

長期投資家の企業価値評価の視点と エンゲージメントの事例

いちごの三方よし

投資先企業のために

顧客のために

日本のために

本日のアジェンダ

1. いちごアセットマネジメントのご紹介
2. 長期投資家が考える企業価値について
3. いちごアセットマネジメントのエンゲージメントプロセスと事例
4. 長期投資家の心に響く開示・対話とは
5. 最後に

1. いちごアセットマネジメントのご紹介

「いちご」の由来

「いちご」は、千利休が説いた茶人の心構えである「一期一会」に由来しています。

当社は、日本の文化や価値観にあった投資を通じて日本社会へ貢献することを志し設立されて以来、一期一会のもつ「人との出会いを大切に」という精神を企業理念とし、投資先企業の皆様をはじめとしたすべてのステークホルダーとの強固な信頼関係の構築を目指して参りました。



いちごの投資理念

■ 長期厳選投資

- 詳細な企業分析
- ポートフォリオ占有率：上位5銘柄で50～70%、上位10銘柄で70～90%
- 平均保有期間：5.4年¹

■ エンゲージメント投資

- 投資先企業との「建設的な対話」と「信頼関係構築」に注力
- 上場会社と株主は一心同体－経営者責任と同様、株主責任も！
- 各社の企業文化を尊重し、最大の理解者となれるように常に努める

■ 社会貢献投資

- 全てのステークホルダーのため、企業の中長期的成長と企業価値向上を支援
- 日本国民の資産形成に資するための、投資を通じた社会貢献

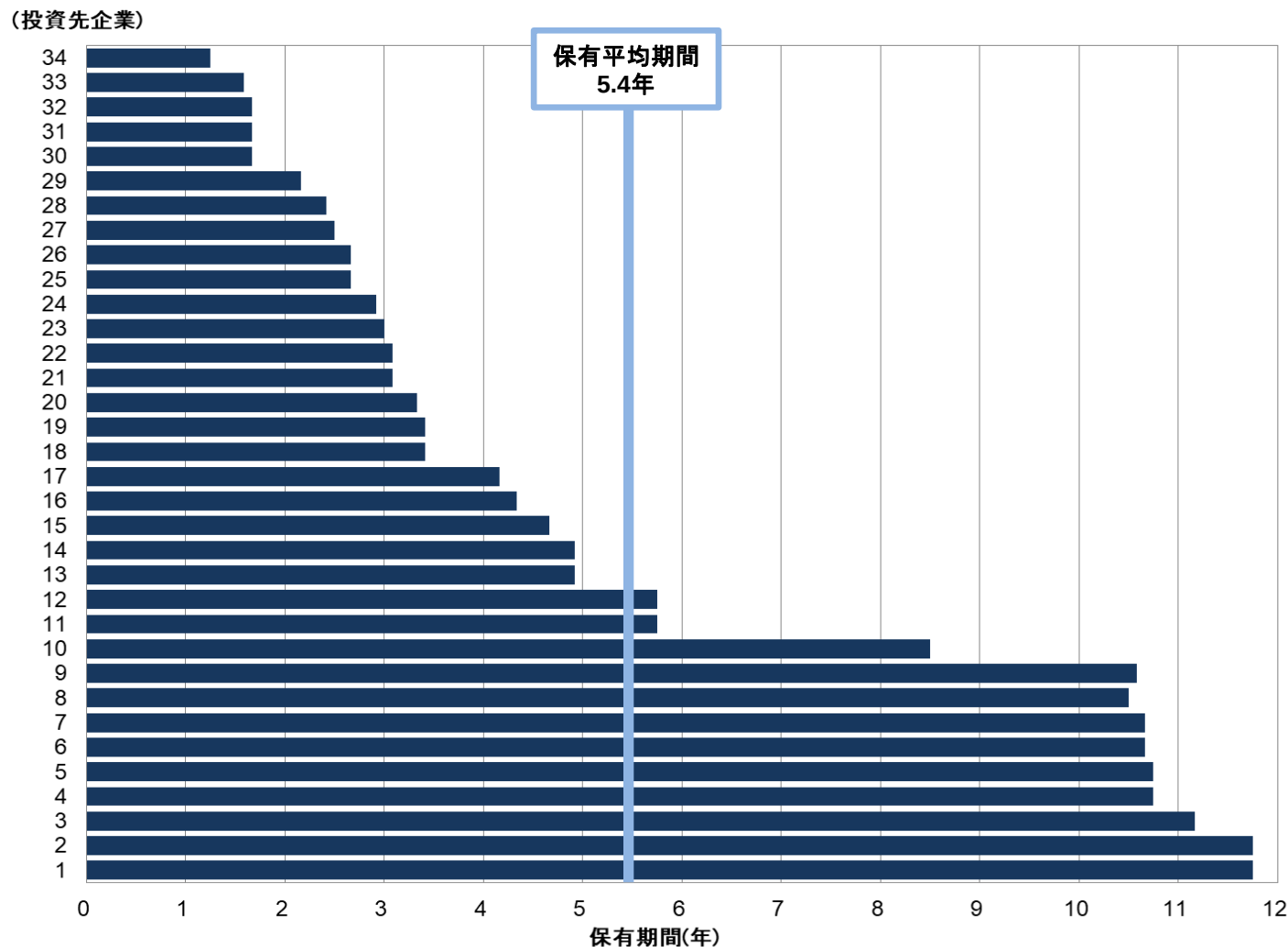
いちごの長期投資

■ 長期契約による資金運用

- 日本株に特化したロングオンリーのバリュー投資
- レバレッジはかけず、マーケットエクスポージャーの調整は行わない(常に100%)
- 投資家は欧米の大学基金、医療財団、年金等
- 受託資金の8割以上は3～5年のロックアップ、9割以上の投資家が更新
- 2018年8月1日現在の運用資産は約7,650億円

いちごトラストの保有期間

2006年11月に投資信託の運用開始、現在は12年目。
運用資産の増加に伴う新規銘柄の組み入れの影響により、平均保有期間は5.4¹年



機関投資家の分類

運用者	アセット・オーナー
■ 信託銀行 ■ アセットマネジメント／投資顧問 ■ 投資信託委託 (Mutual Fund, Unit Trust) ■ ヘッジファンド ■ 投資銀行／証券会社の自己勘定部門	■ 年金基金(Pension Fund) ■ 生命保険・損害保険 ■ 財団・大学基金(Endowment Fund) ■ 生命保険/損額保険 ■ ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF) ■ Private Bank /Family Office ■ 個人 (投資信託購入者/401K加入者など)

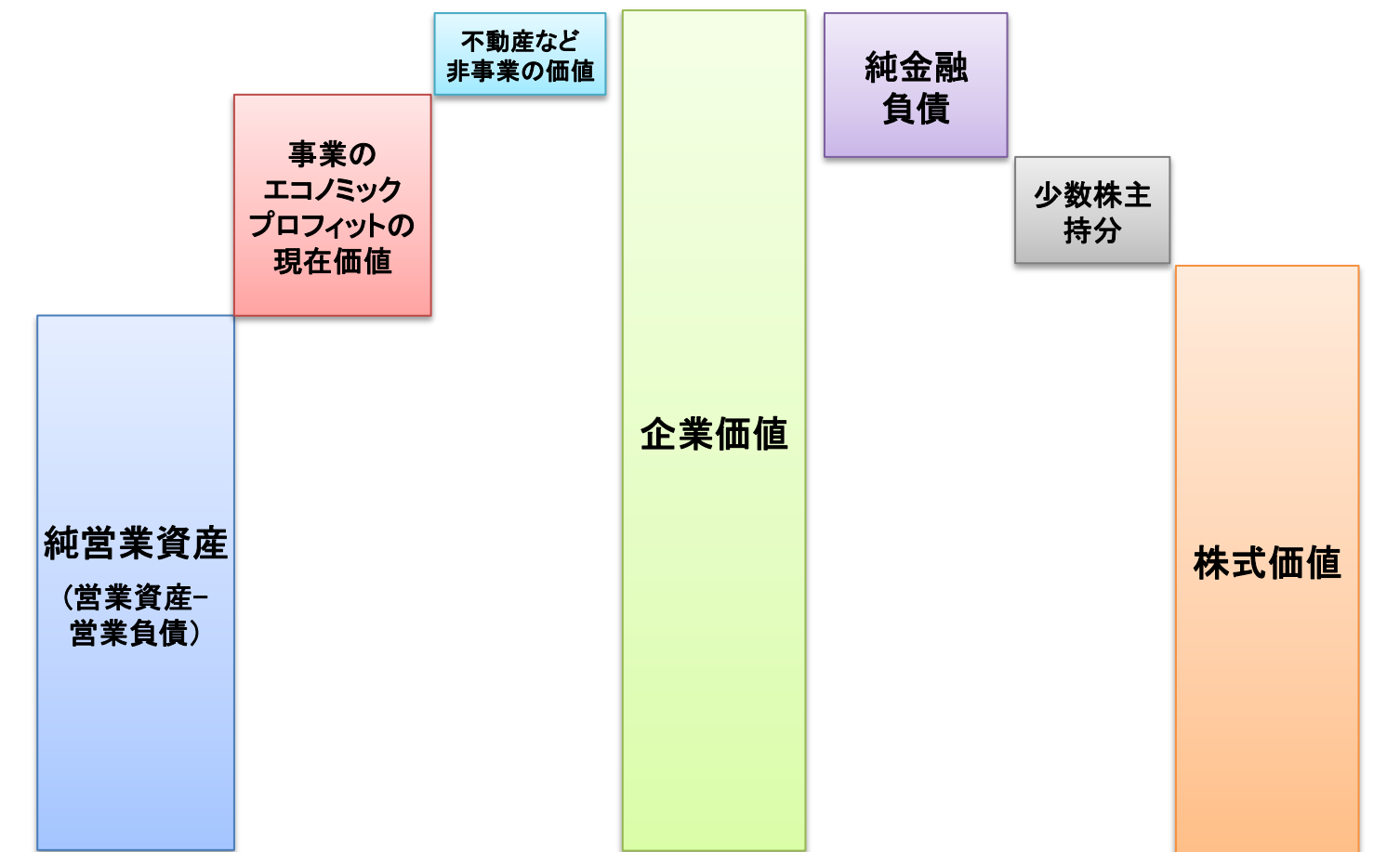
投資家の株式運用スタイル分類

- ファンダメンタルズ分析運用／クオンツ運用（スクリーニング、運用モデル）
- ロング・オンリー／ロング・ショート
- バイ&ホールド／トレーディング
- アクティブ／セミ・アクティブ／パッシブ
- ETF (Exchange Traded Funds)
- 大型株 (Large Cap) ファンド／中小型株 (Small&MidCap) ファンド
- 成長株 (Growth)／割安株 (Value)／GARP (Growth at Reasonable Price)
- 配当利回り追求／テーマ投資
- ヘッジ・ファンド（グローバル・マクロ、イベント・ドリブン、アービトラージ）
- バイアウトファンド（LBO、MBO）

2.長期投資家が考える企業価値について

超過利益モデルに基づく企業価値の評価

超過利益モデル(残余利益モデル)では、純営業資産(投下資本)に事業が創造する「エコノミック・プロフィット」の現在価値、非事業資産の価値を加えて企業価値を算出します



超過利益モデルで価値創造効果を見える化

会計利益で黒字を計上していても、その事業のリターンが投下資本の負担すべきコスト(=資金提供者の期待収益)を超えていなければ、価値を創造しているとはいえません

■ 超過利益モデル(RIM:Residual Income Model)による事業価値の定義

$$\text{事業価値} = IC_0 + \frac{(ROIC_1 - WACC) * IC_0}{1 + WACC} + \frac{(ROIC_2 - WACC) * IC_1}{(1 + WACC)^2} + \dots$$

IC(Invested Capital)=投下資本 (ROIC-WACC)*IC=NOPAT - 投下資本コスト=エコミック・プロフィット

■ 「投下資本」と、それが創出する「エコミック・プロフィットの現在価値の合計」が超過利益モデルによる事業価値

■ 超過利益とは「NOPAT(Net Operating Profits After Taxes:税引後営業利益)」が投下資本コストを上回る部分

■ DCF法と比べて、ビジネスモデルが確立しており安定成長・成熟企業のバリュエーションでは実用的

- ・ WACCと永久成長率で大きく変動するターミナルバリューへの依存度が低い
- ・ BS上の投下資本とPL内の営業利益という会計数字をベースに事業価値の算出が可能



企業価値の源泉となるエコノミック・プロフィット

全社ベースでのROICの向上を意識した経営、WACCの抑制を目指した財務IR戦略が、
中長期的な企業価値向上をもたらします

エコノミック・プロフィット

エコノミック・プロフィットとPBRの関係

エコノミック・プロフィット

$$= \text{NOPAT} - \text{投下資本コスト}$$

$$= \left(\frac{\text{NOPAT}}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right) \times \text{投下資本}$$

$$= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本}$$

エコノミック ・プロフィット

PBR

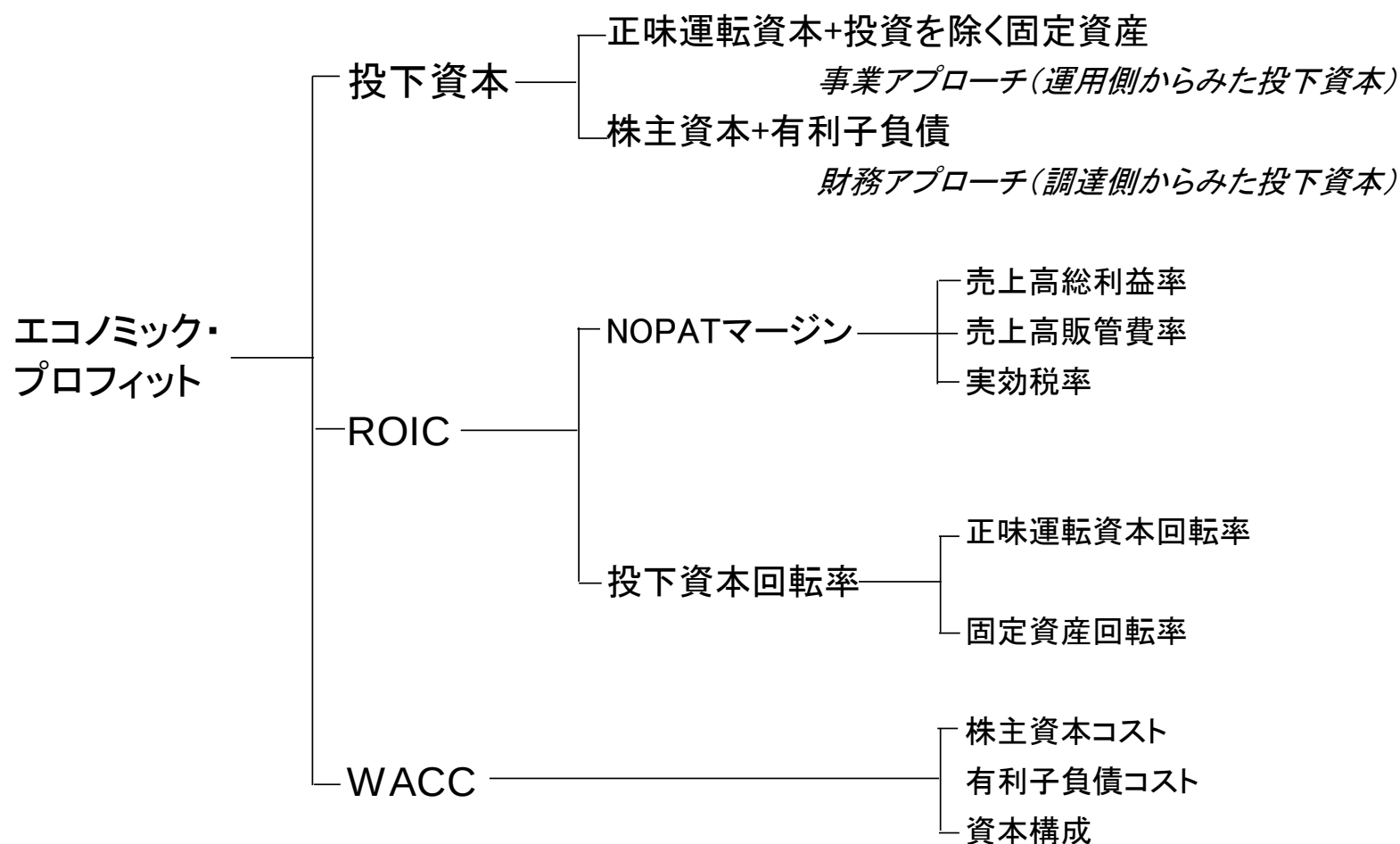
ROIC > WACC	黒字	PBR > 1
ROIC = WACC	0	PBR = 1
ROIC < WACC	赤字	PBR < 1

エコノミック・プロフィットを高めるには¹

- 新規の資本投下を抑制しつつ、NOPATを増加させる
- WACCを上回るROICを中長期的に生み出す事業へ積極投資する
- WACCを継続的に下回るROICの事業は縮小、投資抑制
- 資本構成の最適化、IR活動の強化でWACCを引き下げる

エコミック・プロフィットとROICの分解

バリュードライバーを他社比・時系列で分析し、社内で共有されたKPIを現場オペレーションで改善することが、エコミック・プロフィットすなわち企業価値向上につながります



ROICと成長率が価値創造の2大ファクター

成長が企業価値創造に結びつくとは必ずしも限りません。
 ROICが投下資本コストを下回る状態での成長率の加速は、価値を毀損させることにつながります

【配当性向100%】	ROIC<WACC	ROIC=WACC	ROIC>WACC
投下資本	100	100	100
ROIC	3%	5%	7%
NOPAT	3.0	5.0	7.0
WACC	5%	5%	5%
配当金	3.0	5.0	7.0
サステイナブル成長率	0.0%	0.0%	0.0%
企業価値	60	100	140
PBR(倍)	0.6	1.0	1.4

【配当性向50%】	ROIC<WACC	ROIC=WACC	ROIC>WACC
投下資本	100	100	100
ROIC	3%	5%	7%
リターン	3.0	5.0	7.0
WACC	5%	5%	5%
配当金	1.5	2.5	3.5
サステイナブル成長率	1.5%	2.5%	3.5%
企業価値	43	100	233
PBR(倍)	0.4	1.0	2.3

ROIC、ROE、ROAの比較と注意点

■ ROE、ROIC、ROAの定義と比較する資本コスト

	ROE	ROIC	ROA
指標	Return on Equity	Return on Invested Capital	Return on Total Assets
	当期純利益	NOPAT	当期純利益
	株主資本	投下資本	総資産
比較対象	株主資本コスト	WACC	WACC
メリット	上場企業の比較に有効 計算がシンプル	資本構成に影響されない セグメント毎の比較も可能	計算がシンプル
デメリット	資本構成に影響される	投下資本の計算が必要	資本構成に影響される

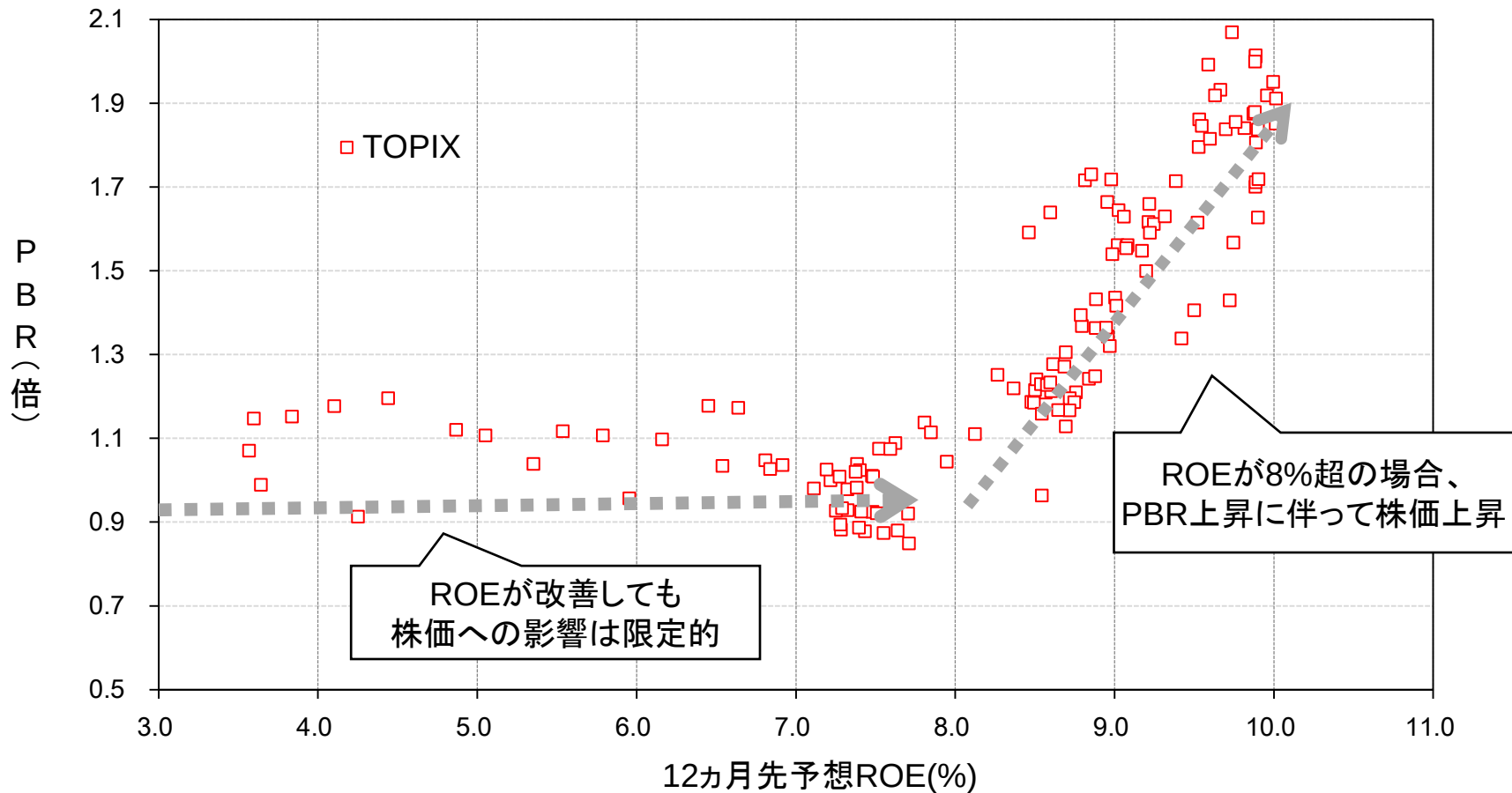
■ ROEと超過利益モデルによる株式価値の算出

$$\text{株式価値} = BVE_0 + \frac{(ROE_1 - r) * BVE_0}{1 + r} + \frac{(ROE_2 - r) * BVE_1}{(1 + r)^2} + \dots$$

BVE＝株主資本簿価、r＝株主資本コスト (ROE-r)*BVE＝超過利益

TOPIXバリュエーションでみたROEとPBRの関係

ROEが株主資本コスト(期待収益率)の7~8%を超えると、PBRはROEと連動して上昇



資本コストとは

- 改定コーポレートガバナンス・コードでは、「資本コストの適切な把握」と「収益力・資本効率などに関する目標を提示」することが追加された
- 資本コストとは、資金提供者（株主、社債保有者、借入先）から期待（要求）されている事業リスクに見合った収益率（リターン）のこと
- 調達源泉別にみた「株主資本コスト」と「負債コスト」、および企業全体の資本コストである「WACC (Weighted Average Cost of Capital: 加重平均コスト)」で表現される
- $$WACC = \frac{E}{E+D} \times \text{株主資本コスト} + \frac{D}{E+D} \times \text{負債コスト} \times (1 - \text{実効税率})$$

E＝株式時価総額、D＝有利子負債残高

- DCF (Discount Cash Flow) モデルで、将来フリー・キャッシュ・フロー (FCF) を現在価値に割り引くときの資本コストがWACC、超過利益モデル (RIM) でROICとのスプレッドをみるときの資本コストがWACC

CAPMを用いた株主資本コストの計算方法

■ CAPM(CAPM=Capital Asset Pricing Model)

$$\text{株主資本コスト} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_f = 無リスク証券利子率(≒長期国債利回り)

β (ベータ) = 個別株リターンの株式市場平均に対する感応度

R_m = 株式市場平均リターン、

$R_m - R_f$ = 株式リスクプレミアム(ERP:Equity Risk Premium)

■ 長期国債利回り0.5%、 β 1.2、ERP5.0%とすると株主資本コストは6.5%と推計

$$6.5\% = 0.5\% + 1.2 \times 5.0\%$$

■ β は過去の株価変動率に基づいて金融情報サービス会社が提供、ブルームバーグや日経新聞電子版に掲載

■ β は業績のボラティリティ、財務の安定性、収益動向の透明度、株式の流動性などが左右(小型株は β が高くなる傾向)

米企業が実務で用いている資本コスト算定法と株式リスクプレミアム

Models/Techniques Used to Cost of Equity
(Percent Distribution)

	All	Under \$1 Billion Revenue	Over \$1 Billion Revenue	Privately Held	Publicly Traded
Capital Asset Pricing Model (CAPM)	87%	85%	87%	82%	91%
Dividend Discount Model (DDM)	3	3	3	4	2
Arbitrage Pricing Model	1	1	1	1	1
Other	9	11	9	13	6

Market Risk Premium Range Used by Organizations
(Percent Distribution)

	All	Under \$1 Billion Revenue	Over \$1 Billion Revenue	Privately Held	Publicly Traded
Less than 3% market risk premium	11%	7%	13%	9%	15%
3-4% market risk premium	23	34	16	29	15
5-6% market risk premium	49	48	51	46	55
7% or greater market risk premium	17	1	20	16	15

日本企業による資本コストの推計とCAPMの前提

IR実施企業のうち自社の資本コスト水準を認識している企業

	資本コスト水準を 認識している企業	資本コスト水準を認識している企業のうち 計算根拠を有する企業
2016年	44.0%	54.7%
2018年	49.0%	60.1%

CAPMに基づいて資本コストを計算している企業の前提

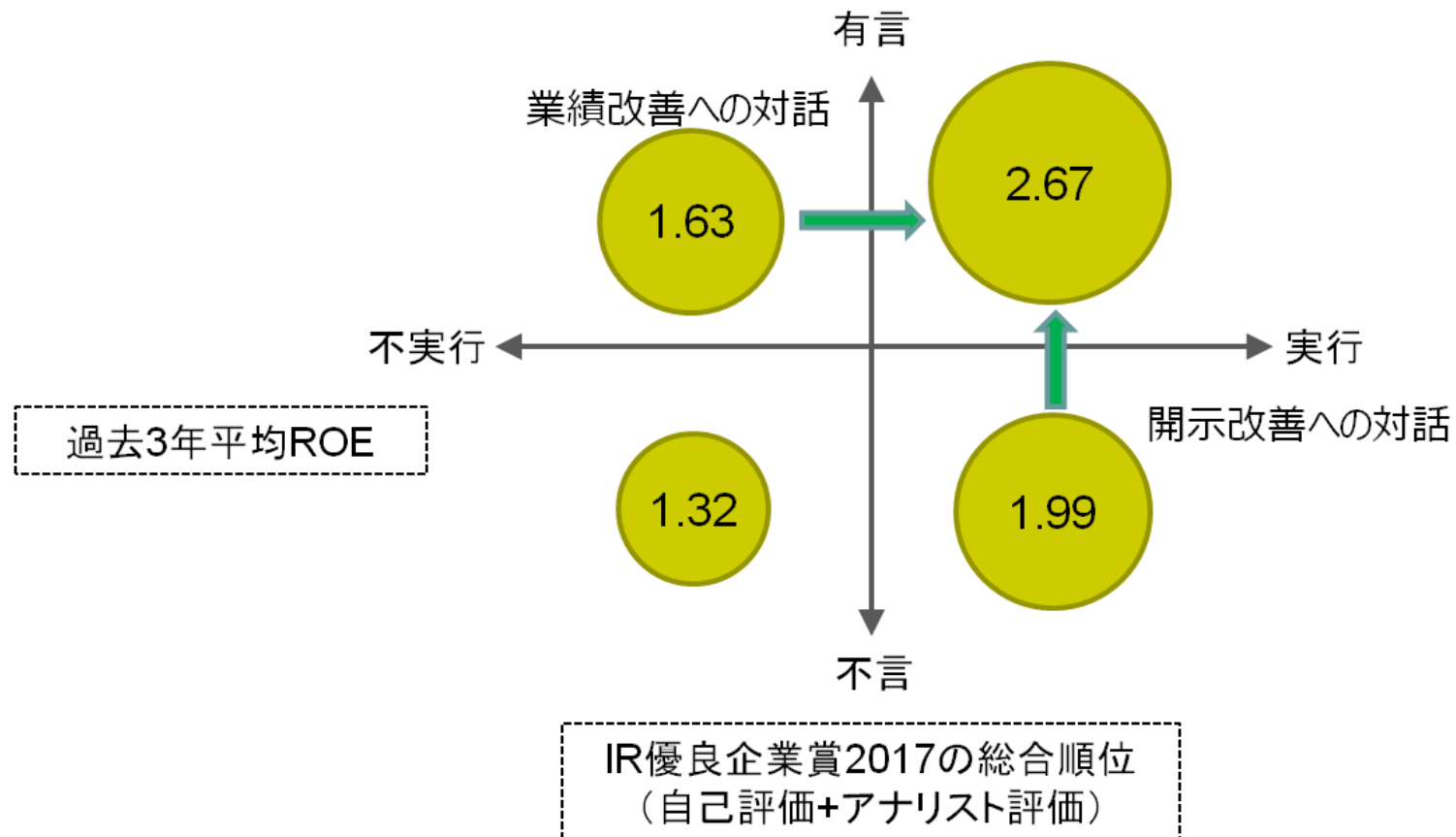
	リスク・フリーレート	リスク・プレミアム	ベータ値	株主資本 コスト
2014年	1.39%	4.94%	0.91	5.70%
2016年	0.81%	5.93%	0.98	6.21%
2018年	0.51%	5.93%	0.92	5.97%

IR活動と資本コストの関係

- ・ 個別企業の株主資本コスト＝無リスク証券利子率＋個別企業のリスクプレミアム
- ・ 個別企業のリスクプレミアムはファンダメンタルズ（業績の不確実性・財務体質など）に加えて、資金提供者（＝金融機関、投資家）の事業会社に対する理解度、信頼感によって決定される
- ・ 銀行借入コスト、社債調達コストの引き下げのために、金融機関や格付け機関へ丁寧に説明するのが普通。株式投資家へも同様のディスクロージャーが必要
- ・ 株式市場への適切な開示と投資家とのエンゲージメントによって、株価（市場価値）は本源的価値に近づく。流動性の改善も期待にともなって、株価のボラティリティは低下し、株主資本コストが低下
- ・ IR活動不足は、本源的価値と乖離した株価の下落（上昇）をもたらす。将来のいずれかの時点で株価は急速に上昇（下落）することになり、株価の変動率（≡ベータ値）が高まることで資本コストが上昇

IR活動の評価とバリュエーションの関係

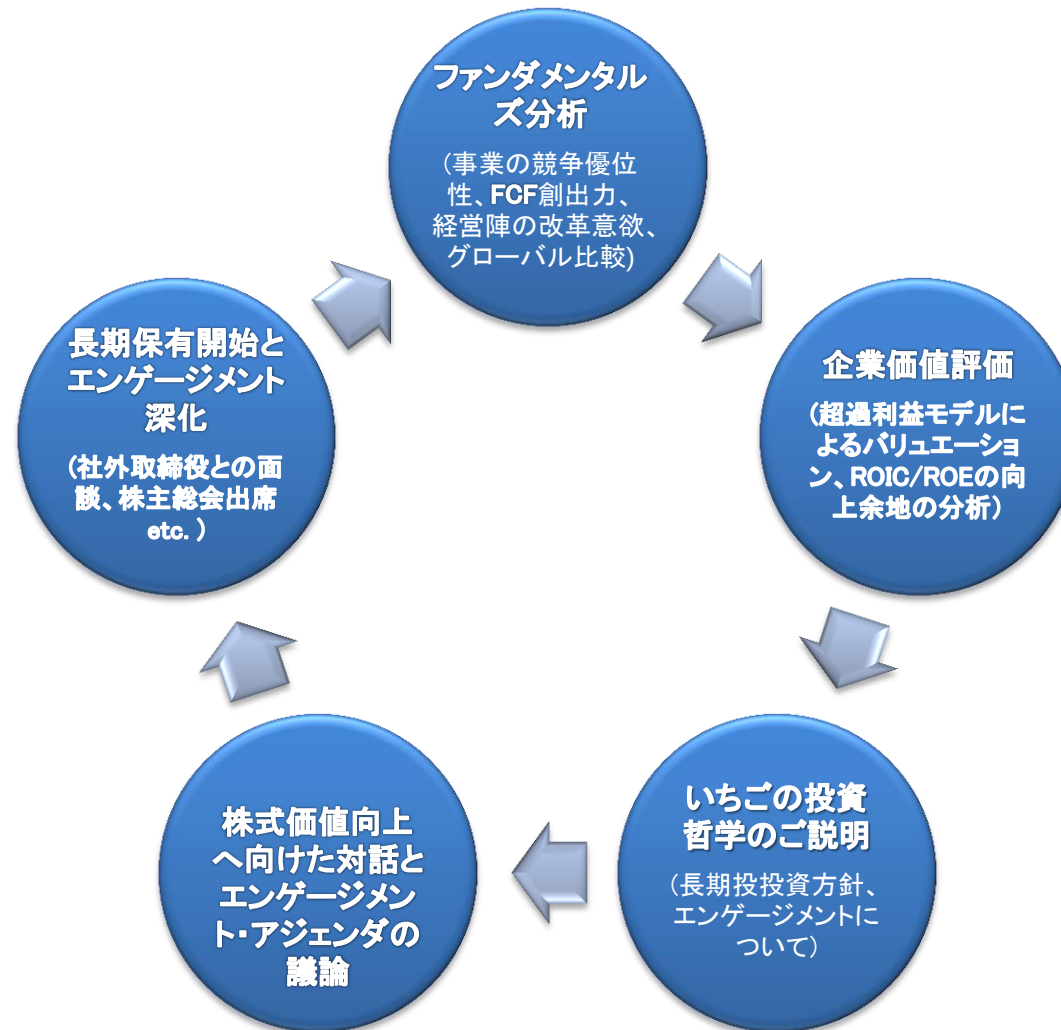
IR評価(総合)とPBRの関係



3. いちごアセットマネジメントのエンゲージメントプロセスと事例

弊社のエンゲージメント投資のプロセス

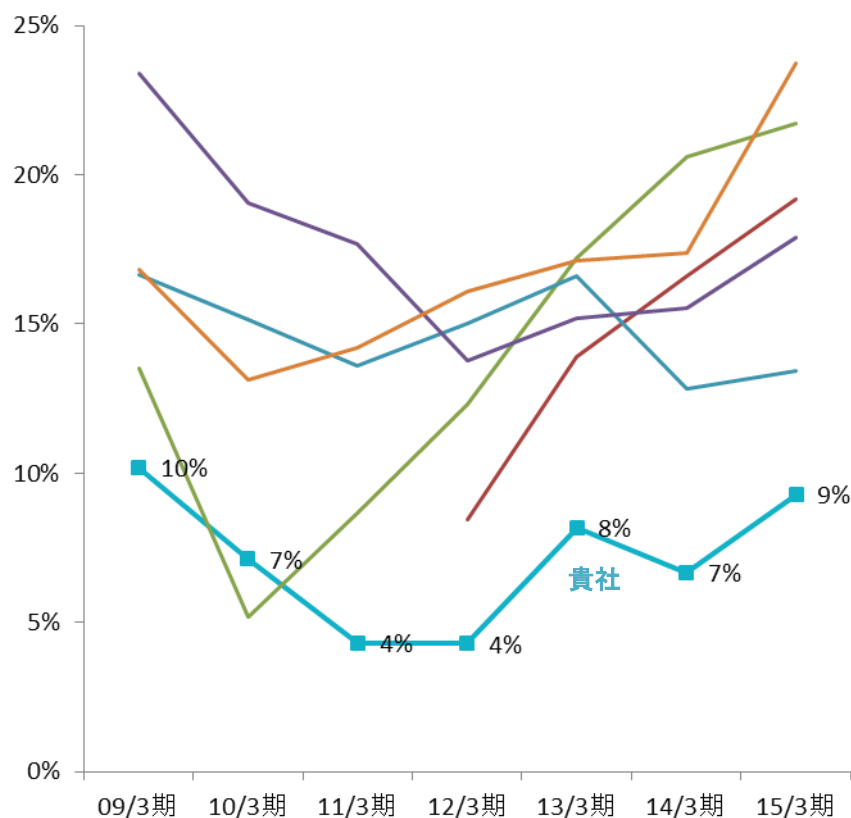
中長期的な企業価値向上のための「エンゲージメント・アジェンダ」を上場企業の皆さまと「共感」できることが、長期保有の大前提になります



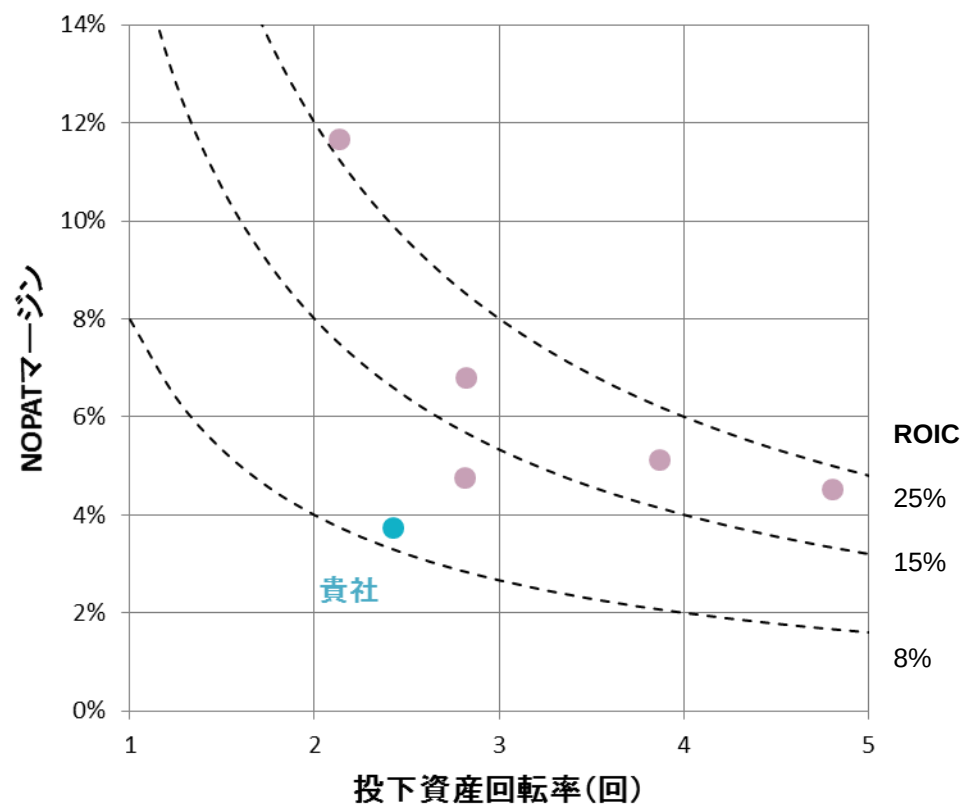
エンゲージメントで用いたスライドの例(1)

同業他社とのROIC水準を時系列で比較して投下資産回転率とNOPATマージンに分解、
マージン・回転率をそれぞれ更に深掘り分析してROICの向上ポテンシャルを議論

同業他社とのROIC比較



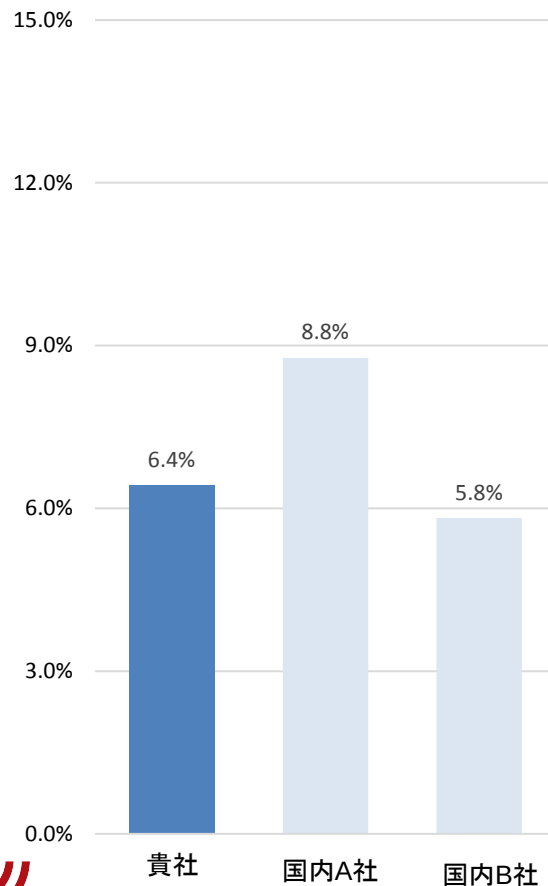
投下資産回転率、NOPATマージンの比較



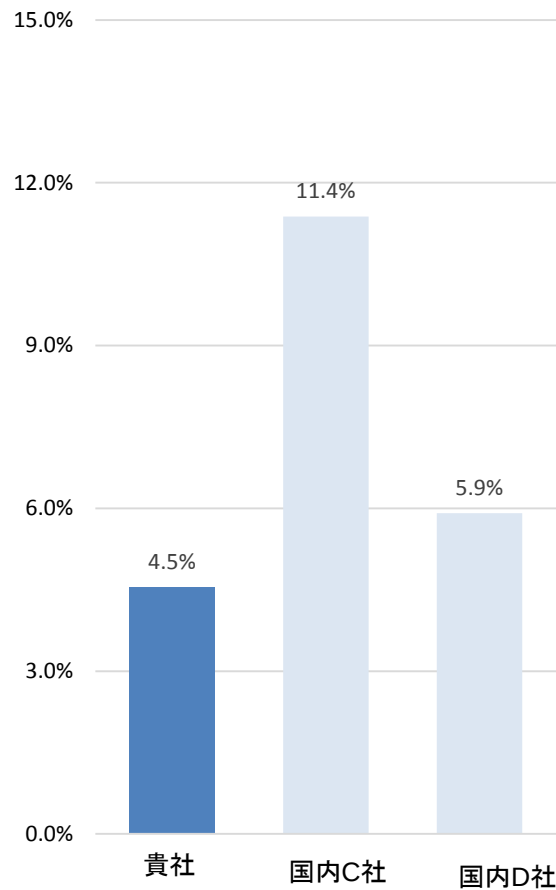
エンゲージメントで用いたスライドの例(2)

セグメント別ROICを国内外の同業他社と比較分析、それぞれの違いの背景を深掘りするとともに、将来の事業方針とポートフォリオ戦略についてディスカッション

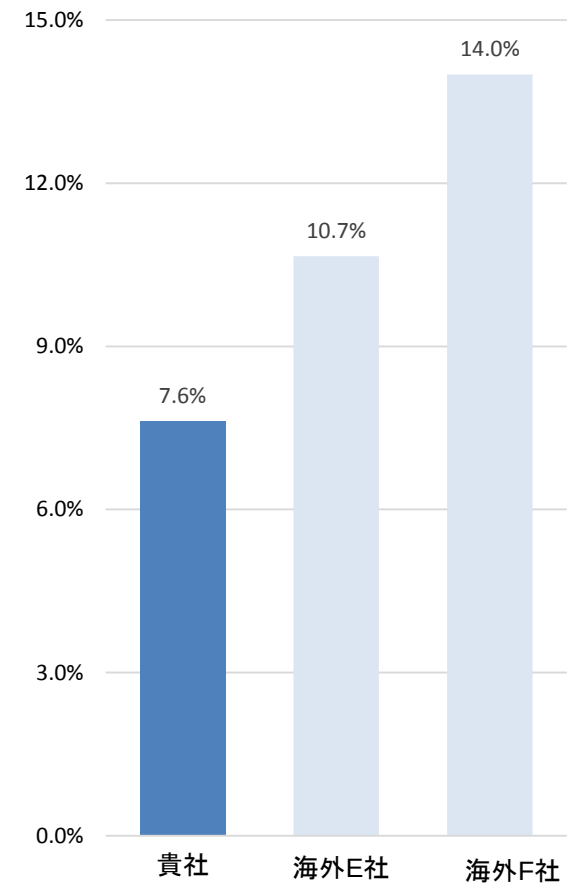
α事業(FY16/3)



β事業(FY16/3)



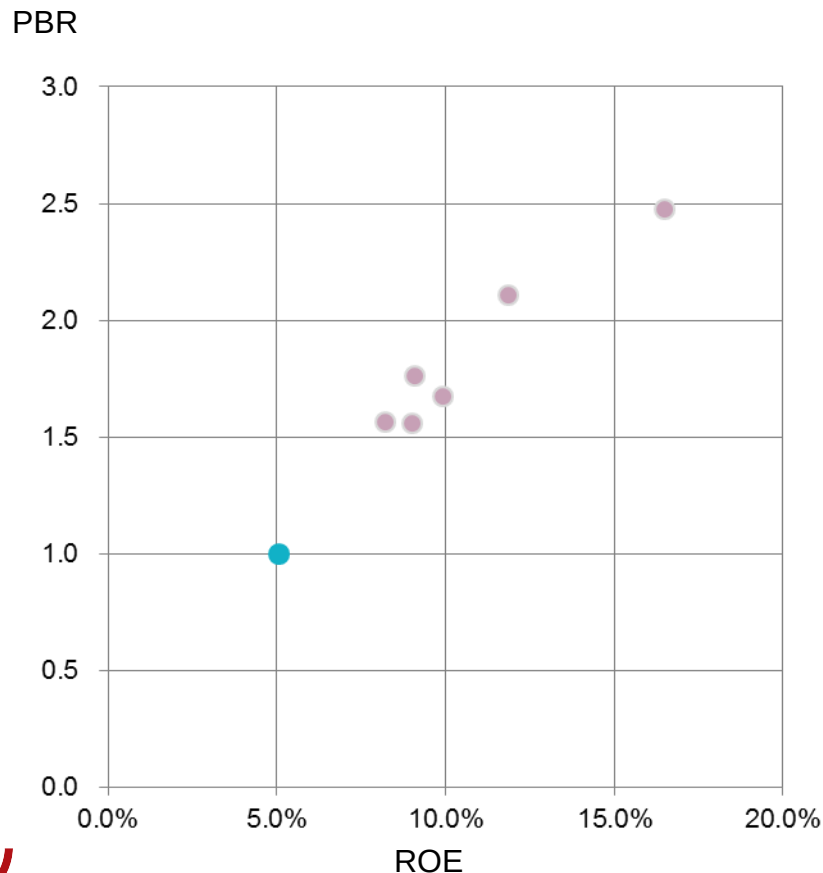
γ事業(FY16/3)



エンゲージメントで用いたスライドの例(3)

ROEを本業のROICと純金融資産のリターンに分解し、余剰金融資産がROEを押し下げている点を明示、併せてROEの改善によるPBRの上昇の可能性についても議論

業界他社と比較したROEとPBRの相関性



ROE要素分解(1X/3期)

純利益 : 7,900

純資産 : 156,00

ROE : 5.1%

本業の投下資本

NOPAT : 9,200

投下資本 : 139,000

ROIC : 6.6%

純金融資産

受取利息 : 500

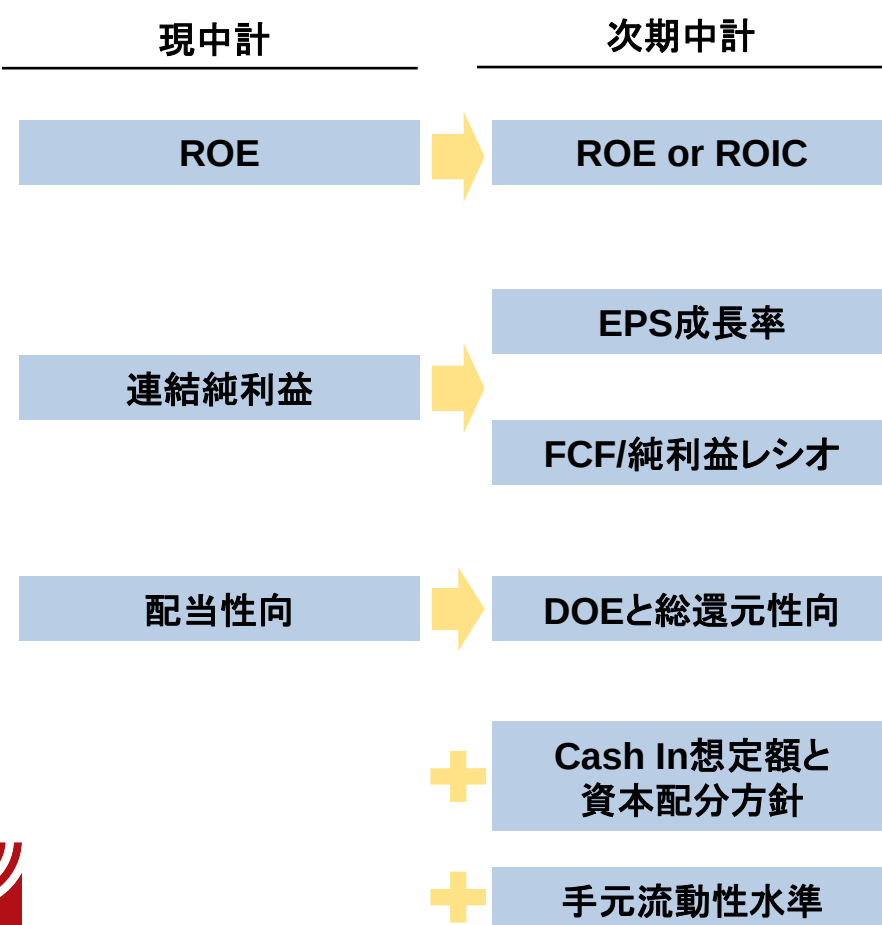
純金融資産 : 24,000

税引後利回り : 1.0%

エンゲージメントで用いたスライドの事例(4)

中期経営計画は社内外に事業戦略や資本配分の方針を表明する好機、KPIに投資家目線を加えることで株主との対話の活性化、割安なバリュエーションの解消の可能性を議論

投資家目線を意識したKPIの例

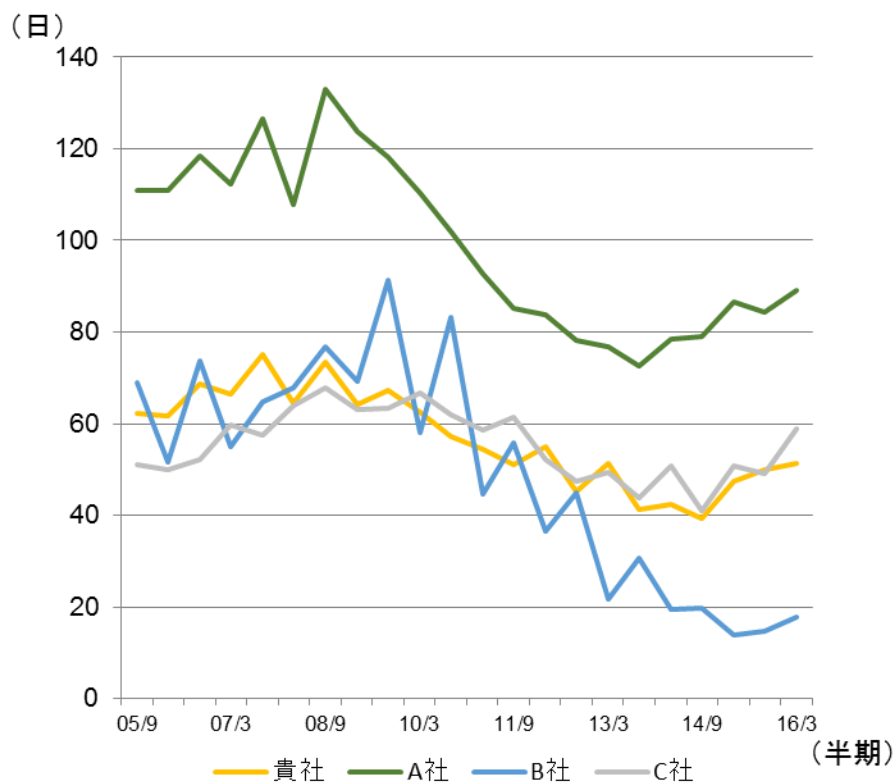


- 投資家は、純利益よりも株主価値に直結するEPSを重視します。EPSには発行済株式数の増減も反映されます
- FCF/純利益レシオはFCF(営業CFーネット投資CF)に対する純利益で、多くのグローバル企業がKPIとして掲げています。投資家は会計上の利益よりも、営業CFの創出力を重視します。ネット投資CFは投資先の厳選に加えて、低採算資産の売却や投資回収のスピードが重要となります
- FCF/純利益レシオの高さは、利益のクオリティの証明であり、投資家による経営への安心感、ひいてはPERの向上につながります
- 次期中計期間におけるCash In想定額(営業CF+資産売却額)とその資本配分方針(設備投資、M&A、株主還元など)を示していただくと、中長期の財務戦略について投資家の理解度が格段に深まります
- 株主還元方針は、DOEに恒常的な自社株買いを加味した総還元性向が望ましいと考えます。自社株買いは経営者の市場への強力なメッセージであり、長期的なEPSとROEの向上に寄与します

エンゲージメントで用いたスライドの例(5)

同業他社とのCash Conversion Cycleを時系列で比較するとともに、差異が生じた構成要素を分析、取引条件の改善や棚卸資産圧縮による資金負担軽減・現金回収速度向上の可能性を議論

同業他社とのCash Conversion Cycle (CCC)比較



CCCの構成要素による要因分析

貴社	売上債権 回転日数	棚卸資産 回転日数	買入債務 回転日数	CCC
10/3下半期	99	45	81	63
13/3下半期	106	21	77	51
16/3下半期	111	20	79	51

B社	売上債権 回転日数	棚卸資産 回転日数	買入債務 回転日数	CCC
10/3下半期	96	45	83	58
13/3下半期	108	14	100	22
16/3下半期	100	12	95	18

4. 長期投資家の心に響く開示・対話とは

企業と投資家の認識ギャップ(1)－株式価値向上へ向けた経営指標

投資家が重視しているROIC、総還元性向、資本コストを中計で公表する企業は少なく、
企業は伝統的に利益額とその伸び率を意識

(複数回答可)	企業が中計で 公表している経営指標		投資家が 重視している経営指標
ROE	49.1%	<<	82.8%
ROA	15.0%	<<	30.2%
売上高利益率	40.3%	>>	28.4%
売上高・売上高の伸び率	44.2%	>>>	16.4%
利益額・利益の伸び率	47.5%	>	33.6%
市場占有率 (シェア)	3.3%		6.9%
経済付加価値 (EVA)	0.2%	<<<<	11.2%
ROIC (投下資本利益率)	3.8%	<<<<	44.8%
FCF (Free Cash Flow)	7.9%	<<<	30.2%
配当性向 (配当 / 当期利益)	27.7%		42.2%
株主資本配当率 (DOE=ROE × 配当性向)	2.8%	<<<	13.8%
配当総額または1株当たりの配当額	6.4%		4.3%
総還元性向 ((配当 + 自己株式取得) / 当期利益)	7.7%	<<<<	44.8%
配当利回り	0.3%	<<<	6.0%
自己資本比率	18.2%	>>	11.2%
DEレシオ	13.1%	>>	9.5%
資本コスト(WACC等)	0.5%	<<<<	32.8%
その他	21.5%	<	0.9%

企業によるその他はEPS、EBITDA、営業キャッシュフロー、海外売上高比率、信用格付け、有利子負債比率など

出所: 平成29年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」

企業と投資家の認識ギャップ(2)－資本効率向上への取り組み

投資家は事業の選択と集中による資本効率向上に強く期待、
企業は事業規模・シェアの拡大とコスト削減を志向

(複数回答可)	資本効率向上に向けて重視する取り組み		
	企 業		投資家
事業規模・シェアの拡大	44.2%	>>>>	5.2%
製品・サービス競争力強化	53.5%		41.4%
コスト削減の推進	50.3%	>>>>	3.4%
採算を重視した投資	35.1%		42.2%
事業の選択と集中 (経営ビジョンに即した事業ポートフォリオの見直し・組換え)	36.5%	<<	73.3%
収益・効率性指標を管理指標として展開 (全社レベルでの浸透)	29.6%	<<	50.9%
借入や株主還元を通じた財務レバレッジの引き上げ	6.7%	<	17.2%
特段なし	1.4%		0.0%
その他	1.2%		2.6%
無回答	2.2%		6.9%

企業によるその他は棚卸資産のコントロールなど

投資家のその他はキャピタルアロケーションの適正化、最適資本構成の追求など

企業と投資家の認識ギャップ(3)ーガバナンス向上への取り組み

投資家は独立社外役員の更なる拡充と経営計画・経営戦略の強化を期待、
企業は全体的にコーポレート・ガバナンス向上へ向けた取り組みは一段落したとの認識

(複数回答可)	今後強化するコーポレート・ガバナンスの取り組み	
	企業の意向	投資家の期待
機関設計	9.5%	7.8%
取締役会の人数・構成	16.4%	12.9%
独立した社外役員	19.1%	<<< 44.8%
経営幹部の指名手続き	16.5%	< 23.3%
役員報酬決定体系	22.4%	18.1%
投資家との対話方針	22.0%	< 29.3%
経営計画・経営戦略	39.8%	<< 50.0%
情報開示	24.4%	< 32.8%
取締役会の実効性の評価	36.1%	41.4%
株主総会運営	7.6%	2.6%
特段なし	6.9%	> 0.0%
その他	3.6%	0.9%
無回答	2.2%	1.7%

企業によるその他は取締役会議論の活性化、経営トップのサクセッションプラン、社外役員の確保、子会社のガバナンス、CSR

投資家のその他は政策保有株式の削減など

出所: 平成29年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」

企業の思い vs 市場の目

企業と投資家の事業に対する思考の流れは「真逆」、双方の思考回路の違いを理解することで伝わりやすい開示につながり、対話の中身も噛み合いやすくなります

企業の思い

- ・「ある事業」が「新しい・やりたい」と感じて起業する
- ・常に自社は「絶対」的である(Only One)

市場の目

- ・「どの事業」が投資すると儲かりそうかで見比べる
- ・常に「相対」比較で企業を見る(One of Them)

企業経営者の思考の流れ

“これ”がやりたい！
自分なら出来る

「事業にとって
唯一無二の存在」

「経営者は資本
の受託者」

その違いをうまく使える
手腕があるのか

“これ”は自社だけが
持つ優位性

「ウチだけ」

「他もやっている」

その中でこの会社は
何が他と違うのか

だから競合は
いないはず

「A社やB社とは全然
違う(狭く捉える)」

「A社やB社も競合
(広く捉える)」

そこにニーズがあれば
競合は必ずいる

業界に新しい価値を
与えられるはず

「自分がこういう動きを
するから業界が変わる」

「業界の変化にどう
対応しているのか」

業界変化によりどんな
価値が求められるのか

定性分析

マーケット
ポジション

競合状況

業界分析

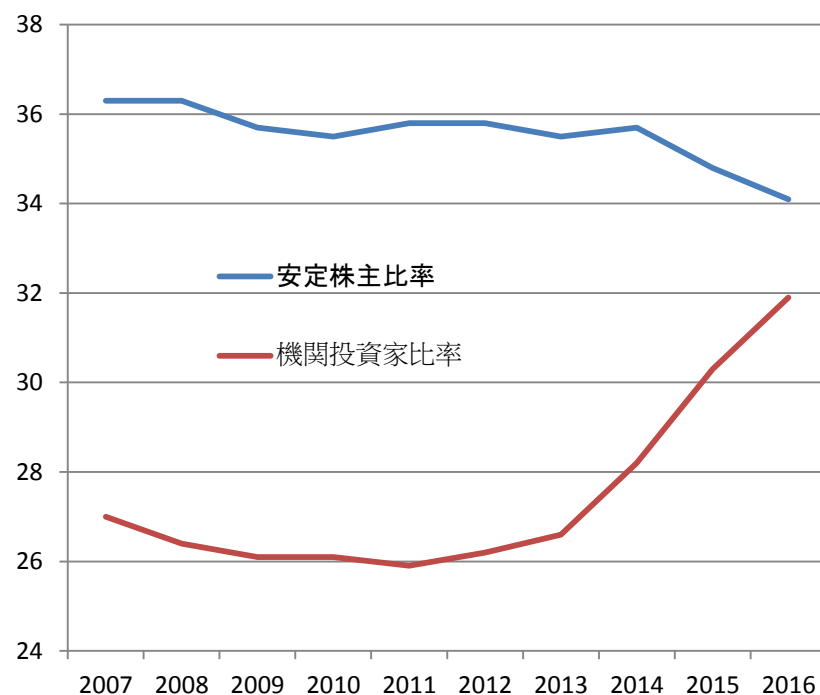
企業価値創造プロセスの「見える化」の例

投資家の関心	開示・対話に求められるポイント
競争優位性の源泉	主要製品の地域別・セグメント別市場シェア、技術力と製品開発ロードマップ、規制やサプライソースによる参入障壁、顧客囲い込み度、規模の経済などに基づくコスト競争力・資産効率の差、ビジネスモデルやオペレーションの模倣困難性とその理由
ROICの中長期方向性	ROICツリーなどによるバリュードライバーの分析、セグメント別ROICの開示(実績と目標)、事業ポートフォリオ戦略の考え方
M&Aやスピンオフによる企業価値の変化	買収(売却)価格の妥当性、シナジー効果に対する合理的根拠、資金調達の方法、過去M&Aからの学習効果と今後のPost Merger Integrationの成功の可能性
コーポレートガバナンス体制	CEOの選解任プロセスおよび取締役候補選定の透明性・客観性、社外取締役の資質と取締役会での活動、中長期的企業価値と連動する取締役報酬の設計
経営者のリーダーシップと企業風土	経営者の誠実さ・公正さと実行力を物語るエピソード、価値観の社内での共有度や風通しの良さなどを測る事例
資本政策と財務戦略	財務健全性とWACC抑制の両立のための最適資本構成の考え方、信用格付けの目標、リスクバッファとしての適正な余剰現金の目途、株主資本コストやエクイティ・スプレッド
株主還元方針	横並びの単純な配当性向では不十分、個社の主体的判断と中長期的株主価値向上への配慮が重要、中長期FCF額予想に加えて自社の成長ステージや将来のROE目標を基準とした合理的な説明

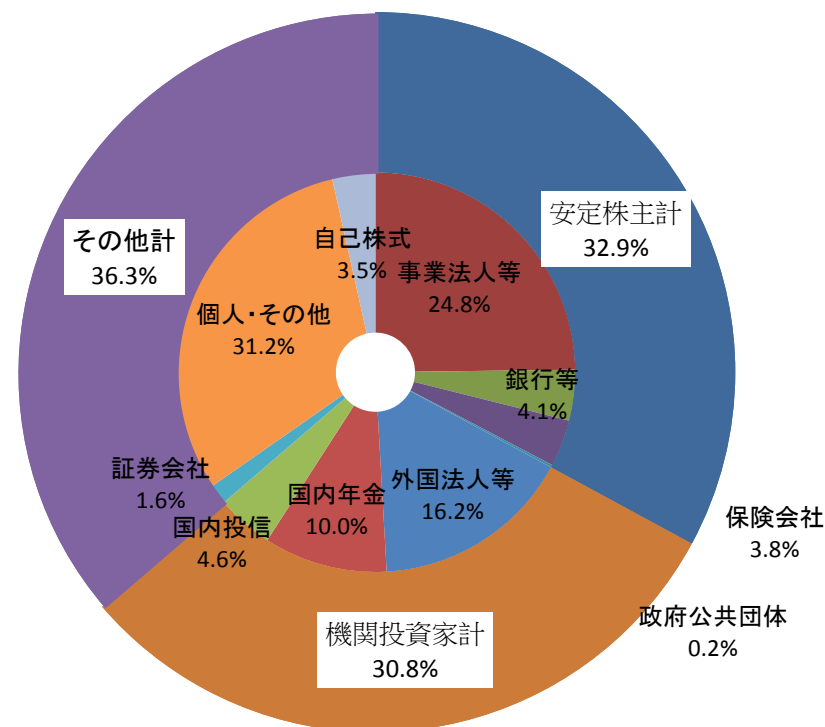
政策保有株式と安定株主

議決権ベースで3分の1、行使率を加味すれば過半を保有する安定株主はコーポレートガバナンスの実効性発揮の上で最大の障害と国内外の機関投資家の多くが考えています

東証1部上場会社の安定株主・機関投資家率比率



東証1部上場会社の株主構成(2016年3月時点)



取締役会、監査役会の公正・透明性およびメンバーについて

マイクロソフトの株主招集通知における取締役会のダイバーシティ、メンバースキル、独立性開示の例

Experience



Progressive shareholder rights

- Directors are **elected by majority vote** in uncontested elections
- All directors are **elected annually**
- Our bylaws provide for **proxy access by shareholders**
- **15% of outstanding shares can call a special meeting**
- We have a **confidential voting policy**

Independent Board and Board committees

- **Independent Chairman of the Board**; Chairman and CEO positions separate since 2000
- **12 of 14 director nominees are independent**
- We are committed to Board refreshment. To balance between directors with deep knowledge of the Company and those with a fresh perspective, **the Board will seek to maintain an average tenure of ten years or less for its independent directors as a group.**
- **All committee members are independent**
- **Independent directors meet in executive session** at least quarterly
- **Regular committee executive sessions of independent directors** – At each regularly scheduled meeting, the Audit Committee, Compensation Committee, and Regulatory and Public Policy Committee meet in executive session. Additional sessions of all Board committees are held as needed.
- We conduct **annual board and committee evaluations**
- We have **robust director orientation and continuing education** programs for directors
- All Audit Committee members are **financially literate** and four are audit committee **financial experts**
- Our Compensation Committee uses an **independent compensation consultant**

Active shareholder engagement

During fiscal year 2017, independent members of our Board and members of senior management conducted outreach to a cross-section of **shareholders owning almost 45%** of our shares.

国内で社外も含む取締役スキルセットを開示しているのは2社のみ¹

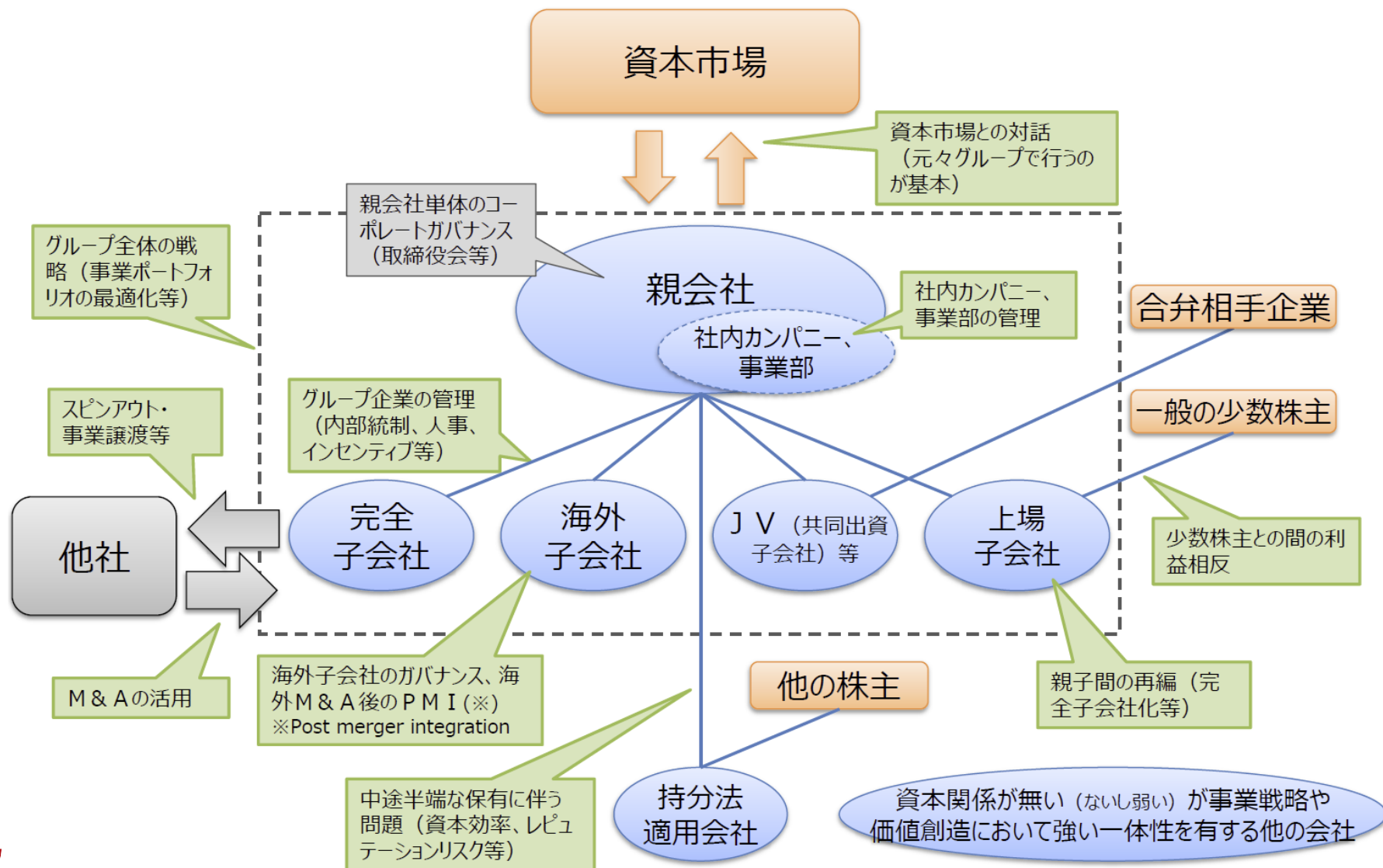
イビデン株式会社： 第165回定時株主総会招集ご通知

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 育彦				●	●	●				●
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ichi 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	●							●	●	●

武蔵精密工業株式会社： 第91回定時株主総会招集ご通知

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）	●			●			●
嵯原 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				●	●	

グループ&グローバルガバナンス体制について



中長期的な株主価値向上につながる資本政策について

合理的かつ適正な総還元性向((配当性+自社株買い)／当期利益)を、
自社の中長期的な利益成長力とROE目標に基づいて算出することが可能です

サステイナブル成長率		ROE						
		5%	8%	10%	12%	14%	16%	20%
総還元性向	0%	5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	20.0%
	10%	4.5%	7.2%	9.0%	10.8%	12.6%	14.4%	18.0%
	20%	4.0%	6.4%	8.0%	9.6%	11.2%	12.8%	16.0%
	30%	3.5%	5.6%	7.0%	8.4%	9.8%	11.2%	14.0%
	40%	3.0%	4.8%	6.0%	7.2%	8.4%	9.6%	12.0%
	50%	2.5%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%
	60%	2.0%	3.2%	4.0%	4.8%	5.6%	6.4%	8.0%
	80%	1.0%	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	3.2%	4.0%
	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

総還元性向		ROE						
		5%	8%	10%	12%	14%	16%	20%
成長率	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	1%	80%	88%	90%	92%	93%	94%	95%
	2%	60%	75%	80%	83%	86%	88%	90%
	3%	40%	63%	70%	75%	79%	81%	85%
	4%	20%	50%	60%	67%	71%	75%	80%
	5%	0%	38%	50%	58%	64%	69%	75%
	6%	-20%	25%	40%	50%	57%	63%	70%
	8%	-60%	0%	20%	33%	43%	50%	60%
	10%	-100%	-25%	0%	17%	29%	38%	50%

$$\text{サステイナブル成長率} = \text{ROE} \times (1 - \text{総還元性向})$$

$$\text{総還元性向} = 1 - (\text{成長率} / \text{ROE})$$

KAMの導入による監査報告書の透明化へ期待

KAM(Key Audit Matters)導入へ向けた日本公認会計士協会の試行結果とKAMに選定された領域別分布

領域	個数
資産(のれん以外の固定資産)の減損	18
企業結合に関する会計処理、のれんの計上及び評価	17
引当金・資産除去債務・偶発債務	14
収益認識(工事進行基準、変動対価の見積り、期間帰属、過大計上リスク)	9
資産の評価(公正価値測定を含む)	8
税金計算(繰延税金資産の回収可能性を含む)	4
専門的で複雑な計算を伴う準備金(会計上の見積り)	3
連結範囲	1
財務報告に関連するIT情報システム	1

※1個のKAMに「資産(のれん以外の固定資産)の減損」と「企業結合に関する会計処理、のれんの計上及び評価」の内容を併せて記載しているものが6件、「企業結合に関する会計処理、のれんの計上及び評価」と「資産の評価(公正価値測定を含む)」の内容を併せて記載しているものが1件あるため、KAMの総数より7個多い。

Copyright © by JICPA. All rights reserved.

開示例①日産化学工業の事業領域とビジネスモデル

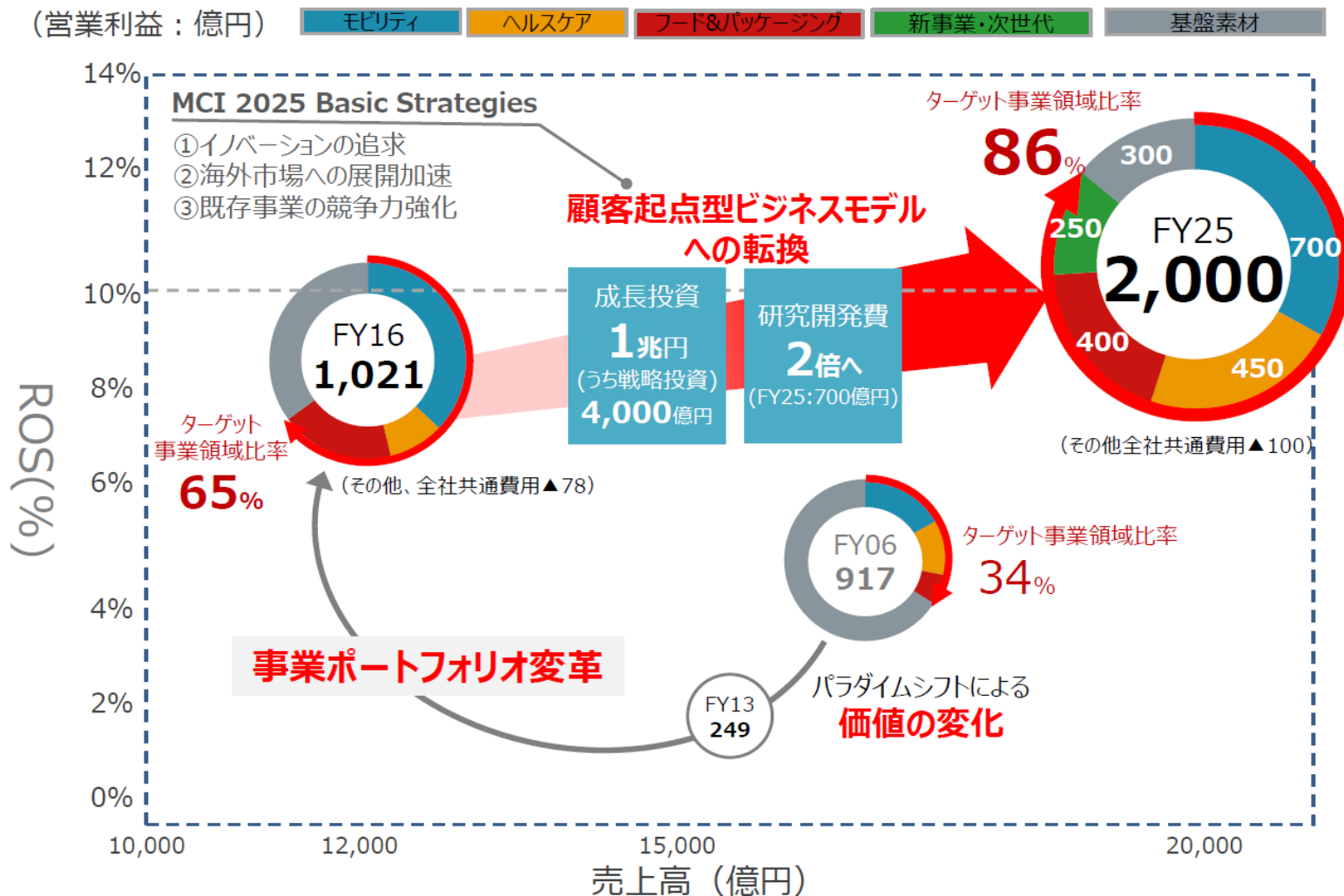
社会的課題の解決へ向けてコア技術の強みが発揮できる事業領域を設定、積極的なR&D活動を通じた高付加価値製品の開発・提供により、高収益体質と持続的な価値創造を実現

独自の革新的な技術で社会の要請に応える未来創造企業



開示例②三井化学の事業ポートフォリオ変革

大型市況製品の構造改革断行により事業ポートフォリオを再構築、
ターゲット事業領域を絞り込むとともに積極投資で成長ステージへの移行を表明



開示例③三井物産の資本政策と財務戦略

360° business innovation.

重点施策 ③キャッシュ・フロー経営の深化と財務基盤強化

Cash Flow Allocation見通し（2018年3月期～2020年3月期累計）

- 下限配当控除後のFCFは、3年間累計で2,000～4,000億円を見込み、
経営判断により、追加株主還元、有利子負債の返済、追加投資に配分

		3年間累計 (2018年3月期～2020年3月期)
Cash-In	基礎営業CF…①	17,000億円
	資産リサイクル…②	7,000億円
Cash-Out	投資…③	▲17,000～▲19,000億円
	下限配当…④	▲3,000億円
下限配当控除後のFree Cash Flow…①+②+③+④		2,000～4,000億円

配分

追加株主還元

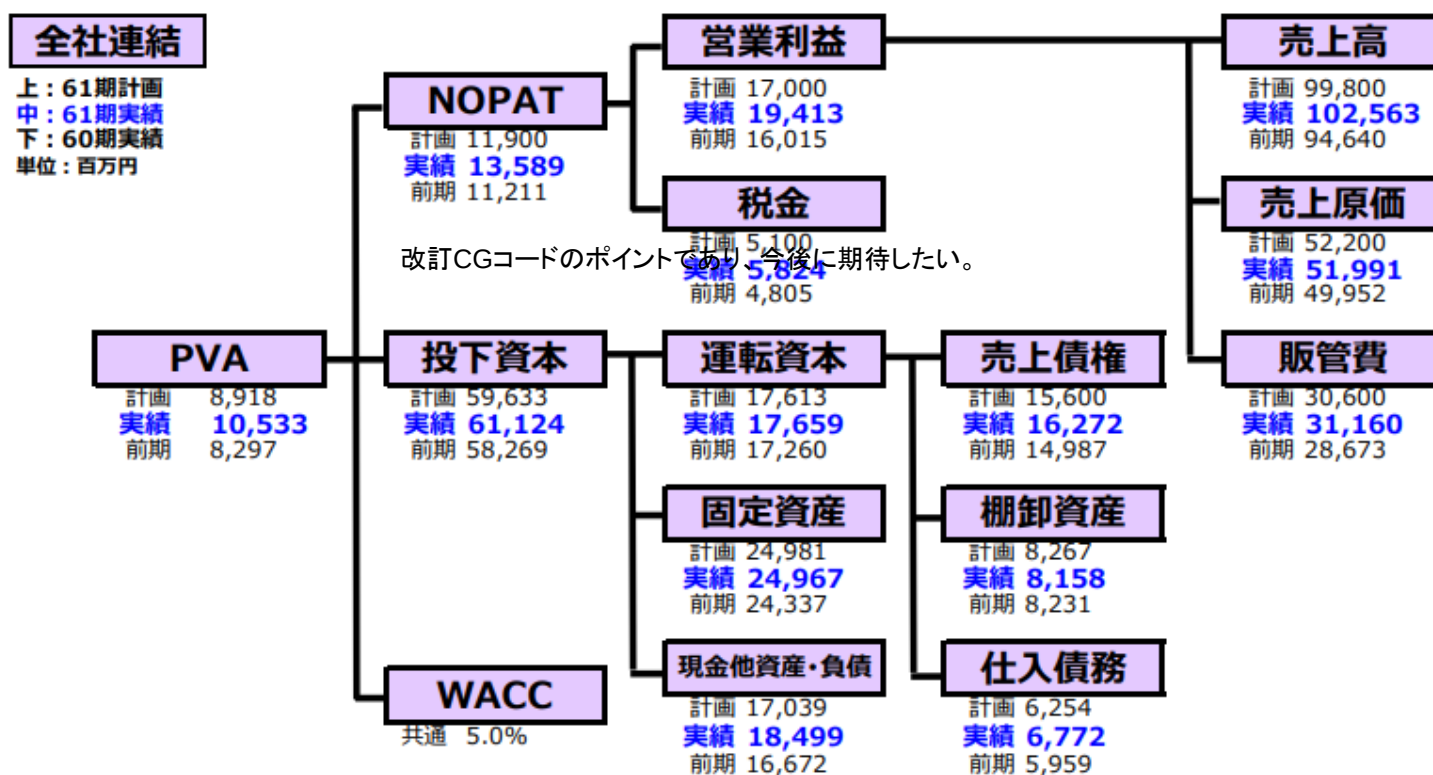
有利子負債の返済

追加投資

開示例④ピジョンのPVAとROICツリー

PVA(ピジョン版EVA)、ROIC、ROE、CCCをKPIとして全社的な企業価値創造を実現、事業部門ごとにPVAツリーを管理するとともに、計画値・実績値を公表して投資家との対話にも活用

企業価値の向上に向けて：PVAツリー 18/1期 全社連結



※17/1期より、PVA算出時B/S項目の各数値は期首・期末平均を使用しております。

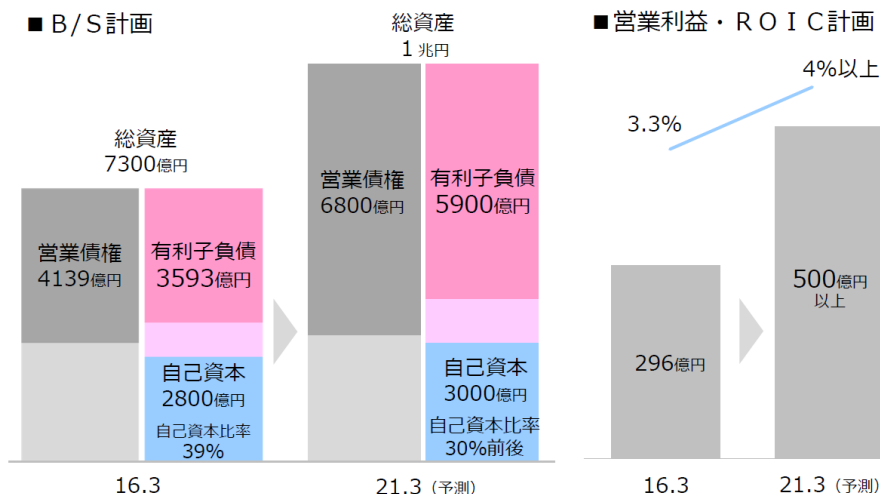
© All rights reserved by PIGEON Corporation

開示例⑤丸井のROICとWACC中長期目標とバランスシート管理

連結B/S、ROIC計画



- ・最適資本構成として有利子負債は営業債権の9割、自己資本比率は30%
- ・小売の構造転換とフィンテックの拡大でROICは4%以上へ

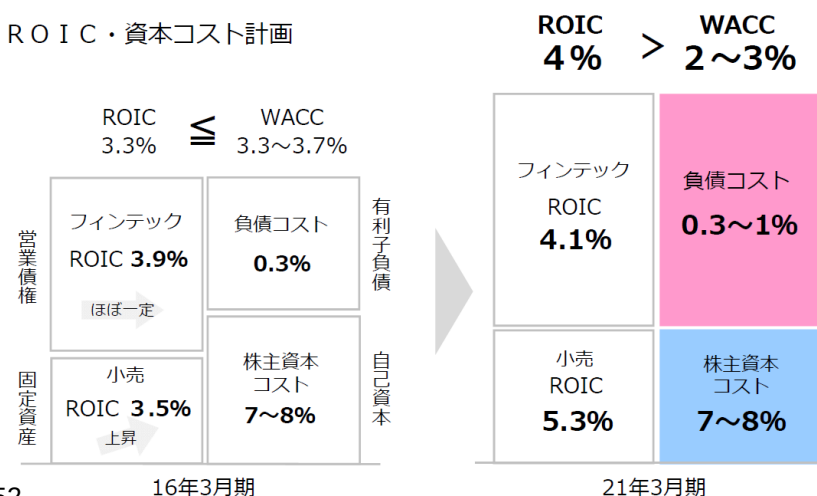


最適資本構成の実現：ROIC・WACC計画



- ・フィンテックはコストの低い負債で調達、小売は株主資本を利用
- ・EVAスプレッドは17年3月期にプラスに転じ、以降超過利益は拡大

■ ROIC・資本コスト計画



開示例⑥ニチレイの投資ルール明確化とROIの向上

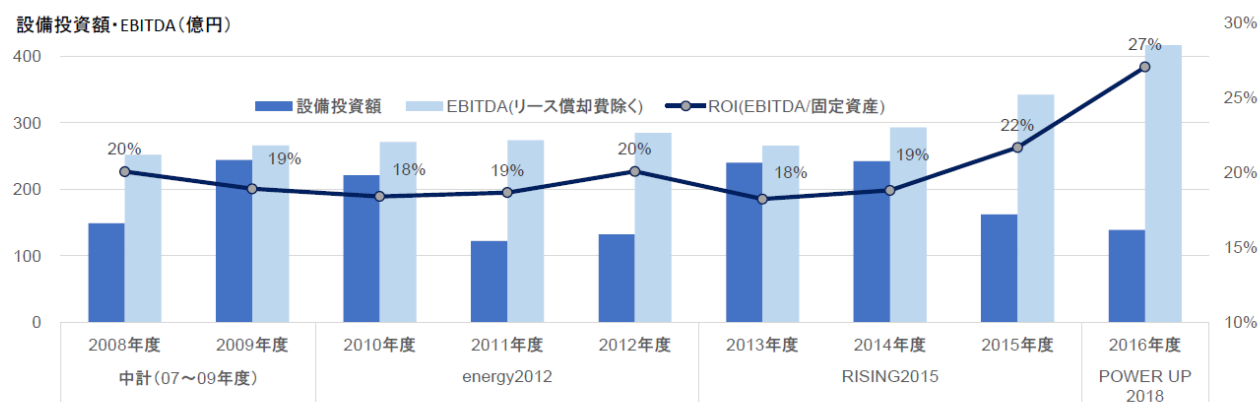
グループ全体の投資計画の効果発揮、戦略見直しや撤退基準の判断にするために、進捗状況と責任の見える化を実施、ルール導入5年後以降のROI(EBITDA/固定資産)が大幅に向上

4. (2) 投資のPDCAサイクルの確立



【導入の経緯・内容】

- 2009年度以降、加工食品と低温物流を中心に積極的に戦略投資を実施したが、計画通りに進捗しない投資が多く、利益成長の阻害要因に
- グループ全体の投資計画の実現性を高めること、戦略の見直しや撤退の判断に資すること、を目的に2015年度に共通ルールを導入（投資のPDCAサイクル）



© Nichirei Corporation. All rights reserved.

24

開示例⑦日本精工のESG

中期経営計画においてESGの重要性と方針を盛り込む、SRIインデックスの組み入れも意識、「NSKレポート2016」は統合報告書優秀企業賞を受賞

第5次中期経営計画

ESG



企業価値向上のための非財務面の取り組み

E:環境

●本業を通じた環境貢献

- ・環境貢献型製品の投入
(～2015 累計211件)
- ・生産技術革新による貢献



S:社会

●ダイバーシティと人材育成

- ・女性採用拡大、グローバル人材充実
- ・教育の充実(技術、幹部候補、グローバル等)
- 社会貢献活動
- ・グローバル強化期間の設定

G:ガバナンス

●ガバナンス体制の強化

- ・2000年代初期より監督と執行の分離を指向
- ・委員会等設置会社 (FY04～)
- ・社外取締役構成 4名 1/3 (FY04～)
- ・指名委員会等設置会社 (FY15～)

●CGコードの精神を尊重

SRIインデックス

●6つのSRIインデックスに組入



・組入維持のためのレベルアップ施策継続

*2016年度より統合報告書に移行

21

5. 最後に

最後に ― 投資家として財務リーダーに期待すること

■ 資本生産性向上のための社内リーダーシップの発揮

- 全社ポートフォリオ最適化のためのキャピタルアロケーションの立案
- 事業部門への積極的な関与(投資の意思決定とモニタリング、Cash Conversion Cycleの短縮化など)
- ROIC(またはROE)の因数分解による構成要素の現場KPIへの落とし込み
- 全社的ファイナンシャル・リテラシーの向上

■ コーポレートガバナンス方針の設計およびその推進

- 客観性・透明性が高く、中長期の企業価値と連動した役員報酬制度の制定
- 独立社外取締役への積極的な情報提供とコミュニケーション
- 社長／上司に率直な意見が出来る風通しの良い企業風土の醸成
- CEO、CFO、取締役などから引退後は、他社の独立社外取締役として、指名・報酬・監査などの各委員、同委員長や取締役会議長などに就任