



一橋大学財務リーダーシッププログラム HFLP B 最終レポート

ソニーホームエンタテインメント&サウンドプロダクツ(株)
太田 洋一

2020年 5月 30日

1. HFLP受講を通して(振り返り)
2. 企業研究 成長戦略(ダイキン工業)
3. 自社に持ち帰る学びや気づき

HFLP受講を通して 振り返り

1. CFOの役割

- 1) 共同経営者としての自覚、役割や責任の共有
- 2) 高い専門性に加えて、リーダーシップや情熱/愛情、誠実さ/公正さといった人間性の向上

2. 企業価値向上の目線

- 1) “会社は誰のものか？”を意識した経営の評価 (ROE 8%以上, 多様なステークホルダー)
- 2) 投資家と債権者の視点の違い (格付け, 日本企業と銀行/持合いの経緯)
- 3) 価値源泉を測る上での無形資産の重要性の拡大 (ブランド・人・知財)
- 4) 価値創造と再投資の循環、還元の意識向上とバランス感覚 (CFの使い道と責任)

3. 社会の変化/事業環境の変化への適応

- 1) 経済活動と社会的責任の両立(ROESG)、経営リスク管理(気候変動や為替変動など)
- 2) Innovationの取り込み(未来予測による事業創造、DXによる生産性改善)
- 3) 制度変化への適応 (税制への感度向上と目的/背景理解に基づく適切な対応)

4. 投資家との対話

- 1) VISIONの共有 (価値創造の源泉についての共通理解の形成)
- 2) VISIONと経営の整合性 (資本の委託に応える合理性/透明性, 執行責任/ガバナンス)
- 3) サステナビリティ (経済合理性偏重の是正, 経営への安心・安定感の醸成)

次世代CFOに求められる役割

グローバルな事業環境,
資本市場, サステナビリティ

投資家との対話と還元

技術や経済の発展, SDGs

企業活動

事業の構想

持続的
企業価値向上

次世代CFOに求められる役割

ロジカルシンキング/ リーダーシップ/ ソリューションの提供

経営哲学

戦略

組織

法律

財務・経理

企業・社会が直面する課題に誠実に向き合い、 社内外との対話を通してリソースを結集し、[戦略+実行力]で問題解決

(1) リーダーとしての誠実性・使命感

- ① **本音**で勝負する(本音と建前を使い分けない)
- ② アクティビスとは正論を論理的に述べて株主の賛同を得るが、これを上回る正しい**理論武装**が必要
- ③ 企業価値向上を目指すために必要な様々な**意識改革**を社員全員に徹底する

(2) ダイバーシティの尊重

- ① 自分自身と異なる人財を正當に評価する
- ② 異業種(他国)との提携が増加する中、異業種(他国)の常識を正しく理解する

(3) 戦略立案能力

- ① 現場第一主義(現場力)はもちろん必要
- ② ただし、「経営」に最も必要なものは『戦略』と『実行力』と『株主などステークホルダーとの対話力』
- ③ この基本を『**価値協創ガイダンス**』などから学ぶ

(4) 環境や社会の変化の予見力と自身の適応力

- ① 環境や社会の変化を敏感に感じ取り、それが顕在化する前に対応策を考える
- ② 社会や環境との調和がなくて持続的成長はできない(コストを言い訳にしない)
- ③ この基本を『**ESG**』『**SDGs**』『**TCFD**』などから学ぶ



3Mのリーダーシップ・アトリビュート

1. 外からの視点で考える (Thinks from the outside in)

マーケットの動向と顧客のニーズを理解し、予測する。戦略と業績に結びつけることができる。

2. イノベーションと成長を促進 (Drives innovation and growth)

顧客・製品そしてマーケットへの斬新なアプローチを通じて 業績を加速的に伸ばす 風土を醸成する。

3. 育て、教え、そしてやる気を引き出す (Develops, teaches and engages others)

戦略・目標・計画 について動機付け、啓蒙し、チームに一貫した方向性をもたらす。社員の業績や能力を評価する明確な基準を示す。

4. 勇気ある決断をする (makes courageous decisions)

より高い業績と利益目標を達成する ために、的確な状況判断の上でリスクをとる。

5. 活力、情熱そして緊急意識をもってリードする (Leads with energy, passion and urgency)

堂々と課題と向き合い、言い訳をしない。高揚感と自信をもたらす ビジョンや戦略、計画を策定する。

6. 3M の価値観に基づき行動する (Lives 3M values)

妥協のない正直さ、倫理、誠実さをもって行動する。すべてのステークホルダーから常に信頼と尊敬を獲得する。

“ありたい姿”になるためのアプローチ

“ありたい”姿はぶれない/“目標には日付”が必要

ビジョンを実践するための源泉

変えてはいけないもの

- ✓ 企業理念
- ✓ 経営スタンス

適切に変えるべきもの

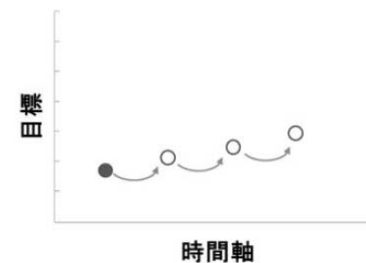
- ✓ 企業文化
- ✓ 企業風土

時代の変化に合わせる
地域の特性（多様性）を考える

思考方法のパラダイムシフト

従来 = 経営改革・変革

今、できることから考える



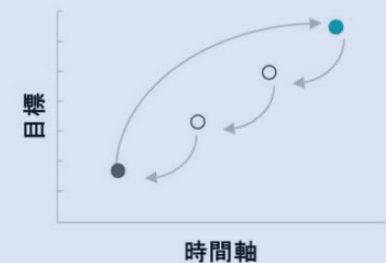
漸進的アプローチ

Forecasting

≡ 過去の延長線からの短期予想

今後 = 経営デザイン

10年後から逆算する



逆算アプローチ

Backcasting

≡ 理想の未来をつくるための必要条件

短期思考 → 長期思考

価値協創ガイダンスの全体像

価値観

ビジネスモデル

持続可能性・
成長性

戦略

成果と重要な
成果指標
(KPI)

ガバナンス

進むべき道

事業環境、外部環境への認識

考え方・やり方

実行ドライバー

1.1. 企業理念と
経営のビジョン

1.2. 社会との接点

2.1. 市場勢力図における位置づけ
2.1.1. 付加価値連鎖
(バリューチェーン)における
位置づけ
2.1.2. 差別化要素及びその持続性

2.2. 競争優位を確保するために
不可欠な要素

2.2.1. 競争優位の源泉となる経営
資源・無形資産

2.2.2. 競争優位を支えるステーク
ホルダーとの関係

2.2.3. 収益構造・牽引要素
(ドライバー)

3.1. ESGに対する認識

3.2. 主要なステーク
ホルダーとの関係性
の維持

3.3. 事業環境の変化
リスク

3.3.1. 技術変化の早さと
その影響

3.3.2. カントリーリスク

3.3.3. クロスボーダー
リスク

4.1. バリューチェーンにおける影響
力強化、事業ポジションの改善

4.2. 経営資源・無形資産等 の確保・
強化

4.2.1. 人的資本への投資

4.2.2. 技術(知的資本)への投資

4.2.2.1. 研究開発投資

4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資

4.2.3. ブランド・顧客基盤構築

4.2.4. 企業内外の組織づくり

4.2.5. 成長加速の時間を短縮する
方策

4.3. ESG・グローバルな社会課題
(SDGs等)の戦略への組込

4.4. 経営資源・資本配分(キャピタル・
アロケーション)戦略

4.4.1. 事業売却・撤退戦略を含む事業
ポートフォリオマネジメント

4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略の
評価・モニタリング

5.1 財務パフォーマンス
5.1.1. 財政状態及び経営
成績の分析
(MD&A等)
5.1.2. 経済的価値・株主
価値の創出状況

5.2. 戦略の進捗を示す
独自KPIの設定

5.3. 企業価値創造と独
自KPIの接続による
価値創造設計

5.4. 資本コストに対する
認識

5.5. 企業価値創造の
達成度評価

6.1. 経営課題解決にふさ
わしい取締役会の持
続性

6.2. 社長、経営陣のスキ
ルおよび多様性

6.3. 社外役員のスキル
および多様性

6.4. 戦略的意思決定の
監督・評価

6.5. 利益分配の方針

6.6. 役員報酬制度の設計
と結果

6.7. 取締役会の実効性
評価のプロセスと経営
課題

課題認識：イノベティブな日本企業の持続的低収益というパラドックス

- ✓ 欧米企業に比べて、ROS, ROAといった収益性指標に大きな格差(欧米が倍の収益性)
- ✓ 間接金融への依存体質から来る保守的な事業運営(成長に向けたリスク投資の抑制)
- ✓ 資本市場の対話と内部ガバナンスが乖離するダブルスタンダード(弱い実行力)
- ✓ 資本効率や企業価値向上に対するコミットメントの欠如(低い中期計画達成率)
- ✓ 企業と投資家の対話の欠如による企業活動の短期指向化と長期投資家の不足

PBR(企業価値)

株主から拠出された資金*に対するリターン(ROE)に連動

ROE =

ROS
(売上高利益率)

×

T/O
(総資産回転率)

×

財務レバレッジ
(A/E)

→ ROA(総資産利益率)

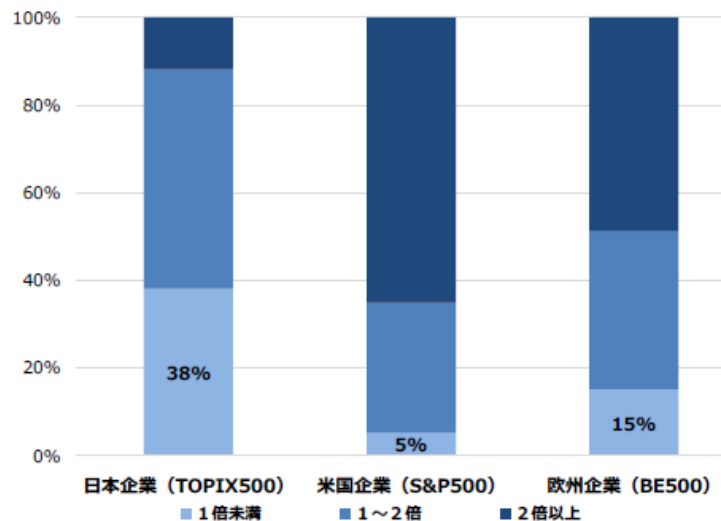
PER = 株価 ÷ 一株当たり資本

“少ない資本で利益を上げる”という視点であり、安全性とのトレードオフが発生する点に注意

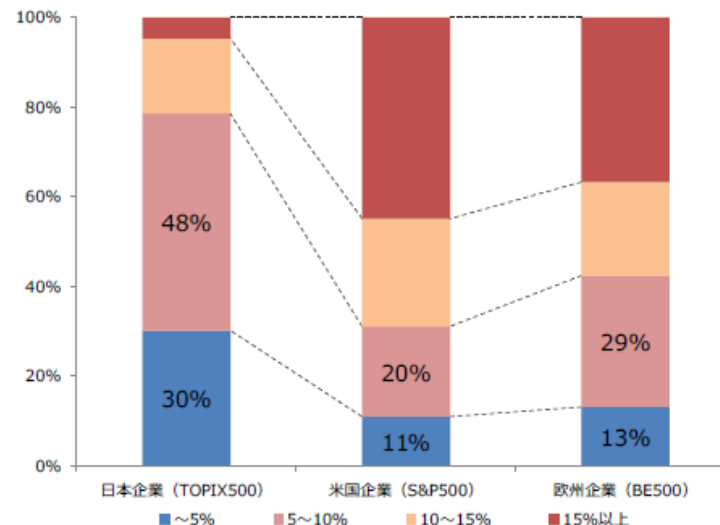
*簿価ベースの資本であり、現株主の資産価値を反映していない点に課題

企業価値 欧米企業ベンチマーク 日本企業は、PBRで1を割る企業が全体の4割存在

図表 27：PBR の国際比較（分布）



図表 36：ROE の国際比較（分布）



出典：Bloomberg（2017年3月27日時点）

日本(TOPIX500)	ROE(%)	ROS(%)	総資産回転率	財務レバレッジ
合計	8.55	5.30	0.82	1.89
米国(S&P500)	ROE(%)	ROS(%)	総資産回転率	財務レバレッジ
合計	15.68	8.60	0.63	2.68
欧州(BE500)	ROE(%)	ROS(%)	総資産回転率	財務レバレッジ
合計	13.18	6.84	0.70	2.46

欧米企業に比べて
低いROSが影響

投資家目線に偏りがちな、ROEを超えて、ステークホルダーを広く捉えた概念に拡張

ROEの課題と視座の転換

ROEの欠点

- ① 資本コストの概念がない
- ② フィナンシャルレバレッジでスコアが変わる
- ③ 「業を企てる」とスコアが低下する
- ④ ROEはエクイティ投資家からの視点

**ステークホルダー全ての満足を得て
企業価値を創造する経営への進化が必要**

$$SVA = ATA (ROIA - WACA)$$

$$ROIA = NOPAT / ATA$$

$$WACA = (\text{資本コスト} + \text{金利}(1-t)) / ATA$$

$$NOPAT = \text{事業利益}(1-t)$$

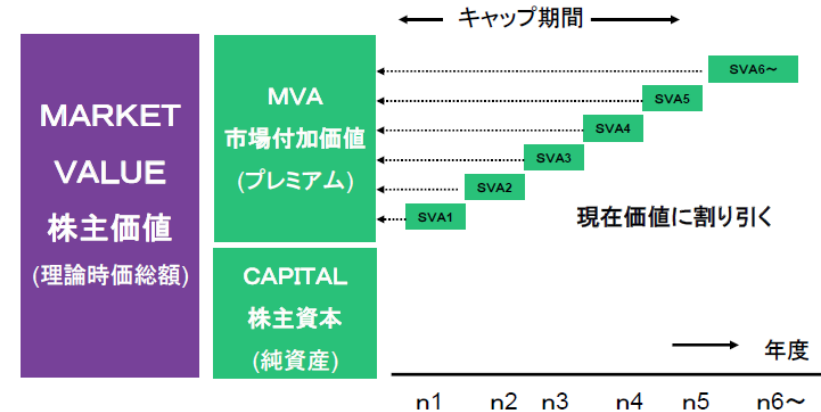
$$ATA = \text{平均総資産}[(\text{期首} + \text{期末}) / 2]$$

$$\text{資本コスト} = \text{株主資本} \times \text{株主期待収益率}(\text{国債金利率} + \text{リスクプレミアム})$$

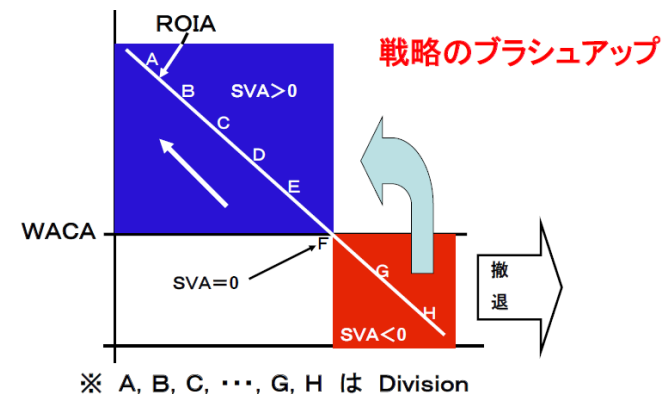
$$\text{リスクプレミアム} = \text{リスクフリーレート} + \beta(\text{市場平均株式投資収益率} - \text{リスクフリーレート})$$

$$t : \text{税率}$$

理論時価総額向上の道筋を描く



[投資の優先順位, 撤退基準への適用]



※ A, B, C, ..., G, H は Division

“会計”の必要性

- ✓ 経営の可視化
- ✓ 企業の現状確認のツール
- ✓ 事実確認のツール

“Evidence Based”な意思決定が重要
数字の背後にあるものへの想像力を高める

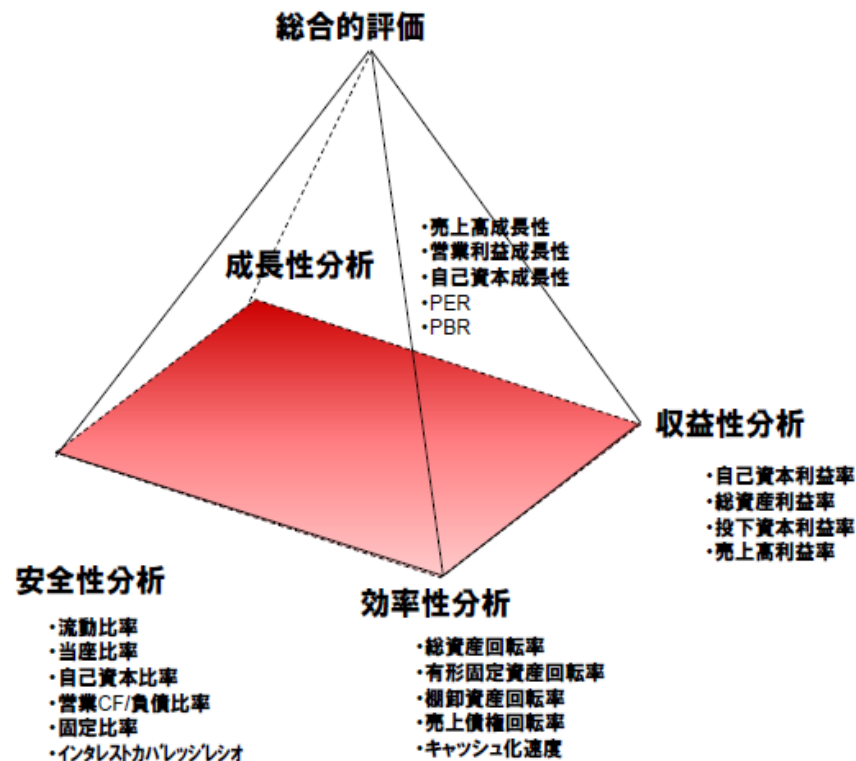
分析の視点

- ✓ クロスセクション分析(構成比率,財務比率)
- ✓ 時系列分析

注意点： 比較可能性の視点

- 1) 同一産業であること
- 2) 同一規模であること
- 3) 同一あるいは類似の会計基準であること
- 4) 同一の地域に位置していること

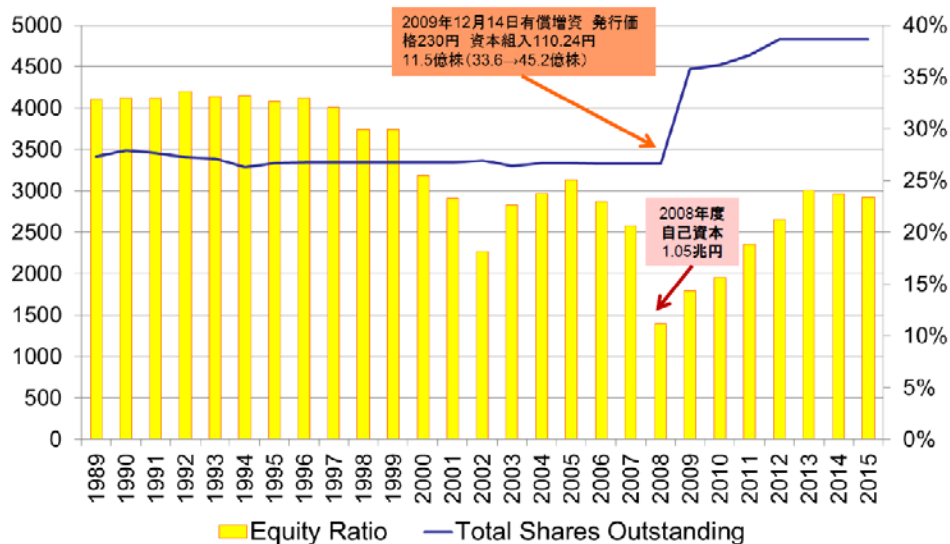
財務分析ピラミッド



日立製作所 川村社長の公募増資 3,000億円の実行

業績悪化で巨額赤字に陥った日立製作所

2009年4月に子会社から会長兼社長に呼び戻された川村隆氏は自己資本強化のため公募増資の引受先確保のため米国に行脚に出る



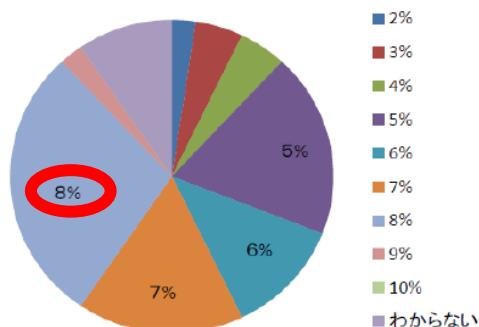
「株価227円。その数値を見た時の衝撃は忘れられません。私は思わず頭を抱えそうになりました。かつては2,040円だったこともある日立の株価が大まかに言えば10分の1の価値になってしまった。」

「日立の株主は、約35%が外国人株主。そこで経営陣と財務担当者などでいくつかチームをつくり、アメリカやヨーロッパ、アジアを手分けして回ることになりました。北米の東海岸を10日間かけて飛び回った。あの10日間ほどつらい体験は、なかなかできるものではありません。」

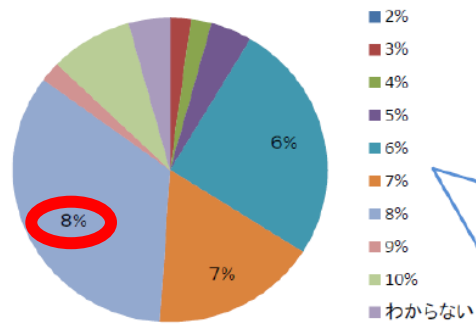
私は日立に入ってから、いろいろなものを売り歩いてきました。けれども、株を売り歩いたのは初めてです。普通の製品と違って、株には保証書がない。私は保証書のない製品を初めて売ったのです。多くの投資家の皆さんは日立を信じて買ってくれた。これから私たちは、その期待に応えていかななくてはなりません。」

日本株に期待する資本コスト

【国内機関投資家(平均6.3%)】



【海外機関投資家(平均7.2%)】

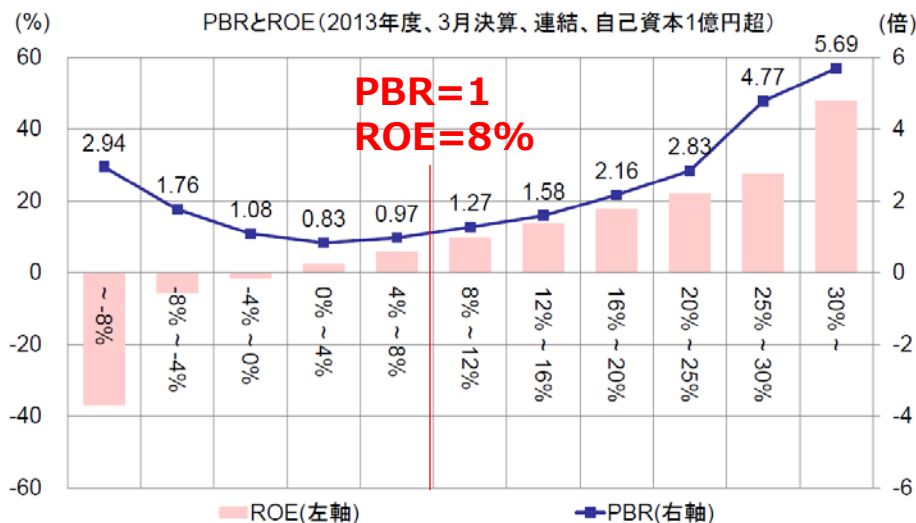


日本株に対して国内外の機関投資家が求める株主資本コストを聞いた調査結果

- ①回答に大きくばらつき
- ②平均的には6~7%を想定

注)UBSコア200の機関投資家にアンケートを行い、国内投資家52社、海外投資家47社から回答を得たもの(2012年4-6月)。

(出典)柳良平[2013]「Equity Spreadの開示と対話の提言」『企業会計』2013(1):86-93.



PBRとROEの相関から、
実証的に、PBR=1超えはROE 8%近傍
投資家のアンケート結果もそれを裏付ける

貸借対照表

売上債権	仕入債務
棚卸資産	短期借入金
有形固定資産	長期借入金
無形固定資産	株主資本
投資等	

投下資本

■財務アプローチ

投下資本 = 有利子負債 + 株主資本

■事業アプローチ

投下資本 = 純運転資本 + 固定資産

※純運転資本 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務

加重平均資本コスト WACC (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACC = \text{株主資本コスト} \times \frac{\text{時価総額}}{\text{時価総額} + \text{有利子負債}} \% + \text{有利子負債コスト} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{時価総額} + \text{有利子負債}} \% \times (1 - \text{税率})$$

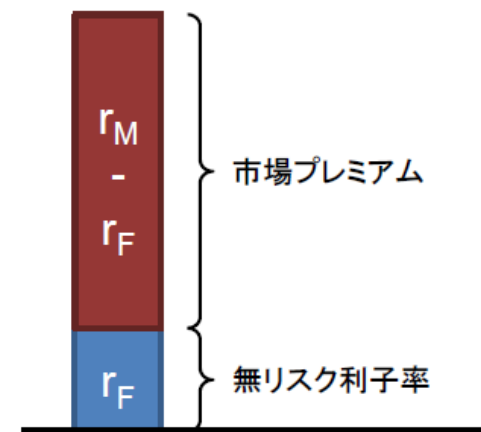
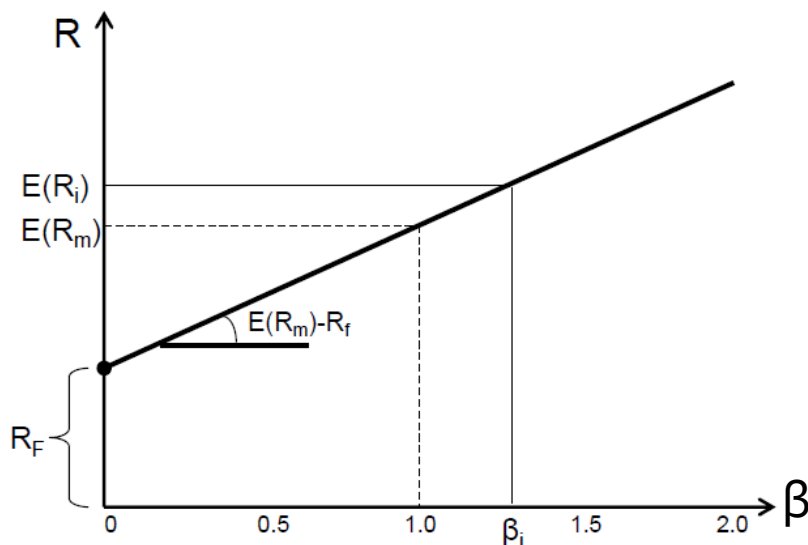
$$r_E: \text{株主資本コスト率} = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

r_F : 無リスク利子率

$(r_M - r_F)$: 市場リスク・プレミアム

r_M : 市場Index利益率

β : 市場 β



市場 β :

- ✓ その企業の業績が経済環境の変化に影響受けやすいかどうかに関連する傾向
- ✓ DEレシオが高いと財務リスクを反映して高くなる

【経済環境の影響】

- ✓ 市場（景気）変動との連動
- ✓ ボラティリティー比

【財務リスクと事業リスク】

- ✓ DEレシオ→財務リスク
- ✓ Unlevered β →事業リスク

- 市場indexによる株式リターンの説明力が高くない場合は、
- ✓ Unlevered β を算出して修正
 - ✓ BARRA/Bloombergの修正 β を活用

$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+c)^t}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - \text{投下資本増加額}_t}{(1+c)^t}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{投下資本}_{t-1} \times (r_t - g_t)}{(1+c)^t}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{投下資本}_{t-1} \times (c_t - g_t)}{(1+c)^t} \right) + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{投下資本}_{t-1} \times (r_t - c_t)}{(1+c)^t} \right)$$

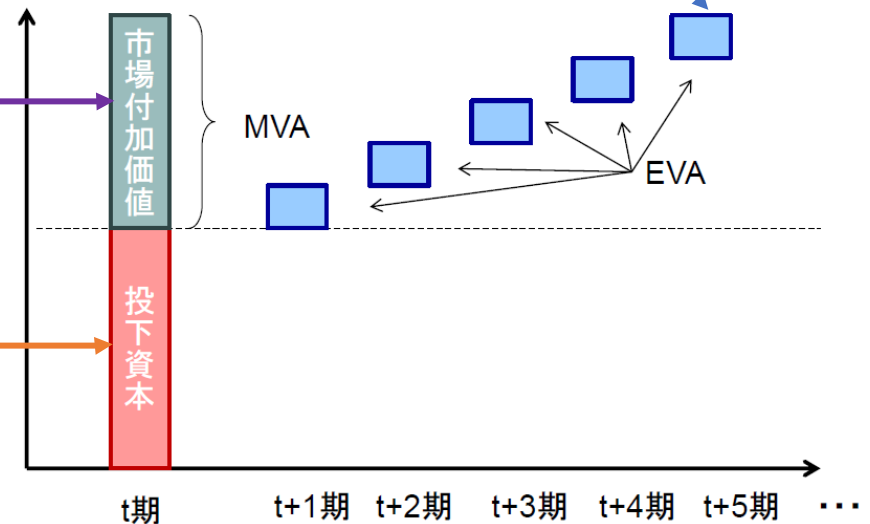
$$\left\{ \frac{\text{NOPAT}}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \right\} \times \text{投下資本}$$

$$\text{投下資本}_t \times (r_t - c_t) = \text{EVA}_t$$

EVAスプレッド

将来EVAの現在価値 = MVA

投下資本₁と等しくなると仮定
(一定成長を仮定)



①適切な状況把握

②戦略目標・経営計画

価値創造のための戦略プロセス

③資本の確保

④戦略的投資配分

⑤業務効率の改善

⑥戦略評価・分析

IRなどを通しての情報発信

経営戦略分析

- 1) 業界構造分析 5Force, Positioning, Value chain
- 2) 事業構造分析 ポートフォリオ
- 3) 業務構造分析 資産回転率, BEP分析
- 4) 資本構造分析 財務レバレッジ分析

$$\text{ROE} = \text{ROS} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

1), 2), 3) 3) 4)

日用品業界におけるビジョンとユニ・チャームのファンダメンタルズ比較

ビジョン

- ✓ 育児用品で国内トップ。哺乳器、カップ、おしゃぶりなどの哺乳関連からスキンケア、ベビーカーなどを扱う
- ✓ 中国、欧米主体に海外展開。WHOコードに守られた参入障壁のある市場で、安心・安全をテコに先行者優位を確立
- ✓ 売上 1,047億円、営業利益 196億円、時価総額 5,158億円（2019年1月期）

ユニ・チャーム

- ✓ ユニ・チャームは生理用品、乳幼児・大人用紙おむつトップ。ペットケア用品も首位級
- ✓ 中国軸のアジア展開に強みがあり、ベビーケア、フェミニンケアなどにおいて主要なアジア市場でトップシェア
- ✓ 売上 6,883億円、営業利益 951億円、時価総額 2兆2,095億円（2018年12月期）

■ ROE分析

		ROE(%)	ROS(%)	総資産回転率	財務レバレッジ
ビジョン	2016	21.8%	11.7%	1.24	1.51
	2017	25.7%	14.2%	1.26	1.39
	2018	22.8%	13.6%	1.23	1.34
ユニ・チャーム	2016	12.7%	7.8%	0.88	1.90
	2017	14.3%	8.2%	0.91	1.90
	2018	14.8%	8.9%	0.90	1.80

ビジョン	平均	23.4%	13.2%	1.24	1.41
ユニ・チャーム	平均	13.9%	8.3%	0.90	1.87

倍率

1.68

1.59

1.39

0.76

■ 損益計算書構造比較

18年度	売上高	売上原価	売上総利益	販管費	営業利益	営業外損益	経常利益	特別損益	税引前純利益	法人税	純利益
ビジョン	100.0%	48.6%	51.4%	32.7%	18.7%	0.7%	19.5%	-0.2%	19.3%	5.7%	13.6%
ユニチャーム	100.0%	61.5%	38.5%	24.7%	13.8%	0.5%	13.3%	0.0%	13.3%	4.4%	8.9%
差	±0%	▲12.9%	12.9%	8.0%	4.9%	0.2%	6.2%	▲0.2%	6.0%	1.3%	4.7%

ビジョンの高いROSの背景：

参入障壁(WHOコード)に守られた市場で、安心安全をテコに高い収益性を確保。全体の3割を占める中国の利益率は33.6%。
広告宣伝費も限定的で、高い販管費は従業員待遇で還元。

■ 貸借対照表構造比較

18年度	流動資産	現金金	売上債権	棚卸資産	他流動資産	固定資産	有形	無形	投資他	繰延資産	総資産
ビジョン	68.5%	36.0%	17.2%	12.3%	0.0%	31.5%	24.6%	4.9%	2.0%	0.0%	100.0%
ユニチャーム	48.3%	17.0%	12.4%	9.0%	0.0%	51.7%	30.2%	12.6%	8.8%	0.0%	100.0%
差	20.2%	19.0%	4.8%	3.3%	±0%	▲20.2%	▲5.6%	▲7.7%	▲6.8%	±0%	±0%

ビジョンの高い総資産回転率の背景：

ビジョンは製造やM&Aへの投資も限定的で固定資産を抑制。

ユニ・チャームは、メカトロニクスの高い技術、新素材の開発力を持ち、海外M&Aを活用して成長するシナリオで固定資産比率が高い。

18年度	流動負債	仕入れ債務	短期借入	他短期	固定負債	長期借入	社債	純資産	株主資本	他	負債・純資産
ビジョン	18.2%	7.6%	0.0%	0.0%	4.4%	0.0%	0.0%	77.4%	75.7%	-1.0%	100.0%
ユニチャーム	29.1%	19.3%	1.7%	0.7%	7.6%	1.1%	1.6%	63.3%	57.4%	-2.2%	100.0%
差	▲10.9%	▲11.7%	▲1.7%	▲.7%	▲3.2%	▲1.1%	▲1.6%	14.1%	18.3%	1.2%	±0%

ビジョンの低い財務レバレッジの背景：

ビジョンは、規制に守られた市場での高い収益力によって創出された潤沢なキャッシュを、販管費で従業員に、配当で株主に、残りを成長投資と現金に配分。低い原価率で仕入れ債務は抑制され、借入もほとんどなく、財務レバレッジは低い。

企業価値の源泉としての無形資産の重要性の高まり

企業価値の源泉

有形資産(工場設備など) → 無形資産(ソフト、人材・技術ノウハウ、ブランドなど)

無形資産への投資拡大

- ✓ 米国では、企業の付加価値に占める割合をみると、有形資産より無形資産に対する投資が上回っている

米国企業の有形・無形資産に対する投資

US private sector investment in tangible and intangible capital (relative to gross value added), 1977–2014



Figure 8.1 The Intangibles Revolution

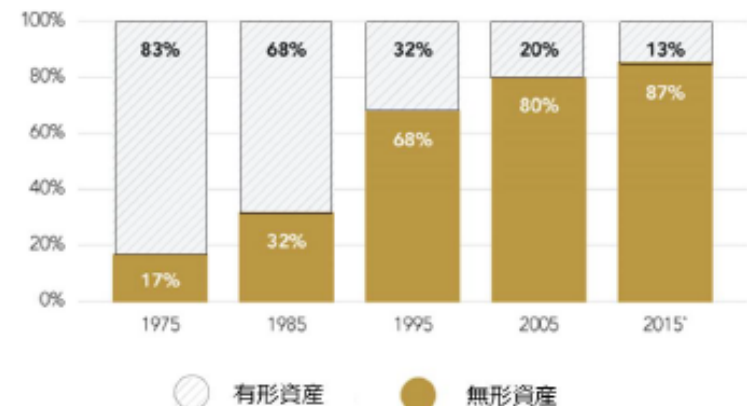
出所: The End of Accounting (Baruch Lev, Feng Gu), Wiley Financial Series, Page 82

市場価値における無形資産の価値上昇

- ✓ S&P500 (米国に上場する主要500銘柄の株価指数) の市場価値に占める無形資産の割合が年々拡大している

S&P500市場価値の構成要素

COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



SOURCE: OCEAN TOMIO, LLC

事業戦略の実現性を裏付ける財務情報との関連性が強い**非財務情報を重視傾向が強まる**

投資家は非財務情報を重視している

投資判断時に投資家が利用する主要情報ソースの構成比率

1993~2013年



※「企業の業績見通し」は上記グラフ上は除外している

出所：The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

アナリストは財務データの分析に加えて、
非財務情報を収集して企業価値分析を補強

価値創造ストーリーの確認点

- ① **事業概要と外部環境**
 - ✓ 基本的な収益構造、競争環境
 - ✓ SWOT分析による状況把握
- ② **ビジネスモデル**
 - ✓ 特徴、優位性と保持期間(持続的成長の可能性)
 - ✓ 他社との差別化、脅威
- ③ **戦略と資源配分**
 - ✓ 会社の戦略の正しさ
 - ✓ 人的資本・財務資本・知的資本の活用と連携
 - ✓ PFマネジメント
- ④ **実績 (パフォーマンス)**
 - ✓ ステークホルダーへの成果配分
- ⑤ **将来予想**
 - ✓ 中長期予想(5年~10年)
 - ✓ シナリオ別予想
- ⑥ **機会とリスク**
 - ✓ メイン仮説からの展開とカタリスト
- ⑦ **ガバナンスを中心としたESG**
 - ✓ 経営力の見極め、社会的存在価値、
 - ✓ SDGsやTCFDの戦略への落としこみ

日本企業のROEは世界的に見ても低水準にあり、アクティビストによる株主提案の余地が多い

資本効率性に対する意識の欠如、余剰現金、戦略的意義に欠く株式持ち合い、不透明な取締役・CEO選任プロセスなど

アクティビスト投資家の提案内容の例

- | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|---|---|---|
| ガバナンス強化 | 事業ポートフォリオの見直し | 資本戦略 | 情報開示の充実 |
| <ul style="list-style-type: none">経営陣の刷新<u>取締役議席の要求・社外取締役の増員</u> | <ul style="list-style-type: none"><u>収益性及び資本効率性が低い事業の売却</u><u>上場子会社の完全子会社化又は完全売却</u> | <ul style="list-style-type: none"><u>財務レバレッジを活用した最適資本構成の構築</u><u>株主還元の強化(配当・自社株買い)</u> | <ul style="list-style-type: none">主要ビジネスのより詳細な業績開示事業別の投資計画を含む資金配分(キャピタルアロケーション)方針の開示 |

具体的なアクションの例

- ✓ 事業ポートフォリオの思い切った見直しにより、収益性および資本効率を改善(事業売却など)
- ✓ 自社株買い・増配による資本構成の最適化、IR活動による投資家の理解促進
- ✓ 上場子会社による少数株主との利益相反を完全子会社化で解消、あるいは売却
- ✓ 主要事業のより詳細な開示、投資計画など資金配分方針の開示
- ✓ BUへの権限移譲などを進めスピード感のある体制に刷新、外部人材の活用(IT/AI, 社外取締役)

- ✓ 資本市場におけるアクティビズムを理解する
- ✓ 必ずしも敵対視すべき存在ではない
- ✓ アクションは、資本市場からの支持が必要

(ファンドや投資家の協調行動・賛同に注意)
(主張は必ずしも企業価値向上を阻害しない)
(アクティビストは時に資本市場の代弁者)

すべきこと

- 1 提案内容を客観的に分析した上で、株式価値を高めること、或いは抜本的な解決策を含めた戦略的施策を検討
- 2 客観的事実に即して貴社の強みを伝達
- 3 緊密なチーム内コミュニケーション
- 4 コアとなるメッセージを決める
- 5 貴社の回答をよく吟味する
- 6 能動的対応を取り、事案に対して積極的に関与していることを示す
- 7 既存株主との関係を綿密にする
- 8 アクティビストの行動が攻撃的にエスカレートする可能性を想定しておく
- 9 取締役会の独立性と良好なガバナンス体制について強調する
- 10 機転を利かせる

してはならないこと

- 1 防衛的になったり、個人攻撃をしたりすること
- 2 経営陣が会社を支配しており、取締役会の関与が薄いような印象を与えること
- 3 アクティビストの主張に一切耳を貸さないような態度を取ることは
- 4 株主やメディアはアクティビストの扇動的な議論に同調すると思ひこむこと
- 5 メッセージがあいまいになり過ぎたり、逆にアクティビストの攻撃点に網羅的に細かく回答したりすること
- 6 アクティビストとの交渉中に、緊急性・必要性の高くない戦略的・財務的なアクションを取ること
- 7 ガバナンス方針を変更したり、小手先の対応をしたりといった、自らが不利になるような行動をとること
- 8 アクティビストを懐柔するために、会社の中長期的な戦略や目標と整合しない行動をとること
- 9 アクティビスト以外の株主が経営陣に反対した場合や新たなアクティビストの攻撃の際に対応の柔軟性を欠くこと
- 10 議決権行使助言機関からの助言で一喜一憂すること

内部留保とは、資本金・資本準備金を元手に事業拡大に成功した企業が
株主に帰属する最終利益をその都度全額株主還元する代わりに、
株主からの信任を前提（暗黙の了解を基）に**翌期への追加資金**として預託されたもの

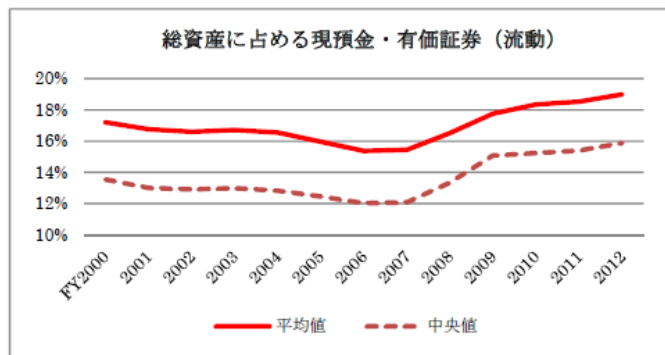
日本企業の内部留保率の推移



注) 法人企業統計（単独決算、金融除く、資本金 10 億円以上）

(出所) 財務省、B of A メリルリンチ・グローバルリサーチ。

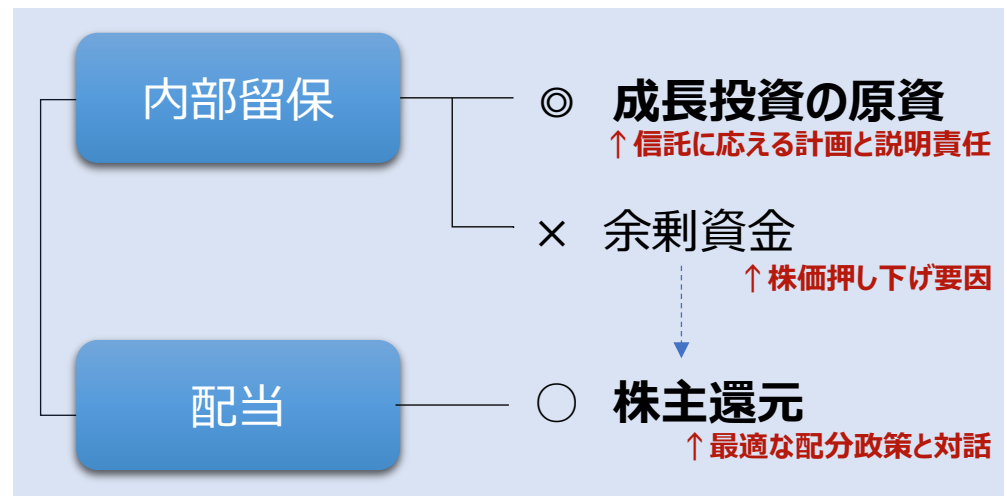
日本企業の現金等保有比率



注) 現預金データは時系列データが取得できる全上場会社 2,810 社の平均値(連結優先)。

(出所) 一橋大学 円谷准教授作成。

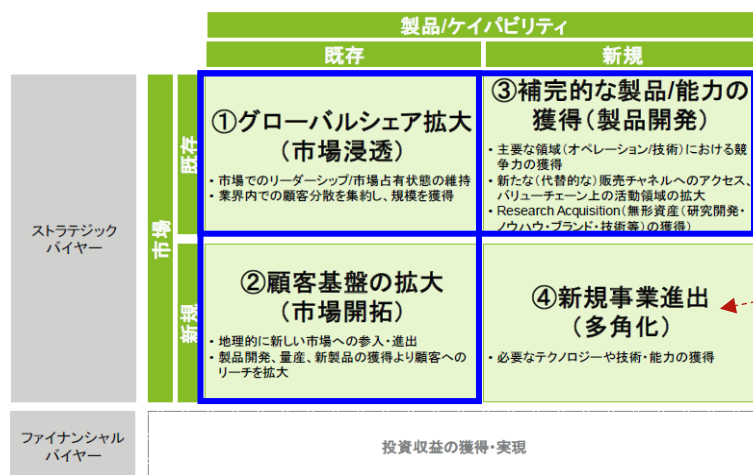
日本企業の内部留保率は、欧米に比べて高い傾向



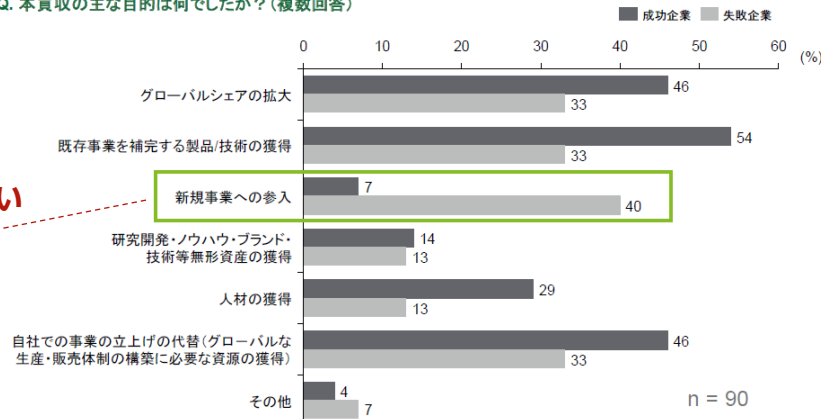
企業と投資家との対話において、
企業のリスク対応や中長期的な事業戦略において
内部留保がどのように活用されるのか
ということは特に重要な論点

既存事業からの拡張を企図したM&Aの成功事例が多く、明確な目的・入念な準備がポイント

「我が国企業による海外M & A研究会」報告書 平成30年3月 経済産業省

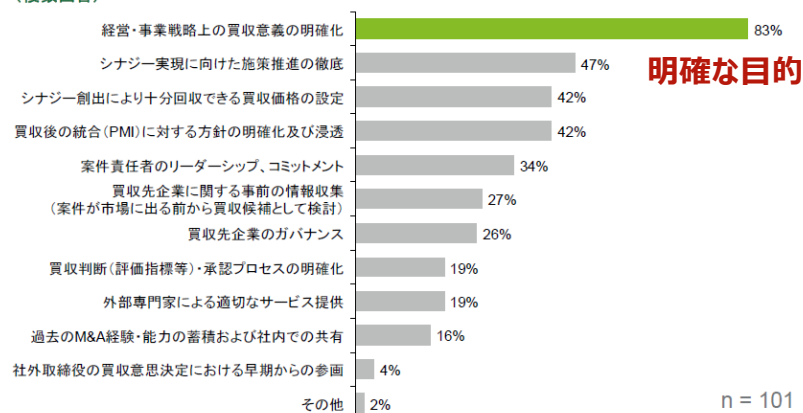


Q. 本買収の主な目的は何でしたか？(複数回答)



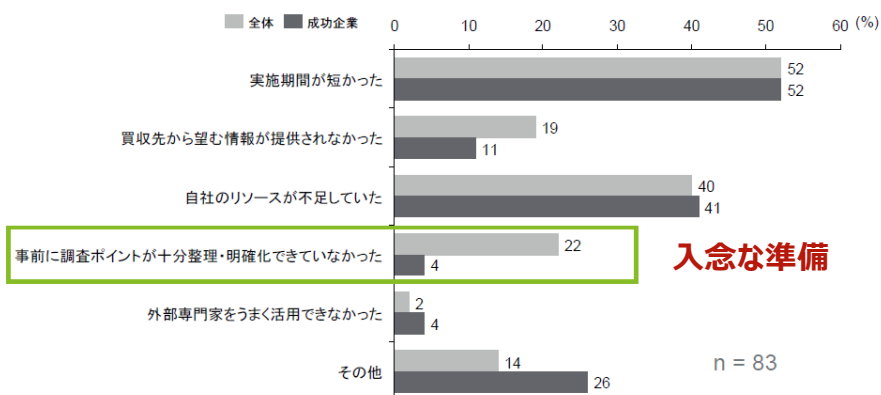
難易度高い

Q. 2001年以降に貴社が実施した海外M&Aのうち、成功と評価された案件において、成功要因は何と考えていますか？(複数回答)



明確な目的

Q. デュー・デリジェンスにおいて、障壁となった事項は何でしたか？(複数回答)



入念な準備

買収目的とWalk away価格を事前に明確にし、買収後を見据えた体制を準備

M&Aで陥りがちな罠

高値掴み(のれん代の払い過ぎ)

- ✓ 公正価格でなく支払い能力で判断
- ✓ 買うことが目的化(恐怖心)
- ✓ 買収で何を獲得・実現するかが不明確

経営できない(PMIの機能不全)

- ✓ 送り込む経営人材がいない
- ✓ 買収先の経営に入っていけない(取締役)
- ✓ 交渉する人とPMIやる人の分断

経済産業省「海外M&Aを経営に活用する9つの行動」

Pre-M&A

行動1:「目指すべき姿」と実現ストーリーの明確化

行動2:「成長戦略・ストーリー」の共有・浸透

行動3:入念な準備に「時間をかける」

ディール

行動4:買収ありきでない成長のための判断軸

行動5:統合に向け買収成立から直ちに行動に着手

PMI

行動6:買収先の「見える化」の徹底(「任せて任さず」)

行動7:自社の強み・哲学を伝える努力

Post-M&A

行動8:海外M&Aによる自己変革とグローバル経営力

行動9:過去の経験の蓄積により「海外M&A巧者」へ

A

M&Aは目的か手段か

目指したい状況
(理想の世界)

- M&Aは自社の経営・事業戦略実現のための1つの手段

避けたい状況(例)
(陥りがちな現実)

- 投資銀行からの持ち込みにより検討開始。その後、M&Aの実行自体がゴールに

B

M&A実行の判断は何か

- ROICやEVAなどの明確なメトリックに基づく判断

- 事業部のプレゼンス増大がドライバー
- 規模の拡大

C

時間軸をどう設定すべきか

- 自身の描くタイムライン通りに全て事が運ぶ

- 社内事情が優先し、自らが追い込まれてしまう

D

価格交渉をいかに進めるべきか

- 常に交渉の主導権を握り良いものを格安で買う／問題事業を破格の値段で売却

- 売り手におおられ高値掴み
- 色よい提案を得られず立往生

E

リスクへの対処

- リスクを相手に全て負担させ(リスクフリー)交渉成立

- リスクフリーにならないため、実行に踏み切れない

適切な買収価格

割高な買収価格

持込案件に受け身の対応

偏った目標設定

楽観的過ぎる価値評価

拙い交渉

買収後の業績改善の未達

事前調査の不足

経済合理性の軽視・案件ありきの姿勢

前提条件とシナジーの甘い見積り

不十分な感応度分析

上限価格を設定せず交渉

価格未定のまま案件公表

お任せ経営、シナジー未実現

環境変化への対応欠如、業績悪化

価格交渉における注意点

- ✓ Walk away Priceは必ず設定して交渉に臨む
- ✓ 買収価格合意前には、原則、公表しない

シナジーを過大評価しない

- ✓ シナジーは概ね未達に終わる(Globalに7~8割の達成率)
- ✓ トップラインシナジーはコストシナジーよりも難易度が高い

PMIによる業務改善

適切なファイナンス

投資家の信認獲得

適切な買収価格

PMIによる業務改善

適切なファイナンス

投資家の信認獲得

買収や統合が直接シナジーを生む訳ではなく、アクションが重要

1. コストシナジー 統合による経営プラットフォームの効率化

・販売一般管理

- ✓ 重複体制の合理化、拠点の統合
- ✓ システム統合・一本化による管理コスト削減
- ✓ 本部機能の合理化、など

・研究開発

- ✓ 重複テーマの整理、重複リソースの削減
- ✓ 購買費用の削減、など

・オペレーション

- ✓ 購買費用の合理化
- ✓ 生産性改善、サプライチェーンの最適化
- ✓ 重複リソースの削減と合理化、など

2. ガバナンス

- ・買収企業のトップ
- ・買収企業の監督
- ・本社トップの関与

買収先への経営関与の仕掛け

サクセッションプランの準備, 実力者の駐在
経営人材派遣, KPI設定, 人事権の掌握
経営理念の共有, トップ間ホットライン強化

適切な買収価格

PMIによる業務改善

適切なファイナンス

投資家の信認獲得

1. 増資には特に慎重に

- ✓ M&Aの収益貢献は不確実。増資により EPS は確実に希薄化
- ✓ M&A という資本配賦に対して投資家は厳しい評価の傾向

2. 負債は財務の安定性維持の範囲内で

- ✓ 対象事業のキャッシュフローの安定性は重要
- ✓ 事前に負債許容能力を格付機関と確認

3. 増資以外による資本手当を積極的に活用

- ✓ リスク資産の削減
- ✓ 非コア事業の売却（事前対応の重要性）
- ✓ 劣後債・ハイブリッド証券など負債性資本は財務安定性範囲内で

M&Aというイベント自体が成長ストーリーになるわけではない

買収時の
投資家向け
メッセージの骨子

1. 戦略的意義
 - ✓ 戦略的に達成できることは何か
 - ✓ 最適事業構成に向けいかに位置づけられるか
2. 価格の妥当性
3. 案件後の経営・統合体制
4. シナジーのスコープとスケール
4. 案件の収益及び財務状況に対するインパクト
5. 資金調達方法(特に増資が不要である場合はその旨の言及)

武田薬品工業は、2019年1月、グローバルな研究開発型のバイオ医薬品のリーディングカンパニーを目指し、アイルランドの製薬会社 シャイアー社を買収
時価総額でほぼ同規模、企業価値で上回る企業の大型買収案件



※取引発表時点(2018/5/4)
 ()内はリーク前ベース

時価総額	\$32.7bn (\$41.1bn)	\$49.5bn (\$39.6bn)
企業価値	\$40.1bn (\$48.8bn)	\$67.7bn (\$57.8bn)
売上高 (FY17A) CAGR ¹	\$16.2bn 1.1%	\$15.2bn 32.4%
EBITDA (FY17A) % margin	\$3.5bn 21.7%	\$6.5bn 42.8%
PER (FY17A)	19.1x (24.0x)	14.4x ² (9.3x)
FV / EBITDA (FY17A)	11.4x (13.9x)	12.2x ² (8.9x)
Net Debt (直近)	\$7.3bn	\$18.2bn
Net debt / EBITDA	2.1x	2.8x

主要領域

がん、消化器、神経精神

免疫、血友病、神経精神、内科、遺伝性疾患

武田薬品工業によるシャイアー社の買収

グローバル市場である製薬市場の4割が米国
その最大市場へのアクセス(クロスセル)と莫大な新薬開発費の希薄化を企図

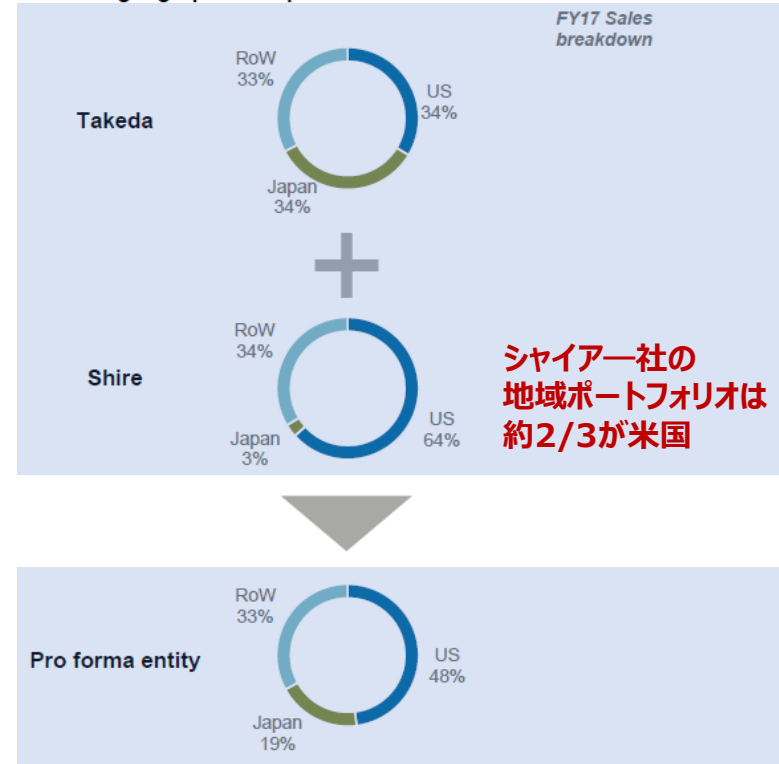
規模拡大による開発費の希薄化

Pharma ranking in terms of Rx sales

Rank	Company	2017A ¹ Rx sales (\$bn)
1	Pfizer	45.4
2	Novartis	41.9
3	Roche	41.7
4	Merck & Co	35.4
5	Johnson & Johnson	34.4
6	Sanofi	33.7
7	GlaxoSmithKline	28.7
8	AbbVie	27.7
9	Pro Forma	27.5
10	Gilead Sciences	25.7
11	Amgen	21.8
12	AstraZeneca	19.8
13	Bristol-Myers Squibb	19.3
14	Eli Lilly	18.5
15	Teva Pharmaceutical Industries	18.3
16	Bayer	17.7
17	Novo Nordisk	17.0
18	Boehringer Ingelheim	15.1
19	Allergan	15.0
20	Shire	14.4
21	Takeda	13.1
22	Celgene	12.9
23	Mylan	11.5
24	Astellas Pharma	10.8
25	Biogen	10.4
26	CSL	7.4

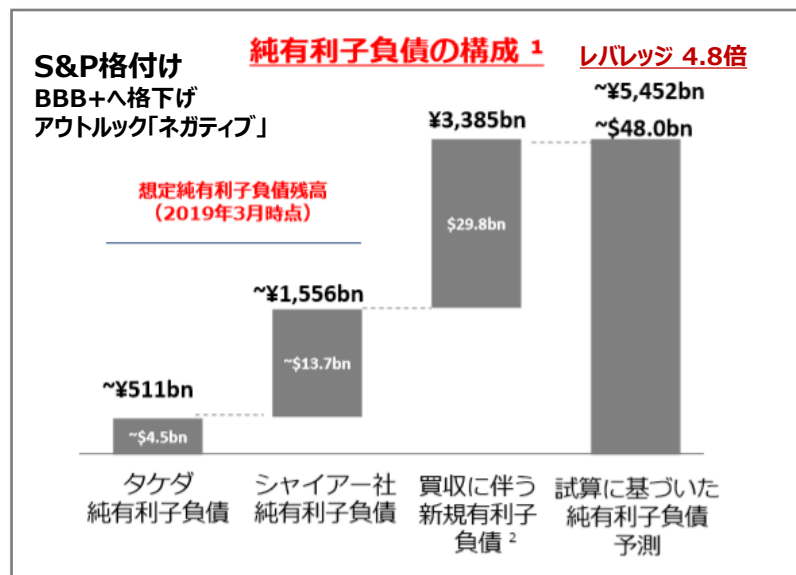
最大市場米国へのアクセス権獲得

Enhanced geographic footprint



論点：レバレッジ 4.8倍の有利子負債を抱えて、企業価値向上は本当に実現できるのか？

*レバレッジ＝純有利子負債/調整後EBITDA



株主の反対表明(同社OBを含む持ち株比率1%の株主)
「武田薬品の将来を考える会」が膨大な負債に懸念

買収価格の上昇

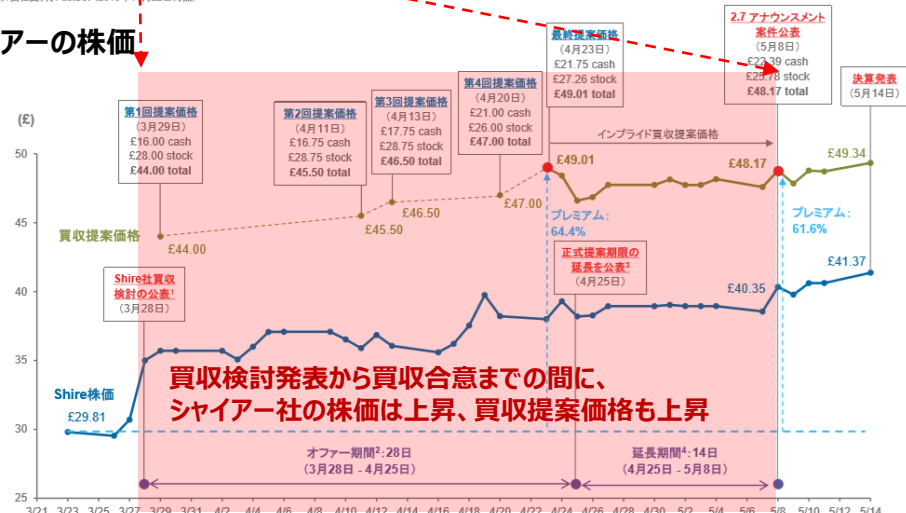
	買収提案価格	シャイアー株価	プレミアム
買収検討発表時	£ 44.00	£ 29.81	+47.6%
買収合意発表時	£ 48.17	£ 40.35	
上昇率	+9.5%	+35.4%	

この間、武田薬品株価は、5,500円→4,400円へ急落

武田薬品の株価



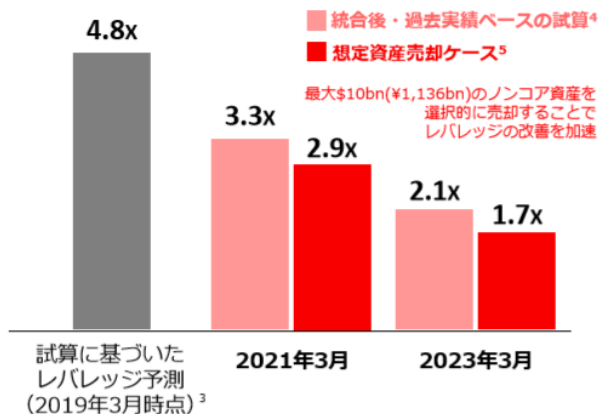
シャイアーの株価



論点： 買収メリットについてのStakeholderとの対話と、当初計画実現に向けたアクション Stakeholderの懸念払しょくのため、IR活動を活発化

有利子負債の圧縮

想定レバレッジ

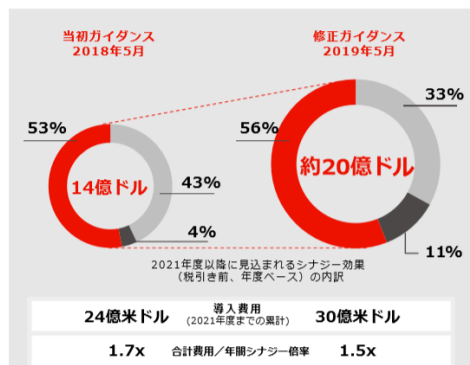


キャッシュの創出とビジネスへのフォーカスを可能にする
ノン・コア資産売却のこれまでの力強い実績

	2017年度 億円	2018年度 億円	2019年度累計
ノン・コア 資産売却	285 （テバ合併への製品譲渡 和光純薬工業）	275 （マルチラブ社と デックプール社）	一時金 34億米ドル 潜在的なマイルストーン 最大 19億米ドル での Xiidraの売却合意
不動産売却	393	1,083	一時金 358百万ユーロ での Tachosilの売却合意 製造供給マージンを取得する 長期契約を締結
投資有価証券 売却	406	650	

コストシナジーの実現

ボトムアップの精緻な調査を経て、想定コストシナジーのターゲットを
14億米ドルから約20億米ドルに引き上げ



販売・一般管理

- 営業マーケティングの効率化
- 重複する拠点の統合
- 重複するITシステムの削減
- 中央サポート機能において重複するコストの削減

研究開発

- 実施中の研究課題および初期パイプラインプログラムの合理化
- 重複するリソースの削減
- 臨床試験資材の購買費用効率化

製造・供給

- 購買費用の合理化
- 生産性向上を通じた効率化
- サプライチェーンの最適化
- 重複するリソースの削減と組織規模の適正化

トップラインシナジーの実現

成長ドライバー売上比率 63%

2018年度上期 実質的な売上収益の成長

消化器系疾患	+18.7%
オンコロジー	+6.8%
ニューロサイエンス	+15.6%
新興国事業	+2.4%
合計	+9.8%

年間4,000億円規模の研究開発投資



R&D dayの実施による非財務情報開示強化

国内市場中心の事業展開だった東京海上

2000年の売上1.7兆円、利益 9百億円から、共に3倍超まで成長させ、ROEも8%台まで上昇

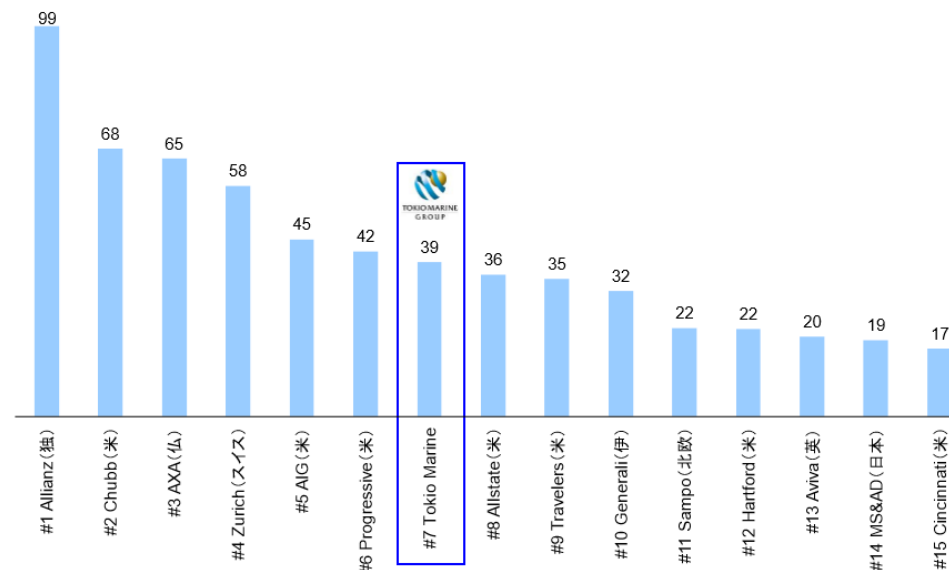
東京海上グループの概要

- 創業:1879年
- 資本金:1,500億円
- 連結経常収益(売上高):5兆4,767億円
(2018年度実績)
- 修正純利益*:2,809億円
(2018年度実績)
- 時価総額:約4.3兆円
(2019年12月2日現在)
- 格付け(東京海上日動):
A+(S&P), Aa3 (Moody's), A++(A.M. Best)
- 従業員数:約40,848人
(連結ベース/2019年3月末現在)

グローバル損害保険グループ 時価総額ランキング

(単位:10億ドル)

出典: Bloomberg。2019年12月2日時点。日本以外のアジアを除く。

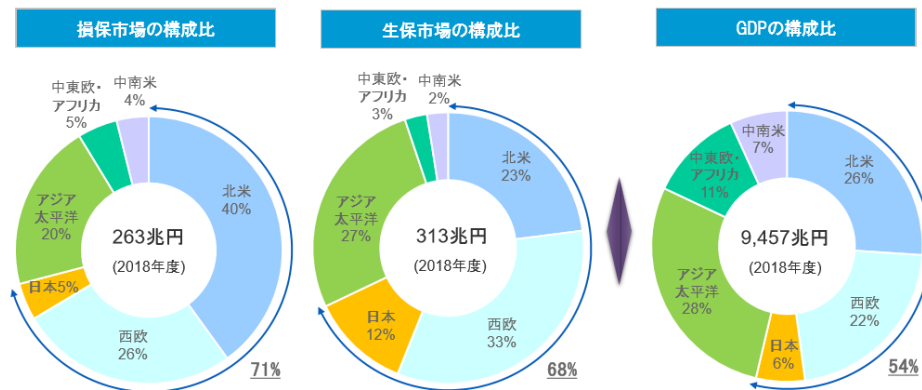


各事業ドメイン (会社名は主な子会社)

国内損害保険事業	 東京海上日動  日新火災  イーデザイン損保 東京海上グループ	海外保険事業	 Tokio Marine Kiln  PHILADELPHIA INSURANCE COMPANIES  DELPHI DELTA INSURANCE COMPANY LIMITED  TOKIO MARINE NRC  Tokio Marine Asia
国内生命保険事業	 東京海上日動あんしん生命	金融・一般事業	 東京海上アセットマネジメント

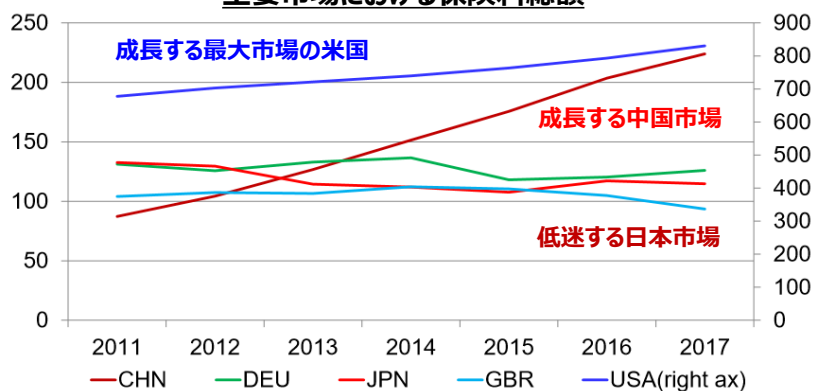
主力の損保事業は国内中心だが、成長余地は限定的で収益性低い。一方で、最大市場の米国は成長。中国市場は成長著しいが、外資規制(免許の認可)が厳しく、規模拡大が望めない。

米欧日の3市場で全体の7割



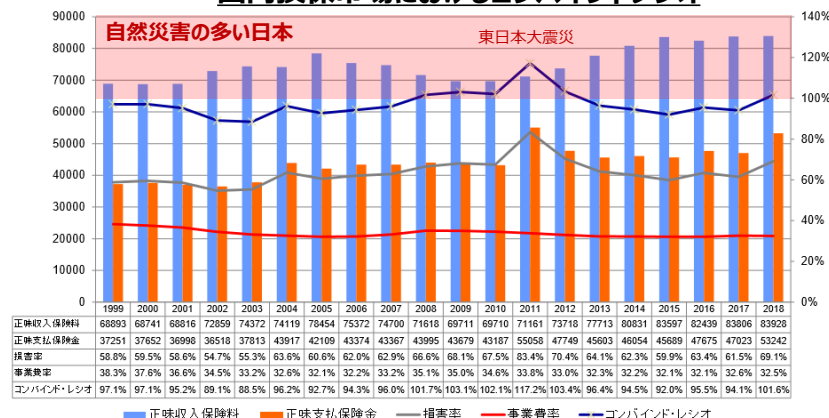
(注1) アジアには日本を含めない、西欧には北欧・イスラエル等が含まれる。
(注2) 為替は1ドル=110.9円(2018年12月末)を適用
出所: Swiss Re "Sigma" World insurance in 2018

主要市場における保険料総額

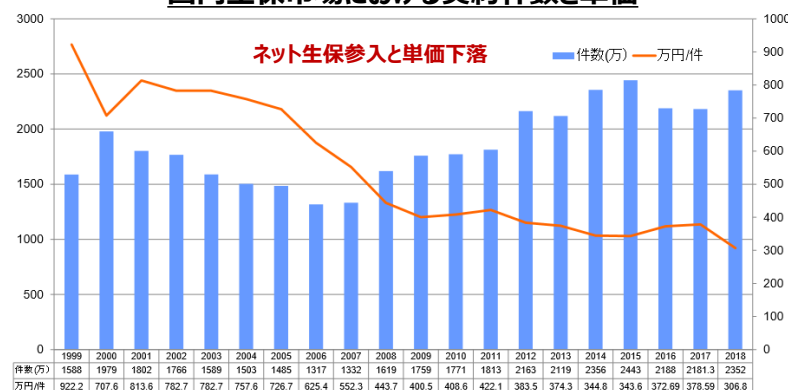


災害被害の甚大化と国内市場競争激化

国内損保市場におけるコンバインドレシオ

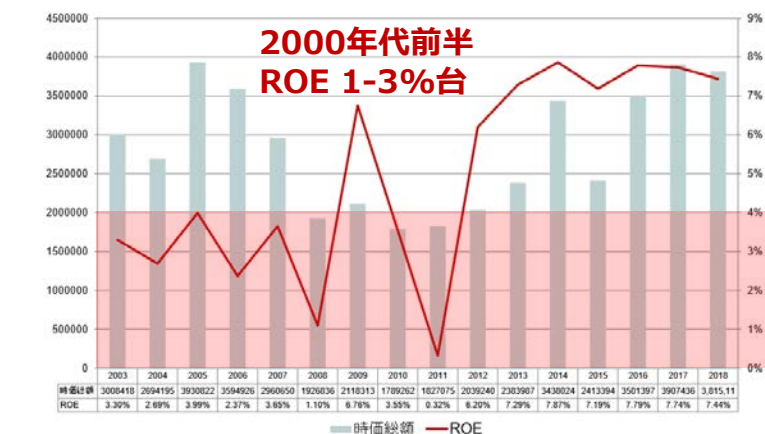
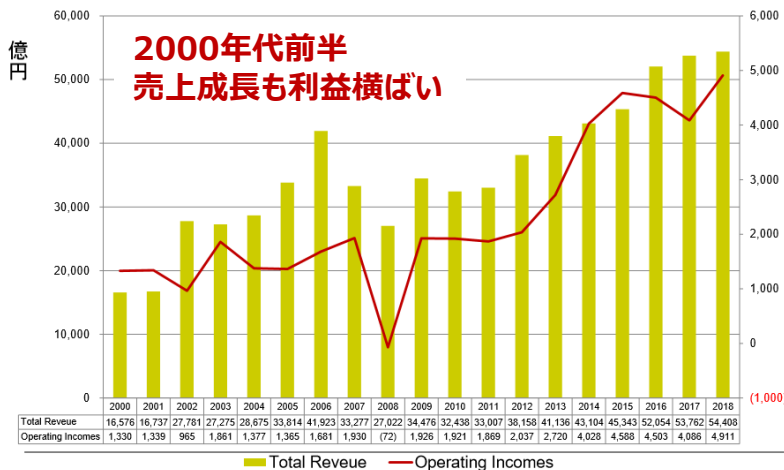


国内生保市場における契約件数と単価



国内市場中心の事業展開だった東京海上。2000年代前半は、ROS, ROEの低迷に苦しむ。
自然災害の増加、競争の激化など、厳しくなる事業環境の中で、海外M&Aによる成長を目指す。

東京海上HDの収益性と課題



海外M&Aでグローバル展開加速

グローバル展開の戦略的意義

① グローバルな成長機会の追求

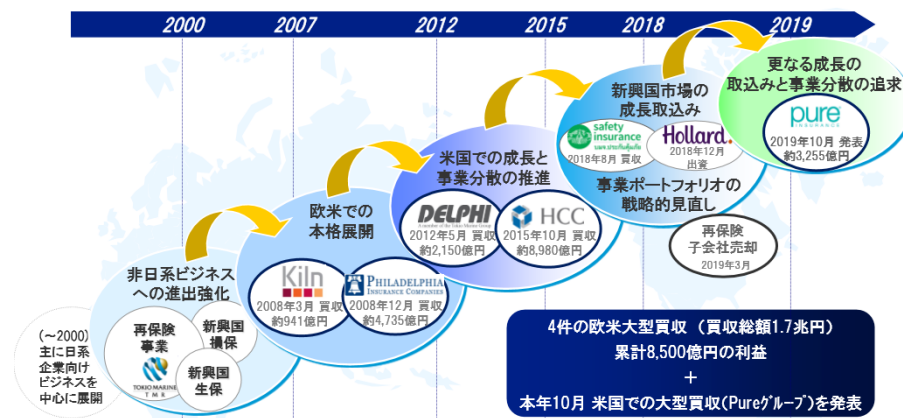
海外保険市場の高い成長性の取り込み

② グローバルに地域分散の効いた事業ポートフォリオの構築

リスク分散効果による利益水準安定化 & 資本効率・ROE向上

③ 日系顧客の海外進出に対応

日系顧客のグローバル化に的確に対応



事業のグローバル化を推進する体制を整備し、矢継ぎ早に海外M&Aを実施。
海外事業の取り込みにより、国内依存比率を50%まで低下させ、ポートフォリオを安定化

“体制なくして事業なし”

本格的な海外保険事業の拡大に向け、
戦略を明確化し、必要な体制を整備

2007年7月：東京海上HDに
「海外事業企画部」を新設
(アドバイザー(FA・弁護士など数名)、社内(実務経験者数名))

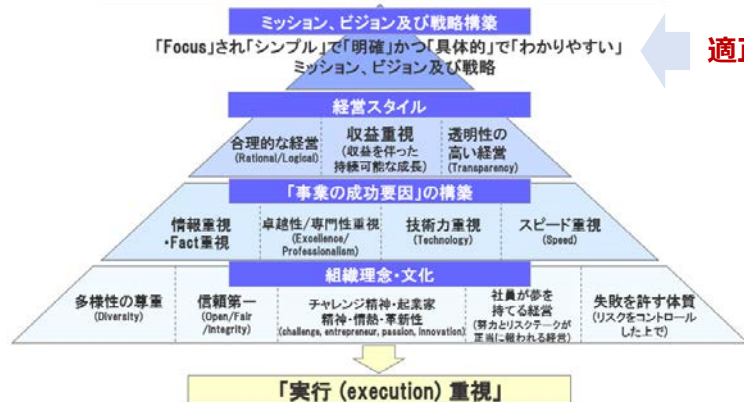
- ✓ インテリジェンス(情報収集,調査)
- ✓ ガバナンス整備

海外事業企画部の基本的運営方針*

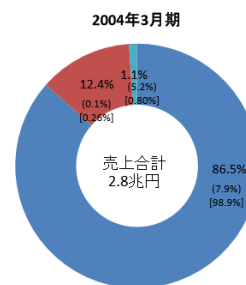
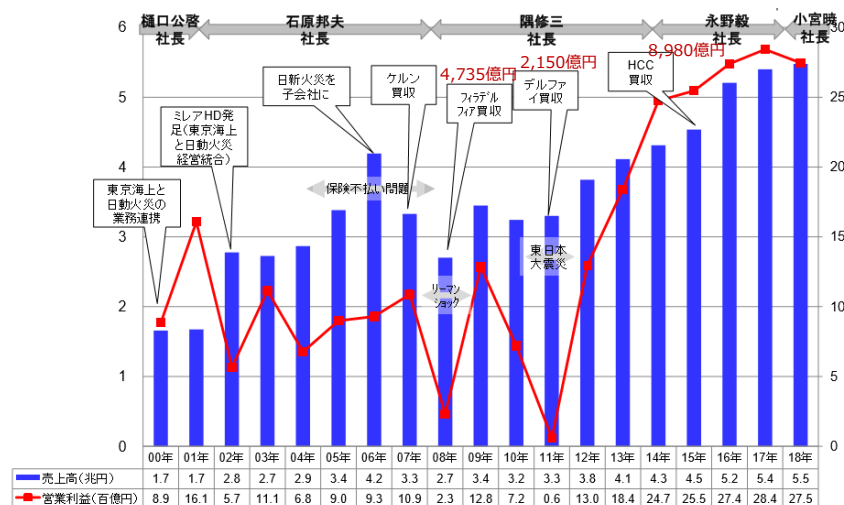
*設立当時

目指すべきもの = 一言で言えば「国際的に通用する経営」

適正人材の素養



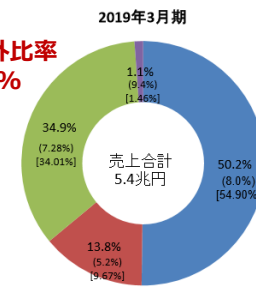
M&A活用で事業ポートフォリオ安定化



海外比率
35%

国内損保依存度
87%→50%

■国内損保 ■国内生保 ■海外保険 ■金融・一般 ■その他



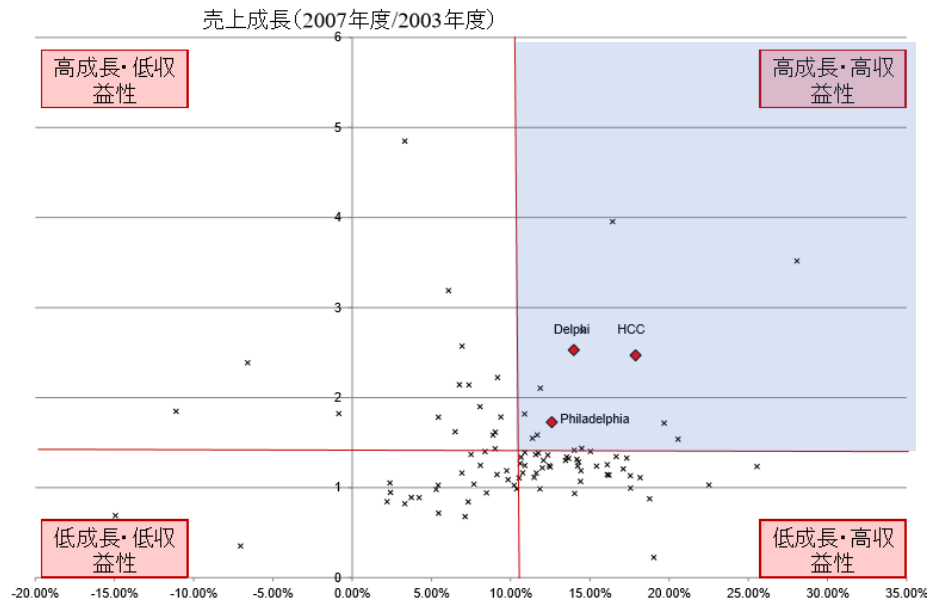
■国内損保 ■国内生保 ■海外保険 ■金融・一般

M&A実施にあたっては、明確な評価基準、情報力、マネジメント力など総合力が求められる

高成長・高収益企業にFocus

収益性・成長性の高いスペシャルティ保険*分野にFocus

- ・フィラデルフィア 米国屈指の優良スペシャルティ損保
- ・デルファイ 米国生保を兼営する優良スペシャルティ保険
- ・HCC 世界トップクラスの優良スペシャルティ保険グループ



*スペシャルティ保険:

主として、一般の保険ではカバーされないような特定のリスクやセグメントを対象として、専門性の高いアンダーライティング力や技術力を必要とする保険

M&Aは目的ではなく手段

- M&A実行の明確な戦略的必然性が必要**
 - ✓ 主体的な自社戦略がなければM&Aは実行不能
- 明確な買収方針の重要性**
 - ✓ 買収原則 = ぶれない基軸、規律を守る
- 買収対象事業の経営経験の重要性**
 - ✓ 自前の事業経験なくして買収会社の経営は不可能
- 入口の重要性 (目利き力)**
 - ✓ PMIと同等に入口での選定は重要
- 情報力 (Intelligence)**
 - ✓ M&Aは情報戦
 - ✓ 事業経営経験に裏打ちされた的確な情報収集・分析が必須
- トラック・レコードの重要性**
 - ✓ 各案件の円滑な進展が次に繋がる好循環
- プロセス・マネジメント力**
 - ✓ M&Aは関係者・検討事項が多岐にわたる総力戦
 - ✓ 体系的で一貫したプロセスを着実に実行できる力が必要
- M&A交渉のポイント**
 - ✓ 柔軟性・スピード・Responsiveness、共感性あるコミュニケーション
 - ✓ 相手方のInterestの把握
 - ✓ プリンシパルとアドバイザーの役割の明確化
- 強固な相互信頼関係に基づく円滑なPMI**
 - ✓ 「任せきり」でも「過剰介入」でもないライト・バランス
 - ✓ 戦略は親会社、執行 (事業計画実行) は子会社
- M&Aスキルは必要条件であるが十分条件ではない**
 - ✓ 買収対象事業の本質に精通していることが必須

買収 3原則 (Acquisition Principle)

- 1) 経営の健全性が高い
- 2) 強固なビジネスモデルを有する
- 3) 高い成長性をもつ優良な会社である（価値観を共有できる優秀な経営陣の存在）

「優良な会社」とは何か

- 保険事業経営の価値観と経営方針を共有できること
- 優秀な経営陣の存在・経営陣とコア社員の安定性
- Constantな好業績と健全な財務体質
- 保険引受能力及び収益性重視の姿勢
- 収益を伴う成長力
- 以上を支える強みの存在

買収方針

- 価値観と経営方針を共有できる優秀な経営者のいる「**優良な会社**」を、
- 適切な価格で買収し、
- 経営陣の考え方を尊重（多様な価値観を尊重）しつつ、
- 強固な相互信頼関係を構築し、適切なガバナンスを行う

- ✓ 価格の目線 DCFによる評価、Assumptionを突き詰める(譲らないところ)
- ✓ DDリストにこだわる。情報の出が悪いときは要注意。相手方トップと重要性話す。
(リスク情報、監査情報、取締役会議事録などが特に重要な情報)
- ✓ 契約交渉では、優先順位をつけて、全部を取ろうとしない(譲るところ)

『双方の利害・関心を調整して、より良い合意・共感を導き出すプロセスマネジメント力』

交渉力を高める3要件

■ 日本企業が陥りがちな失敗 ■

- ① 交渉に入る前の準備不足が顕著な「泥縄式」交渉
- ② 社内で決まった「条件呪縛（＝目的喪失）型」交渉
- ③ 自社内での調整・意思決定の負荷が大きく、
実際の交渉での「本番息切れ型」交渉
- ④ 自社（日本）の「“当たり前”盲信型」交渉
- ⑤ 合意に向けた冷静な交渉ではなく、
「意思・感情・面子主導型」交渉



1. 交渉力は事前準備の質・量によって決まる
2. 目的・判断基準とシナリオを明確にしておく
3. BATNA*を懐に入れておく

*BATNA : Best Alternative to Negotiated Agreement

3要件を支える7つの交渉のツボ

1. 相手の視座に立って考える
2. 本質的な目的・利益をしっかり伝える
3. 共通の利益と課題を切り出す
4. 目的・利益・評価の“違い”を利用する
5. 質問で情報を得る/確認する/決断促す
6. 交渉相手も“人間”であることを忘れない
7. 最後は情理を尽くす



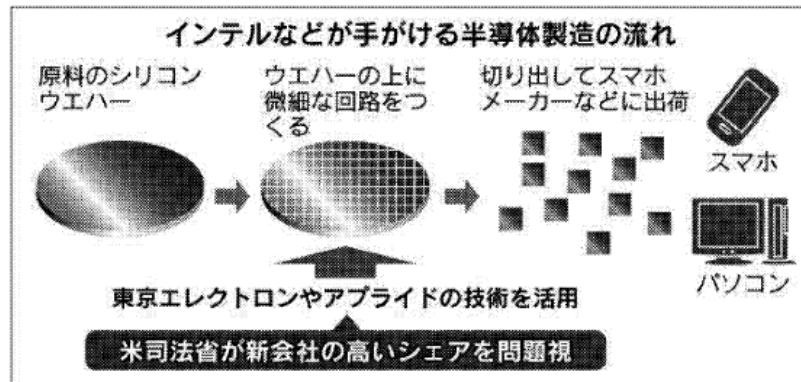
- ✓ 組織内での交渉力の研鑽→対外的な交渉力向上
- ✓ 社内の仕組みの強化→
 - ・意思決定プロセス
 - ・責任と権限の強化
 - ・法務支援体制強化

半導体製造装置大手 東京エレクトロン、業界No.1 アプライドマテリアルズ社と経営統合を企図

2012年当時、半導体装置の業界においては、
3Dメモリやロジックの微細化など、次世代半導体への移行につれて
増加傾向にある製造装置の開発費が収益を圧迫するとの予想
→**オーガニック成長あるいはM&Aによる開発費率の低減**が必要

2012年12月 アプライドマテリアルズ社より対等合併の打診
2013年 3月 経営統合に向けて交渉開始

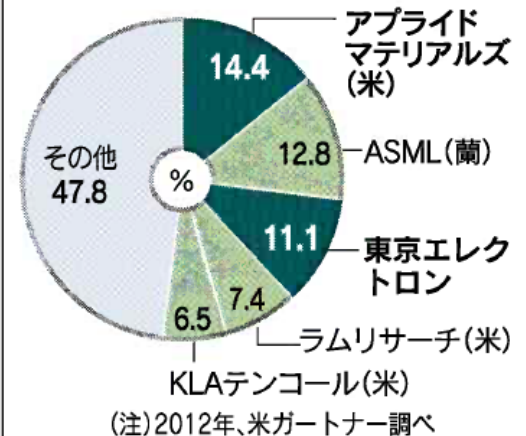
部品や設備の共通化を通じて、両社の経営統合後の3年間で
見込んでいた**コスト削減は約5億ドル**



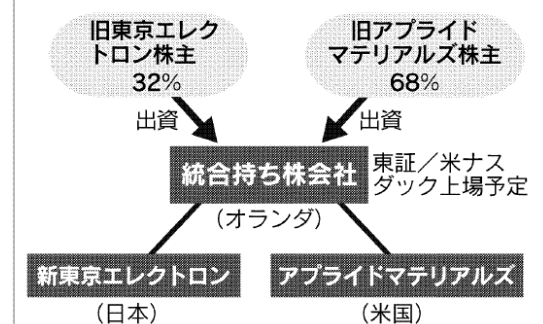
米司法省による独禁法審査通らず破談に

世界シェア25%超で圧倒的首位に

半導体製造装置上位5社の世界シェア

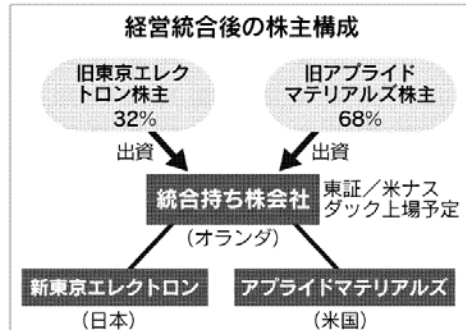


経営統合後の株主構成



独禁法の壁により破談となったが、高い倫理観で両社の信頼関係固く、外資の長所を多く吸収

交渉過程での様々な困難



- ✓ アプライド社(外資)による実質的買収との評価
→ GPIFなどの機関投資家の株式売却
- ✓ 株式交換比率の合意が難航
→ 先方は“MOEは対等だからプレミアムはなし”の立場
- ✓ 米司法省はじめ独禁法抵触との指摘
→ 事業領域の大半かぶらずも、判断覆らず
- ✓ 取締役は両社同人数で配分の案も司法省却下
→ “対等かどうかは株主が決めること”との判断

アプライド社(外資)からの学び

- ✓ **Sensitivity to Investor**
→ 投資家へのコミットメント高い
- ✓ **Sensitivity to its competitors**
→ “Beat them!”, “Kill them”という激しさ
- ✓ **Looking at Reality**
→ 第三者機関の客観的データを重視
→ 競合ベンチマークしっかりやる

その他の気づき

- Succession Planをしっかり作っている
(自社以外のヘッドハンティングなども検討に含めている)
- ITインフラにしっかり投資している(経営者のITリテラシー高い)
- トップの実務力高い(自ら手を動かせる)
- 多様な人材を活用している(インド、東欧、中国など出身、性別)
- 組織運営が柔軟(クロスボーダーな組織、Virtual体制)
- CFOの高い人格(CEO・投資家からの信頼、周囲の尊敬、知性)

経済成長、地政学的変化が、為替変動を通して経営に与える影響を理解し、適切にヘッジ

通貨の実力値評価法

2国間交換レートでは通貨の実力は図れない

$$\text{“実質”為替レート} = \text{名目為替レート} \times \frac{\text{対象国物価}}{\text{自国物価}}$$

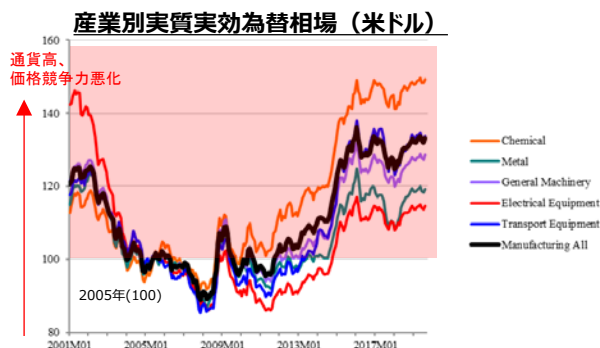
物価調整

“実効”為替レート

外国為替市場における諸通貨の相対的実力値
中央銀行や国際決済銀行が算定し、公表

計算方法

実質為替レートを貿易相手国との取引量で加重平均化
(基準年度を100として、比較する)



為替相場の決定要因、リスクと対処法

為替相場の決定要因

長期：国際貿易面 → 購買力平価に連動

- 1) 物価
- 2) 賃金
- 3) 生産性

短期：国際金融面 → 金利平価に連動

- 1) 金利差
- 2) 予想将来為替相場
- 3) 流動性

外国為替リスク

- ・取引 決済時に為替金額が変動
- ・換算 財務諸表の外貨建て資産や負債の評価額が変動
- ・経営 価格競争力や生産戦略に影響

為替リスク対応

- ・取引 一般的為替リスクヘッジを実施
- ・換算 P&Lに為替差損益を計上
(海外子会社連結決算：為替換算調整勘定に計上)
- ・経営 短期的なヘッジは難しい
(中長期的には生産地変更、地域ポートフォリオを分散)

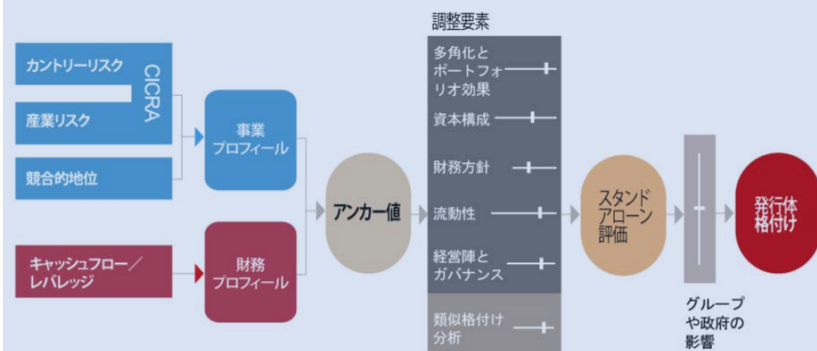
資本政策は、投資家・債権者の両視点に立ち、その影響評価の上、決定することが重要

信用格付けの役割

信用格付け

企業の債務返済能力の程度を示す格付け会社の意見

事業会社の格付け基準のフレームワーク



格付けの比較可能性向上のためにストレスシナリオを用いる
(以下のストレスに耐えつつ、金融債務の履行ができる)

	ストレス度	GDP	失業率	株価
AAA	米国大恐慌	▲26.5%	24.9%	▲85%
BBB	中程度	max ▲3%	10%	max ▲50%
B	弱め	max ▲0.5%	6%以下	max ▲10%

株主還元の格付け評価への影響

信用力評価の観点からは株主還元は一般にネガティブ

格付け会社の視点

・株主還元は企業の債務返済能力に対してマイナス
→配当や自社株買いは、債務を減らさず返済原資を減らすため

格付け基準のフレームワーク中の2項目に影響

- ✓ キャッシュフロー/レバレッジ
- ✓ 財務方針

格下げを検討する可能性があるケース

- ✓ 資産売却で配当すると予想したのに、債務調達で配当
- ✓ 債務返済に充てると思っていた現金を配当に利用
- ✓ 株主還元方針の突然の変更で、配当が予想より増加

格付けへの影響が比較的限られるケース

- ✓ 計画外の資産売却を行い、その範囲で配当を増やした
- ✓ 業績が予想を上回って推移し、上振れしたキャッシュフローを配当

ファイナンスの2つの分野

1) インベストメント・マネジメント

2) コーポレート・ファイナンス

1. 事業投資の意思決定
2. 資金調達の意思決定(資本構成の選択)
3. ペイアウトの意思決定

資金は、リスク投資を伴っても、
収益性の高い事業へ投資されることで企業価値向上につながる

事業投資の意思決定(M&A)

あるべき買収金額 ≤ 被買収企業のΣDCF + M&Aで創造されるΣDCF

年	買い手	売り手	買収金額(10億円)	買収プレミアム
2016	ソフトバンクグループ	アーム・ホールディングス	3,323	42.9%
2014	サントリーHD	ビーム	1,679	24.0
2015	東京海上HD	HCCインシュアランスHD	914	35.8
2018	武田薬品工業	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	900	53.0
2015	日本郵政	トールHD	620	53.0
34社平均			477	48.5
中央値			328	42.8
最小値			53	15.0
最大値			3,323	123.0

出所：レコフなど。2005～16年の500億円以上の海外M&A案件のうちプレミアム率の判明する34件

ペイアウトの意思決定

ROEへの注目に伴い、株主還元は企業の自社株買いを誘導

総還元性向	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	106.15%	167.58%	54.22%	119.76%	97.74%	113.59%	91.55%	106.17%	98.54%	70.76%
JP	103.73%	130.63%	82.98%	66.84%	60.77%	67.65%	45.02%	43.63%	53.92%	50.43%
US	166.67%	102.43%	86.24%	93.67%	124.50%	123.90%	120.21%	223.95%	120.44%	131.02%

ペイアウト政策は一時的な株価上昇を生む場合があるが、
投資家は必ずしも“配当”にこだわっていない(無配のAmazonは将来投資に集中)

資金調達の意思決定(資本構成の選択)

株式発行による株価への影響

調達資金の使途・期待利益率によって異質

1. 調達資金を既存事業と同じ利益率の事業に投じる場合 ROE±0
2. 既存事業より相対的に低い利益率の事業に投じる場合 ROE▲
3. 既存事業より相対的に高い利益率の事業に投じる場合 ROE+

2の場合、EPSは低下し、株価は「希薄化」

3の場合、EPSは上昇し、株価は「濃縮化」

リスク投資とペイアウト ～ PBRへの影響

リスク投資 ・設備投資 ・R&D ・M&A	high	1.37	1.57
	low	1.21	1.29
		low	high
		ペイアウト	

・配当
・自社株買い

企業活動の多様化、グローバル化によって、税制が複雑化→税務リスク高まっている

企業経営における税務の重要性

- ✓ 利益の約3割が法人税として流出
→**最優先で削減すべきコスト**
- ✓ 法人税等、税負担の低減は
経営者の業績評価の一要素
- ✓ [納税＋節税]→**知恵を最大限活用**
(税務担当者や専門家の活用)
→**最終判断は、経営者が行う**



税務＋法務

近年の重要な課税問題

以下の精度は、

仕組みが複雑&課税を受ける場合に多額
であるため、特に注意が必要

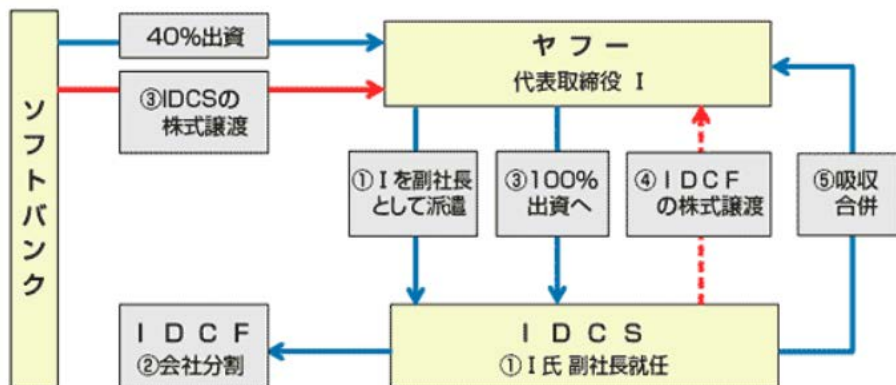
- ✓ 国際税務
 - 移転価格税制
 - 外国子会社合算税制
- ✓ 組織再編税制
 - 合併
 - 分割
 - 株式交換等
- ✓ 資本等取引税制
 - 有利発行(増資)
 - みなし配当と株式譲渡損益を取扱い
- ✓ グループ法人税制
- ✓ 連結納税制度

税負担の軽減以外に合理的な理由となる事業目的やその他事由があるか？

Yahoo!事件

被合併法人の繰越欠損金を合併法人に引き継いで控除

租税回避として否認

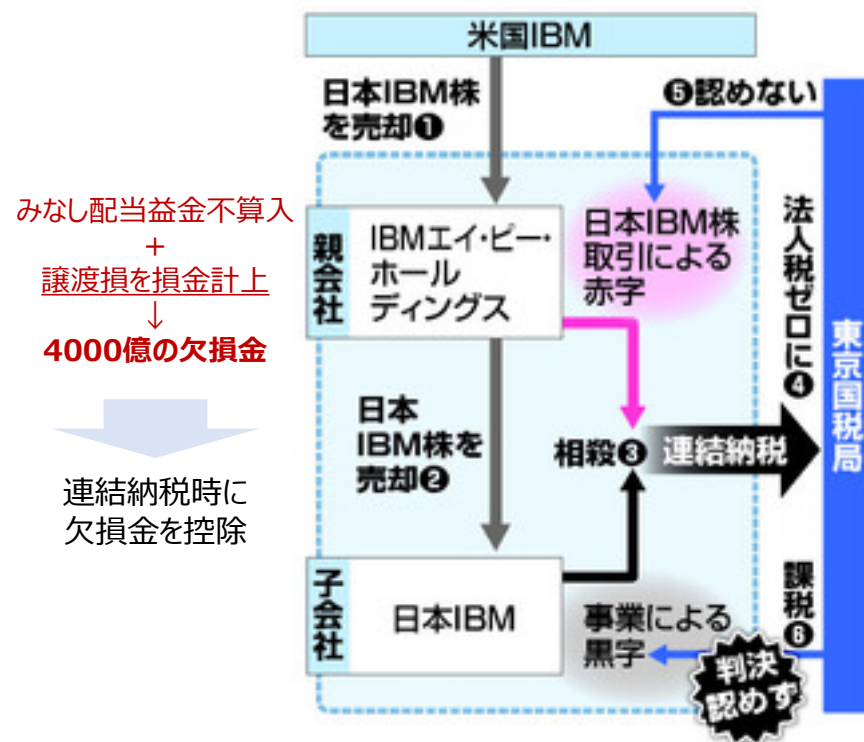


“①の副社長就任は、経営の中枢を継続的、実質的に担ってたとは言えない”

IBM事件

経済的、実質的見地において当該行為又は計算が
純粋経済人として不合理、不自然なものと認定

日本IBMグループの連結納税の構図



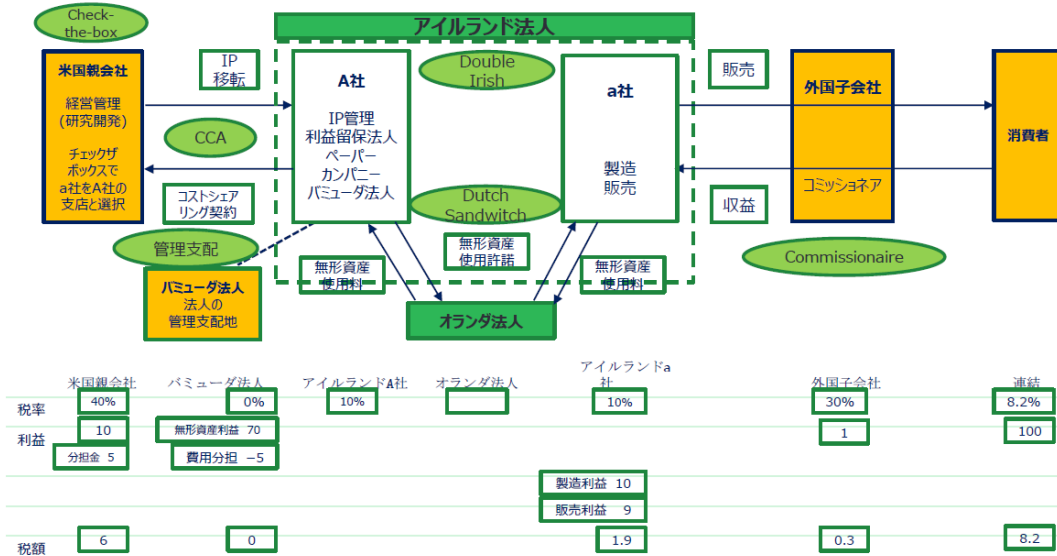
みなし配当益金不算入
+
譲渡損を損金計上
↓
4000億の欠損金

連結納税時に
欠損金を控除

米国の多国籍企業は、各国税制や租税条約の組み合わせを駆使し、実効税率を抑制

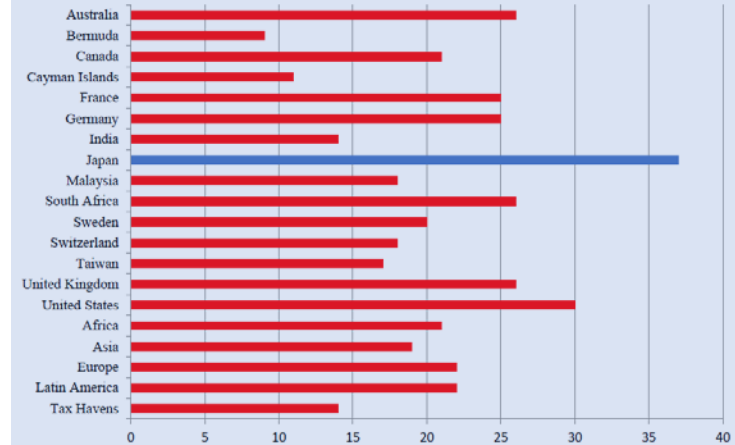
アイルランドの税制、オランダ(ダッチ)との租税条約を組み合わせた節税スキーム

Double Irish with a Dutch Sandwich



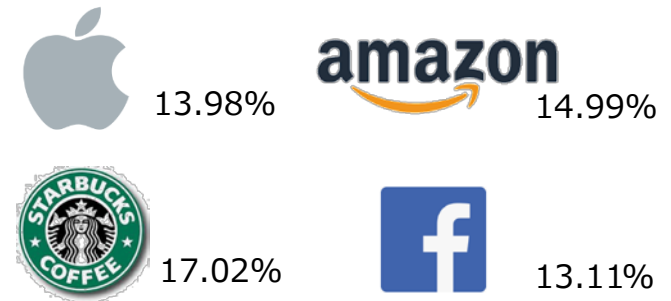
Appleが始めたDouble Irishを、
MicrosoftとGoogleがDutch Sandwichで強化したと言われている

国によって異なる法人税率



(Markle, K.Sand Shackelford D.A.(2011) "Cross-country Comparisons of corporate income taxes", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16839, February 2011.)

米国多国籍企業の実効税率(2018年9月末)



費用分担契約(CCA)

Cost Contribution Arrangement

無形資産などを共同開発する場合に、その開発費用を、将来得られるであろう収益の割合で負担し、開発された無形資産を持ち分に応じて取得する契約

Check the Box

米国企業が海外に持つ拠点の税務上の扱いを

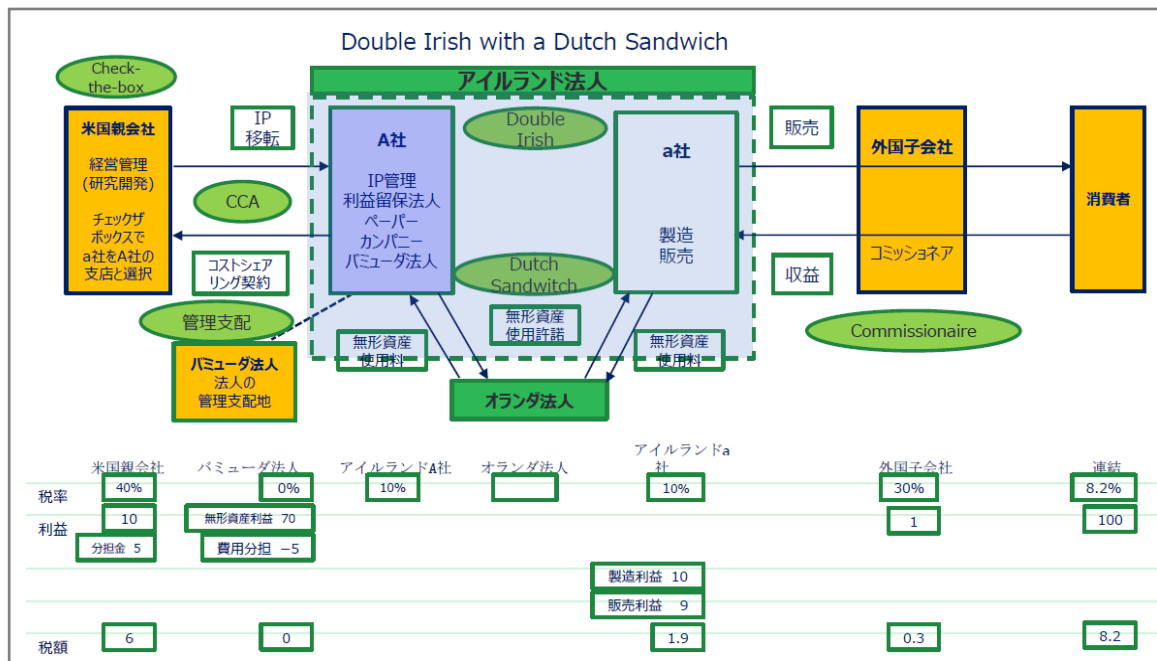
- 1) 法人 (課税対象)
- 2) 支店 (課税対象外)

のいずれか自ら選べるという米財務省規則の通称。

子会社であれば一般に米タックスヘイブン対策税制(CFC税制)により課税されるが、別の持ち株会社を設立して孫会社にしてしまえば支店とみなすことができ、課税対象外となる。

Commissionaire(問屋契約)の活用

高課税国に所在する販売会社又は製造会社を、コミッションア(問屋)又は受託製造会社等の限定的にしか機能・リスクを有しない事業形態に転換し、軽課税国に所在するプリンシパル(委託者)に機能・リスクを集中させる



アイルランドでは、会社の管理実態が海外にある場合は会社法上はアイルランド法人でも税法上は「外国法人」として扱う
→法人税がかからない

米国では設立国を基準に「内国」「外国」を区別しているのでアイルランド設立の会社は「外国法人」
→課税対象外

知財保有会社に対する優遇税制(いわゆるパテント・ボックス)があるアイルランドの法人税率は12.5%。アメリカは35%(連邦税のみ)

無形資産使用許諾による収入は、利用者や利用料の支払い者がいる国における所得と見なされ、その国での源泉徴収がなされる

オランダは、古くからいろいろな国と租税条約を締結しており、その中で外国の個人・企業に有利な税務上の取扱いを約束
→オランダに知財を“借りて”事業を行う法人を設立し、ここをHUBにしてライセンサーより使用料を回収

①アイルランドとオランダの法人間の許諾料への源泉課税回避

②オランダとライセンサー所在国の間で租税条約があれば源泉課税回避

→オランダ法人は、もらう方も払う方も、源泉課税を回避

BEPS: Base Erosion and Profit Sharing (税源浸食と利益移転)

現地税制や国際課税原則の観点からは合法ではあるが、法人税収を著しく減少させる国際的税務プランニング
 多国籍企業による、軽課税国への利益移転などの過度の節税策が問題視されるようになった

「BEPSプロジェクト」最終報告書の概要

A. グローバル企業は払うべき（価値が創造される）ところで税金を支払うべきとの観点から、国際課税原則を再構築（実質性）

（1）電子経済の発展への対応

電子経済に伴う問題への対応について、海外からのB2B取引及びB2C取引に対する消費課税のあり方等に関するガイドラインをそれぞれ策定した。

行動1 電子経済の課税上の課題への対応 → 国境を越えた役務の提供に対する消費税の課税方式を見直し(27年度改正)

（2）各国制度の国際的一貫性の確立

各国間の税制の隙間を利用した多国籍企業による租税回避を防止するため、各国が協調して国内税制の国際的調和を図った。

行動2 ハイブリッド・ミスマッチの無効化 → 27年度改正で対応済。また、租税条約の拡充(含行動15)の中で対応

行動3 外国子会社合算税制の強化 → 租税回避リスクを外国子会社の個々の活動内容により把握するよう見直し(28年度改正)

行動4 利子控除制限 → 24年度に導入した過大支払利子税制について、法改正の要否を含め検討

行動5 有害税制への対抗 → 既存の枠組みで対応

（3）国際基準の効果の回復

伝統的な国際基準(モデル租税条約・移転価格ガイドライン)が近年の多国籍企業のビジネスモデルに対応できていないことから、「価値創造の場」において適切に課税がなされるよう、国際基準の見直しを図った。

行動6 条約濫用の防止 → 租税条約の拡充(含行動15)の中で対応

行動7 人為的なPE認定回避 → 租税回避の防止等のためPEの範囲を見直し(30年度改正)。租税条約の拡充(含行動15)の中で対応

行動8-10 移転価格税制と価値創造の一致 → 特に無形資産の取扱いについて、法改正の要否を含め検討

B. 各国政府・グローバル企業の活動に関する透明性向上（透明性）

（4）透明性の向上

多国籍企業による租税回避を防止するため、国際的な協調のもと、税務当局が多国籍企業の活動やタックス・プランニングの実態を把握できるようにする制度の構築を図った。

行動5 ルーリング(企業と当局間の事前合意)に係る自発的情報交換

行動11 BEPS関連のデータ収集・分析方法の確立

行動12 タックス・プランニングの義務的開示 → 法改正の要否を含め検討

行動13 多国籍企業情報の報告制度
 (移転価格税制に係る文書化) → 28年度改正で対応済み

C. 企業の不確実性の排除（予見可能性）

（5）法的安定性の向上

BEPS対抗措置によって予期せぬ二重課税が生じる等の不確実性を排除し、予見可能性を確保するため、租税条約に関連する紛争を解決するための相互協議手続をより実効的なものとするを図った。

行動14 より効果的な紛争解決メカニズムの構築 → 租税条約の拡充(含行動15)の中で対応

（6）BEPSへの迅速な対応

BEPS行動計画を通じて策定される各種勧告の実施のためには、各国の二国間租税条約の改正が必要なものがあるが、世界で無数にある二国間租税条約の改定には膨大な時間を要することから、BEPS対抗措置を効率的に実現するための多数国間協定を2016年末までに策定する。

行動15 多数国間協定の開発 → 参加(30年9月に受諾書を寄託)

(2018年10月17日税制調査会財務省説明資料)

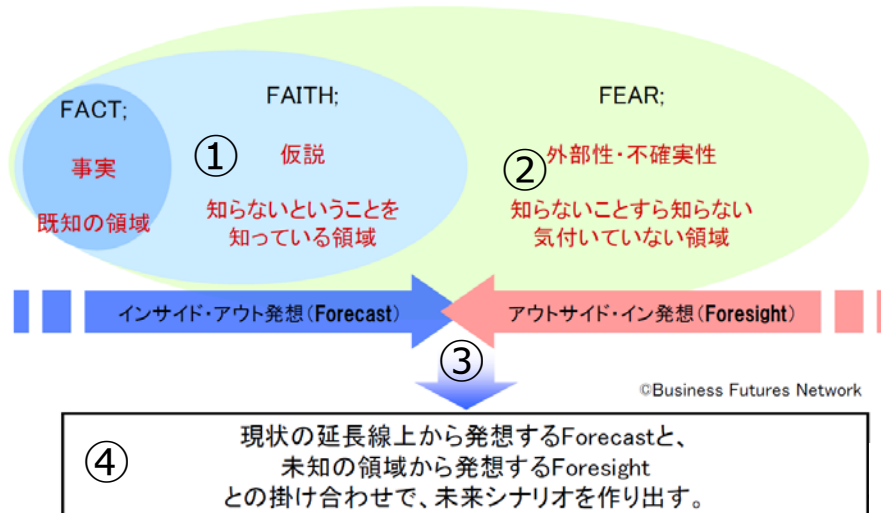
「未来洞察(Foresight)」

10年先程度の未来を想定
目の前の社会変化による“不確実性” →

社会変化シナリオを構築
+
技術適用の可能性検討

「アイデア」を大量に創出
(ユニークな商品や研究テーマ)

Forecast と Foresight



「未来洞察=Foresight」の論理構造

- ① ●技術開発シナリオの設定：
専門的知識を持つ関係者の問題意識や仮説を統合する
- ② ●スキャニングによる社会変化シナリオの作成：
さまざまな「兆し」から社会変化を予測する
- ③ ●インパクトダイナミクス：
社会変化と技術／戦略変化との交差点で何が起るかを予測する（強制発想）
- ④ ●シナリオ記述：
未来シナリオの世界観を具体化する

演繹推論

帰納推論

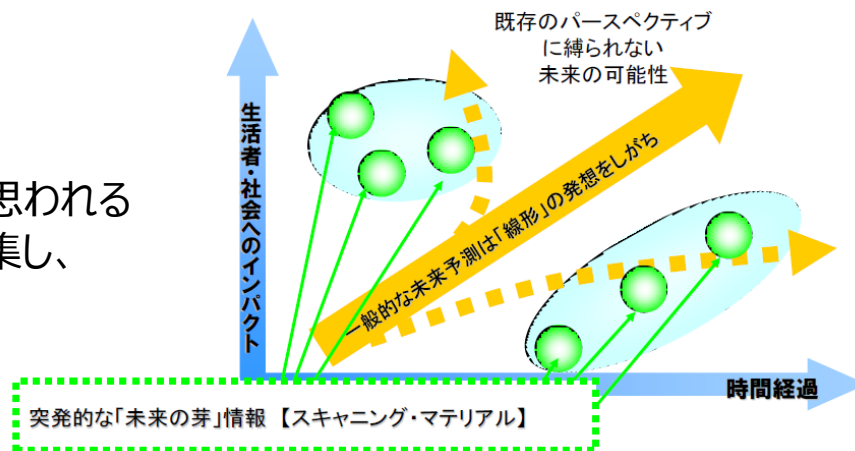
仮説生成
(アブダクション)

類推 (アナロジー)
パターン認識

突発的な「未来の芽」「兆し」の定性データを用いて、**未来の社会的変化仮説を構築する手法**

スキャニング・マテリアル

既存のトレンドや業界潮流とは異なり、
業界全体や生活者へのインパクトが強いと思われる
世界中にある未来感(ニュース/視点)を収集し、
コメントを加えたもの



スキャニング・マテリアルの例

捨てジャンボ機。

クアラルンプール空港には、持ち主のわからないジャンボ機が捨てられているという。同様の光景をジャカルタの空港でも見たことがある。アジア新興国では国が成熟する前に航空機が大きく普及したため、まるで捨てられた幽霊船のようにジャンボ機が捨てられる現象が起きている。

(ジャンボ機 廃棄 アジア)

マレーシアのクアラルンプール国際空港にジャンボ機3機が放置されているとして、空港の運営会社が持ち主に引き取りを求める広告を7日付の地元紙に掲載した。今月21日までに持ち主が名乗り出なければ「航空機を売却するか廃棄処分にする」と警告している。広告によると、空港の駐機場に放置されているのは、いずれもボーイング747-200Fと呼ばれる機体で、航空会社のロゴなどは塗装で消されている。2機は旅客機、1機は貨物機として使われていたとみられる。運営会社は「放置は1年以上続いている」と説明している。

(朝日新聞)

タイトル
(かならず元のソースとは別物に)

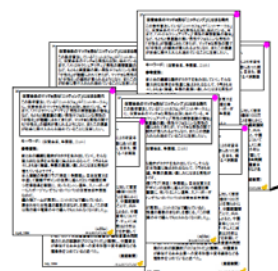
未来の兆しになりそうなポイント、
示唆などをコメントしたもの

キーワード

元のソースの要約

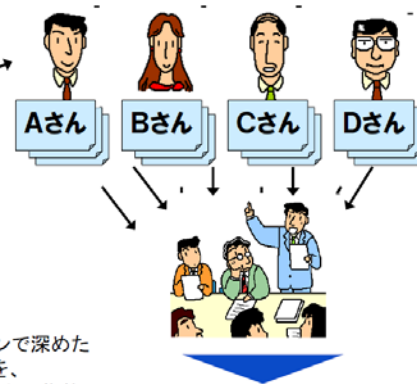
出典

使い方



100~200程度のスキャニング
マテリアルをざっと読む。

各参加者の仮説アイデアをグループ
ディスカッションで複数の社会変化仮
説に集約



グループディスカッションで深めた
社会変化仮説を、
全体ディスカッションでさらに集約。

未来 이슈 × 社会的変化 → 未来シナリオ

2つを組み合わせた「未来シナリオ」

演繹的推論によって得られた
未来 이슈
(インサイド・アウト)

帰納的推論によって
得られた社会変化仮説
(アウトサイド・イン)

「〇〇が××するだろう」

「〇〇が××するだろう」

「〇〇が××するだろう」

「〇〇が××するだろう」

「〇〇が××するだろう」

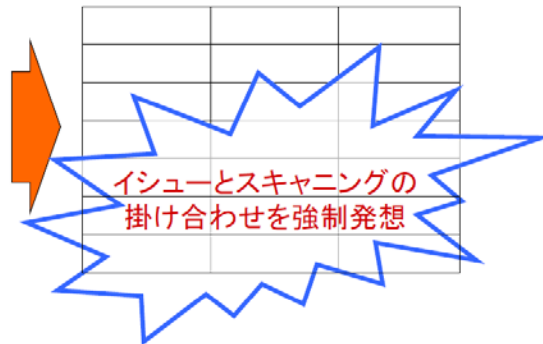
「〇〇が××するだろう」

イシュー-1

イシュー-2

...

イシュー-n



参考事例：
2015年段階でのある
一橋大学院MBA生が実施した、
ヘルスケア産業に関する
「アイデア発想マトリクス」

未来 이슈

ICT 介護・医療	医師のいない病院 介護の自動化	在宅介護 自らの行けない 在宅介護	機械・携帯端末 末を用いた 在宅介護	可能に 間で共通利用 可能なサービス	ゲノム情報が 医療サービス に活用される	二極化 富裕層向けと 貧困層向けに	富裕層向けと 貧困層向けに	医療 中国向け介護 医療	サー ビス	地域発信の健 康×食・観光
自動化の不安 法整備	携帯端末の精度 法整備 ロボット実用化 業の配送	情報流出リスク 犯罪リスク 産業発展するか	法整備	政府の後押し 日系企業の連 携	効果の可視化 医療施設の全 面人受け入れ					
2018年、ICTの進化の中で、心を充足させる サービス産業が重視される F-4, C-1, C-3	1A	2A	3A	4A	5A	6A				
2020年、組織ではなく個人が社会を動か す基本単位になる B-1, B-2, D-2, B-5	1B	2B	3B	4B	5B	6B				
2023年、ICTとロボットで日本の労働生産 性が向上する E-3, C-2, A-5, A-3, A-2, D-3, A-4	1C	2C	3C	4C	5C	6C				
2028年、デジタル技術とロボット技術が 社会弱者と摩擦を起し問題化する F-1, E-1, E-4, D-1, B-4, E-2,	1D	2D	3D	4D	5D	6D				
2030年、否応なく食生活が高度にデジ タル化する A-1, F-2	1E	2E	3E	4E	5E	6E				
2035年、日本に移民が増加し、地方で 独立運動が勃発する B-3, D-4, F-3,	1F	2F	3F	4F	5F	6F 80				

6つの社会変化シナリオ

楽しいシナリオ

厳しいシナリオ

“思いつき”を“形”にして検証していくプロセス 創出されたアイデアを整理、参与観察調査、開発目標構築、プロトタイピング

具体化プロセス

デザイン思考の基本工程

ステップ1: アイデアの狙いの確認

事前の技術シナリオと社会変化シナリオを結びつけて、何がそのアイデアのエッセンスなのかをチームで共有する。技術的視点だけに偏らず、ユーザーの視点を忘れないようにする。

ステップ2: エスノグラフィックな参与観察調査の実施

アイデアに基づき、実際にそれが使われるシーンや組織に発案者自身が入り込み、当事者の心理を深く共感して数多くの「気づき」を得るための参与観察調査を実施。敢えて事前仮説をもたず、どんなことでもいいので「気づき」を手帳などに書き込んだり写真をとる。

ステップ3: 「気づき」のダウンロードするワークショップ

チームごとにメンバー全員で集い、「気づき」をすべて共有する。それら気づきを帰納推論的手法でまとめ、新しい開発目標を2~3個、構築する。

ステップ4: プロトタイピング(試作)

あえて縦割りな役割分担をせず、それぞれの狙いの開発目標が本当に有望なものかどうか、見て触って確認出来るような試作品を作ってみる。有望そうだと確認できれば、もう少し実物に近いものを作ってみる。これを繰り返す。

83

アウトプットの整理

インパクトダイナミクス アイデア作成フォーマット例

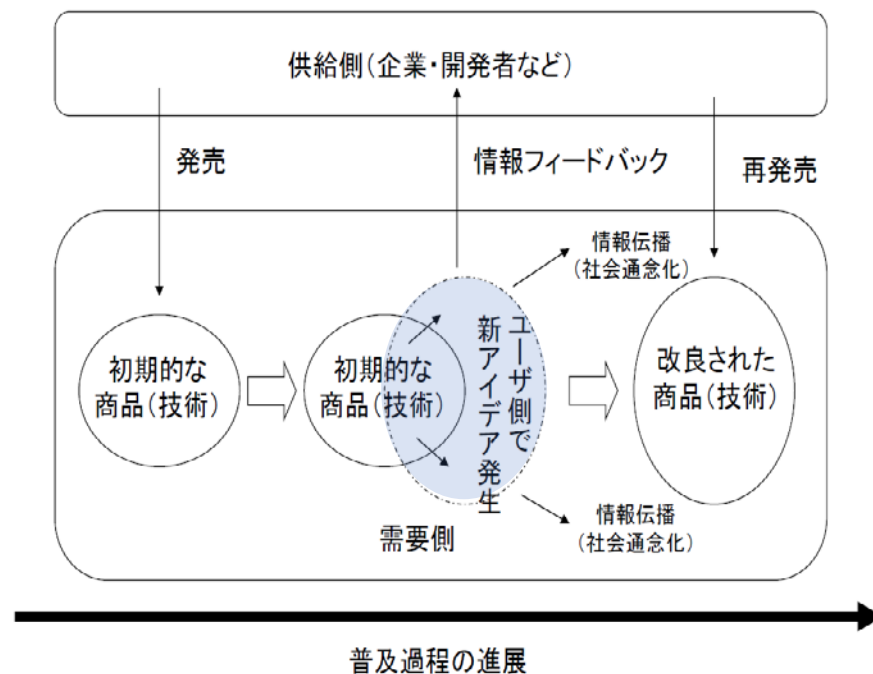
未来商品アイデア名:		マス目番号:
ターゲット:	ターゲットニーズ/アイデア実現によるユーザーベネフィット: いままでは があったが... ➡ この実現によって になる	
アイデア概要、利用シーン:		ニーズ実現のKFS:

「世の中の9割ぐらいのイノベーションは先進的なユーザーが自分のためだけに行う
「創意工夫行為」であり、企業が着目し市場化されるのはわずか1割程度だ」

E.V.ヒッペル「フリーイノベーション」

イノベーションの分類

発明型 イノベーション	カイゼン型 イノベーション	需要側(ユーザー) イノベーション
優れた少数の人物によって創造された 革新的なコア技術 が引き起こすイノベーション	1つの目的のために 大勢の知恵や工夫 を集積して生まれた要素技術が引き起こすイノベーション	供給者が 想定していなかったような意味や使い方 を 需要側が自発的に見つけ、広まる ことで引き起こされるイノベーション



第2層内での滞留伝播が「新しいアイディア」を生む確率が高い

イノベーション採用が速い層

高い

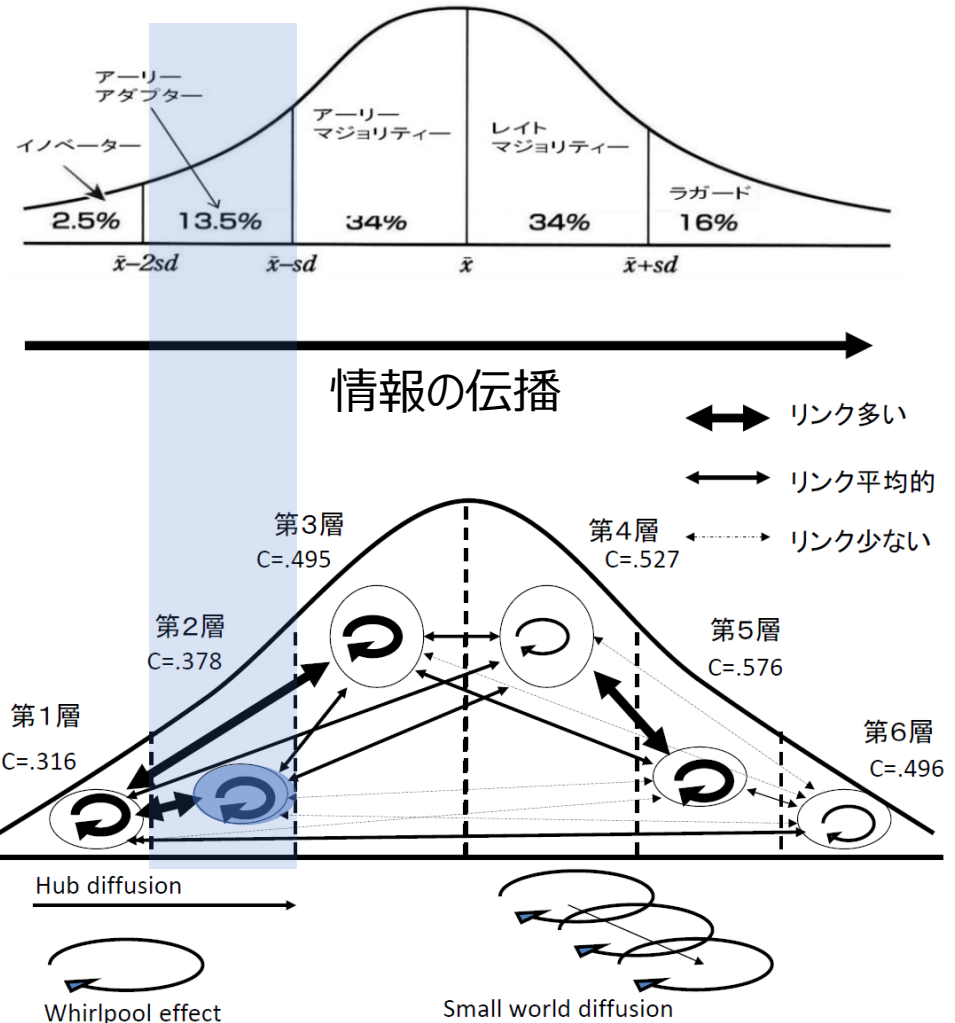
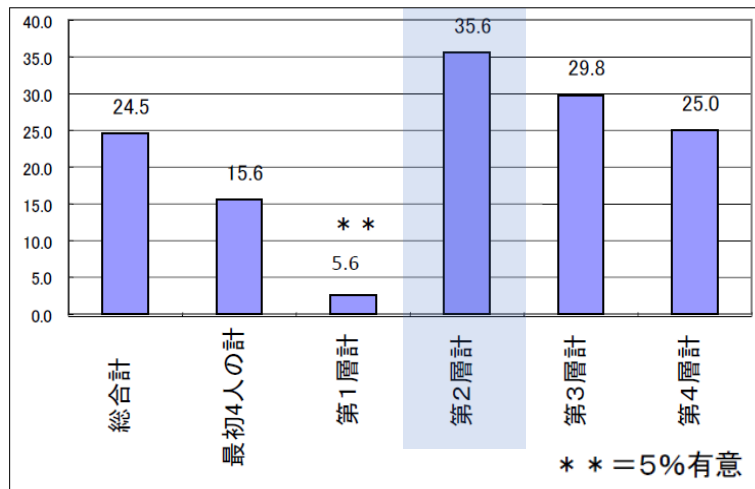
- ✓ 年収
- ✓ 学歴

多い

- ✓ メディア接触・情報接触
- ✓ 情報発信

⇒インフルエンサーと同じ層

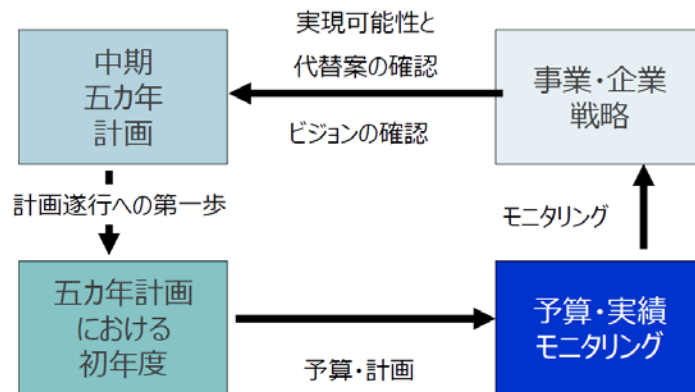
「新しいアイディア」が創出された率



非財務情報も活用し将来を予知する力、当事者意識に基づく戦略実行力でCEOと共同執行

3Mの中期計画と予実績管理

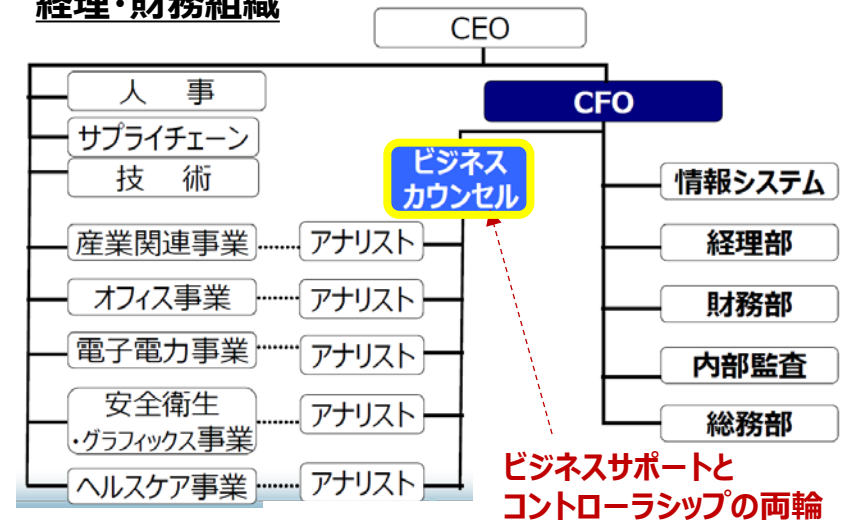
Vision/Mission・中期戦略・予算/会計プロセスの一体化



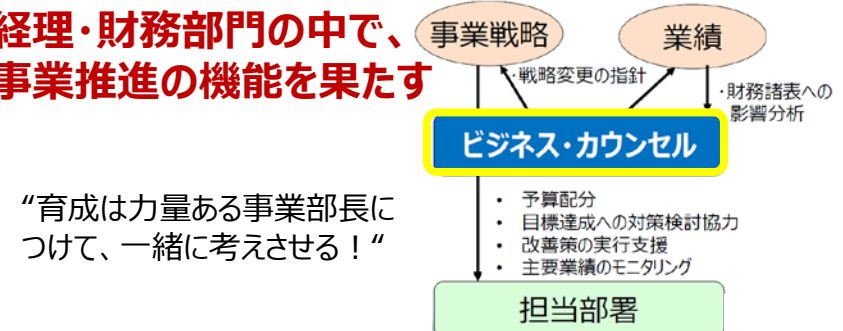
- ✓ 中期を毎年見直し。事業部を入れず社長がやる
- ✓ 新しいものへの挑戦を重視
- ✓ 市場と技術の整合・結合を重視
- ✓ 数字は初年度はしっかり作る

事業推進を支援する体制

経理・財務組織

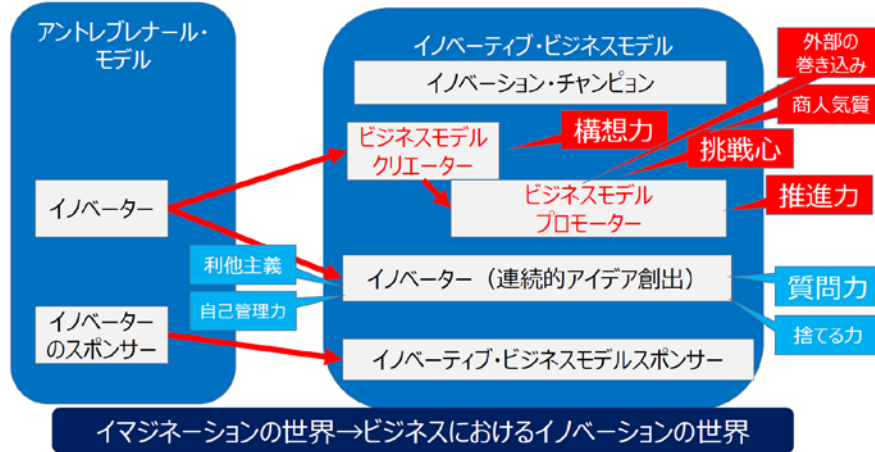


経理・財務部門の中で、事業推進の機能を果たす



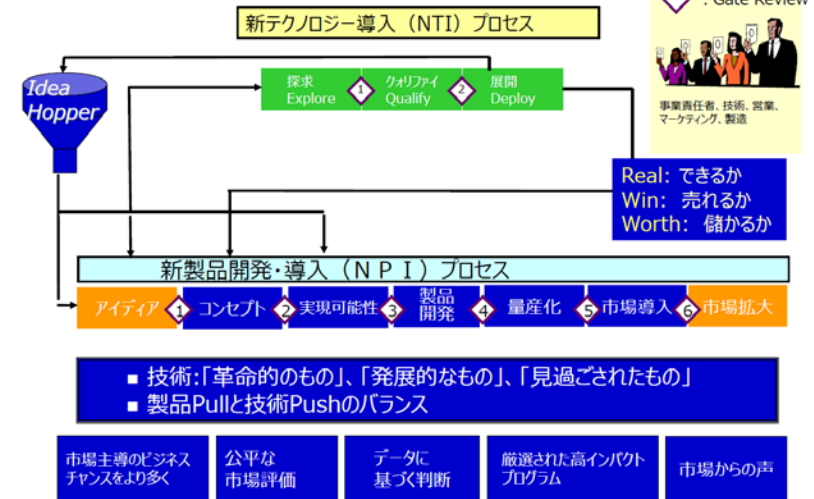
求められるタレント認識

イノベーションを起すためのプレーヤー



新規事業 創出・育成プロセス

3M NTI/NPI システム



行動の自由とエンパワーメント

15%カルチャーとブートレッキング(密造酒づくり)

ビジネスに関係あることなら、業務時間の15%まで自分のやりたいことに充てていい。

- ✓ 上司は介入しない、内容もしらない
- ✓ 上司の命令に背くことになっても自分の信じる研究をするために、会社の設備を使ってもいい

デュアルラダー：2つのキャリアパス

マネジメントラダー、テクニカルラダー*

*部下を持たない、待遇は成果によって上がる

事業化の判断基準

Real: できるか?
Win: 売れるか?
Worth: 儲かるか? (利益率)

目標利益率を上げていくことを目指す

- ✓ NPIは事業部長がプロセスを統括、CFOも参画
- ✓ NPIでは、事業部メンバーが入ってプラン強化支援
- ✓ 事業化した後も事業部長がパフォーマンス見て継続判断
- ✓ 事業の絞り込み方は、利益率の推移

エンジニアは“認められる(recognition)”ことが重要

3M 技術基盤を定義

保有する40を超える技術基盤を活用する仕組み

社内のリソース(知見)へのアクセスが容易

↓
どの人が技術を持っているかが共有されている

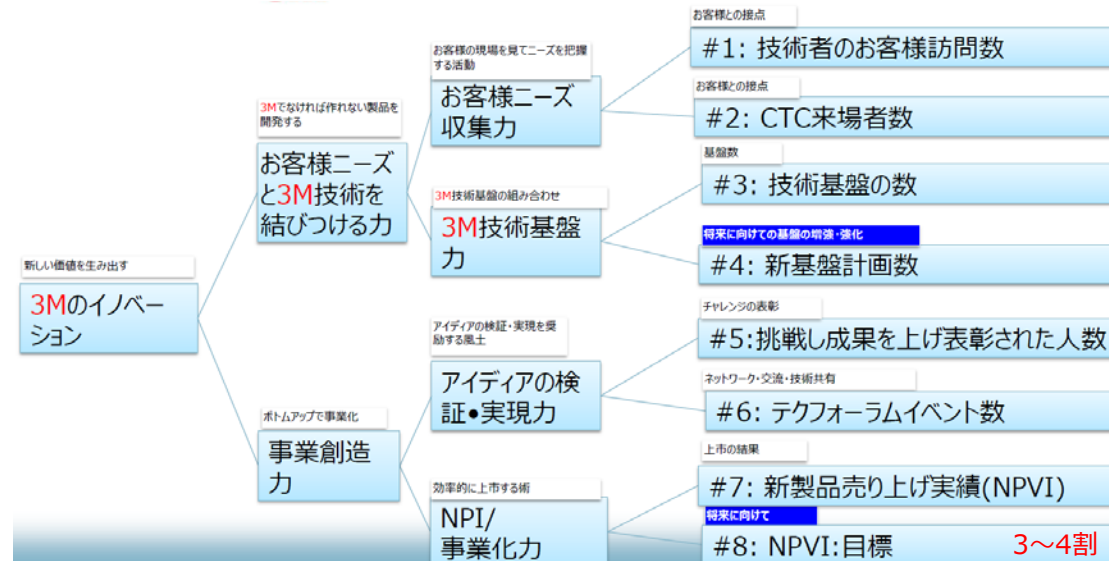
Ab 炭素材	Bi バイオテクノロジー	Em 電子材料						Pm ポリマーメルト プロセス	Sm スペシャリティ マテリアル	
Ac 炭素材料	Ce セラミックス	Es エレクトロニクス ＆ソフトウェア						Nt ナノテクノロジー	Po 多孔質材料	Su 表面処理
Ad 接着・接着	Dd ドラッグ デリバリー	Fc フレキシブルな 加工と包装				Mi 微生物の 検出と制御	Nw 不織布	Pp 精密な製造と 加工	Tt トラック＆ トレース	
Am 光導材料	Di ディスプレイ	Fe フレキシブル エレクトロニクス	Fs ろ過・分離・ 浄化	Is システムデザイ ン	Me 金属材料	Mo 成形加工	Op オプティカル コミュニケーション	Pr プロセス設計と 管理	Vp 蒸着	
An 分析	Do 塗料材料・ 塗料矯正用材 料	Fi フィルム	Im 画像技術	Lm ライト マネジメント	Mf メカニカル ファスナー	Mr 高精度表面	Pd 微粒子分散 プロセス	Rp 放射線処理	We 促進剤特性	
As アプリケーション ソフトウェア	Ec エネルギー コンポーネント	Fl フッ素化学	In 検査と計測	Md 医療データ マネジメント			Pe 手術工学と モデリング	Se センサー	Wo 創傷ケア	

3Mのイノベーションのロジックツリー

イノベーションを育む力
+
事業推進力

エンジニアとお客様をつなぐ場所として
カスタマーテクニカルセンターを設置

技術をオープンにして、お客様と
商品化/実用化のアイデアにつなげる



ヨーロッパを中心に、環境・社会・ガバナンス(ESG)への問題意識・関心高まる

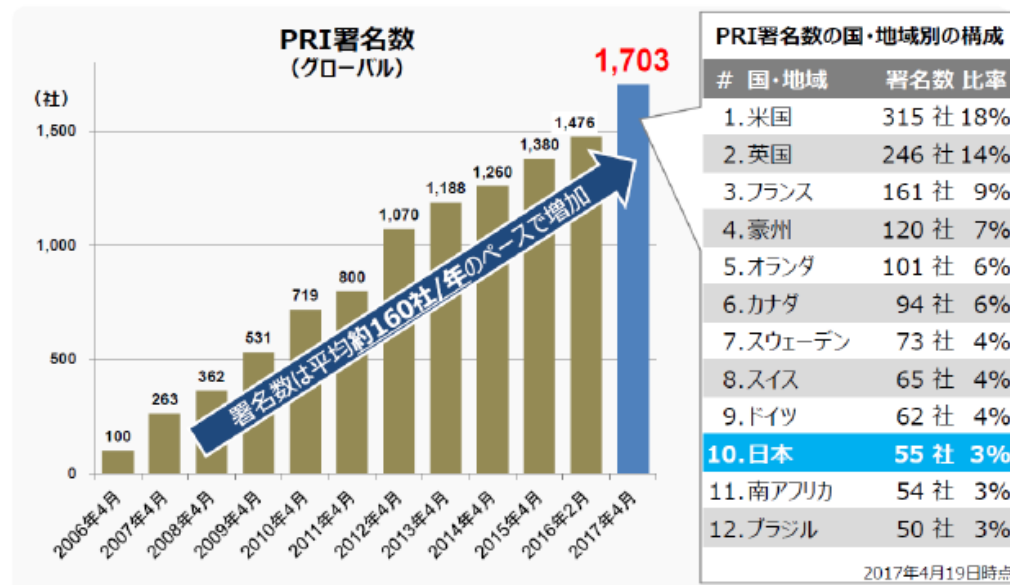


グローバル化の中で、政府の果たせる役割に限界
→国連という枠組みから、経済活動の主体である企業の貢献を促す動きへ



責任投資原則 PRI: Principle for Responsible Investment

機関投資家が長期的視点にたって投資することを促進する国連が支援する取り組み
投資の意思決定プロセスにESG問題を考慮することで価値を変える原動力にする

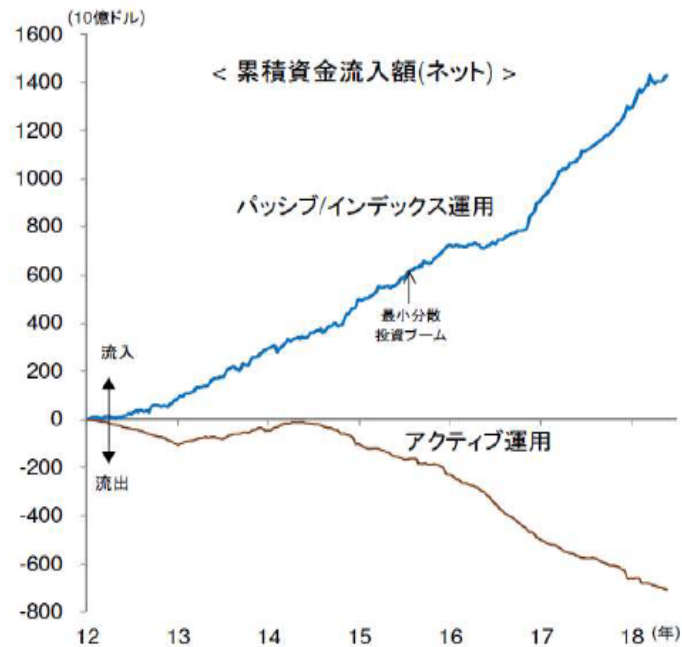


GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)もPRIに署名済み

1. **ESG**課題を**投資の分析**と**意思決定のプロセス**に組み込む。
2. **積極的な株主**となり、**ESG**課題を**株主としての方針と活動**に組み込む。
3. 投資先企業に**ESG**課題に関する適切な**情報開示**を求める。
4. 投資業界がこれらの原則を**受け入れ、実践**するよう促す。
5. 原則の実施にあたって、効果が高まるよう**相互に協力**する。
6. 原則の実施に関する活動と進捗について**報告**する。

アクティブ運用のパフォーマンス振るわず、主要運用機関はパッシブヘシフト

先進国株式ファンドの累積資金流入額

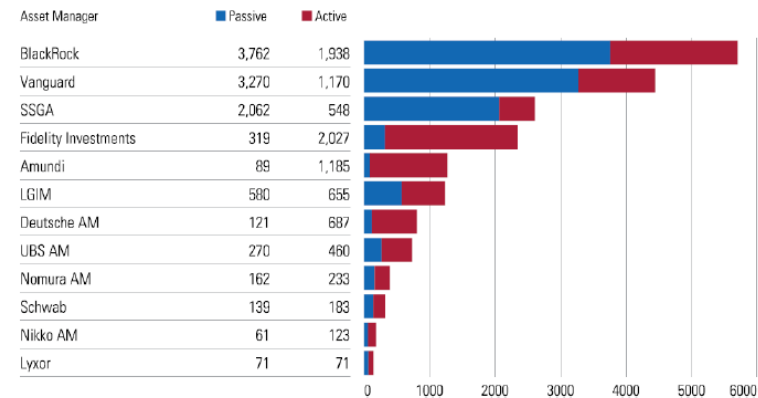
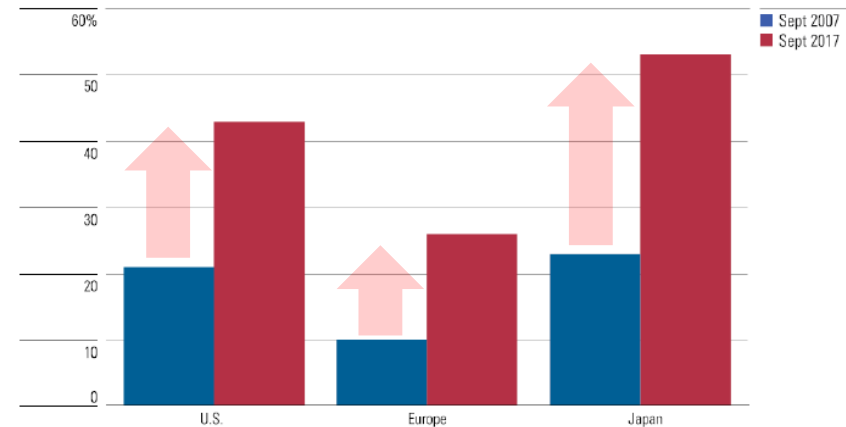


注：対象は先進国株式で運用する全世界の株式ミューチュアルファンドとETF。累積資金流入額はアクティブ運用・パッシブ/インデックス運用とも2012年初からのネット流入額の累積値。

出所：EPFRの資料よりMUMSS作成

出所) Morning Star 2017.9

Passive Market Share in Equity Funds in the U.S., Europe, and Japan



気候変動が事業運営に不安定性や不透明性をもたらし、資本市場も対応に動き出す

企業のESG活動における主要テーマ

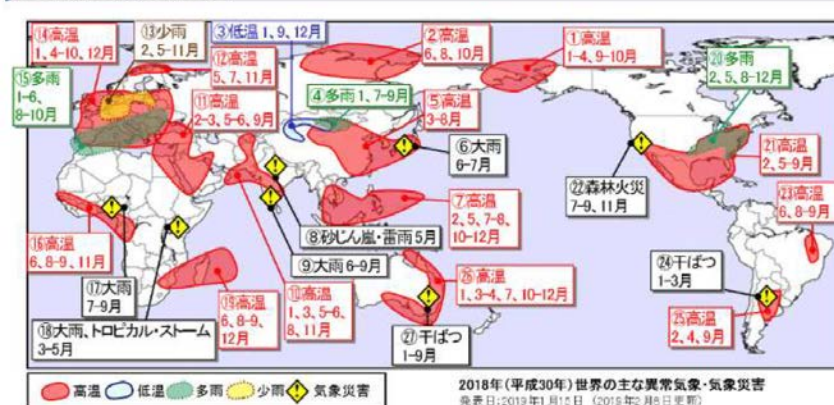
気候変動への対応がより一層求められている

順位	前回	テーマ	今回	前回	増減
1	1	コーポレートガバナンス	71.2%	67.4%	+3.8
2	3	気候変動	45.5%	36.3%	+9.2
3	2	ダイバーシティ	41.6%	43.0%	-1.4
4	4	人権と地域社会	34.4%	33.8%	+0.6
5	5	健康と安全	33.3%	32.5%	+0.8
6	6	製品サービスの安全	32.0%	30.5%	+1.5
7	7	リスクマネジメント	27.5%	26.7%	+0.8
8	8	情報開示	21.2%	21.5%	-0.3
9	9	サプライチェーン	16.9%	17.9%	-1.0
10	10	取締役会構成・評価	15.4%	14.2%	+1.2

TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures

大規模自然災害の経済影響の深刻化

主な天候の特徴・気象災害



金融安定委員会に(FSB)においても、
気候変動は金融システムに対する大きなリスクと認識

(2015年12月)
気候関連財務情報開示タスクフォースを設置
CO2排出に関する企業情報開示に向けた
“開示のための基準作り”