

第3セッション「投資家から見た対話・エンゲージメント」

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム(HFLP) Aコース

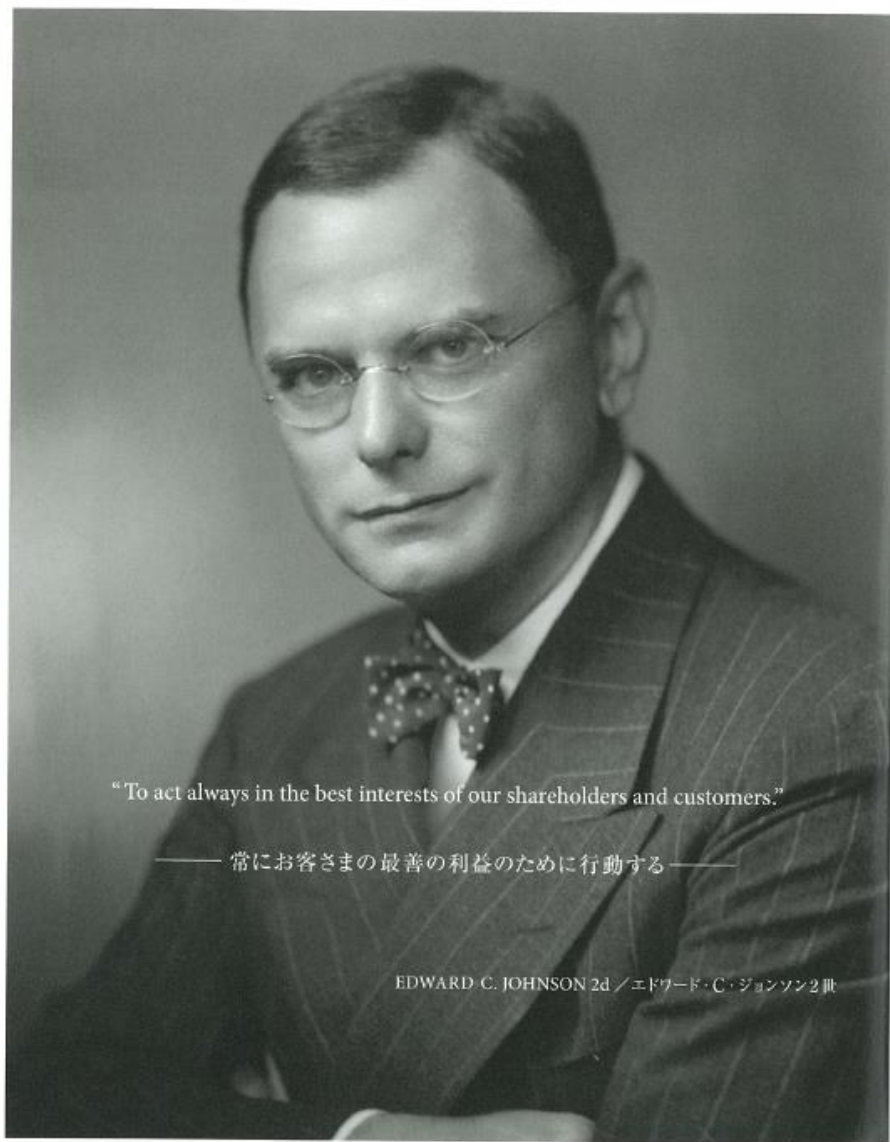
2020年2月1日(土) 9:00-17:00 (於:セミナーハウス・フォーリッジ)

三瓶 裕喜
ヘッドオブエンゲージメント
フィデリティ投信株式会社

Contents

1. フィデリティについて
2. フィデリティのエンゲージメントについての考え方
3. 企業価値向上にこだわる
4. 資本コストを意識した経営
5. 議決権行使に関わるエンゲージメント
6. ESGに関わるエンゲージメント
7. 支配株主と上場子会社に関する問題
8. 政策保有株式に関わる論点
9. 価値協創のために
(補足)『価値協創ガイダンス』活用のポイント

1. フィデリティについて



“To act always in the best interests of our shareholders and customers.”

—— 常にお客さまの最善の利益のために行動する ——

EDWARD C. JOHNSON 2d / エドワード・C・ジョンソン2世

フィデリティの創業者エドワード・C・ジョンソン2世は弁護士でした。1943年、株式市場に深い興味を抱いた彼は“フィデリティ・ファンド”という小さなミューチュアル・ファンド(投資信託)の経営を引き継ぎ、資産運用の道に転じました。最善の運用成果をもたらすにはどうすればよいか…。ジョンソン2世は投資委員会が協議して投資を行うのが常識だった時代に、有能なポートフォリオ・マネージャーに権限を与え、自由に運用力を発揮できる投資スタイルを導入したのです。また、フィデリティ独自の企業調査を重視し、現在の強固な調査体制の基盤を作りました。ひとりひとりの能力を尊重するフィデリティの企業風土、常識を覆す発想、それらはフィデリティ創業以来、受け継がれています。

Photo: フィデリティ創業者 1946年当時

出所:「THE FIDELITY BOOK - 運用哲学の礎」より

「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」とスチュワードシップ責任を果たすための方針

原則 1

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

『フィデリティの運用哲学』

PEOPLE - フィデリティの礎

フィデリティには人によって築かれ、世代や地域を超えて引き継がれ、実践されるゆるぎない真の価値があります。ビジョンと信念をもって正しいと思う道貫き、誠実を旨とし、ただひたすら仕事に打ち込むことで生まれる真の価値です。創業者の常識を覆す発想にはじまり、成功に満足することなく常に改善を求める姿勢。卓越したポートフォリオ・マネージャーたちを生んだ徹底した調査と分析に基づく運用手法。これらすべてが現在のフィデリティの礎となっています。

PHILOSOPHY - 運用哲学

創業以来の方法である“ボトム・アップ・アプローチ”はフィデリティの運用哲学の根幹です。この手法を徹底して繰り返し、投資判断を支えます。創業者が提唱したひとりひとりが自由に運用力を発揮できる仕組みは、多くの卓越した運用成果をあげたポートフォリオ・マネージャーを育てました。“ボトム・アップ・アプローチ”と自らの才能を自由に発揮できる仕組みによって、絶えることなく、フィデリティの運用を支えるプロフェッショナルたちが次々と生まれてゆくののです。

出所：フィデリティ投信HP

フィデリティ めざす針路は

「低コストから「ゼロコスト」へ」。手数料を巡る激しい競争は資産運用にも及んでいる。フィデリティはどこへ向かうのか。創業者トップのアビゲイル・ジョンソン氏に資産運用の現状と展望を聞いた。

アクティブ・パッシブ 垣根越える

「日本進出からちょうど50年になります。日本市場をどうしますか。」

「日本はとても重要な市場だ。父(前会長)が重要な市場として強く関心をもち、拠点を設けることを決めた。調査を始めるため最初に契約を交わしたのが元来リベラ(現フィデリティ・ジャパン・ホールディングス副社長)で、彼はなおリーダーとして活躍してくれている。同時、海外マネーで日本に投資する数少ない運用会社だった。」

「日本では調査からマーケティング、サポートまで徹底的にビジネスを駆けつけ、一般投資家と機関投資家両方の双方を網羅している。徹底性が極めて重要で、やれることはまだあります」

「日本の家計は奨学金が積み上げられる一方で、人口問題に直面している。やはり日本の投資家に「利用」を提供したい。ハイソール商品や不動産関連商品の成功だが、複数の資産を組み合わせた運用戦略を提案してきた。日本の投資家にとって、欠かせない存在になることを望んでいる」

「世界の資産運用業界をみれば、パッシブ運用が優勢で、アクティブ運用は激しくなっています。」

「パッシブがアクティブではなく、選択数をより多く提供することに尽力。(パッシブ運用の中心である)インデックス投資を求めているのは顧客だ。ただ、インデックス投資しか持たない方が増えて、アクティブ投資も同



Fidelity社長 アビゲイル・ジョンソン氏

時に保有している。ポートフォリオ全体を補うために使われている。インデックス投資は「最も安易な手数料と最善のサービスのすべてだ」

「米国でインデックス投資で手数料を一切なく「ゼロ」シリーズを展開し、話題を呼んでいます。現在はインデックス投資に出遅れ、なかなか支持を集められなかった。そうしたなか、手数料なしを考えている

事業者があるに耳にした。もし誰かが「ゼロ」にするのなら、自分たちが最も早くやるべきだというのが社内議論の結論だった。準備に1年かけて、手数料をゼロにした。フィデリティの商品がベストであり、インデックス投資に最も積極的に取り組む会社であることを示した。顧客の評価も高い」

「コンピュータによるHFT(高頻度取引)が優勢です。人間のアク

ティブ運用は勝てますか。」

「もしHFT(下)で本当に市場が効率が低下するのなら、価格はスプレッドに動くはずだ。だがそれは見えない。短期では効率的に見えても、非効率的な部分はたくさんある。長期の投資を考えると、そこには機会がある。これが「アクティブ運用のコアとなる考え方だ」

「我々には長期の投資家で、保有が数十年におよぶこともある。長期トレンドをつかむことが重要だ。母年にファンダメンタルズの調査を重ね、より優れた投資アイデアを考え、運用益を増やす。それが数年単位で実現することもある。トレード頻度は異なるが、」

「世界で100億金利が広がると、日本や欧州ではマイナス金利です。この環境は運用会社に厳しいものでは、「予断を断りたくない。今後どういう結果をもたらすのか、おぼろげではある。債券がほとんどとターンを生み出す状況で、投資家は株式により多くの資金を振り向けるべきだ」といえる。ただ老後資金は依然価値になるだろう。そうしたらあつたところにも、我々は価値を提供したい」

「米国では2018年度に、フィデリティの持ち株会社の営業利益が、前年度比19%増と最高値を上げました。」

「証券仲介を除けば、株式投資は、もうひとつの収益の柱は管理サービス事業だ。各企業の顧問における確定期間口利の管理などをおこなっている。過去10年、この分野を積極的に広げ、レコードキープと呼ばれる管理サービスのシェアは米国トップだ」

「非財務情報に着目したESG投資が拡大している。株式や債券と世界的ESG投資額は前年比で8.4%増(3日時点)。日経平均株価の7%や、3年経典指数(TOP1X)の5%、増を回復している。」

「ESG投資熱の高まりを受けてESG関連の投資も増えている。投資信託協会の調査では、18年11月時点で公募・私募を合わせたESG関連の総資産額は30%増した。今はアメリカン・インテグリティ・アクション」

「三井住友VISAカードの「世界500社ハイウェイ・イン・アクション」などが新たに認定されている。投資成績も堅実だ。ESG評価も優

新技術に運用の未来あり 長生きに備えた資産形成 女性を支援

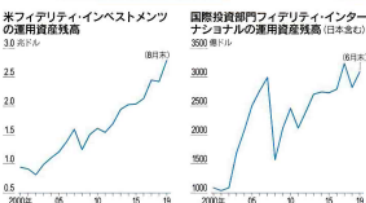
「フィデリティはテクノロジー会社といわれ、仲間を越える資金を投資しています。狙いは、」

「資産運用の未来に、テクノロジー活用は欠かせない。証券仲介、口座管理などビジネスインフラのために資金を使っている。いまは、パブリッククラウドをもっと活用し、古いシステムを効率的で安全なものに置き換えることに重点を置いている。」

「もうひとつ大事なのがユーザーインターフェースの向上。スマートフォン向けアプリ「フィデリティGO」が一例だ。ミニリアル世代など、画面よりスマホでのやりとりを望む人を意識した。また人工知能(AI)を使い、顧客からどんな質問が多いのかを分析している。質問を把握することで適切に回答できる。チャットボットを使った、自然な会話の質問にも答えられる。テクノロジーは顧客サービスへの質を高めるための重要な」

「一時的な成功やブロックチェーン技術の活用にも積極的だが、仮想通貨といった新しい技術は、我々の領域を広げてくれる。暗号資産は6~7年前から大きく市場は未成熟だが、伝統的な運用にどんな影響が与えるかの過剰力を測っている。ブロックチェーン技術の活用で業務を効率化し、安心して決済できるの強弱を測っている。」

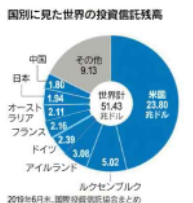
「フィデリティの強みは、カスタマイズされた投資サービスにある。世界より大きな市場でのやりとりを望む人を意識した。また人工知能(AI)を使い、顧客からどんな質問が多いのかを分析している。質問を把握することで適切に回答できる。チャットボットを使った、自然な会話の質問にも答えられる。テクノロジーは顧客サービスへの質を高めるための重要な」



「テクノロジーは顧客サービスへの質を高めるための重要な」

「一時的な成功やブロックチェーン技術の活用にも積極的だが、仮想通貨といった新しい技術は、我々の領域を広げてくれる。暗号資産は6~7年前から大きく市場は未成熟だが、伝統的な運用にどんな影響が与えるかの過剰力を測っている。ブロックチェーン技術の活用で業務を効率化し、安心して決済できるの強弱を測っている。」

「フィデリティの強みは、カスタマイズされた投資サービスにある。世界より大きな市場でのやりとりを望む人を意識した。また人工知能(AI)を使い、顧客からどんな質問が多いのかを分析している。質問を把握することで適切に回答できる。チャットボットを使った、自然な会話の質問にも答えられる。テクノロジーは顧客サービスへの質を高めるための重要な」



「女性に投資をどう考えるか、調査した。女性に投資は一般的だが、情報を得て消化し、決断する前にもう一度話を聞く傾向がある。決断は男

「女性に投資をどう考えるか、調査した。女性に投資は一般的だが、情報を得て消化し、決断する前にもう一度話を聞く傾向がある。決断は男

「女性に投資をどう考えるか、調査した。女性に投資は一般的だが、情報を得て消化し、決断する前にもう一度話を聞く傾向がある。決断は男

手数料引き下げ競争 加速
信託報酬もゼロ/「キャッシュバック」商品も

フィデリティが手数料ゼロの投資信託を発表したのは2018年8月1日のことだ。米同様と世界株の指数に連動する「ゼロコスト投資信託」が対象で、売買手数料だけでなく信託報酬もゼロにした初の投資信託となった。

ゼロコスト投資を拡大しては信託報酬もゼロとする。まず顧客を惹きつける。ゼロコスト以外の商品にも同じ考えを持ってもらうのが狙い。ようだ。米運用業界の手数料競争は加速する一方だ。バンダードは昨年夏に、売買手数料ゼロの上場信託「EFT」を資本から約800万に拡大し、FPLモダ

「フィデリティが手数料ゼロの投資信託を発表したのは2018年8月1日のことだ。米同様と世界株の指数に連動する「ゼロコスト投資信託」が対象で、売買手数料だけでなく信託報酬もゼロにした初の投資信託となった。」

「ゼロコスト投資を拡大しては信託報酬もゼロとする。まず顧客を惹きつける。ゼロコスト以外の商品にも同じ考えを持ってもらうのが狙い。ようだ。米運用業界の手数料競争は加速する一方だ。バンダードは昨年夏に、売買手数料ゼロの上場信託「EFT」を資本から約800万に拡大し、FPLモダ

ESG投資、世界で30兆ドル
関連指数の伸び、日経平均を上回る

非財務情報に着目したESG投資が拡大している。株式や債券と世界的ESG投資額は前年比で8.4%増(3日時点)。日経平均株価の7%や、3年経典指数(TOP1X)の5%、増を回復している。」

「ESG投資熱の高まりを受けてESG関連の投資も増えている。投資信託協会の調査では、18年11月時点で公募・私募を合わせたESG関連の総資産額は30%増した。今はアメリカン・インテグリティ・アクション」

「三井住友VISAカードの「世界500社ハイウェイ・イン・アクション」などが新たに認定されている。投資成績も堅実だ。ESG評価も優

機会見いだす精神 脈々と
聞き手から 編集委員 藤田和明

今年、フィデリティの東京支店が始めた取り組みに、海外拠点から「始めたい」という要望が相次いでいる。この取り組みは、世界的にESG投資が拡大していることを受けて、ESG投資の拡大を促すことだ。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。

「今年、フィデリティの東京支店が始めた取り組みに、海外拠点から「始めたい」という要望が相次いでいる。この取り組みは、世界的にESG投資が拡大していることを受けて、ESG投資の拡大を促すことだ。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。」

「今年、フィデリティの東京支店が始めた取り組みに、海外拠点から「始めたい」という要望が相次いでいる。この取り組みは、世界的にESG投資が拡大していることを受けて、ESG投資の拡大を促すことだ。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。ESG投資は、環境・社会・ガバナンスの3つの要素を指す。」

出所: 日経ヴェリタス2019年10月6日版

機会見いだす精神 脈々と

聞き手から 編集委員 藤田和明

今年、フィデリティの東京拠点が始めた取り組みに、海外拠点から「教えてほしい」との要望が相次いでいるという。注目を集めるのは、三瓶裕喜ヘッド・オブ・エンゲージメントが指揮する「パッシブ投資×アクティブ・エンゲージメント」という運用手法だ。

株式市場には、実はアクティブ運用が目を見ない空白地帯がある。時価総額は1兆円規模と大きいものの、収益性が低いままの企業だ。事業を根本的に変えようとしても成果を出すには数年がかり。景気減速がみえる局面ではなおさら手を出しにくい。

だがパッシブ運用からみると、こうした銘柄の低迷が株価全体の足を引っ張っている。時間がかかっても企業価値を高めることができれば、時価総額が大きいだけにパッシブ全体の底上げにつながる。「誰もやっていない分野」に着目したのが三瓶氏だった。

なぜ株価が安いのか。三瓶氏は当該企業の20年分の資本効率や資本コストをもとに、詳細に分析する。

評価を高めるため、必要な施策は何か。具体的な提案を並べ、経営者にコミットメントを促す。提案書のタイトルは「価値創造診断書」とした。成果

を引き出す時間軸は3年、いや5年かかってもいい。そして企業価値を5割以上高められそうな銘柄に、重点的にアプローチしている。

市場は本来非効率で、ファンダメンタルズの調査で優れた投資アイデアを見つける——。これがフィデリティの創業以来の哲学だ。パッシブ全盛期を迎え逆風が吹くなかでも、他者が気づかぬ視点を持ち、足で調べ、投資機会を見いだす精神は脈々と流れている。

2. フィデリティのエンゲージメントについての考え方

関連用語

“サステナビリティ” (世界的課題)

スチュワードシップ (アクティブ・オーナーシップ)

企業と投資家のエンゲージメント

ESG

SDGs

コーポレート
ガバナンス

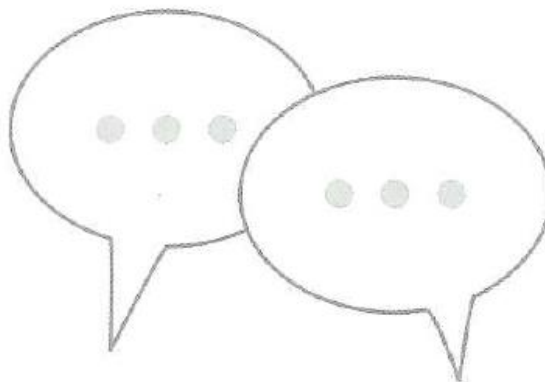
議決権行使

出所: フィデリティ投信

フィデリティのエンゲージメントの目的

1 企業価値向上の促進

差別化、高付加価値、競争力
市場開拓力、シェア、持続可能性
開示、説明、対話、実績、説得力
実行力、柔軟性、問題解決力

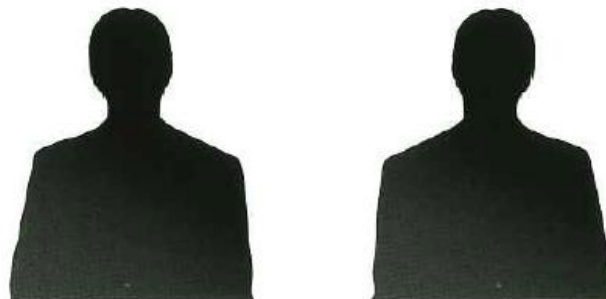


PAY FOR

**Return
Growth
Visibility
Management**

3 取締役会の企業価値向上への取組み促進

企業文化・社風、規律
各委員会等機関の機能、
各役員の役割



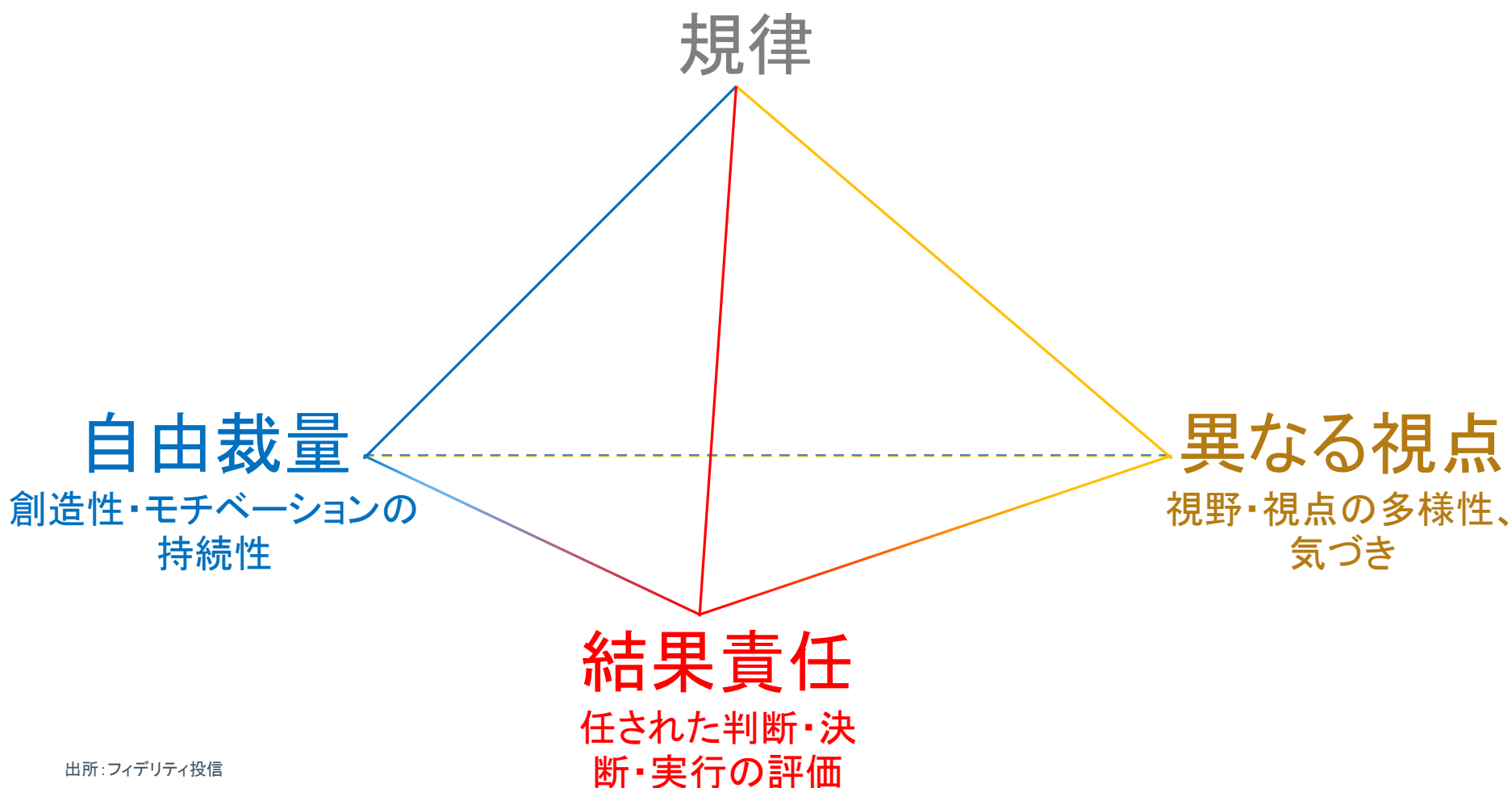
VOTE FOR

**Return
Growth
Visibility
Management**

出所：フィデリティ投信

企業経営の攻めと守り...

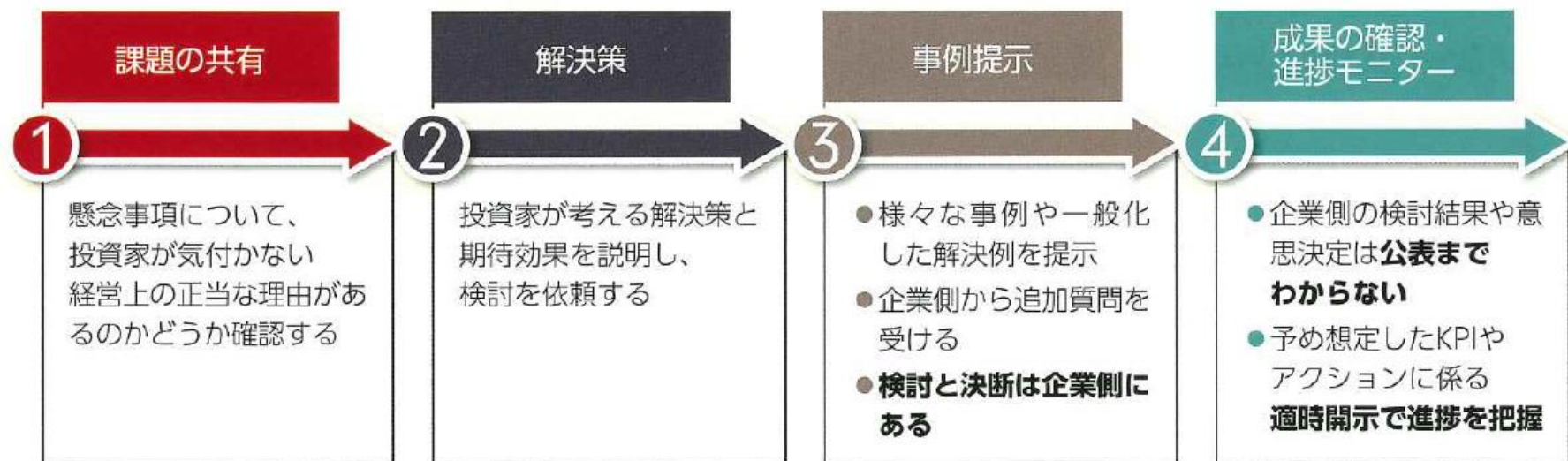
尊重すべき3つのバランス



出所: フィデリティ投信

エンゲージメントの4つのステップ

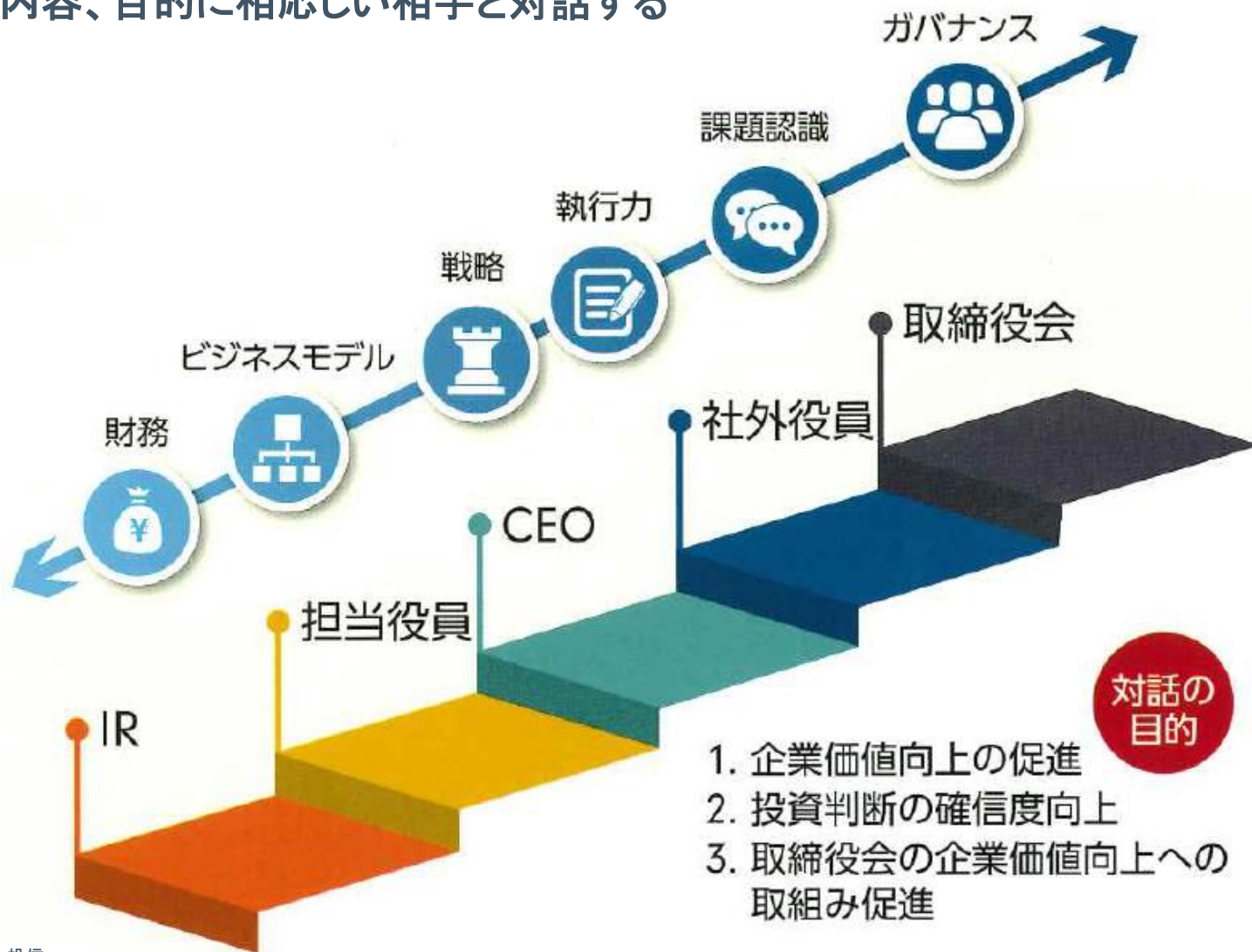
考え方を提示し質問を受ける



出所: フィデリティ投信

対話の相手

対話の内容、目的に相応しい相手と対話する

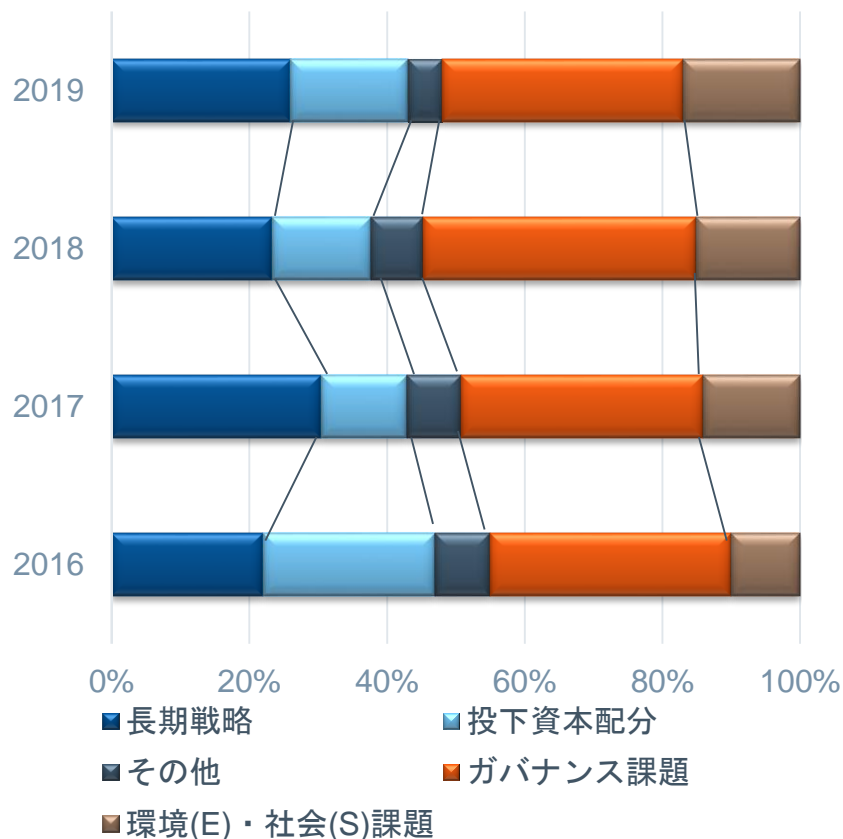


出所: フィデリティ投信

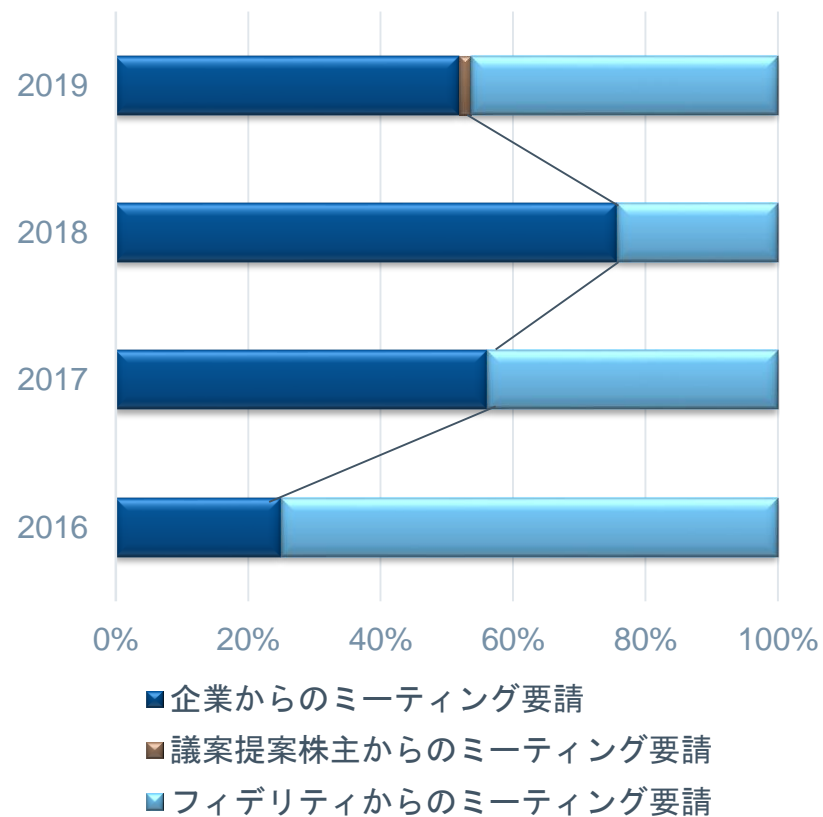
企業とのエンゲージメントの取組み状況

コーポレートガバナンス・コード導入以降の進展

エンゲージメントの議題



ミーティング要請者の割合



出所: フィデリティ投信

長期戦略・ビジネスモデルに関するエンゲージメント例

対話先部署の広がり

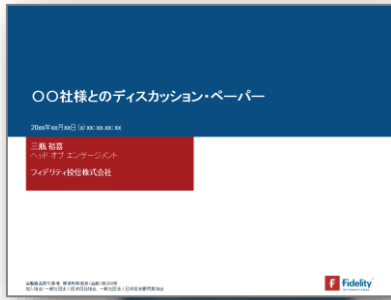
主な議題	エンゲージメントの相手
長期戦略	社長、業務執行取締役
価格決定力	社長、業務執行取締役、経営企画
AI、IoTの活用	社長、業務執行取締役、経営企画
人材投資	社長、業務執行取締役、経営企画、人事、社外取締役
M&A・アライアンス	業務執行取締役、経営企画
環境・社会	業務執行取締役、経営企画、人事、CSR、広報・IR、社外取締役

出所：フィデリティ投信

3. 企業価値向上にこだわる

ボトム・アップ・アプローチを活かした“価値創造診断書”

論点・根拠を明確化・共有するためのディスカッション・ペーパーを用意



残念ながら企業側から内容のあるMD&Aが示されることは未だ少ない。したがって、当方から“診断”結果を伝える。



出所: フィデリティ投信

MD&A*の課題

* : Management Discussion & Analysis（経営者による経営成績等の分析）

長期投資家の視点と四半期決算説明会のギャップ

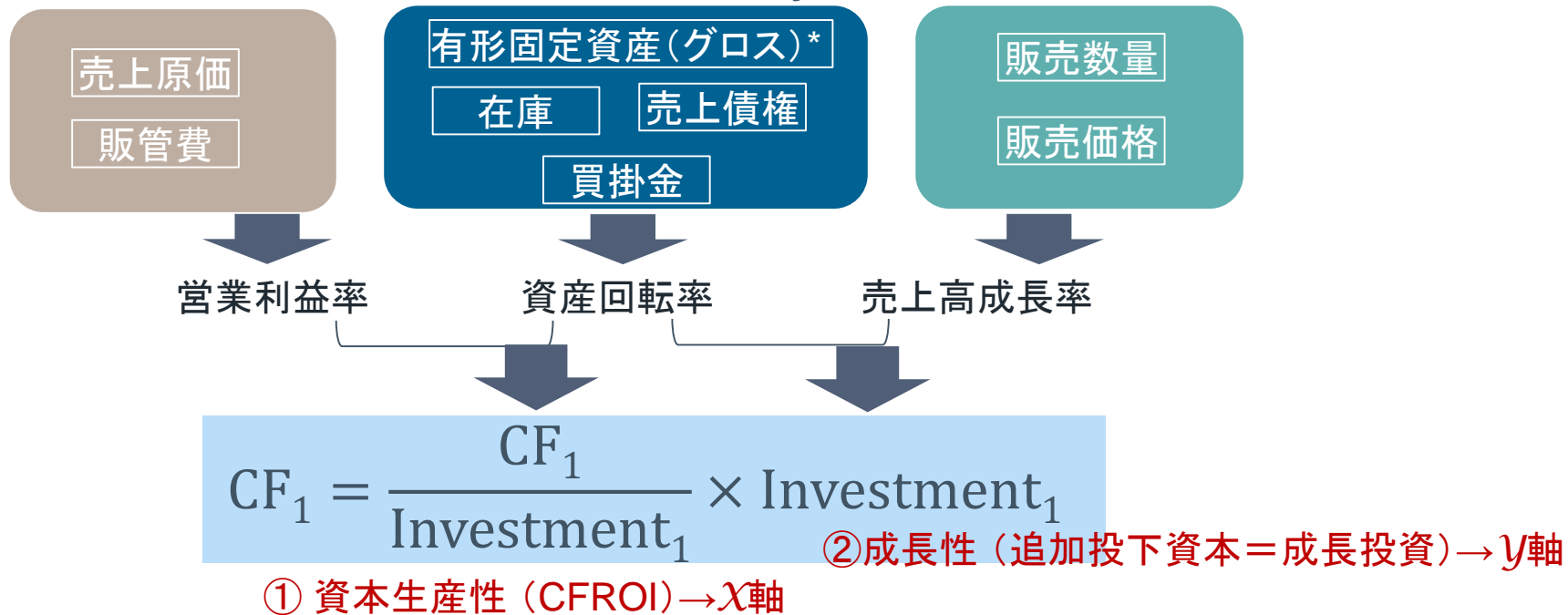
□企業は、予算遂行状況または計画との差異分析を開示しているのが現状

- ウォーターフォール・チャートで、対計画、対前年との差異分析を示しているが、
- それが企業価値向上にどう寄与しているのか、
- 戦略は企業価値向上に貢献しているのか、課題は何か、などは示されていない

□投資家は、企業価値向上の検証・自己評価を求めている

価値創造ドライバーの分解

価値創造の結果と要因、成長戦略、戦略のWhyと戦略執行のHowと結びつける



$$企業価値 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

*減価償却費累計額を足し戻した有形固定資産

バランスシート・マネジメントの重要さ

投資家の視点かもしれないが、マネジメントにも有用ではないか

キャッシュフローを**資本生産性**と**追加投下資本**に分解

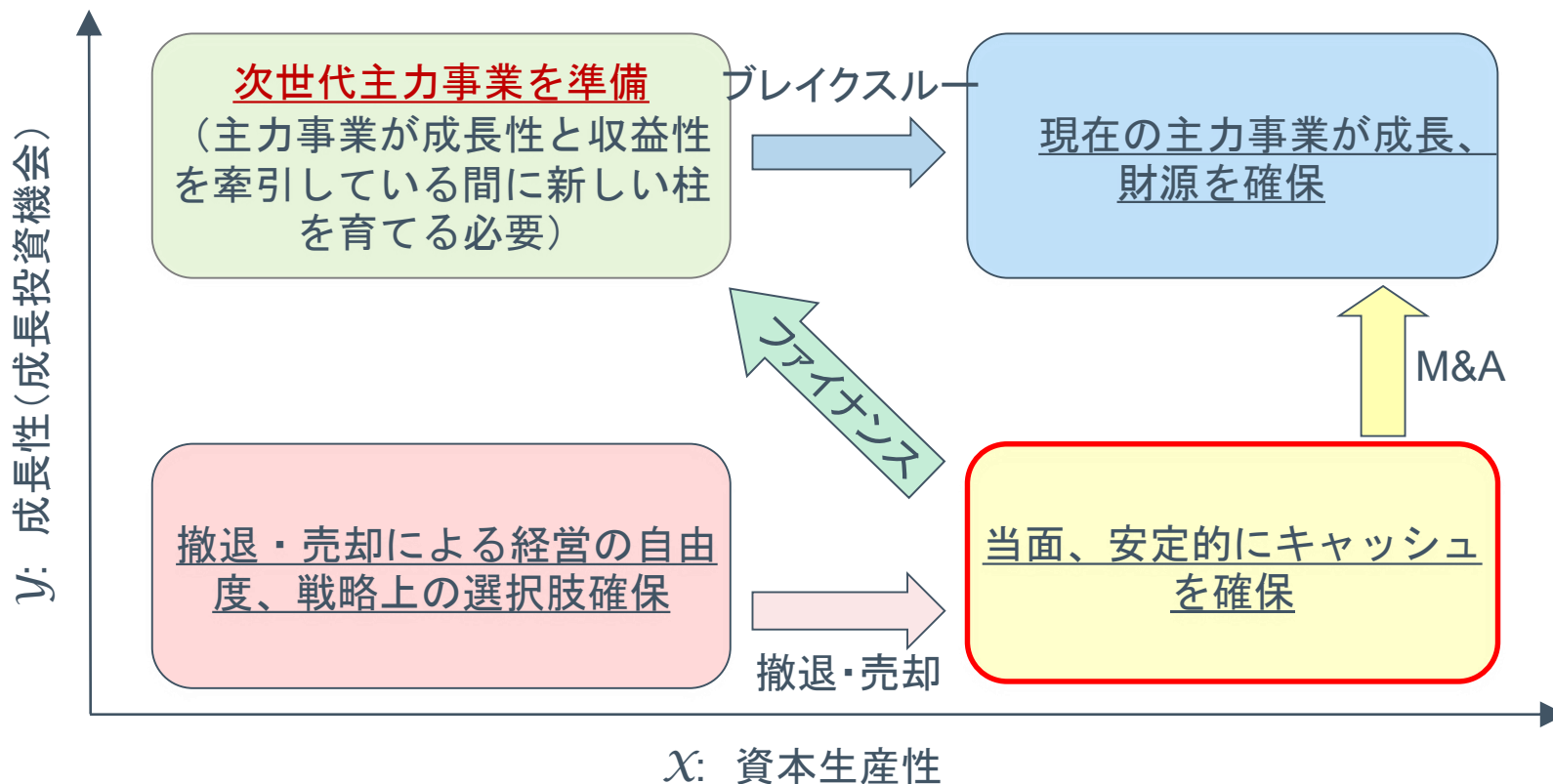
$$CF_1 = \frac{CF_1}{Investment_1} \times Investment_1$$

上記の形に置き換えることのメリット

- ビジネスモデルに**必要な資産**とCF創出の再現性の関係を理解
- 将来像のイメージ(成長余地、飽和感、市場変化によるリスク)
- CFをP/Lから予想するよりも、将来CFの予見可能性が高まる

企業価値向上の課題の見える化

座標軸に実績をプロットし、①課題・解決の方向を確認、②具体策を検討



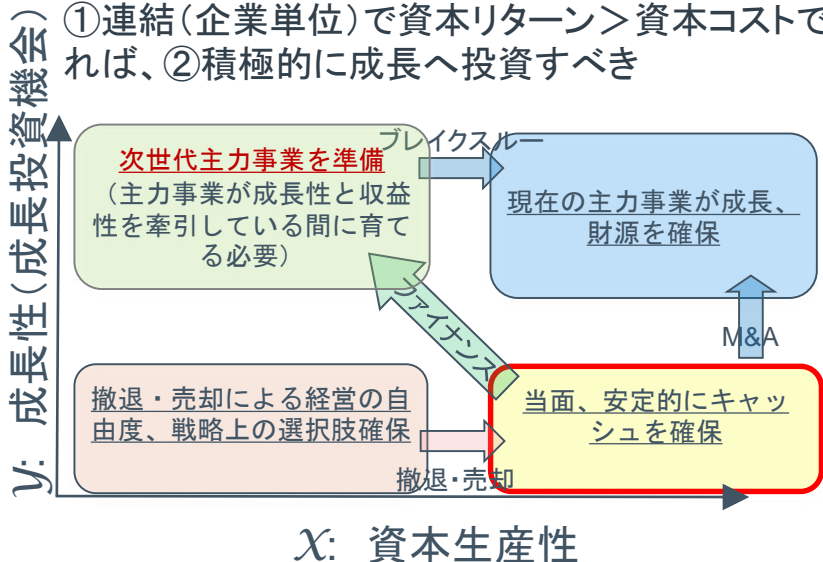
出所: フィデリティ投信

成長が先か、収益性が先か

投資家が考える、 X (独立変数)と Y (従属変数)

視点:

①連結(企業単位)で資本リターン>資本コストであれば、②積極的に成長へ投資すべき



問題点:

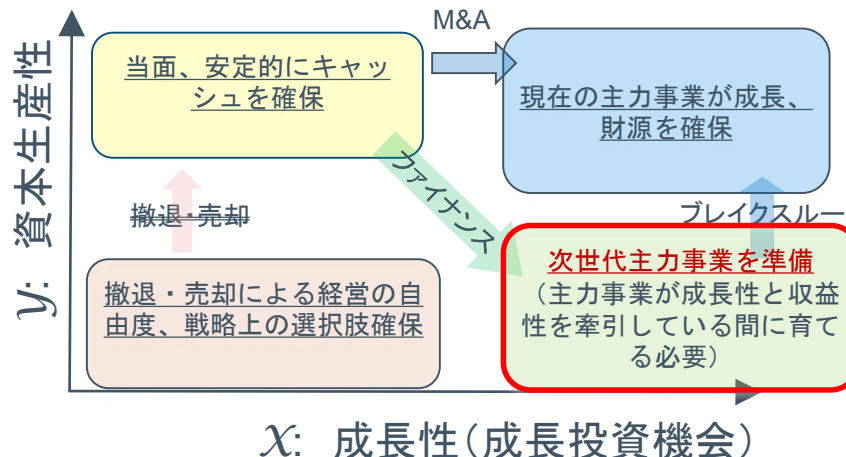
事業単位でも同じ考えを当てはめがち。結果、新規事業立ち上げの先行投資への許容度が低い

出所: フィデリティ投信

企業開示に見られる、 X (独立変数)と Y (従属変数)

視点:

先ず成長機会をとらえる・参入する(?)



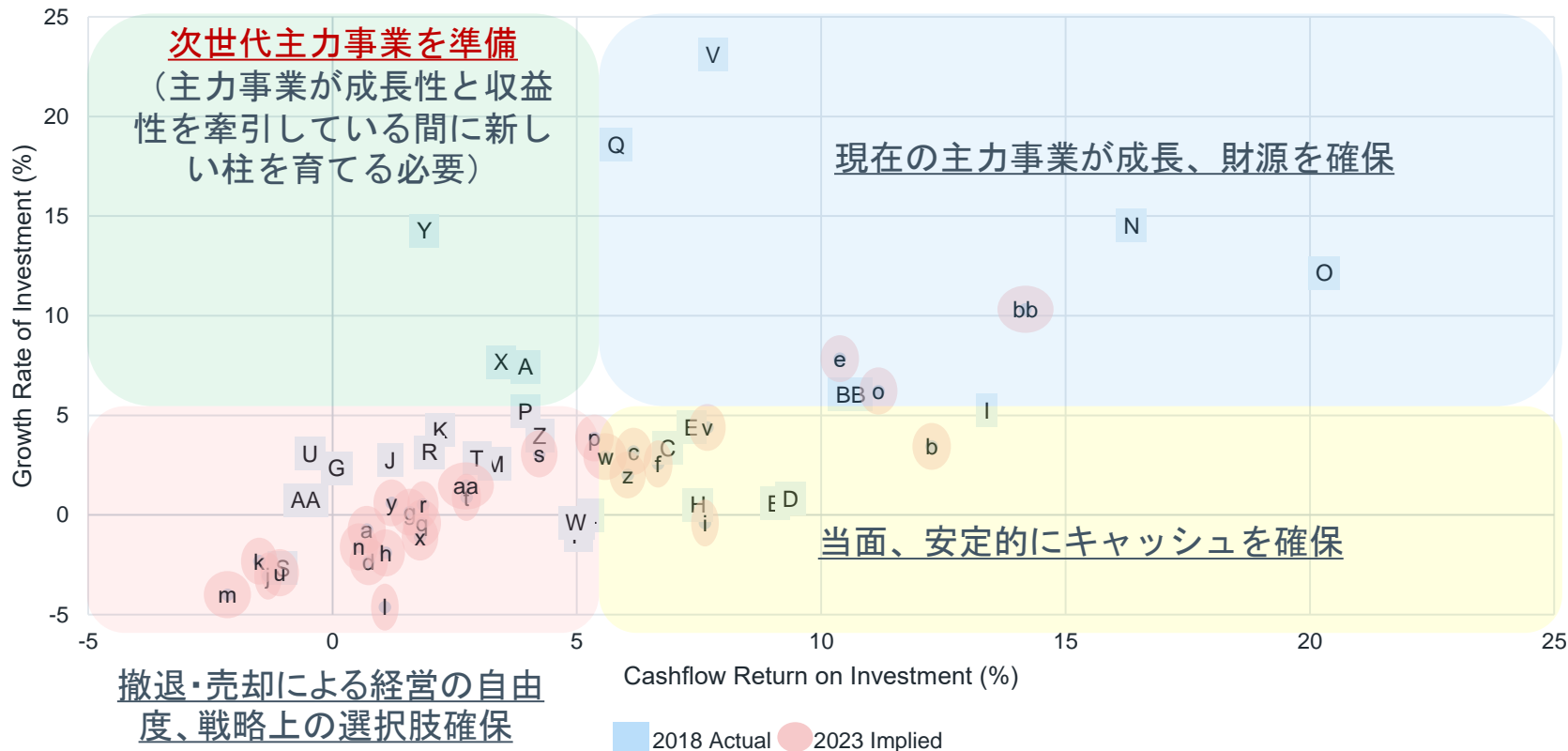
問題点:

収益性・資本生産性は結果、軌道に乗れば後からついてくる(?)
思い切った成長投資をする余力がなく、新規事業は次の柱に育たない

HFLP Aコース参加企業のポジショニング(事業会社)

2018年度実績と株価(10月4日終値)が示唆する2023年の資本生産性と成長性

価値創造ドライバー(資本生産性と成長性)

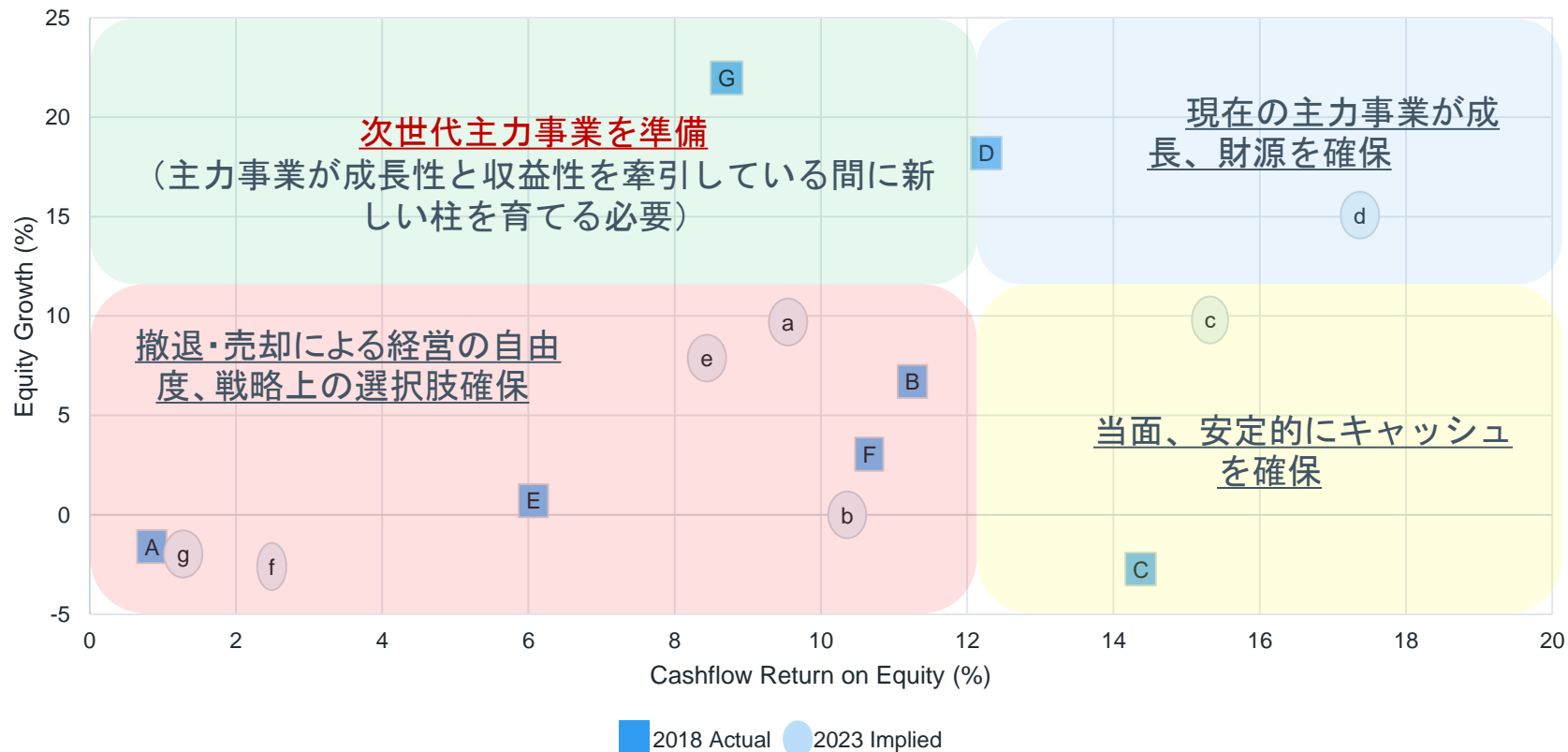


出所: フィデリティ投信

HFLP Aコース参加企業のポジショニング(金融・ノンバンク)

2018年度実績と株価(10月4日終値)が示唆する2023年の資本生産性と成長性

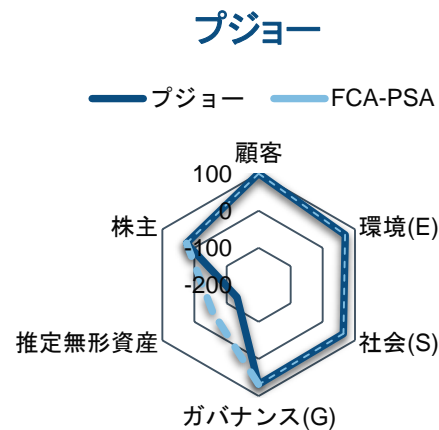
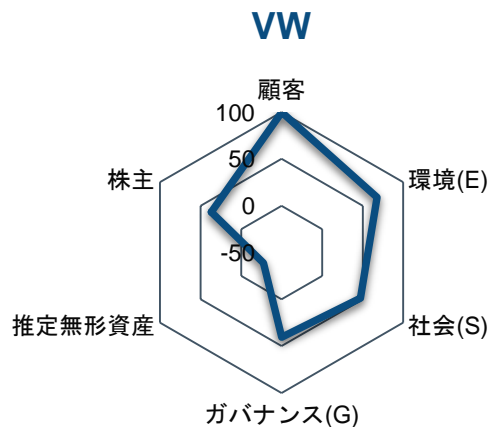
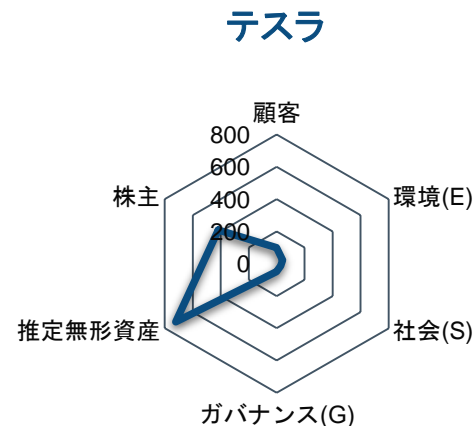
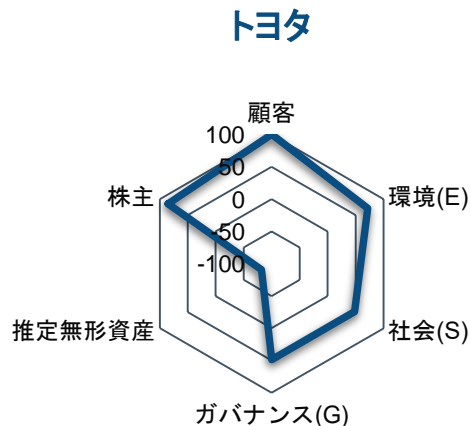
価値創造ドライバー(資本生産性と成長性)



出所: フィデリティ投信

(ご参考) 社会のサステナビリティ追求と経営環境激変の対立・矛盾

経営環境の激変への備えが企業価値の重要なファクターになってきている



出所: 筆者作成、データは次頁参照

出所: 筆者作成、データは次頁参照

(ご参考) 社会のサステナビリティ追求と経営環境激変の対立・矛盾 「改善」を超えた次元の変革を資本市場は要求している

ステークホルダー価値評価(試案)

	トヨタ	テスラ	VW	プジョー	FCA-PSA
顧客	100	100	100	100	100
環境(E)	72	42	68	70	70
社会(S)	48	28	47	64	64
ガバナンス(G)	49	49	40	69	69
推定無形資産	-82	723	-28	-132	-55
株主	85	417	37	25	25
CFROI (FY0)	3.88%	1.42%	4.92%	4.72%	4.89%
Market Implied CFROI (FY5)	-3.17%	10.26%	-1.36%	-6.25%	-2.71%
Fade	-82%	723%	-28%	-132%	-55%

注1) 顧客＝売上高とし、株主は「配当＋時価総額」で売上高を100とした相対値

注2) E・S・Gの評価は、CDPスコア、BBG ESG、MSCI、Sustainalyticsの各評価を最高100となるよう指数化した平均値

注3) 推定無形資産は、株価が示唆する5年先のCFROI(キャッシュフロー投下資本利益率)を直近のCFROI実績値で除した値

ESGスコア

	トヨタ	テスラ	VW	プジョー
CDPスコア	7	0	7	8
BBG ESG	53.31	20.25	63.64	59.92
E	56.59	6.98	65.12	54.26
S	42.11	19.3	57.89	63.16
G	57.14	51.79	66.07	69.64
MSCI	BBB	A	CCC	A
E	6.5	9.3	5.8	5.4
S	3.0	1.5	2.2	4.2
G	3.5	4.8	1.1	5.9
Sustainalytics	70	58	57	78
E	77	70	61	71
S	72	50	62	87
G	54	46	44	78

出所：CDP、Bloomberg ESG、MSCI、Sustainalytics、Credit Suisse HOLT、および各社財務諸表データより筆者作成

(ご参考) 社会のサステナビリティ追求と経営環境激変の対立・矛盾

EUタクソミーの規制化の動きとコスト負担の問題

規制主導で共進化(co-evolution)・共創(co-creation)は促されるか

1. 革新的なビジネス(市場)が生まれるとき、競争(competition)ではなく共進化(co-evolution)・共創(co-creation)がより効果的に展開を後押しする
 2. 共創で重要なのは、潜在的な顧客にその新市場の価値を受け入れてもらうこと
 3. だからこそ、競合する企業同士が協力して新市場のプロモーションに取り組む(共進化)
 4. 一旦その新市場(またはビジネスモデル)が広く認知され確立したら、共創から競争へ移行する
 5. 不確かと思われた市場が成長し、市場のパイ拡大フェーズが安定期に入り、シェア競争フェーズに移っているからである
- 市場創造のパイオニア(供給者)が潜在的な顧客と新市場を共創するのは合理的である
 - しかし、規制または強制によって新市場を構築しようとしても、供給者と潜在的顧客の間に共創が生まれず、「価値」(対価)について合意形成がされない
 - その場合、価値のギャップ(供給者が求める対価 > 潜在顧客が認める価値)を規制導入者が負担しなければ前進しないが、それは自律的に持続可能なモデルではない

(ご参考)GAFA・BAT

投資家による過大評価か、DX期待か、アセットライトが理由か、無形資産効果か

	Google	Amazon	Facebook	Apple		Baidu	Alibaba	Tencent
顧客	100	100	100	100		100	100	100
環境(E)	68	22	48	72		35	33	44
社会(S)	53	37	34	48		33	45	41
ガバナンス(G)	49	59	51	57		46	33	46
推定無形資産	81	62	71	94		38	76	45
株主	652	348	934	542		294	890	921
CFROI(FYA)	12.99%	12.08%	20.62%	19.84%		12.24%	17.49%	21.74%
Market Implied CFROI	10.46%	7.49%	14.55%	18.67%		4.70%	13.21%	9.77%
Fade	81%	62%	71%	94%		38%	76%	45%
CDPスコア	8	0	0	8		0	0	0
BBG ESG	42.15	31.40	34.71	53.11		23.97	18.18	35.95
E	41.09	21.71	30.23	62.50		10.85	7.75	34.88
S	29.82	28.07	19.30	29.82		36.84	22.81	22.81
G	57.14	57.14	60.71	60.71		41.07	37.50	51.79
MSCI	AA	BB	BBB	A		CCC	BBB	BBB
E	5.8	2.0	10.0	3.6		8.0	7.8	8.6
S	6.5	3.2	1.9	5.8		1.8	6.5	4.7
G	4.5	7.3	4.9	4.8		3.1	1.0	3.4
Sustainalytics	62	48	57	71		52	48	53
E	74	46	61	89		50	46	57
S	63	50	63	56		44	47	52
G	46	47	43	62		66	51	51

出所：CDP、Bloomberg ESG、MSCI、Sustainalytics、Credit Suisse HOLT、および各社財務諸表データより筆者作成（算出方法はP.24-25に掲載の図表と同様）

4. 資本コストを意識した経営

資本コストを意識した配当政策DOE

資本コスト・リテラシー・テスト： DOE/株主資本コスト

$$\text{DOE} = \frac{\text{配当金}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$$

		DOE/株主資本コスト	株主資本コスト	DOE	ROE	配当性向
2019年9月	日本	40%	7.3%	2.9%	9.1%	32%
	ドイツ	66	7.1	4.7	11.4	41
	米国	100	5.7	5.7	17.6	32
2018年3月	日本	34	7.3	2.5	10.1	24
	ドイツ	59	7.2	4.2	12.9	33
	米国	93	5.9	5.5	17.6	31
2017年3月	日本	35	7.0	2.4	9.4	26
	ドイツ	62	6.8	4.2	12.7	33
	米国	99	5.5	5.4	15.8	34
2016年3月	日本	32	7.4	2.4	9.4	25
	ドイツ	59	7.4	4.3	12.9	33
	米国	94	5.8	5.5	15.1	36

出所：金融審議会 市場構造専門グループ第4回に提出された、川北英隆 京都大学経営管理研究部 特任教授の資料P.13掲載データから筆者が算出。
株主資本コストは、簡便法として益利回りを使用。

「対話ガイドライン」の重点項目

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

- 資本コストを意識した経営
- 事業ポートフォリオの見直し

2. 投資戦略・財務管理の方針

- 成長投資
- バランスシート・マネジメント

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

- CEOの選解任・育成等
- 経営陣の報酬決定
- 取締役会の機能発揮
- 独立社外取締役・監査役の選任・機能発揮

4. 政策保有株式

- 政策保有株式の縮減方針
- 政策保有株主との公正な関係

5. アセットオーナー

- 企業年金のステュワードシップ責任

ガイドライン	コード改訂	新設
1、2	原則5-2	
3	補充原則4-1③ 補充原則4-2① 補充原則4-10① 基本原則3 考え方 原則3-1 補充原則3-1① 原則4-11 原則4-8	補充原則4-3② 補充原則4-3③
4	原則1-4	補充原則1-4① 補充原則1-4②
5		原則2-6

出所:フィデリティ投信作成

事業ポートフォリオとコングロマリットの違い

何故、現在の事業ポートフォリオを組んでいるのかについて、ビジネスモデルとしての説明が必要である。それは、取締役会の責任である。

- 複数事業を経営するとき、なぜそれぞれの事業が必要かという事業ポートフォリオ戦略に関するビジネスモデルを確立していることを期待している。
- すなわち、多種類の事業の複合体(コングロマリット)ではなく、多種類の事業を持つ意味を上位のビジネスモデルとして説明し、各事業についてさらにそれぞれのビジネスモデルを説明することが必要になる。
- その説明に説得力があれば、自ずとコングロマリット(ディスカウント)という評価を受けない。
- 最近、日本企業の開示資料の中で「コングロマリット・プレミアム」という表現が見受けられるが、上記のことを理解していない「証」のような表現であり、海外では失望されるか厳しく批判されること必至である。少なくとも失笑を買う。

事業撤退・事業売却を伴う改革が進まない理由は何か

事業撤退・事業売却に対する観念・嫌悪感・心理的抵抗の理由を読み解く

- “…先祖の祭礼を怠らないことを誡めている。この先祖への崇敬の念が、商家においては、店の創設者や中興とあおがれる人たち、つまり「御先祖様」の感情と一体になっていく。「御先祖様」は経営体の維持という命題に結びつくのである。”^(注)
- “…「暖簾」によって「御先祖様」の観念が強く結合している。”^(注)
- “店(家＝資本)は御先祖様からの預かりもの、店の繁栄は御先祖様のおかげであり、子孫は勤勉をもって御先祖様の恵みに報いるという経営体維持の理念が成立するのである。”^(注)

注：芹川博通「日本の近代化と宗教倫理」(多賀出版、1997年) P.221

キャピタルアロケーションの見直し急務

日本企業の課題

- 不採算事業の負担が優良事業の利益を相殺している、または、有望事業への経営資源配分を抑制している。
- 事業セグメント毎には目立った不採算部門は少ないが、本部コスト負担が大きい、または、内部消去のため連結ベースでは収益性は高くない。
- 撤退の決断と、新たな柱になる事業の構築をかなり早い段階で行う必要がある。
念のため、「撤退＝従業員の失業ではない」。
その事業を最も有効に活かせる企業が経営すべきである。“A good parent of the business”という表現がある。Businessが悪いのではなく、Parentが相応しくない場合が少なくない。相応しいParentの下でそのBusinessを行えば、潤沢な経営資源のサポートがあるし競争力がついて成長する。したがって、従業員は報われる。
- ポテンシャルの高い事業が最適な企業の傘下に置かれているとは限らない。従来の固定観念に陥っていないかチェックする必要がある。

相応しいParentによる事業の活性化事例

「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99

例えば、あるメーカーAでは本業ではない不採算リゾートホテル事業から撤退することが投資家から見た経営課題の1つの焦点であった。

IR担当者とのミーティングで現状認識を再確認し、財務担当役員、社長へと徐々に段階を踏んで当該不採算事業からの撤退を真剣に検討してもらうようお願いした。

社長は事業撤退に伴う従業員の解雇を連想し強い難色を示したが、ノンコア事業という位置付けでギリギリの予算しか割り当てられない状況の方が当該事業で働く従業員は不幸ではないかと疑問を投げかけた。

むしろ、リゾートホテル業が本業である企業へ譲渡して、その傘下で効果的な宣伝広告や改修が行える環境で働く方が幸せなはずではないかと伝えた。

我々の分析では、リゾート事業の事業価値を十分に引き出すことができていないとの「診断」であり、連結経営母体と事業のミスマッチがあるという結論だったからである。

この約9カ月後にA社はリゾートホテル事業を不動産開発会社へ譲渡することを発表^(注)し株価は上昇した。

(注) さらに約2年後以降、個人旅行で同リゾートホテルを数回訪れたが、施設の改修が進み息を吹き返したようだった。従業員に経営母体の変更の影響をどう感じているか、変更の前後で従業員の入れ替えがあったかなど宿泊客としては奇妙に思われる質問をしたが、従業員は従前通り変わらず、施設への投資や宣伝広告が積極的になり、稼働率も上がり生き生きとしているとのことだった。

出所: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会編「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99 第5章 三瓶裕喜 著

相応しいParentによる事業の活性化事例

「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99

(続き)

企業価値向上への影響が限定的であればエンゲージメントとして成功とはいえない。

そのために入念な準備が必要であることは言うまでもない。

また、表面的なコーポレートファイナンス理論だけでは心を動かすことはできない。

前例の場合、もし社長に気づきがあったとすれば、ノンコア事業でも安定雇用していることが「従業員のため」であるという考え方に対し、従業員が「もっと幸せになれる経営母体があるかもしれない」ということだろう。

より多くのステークホルダーの利害を同時に満たす改善策があったということである。

出所: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会編「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99 第5章 三瓶裕喜 著

“「資本コストを意識する」とは、
単に●●.●%を
計算することではない。

資本コストを踏まえた
合理的なキャピタルアロケーション
(資本の配分)
を行うことを求めている。”

出所: 東京証券取引所 企業価値向上経営セミナー「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」(2018年12月18日・25日)筆者講演資料

新中期経営計画

事業部門別ROIC

CEOメッセージ:

「事業環境認識」: 不確実性が増大、環境の大きな変化
⇒ **株主資本コスト上昇**

「オープンマインドを持って失敗を恐れずチャレンジ」
⇒ **先行投資、リスクテイク**
⇒ **株主資本コスト上昇？低下？**

さまざまな事業や技術の連動性を高め新たな価値創造を図る
⇒ **効率的にキャッシュフロー創出**
⇒ **道筋が見えれば、株主資本コスト低下**

5. 議決権行使に関わるエンゲージメント

プロキシファイト

会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

LIXILグループの例①

LIXILの2019年定時株主総会での取締役選任議案におけるプロキシファイトでは、指名委員会等設置会社に関する理解が経営者および投資家の間で深まっていないことが露呈した。

フィデリティは、2019年定時株主総会に向け、会社提案及び株主提案を吟味しそれぞれの提案者に意図・根拠を確認するとともに当社の見解を伝えた。

同社の株主総会議案を検討する際に重要視したことは、①会社提案、株主提案双方ともに取締役会の刷新を意図していること、②経営刷新はLIXILグループの再構築が目的であること、③経営の透明性を確保すること。

また、上記②、③を達成するには、取締役会の適正規模を確保することも重要。会社提案では、当初、取締役会の適正規模は8名程度としていたが、最終的に候補者が2名追加され10名となった。株主提案では8名の候補者が提出されたが、フィデリティが考える一般的に適正と考えられる規模は10名程度。これらを考慮し、同社取締役会の適正規模は8～10名と判断した。

次に適正規模の範囲で取締役会の多様性を確保するため^(注)に、スキルマトリクスを下書きした。それは当社がそれぞれの面談で指摘するまで、提案側双方ともに自ら候補者全員のスキルマトリクスを提供していなかったため。

エンゲージメントの結果、会社側は6月11日に暫定CEO選定を公表した。当社は、双方からヒアリングした結果を考慮の上、スキルマトリクスを作成した。

(注) コーポレートガバナンス・コード2018 原則4-11 “取締役会は、<中略>多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。”

プロキシファイト

会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

LIXILグループの例②

面談では、以下のような点を指摘し、前述②の観点から、同社の業績低迷(減損)原因であるペルマスティリーザの問題解決方針と課題、新生LIXILグループが今後目指す姿について確認した。

株主提案側代表者との面談: 2019年5月24日

1. CEO解任に至る状況確認および、CEOとして指名委員会等設置会社の機関設計・定款を理解し使いこなせていなかったことについて指摘
2. ペルマスティリーザ売却撤退戦略について
3. 新生LIXILグループが今後目指すべき姿
4. 人選プロセス
5. 各候補に期待するスキル
6. 取締役会・委員会で期待する役割
7. 執行役の布陣
8. 「8人同時選任が条件」とした考えとガバナンスの整合性

取締役 代表執行役社長 兼 COO(会社提案側)との面談: 2019年6月3日

1. CEO候補不明のまま取締役会刷新という異常事態。新指名委員会発足前であるが総会后想定しているCEO候補を暫定CEO候補として総会前に公表すべき
2. 持株会社と事業会社トップの在り方
3. ペルマスティリーザ売却撤退戦略について
4. 人選プロセス
5. 各候補に期待するスキル(公表している8つの機能・資質の適合判断)
6. 執行役の布陣

プロキシファイト

会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

LIXILグループの例③

結果として、今後の企業価値向上を左右するペルマスティリーザの問題解決と、新生LIXILグループが目指す姿に相応しいと考えられる候補を選別(旧システム、旧INAXの対立を避けるためバランスを考慮)し選任議案の議決権を行使した。そして取締役会の適正規模(9名)、多様性、指名理由を優先して選任判断した結果、一部候補者については反対する強い理由はないものの賛成もしないため棄権した。

議案	社内出身	当社議決権行使結果	2019年定時株主総会決議結果(賛成比率%) / 委員会
会社提案			
1.1		賛成	可決(57.9) / 監査
1.2		賛成	可決(51.5) / 指名、報酬
1.3		賛成	可決(53.1)
1.4		賛成	否決(44.4)
1.5		賛成	否決(44.9)
1.6		賛成	可決(52.5) / 指名
1.7		賛成	可決(51.3) / 監査(委員長)、報酬
1.8	✓	賛成	可決(51.3)
重複提案			
2.1		棄権	可決(94.5) / 指名
2.2		棄権	可決(94.4) / 監査
株主提案			
3.1		棄権	可決(52.0) / 指名(委員長)、報酬
3.2		棄権	可決(64.6) / 監査、報酬(委員長)
3.3	✓	反対	可決(58.7) / 指名
3.4	✓	反対	可決(50.8) / 監査
3.5	✓	反対	可決(51.4)
3.6	✓	賛成	可決(53.7)
		独立取締役 7 : 社内取締役 2 トステム出身 1 : INAX寄り 1	独立取締役 9 : 社内取締役 5 (3 業務執行取締役, 2 非業務執行取締役) トステム出身 2 : INAX出身(含、INAX寄り) 3

株主提案への対応

会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

2019年3月26日、会社側と意見交換(個別面談)

- 株主から年次株主総会議案の提案がありそうとのことで、予想される概要について会社側から説明および反対意見の説明があった。
- 内容は、①大量の自社株買い、②独立社外取締役提案、③業績連動役員報酬、について。

2019年4月25日、提案株主側と意見交換(個別面談)

- 大規模な自社株買い、PBR1倍目標、一株当たり純資産が10年で3倍近くになるとの同株主の試算から、目標株価は7倍近くになると読み取れるが、それが達成可能とは考えていないことが確認された。自社株買いに伴う純資産の試算は、経営環境等を考慮したある程度蓋然性がある予想ではなく、様々な条件を一定と仮定した単純な試算であることも確認。
- 提案株主である運用会社の創業者であり執行パートナーである人物を社外取締役として提案。
提案株主は同社の第十位株主。

取締役を選任されるとインサイダー情報に接する可能性が高くなるが、取締役であってもインサイダー取引規制に抵触せず同社株式を売買できる一定の期間(ウィンドー)が設けられるため、「売却」は可能との回答であった。

一方、提案株主が運用するファンドへの資金流入に応じて対象会社株式への追加投資を行う場合の不都合を確認したところ、追加投資は行わない旨の回答であったため、売却しか念頭にはないと理解した。

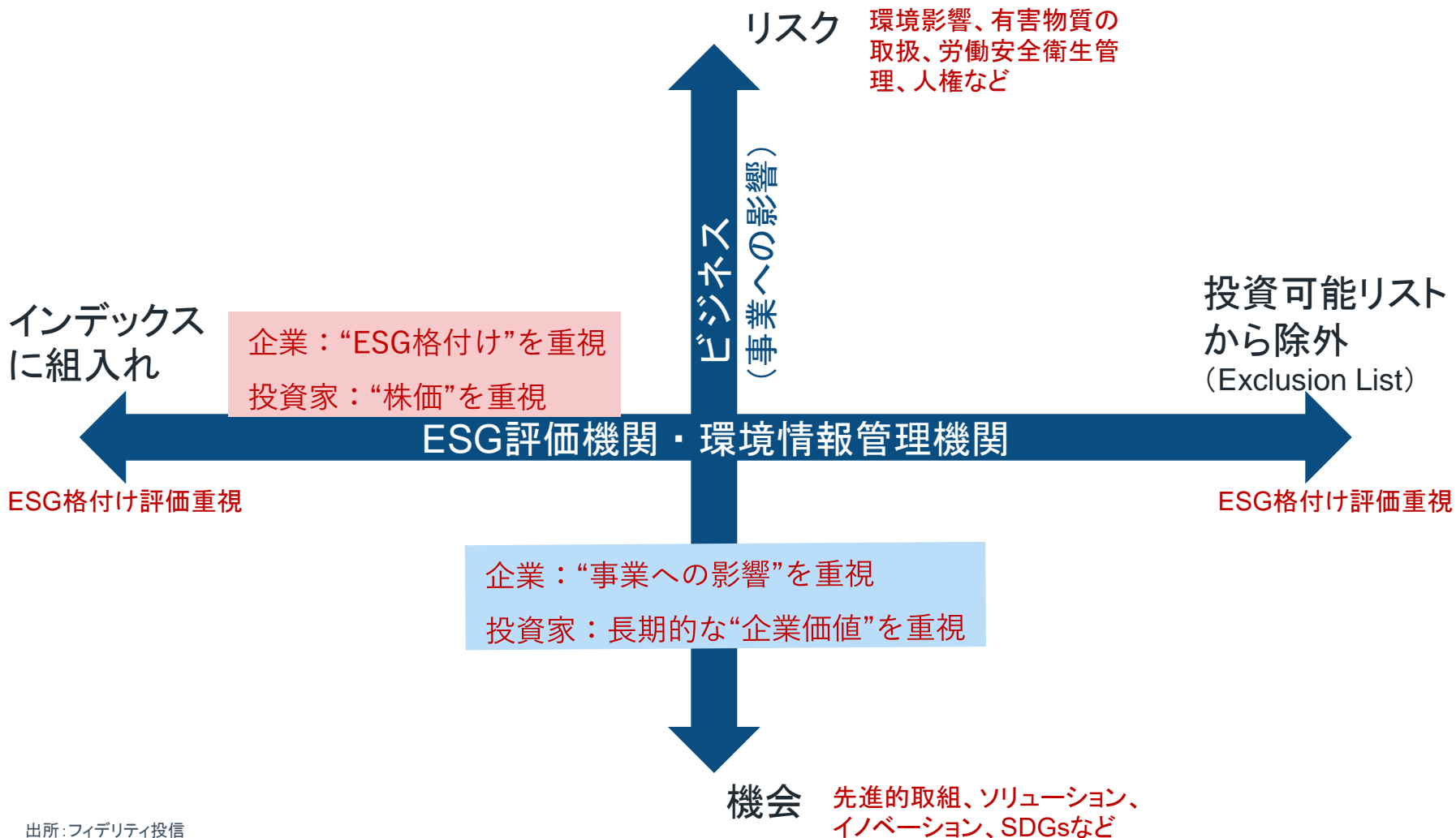
- 当社の判断として、同株主提案は市場の注目を集める目的には成功するかもしれないが、提案に基づく企業価値向上の実現可能性は低く、そのような提案株主からの取締役受け入れは取締役会運営に混乱を来し時間を無駄に浪費する懸念があるため「反対」することとした。

※当社は、大株主からの社外取締役受け入れは、一般株主との利益相反の可能性のあることを懸念し「反対」する基準を設けている。

6. ESGに関するエンゲージメント

ESGを巡る“格付け軸”と“ビジネス軸”

ESG投資は“株価材料”視が先行、企業価値向上への働きかけは出遅れ気味



出所：フィデリティ投信

ビジネス軸でリスクを機会に変える例：丸井グループ

①ガバナンス、②事業戦略、③リスク管理、④指標と目標

丸井グループの共創経営レポート2019のP.52-53にリスクを機会に変える取り組みが紹介されている。



要約すると、再生可能エネルギーの使用率増加によるコスト増8億円、炭素税(導入の可能性)22億円、計30億円費用増に対し、再エネ100%による炭素税非課税、電力小売の共同事業等合計45億円増収を見込む。

しかし、同社のこの取り組みの成功の鍵は、同社カード会員の再エネへの切り替え賛同、電力小売事業参入に対する株主・投資家の支持にある。

図3：「リスク」の財務影響

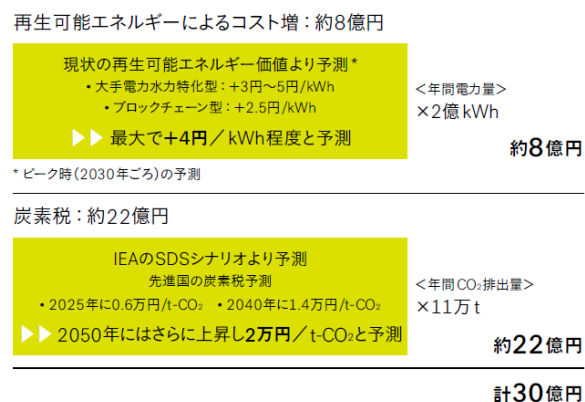


図4：「機会」の財務影響

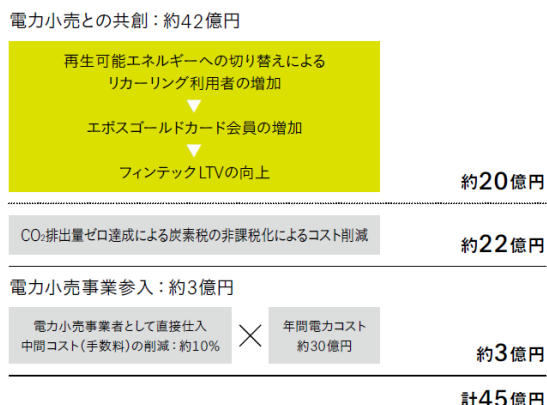


図5：グリーン・ビジネスの「リスク」と「機会」



出所：丸井グループ 共創経営レポート2019

ESGエンゲージメント

サプライチェーン上のリスク

A社は統合報告書を開示しておりESGへの関心が高い。ここで紹介するのは、その統合報告書や価値創造プロセスについて、投資家の評価フィードバックを求められ面談を実施した例。

フィデリティのエンゲージメントの目的は、企業価値向上の課題を共有し改善に向けた取り組みを促すこと。同事例においては、①これまでの価値創造についての診断、②成長戦略の妥当性、③目標達成への課題、について当社の見解をA社と共有した。特に、③目標達成への課題の一つとして、ESGに関するサプライチェーン・マネジメントにおいて、見落とし又は、ある問題について軽視しているリスクを取り上げた。

A社はサステナブル調達を掲げ、人権・環境に配慮した主原料調達に臨んでいたが、同主原料分野で注目されている苦情対応・処理についての開示が世界標準に照らし不十分であることを伝えた。

企業価値への直接の影響として懸念されるのは、A社の最重要顧客である米国企業との取引が縮小または停止されるリスクである。当該顧客企業は世界的なブランドとして知名度が高く、消費財を扱っていることから自社のESG評価に非常に敏感である。

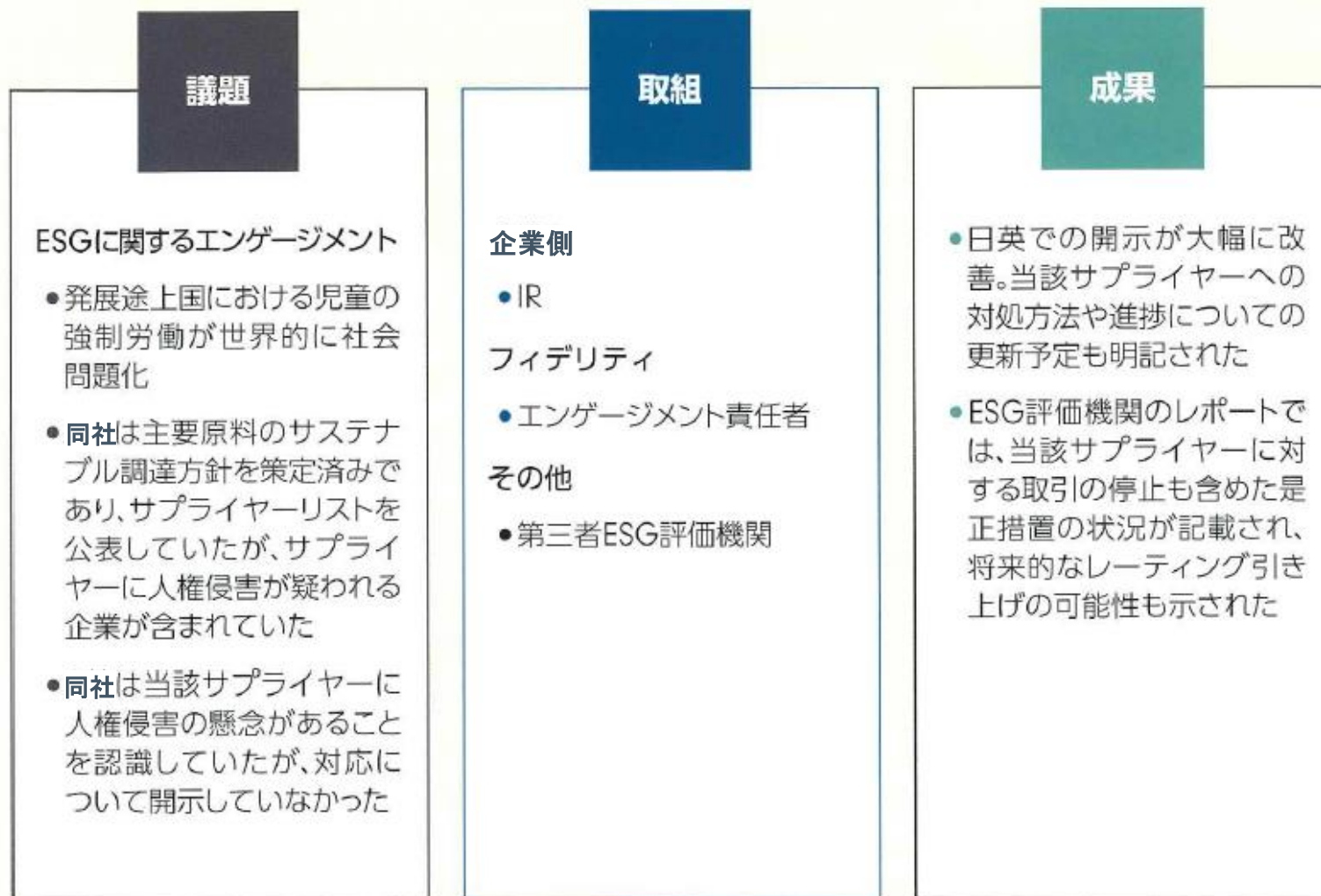
これまで、顧客企業に供給する製品の品質、納期遵守、供給能力などがサプライヤー評価の主項目だったが、現在はそこにESG評価が重要項目として加えられている。なぜならサプライヤーのESGへの取り組みが顧客のESG評価に反映されるからだ。そして前述の開示が不十分であるだけでなく、当社のグローバルな情報収集によれば、A社の主原料調達先に人権・環境上の「問題企業」が含まれていることが判明した。このことから、現在の最優先サプライヤーの地位を失い劣化したサプライヤーに転落するか、契約を失うことになるリスクさえあることを指摘した。

その結果、A社は面談の約2か月後には開示を大幅に改善し、一次生産者・一次加工業者であるA社のサプライヤーとのエンゲージメントやトレーサビリティを含め公表。モニタリング・プロセス、エスカレーション、情報更新時期など結果的にはベストプラクティスといえる水準まで進化した。

加えてA社に外部ESG評価機関を紹介し、両者で進捗について情報交換するよう促した。その結果、約1年で外部ESG評価機関の評点ランクが20%ポイント大幅に改善した。また、A社の開示はベストプラクティスとして他の企業とのエンゲージメントの際にも紹介し参考にしてもらっており、エンゲージメントの横展開の効果にも貢献している。

事例補足

サプライチェーン上のリスク管理の重要性



出所：フィデリティ投信

7. 支配株主と上場子会社に関する問題

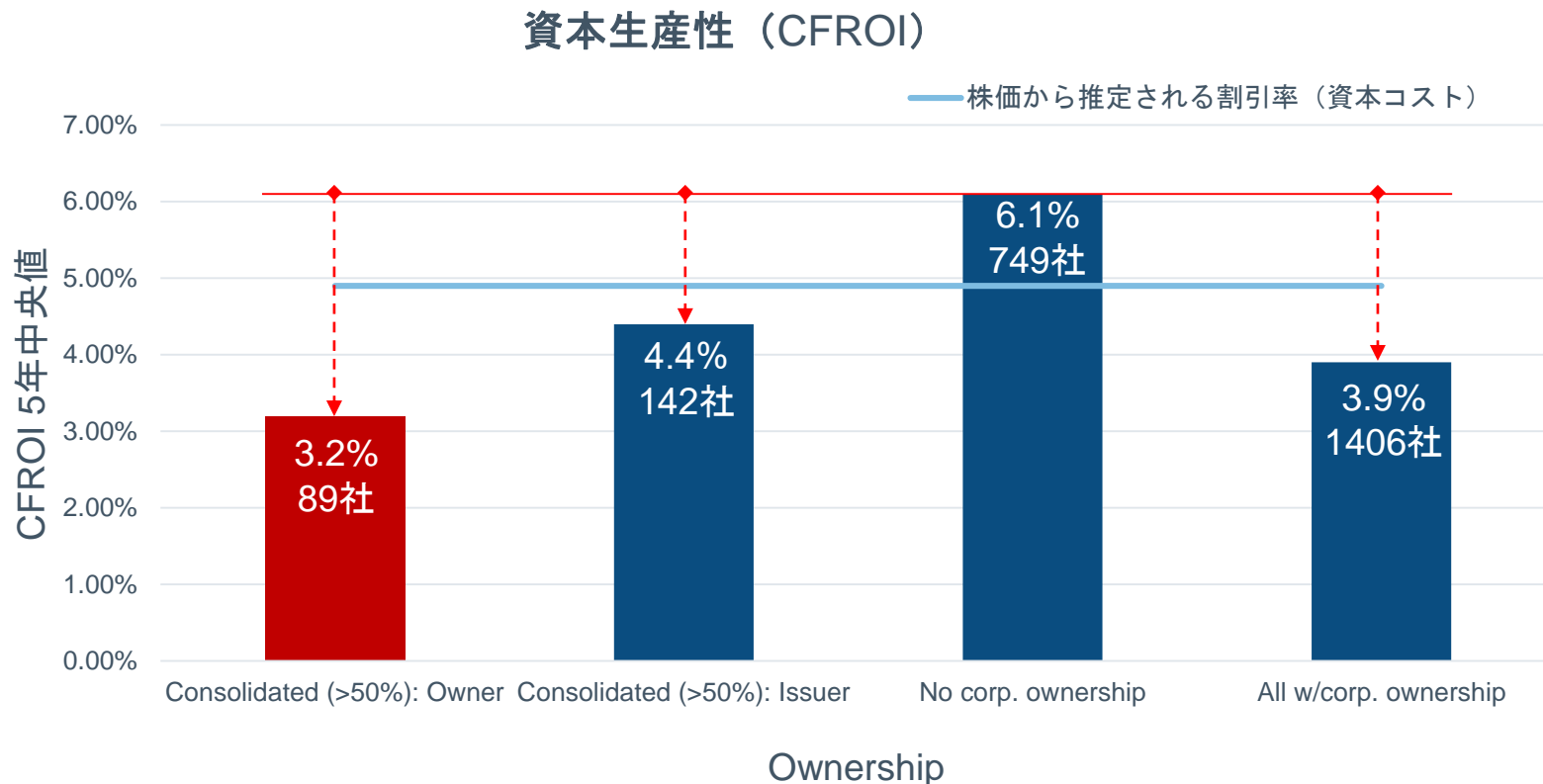
支配株主と上場子会社に関する問題

- 親会社・従属上場会社：
経営執行（オペレーション）上のシナジー、
選択肢・自由度
 - 親会社・従属上場会社：
従属上場会社の少数株主との
利益相反監督
- 従属上場会社の意思決定者・コミットメントが不明確
- わかりにくい企業構造
- バリュエーション（企業価値評価）上の問題
- 株主資本コストの上昇、資本市場の効率低下、経済活性化への負担

親子上場の矛盾(事業シナジー追求と利益相反管理)・非効率性

企業株主のいない企業のキャッシュフローベースの投下資本利益率(CFROI)が優位

対象 2,155社



出所: クレディスイス証券 日本株式市場レポート「少数持ち分再編のフレームワーク」(2019年3月19日発行)の分析データより筆者作成

上場子会社問題

経営の選択肢(平時) VS 少数株主保護(有事)、支配権と経済的利益の不一致

上場会社が支配株主の場合

	上場子会社肯定論	上場子会社否定論
平時	<ul style="list-style-type: none">親会社との事業シナジー資本業務提携の第一段階段階的事業譲渡投資理由の明確さ（ピュアプレー）	<ul style="list-style-type: none">子会社経営陣の責任と裁量で経営されていないことによるディスカウント経営支配権と経済的利益の不一致
有事	<ul style="list-style-type: none">親会社に有利な価格での買収・完全子会社化親会社主導の子会社事業の統廃合	<ul style="list-style-type: none">情報の非対称性を利用した親会社による不公正取引親会社と子会社間での合意なき事業の統廃合

「公正なM&Aの在り方に関する指針」および、会社法改正による社外取締役を置くことの義務付けの実効性を高めるために、①取引所主導でCGコード原則4-14.取締役・監査役のトレーニングを通じて浸透を図る、②取引所規則にて、会社法で義務付ける社外取締役を独立社外取締役と規定する、などの方策が必要。

8. 政策保有株式に関する論点

Ⅱ.(1)コーポレートガバナンス改革と開示制度の見直し-①:全体像

記述情報(有価証券報告書)の見直し

- 記述情報の記載の充実(※)
(経営戦略、経営者による経営成績等の分析(MD&A)、リスク情報等)
- 監査関係の情報の拡充
(監査役会等の活動状況、監査人の継続監査期間等)

- ガバナンス情報の拡充
(役員報酬、政策保有株式等)

「記述情報の開示に関する原則」、
「ベストプラクティス」の公表

(※) 経営の目線での開示など、記述情報の開示の考え方等を整理

2021年3月期～

2020年3月期～

2019年3月期～

企業情報の
開示充実

KAM
全面適用開始

KAM
早期適用開始

監査報告書の見直し(KAMの導入)

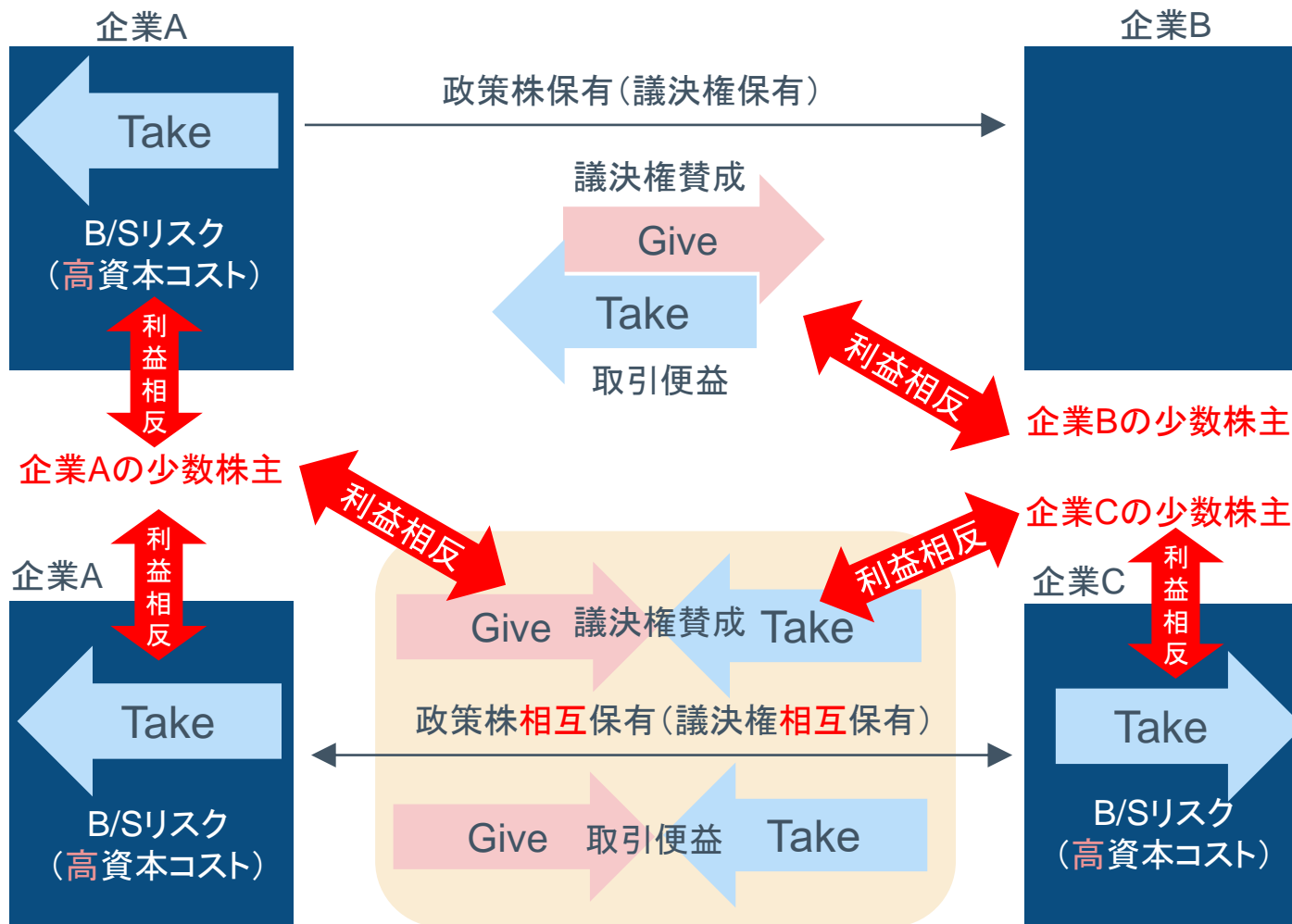
監査報告書に「監査上の主要な検討事項(Key Audit Matters:KAM)」を記載することなど

21

出所:金融庁企画市場局「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討課題」(平成31年3月5日、フォローアップ会議 資料1-1)

政策保有株式に関する問題点

政策保有株式と利益相反の構造

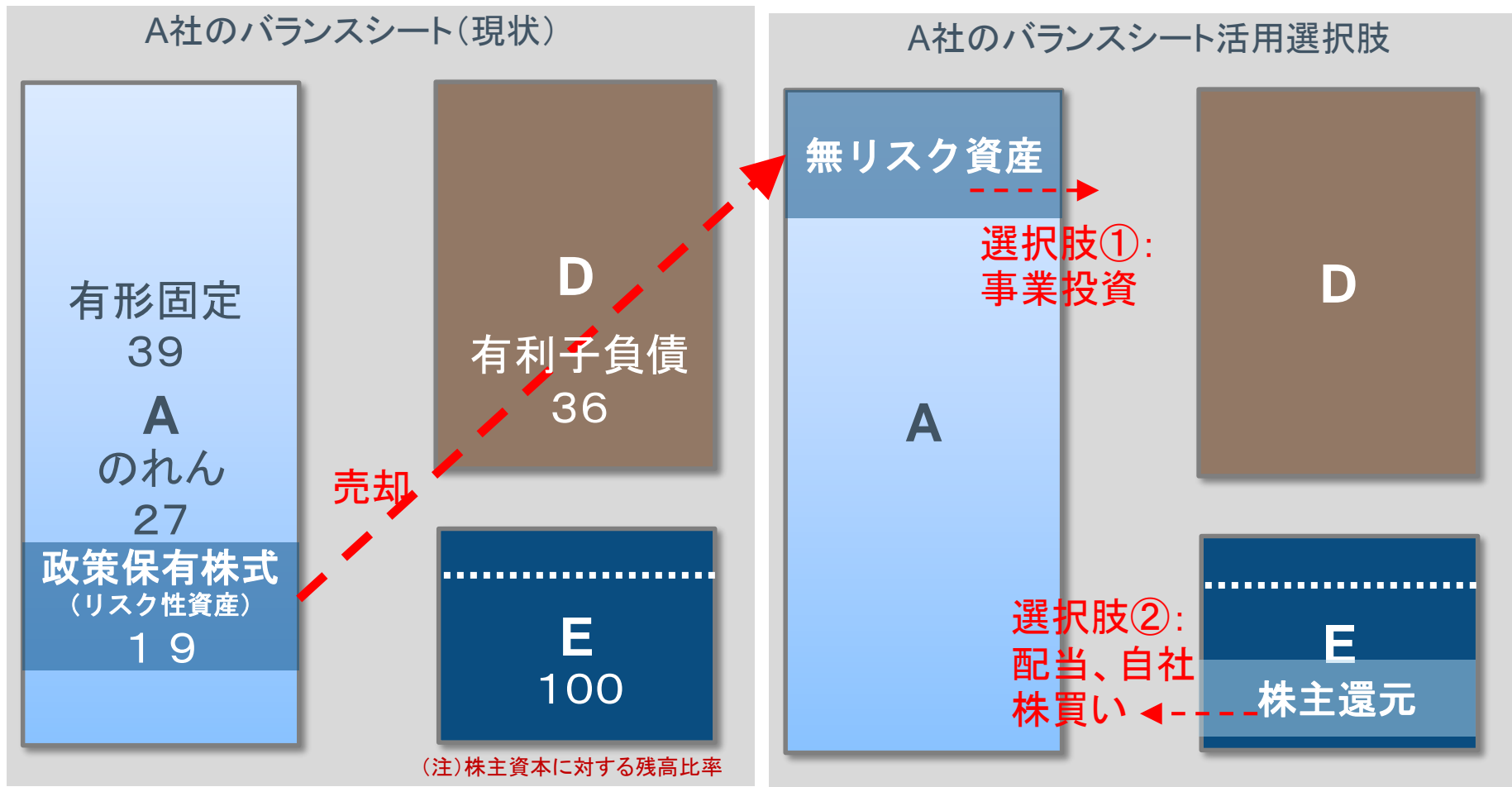


出所: フィデリティ投信作成

政策保有株式売却の意義

意識改革への影響大、資本の活性化のはじまり

株主資本の使い方(資本コスト認識)、リスクへの備え方、競争力の向上

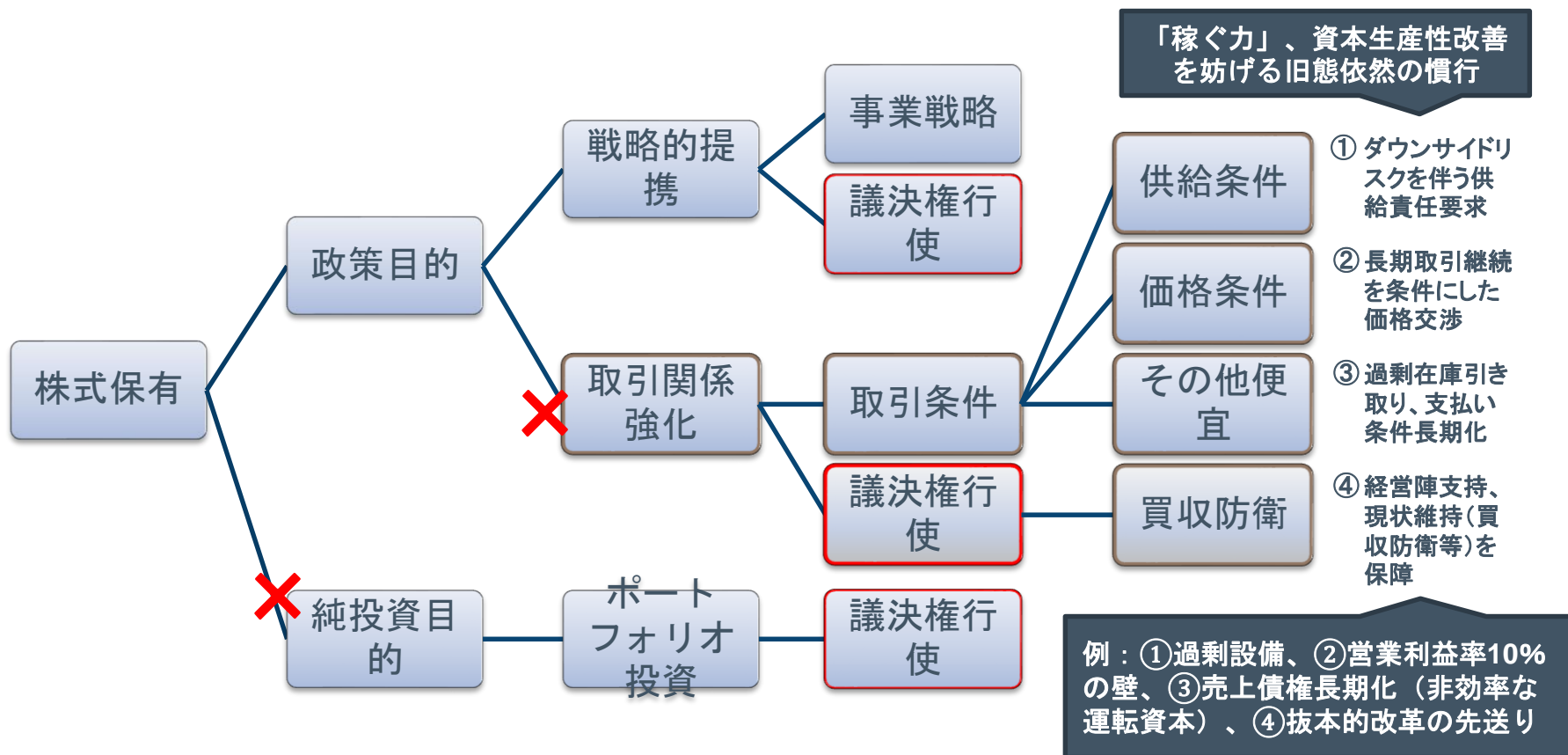


出所: A社有価証券報告書よりフィデリティ投信作成

個々の政策保有株式の問題

保有目的と経済合理性の論理矛盾

ビジネスモデルの競争力や製品・サービスの質の優劣ではなく、株式保有（議決権行使）を梃子にした取引条件交渉が国際競争力を損なう一因となっている可能性がある。



出所：フィデリティ投信作成

企業年金資産の問題

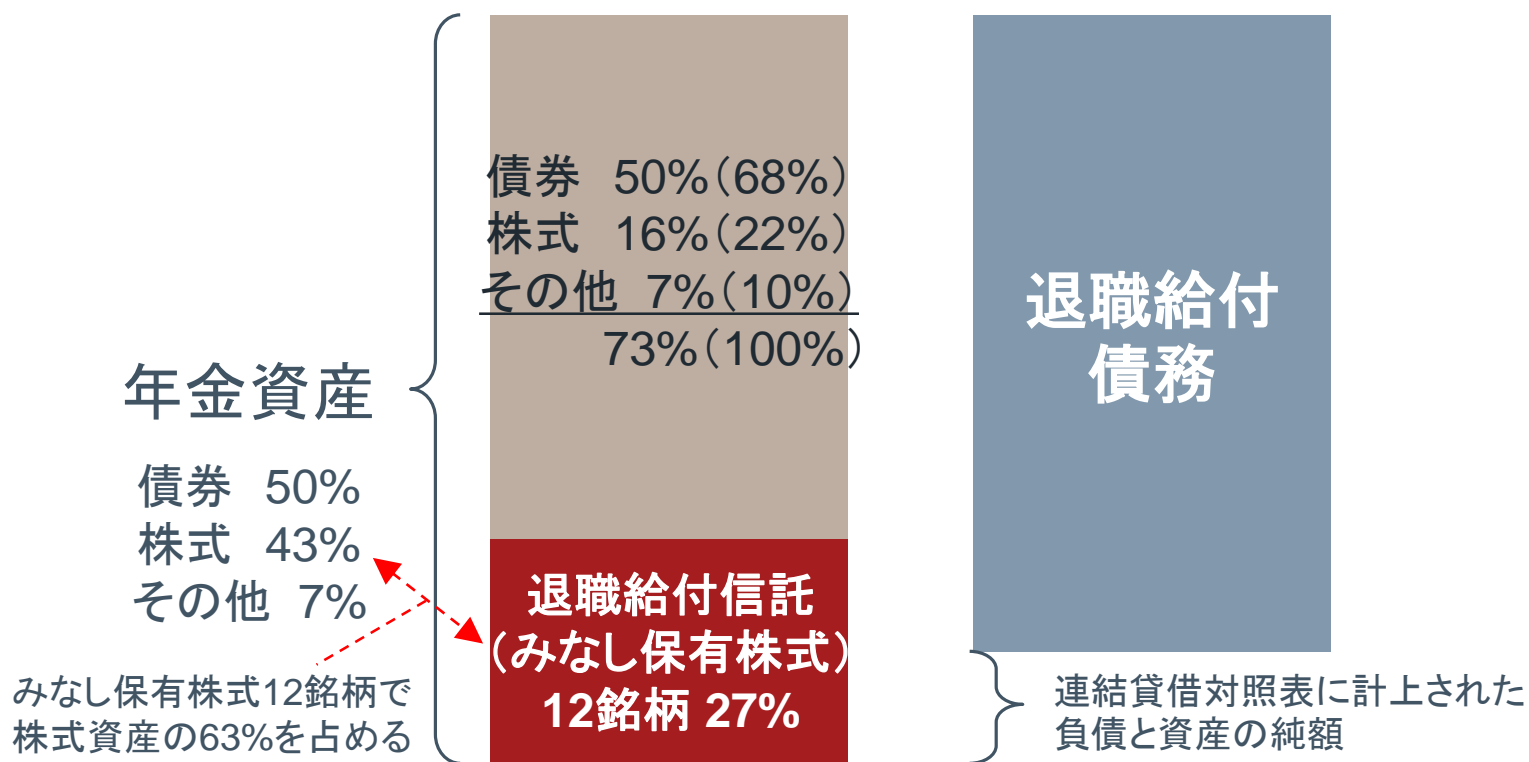
従業員に対する無責任な管理、母体企業の論理優先

みなし保有株式の保有目的・・・退職給付信託契約に基づく議決権行使の指図権限

例) みなし保有株式 12銘柄で年金資産の27%を占める

年金資産の株式資産の63%を占める歪な状況

しかも、退職給付信託は特別枠として棚上げされ、事実上管理されていない。



出所: 某会社の2018年3月期有報より作成

9. 価値協創のために

成長の鍵

破壊・混乱を伴う革新 (Disruptive Innovation)

物理的・時間的制約を取り除き、ユーザーに必要な機能・便益だけを提供する方法を見つけたとき、新たなビジネスモデルの機会が生まれる。

- ただし、従来の方法を捨てる決断が必要
- 捨てるものを持たない新規参入者には始めやすい
- 遅かれ早かれ、新旧交代となる

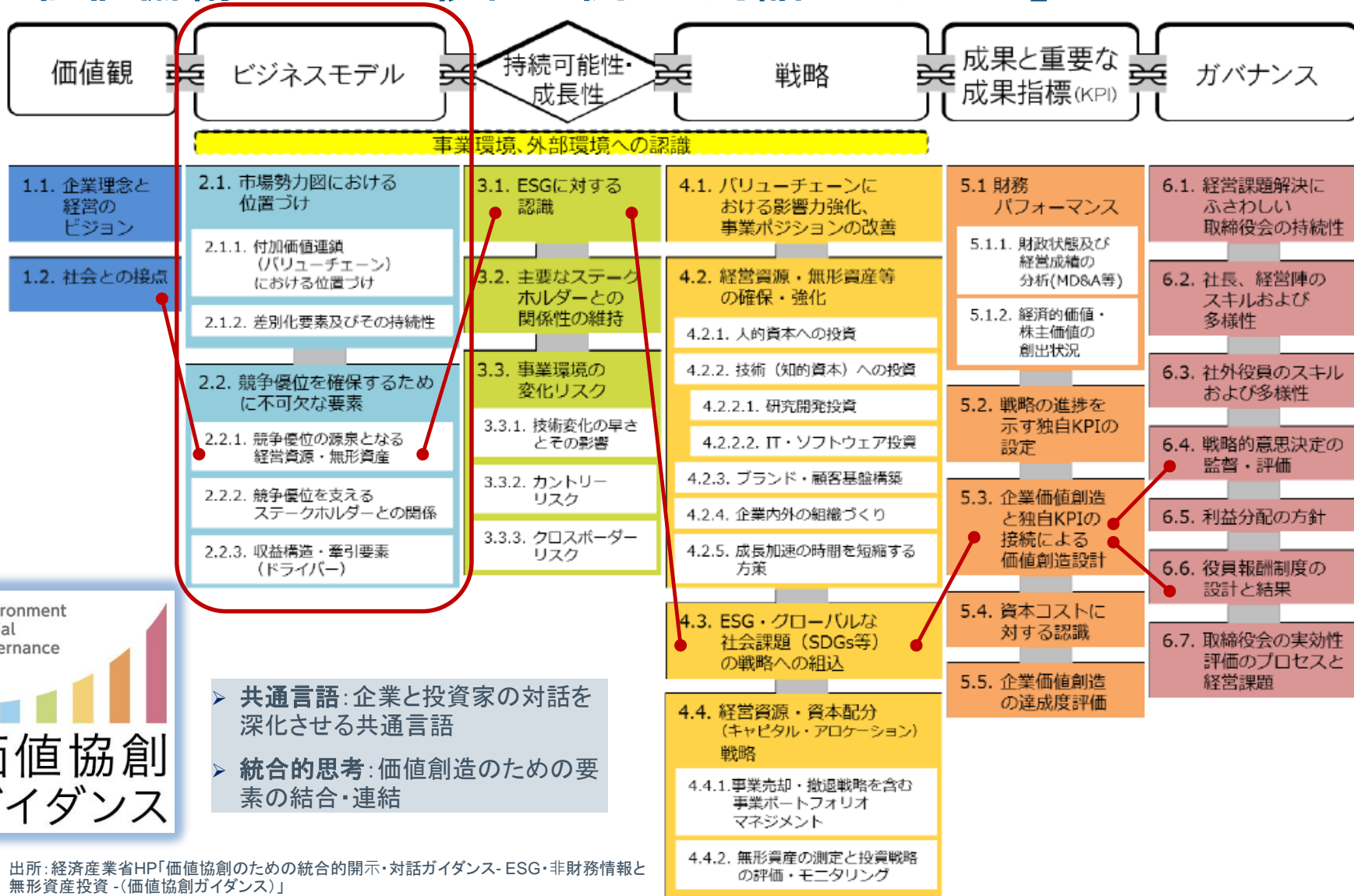
“いかなる問題も、それをつくりだしたときと同じ意識によって解決することはできない。” アルバート・アインシュタイン

閉鎖性のチェック

- 取締役会に「阿吽の呼吸」、「暗黙の了解」を持ち込んでいませんか？ Y/N
“空気”ではなく、合理的判断ができる環境整備が必要不可欠
- 行動経済学のワナにはまらない体制はありますか？ Y/N
ハーディング(群がり):ハーディングはレッドオーシャン。避けるには不完全な情報で決断する必要
損失バイアス:損失に対する不満足は、同じ大きさの利益から得られる満足よりも大きい(損失回避、損失への過敏性)
現状維持バイアス:現状を改める行動や選択には心理的な負担が掛かるので、現状を維持しようとするバイアスが働く
時間割引率のバイアス:時間割引率が“低い”とは、将来の満足のために現在の満足を我慢する行動バイアス。起業家・創業者に見られる。このような「忍耐強い」判断と「問題の先送り」を混同していませんか？(一方、投資家には時間割引率が“高い”行動バイアスが見られることがある。)
- マイノリティ経験はありますか？ Y/N
多様性を受け入れ取り入れる準備として、マイノリティ側の体験が必要
- 独自に市場調査・データ収集を行っていますか？ Y/N
マクロ・トップダウンでは先行できない・・・ハーディングに陥り易い
直接の顧客(納入先)ではなく、最終需要市場を独自に調査し、納入先の発注の確からしさをチェックしていますか？
- 長期ビジョンを経営陣・従業員で共有できていますか？ Y/N

(補足)『価値協創ガイダンス』活用のポイント

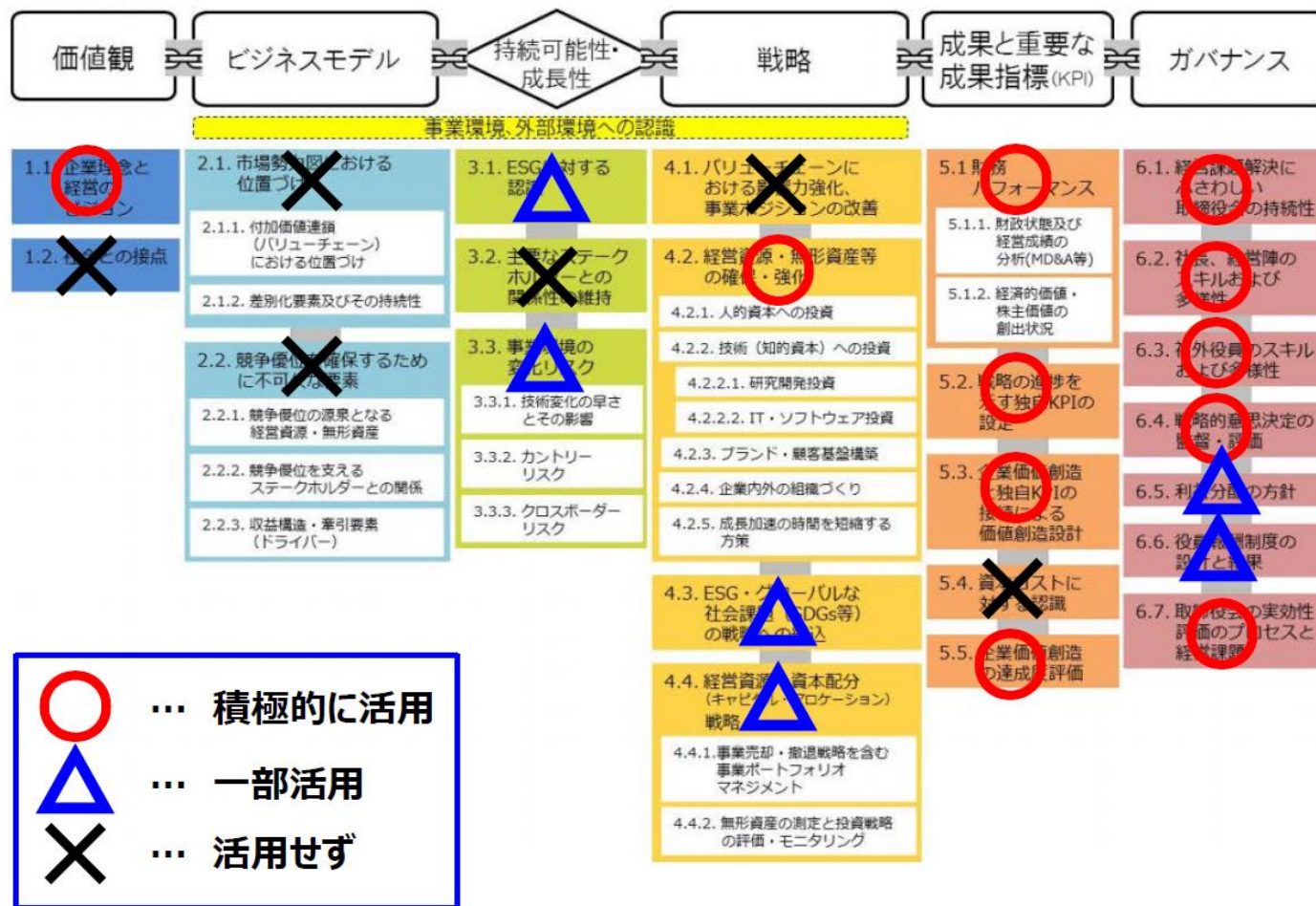
「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」(価値協創ガイダンス)



統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例①

価値協創ガイダンス（活用箇所）

15/20ページ

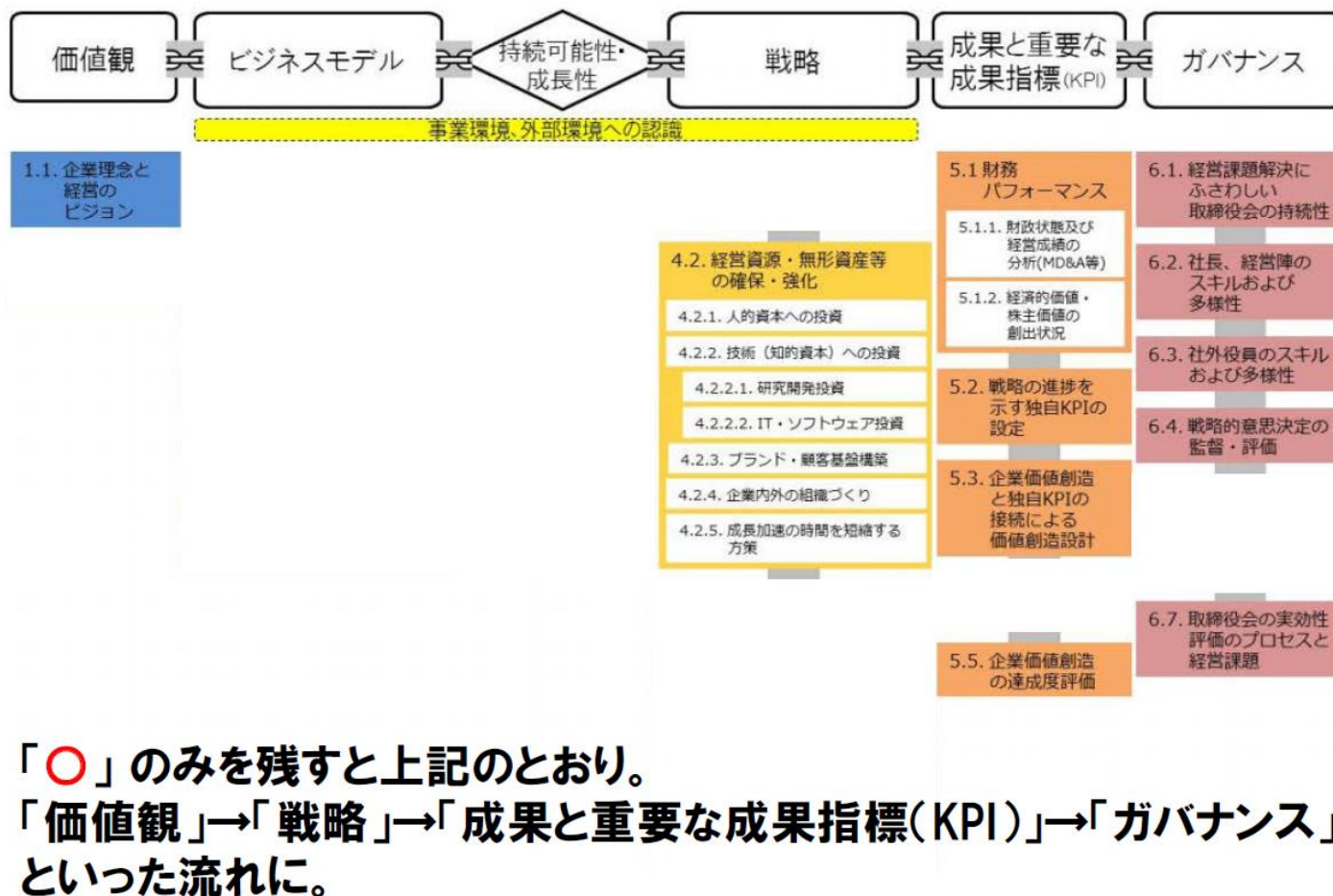


出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日 (経済産業省HP) https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/kansai_presentation.pdf

統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例②

価値協創ガイダンス（「良かった」Part）

16/20ページ

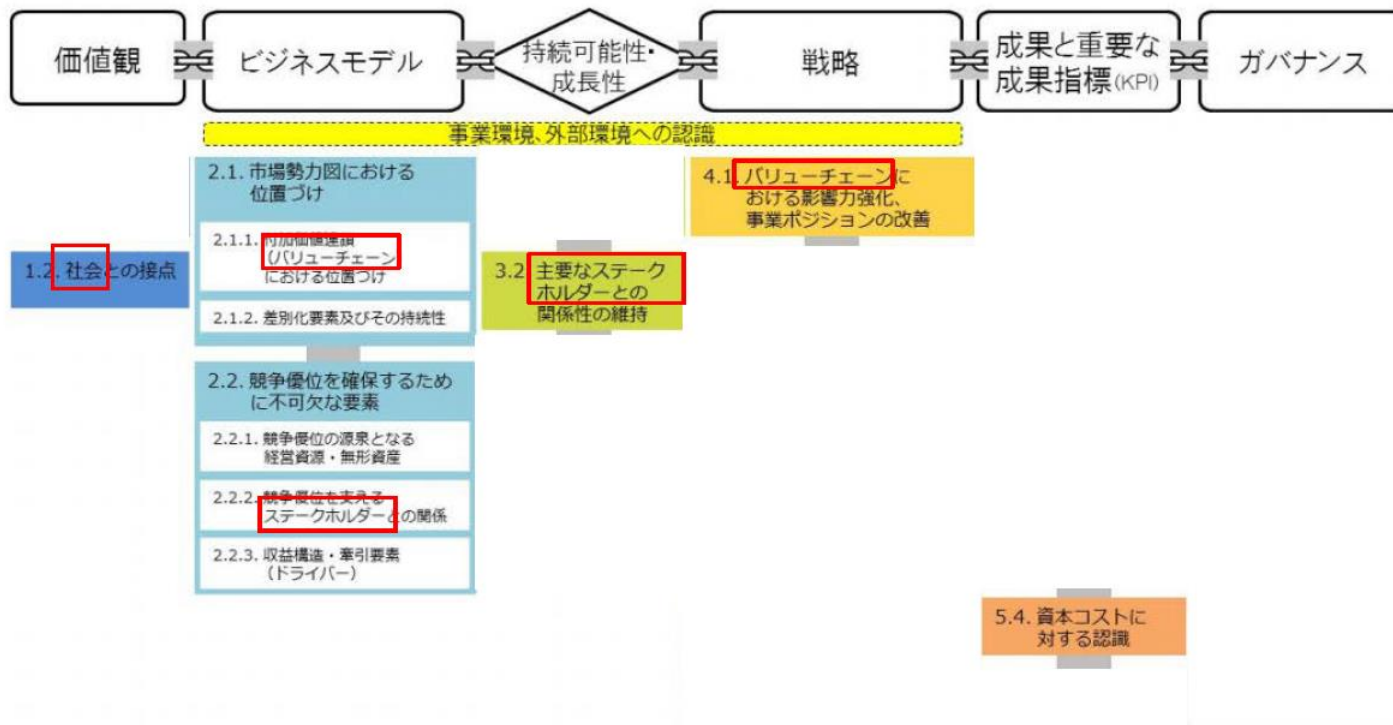


出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/kansai_presentation.pdf

統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例③

価値協創ガイダンス（「悪かった」Part）

17/20ページ



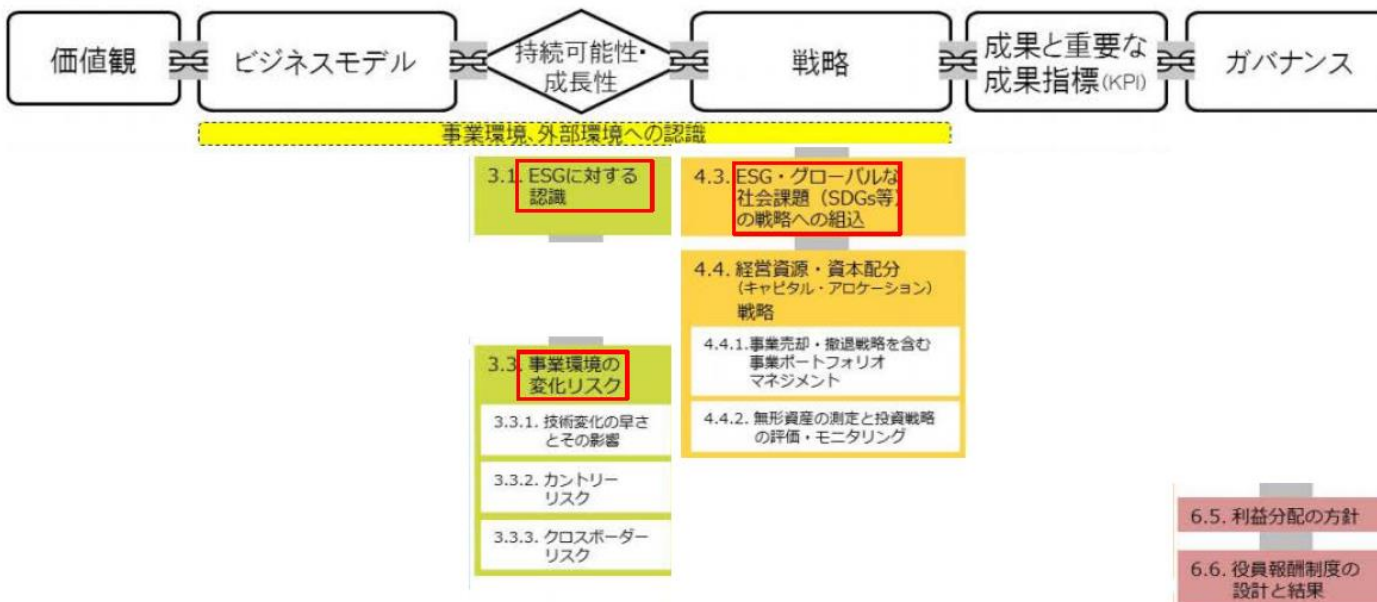
「×」のみを残すと上記のとおり。
 「社会」、「バリューチェーン」、「ステークホルダー」など自社ではない外部との関係性についての記述が少ないことがわかる。

出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/kansai_presentation.pdf

統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例④

価値協創ガイダンス（「不十分な」Part）

18/20ページ



最後に「△」のみを残すと上記のとおり。

「ESGに対する認識」、「外部リスク分析」、「ESG・グローバルな社会課題の戦略への組込」が不十分。

→ つまり、ここに取り組むことで結果的に「×」の部分も改善されることがわかる。

出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/kansai_presentation.pdf

今回は、小林製薬の「価値創造ストーリー」における「**価値協創ガイダンス**」の活用度を再確認させていただきました。

結果的に、現在活用されていない「**ESGに対する認識**」、「**外部リスク分析**」、「**ESG・グローバルな社会課題の戦略への組込**」といった項目が、まさに**課題として当社が取り組みつつある**内容で改めて**非常に有益なガイダンスであることが認識**できました。

今後、「価値創造ストーリー」を改良・修正していった際にも、「何が課題であるのか？」を明確にするため、是非、**本ガイダンスを活用させていただきたい**と思います。

以上

価値協創ガイダンスを使えば、全体の整合性を俯瞰できる 事業部門長の視点の延長ではなく、連結経営トップの視点が求められている

グローバルに連鎖する様々な社会的課題克服のソリューションやイノベーションを考慮しているか。

全体の整合性に納得すれば、実現可能性に対する投資家の評価（確信度）は高まる。



重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。