



首席财务官（CFO）与外部取缔役的对谈

为确保可持续增长，我们基于财务理论，并结合企业事业特点，制定了一项新的资本管理政策

柳 良平 (照片左侧)

外部取缔役

半田 宗树 (照片右侧)

取缔役CFO (首席财务官)

从财务和经营风险的角度审视汉方药及中药产业的特点

柳取缔役在2023年6月加入管理层后，您觉得与新药开发型制药企业相比，津村在财务结构上有什么不同吗？

柳：首先，包括津村在内的制药企业，都有一个共同的使命，就是关注每位患者和老百姓，致力于守护生命和健康。虽然实现这一使命的产品和商业模式有所不同，但其本质是相同的。相比我曾担任财务主管的创新药制造企业，津村集团的利润表（P/L）结构显得颇具特点，研发费用占比低，但原材料成本率高。这是因为受到部分药材成本上涨以及日元贬值的影响，成本率上升是不可避免的。同时因药材的生产量受气候等因素的影响波动较大，因此我们不得不保持一定的库存。

半田：确实，为了确保稳定供应的战略性措施，必须维持一定的原料生药库存。因此，高效的事业运营和

资产负债表管理对津村集团而言尤为重要。正如您所指出的，我们研发费用的比例相对于创新药制造企业要低得多。不过，津村在重点领域持续进行基础和临床研究，努力构建循证医学，最终在现金流方面获得了些许成果。

柳：我在大学教授金融理论的同时，还兼任英国投资公司日本分公司的副总裁，可以说我也兼具海外机构投资者的相关经验。当我从这个角度看津村的资产负债表时，表面上似乎有些过剩库存、过多资本以及过多现金。而且没有研发风险，在国内市场的医疗用汉方药事业的市场占有率超过了80%，从某种角度看，我们应该可以加大杠杆，降低自有资本比率。但当了解了事业的实际情况后，才意识到维持一定的库存、现金和自有资本比率是必要的，财务健康性要求非常高。这背后存在两个风险因素：一是依赖国内市场的收益结构，受药品价格调整的影响很大；其次是原料生药的生产过于依赖中国。之前我曾想过从风险分散的角度，考虑是否可以在其他气候条件类似的国家或



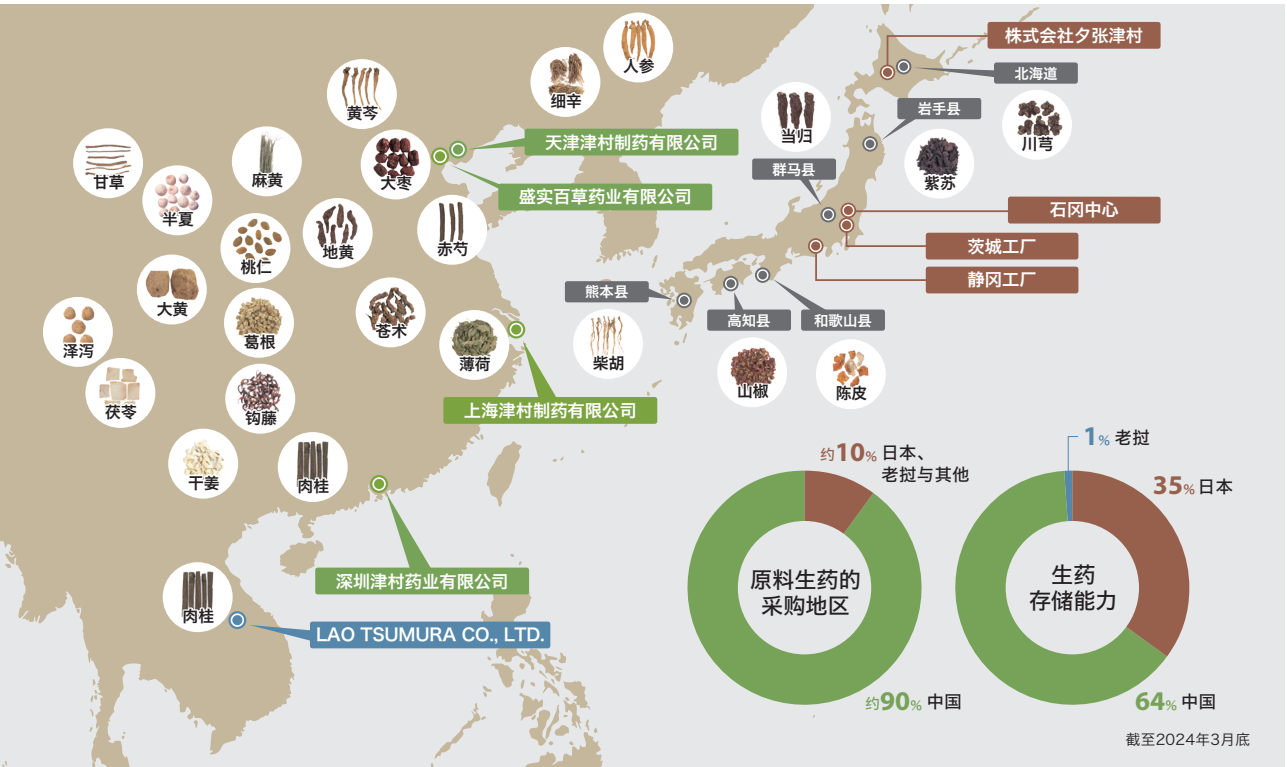
从履行对股东的信托责任的角度出发，我们将推动基于财务理论的探讨，以保障价值创造（柳）

地区种植药材。但担任外部取缔役，了解到生药的采购规模、价格，以及某些生药只能在特定气候和土壤条件下生长后，我理解了从中国采购生药是事业的根基。尽管最近一些日本企业从地缘政治风险的角度重新审视其中国事业，但对于津村而言，我们必须选择迎难而上，将风险转化为机会。

半田：中国是与我们共同磨砺了40多年的不可或缺的重要合作伙伴。自2017年起，我们正式启动业务，积极为中国国民健康做贡献，旨在通过利用津村的技术和经验，构建第二个核心业务，同时加强整体的生药采购能力。

柳：确实如此，虽然股票市场可能将其视为风险，但从对中国社会和患者的贡献这一角度来看则具有更为积极的意义。况且，中国市场规模庞大，增长潜力巨大。目前中国事业占我们总销售额的10%以上，未来我们会逐步提高这一比例，从而一定程度上减少对国内药价制度的依赖，这也是一种风险对冲。

原料生药采购的主要区域



以客观的数字和合理的解释为基础，
在取締役会展开充分的讨论

在2023年度的取締役会上，“资本政策”成为了一个
重点议题。具体进行了哪些讨论呢？

半田：我们深入探讨了资本效率和最佳资本结构的问题。长期以来，我一直认为有必要通过严格的追求成本效益以实现效益最大化。柳先生则积极地推动我们基于财务规则进行合理化的讨论，而不是基于“因为汉方的特殊性”或“为了确保稳定供应”等抽象的论点。借此契机，我们还重新审视了企业内部的投资标准。回顾过去的一年，我认为我们进行了非常充实的讨论。

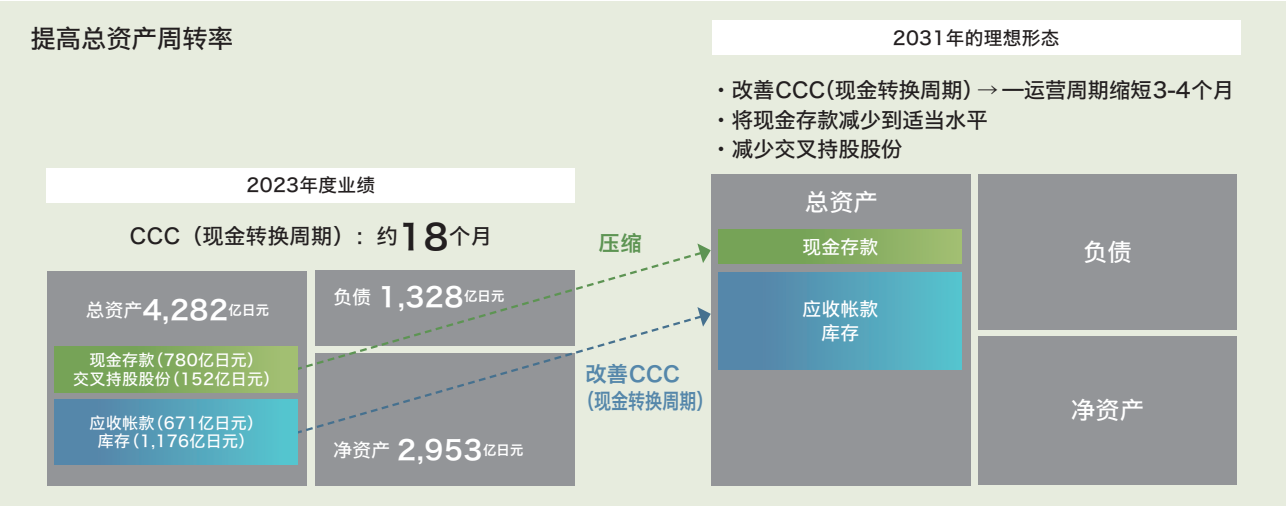
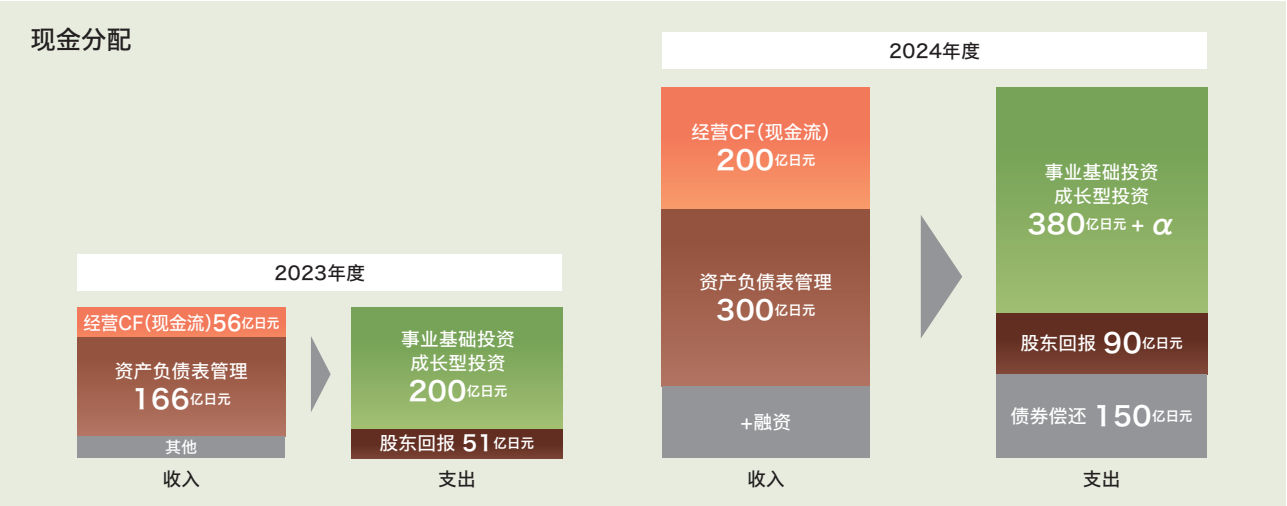
柳：作为外部取締役能获得如此赞誉，我深感荣幸。我认为，为了履行对股东的受托责任，在讨论过程中，即使有时让人不悦，也必须依靠财务理论和数字的客观基础。在取締役会上，我们要求在投资决策标准如

NPV（净现值）¹和IRR（内部收益率）²中更加关注资本成本，并通过数值来证明价值创造的成果。目前对于一定金额以上的投资项目，都必须在确认上述数值后才进行采纳。我对半田先生推进速度之快以及贯彻这一采纳标准的领导力感到惊讶，并深表感谢。

半田：柳先生还在取締役会后参加了以经营企划室为中心的资本政策讨论会，积极引导讨论并提出了许多课题。其中，“请展示未来10年的展望”这一课题，是对收入结构转型所做的一个重要考验。这也成为我们模拟多种风险因素，并整理出应有的适当资本政策的良机。

柳：经过多次深入讨论，执行团队做了几十种模拟。

半田：经过取締役会在利益相关者的视角下进行的深入讨论，我们最终决定在2031年度实现ROE（净资产收益率）10%、自有资本比率50%以上、DOE（股东权益回报）³ 5%的财务KPI（关键绩效指标）。这一讨



通过优化经营资源的分配和完善评估框架，
稳步推进资本效率的改善措施（半田）



论也反映落实到了公司内部的规章制度和举措中。今后，我们将集中精力执行已决定的事项，如改善CCC（现金转换周期）⁴和减少交叉持有股份。作为制药企业，我们对于品质和稳定供应有着强烈的执着，因此执行层也需要对成本效益展开充足的讨论，并持续提升组织效率。

- 1. 净现值。一种用于事业投资或并购决策的评估指标。表示投资所能获得的利润规模。
- 2. 内部收益率。指投资未来现金流量的现值等于投资现值的贴现率。“贴现率”是指将未来货币价值转换为现值的利率。如果内部收益率高于资本成本，则采纳投资方案；如果低于资本成本，则否决投资方案。
- 3. 股息与股东权益之比
- 4. 现金转换周期:从购买支付到销售收款所需的日数的指标。

将非财务资本与企业价值提升的关系可视化，
并改善相关措施

目前⁵ PBR(市净率)约为1.2倍，低于主板市场的平均1.4倍。为了进一步提升企业价值，您对未来有什么展望？

柳：随着收益能力的提升以及新的资本政策的实施，企业估值将有所上升。然而，市盈率（PER）所暗示的永久增长率⁶仍接近零甚至略为负值。换句话说，很多机构投资者对汉方药和中药的潜力，以及津村的成长前景仍然缺乏信心。但反过来看，这也意味着我们有巨大的上升潜力。实际上，津村的营业利润率保持在两位数，预计2024年度的ROE（净资产收益率）将达到10%，事业表现相当不错。如果中长期的成长预期提升，PBR（市净率）有可能超过1.4倍，甚至接近2倍。关键在于逐步累积成果，以赢得机构投资者对企业价值提升的信任。

半田：我们从2023年度开始启动了“非财务资本可视化项目”⁷。这一项目的背景是，我们希望通过自己的努力，清晰地解释非财务资本如何转化为未来的财务资本。我们首先尝试应用“柳模型”⁸对ESG（环境、社会和公司治理）活动进行了全面分析。

柳：“柳模型”的假设是，“PBR（市净率）超过1倍的部分反映了ESG（环境、社会和公司治理）的价值”。我曾进行过投资者调查，全球约有70%的投资者认为，ESG（环境、社会和公司治理）价值应当长期体现在PBR（市净率）中，这与我们的假设是一致的。可视化和量化非财务资本，并对此进行说明，将在展示企业价值提升的可能性方面变得越来越重要。

半田：在津村集团层面，我们这次针对组织资本和人力资本进行了价值相关性分析。有些结果确实让我们感到信服，但也有些没有充分展示出相关性。从2022年度起，我们引入了资本回报率（ROIC）作为企业管理的一个指标，并努力明确与此相关的KPI（关键绩效指标），将资产负债表管理作为一个完整的流程进行解释，则可以明确工作的意义和将成果可视化，有助于提高员工的工作动力。今后我们将继续改进资源分配和规则、评价框架，确保机构投资者能够正确判断津村集团的价值。

5. 截至2024年6月27日
6. 假设一种事业计划后的自由现金流将以一定增长速度增长，计算企业持续价值的方法。
7. 详细内容，请参阅P37
8. 柳良平先生在《CFO政策》一书中所开发的模型，（中央经济社 2020年）

Focus 非财务资本的可视化举措

津村集团正在努力通过使“非财务资本”举措与未来的财务价值关联可视化，赢得投资者的理解，同时明确各项政策的课题并加以改进。这些举措在七大资本的价值创造循环周期¹中将扮演重要角色。我们将源于自然产物的医药品的价值、汉方价值链创造的价值、组织和人力资本的价值作为可视化的主题，并于2023年度启动了跨部门项目，进行非财务资本的定量分析。

1. 详细内容请参阅P22页的“价值创造的循环周期”

ESG活动的可视化分析

首先，我们使用“非财务资本与股权溢价同步化模型（柳模型）”，通过ABeam Consulting公司的Digital ESG Platform，进行了涵盖所有ESG（环境、社会和治理）活动的“俯瞰型分析²”。然后基于ESG指标与PBR（市净率）的相关性，客观审视了ESG（环境、社会和公司治理）整体活动，并为了进一步深入探讨组织与人力资本政策，进行了“价值相关性分析²”。在该分析中，基于组织和人力资本政策创造的价值假设，验证了ESG指标与财务指标之间的直接联系。

未来，我们将使用最合适的分析方法，揭示源于自然产物、具有多成分的汉方药医药品在整合医学中的适应性、以及以生药种植为起点的津村独特的汉方

价值链所创造的价值与财务价值的相关性，并将其应用于强化各战略和措施。

2. 使用ABeam Consulting公司的Digital ESG Platform进行分析

“俯瞰型分析”的过程和结果

俯瞰型分析是基于ESG（环境、社会和公司治理）活动的进展，考虑影响PBR（市净率）变动的ROE（股本回报率）波动，验证PBR（市净率）在“多少年后”、“以何种敏感度”上升或下降的分析方法。本次分析的对象时间段为2000年度至2023年度，涵盖24年，平均使用了7.3年的分析数据。我们从所有ESG（环境、社会和公司治理）活动中，排除不能满足条件的指标后，共提取了可收集的502项指标，并从中选出了373项进行了俯瞰型分析。

结果发现，有36项指标与企业价值提升呈现出良好相关性³。基于此次分析结果，我们将进一步客观看待ESG（环境、社会和公司治理）活动，并强化有助于企业价值提升的举措。未来，我们将通过不断回顾实施过程及计算方法的设定，持续进行分析，努力实现社会影响的可视化，并塑造津村独有的企业价值提升历程。

3. 检测到的指标的正负相关性与预期的理想关系一致

检测到理想相关性的主要指标及其对PBR（市净率）的影响

组织与人力资本

改善工作方式和休假方式有助于提升企业价值

女性的育儿休假天数越长，对企业价值提升的贡献越大

就任管理层的女性越多，对企业价值提升的贡献越大

体检率越高，对企业价值提升的贡献越大

【带薪休假取得率增加1% → 2年后的PBR(市净率)提高7.37%】

【女性平均育儿假取得天数增加1% → 1年后的PBR(市净率)提高1.25%】

【女性晋升比例增加1% → 两年后PBR(市净率)提高0.27%】

【体检率增加1% → 3年后的PBR(市净率)提高12.72%】

结果表明，这一举措对促进女性早期职业发展和形成产生了积极影响。促进带薪年假和育儿假的使用等措施有助于留住和招聘优秀人才，从而对企业价值的提升产生影响。

源于自然产物的医药品的价值

●举办面向医生的说明会次数的增加有助于企业价值的提升 【说明会次数增加1% → 1年后的PBR（市净率）提高0.59%】

这一结果表明，向医疗相关人员提供信息，随着数量与品质的提高，将有助提升企业价值。通过强化线上推广，结合分析每位医师的所需信息，以改进医药代表（MR）活动的良性循环，这被认为是该成果的体现。

汉方价值链的价值

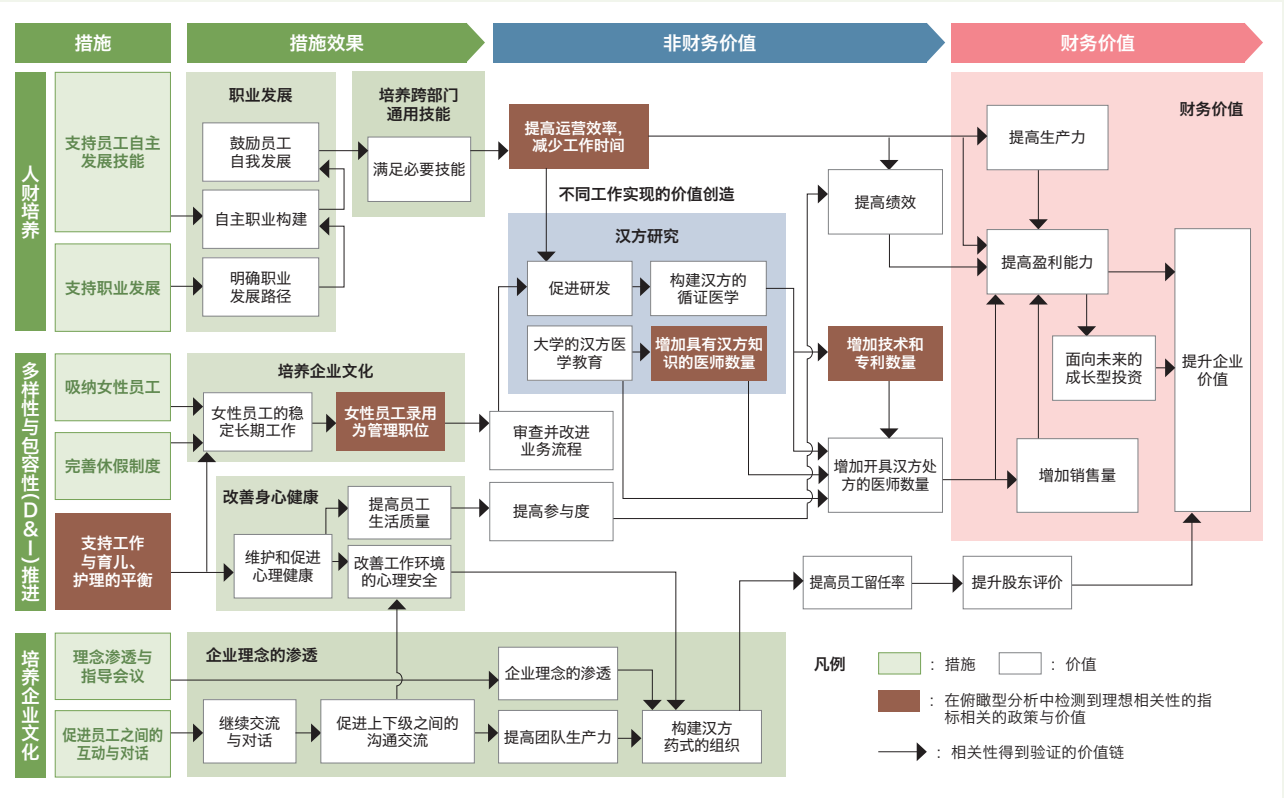
●减少废弃物排放量有助于提升企业价值 【废弃物单位排放量减少1% → 2年后的PBR提高1.48%】

津村集团产生的工业废弃物中，大部分是生产汉方制剂提取物过程中留下的残渣。我们长期致力于这些生药残渣的有效利用，并将其作为生物质燃料等资源进行交易，以减少废弃物排放，从而提升企业价值。

“价值关联性分析”的结果

在“人财培养”方面，分析结果显示，能力开发支持措施促进了职业发展，提升了工作效率和表现，进而对生产力和收益能力的提升有所贡献。“多样性与包容性（D&I）推进”方面，通过工作与育儿、工作与护理的平衡支持等措施提升了女性员工的稳定长期工作和女性管理人员的任用，提高了员工的生活质量

（QOL），从而增强了员工的参与度和表现，并与收益能力的提升相关联。在“企业文化培养”方面，分析结果证明了通过理念的深入贯彻，以及促进上下级之间的沟通交流，对企业价值提升有紧密的关联。尽管部分价值链得到了实证，但措施与评估KPI设定的适当性以及数据收集等问题也浮现出来。我们将继续进行持续分析。



强化资产负债表管理

津村集团为了实现长期经营愿景，深入讨论财务战略，基于资本政策的基本方针强化资产负债表管理。

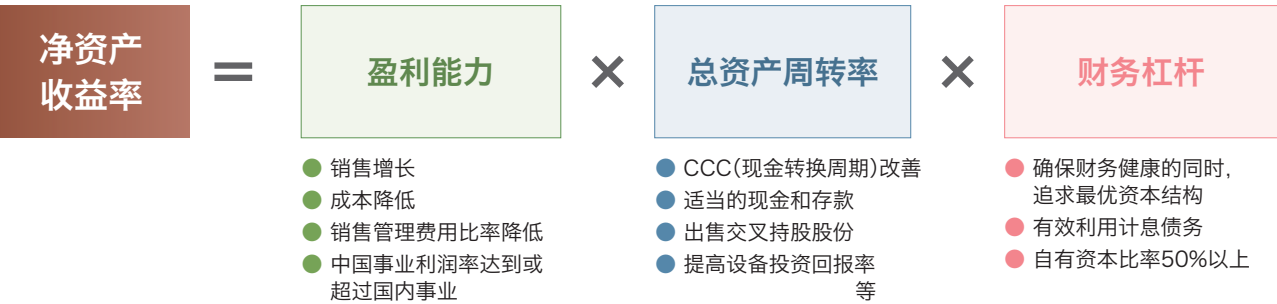
在财务战略方面，以改善资本效率和追求资本效率、最优资本结构为中心，致力于提升中长期的企业价值。为执行这一战略，扩大国内及中国事业的规模

并提升利润率，创造经营现金流是先决条件。此外，通过资产负债表管理，津村集团将通过改善CCC（现金转换周期）、减少手头资金、出售交叉持股等方式产生现金，并进行投资，确保事业的可持续发展和增长。



注: 股东资本成本：约7%
使用CAPM计算出 无风险利率2%、风险溢价：6%、β系数：0.8左右
权益利差＝净资产收益率-股东权益成本

资本效率的改善



为了改善资本效率, 我们努力实现正权益利差, 即ROE(净资产收益率)超过企业预计的7%的股东资本成本。为此, 我们将ROE（净资产收益率）视为重要的经营指标, 并将其分解为“盈利能力”、“总资产周转率”、“财务杠杆”三个要素, 加速推动改善工作。

盈利能力

津村致力于通过扩大销售规模及降低成本和销售管理费用比率来提高营业利润率。具体措施包括扩大野生生药的栽培，并推进“种植、初加工、挑选”工艺的自动化。各工厂计划到2031年度，通过自动化逐步实现低成本运营，并将劳动生产率提升至2021年度的两倍以上。此外，保证销售管理费用维持在合并销售额比率达5%或以上的水平，作为“未病科学化”的研发费。与此同时, 通过DX（数字化转型）提高生产效率，目标是将人均销售额提高到2021年度的两倍以上，并将销售管理费用比率控制在20%~25%的水平。

总资产周转率

通过改善CCC（现金转换周期）、将现金余额降至适当水平、出售交叉持股股份以及提高设备投资回报率，改善总资产周转率。

改善CCC（现金转换周期）是一项中长期工作，我们将基于供应链整体的平衡和风险进行应对。以2023年引入的“生药混合指示系统”为核心，通过优化从生药种植开始的整个汉方价值链，以期将运营周期缩短3～4个月。此外，公司还与医药代理商和批发商交涉将账款回收期缩短约20%，希望尽早回收应收账款。

月营业额方面由于提前考虑了利率变化进行融资，现金比率较高。我们计划有序进行增长投资，并将现金余额压缩到适当水平。此外，公司也与相关方协商交涉逐步减少交叉持股股份。津村按照原则上减少至零的方针，从2024年度起正式开始大幅削减交叉持股股份，并计划尽早将其减少一半。

关于设备投资，津村将第一个中期经营计划的三年定位为“为未来的发展和事业规模的扩大集中进行先行投资”的阶段，计划在提高生产能力及生产效率、IT基础设施建设等方面投资总计约1,150亿日元。为了评估投资项目的成本效益，津村引入了新的投资决策标准, 包括NPV（净现值）和IRR（内部收益率）等指标, 基于资本成本和资本效率进行经营决策。基于内外部

环境变化和投资回报的考虑，我们有时会中止或调整投资计划，因此在第一个中期计划期间，总投资预计为约735亿日元。2024年度，津村将推动生产汉方浸膏粉末的天津工厂的二期和三期工程，并在国内优化汉方浸膏粉末的生产流程和下游造粒包装流程的能力。此外，为应对增产需求，我们还将扩建夕张津村生药仓库以增加国内库存。

财务杠杆

在确保财务健康性的同时，津村通过改善净资产与有息负债的比率，追求最优资本结构。从2023年11月起，我们将“自有资本比率50%以上”设为确保财务安全运营的标准。

强化稳定供应体制的主要投资项目

主要投资内容	总投资额	2024年度投资额	期间
天津工厂的二期和三期工程（汉方浸膏粉末生产）	250亿日元	95亿日元	2021年度至2026年度
新建汉方浸膏粉末、造粒包装生产线	680亿日元	105亿日元	2024年度至2027年度
夕张津村生药仓库的扩建	25亿日元	15亿日元	2023年度至2025年度

（增加制造经费）

主要内容	2024年度增加额
为新生产线招聘员工	+10亿日元
强化预防性维护、确保仓库正常使用	+15亿日元

股息政策

津村将股东回报视为企业的一项重要政策，在考虑中长期利润水平和现金流状况的基础上，决定股东回报政策。并通过持续扩大国内事业、为中国事业的成长进行投资以及建设基础设施来提升企业价值。在确保财务基础健康性的同时，我们将通过提高管理效率，合理使用经营现金流与债务，以及从最优资本结构中获得资金，适当分配于进一步的增长投资和股东回报。此外，我们将DOE（股东资本回报率）设为股东回报的一项评估指标，希望在2031年使其达到5%的目标，逐步扩大股息。

股东回报

