

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。



一期一会

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：4.5年¹

■ エンゲージメント投資

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

■ 社会貢献投資

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



いちごの長期投資

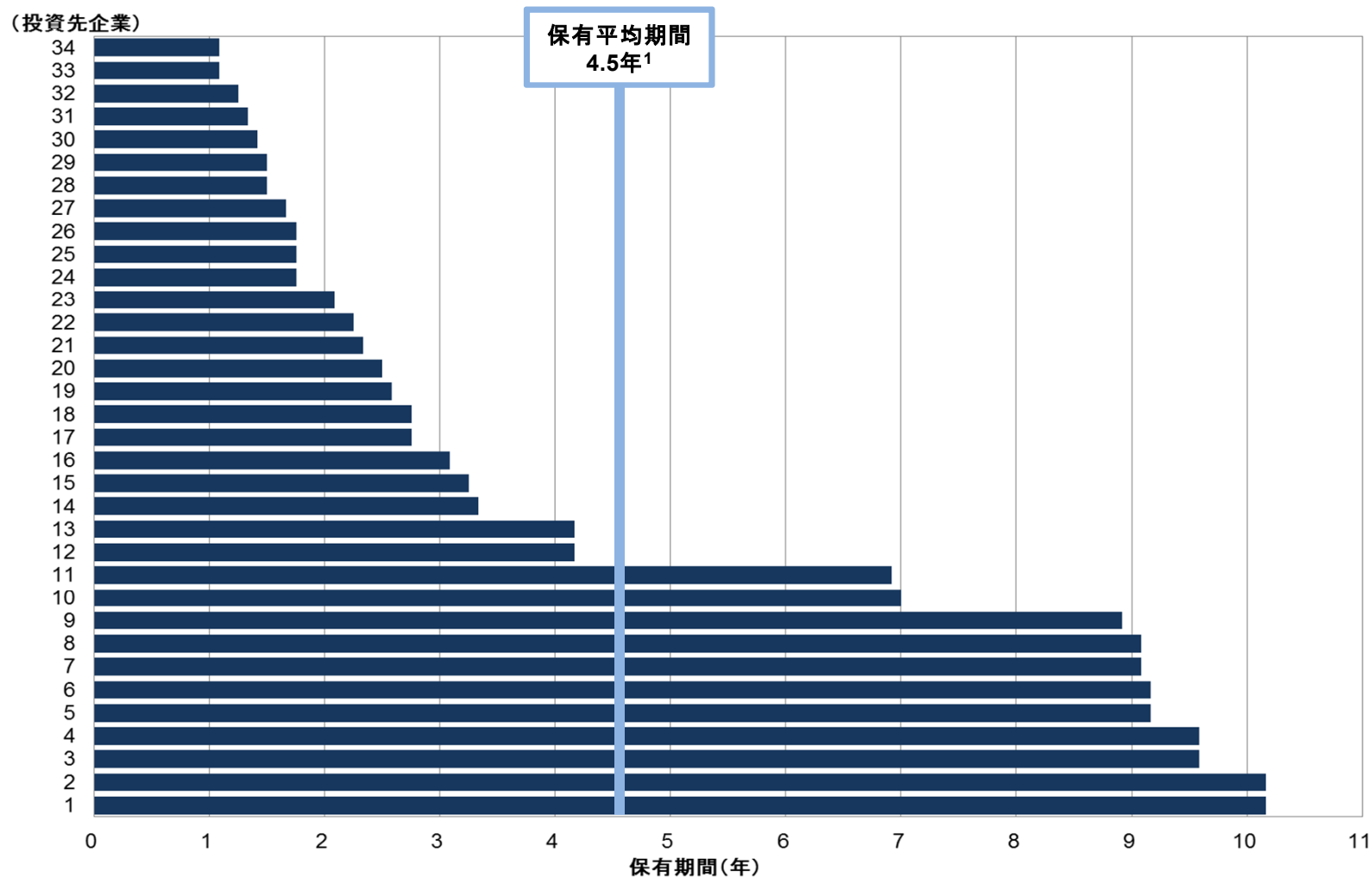
■ 長期契約による資金運用

- 日本株に特化したロングオナーのバリュー投資
- 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
- 2016年12月31日現在の運用資産は約6,600億円



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組み入れの影響により、平均保有期間は4.5年¹



一期一会

ICHIGO

1. 2016年12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1月時点の平均保有期間

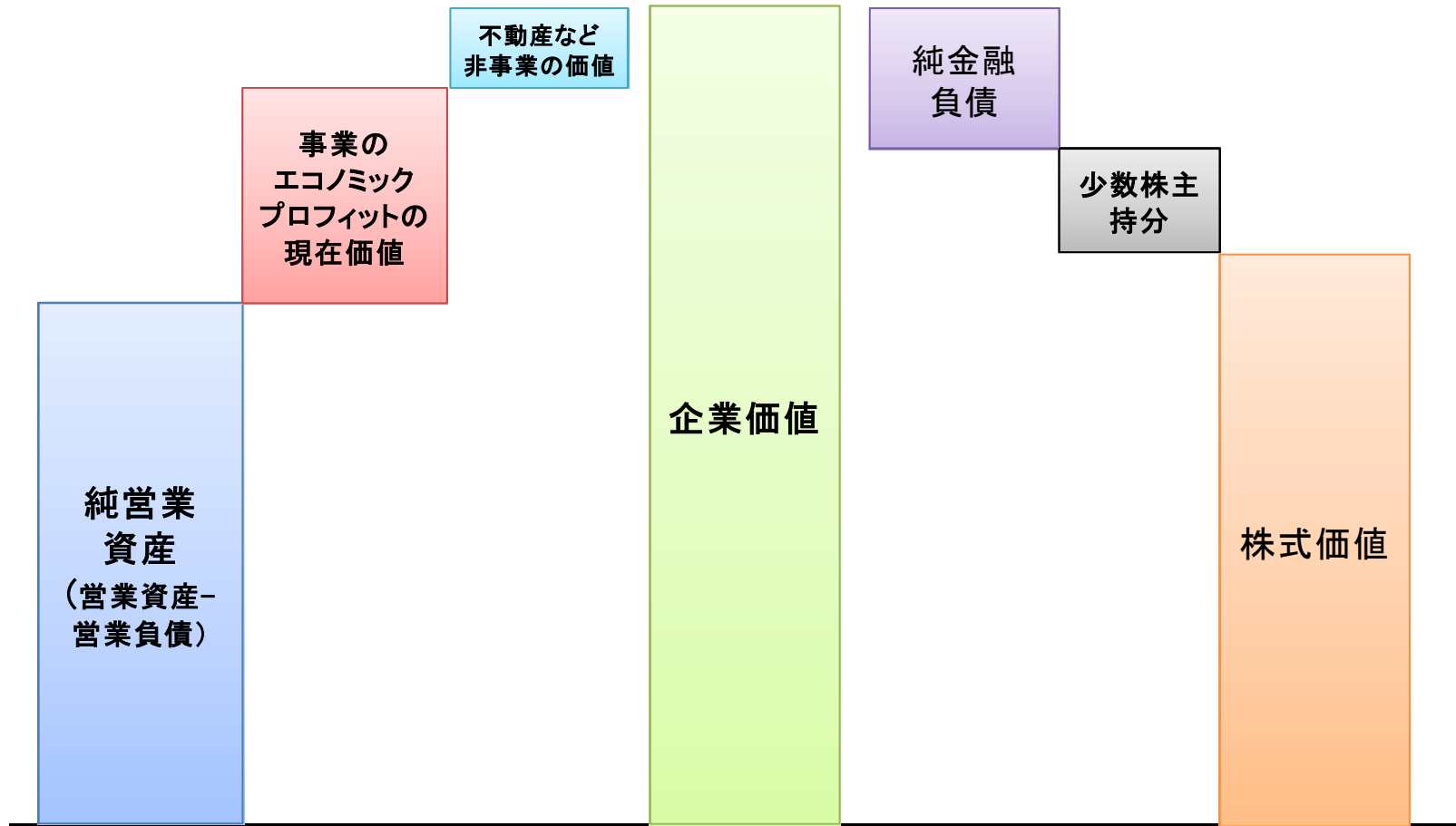
© Ichigo Asset Management All rights reserved.

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

$$\text{事業価値} = IC_0 + \frac{(\text{ROI } C_1 - \text{WACC}) * I C_0}{1 + \text{WACC}} + \frac{(\text{ROI } C_2 - \text{WACC}) * I C_1}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots$$

IC(Invested Capital)=投下資本 (ROI C - 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ミック・プロフィット

全社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

エコミック・プロフィット

エコミック・プロフィットとPBRの関係

エコミック・プロフィット

= NOPAT - 投下資本コスト

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

= $(\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本}$
 エコミック・プロフィットを高めるには¹

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

エコミック・プロフィット	PBR
--------------	-----

ROIC > WACC	黒字	PBR > 1
-------------	----	---------

ROIC = WACC	0	PBR = 1
-------------	---	---------

ROIC < WACC	赤字	PBR < 1
-------------	----	---------

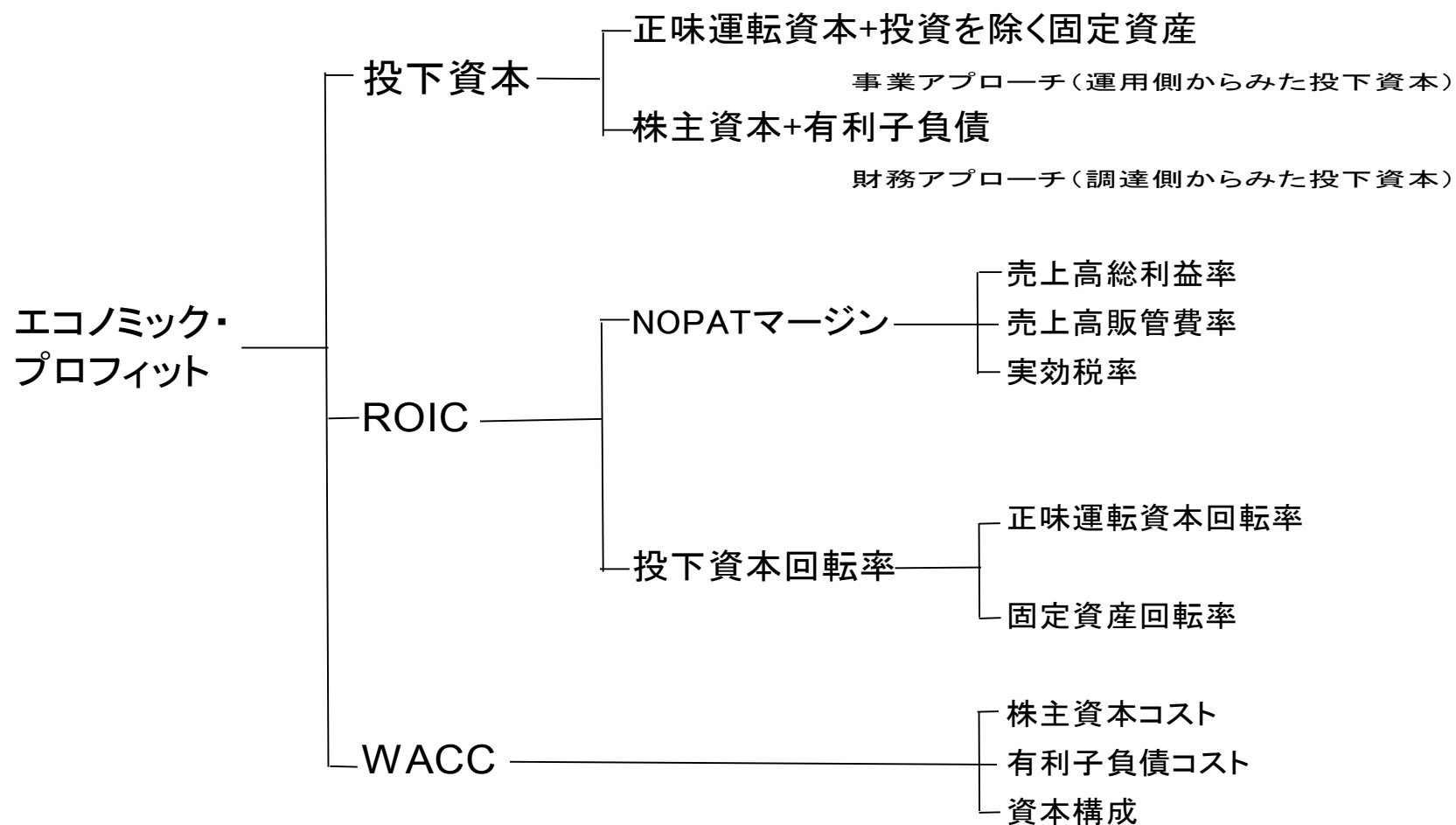


一期一会

1. 一橋大学大学院商学研究科 加賀谷哲之 准教授資料をもとに作成

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

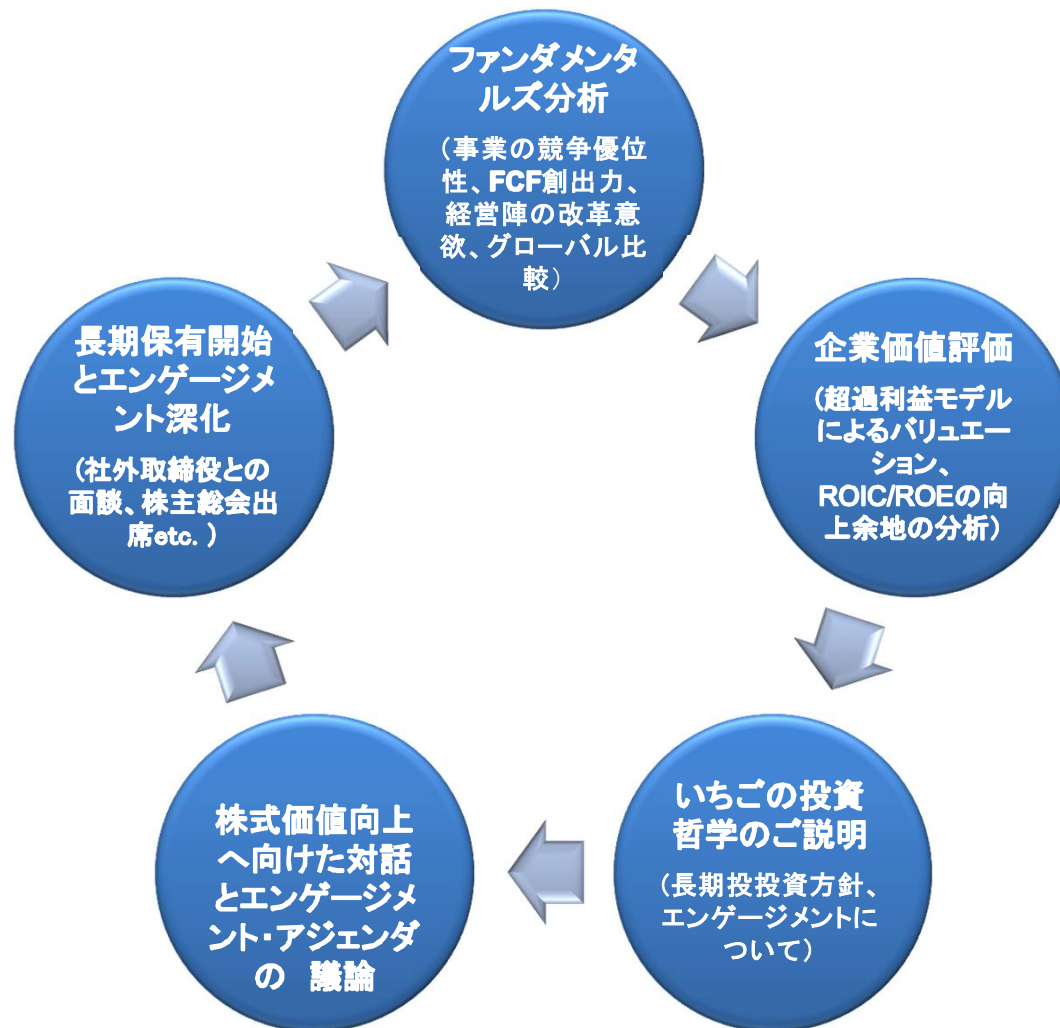


3. いちごアセットマネジメントのエンゲージメントプロセスと事例



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」を上場企業の皆さまと「共感」できることが、長期保有の大前提になります



エンゲージメントで用いたスライドの例(1)

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

マー

投影のみの
資料です。



エンゲージメントで用いたスライドの例(2)

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

投影のみの
資料です。



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

投影のみの
資料です。



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

機関投資家はROICや総還元性向を重要視、企業は伝統的に利益額とその伸び率を意識

(複数回答可)	株式価値向上に向けて重視すべき経営指標		
	企業		投資家
ROE	63.6%	<	79.8%
ROA	24.1%	<	32.1%
売上高利益率	55.1%	>	32.1%
売上高・売上高の伸び率	48.4%	>>>	14.3%
利益額・利益の伸び率	61.6%	>>>	27.4%
市場占有率(シェア)	17.4%	>	10.7%
経済付加価値(EVA)	3.3%	<<	8.3%
ROIC(投下資本利益率)	9.0%	<<<	34.5%
FCF(Free Cash Flow)	20.4%	<	35.7%
配当性向(配当／当期利益)	48.9%		40.5%
株主資本配当率(DOE=ROE×配当性向)	6.2%	<<	16.7%
配当総額または1株当たりの配当額	24.8%	>>	9.5%
総還元性向((配当+自己株式取得)／当期利益)	12.7%	<<<	48.8%
配当利回り	4.6%	<	16.7%
自己資本比率	30.1%	>>>	11.9%
DEレシオ	18.3%		14.3%
資本コスト(WACC等)	7.4%	<<<	28.6%
その他	12.9%		0.0%

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、売上高研究開発費比率など



企業と投資家の認識ギャップ(2)－取締役会の実効性向上策

取締役の実効性向上について企業は峠を越えたとの意識、
反対に投資家の期待は社外役員の活用などへ向け今後一段と強まる傾向

取締役会の実効性向上に向けた企業の取組(CG
コード策定前と後)、投資家の期待する取り組み

(複数回答可)	企業		投資家	
	策定前	策定後		
機関設計	13.7%	14.1%		8.3%
社外役員の拡充	60.6%	↓ ↓ 18.5%	<<<	48.8%
取締役会全体の経験や専門性のバランス	19.7%	↓ 7.9%	<<<	32.1%
取締役会議長	4.0%	↓ ↓ 0.5%	<<<	11.9%
社外役員の支援策の充実(業務内容の理解等)	37.9%	22.2%		16.7%
中長期の経営戦略に関する取締役会での議論の充実	24.6%	23.8%	<<	52.4%
投資家の意見・評価の取締役会へのフィードバック	18.1%	16.5%	<<	36.9%
株式連動型報酬・ストックオプション制度	24.5%	16.0%		13.1%
取締役会の実効性の評価	18.7%	↑ ↑ 58.8%	>	47.6%
特段なし	8.8%	9.3%		0.0%
その他	3.0%	2.8%		1.2%
無回答	2.3%	4.0%		2.4%



一期一会

出所: 平成27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」2016年3月23日公表

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る、対話の中身も噛み合いやすくなる

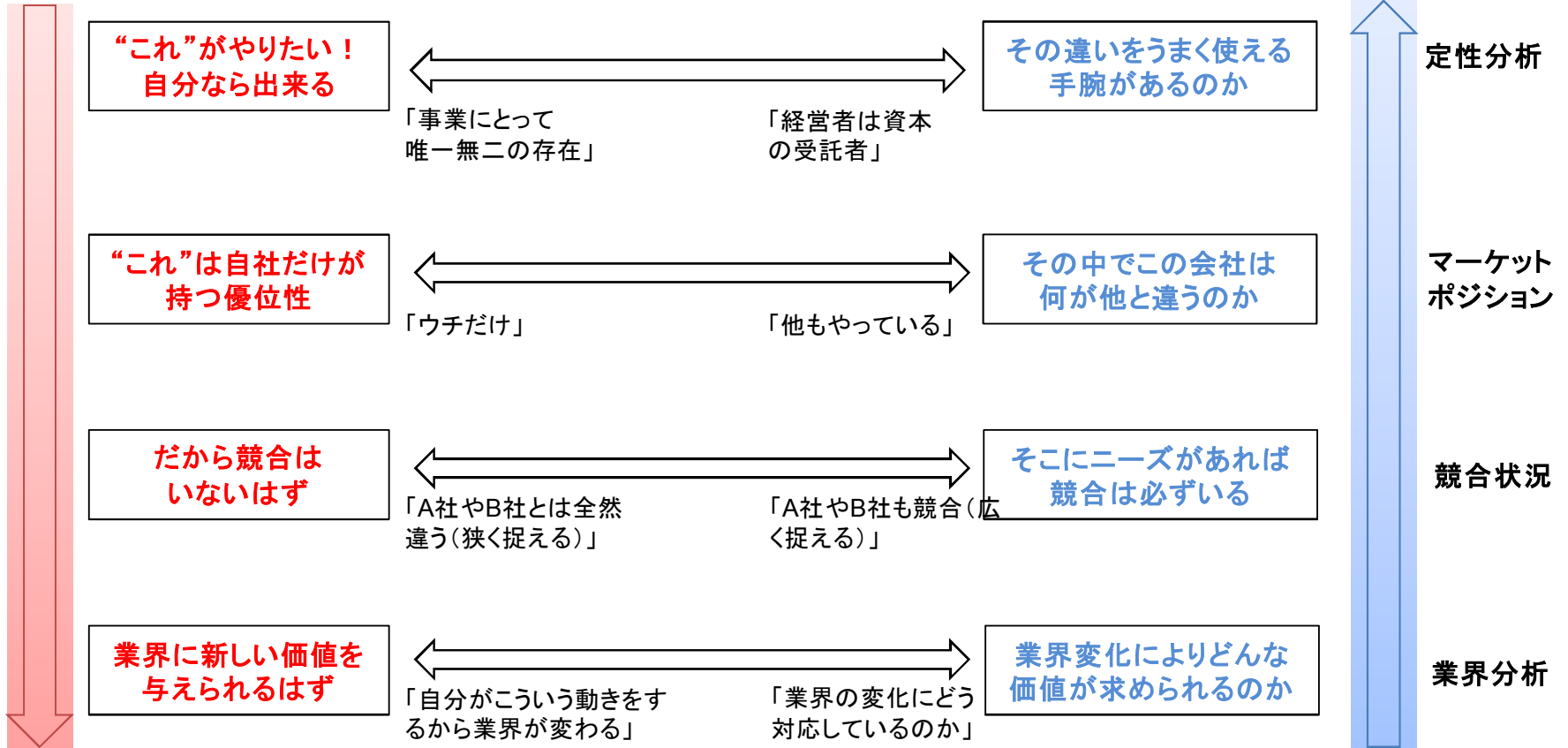
企業の思い

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

市場の目

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

企業経営者の思考の流れ



企業価値創造プロセスの「見える化」の例

投資家の関心	開示・対話に求められるポイント
競争優位性の源泉	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・公正さとリーダーシップ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				
		5%	7%	10%	14%	20%
総還元性向	0%	5.0%	7.0%	10.0%	14.0%	20.0%
	10%	4.5%	6.3%	9.0%	12.6%	18.0%
	20%	4.0%	5.6%	8.0%	11.2%	16.0%
	30%	3.5%	4.9%	7.0%	9.8%	14.0%
	40%	3.0%	4.2%	6.0%	8.4%	12.0%
	50%	2.5%	3.5%	5.0%	7.0%	10.0%
	60%	2.0%	2.8%	4.0%	5.6%	8.0%
	80%	1.0%	1.4%	2.0%	2.8%	4.0%
	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

総還元性向		ROE				
		5%	7%	10%	14%	20%
成長率	0%	100%	100%	100%	100%	100%
	1%	80%	86%	90%	93%	95%
	2%	60%	71%	80%	86%	90%
	3%	40%	57%	70%	79%	85%
	4%	20%	43%	60%	71%	80%
	5%	0%	29%	50%	64%	75%
	6%	-20%	14%	40%	57%	70%
	8%	-60%	-14%	20%	43%	60%
	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)



注: 表中の赤字は日本企業平均の近似値、青数字は米国企業平均の近似値
出所: いちごアセットマネジメント

5. 最後に



最後に — 投資家として財務リーダーに期待すること

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

- コーポレートガバナンス方針の設計およびその推進
 - 客観性・透明性が高く、中長期の企業価値と連動した役員報酬制度の制定
 - 独立社外取締役への積極的な情報提供とコミュニケーション
 - 社長／上司に率直な意見が出来る風通しの良い企業風土の醸成
 - 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



Memo

