企業と投資家の対話と意識ギャップについて
【参考事例集】
Corporate Reporting Lab 2012.7-2013.6

平成２５年８月
企業報告ラボ
企画委員会

目次

セクション①　企業と投資家の意識ギャップ（要点）

セクション②　投資家から見た日本企業の課題

セクション③　日本企業から見た投資家との対話・要望

セクション①

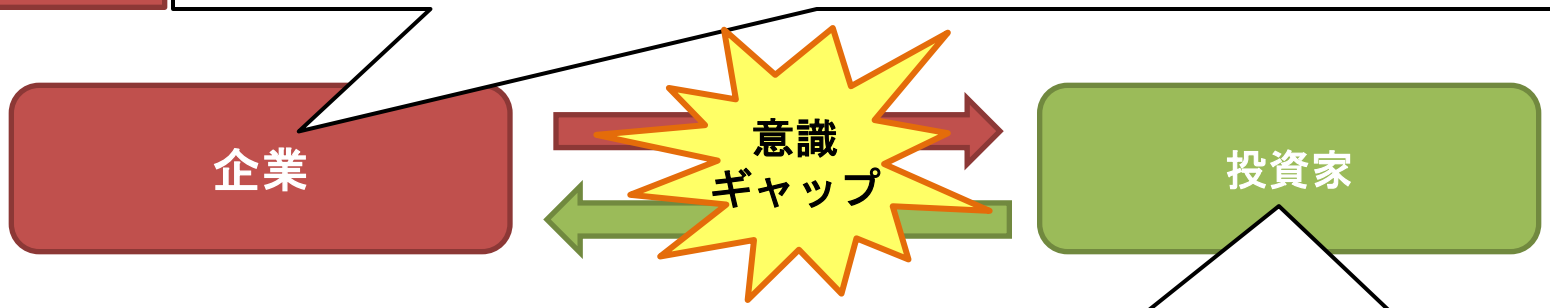
企業と投資家の意識ギャップ（要点）

企業報告ラボを通じて明らかになった
企業と投資家の意識／コミュニケーションギャップ

企業と投資家の意識/コミュニケーション・ギャップ

企業の声

- 株主を含む各ステイクホルダーへの貢献バランスを意識
- 株主価値創造プロセスの最後の答えだけを安易に求められることに違和感。株主価値創造プロセス全体を理解して欲しい
- 経営トップとのIRミーティングでは、短期的な業績ではなく、中長期的な経営戦略や根源的な強み、企業理念等の「非財務情報」について質問をして欲しい



投資家の声

- 日本では顧客、従業員、取引先に比べ、相対的に株主・投資家が劣後
- 「企業価値」という用語が曖昧に用いられすぎている⇒本来は経済的価値
- 日本企業はROIC（投下資本利益率）やROE（株主資本利益率）が低いため、投資家の長期投資のリスク許容度を低下させ、更に短期主義に陥るという悪循環を引き起こしている
- 投資家に安心感を与えるコーポレート・ガバナンス情報の発信が不足している

セクション②

投資家から見た日本企業の課題

フィデリティ投信株式会社

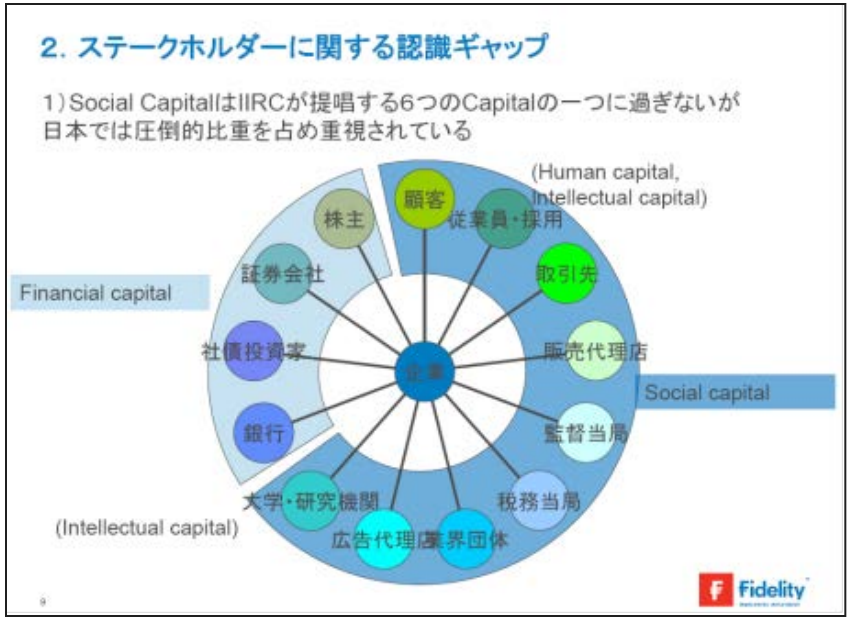
ブラックロック・ジャパン株式会社

＊企業報告研究会 第3回企画委員会（2012年11月6日）発表内容より

- 日本語の「企業価値」は曖昧で当事者間で定義が異なる
- 株主などFinancial capitalに関わるステークホルダーが軽視される傾向

✓ 日本で使われる「企業価値」の定義は当事者間で曖昧に用いられているが、「Value Creation」とは資本コストを上回る経済的価値の創造を意味する

✓ 「ステークホルダー」に関する認識ギャップ
顧客、従業員、取引先などのSocial Capitalは、IIRCが提唱する6つのCapitalの一つに過ぎないにも関わらず日本では重要視されている。
一方で株主などFinancial Capitalは軽視される傾向にある



資料出所：企業報告研究会　第3回企画委員会 フィデリティ投信 三瓶裕喜様発表資料より

＊企業報告研究会 第3回企画委員会（2012年11月6日）発表内容より

● 株主は損益計算書や貸借対照表上、既に最劣後の順位にある

- ✓ 株主は損益計算書や貸借対照表上、既に最劣後の順位にある
- ✓ 株主に残す価値をよほど意識しなくては残余は極僅かとなり資本の循環や新陳代謝という市場機能は損なわれる

2. ステークホルダーに関する認識ギャップ

損益計算書上のステークホルダー

科目		ステークホルダー
売上高		顧客
	原価	取引先、従業員
	販管費	取引先、従業員
営業利益		
	支払い金利	銀行、債権者
経常利益		
	税金	国、地方自治体
純利益		
	配当	株主
	剰余金	株主
	＜内部留保として再投資＞	

貸借対照表上のステークホルダー

資産	負債・資本	ステークホルダー
現金		全てのステークホルダー
売掛金	買掛金	顧客、取引先
棚卸資産		顧客、取引先
投資及び貸付金		関連会社等
	有利子負債	銀行、債権者
	退職給付債務	従業員
	株主資本	株主

日本企業は「公器」と言うが、…

優先する他のステークホルダーに支払った残余が少なければ、拡大再生産に繋がらず、経済社会に貢献しない

10

Fidelity

＊企業報告研究会 第3回企画委員会（2012年11月6日）発表内容より

- 時間軸の捉え方が企業経営者と投資家では大きく異なる
（一般に、企業経営者の時間軸は長く、投資家のそれは短い）

✓ Short-termism 要因についての認識ギャップ
成長性の低さ、株主軽視が長期投資を妨げ、Short-termismを招来している面が理解されていない
成長性の低さや価値創造不在に見られる株主軽視は、長期投資へのリスク許容度を低下し、さらに資本集約型事業環境を不利にさせている

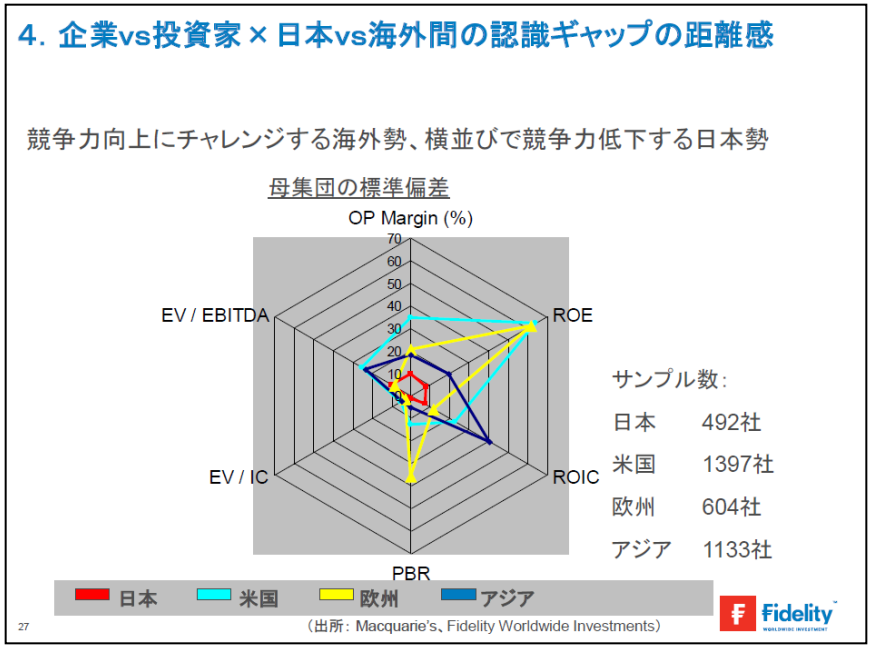
また、時間軸のとらえ方が企業経営者と投資家では大きく異なっている。例えば、企業経営者の「長期」は3年、5年、10年、更にそれ以上と長く、一般的に投資家は3年程度である

- 日本企業はROICやROEが低く、投資家が投資価値拡大を期待しにくい
- 日本企業のROE標準偏差は小さい。他社と異なる思い切った戦略を実行していないという見方をせざるを得ない

✓ 海外投資家の日本企業に対する批判の最大の焦点は、「株主軽視」の姿勢。ROICやROEが低く、投資家が投資価値の継続的拡大を期待しにくい

✓ 米国では、成功した企業のROEは高く、失敗した企業のROEはマイナスになる。結果、ROEの標準偏差が大きい（欧州やアジアも同様）

✓ 対して日本企業のROE標準偏差は僅かに留まる。他社と異なる思い切った戦略を実行していないという見方をせざるを得ない



資料出所：企業報告研究会　第3回企画委員会　フィデリティ投信 三瓶裕喜様発表資料より

＊企業報告研究会 第2回企画委員会（2012年9月13日）発表内容より

● コーポレートガバナンス情報の発信は、企業の自己アピール

- ✓ 日本の議決権行使は新しいフェーズに入った。企業と投資家の対話の強化、日本に適したエンゲージメントの枠組みを確立することが課題
- ✓ コーポレートガバナンスは、事業を営む会社が「自ら律する構え」を見せ、投資家に信頼感・安心感を与え、投資をしてもらうための自己アピール
- ✓ このため他社との差別化が重要。会社にとって最も適切なガバナンスの形とは何かを考え、それを投資家に向けて積極的に情報発信することが大切
- ✓ 企業は自己アピール能力を高めるために、エンゲージメントの場で機関投資家をサウンディングボードとして利用して欲しい
- ✓ 一方、国内の主要機関投資家は、企業のガバナンスを共に考える姿勢を強化することが重要
- ✓ 社外取締役を選任した会社も、選任理由の説明をして欲しい（Comply「And」Explainの実践）
- ✓ 投資家目線のガバナンスとは何か、長期投資家が企業経営者に聞きたいコーポレートガバナンスに関する質問票を作成 。企業の理解の助けや、長期投資家の手引きとして利用して欲しい

セクション③

日本企業から見た投資家との対話・要望

オムロン株式会社
（時価総額4,352億円･外国人株主比率39.1%）

日産自動車株式会社
（時価総額3兆6,436億円・外国人株主比率68.3%）

TOTO株式会社
（時価総額2,070億円・外国人株主比率17.2%）

株式会社ベネッセホールディングス
（時価総額3,688億円・外国人株主比率24.7%）

楽天株式会社
（時価総額8,582億円・外国人株主比率37.8%）

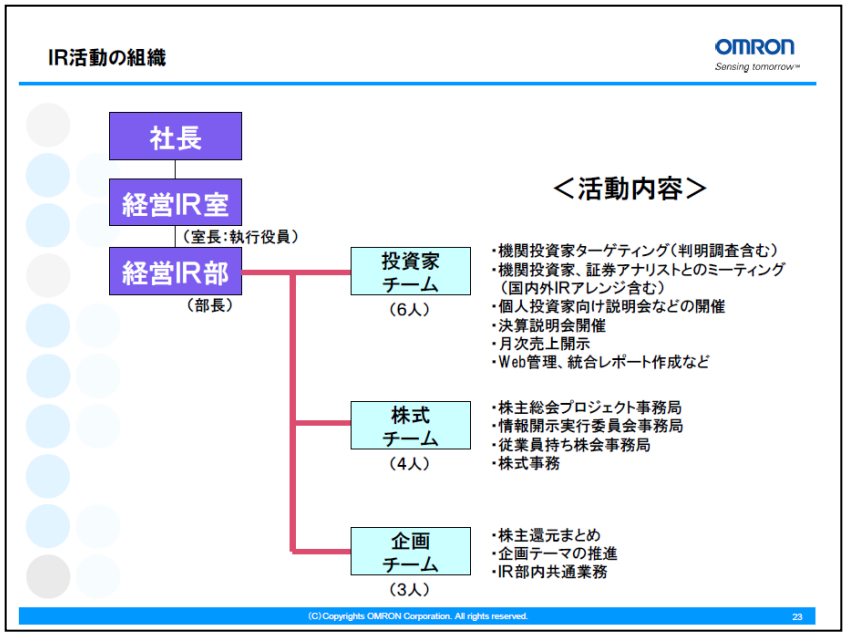
株式会社ローソン
（時価総額5,345億円・外国人株主比率37.8%）

オムロン株式会社
（時価総額4,352億円・外国人株主比率39.1%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● 社長直轄・株主投資家との対話に裁量権限のあるIR体制

- ✓ 日本IR協議会の「IR優良企業大賞」を受賞したことで、経営IR室の社内での存在感が高まった
- ✓ 経営指針に「株主との信頼関係の構築」を謳っており、社長直轄の部署として経営IR室を設けている
- ✓ 経営IR室は、投資家対応から株主総会対応まで幅広く、株主投資家との対話は全て裁量権限がある



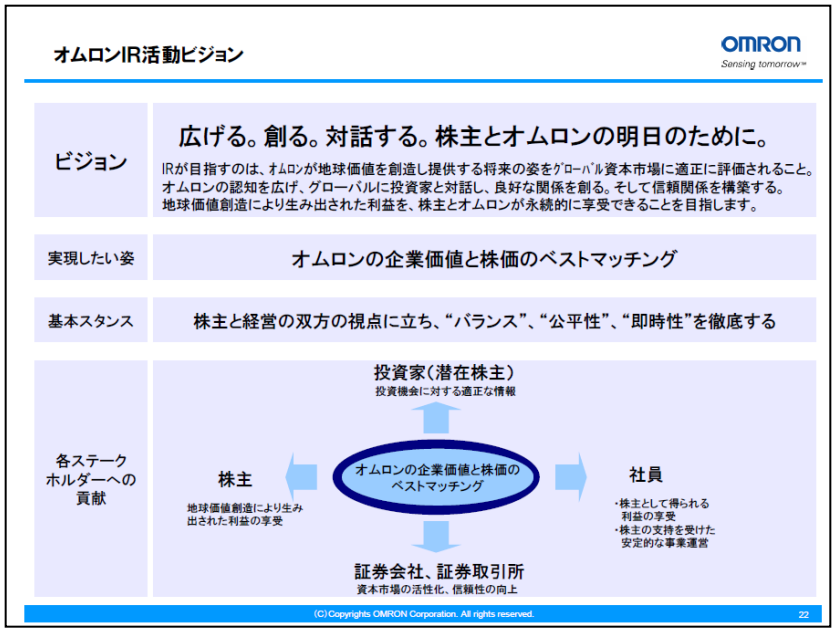
資料出所：企業報告研究会　第4回企画委員会 オムロン　安藤聡様発表資料より

オムロン株式会社
（時価総額4,352億円・外国人株主比率39.1%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● IRビジョンは、「企業価値と株価のベストマッチング」

✓ 株主と経営の双方の視点から、各ステークホルダーへの貢献バランスを考えている



資料出所：企業報告研究会　第4回企画委員会 オムロン　安藤聡様発表資料より

オムロン株式会社
（時価総額4,352億円・外国人株主比率39.1%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● IR戦略で重要となるのは、データベースマーケティング

✓ 過去10数年分の投資家との面談履歴を活用

✓ 機関投資家のターゲティングにも注力。国内･海外のエリアバランス、運用スタイル、ターンオーバー、インデックス運用以外の投資家、過去の保有履歴、地域性、担当者とのコミュニケーション容易性などを重視

✓ 重点ターゲットと定めた投資家は、社長から担当クラスまで少なくとも３回は訪問している

ターゲティング切り口	解説
①適応度	･ファンド特性（Value/Growth、ターンオーバーが低い、インデクス運用以外など） ･投資ポテンシャル ･保有余力 ･ピア保有の有無
②現在株主or　過去株主	株主判明調査によるスクリーニング
③地域性	国内･海外バランス、エリアバランス
④担当者とのコミュニケーション	アクセスの可否

資料出所：企業報告研究会　第4回企画委員会 オムロン　安藤聡様発表資料より事務局作成

オムロン株式会社
（時価総額4,352億円・外国人株主比率39.1%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● 2012年、統合報告を初めて作成。来年は情報量削減が課題。

✓ アニュアルレポートとCSRレポートを統合した「統合レポート」を今年度から作成

✓ 来年度以降の課題としてページ数を減少させることを検討している（現68ページ）

資料出所： オムロン ホームページより

ＴＯＴＯ株式会社
（時価総額2,070億円・外国人株主比率17.2%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- IR（広報部）は社長直轄。経営情報に接する機会が拡大

  ✓ 2012年度よりIR（広報部）は社長直轄である経営企画本部の所属となり、従来よりも経営情報に接する機会が広がった

- ESGを重視したIR活動を展開

  ✓ 3年前からESG*投資家向けのIR活動を展開。ESGを切り口にした投資家開拓、ESG観点からの企業価値向上につながるコミュニケーションの成果があがっている

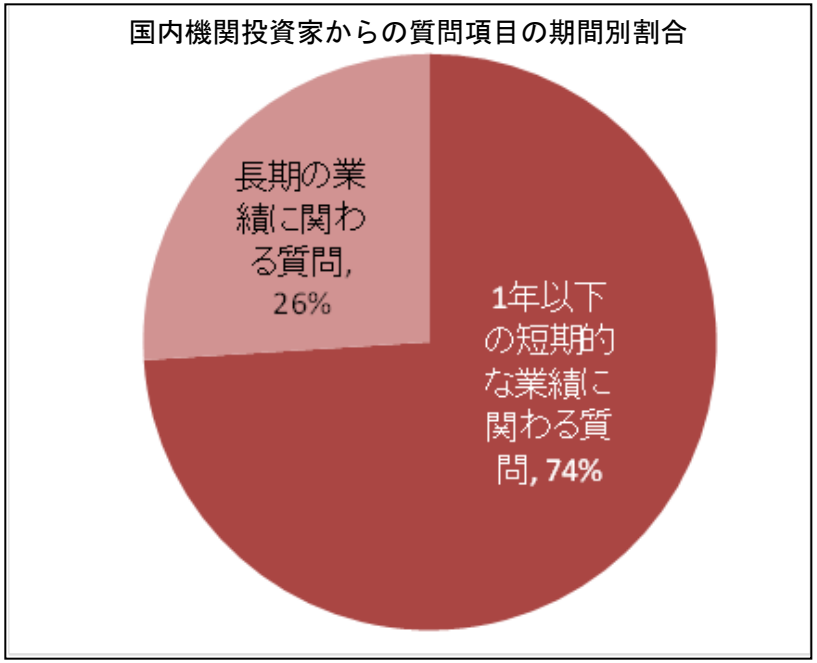
*ESG･･･Environmental Social Governance Issue（環境･社会･ガバナンス）

ＴＯＴＯ株式会社
（時価総額2,070億円・外国人株主比率17.2%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● 国内バイサイドからの質問の大半が短期的業績に集中

✓ 国内機関投資家（バイサイド）からの質問を分析した結果、質問の7割超が1年以下の短期的な業績に関わる質問で、長期視点に立った質問はほとんどなかった



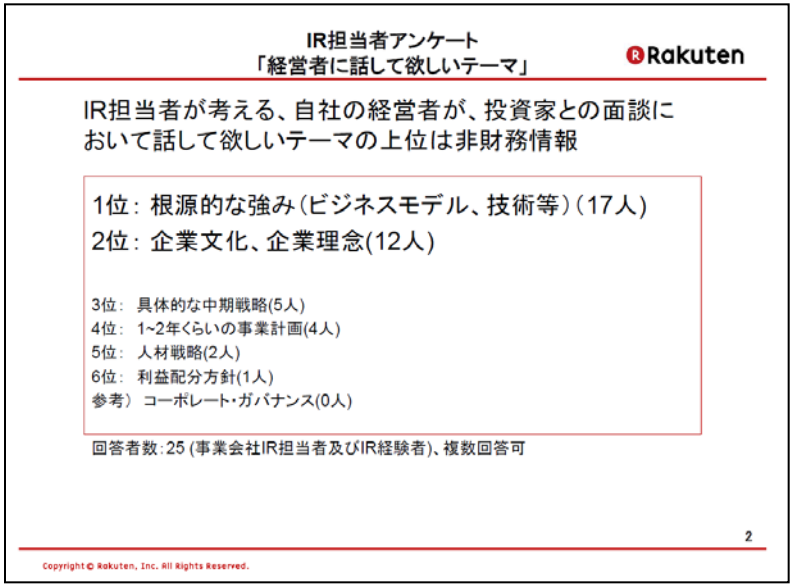
資料出所：企業報告研究会　第4回企画委員会 TOTO　赤坂雅永様発表を元に事務局作成

楽天株式会社
（時価総額8,582億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● IR担当者が投資家MTGで経営者に話して欲しいテーマは「非財務情報」

✓ IR担当者向けに「投資家との面談で経営者に話してほしいテーマ」についてアンケートを実施したところ、上位は根源的な強みや企業文化・企業理念等の「非財務情報」であった


IR担当者アンケート
「経営者に話して欲しいテーマ」

Rakuten

IR担当者が考える、自社の経営者が、投資家との面談において話して欲しいテーマの上位は非財務情報

1位：根源的な強み（ビジネスモデル、技術等）（17人）
2位：企業文化、企業理念(12人)

3位：具体的な中期戦略(5人)
4位：1~2年くらいの事業計画(4人)
5位：人材戦略(2人)
6位：利益配分方針(1人)
参考）コーポレート・ガバナンス(0人)

回答者数：25（事業会社IR担当者及びIR経験者）、複数回答可

2

Copyright © Rakuten, Inc. All Rights Reserved.

資料出所：企業報告研究会　第4回企画委員会 楽天 市川祐子様発表資料より

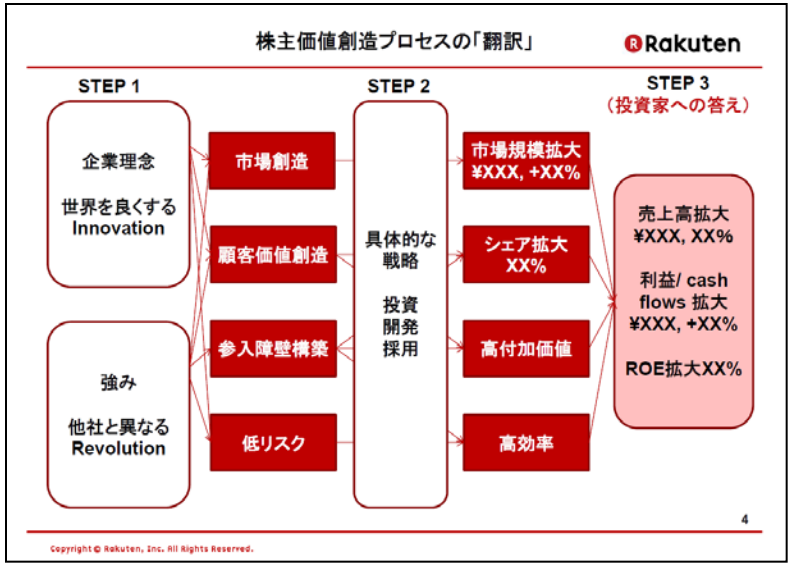
楽天株式会社
（時価総額8,582億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

● 企業の株主価値創造プロセスを一貫して語れるのは経営者

✓ 投資家側の「企業理念が株主価値にどう繋がるかわからない、根源的な強みがどのように利益につながるのか外から分からない」という疑問に、企業は株主価値創造のプロセスを説明する義務があると考える

✓ 株主価値創造プロセスをSTEP1は企業理念や強み、STEP2は具体的な戦略、STEP3は決算数値と位置付けると、STEP1から3までを一貫して魅力的に語れるのは経営者しかいない



資料出所：企業報告研究会　第4回企画委員会 楽天 市川祐子様発表資料より

楽天株式会社
（時価総額8,582億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

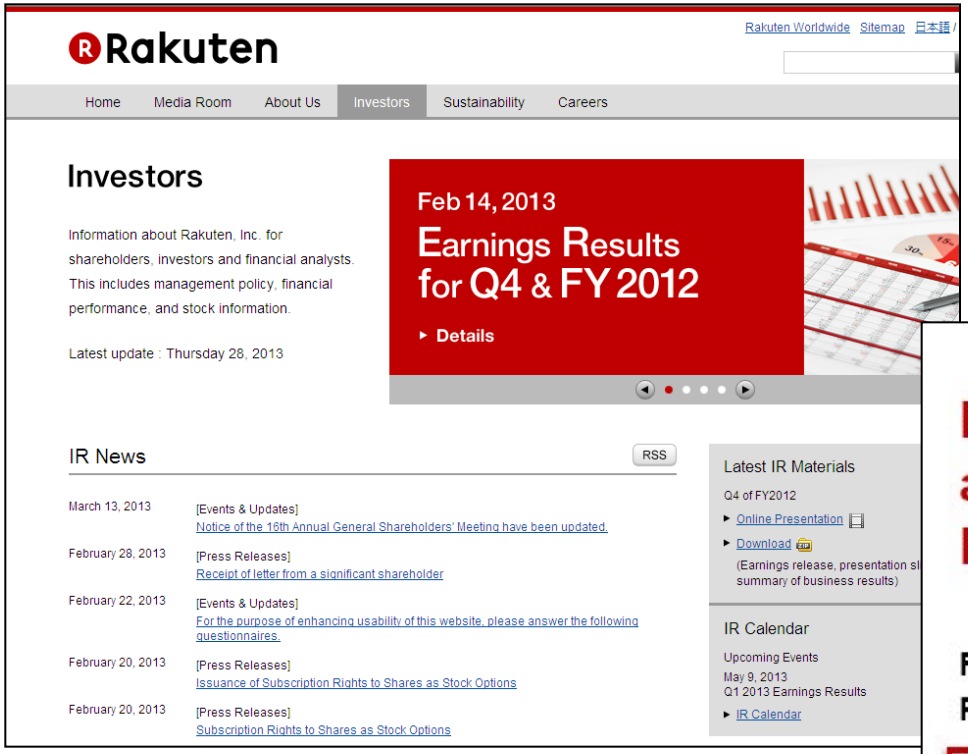
- 株主価値創造プロセスが理解されることで、本源的価値を加味したpremium/discountの議論が可能になる

  - ✓ 株主価値創造のプロセス全体を理解して欲しいと考えており、プロセスの最後の「答え」だけを安易に求められることには違和感
  - ✓ プロセスへの高い理解と深い洞察力を伴った経営への助言・議論は歓迎
  - ✓ 株主を軽視しているわけではなく、他ステークホルダーは上流のプロセスで関与していると考えている
  - ✓ 株主価値創造プロセスが理解されるために、企業と投資家の対話が重要であり、対話を通じて経営と投資の時間軸の差異の認識、投資家のモデル精度向上、本源的価値を加味したpremium/discountの議論が可能になると考える

楽天株式会社
（時価総額8,582億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第4回企画委員会（2013年1月17日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 英語によるIR情報発信を積極化、決算説明会も英語で実施

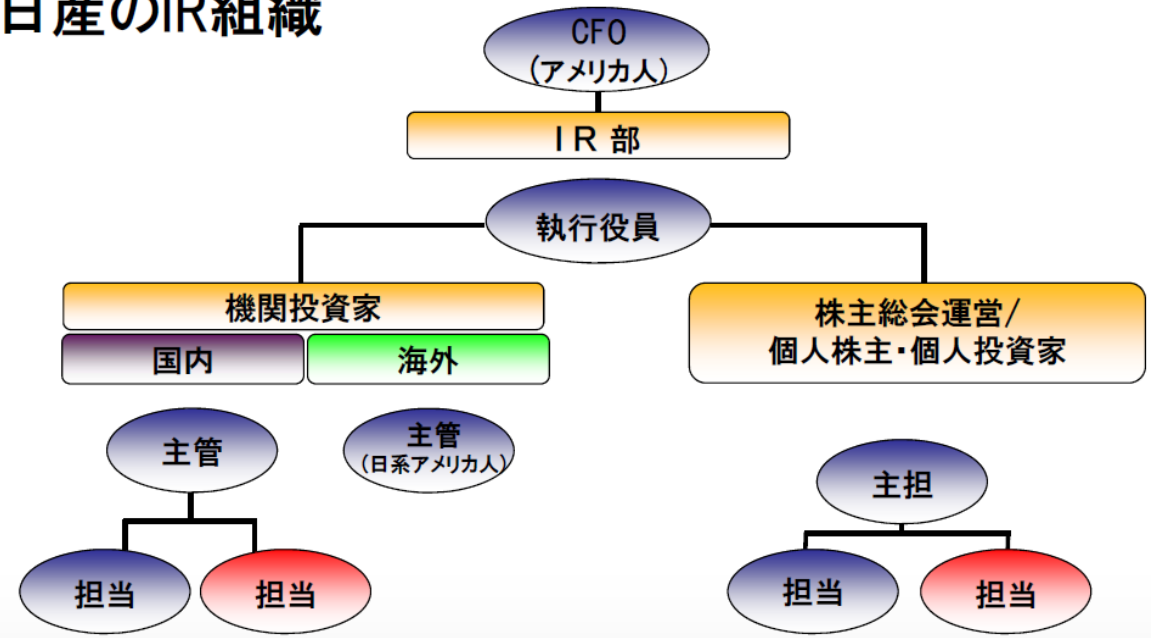


日産自動車株式会社
（時価総額3兆6,436億円・外国人株主比率68.3%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- IR担当者は経理/財務部門出身者を配置、広報部とも同じフロアで連携
- IRの幹部は全員英語に長けており海外ロードショーにおけるコミュニケーション上の問題はない

日産のIR組織



日産IR部の特徴

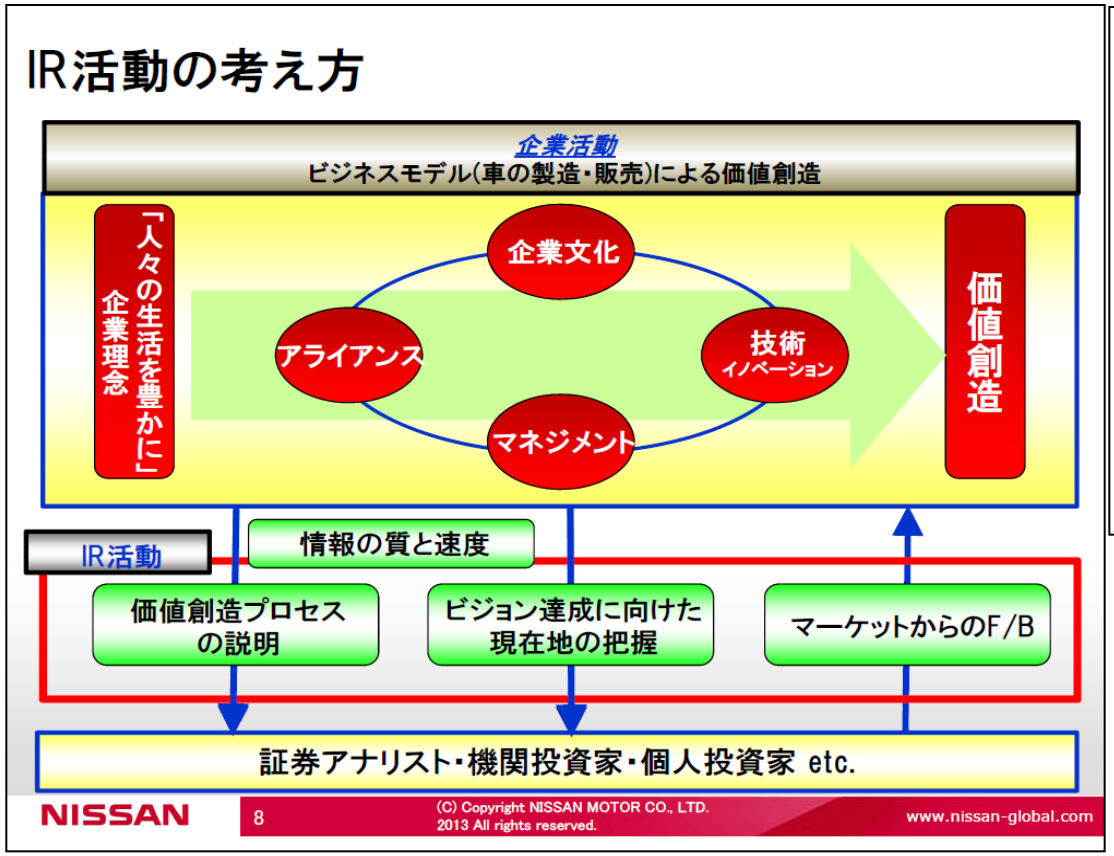
- 職場は広報部と同じフロア
- IR部はグローバルに日本のみ（海外では非上場、情報の統一）
- IR担当者に経理/財務部門出身者を配置
  →財務関連情報に対しての理解度が高く、アナリストや投資家に適切な説明が可能

NISSAN 6 (C) Copyright NISSAN MOTOR CO., LTD.
2013 All rights reserved. www.nissan-global.com

日産自動車株式会社
（時価総額3兆6,436億円・外国人株主比率68.3%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

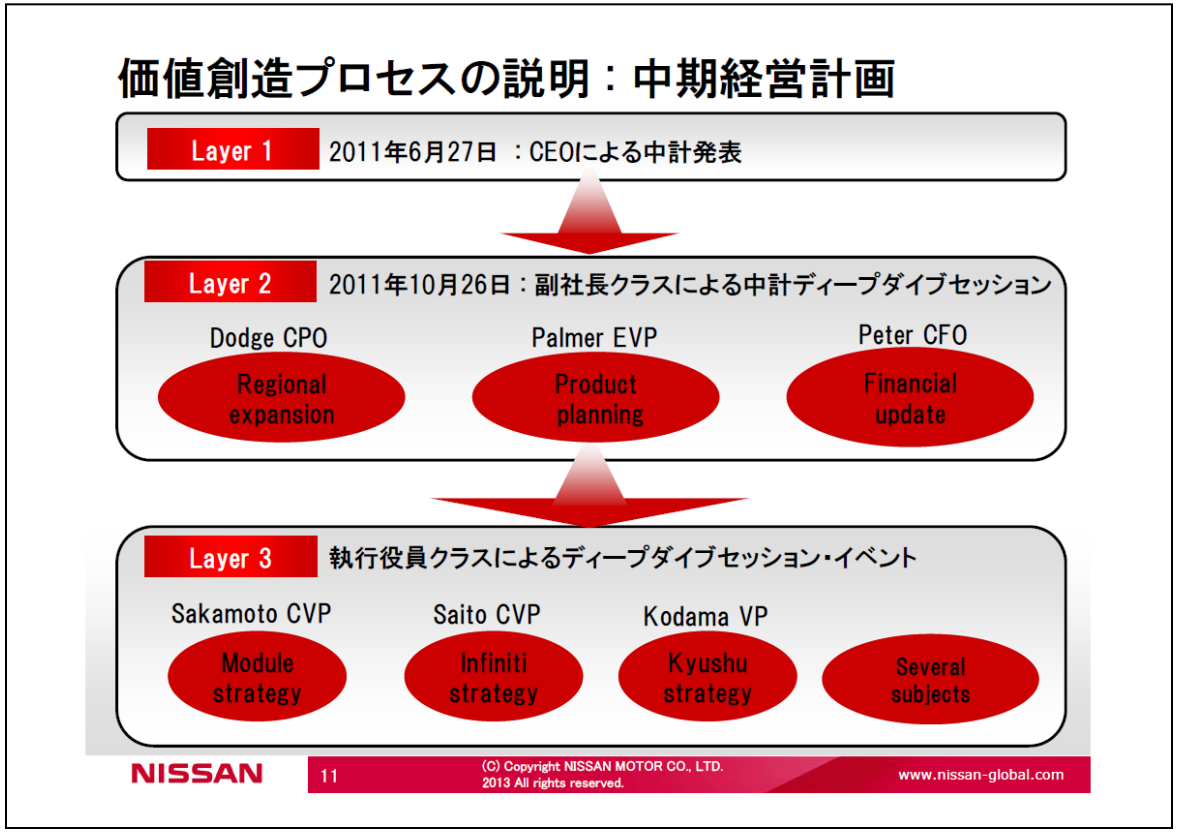
- ビジネスモデル（車の製造・販売）は単純であり、特に投資家に説明をする必要はない。価値創造に関して他社との違いを理解していただくために企業文化やマネジメントの考え方や技術イノベーションでの特色を説明している
- 投資家に伝達する情報の質と速度をいかにあげるかを重視している



日産自動車株式会社
（時価総額3兆6,436億円・外国人株主比率68.3%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 中期経営計画を投資家によく理解してもらうために、３段階に分けて説明
- CEOによる中計発表（Layer1）、副社長クラスによる中計ディープダイブセッション（Layer2）、執行役員クラスによるディープダイブセッション・イベント（Layer3）



株式会社ベネッセホールディングス
（時価総額3,688億円・外国人株主比率24.7%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- IR（Investor）・PR（Public）・SR（Shareholder）・ER（Employee）・CSR（Corporate Social Responsibility）のコミュニケーションをワンストップでできる組織体制

活動体制

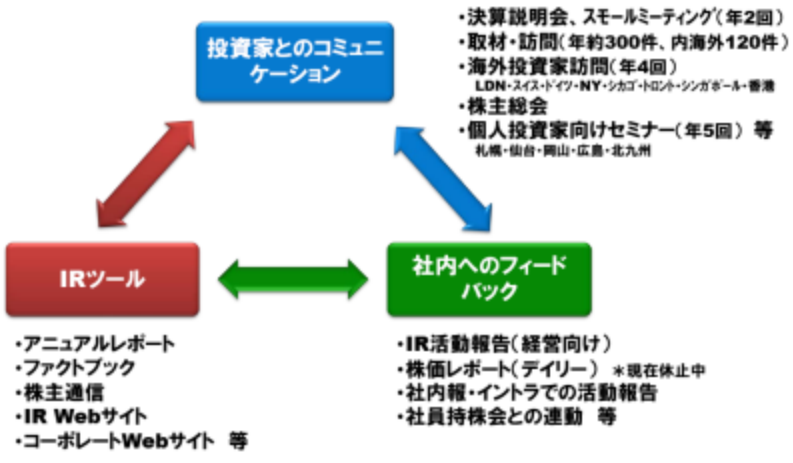
■IR(Investor)・PR(Public)・SR(Shareholder)・ER(Employee)・CSR(Corporate Social Responsibility)をワンストップでできる体制

コーポレートコミュニケーション：社会との安定した関係性を通じて「企業価値」を高める

Benesse

7

主な活動内容(2012年度)



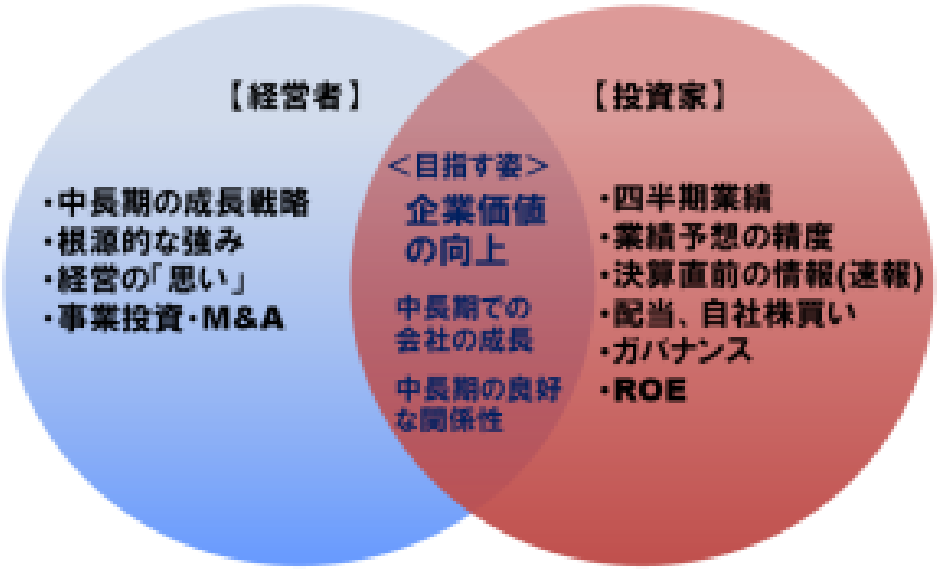
株式会社ベネッセホールディングス
（時価総額3,688億円・外国人株主比率24.7%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 投資家と企業は目指す姿は同じだが、情報に非対称性が存在することから、コミュニケーションギャップが発生

投資家とのコミュニケーションギャップ

目指す姿は同じだが、情報には非対称性が存在する



Benesse

11

株式会社ベネッセホールディングス
（時価総額3,688億円・外国人株主比率24.7%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 日本の開示情報は他国と比べても遜色のないレベルにある
- たとえば四半期報告は、欧州では必ずしも行われておらず、報告を行う場合も定性的かつ限定的な開示が求められている

四半期開示に関して

日本の開示は遅れているのか？

■四半期報告制度の国際比較

	日本	アメリカ	ドイツ	イギリス	フランス
報告の頻度	四半期	四半期	四半期	半期	半期
報告期限	45日以内	規模により40日又は45日以内	2カ月以内	2カ月以内	2カ月以内
監査（レビュー）	要	要	要	義務ではない	要

・欧州では必ずしも四半期報告は行われておらず、報告を行う場合も定性的かつ限定的な開示が求められているのみ。

・日本でも四半期報告の簡素化が進んでいるが、欧米と比べても短期間でより多くの情報開示が求められている。

Benesse®

12

株式会社ベネッセホールディングス（時価総額3,688億円・外国人株主比率24.7%）

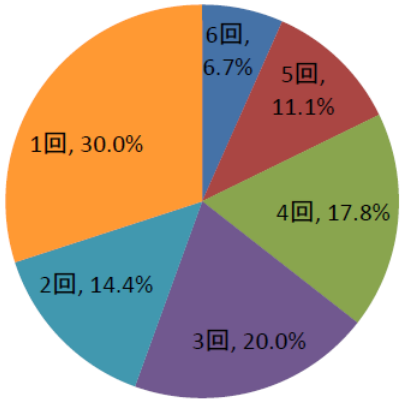
＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 投資家の取材頻度は、国内投資家の過半数が年3回以上、36%が年4回以上訪問するのに対して海外投資家は年1~2回
- 国内投資家は短期的な質問が多いが、四半期フォローアップで取材頻度が多くなっているのではないか

四半期開示に関して

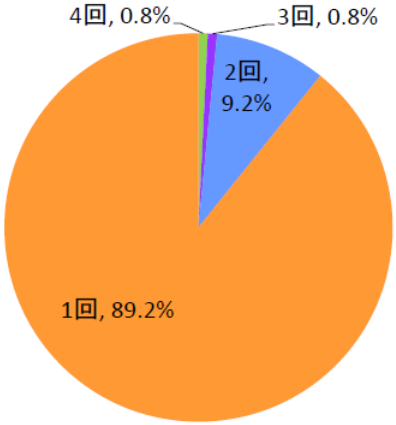
取材頻度が高い国内投資家

＜国内投資家＞



・過半数が年3回以上、36％が年4回以上取材を実施。

＜海外投資家＞



・取材頻度は年1~2回。
・四半期ごとの取材を希望する投資家はいない。
（2012年11月海外IR時アンケート結果より）

＊当社の取材件数内訳（2012年4月～2013年2月） One on Oneミーティングのみ（海外IR、電話取材含む）

Benesse®

13

株式会社ベネッセホールディングス
（時価総額3,688億円・外国人株主比率24.7%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 投資家ターゲティングは、本当にワークしているのか疑問。投資家を属性、投資スタイル、地域で一括りにはできない

投資家ターゲティング

投資家ターゲティングへの流れ

情報元
- 証券会社
- 株主判明調査
- IR支援会社

×

判断項目
- 株主／非株主
- 保有株数、保有年数
- 属性、投資スタンス
- 資産規模
- 他の投資先

課題
- 投資家の動きが早くデータが常に最新とは限らない
- 属性、投資スタイル、地域でひとくくりにはできない
- 投資家の本当のニーズが把握できているのか

Benesse

17

株式会社ローソン
（時価総額5,345億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- IRの目標＝投資家にサプライズが無いよう、継続的に証券市場と対話を行い、当社のファンダメンタルズを反映した適切な株価形成と株主構成を目指すこと

ローソンのIRについて（1）

LAWSON

IRの目標

投資家にとってサプライズがないよう、継続的に証券市場と対話を行い、
当社のファンダメンタルズを反映した適切な株価形成と株主構成を目指す
（当社「IR業務基準書」より抜粋）

組織上の位置付け

経営戦略部門（部署名：経営戦略ステーション）に所属
経営戦略ステーションの傘下に、戦略企画、経営管理、コーポレートガバナンス、IR
IRチームは3名体制
財務経理部門、広報部門と連携

情報収集

経営戦略部門という立場を最大限に活用
- 経営会議やグループの執行確認会議、マーケティング会議に出席
- 四半期決算ごとのFAQを作成
- 2Q、4Qの前には、重要ライン（商品、物流、ITなど）へのヒアリング実施
- 情報収集の対価として、社内へ積極的に情報提供

Copyright 2013 Lawson, Inc. All rights reserved.

ローソンのIRについて（2）

LAWSON

主なIRイベント（例）

4月：決算発表電話会議、決算説明会、社長出席のスモールミーティング
5月：株主総会
6月～7月：海外IR（米国、欧州）
7月：第1Q決算電話会議
7月～8月：アニュアルレポートの発行
10月：決算発表電話会議、決算説明会、社長出席のスモールミーティング
1月：第3Q決算電話会議

証券会社主催コンファレンス
IRによる機関投資家（国内外）との個別ミーティング
個別説明会 他

FY2012 IRトピックス

海外IR
社長・CFO2回（欧州、北米）、
IR4回（アジア2回、欧州1回）

証券会社主催国内コンファレンス
4回（IRベース）

ローソンセミナーでの
投資家向け説明会、展示案内
1回（事業担当役員・IR）

IR関連表彰・受賞歴

日本IR協議会選定：IR優良企業賞（2009、2012）
日本証券アナリスト協会選定：証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定
小売業部門 1位受賞6回（2006-2010、2012）
日経アニュアルリポート・アウォード：佳作（2006-2007）、敢闘賞（2012）

Copyright 2013 Lawson, Inc. All rights reserved.

株式会社ローソン
（時価総額5,345億円・外国人株主比率37.8%）

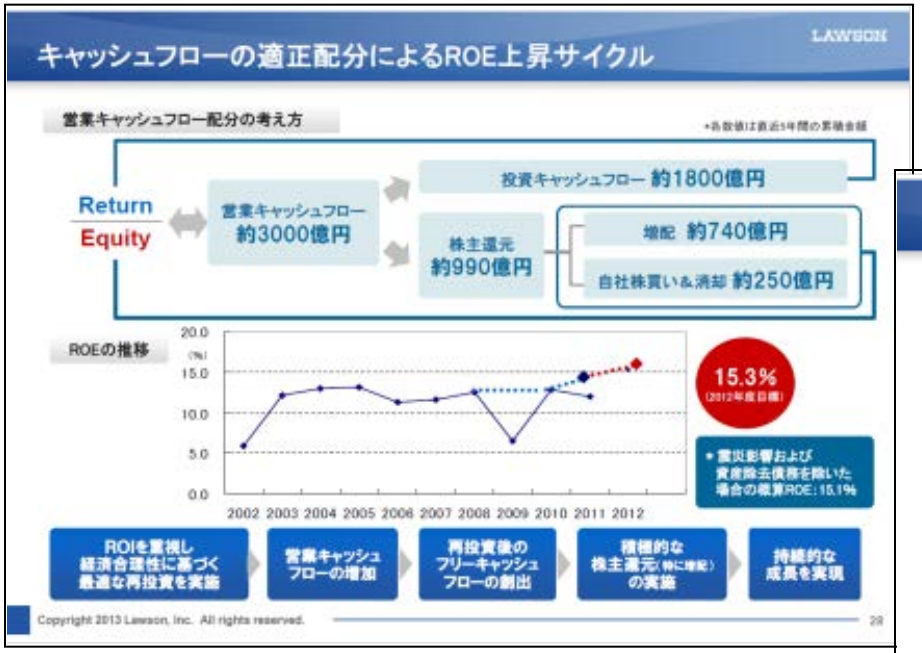
＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

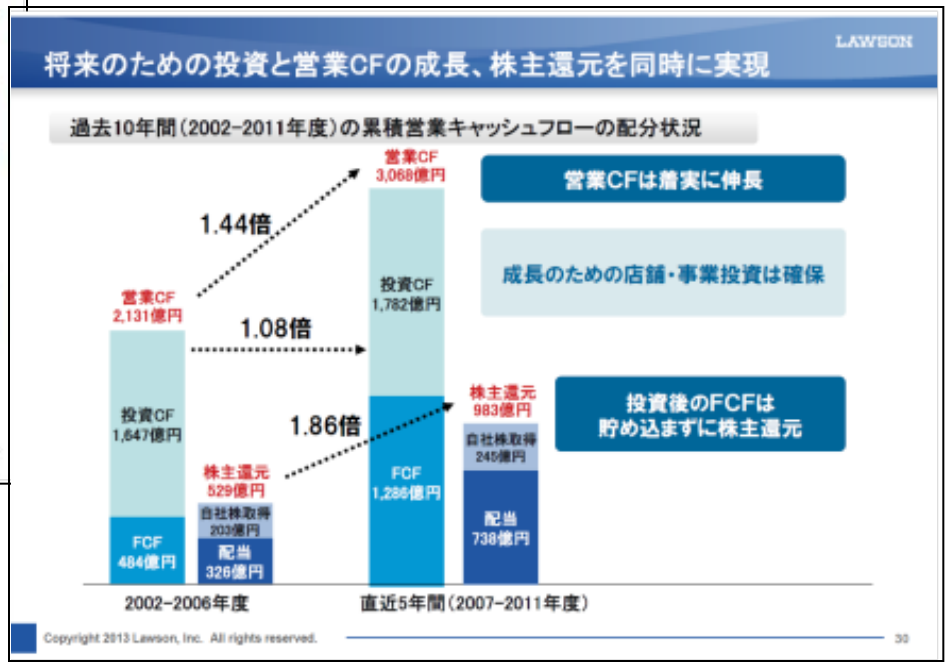
- 資本市場から期待されるIRの理念はアカウンタビリティ（説明責任）
- 予算実績差異分析や販管費分析に基づく決算説明資料を作成するなど、計画と実績との乖離を投資家にきちんと説明している

株式会社ローソン
（時価総額5,345億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- キャッシュフローの適正配分によるROE上昇を指向
- 営業キャッシュフローを増やし、投資後のフリーキャッシュフロー（FCF）は株主還元にあてるというスタンスに立っているため、一時的な利益変動に影響されず、持続的な株主還元の実施を指向。配当利回りも投資家に対して支払うべきコストとして認識





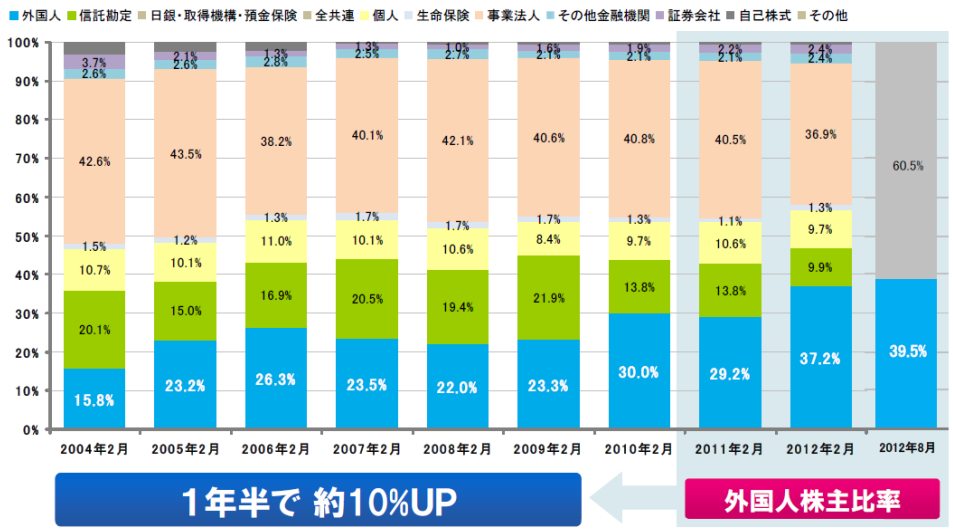
株式会社ローソン
（時価総額5,345億円・外国人株主比率37.8%）

＊企業報告研究会 第5回企画委員会（2013年3月21日）発表内容より
＊時価総額、外国人株主比率は会社四季報2013年1集による

- 適切な株価を形成するための企業価値（＝時価総額）向上策として、キャッシュインのある海外投資家へ積極的にアピール
- この結果、外国人比率は39.5%となり、1年半で約10%Pアップ。また、海外投資家の対応件数も急増。2012年下期の対応件数は全体で200件（前期比+6%）中、海外投資家は約120件（前期比+35%）と大幅に増加

株主構成推移

LAWSON



Copyright 2013 Lawson, Inc. All rights reserved.

海外投資家を中心に対応件数が急増

対応件数

2012年下期		前年比	
合計	約200件	合計	+6%
うち海外	約120件	うち海外	+35%

対応人数

2012年下期		前年比	
合計	約350件	合計	+25%
うち海外	約220件	うち海外	倍増