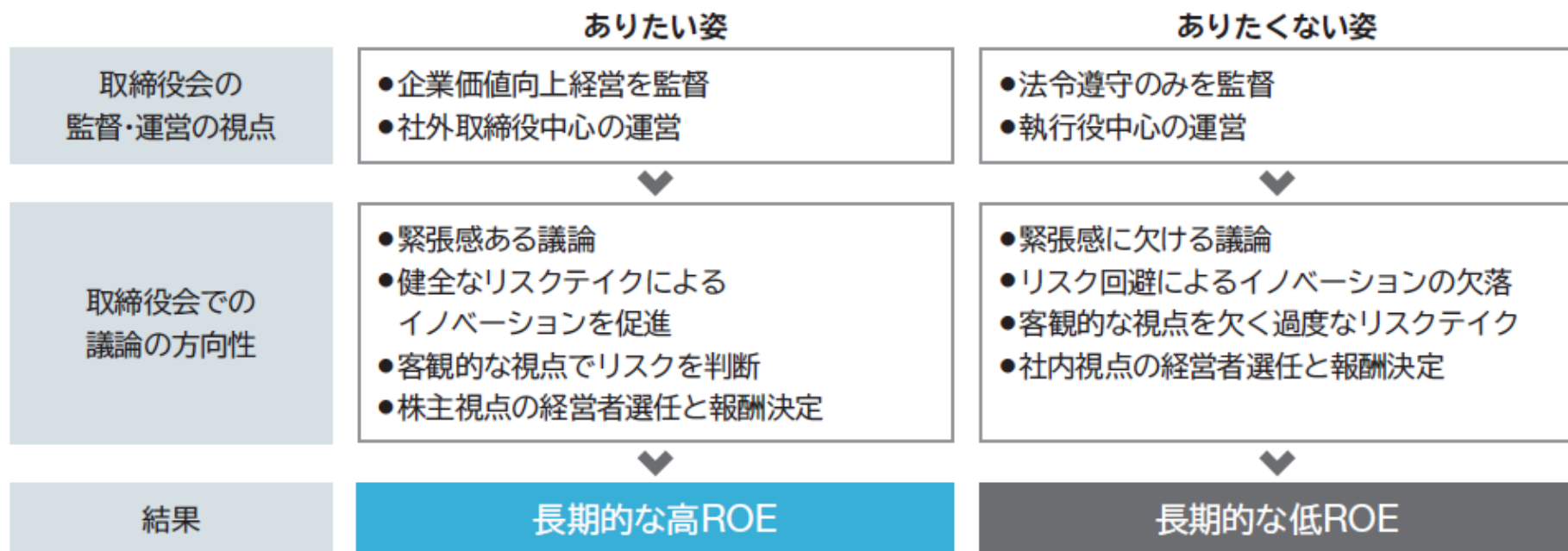
■取締役人数の推移



HOYAは2003年に委員会設置会社へ移行し、取締役会に7人3つの委員会「指名委員会」「報酬委員会」「監査委員会」を設置。委員の設置会社の枠組みのもと、取締役会は執行役に決定権限を大幅に委譲することが可能になり、執行役は業績向上を目的とした迅速かつ効率的な経営に注力するとともに、社外取締役のみで構成される3委員会により執行役を監視する監督機能の強化と経営の健全性・透明性を担保してまいります。

コーポレートガバナンスの表現

オリックスの目指すコーポレート・ガバナンス



コーポレートガバナンスの表現

	1999年	2003年	2011年
社長	87年～ 立石義雄	03年～ 作田久男	11年～ 山田義仁
取締役会議長／CEO	社長が議長とCEOを兼務	会長が議長／社長がCEO	
監督と執行の分離	取締役30名	99年 定款に定める取締役員数を10名以内に改定	
		99年 執行役員制度を導入	
アドバイザー・ボード	99年 アドバイザー・ボード		
社外取締役		01年1名 03年～ 2名(取締役7名)	15年～ 3名(取締役8名)
社外監査役	98年1名 99年～ 2名	03年～ 3名(監査役4名)	11年～ 2名(監査役4名)
諮問委員会など	96年～ 経営人事諮問委員会	00年～ 人事諮問委員会	
		03年～ 報酬諮問委員会	
			06年～ 社長指名諮問委員会
			08年～ コーポレート・ガバナンス委員会
企業理念 1959年社憲制定	90年制定 98年改定		06年改定 15年改定
オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー			15年制定

コーポレートガバナンスの表現

経験・専門性について

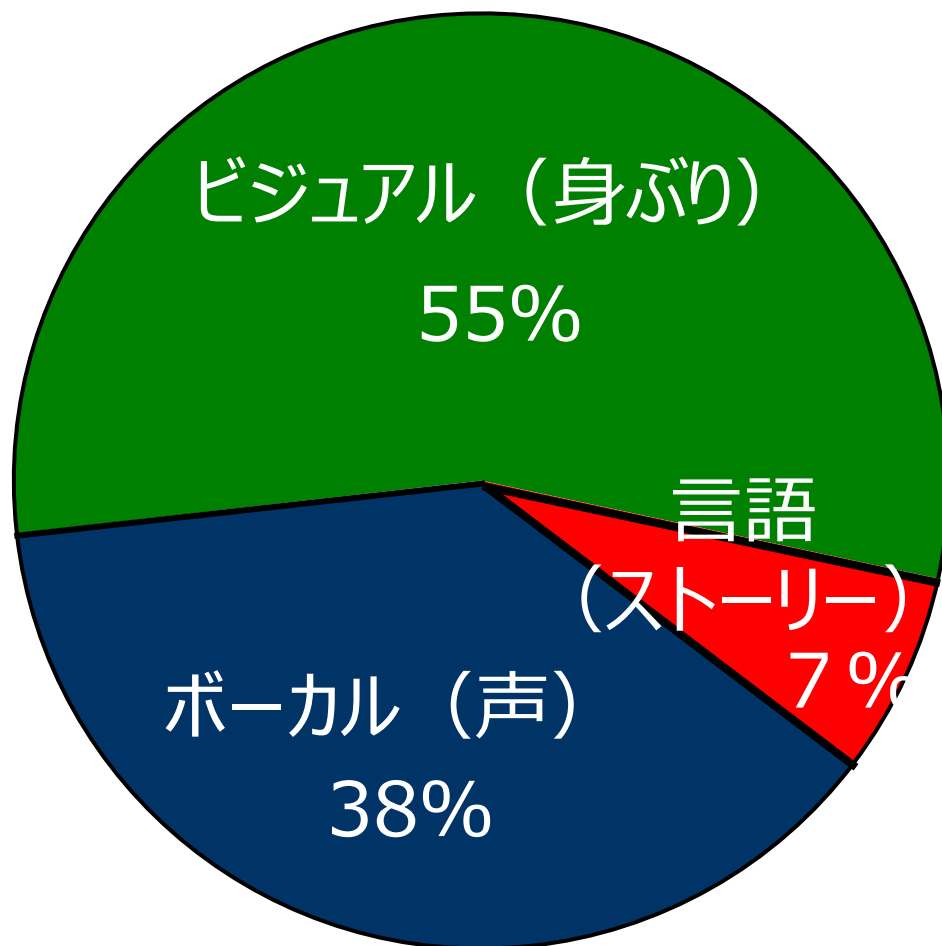
高い倫理観、職責に対する十分な理解などの指名方針に基づき、経験・専門性の一つ、または複数をもつことを取締役の資質として定めています。

		松本	桑島	大八木	横原	出井	石黒	堂前	小泉	金野
 金融業界 Financial industry	4名	●	●	●	●					
 マーケティング Marketing	4名	●				●	●	●		
 テクノロジー Technology	3名		●			●		●		
 戦略的思考 Strategic thinking	7名	●	●	●	●	●	●	●		
 経営 Management	7名	●	●	●	●	●	●	●		
 会計・内部統制 Accounting and internal controls	2名								●	●
 多様性 (ジェンダー、世代、地域など) Diversity	4名			●	●		●			●

プレゼンテーション＞内容

ヒューマン・ダイナミクスが与えるインパクト

93



7

(出所) メラビアン教授の「サイレント・メッセージ」より

一番大切なことは…

KISS

一番大切なことは…

KISS

Keep It Short and
Simple

KISS : 「名刺」テスト

「君のアイデアを
僕の名刺の裏に書き切れなかったら、
君には
明確なアイデアが
ないってことだね」

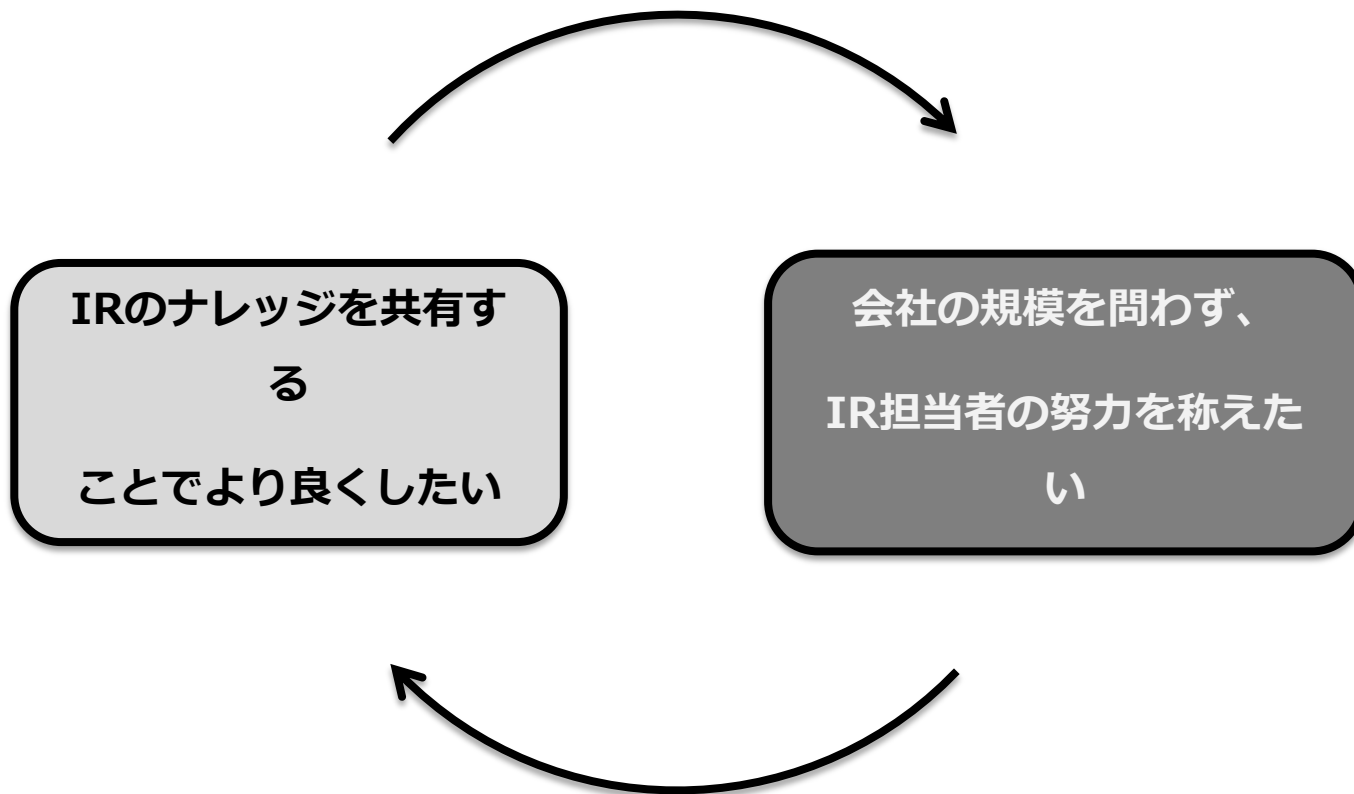


IRグッドビジュアル賞

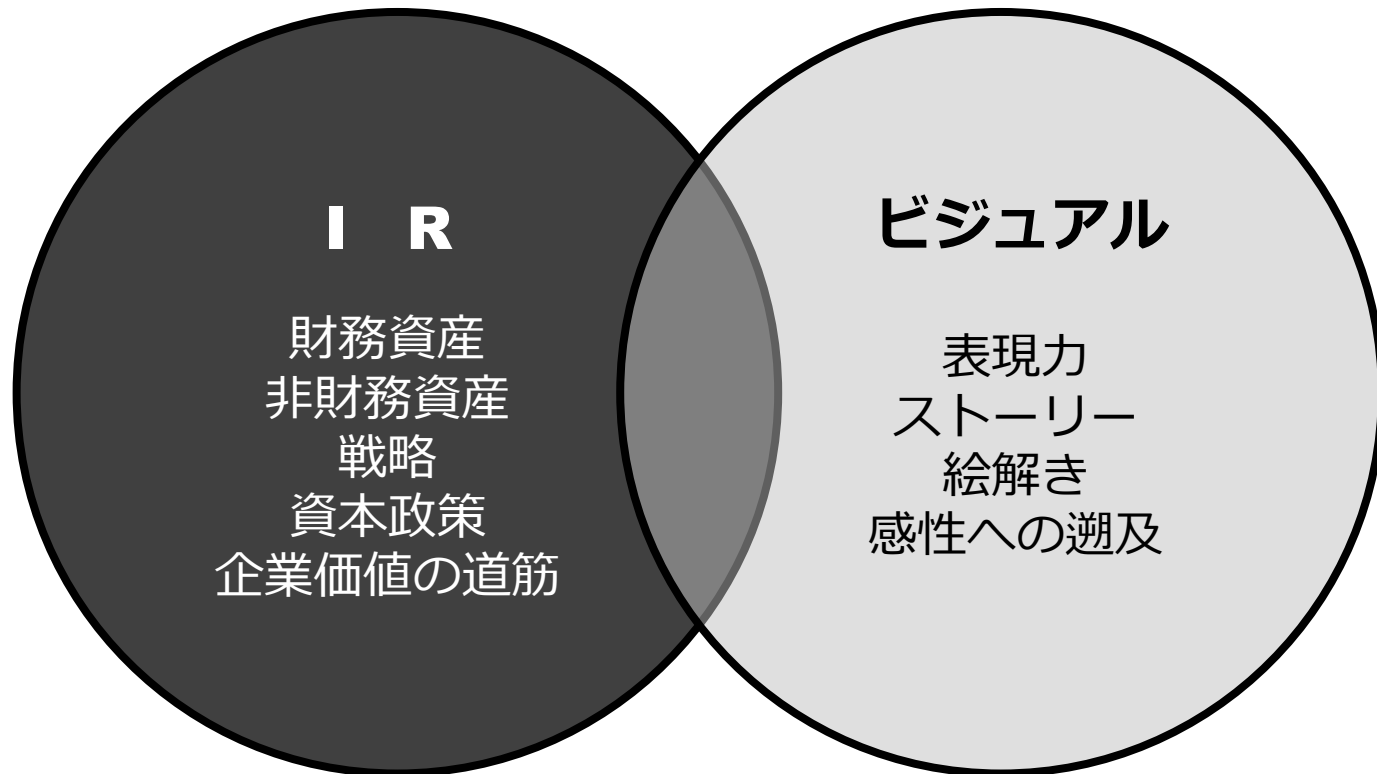
50枚の資料より、ビジュアル1枚のチカラ

「企業価値を効果的に伝えるIR資料のスライド1枚」を作ったIR担当者を表彰し、その好事例を共有することで、IR担当者に具体的なヒントを提供すること。

発起人の想い



IRにビジュアルのチカラを活かす



審査の基準

1 ビジュアルの質・完成度

情報量・分かり易い表現・
活字等の統一感・色使いなど

2 メッセージ伝達力

ストーリー性・シンプルさ・
経営の理解など

3 株主価値についての示唆

非財務資産・
株主価値を示唆する数値
など

4 新規性・チャレンジ性

新鮮さ・斬新さなど

捨てる

伸ばす
(長期にする)

較べる

鳥の目
虫の目

経営を語る

見える化

「シンプルにする」 「文脈を作る」 「企業価値を語る」



今後のIR活動の変化

これからの変化

- 持ち合いの減少
 - IFRSの導入の影響
- 海外投資家の日本離れ？
 - アジアシフトはすでに始まっている！
- 機関投資家の影響力増大
 - 短期評価の傾向
 - 議決権行使基準は横並びの傾向

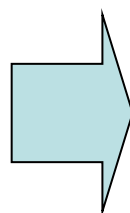


- 個人投資家の役割が重要に
 - 共感を呼ぶIR
 - 細かさよりもわかりやすさ、一貫性
 - 株主総会がIRの場になる
 - 参加者 + 非参加者 + 株主以外の目 (=みんな見ている！)

IRの質の転換が必要

従来

- ③ 網羅性のあるIR
- ③ 機関投資家に説明するIR
- ③ 全ての機関投資家に訴えるIR
- ③ コストをかけたIR



これから

- わかりやすいIR
- 個人投資家の共感を生むIR
- 長期投資家に訴えるIR
- コストを抑えたIR

ESGのバランス

ESG

これまでの日本

ESGは、世界視点の
バランスが大事

これまでの世界

これからの世界

ESG

ESG

昔（20年前:典型例）

- 経理課長など
- 説明
- 銀行への説明の後
- 決算短信で説明
- 数値
- 前期（+今期）
- 義務を果たす場
- 閉鎖的
- 1回のみ

現在

- 経営者
- 対話
- 決算発表同日
- 説明用資料で説明
- 数値 + 戦略
- 過去 + 将来
- 価値創造の場
- Webで情報開示
- スモールmtg、個別訪問

株主総会:IRの重要な場になる

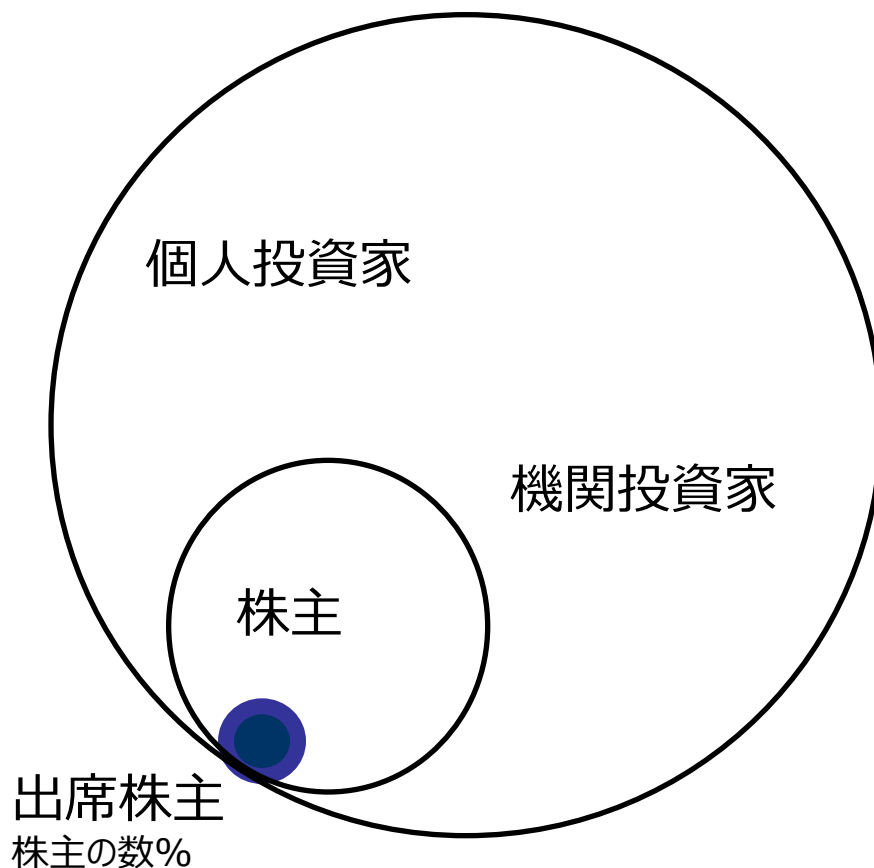
従来

- 短いほど良い
- セレモニー
- 総会屋
- 総会屋対策
- 説明
- 説明責任
- 形式・儀式
- 想定問答
- 総務部
- 守り

これから

- 株主の満足度
- ガバナンスの原点
- 一般個人
- レピュテーション向上
- 対話
- 説得責任
- 会議
- ロジック+共感
- 総務部+取締役会+IR
- 守り+攻め

株主総会の広がる範囲:対象



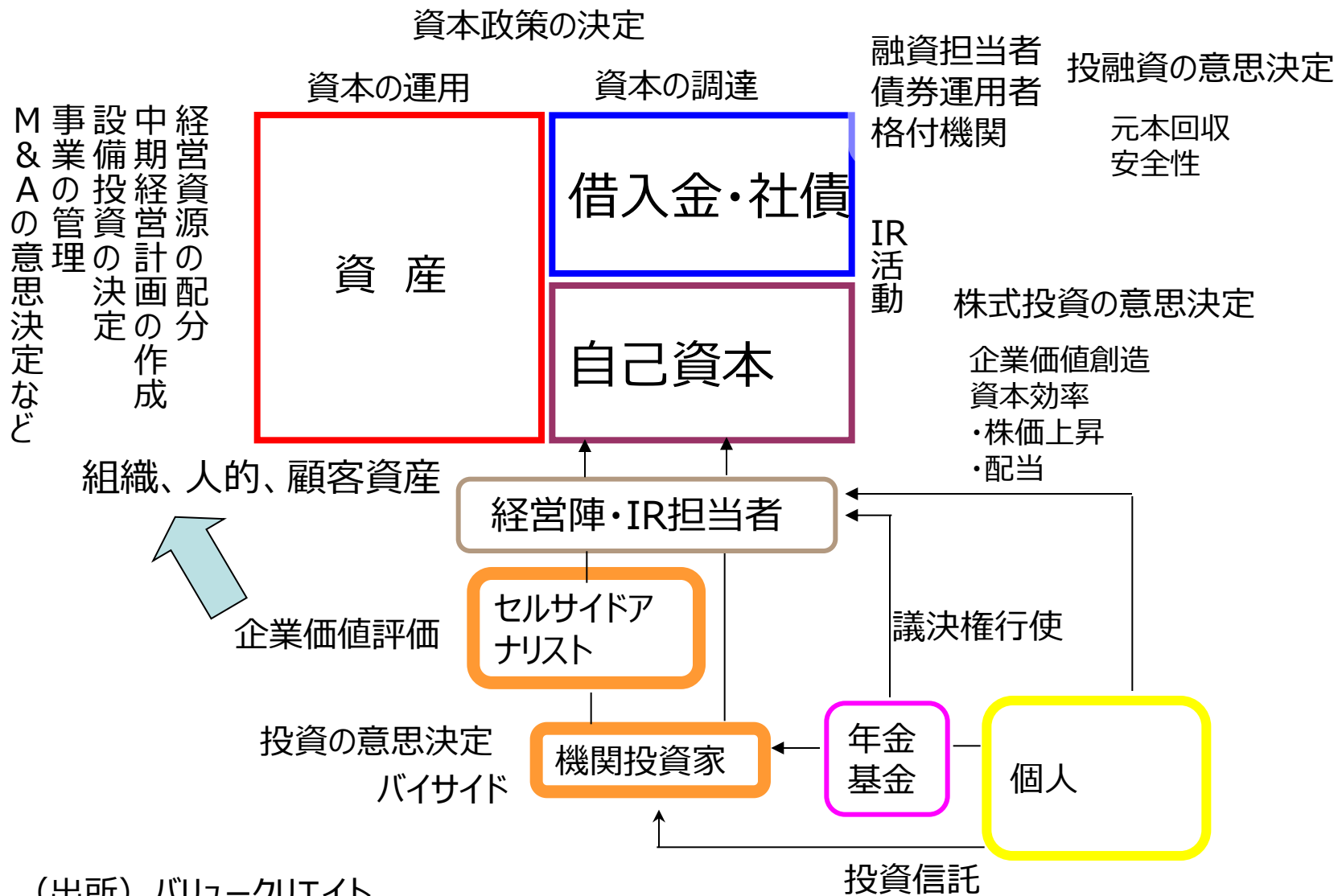
IRにおいて何が変わるのか？

1. コーポレートガバナンスのメッセージの重要度
2. エンゲージメント（目的ある対話）
3. 取締役・取締役会の役割のメッセージ
4. 社外取締役の活用
5. ROE向上の説明（説得）・経営としての資本コストの理解
6. 持ち合い株の説明（説得）
7. 資本政策の説明（説得）



IRの課題

資本市場の主な関係者

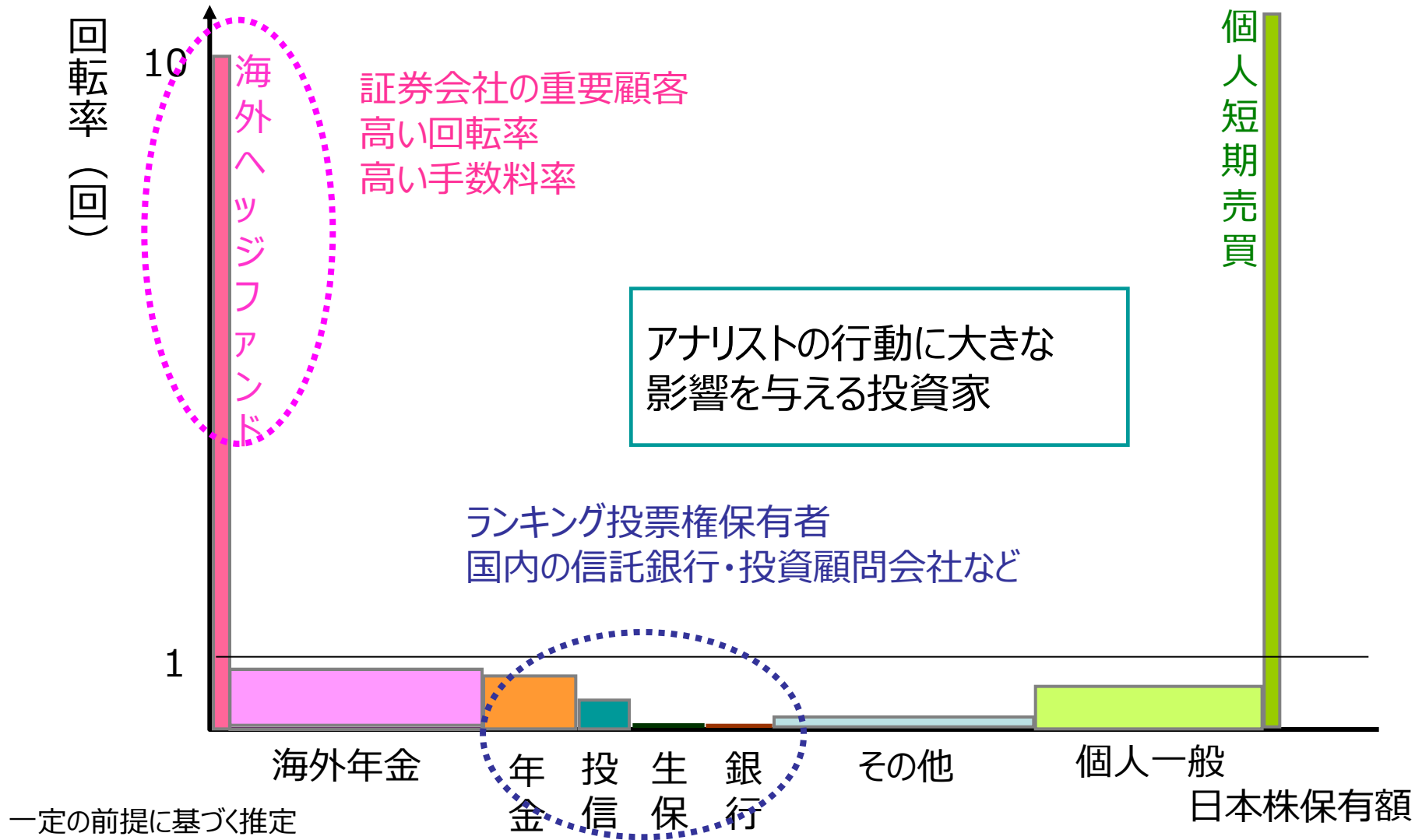


(出所) バリュークリエイト

- ① 短期的な視点である（四半期ゲーム）
- ② 市場平均との競争
 - 同じ方向に走るラットゲーム
 - リスクを取らない投資家の拡大
- ③ 見えない資産を見ない（見る余裕がない）
 - 短期結果（決算）主義
- ④ 良い企業よりも大きな企業
 - 小さい企業には投資しない
- ⑤ 担当企業が増えている
- ⑥ 海外も担当させられる

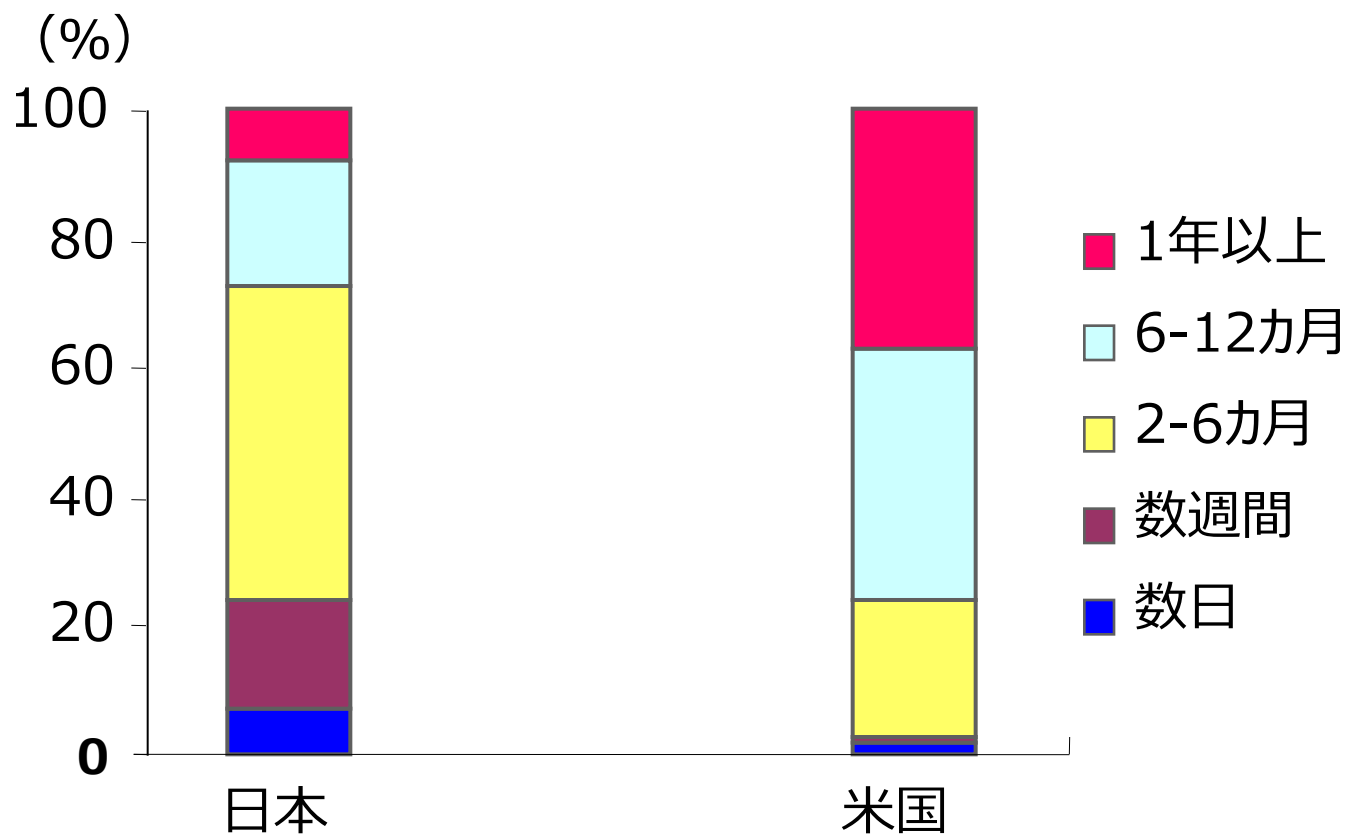
個別企業のファンダメンタル分析に時間を掛けられなくなっています

アナリストに影響力のある投資家



ファンドマネジャーの行動比較

短期的行動:投資の時間軸

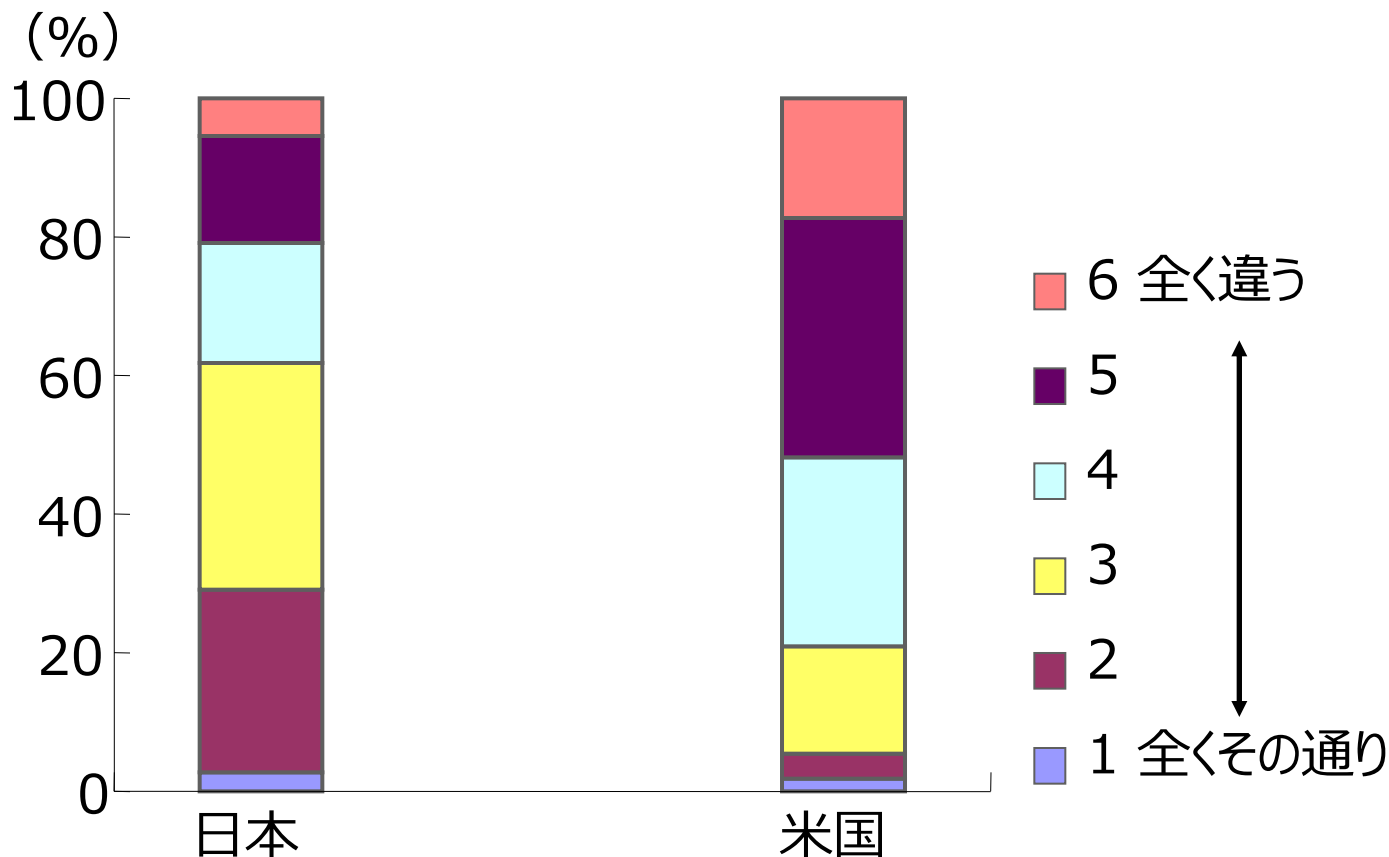


日本のファンドマネジャーは短期的

(出所)早稲田大学首藤教授などの研究レポートよりバリュークリエイト作成

ファンドマネジャーの行動比較

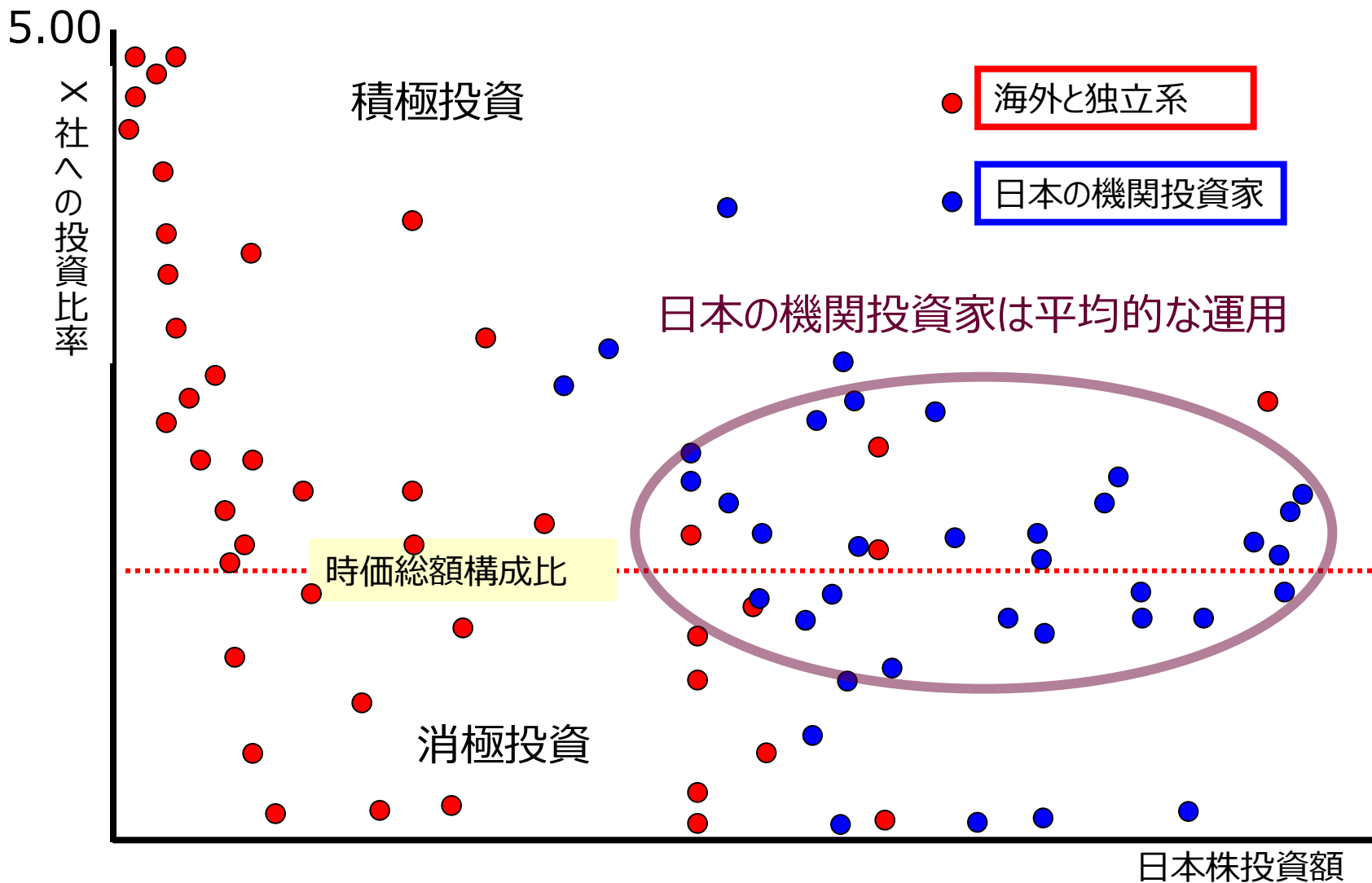
群れの行動:通常、トレンドを追従するか



日本のファンドマネジャーは追従型

(出所) 早稲田大学首藤教授などの研究レポートよりバリュークリエイト作成

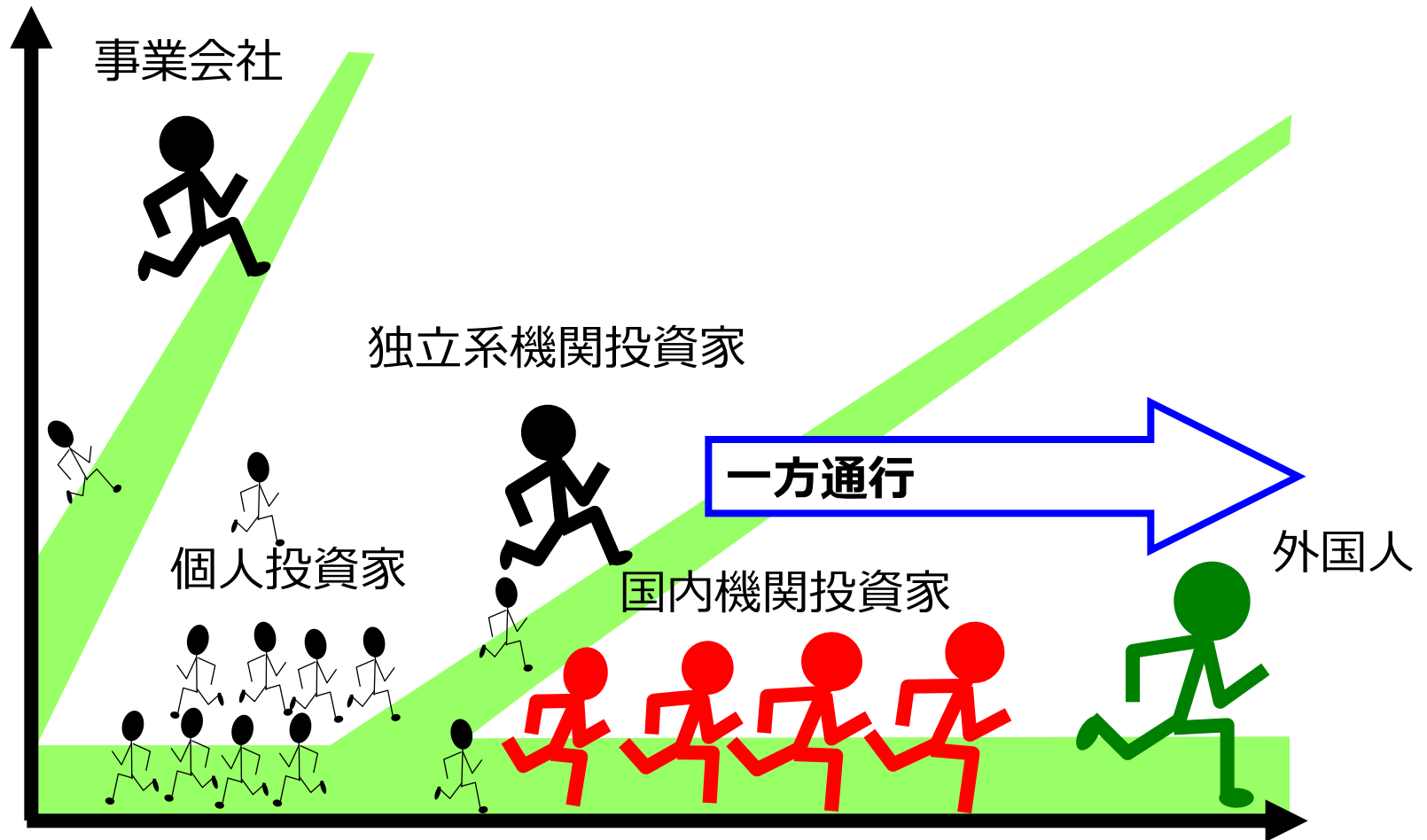
国内と海外投資家の比較



(出所) ヒアリングよりバリュークリエイト作成

市場リスクに備えるためには…

【株主の多様化が必要】
リスク許容度、時間軸、評価軸の違う株主がいるか？





投資家としての視点

コモンズ投信のアプローチ

① 企業のDNA



② 経営力（の持続性）



③ 国際競争力/ブランド力



④ 対話力（ガバナンス）



⑤ 収益性 資本政策



「見えない」価値

「見える」価値

(出所)コモンズ投信

価値 = 規模(量) × 質 × 持続性



算盤



論語



value create

コモンズの価値観 = 「論語」 -common values-

＜コモンズ投信の価値観～Common Values～＞

私たちのファンドは

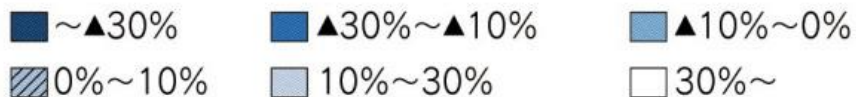
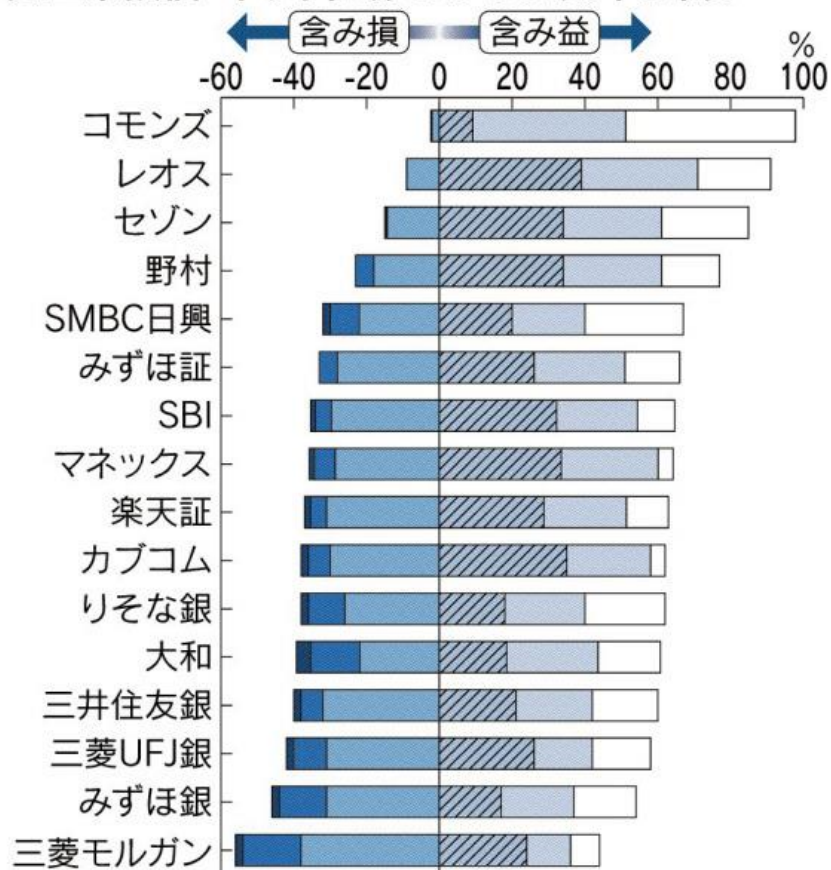
「現役と次世代の生活者にとっての豊かな社会を導く長期投資」

「企業の永続的な繁栄と価値創造を応援する長期資本」

を育むことを目的としています。

Outcome : 論語と算盤の実現

独立系投信・ネット証券のプラス比率が高い

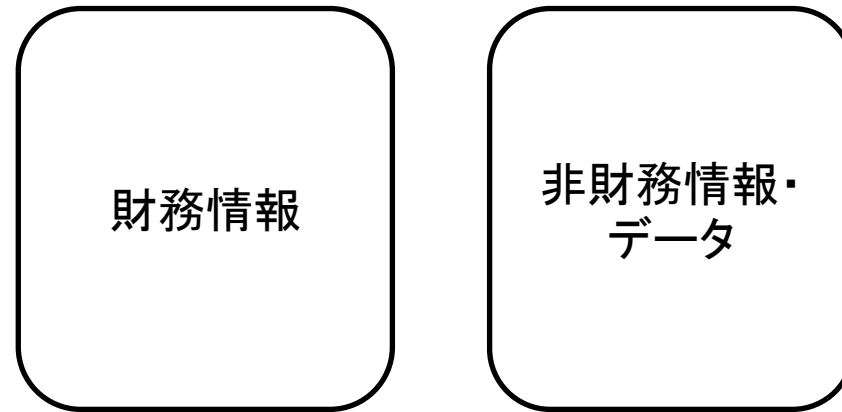




プレ財務資産について

脱非財務情報・データの勧め

【一般的な捉え方】



情報・データを超えて

価値 > 資産 > 情報・データ

企業価値 = 将来のキャッシュフロー

「非」を超えて

非とは？

道理に反すること。正しくないこと。⇔是。
あやまり。欠点。
物事がうまくいかないこと。

(名詞・形容動詞に付いて) それに当たらない、それ以外である

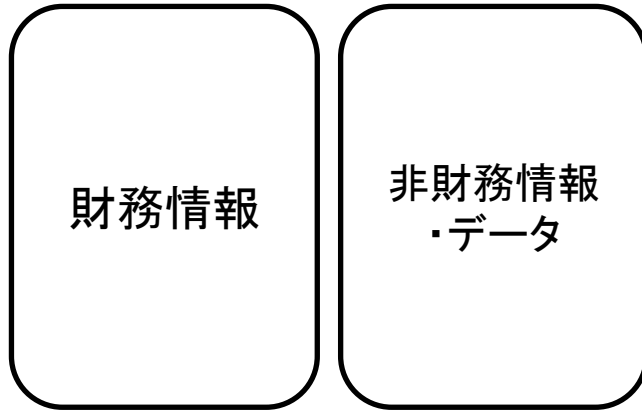
- ③ 非行
 - ③ 非主流
 - ③ 非正規雇用
 - ③ 非現実的
 - ③ 非生産的
 - ③ 非道…

 - ③ Non core business
 - ③ Non performing loan
= 不良債権
- 非財務データ
 - 非財務情報
 - 非財務資産

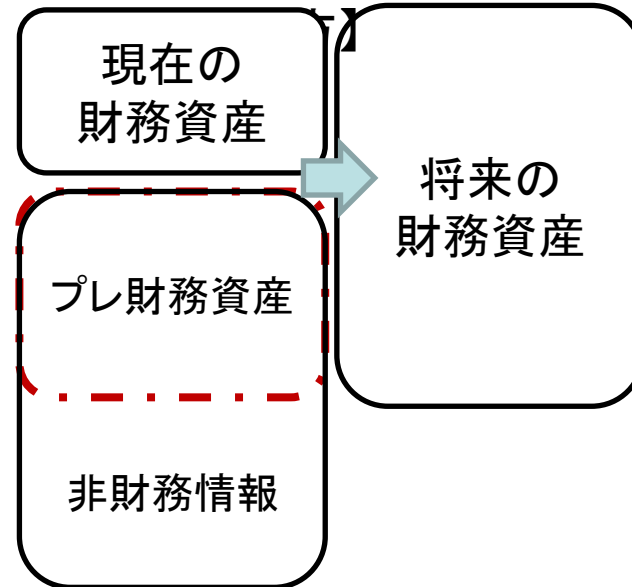
 - Non financial asset

進化のポイント：非財務情報（データ）から プレ財務資産に！

【一般的な捉え方】

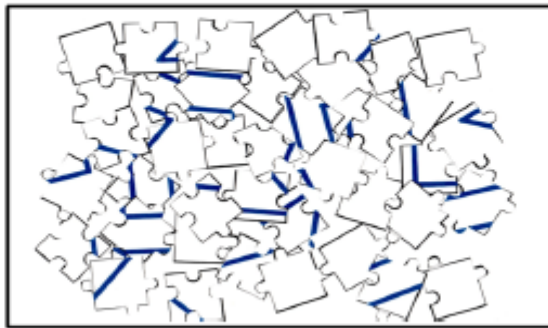


【プレ財務資産の考え】



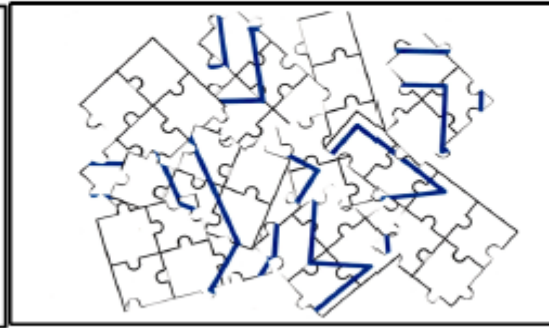
価値創造の道すじの見える化が重要

【図A】
結合性ゼロ



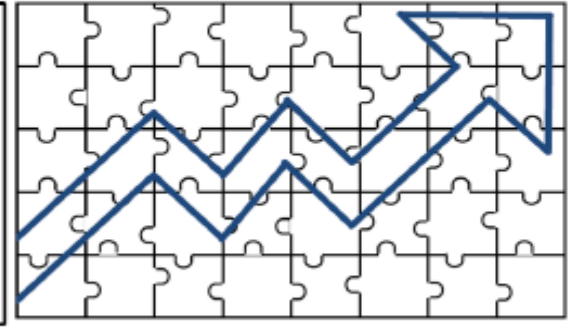
ピースの数=40

【図B】
部分的な結合性あり



ピースの数=40

【図C】
全体的な結合性あり



ピースの数=40

(出所) WICI三代まり子氏資料より

説明責任ではなく、説得責任

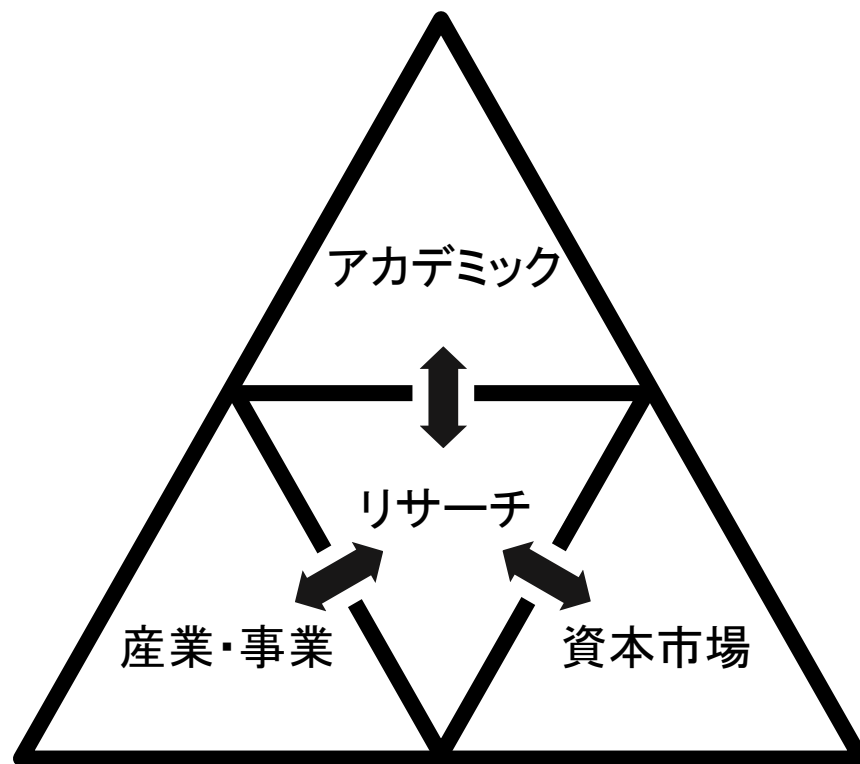
本質的な価値を考え、文脈が見える化



ベーシック・レポート・アワードの試み

リサーチの力を日本の価値創造に活かしたい!!

- 日々、努力しているアナリストを讃えたい
レポートだけの賞はなかった
我々はベーシックレポートを書けて幸せだったが...
- 素晴らしいリサーチレポートを共有できる社会にしたい
リサーチレポートは誰のものかという問題定義
素晴らしいレポートに、職業や業種や立場は関係ない



レポートを讚える賞を新設

事業会社の賞は充実してきたが…

- 企業価値向上表彰 JPX
- ディスクロージャー優良企業賞
- アニュアルレポートアワード
- 統合報告書表彰
- Institutional Investors誌のベストCEO、CFO、IRオフィサー
- IRグッドビジュアル賞…

アナリストの賞は少ない

- 日経ヴェリタスのアナリストランキング
- Institutional Investors誌のアナリスト
- ブローカーレビューでの評価



- 長期の企業価値の視点があるか？
- アナリスト活動の重要なアウトプットであるアナリストレポートの評価が必要ではないか？



ベーシック・レポート・アワード・コミッティー：運営・審査

奥野 一成 氏 農林中金バリューインベストメンツ CIO

佐藤 明 氏 バリュークリエイト パートナー

槇野 尚 氏 みさき投資 インベストメント・オフィサー

若林 秀樹 氏 東京理科大大学院、教授

(五十音順)

対象

- 自薦、他薦で応募があったレポート..... 約50の応募
- 現役のセルサイドアナリストのレポート

選出ステップ

- ファンダメンタル分析、独自性・インサイトの優れた12レポートをノミネート
- ノミネートレポートから、優秀賞、特別賞、奨励賞を選出

評価基準

ファンダメンタル

- 国際視点・国際比較
- 業界分析
- 競争力分析
- 長期の分析(歴史)
- BS、CF
- マネジメント・プレ財務資産評価
- バリュエーション
- オピニオン

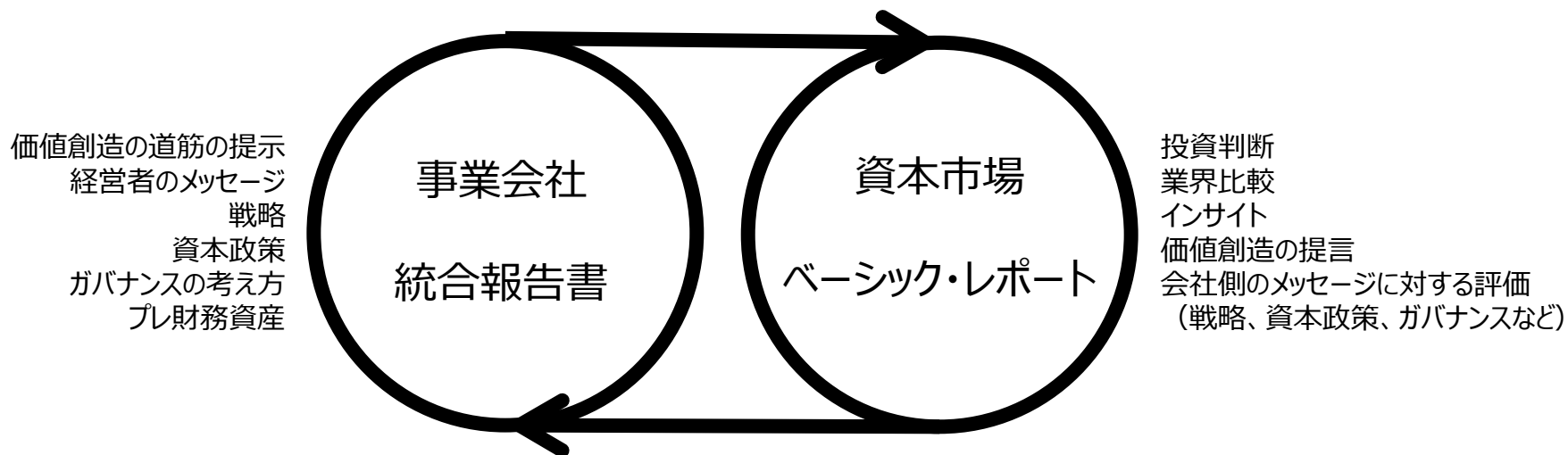
インサイト

- オリジナリティ
 - テーマ
 - 切り口
 - 手段
- ロジック・予想妥当性
- 実践性・社会影響度

単なる合計点ではなく、尖がった点も重視して選出

- 応募を増やす
- 受賞したレポートの共有
- セルサイドの企業・業界調査レポート以外の表彰
ストラテジー、バイサイド、ノーサイド、アカデミック…
- 来年も10-11月、都内で開催

ベーシック・レポートと統合報告書が両輪



経産省「価値協創ガイダンス」、WICIとの連携

WICIシンポジウム2019に参加

表彰レポートは2020年1月6日まで公開いたします。

バリュークリエイト社WebサイトのNews欄をご覧ください。

<http://www.valuecreate.net/news/page.php?id=787>



創業時の私の想い①

日本の資本市場を多様性のあるマーケットにしたい！！！！

私は、健全な資本市場の発展を通じて、豊かな社会、明るい未来の実現に貢献したいと思っています。野村証券で在籍していた頃、氏家純一さん（現会長）から資本市場のメカニズムは、複数の人々（投資家）の英知により、良い会社に貴重なリスクマネーが提供され、その会社が良い製品、良いサービスを生むために最大限の努力をすることにより、より良い社会が実現する仕組みである」と教えていただいたことの影響が大きいと思います。この考えは、私のDNAです。

こうした仕組みが健全に機能するには、人々がそれぞれの視点で（たとえ一人一人は間違っていたとしても）、行動することが重要です。多様性は、資本市場の生命線です。しかし、日本では、大手の証券会社、機関投資家の影響力が圧倒的です。良質な大手プレイヤーの存在は重要ですが、規模の追求という同質のロジックで動くプレイヤーばかりでは、多様性に欠けた市場になってしまいます。

自分がワクワクすることを追求すれば、結果的に既存の大手金融機関とは違う存在になれるはず。成功しようと失敗しようと、ブティック型（＝小さい＆ユニーク）金融サービスの勃興に貢献できればいいなあ。

2000年に長年勤めた野村証券を退職したのはそんな想いです。

価値評価よりも価値創造に参加したい！！！！

アナリストの仕事は、企業と投資家の真ん中で、企業価値を評価して、投資判断を提供することです。約10年間のアナリスト経験で、たくさんの評価をしてきました。実態価値よりも株価が高ければ「SELL」。低ければ「BUY」。投資判断が的中し、投資家の皆さんに感謝されるのが嬉しかったです。

でも本当にワクワクしていたのは、経営者と「どうすれば会社が良くなるか」を膝詰めで話していた時でした。競争優位の源泉は何か。海外展開をどうするのか。業界の再編は。国際競争力を高めるには。バランスシートをどうすべきか。社員を活性化するには…。

私は、第三者として客観的に価値を評価するよりも、経営者と一緒に悩んだりしながら価値創造に関わるほうが好きであり、向いているということに気づいたのです。2001年にValue Createを設立した理由です。

創業時の私の思い③

日本から世界に飛躍するビジョナリーカンパニーを!!!

スポーツ、音楽などのアートの世界では、既に、多くの若い人たちが日本から世界に羽ばたいています。まるで天井を突き抜けたように。

近い将来、日本からビートルズのようなアーティストが生まれる！

本気で信じています。

日本のビジネスシーンにも優れた才能が眠っています、それこそ世界に通じるような。私は、アナリスト時代、世界の会社を訪問しましたが、日本の経営者、ビジネスパーソンが海外に比べて劣っていると感じたことは一度もありません。

日本のビジネスパーソンに足りないのは、少しの勇気とちょっとした視点の転換だと思います。日本から世界を代表するようなビジョナリーカンパニーが次々に生まれる。考えるだけでワクワクしてきます。そうした会社を応援できたらいいなと思います！

- ④ 最後まで、どうもありがとうございました。
- ④ 豊かな社会と明るい未来を一緒に作りましょう！
- ④ ご意見、ご質問のある方 是非、ご連絡ください！
- ④ 当社のHPはwww.valuecreate.netです。
ご関心のある方はご覧ください！！

sato@valuecreate.net