

# HFLP-Aコース: 2018-2019

## Lessons & Learn

ソニー株式会社

樫本 修

Hajimoto Osamu

- Lessons 1/2

第一回：8月21日(火) @如水会館（竹橋）

- ①> **宮原幸一郎様 = 東京証券取引所 代表取締役社長 =**  
「持続的成長の実現に向けて～資本市場からの期待～」

第二回：9月18日(火) @パレスホテル東京（大手町）

- ②> **伊藤邦雄様 = 一橋大学CFO教育研究センター長 =**  
「ガバナンス改革を通じた企業価値の創造 形式から実質へ」

第三回：10月7－8（日-祝） @セミナーハウスフォーリッジ（世田谷区・経堂）

- ③> **三瓶裕喜様 = フィデリティ投信 Head of Engagement =**  
「投資家から見た対話・エンゲージメント」  
④> **新宅祐太郎様 = テルモ顧問 =**  
「テルモにおける経営改革と企業価値創造」

第四回：11月8日(木) @シャングリラホテル東京（大手町）

- ⑤> **小林喜光様 = 三菱ケミカルホールディングス 取締役会長 =**  
「地球と共存する経営」

第五回：9月18日(火) @シャングリラホテル東京（大手町）

- ⑥> **中村春雄様 = 三菱UFJモルガンスタンレー証券投資銀行本部長、取締役副社長 =**  
「株主アクティビズムの新たな潮流」

- Lessons 2/2

第六回：1月15日(火) @パレスホテル東京（大手町）

- ⑦> **小口正範様 = 三菱重工業 代表取締役副社長 CFO =**  
「三菱重工の経営改革とCFOの役割」

第七回：2月16-17日（土-日） @セミナーハウスフォーリッジ（世田谷区・経堂）

- ⑧> **青井浩（丸井グループ 代表取締役社長 CEO）**  
「ステークホルダーとの対話を通じた企業価値創造の実践」
- ⑨> **松島憲之（三菱UFJリサーチ&コンサルティング チーフアドバイザー）**  
「価値協創ガイダンスを活用した持続的成長戦略」
- ⑩> **十時裕樹（ソニー 代表執行役 専務 CFO）**  
「ソニーの経営改革」

第八回：3月4日(月) 会場：パレスホテル東京（大手町）

- ⑪> **岡田譲治 = 三井物産株式会社常勤監査役、日本監査役協会会長 =**  
「CFOと監査役を経験してー役割・期待と責任」

第九回：3月23日(日) 合宿：セミナーハウスフォーリッジ（世田谷区・経堂）

- ⑫> **手代木功様 = 塩野義製薬 代表取締役社長 =**  
「塩野義製薬の企業価値創造」

# 価値協創ガイダンスの全体像(ソニー@はじもと)

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

事業環境、外部環境への認識

★ 1.1. 企業理念と  
経営の  
ビジョン

1.2. 社会との接点

商品・サービス  
を通じて、また  
オフィスや工場、  
更には部品・原  
材料パートナー  
を通じて。

★ 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

2018年9月10日  
ESG投資家説明  
会を開催

3.2. 主要なステーク  
ホルダーとの  
関係性の維持

2018年9月10日  
ESG説明会  
内容をOpenに  
発信

★ 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

【撤退】Vaio/バッテリー  
【強化】EMI完全買収  
※CF2兆円の使い道説明

★ 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

10/7合宿・発表資料 再掲

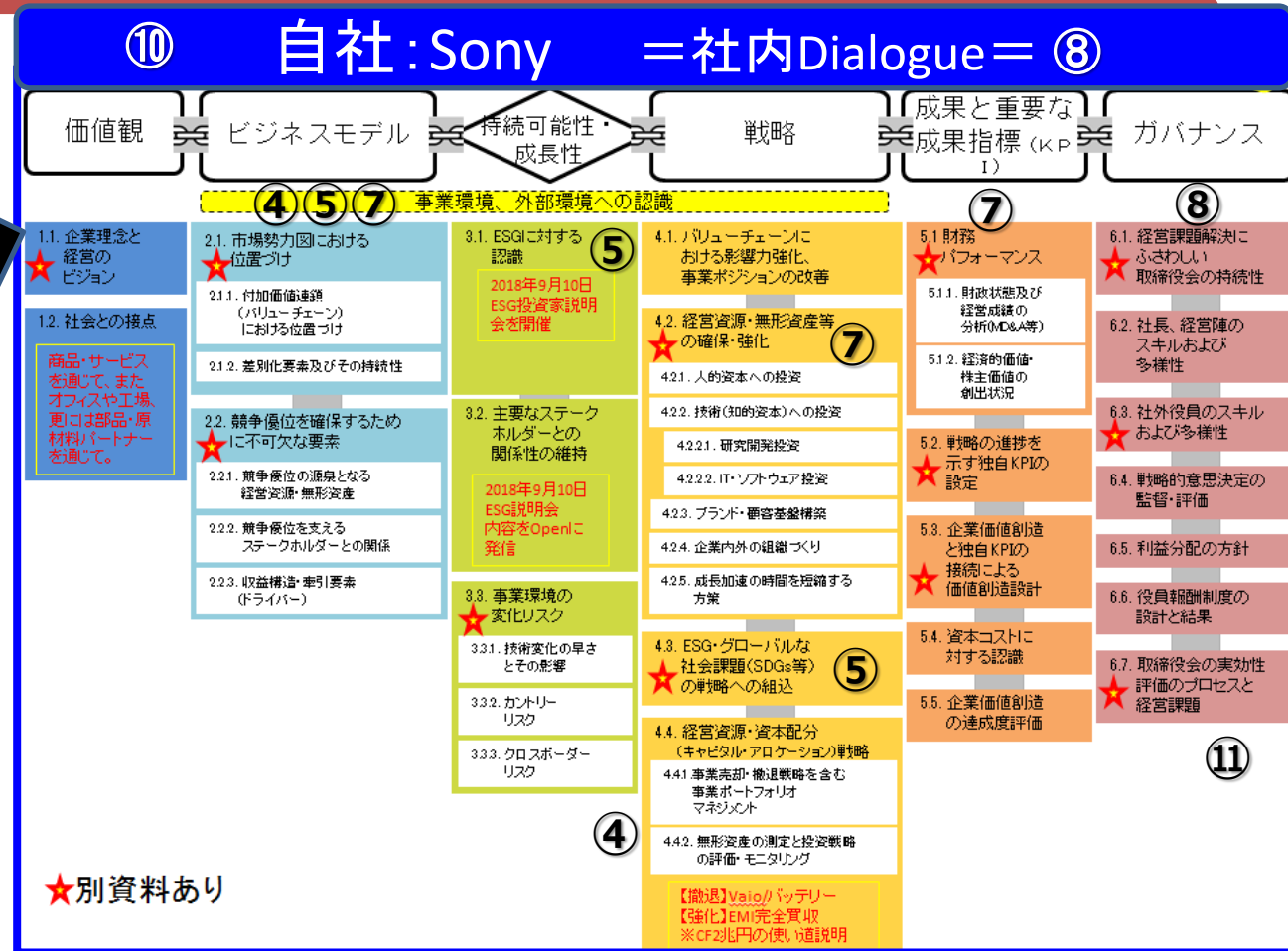
★別資料あり

# 価値協創ガイダンスに照らし合わせたLessons & Learn Map

③⑧  
対話: Dialogue

①⑥⑨

資本市場  
投資家



具体的な Lessons & Learn

- 主なLessons & Learn

第三回：10月7－8（日-祝） @セミナーハウスフォーリッジ（世田谷区・経堂）

③＞ 三瓶裕喜様 = フィデリティ投信 Head of Engagement =  
「投資家から見た対話・エンゲージメント」

**対話のための対話ではない=>自社を見つめ直す貴重な機会**

④＞ 新宅祐太郎様 = テルモ顧問 =  
「テルモにおける経営改革と企業価値創造」

**M&Aの鉄則=>持ち込み案件に手を出さない。自ら訪問。PMI重要。**

第四回：11月8日(木) @シャングリラホテル東京（大手町）

⑤＞ 小林喜光様 = 三菱ケミカルホールディングス 取締役会長 =  
「地球と共存する経営」

**Kaiteki=ESG浸透方法/地球にとって資本主義はCancer**

第五回：12月11日(火) @シャングリラホテル東京（大手町）

⑥＞ 中村春雄様 = 三菱UFJモルガンスタンレー証券投資銀行本部長、取締役副社長  
「株主アクティビズムの新たな潮流」

**Conglomerate Discount/ValueAct;新しいActivist行動パターン**

- Lessons & Learn

第六回：1月15日(火) @パレスホテル東京（大手町）

⑦＞小口正範様 = 三菱重工業 代表取締役副社長 CFO =  
「三菱重工の経営改革とCFOの役割」

**バランスの取れた、時系列に、安住の地のないKPIの作り方**

第七回：2月16-17日（土-日） @セミナーハウスフォーリッジ（世田谷区・経堂）

⑧＞青井浩（丸井グループ 代表取締役社長 CEO）  
「ステークホルダーとの対話を通じた企業価値創造の実践」

**内部Dialogueの重要性**

⑨＞松島憲之（三菱UFJリサーチ&コンサルティング チーフアドバイザー）  
「価値協創ガイダンスを活用した持続的成長戦略」

**アナリストのPro心得とProのアプローチ**



### 第三回：10月7－8（日-祝）新宅祐太郎様 ＝テルモ顧問＝ ③

#### ・ 企業価値向上に資する買収戦略

##### 持ち込み案件には手を出さない

- 探索チームを作り、自ら探索  
探索チーム、実行チーム、  
人材の蓄積にもつながる
- ロングリスト、ショートリスト
- 案件化する前に、取締役
- FAの得意・不得意を熟知

##### 自ら買収価値算定方式の勘所を押さえる

##### 自分で計算の中身をチェックすること！

- 何年間のキャッシュフローを見ているか？  
単品・単発技術：エコノミックライフ＋清算価値  
ゴーイングコンサーン：
- 永続価値に賭けるような  
企業価値の半分以上
- 検算を兼ねて類似案件  
EBITDA倍率など

##### 買収企業のガバナンス

- 達成して欲しいことは、トップから繰り返し、執拗に伝える
- CXOを活用して各社の透明性確保、全社方針の徹底
- 権限移譲の範囲は明確にする：投資、経費
- 監査能力を向上  
グローバル監査、地域間相互監査を充実する
- トップの人事権はサクセッションマネジメントとして行使す  
非常時の臨時代行、後継者  
ベースとなるタレントプールのインタビュー、評価  
出来れば、役員クラスの担当を置き定期的レビュー  
最初の代替わりが重要な節目になることが多い

当時海外で100億円を超す買収案件を検討中。  
本講義からの学びで、最終的に10月末に  
**投資しない判断をした。**  
現在、その会社はまだSale in the M&A Market

## 株主アクティビズムの新たな潮流

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

### なぜValue Actによる日本企業投資が注目されるのか

#### 物言う株主 進化

- 6月の株主総会シーズン前に「物言う株主」、アクティビストの動きが活発化。企業統治改革が同時進行する日本は他社の模範。アクティビストは6000億円増と過去最高水準にある。かつての株を大量に買い占める力量が仲間を呼び込む躍進プレーに比重が移っている。
- 「朝のメーカーの株を買い集めているらしい」「ガバナンスに一段の改善だ」……。今、関係者の注目がある米国ファンドに集まっている。
- バリュース・キャピタル。欧米中心に150億ドル（約1兆6000億円）のポートフォリオを築き上げた。かつて米マイクロソフトに投資した前最高経営責任者（CEO）の選任に影響を与えたこともある。今年、日本進出。財務局に大量保有報告書を提出する（「上場」の時はいつか。関係者（中略）
- 前回の選任は、米スティール・パートナーズが過半数を握った2007年。サブドックソース、アデランス……。狙った会社の株を大量に買い、「顔」をかける。スティールの保有株は計4000億円増に達した。
- （中略）
- それから約10年。今台頭するアクティビズムは様相が異なる。最大の違いは、導入された2つの指針（コード）の存在にある。コーポレートガバナンス・コードが会社に対し、投資家と真摯に向き合い求め、ステークホルダー・コードは関係投資家が企業に働きかけ、運用を促す。
- まっとうな主張
- 「まっとうな主張である以上、当然、賛成した」。国内証券系資産運用の舞台は12月期決算のGMOインターネットが3月21日開いた株主総会。香港系アクティビスト、オアシス・マネジメント・カンパニーによる買収可決前までだった。
- （中略）
- 「ガバナンス・コードにもとめる行為で、我々の要求を逆に自信を持ってフィッシャー代議が今、対決姿勢を強めているのが、自動車部品アルパイン株式会社アルパインによる完全子会社化に反対し、増配や自らが過半数を握る」。
- 結果は強硬な。といえるのが世界で増える上場投資信託（ETF）など「マナー」だ。米国では昨年、トライアンフ・ファンド・マネジメントが時価総額・アランド・ギャンブル（P&G）に仕掛けた委任状争戦を制した。だが、公的年金など多岐にわたる。他の株主の自動的な賛同に向けて進んでいく。
- 結果はいいに？ 舞台が総会になった場合、キャスティングボードを握るのにはハンガーダウン、ブラックロック、ステート・ストリートなどの機関投資家だ。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

### ValueAct Capital Management概要

建設的な対話を通じて投資先の企業価値向上を実現することを趣向

ファンド概要及びアクティビズムのスタイル

- ValueAct Capital Management（「ValueAct」）は、2000年にJeff Ubben, Peter Kamin, George Hamelの各氏により設立された、サンフランシスコに本拠を有するヘッジファンド
- 11名のパートナーが持分の過半数を保有
- 投資期間は3～5年程度と、伝統的アクティビストと比較して長い
- ValueActは、PEファンドに類似したアプローチ手法を用いており、投資先企業との建設的な対話を通じて企業価値の向上を好む
- 公然と経営陣と対立することは回避し、取締役の派遣により内部からの事業再建・経営改革を目指すことが通例
- 他方で、投資先企業が自身の主張に対して真摯に向き合わない場合は、パブリックキャンペーンを通じて要求を実現した実績も有り
- また、その他の主要な投資家と協働し、会社への要求を実現するケースも散見
- ValueActの持分はわずか0.9%に過ぎないにもかかわらず、Mason Morfit氏がMicrosoftの取締役就任に就いたことはその好例
- 所謂バリュース・キャピタルとして、会社の戦略及び経営陣への支持をパブリックに表明する事業も有り
- Morgan Stanley, KKRへの投資事例

主要データ (10/10)

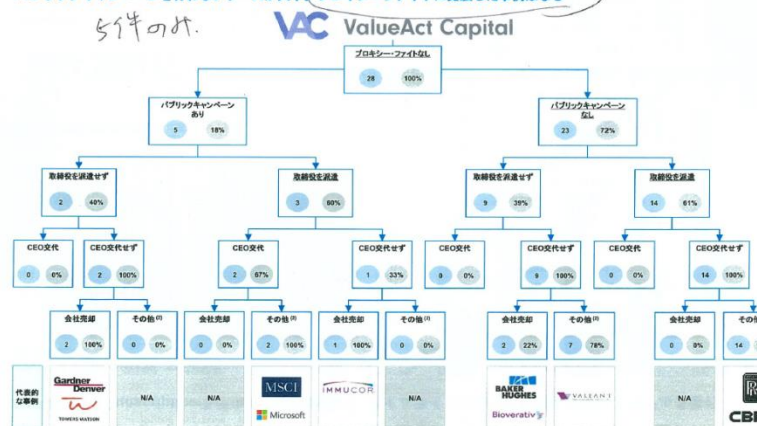
|                        |       |
|------------------------|-------|
| 設立年                    | 2000  |
| 運用資産総額(10億ドル)          | 17.6  |
| 株式資産(10億ドル)            | 14.5  |
| 出資先企業数                 | 19    |
| アクティビズム実施数             | 17    |
| 平均資産回転率 <sup>(1)</sup> | 32.1% |
| 設立以来の13D提出回数           | 99    |
| 設立以来のアクティビズム件数         | 51    |

主要担当者の紹介



### ValueActのアクティビズムサマリー

2010年以降、業種に拘らず投資先28社においてアクティビズムを展開  
パブリックキャンペーンを行わないケースが大半。プロキシファイトに発展した事例はなし



ソニーオリンパスメディカルソリューションズ社 (SOMED) におけるJV親会社のオリンパス社に  
18年6月ValueAct社が5%出資。  
19年1月に取締役招聘を発表 => 株価22%up  
同時に社長交代も。予想できた!!

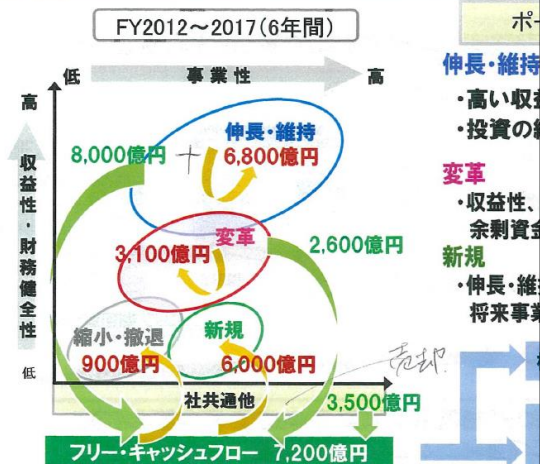
# 第六回：1月15日(火)小口正範様 = 三菱重工業 CFO = ⑦

## KPIの作り方

1. 財政の健全化  
×  
I 財務健全性の維持

### 財政の再建 - キャッシュフロー経営へ - 三菱重工

創出したキャッシュで、成長投資と株  
有利子負債を削減し、グローバル競争に耐

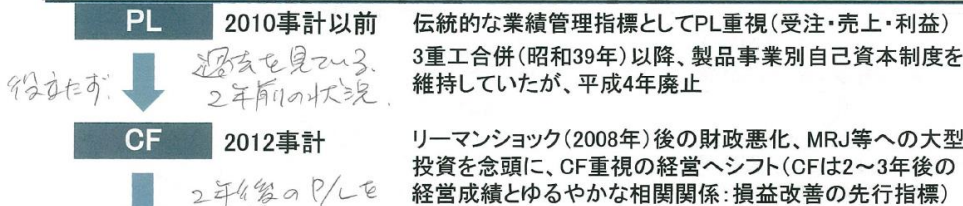


3. ガバナンス&コミュニケーション  
×  
I 財務健全性の維持

### 三菱重工の経営管理指標の高度化

三菱重工

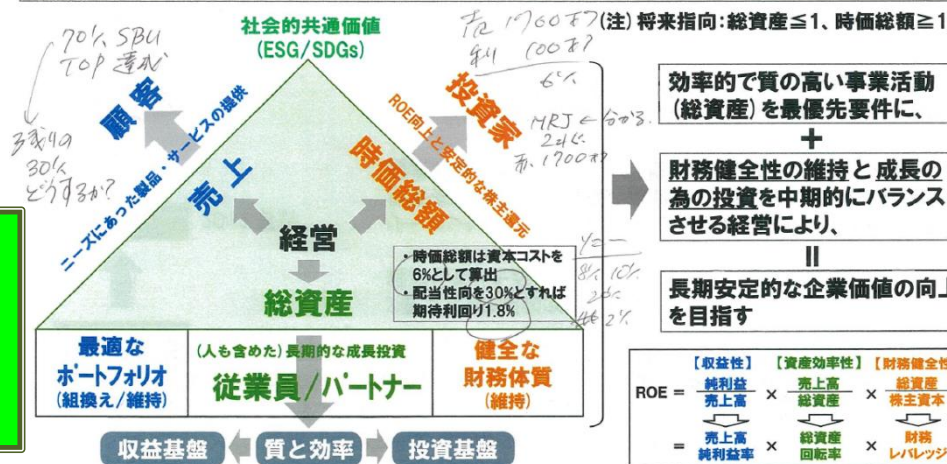
- 三菱重工はこの10年間、①当社の事業に適しており②恣意性が入りにくく③事業及び財務リスクの認識・測定（経営のモニタリング）に適した指標を模索し経営指標を高度化させてきた。現状はTOPが最重要経営管理指標である。



3. ガバナンス&コミュニケーション  
×  
I 財務健全性の維持

### TOP (Triple One Proportion) コンセプト 三菱重工

当社グループが各ステークホルダーと社会のニーズに持続的・調和的に応える  
経営目標（比率）として、売上：総資産：時価総額=1:1:1を設定（注）



ROE財務レバレッジ抜きのROICは社内浸透。  
でも、BSのSBU別分離に苦労している。その  
具体的な実践方法をQ&Aで教えて頂いた。  
1:1:1が自社でどの比率が最適が見つけたい。



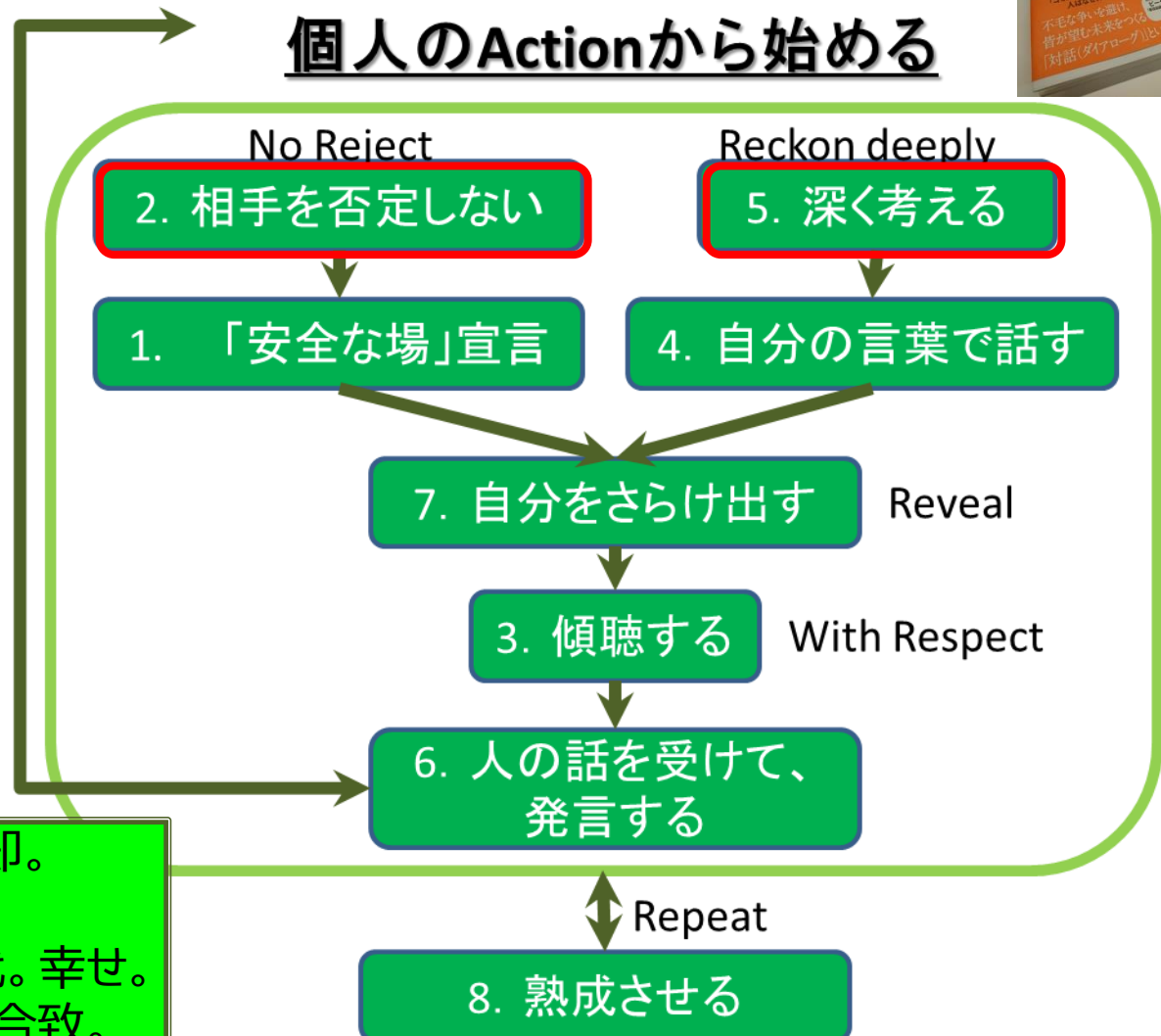
## 第七回：2月16-17日（土-日）青井浩様＝丸井グループCEO＝ ⑧

- 対話のルール ～始まりは個人から～

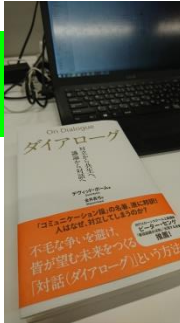
### 対話のルール

1. 「安全な場」宣言
2. 相手を否定しない
3. 傾聴する
4. 自分の言葉で話す
5. 深く考える
6. 人の話を受けて、発言する
7. 自分をさらけ出す
8. 熟成させる

### 個人のActionから始める



Dialogueはヒエラルキーからの脱却。  
お客様の本音は洞察力で見抜く。  
二項対立を乗り越える。将来世代。幸せ。  
すべて、自分の目指しているものと合致。



# CEO/CFO/CHRO/CSO/CTO/CIO/CMO etc. について

- CFOの本質を突いている、と思った。

CFOのひとりごと

## CFOを目指す皆さんへのアドバイスとエール 三菱重工

- 出世しようと思う人、褒められたい(評価されたい)と思う人にはお勧めしません。
- 他人から批評・批判されることがストレスと感じる人にはお勧めしません。
- 私が考えるCFOに相応しい資質、或いは高めるべき能力とは。

How to Think, How to Communicate, How to Execute が上手

(時にリーダーとして、時に裏方として: 手柄は全て事業部門へ、失敗は全て自分へ)

① How to Think : 抽象的なもの(数字)から具体的イメージを描きだし、  
本質を理解し、対策を案出する。

② How to Communicate : ①をうまく関係先に伝え、合意形成をする

③ How to Execute : ②を受けて、具体的実務に展開し、成果を挙げる

リーダー



裏方

## *HFLP-Aコースに参加して...*

- 価値創造ガイダンス
- Sustainability
- ROESG
- 投資家の期待視点
- Dialogue
- 新KPIの必要性



EOF