

# 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス -ESG・非財務情報と無形資産投資- (価値協創ガイダンス)

平成30年2月3日  
持続的な価値創造に向けた長期投資研究会  
委員 松島憲之

# 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

- ESG・非財務情報と無形資産投資 -

(価値協創ガイダンス)

## 【日本再興戦略】

本ガイダンスは、経済産業省に設置された「**持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会**」における検討に基づいて策定された。

同研究会は、政府の成長戦略「**日本再興戦略2016**」において、コーポレートガバナンス改革の一環として、持続的な企業価値向上と中長期投資を促進する方策を検討するための場として設置された。

## (参考) 成長戦略と「価値協創ガイダンス」の関係

### 日本再興戦略2016

ESG(環境、社会、ガバナンス)投資の促進といった視点にとどまらず、持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資の在り方やそれを評価する方法について、長期的な経営戦略に基づき人的資本、知的資本、製造資本等への投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや経営者の投資判断と投資家の評価の在り方、情報提供の在り方について検討を進め、投資の最適化等を促す政策対応について年度内に結論を出す



上記の検討のため、2016年8月、経済産業省(※)において「**持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会**」を設置

※オブザーバーとして金融庁等が参加



### 未来投資戦略2017

「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス - ESG・非財務情報と無形資産投資 -」(価値協創ガイダンス)(平成29年5月29日経済産業省策定)を踏まえた企業の情報提供・報告のベストプラクティスの分析及びそれを推進する場の設置、機関投資家による運用機関に対するガイダンスの活用促進、非財務情報へのアクセス向上を目的とした関係者による取組を行う。また、企業と投資家の対話の場となる「環境情報開示基盤」の実証を行う。これらの取組等を通じ、ESG(環境、社会、ガバナンス)要素も念頭に置いた中長期的な企業価値向上に資する開示を含む情報提供や対話、投資手法の普及・発展を図る。

## (参考) 持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会

「日本再興戦略2016」に基づき、持続的な企業価値の向上、中長期的投資の促進のための方策として、人材、知的資本等への投資を最適化する経営者の判断とガバナンスのあり方、投資家の投資判断のあり方、情報提供のあり方について検証し、投資の最適化等を促す政策対応を検討。

**2016年8月24日に第1回を開催し、月1回の頻度で開催。2017年5月25日に第9回が終了。**

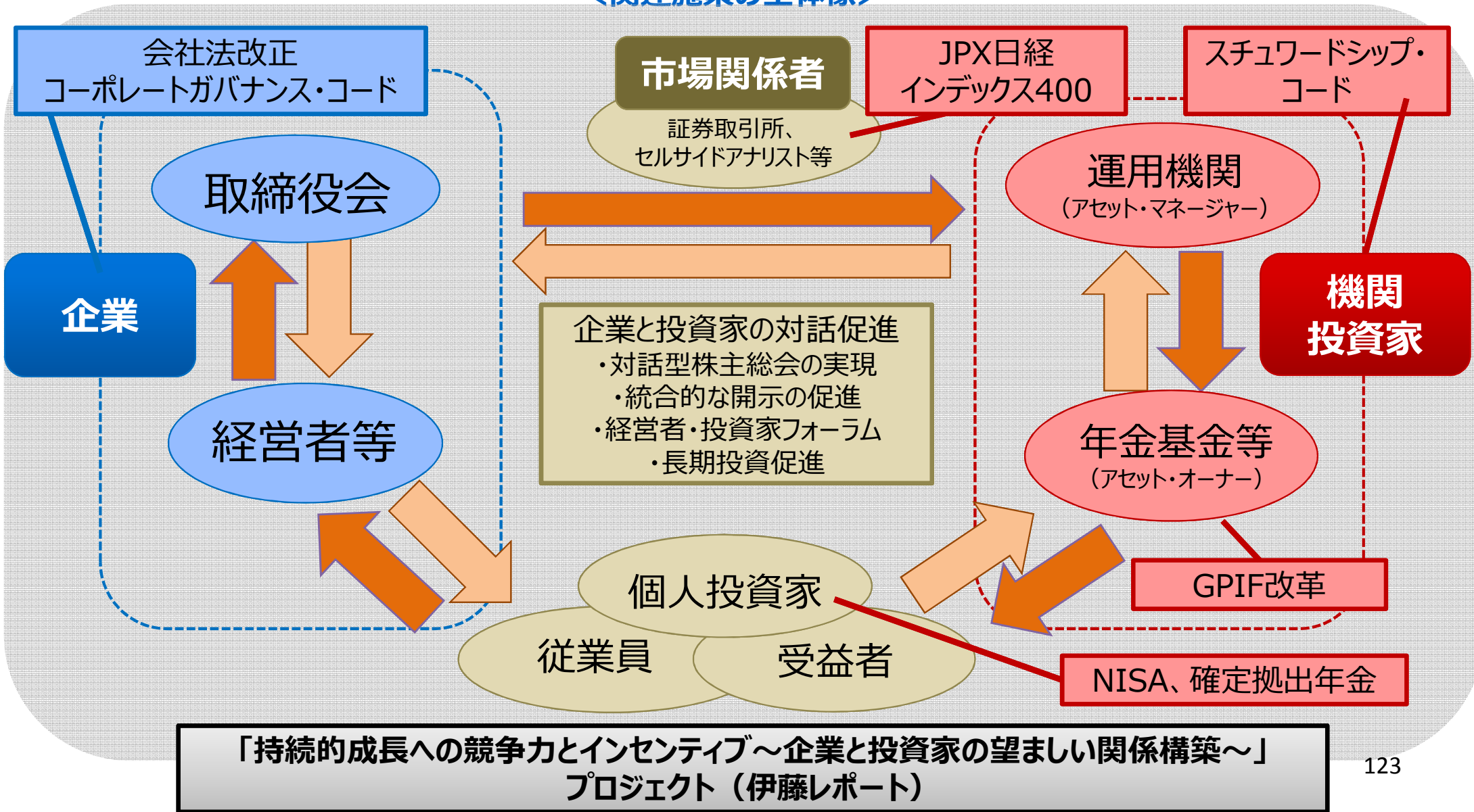
伊藤 邦雄	一橋大学大学院商学研究科 特任教授 ※座長	小林 いずみ	I I R C 理事
有馬 利男	富士ゼロックス株式会社 イグゼクティブ・アドバイザー、 国連グローバル・コンパクト ボードメンバー	三瓶 裕喜	フィデリティ投信株式会社 ヘッド オブ エンゲージメント
安藤 聡	オムロン株式会社 取締役室 社長付	首藤 恵	早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授
井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 株式運用部担 当部長、チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー	高橋 充	株式会社SUBARU 取締役 専務執行役員
市川 祐子	楽天株式会社 I R 部長	竹ヶ原 啓介	株式会社日本政策投資銀行 産業調査部長
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者	濱口 大輔	企業年金連合会 運用執行理事 チーフ インベストメント オフィサー
翁 百合	株式会社日本総合研究所 副理事長	廣田 康人	三菱商事株式会社 代表取締役 常務執行役員
奥野 一成	農林中金バリュー・インベストメンツ株式会社 常務取締役 (C I O)	松島 憲之	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 チーフリサーチアドバイザー
小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社 代表取締役	水野 弘道	年金積立金管理運用独立行政法人 理事兼C I O
菊田 徹也	第一生命保険株式会社 常務執行役員 投資本 部長	宮川 努	学習院大学 経済学部長
久保 雅晴	三井化学株式会社 代表取締役副社長執行役員	<オブザーバー> 金融庁、環境省、日本取引所グループ、日本経済団体連合会	

(2017年5月時点、敬称略・五十音順)

# (参考) インベストメント・チェーン関連施策の全体像

企業が稼ぐ力を高め、持続的な企業価値を向上させるためには、企業における適切なガバナンス機能の発揮とともに、企業と投資家との建設的な対話を促すことが重要。

## <関連施策の全体像>





# (参考) コーポレート・ガバナンス関連施策の成長戦略との関係

	主な取組	実施状況
日本再興戦略	伊藤レポート	2013年7月 開始→2014年8月最終報告
	JPX日経インデックス400	2014年1月 算出開始
	日本版スチュワードシップ・コード	2014年2月 公表
	会社法改正	2015年5月 施行
日本再興戦略 改訂2014	経営者・投資家フォーラム	2015年6月 開始
	コーポレートガバナンス・コード	2015年6月 適用開始
	持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会	2015年4月 報告書公表
日本再興戦略 改訂2015	コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会	2015年7月 報告書公表
	株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会	2016年4月 報告書公表
	金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」	2016年4月 報告書公表
	スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議	2015年9月から検討を開始
日本再興戦略 2016	・取締役会の役割・運用方法、CEO の選解任・後継者計画やインセンティブ報酬の導入、社外取締役の役割・機能等（CGS（コーポレートガバナンスシステム）研究会）	2016年7月から検討を開始 ⇒2017年3月にガイダンス公表
	・企業における長期投資の判断、評価のあり方、投資家が中長期的な企業価値を判断する視点や評価のあり方、企業と投資家の行動や対話やコミュニケーションのあり方（持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会）	<b>2016年8月から検討を開始 ⇒2017年5月価値協創ガイダンス公表</b>
	・2019年前半を目途として、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現（制度開示の見直し）	会社法、金商法に基づく制度開示の共通化等に向けた検討を実施中
	・グローバルな観点から最も望ましい対話環境の整備を図るべく、情報開示を充実させ、株主の議案検討と対話の期間を確保する方策等について、更なる検討や取組を進め、対話型株主総会プロセスの実現 ・企業が株主総会の日程や基準日を合理的かつ適切に設定するための環境整備	・「対話型株主総会プロセス」の実現に向けた関係者の取り組みをフォローアップ ・総会日を変更する場合の法人税の申告期限を株主総会後まで延長できる制度導入 124

## 【共通言語としての「指針」の必要性】

こうした一連の取り組みによって、企業や投資家の意識改革が進んでいることは間違いない。

しかし、それが具体的な実務を動かし、改革の方向に沿って浸透しない限り、その果実を得ることは難しい。今後はこうした改革の機運が一層高まり、その精神を理解した企業と投資家による自主的・自発的な取組が漸進的に進むことが期待される。しかし、日本が長く置かれた深刻な状況に鑑みれば、そうした漸進的な歩みとともに、加速度的に実務が「点」ではなく「面」として改革されることも重要である。

とはいえ、さらに「制度」を積み重ね、義務づけることは、実務の健全な発展を阻害する恐れもある。こうした流れを加速するためには、**二つのコード**で求められる**企業と投資家のコーポレートガバナンス責任やスチュワードシップ責任**を果たすための対話のあり方、その前提としての**情報開示のあり方**の拠り所となるような枠組み、言わば「**共通言語**」が必要となる。

本ガイダンスは、同研究会におけるこのような問題意識を背景に、企業と投資家との間の対話や情報開示の質を高めるための基本的な枠組みを提示し、自主的・自発的な取組の「指針」となることを期待して作成・提案されたものである。



## 【本ガイダンスに期待される役割 役割①【企業経営者の手引として】】

第一に、**企業経営者が**、自らの経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等を統合的に投資家に伝えるための手引である。直接的には企業の**情報開示や投資家との対話の質を高める**ことが目的ではあるが、それを通じて、経営者が企業価値創造に向けた自社の**経営のあり方を整理し、振り返り、更なる行動に結びつけていく**ことが期待される。

企業の**価値創造プロセスは各社固有のもの**であり、本ガイダンスの枠組みを基礎としつつも、それぞれの項目を形式的・固定的に捉えることなく、自社のビジネスモデルや戦略にとって重要なものを選択し、自らの**価値創造ストーリー**に位置づけて活用することが期待される。したがって、本ガイダンスの各項目を示す**順番や内容**についても、各社の状況や目的等に応じて**柔軟に設定**されることを想定している。

また、本ガイダンスで示す事項は、制度的に求められる義務的開示やコーポレートガバナンス・コードの諸原則、さらには企業が自主的に行ってきた任意開示等と独立した追加的なものとして捉えることは適切ではない。むしろ、本ガイダンスを**企業が伝えるべき情報の全体像を体系的・統合的に整理**するための手段として捉えた上で、それぞれの開示要求や対話の場面に応じた情報提供を行うことが期待される。

## 【本ガイダンスに期待される役割 役割②【投資家の手引として】】

第二に、**投資家が**、中長期的な観点から企業を評価し、投資判断やスチュワードシップ活動に役立てるための手引である。資本市場には様々な投資家が存在するが、本ガイダンスが念頭に置くのは、**持続的な企業価値向上に関心を持つ機関投資家や個人投資家**である。投資家やアナリストは、企業側から本ガイダンスの項目が一方的に**開示・説明されることを待つのでなく**、企業との情報・認識ギャップを埋めていくために本ガイダンスを参照して企業と**対話**を行い、自らの投資判断等に**必要な情報を把握**することが期待される。

本ガイダンスは、機関投資家が**スチュワードシップ責任**を果たすために行う投資先企業の状況把握や対話・エンゲージメント等を実施するための枠組みとして活用されることも想定している。機関投資家が自らスチュワードシップ活動を行う場合はもちろん、**アセットオーナーと運用機関との対話**に活用することも期待される。

## 【使われ、進化する共通言語として】

本ガイダンスが企業の情報開示や投資家との対話の質を高めるための「**共通言語**」として機能するためには、これが有効に**使われ**、実務を通じて**より用いられるものにしていく**ことが必要である。

今回提示するガイダンスは対話充実に向けた出発点であり、今後、企業による優良事例や投資家の評価実態等を把握・分析しつつ、より良い内容や活用方法を模索し不断の見直しを行っていくことも重要である。その際、開示や対話といった手段が目的化することなく、企業の持続的な価値創造、それに向けた企業と投資家の協創がいかに達成されるかということに常に焦点が当てられることが必要である。

本ガイダンスの策定に当たっては、**国際的な議論や関連する枠組み**等も考慮している。日本企業の活動や株主構成がグローバル化する中、今後、本ガイダンスを有効活用するにあたって、内外のステークホルダーからのフィードバックを得ていくことも重要である。

# 本ガイダンスの全体像

価値観

ビジネスモデル

持続可能性・  
成長性

戦略

成果と重要な  
成果指標(KPI)

ガバナンス

事業環境、外部環境への認識

1.1. 企業理念と  
経営の  
ビジョン

1.2. 社会との接点

2.1. 市場勢力図における  
位置づけ

2.1.1. 付加価値連鎖  
(バリューチェーン)  
における位置づけ

2.1.2. 差別化要素及びその持続性

2.2. 競争優位を確保するため  
に不可欠な要素

2.2.1. 競争優位の源泉となる  
経営資源・無形資産

2.2.2. 競争優位を支える  
ステークホルダーとの関係

2.2.3. 収益構造・牽引要素  
(ドライバー)

3.1. ESGに対する  
認識

3.2. 主要なステーク  
ホルダーとの  
関係性の維持

3.3. 事業環境の  
変化リスク

3.3.1. 技術変化の早さ  
とその影響

3.3.2. カントリー  
リスク

3.3.3. クロスボーダー  
リスク

4.1. バリューチェーンに  
おける影響力強化、  
事業ポジションの改善

4.2. 経営資源・無形資産等  
の確保・強化

4.2.1. 人的資本への投資

4.2.2. 技術(知的資本)への投資

4.2.2.1. 研究開発投資

4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資

4.2.3. ブランド・顧客基盤構築

4.2.4. 企業内外の組織づくり

4.2.5. 成長加速の時間を短縮する  
方策

4.3. ESG・グローバルな  
社会課題(SDGs等)  
の戦略への組込

4.4. 経営資源・資本配分  
(キャピタル・アロケーション)  
戦略

4.4.1. 事業売却・撤退戦略を含む  
事業ポートフォリオ  
マネジメント

4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略  
の評価・モニタリング

5.1 財務  
パフォーマンス

5.1.1. 財政状態及び  
経営成績の  
分析(MD&A等)

5.1.2. 経済的価値・  
株主価値の  
創出状況

5.2. 戦略の進捗を  
示す独自KPIの  
設定

5.3. 企業価値創造  
と独自KPIの  
接続による  
価値創造設計

5.4. 資本コストに  
対する認識

5.5. 企業価値創造  
の達成度評価

6.1. 経営課題解決に  
ふさわしい  
取締役会の持続性

6.2. 社長、経営陣の  
スキルおよび  
多様性

6.3. 社外役員のスキル  
および多様性

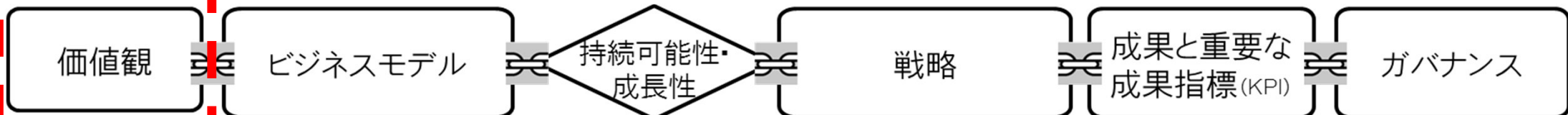
6.4. 戦略的意思決定の  
監督・評価

6.5. 利益分配の方針

6.6. 役員報酬制度の  
設計と結果

6.7. 取締役会の実効性  
評価のプロセスと  
経営課題

# 価値協創ガイダンス-戦略-



## 事業環境、外部環境への認識

- 1.1. 企業理念と経営のビジョン
- 1.2. 社会との接点

- 2.1. 市場勢力図における位置づけ
  - 2.1.1. 付加価値連鎖（バリューチェーン）における位置づけ
  - 2.1.2. 差別化要素及びその持続性
- 2.2. 競争優位を確保するために不可欠な要素
  - 2.2.1. 競争優位の源泉となる経営資源・無形資産
  - 2.2.2. 競争優位を支えるステークホルダーとの関係
  - 2.2.3. 収益構造・牽引要素（ドライバー）

- 3.1. ESGに対する認識
- 3.2. 主要なステークホルダーとの関係性の維持
- 3.3. 事業環境の変化リスク
  - 3.3.1. 技術変化の早さとその影響
  - 3.3.2. カントリーリスク
  - 3.3.3. クロスボーダーリスク

- 4.1. バリューチェーンにおける影響力強化、事業ポジションの改善
- 4.2. 経営資源・無形資産等の確保・強化
  - 4.2.1. 人的資本への投資
  - 4.2.2. 技術（知的資本）への投資
    - 4.2.2.1. 研究開発投資
    - 4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資
  - 4.2.3. ブランド・顧客基盤構築
  - 4.2.4. 企業内外の組織づくり
  - 4.2.5. 成長加速の時間を短縮する方策
- 4.3. ESG・グローバルな社会課題（SDGs等）の戦略への組込
- 4.4. 経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略
  - 4.4.1. 事業売却・撤退戦略を含む事業ポートフォリオマネジメント
  - 4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略の評価・モニタリング

- 5.1 財務パフォーマンス
  - 5.1.1. 財政状態及び経営成績の分析(MD&A等)
  - 5.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
- 5.2. 戦略の進捗を示す独自KPIの設定
- 5.3. 企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計
- 5.4. 資本コストに対する認識
- 5.5. 企業価値創造の達成度評価

- 6.1. 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性
- 6.2. 社長、経営陣のスキルおよび多様性
- 6.3. 社外役員のスキルおよび多様性
- 6.4. 戦略的意思決定の監督・評価
- 6.5. 利益分配の方針
- 6.6. 役員報酬制度の設計と結果
- 6.7. 取締役会の実効性評価のプロセスと経営課題

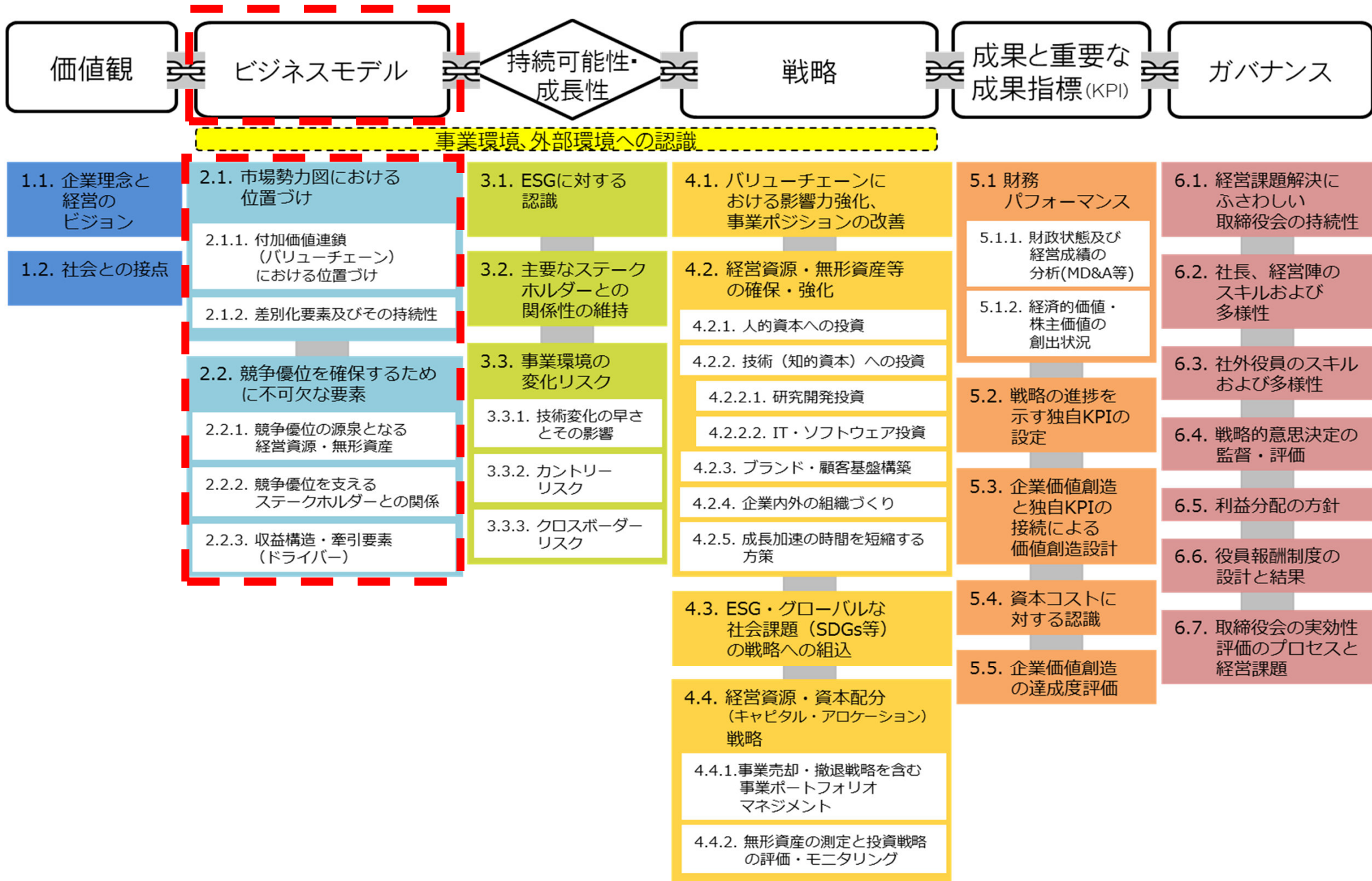


## 【1. 価値観】

01. 企業が、**社会における課題の解決**を事業機会として捉え、かつ、グローバル競争の中で継続的に競争優位性を追求しながら他社にない存在意義を確立していく上で、**企業理念やビジョン**等の価値観は、自社の進むべき方向や戦略を決定する際の自社固有の判断軸となる。 <NSKレポートP0～P4>
02. 企業は、**社会における自社の存在意義**を支えてきた企業理念や社訓から本質的な部分を抽出して、現状維持に安住せず長期を見据え将来志向で時代に適応しながら**社会に価値を提供**することができる。企業理念やビジョン等を明確に意識することは、**ベンチャー企業**等の新興企業が社会に価値を提供し、成長していく上でも重要である。
03. **企業文化**は、企業で働く人々が無意識又は暗黙のうちに選ぶ業務のプロセスや優先順位の中に表れてくる価値観である。経営者が**企業理念やビジョン**を明確に示し、浸透させることで、一人一人の行動を支える企業文化を醸成し、ときには陳腐化や時代にそぐわない部分を見直し、あるべき方向へ導くことも重要な経営課題であろう。 <NSKレポートP2～P3>
04. 長期的視野に立つ投資家にとって、**企業理念やビジョン**、企業文化等の価値観を知ることは、当該企業固有の判断軸を理解することであり、また、企業の実行力やビジネスモデルの実現可能性を判断する上で重要な要素である。企業が自社の価値観とビジネスモデル[2.]とのつながりを示すことは、投資家が企業価値を適切に評価するための出発点となる。
1. 1. 企業経営と経営のビジョン
  1. 2. 社会との接点



# 価値協創ガイダンス-戦略-



## 【2. ビジネスモデル】

01. **ビジネスモデル**とは、企業が事業を行うことで、顧客や社会に価値を提供し、それを持続的な企業価値向上につなげていく仕組みである。具体的には、有形・無形の経営資源を投入して製品やサービスをつくり、その付加価値に見合った価格で顧客に提供する一連の流れを指す。〈NSKレポートP6～P9〉
02. ビジネスモデルは、単なる「事業の概要」や「儲けの構造」ではない。「モデル」となるのは、競争優位性を確立し、その状態を保つための仕組みや方法が、企業の価値観[1.]を事業化する設計図(青写真)として描かれるからである。したがって、「**ビジネスモデルがある**」とは、中長期で見たときに成長率、利益率、資本生産性等が比較対象企業よりも高い水準であることである。

## 【2. ビジネスモデル】

03. 投資家にとってビジネスモデルとは、企業が事業として何をしているのか、どのような市場、事業領域で競争優位性を保ち、**バリューチェーン**(価値を生み出す一連の流れ)の中で重要な位置を占めているのか、事業を通じてどのような価値を提供し、結果としてそれをどのように持続的なキャッシュフロー創出に結びつけるのかを示すものであり、企業の持続的な収益力すなわち「稼ぐ力」を評価する上で最も重要な見取図である。<NSKレポートP6～P9>
04. 企業価値向上に関心を持つ投資家の端的な問いは、**グローバル競争においてその企業が本当に勝てるのか**ということである。そのような視点で投資家がビジネスモデルの実現可能性を評価するには、それが前提とする市場の競争環境、競争優位を確保する上で**不可欠な経営資源**や**ステークホルダーとの関係**、主な収益源や収益構造等を理解する必要がある。その中で、投資家は、**持続的な企業価値向上を牽引する要素(ドライバー)**を把握しようとする。  
<NSKレポートP10～P13>
05. 企業は、情報開示や投資家との対話において、以下で示す項目を含め自らのビジネスモデルにとって重要な要素を最も端的に示すように関連付け、価値創造ストーリーとして伝えるべきである。特に、企業が**複数の異なる事業を営む場合は**、主な事業のビジネスモデルとともに、それらの**事業選択の判断及び全体としてどのようなビジネスモデルと捉えているのか**考え方を示すことが重要である。<NSKレポートP26～P31>

- 2. 1 市場勢力図における位置づけ
- 2. 2. 1 協創優位の源泉となる経営資源・無形資産
- 2. 2. 2 協創優位を支えるステークホルダーとの関係
- 2. 2. 3 収益構造・牽引要素(ドライバー)

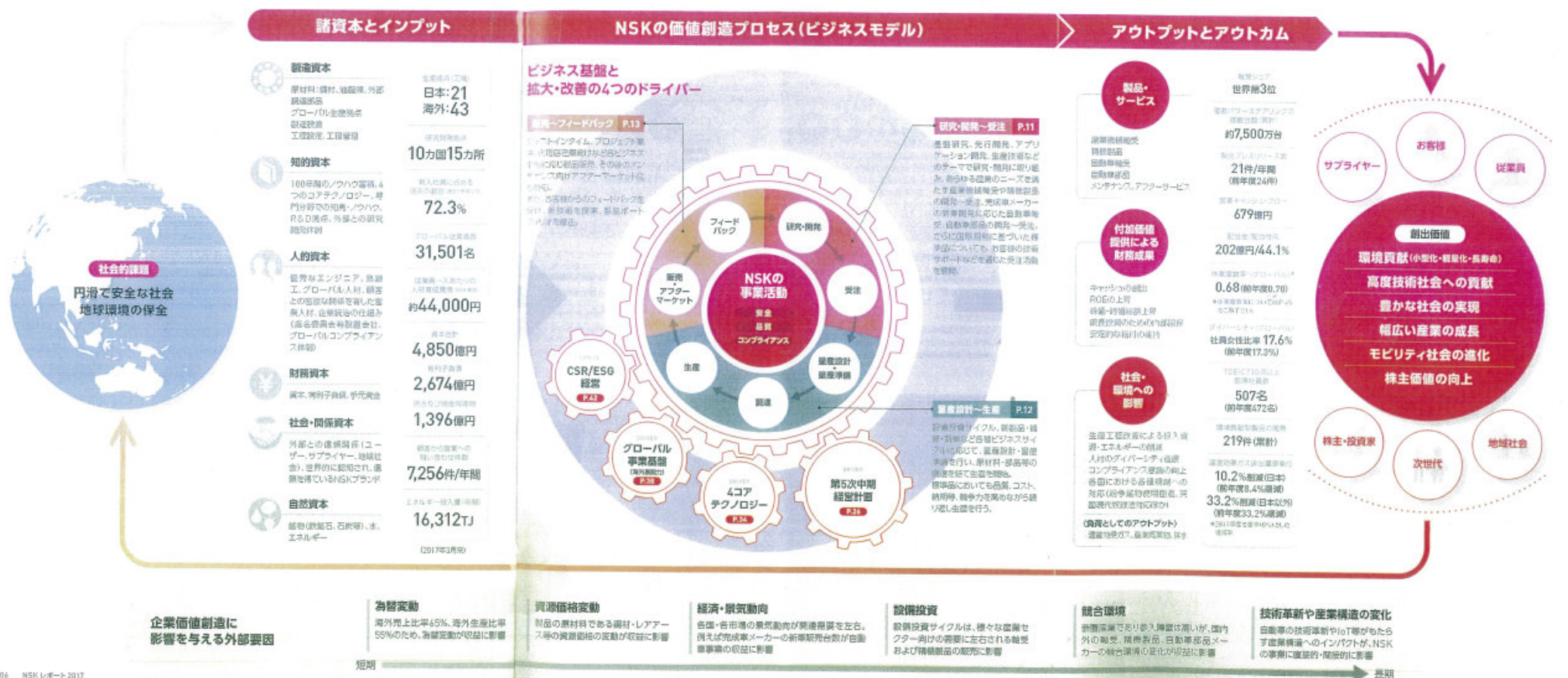


## NSKレポート2017 P6~9

NSKの全体像  
企業価値創造モデル

### NSK企業理念

### NSKビジョン2026



## 【2. 2. 1. 競争優位の源泉となる経営資源・無形資産】

17. 競争優位を維持し、持続的に価値を高めている企業には、顧客に他では得られない価値を提供するために不可欠であり、競合他社が容易に獲得、模倣できない経営資源や有形・無形の資産がある。企業の競争力や持続的な収益力、すなわち「稼ぐ力」を決定づける要素が、施設・設備等を量的に拡大することではなく、人的資本や技術・ノウハウ、知的財産等を確保・強化することになる中、企業経営者や投資家にとって財務諸表に明示的に表れない**無形資産の価値を適切に評価する重要性**が増している。

＜NSKレポートP10～P13＞

18. 企業は、自社の**ビジネスモデルの競争優位性**を維持するために**不可欠な経営資源や無形資産**を特定し、それらを開発、強化するためにどのような投資（獲得、資源配分、育成等）を行う必要があるのかについて、戦略[4.]と合わせて示すべきである。そして、それらがどのように価値創造や持続的な収益力につながるのか、企業価値への貢献度や投資効率をどのような時間軸、方法で評価しているのかについて、成果（パフォーマンス）・重要な成果指標（KPI）[5.]と合わせ、できる限り客観的な事実に基づき統合的に伝えることは、投資家の適切な企業評価を促すことにつながる。＜NSKレポートP26～P27＞

# (参考) 企業価値の源泉としての無形資産の重要性の高まり

企業価値の源泉が、有形資産（工場設備等）から無形資産（人材、技術、ノウハウ、ブランド等）に変わってきている。

- ✓ 米国では、企業の付加価値に占める割合をみると、有形資産より無形資産に対する投資が上回っている

- ✓ S&P500（米国に上場する主要500銘柄の株価指数）の市場価値に占める無形資産の割合が年々拡大している

## 米国企業の有形・無形資産に対する投資

US private sector investment in tangible and intangible capital (relative to gross value added), 1977-2014

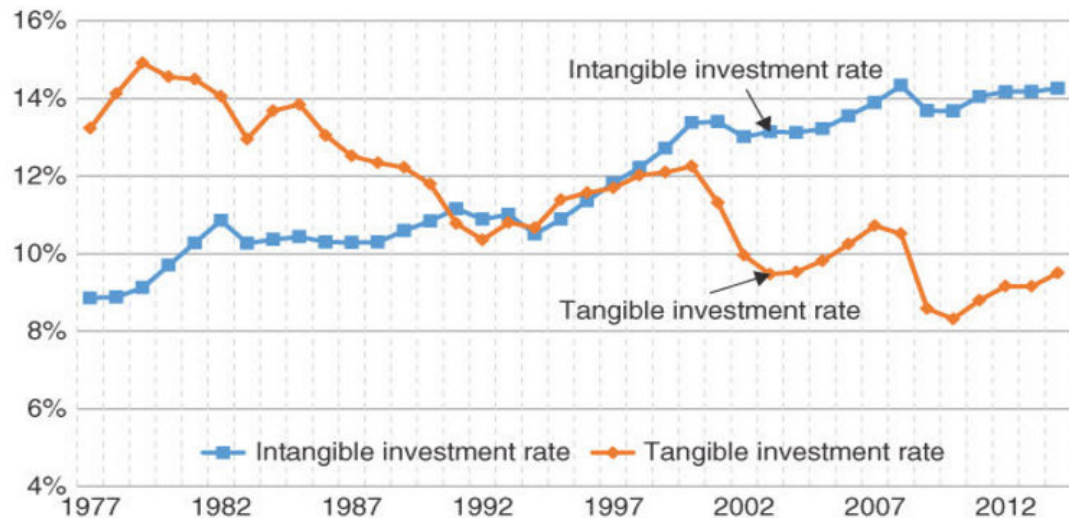
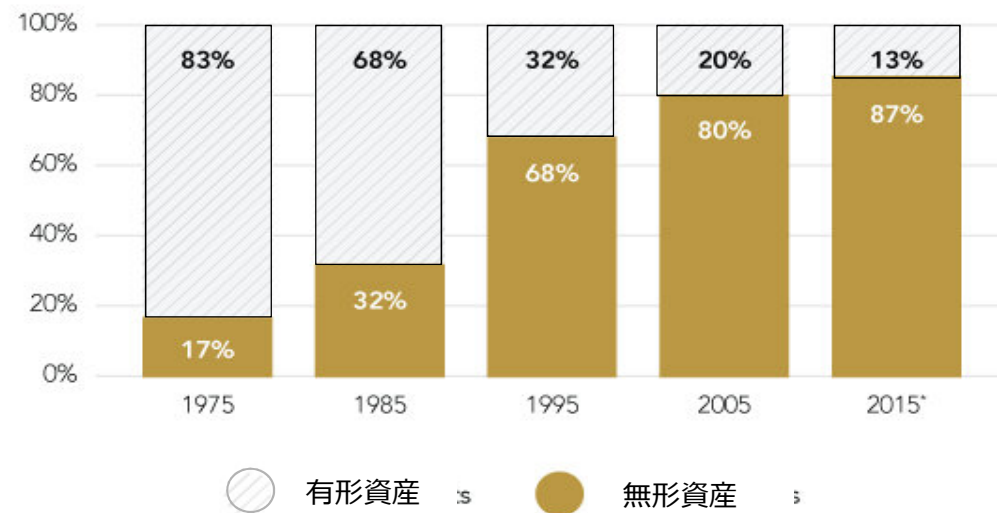


Figure 8.1 The Intangibles Revolution

## S&P500市場価値の構成要素

COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



SOURCE: OCEAN TOMO, LLC



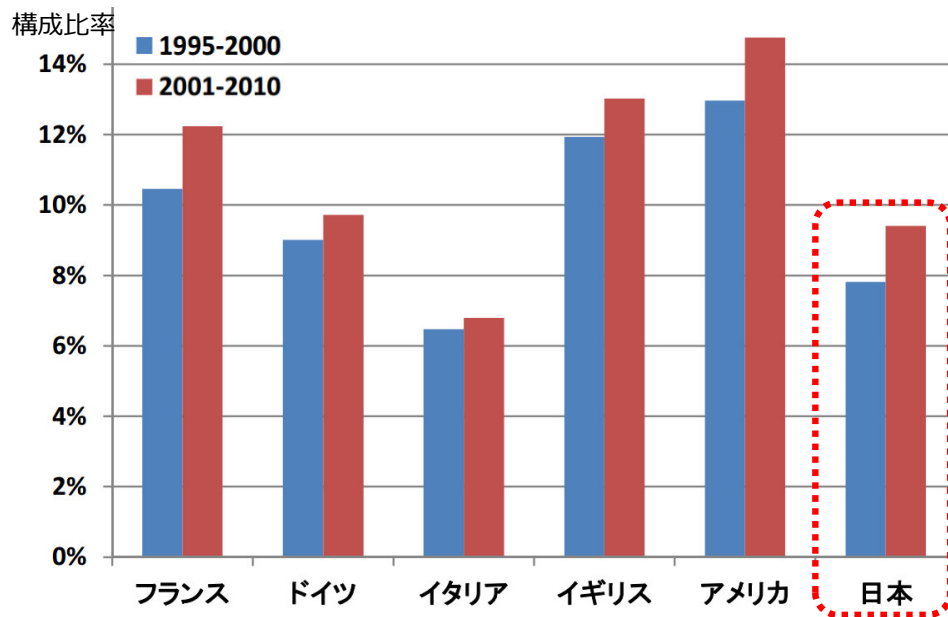
# (参考) 我が国の無形資産投資は諸外国と比べて低調

我が国の無形資産投資は欧米主要国と比べて少ない状況にある。

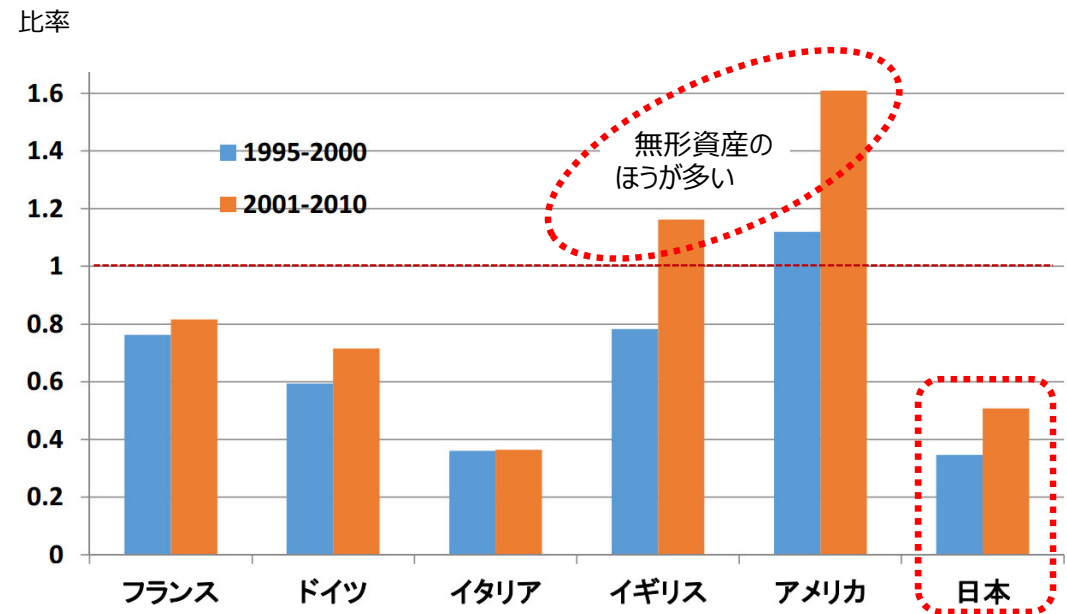
- ✓ 日本のGDPに占める無形資産投資の構成比率は、アメリカ、イギリス、フランス等と比較すると下回っている

- ✓ アメリカ、イギリス等は無形資産への投資比率が高い
- ✓ 日本の無形資産投資は有形資産投資の約半分程度に留まっている

### GDPに占める無形資産投資比率の国際比較



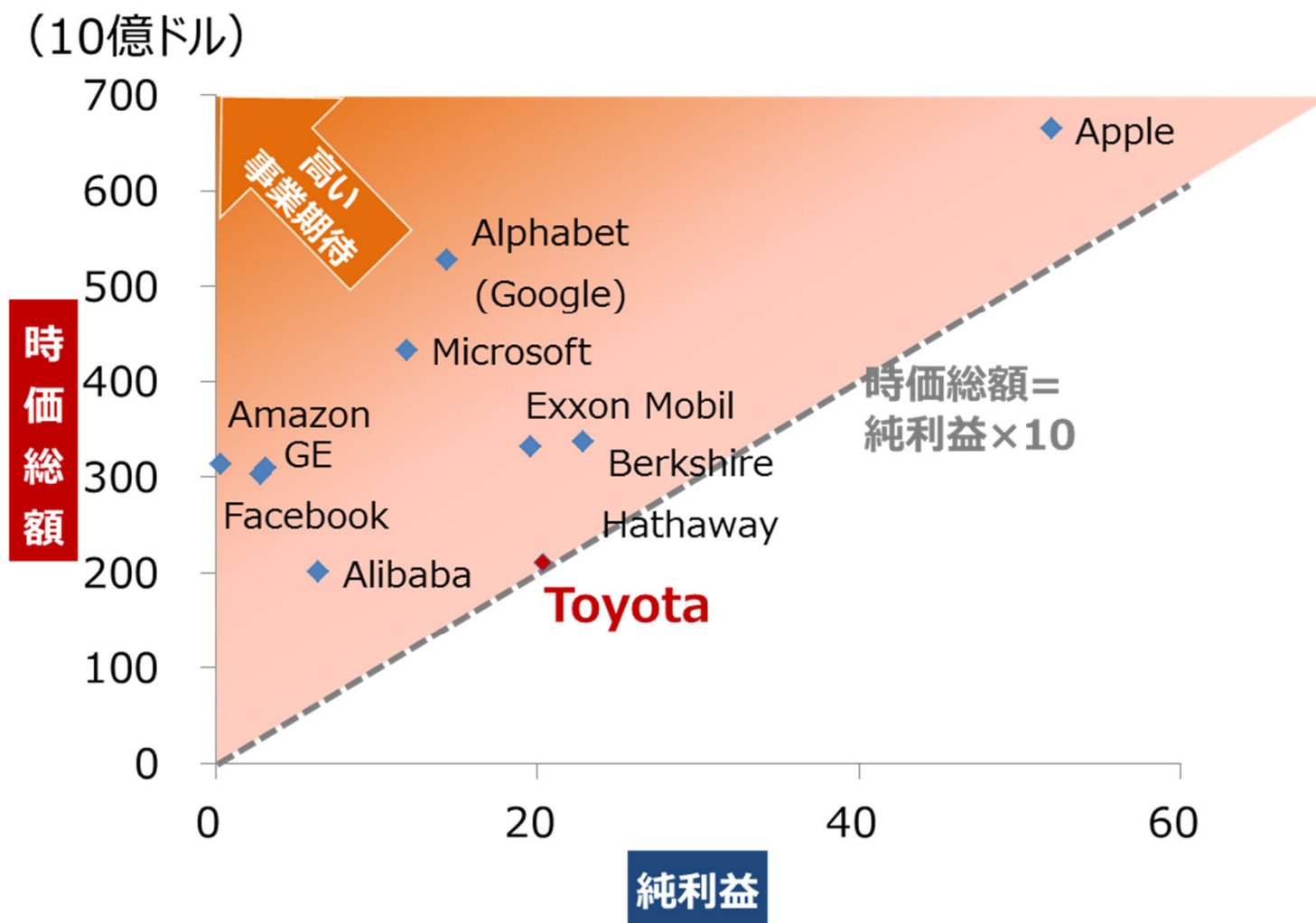
### 無形資産投資/有形資産投資比率の国際比較



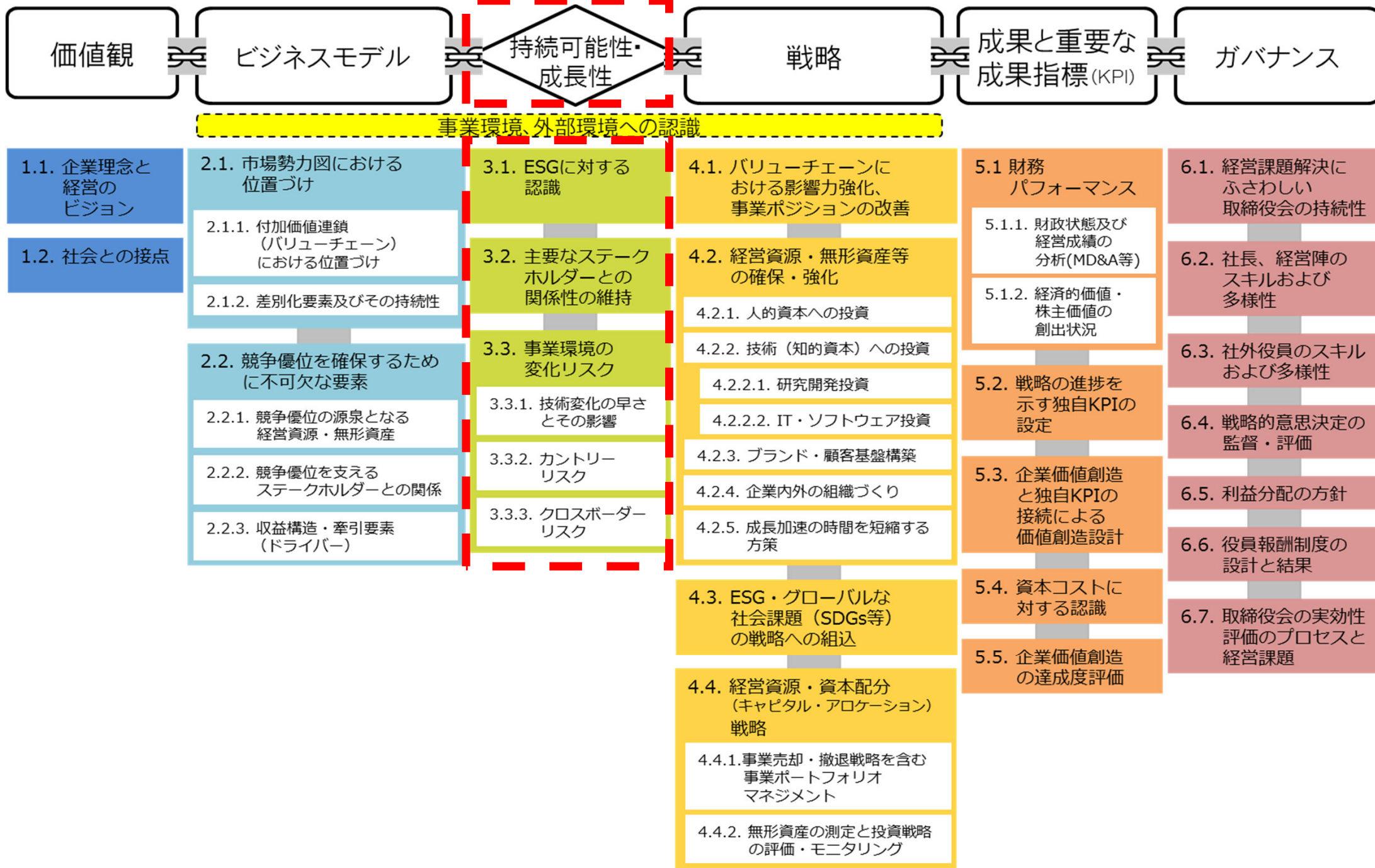
出所：独立行政法人経済産業研究所（RIETI） ポリシーディスカッションペーパー 無形資産投資と日本の経済成長（2015年6月）

## (参考) 技術革新に対する資本市場の成長期待

データの利活用の好循環による事業の成長期待を創出した企業が、グローバル資本市場から多額の資金を集め、迅速に競争優位を強化している。



# 価値協創ガイダンス-戦略-



### 【3. 持続可能性・成長性】

01. 企業が**持続的に価値**を高めていくためには、明確なビジネスモデルが存在することに加え、それが**持続可能**であること(サステナビリティ)、さらには持続するだけでなく**成長性を持つもの**であることが求められる。そのためにはまず自社のビジネスモデルを**持続・成長させる上で脅威となり得る要素**は何かを把握する必要がある。

〈NSKレポートP18～P23〉

02. 脅威は企業にとってのリスク要因であるが、重要な事業機会でもあり、それを克服することで持続的な競争優位につなげることもできる。ビジネスモデルの**持続可能性**は、単なる継続ではなく、それを**適宜変化させることによって可能**になる。

03. ビジネスモデルを**持続させる上での最も大きな脅威**は、その中核となる経営資源・無形資産やステークホルダーとの関係を確保、維持できなくなることである。特に、長期的な視点に立てば、企業の存続の前提となる社会との関係性や社会の受容性をどのように捉え、どのように維持し、社会に価値を提供し、企業価値につなげていくのかが重要になる。

〈NSKレポートP34～P41〉

## 【3. 持続可能性・成長性】

04. 長期的な視野に立つ投資家が、**ESG** (Environment (環境)、Social (社会)、Governance (ガバナンス)) といった要素を重視するのも、このような考え方によるところが大きい。投資家にとって、企業がこれら要素を個別に捉えるのではなく、自社のビジネスモデルの持続可能性にとっての**重要性 (Materiality)**、ひいては中長期的な企業価値向上の中でどのように位置づけているかを理解することが重要である。〈NSKレポートP42～P57〉
05. 特に**機関投資家**にとっては、顧客・受益者に対する**スチュワードシップ責任**を果たす観点からも、企業のリスク・収益機会、あるいは企業価値を毀損するおそれのある事項を把握することが求められており、例えば、ESGの要素がこれらとどのように関連し、影響を与えるのかを理解することは重要である。

### 3. 1. ESGに対する認識

### 【3. 1. ESGに対する認識】

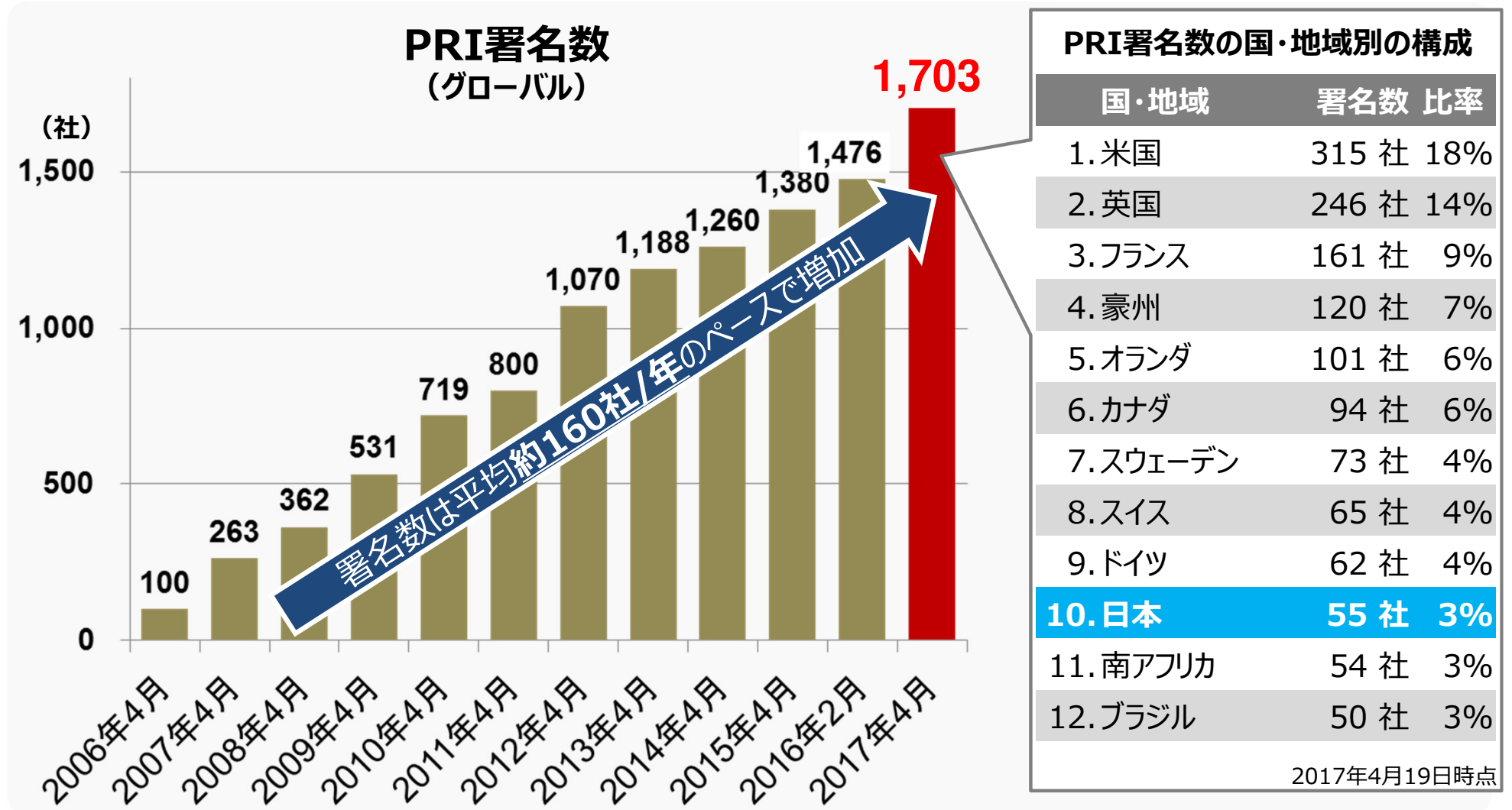
07. 特に長期的視野に立つ投資家が企業を評価する視点として、**ESG**（環境・社会・ガバナンス）要素の重要性が高まっている。そのような投資家はESGの**個別要素を単独で評価するのではなく、企業のビジネスモデルの持続性や戦略の実現可能性**にどのように影響を与えるのかを理解するための情報として捉えている。〈NSKレポートP42～P57〉
08. **ESG**の概念・範囲には様々な考え方があり、これらを超過収益の源泉ととらえる投資家もいるが、**多くの投資家は少なくとも中長期的なリスク要因として認識**している。また、特に企業の持続可能性（サステナビリティ）に関連する**環境・社会（E・S）**と企業価値を高める前提となる規律としての**ガバナンス（G）**とは、**性質が異なる面**があると捉えている。
09. したがって、企業は自社の中長期的な企業価値やビジネスモデルの持続性に影響を与える、あるいは事業の存続そのものに対するリスクとして、どのようなESGの**社会・環境要素**を特定しているか、その影響をどのように認識しているかを示すべきである。また、そのようなリスクへの対応や事業機会につなげるための取組について、戦略[4.]の中で示すことも有益である。



## (参考) 国内外の投資家等の動向

欧米の投資家や企業を中心に、「国連責任投資原則（PRI）」（※）の署名数が年々増加しており、2017年4月時点で署名数は1,700を超えている。

※投資の意思決定プロセスにおいてESG（環境・社会・ガバナンス）課題を考慮することを中心とした6原則

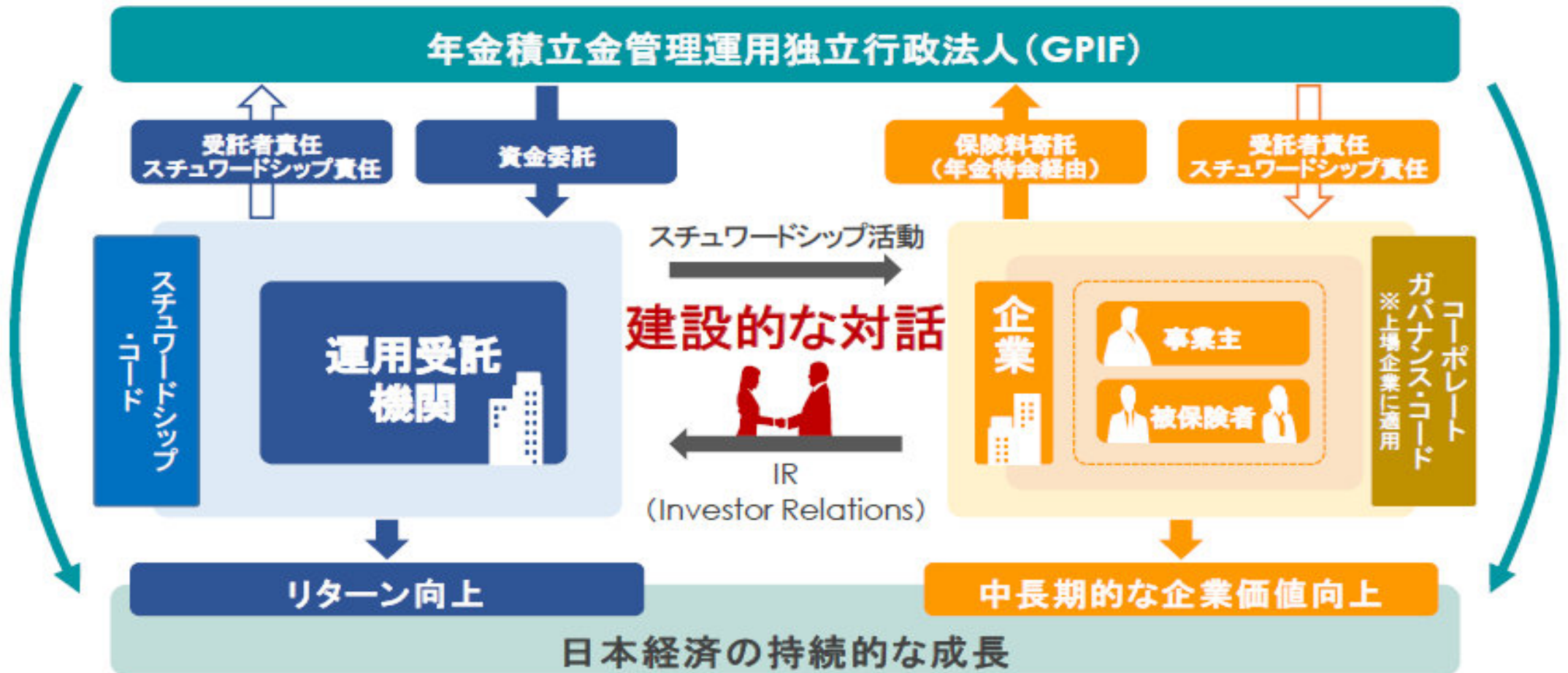


(出所) UNPRI, Signatories to the Principles for Responsible Investment

## (参考) GPIFの動向

GPIFは、運用受託機関と投資先企業との「建設的な対話」を促進することで、中長期的な企業価値の向上が日本経済全体の成長に繋がり、最終的に「リターンの上昇」というインベストメント・チェーンにおけるWin-Win環境構築を目指している。

(例) PRI署名、企業・アセットオーナーフォーラムの開催、ESG指数の公表



## (参考) 機関投資家に求められるスチュワードシップ活動 (SSコードとの関係)

本年5月29日、金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂公表と同時に「価値協創ガイド」を公表。機関投資家には同コード改訂の意義を踏まえ、企業との対話に当たって本ガイドを活用されることを期待。

### 日本版スチュワードシップ・コード (改訂版)

- 原則 3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 指針 3 – 1 (略)
- 3 – 2 (略)
- 3 – 3 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、**事業におけるリスク・収益機会**(社会・環境問題に関連する**リスクもの**を含む) **及びそうしたリスク・収益機会**への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

### 7 ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる。

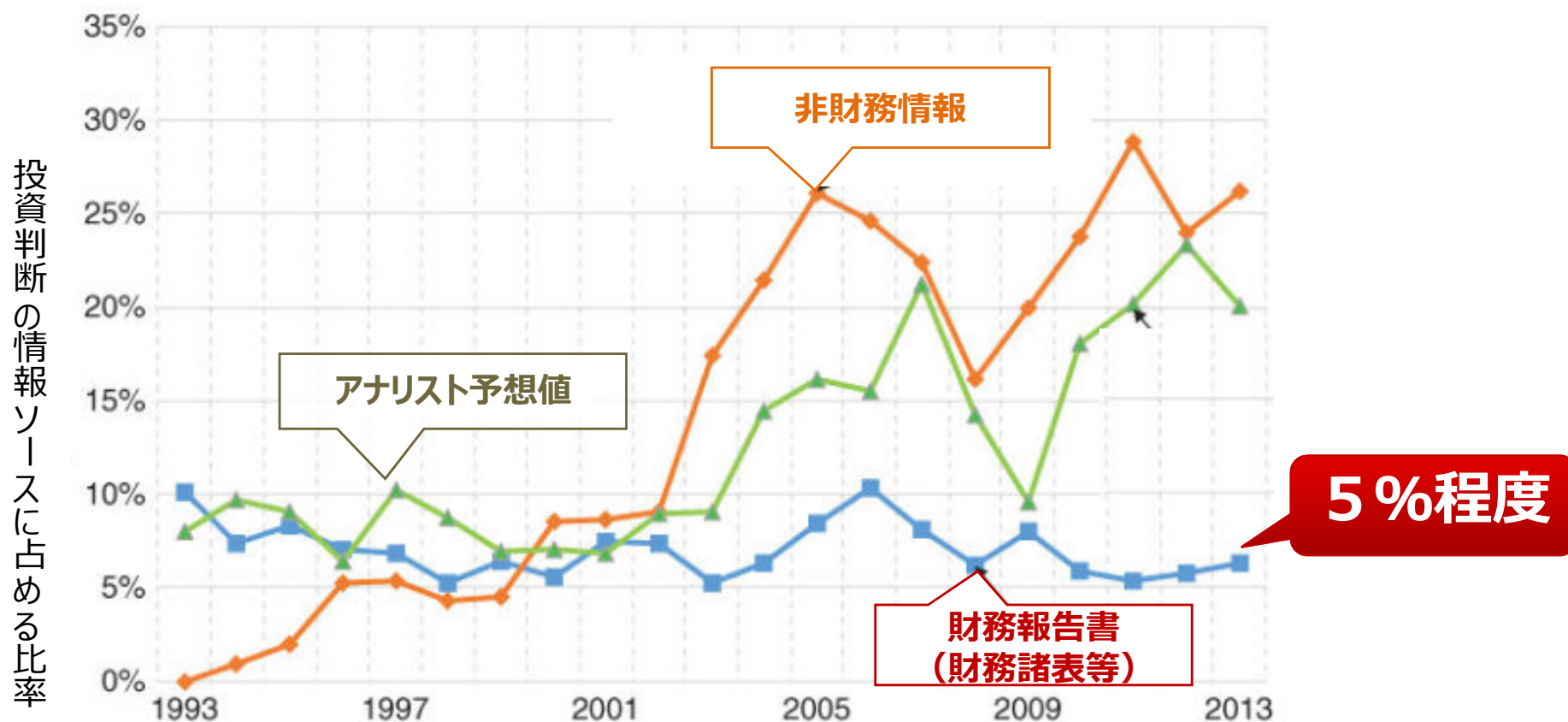
(出典) 金融庁HP (赤字が改訂箇所、下線太字は当課で加工)

## (参考) 投資家の投資判断における非財務情報

投資家は投資判断において非財務情報を重視するようになってきている。  
(主要情報ソースにおいて、非財務情報の構成比率が拡大)

### 投資判断時に投資家が利用する主要情報ソースの構成比率

1993~2013年



※ 「企業の業績見通し」は上記グラフ上は除外している

出所 : The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

### 【3. 3. 事業環境の変化リスク】

15. 企業を取り巻く事業環境は複雑化し、IoT (Internet of Things) により常に世界とつながっている状況や、国内事業においても海外とサプライチェーンを通じてつながっている状況等が、事業活動への脅威となるリスク要因や不確実性を増加させ、考慮すべきリスクの範囲を拡大している。このようなリスクや不確実性をどのように認識し、それに対してどのように対応するかということは、企業の持続可能性や成長性にとって重要である。

<NSKレポートP18～P23>

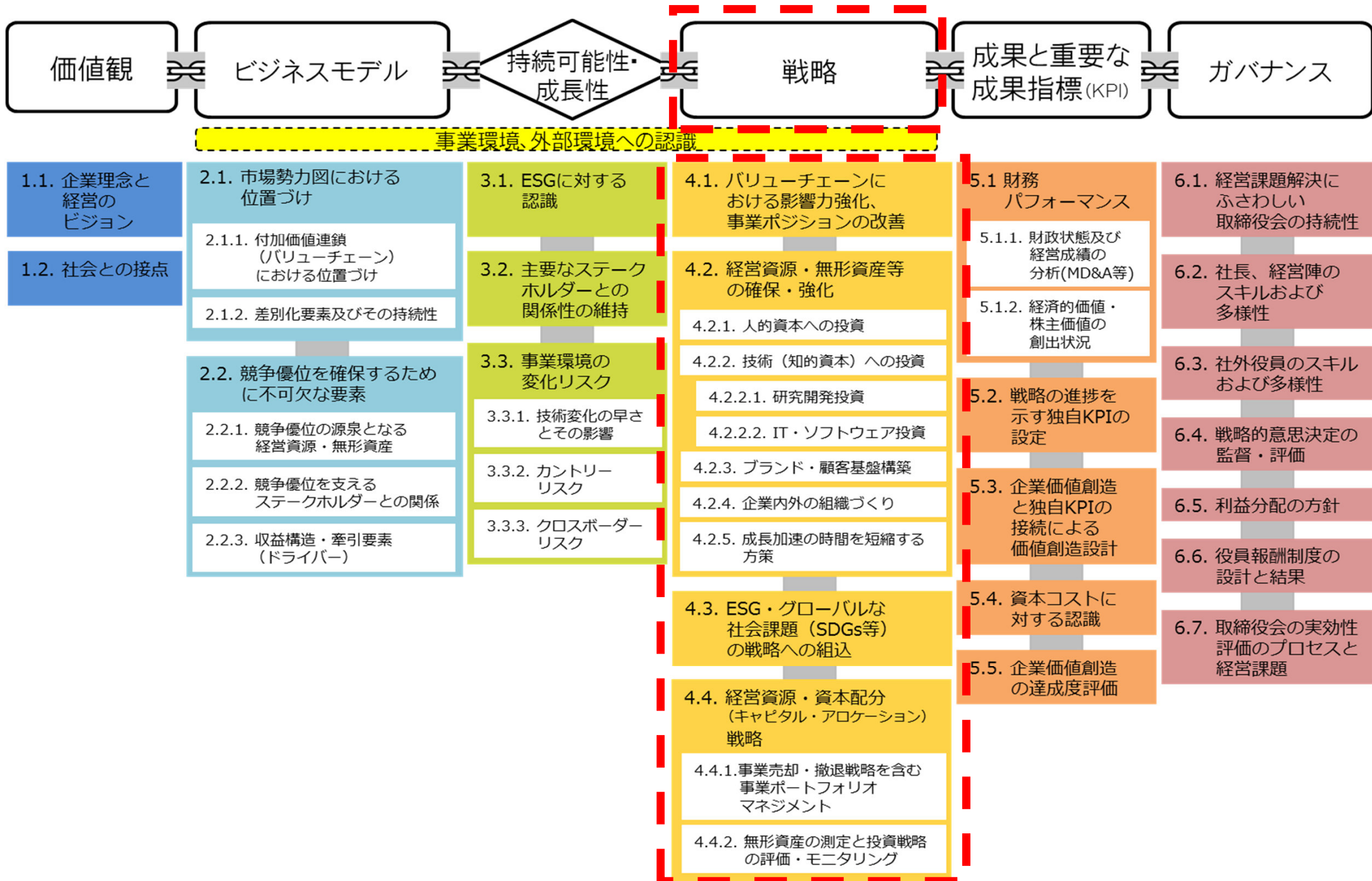
16. 考慮すべきリスクや不確実性は、企業のビジネスモデルが前提とする事業領域や産業(セクター)によっても異なるが、特に以下に示す事項については、サプライチェーンマネジメントにおける影響を含め、セクターに共通して考えておくべきリスクである。

### 【3. 3. 1. 技術変化の早さとその影響】

17. 第四次産業革命が進展する中、急速な技術革新やそれを原動力とする競合企業や異業種からの新規参入等は、自社のビジネスモデルが前提とする技術等を急速に陳腐化し、その競争優位や持続可能性を脅かすリスクとなり得る。特に他社による「**非連続的(破壊的)イノベーション**」は、自社のビジネスモデルを根底から揺るがし、存続を困難にするリスクをもたらす。〈NSKレポートP22～P23〉
18. 企業は、このような**技術変化とリスク**をどのように捉え、どのような**時間軸**で自社の競争優位性に対する影響を認識しているのか、それに対してどのような方策を講じているのか、戦略[4.]における研究開発投資や人材の確保・育成等とも関連づけて、投資家に示すべきである。〈NSKレポートP34～P37〉



# 価値協創ガイダンス-戦略-



## 【4. 戦略】

01. 想定されるリスクに備え、競争優位の源泉となる経営資源・無形資産やステークホルダーとの関係を維持・強化することで持続的なビジネスモデルを実現するのが**戦略**である。企業は、**経営戦略**や**事業戦略**といった**様々なレベルでの戦略**を実行することで成長性を獲得し、投資家を含むステークホルダーからの信任を得ることで共同利益を拡大し、社会的価値を創造し続けることができる。〈NSKレポートP24～P27〉
02. 企業は、自社のビジネスモデルの**競争優位を支える経営資源等をどのように確保・強化**し、それらを喪失するリスク等に対してどのような方策を講じているのか、その結果として付加価値連鎖(**バリューチェーン**)における位置づけ[2.1.1.]をどのように維持、強化しようとしているのかを示すべきである。〈NSKレポートP50〉
03. また、中長期的な価値向上の観点から特定した社会課題(**ESG等**)をどのように戦略に組み込みステークホルダーとの関係をどのように構築していくのかなど、ビジネスモデル[2.]及び持続可能性・成長性[3.]で示した内容を実現するための戦略を、長期の価値創造ストーリーの中で投資家に伝えるべきである。〈NSKレポートP18～P23〉
4. 1. バリューチェーンにおける影響力強化、事業ポジションの改善
  4. 2. 経営資源・無形資産等の確保・強化
  4. 3. ESGやグローバルな社会課題(SDGs等)の戦略への組込
  4. 4. 経営資源・資本配分(キャピタル・アロケーション)戦略

## NSKレポート P24~25

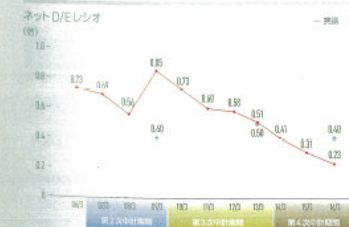
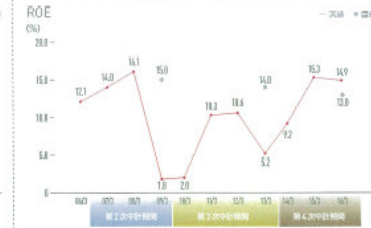
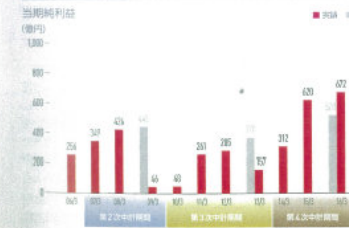
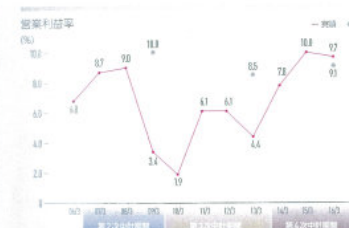
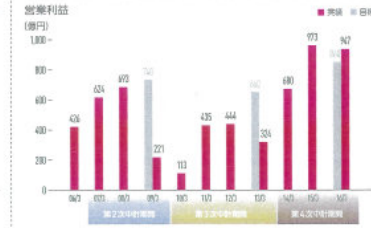
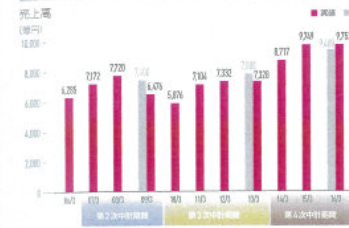
企業価値創造ストーリー(成長戦略)

### 過去の中期経営計画の振り返り

ここでは第2次から第4次まで過去10年間の中期経営計画について振り返ります。(注:「中期経営計画」を中計と称しています)

	第2次中計 2007年3月期～2009年3月期	第3次中計 2010年3月期～2013年3月期	第4次中計 2014年3月期～2016年3月期
ビジョン 位置づけ	トータル・フオリティにおいて 業界No.1の企業になる  NEXT10(2016年創立100周年)に向けて の基礎確立 ●成長戦略への転換 ●体質強化	パラダイムチェンジへの対応 売上高1兆円に向けた 事業基盤再構築 ●1兆円企業へ向けた新たな基礎作り、定 めの期間 ●「トータル・フオリティ」No.1の追求の継続	売上高1兆円を支える 企業基盤の確立 ●創立100周年(2016年11月) 売上高1兆 円の企業規模を支える経営基盤作り ●中期目標実現を目指した施策推進 ●基本戦略の継続(収益重視、新興国での成 長、グローバルマネジメント)
計画の 骨子	グループ共通施策 ①生産力の強化 ②商品開発力の強化 ③海外収益力の強化 ④グローバルマネジメントの強化  各事業の位置づけ 産業機械軸受「収益の成長ドライバー」 自動車関連部品「安定的な収益基盤」 精密部品「新たな収益貢献」  競争を支える基盤 成長を支えるグローバルな「人づくり」 「モノづくり」意識の徹底による生産革新 グローバルITシステムの再構築	経営戦略の3本柱 ①事業軸の強化 (販売/生産/技術部門を事業本部傘下へ) ②顧客戦略 ③体質強化  具体的な施策 A. 事業軸の強化 一時的な事業運営と事業部の責任体制の明確 化による自己完結 B. 成長戦略 ①新興国市場での一歩のプレゼンス向上 ②製造/IT/IT/IT/資源ビジネス基 ③技術革新への対応 C. 体質強化 ①取組の徹底(削減(経費削減)) ②グローバル生産再編 ③新製品開発スピードアップ	事業取組 収益重視の成長 ①新興国での成長 ②顧客戦略・セクター戦略強化 ③生産力・技術革新力 ④戦略的提携  経営基盤 1兆円の物量を目指す管理能力構築 ①のガバナンス充実・コンプライアンス強化 ②事業構造改善 ③グローバルマネジメントの進化  中計の基礎(顧客優先事項) 安全・品質・コンプライアンス
振り返り	中計2年目(2008年3月期)までは、好調な世界景況と新興国におけるインフラや資源開拓の強い需要、為替円安の追い風などによって業績が拡大し、売上高、各利益ともに4期連続で過去最高を更新しました。  しかしながら、最終年度3年目の2008年秋にリーマンショックが発生、グローバル経済危機により全ての事業、全ての市場で環境が大きく悪化しました。そのため、緊急収益対策として生産調整、固定費の削減などに取組みましたが、最終年度(2009年3月期)の業績は目標に対して未達となりました。	リーマンショック直後の厳しい事業環境のなかで、新興国と技術革新という2つのキーワードで代表される「パラダイムチェンジ」への対応と、売上高1兆円に向けた事業基盤の再構築に取り組み、一定の成果を挙げました。しかし、急激な為替円高の進行や、世界的な需要変動など環境変化も激しく、中計最終年度(2013年3月期)の数値目標に対しては未達となりました。  また、顧客製品に関するカルテル事件において、2013年に独占禁止法違反に関する有罪判決、排除措置命令および罰金納付命令を受けました。早期の信頼回復と再発防止に向けたコンプライアンス体制の強化を最重要かつ緊要の課題とし、取り組みを行いました。	自動車事業の収益力向上、為替相場の円安基調などを背景に、売上高、利益をはじめ全ての数値目標は、計画2年目に前倒しで達成、最終年度においても目標を上回ることで完了しました。特に、中国事業と電動パワーステアリング(EPS)は大幅な成長を実現しました。  収益性については、2015年3月期に営業利益率10.0%を達成し、最終年度も9.7%と高い水準を維持することができました。一方で産業機械事業は、最終年度において中国景況の減速と世界的な成長鈍化の影響を受け、売上高、利益ともに減少傾向へと転じました。
成果	●産業機械軸受事業の強化(この軸受の供給能力向上、アフターマーケット向け販売網の拡充) ●自動車関連部品事業のグローバルな事業拡大、収益改善 ●欧州・アジアを中心とした海外収益力の向上 ●中国・インドにおける事業体制の拡充	●中国事業の基盤強化(フルラインナップ生産体制の確立、中国国内での自己完結体制) ●中計目標を超える電動パワーステアリング(EPS)事業のグローバル拡大 ●精密部品の再編による収益力強化 ●現地生産、現地調達の実現	●計画数値目標 全項目達成 ●連結ベースでの収益性改善 ●中国事業の拡大、EPSの販売増加 ●グローバルマネジメント体制の進化 ●コンプライアンスの強化・充実
課題	●需要環境変化への迅速な対応(リーマンショックの反省、特に日本) ●精密部品事業の体質改善が不完全 ●米州事業で一部工場閉鎖などの収益対策を講じるも、収益力のさらなる改善が必要	●国内高、激しい需要変動など、環境変化への対応不足による収益レベルの低下 ●産業機械事業の売上構成比率の低下 ●カルテル問題後の信頼回復と再発防止に向けたコンプライアンス体制の強化	●1兆円企業としての基盤構築の継続 ●新興市場、物量変動、為替などにより業績が大きく左右されない体質を確立すること ●新製品や新領域における開発の推進

業績推移 (注:11年間のトレンドを示すための日本基準の実績値としています)



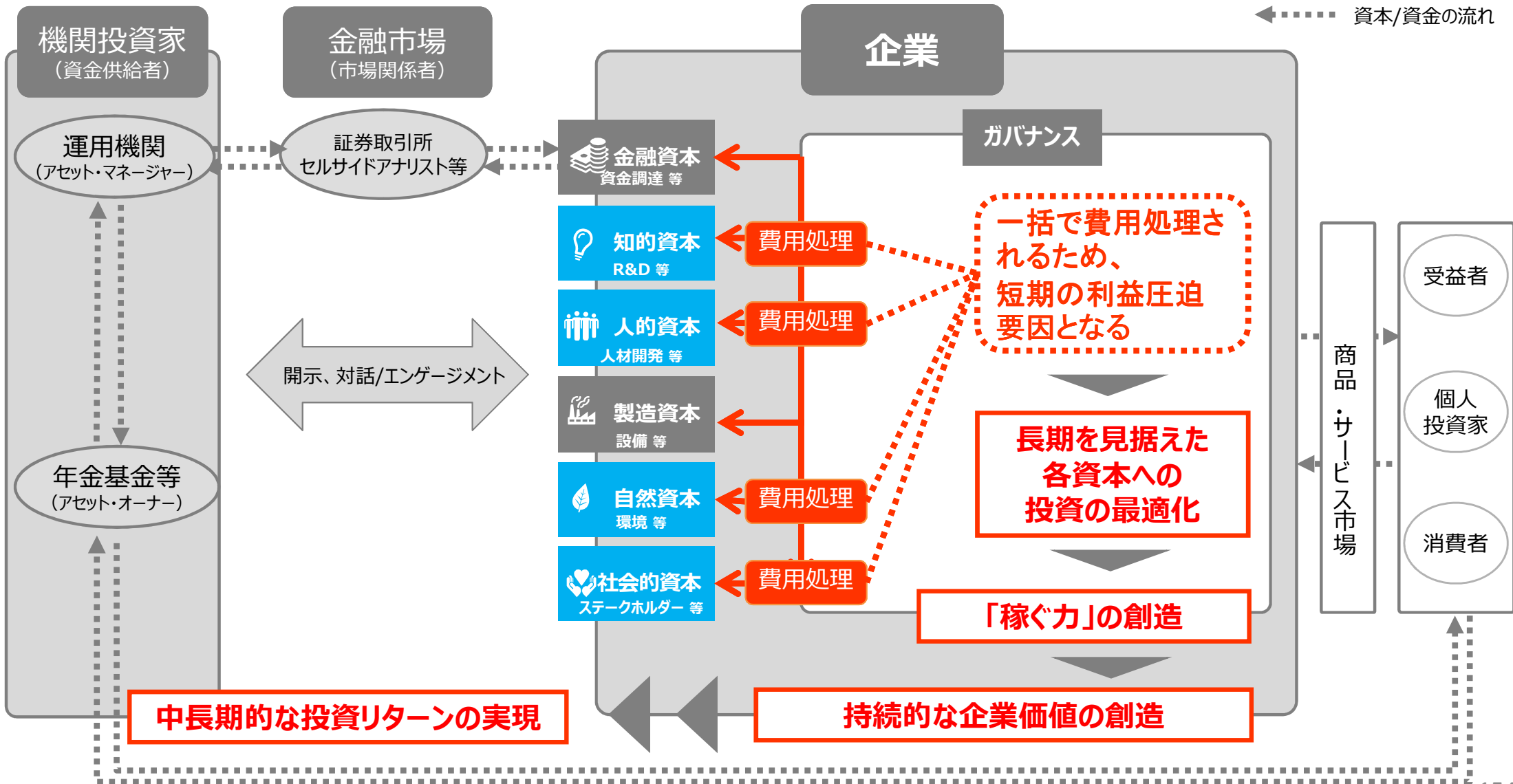


## 【4. 2. 経営資源・無形資産等の確保・強化】

10. 企業のバランスシートにおいて、多くの無形資産は資産として認識されず、中長期的な価値向上を見据えた無形資産への戦略投資は**当期費用の一部**として取り扱われる。また、これらの情報は、必ずしも企業が**戦略的に捉える要素ごと**、あるいはビジネスモデルが前提とする事業領域やセクター**(セグメント)ごと**に示されておらず、投資家に利益を圧縮する非効率な費用としてのみ認識されるおそれがある。設備・施設等資産として認識されている有形資産への投資についても、必ずしもビジネスモデルや戦略に関連づけて示されていない。＜NSKレポートP44～P50＞
11. したがって、企業の**中長期的な戦略投資**を投資家が適切に評価するため、これらの投資の規模や内容を定量的、定性的に示すとともに、それがどのように持続的な企業価値に貢献するか、評価の指標や方法とともに伝えることが重要である。その際、投資家から見て、これらの投資(費用)が資産として捉えられ、それぞれの回収期間等を想定して「**投資収益率(Return on Investment)**」の考え方が示されることは有用である。
- 4. 2. 1. 人的資本への投資
  - 4. 2. 2. 技術(知的資本)への投資
  - 4. 2. 3. ブランド・顧客基盤構築
  - 4. 2. 4. 企業内外の組織づくり

# (参考) インベストメント・チェーンにおける企業投資の位置づけ

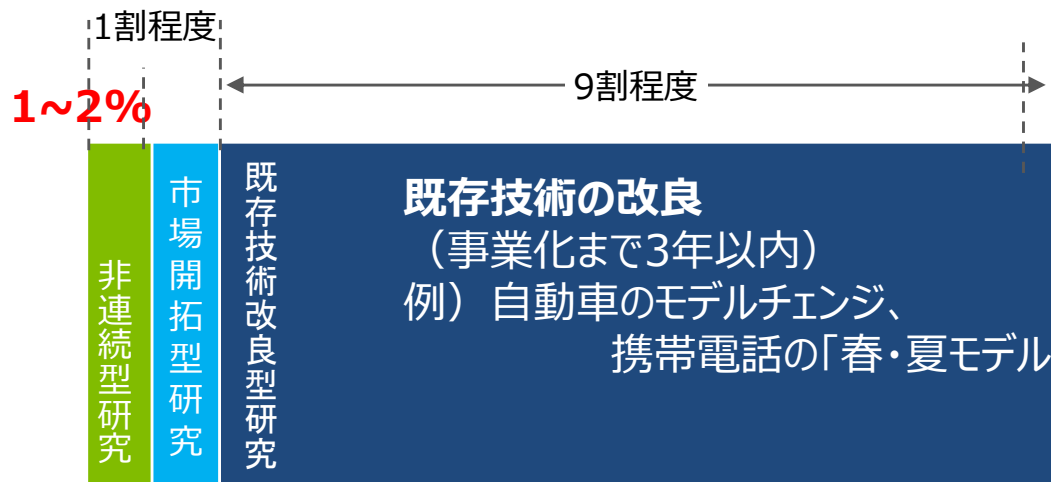
企業による人材や知的資本等への投資は、短期的には利益圧迫要因となるが、持続的な企業価値の創造のためには、**長期を見据えて各資本への投資を最適化する経営者の戦略的判断とガバナンスが重要。**



# (参考) 日本企業の研究開発投資の現状

日本企業では既存技術の改良や、短期的な研究開発が重視されており、新市場を開拓する長期的な研究開発への投資がされづらい状況となっている。

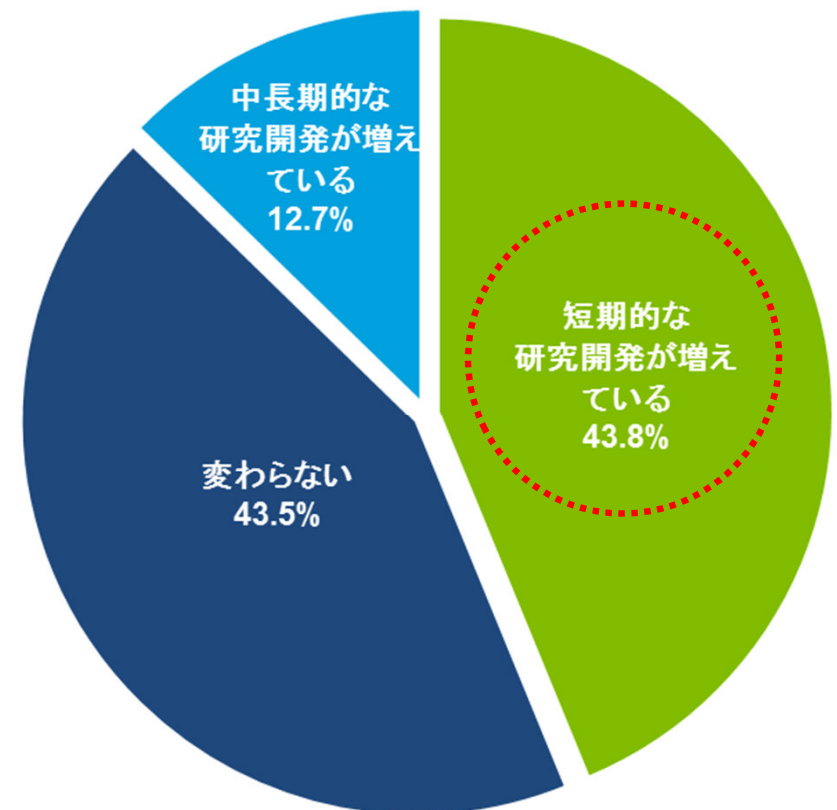
## 日本企業の研究開発費の内訳



**技術の飛躍は必要だが、市場は見えている研究**  
(事業化まで5~10年)  
例) 自動運転等

**技術的に極めて困難で、現時点では市場が不透明な研究**  
(事業化まで10年以上)  
例) 電子ドット型太陽電池、リチウム空気電池等

## 日本企業の研究開発内容の変化





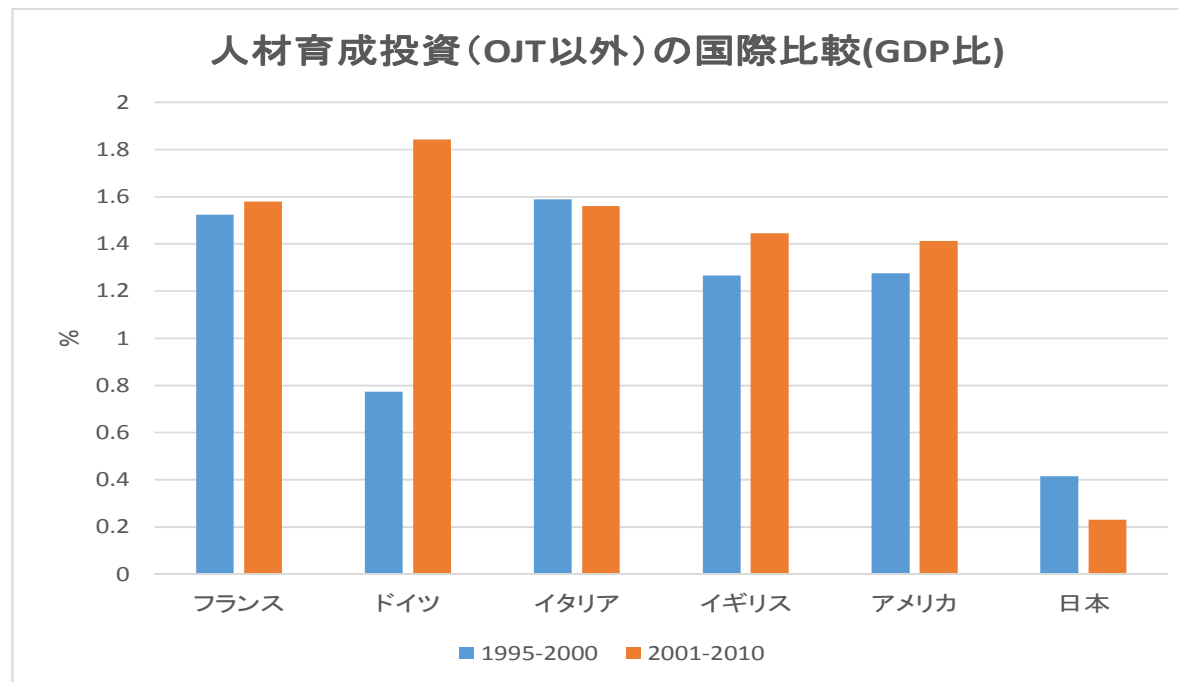
## 【4. 2. 1. 人的資本への投資】

14. 企業の競争優位を支え、イノベーションを生み出す根本的な要素は人材であり、自社のビジネスモデルを実現するために、**人的資本の獲得、育成、活用**等、広い意味での人的投資をどのように捉え、実施し、企業価値への貢献を評価するかということは、戦略における重要な要素である。＜NSKレポートP48～P49＞＜NSKレポートP40～P41＞
15. 投資家にとって、**経営人材**や**ミドルマネジメント**、**研究・専門人材**、**現場を動かす社員**等様々な層の人的資本の獲得や動機付け、教育・育成等がどのような方針に基づき、どのような資源配分や方法（プロセスや評価体系等）で行われているかということは、中長期的な企業価値を評価するための重要な情報である。
18. このような人材の獲得や育成に向けた投資は、会計上、研修や報酬等の形で当期費用の一部として埋没してしまうが、企業としてこれら人的投資を**定量的に**どのように捉え、**投資効果を認識**するかということは、重要な経営課題であり、投資家にとっても有益な情報である。

## (参考) 人的資本への投資

人材投資については、現時点で定量的な把握が難しいものの、欧米諸国に比べて日本企業の投資は十分な水準とは言えない

人材投資 (OJT以外) の国際比較 (GDP比)



出典: 第4回研究会 (2016年11月10日) 宮川委員資料

## 【4. 2. 2. 技術（知的資本）への投資】

19. 広い意味での**技術（知的資本）**は、企業が競合と差別化し、競争優位を確かなものにするための源泉である。研究開発や事業開発、生産、物流、販売、サービス提供に至るまで、企業における技能や知識、ノウハウ等の暗黙知を形式知化し、イノベーションにつなげていくことは、企業にとって重要な経営課題である。＜NSKレポートP34～P39＞
20. 投資家が企業の競争力を評価する上で理解すべきことは、当該企業の競争優位を左右する技術が**競合他社と比較してどのように優れているのか**（勝てるのか）、あるいは現時点では劣後している場合、どのぐらいの速さでどのようにそれを**克服するのか**、そのためにどのような**戦略投資を行うのか**ということである。＜NSKレポートP10～P13＞

4. 2. 2. 1. 研究開発投資

4. 2. 2. 2. IT・ソフトウェア投資

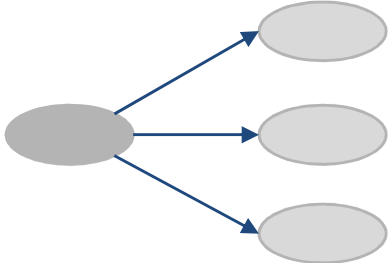

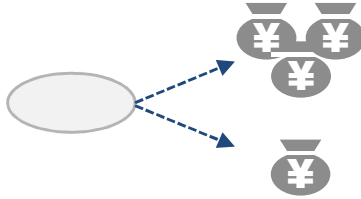
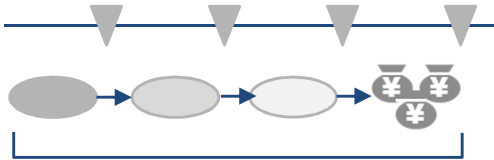




## 【4. 2. 2. 1. 研究開発投資】

24. 他方、研究開発投資の収益・企業価値への貢献(**研究開発効率**)については、研究が複数の開発に波及するなど因果関係が複雑なこと、基礎研究では製品等に至らないこと、収益が実現するまでに時間がかかること等**客観的な評価が難しい面**がある。
25. 投資家が研究開発投資を評価する上で重視するのは、それがどのように**ビジネスモデル**の中に位置づけられているかということである。例えば、研究開発費の総額だけでなく、セグメントごとの研究開発費や研究開発テーマの市場性、バリューチェーン上のポジション変化、強みの源泉(研究者の専門性や数等)等を示す**客観的事実**や**投資回収時期を判断する材料**が示されることは有益である。〈NSKレポートP34~P37〉
26. 投資の結果としての**特許・ライセンス**等に関しては、数だけでなく参入障壁を構築するビジネスモデル上有益かという「**質**」に関する情報を投資家は重視している。

# (参考) 研究開発の客観的評価

## 研究開発は、「因果の複雑性」や「成果の遅延性」等から、元来客観的評価が困難

### 研究開発の評価の困難性

i 因果の複雑性	ii 成果の中間性	iii 成果の不確実性	iv 成果の遅延性
			
<p>1つの研究開発活動が<b>複数の研究開発に波及</b>し、費用と成果の関係が1:1ではなく、1:nになる</p>	<p>基礎研究の場合、研究が終了しても、<b>明確なアウトプットや製品化には至らない</b></p>	<p>最終的な製品も、<b>市場の動向に大きく左右される</b>ため「成果」を測ることが困難</p>	<p>研究開発時期と利益創出時期には<b>タイムラグが発生</b>する</p>
<p>技術が<b>想定外に波及</b>することもある。例えば、X事業の一環として研究していた技術が、Y事業に活用されたこともある。</p>	<p><b>基礎研究や応用研究の場合、アウトプットが不明確</b>であることから経営陣へのコミュニケーションが困難である。</p>	<p><b>機械を使用している市場自体が不振になると、関連機器の売上が低下</b>する等、市場の動向に応じて、研究開発の効率は変動する。</p>	<p>投資の回収に至るまで、<b>3-5年のタイムラグ</b>が発生する。</p>
 大手飲料メーカー 管理職	 大手ゴムメーカー 管理職	 大手機械メーカー 管理職	 大手飲料メーカー 管理職

# (参考)セグメント別研究開発費、投資回収時期の判断材料

セグメント別研究開発費と投資回収時期の判断材料は多くの長期投資家が使用している企業価値評価手法に組み込まれているため重視

## 長期投資家の研究開発評価の観点

<凡例> **2** セグメント別研究開発費  
**3** 投資回収時期の判断材料

	定義	長期投資家の利用シーン	計算式と必要なインプット
CFROI® (キャッシュフロー投下資本利益率)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 将来において、<u>投下資本がどれだけキャッシュフローを生み出すか</u>予想した指標</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 将来の企業価値の予測</li> </ul>	$\text{CFROI}^{\circledR} = \frac{\text{将来のキャッシュフロー}(\text{R\&D費用} \pm \text{それ以外の項目等})}{\text{将来のR\&D資産} + \text{その他将来の有形・無形資産}}$ <p>必要なインプット: <b>2</b>, <b>3</b></p>
DCF法	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>将来のキャッシュフローを現在価値に割り引いて</u>予想すること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 将来の企業価値の予測</li> </ul>	$\text{将来キャッシュフロー} = \frac{\text{R\&D費用} \pm \text{その他の項目}}{\text{加重平均資本コスト(WACC)}}$ <p>必要なインプット: <b>2</b>, <b>3</b></p>
(参考) ROIC (投下資本利益率)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>簡便的に、現時点で投下資本が利益をどれ程生み出しているか</u>評価する指標</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 企業のスクリーニング</li> </ul>	$\text{ROIC} = \frac{\text{税引後の営業利益}}{\text{R\&Dを内包した投下資本}}$

\*CFROI® は HOLT Value Associates社の開発による

投資回収時期の判断材料は、研究開発費を資産化し、他の有形・無形資産と合算する上で必要  
 セグメント別研究開発費は精緻にキャッシュフローを算出する上で必要



# (参考)「特許の質」の事例

## ・ パテント・リザルト社:特許資産規模ランキング2016の結果

特許資産規模ランキング(2016年)

順位	前年順位	企業名	特許資産規模 (pt)	特許件数
1	1	三菱電機	135,429.2	3,394
2	2	トヨタ自動車	131,974.7	4,325
3	3	パナソニック	127,267.8	3,398
4	4	キヤノン	95,795.4	3,699
5	10	本田技研工業	86,187.7	1,940
6	15	コニカミノルタ	73,190.2	1,608
7	6	富士フイルム	70,568.2	1,538
8	5	東芝	68,705.1	2,182
9	8	リコー	60,664.7	2,022
10	7	セイコーエプソン	60,641.5	2,276

脚注:企業の合併などを考慮した、最新の名寄せ情報を用いて再計算しているため、前年順位は昨年度発表のものとは異なります。

### パテントスコアの算出方法は？

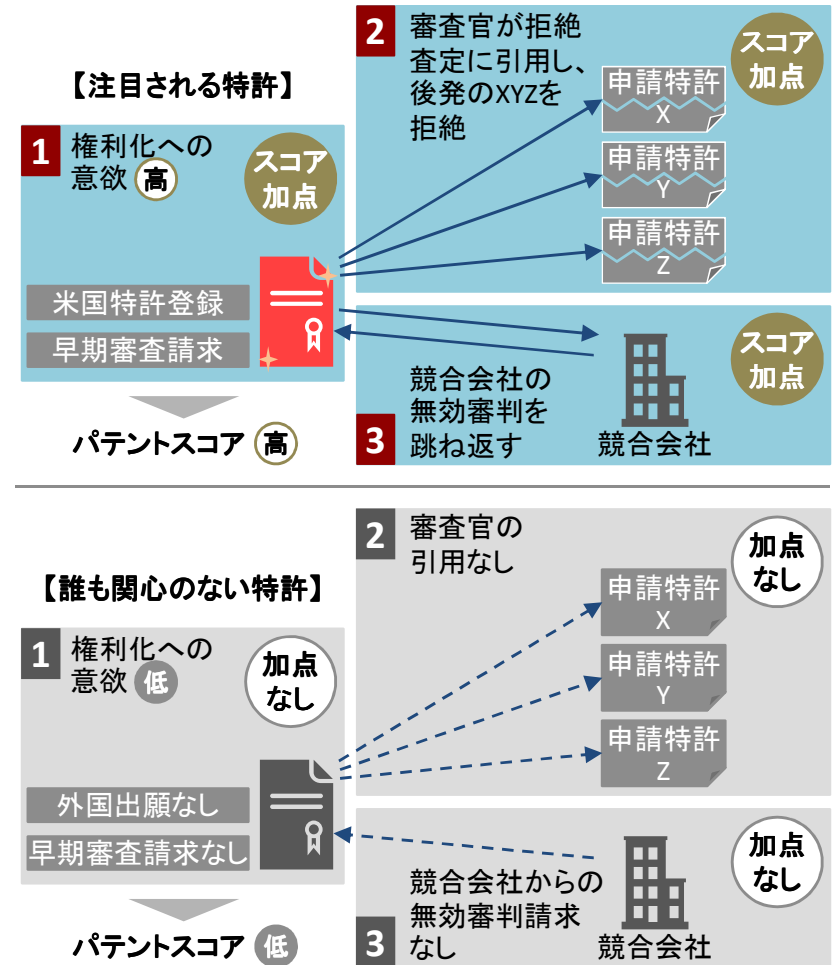
パテントスコアは、特許出願後の審査経過情報をもとに、個別特許の注目度をスコアリング評価する指標です。

出願人、審査官、競合他社の3者のアクションに着目し、同一技術分野、出願年の他の特許との相対比較により偏差値で評価します。

- 出願人の権利化への意欲 (早期審査請求、国際出願など)
- 先行技術としての審査官からの認知度 (拒絶理由通知に引用された回数など)
- 競合他社からの注目度 (無効審判、異議申立の有無など)

出願人による権利化への意欲が高い特許や、審査官や競合他社から注目される特許ほど、パテントスコアによる評価結果は高くなります。

特許資産規模 算出方法



出所:パテント・リザルト社公式HP

## 【4. 2. 2. 1. 研究開発投資】

27. これらの情報は、一般的に企業において把握されており、**何らかの形で開示されている**ことも多い。投資家が重視するのは、企業の**競争条件に関わる機密情報等**ではなく、これら情報がビジネスモデルや戦略の中でどのように位置づけられ、どのような視座や事実を基に成果が評価され、経営判断と連動するのかがである。＜NSKレポートP26～P27＞
28. さらに、3.3.1.で示される「**非連続(破壊的)イノベーション**」への対応やそれを生み出す観点からも、研究開発への投資は重要な要素である。このようなイノベーションの性質上、投資段階での評価は難しいが、投資家にとって、研究開発の領域・テーマの背景にある社会課題や市場の重要性、収益化に向けた具体的な目標、従来と異なる組織体制や方法論等が示されることは有益である。＜NSKレポートP18～P23＞

## 【4. 2. 3. ブランド・顧客基盤構築】

30. 企業の**ブランドや顧客基盤**は、これまでの活動を通じて築かれた企業やその製品・サービスの価値への信頼という「結果」であり、無形の資産でもあるそれらをどのように構築し、強化するかということは重要な戦略投資である。〈NSKレポートP44～P45〉
31. ブランドや顧客基盤の資産価値はバランスシートには表れないが、何もしなければ設備の減価と同様に減衰する。そのような観点から、例えば、ブランド価値が毎年どの程度減衰するか評価し、その分を補い増強するための投資額を示す企業も存在する。
32. ブランドや顧客基盤については、企業経営者と投資家の間で意図することや重視する観点に隔たりが見られることがある。**経営者は**これらを**可視化**することは**難しく**、そのようなことを**目的としない**傾向があるが、**投資家**は何らかの形で**可視化できると考える**。例えば、投資家は、企業のブランド力は、価格決定力やバリューチェーンにおける影響力を通じて利益率に反映されることを期待する。また、顧客基盤や顧客ロイヤルティは、物品販売における販売促進費の削減、契約型サービスにおける契約更新率の向上、新規顧客獲得や解約防止費用の削減等につながると考える。〈NSKレポートP44～P50〉
33. したがって、ブランドや顧客基盤の優位性を確保するための投資や取組について、企業がこのような効果を意識した戦略的な目的を示し、それを測定・モニタリングしていることを示すことは、投資家の理解を深める上で有益である。

## 【4. 2. 4. 企業内外の組織づくり】

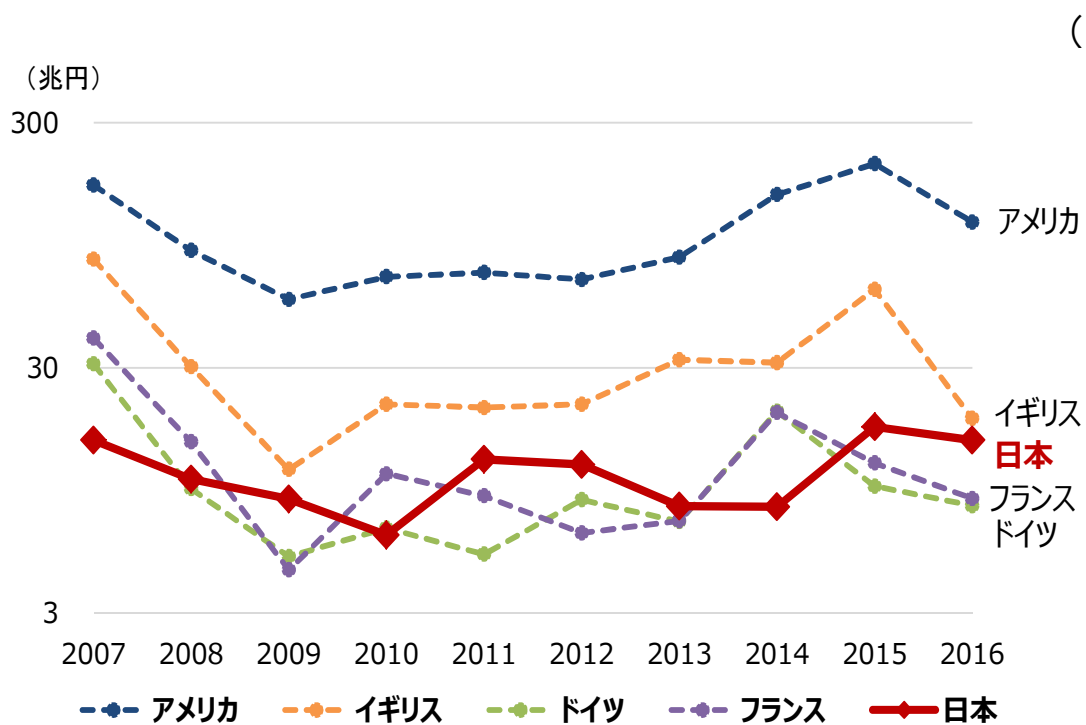
34. 企業が戦略を実施する中で、自社の**組織**をどのように設計し、運営するかということは、**最も重要な経営判断**の一つである。組織変更は、経営者がこれまでのビジネスモデルでは競争環境や需要の変化に対応できないとの認識とともに、新たなビジネスモデルを構築する意志を示すものである。〈NSKレポートP38～P39〉
35. 投資家にとって、企業が**組織変更**を行う**目的**や戦略における**位置づけ**、組織の意思決定や運営の方針、**成果指標**等を確認し、そのプロセスをモニタリングすることは重要な課題である。
36. 企業が、これらの考え方を示すとともに、継続的に組織変更による成果を重要な成果指標〔5.〕とともに示すことは投資家にとって有益である。
37. 企業のビジネス・パートナーとの関係や**サプライチェーン**をどのように構成・強化しようとしているのか、技術をいかにして実用化し、大量生産や物流等の供給体制を整えているのかということも、企業が戦略を実現するための外部との関係構築、すなわち自社を超えた**広い意味での「組織」づくり**として重要な要素である。〈NSKレポートP50〉
38. 特にグループ企業をはじめとするサプライチェーンを競争優位の源泉としている企業が、自社を超えた企業間の関係性をどのように捉えているかということは、投資家が理解すべき情報である。

## 【4. 2. 5. 成長加速の時間を短縮する方策】

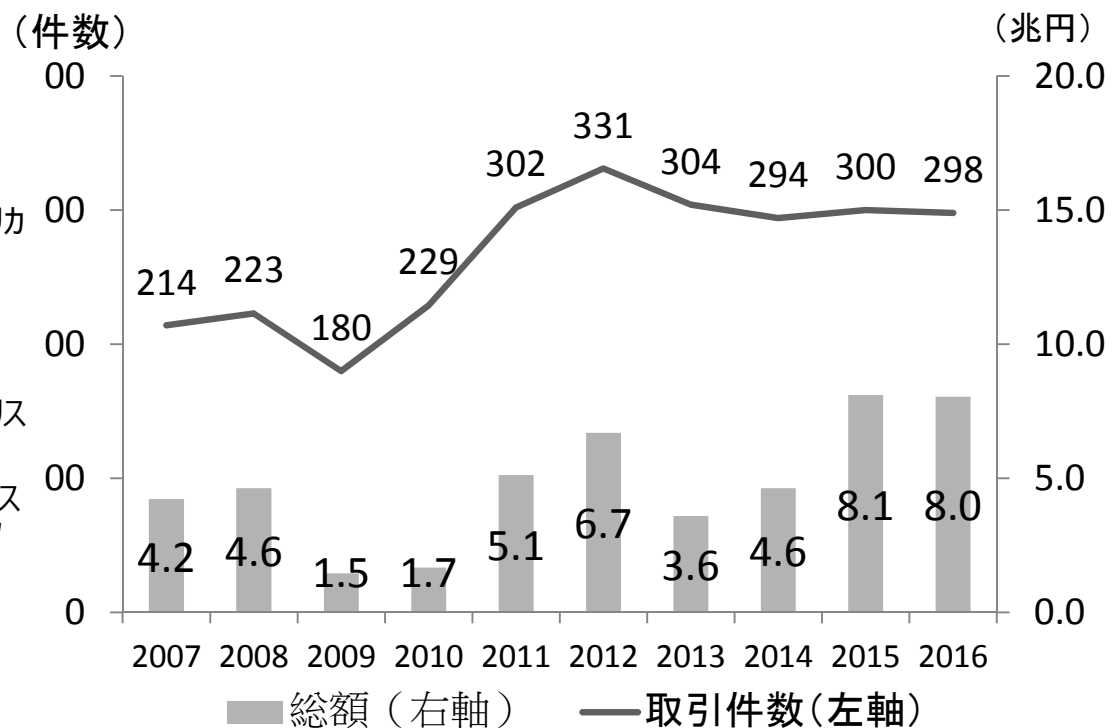
39. 自社が持つ経営資源や無形資産への投資に加え、自社にない技術やネットワーク、人的資本等を持つ企業との**提携**や**投資**、**買収**によって、ビジネスモデルを強化し、成長を加速させることも重要な戦略である。
40. 技術が急速に進展・変化する中、企業が**オープン・イノベーション**や**M&A**により自社の競争優位をどのように補完、加速するのか、自社の事業ポートフォリオ[4.4.1.]と関連づけて投資家に伝えることが重要である。また、**買収後のモニタリング体制**や**提携先との経営責任の明確化**等、事業部門や子会社のガバナンスについて示すことも重要である。

# (参考) M&Aの動向

## 主要国のM&A金額の推移



## 日本企業の海外M&A件数





## 【4. 3. ESGやグローバルな社会課題（SDGs等）の戦略への組込】

41. 企業が経営課題として特定した**ESG等のリスク**[3.]について、自社のリスクマネジメントの中でどのように管理し、影響緩和のための方策を戦略に組み込んでいるかは投資家にとって重要な情報である。＜NSKレポートP42～P57＞
42. 戦略においては、**ESG等の要素をリスク・脅威としてのみならず**、新たな事業を生み出し、また、ビジネスモデルを強化する機会としてどのように位置づけているか、そのためにどのような投資や資源配分を行っているのかを示すことも重要である。
43. 特にグローバルな事業活動を行う企業にとっては、「**持続可能な開発目標（SDGs）**」等で示される国際的な社会課題に対して、自社の企業価値の持続的向上がこれら課題の解決にもつながるという「**共有価値の創造（CSV）**」の観点を念頭に置くことも重要である。例えば、SDGs等で掲げられる目標について、企業の価値観[1.]に基づき、自社の活動の社会・環境への影響の大きさや企業価値を高める戦略の観点から優先順位を付けて取り組むことが考えられる。＜NSKレポートP42～P43＞
44. **国際的に認識されている社会課題に関する枠組み**を参照することは、グローバルな投資家の理解を促進し、建設的な対話を進めるために有用である。また、このような検討や対話を通じて、企業自身が意識していなかった自社の強みや価値を認識することも重要である。

## 【4. 4. 経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略】

45. 有形・無形資産への投資等、経営資源・資本配分を最適化することにより、持続的な企業価値向上を実現することは、企業の経営者が行う重要な意思決定である。

46. **経営資源・資本配分を最適化**するためには、自社のビジネスモデル[2.]においてそれぞれの投資がどのように中長期的な収益や企業価値向上に寄与するのか、それらをどのように**評価・モニタリング**して投資判断を行うかといったことが重要となる。〈NSKレポートP24～P27〉

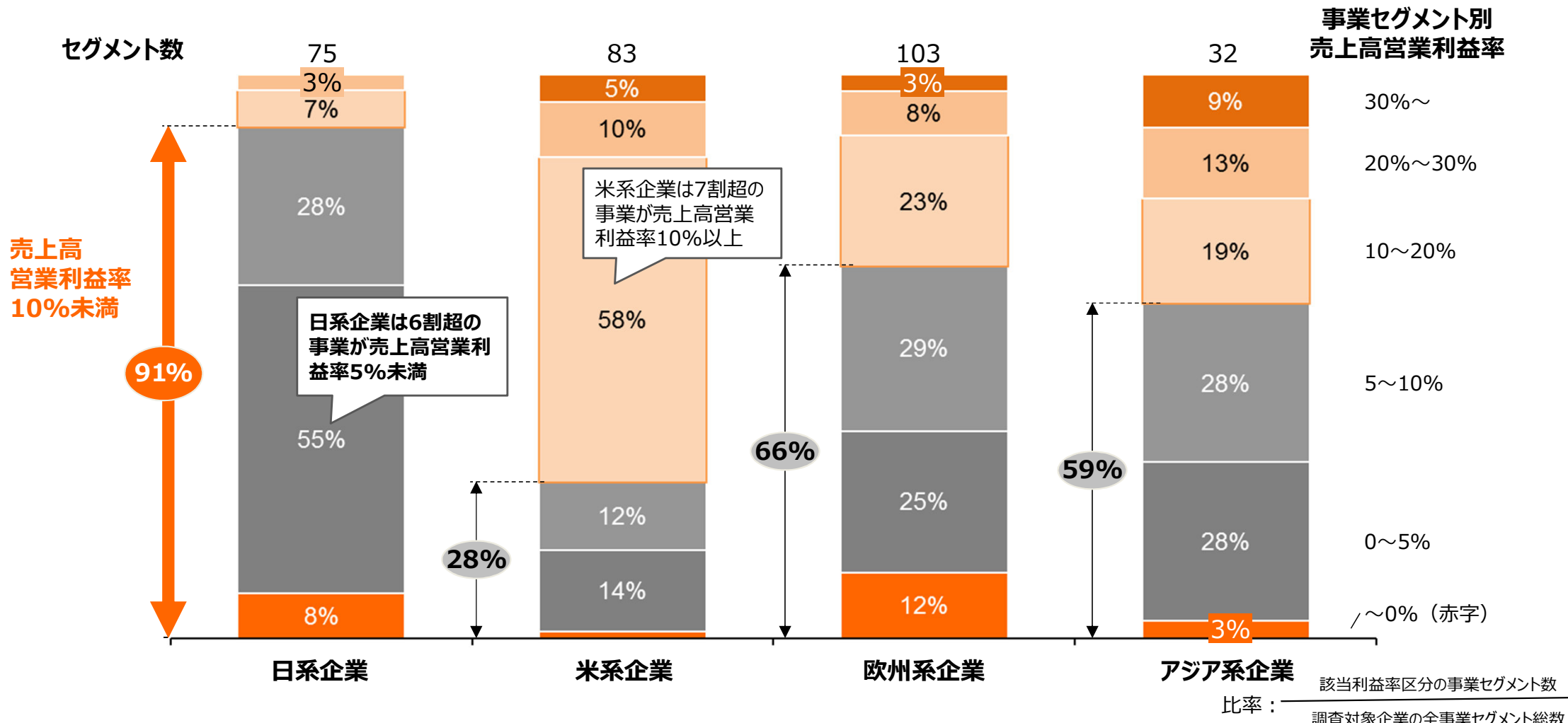
47. 投資家にとって、個別の経営資源や無形資産への投資判断[4.2.等]のみならず、企業が全体戦略の中で**事業ポートフォリオ**をどのように構築し、組み替えていくのか、それぞれの経営資源や資産の関係性をどのように捉えているのかを理解することは重要である。

4. 4. 1. 事業売却・撤退戦略を含む事業ポートフォリオマネジメント

4. 4. 2. 無形資産の測定と投資戦略の評価・モニタリング

# (参考) 日本企業の低収益性の背景(不適切なポートフォリオの転換)

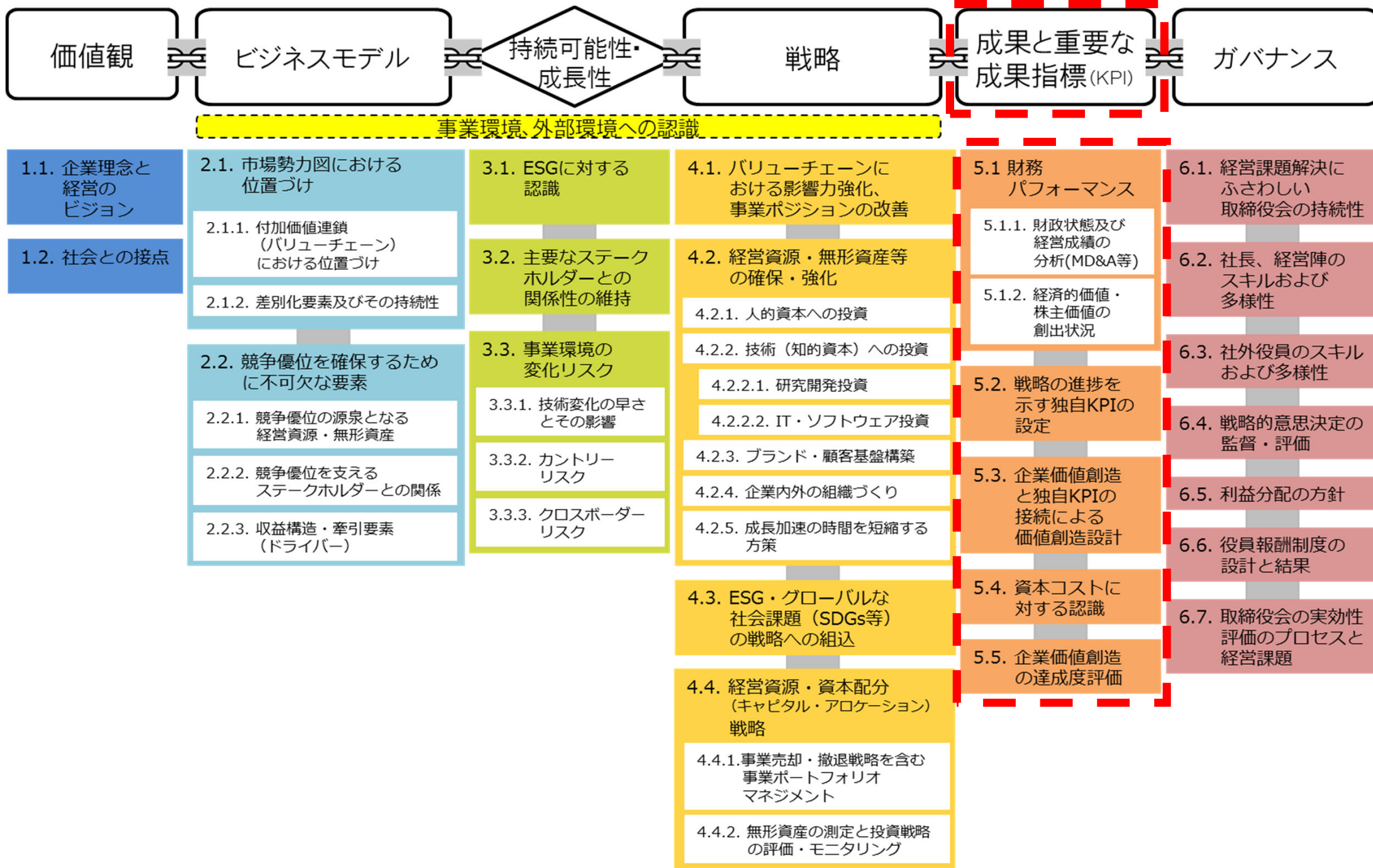
日系企業の場合、売上高営業利益率が10%未満のセグメントは9割を占める一方で、世界の企業の場合は3割~7割。日系企業は、低収益事業の淘汰が進まず、全体の収益性を引き下げ。



## 【4. 4. 2. 無形資産の測定と投資戦略の評価・モニタリング】

50. 特に**無形資産**やそれに対する**投資**について、有形資産や金融資産のように定量化、可視化が進んでいないことは、企業の資源・資本配分の最適化を阻害（過小、過大投資）する要因となり得る。特にこれらの中長期的な企業価値向上への投資として位置づけるためには、財務上、当期の費用として計上されている活動を**新たな時間軸、測定方法で認識し直す**ことが必要となる。その上で、**投資対効果**を評価することができれば、企業の戦略策定や遂行上、あるいはこれら活動に対する投資家の理解を得る上でも有益である。
51. 例えば、食品・日用品業界においては、商品のブランド、販売促進費と広告宣伝費を最適化し、売上高総利益率を改善するといった取組が見られる。商品群のブランド力に応じてグループ分けを行って販売促進費のかけ方を変え、削減した費用を優良ブランドの広告宣伝費に充当するといった事例が存在する。
52. このように自社の考え方を投資家に伝え、継続的に結果を示していくことは、投資家が企業と共通の時間軸、認識に基づいて対話し、企業の資源・資本配分や投資戦略を評価するためにも重要である。＜NSKレポートP42～P50＞

# 価値協創ガイダンス-持続可能性・成長性-





## 【 5. 成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI） 】

01. 結果を出さずに100年の計を語っても投資家やステークホルダーからの信頼を得ることはできない。企業が持続的な企業価値を向上させるためには、まず**自社がこれまで経済的価値をどのくらい創出してきたか**を振り返るとともに、**経営者が財務的な業績をどのように分析、評価しているか**を示すべきである。〈NSKレポートP24～P25〉
02. それとともに、企業が事業を通じて自らの価値観[1.]を具体化し、企業価値を高めていくための道標として、また、その達成度を測る尺度として、成果を評価する**重要指標（Key Performance Indicator=KPI）**を予め定め、投資家に示しておくことが有益である。不言実行は美德だが、投資家に対する説明力を高め信頼を得るには、自社の戦略や計画の決定とともに**成果指標（KPI）**を定め、**成果についての自己評価**を示すことが重要である。〈NSKレポートP26～P27〉
5. 1. 財務パフォーマンス
  5. 2. 戦略の進捗を示す独自KPIの設定
  5. 3. 企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計
  5. 4. 資本コストに対する認識

## 【5. 1. 財務パフォーマンス】

03. 企業の持続的な企業価値向上は、**中長期的に資本コストを上回る財務パフォーマンス**（キャッシュリターン）をあげることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行うことができる。

04. したがって、経営者が**これまでの自社の価値創造**をどのように認識しているのか、また、企業価値向上に向けた戦略を実現する過程で**足下の財政状態や経営成績**をどのように分析・評価しているのかということは、投資家にとって重要な情報である。

5. 1. 1. 財政状態及び経営成績の分析(MD&A 等)

5. 1. 2. 経済的価値・株主価値の創出状況

## 【5. 1. 2. 経済的価値・株主価値の創出状況】

07. 企業が中長期的な企業価値向上を目指すに当たり、まずは**これまで自社がどの程度経済的価値、あるいは株主価値を生み出してきたか**を再確認し、その認識を示すべきである。例えば、**過去5～10年**同社に投資を行った場合の**株式総合利回り**(TSR、配当込みの株価上昇率)はどの程度であったか、すなわち自社に中長期的に投資してきた株主がどのように報われてきたかを示すことが考えられる。**<NSKレポートP32～P33>**
08. それを起点として、これまでの事業戦略や投資、そこから生み出されたキャッシュフローや利益等の**事実を振り返る**ことは、今後の戦略の実効性を高め、投資家からの信任を得るためにも重要である。

## NSKレポート P32~33

### 企業価値の成果

#### 財務戦略・株主還元方針

#### 財務状況

2017年3月期の財務状況と評価・コメント(前期比較)は次の通りです。  
自己資本比率は44.2%、ネットD/Eレシオは0.28倍と目標とする財務健全性を維持する結果となりました。

	2016年3月期	2017年3月期	前期比	評価・コメント
資産合計	1兆324億円	1兆440億円	+116億円	事業規模拡大
自己資本	4,547億円	4,614億円	+67億円	計上した利益を一部蓄積
現金及び現金同等物	1,755億円	1,396億円	△359億円	有利子負債を削減 自己株式取得150億円
有利子負債	2,782億円	2,674億円	△108億円	有利子負債を削減
自己資本比率	44.0%	44.2%	+0.2%	自己資本増加による
ネットD/Eレシオ	0.23倍	0.28倍	+0.05ポイント	中計ターゲット0.3倍の範囲内
ROE	14.3%	9.9%	△4.4%	利益減少に伴い低下するも 中計ターゲット(10%以上)レベル

#### 財務基盤の安定

中長期的な企業価値増大を目指すための成長投資(第5次中計3年間で1,800億円)と、株主の皆様へ継続的な利益還元を行うためには、財務基盤の安定性確保が最重要事項と考えています。債券格付A格の維持と、ネットD/Eレシオ0.3倍程度の抑制が、NSKの財務安定性を確保する最低条件と認識しています。

格付投資情報センター(R&I)	日本格付研究所(JCR)
A	A+

NSKのキャッシュ創出力はここ11年間で着実に高まっており、財務体質は大きく改善しました(→P.14 11年間サマリーをご覧ください)。格付についても、格付投資情報センター(R&I)からA(2014年8月にA-から向上)、日本格付研究所(JCR)からA+(2006年9月以来維持)を取得し、格付機関から高い評価を受けています。

#### 収益を伴う成長

創出したキャッシュを積極的に投資に振り向けることで次の成長を実現し、株主の皆様から期待される投資リターン(株主資本コスト)を上回る収益率(ROE)をあげることは株式上場会社の使命と言えます。NSKは、過去の株価動向と事業特性、および株式市場の現況から推計される当社の株主資本コストを上回るROEが資本効率の目安と考え、第5次中計では「ROE 10%以上」という目標を掲げています。

2017年3月期は、円高影響とその他の営業費用の計上により当期利益が△31%減少したため、ROEは9.9%となりました。2016年3月期の14.3%から低下したものの、第5次中計目標の10%レベルとなっており、このターゲットを中期的に達成し続けることがさらなる株主価値の向上に繋がると考えています。



#### 利益還元

第5次中計では、成長投資とともに株主の皆様への利益還元を強化する方針のもと、配当金については「配当性向30%目安」という数値目標を中期計画として初めて明示しました。

2017年3月期の当期利益は減少しましたが、財務状況と配当の継続性を勘案し、1株当たり配当金は、普通配当28円に加えて、創立100周年を記念した記念配当10円の合計38円を実施し、配当性向は44%となりました。さらに、株主還元強化の一環として、2016年5月に約12年ぶりに自己株式取得(150億円)

を実施しました。これらの結果、配当と自己株式取得を合わせた2017年3月期の総還元性向は77%となっています。

NSKは配当による利益還元に加えて、自社株買いも財務・資本政策上の選択肢の一つと認識しています。今後も当社の財務状況、株式市場の動向等を勘案して、適切かつ機動的な財務戦略を進めていきたいと考えています。なお、2018年3月期については、1株当たり配当金38円(配当性向36%)を予定しています。

#### トータル株主リターン(TSR)

株主資本コストを上回るROEを実現すること併せて、配当と株価上昇によって得られるTSRが株主資本コストを上回ることも重要です。過去のTSRは以下のとおりです。また相対的な

パフォーマンスとして、TOPIXおよびTOPIX機械セクターとの比較もご参照下さい。

#### NSKの株価パフォーマンス(10年間、配当込み)

##### 株価パフォーマンス(TSR)

投資期間	1年		3年		5年		10年	
	累積/年率	累積	累積	年率	累積	年率	累積	年率
NSK	58.3%	59.3%	16.8%	169.9%	22.0%	58.6%	4.7%	
TOPIX	14.7%	33.7%	10.2%	98.2%	14.4%	8.0%	0.8%	
TOPIX機械	29.6%	35.0%	10.5%	101.4%	15.0%	35.1%	3.1%	

\*TSR(Total Shareholders' Return):キャピタルゲインと配当を合わせた総合投資収益率  
※年率未満は四捨五入  
※Bloombergデータより当社作成

##### 年度株価の推移(最高値・最低値・年度末・ボラティリティ)

年度	最高値(円)	最低値(円)	年度末(円)	ボラティリティ
2007	1,349	765	755	42.4%
2008	1,077	282	377	74.3%
2009	750	366	738	47.6%
2010	836	495	717	37.4%
2011	815	458	637	36.7%
2012	758	414	715	36.9%
2013	1,360	666	1,062	45.7%
2014	1,815	1,023	1,758	32.6%
2015	2,120	910	1,030	39.0%
2016	1,739	691	1,592	44.3%

\*ボラティリティは、日次終値ベースの標準偏差を年間換算



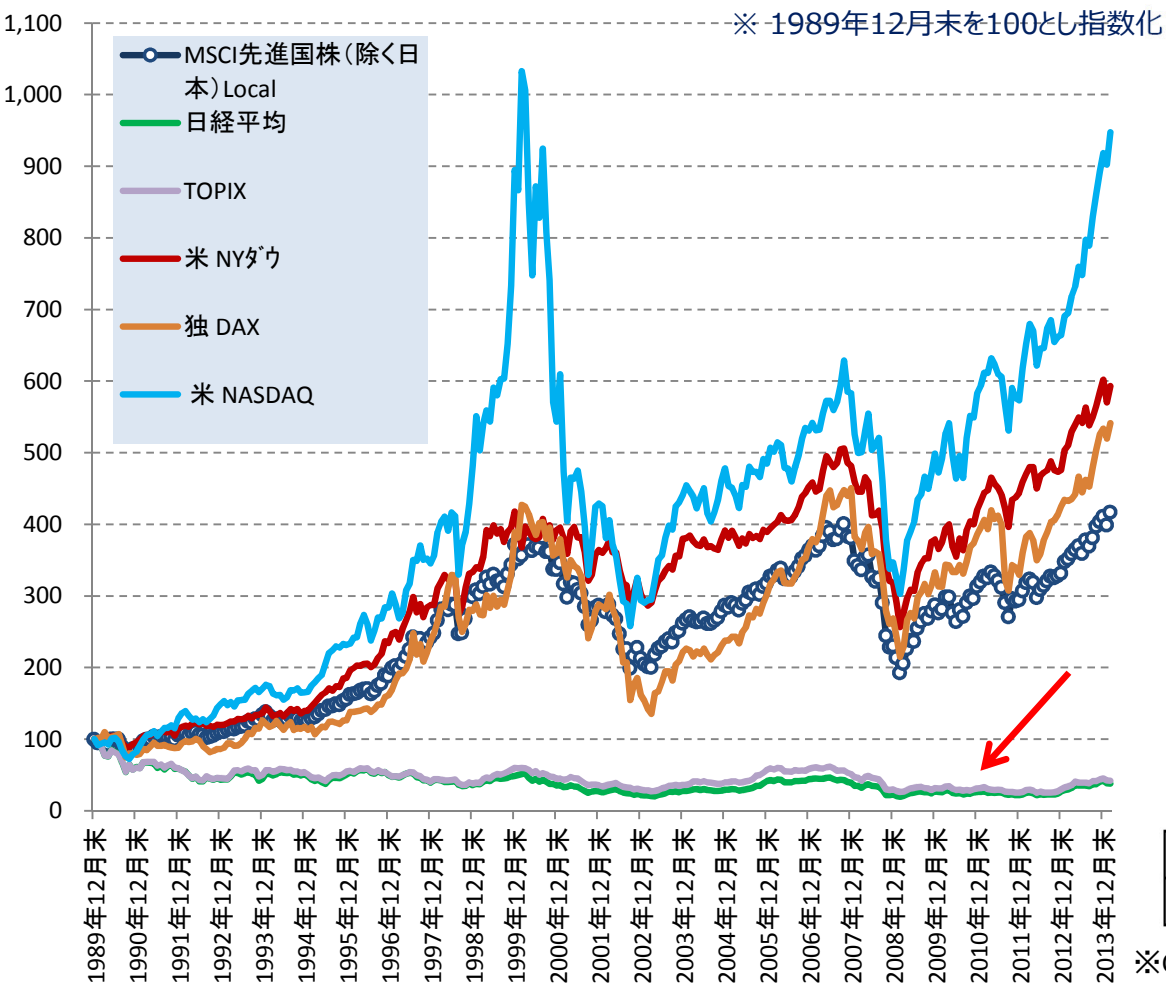
注:2007年3月末日の株価データを100とした配当込み株価指数の推移

# (参考)「持続的低収益性」のパラドックス -長期にわたる低収益性-

国際ランキングでも日本のイノベーション潜在力は高い水準を維持。しかし、ここ数十年にわたり低収益、株価低迷を続けてきたというパラドックス。

## 代表的な株価指数の累積リターン

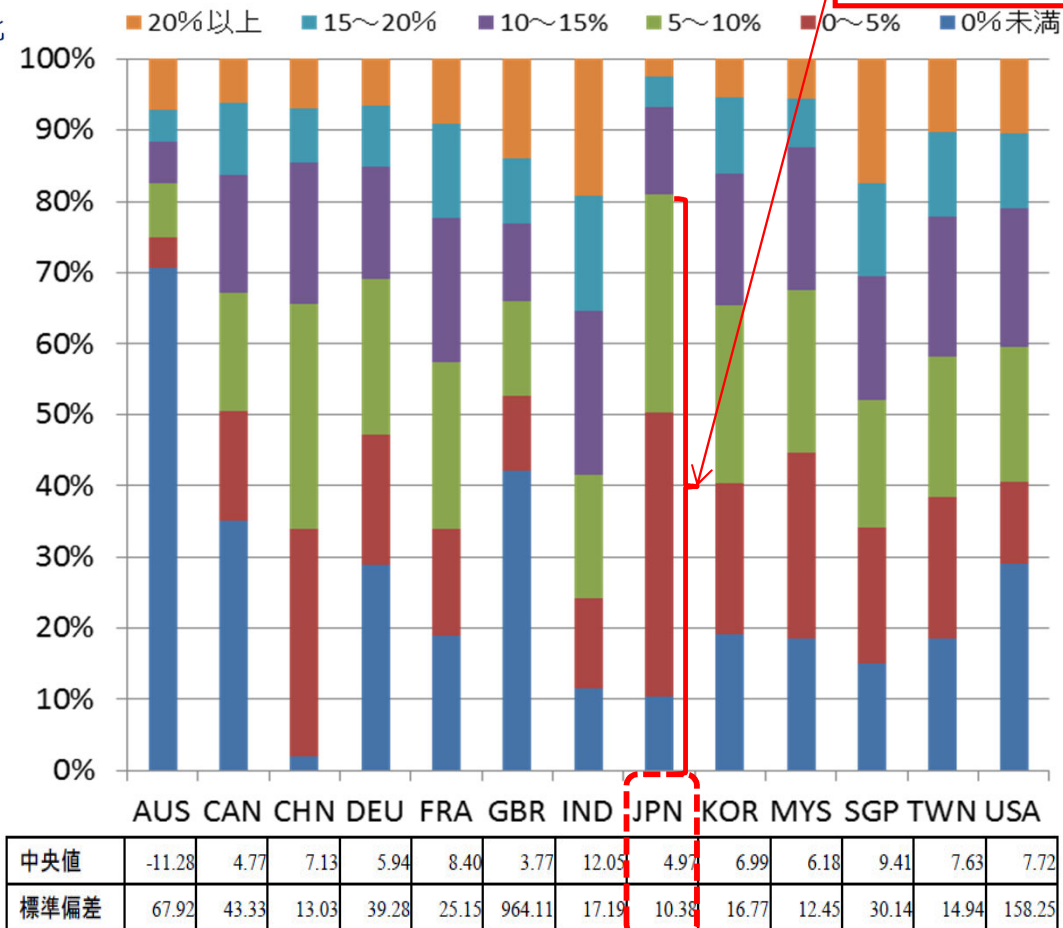
<過去25年間（1989年末～2014年2月末）>



(出所) Bloombergのデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

## ROE（株主資本利益率）の国際比較

<過去10年間（2000年～2010年）>



※Compustat Globalデータベースより各国の2000-2010年の各社のデータをベースに各社の過去10年間の中央値を算出。図表では各社中央値の分布を示している。

(出所) 一橋大学 加賀谷哲之准教授作成。

## 【5. 2. 戦略の進捗を示す独自KPIの設定】

09. 企業全体の価値創造に関連するKPI(ROE、ROIC等)を示すことは有益だが、それだけでは企業がそれを達成するためにどのような具体的な行動を取るかが見えにくいいため、投資家にとって説得力あるKPIにはならない。
10. そのため、自社固有の戦略[4.]に沿って将来の経営計画を策定し、その進捗状況を検証するための定量・定性それぞれの**企業独自のKPI**を設定することが求められる。  
＜NSKレポートP26～P27＞
11. また、**KPIの変更**は、重要な**戦略の変更**を行ったことと理解されるため、その理由を投資家に対し示すことが有益である。



## NSKレポート2017 P26~27

企業価値創造ストーリー(成長戦略)

### 第5次中期経営計画

#### 第5次中期経営計画の骨子

「次の100年に向けた進化のスタート」をスローガンに掲げ、「オペレーショナル・エクセレンス(競争力の不測の追求)」と「イノベーション&チャレンジ(あたらしい価値の創造)」という2つの方針を掲げています。この2本柱の下で、「持続的成長」「収益基盤の再構築」「新成長領域確立」の3つの経営課題に取り組んでまいります。

#### 2つの柱

##### 1. オペレーショナル・エクセレンス

NSKの「モノづくりにこだわる」というDNAに磨きをかけ、一層強固な環境力の実現を目指します。また、生産・販売・技術・管理の全ての機能における効率化、体質強化を図り、コア事業の競争力を高めめます。

##### 2. イノベーション&チャレンジ

将来に向けた新技術、新製品、新事業という新しい価値の創造への取り組みです。オペレーショナル・エクセレンスの追求により、収益力を確保し、その利益を次のステップに向けたイノベーションに活用、さらなる成長を実現していきます。

#### 目指すこと、実行していくこと

##### 1. 持続的成長

NSKとしてはもちろん、世の中の持続的成長を念頭に、安全な社会、便利で快適な社会、環境負荷の少ない社会の実現を目指します。

##### 2. 収益基盤の再構築

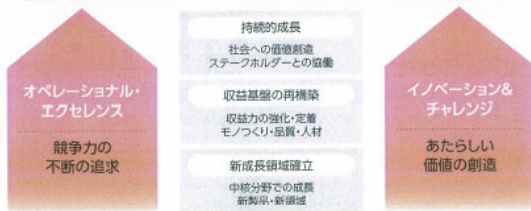
NSKの伝統であるモノづくり・品質へのこだわり、ヒトを大事に、お客様・取引先を大切にするという基本を守りつつ、第4次中期で向上した収益力を強化し、外部環境に大きく左右されない経営体質、収益基盤の再構築を図ります。

##### 3. 新成長領域確立

NSKのコアテクノロジーを活かした機能部品、要素部品による成長に加え、NSK製品が組み込まれるアプリケーション、機械、装置、システム全体に目を向け、それぞれの機能を高める技術開発、マーケティングを推進します。

### NSKビジョン2026 あたらしい動きをつくる。

#### 次の100年に向けた進化のスタート



#### 第5次中期経営計画・数値目標

この中期経営計画期間の需要回復は限定的と想定していますが、過去から目標としてきた売上1兆1兆円、営業利益1,000億円、営業利益率10%にチャレンジしてまいります。

その他の経営指標としては、ROE10%以上、ネットD/Eレシオ0.3倍という高い資本効率と財務安定性を目指します。

	(単位:億円)	(単位:億円)
	2016年3月期実績	2019年3月期計画
売上高	9,753億円	1兆円
営業利益	895億円	1,000億円
当期利益(連結包括利益)	657億円	700億円
営業利益率	9.2%	10.0%
ROE	14.3%	10.0%以上
ネットD/Eレシオ	0.23倍	0.3倍
為替レート	US\$ = 120円 Euro = 133円 中国元 = 18.9円	US\$ = 105円 Euro = 120円 中国元 = 16.7円

成長のための投資として、3年間の合計設備投資額は1,800億円と、減価償却の予想(1,300億円)を500億円程度上回る計画です。さらに技術開発費用も800億円を投入し、中長期的な視野に立て、将来の成長を実現するための重要な知的資産、人的資産といったリソース作りに向けてまいります。

	(単位:億円)	(単位:億円)
	2014/2016/3実績	2017/3-2019/3計画
第5次中期経営計画 設備投資・技術開発費用	1,690億円	1,800億円
設備投資(無形込み)	1,490億円	1,400億円
オペレーショナル・エクセレンス 体質強化・工場再編、業務効率向上		200億円
イノベーション&チャレンジ 新工業・スマートファクトリー、新製品・新領域		200億円
事業基盤の強化 安全・安心・環境、BCP		200億円
技術開発費用	685億円	800億円
減価償却費	1,153億円	1,300億円

#### 事業別戦略

##### 産業機械事業

需要減退は、新興国の成長鈍化や資源価格の低迷等を背景に調整局面、また先行きも不透明な状況です。一方で、中長期的な技術ニーズは進化しており、それらのニーズを捉え成長できるよう、以下のとおり重点課題に取り組んでいきます。

##### 重点課題に対する施策

###### ▶環境変化への対応

競争力を再構築し、収益性を向上させるため、品質やコストの見直しとリードタイムの短縮を図り、製品力の強化に取り組みます。

###### ▶重点セクター施策

風力発電などのインフラ分野、技術の高度化が進む工作機械などの資本財、成長著しいロボット、医療分野などを重点セクターとし、ソリューションを提供します。また、アフターマーケットでのチャネルマネジメントを強化します。

###### ▶新しい付加価値・需要の創造

CM5技術開発とビジネスモデル構築に取り組むほか、軸受・電動技術のシナジーを活かす新製品の開発に注力します。

重点課題	環境変化への対応とターゲット分野での拡大
オペレーショナル・エクセレンス	●市場環境変化への対応力・収益力強化 ●商品開発力の強化
イノベーション&チャレンジ	●重点セクターへのリソース集中 ●新しい付加価値・需要の創造

#### 第5次中期経営計画の取り組み状況

中計1年目の2017年3月期を終えましたが、限定的と考えていた需要回復は、特に産業機械事業の工作機械や半導体などのセクターで、想定より強く推移しました。2018年3月期もセクターにより状況は異なりますが、緩やかな回復基調が続くと見込まれます。自動車市場はグローバルで緩やかな拡大が続いていますが、北米需要の調整や中国の減速が予想されます。このような環境の下、産業機械事業では需要回復が顕著なセクターでの販売拡大を最大限に実現させていくこと、またそのために供給マネジメントを強化していくことが重要な課題となります。自動車市場ではEPSのモデルチェンジによるマイナスの影響を、増加が見込まれるパワートレイン事業でカバーしていきます。また電動/ブレーキシステム用ホールねじの製造拡大を図っていきます。安全、品質、コンプライアンスのレベルアップについては、モノづくりを行うメーカーとして最優先に取り組んでいきます。

#### 産業機械事業の進捗

##### ▶環境変化への対応

中国メーカーの台頭により競争環境が激化している分野もありますが、NSKはターゲット市場を明確化し、高度な技術が必要とされる分野に注力します。コスト競争力や生産力の強化については、デザインの見直し、グローバル調達などの進捗を図っていきます。

##### ▶重点セクター施策

鉄道分野では欧州補修ビジネスへの本格参入を開始、中国でも拡張活動を積極的に進めています。

##### ▶新しい付加価値・需要の創造

CM5技術部を新設。プラットフォームとなるシステムを開発し、効率的、効果的な技術・商品開発を進めています。

##### 自動車事業

自動車事業を取り巻く環境は、「動力源の多様化」と「車両運動制御の進化」という2つの大きなテーマのもと、急速な勢いで変化しています。これらの環境変化に合わせ、パワートレイン部とステアリング&アクチュエータ本部に再編し、次世代の成長につなげていきます。

##### 重点課題に対する施策

###### ▶パワートレイン事業

軸受、AT製品の要技術等をさらに進化させていきます。AT製品では、多段化や、ユニット製品を扱うお客様のビジネス増加という追い風の中、販売拡大を見込んでいます。また自動車の電動化部品の広がりを背景に、電動チャージャや電動モータなどの電動領域では新製品開発による成長を目指します。

###### ▶ステアリング&アクチュエータ事業

第5次中期期間を次の成長への種まきの時期と位置づけています。主力のコラムタイプEPSは顧客ベースの拡大を目指し、またラックタイプEPSの開発を進めることで次の中期期間での成長へとつなげます。加えて、EPS事業で蓄積したメカトロニクス技術を活かし電動ブレーキ用アクチュエータなどの新コア製品の開発も進めていきます。

重点課題	収益基盤強化と将来成長への布石づくり
オペレーショナル・エクセレンス	●ドライブトレイン事業拡大と収益のある成長 ●EPS顧客ポートフォリオの拡大
イノベーション&チャレンジ	●技術進化への対応(高効率/電動化/自動運転) ●下流アシストEPSの開発

#### 自動車事業の進捗

##### ▶パワートレイン事業

電動化に伴う新アプリケーションは、軸受に対する性能要求レベルが高く、NSKの技術力による受注拡大を図っていきます。また電気自動車への需要増大に伴い、電圧リソース技術を活かしたハイブリッド駆動の販売が開始されました。一方、需要が拡大するATビジネスの生産体制強化のため、2018年3月期は韓国のニードル軸受工場、メキシコのAT部品工場を操業を開始します。

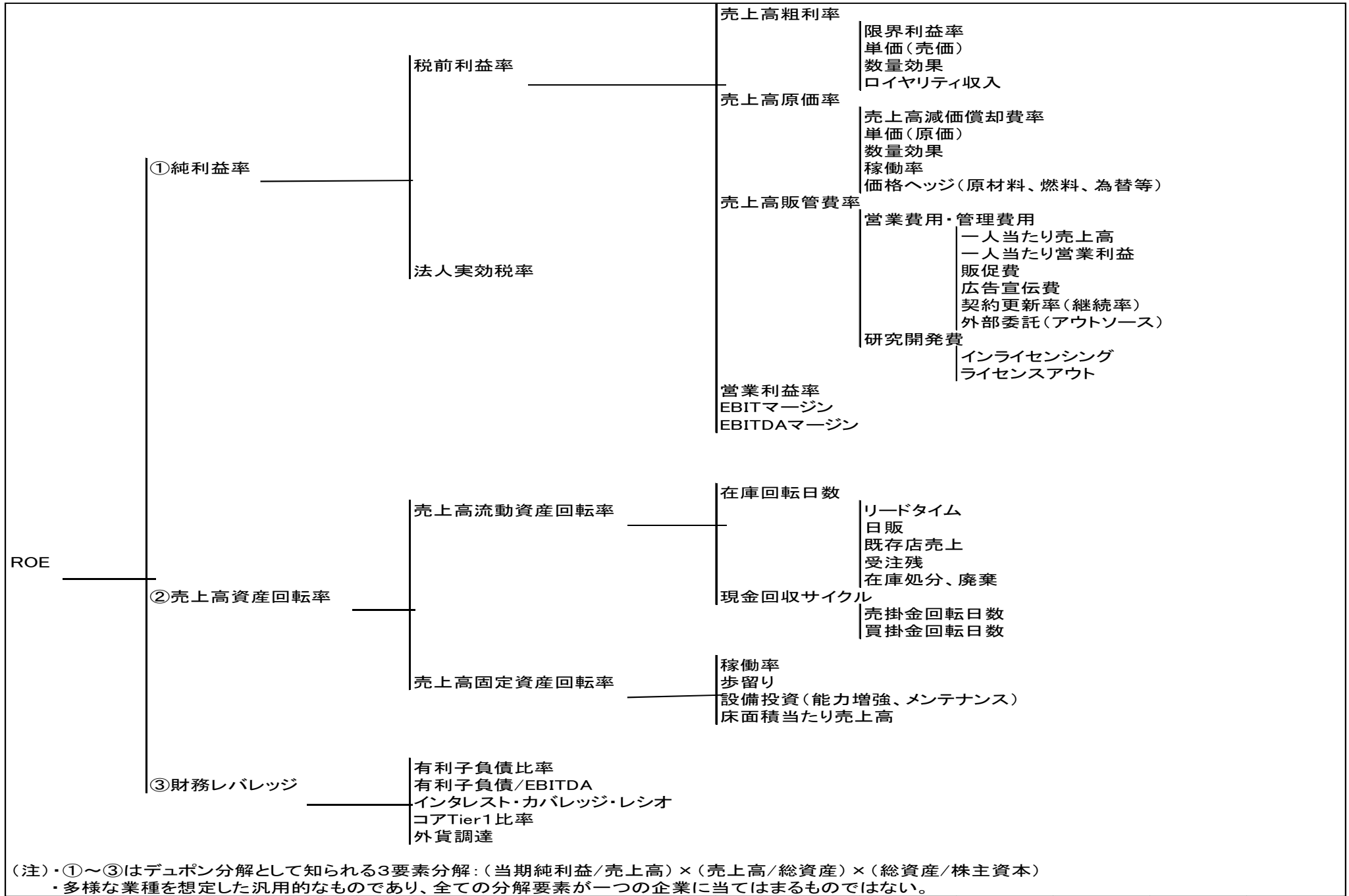
##### ▶ステアリング&アクチュエータ事業

次世代コラムタイプEPSにより、引き続き顧客ベースの拡大に努めていきます。ラックタイプEPSの開発はスケジュール通りに進捗しており、受注活動を加速させていきます。また緊急自動ブレーキの搭載義務化、標準装備化のトレンドはグローバルに広がりつつあり、2018年に量産を開始する電動ブレーキシステム用ホールねじの大型案件に続き、さらなる受注拡大を図っていきます。

## 【5. 3. 企業価値創造と独自KPI の接続による価値創造設計】

12. 企業独自のKPIを追求することで、企業全体の価値創造に関連するKPI(ROE、ROIC等)とのつながりが見えにくくなることがある。例えば、独自KPIが細かすぎることで投資家が理解しきれず、評価不能な情報となるおそれがある。
13. したがって、企業は、全体としての**価値創造に関連するKPIを分解した結果が独自のKPIに結びつくように**、または、**独自のKPIを積み上げた結果が企業価値創造のKPIに接続する**ようにKPIを設定し、組織全体として価値創造プロセスが実現するような設計を意識すべきである。＜NSKレポートP6～P9＞
14. 企業がこれらの概略を示すことで、投資家は企業独自のKPIに沿って成果を確認することができ、それらを組織設計や運営、業績評価や報酬等と関連付けて理解することができる。

# (参考) ROEの分解の例(拡大)

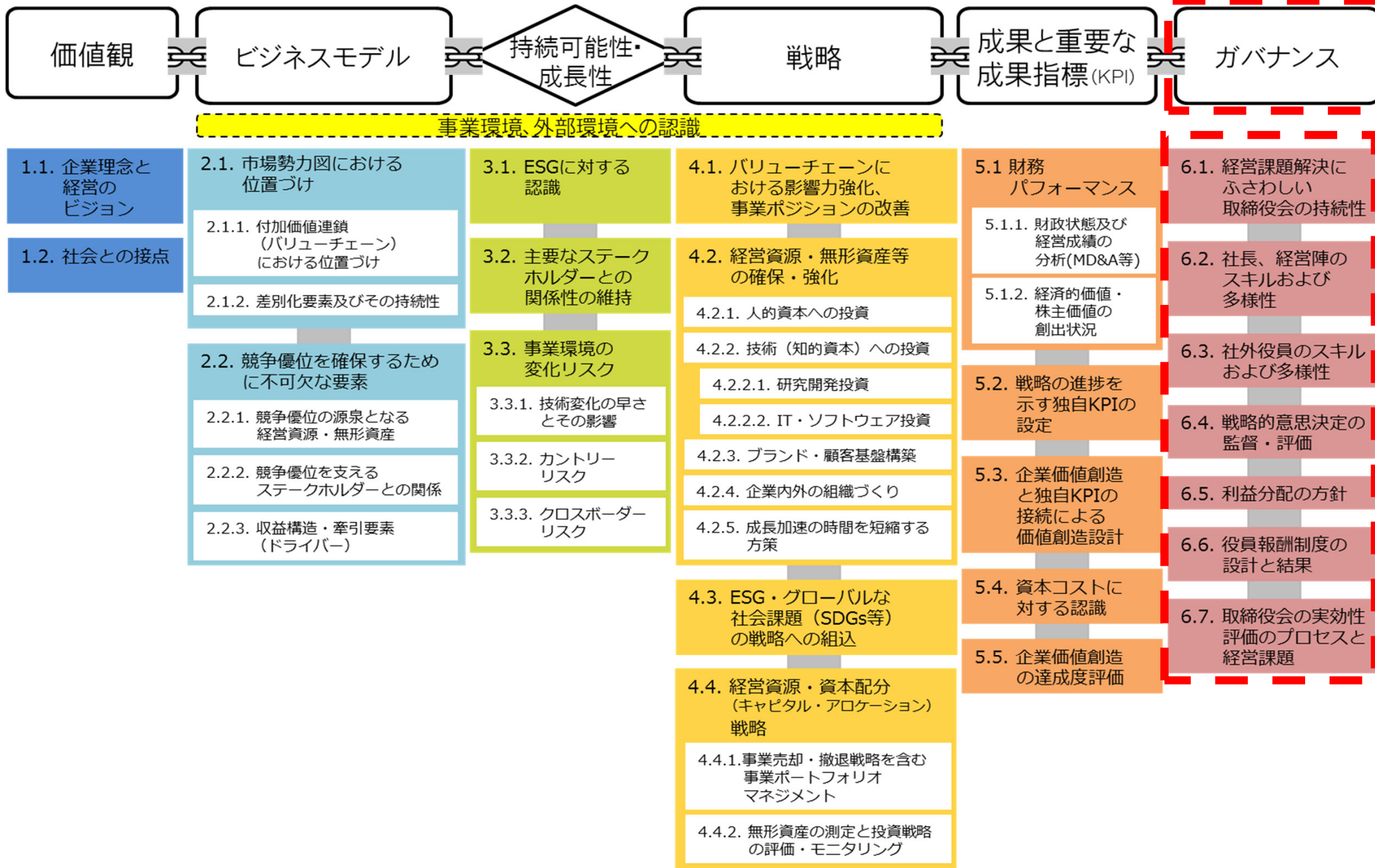


## 【5. 4. 資本コストに対する認識】

15. 全体の企業価値創造に関連するKPIが意識されるとともに、自社の投資判断においても**資本コストを超過するリターン**を求める意志が伝わることは投資家の評価を得る上で重要である。
16. 資本コストは市場が期待する収益率であり、負債コストと株式コストの加重平均(WACC)といった考え方もあるが、絶対的な定義はない。企業は、**資本コスト**を投資家との間の信頼関係や期待等を反映した**総合的なもの**として認識し、これに対する考え方を自社の経済的価値・株主価値の創出状況の認識の中で示すことが重要である。



# 価値協創ガイダンス-持続可能性・成長性-



## 【6. ガバナンス】

01. 投資家にとって、企業がビジネスモデルを実現するための戦略[4.]を着実に実行し、持続的に企業価値を高める方向で規律付けられる**ガバナンスの仕組みが存在し、適切に機能**していることは不可欠な条件である。投資家は、ガバナンスの状況を確認することで、企業を信頼し、安心して投資を行うことができる。〈NSKレポートP51～P59〉
02. 企業は、情報開示や投資家との対話を通じて、自らのガバナンスの仕組みが実効性を持つものであることを以下の事項も参照して明確に示すことが求められる。
6. 1. 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性
  6. 2. 社長、経営陣のスキルおよび多様性
  6. 3. 社外役員のスキルおよび多様性
  6. 4. 戦略的意思決定の監督・評価
  6. 5. 利益分配の方針
  6. 6. 役員報酬制度の設計と結果
  6. 7. 取締役会の実効性評価のプロセスと経営課題



# (参考) 企業と投資家の対話・開示に係る政策検討の方向性

## 企業と投資家の長期投資の重要性と我が国の開示制度の課題

- ◆ 第四次産業革命において企業が持続的に価値を生み出す**競争力の源泉**は、強固なビジネスモデルとそれを持続的な成長につなげるための戦略であり、有形資産だけでなく人材や技術・知識等の「**無形資産**」への**戦略投資**を視野に入れた経営が重要。そして、そのような**企業経営**を適切に評価して**長期資金**を供給する**投資家**を引きつけることが重要。
- ◆ しかし、投資家に価値を伝える手段である我が国企業の開示は、①複数媒体に開示がまたがっており、かつ、②長期的な投資判断に不可欠なビジネスモデルや経営戦略、ESG等の非財務情報が不十分との声。
- ◆ **長期投資家の重視する情報が国際的に見て最も実効的・効率的に開示される環境を実現**すべく、①**開示制度の効率化**、②**長期的な企業価値評価のための開示充実**に同時並行で取り組み、結果として、**機関投資家等の企業評価・対話の質向上を通じた企業の「稼ぐ力」の向上**を実現する。

### 開示制度の見直し

- 共通化**
  - 有価証券報告書と事業報告等の類似の項目を特定し、共通化を実施
- 合理化**
  - 開示項目の集約・統合・廃止等の合理化を行い、開示の自由度を高める
- 一体化**
  - 有価証券報告書と事業報告等を1つの書類でも対応可能に
  - あわせて長期投資家が重視する**非財務情報の開示充実**

「国際的に見て最も実効的・効率的な開示」

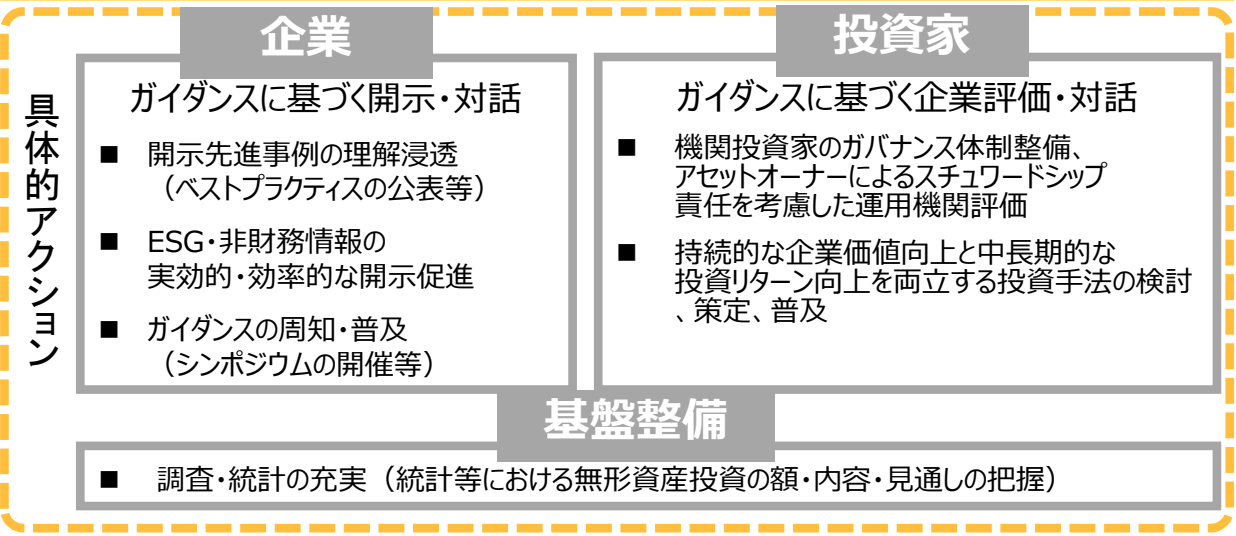
ガイドランスの内容を踏まえ  
た開示の**充実**

### 「長期投資研究会」における検討

#### 「価値協創のための統合的開示・対話ガイドランス

#### - ESG・非財務情報と無形資産投資 - (価値協創ガイドランス) の策定

- 長期的な価値向上に向けて、企業の情報開示や投資家との対話のあり方の参考となる**ガイドランスを策定**
  - 「ビジネスモデル」、「持続可能性・成長性」、「戦略」、「パフォーマンス・KPI」、「ガバナンス」等考慮すべきポイント、要素を一連の価値創造ストーリーの中で語るフレームワークを提示。



企業・投資家の長期投資と質の高い対話・エンゲージメントを後押し ➡ **持続的な企業価値創造と長期投資の促進**

## (参考)「価値協創ガイダンス」に対する機関投資家からの声

ガイダンスについては肯定的な声が多く聞かれ、企業と投資家の双方がどのように活用すべきか様々な示唆をいただいている。今後は研究会報告書及びベストプラクティスの公表等を予定。

	主要機関投資家からの意見	今後の対応
内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業経営にとって理想的な内容が記載されている。</li> <li>E・S(環境・社会)とG(ガバナンス)を分けたアプローチは正しい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 企業・投資家向けセミナー等の実施</li> <li>✓ アナリストにおける活用の促進</li> </ul>
企業における活用方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営者が経営を見直す際に有用な“教科書”であり、企業において理解と活用が進むことを期待。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 研究会報告書の公表</li> <li>✓ 開示・対話のベストプラクティスの公表</li> </ul>
投資家における活用方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業との対話の際に持参して使えるくらい実践的。</li> <li>アナリストがガイダンスのような観点でレポートを書いたら評価されるだろう。</li> </ul>	
浸透に向けた方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>ガイダンスの内容をなぜ投資家に説明しないといけないか、企業との対話の中で理解を得ていきたい。</li> </ul>	

(出典) スチュワードシップ研究会会員(機関投資家等)との意見交換会での発言より抜粋

## 三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム (2014年9月5日以降):

## 個別銘柄に対する投資判断 (レーティング) の定義

Overweight (OW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合
Neutral (N)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合
Underweight (UW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合
NR	投資判断を実施しない
RS	適用される法律及び/又はMUMSSの方針によりレーティング及び目標株価は付与しない、もしくは一時留保する

## セクター (MUMSSカバレッジ・ユニバース) に対する投資判断の定義

強気	弊社がカバレッジする銘柄ユニバースとの比較で、当該セクターのパフォーマンスが上回るとストラテジストが予想する場合
中立	弊社がカバレッジする銘柄ユニバースとの比較で、当該セクターのパフォーマンスが同程度とストラテジストが予想する場合
弱気	弊社がカバレッジする銘柄ユニバースとの比較で、当該セクターのパフォーマンスが下回るとストラテジストが予想する場合

## 中小型に分類された銘柄に対する投資判断 (レーティング) の定義

Buy	絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合
Hold	絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合
Sell	絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合
NR	投資判断を実施しない
RS	適用される法律及び/又はMUMSSの方針によりレーティング及び目標株価は付与しない、もしくは一時留保する

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

## 三菱UFJモルガン・スタンレー証券のレーティング分布 (2015年9月9日付)

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy(Overweight , Buy)	34.9%	39.4%
Hold(Neutral , Hold)	53.9%	31.2%
Sell(Underweight , Sell)	9.4%	16.3%
その他	1.7%	25.0%

当該レーティング項目において、「Buy」は上記レーティング「Overweight」(個別銘柄)と「Buy」(中小型株)の合計、「Hold」はレーティング「Neutral」(個別銘柄)と「Hold」(中小型株)の合計、「Sell」はレーティング「Underweight」(個別銘柄)と「Sell」(中小型株)の合計に該当します。

\*投資銀行部門顧客は過去12ヵ月間のデータに基づいて抽出されています。2014年9月5日よりレーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

## アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容(複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容)が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

## 重要な開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「MUMSS」)及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%\*以上を保有しています: ローソン、イビデン、ブリヂストン、TOTO、日本特殊陶業、豊田自動織機、NTN、東芝、三菱電機、安川電機、明電舎、日本電産、オムロン、TDK、ミツミ電機、アルプス電気、ホシデン、ヒロセ電機、日立マクセル、堀場製作所、デンソー、岡谷電機産業、日本シイエムケイ、ローム、新光電気工業、京セラ、太陽誘電、村田製作所、ニチコン、日本ケミコン、コア、日産自動車、いすゞ自動車、トヨタ自動車、日野自動車、三菱自動車工業、マツダ、ダイハツ工業、本田技研工業、スズキ、富士重工業、ヤマハ発動機、エクセディ、ミツバ、タカタ、伊藤忠商事、三菱商事、日本郵船

\*上場から1ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載による。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算されるものとする。

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社の有価証券の募集又は売出し等の際し、主幹事又は共同幹事を務めたことがあります: ブリヂストン、豊田自動織機、デンソー、三菱商事

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び/又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています: ローソン、ブリヂストン、豊田自動織機、NTN、デンソー、村田製作所、ダイハツ工業、三菱商事、日本郵船

MUMSS及びその関連会社等は今後3ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています: ローソン、イビデン、ブリヂストン、TOTO、日本特殊陶業、豊田自動織機、NTN、東芝、三菱電機、安川電機、明電舎、日本電産、オムロン、TDK、ミツミ電機、アルプス電気、ホシデン、ヒロセ電機、日立マクセル、堀場製作所、デンソー、岡谷電機産業、日本シイエムケイ、ローム、新光電気工業、京セラ、太陽誘電、村田製作所、ニチコン、日本ケミコン、コア、日産自動車、いすゞ自動車、トヨタ自動車、日野自動車、三菱自動車工業、マツダ、ダイハツ工業、本田技研工業、スズキ、富士重工業、ヤマハ発動機、エクセディ、ミツバ、タカタ、伊藤忠商事、三菱商事、日本郵船

## その他開示事項

MUMSSは、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSSの役員（以下、会社法（平成17年法律第86号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫

**レーティング履歴はご希望に応じて提供いたします。**

### 2014年9月5日以前の三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム

個別銘柄に対する株価判断（レーティング）の定義

Outperform (O)	今後12ヵ月間における投資成果がTOPIXを15%超上回るとアナリストが予想する場合
Neutral (N)	今後12ヵ月間における投資成果がTOPIXの±15%以内とアナリストが予想する場合
Underperform (U)	今後12ヵ月間における投資成果がTOPIXを15%超下回るとアナリストが予想する場合
NR	株価判断を実施しない
RS	適用される法律及び／又はMUMSSの方針によりレーティング及び目標株価は付与しない、もしくは一時留保する

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

セクター(MUMSSカバレッジ・ユニバース)に対する投資判断の定義

Overweight (オーバーウエイト)	今後12ヵ月間について、TOPIXとの比較で、当該セクターのパフォーマンスが上回るとアナリストが予想する場合
Neutral (ニュートラル)	今後12ヵ月間について、TOPIXとの比較で、当該セクターのパフォーマンスが同程度とアナリストが予想する場合
Underweight (アンダーウエイト)	今後12ヵ月間について、TOPIXとの比較で、当該セクターのパフォーマンスが下回るとアナリストが予想する場合



本レポートは、MUMSSが、本レポートを受領されるMUMSS及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内でMUMSSIに言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSIは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFGについては投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSSが公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものでない可能性があります。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSSは本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。MUMSSは関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。

本レポートは、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの(直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS・その他MUFG関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行された他の証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供もしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSSIは、会社法第135条の規定により自己の勘定でMUFG株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

**英国及び欧州経済地域:** 本レポートが英国において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities International plc. (以下「MUSI」。電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUSIは、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority(プルーデンス規制機構、「PRA」)の認可及びFinancial Conduct Authority(金融行動監視機構、以下「FCA」)とPRAの規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client(プロ投資家)又はeligible counterparty(適格カウンターパーティー)向けに作成されたものであり、FCA規則に定義されたretail clients(リテール投資家)を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付してはならないものです。MUSIは、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においてもprofessional investors(若しくはこれと同等の投資家)に配布する場合があります。本レポートは、MUSIの組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

**米国:** 本レポートが米国において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities (USA), Inc. (以下「MUS-USA」。電話番号: +1-212-405-7000)により配布されます。MUS-USAは、United States Securities and Exchange Commission(米国証券取引委員会)に登録されたbroker-dealer(ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority(金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています(SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートがMUS-USAの米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934年米国証券取引所法の規則15a-6に基づくmajor U.S. institutional investors(主要米国機関投資家)に限定されております。MUS-USA及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。FLOESはMUS-USAの登録商標です。



IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示230 に基づく開示): MUS-USAは税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内(添付文書を含む)の税金に関する記述はMUS-USA及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

**日本:**本レポートが日本において配布される場合、その配布はMUFGのグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者であるMUMSS(電話番号:03-6213-5774)が行います。

**シンガポール:**本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities (Singapore), Limited (以下「MUS-SPR」。電話番号:+65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS-SPRはシンガポール政府の承認を受けたmerchant bankであり、Monetary Authority of Singapore(シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers RegulationのRegulation 2に規定される institutional investors, accredited investors, expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS-SPRはFinancial Advisers Actの次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第25条:一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第27条:ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第36条:ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS-SPRにご連絡ください。

**香港:**本レポートが香港において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities (HK) Limited (以下「MUS-HK」。電話番号:+852-2860-1500)により配布されます。MUS-HKはHong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及びSecurities and Futures Commission(香港証券先物取引委員会;Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートはSecurities and Futures Ordinanceにより定義されるprofessional investorを配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

**その他の地域:**本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS-HK又はMUS-SPRにより配布されています。MUS-HKはAustralian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103に基づき、Corporations Act 2001が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS-SPRはASIC Class Order Exemption CO 03/1102により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアのCorporations Act 2001に定義されるwholesale clientのみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートはMUSI又はMUS-USAにより配布されます。MUSIおよびMUS-USAはinternational dealer exemptionの措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています:アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州(MUSIのみ)。本レポートはカナダにおけるNational Instrument 31-103によって定義されたpermitted clientのみを配布対象としております。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国(中華人民共和国「PRC」を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く)において、複製・発行・配布されてはなりません(ただし、PRCの適用法令に準拠する場合を除きます)。

©Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All Rights Reserved 2015..

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.404%(税込み)(ただし約定代金193,000円以下の場合には最大2,700円(税込み))の手数料が必要となります。

本レポートはMUMSSの著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSSの書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内2-5-2 三菱ビルヂング  
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部  
Tel.03-6213-5774 Fax.03-6213-4540

本レポートの内容に関する追加・補足情報はご希望に応じて提供いたします。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会)日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

# 三菱UFJモルガン・スタンレー証券