

株式会社東京証券取引所 主催  
企業価値向上経営セミナー「企業価値向上経営の実践に向けて」

---

## 「企業価値向上経営における企業情報開示のあり方と今後の課題」 ～投資家視点の中期経営計画および企業開示制度の各国の比較

2016.9.12

みずほ証券

市場情報戦略部 上級研究員  
京都大学経営管理大学院 特別教授

杉浦 秀徳



# <目次>

1. 企業価値向上経営と中期経営計画の関係について ～日本企業の中期経営計画の傾向と事例	．．．．．	P 3
2. 日本の企業情報開示制度に関する動きについて ～欧米各国の企業開示制度との比較	．．．．．	P 15
3. 企業価値向上表彰の概要と昨年度の大賞受賞企業について ～表彰制度の変化とJPX日経インデックス400との比較	．．．．．	P 31
(補足) 過去の大賞受賞企業の受賞理由および日本企業の財務データ	．．．．．	P 41

---

# 1. 企業価値向上経営と中期経営計画の関係について

---

～日本企業の中期経営計画の傾向と実例

# 中期経営計画に望まれるポイント～投資家視点からの留意点（昨年講演の一つの結論）

## 1. キャッシュフローを中心に考える

- 中長期投資家の視点に合わせる、誰に株主になって欲しいのかを再確認
  - ⇒ 株主にとって営業CFの創出力と投資・株主還元・財務健全化への配分方針が強い関心事
- 株主にとって投資は株主還元より好ましい、投資と回収のタイミング・運転資金の管理も重要
  - ⇒ 投資判断・撤退基準の明確化（開示・非開示は別）、手元現金保有の水準への規律が重要

## 2. 資本コストの考え方を入れる

- ROEは議論の中心ではなく、資本コストを認識することが求められている
  - ⇒ 調達コスト（利回り）と実現利回りのスプレッドが企業価値の源泉、「黒字だから」は株主に対しては禁句
- ROEは株主資本コストと比較、ROICはWACC（加重平均資本コスト）と比較
  - ⇒ ROEとROICに優劣はない、株主への意識が高まれば、事業部門で目標としやすいROICが中心となる

## 3. 自社が最も大切にすることを指標化する

- 中長期経営計画の（あるいは普遍的な）最重要課題は「見える化」が必要
  - ⇒ 経営者と従業員が一体になれる目標を指標化してKPIとして管理する
- 「非財務指標」とは企業文化、社会貢献のことではない
  - ⇒ 財務諸表上に表示されなくても、重要と考える項目をできる限り指標化する

## 4. コーポレート・ガバナンス強化を経営戦略に組み込む

- いわゆるESGの中でガバナンスの注目度は突出している
  - ⇒ ガバナンスは「稼ぐ力」向上を担保する体制そのものを示している
- コーポレートガバナンス・コードはベストプラクティス集
  - ⇒ 「日本的資本主義」は説明しても理解されにくい。可否を再検討する議論のきっかけとして利用が得策。

# 中期経営計画の今後の検討項目～日本企業の特徴を生かすポイント(昨年講演の問題提起)

## 1. 期限を定めた「中期経営計画」(「アクションプラン型」)は必要か？

なぜ「中期経営計画」が一般的か？

- 企業内で求心力を高める手段、投資家との対話の材料として「中期経営計画」は便利
- 成長＝拡大を目指す経営においては数値目標は常に右肩上がり、期限付き目標の蓄積
- 経営環境の変化に伴う中期経営計画の早期見直しが可能、長期計画との組み合わせで長期視点も反映

他の選択肢は？

- 「ベンチマーク型」という選択。但し、普遍的指標の設定、全社レベルでの共有、トップの発信力・対話力が必要
- 長期経営構想と毎年の数値目標ガイダンスという選択。「予算」との棲み分けやガイダンスの意味づけが課題
- 「中計のローリング式」という選択。3年後の絶対額を目標とする場合、実績の検証が難しい面もある

⇒ **グローバル企業に求められる財務水準に達した企業では形式、経営指標が多様化することが望まれる**

## 2. 財務情報と非財務情報をどのように組み合わせ、経営指標化するか？

現状認識

- 経営数値目標の多様化は徐々に進んでいる、一部は財務諸表にない独自の目標も設定されている
- ESGに関わる非財務情報も別途開示が進んでおり、CSR報告書から統合報告書への流れが見られる
- 非財務情報の定義は一定ではない。また、いわゆるCSVを標榜しても計量化が伴わないと付加価値に懸念

今後の方向性について

- 非財務情報には経営の意思が映し出される(対投資家および対社員)～何を選ぶか、どうフォローするか

⇒ **経営上のこだわりと反映した経営目標がどれだけ社員の「自律性」やその他の利害関係者の「共感」を呼び起こすことができるかが、変化の激しい事業環境下で企業の将来を左右することになる**

# 中期経営計画の傾向と特徴～ 経営目標・経営指標の変化

## ■ 2013年度以降スタートの中計の変化：経営環境変化の加速への対応

- ▶ 長期ビジョンの設定(中計との組み合わせ)、ローリング式中計の増加  
⇒環境変化の加速への対応、目標値と実績値の乖離への対応
- ▶ 経営数値目標の多様化  
⇒売上高・営業利益額への過度の集中の緩和、キャッシュフロー・一株利益・ROEの増加(株主の視点追加)
- ▶ 事業の新陳代謝・総合力強化への意識の高まり  
⇒事業の取得・売却の加速(売却への高評価)、外部リソースとの連携の活発化
- ▶ 社会的価値への意識顕在化(CSV等)、経営理念の再定義

## ■ 2016年度スタートの中計の特徴

- ▶ 中期経営計画の期間設定の再検討、「中期経営計画をコミットメントと考え」とのCGコードの表現への対応
- ▶ 設備投資額、M&A枠の明示⇔成長への意欲を示す一方、投資家からは拡大偏重・管理手法への不安もあり

### 2016年度スタートの中計の例)

- アサヒグループホールディングスは「アクションプラン型から中期的な方針を重視した『中期経営方針』に改訂」と明記⇒期間を明確に定めない計画。主要指標に対しても目標値ではなく「3年程度を想定したガイドライン」を提示。一方で「エクイティスプレッド」重視することを明言し、資本効率向上への意識を前面に出す。
- 日清食品は前中計において、機動的な自社株買い、政策保有株の見直しの実施でROE目標達成。新中計では「本業で稼ぐ力」と「資本市場価値」に分けKPIを設定。「時価総額1兆円」を目指す。5年計画に長期化。

# 企業情報開示における課題～ 非財務情報の充実

## (コーポレートガバナンス・コードにおける開示に関する記述)

### ■ CGコードの【基本原則3】 適切な情報開示と透明性の確保

- **【原則3-1. (i)会社の目指すところ(経営理念)や経営戦略、経営計画】**について開示が求められている。
- **本文(一部)**:「取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報(とりわけ**非財務情報**)が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。」
- **考え方(一部)**:「我が国の上場企業における情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性が優れている一方で、**定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合は少なくない**、との指摘もある」

### ■ 基本原則1【株主の権利・平等性の確保】、【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】は、「上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与えることを踏まえ、**資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである**」とする。

### ■ 補充原則4-1②:「取締役会・経営幹部は、**中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち**、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである」

### ■ 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】:「経営戦略や経営計画の策定・公表にあたっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、**株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである**。」

### ● 企業開示における「非財務情報」の重要性と充実の必要性は近年繰り返し指摘されるポイント。「統合報告」を推進する動きも解決を模索する手段の一つと位置付け

～市場関係者が「非財務情報」から連想するイメージは多様。定義は「経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析(MD&A)」を中心とする範囲に限定する見方から、CSR報告書等に含まれるESG(Environment, Social, and Governance)への取組み全般を含む広い範囲を扱うものまで多岐に亘るのが現状。(日本企業はESG中心の見方に偏る傾向あり)。

～財務諸表には示されない定性情報や各企業の特徴を示すような**独自の定量情報**は、中長期の視点を持つ投資家にとって投資判断を行ううえで極めて有用な情報

# 今後の中期経営計画策定・実行における留意点

## ■ 成長性指標(売上高・利益額・成長率等)と効率性指標(ROE、ROA、ROIC等)の組合せ

- ROE重視経営が目指す方向の再確認:何が経営の中心なのか?
  - ✓ 「ROE重視=短期指向」ではない⇒長期視点の経営が結果を出してこなかった事実への反省がスタート
  - ✓ 昨年度の講演で「ROEは『過渡期的指標』である」と述べた意味⇒バランスシートの意識が薄い。  
「無借金」「現金保有」に投資家が納得できる根拠の提示は可能か?
- 成長性指標との組み合わせ(「規模の拡大」と同一ではない)
  - ✓ EPS、EBITDAの成長率⇒「何を成長させるのか?」、「どこを始点とするのか?」
  - ✓ 「調整後」の数字の意味⇒事業買収・売却、為替換算、価格上昇と量の拡大の分離等への考え方の統一

## ■ 財務情報と非財務情報の組合せ

- 「非財務情報」の定義を明確化:「独自の定量情報」、「財務情報の経営視点からの説明」も「非財務情報」の一つ
- CSR・ESG情報と企業価値:「CSV(Creating Shared Value)」は一つの方向性ではあるが絶対ではない  
「統合」にこだわる必要性の有無(仏ロリアル社の「Sustainability Report」等)

## ■ コミュニケーション手段の重層化・双方向化

- アニュアルレポートの位置づけ
  - ✓ 何を目的としているのか?誰に向かって書いているのか?
- それぞれのツールが投資家との建設的な「目的をもった対話」にどう生かされるのか
  - ✓ 双方向コミュニケーションの手段、意見を受け止める組織の一体性、計画変更の柔軟性



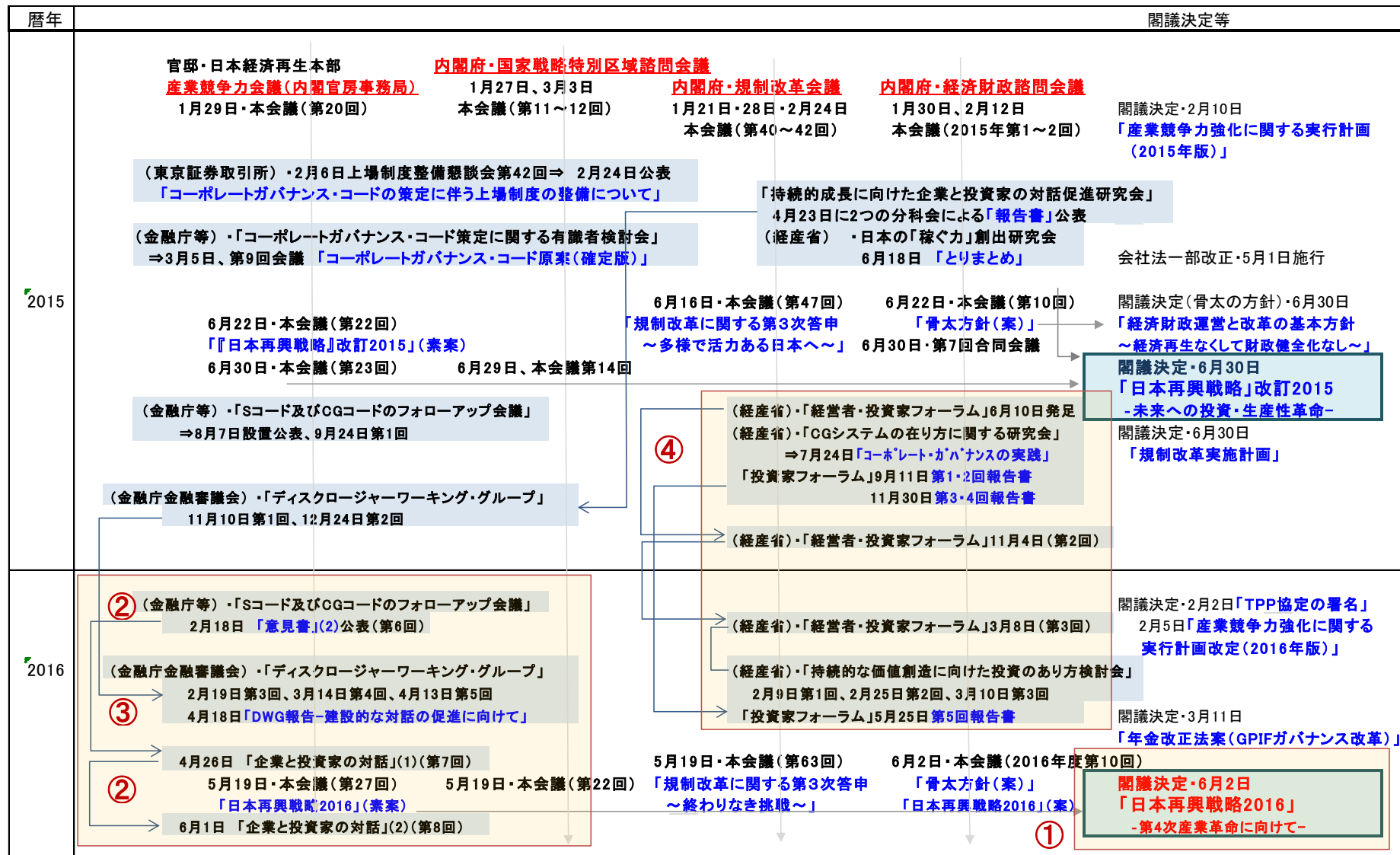
---

## 2. 日本の企業情報開示制度に関する動きについて

---

～欧米各国の企業開示制度との比較

# 「日本再興戦略2016 -第4次産業革命に向けて」と各会議体の関係



表記:(主体・年月)「提言等文書」 (青色は報告書が存在)

(出所)各種資料よりみずほ証券作成

## 注目される動き（数字は前頁に対応）

- 「日本再興戦略2016」は例年より早く内容の確定が進捗。「第4次産業革命」、「観光立国」等がテーマ
- 名目GDP600兆円に向けた「官民戦略プロジェクト10」に示された数値目標の実現を目指す
  - コーポレートガバナンスの更なる強化は「2. 生産性革命を実現する規制・制度改革」の一つとして位置付け
- ② 「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」が継続開催中
- 2016年2月「会社の持続的成長と中長期的な企業価値向上に向けた取締役会のあり方(案)」公表
  - 3月以降は「企業と機関投資家との建設的な対話」をテーマに議論中
- ③ 2016年4月「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告-建設的な対話の促進に向けて-」公表
- 取引所規則・会社法・金融商品取引法に基づく制度開示の整理・共通化・合理化の議論が本格化
  - 非財務情報の開示の充実は、「Management Discussion & Analysis」の改善が大きなテーマ
  - 株主総会日程の7月以降への分散化(投資家との対話の改善)について議論が深化
- ④ 企業と投資家の建設的な「目的をもった対話」に向けたプラットフォームが設置
- 「経営者・投資家フォーラム」では企業・投資家双方のトップ層が大所・高所で広い分野を議論
  - 私的勉強会「投資家フォーラム」は、(経産省)「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」と連携
  - 2016年7月28日、GPIFが「企業・アセットオーナーフォーラム」を設立。アセットマネージャーへの牽制効果。
- 企業側にガバナンスの対応への一服感やガバナンス改革に対する揺り戻しが見られる一方、投資家の関心は、日本企業が「CG向上」に取り組む姿勢に移行(「質の評価」)。株主総会におけるガバナンスに関する質問も実質面を中心に活発化

# 「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」

## ○2016年4月18日に「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」(「DWG報告」)が公表された(2015年4月23日経産省研究会の「報告書」が一つの土台となっている)

- 2015年10月、金融審議会に対し、企業と投資者の建設的な対話を促進する観点も踏まえつつ、投資者が必要とする情報を効果的かつ効率的に提供するための情報開示のあり方等につき幅広く検討を行うことについて諮問がなされた。
- 金融審議会では、当該諮問を受けて、ディスクロージャーワーキング・グループを設置し、開示の内容や開示の日程・手続きのあり方、非財務情報の開示の充実等について、2015年11月から5回にわたり審議を行った。
- 同WGは神田秀樹東京大学大学院教授を座長とする。学者・法曹関係者・実務家等20名、法務省・財務省・経産省からオブザーバー。

## ○背景

- 企業の情報開示に関わる法令等は、証券取引所上場規則(「取引所規則」)・会社法・金融商品取引法に基づく3つの制度が混在。
- 「『日本再興戦略』改訂2015」に「金融審議会において、企業や投資家、関係省庁等を集めた検討の場を設け、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示を検証し、重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連の日程の適切な設定、各企業がガバナンス、中長期計画等の開示を充実させるための方策等を含め、統合的な開示のあり方について今年度中に総合的な検討を行い、結論を得る」と記述されたもの。

## ○具体的な方向性

- 制度開示の開示内容の整理・共通化・合理化
- 非財務情報の開示の充実
- ①決算短信～速報性に着目し記載内容を削減等
- ②事業報告等～有価証券報告書との記載の共通化や一体化を容易に
- ③有価証券報告書等～経営方針等や経営者による経営成績等への分析等への記載(MD&A)の充実等

- より適切な株主総会日程の設定を容易とするための見直し

- ①株主総会日程の後ろ倒しを容易にする開示の見直し
- ②事業報告書の電子化の推進

## ○DWG報告とりまとめの意義(個人的意見)

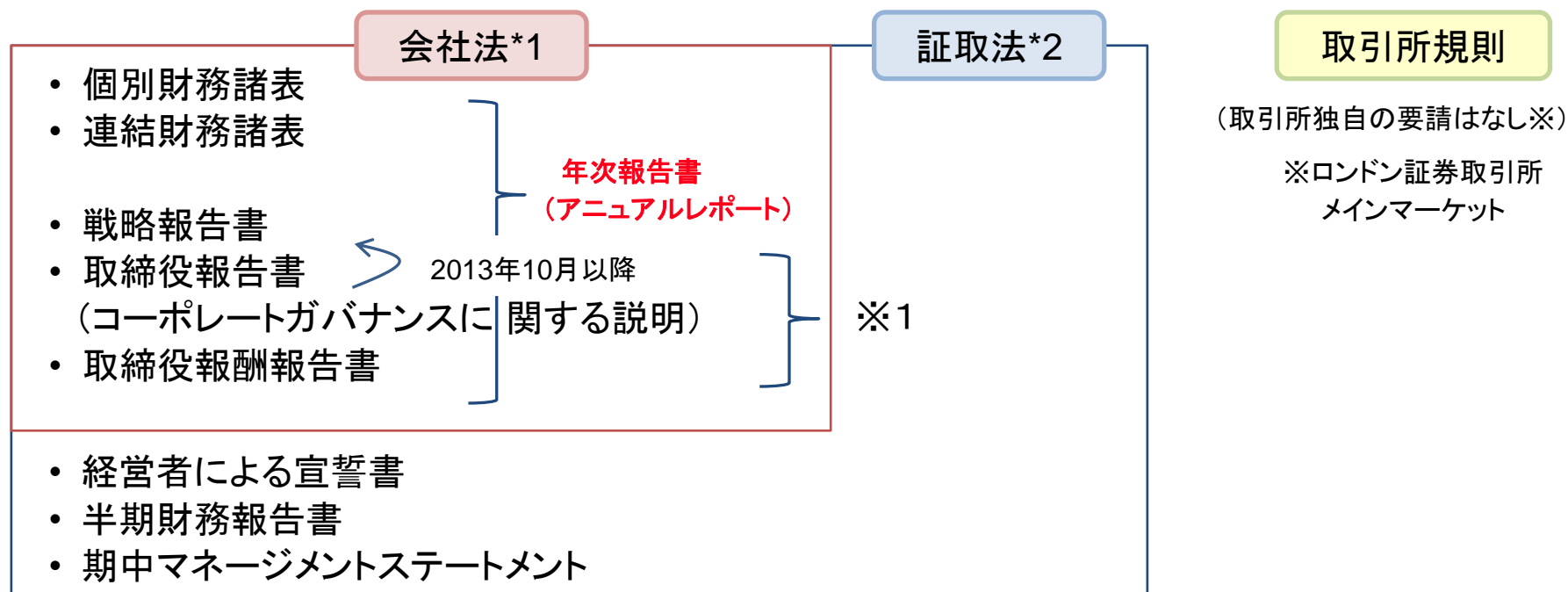
- 3つの根拠法による書類の目的や関係者の意見の違いの明確化  
上場会社は株主が議案の十分な検討期間を確保できるように、
  - ・株主総会前、できるだけ早い時期に有価証券報告書を開示する
  - ・適切な株主総会日程の設定、事業報告・計算書類等の早期提供等に関係者の抵抗は強い⇒「**継続的な取組みが不可欠**」と記述
- 有価証券報告書「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」(Management Discussion and Analysis。「MD&A」)の改善が見込まれる
  - ・有価証券報告書「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項目はひな型的記載が多く、付加価値に乏しい⇒「**経営成績等の状況の分析・検討にあたっては、経営者の視点から企業情報を具体的に、かつ分かりやすく開示するというMD&Aの目的に沿ったもの**」に改善する方向が示された

# EUにおける開示制度の概要

EU指令	英国	ドイツ	フランス
<p>○<u>会計指令(4号(単体)、7号(連結))</u>:全ての会社 → 下記の年次書類の作成が要求される。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>年次(連結)財務諸表</li> <li>マネジメント・レポート</li> <li>コーポレート・ガバナンス・ステートメント (マネジメント・レポートに含めて開示)</li> </ul> <p>※ 大規模・中規模・小規模及び極小規模会社の区分あり (基準:売上高、総資産、従業員数)</p> <p>※ 小規模会社等に対する減免措置あり</p> <p>※ 上場会社等(公的企業(public interest entity))は規模に関わらず大規模会社の規定を適用</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社法 (Companies Act)</li> </ul> <p>マネジメント・レポートは、「取締役報告書」(2013年10月以降は「戦略報告書」として作成</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>商法(HGB: Handelsgesetzbuch)</li> </ul> <p>連結情報報告書(マネージメントレポート)の内容については、会計基準(GAS第20号「連結状況報告書」)において規定</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社法 (Code de commerce)</li> </ul>
<p>○<u>透明性指令①</u>:EU規制市場で証券が取引される会社 → 半期(連結)財務報告として下記書類の作成が要求される。(監査又はレビューは任意)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>要約財務諸表</li> <li>期中マネジメント・レポート</li> <li>責任言明</li> </ul> <p>○<u>透明性指令②</u>:EU規制市場で株式取引が認められる会社 → 上期と下期の期中に、下記書類の作成が要求される。 (四半期財務報告を行っている場合は、省略可)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>期中マネジメント・ステートメント</li> </ul> <p>← 2015年11月以降の廃止決定済み</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融サービス市場法 (Financial Service and Markets Act 2000)</li> <li>FCAハンドブック (Disclosure Rules and Transparency Rules, Listing Rules)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>有価証券取引法(WpHG)</li> </ul> <p>期中マネージメント・ステートメントの作成規定</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>株式会社法(Aktiengesetz)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通貨金融法典</li> <li>AMF一般規則</li> </ul>

(出所)経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)から引用

# 英国における制度と実務:「戦略報告書 (Strategic Report)」に力点



\*1 Companies Act 2006

\*2 Financial Service and Markets Act 2000, Disclosure Rules and Transparency Rules, Listing Rules

※1 プレミアム上場企業には、長期インセンティブスキームの詳細等の記載が求められる

(出所) 各国法令に基づく、あずさ監査法人調べ(経済産業省委託調査「企業と投資家の対話及び企業開示のあり方に関する調査研究」)引用。  
経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)に基づき、筆者一部加筆

# 欧州公益事業セクター(上表:実数、下表:比率)

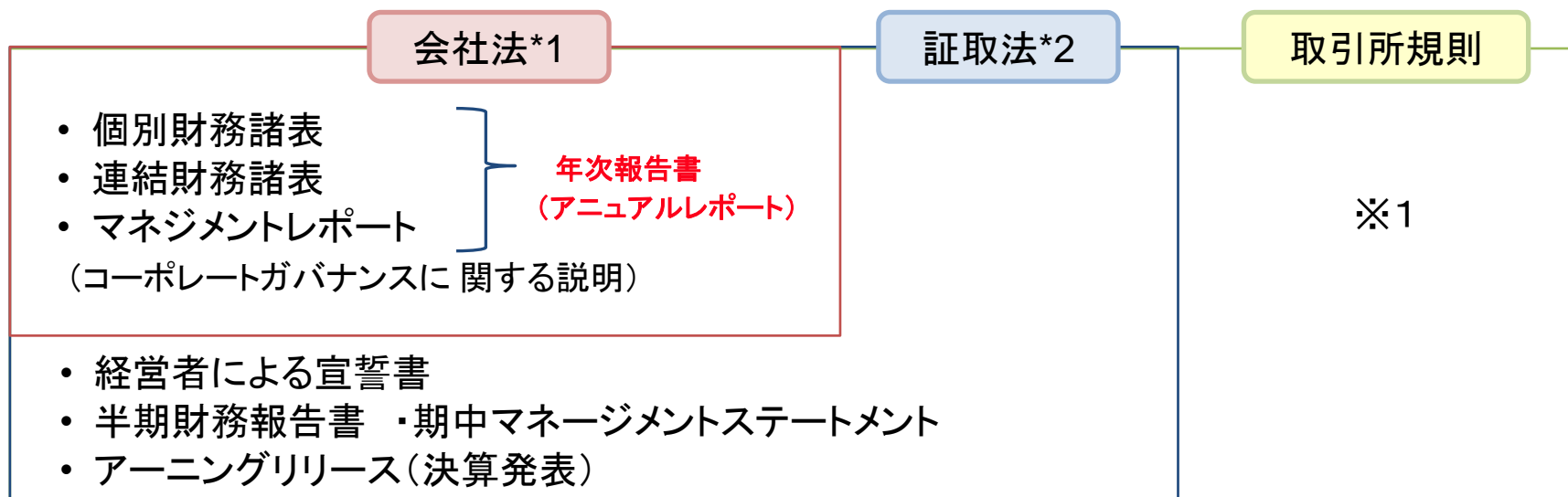
	決算期	期末 時価総額	売上高	総資産	現金保有 (広義)	有利子負債 合計	株主資本	営業利益	当期利益	配当総額	総還元額
ナショナル・グリッド	03/2016	49,953	24,518	81,769	3,975	38,458	17,755	6,097	3,256	-2,050	-2,606
イベルドローラ	12/2015	44,345	34,875	113,728	2,000	32,230	40,975	4,251	2,688	-208	-1,252
エンジュー	12/2015	42,500	77,571	174,571	14,529	41,810	46,809	-4,124	-5,125	-3,449	-3,449
イタリア電力公社	12/2015	39,767	81,115	175,137	12,171	57,444	35,180	8,530	2,438	-2,550	-2,550
フランス電力	12/2015	28,289	83,257	303,097	47,254	68,529	37,758	4,751	1,318	-1,576	-1,576
SSE	03/2016	22,079	51,055	34,578	2,245	9,055	9,025	1,326	876	-965	-965
エンデサ	12/2015	21,312	22,532	31,778	760	5,085	9,819	1,774	1,205	-894	-894
ガス・ナトゥラルSDG	12/2015	20,458	28,948	52,300	3,145	19,634	15,611	3,620	1,667	-1,188	-1,188
エーオン	12/2015	18,947	129,003	123,539	14,603	19,278	17,852	-4,678	-7,769	-784	-784
スナム	12/2015	18,372	4,280	27,035	18	14,991	8,242	2,165	1,374	-971	-971
セントリカ	12/2015	16,273	42,749	27,788	1,283	9,353	1,736	-1,596	-1,142	-591	-591
フォータム	12/2015	13,437	3,840	24,739	8,959	6,527	14,989	-167	4,593	-1,282	-1,282
ポルトガル電力公社	12/2015	13,118	17,224	46,221	1,378	20,939	9,421	2,712	1,013	-746	-746

(単位:百万ドル)

	キャッシュ /売上高比率	キャッシュ /総資産比率	総資産 /株主資本	有利子負債 /株主資本	売上高 営業利益率	ROE	PBR	配当利回り	配当性向	総還元性向
	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(%)	(%)	(%)
ナショナル・グリッド	16.2	4.9	4.61	2.17	24.9	18.3	2.81	4.1	63.0	80.0
イベルドローラ	5.7	1.8	2.78	0.79	12.2	6.6	1.08	0.5	7.7	46.6
エンジュー	18.7	8.3	3.73	0.89	-5.3	-10.9	0.91	8.1	-67.3	-67.3
イタリア電力公社	15.0	6.9	4.98	1.63	10.5	6.9	1.13	6.4	104.6	104.6
フランス電力	56.8	15.6	8.03	1.81	5.7	3.5	0.75	5.6	119.6	119.6
SSE	4.4	6.5	3.83	1.00	2.6	9.7	2.45	4.4	110.2	110.2
エンデサ	3.4	2.4	3.24	0.52	7.9	12.3	2.17	4.2	74.1	74.1
ガス・ナトゥラルSDG	10.9	6.0	3.35	1.26	12.5	10.7	1.31	5.8	71.2	71.2
エーオン	11.3	11.8	6.92	1.08	-3.6	-43.5	1.06	4.1	-10.1	-10.1
スナム	0.4	0.1	3.28	1.82	50.6	16.7	2.23	5.3	70.7	70.7
セントリカ	3.0	4.6	16.01	5.39	-3.7	-65.8	9.38	3.6	-51.8	-51.8
フォータム	233.3	36.2	1.65	0.44	-4.3	30.6	0.90	9.5	27.9	27.9
ポルトガル電力公社	8.0	3.0	4.91	2.22	15.7	10.8	1.39	5.7	73.7	73.7
公益事業(28社)	18.7	9.0	4.63	1.40	4.9	3.3	1.40	4.9	205.3	222.1
BE500 企業 合計	14.3	9.7	3.10	0.88	6.8	8.9	2.42	3.1	84.9	97.8

(出所)ブルームバーグデータをもとにみずほ証券作成

# ドイツにおける制度と実務：EU指令に基づく「マネジメントレポート」に力点



\*1 商法(Handelsgesetzbuch:HGB)、株式会社法(Actiegesetze)

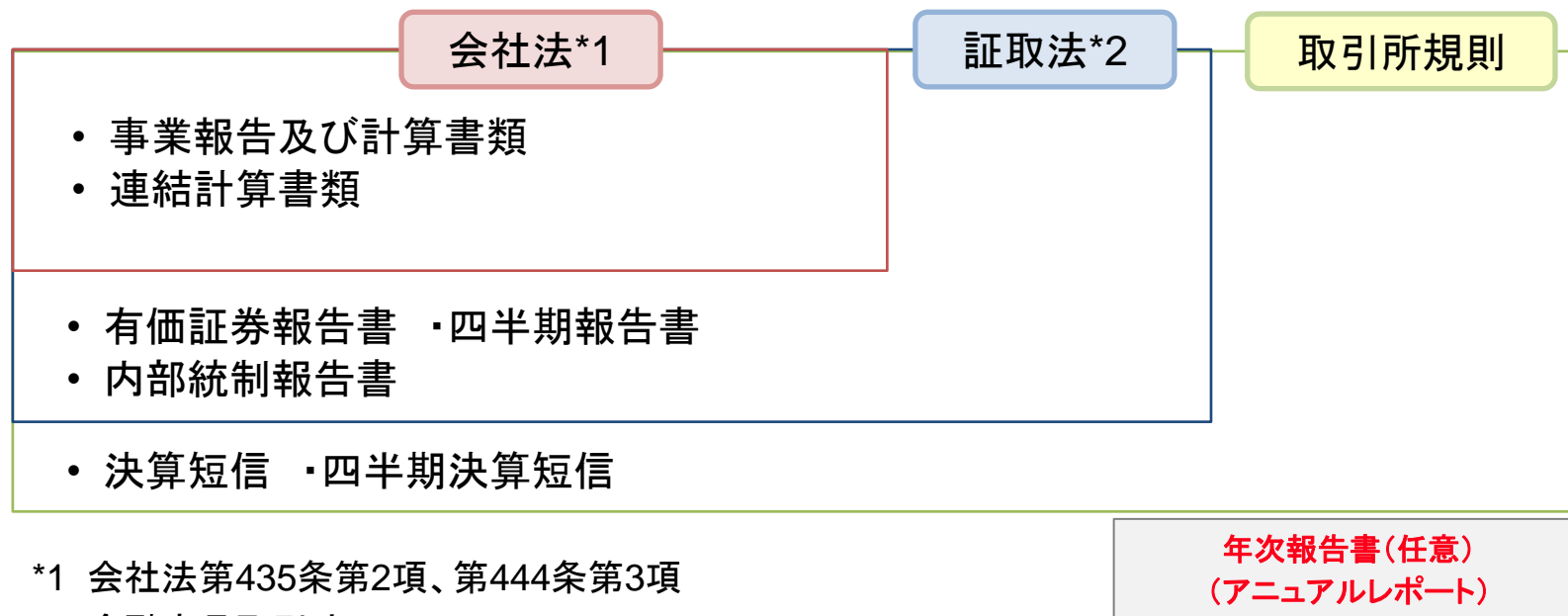
\*2 有価証券取引法(Wertpapierhandelsgesetz)

※1 プライムスタンダード上場会社は、会社法/証取法による開示要求事項に加えて、英語による年次報告書、半期報告書、四半期報告書の提出が求められる

(出所)各国法令に基づく、あずさ監査法人調べ(経済産業省委託調査「企業と投資家の対話及び企業開示のあり方に関する調査研究」)引用。  
経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)に基づき、筆者一部加筆



# 日本における制度と実務: 2つの法律と1つの規則に基づく報告書の混在



(出所) 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)から一部加筆して作成

- ・日本企業のアニュアルレポート発行は一般的だが任意開示。自由なスタイルで表現されている印象。
- ⇔ ・欧州におけるアニュアルレポートは国ごとに定められる制度開示の縛りが存在する。
  - ～英における「Strategic Report」、独の「Management Report」のように経営視点が重視される章立てあり
- ・米国における開示は、証券取引法・取引所規則が基盤となる
  - ～株主向け発信との位置づけの明確化、トップの言葉の重要度が高い

# 日本企業によるアニュアルレポート作成における留意点

## ①誰に向けたアニュアルレポートであるかを明確にする

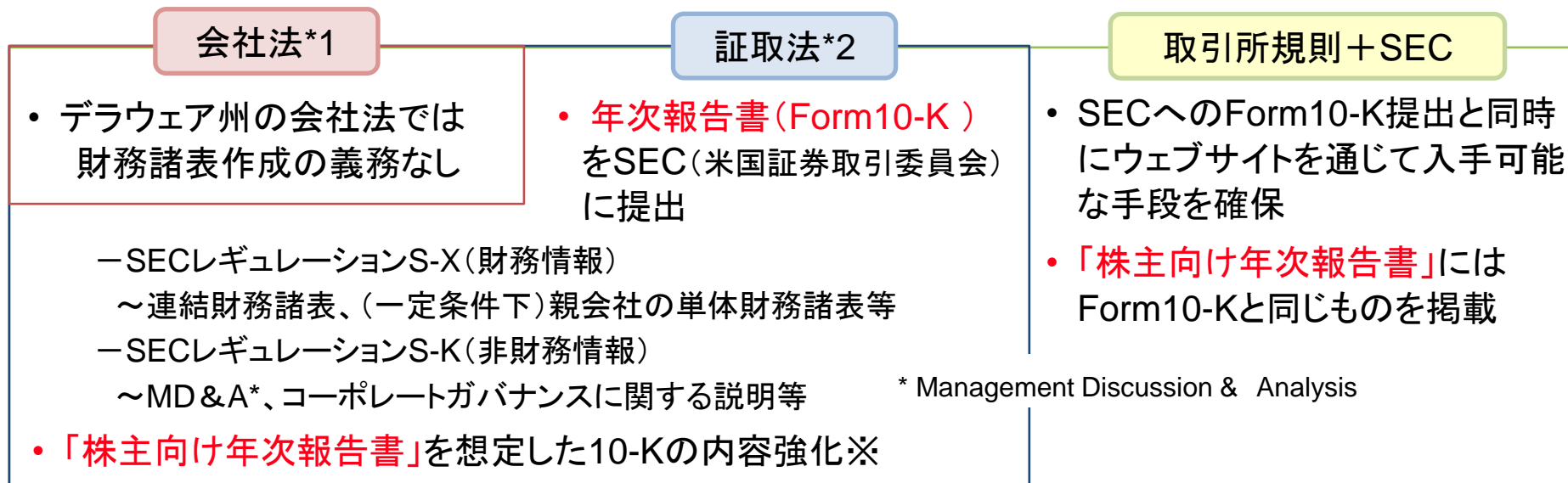
- ✓ 欧州のアニュアルレポートは**会社法**に基づく⇒会社の利害関係者一般を意識する
- ✓ 米国のアニュアルレポートは**証券取引法に基づくForm 10-Kを組み込む義務**⇒「株主」を意識した内容が中心
- ✓ 日本のアニュアルレポートは**任意開示**⇒より広い利害関係者を意識、米国型「株主向け」レポートにこだわる必要はないが、読み手の想定は重要。他の開示資料との位置づけの違いや組合せの効果も意識する必要あり。

## ②実績や今後の見通しなど数値データと関連させながら説明を進める

- ✓ 「アニュアルレポート」をターゲットの読み手に対して数値データを利用して会社を理解してもらう機会とする
  - 事業セクションで製品説明や開発ストーリーに焦点を当てる例では、会社説明パンフレット等との境があいまいになる懸念。
- ✓ 数値データの選択、予想の掲載の有無には一段深い議論が必要
  - 事業別・地域別事業説明において売上の見通しに限定するか、収益等を加えるかは、①で示した「誰に向けたレポートか」と関係する。株主向けを意識する場合は、収益の説明を加え、将来の見通しの確度を高める追加情報の重要性が高まる。

## ③経営者トップ、事業・財務責任者等の顔が見える形式を意識する

- ✓ 経営者トップのコメントの内容は、アニュアルレポート全体の性格を決める
  - **米GE**はCEOのジェフリー・イメルト氏が最初に25ページに亘って自社の事業別の戦略を語る形式。そこからForm10-Kへ。
  - 日本企業では**中外製薬**の小坂社長(COO)、**三菱重工**では宮永社長(CEO)が、**自ら数値目標、資本政策、株主還元といった具体的内容に言及**している(2016年「日経アニュアルレポートアワード」受賞)。
- ✓ 事業・財務責任者および社外取締役の顔が見えるか？
  - トップの言葉に加えて、財務・事業部門の責任者が直接自分のミッションや現状を語る形式は説得力あり。社外取締役の声は戦略の実効性を裏付ける効果あり。誰が語るかは読み手の興味を引き、納得感を高めるために大きな要素となり得る。



\* Management Discussion & Analysis

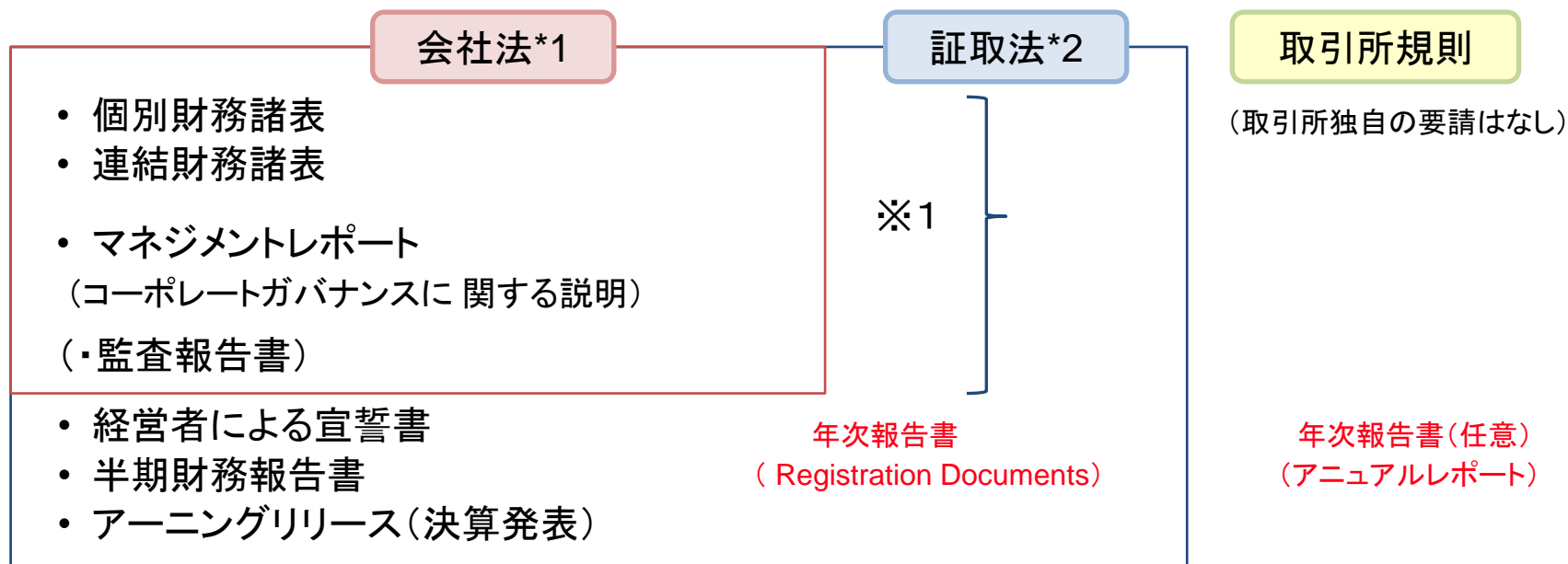
\*1 州法(米国を拠点とする株式公開会の50%以上がデラウェア州の会社法に準拠して設立)

\*2 1934年証券取引所法(The Securities Exchange Act of 1934)

※直近2事業年度の比較財務諸表、最近5年間の「営業成績の要約」、最近3年間の動向に関するMD&Aの掲載等

(出所)経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)から一部加筆して作成

# フランスにおける制度と実務 ~ Registration Documentsの利用と分離



\*1 会社法 (Commercial Code)

\*2 通貨金融法典 (Code Monétaire et Financier)、及びAMF\*一般規則 (Reglement general AMF)

\* AMF=French financial markets authority (Autorite des Marches Financieres)

※1 その他、「監査報酬についての情報」、「主要な財務情報」、「企業の概況」、「設備の状況」、「提出会社の状況」、「主要な株主」など多様な情報を含む

(出所) 各国法令に基づく、あずさ監査法人調べ(経済産業省委託調査「企業と投資家の対話及び企業開示のあり方に関する調査研究」)。経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)に基づき、筆者一部加筆

---

### 3. 企業価値向上表彰の概要と昨年度の大賞受賞企業について

---

～表彰制度の変化とJPX日経インデックス400との比較

# 2016年度の選定プロセス・スケジュール、選定委員

## ○選定プロセス・スケジュール： 選定委員

座長 伊藤 邦雄 一橋大学CFO教育研究センター長  
一橋大学大学院商学研究科 特任教授  
委員 澤上 篤人 さわかみ投信株式会社 取締役会長  
委員 スコット・キャロン いちごアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

2012年度の表彰制度  
開設から変更なし

### ① スクリーニング

東証市場に上場する全上場会社(約3,500社)の中から、過去数年間の「エクイティ・スプレッド(ROE－自己資本コスト)」の平均値または成長率が良好な会社400社程度を選出。

選定プロセスの変更(2015年度):

- 全上場会社から400社程度を選抜する際に、これまでは「ROE」を用いていましたが、本年度は「ROE」から「自己資本(株主資本)コスト」を差し引いて算出される「エクイティ・スプレッド」を用いることとします。

### ② 一次選抜

スクリーニングにより選出された400社に対して、資本コストに関する認識などを確認する簡易のアンケート調査を実施する。また、所定の算式により連結財務諸表数値などから資本コスト(WACC)や企業価値創出額などを算定。これらの結果を踏まえ、最大50社程度を選抜。

### ③ 二次選抜

アンケート実施企業を400社に拡大、絞り込んだうえで二次アンケートを実施(2015年度)

一次選抜された50社に対して、企業価値向上を実現するための経営の実践状況を確認する詳細なアンケート調査を実施。

### ④ ファイナリスト決定:(2016年10月頃を予定)

詳細なアンケート調査の回答内容を踏まえ、数社をファイナリストとして選抜し、公表。

### ⑤ 大賞の決定:(16年12月～17年1月頃を予定)

投資者などからファイナリストに関する意見を募集するほか、選定委員がファイナリストの経営陣に対してインタビューを実施。これらを踏まえ、資本コストなどの投資者の視点を強く意識して企業価値向上を目指す経営を、最も実践していると考えられる上場会社を大賞に選定し、公表。

第一次選抜会社(49社)を公表(2015年度)(2016年2月24日に公表することを発表)

(参考)「JPX日経インデックス400」の選定基準(毎年8月最終営業日に銘柄定期入替を実施)

#### (1)スクリーニング

適格基準・市場流動性によるスクリーニング ⇒ 上位1000銘柄

#### (2)定量的スコアによるスコアリング

3年平均ROE40%／3年累積営業利益:40%／選定基準日時点における時価総額:20%

#### (3)定性的な要素による加点(定量指標の補完的位置づけ、(2)の総合スコアによる選定との差異を10銘柄程度におさえる)

独立した取締役の選任(2人以上)／IFRS採用あるいは採用決定／決算情報英文資料のTdnetを通じた開示

# ファイナリストの選定の視点(14年10月上場会社表彰選定委員会事務局公表)

## 1. 資本コストの算出・認識

企業価値を向上するための資本政策や投資判断などの経営判断を行うに当たっては、(自社の)資本コストに係る認識が不可欠であると考えました。そのため、**自社の資本コストの水準を認識していることを選定の必須条件としました。**

## 2. 経営上の枠組みと資本コストを意識した経営の実践

企業価値向上を図る経営が行われるためには、以下のような経営上の枠組みが導入・整備され、それらの枠組みの中で自社の資本コストを意識した経営が実践されていることが重要であると考えました。

### (i) 経営目標の立案

- ・中期経営計画(又はそれに準じる複数年度に渡る計画策定を含む)が策定されているか
- ・経営管理上で資本効率を意識した経営指標(ROE等)が活用されているか
- ・自社の最適資本構成のイメージを持ち社内で共有されているか

### (ii) 経営管理制度の導入・整備

- ・新規投資の決定又は既存投資からの撤退に係る意思決定を行う際の採択基準が設定されているか
- ・投資採択基準に資本コストの概念が組み込まれているか

### (iii) 評価報酬体系の導入・整備

- ・金銭報酬が業績と一定程度連動しているか
- ・業績評価に用いる管理指標に資本コストの概念が組み込まれているか

### (iv) 企業価値向上に向けた啓蒙活動の推進

- ・自社の経営目標や資本コストの概念について社内で共有が図られているか(社内研修の実施等)

上記の各項目に関して評価を行ううえでは、例えば「株主から付託された資金に係る収益目標(ROE等)が資本コストの水準を踏まえて設定されているか」や「資本コストを上回るリターンを獲得を目指す投資採択基準が経営判断に活用されているか」など、**投資家から付託された資金を有効に活用しようとする経営態勢が整備され実際に運用されているか否かに着目して、審議を行いました。**

## 3. その他事項

上記2までの方法に基づいて選抜された上場会社について、企業価値の創出額、過去の業績推移及びその他を総合的に勘案し、大賞候補会社(ファイナリスト)を選定しました。

# 企業価値向上表彰の狙いと2012～15年度上場会社表彰受賞企業

## ■ 2012年度:「上場会社表彰」大幅刷新の狙い ⇔ 「ディスクロージャー表彰」(～H22年度)との違い

- 「資本コストなど、投資家が重視する企業価値の拡大を経営に組み込んでいる上場会社を評価する『企業価値向上表彰』を新たに創設。これに従来の『企業行動表彰』を組み合わせ、『上場会社表彰』とする」
- 「企業価値向上表彰」の新設は「企業価値という経営の本質にフォーカスすることで、日本の証券市場や日本企業の魅力に改めてスポットライトを当てようという取り組み」

## ■ 企業価値向上表彰(内容・実質面～上場会社の価値向上)

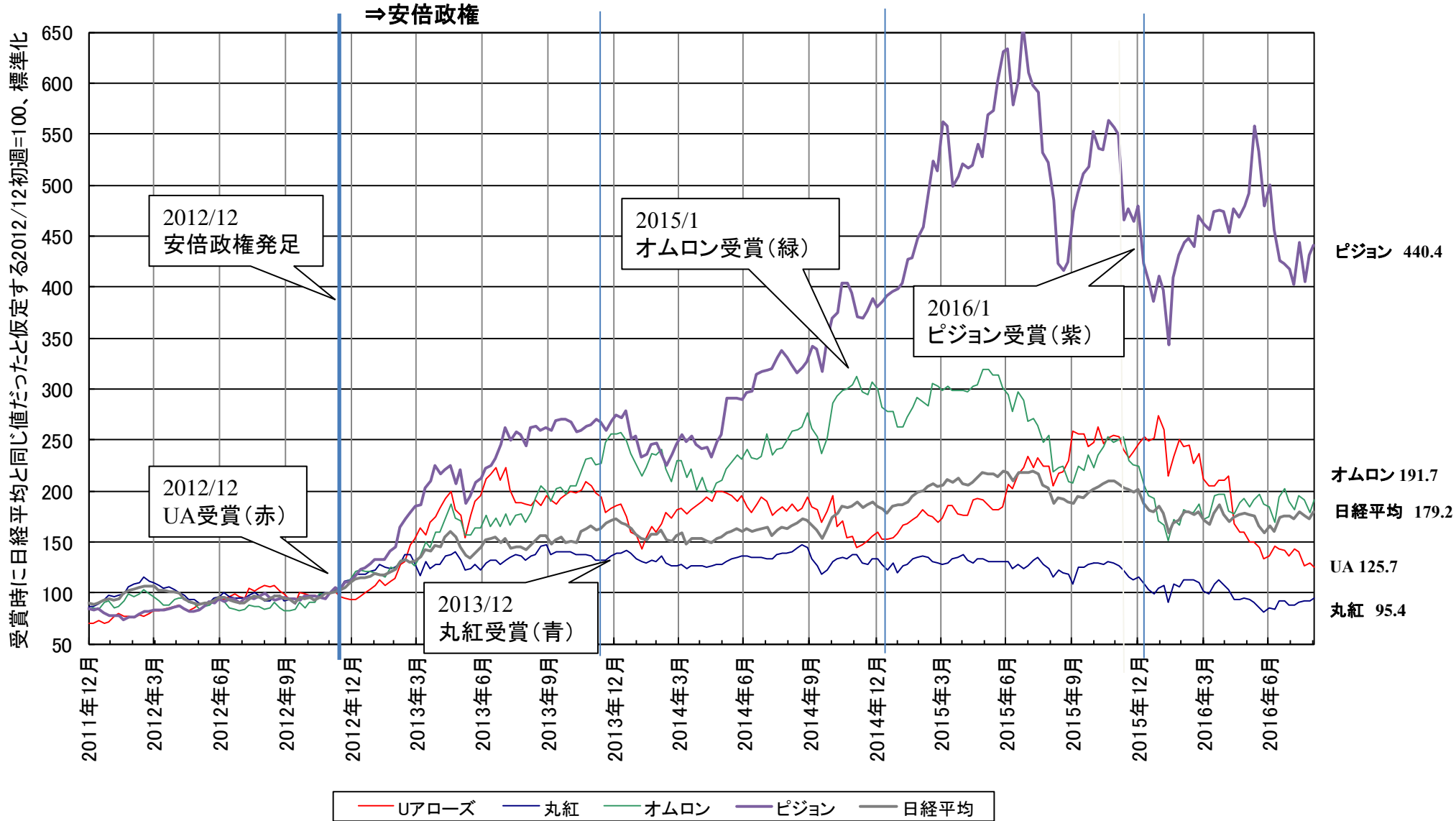
- 2012年度 大賞: **ユナイテッドアローズ** 優秀賞: エーザイ、三菱商事、丸紅、HOYA
- 2013年度 大賞: **丸紅** 優秀賞: キリンホールディングス、アンリツ、バンダイナムコHDGS、伊藤忠商事
- 2014年度 大賞: **オムロン** 優秀賞: TOTO、ピジョン、東京ガス
- 2015年度 大賞: **ピジョン** 優秀賞: 日本ハム、カシオ計算機

## ■ 企業行動表彰(外形・形式面～上場制度の整備)

- 2009年度～:「株主総会議案の議決権結果の公表」、「独立性の高い社外役員を選任」、「株主総会招集通知の早期発送」
- 2012年度 表彰対象: 「社外取締役の独立役員への指定」  
受賞企業: 大和ハウス工業、日本たばこ産業、スズキ、アサツー ディ・ケイ
- 2013年度 表彰対象: 「IFRS適用に向けた積極的な取り組み」  
受賞企業: 日本たばこ産業、日本電波工業、HOYA、住友商事
- 2014年度 表彰対象: 「女性の活躍の推進に向けた積極的な取り組み」  
受賞企業: セブン&アイ・ホールディングス、ファンケル、損保ジャパン日本興亜ホールディングス



# 大賞受賞企業株価と日経平均の推移(2012年12月初週を100として指数化)



# ピジョンの2015年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

## 注目点

- ・資本生産性を表す経営指標(PVA等)の採用
- ・会社全体として企業価値向上に取り組む経営体制
- ・経営情報の公開を通じた投資者との対話の実現

## ○ピジョン株式会社が特に優れていると評価された点

### 1. 投資者視点を意識した高い経営目標を設定し公表している

- ・ 企業価値向上を目指して、資本生産性を表す経営指標(ROE、ROA、ROIC)に自社の資本コストを大きく上回る高い水準の目標値を設定し、中期経営計画(2015年1月期～2017年1月期)において公表(同社が保守的に想定する加重平均資本コスト:5%、ROE目標:21%、ROA目標:22%、ROIC目標:15%)。
- ・ 過去3年間(2013年1月期～2015年1月期)のROEは、15.5%、19.7%、19.8%と高い水準を維持。

### 2. 独自の経営指標を活用した経営管理の仕組みを構築している

- ・ 資本コストを上回る企業価値の創造額を表す独自指標である「PVA」を経営に活用。
- ・ PVAを構成要素ごとに細分化して管理する「PVAツリー」や運転資本の効率性を管理する「CCC(Cash Conversion Cycle)ツリー」を導入し、きめ細かな目標値の設定と実績管理を実施。
- ・ 事業の採択・撤退の判断基準にPVAやNPV、IRRといった管理指標を用いて、資本コストや資本生産性を強く意識した経営判断を実践。

### 3. 企業価値向上を目指す経営管理の仕組みが組織に深く浸透している

- ・ 事業部門ごとにPVAツリーやCCCツリーを作成して細分化した項目ごとに目標値を設定し、それらを達成するための具体的なタスクも明確化するなど、会社全体として企業価値の向上に取り組む経営体制を構築。
- ・ 経営トップ自らが、こうした経営管理の仕組みや考え方を社内に積極的に語り掛け、管理職だけではなく一般社員を対象とする研修も複数回開催するなど、会社全体への意識の浸透に前向きに取り組む。

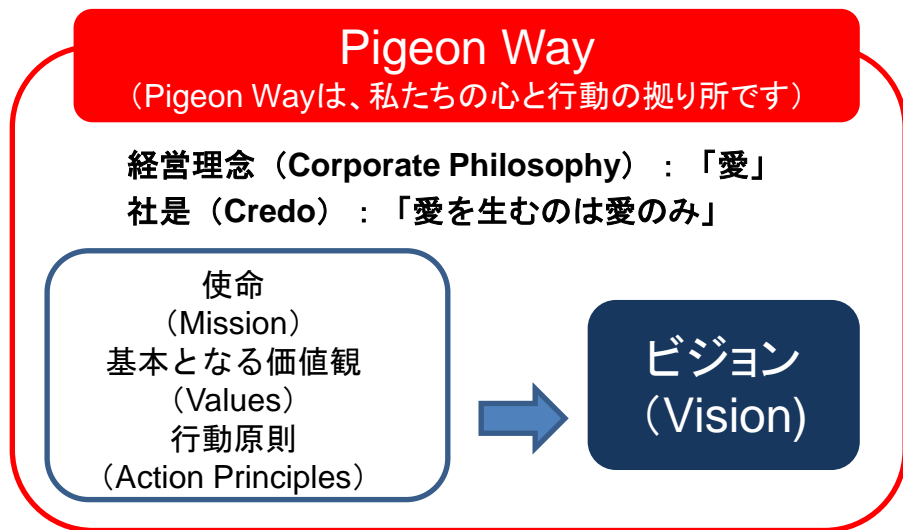
### 4. 投資者との建設的な対話の実現に向けて積極的な情報発信を行っている

- ・ PVAツリーやCCCツリーの各項目に設定した目標値や実績値の情報を広く公開するなど、投資者との建設的な対話の実現に向けて積極的な情報発信を実施。

# 大賞受賞企業の中期経営計画(ビジョン)～中計と中期事業方針、高い経営品質への12の課題

## 2014年に新たに「Pigeon Way」を策定

### 2. 第5次中期経営計画 Pigeon Wayについて



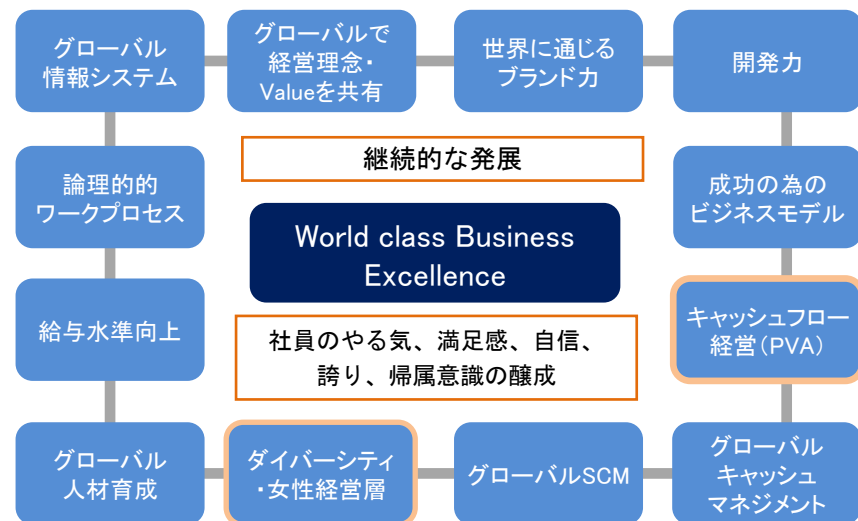
(出所)ビジョン公表資料(第5次中期経営計画2014年3月)

(同社の概要と理念・経営計画の構造)

- 同社は、1957年創業、1997年東証一部に上場
- 2008年3月公表の第3次中計で海外事業強化に舵を切り急成長
- **2014年2月に第5次中計開始**に合わせて「Pigeon Way」を策定
- 第5次中計は「**中期事業方針『ビジョン (Vision) 2016』**」とセットで運営されている(「ブランド力強化」等の5項目)
- 中期事業方針のもとに「事業戦略」「機能戦略」「定量目標」を設定。「**企業価値向上**」では**資本政策・株主還元、CSR**を強調

## 「高い経営品質への12の課題」

“World class business excellence”への12の課題



(出所)ビジョン公表資料(決算説明会資料2015年3月)

(「**企業価値向上に向けて**」)

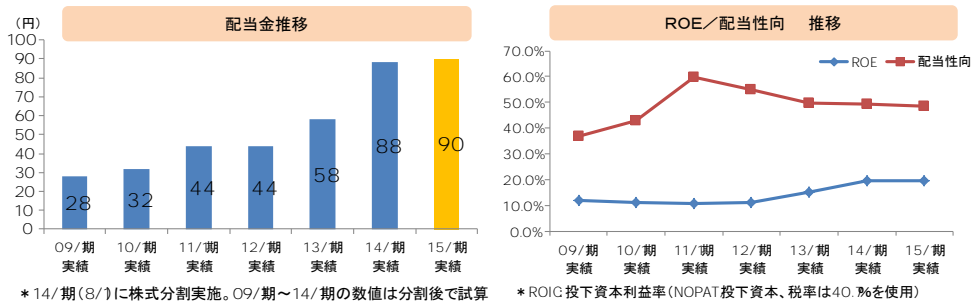
- 日本発で世界に通じるBusiness Excellence、高い経営品質を作り上げたいとの思いが強い⇒経営品質を高める12の課題
- 「**キャッシュフロー経営(PVA)**」、「**ダイバーシティ・女性経営層**」に特に注力。
- 「**ビジョン (Vision)2016**」を第5次中計期間で実現を目指す
- **2015年度に東証企業価値向上表彰で大賞を受賞**(2016年1月発表)、2014年度も優秀賞を受賞していた

# 大賞受賞企業の中期経営計画(ピジョン)～企業価値の向上を軸とする経営指標管理

## 「企業価値の向上 ①資本政策・株主還元」と「PVAツリー」

### 7. 企業価値の向上 ①資本政策・株主還元

- ・営業キャッシュフローの増加見込み:約270億円
- ・成長の為の設備投資を積極的に実施する  
投資計画の内訳(3ヶ年総額:約150億円)  
海外事業:約115億円 国内事業:約35億円
- ・各営業期における前期比増配と総還元性向45%～50%を目標とする
- ・自己資本純利益率(ROE) 21.0%以上  
投下資本利益率(ROIC) 15.0%以上 に改善する
- ・収益拡大により、一株当たり当期純利益を増加させる

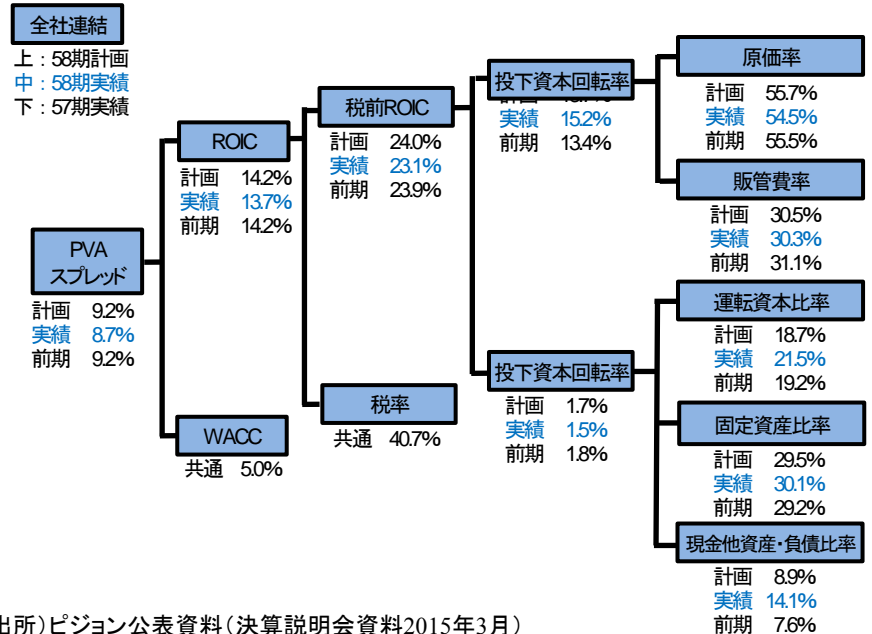


(出所)ピジョン公表資料(第5次中期経営計画2014年3月)

#### (経営目標数値の設定)

- ・「定量目標」として、①経営目標(売上高、営業利益等)、②セグメント別売上・利益、③海外地域別売上を設定
- ・「企業価値の向上」の指標は別建てで改めて強調。
  - ✓ 営業CF、投資CF、総還元性向⇒成長投資と高い還元両立
  - ✓ ROE、ROIC、EPS⇒効率性指標の向上、収益拡大が基本

### PVAツリー(比率):58期 全社連結



(出所)ピジョン公表資料(決算説明会資料2015年3月)

#### (PVAスプレッド向上への強いこだわり)

- ・ **PVAスプレッド(ROIC - WACC) ツリー**によりROICおよびその構成要素の計画・実績・前期実績を明示
- ・ PVAスプレッド⇔エクイティスプレッド(ROE-株主資本コスト)の違い  
⇒現場における工夫を重視する考え方が強い?
- ・ 運転資本・CCC(キャッシュコンバージョンサイクル)およびPVAについては実額による要因分析を併せて提示

# 投資実績と資金の関係～ピジョン

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
期首現金及び現金同等物	1,903	2,680	4,350	5,973	6,906	6,828	7,294	10,574	13,103	21,591	24,298
期首キャッシュ	1,903	2,686	4,350	5,973	6,906	6,828	7,294	10,574	13,103	21,591	24,298
営業活動CF	2,367	3,708	4,206	4,965	3,206	4,212	7,657	7,930	10,135	13,480	6,187
(減価償却費)	1,816	1,930	1,898	1,810	1,940	1,833	1,817	2,071	2,095	2,550	1,976
投資活動CF	-396	-2,443	-1,279	-2,106	-3,950	-1,871	-1,849	-3,794	-3,134	-3,332	-2,415
(研究開発費)	1,028	1,045	1,129	1,210	1,359	1,497	1,621	1,730	1,932	2,264	-2,796
FCF	1,971	1,265	2,927	2,859	-743	2,341	5,808	4,136	7,001	10,148	3,771
財務活動CF	-1,195	-169	-730	-1,926	665	-1,875	-2,527	-1,607	1,487	-7,441	-1,532
(配当総額)	-493	-557	-767	-1,279	-1,518	-1,759	-1,762	-2,741	-3,995	-4,789	-2,393
(自社株買い*)	-2	-2	-7	-4	-1	-1	-2	-6	-486	-5	-1,966
(債務の増減)	-1,042	405	507	-680	2,465	38	-1,337	-351	4,386	-1,706	-3,009
現金及び現金同等物の増加	777	1,096	2,197	933	-78	466	3,281	2,528	8,488	2,707	2,239
総資産	35,648	37,441	38,408	39,494	42,685	43,773	48,539	57,955	72,367	73,943	6,916
純資産合計	22,994	23,831	24,325	26,264	27,044	27,936	32,365	39,982	47,297	50,793	4,540
有利子負債	2,416	2,824	3,242	2,560	4,964	4,981	3,703	3,495	8,101	6,391	
時価総額	41,376	33,962	45,336	70,952	50,016	57,380	99,867	188,720	295,017	304,435	
(株主資本比率)	64.5%	63.6%	63.3%	66.5%	63.4%	63.8%	66.7%	69.0%	65.4%	68.7%	
営業利益率	6.1	6.5	8.0	8.6	8.0	8.5	10.9	13.4	15.2	15.7	
ROA	5.5	4.0	7.5	7.3	7.1	7.4	9.9	13.1	13.0	13.9	
ROE	9.0	6.4	12.1	11.4	11.2	11.8	15.5	19.7	19.8	21.3	
(参考)											
売上	45,314	49,209	53,060	53,444	57,077	59,131	65,092	77,457	84,127	92,208	
営業利益	2,754	3,193	4,269	4,604	4,547	5,043	7,086	10,366	12,781	14,522	
純利益	1,916	1,471	2,854	2,840	2,928	3,183	4,574	6,986	8,452	10,197	
株価**	347	284	378	591	417	478	832	1,572	2,463	2,542	
1株当り配当額	5	5	9	11	15	15	19	29	35	42	
1株当り当期利益	16	12	24	24	24	27	38	58	71	85	
1株当り純資産	1,129	1,174	1,195	1,288	1,326	1,370	1,583	977	1,156	414	
外国人株主比率	23.6	32.3	25.9	33.7	34.1	32.5	34.5	48.5	49.2	46.9	
株主数	6,794	6,193	5,396	5,664	7,996	6,305	5,803	10,265	6,696	23,751	
(指数)											
期首現金及び現金同等物	0.08	0.11	0.18	0.23	0.26	0.24	0.23	0.26	0.28	0.43	0.48
期首キャッシュ	0.08	0.11	0.18	0.23	0.26	0.24	0.23	0.26	0.28	0.43	0.48
営業活動CF	0.10	0.16	0.17	0.19	0.12	0.15	0.24	0.20	0.21	0.27	
投資活動CF	-0.02	-0.10	-0.05	-0.08	-0.15	-0.07	-0.06	-0.09	-0.07	-0.07	
財務活動CF	-0.05	-0.01	-0.03	-0.07	0.02	-0.07	-0.08	-0.04	0.03	-0.15	
純資産	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
有利子負債	0.11	0.12	0.13	0.10	0.18	0.18	0.11	0.09	0.17	0.13	
時価総額	1.80	1.43	1.86	2.70	1.85	2.05	3.09	4.72	6.24	5.99	

(百万円)

16年8月末日時点

- 株価は2,753円、15年12月末2,965円から約7%下落(日経平均11%下落)
- 時価総額は3,350億円、金庫株は189万株(1.5%)保有

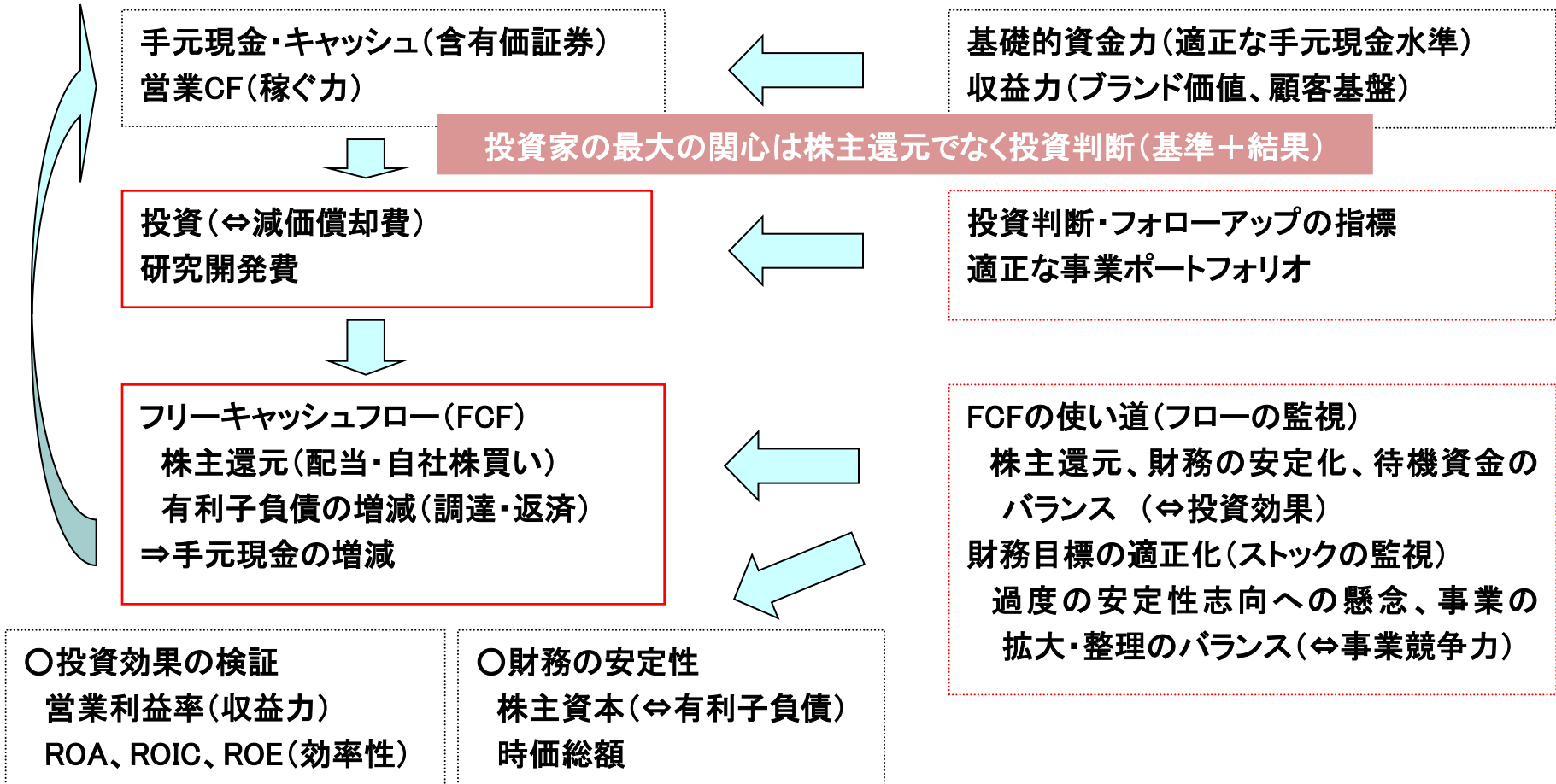
10年平均(5年平均)

- 営業CFは着実の増加、投資CFは30億円台に抑えられており、FCFは増加し、2016年は100億円のプラス
- 手元キャッシュは243億円、純資産に対して約48%と高い水準
- 営業利益率は15.7%、ROEは21.3%と高水準
- 時価総額/純資産(PBR)は5.99と極めて高い水準
- 有利子負債は限定的であり、現金保有とのネットで実質無借金
- 外国人の株保有比率は約47%と高く、株主数の急増が目立っている

# (前頁表の見方) 手元資金、営業CFの使途に関する投資家の注目点(投資判断への評価)

## ●投資資金の出所と投資サイクル ～投資への期待と投資後の検証

## ●投資家が注目するポイントは？ ～投資結果のフォローアップへの期待



---

(補足)過去の大賞受賞企業の受賞理由および日本企業の財務データ

---

# オムロンの2014年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

## 注目点

- ・「ROIC経営」の浸透～従業員向けの「逆ツリー展開」、事業ポートフォリオ管理への活用
- ・「新製品投入1年停止」の経営判断
- ・社長指名諮問委員会の早期設置と実効性

## ○オムロン株式会社が特に優れていると評価された点

### 1. 投資者視点を意識した経営目標を掲げて投資者との対話を深めている

- ・ 企業価値を高めるため、資本効率を表す経営指標(ROIC、ROE)に自社の資本コストを上回る水準の目標値を設定して中期経営計画において公表。(同社が想定する加重平均資本コスト:6%、ROIC目標及びROE目標:13%程度)
- ・ 企業価値を高める財務戦略として、成長投資優先、安定的継続的配当、機動的自社株買いの3つを柱とする資金配分の基本方針を策定して公表。

### 2. 経営目標の達成に向けてきめ細かな事業ポートフォリオの管理を実践している

- ・ 自社の事業を100近い事業ユニットに細分化し、事業の収益性を表すROICと事業の成長性を表す売上高成長率を組み合わせることで事業ユニットの選択と集中を行う「ポートフォリオマネジメント」を実践。

### 3. 企業価値向上に関する経営管理の仕組みを組織に深く落とし込んでいる

- ・ 全社ベースのROICの向上を最終目標に掲げ、それと関連性の高い指標を各事業部門や製品ラインごとにKPIとして設定することで、現場も含めた全社的なPDCAサイクルを構築する「ROIC逆ツリー展開」を導入。

### 4. 企業価値向上の取組みの成果が現れている

- ・ 「ROIC逆ツリー展開」と「ポートフォリオマネジメント」を柱とする「ROIC経営」を掲げて経営改革に取り組んだ結果、かつては赤字であった事業部門が資本コストを上回る利益を獲得する水準まで業績向上を果たすなど、全社的な経営改善が進捗。
- ・ その結果として、同社の過去3年間のROEは上昇傾向にあり(5.2%、8.8%、11.6%)、本年度もさらなる向上が見込まれるなど、近年、着実に企業価値向上の取組みの成果が現れている。



# 丸紅の2013年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

## 注目点

- ・大手商社の中で最初に大賞受賞
- ・経営指標「PATRAC」への高い評価
- ・大手商社の中では非資源への分散が進む

## ○大賞会社(丸紅)を選定するにあたり特に優れていると評価された点

### 1. 資本コストを意識した経営指標が積極的に活用されていること

丸紅株式会社(以下「同社」といいます)は、自社の株主資本コストを計測したうえで、その水準を大きく上回る15%以上というROE目標を設定し、中期経営計画において公表しています。そして、その目標を達成するために、リスク対比での株主資本コストを上回る収益の追求を図る独自の経営指標である「PATRAC」や個別案件ごとに資本コストを意識して設定する100種類を超えるハードルレートに基づく「IRR」を活用した投資判断を着実に実行しています。このように、同社では、資本コストを意識した経営が首尾一貫して実践されていると認められました。

### 2. 企業価値向上の取組みが組織に深く浸透していること

同社は、投資判断基準のほか、事業の業績評価や撤退の判断においても「PATRAC」を厳格に適用しています。また、同指標に基づく業績連動報酬の仕組みも導入しており、経営層から一般社員に至るまで全役職員が対象となっています。さらに、社長自らが中堅・若手社員を含む役職員と直接対話する機会を積極的に設けて、経営目標や「PATRAC」を通じた企業価値向上経営に関する対話を行うなど、上述の経営態勢が有効に機能するための環境が醸成されており、実際に企業価値向上の取組みが組織に深く浸透していると認められました。

### 3. 企業価値向上の取組みとその成果に安定性が認められること

こうした取組みにより、同社の過去3年間のROEは18.0%、21.2%、20.7%と高い水準で安定的に維持されており、結果として、昨年度から開始した企業価値向上表彰において2年連続でファイナリストに選出されるなど、同社の企業価値向上の取組みとその成果には安定性があると認められました。

(単位: %、百万円)

		Mar-09	Mar-10	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Mar-14	ROE目標
丸紅	ROE	16.5	14.5	18.0	18.5	12.7	16.6	安定的に
(12年度よりIFRS)	純利益	111,208	95,312	136,541	154,771	130,143	210,945	15%以上
三菱商事	ROE	14.1	10.3	14.8	13.3	8.1	7.5	中長期的に
(13年度よりIFRS)	純利益	369,936	274,846	463,188	452,344	323,457	361,359	12~15%
三井物産	ROE	8.7	7.3	13.3	17.4	9.8	9.7	17年3月期
(13年度よりIFRS)	純利益	177,607	149,719	306,659	434,497	296,623	350,093	10~12%
伊藤忠	ROE	18.1	13.2	14.3	23.9	16.8	13.0	早期に15%
(13年度よりIFRS)	純利益	165,390	128,153	160,975	300,505	258,843	245,312	必達目標12%
住友商事	ROE	15.1	11.5	12.9	15.4	12.4	10.0	リスクターン12%程度
(10年度よりIFRS)	純利益	215,078	165,365	200,222	250,669	232,451	223,064	ROA3%以上

丸紅のROEはIFRS基準に移行しているため東証が公表している例と12年度以降異なっている。

# ユナイテッドアローズの2012年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

## ■ 主要な選定理由

- 企業価値向上に係る取り組みに関して、株式市場において投資家に高く評価されている点
- 企業価値向上に向けた業務執行体制の確立に独自の創意工夫が認められる点\*

### 注目点

- ・初年度に「定番企業」に先んじて受賞
- ・感性による経営から業務の可視化に移行
- ・経営目標達成に従業員と一体感を重視

## ■ 表彰会社選定にあたっての観点

### ▶ 経営戦略及び事業戦略について

- ・ 自社資本コストを踏まえ、ROE20%以上という中期経営目標を定めている。
- ・ 経営目標を達成するための「キーファクター」をKPIと定義し、達成するための目標設定を部門・店舗や社員単位で行っている。また、そのモニタリングを最短、週単位で実践している。

### ▶ 財務戦略について

- ・ 資本コストを上回る収益を見込めるか否かなどを主な観点とし、新規投資や事業撤退の判断を行っている。
- ・ 剰余金の利用用途は、新規投資と内部留保のバランスを勘案しつつ、株主還元の充実を図ることを基本方針としている。

### ▶ 企業価値向上の取り組みとその成果

- ・ 企業価値向上の取り組みを強化した2009年以降、①ROEは5.6%(2009年3月期)から29.2%(2012年3月期)まで、②株式投資収益率(配当、株価上昇のトータルリターン)は(2012年11月末までの)過去3年間で195.6%、5年間で100.7%まで達している。

\*「業務執行体制の確立に独自の創意工夫が認められる」とされた内容につき、竹田社長は以下のように述べている。

「各部門の業務体系や連携状況を戦略マップ化し、週・月・年次単位での行動計画を共有し、進捗管理を行います。ワークフローの全体像を可視化することで、個人の感性に頼りがちな業務を標準化し、誰でも確実に迅速にこなすことができるような仕組みを確立します」

# TOPIX500セクター別財務指標比較(2016年、日本)(GICSセクター、欧米は2015年決算)

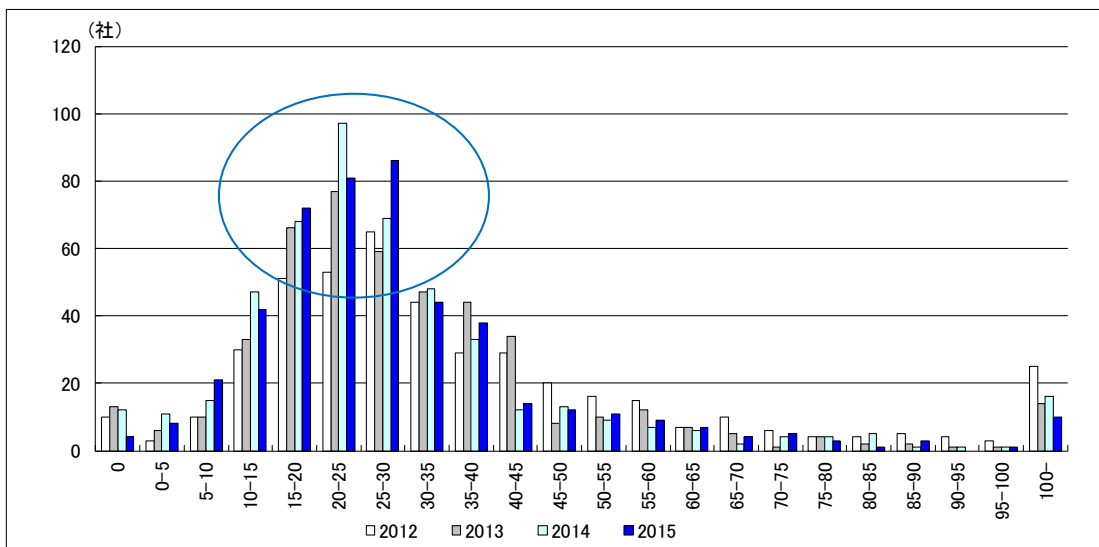
GICSセクター

	社数	キャッシュ /売上高	キャッシュ /総資産	総資産 /株主資本	短期負債/ 有利子負債	有利子負債 /株主資本	売上高 営業利益率	ROE	PBR	配当利回り	配当性向	総還元性向
	(社)	(%)	(%)	(x)	(%)	(x)	(%)	(%)	(x)	(%)	(%)	(%)
1010 エネルギー	7	8.3	9.6	3.00	32.1	0.96	1.3	-6.3	0.58	3.07	-28.2	-28.2
1510 素材	54	11.1	9.1	2.27	36.8	0.62	6.6	6.3	0.87	2.43	33.6	42.8
2010 資本財	82	16.0	12.9	2.93	27.8	0.90	4.2	5.0	1.14	2.59	59.0	68.7
2020 商業サービス・用品	11	21.7	20.1	1.77	35.7	0.18	6.4	6.6	1.61	1.56	38.3	50.3
2030 運輸	30	12.4	7.3	2.92	18.2	1.17	9.4	7.8	1.39	1.35	24.2	31.2
2510 自動車・自動車部品	30	15.6	12.5	2.58	46.0	0.82	7.8	11.3	0.92	3.62	29.6	55.0
2520 耐久消費財・アパレル	21	19.4	16.2	3.45	46.2	0.41	4.8	6.2	1.45	1.58	36.6	53.2
2530 消費者サービス	5	26.9	22.7	2.03	18.9	0.43	8.5	8.2	2.90	0.93	33.0	34.7
2540 メディア	10	25.5	15.0	2.00	28.4	0.23	8.2	6.3	1.06	1.84	30.9	33.2
2550 小売	24	24.3	21.6	2.39	43.3	0.41	6.6	8.8	1.92	1.24	27.1	43.9
3010 食品・生活必需品小売り	11	16.7	15.4	3.45	32.2	0.79	5.1	6.1	1.86	1.55	47.0	47.4
3020 食品・飲料・タバコ	28	10.1	10.1	2.11	32.1	0.41	7.3	9.8	2.38	1.56	38.2	56.0
3030 家庭用品・パーソナル用品	8	20.9	22.2	1.81	30.2	0.17	9.3	11.4	3.61	1.06	33.7	42.6
3510 ヘルスケア機器・サービス	12	11.5	16.2	2.51	29.0	0.33	5.8	11.7	2.63	1.05	23.7	78.2
3520 医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンス	23	41.0	22.4	1.48	24.2	0.15	13.9	7.8	2.06	2.03	53.9	75.5
4510 ソフトウェア・サービス	19	30.2	28.1	1.92	27.2	0.19	8.8	11.0	2.13	1.55	30.1	36.8
4520 テクノロジー・ハードウェアおよび機器	30	17.7	14.7	2.09	35.2	0.37	7.8	7.6	1.15	2.33	35.1	48.4
4530 半導体・半導体製造装置	6	42.4	27.6	1.49	33.2	0.15	13.7	9.2	1.51	2.33	38.1	141.6
5010 電気通信サービス	4	14.9	8.1	2.73	19.4	0.87	13.4	11.2	1.72	1.98	30.2	62.2
5510 公益事業	13	15.0	7.0	5.43	19.6	2.89	7.9	10.5	0.82	1.59	12.4	16.3
<b>合計</b>	<b>428</b>	<b>16.2</b>	<b>12.5</b>	<b>2.63</b>	<b>30.6</b>	<b>0.75</b>	<b>6.9</b>	<b>8.0</b>	<b>1.33</b>	<b>2.1</b>	<b>35.5</b>	<b>54.6</b>
(参考)2015年データ	426	16.1	12.1	2.62	30.00	0.75	6.5	8.0	1.55	1.6	30.5	40.8
(参考)2014年データ	423	14.9	11.6	2.71	29.42	0.80	6.3	8.3	1.32	1.7	27.4	36.2
(参考)2013年データ	421	14.9	11.4	2.77	31.3	0.84	5.4	5.3	1.24	1.9	43.0	53.0
(参考)2012年データ	420	14.3	11.3	2.82	30.4	0.85	5.3	4.7	1.13	2.2	52.1	66.4
(参考)2011年データ	418	14.7	11.9	2.77	29.7	0.85	6.5	6.7	1.18	1.9	33.9	41.4
(参考)2010年データ	411	14.5	11.1	2.79	29.3	0.88	4.8	4.6	1.31	1.6	46.0	53.8
(参考)2009年データ	410	11.6	10.0	2.89	34.3	0.97	4.1	1.3	1.08	3.0	238.7	353.9
<b>S&amp;P500 (米国 2015年)</b>	<b>406</b>	<b>18.3</b>	<b>12.7</b>	<b>2.94</b>	<b>12.9</b>	<b>0.91</b>	<b>10.3</b>	<b>13.8</b>	<b>3.50</b>	<b>2.2</b>	<b>56.0</b>	<b>131.2</b>
<b>Bloomberg Euro 500 (欧州 2015年)</b>	<b>386</b>	<b>14.3</b>	<b>9.7</b>	<b>3.10</b>	<b>22.5</b>	<b>0.88</b>	<b>6.8</b>	<b>8.9</b>	<b>2.42</b>	<b>3.1</b>	<b>84.9</b>	<b>97.8</b>

- 日本企業の「売上高営業利益率」、「ROE」といった収益力を示す指標は2009年を底に回復、2014年は8%を超えたが2015年以降頭打ち。
- 「キャッシュ/売上高」、「キャッシュ/総資産」は高水準で推移。有事に備える手元現金を徐々に投資や株主還元を使う動きが顕在化。
- 「有利子負債/株主資本」(D/Eレシオ)は安定推移からやや低下。1をやや下回る水準が財務基盤安定と積極投資との均衡点。
- 「配当性向」、「総還元性向」は2014年に業績向上に伴い低下、安定配当のため当期利益の変化の影響が大きい。2015年は上昇。
- オムロンはテクノロジー-セクター(4520)、丸紅は資本財セクター(2010)、ピジョンは家庭用品(3030)、UAはアパレル(2520)だがTOPIX500の統計には含まれていない。

Data : Bloomberg

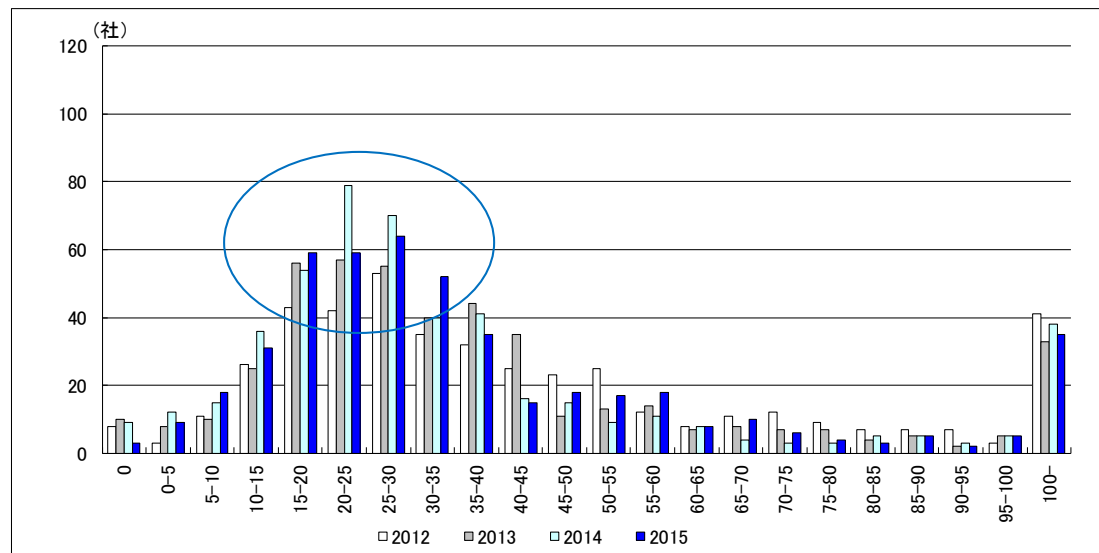
# 株主還元への分布の推移(日本)



## 配当性向

2015年も20~40%に収斂している状況に大きな変化はなく、25-30%に大きな山が見られる。基本的に配当性向30%付近をターゲットとしている様子が見てとれる。時価総額上位1200社を対象とした生保協会アンケート調査では、株主還元の数値目標を公表する企業は、延べ527社と前年(431社)から大幅に増加。公表する指標としては「配当性向」が399社と圧倒的に多く、うち30%以上を目標とする企業も306社と前年(250社)から大幅に増加。一方で6割近くの企業は数値目標を未公表の状況。

2015年以降、株主還元強化を打ち出す企業が増えてはいるが、顕著な右側へのシフトは見られない。



## 総還元性向

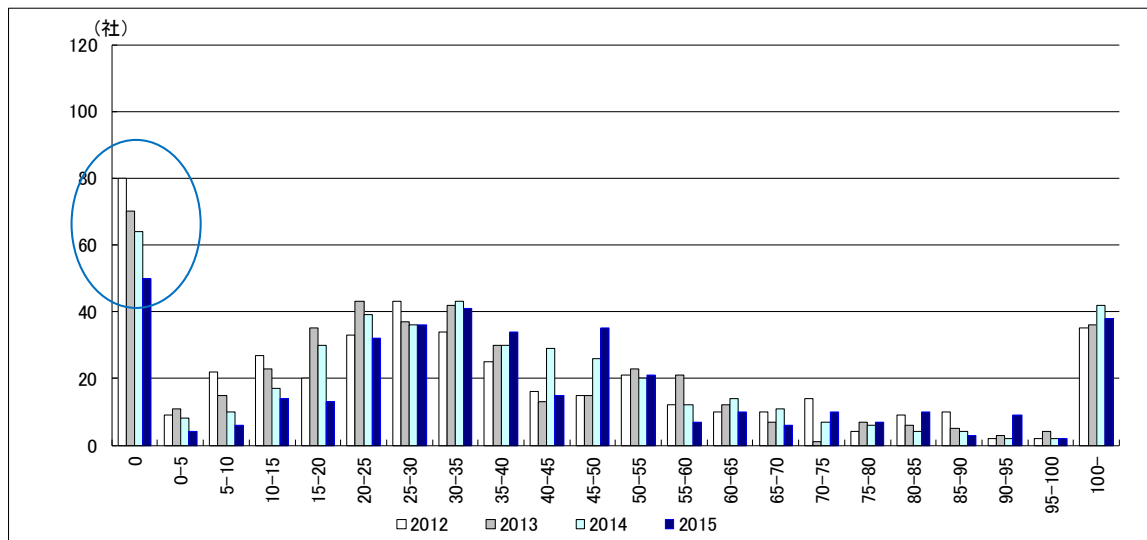
2015年の傾向は20~30%への収斂が継続する一方、全体としてはやや上位(右側)にシフトしている。100%を超える企業は40社前後で推移している。

自社株買いを積極的に活用する企業も増えているが、グラフには明示的に表れていない。今後の自社株買い増加の動きが注目される。

「配当性向30%」は株主が求める目標か？

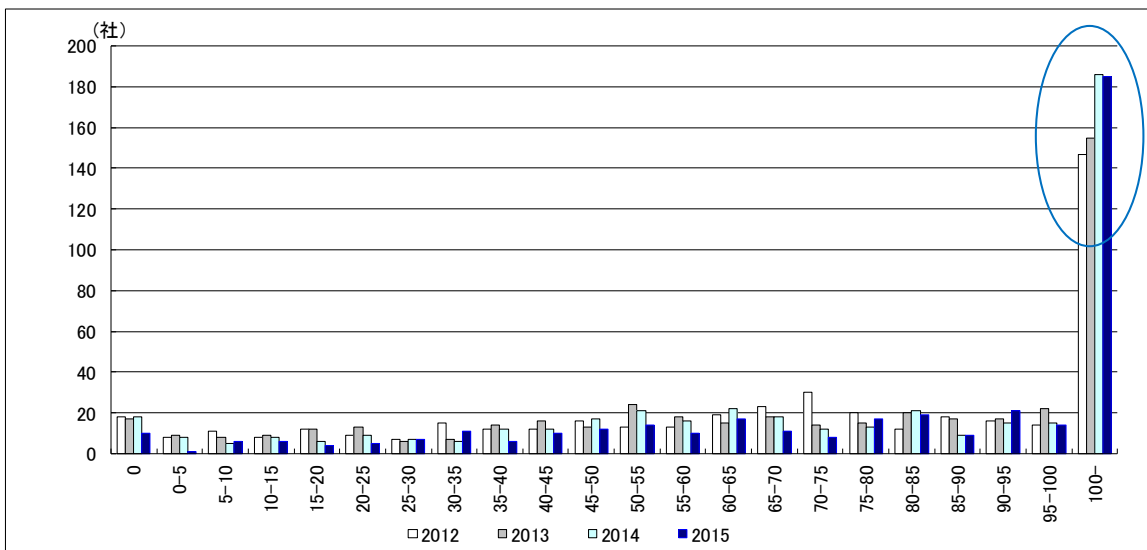
- ・企業毎に投資・株主還元のパランスに最適解～日本は30%への偏りが顕著、米とは全く分布が異なる
- ・経営者の投資判断への信頼、最適資本構成への意識の高さが株主還元政策の判断材料となる

# 株主還元の分布の推移(米国)



## 配当性向

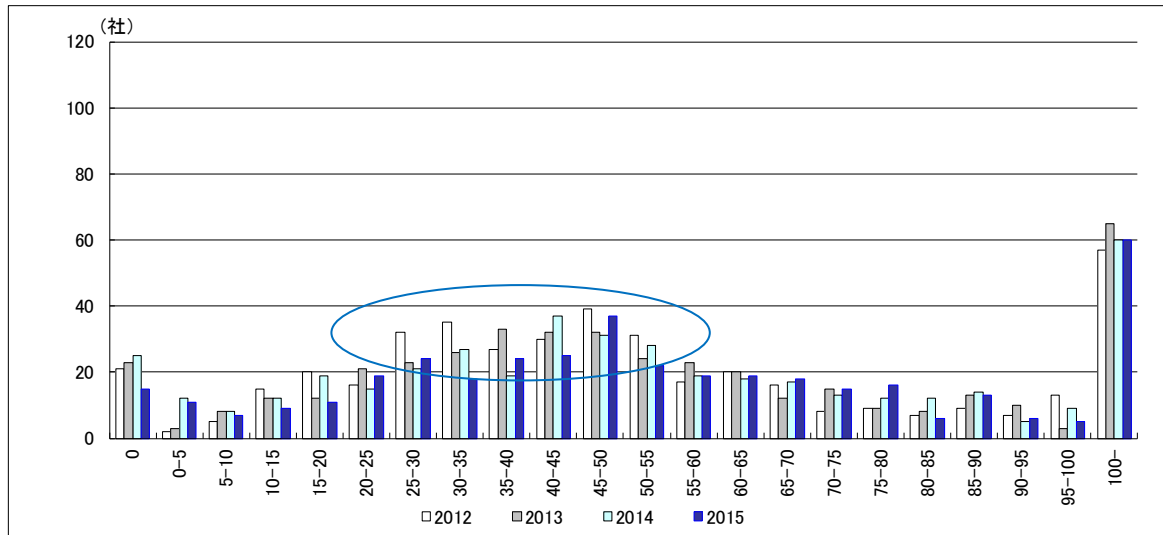
配当性向0%の企業が多いことに変化はないが、やや減少傾向が見られる。配当性向の傾向は20～40%への一定の収斂が見られるが緩やか。基本的には企業毎の成長ステージに合わせて配当を個別に決定する考え方は継続していると考えられる。



## 総還元性向

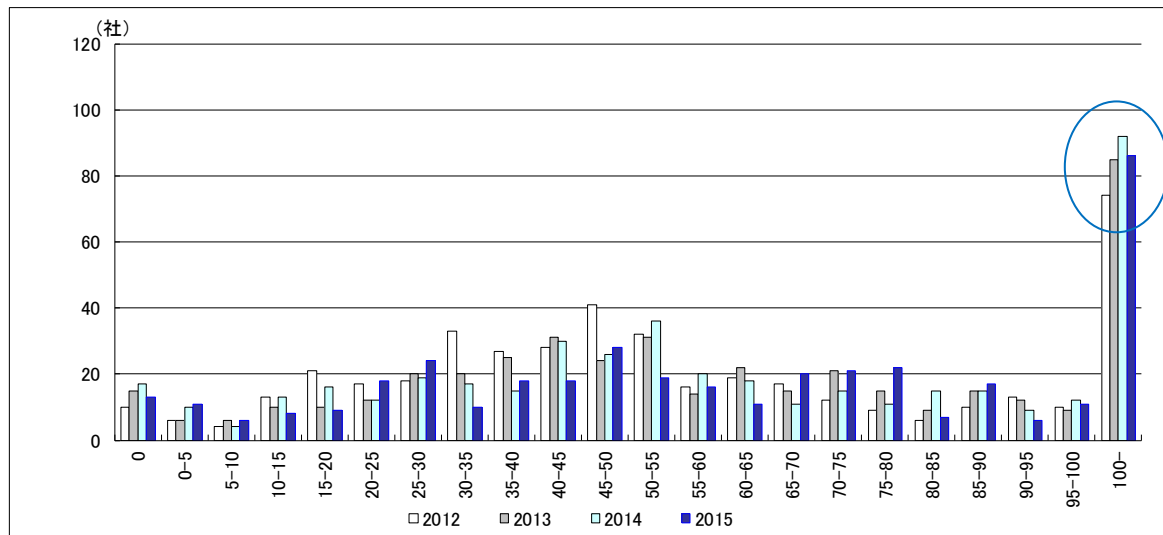
総還元性向が100%以上の企業は、2012年～15年は150～190社と高水準で推移している。総還元性向全体は一定水準への収斂はみられず、企業毎の判断が異なっていると考えられる。配当性向のグラフと比較すると大きく右にシフトしていることから自社株買いを利用した株主還元の比率が配当と比較して大きいといえる(縦軸のスケールが他のグラフと比較し1.7倍になっていることは注意)。

# 株主還元への分布の推移(欧州)



## 配当性向

各年度とも30~40%を中心とする分布が見られるが、日本企業と比較すると広がり大きい。2015年にやや右にシフトしているのは、当期利益の落ち込みが影響していると考えられる。配当性向が100%超となる企業も一定数存在する。



## 総還元性向

総還元性向は配当性向と同様の傾向(やや上位にシフト)。100%超を総還元する企業も一定数存在する。配当性向と総還元性向の差異はあまり変化がなく日本と同様自社株買いは配当の補助的手段と位置付けられていると考えられる。

# 留意事項

本資料はみずほ証券が、金融・資本市場関係者およびみずほ証券の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、みずほ証券の意見等ではありません。

みずほ証券は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または、通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接的または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはいません。

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94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

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ