

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: 5.0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



一期一会 2017年3月末時点で1年以上投資させていただいている企業群の2017年8月末時点の平均保有期間

ICHIGO © Ichigo Asset Management All rights reserved.

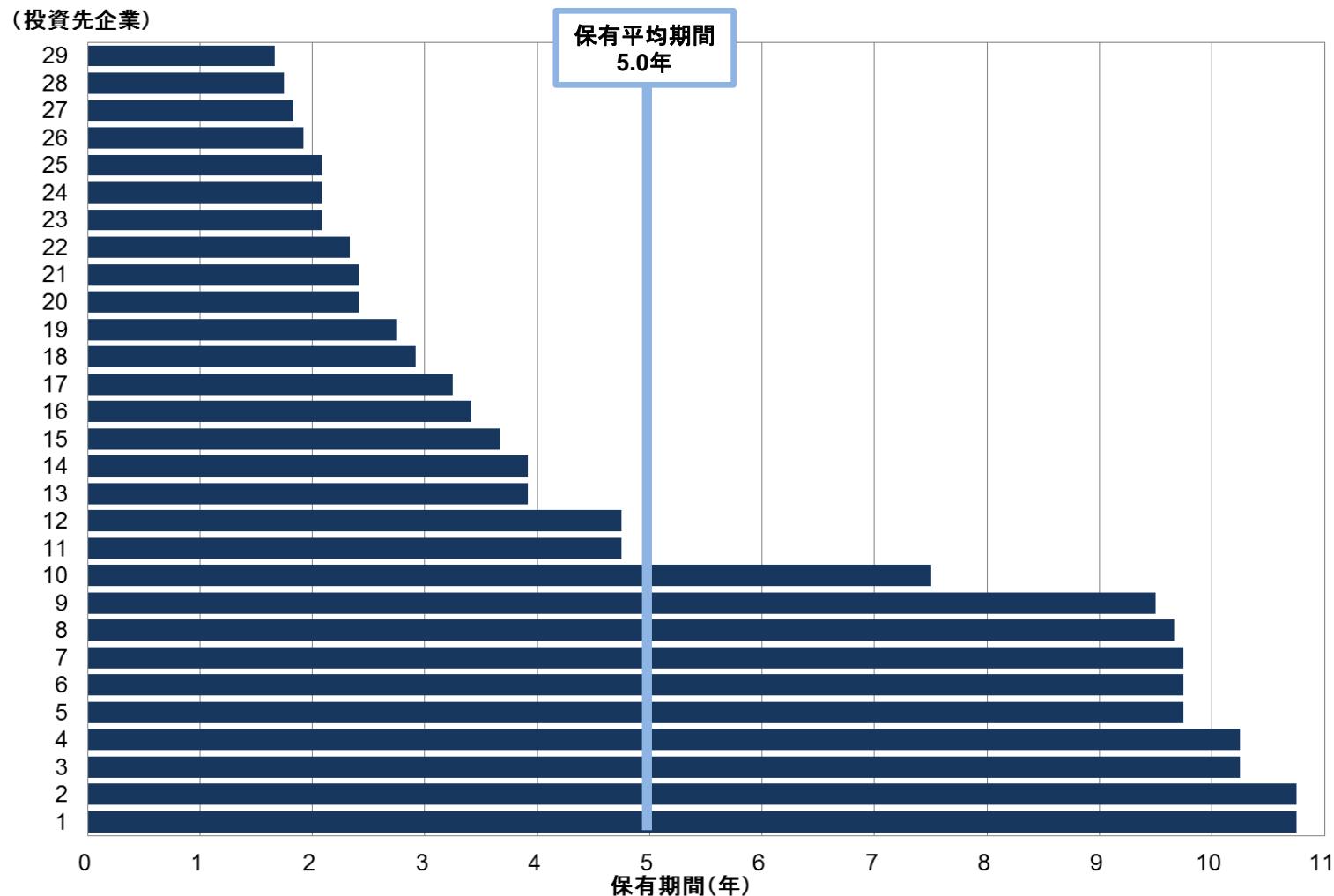
いちごの長期投資

■ 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
- ・ 2017年7月31日現在の運用資産は約6,350億円

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11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5.01年



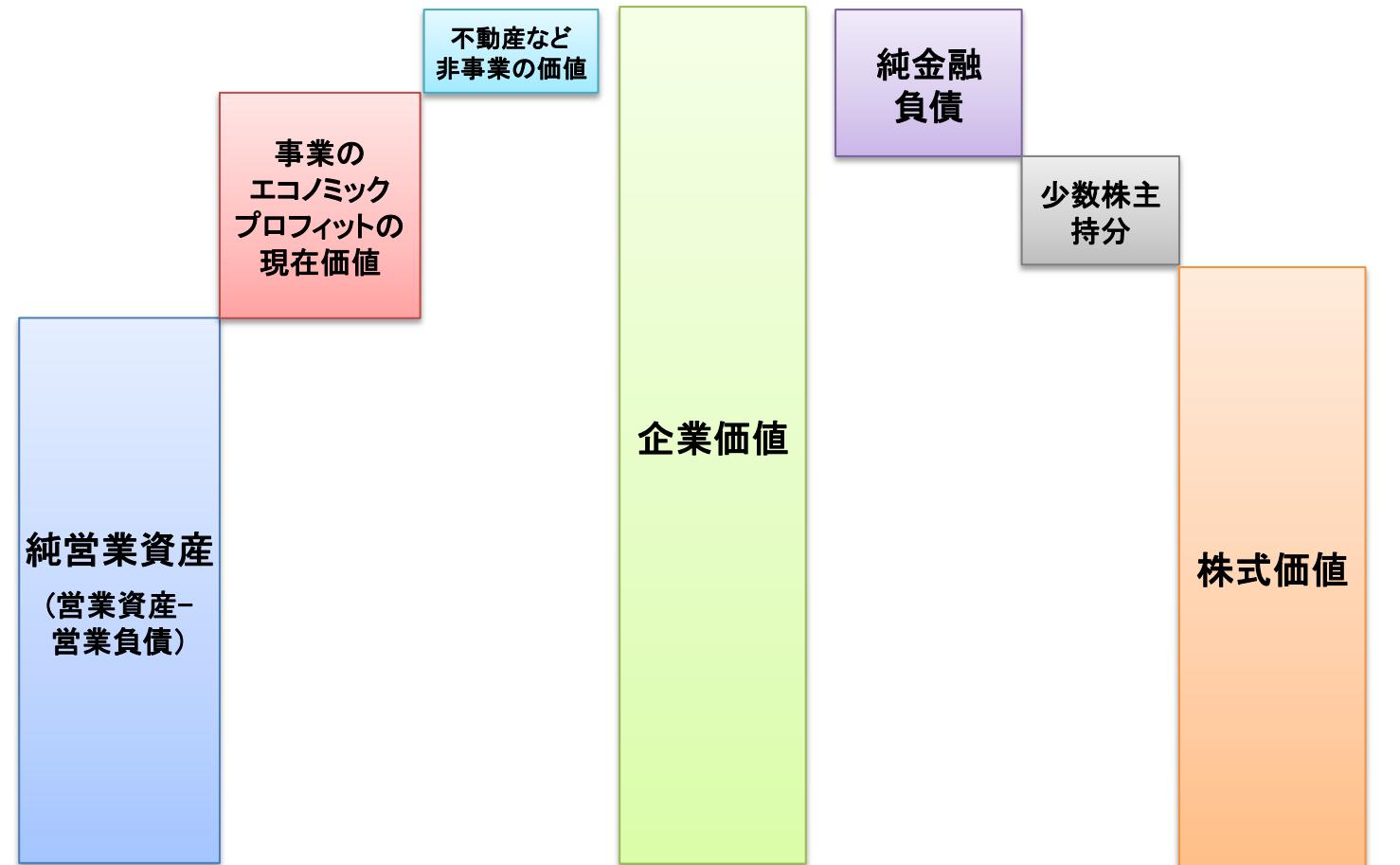
一期一会 2017年3月末時点で1年以上投資させていただいている企業群の2017年8月末時点の平均保有期間

ICHIGO © Ichigo Asset Management All rights reserved.

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評価

超過利益モデル(残余利益モデル)では、純営業資産に事業が創造する「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



超過利益モデルで顕在化される価値創造(破壊)効果

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=エコノミック・プロフィット

■ 投下資本と、それが創出する「エコノミック・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法と比べて実用的、特に安定成長・成熟企業の評価では有効

- 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

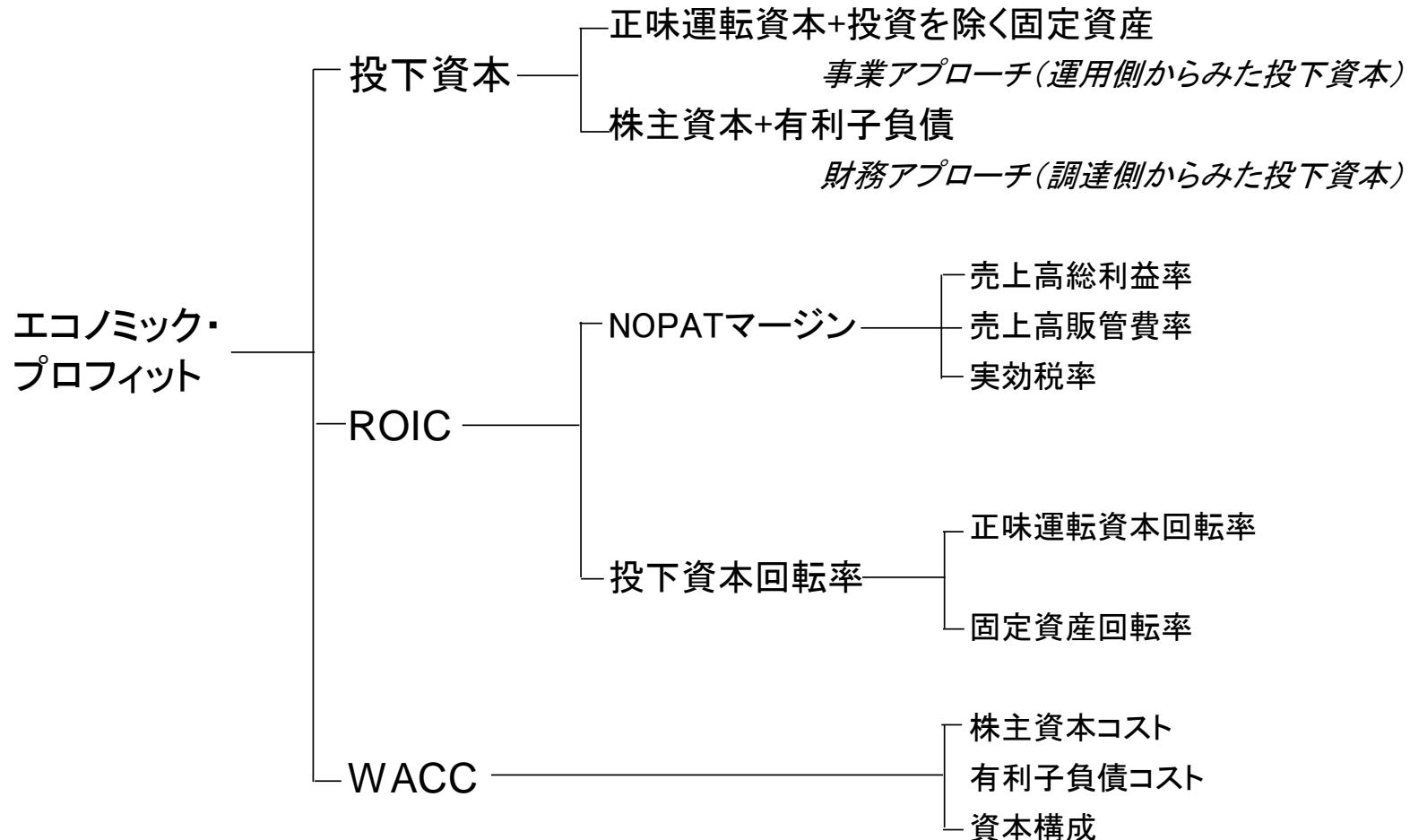
エコノミック・プロフィット	エコノミック・プロフィットとPBRの関係		
エコノミック・プロフィット	エコノミック ・プロフィット	PBR	
= NOPAT – 投下資本コスト			
= $(\frac{\text{NOPAT}}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}}) \times \text{投下資本}$	ROIC > WACC	黒字	PBR > 1
= $(\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本}$	ROIC = WACC	0	PBR = 1
	ROIC < WACC	赤字	PBR < 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を中長期的に生みだ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

エコノミック・プロフィットとROICの分解

バリュードライバーを他社比・時系列で分析して、現場段階でKPIを共有・カイゼンできれば、全社ベースのROICすなわち企業価値向上につながります



ROICと成長率が企業価値創造の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

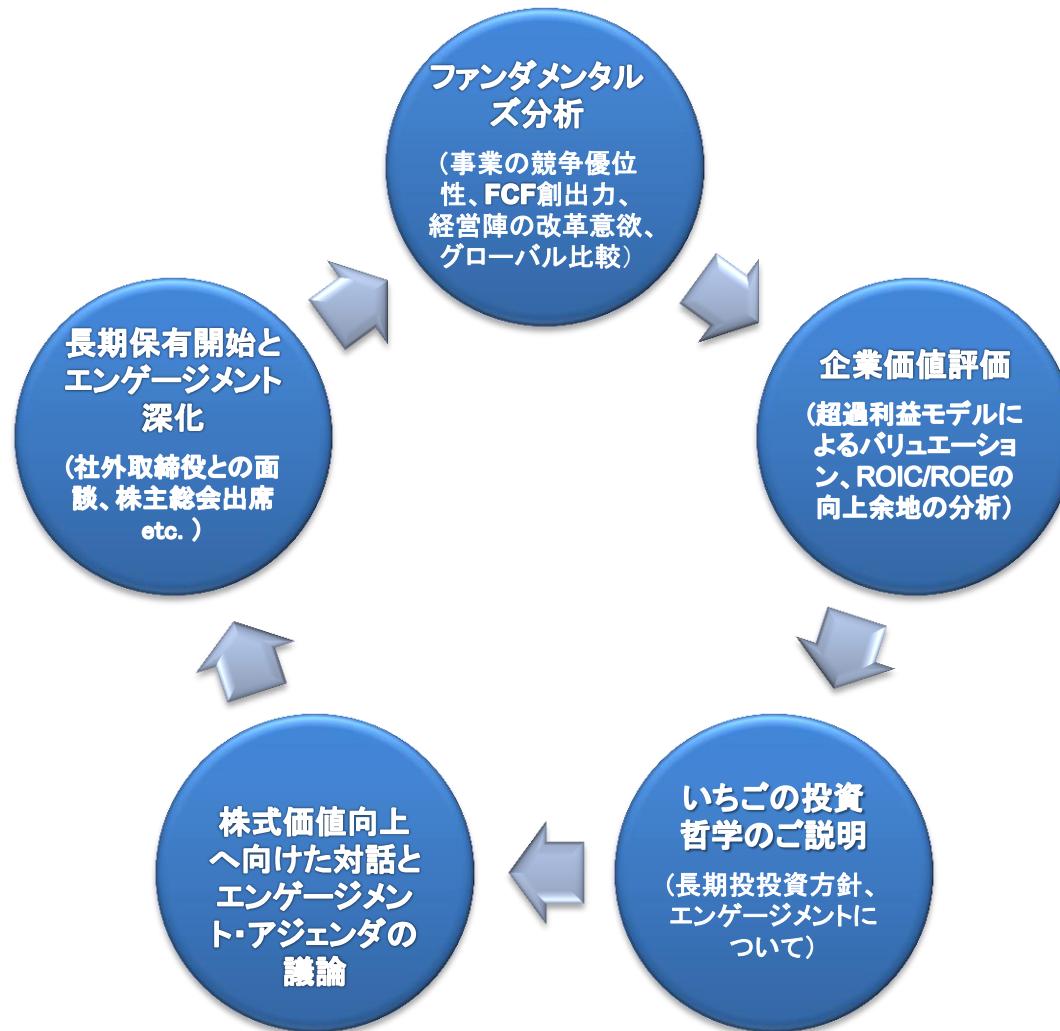
注:企業価値 = 配当金/(WACC - サステイナブル成長率) サステイナブル成長率 = ROIC x (1 - 配当性向)

1. 京都大学経営管理大学院 川北英隆教授の分析をもとに作成

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

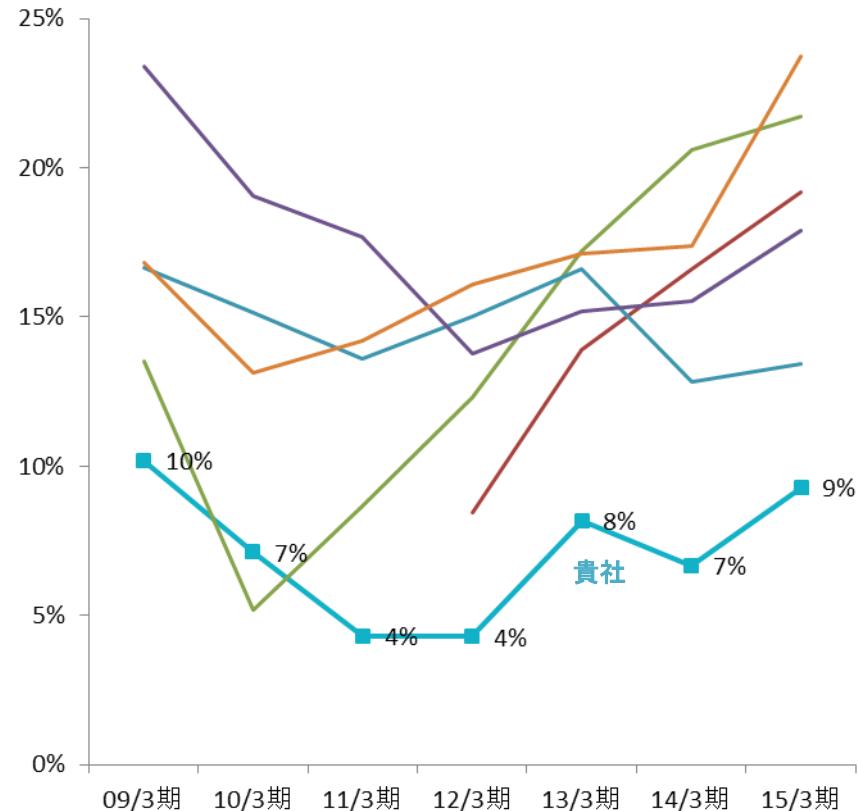
中長期的な企業価値向上のための「エンゲージメント・アジェンダ」を上場企業の皆さんと「共感」できることが、長期保有の大前提になります



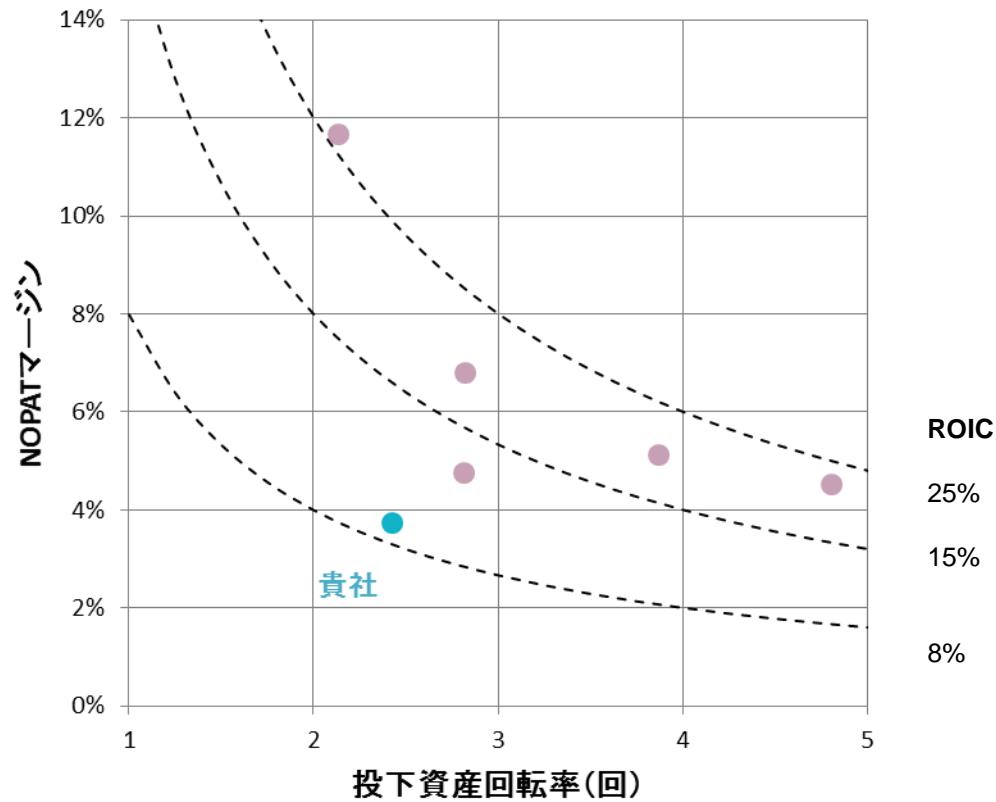
エンゲージメントで用いたスライドの例(1)

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



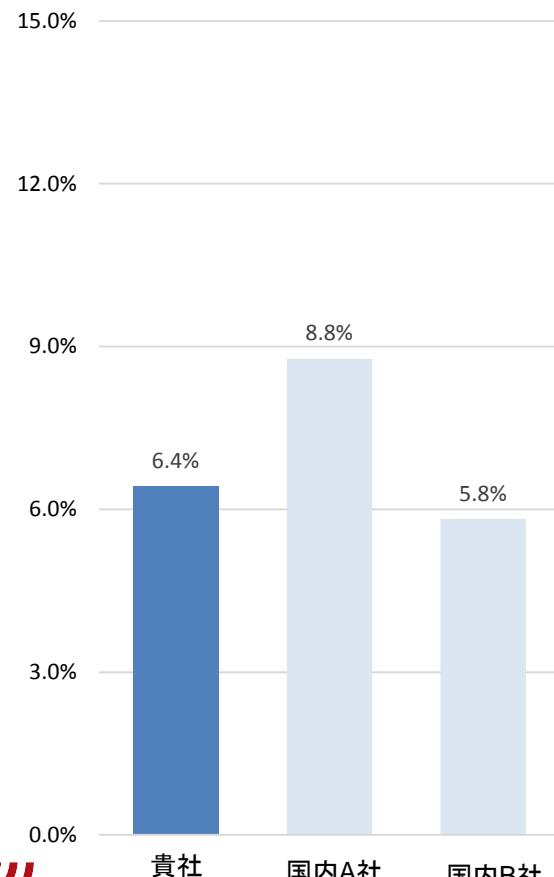
投下資産回転率、NOPATマージンの比較



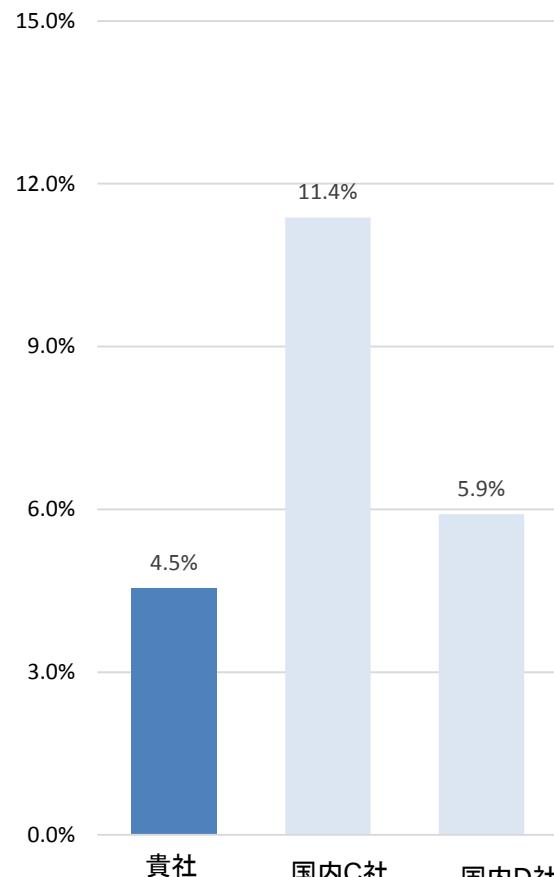
エンゲージメントで用いたスライドの例(2)

事業セグメントのROICを国内外の同業他社と比較、
それぞれの違いの背景を要因分析するとともに、将来の事業別戦略を議論

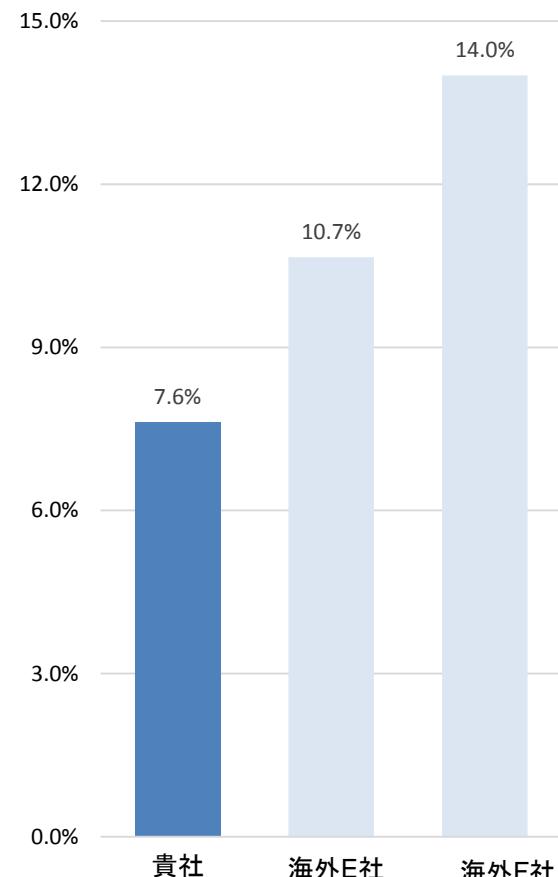
α事業(FY16/3)



β事業(FY16/3)



γ事業(FY16/3)

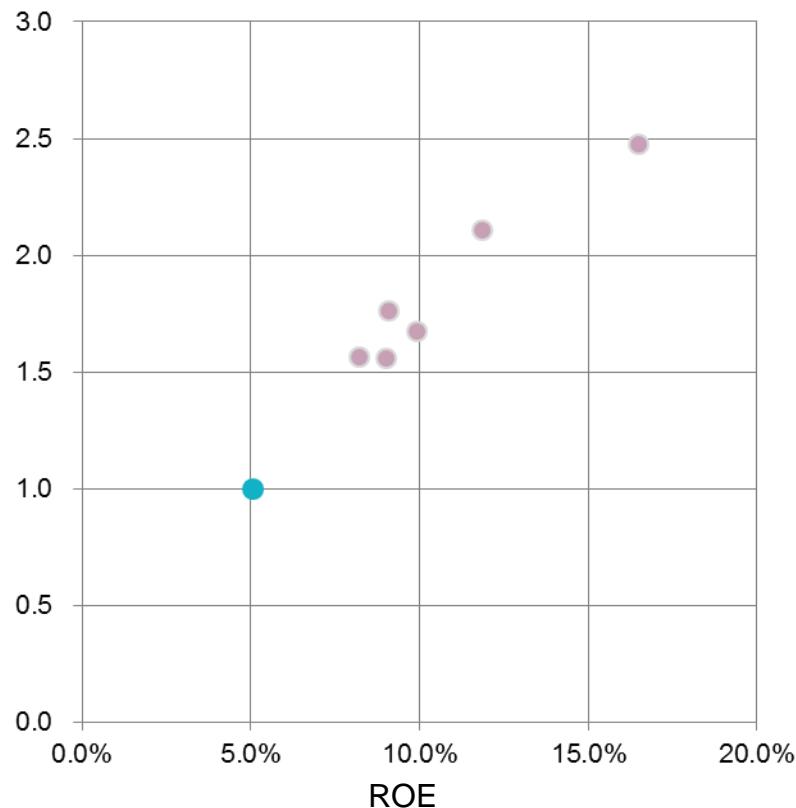


エンゲージメントで用いたスライドの例(3)

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

PBR



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

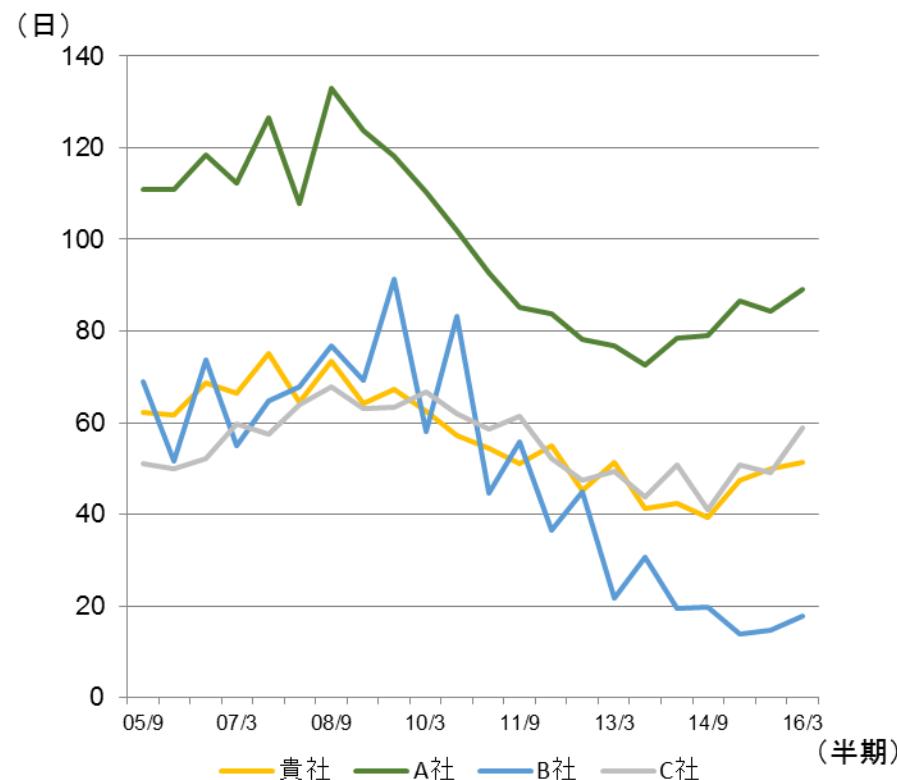
純金融資産 : 24,000

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例(4)

同業他社とのCash Conversion Cycleを時系列で比較とともに、差異が生じた構成要素で分析、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

投資家はROICや総還元性向を重視、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	56.9%	<	78.5%
ROA	17.0%	<<	32.3%
売上高利益率	47.9%	>>	29.0%
売上高・売上高の伸び率	60.8%	>>>	16.1%
利益額・利益の伸び率	64.3%	>>	31.2%
市場占有率(シェア)	3.5%	<<<	17.2%
経済付加価値(EVA)	0.2%	<<<<	11.8%
ROIC(投下資本利益率)	4.1%	<<<<	39.8%
FCF(Free Cash Flow)	8.9%	<<<	29.0%
配当性向(配当 / 当期利益)	34.9%		40.9%
株主資本配当率(DOE=ROEx配当性向)	3.3%	<<	8.6%
配当総額または1株当たりの配当額	7.8%		5.4%
総還元性向((配当+自己株式取得) / 当期利益)	7.8%	<<<<	39.8%
配当利回り	1.1%	<<<	7.5%
自己資本比率	20.3%	>>	9.7%
DEレシオ	14.6%	>>	8.3%
資本コスト(WACC等)	0.2%	<<<<	31.2%
その他	27.9%	<	4.3%

企業によるその他はEPS, EBITDA、営業キャッシュフロー、海外売上高比率など

企業と投資家の認識ギャップ(2)－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

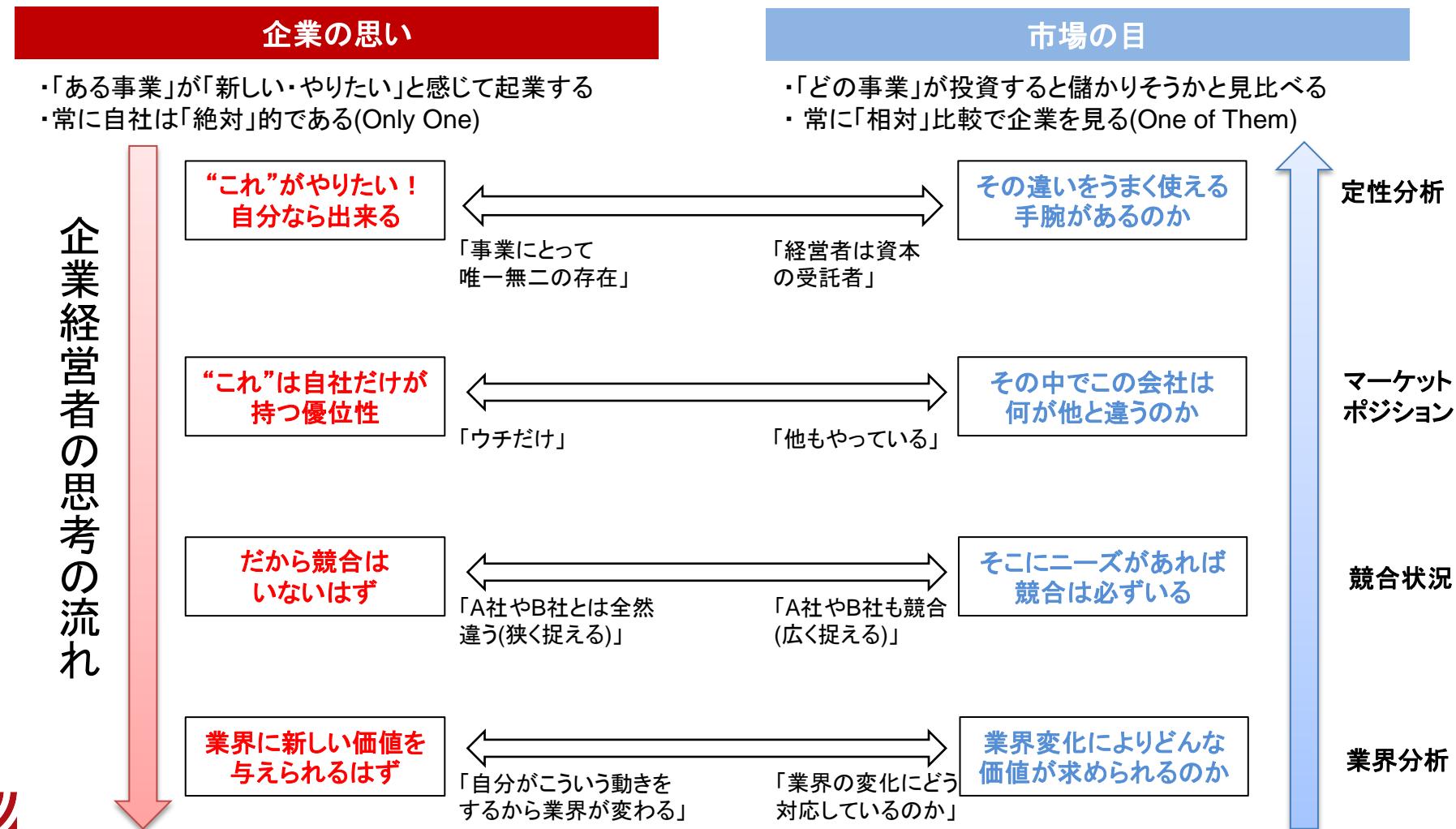
今後強化するコーポレート・ガバナンスの取り組み

(複数回答可)	企業の意向	投資家の期待
機関設計	8.2%	8.6%
取締役会の人数・構成	9.8%	11.8%
独立した社外役員	9.4%	<<<
経営幹部の指名手続き	14.3%	18.3%
役員報酬決定体系	27.3%	>
投資家との対話方針	19.8%	<<
経営計画・経営戦略	21.7%	<<<
情報開示	18.5%	24.7%
取締役会の実効性の評価	46.3%	=
株主総会運営	7.0%	3.2%
特段なし	10.7%	0.0%
その他	5.6%	3.2%
無回答	1.7%	3.2%

出所: 平成28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る



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
競合優位性の源泉	市場シェア、ブランド力(価格プレミアム)、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、規制やサプライソースによる参入障壁
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・議論、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な根拠、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
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、リスクバッファー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
ガバナンス	CEO選解任プロセスの透明性・客観性、社外取締役の資質・多様性、取締役報酬の中長期企業価値との連動性
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

中長期的な株主価値向上につながる資本政策についての対話

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					総還元 性 向		ROE				
		5%	7%	10%	14%	20%			5%	7%	10%	14%	20%
総 還 元 性 向	0%	5.0%	7.0%	10.0%	14.0%	20.0%	成 長 率	0%	100%	100%	100%	100%	100%
	10%	4.5%	6.3%	9.0%	12.6%	18.0%		1%	80%	86%	90%	93%	95%
	20%	4.0%	5.6%	8.0%	11.2%	16.0%		2%	60%	71%	80%	86%	90%
	30%	3.5%	4.9%	7.0%	9.8%	14.0%		3%	40%	57%	70%	79%	85%
	40%	3.0%	4.2%	6.0%	8.4%	12.0%		4%	20%	43%	60%	71%	80%
	50%	2.5%	3.5%	5.0%	7.0%	10.0%		5%	0%	29%	50%	64%	75%
	60%	2.0%	2.8%	4.0%	5.6%	8.0%		6%	-20%	14%	40%	57%	70%
	80%	1.0%	1.4%	2.0%	2.8%	4.0%		8%	-60%	-14%	20%	43%	60%
	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		10%	-100%	-43%	0%	29%	50%

サステイナブル成長率 = ROE × (1 - 総還元性向)

総還元性向 = 1 - (成長率 / ROE)

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、高収益体质と持続的な価値創造を実現

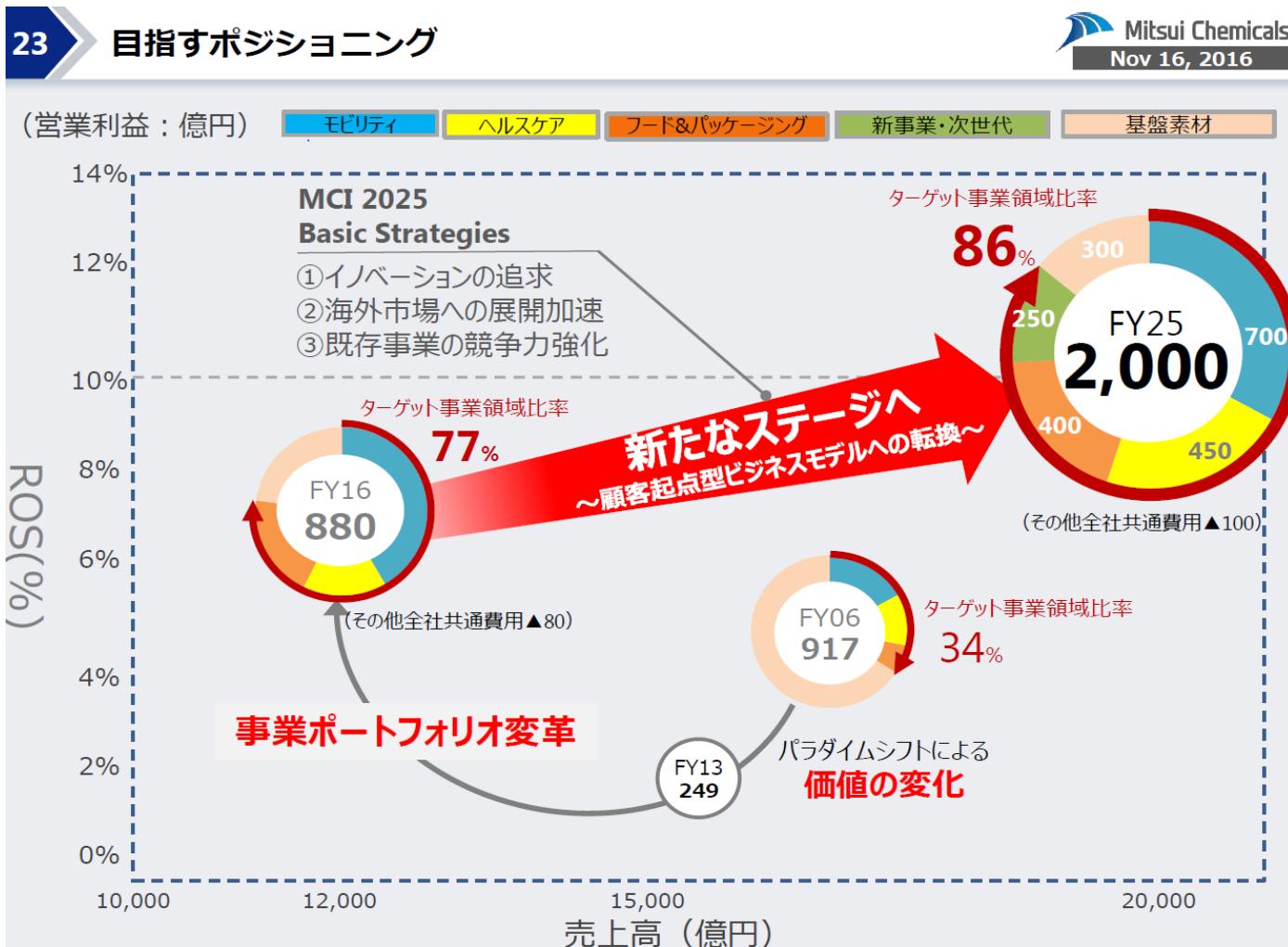
独自の革新的な技術で社会の要請に応える未来創造企業



出所: 日産化学工業株式会社 長期経営計画「Progress 2030」、中期経営計画「Vista 2021」

開示例②三井化学の事業ポートフォリオ変革

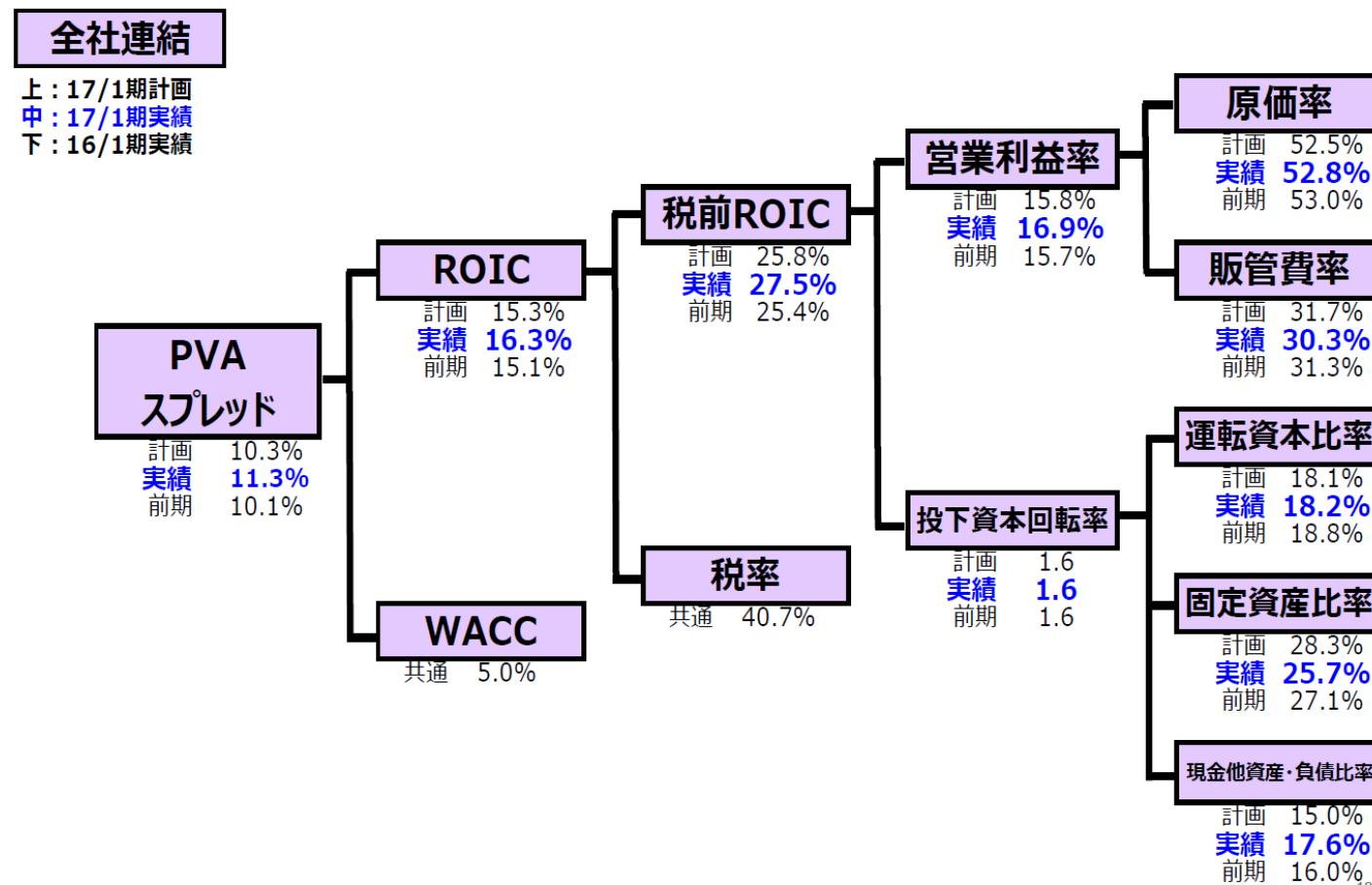
大型市況製品の構造改革断行により事業ポートフォリオを再構築、
ターゲット事業領域を絞り込むとともに積極投資で成長ステージへの移行を表明



開示例③ピジョンのPVAとROICツリー

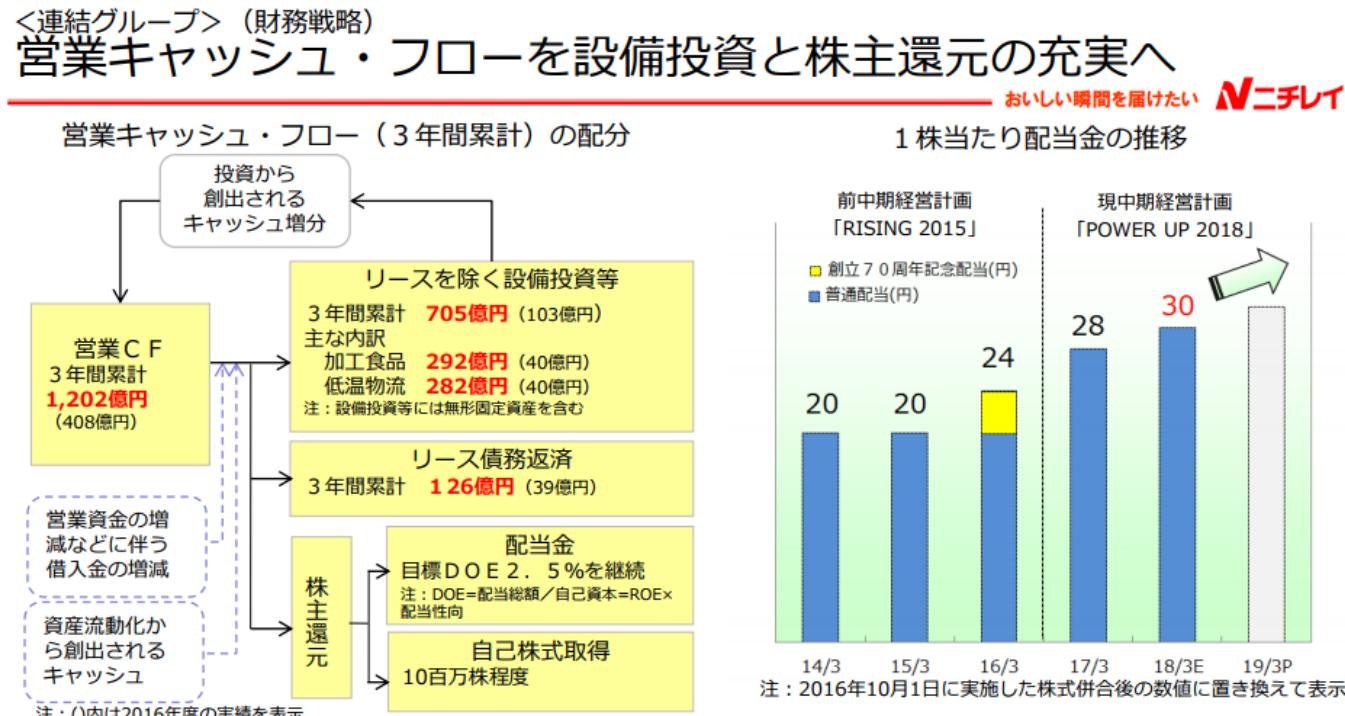
PVA(ピジョン版EVA)、ROIC、ROE、CCCをKPIとして全社的な企業価値創造を実現、事業部門ごとにPVAツリーを管理するとともに、計画値・実績値を公表して投資家との対話にも活用

PVAツリー 17/1期 全社連結



開示例④ニチレイのCapital Policyと株主還元方針

中計期間中の営業キャッシュフローを成長投資、債務返済、株主還元にいかに配分するかを明示、資本効率の向上を目指した株主還元方針はDOE2.5%に基づく安定配当と機動的な自己株取得



1.今期は主力事業への成長投資に加え、中長期的な競争力の維持を目的とした基盤整備への投資も強化。

2.株主還元の充実

①配当金はDOE（自己資本配当率）2.5%を目標に安定的な配当を継続、今期は普通配当を2円増配し年間で30円を予定。

②中計期間中に予定していた自己株式取得10百万株（うち約5.3百万株を取得済）のうち、残りの約4.7百万株の取得を新たに決定。併せて、8百万株の消却も行う。

4

開示例⑤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

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

- 客觀性・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
- CFO、財務リーダーから引退後は、他社の独立社外取締役として、監査委員長や取締役会議長などに就任