



**Taking Aichi Higher**

**アイチをさらなる高みへ**

2024年5月  
株式会社アイチコーポレーション

# AVIについて

## アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド (AVI)の概要

- 1985年に英国・ロンドンにて設立された投資運用会社
- 35年以上にわたり顧客資金を運用し、グローバル株式市場で投資
- 「責任ある機関投資家の諸原則」(日本版スチュワードシップコード)を受け入れ、投資先の企業価値向上および持続的成長に寄与すべく、建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を実施

## 日本市場における経験

- 35年以上にわたり日本企業に投資
- 現在、約1,000億円<sup>1</sup>を日本株で運用
- 市場での認知度が低く過小評価されていると考えられる企業に対し、長期的な視座より主にプライベートな形で働きかけ

## 主たる運用資産

- AVI Global Trust plc (総資産額: 約2,500億円<sup>1</sup>)
- AVI Japan Opportunity Trust plc (総資産額: 約400億円<sup>1</sup>)
- いずれもロンドン証券取引所のメイン市場に上場。クローズド・エンド型投資信託であり、安定した資本に基づく長期運用が可能



# AVIによるこれまでのエンゲージメント

- AVIは顧客の代理として、アイチコーポレーション (アイチ)の発行済株式総数の1.7%、豊田自動織機 (織機)の同0.1%を保有。AVIは、2019年11月以来アイチの株主
- これまでアイチ経営陣と建設的な意見交換を行い、討議用資料と書簡を送付しプライベートな形で改善を促してきた。加えて、親会社である織機に対しても、書簡の送付を通じたエンゲージメント活動を実施
- AVIの提案にもかかわらず、アイチによる改善の度合いは小さくそのスピードも遅きに失している
- そこでAVIは、アイチ・織機の経営陣において根本的な対応を要請するべく、本プレゼンテーションを公開する

2019年11月

2022年7月

2023年12月

2024年2月

## 討議用プレゼンテーション資料の送付 (アイチ)

- 69頁に亘る資料を通じて、企業価値の向上に向けた議論を実施

## 書簡および討議用プレゼンテーション資料の送付 (アイチ)

- 2022年7月提案内容の未実施事項につき、再検討を要望
- 54頁に亘る資料を通じて、企業価値の向上に向けた議論を改めて実施

## 書簡の送付 (豊田自動織機)

- アイチの企業価値向上に向け、親会社として検討・実施すべき事項を整理・議論

この間、アイチと豊田自動織機に対して、計17回<sup>1</sup>にも上る面談を実施

# エグゼクティブ・サマリー①

## 会社概要

- アイチは、市場成長が見込まれ魅力的なビジネスモデルである高所作業車業界に属する。国内の圧倒的な市場シェアを背景に、アイチの利益率の質の高さは、グローバル同業他社と比べ群を抜いている
- しかしながらアイチの株価バリュエーションは、同業他社比で一貫してディスカウントされている。AVIは、以下の理由からアイチのフルポテンシャルが妨げられているものと思料

## 課題

- **経営戦略の問題**
  - コア事業である国内市場が飽和しており、事業成長に頭打ち感がある。海外では国内と同じ戦略では勝てないのか、海外売上高は伸び悩んでおり成長のエンジンが止まっている状況
  - 成長戦略は長期ビジョンに欠けており、成長に向けた投資も積極的には行ってこなかった
- **資本効率の低さ**
  - 設備投資・M&Aといった成長投資を怠ってきた結果、過剰な株主資本を抱えROEが押し下げられている
  - 政策保有株式を過剰に保有しており、資本効率の更なる悪化を招いている
  - 将来を見越した綿密な資本政策が公開されていない
- **投資家向け広報の課題**
  - 中期事業計画の透明性が低く、中国事業等の重要なセグメントの情報開示もなされていない
  - 決算説明会の開催頻度が少ない、英語でのIR開示が不十分など、全般的に冴えないIR開示となっている
- **脆弱なコーポレートガバナンス**
  - 豊田自動織機が発行済株式総数の過半を握る親子上場構造であり、株主によるガバナンスが構造的に効きにくい。取締役会に豊田自動織機やトヨタ自動車出身者が多く、取締役の資質や少数株主の保護に疑念が残る
  - 取締役会の独立性が低く、多様性にも欠けている

# エグゼクティブ・サマリー②

## 要請

- 豊田自動織機がアイチの過半の議決権を握る親子上場構造こそが、アイチの事業成長を阻害しフルポテンシャル実現を妨げる根本要因。このままでは、必要な経営改革は進まない
- AVIはアイチの取締役会に対し、「**豊田自動織機との間の親子上場関係を解消する**」ことを要請
  - A案: 豊田自動織機が有する54%分の株式を、アイチが自己株式として取得・消却
  - B案: 資本パートナーを招聘し、株式非公開化
  - C案: 豊田自動織機による完全子会社化
- AVIの提案は、全社戦略や資本効率、ガバナンスを改善することでアイチの本源的価値を解放し、**10年先のアイチの発展を真摯に考慮した提案であり、あらゆるステークホルダーの利益に繋がる**

## 提案

- **成長戦略の加速**
  - 国内事業は売上拡大ではなく利益率改善に注力し、国内で稼いだキャッシュは成長する海外事業に投下
  - アジア太平洋地域の包括的な市場調査を速やかに開始。M&Aやパートナーシップ提携を2-3年以内に実施
  - 中国事業は明確な利益基準やマイルストーンを定め、撤退を含めた出口戦略を立てる
- **規律ある資本政策**
  - 成長戦略の加速に向けた設備投資・M&Aを実施し、余剰現金は株主還元。有利子負債も活用し、株主資本を圧縮
  - 政策保有株式を速やかに全て売却し、成長投資に充当
  - 損益計算書だけでなく、キャッシュフロー・貸借対照表の予測に基づく綿密な資本政策を公開
- **IRコミュニケーションの改善**
  - 一貫性のあるKPIを開示するなど、粒度や透明性の高い中期事業計画を公開する
  - 地域軸でのセグメント利益を開示することで、中国事業の透明性を高める
  - 投資家向け説明会の実施、決算説明会の開催頻度向上、英語開示の充実、セルサイド・アナリストに対するカバーレッジの働きかけ等を通じて、IRの透明性を高める

1

課題認識、AVIの提案

2

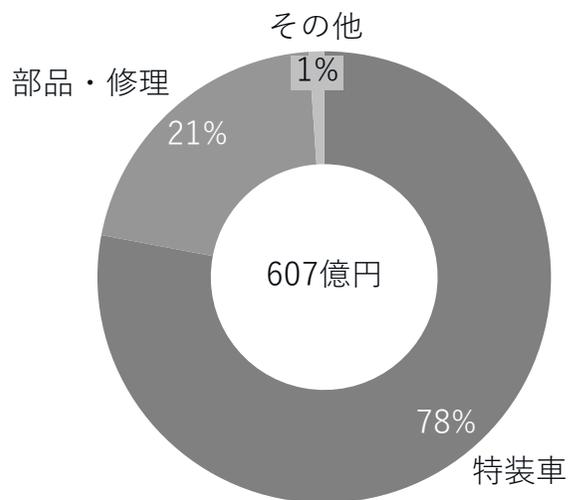
提案内容の詳細

# Agenda

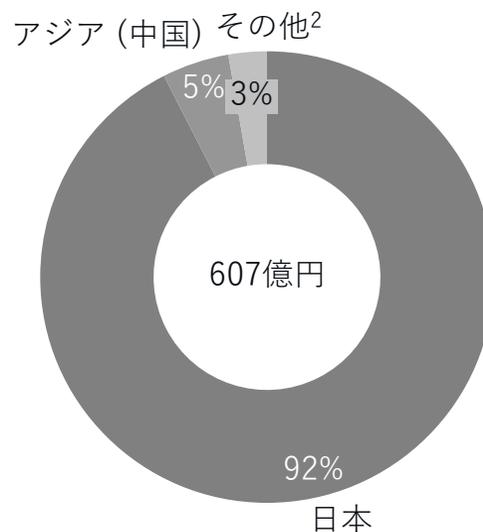
# アイチの会社概要

- 1962年創業。創業当初は愛知県名古屋市を本拠としていたが、2004年に埼玉県上尾市に移転
- 時価総額は約800億円<sup>1</sup>。高所作業車を主とする特装車の製造・販売を行うほか、部品・修理を行うアフターサービスや、その他事業として高所作業車に関する研修業務や中古車販売業務を行っている
- 約600億円の売上のうち、セグメント別では特装車事業が約8割、地域別では日本が9割超を占める
- 東証プライム市場に上場する従属上場会社。親会社の豊田自動織機が、アイチの発行済株式総数の54%を保有

## セグメント別売上 (23/3月期)



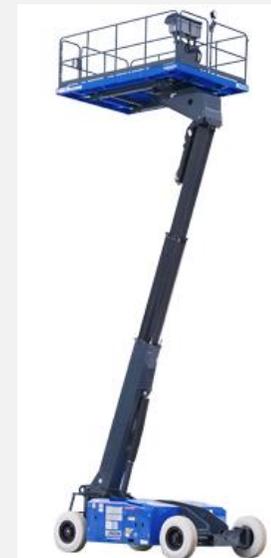
## 地域別売上 (23/3月期)



## アイチの製品紹介より



トラックマウント式  
高所作業車



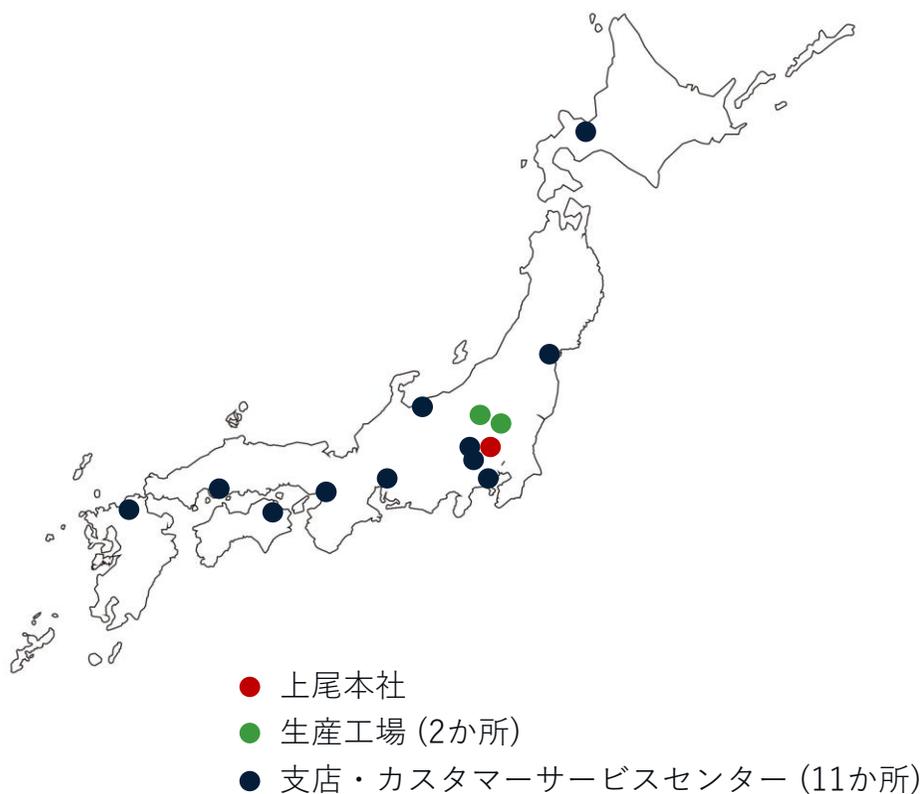
自走式高所作業車

注1: 2024年3月末時点。注2: その他地域は、主にニュージーランド、オーストラリアなど  
出典: 会社開示資料, Capital IQ

# アイチの拠点概要

- 埼玉県上尾市を本社とし、群馬県に生産工場を2か所、支店およびカスタマーサービスセンターを11か所擁する
- 海外では、中国に生産工場および販売拠点を2か所保有するほか、ニュージーランドにも販売拠点が存在

## 国内 (売上比率9割強)



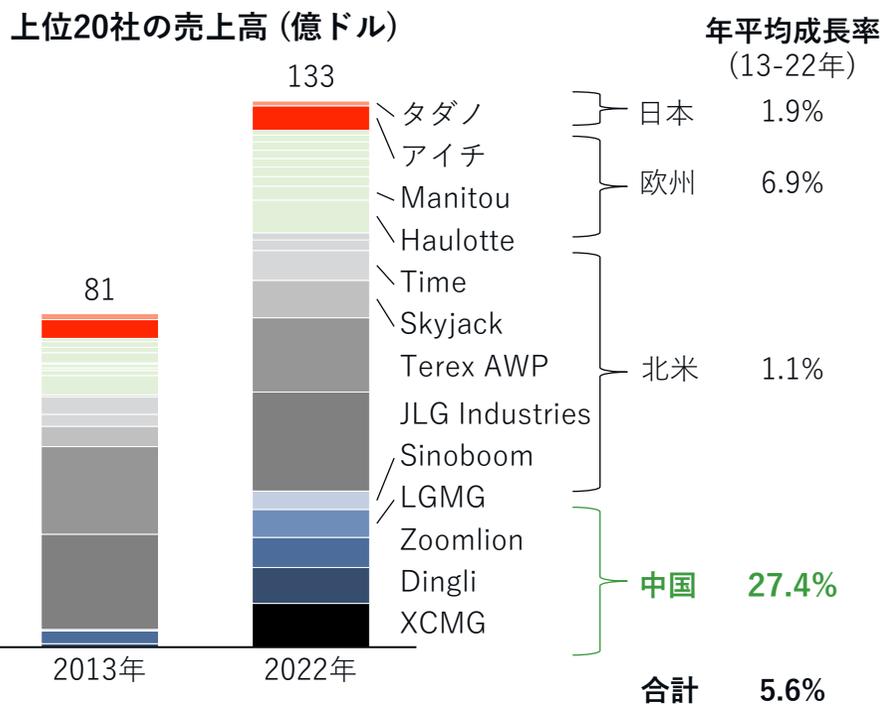
## 海外拠点 (売上比率1割弱)



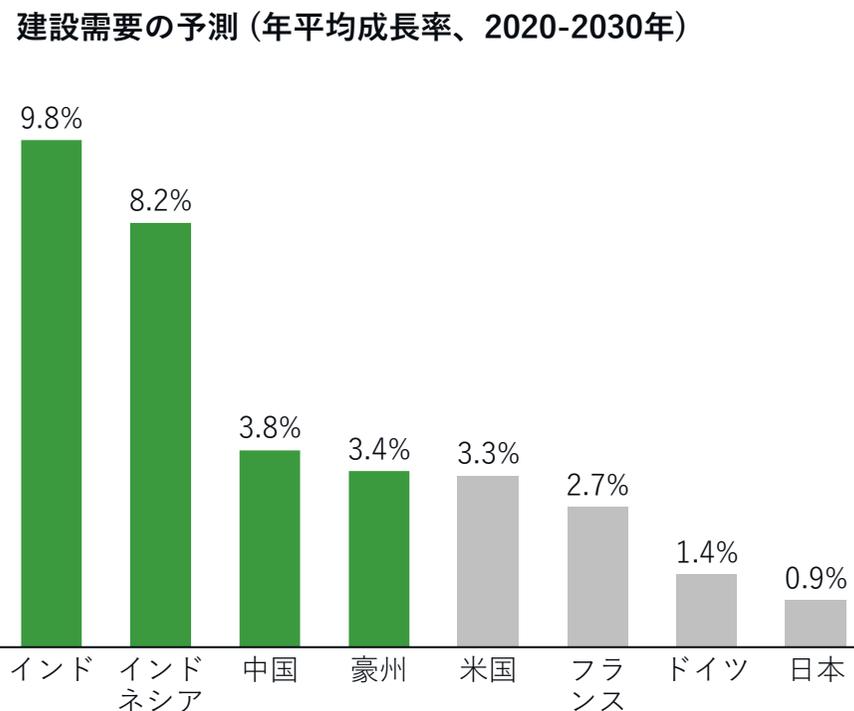
# 高所作業車の世界市場

- 高所作業車の上位20社は、2013年から2022年の間に、年平均で5%を上回る高い売上成長を記録した
- これまでの成長の大部分は、旺盛な住宅投資・公共投資を背景とした中国市場の成長に起因する。中国を基盤とする中国メーカーは、この間に、20%台後半の年平均成長率という極めて高い成長を実現
- 今後は、経済発展に伴う建設需要、安全意識向上に伴う足場・梯子からの置換え、法規制による中古車から新車への置換えといったドライバーにより、インドやインドネシア等のアジア太平洋地域の成長が見込まれている

## これまで: 成長の大部分は中国



## これから: アジア太平洋地域の成長が見込まれる



注: XCMGとLGMGの2013年の売上は不明  
出典: Access International, Marsh McLennan

# 魅力のあるビジネスモデル

- 顧客との信頼関係やトラックレコード、安全性の重要度、製品・サービスのローカライズの必要性、サプライチェーン構築の難度といった観点から、高所作業車業界への参入障壁は高い
- 高所作業車は足場等の従来型の建設手法を代替した一方で、高所作業車を代替する新技術は予想されていない
- 上記の理由から、類似業界である建設機械や特殊車両と比べても、高所作業車業界は高い利益率を享受。魅力的なビジネスモデルであることが窺える

## 参入障壁が高く、代替品も少ない

### 顧客との深い信頼関係

- 「人を扱う」という特性上、安全性が最重要。顧客からの信頼を勝ち得るのに時間を要する
- 特殊用途かつ異なる地域ニーズにより、製品のローカライズの必要性も高い

### サプライチェーン構築の難しさ

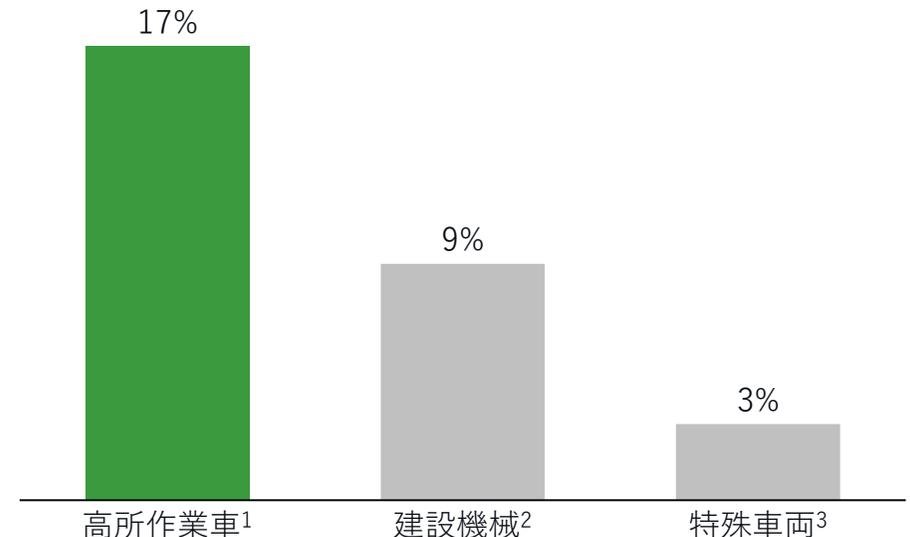
- 油圧機器、シャーシ、制御機器など異なるサプライヤーから多くの部品調達
- サプライヤーの選定・管理が難しくサプライチェーンの構築に時間を要する

### 代替品の少なさ

- 足場・梯子の代替技術として登場
- 一方で、高所作業車に置き換わる新技術の登場は、現時点で予想されない

## 高所作業車業界は、高い利益率を享受

### 日本における業界平均利益率 (2023年)

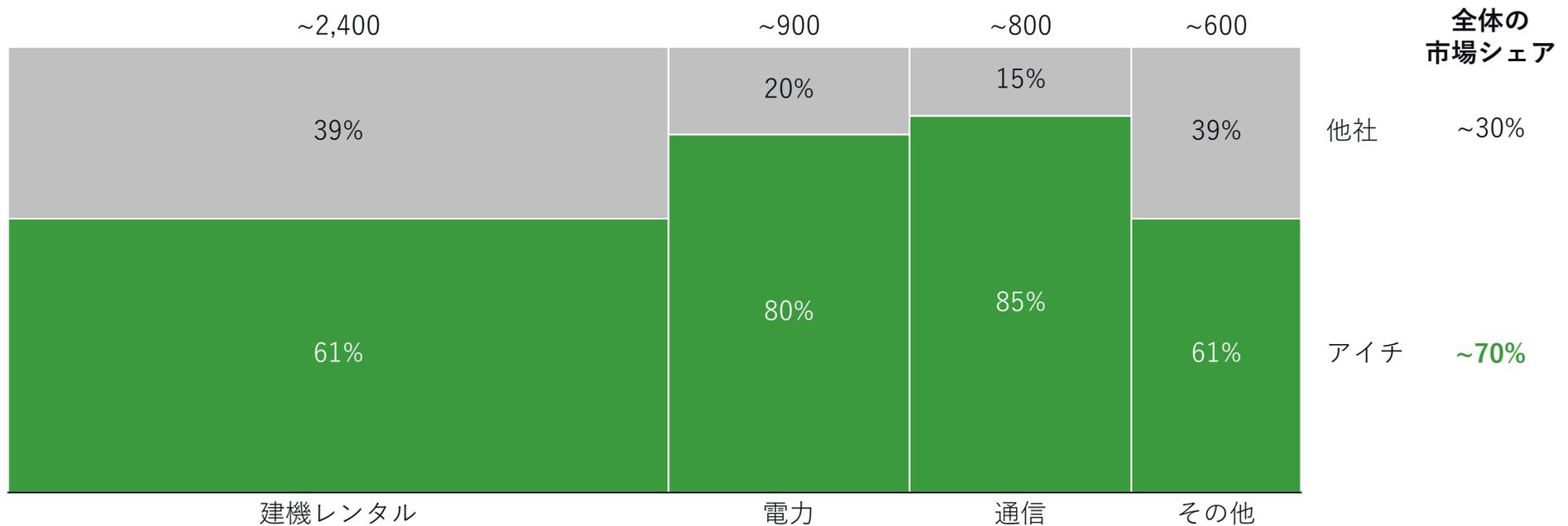


注1: アイチの全社営業利益率とタダノの日本セグメントの全社費用調整後営業利益率の2社平均。注2: コマツ、日立建機、神戸製鋼、住友重機械の建設機械セグメントの全社費用調整後営業利益率の4社平均。注3: モリタ、新明和工業、極東開発工業の特殊車両セグメントの全社費用調整後営業利益率の3社平均  
出典: 会社開示資料, エキスパートインタビュー, IRインタビュー

# アイチの競争力①: 圧倒的な国内市場シェア

- アイチは創業以来、トラックマウント式高所作業車のパイオニアとして国内市場を牽引
- 国内全体の市場シェアのおよそ70%を保持するなど、国内では、他社を寄せ付けない圧倒的なポジションを誇る
- 顧客の中でも、電力・通信業界に対しては特に太いパイプを有しており、市場シェアは80%を超える。最終顧客と直接対面しているメリットを活かし、ニーズに応じたカスタマイズ性の高い商品を展開し、高利益率を享受

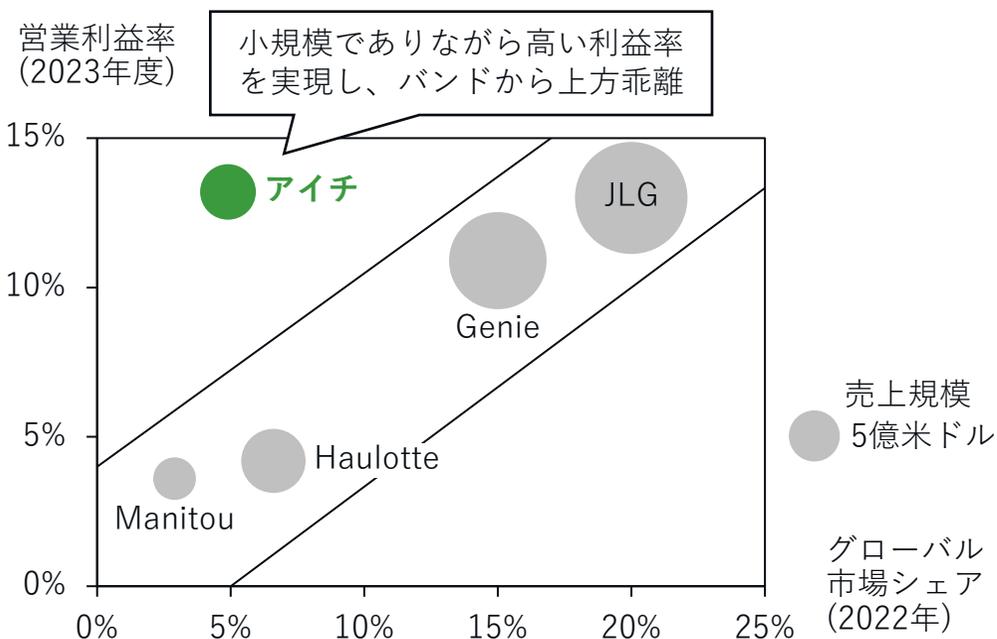
高所作業車の国内販売台数シェア (2023/3月期、トラックマウント式、台)



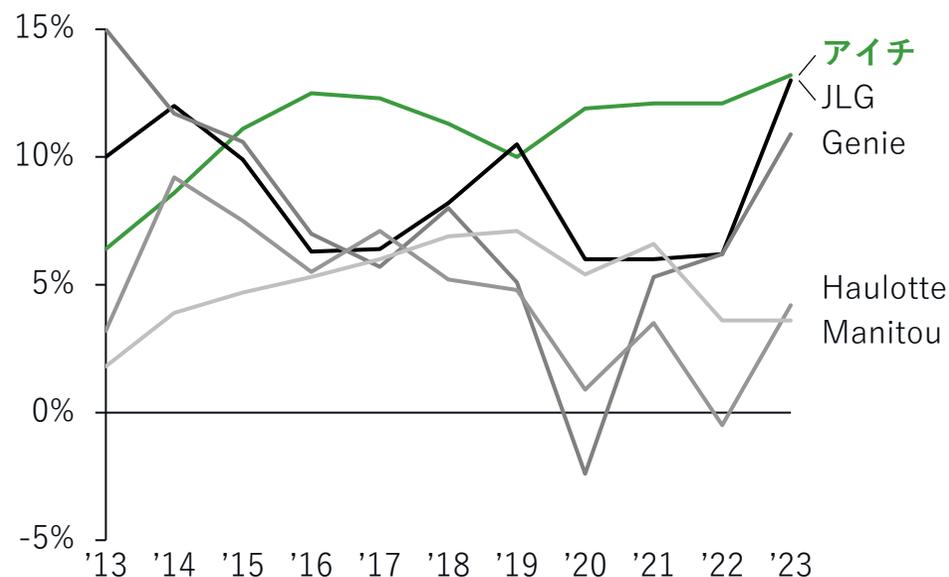
# アイチの競争力②: グローバルでも質の高い利益率

- 国内における圧倒的なシェアを背景に、アイチの利益率の高さは、グローバル他社と比べても群を抜いている
- 高所作業車業界では規模の経済が働くため、通常は、売上規模が大きく市場シェアも高いほど、利益率が高くなるという関係性が成立する（下図では、通常の企業はバンド内に納まる）
- しかしながらアイチは、小規模でありながら例外的に10-15%と高い利益率を実現（バンドの上方に乖離）
- これまでの営業利益率の推移をみても、グローバル同業他社と比べて、アイチの利益率は高水準で安定的に推移

## グローバル市場シェアと営業利益率の関係



## 営業利益率の推移

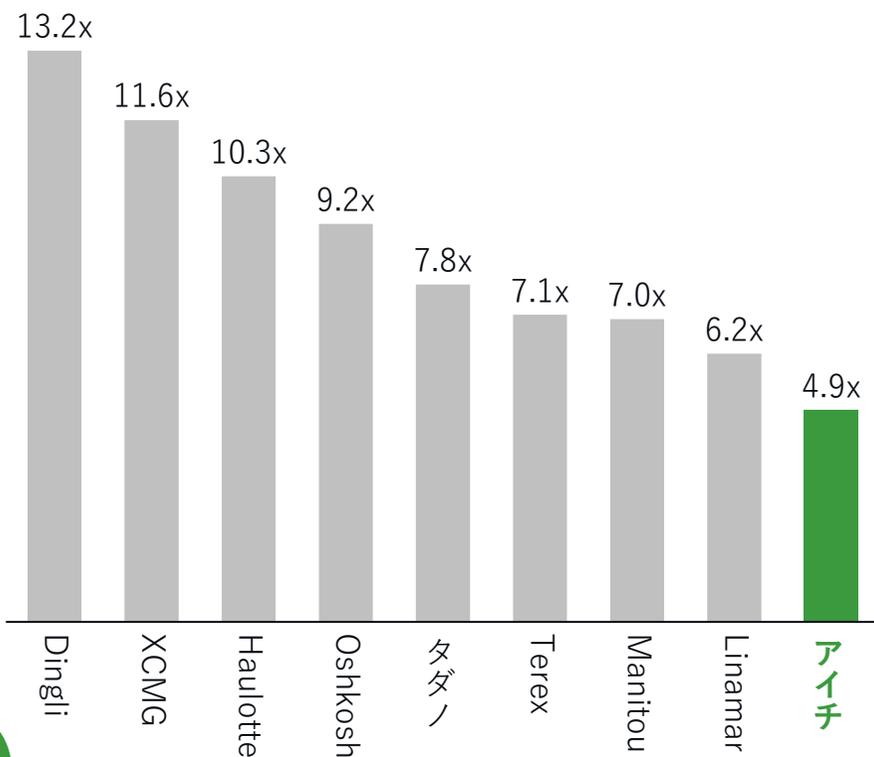


注: アイチ、HaulotteおよびManitouは全社ベース。JLGはOshkosh社のAccessセグメント、GenieはTerex社のAWPセグメント（いずれも全社費用調整後）。アイチの2023年度は、2023年1-12月累計  
 出典: Access International, Capital IQ, 会社開示資料

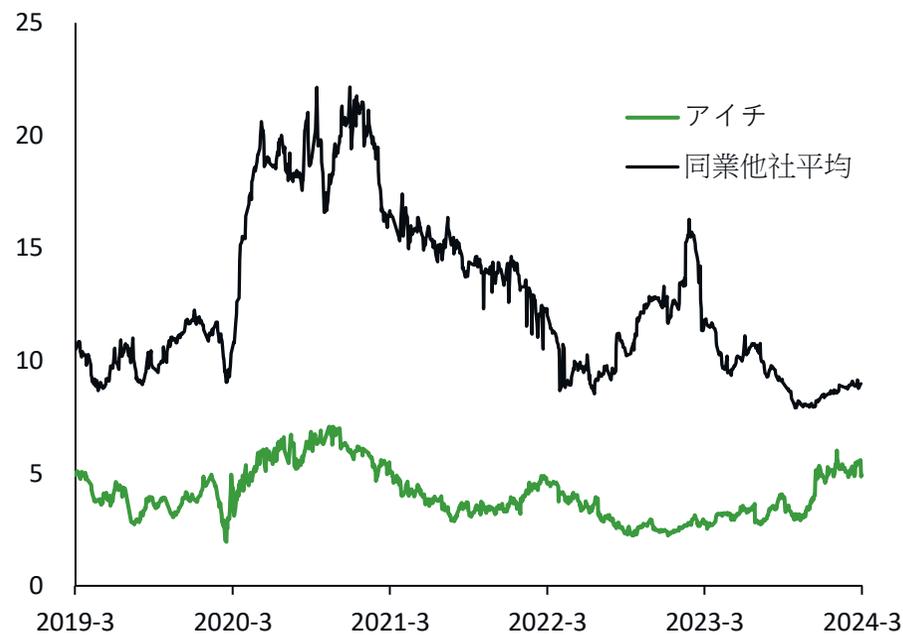
# しかしながら、株価は過小評価されている

- しかし、魅力的なビジネスモデルに反し、アイチのバリュエーションは同業他社比でディスカウントされる
- アイチの株価ディスカウントは直近だけの問題ではない。過去5年間を見ても、アイチのバリュエーションは一貫して低く推移

## 予測EV/EBIT倍率



## 過去5年間の予測EV/EBIT倍率



注: EVは企業価値、EBITは利払前税引前利益(営業利益と同義)で。予測EV/EBIT倍率は、Capital IQによるEBITの今後12カ月予測値を使用  
出典: Capital IQ (2024年3月末時点)

# アイチが過小評価される理由

- バリュエーションの低さには、経営戦略に問題があり事業の将来性に期待できない、資本効率が低く投資家が期待するリターンにそぐわない、投資家向け広報に課題があり株式投資判断に難航する、という3つの問題点が存在
- こうした問題が発生する根本原因には、親子上場に伴うコーポレートガバナンスの脆弱さがあると考えられる

## 経営戦略の問題



- コア事業である国内市場が飽和しており、事業成長に頭打ち感。海外では国内と同じ戦略では勝てないのか、海外売上高は伸び悩み
- 長期ビジョンに欠ける成長戦略と、過小な成長投資

## 資本効率の低さ



- 設備投資・M&Aといった成長投資を怠ってきた結果、株主資本が過剰。ROEが押し下げられている
- 過剰な政策保有株式
- 将来を見越した綿密な資本政策が公開されていない

## 投資家向け広報の課題



- 透明性の低い中期事業計画
- 重要なセグメントの開示がなされていない
- 決算説明会の開催頻度が少ないなど、IR開示が不十分
- 英語でのIR開示が不十分

## 脆弱なコーポレートガバナンス



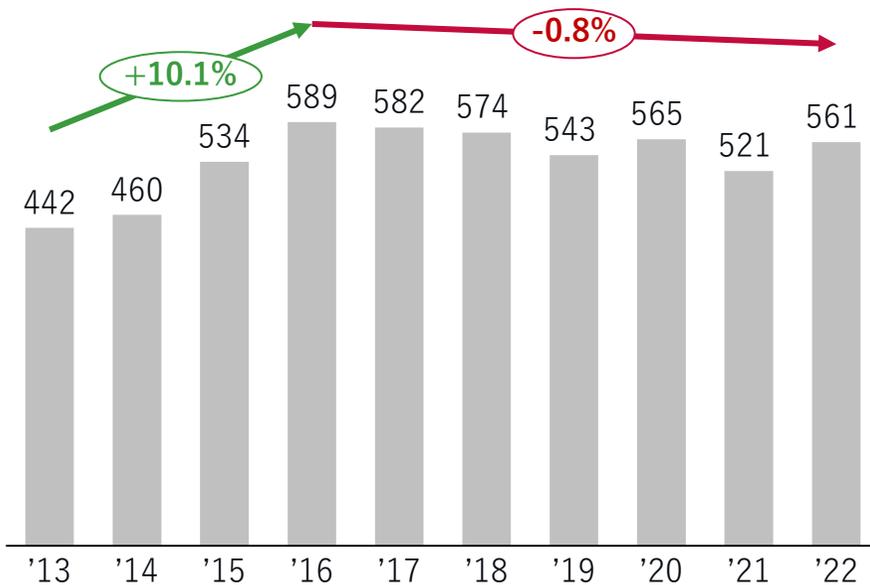
- 豊田自動織機が発行済株式総数の過半を握る親子上場構造であり、株主ガバナンスが構造的に効きにくい。取締役会に織機やトヨタ自動車出身者が多く、取締役の資質や少数株主の保護に疑念が残る
- 取締役会の独立性が低く、多様性にも欠ける

# 経営戦略の問題

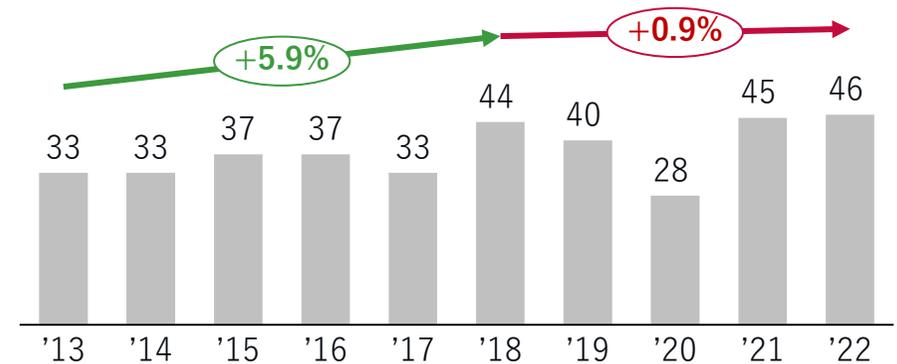


- アイチのコア事業である国内市場が飽和してきており、2016年度 (2017/3月期)を境に国内売上高はマイナス基調と、事業成長の頭打ち感が顕著になっている
- 国内市場で伸びないために海外進出をしているが、メインとする中国事業が冴えない動きとなっており、2018年度 (2019/3月期)をピークに伸び率は鈍化。成長のエンジンが止まっている状況
- 成長戦略が長期ビジョンに欠ける中、設備投資・M&Aともに過小であり成長への種まきができていない

## アイチの国内売上高 (億円)

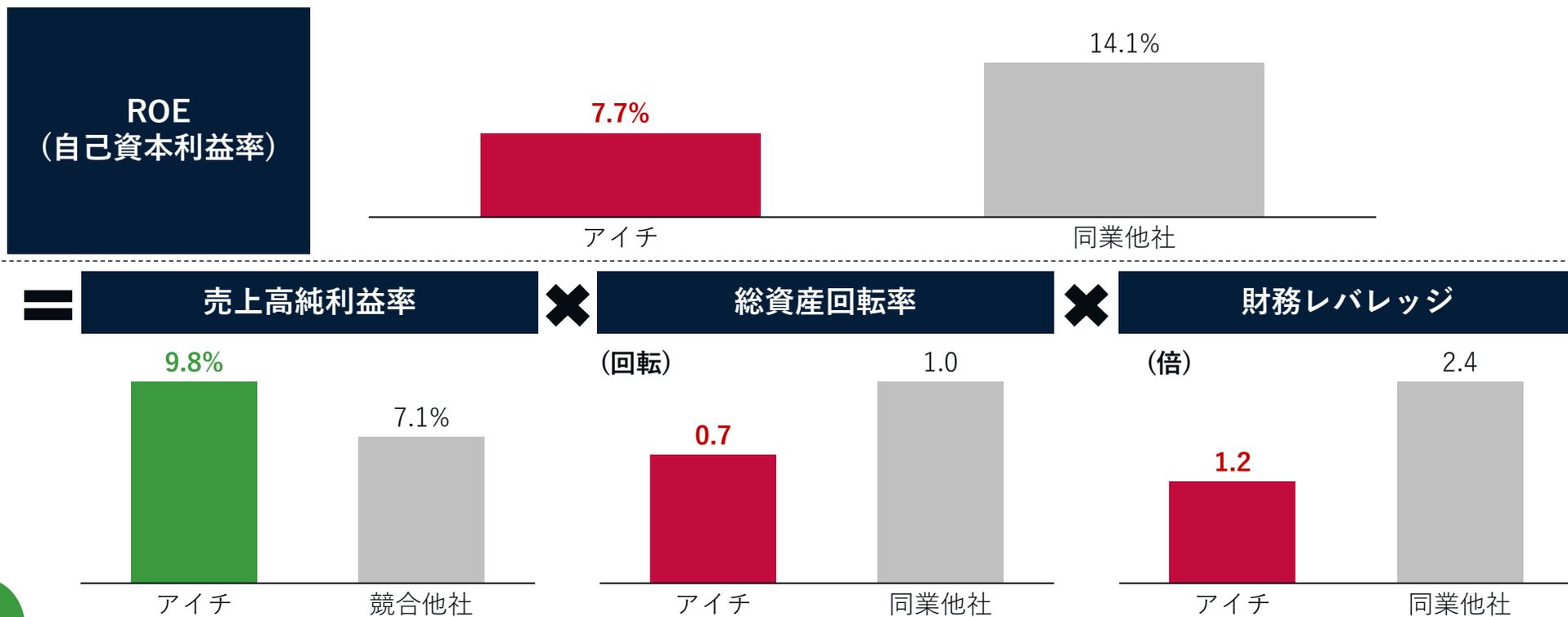


## アイチの海外売上高 (億円)



# 資本効率の低さ

- ROE (自己資本利益率)は、株主が出資した資金を元に企業がどれだけ利益を上げたかを示す指標であり、数値が高いほど資本効率が高い。アイチのROEは7.7%と、グローバル同業他社平均の14.1%に見劣りする
- ROEは、売上高純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの3要素に分解可能。収益性の指標である純利益率は同業他社を上回る一方、資産効率性を示す指標である総資産回転率と財務レバレッジは同業他社を著しく下回る
- アイチの資本効率は、有利子負債を活用せず過剰な株主資本を維持することで、同業他社に見劣り



注: 貸借対照表の項目は期中平均。アイチは2023/3月期。同業他社は2023/12月期で、タダノ, Oshkosh, Terex, Linamar, Haulotte, Manitou, XCMG, Dingliの平均  
出典: Capital IQ

# 投資家向け広報の課題



- 投資家が投資判断を行うにあたり、会社が開示するIR資料の質の高さ・量の多さは重要な要素になる
- アイチは、中期経営計画のページ数、投資家向け説明会の開催回数、決算説明資料の開示頻度、セルサイド・アナリストのカバレッジ数、非財務情報の包括的な開示、英語版決算説明資料の開示、といったあらゆる尺度において、同業他社と比べてIR開示に劣る
- IR情報の質・量が少ないことで、投資対象としての魅力度が減じている可能性

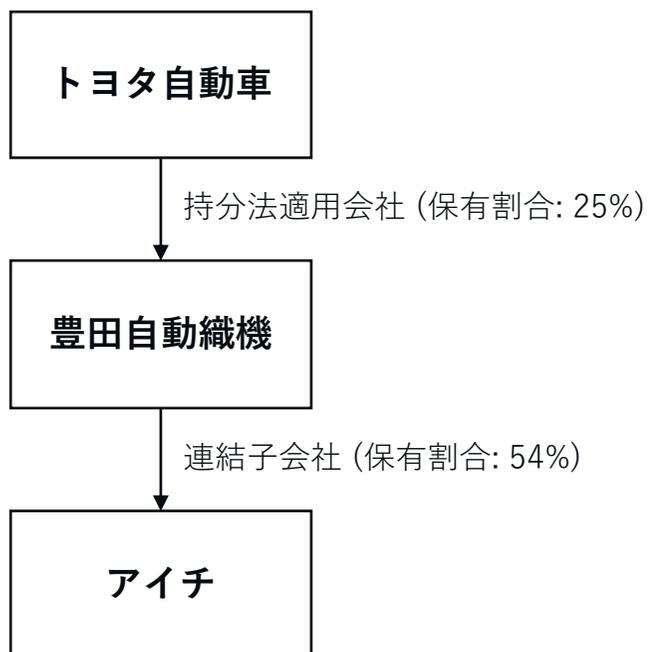
	投資家向け説明会 <sup>1</sup> ／中期経営計画 のページ数	投資家向け説明会 <sup>1</sup> の開催回数 (2023年)	決算説明資料 の開示頻度	セルサイド・ アナリストの カバレッジ数	非財務情報の 包括的な開示	英語版決算説 明資料の開示
アイチ	7ページ	0回	年2回	1	なし	なし
タダノ (日)	29ページ	0回	年4回	6	統合報告書	あり
Oshkosh (米)	31ページ	5回	年4回	14	ESGレポート	- <sup>2</sup>
Terex (米)	88ページ	9回	年4回	15	ESGレポート	- <sup>2</sup>
Linamar (加)	76ページ	3回	年4回	5	ESGレポート	- <sup>2</sup>
Manitou (仏)	46ページ	1回	年3回	6	アニュアル レポート	あり
Haulotte (仏)	4ページ	0回	年2回	6	非財務 レポート	あり

注1: いわゆる"Investor Day"をはじめとする、決算説明会を除く投資家向け説明会。注2: 英語圏のため、集計から除外  
出典: 会社開示資料, Capital IQ

# 脆弱なコーポレートガバナンス

- アイチは、豊田自動織機（織機）が発行済株式総数の過半を持つ従属上場会社。織機は、トヨタ自動車（トヨタ）が発行済株式総数の25%を保有する持分法適用会社
- 上場子会社構造下では、100%子会社ではないにもかかわらず、織機単独で株主総会の決議を行えるなどアイチを実質的に支配することが可能。これが、織機とアイチ少数株主の間で構造的な利益相反リスクが存在する理由
- 東証や経産省も、親子間の預け金等の直接取引や、支配株主の都合を優先した人員配転といった場面を懸念

## 資本関係



## 東証・経産省で指摘されている利益相反リスク

“親会社を有する場合、親会社との取引や親会社による事業機会・事業分野の調整・配分等の場面における上場会社及び少数株主と親会社との利益相反リスクが存在します”

東証「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」

### 直接取引に伴う利益相反

“（現金の預入れ等の直接取引では）親会社は、できる限り低利子で子会社の現金を活用したい。  
子会社は、資本コストに見合う利率が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい”

### 経営上の指示に伴う利益相反

“支配的な株主やそのグループ会社と会社との間で人員の配転が行われる場合に、支配株主の都合を優先した配転が行われるという形で、利益相反が生じることがありうる”

# 持ち合い解消に向けたトヨタグループの動き

- トヨタ自動車をはじめとするトヨタグループが、持ち合い株式の解消に向けた動きを始動させている
- トヨタ自動車は、グループ会社の保有比率を20%程度にまで縮減することを想定。デンソーやアイシンは、多くの株式残高をゼロにする目標を立てるなど、政策保有株式の大幅な縮減を進める
- 一方で豊田自動織機に関しては、政策保有株式の縮減に向けた意思があまりみられない

## 持ち合い解消に向けたトヨタグループ各社方針（%は対象会社の保有比率、2024年3月末時点）

緑字は縮減の動きがあるもの

### トヨタ自動車

- デンソー:  
24%→20% (済)
- アイシン:  
27%→20% (予定<sup>1</sup>)
- 豊田自動織機:  
25%→20% (予定<sup>1</sup>)

### デンソー

- トヨタ自動車:  
3%
- アイシン:  
3%→0% (予定<sup>2</sup>)
- 豊田自動織機:  
9%→0% (予定<sup>2</sup>)

### アイシン

- トヨタ自動車:  
0%
- デンソー:  
2%→0% (済)
- 豊田自動織機:  
2%→0% (予定)

### 豊田自動織機

- トヨタ自動車:  
9%
- デンソー:  
9%→5% (済)
- アイシン:  
8%

# 一方で、アイチと織機の足取りは極めて鈍い

- 政策保有株式の縮減に対する織機の消極性は、上場子会社構造に伴う根深いガバナンス問題の一例として表出
- 例えばアイチは、親会社である織機に対して、2024年3月まで数百億円規模の預け金 (CMS<sup>1</sup>)を預入。2003年5月のアイチ子会社化から2024年3月にCMSを廃止するまで、実に20年超もの期間を要した
- アイチ取締役会をみると、織機およびトヨタ出身者が半数を占める。アイチの取締役会が、本当にアイチの株主利益のためだけに行動しているのか、疑義が生じざるを得ない

## 遅きに失した、親会社への預け金の廃止



預け金の廃止までに、**20年超**を要した

## アイチ取締役会の出身構成

(敬称略)	アイチ	豊田自動織機 トヨタ自動車	その他
山岸 俊哉		○ (織機)	
山本 秀男	○		
安齋 光一	○		
佐々木 卓夫		○ (織機, トヨタ)	
高月 重廣			○
東上 清		○ (トヨタ <sup>2</sup> )	
川西 拓人			○
青沼 健二		○ (織機)	
計	2名	4名	2名

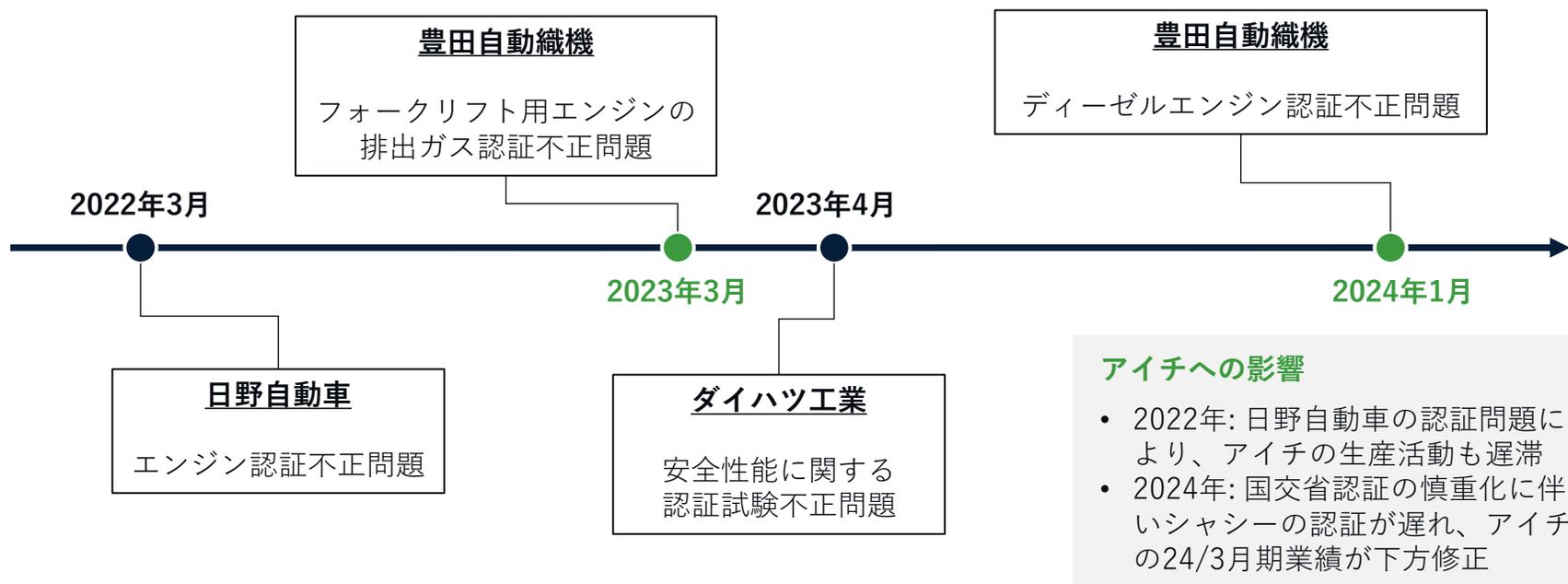
**織機・トヨタ出身者が占める比率: 50%**

注1: Cash Management Systemの略。親会社と子会社の少数株主の間で容易に利益が相反し得るとして、東証や経産省からも懸念が挙げられている。  
注2: トヨタに30年以上在籍していたこと、また、前職のあいおいニッセイ同和損害保険が歴史的にトヨタとの関係性が深いことから、トヨタ出身と記載  
出典: 会社開示資料

# 認証不正問題とガバナンス

- 豊田自動織機は、2023年3月の排出ガス認証不正に加え、今年1月にもディーゼルエンジン認証不正問題を公表。このほか、トヨタの連結子会社である日野自動車やダイハツ工業でも、認証不正問題が続発
- 結果として供給制約が発生し、2022年以降アイチの生産・事業活動にも幾度も悪影響を及ぼした
- 親会社グループを中心とするコンプライアンス問題が続発しアイチの業績にも悪影響がある中で、アイ取締役会の半数を織機・トヨタ出身者が占める現状が、最善のガバナンス体制であるとは言い難い

## 認証不正問題の時系列 (会社公表ベース)



# アイチは、どのように改善できるか

- アイチのフルポテンシャル実現を妨げる要因に対し、AVIは、以下の事項を実施することを提案

## 経営戦略の問題



- 国内は利益率の改善、稼いだキャッシュを海外事業に投下
- アジア太平洋地域の包括的な市場調査、M&A等を実施
- 中国は明確な基準・マイルストーンを定め、撤退可能性含め対応

## 資本効率の低さ



- 適切な設備投資・M&Aを実施し、余剰現金は株主還元
- 有利子負債も活用し、株主資本を圧縮
- 政策保有株式を全て売却し、成長投資に充当
- 予測キャッシュフローに基づく綿密な資本政策を公開

## 投資家向け広報の課題



- 一貫性のあるKPIを開示するなど、粒度や透明性の高い中期事業計画を公開
- 地域軸でのセグメント開示により、中国事業の透明性を高める
- 決算説明会の開催頻度を上げるなど、全般的なIRの透明性を向上

## 脆弱なコーポレートガバナンス



- 豊田自動織機による完全子会社化や、豊田自動織機の保有する株式を全て自社株買いするなど、上場子会社構造を解消し健全なガバナンスが機能するよう働きかけ
- 取締役会の独立性や多様性を向上させる

# アイチへの要請

- 織機がアイチの過半を握る親子上場構造こそが、アイチの事業成長を阻害しフルポテンシャルを妨げる根本要因
- 100%子会社ではないのに織機の支配下に置かれる現状において、AVIの提案が速やかに実行される蓋然性は低い
- したがってAVIは、アイチの取締役会に対して、以下の選択肢を真摯に検討することを強く要請する

## • 豊田自動織機による親子上場構造を解消

- A案: 豊田自動織機が有する54%分の株式を、アイチが自己株式として取得・消却
- B案: 資本パートナーを招聘し、株式非公開化
- C案: 豊田自動織機によるアイチの完全子会社化

### アイチのステークホルダーへのメリット

#### 経営陣・従業員

- (A-B案)自らの成長戦略に沿って機動的にリスクを取ることができる
- (C案)親会社の経営注目度の高まりにより、投資を積極化できる

#### 株主 (少数株主)

- (A-C案)支配株主である豊田自動織機とアイチの間の利益相反リスクが消滅

### 豊田自動織機のステークホルダーへのメリット

#### 経営陣・従業員

- (A-B案)株式売却代金を投資の原資とできる
- (C案)アイチに対する経営リソースの最適化

#### 株主

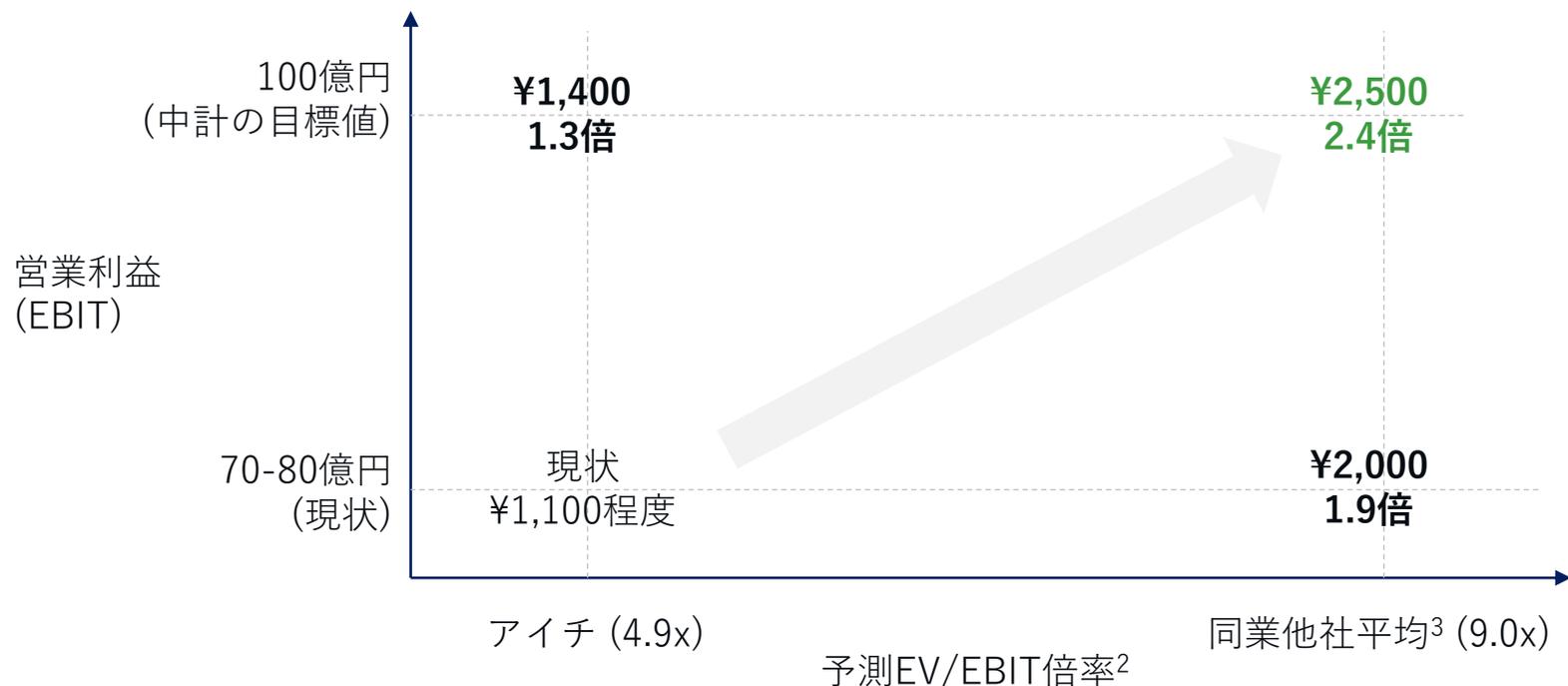
- (A-B案)資本効率が改善し、期待投資リターンが高まる
- (C案)グループ外に流出していたアイチの利益を確保できる

AVIの提案は、あらゆるステークホルダーの利益に繋がるもの

# アイチの本源的価値 (A案: 自己株式取得のケース)

- AVIは、アイチには現状の株価を大幅に上回るポテンシャルがあると考えます。豊田自動織機が有する持分を全て自己株式として取得しかつ必要な施策を実行した場合、アイチの株価は2.4倍になる可能性を秘める

## アイチの株価ポテンシャル (自己株式取得後<sup>1</sup>)



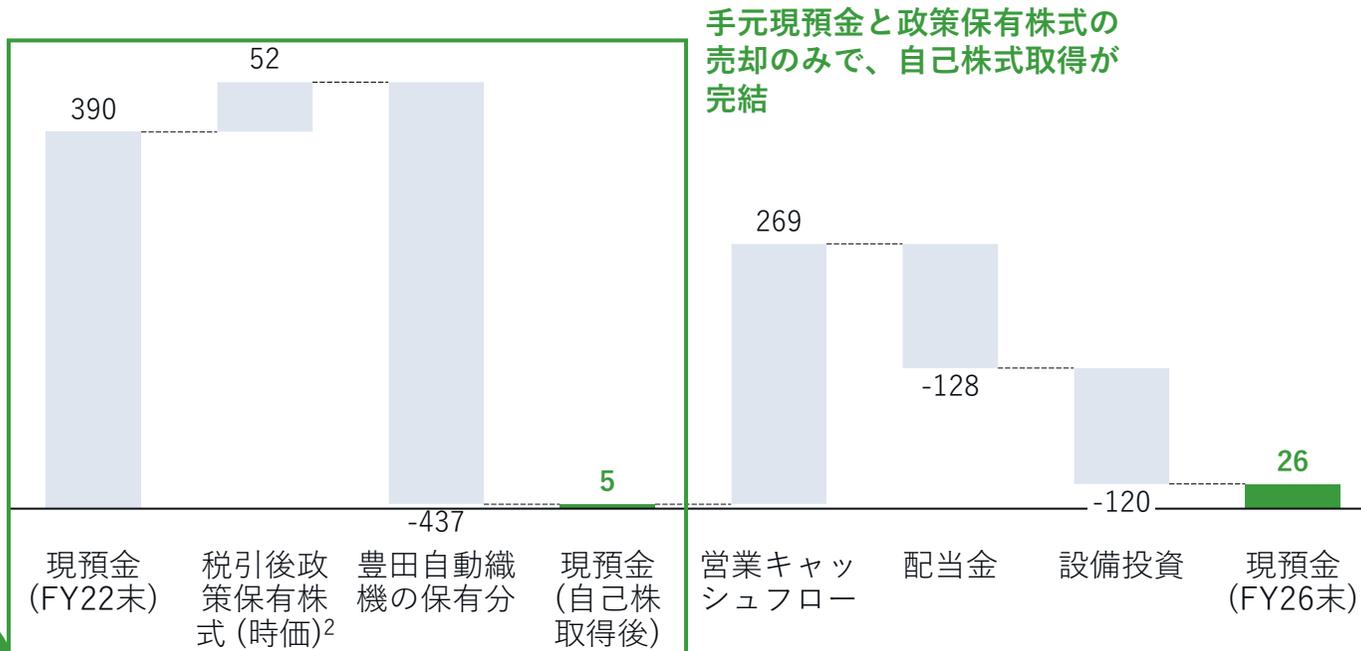
注1: 織機による保有分 (54%)を全てアイチが取得・消却した後の状況を仮定。すなわち、(織機による保有分控除後の)1株当たり営業利益を予測EV/EBIT倍率で乗じたうえで、織機の保有するアイチ株式(時価)と純有利子負債、少数株主持分を引いたもの。なお、自己株式取得時のTOBプレミアムは0%と仮定。

注2: 予測EV/EBIT倍率は、Capital IQによるEBITの今後12か月予測値を使用。注3: 同業他社は、タダノ、Oshkosh, Terex, Linamar, Haulotte, Manitou, XCMG, Dingli  
出典: 会社開示資料, Capital IQ (2024年3月末時点)

# 実現可能性 (A案: 自己株式取得のケース)

- 手元現預金と政策保有株式の売却金額のみで、織機の保有する株式を全て自己株式として取得可能であると確認
- その後、2023年度会社予想レベルの積極的な設備投資を維持するという強気シナリオであっても、配当金や成長投資を続けていくことに問題はないことを検証済
- 実際には、銀行からの借入 (現在はゼロ)を活用することで、成長投資や運転資金を随時手当することも可能

## 現預金残高の予測 (億円、2024/3-2027/3月期<sup>1</sup>)



- ### 前提条件
- 売上: FY23は会社予想、FY24-26は年率3%成長と仮定
  - 営業利益・純利益: FY23は会社予想、FY24-26はFY22の利益率(各々12.1%、9.8%)と仮定
  - 減価償却: FY23会社予想の減価償却対売上比率をFY24-26にも適用
  - 税率: 30.8%
  - 配当金: FY23会社予想 (総額30億円) と配当性向50%のうち、大きい方
  - 設備投資: FY23会社予想 (30億円) をFY24-26も維持と仮定

注1: FY23=2023年度=2024/3月期。注2: 政策保有株式は、2023年3月末の保有数量に現在株価 (2024年3月末時点) を乗じたもの  
 出典: 会社開示資料, SPEEDA, Capital IQ (2024年3月末時点)

1 課題認識、AVIの提案

2 提案内容の詳細

# Agenda

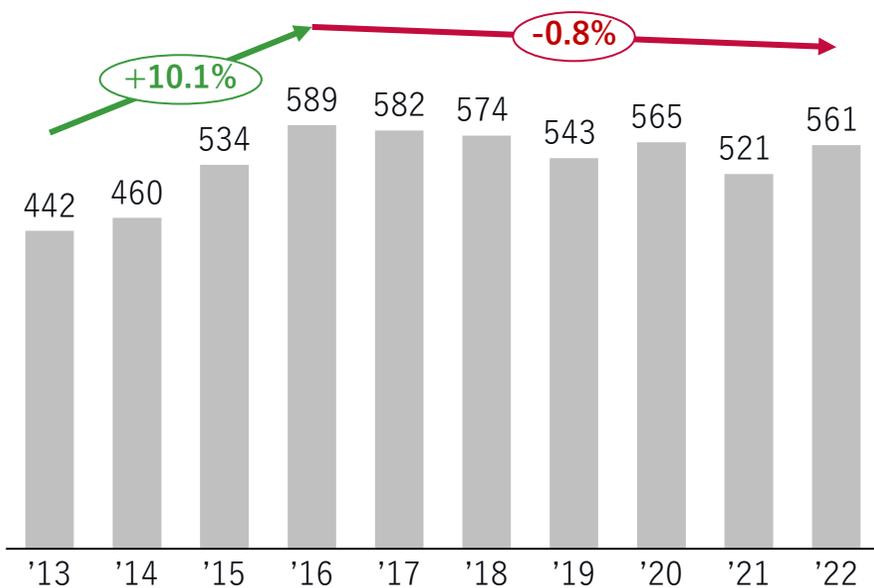


# 経営戦略の課題

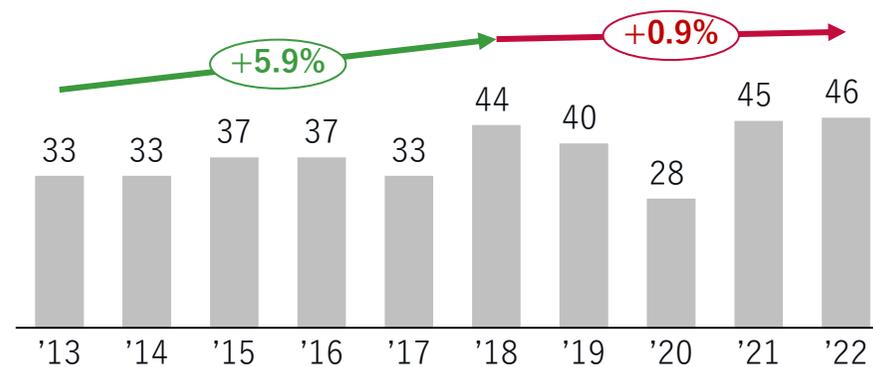
# 経営戦略の問題

- アイチのコア事業である国内市場が飽和してきており、2016年度 (2017/3月期)を境に国内売上高はマイナス基調と、事業成長の頭打ち感が顕著になっている
- 国内市場で伸びないために海外進出をしているが、メインとする中国事業が冴えない動きとなっており、2018年度 (2019/3月期)をピークに伸び率は鈍化。成長のエンジンが止まっている状況
- 成長戦略が長期ビジョンに欠ける中、設備投資・M&Aともに過小であり成長への種まきができていない

## アイチの国内売上高 (億円)



## アイチの海外売上高 (億円)



# 経営戦略における問題点の分析

- AVIによる独自調査に加え、アイチ経営陣、顧客、サプライヤー、販売会社、同業他社および業界関係者等との対話から、アイチの経営戦略には、以下のような問題点があることを特定

① 長期的なビジョンに欠ける成長戦略

② 海外への市場進出戦略の拙さ

③ 冴えない中国事業

# ①長期的なビジョンに欠ける成長戦略: 成長ストーリーのない中期事業計画

- アイチは中期事業計画において、事業拡大と収益拡大に向けた取り組みとして、5つの施策を公表
- 中計における最初の施策というのは、企業が最も強調する目玉施策のケースが多い。しかしアイチの施策(施策①②)は、従来から代り映えのない新商品の紹介にとどまっており、「がっかり感」が否めない
- 加えて、売上拡大に対応する生産能力増強(施策⑤)が謳われているが、中長期的に売上が拡大する成長ストーリーが示されないまま徒に国内生産能力を増強することに関しては、納得度が低くならざるを得ない

## アイチの中期事業計画より (2023年11月公表)

2. 収益拡大の柱

①新商品投入によるレンタル需要取り込み



自走式高所作業車  
RU90A1254F  
建設工事向け  
クローラ式電動高所作業車  
電機・油圧・エンジン駆動を採用  
作業現場で使いやすいコンパクトボディ  
安全性と作業効率向上で現場作業を  
サポート

②新商品投入による付加価値拡大



リチウムイオンバッテリー搭載車  
SH15C  
電気工事向け高所作業車  
高所作業車に搭載する電動ユニット用バッテリーも、急速充電が可能で充電効率に優れたリチウムイオンバッテリーにすることで、お客様の利便性向上とCO<sub>2</sub>排出量の削減に貢献



7.5t架装軌陸車  
LK12C1FN  
鉄道工事向け高所作業車  
車両総重量7.5t未満のし、準中型自動車  
運転免許に対応  
高い機動力と安全機能の充実に従って  
の安全・効率化に貢献

Copyright © 2023 AICHI CORPORATION. All Rights Reserved. 5/23

2. 収益拡大の柱

③サービス事業への積極投資による収益拡大

埼玉県上尾カスタマーサービスセンター新工場操業開始 (2023年6月～)

- 車検、修理、重整備の取り込み
- レンタル事業者等、自社整備を行っているお客様の点検・整備、再塗装などの受託




既に名古屋・仙台・福岡でも  
車検を開始  
順次拡大予定



④海外事業の積極展開 (現在市場調査中)

Copyright © 2023 AICHI CORPORATION. All Rights Reserved. 6/23

2. 収益拡大の柱

⑤売上拡大に対応する生産能力増強

- 多機種生産への柔軟性、新工場と既存工場の再編による高効率生産体制の構築
- 新工場は、全使用電力を再生可能エネルギーで賄うCO<sub>2</sub>排出ゼロ工場を計画



- ② 新治事業所 面積: 17.2ha
- ③ 伊勢崎事業所 面積: 3.3ha
- ④ 本社・上尾事業所 面積: 5.7ha



Copyright © 2023 AICHI CORPORATION. All Rights Reserved. 7/23

収益拡大の目玉ともいえる最初の施策が、代り映えのない新商品の紹介にとどまり、「がっかり感」

海外事業の見立てについては、もはや具体的な施策は一切分からない

中長期成長ストーリーがないまま国内生産能力を増強することの妥当性は、外部から窺い知ることができない

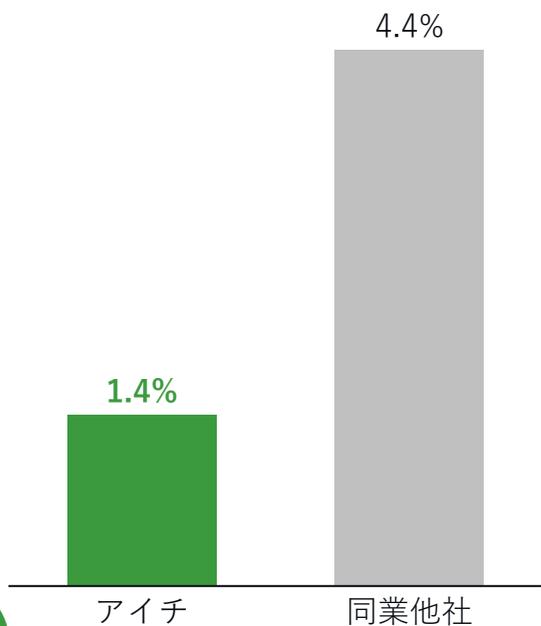
結局、今後何で利益を積み上げていくのかが不明

# ①長期的なビジョンに欠ける成長戦略: 過小な成長投資

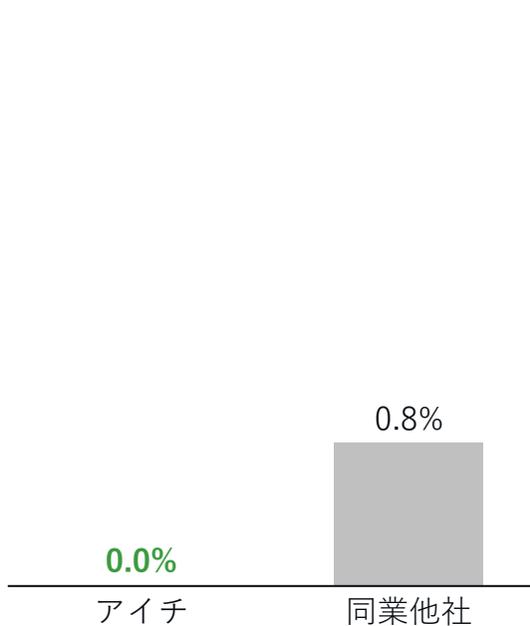
- 成長ストーリーのない中期事業計画は、アイチのこれまでの成長投資が僅かにとどまる事実裏打ちされている
- アイチの過去5年設備投資対売上比率は、同業他社の4.4%に対して、1.4%と僅少な水準にとどまる
- M&Aに至っては、過去5年間でM&Aに対する支出がゼロ
- 将来の競争性を占ううえで同様に重要なR&D (研究開発費) に関しても、同業他社の1/3程度の支出にとどまる

## アイチの成長投資 (過去5年度分)

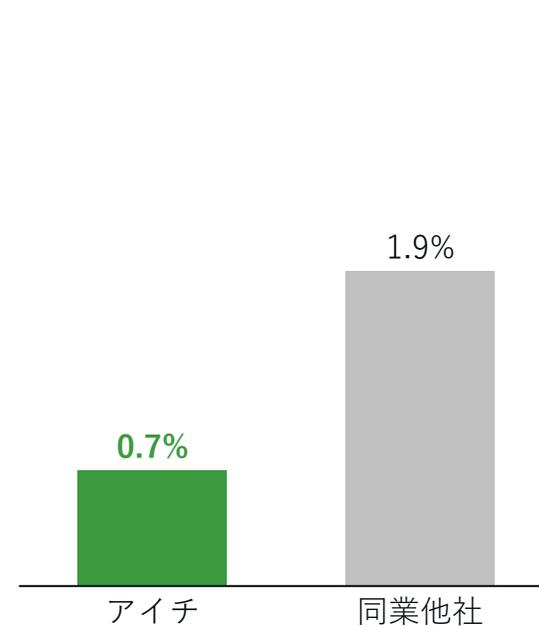
(設備投資対売上高比率)



(M&A対売上高比率)



(R&D対売上高比率)

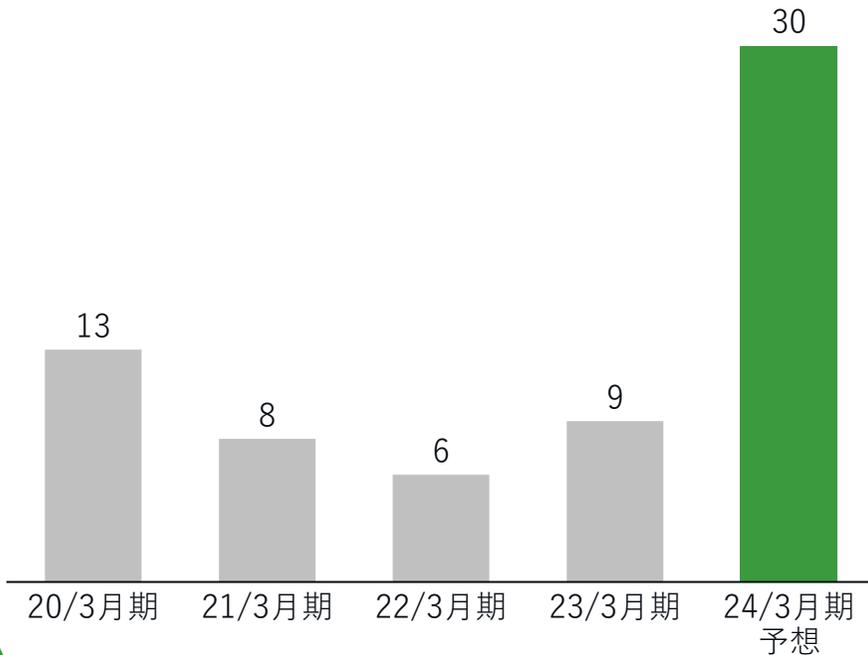


注: アイチは2019/3-2023/3月期。同業他社は2019/12-2023/12月期で、タダノ, Oshkosh, Terex, Linamar, Haulotte, Manitou, XCMG, Dingliの8社平均  
出典: Capital IQ

# ①長期的なビジョンに欠ける成長戦略: 足元の設備投資は、再考が必要

- なお、アイチが開示する年度計画によると、2024年3月期には、前年の3倍以上となる30億円もの設備投資を計画
- 設備投資の対象は、群馬県高崎に予定している新工場をはじめ、国内事業に対するものが大半を占める模様
- しかしながら、設備投資とは本来、中長期的な成長の軸となる事業に対して資本を集中投下する性質のもの
- 足元の大型投資は、本質的な成長から目を背け、行き当たりばったりな設備投資に逃避しているようにも映る

## アイチの設備投資金額 (億円)



注: 設備投資金額の数字は、決算説明会資料の開示ベース  
出典: 会社開示資料

## アイチの中期事業計画より (2023年11月公表)

### 2. 収益拡大の柱

⑤売上拡大に対応する生産能力増強

- ・多機種生産への柔軟性、新工場と既存工場の再編による高効率生産体制の構築
- ・新工場は、全使用電力を再生可能エネルギーで賄うCO<sub>2</sub>排出ゼロ工場を計画

④ 新工場予定地  
高崎玉村スマートIC北地区工業団地  
面積: 3.3ha  
閉域自動車道 高崎玉村スマートIC  
出口より約1分

② 新治事業所 面積: 17.2ha  
③ 伊勢崎事業所 面積: 3.3ha  
① 本社・上尾事業所 面積: 5.7ha

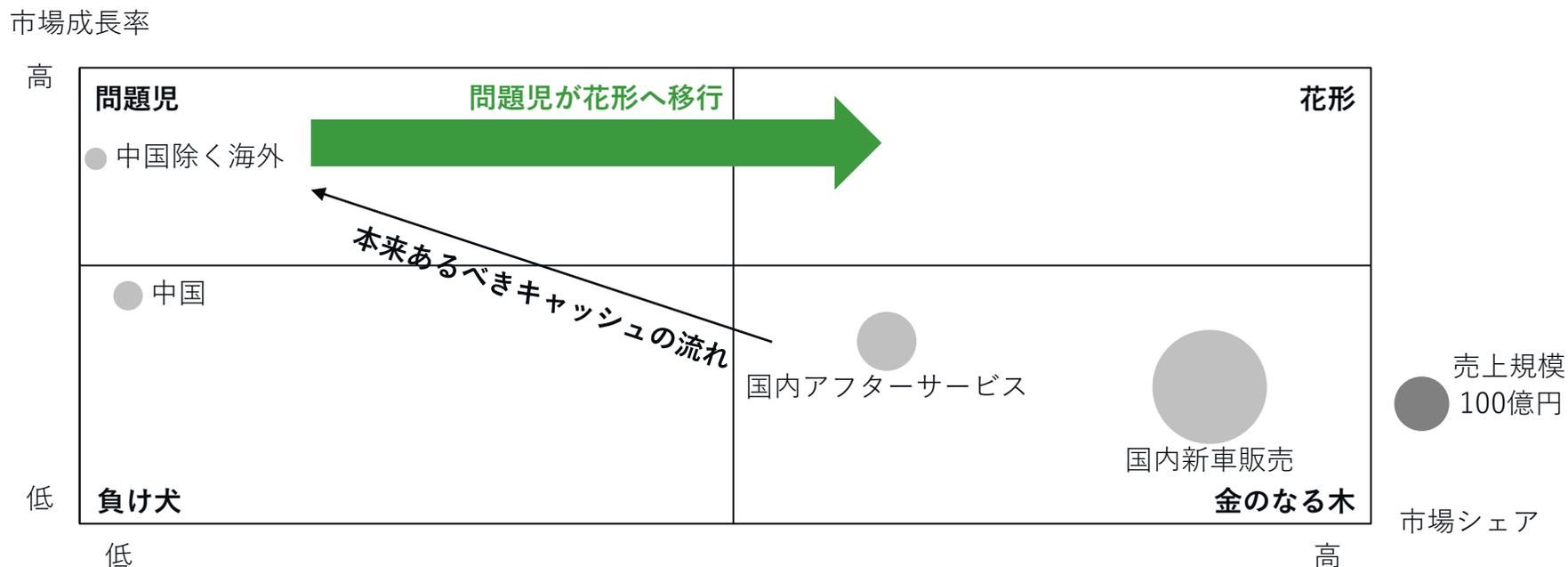
Copyright © 2023 AICHI CORPORATION. All Rights Reserved. 7/23

3-5年後のアイチは、この国内投資によって本当に成長曲線を描けるのか。成長ストーリーを策定してから設備投資に移すのが筋ではないか

# ①長期的なビジョンに欠ける成長戦略: AVIの提案 (ポートフォリオ戦略の導入)

- 経営リソースの配分を考えるうえで有用なのは、シェアと市場成長率を基にしたポートフォリオ・マトリックス
- 高シェアだが市場成長率の低い事業 ("金のなる木")でキャッシュを稼ぎ、それを低シェアだが市場成長率の高い事業 ("問題児")に投下して未来の成長に繋げることが、ポートフォリオ戦略の定石
- 成長の見込めない**国内事業は売上拡大は目指さず、利益率改善に繋がる投資プロジェクトのみを選別的に実施。**  
国内で稼いだキャッシュを**海外事業に戦略的に集中投下することで、海外での成長を飛躍させるべきではないか**

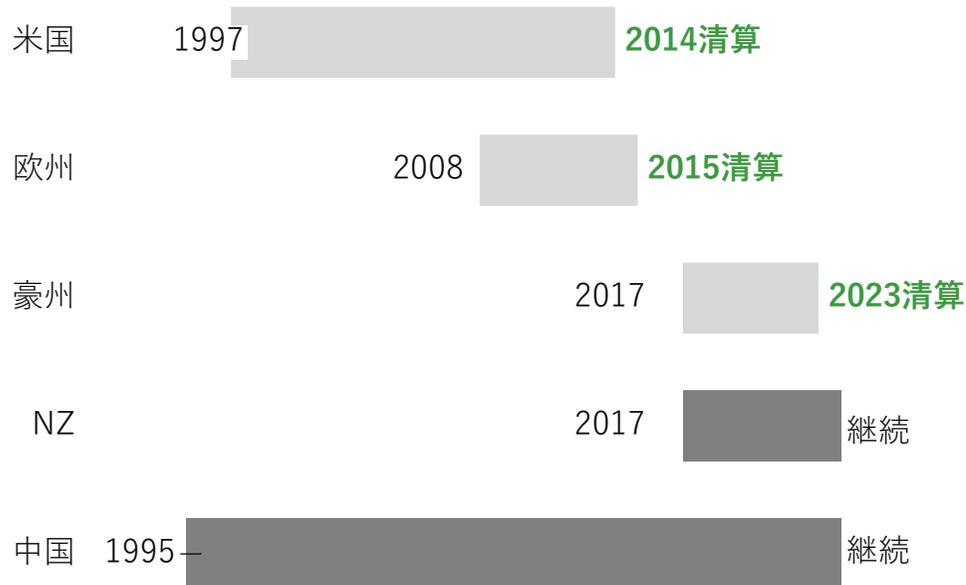
## アイチが検討すべきポートフォリオ・マトリックス (イメージ図)



## ②海外への市場進出戦略の拙さ： 海外進出と撤退を繰り返す

- これまでアイチは海外への市場進出を行ってきたが、残念ながら、進出と撤退を繰り返している
- 米国、欧州、豪州には、現地法人を設立して市場進出を企図したものの、それぞれ2014年、2015年、2023年に清算を余儀なくされる。豪州は、米国・欧州の教訓を活かせなかったのか、短期間での会社清算に終わる
- これほどまでに海外事業が軌道に乗らないのは、得意とする製品が海外では売れ筋ではないという製品開発の問題と、顧客に寄り添う形で営業できていないという流通・サービスの問題が挙げられる

### アイチの海外子会社の存続状況



### 失敗の理由

#### 製品開発



- 国内で売れ筋のトラックマウント式と異なり、海外では自走式が売れ筋
- 海外展開に当たり、製品開発ケイパビリティが不足

#### 流通・サービス

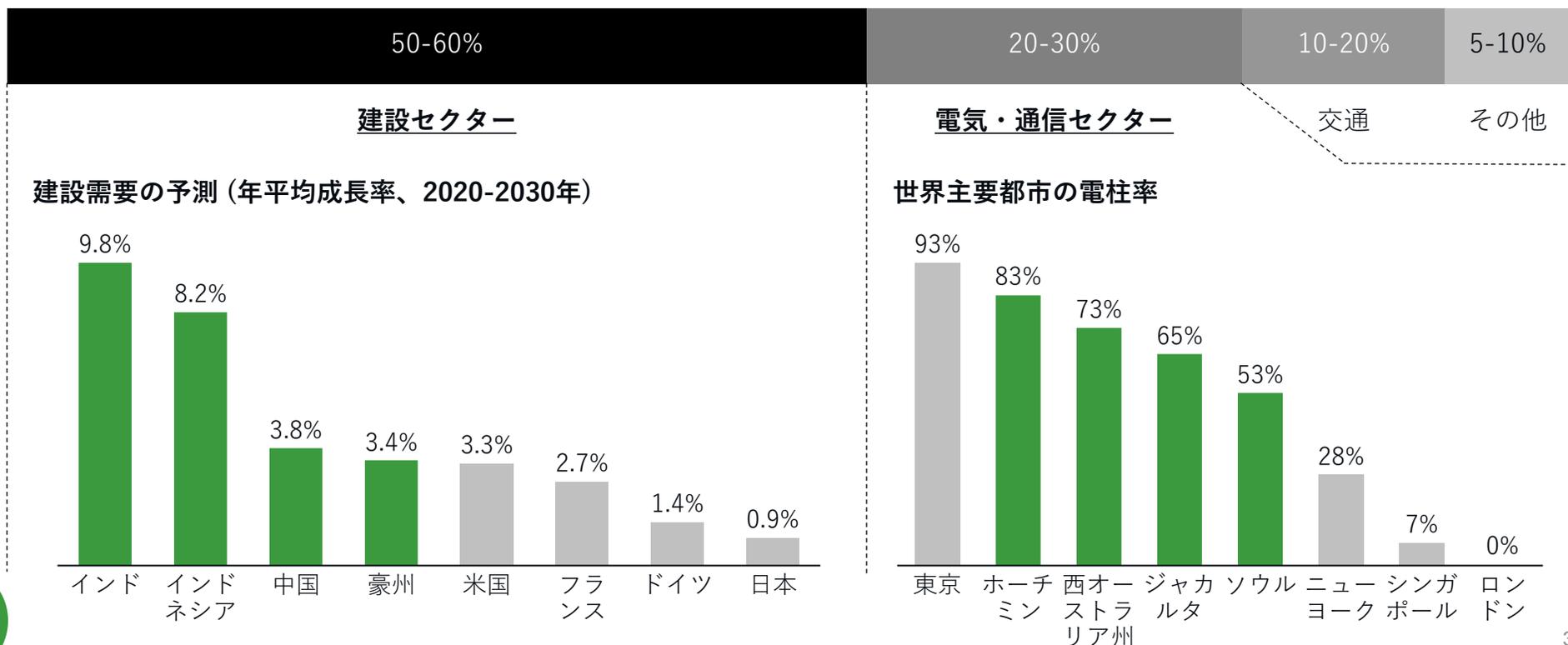


- 営業の顔となるような人物がおらず、日本人では現地販売代理店に顔を繋げることができない
- アフターサービスのできない現地子会社では、顧客がすぐに離反してしまう

## ②海外への市場進出戦略の拙さ： 魅力的なアジア太平洋地域

- とはいえ、海外市場そのものは今後も成長を続ける見込みであり、魅力的な市場
- 高所作業車の世界市場を用途別にみると、その過半を建設セクターが占める。建設セクターは、経済発展に伴う建設需要の伸長により、特にインドやインドネシアをはじめとするアジア太平洋の成長が見込まれている
- 次に大きいのが、電柱等のインフラ保守を行う電気・通信セクター。電柱が多ければ高所作業車を利用した作業機会も多くなるが、電柱率の高い都市はホーチミンや西オーストラリア州、ジャカルタ等のアジア太平洋が中心

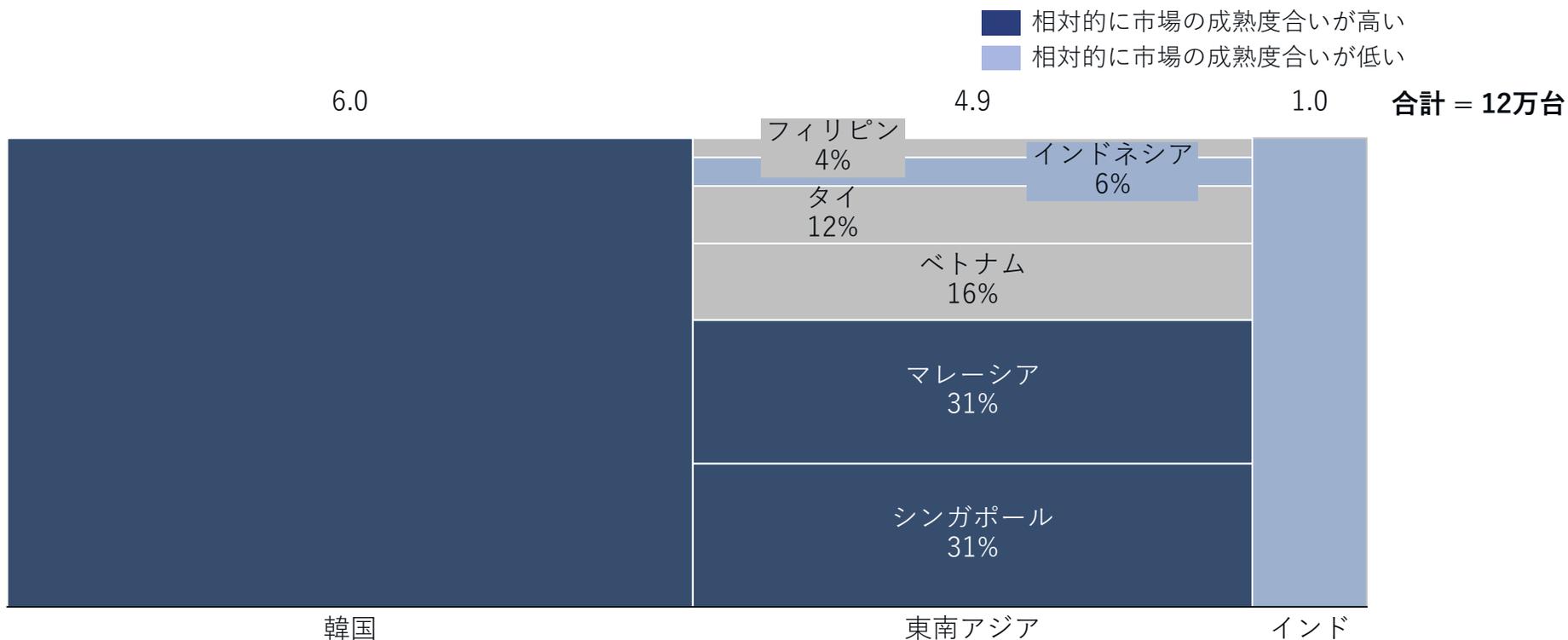
高所作業車の世界市場における用途 (2021年)



## ②海外への市場進出戦略の拙さ： アジア太平洋地域の市場成熟度合い

- 高所作業車のアジア市場の市場規模は、2019年時点で12万台程度
- 成熟市場である韓国の規模が6万台と圧倒的に多く、次にシンガポール、マレーシアと続く。  
これらの国は、アジアの中でも市場成熟度合いが相対的に高いことが窺える
- 反対にインドネシアやインドは、人口やGDPの規模に比して高所作業車市場が小さく、市場がまだ黎明期

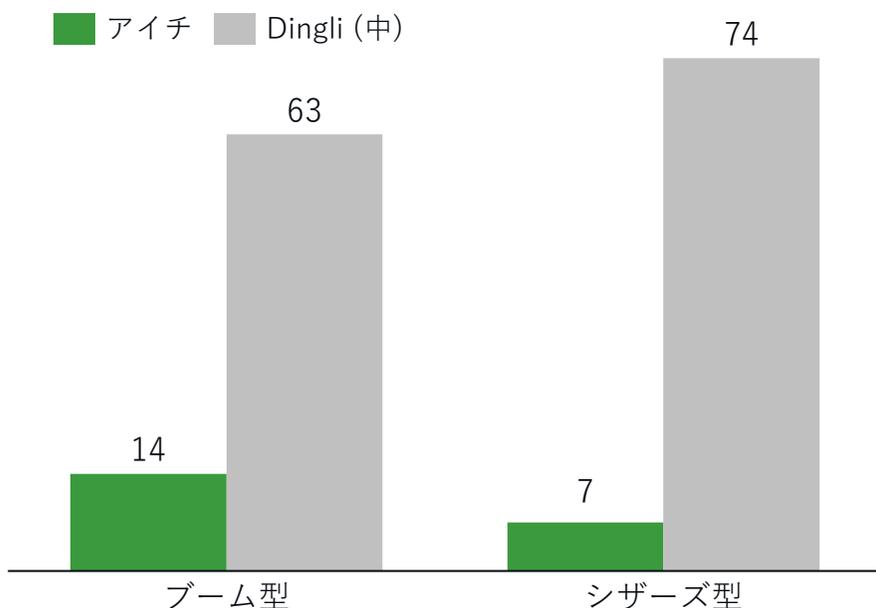
### 高所作業車のアジア市場 (2019年、万台)



## ②海外への市場進出戦略の拙さ： 製品開発とM&A戦略

- 高所作業車には大きくトラックマウント式と自走式の2種類が存在
- アイチが得意とするのはトラックマウント式だが、世界の売れ筋は自走式。現在、アイチの自走式の製品ラインナップは非常に少なく、足もとアジアで拡販しているDingliとの間の製品ラインナップの差は歴然としている
- Dingliはこれまで、欧米企業に対するM&A・資本参加を通じ、R&Dを含む製品開発ケイパビリティを獲得
- 同業他社に伍する製品開発力を手に入れ海外で売れる商品を手に入れるべく、同業他社の買収を検討すべき

### 自走式のラインナップ (HPカタログベース)



### Dingli (中)の製品開発戦略

#### M&Aを通じた製品開発ケイパビリティの獲得

- R&Dを含む製品開発ケイパビリティは、欧米企業への出資により獲得
- 生産そのものは、本社のある中国で実施

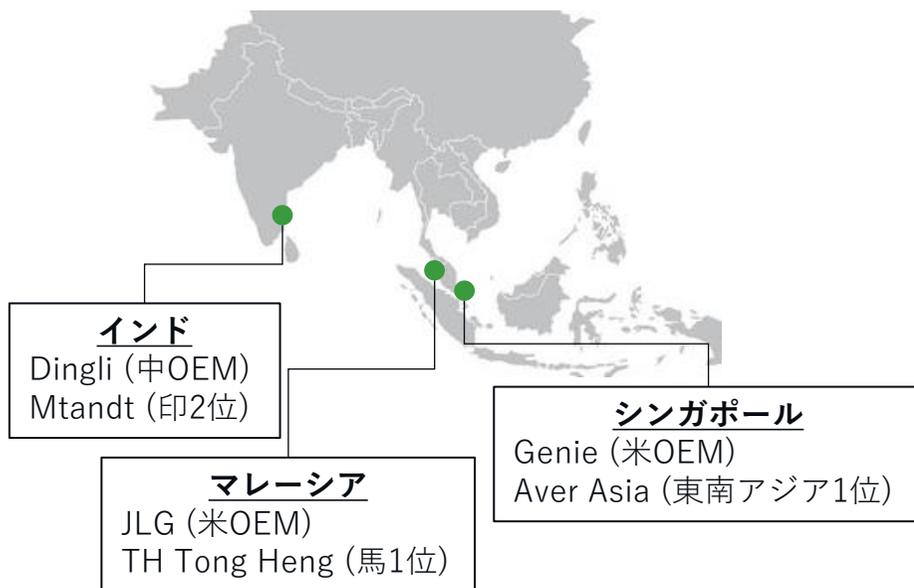
#### 出資の歴史

- 2016年2月: Magni社 (伊)に20%出資
- 2018年5月: MEC社 (米)に25%出資
- 2020年4月: Teupen社 (独)に24%出資
- 2023年10月: MEC社の出資比率を49.8%に増加

## ②海外への市場進出戦略の拙さ： 流通・サービスとパートナーシップ戦略

- 東南アジアやインドでは、建機レンタル会社が販売代理店を兼ねているケースが多く、販売チャネルとして重要
- JLGやGenieなどの大手OEMは、現地の販売代理店とのパートナーシップ契約を結び拡販を進めている
- パートナーシップ戦略を進めるにあたっては、現地商慣習に基づく営業、ダウンタイムをなくすためのアフターサービス、インセンティブ設計などを適切に進める必要

### 大手OEM3社は、 現地の販売代理店とのパートナーシップを急ぐ



### 流通・サービスにおける成功の要諦

#### ローカル知識・商慣習に裏打ちされた営業:

- 現地スタッフが会社の「顔」となり、代理店に繋ぐ
- ローカル商慣習に則った拡販が重要
  - 例えばインドでは、レンタル時に高所作業車とオペレーターのセット貸出が通例。従って代理店に対し、オペレーター養成を支援することが付加価値となる

#### 売り切りではなくアフターサービス:

- 部品・パーツに関する効率的なサプライチェーンを構築し、顧客のダウンタイムを最小化する
- 協力先技術者・オペレーターへの人的投資を惜しまない

#### 営業および代理店インセンティブ設計:

- 自社営業部隊および代理店に対し明確なパフォーマンス指標を提示し、公正なコミッションを提供する

## ②海外への市場進出戦略の拙さ： AVIの提案

- まずは、可及的速やかに (半年以内)に、外部調査機関なども活用しながら、アジア太平洋地域の包括的な市場調査を実施。優先順位の高い国・地域を特定し、3-5の国・地域に絞る
- 次に、1年以内を目途にして、市場調査で特定された地域のビジネス機会やサプライチェーン、販売チャネル、競争環境等について深掘り調査を実施。外部調査や現地出張等に加え、駐在員を派遣することも一案
- こうした調査を踏まえ、**M&Aやパートナーシップ提携といった施策を、2-3年以内に実行にまで移す**



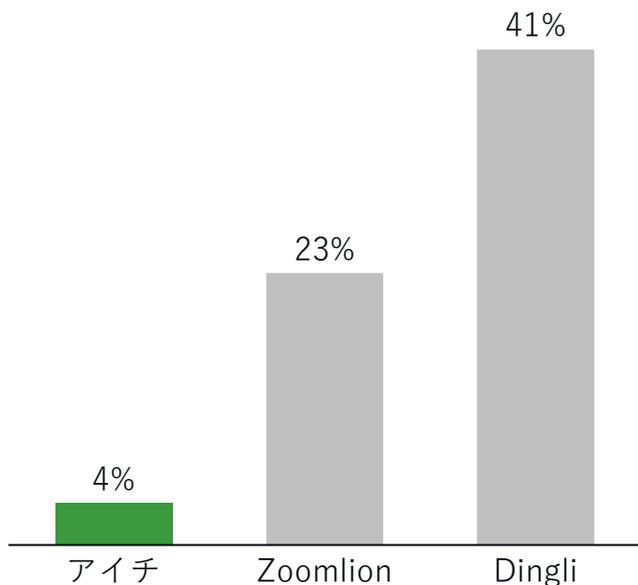
- アジア太平洋地域の包括的な市場調査を実施
- 優先順位の高い国・地域として、3-5か国を特定
- 市場調査で特定された3-5か国につき、ビジネス機会を現地出張を含め深掘り調査
- 中でも有望な国・地域については、駐在員を派遣し綿密な調査を実施し、取引先の意向を確認
- 現地におけるR&D・製品開発および流通・サービスのケイパビリティを飛躍させるべく、M&Aおよびパートナーシップを実施

### ③ 冴えない中国事業： 一向に伸びない中国事業の売上

- アイチは海外事業の柱として中国に子会社を2社有しており、現地生産・販売を行っている
- しかし、2016年から2022年の中国における売上成長率を見ると、市場の拡大に伴い同業他社は飛躍的な成長を遂げた一方で、アイチは一桁台前半の成長にとどまっている
- 成長が伸び悩む背景は、製品、価格、流通、現場管理に課題があること。アイチの自走式高所作業車は、もはや中国市場で殆ど売れておらず、製造されたその多くが内部取引を通じて日本国内に還流しているとみられる

#### 中国における売上成長率の比較

(年平均成長率<sup>1</sup>、2016-2022年)



#### アイチが競争劣位にとどまる背景

- 製品** 
  - マクロな事象として、アイチが強みとするトラックマウント式から、自走式に需要がシフト
  - 同業他社に追従できないまま、電動化が急速に進展
- 価格** 
  - 中国事業の規模が小さく、規模の経済が働かない
  - それなりの品質を有した他社製品が圧倒的な低価格を提供しており、価格が勝負にならない
- 流通** 
  - 販売代理店や建機レンタルに自社商品を取り扱ってもらえず、生産したところで現地では売れない
- 現場管理** 
  - 国内工場で実現してきた「アイチ流」の製造管理・経営管理が、中国の現場レベルに行き届かない
  - 現地の作業員による製造効率性が上がらない

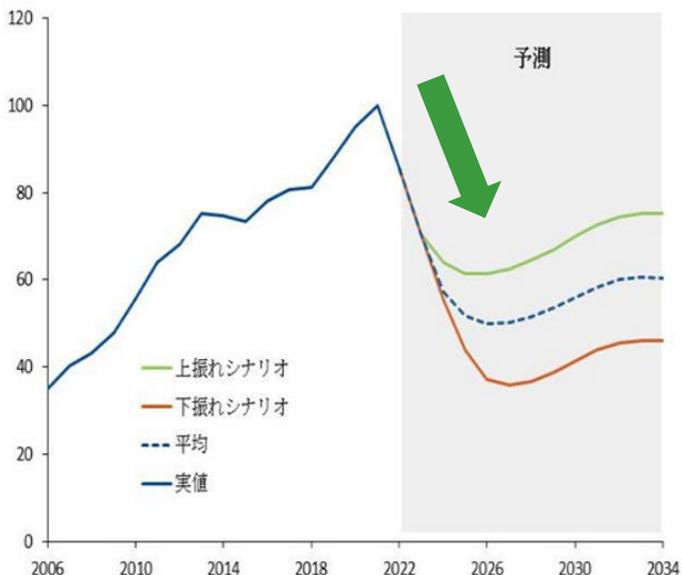
注1: アイチは日本を除く全社売上高、ZoomlionおよびDingliはAWP売上高  
出典: 会社開示資料, Access International, エキスパートインタビュー, IRインタビュー

### ③冴えない中国事業： 悪化する中国の市場環境

- アイチにとって泣き面に蜂ともいえるべきは、中国における市場環境が悪化していること
- IMFが公表したレポートによると、中国の住宅投資は平均45%程度落ち込み、その後も低迷を続ける見込み
- 最終需要の低迷を映じて、高所作業車市場の競争環境も激化の一途を辿る。過当競争に伴い中国での販売価格は過去最大級に下落しており、製品によっては70%の価格低下も見られているほど

#### 中国の建設は、一段と落ち込む見通し

(IMFによる中国の不動産投資の推計<sup>1</sup>、2021年=100)



#### 競争環境も、激化の一途を辿る

“競争環境は過去最高レベルで厳しくなっており、それに伴い販売価格は過去最大級に低下している。販売価格は、平均して20-30%は下落しており、製品によっては70%の価格低下もあるほど”

現代表取締役 (中国の大手OEM)

“最終需要の落ち込みに伴い、販売代理店も消耗戦を強いられている。OEMに対する支払が12カ月も遅れることも、もはや普通になってきている”

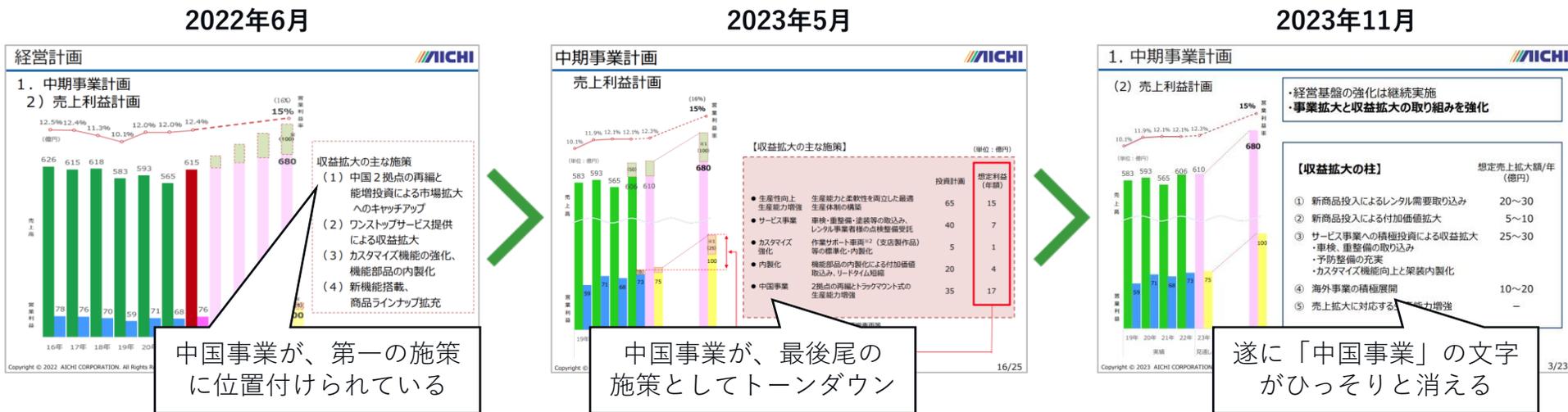
現会長 (中国の大手建機レンタル会社)

注1: IMF推計 (“上振れ、下振れリスクは、ファンダメンタル分析に基づく住宅需要を使用。データは、価格調整済みの不動産総固定資本形成の推計”)   
出典: International Monetary Fund, Access International, エキスパートインタビュー

# ③ 冴えない中国事業: AVIの提案 (中国からの出口戦略)

- こうした外部環境を映じてか、決算説明会資料で公開している中期事業計画では、中国事業のトーンダウンが著しい。2023年11月に発表した資料では、もはや「中国事業」という文字がひっそりと削除されている始末
- 中国事業はセグメント開示されていないため、実際の状況を外部から窺い知ることができない。アイチ経営陣は、こうした中国事業への対応を決めかねているようだが、不採算事業を徒に抱え込むのは経済合理性に反する

## 中期事業計画における中国事業に対する書き振りの変遷



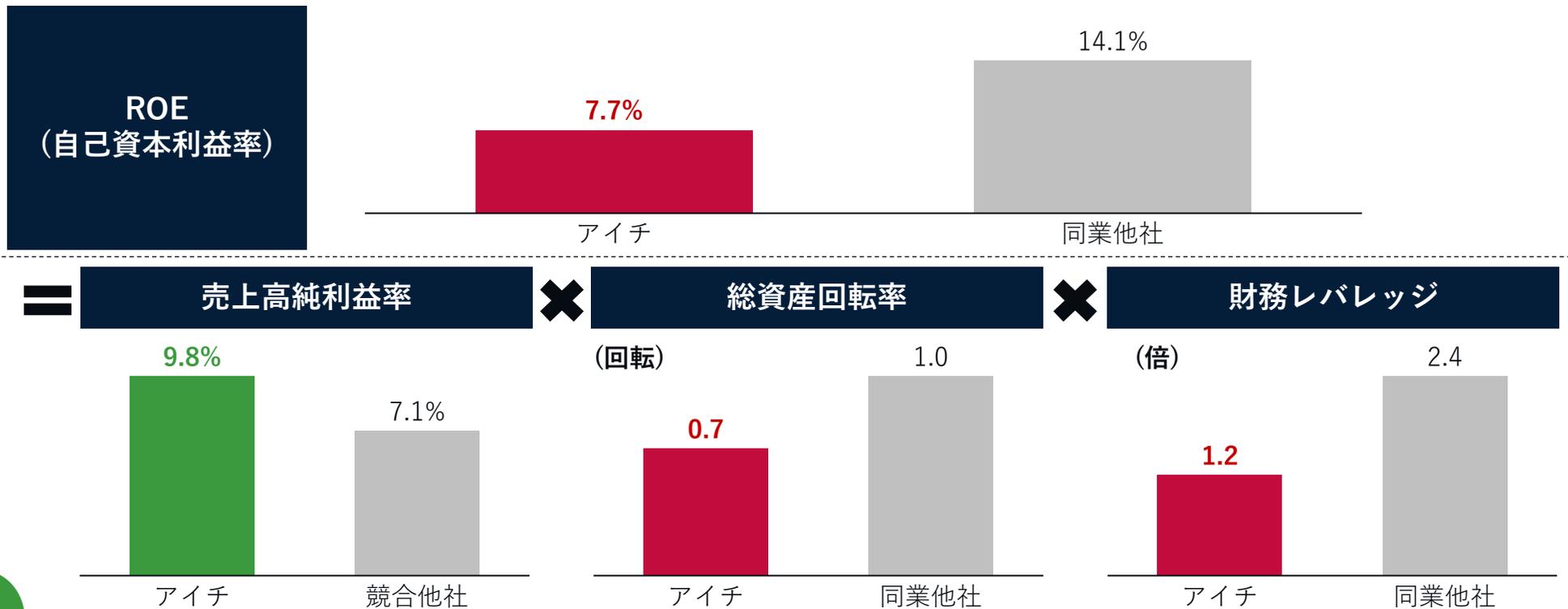
中国事業につき、明確な利益判断基準・マイルストーンを定め、事業縮小・撤退の可能性も含めて有効な出口戦略を速やかに講じるべき



資本効率の低さ

# 資本効率の低さ

- ROE (自己資本利益率)は、株主が出資した資金を元に企業がどれだけ利益を上げたかを示す指標であり、数値が高いほど資本効率が高い。アイチのROEは7.7%と、グローバル同業他社平均の14.1%に見劣りする
- ROEは、売上高純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの3要素に分解可能。収益性の指標である純利益率は同業他社を上回る一方、資産効率性を示す指標である総資産回転率と財務レバレッジは同業他社を著しく下回る
- アイチの資本効率は、有利子負債を活用せず過剰な株主資本を維持することで、同業他社に見劣り

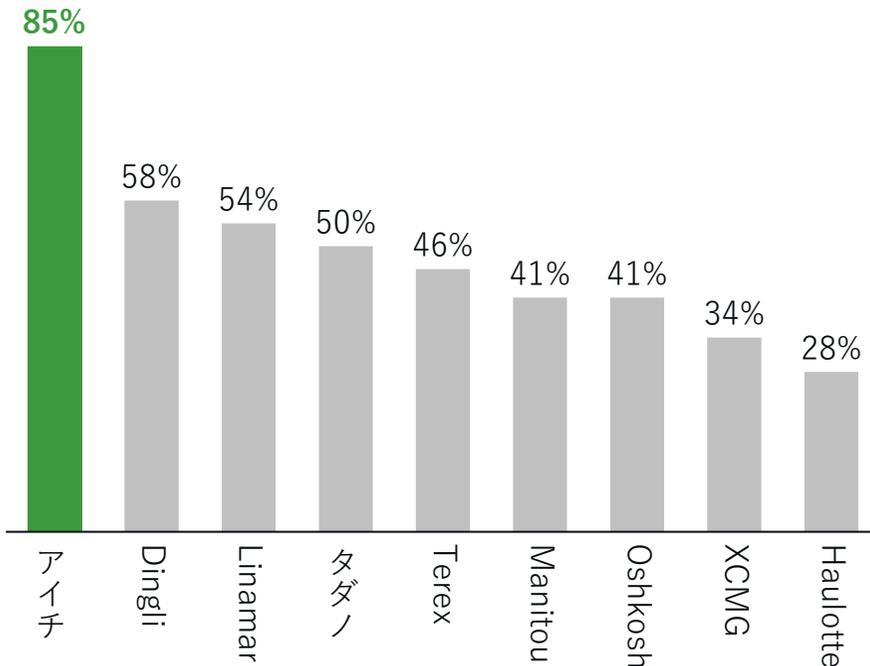


注: 貸借対照表の項目は期中平均。アイチは2023/3月期。同業他社は2023/12月期で、タダノ, Oshkosh, Terex, Linamar, Haulotte, Manitou, XCMG, Dingliの平均  
出典: Capital IQ

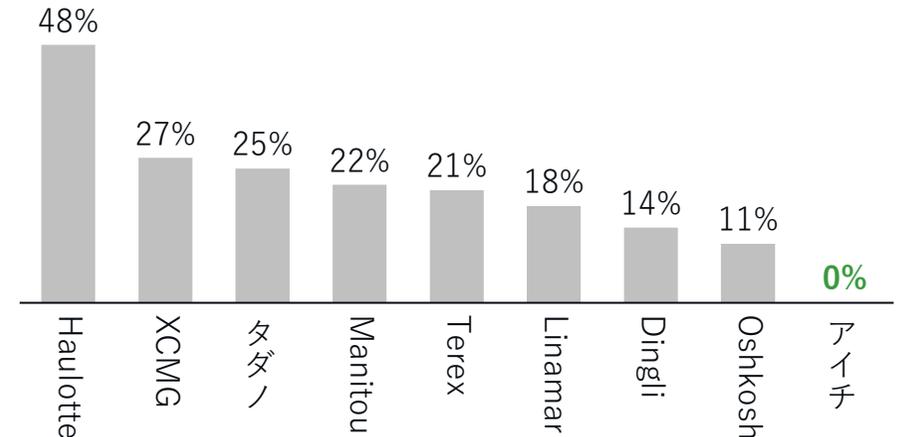
# 過剰な株主資本と過小な借入

- 財務管理の肝は、最適な資本構成に向けて、借入と自己資本の適正バランスを見つけること
- アイチの資本構成をみると、株主資本が総資産に占める比率は85%と、同業他社を大きく上回る。逆に借入金が総資産に占める比率は0%と借入金を全く活用できておらず、高コストの資本(エクイティ)に過度に依存

株主資本比率 (2023年12月末時点)



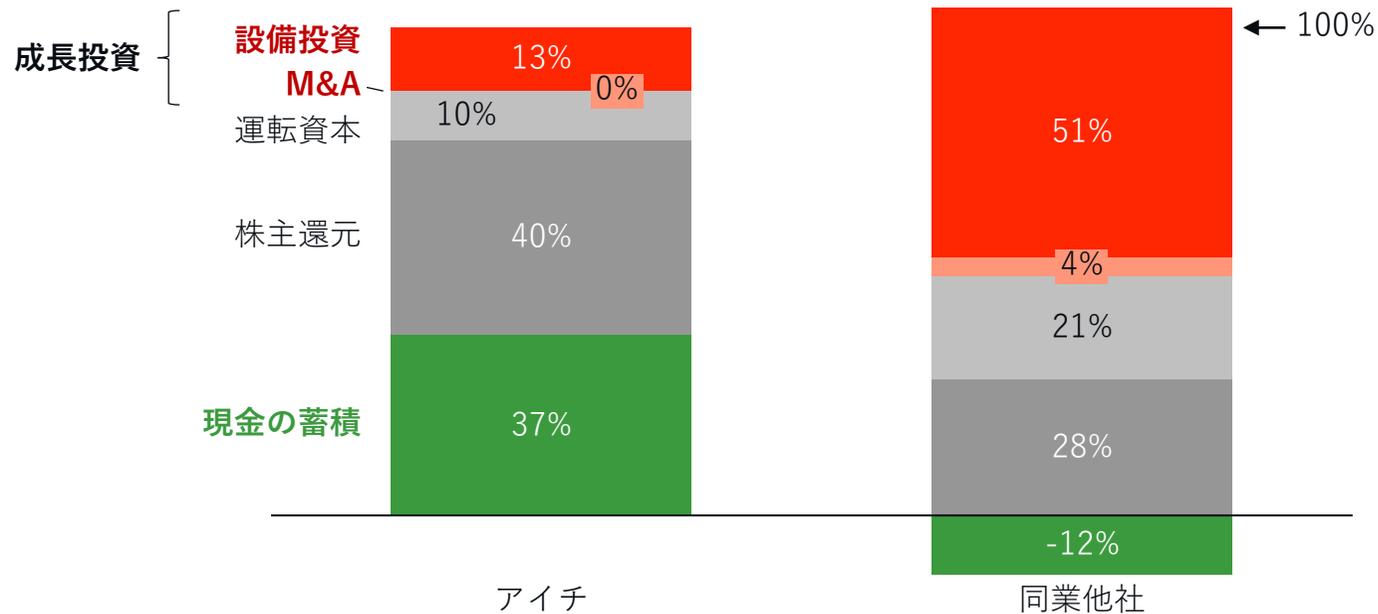
借入比率 (2023年12月末時点)



# 過小な成長投資

- こうしたアイチの株主資本の大きさは、これまでの資本政策に規律がなかったことによるもの
- 過去5年のキャッシュフローの配分をみると、アイチはその13%しか成長投資に割り当てていない。この間同業他社は、50%超を成長投資に割り当てている
- 結果としてアイチは、本業で稼いだキャッシュの37%を目的もなく現金として蓄積

## 過去5年度のキャッシュフローの配分



注: キャッシュフローは、営業キャッシュフローに運転資本増減を足しあげたもの。アイチは2019/3-2023/3月期。同業他社は2019/12-2023/12月期で、タダノ、Oshkosh, Terex, Linamar, Haulotte, Manitou, XCMG, Dingliの平均  
出典: Capital IQ

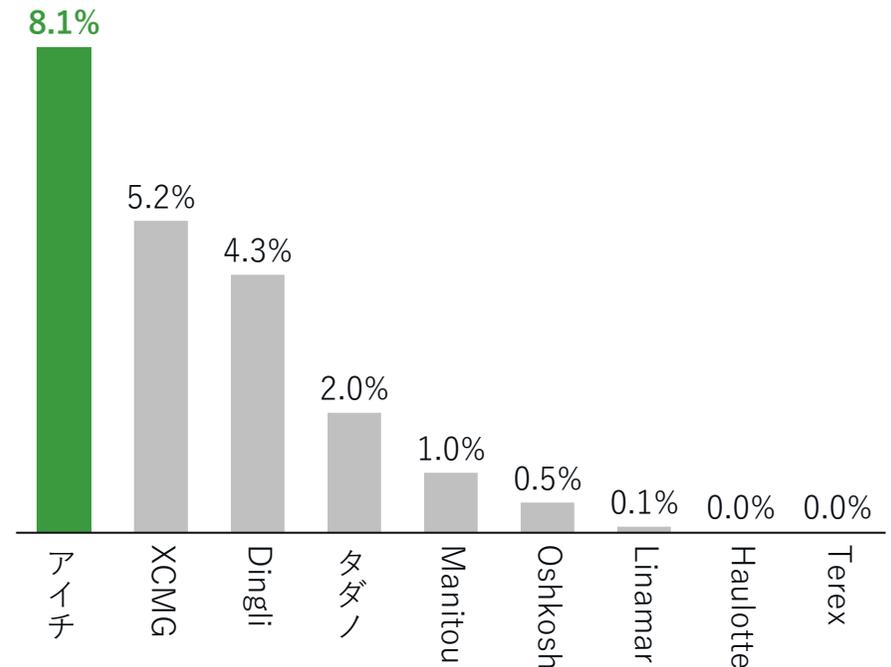
# 過剰な政策保有株式

- コーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を開示することを要請。政策保有株式の縮減が促されている
- アイチは、約70億円相当の上場株式12銘柄を保有
- アイチの投資有価証券が総資産に占める比率は8.1%と、同業他社と比べて圧倒的に高い

## アイチの保有銘柄 (2024年3月末時点)

会社	時価 <sup>1</sup> (百万円)	株式持合
ダイキン工業	3,008	有
コムシスホールディングス	1,797	無
西尾レントオール	971	無
ミライト・ワン	551	無
カナモト	280	有
エクシオグループ	148	無
KYB	121	有
四電工	98	無
東京計器	84	有
いすゞ自動車	23	有
北海電気工事	15	無
東北電力	12	無
合計	7,108	-

## 投資有価証券<sup>2</sup>が総資産に占める比率 (2023年12月末時点)



注1: 2023年3月末の保有数量に、2024年3月末時点の株価を乗じたもの。

注2: アイチとタダノは、有価証券報告書上の投資有価証券。他社は、Capital IQ上のLong-term investment securities

出典: 会社開示資料, Capital IQ, 東京証券取引所

# 綿密な資本政策の欠落

- 資本効率を底上げし投資家の期待に沿うリターンを創出するためには、単に損益計算書レベル (PL) で計画を立てるだけでなく、PLに基づいたキャッシュフロー (CF)と貸借対照表 (BS)の推移にかかる綿密な計画が必要
- 東証が2024年より公表している「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧表によると、アイチは「開示済」となっている
- しかしながら、「FY26にROE9%以上」と「総還元性向50%以上」のみが掲げられ、詳細は公表されていない

## 資本政策に関連するアイチの開示

### コーポレートガバナンス報告書 (2023年12月)

#### 【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】

中期経営計画で、積極的な新商品投入、商品のライフサイクル全体でのサービス価値向上と内製化率向上および海外事業拡大により、2026年度に売上高680億円、営業利益100億円、ROE9%以上を目標とし、更にROE10%以上を目指していきます。

一方で、増配および自己株買取による総還元性向50%以上を基準とした安定した株主還元を実施していきます。

事業拡大による収益向上と、株主還元を安定的に向上させる基本方針により、企業価値の向上を目指します。

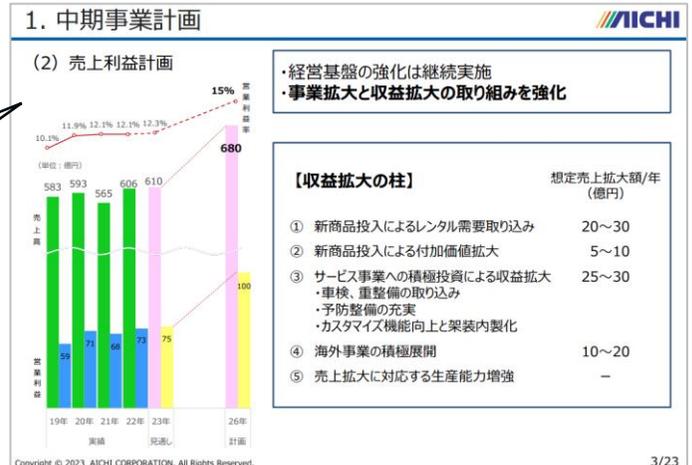
詳細は、当社ホームページ (URL: <https://www.aichi-corp.co.jp/>) の「IR情報」の「決算情報」のページの「決算説明会資料」をご参照ください。

資本政策と呼べるのは、「ROE9%以上」「総還元性向50%以上」のみ

「詳細は決算説明会資料を参照」としつつも、決算説明会資料に該当する記載はない

PL計画に終始。肝心のCF/BSに関する計画は一切なし

### 決算説明会資料 (2023年11月)



# 資本効率の改善に向けたAVIの提案

## 成長投資と 自己資本の圧縮

- **アイチは過剰な自己資本を有しており、資本効率を損ねている**
  - アイチのROEは7.7%と、グローバル同業他社平均の14.1%に見劣りする
  - このROEの低さは、利益率の低さではなく、株主資本が大きすぎることによるもの。借入比率も極めて低く、調達コストの高い株主資本に依存している状況
  - こうした状況は、これまで成長投資に資金を使っておらず徒に現預金を手元に蓄積してきたことが要因
  - 従って、今後の事業成長に向けて設備投資・M&Aに資金を振り向けることを最優先に、それでも余剰となった現預金は株主に還元すべき

## 政策保有株式 の売却

- **同業他社と比べても過剰な政策保有株式を有している**
  - アイチは取引関係の維持・強化のために12社の上場銘柄に約70億円も投資している
  - アイチは政策保有株式を全て売却することを公表し、売却に向けたロードマップを策定すべきである

## 綿密な資本政策 の導入

- **アイチは綿密な資本政策を導入し、公開すべき**
  - 現在開示されている資本政策では、将来CFやBS予測に基づく綿密な資本政策が練られているとは言い難い。経営陣にとっての資本政策の優先順位の低さが露呈している
  - アイチは、PL計画に加えて、将来のCFやBSを予測し、その予測に基づく綿密な資本政策を導入する必要がある
  - その際は、今後数年間のキャッシュの調達（営業キャッシュフロー、銀行借入など）と使用（設備投資、M&A、株主還元など）の両面から開示することが望ましい



# 投資家向け広報の課題

# 投資家向け広報の課題



- 投資家が投資判断を行うにあたり、会社が開示するIR資料の質の高さ・量の多さは重要な要素になる
- アイチは、中期経営計画のページ数、投資家向け説明会の開催回数、決算説明資料の開示頻度、セルサイド・アナリストのカバレッジ数、非財務情報の包括的な開示、英語版決算説明資料の開示、といったあらゆる尺度において、同業他社と比べてIR開示に劣る
- IR情報の質・量が少ないことで、投資対象としての魅力度が減じている可能性

	投資家向け説明会 <sup>1</sup> ／中期経営計画 のページ数	投資家向け説明会 <sup>1</sup> の開催回数 (2023年)	決算説明資料 の開示頻度	セルサイド・ アナリストの カバレッジ数	非財務情報の 包括的な開示	英語版決算説 明資料の開示
アイチ	7ページ	0回	年2回	1	なし	なし
タダノ (日)	29ページ	0回	年4回	6	統合報告書	あり
Oshkosh (米)	31ページ	5回	年4回	14	ESGレポート	-2
Terex (米)	88ページ	9回	年4回	15	ESGレポート	-2
Linamar (加)	76ページ	3回	年4回	5	ESGレポート	-2
Manitou (仏)	46ページ	1回	年3回	6	アニュアル レポート	あり
Haulotte (仏)	4ページ	0回	年2回	6	非財務 レポート	あり

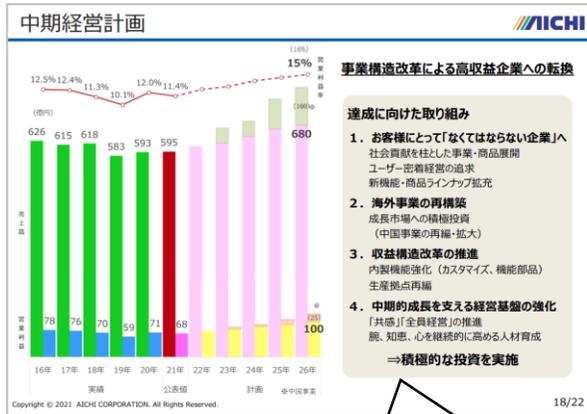
注1: いわゆる"Investor Day"をはじめとする、決算説明会を除く投資家向け説明会。注2: 英語圏のため、集計から除外  
出典: 会社開示資料, Capital IQ

# 透明性の低い中期事業計画

- 中期事業計画では、公表時点での現状分析とあるべき姿の見立て、それに対するギャップを定量的・定性的を開示するとともに、計画の進捗状況を透明性高く開示することが求められている
- アイチの中期事業計画は、計画のタイムラインやKPIが一貫しておらず、「しれっと」内容が変更されることも少なくない。この結果、あるべき姿との差分が開始時点でどれだけ存在し、その差分がどれくらい縮まっているのか(あるいは広がっているのか)に対する虚心坦懐な検証がされているとは言い難い

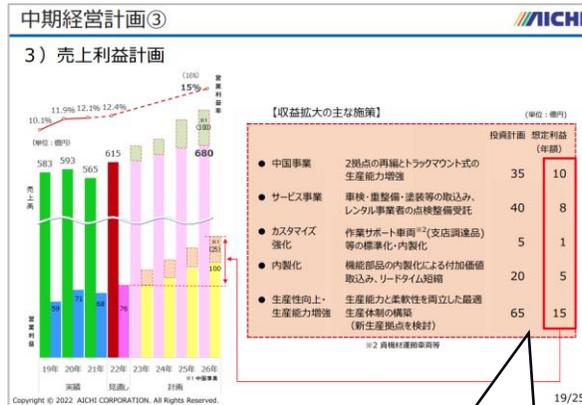
## アイチの中期事業計画の進展

### 2020年11月 (現中計を公表)



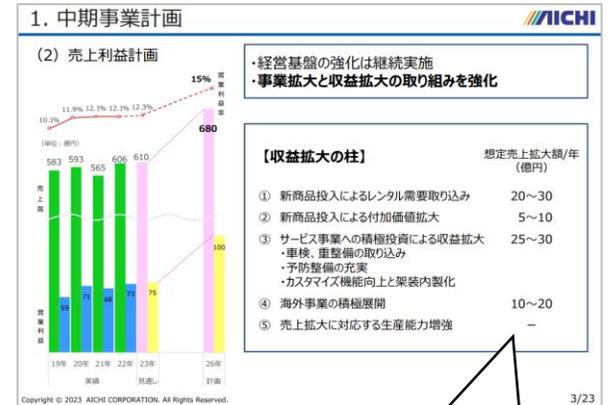
公表時点で数値目標が極めて少なく、あるべき姿との差分が見えにくい

### 2022年11月



施策ベースでのKPI(設備投資額・利益額)を初めて公表

### 2023年11月



何の説明もなく、KPIが設備投資・利益から売上に変わっている

# セグメント情報開示の課題

- セグメント開示は通常、事業や地域などの構成単位で分別され、その運用は上場企業に任されている。投資家にとって有用な切り口で開示することが何よりも重要であり、利益貢献額の多寡等は重要な判断要素である
- 現状アイチの有価証券報告書上の開示は、「特装車」と「部品・修理」、「その他」の3セグメントのみの公表であり、国内・海外別の利益状況は不明
- これでは、不振とされている中国事業が赤字なのかどうかも判別がつかない

## アイチのセグメント開示 (2023年6月有価証券報告書)

当連結会計年度(自 2022年4月1日 至 2023年3月31日)

(単位: 千円)

	報告セグメント			その他 (注) 1	合計
	特装車	部品・修理	計		
売上高					
外部顧客への売上高	47,313,092	12,709,357	60,022,450	656,401	60,678,851
内部売上高または振替高	1,376,721	204,159	1,580,881	463	1,581,344
計	48,689,814	12,913,517	61,603,331	656,864	62,260,196
セグメント利益	8,722,700	4,140,714	12,863,415	123,364	12,986,779
セグメント資産	—	—	—	—	95,695,470
セグメント負債	—	—	—	—	17,121,723
その他の項目					
減価償却費	838,339	116,748	955,087	6,075	961,162
有形固定資産および 無形固定資産の増加額	—	—	—	—	854,756

(注) 1 「その他」の区分は報告セグメントに含まれない事業セグメントであり、高所作業車等の中古車販売および教育事業等であります。  
 2 当社グループの各社は、それぞれが高所作業車等の製造・販売およびアフターサービスなどの付帯業務に関連する事業を営んでおりますが、各報告セグメントは、売上区分ごとに区分しております。従いまして、各報告セグメントごとに資産・負債およびその他の項目に分配することが困難でありますので、合計金額のみ表示しております。  
 3 セグメント利益は、連結損益計算書の売上総利益から内部取引消去を調整して算出しております。

特装車と部品・修理、その他の3セグメントのみの公表

国内事業と海外事業の利益状況が分からない

# 投資家向け広報の改善に向けたAVIの提案

## 中期事業計画の 透明性向上

- **中期事業計画の開示情報を改善し、一貫性を持たせる**
  - アイチの中期事業計画は、計画のタイムラインやKPIが一貫しておらず、「しれっと」内容が変更されることも少なくない
  - 現状とあるべき姿、その差分が外部からも明確に分かるような開示とする
  - KPIにも一貫性を持たせ、虚心坦懐に進捗状況を開示する

## セグメント開示 の見直し

- **地域軸でのセグメント利益を開示する**
  - これまで成長の柱として期待されてきた中国事業は、足もと業績不振とされている
  - しかし地域軸でのセグメント開示がなされていないため、中国事業が赤字かどうかも定かではなく、投資家として必要な情報を入手できない

## その他IRの改善

- **決算説明会の回数を増やす、英語版決算説明会資料を開示するなど、IR全般を改善する**
  - アイチの中期事業計画は7ページしかなく、同社がどのように事業を見立てているのかが分かりづらい
  - 投資家向け説明会の開催回数は0回。決算説明会資料の開示頻度は年2回にとどまる
  - セルサイド・アナリストのカバレッジが1社しかなく、市場での認知度が低い
  - 統合報告書を通じた非財務情報の包括的な開示等がなく、サステナビリティやESGに関する定量・定性的な開示データがあまり存在しない
  - 英語版決算説明資料を開示しておらず、日本語話者でない海外投資家からの投資が見込みづらい

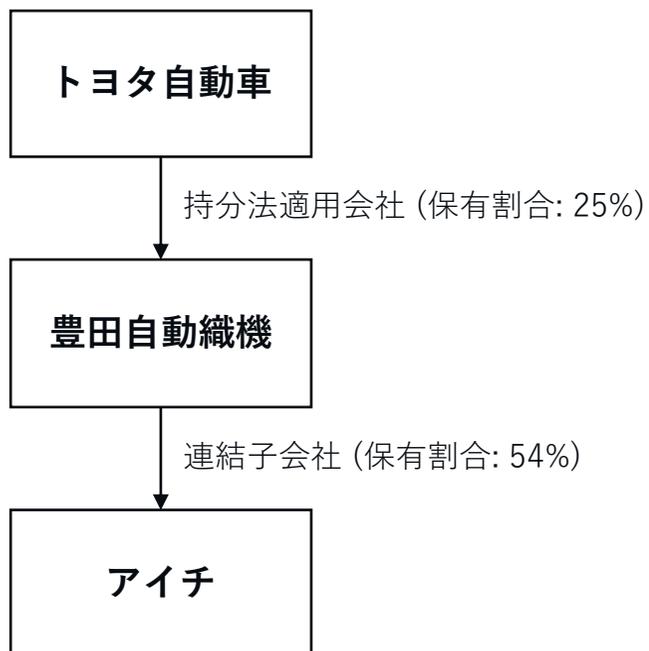


# 脆弱なコーポレートガバナンス

# 脆弱なコーポレートガバナンス

- アイチは、豊田自動織機（織機）が発行済株式総数の過半を持つ従属上場会社。織機は、トヨタ自動車（トヨタ）が発行済株式総数の25%を保有する持分法適用会社
- 上場子会社構造下では、アイチが100%子会社ではないにもかかわらず、織機単独でアイチを実質的にコントロールすることが可能。これがまさに、織機とアイチ少数株主の間で構造的な利益相反リスクが存在する理由である
- 東証や経産省も、親子間の預け金等の直接取引や、支配株主の都合を優先した人員配転といった場面を懸念

## 資本関係



## 東証・経産省で指摘されている利益相反リスク

“親会社を有する場合、親会社との取引や親会社による事業機会・事業分野の調整・配分等の場面における上場会社及び少数株主と親会社との利益相反リスクが存在します”

東証「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」

### 直接取引に伴う利益相反

“（現金の預入れ等の直接取引では）親会社は、できる限り低利子で子会社の現金を活用したい。  
子会社は、資本コストに見合う利率が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい”

### 経営上の指示に伴う利益相反

“支配的な株主やそのグループ会社と会社との間で人員の配転が行われる場合に、支配株主の都合を優先した配転が行われるという形で、利益相反が生じることがありうる”

# 取締役会構成の問題（親子上場）

- アイチ取締役会をみると、織機およびトヨタ出身者が半数を占める構成となっている
- 経営トップの山岸氏は織機出身であり、さらには、指名・報酬委員会のメンバーでもある
- 現状アイチの取締役会は、「アイチ出身者と豊田自動織機出身者、そしてトヨタ自動車出身者からバランスよく人員を構成する」ことを優先しているように見受けられる
- 続発するトヨタ関連の不正問題<sup>1</sup>に鑑みると、アイチにとって最適な取締役会構成となっているか、疑念が生じる

## アイチ取締役会の出身構成

(敬称略)	アイチ	豊田自動織機 トヨタ自動車	その他
山岸 俊哉		○ (織機)	
山本 秀男	○		
安齋 光一	○		
佐々木 卓夫		○ (織機, トヨタ)	
高月 重廣			○
東上 清		○ (トヨタ <sup>2</sup> )	
川西 拓人			○
青沼 健二		○ (織機)	
計	2名	4名	2名

織機・トヨタ出身者が占める比率: 50%

注1: 日野自動車のエンジン認証不正問題 (2022年3月公表)、ダイハツ工業の安全性能に関する認証試験不正問題 (2023年4月公表)、豊田自動織機のフォークリフト用エンジンの排出ガス認証不正問題 (2023年3月公表)およびディーゼルエンジン認証不正問題 (2024年1月公表)。

注2: トヨタに30年以上在籍していたこと、また、前職のあいおいニッセイ同和損害保険が歴史的にトヨタとの関係性が深いことから、トヨタ出身と記載  
出典: 会社開示資料, 各種報道

# 取締役会構成の問題（独立性・多様性）

- アイチ取締役会は、親会社出身者が多いという問題を除いても、課題が多い
- 従属上場会社として取締役会の高い独立性が求められる中、アイチの独立社外取締役比率は38%にとどまる
- 現時点で女性比率は0%、国籍も全員が日本出身者と、取締役会に多様性があるとは決して言えない状況

## アイチ取締役会の属性

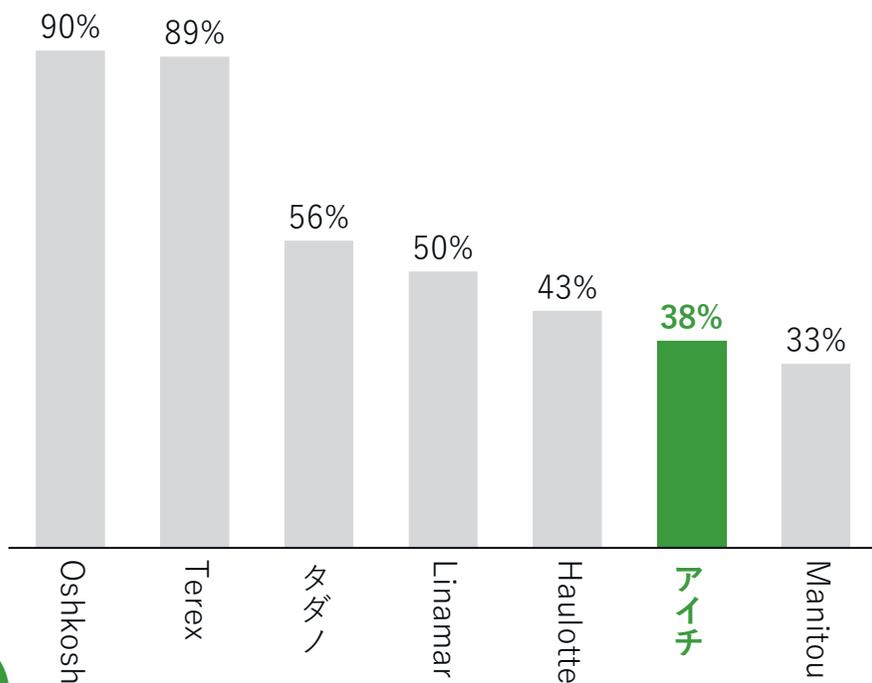
(敬称略)	独立社外取締役	性別	国籍
山岸 俊哉		男性	日本
山本 秀男		男性	日本
安齋 光一		男性	日本
佐々木 卓夫		男性	日本
高月 重廣	○	男性	日本
東上 清	○	男性	日本
川西 拓人	○	男性	日本
青沼 健二		男性	日本
比率	独立比率: 38%	女性比率: 0%	外国人比率: 0%



# 低い独立社外取締役比率

- 同業他社の社外取締役比率が過半数を超える中、アイチは38%と見劣りしている
- プライム市場に上場する上場子会社として、東証は、通常の上場会社より高い独立性を要請している
- アイチは独立社外取締役比率が過半数を上回らない代わりに、特別委員会を設置している
- もっとも、上場子会社ではない同業他社ですら、多くの企業の独立社外取締役比率が過半数を超えている点に照らすと、特別委員会の設置だけではもはや不十分

## 社外取締役比率 (2023年)



## 上場子会社への要請 (コーポレートガバナンス・コード)

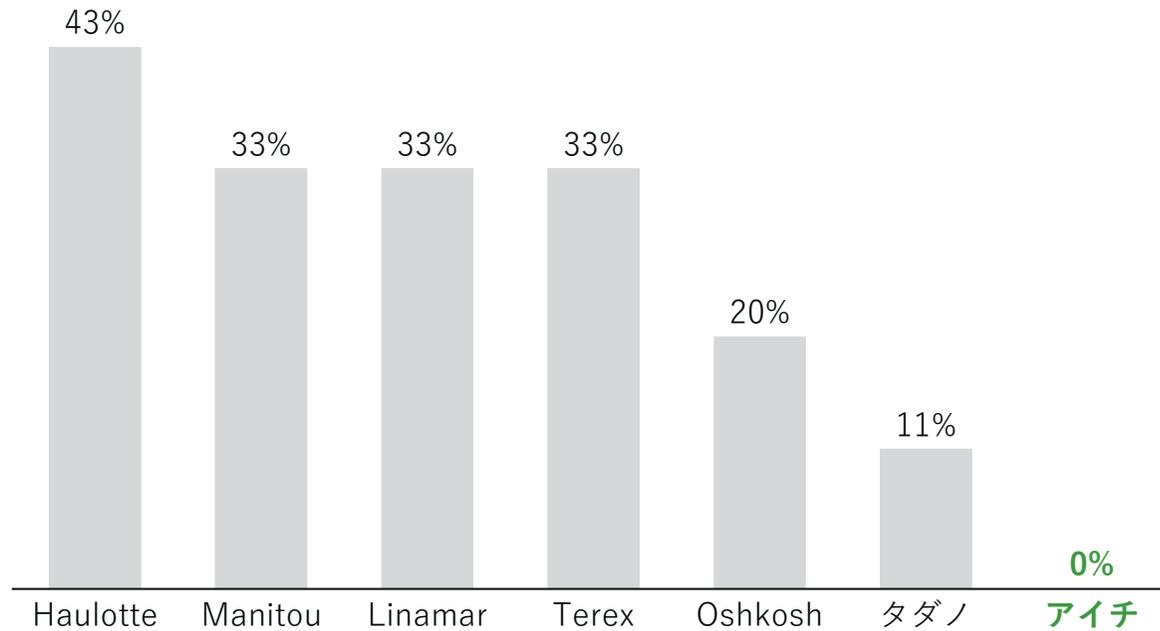
### 補充原則 4 - 8 ③

支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上 (**プライム市場上場会社においては過半数**) 選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである

# 女性取締役の不在

- 同業他社の女性取締役比率と比べて、アイチは0%と大きく見劣りしている

## 女性取締役比率 (2023年)



# 免責事項

- 本資料（本資料に含まれるすべての情報を含みます。以下同じです。）は、株式会社アイチコーポレーション（以下「当社」といいます。）のステークホルダーに対して情報を提供することを唯一の目的として作成されております。アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下「AVI」といいます。）は、当社の株主であるAVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC（以下「AJOT」といいます。）の資産運用管理者です。
- AVIは、英国の金融行為監督機構（FCA）の認可および規制を受けており、また、米国1940年投資顧問法に基づき投資顧問として米国証券取引委員会（SEC）に登録しております。
- 本資料は、英国FCAが定めるプロ顧客および適格取引先のみを対象としております。
- 本資料は、当社の事業およびガバナンス体制に関するAVIの見解、解釈または評価を掲載したものであり、AVIはあくまでAJOTの資産運用管理者としてのみの立場からこれらの見解、解釈または評価を述べております。
- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の購入または販売を勧誘するものではありません。また、本資料は、法律、会計、税務、財務または投資に関する一切の助言を含むものではありません。
- 本資料は、2024年3月31日時点において当社および当社の競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報ならびにAVIが独自に収集した情報に基づき作成されたものであり、本資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関してAVIが対外的に意見を表明するものではありません。
- 本資料は、上記公開情報が正確かつ完全なものであることを前提として作成されております。AVIは、本資料に記載されている情報の正確性、完全性または信頼性に関して、明示・黙示を問わず、いかなる表明または保証もいたしません。また、AVIは、直接的であるか間接的であるかを問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかを問わず、本資料に関連して一切の責任または負担を負いません。
- AVIは、上記公開情報および上記公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。
- 本資料は、議決権の代理行使を勧誘するものではなく、また、共同して株券等を取得し、もしくは譲渡し、または株主としての議決権その他の権利を行使することを勧誘または要請するものでもありません。
- AVIは、自らまたはその関係者が当社の役員に就任すること、当社の事業や資産の譲渡または廃止を、自らまたは他の当社の株主を通じて、当社の株主総会に提案すること、および当社の事業に係る秘密技術関連情報にアクセスすることのいずれも意図していません。また、AVIは、当社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを意図していません。
- 本資料に記載された内容および情報について、英語版と日本語版の間に齟齬または矛盾が存在する場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先します。
- 本資料に記載された内容および情報は、予告なく変更または更新されることがあります。