

配布用

# 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

2018年10月7日(日) 9:00-12:00 (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. 対話・エンゲージメントの考え方
3. 対話・エンゲージメントの現状
4. ESG(環境・社会・ガバナンス)について
5. 投資家の視点から—対話・エンゲージメントに何を期待しているか
6. 取り組むのが難しいテーマ—それを克服するために何が求められるか

# 1. フィデリティについて

---

# フィデリティとは

フィデリティ・インターナショナルは、資産運用業におけるグローバル・リーダーとして、機関投資家や個人投資家向けに、資産運用サービスを提供しています。1946年にボストンに設立されたフィデリティ・インベストメンツの国際部門として1969年に設立され、1980年に米国組織から独立、非公開企業としてお客様の長期的な資産運用をサポートしています。

50

years of innovation

当社は、機関投資家から個人のお客様に至るまで、およそ50年にわたり幅広いお客様に投資ソリューションを提供してきました。

25

countries

世界中で、230万以上の投資家のために、合計約4,110億ドルの資産を運用しています\*。

\*2017年9月30日現在

400

investment professionals

世界中で、約400名の投資プロフェッショナルによる世界最大級の調査・運用体制があり、幅広いリサーチを精力的に行っています。

出所：フィデリティ投信HP

# 運用の哲学

独自のリサーチに基づくポートフォリオ運用が当社のコア・ビジネスです。市場の効率性は完全ではなく、各市場、セクター、個別企業に価値の歪みが存在していると考えます。当社の誇る大規模なグローバル・リサーチ・チームは様々な投資機会を発掘し、優れた投資判断を促す礎となっています。現場で行われるリサーチ活動を通じてあらゆる角度から分析が行われます。これにより、企業の本質的な価値を見出し、お客様に付加価値の高い運用戦略をお届けすることができるのです。当社は、お客様のパートナーとして直接対話することを重視し、お客様のご希望に沿った運用戦略を構築していきます。

## 運用哲学とその手法

私たちの運用哲学の中核をなすのは、徹底したファンダメンタルズ・リサーチです。

## 2. 対話・エンゲージメントの考え方

---

# 企業経営の攻めと守り...

## 尊重すべき3つのバランス

**自律**

創造性・モチベーションの  
持続性

**他律**

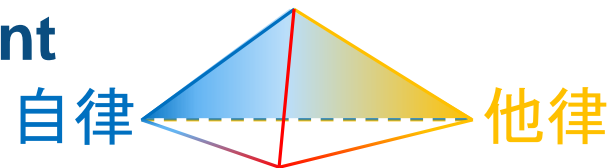
視野・視点の多様性、  
気づき

**規律**

予見可能性、期待  
に対する安定性

出所：フィデリティ投信

# 建設的な「目的を持った対話」=Engagement



## □ 建設的な『目的を持った対話』とは

機関投資家という専門家としての見識と責任を持ち、発行会社との意見交換によって経営課題について互いに**共通理解と信頼関係を築き、課題解決に取り組むこと。**

## □ 建設的(Constructive) ≠ 友好的(Friendly)

建設的とは、「企業と認識の共有を図る」、「問題の改善に努める」ことであり、「**結果を出す**」、「**課題解決を果たす**」という意志が込められている。

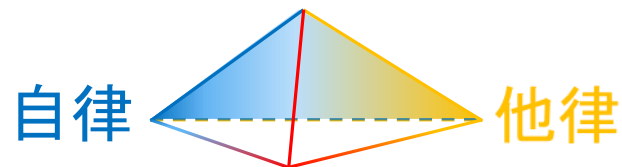
## □ 目的とは

企業と投資家が「**価値創造に向けて協働する**」こと。

出所: フィデリティ投信



# 対話の目的



## ① 企業価値評価、② 投資判断の確信度向上

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評価

企業文化・社風、規律、各委員会  
等機関の機能、各役員役割

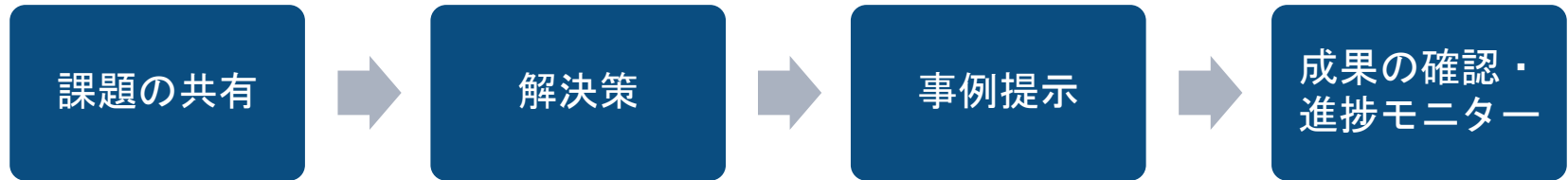
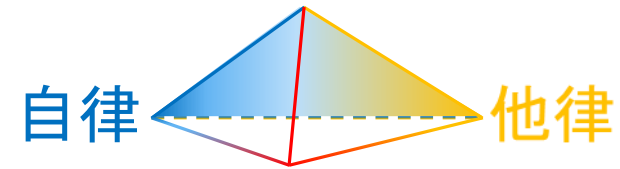


*Vote for  
Return  
Growth  
Visibility  
Management*

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・アプローチ

## エンゲージメントのステップ



懸念事項について、投資家が気付かない経営上の正当な理由があるのかどうか確認する

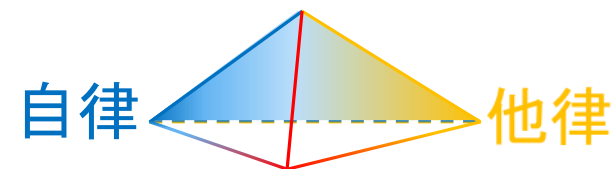
投資家が考える解決策と期待効果を説明し、検討を依頼する

- 様々な事例や一般化した解決例を提示
- 企業側から追加質問を受ける
- 検討と決断は企業側に裁量がある

- 企業側の検討結果や意思決定は公表までわからない
- 予め想定したKPIやアクションに係る適時開示で進捗を把握

# フィデリティのエンゲージメント・アプローチ

対話の相手と議題



財務・ビジネスモデル・戦略・執行力・課題認識・ガバナンス



## <目的>

- ① 企業価値評価
- ② 投資判断の確信度向上
- ③ 取締役会の企業価値向上への取組み評価

出所: フィデリティ投信

# “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



価値創造の結果と原因(自動作成):

- ・20年間の実績／・資本生産性と資本コスト／・成長投資／・運転資本の効率性／・固定資産の効率性／・製品・サービス価値、競争力／・流動資産の妥当性／・FCF／・のれん、無形資産と減損／など

出所: フィデリティ投信

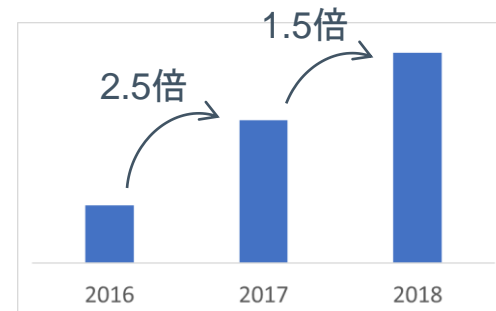
### 3. 対話・エンゲージメントの現状

---

# 対話・エンゲージメントの現状

## 企業と投資家の意識の違い

- 年間エンゲージメント数： 2017年 対前年2.5倍  
2018年 対前年1.5倍
- エンゲージメントの要請：

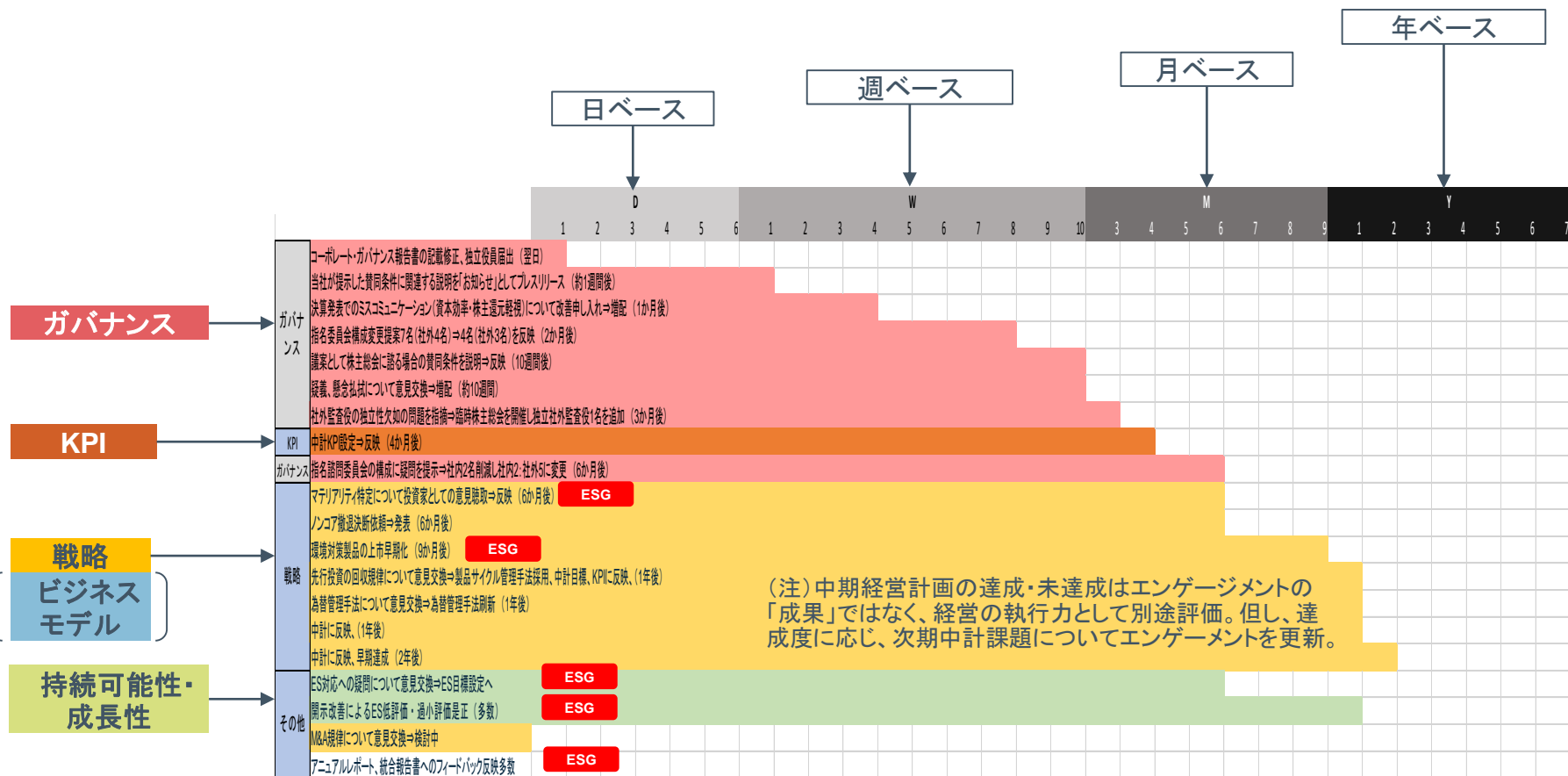


企業側から →	解決策	← 当社から
株主総会議案（買収防衛策、社外役員の独立性、役員報酬など）	記載の改善、株主の期待への理解	
統合報告書	開示改善	
中期経営計画	株主の期待への理解	
ESG（非財務情報）開示	株主の期待への理解、開示改善、経営戦略・ガバナンスの見直し	ESGビジネスリスクと機会
	コミュニケーション改善	株価の過小評価
	経営戦略の見直し	企業価値創造要因の欠如
	ガバナンス体制見直し	企業不祥事

出所：フィデリティ投信

# ■ エンゲージメントの議題別時間軸 (対話⇒フィードバック⇒アクション)

議題共有から成果確認まで(事例抜粋、実績ベース)



出所: フィデリティ投信

# 対話・エンゲージメントの現状

「対話」に関して、この3年間での変化

(前向きな変化)

1. 企業側からの積極的な対話姿勢
2. IRから他の部署への広がり(総務・法務、経営企画など)、企業内での横の連携
3. 社外取締役との対話
4. 「対話 ⇒ フィードバック(検討) ⇒ アクション ⇒ 対話」の好循環

(課題)

5. 取り組み姿勢について、企業間格差拡大(ベストプラクティスの凌ぎ合い)
6. “守りのガバナンス”先行、“攻めのガバナンス”はこれから
7. 対話は進展しているが、企業価値は高まったのか
8. 企業と投資家間の認識ギャップは縮小していない



# ■ エンゲージメント事例①: 企業側からのアプローチ

## 株主総会議案関係

### 議題: 議決権行使結果の説明および検討すべき課題について

- 20xx年x月、会社側より議決権行使結果に対する意見を求められたため、社長および社外取締役に対し判断根拠を説明。
- 提携先企業から招聘している社外監査役は利害関係者であり独立性に欠けるため、同監査役選任議案に反対。
- 会社側は、同問題への対応として、**独立社外監査役1名を新たに加えるべく、3か月後に臨時株主総会を開催し選任決議を行った。**

# ■ エンゲージメント事例②: 認識ギャップの解消

## 株主総会議案関係

### 議題: 株主総会議案の補足説明修正について

- 20xx年x月、取締役CFOとの面談で、社外取締役の独立性に関する説明が不十分な点を指摘。独立性の適合理由として同社との取引額が何%未満かを明記するよう求めた。独立役員指定が可能なら、独立役員届出を速やかにすべきと進言した。
- 会社側は、当ミーティング実施後、**同日中にコーポレート・ガバナンス報告書の記載を修正、独立役員届出もその後速やかに行った。**
- 開示改善の結果、**同再任議案は昨年よりも賛成率が32%改善し可決された。**

出所: フィデリティ投信

# ■ エンゲージメント事例③: 買収防衛策

## 企業価値の向上と買収防衛策の関係について

2017年1月: 同社が予定する買収防衛策の改定について、先方からの依頼によりIR担当専務執行役員と意見交換を実施。以下は当方の見解。

- 「株主が買収提案、会社の反論を精査する時間確保のため」との説明が多いがそれは違う
- 普段から会社が株主ときちんと対話し、その声を真摯に聞いて、且つ、責任ある説明をしていれば、株主は迅速に意思決定できるので、“時間確保”の必要はない
- 上場企業を買収するには、それなりの資金調達能力が必要なので買収者側も上場企業である場合が多い。すると買収側企業にも一般株主がいるので、割高な買収はその株主が承認しないため実行しにくい。通常、買収価格には買収発表日の前3か月または6か月平均株価より少なくとも30%程度プレミアムを上乗せする。したがって、普段から自社の株式を市場対比、または同業他社比で15%、20%プレミアムで取引されるように導けば、買収価格は市場対比、または同業他社比で50%ものプレミアムになり、買収者側企業の株主の承認を得にくい
- 自社の株式が市場対比、または同業他社比で15%、20%プレミアムで取引されるようになるには、経営努力が必要。資本効率、成長性、将来ビジョン、計画達成の実績などが求められる
- そのような経営努力を行わず「買収防衛策」を講ずれば、株価はむしろディスカウントで取引される
- 更に、「買収防衛策」は買収者に対し嫌がらせ程度にはなるが阻止することはできない。「買収防衛策」を備えても本気で買収を仕掛けられたら、太刀打ちできない。「買収防衛策＝希薄化目的の新株発行」なので、既存株主にも迷惑なため、既存株主の支持も得られにくい

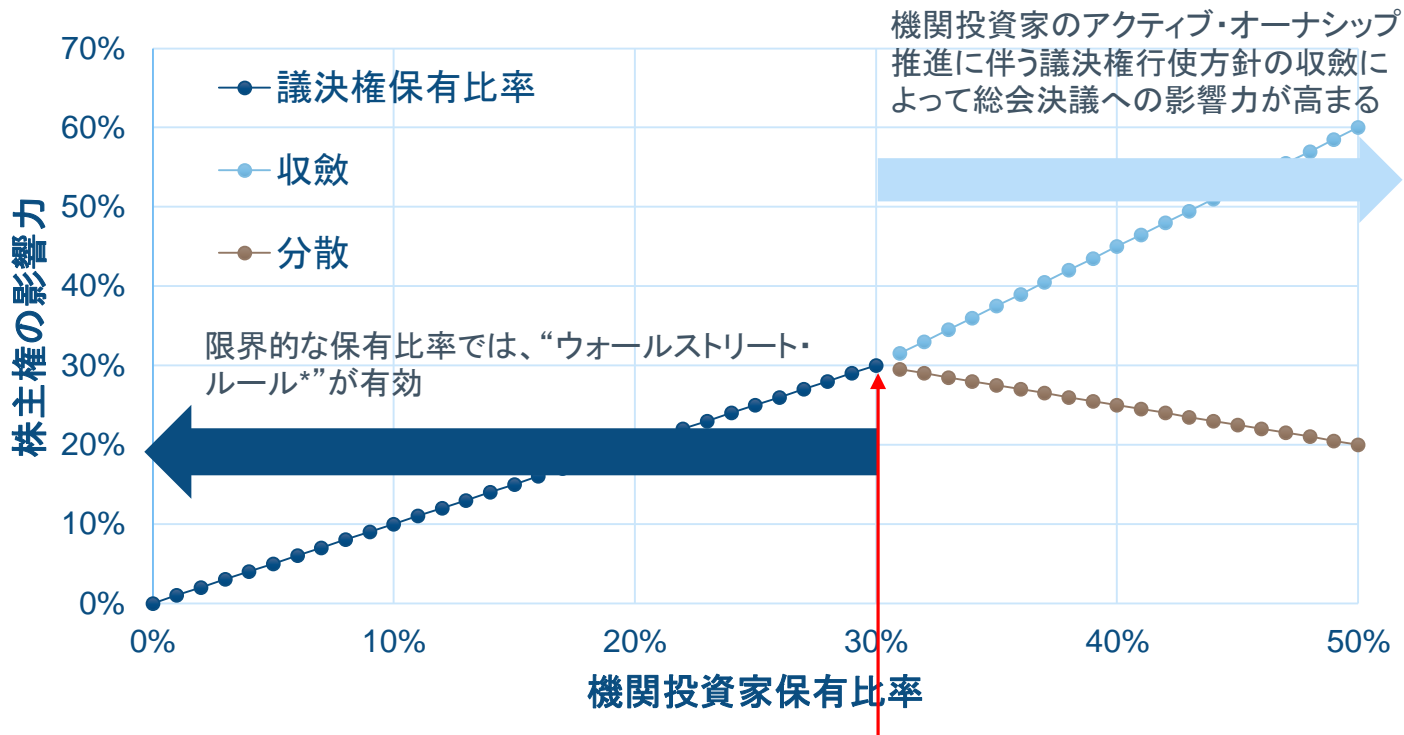
結果、同年6月総会で**買収防衛策更新の議案は上程されず廃止となった。**

2017年12月: 再びIR担当専務執行役員と面談を実施。その際、買収防衛策廃止に至った経緯につき説明と感謝の意が述べられた。**年初の面談で、買収防衛策検討の観点として当方が指摘した点が取締役会での判断の鍵となり廃止決定に至ったとのこと。**

# ■ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の影響

“ウォールストリート・ルール”から“アクティブ・オーナーシップ”へ

## 株式保有構造の機関化



1/3を超え...米国:90年前後、日本:2005年ごろ

\*:ウォールストリート・ルール—「経営に不満であれば売却できる自由がある」ために、経営改善の見込みがなければ当該株式を売却することによって効用を最大化する方針をとり、株主総会では会社提案に反対することなくサイレント・パートナーに留まる。

出所:フィデリティ投信、ご参考:月刊ジュリスト2018年2月号「議決権行使の結果」(三瓶)

# ■ エンゲージメント事例④: 議決権行使方針収斂の影響

投影限定

(前方のスクリーンをご覧ください。)

# ■ エンゲージメント事例: 社外取締役との面談

投影限定

(前方のスクリーンをご覧ください。)

# ■ エンゲージメント事例⑤: 情報開示(IR)・ガバナンス(SR) 投影限定

(前方のスクリーンをご覧ください。)

出所: フィデリティ投信

## ■ エンゲージメント事例⑥: 社外取締役との課題共有

前社長体制下で社外監査役、新社長体制下で社外取締役(監査等委員会設置会社移行会社)

当社の問題意識

- 10年以上継続保有
- 3年前の社長交代以降、会社計画未達が続く株価低迷
- 会社計画の妥当性と達成意欲について意見交換

面談前:

社長交代から社外取締役との面談までのTSR

対TOPIX	-8.7%
対業種	-18.9%



面談後:

社外取締役との面談から2018年9月末までのTSR

対TOPIX	+13.8%
対業種	+21.0%

出所: フィデリティ投信



# ■ エンゲージメント事例⑦:市場の懸念・過小評価

投影限定

(前方のスクリーンをご覧ください。)

出所:フィデリティ投信

# ■ エンゲージメント事例⑧:コーポレートアクション

投影限定

(前方のスクリーンをご覧ください。)

出所:フィデリティ投信

# ■ エンゲージメント事例⑨: 事業撤退・構造改革促進

## KPI設定と新たな重点施策追加

### 20xx年度-20xx年度 中期経営計画

#### ■ 当社 生産思想の形成と、製品製造に最適な仕組みの構築

- － TPS、TPMの全面展開
- － SCM活動と連動した在庫削減

#### ■ 生産拠点の見直し

- － 拠点の整備、再配置
- － 海外子会社の軌道乗せ

#### ■ 調達コスト削減

- － グローバルな材料調達・供給能力の拡大

#### KPIの設定

リードタイム短縮:  
受注残、在庫、CCC、原価

資産効率:  
資産回転率、在庫回転、歩留り

#### 新たな重点施策追加

4施設の譲渡発表

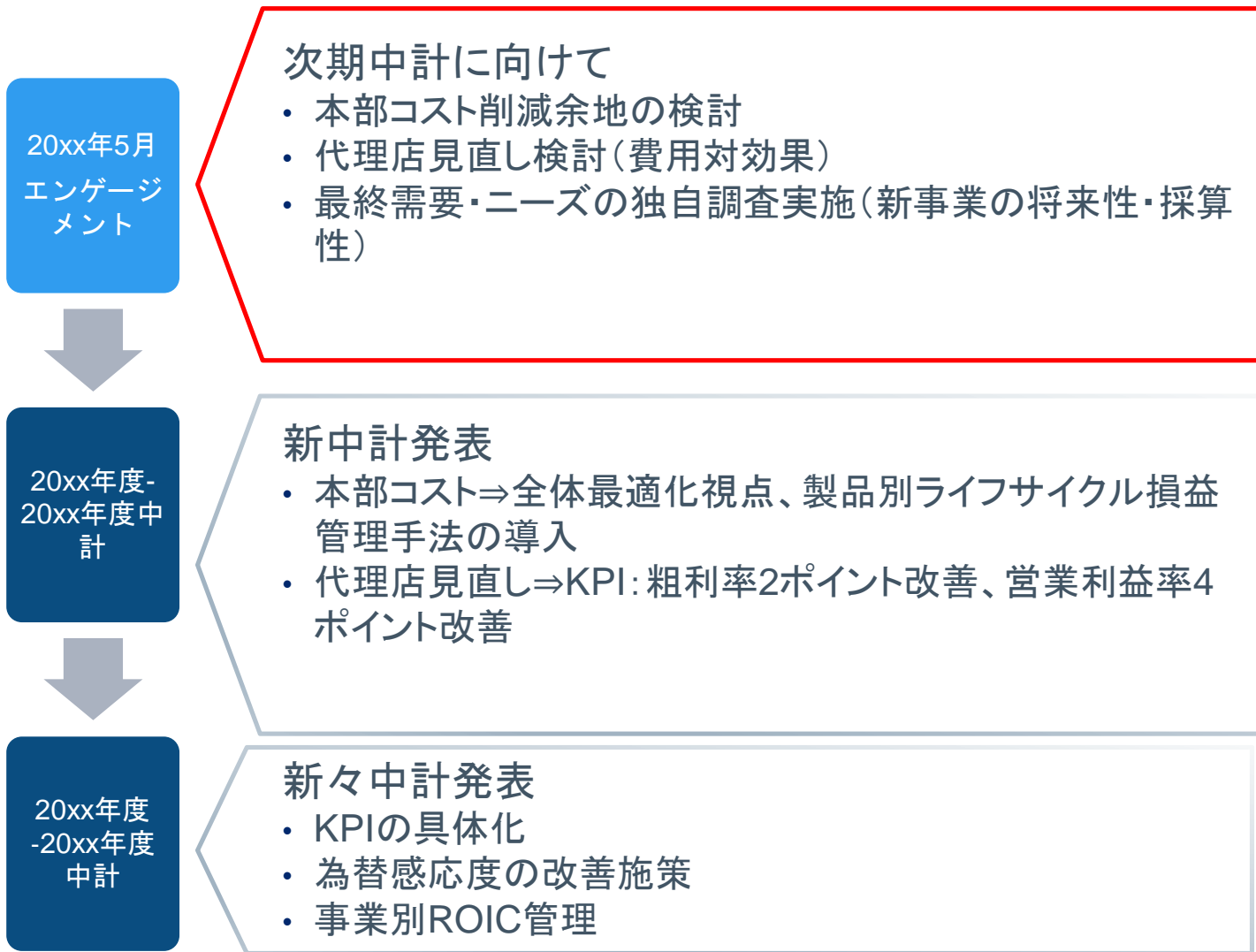
### 20xx年度-20xx年度 新中期経営計画

#### ■ 重点施策

- ・ 譲渡決定した4施設のスムーズな引渡し
- ・ 残った2施設の一層の価値向上

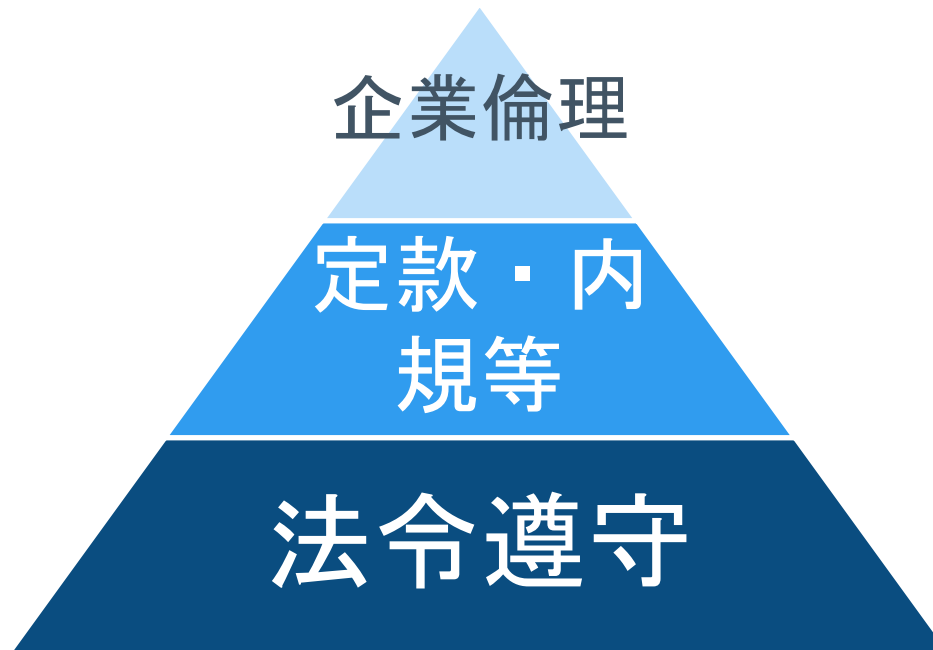
出所: C社 投資家向け情報から筆者作成

# ■ エンゲージメント事例⑩: 中計で取組むべき重要課題



出所: E社 中期経営計画資料から筆者作成

## ■ エンゲージメント事例：企業不祥事と企業倫理



the company's delayed response in bringing its practices public suggests structural issues in its business ethics and internal control.



コーポレートガバナンス体制図にて開示されている各機関が機能しているのかを含め、取締役会の機能発揮の見直し必至

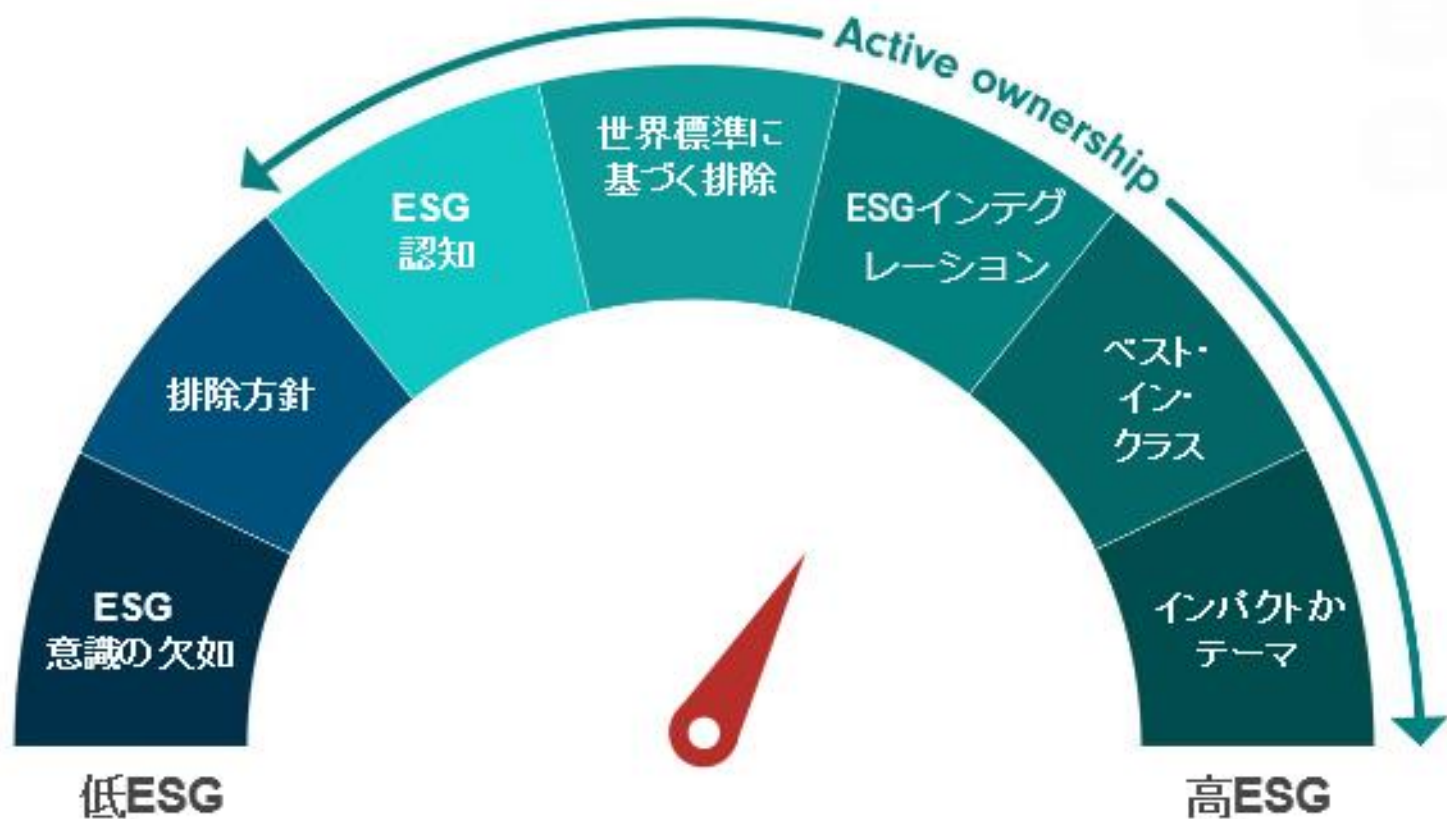
出所：英文表記は、Sustainalytics社ESG Reportより抜粋

## 4. ESG(環境・社会・ガバナンス)について

---

# 機関投資家によりESGへの取り組み方は様々

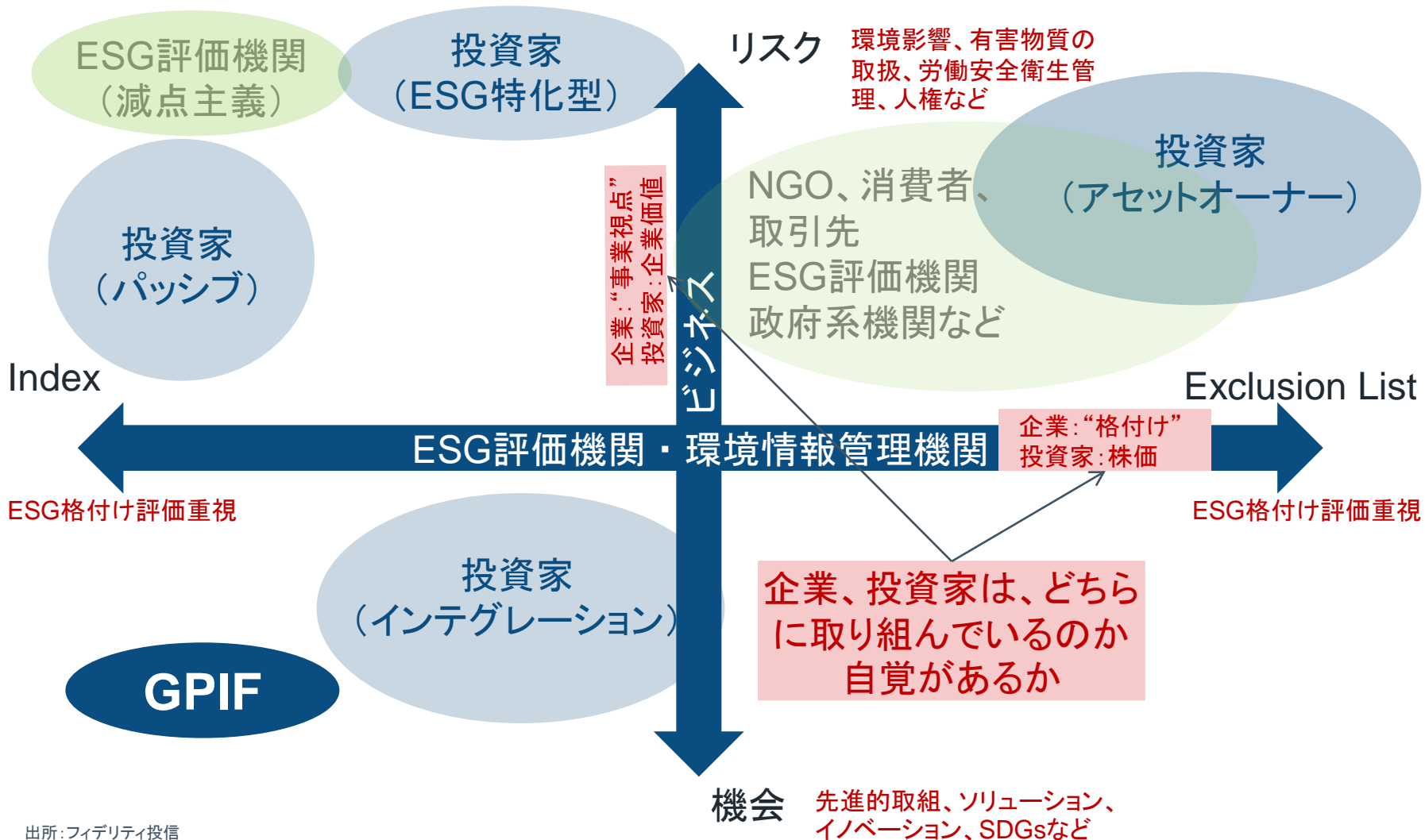
## ESGメーター



出所: フィデリティ投信

# 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




# ■ エンゲージメント事例⑪:ビジネス上のESG課題

## サプライチェーン上のリスク管理の重要性

- ( ① ) supplies ( ② ) products to a number of clients, such as ( ③ ) who take ( ④ ) issues seriously. Accordingly, the company may face operational risk where its customers may terminate their contracts with the company, following the labour and human rights abuses of ( ⑤ ) and ( ⑥ ). As of March 2018, there was no evidence of customers who terminated the contract with the company due to the allegation. However, we may consider a downgrade of our rating/outlook in case if such termination of contract occurs.

[空欄①～⑥に当てはめる内容]

- ① 自社（含む、子会社）
- ② 主要な製品（または、主要なサービス）
- ③ 重要顧客
- ④ ESG（特に、EとS）に関わる重要課題
- ⑤ 問題企業と認識されている取引相手
- ⑥ 問題企業と認識されている取引相手

- 
1. 当発行会社は⑤、⑥を認識
  2. “ネガティブ”情報なので自発的に開示しない
  3. 投資家から指摘されたり、情報が広まった段階で対処検討
  4. 対応の遅れ・放置は、重要顧客との取引に重大な影響を及ぼす可能性
  5. 情報感度の改善は、疑義回避や未然防止の行動につながり、重要顧客の信頼を盤石にし競争力になる

出所: 上記英文はSustainalytics社ESG Reportより抜粋

## <ご参考>

### フィデリティの見解 >



## ESG : 取り組むべく価値

2018年5月25日

先月、当社のアナリスト・サーベイでは、環境、社会、ガバナンス（ESG）の問題に対し取り組みを強化する企業が大幅に増加したことが示されました。一部の投資家は、ESGはリターンを犠牲にするのか？ ESGは投資テーマとして競争力のあるリターンを提供するのか？といった疑問をもっているようですが、そうした志向そのものが未来に向けて持続可能でないことを十分経験してきました。投資家として、よりよい未来のために社会的利益を考えた上、より持続的に発展させるように経済的利益も追及する責任を果たすことが大切です。ESGそのものの考えは、これまでも投資に組み込まれていた発想なはずですが、しかしながら、経済的利益ばかり求めた結果、社会をも崩壊させる経験を経て、あえてESGという言葉が改めてフォーカスされているのです。

出所：フィデリティ投信HP

# ESGへの取り組み

フィデリティは、高いレベルで企業責任を全うしながら事業を行う企業へ投資をすることにより、顧客の投資価値の保全と運用成果の向上を図ることができると信じています。

企業のESG（環境・社会・ガバナンス）問題が深刻化し、投資価値を脅かす可能性が高まる前に、当該問題を当社の徹底したボトムアップ・リサーチ・プロセスを通して深く理解します。

A+

国連責任投資原則  
(UNPRI) からの評価

760+

積極的にエンゲージメント  
(建設的な対話) を実施し  
た数 (年間)

3,700+

株主総会で議決権を行使  
(年間)

## <ご参考>

### 国連責任投資原則（UNPRI）からA+の評価を取得



当社は2012年以来、国連責任投資原則(UNPRI)の署名機関となっています。

2018年においてはすべての評価項目においてA+を取得し、過去4年にわたり中央値よりも高い評価を取得、維持しました。

戦略	2018年フィデリティのスコア	2018年中央スコア	2017年フィデリティのスコア	2017年中央スコア
ストラテジー&ガバナンス	A+	A	A+	A
上場株式 - インコーポレーション	A+	B	A	A
上場株式 - アクティブ・オーナーシップ	A+	B	A	B
債券 - コーポレート・ノンファイナンシャル	A+	B	A+	B
債券 - SSA	A+	B	A+	B
債券 - コーポレート・ファイナンシャル	A+	B	A+	B
債券 - セキュリティズド	A+	C	A+	E

出所: 国連責任投資原則(UNPRI)

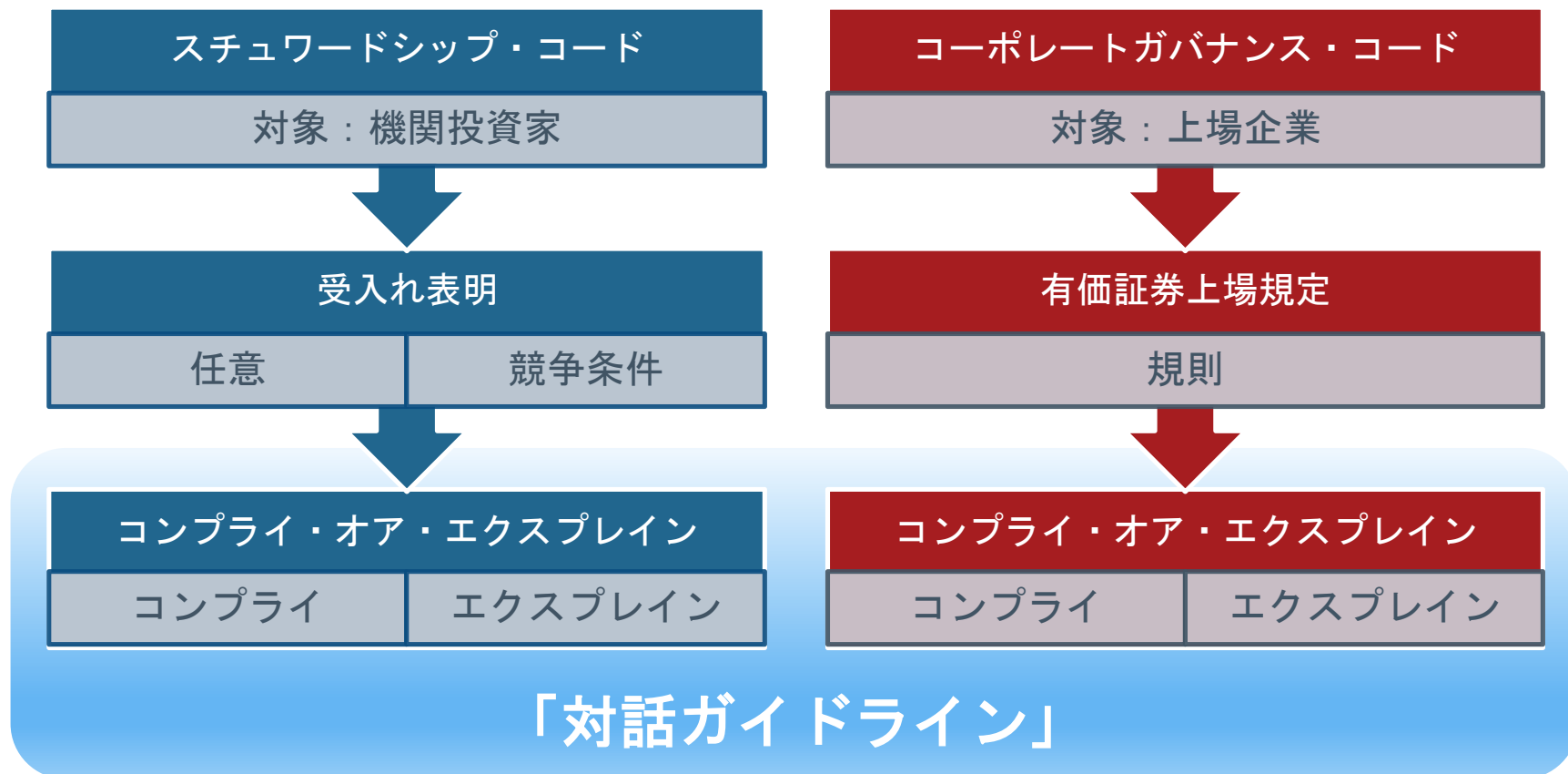
出所: フィデリティ投信HP

## 5. 投資家の視点から

---

対話・エンゲージメントに何を期待しているか

# 改訂ダブル・コードと「対話ガイドライン」



出所：フィデリティ投信作成

# 「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
  - 企業年金のスチ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 <b>考え方</b> 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

# 「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eward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 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">考え方</span> 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



# ポイント1：“資本コスト”の文言記載

原則5-2の表現改訂(赤字下線部分)および、対話ガイドライン2-2

## 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

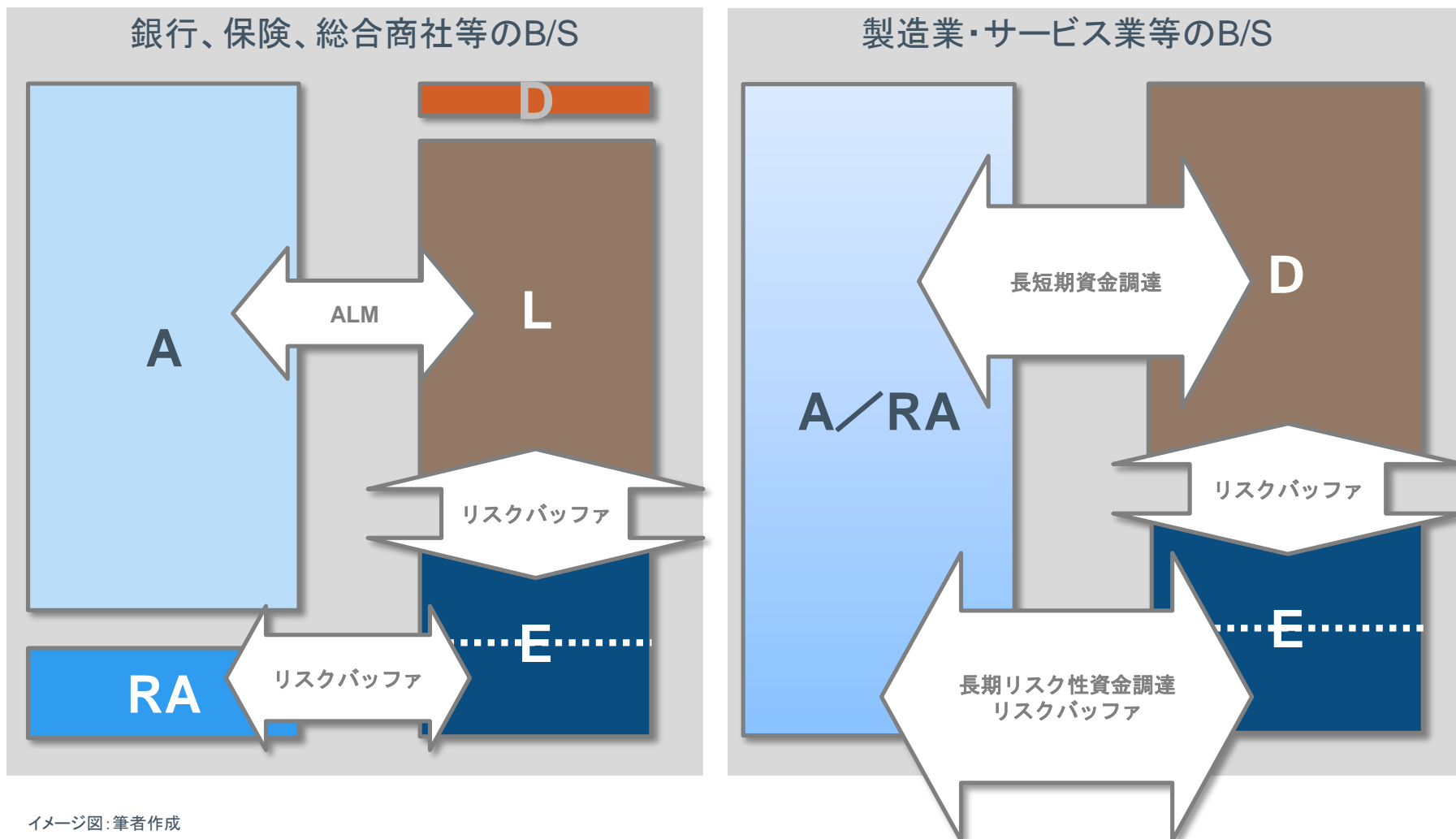
## 2. 投資戦略・財務管理の方針

2-2. 経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。

出所：コーポレートガバナンス・コード2018年6月版(改訂前からの変更点、東京証券取引所)、投資家と企業の対話ガイドライン(金融庁)

# ■ バランスシート・マネジメントを促進

## 株主資本の使い方、リスクへの備え方



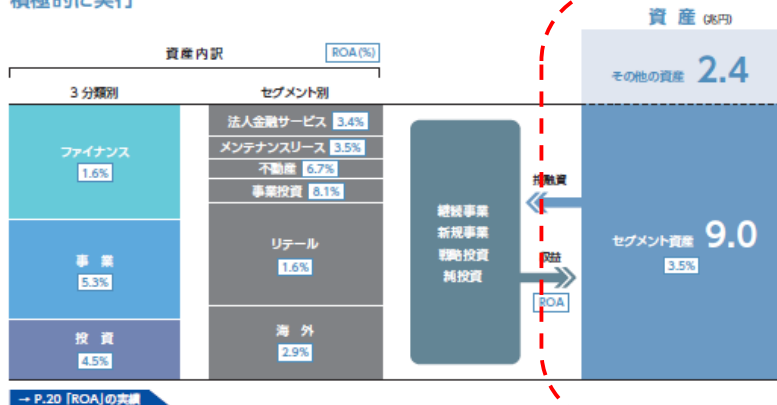
イメージ図: 筆者作成

# 例)オリックス(ノンバンク金融サービス)

バランスシートで見るオリックス (2018年3月期)

## 資産

低収益資産の積み増しは抑制しつつ、持続的な成長が見込める分野への新規投資を積極的に実行



### 資産の状況

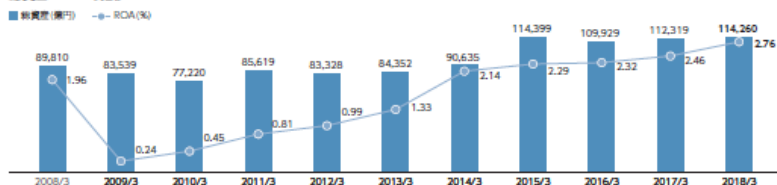
#### 【3分類別】

- 現在の低金利環境下では、「ファイナンス」よりも「事業」および「投資」の新規投資に注力
- 2018年3月期の「事業」と「投資」の新規投資の総額は約7,400億円

#### 【セグメント別】

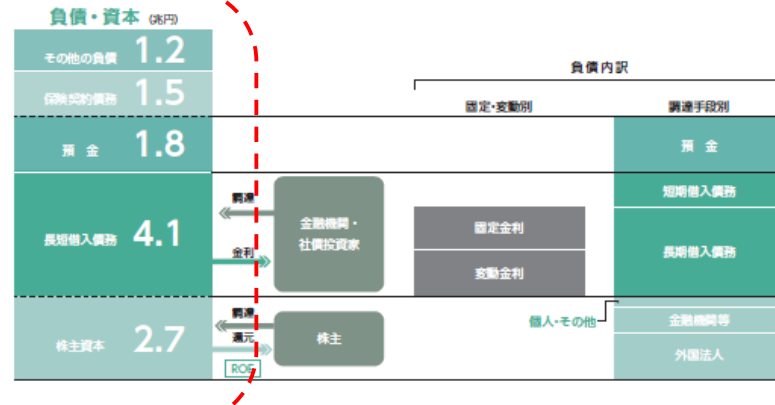
- 2018年3月期のセグメント資産は、主に航空機・船舶(海外)、環境エネルギー(事業投資)、銀行(リテール)で増加
- 2018年3月期の不動産セグメントの資産比率は7%(2008年3月期: 25%)

#### 総資産とROAの推移



## 負債・資本

信用格付A格を維持できる財務レバレッジのもとでROE11%以上を目指す



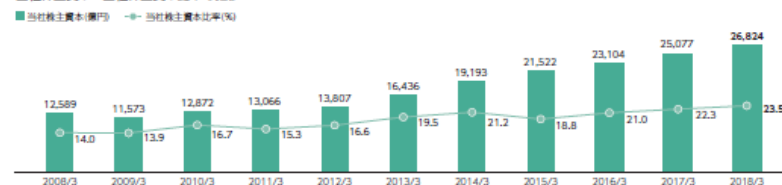
### 負債の状況

- 資金調達の多様化、調達期間の長期化および償還時期の分散、適切な手元流動性の確保を実施
- 2018年3月末の現金とコミットメントライン未使用額の合計は1.7兆円、長期借入比率(預金を除く)は93%(2008年3月末: 77%)
- 2018年3月期のD/Eレシオ(預金含む)は2.2倍(2008年3月期: 5.0倍)

### 資本の状況

- 自己株式取得は、必要な内部留保の水準を考慮しつつ、経営環境の変化、株価の動向、財務状況、目標とする経営指標を勘案の上、弾力的かつ機動的に対処

#### 当社株主資本と当社株主資本比率の推移



出所:オリックス統合報告書2018 P.18-19

# <ご参考>

## オリックス 統合報告書2018より

### 財務資本戦略

## 資本配分の最適化を通じて 企業価値の向上を図る

### 資本の適切なコントロール

2019年3月期から2021年3月期までの中期的な方向性は、当期純利益年間成長率4~8%、ROE11%以上、信用格付A格の維持を目標としています。信用格付A格の維持に向けては、株主資本使用率を適切にコントロールしていきます。オリックスの株主資本使用率は、グローバルなベンチマークと、格付会社におけるRAC (Risk Adjusted Capital) 等の評価手法を参考に、独自の計測方法で算定しています。2018年3月末の株主資本使用率は84.6%で、財務の健全性と新規投資の機動性の両面において適正範囲内と考えています。

オリックスの投融資案件は、案件のリスクに見合ったリターン、かつ株主資本コストを上回るリターンを上げられるかを、個別に確認した上で意思決定をしています。大型の

新規投資の検討にあたっては、必要に応じてシナリオ分析を行い、資本へのインパクトを事前に評価しています。既存事業については、案件レベルおよび事業ポートフォリオレベルのリスク・リターンを継続的にモニタリングしています。

資本配分の最適化は、株主・投資家の皆さまの関心が特に高いテーマであると認識しています。株主・投資家の皆さまとの対話にあたっては、中長期の価値創造を実現しうるオリックスの本質的な強みをご理解いただくことを特に意識していますが、それとともに資本配分に関する対話も重視しています。経営戦略の中での事業ポートフォリオの構築と組み換えの考え方や、バランスシートのマネジメント、利益成長に向けた新規投資と安定した還元との最適なバランスについて、中長期的な目線で対話を深めていきたいと考えています。

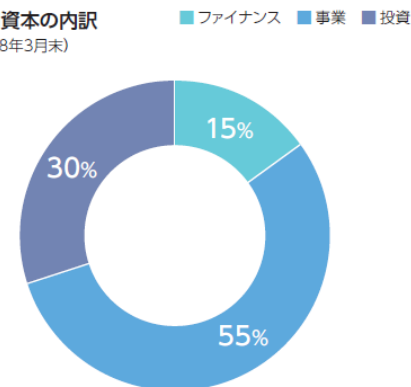
株主資本使用率\*

	2018年3月末
当社株主資本	26,824
使用資本	22,698
未使用資本	4,126
株主資本使用率	84.6%

\*オリックス社内基準に基づく株主資本使用率(=リスクキャピタル÷株主資本)

使用資本の内訳

(2018年3月末)



出所:オリックス統合報告書2018 P.28

# 例) 大和ハウス工業 (第20回 日経アニュアルレポートアワード2017で準グランプリ受賞)

## 機能別分類

現金・預金	1,797	仕入債務	1,138
売上債権	758	その他負債	7,270
棚卸資産	3,000	有利子負債	4,583
その他資産	5,626	純資産合計	6,177
賃貸等不動産	4,275		
固定資産	3,713		

2009年度末

① 運転資本 (売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務) は、2,620億円から6,652億円へと増加。

② 有利子負債は4,583億円から7,805億円へと増加しているものの、自己資本に対する比率 (D/Eレシオ) は、0.74倍から0.53倍へ低下。

現金・預金	3,308	仕入債務	4,794	①
① 売上債権	3,603			
① 棚卸資産	7,842	その他負債	12,614	
その他資産	9,543	有利子負債	7,805	②
③ 賃貸等不動産	9,783	純資産合計	15,135	②
③ 固定資産	6,269			③

2017年度末

③ 賃貸等不動産を増加させつつ、自己資本に対する賃貸等不動産および固定資産の比率は1.29倍から1.09倍へと低下。

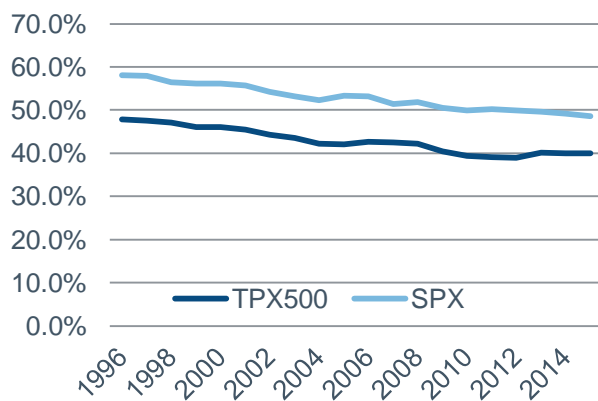
# <ご参考> バランスシート・マネジメントの課題

## 資産の内容と生産性

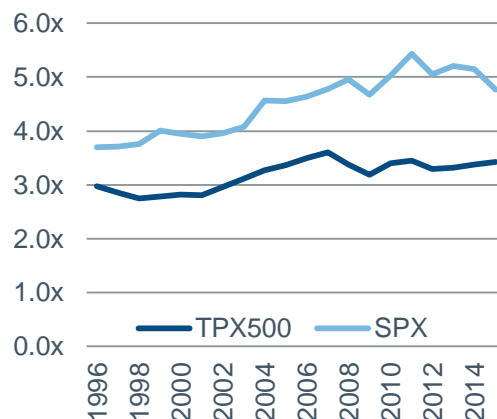
1. 現預金＋短期有価証券の過剰
2. 投資有価証券(特定投資株式)の非効率
3. 事業資産の老朽化

### 有形固定資産効率の日米比較

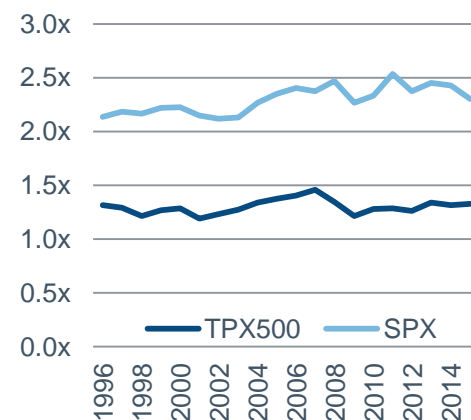
有形固定資産の純額／償却前  
比率 (NP/GP)



売上高／有形固定資産  
(純額：ネット)



売上高／有形固定資産  
(償却前：グロス)



米：平均残存年数約7年  
(償却年数13年×NP/GP 52.7%)  
日：平均残存年数約5年  
(償却年数12年×NP/GP 42.2%)

B/S上の有形固定資産回転率  
(ネットベース)は約1.3回転の差

減価償却累計額を足し戻したグロス(キャッシュ・ベース)回転率は約1.0回転の差

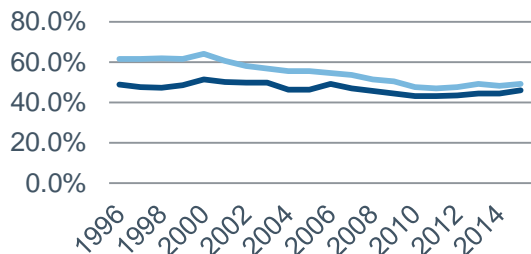
出所：Credit Suisse HOLTデータより、フィデリティ投信作成

# <ご参考>有形固定資産効率の日米比較(セクター別)

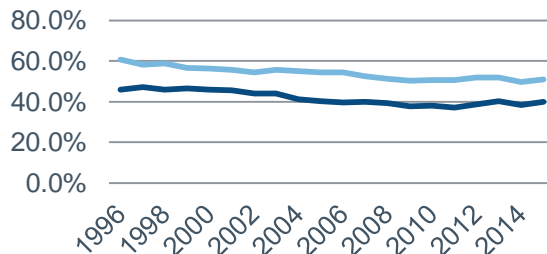
有形固定資産の純額／償却前の比率(NP/GP)

— TPX500 — SPX

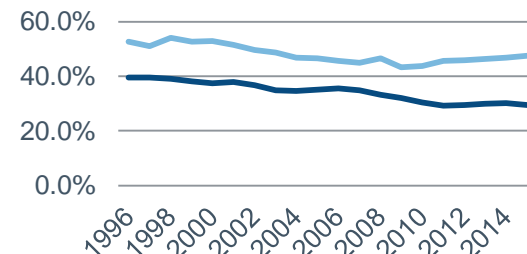
一般消費財



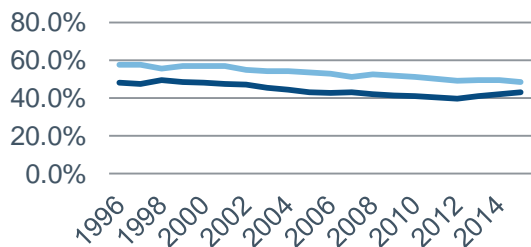
ヘルスケア



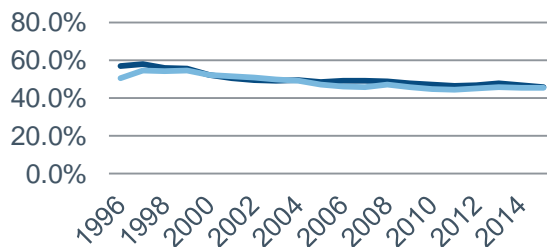
素材



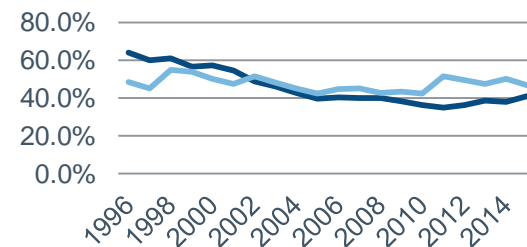
消費サービス



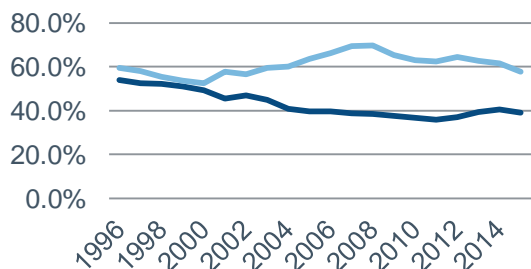
資本財



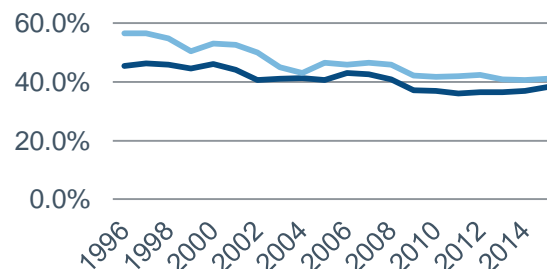
電気通信



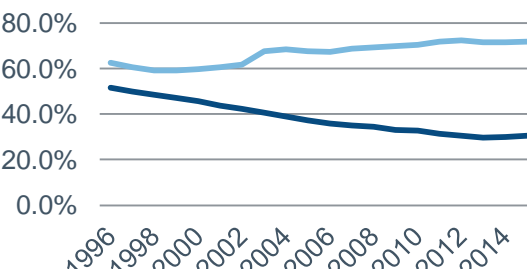
エネルギー



情報技術



公益事業



出所: Credit Suisse HOLTデータより、フィデリティ投信作成

# <ご参考>90年代の米国企業経営

## 財務管理手法改革

企業経営者の報酬の相当部分が株式形態での支給方式へ



経営の評価尺度としてVBM\*を取り入れる企業が増加

1987年頃: 上位5,000社中、約100社が導入

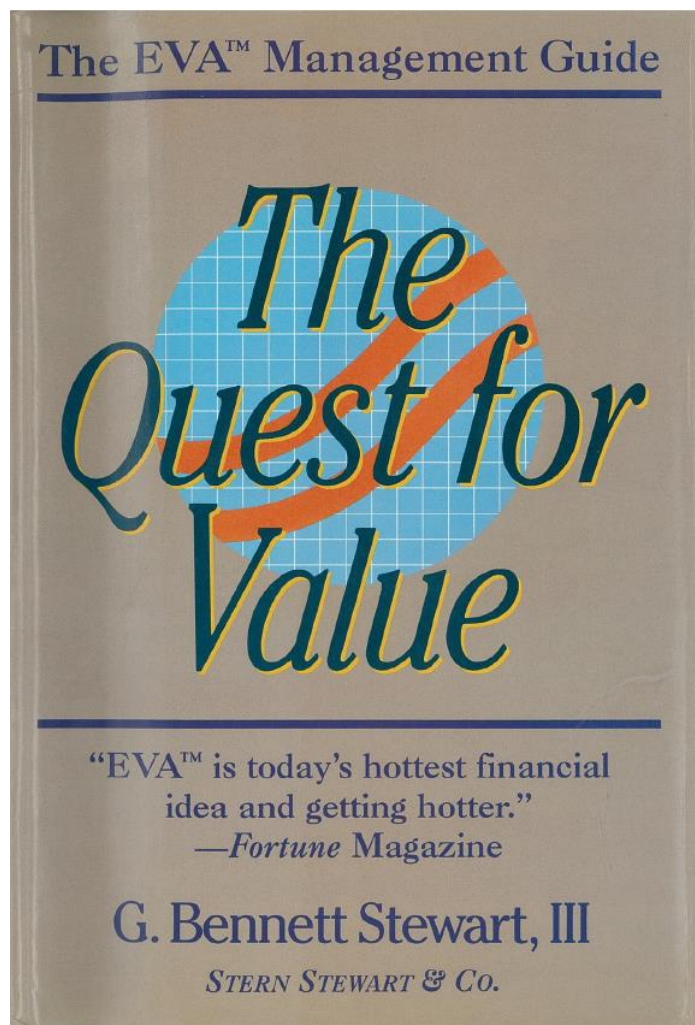
1997年頃: // 、約1,000社が導入

\* Value Based management: 企業価値創造型経営  
会計方法に左右されないEconomic Profitで事業の経営効率を測定。事業から創出される現金収支(CF)を投下資本コストと比較して、その収益性を測る手法の総称。



## <ご参考>90年代の米国企業経営

株主価値評価を一層徹底、ROEやROI経営に加えEVA(経済付加価値)経営へ



出所:筆者撮影(1991年初版)

*Beyond myths and misconceptions, strategies for creating corporate and shareholder value.*

Do dividends matter? Are earnings per share really accurate measures of corporate performance? What is the engine that really drives share prices? In this important new book, G. Bennett Stewart, III, raises and answers these provocative questions — questions that are fundamental to the very survival of the public corporations.

Confusion over what investors really want often makes it difficult for managers to reach informed decisions regarding business strategy, acquisitions and divestitures, financial structure, dividend policy, and executive compensation. But now, a new value-based revolution in finance is providing a practical framework that managers can use to build a premium-valued company. At the forefront of this revolution is the consulting firm of Stern Stewart & Co., of which G. Bennett Stewart, III, author of *The Quest for Value*, is senior partner and co-founder.

Written for senior management, key operating people, and planning and financial staff, *The Quest for Value* will assist managers in goal setting, resource allocation, strategy development, valuation of acquisitions, financial policy setting, incentive compensation planning, and building shareholder value.

# 「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

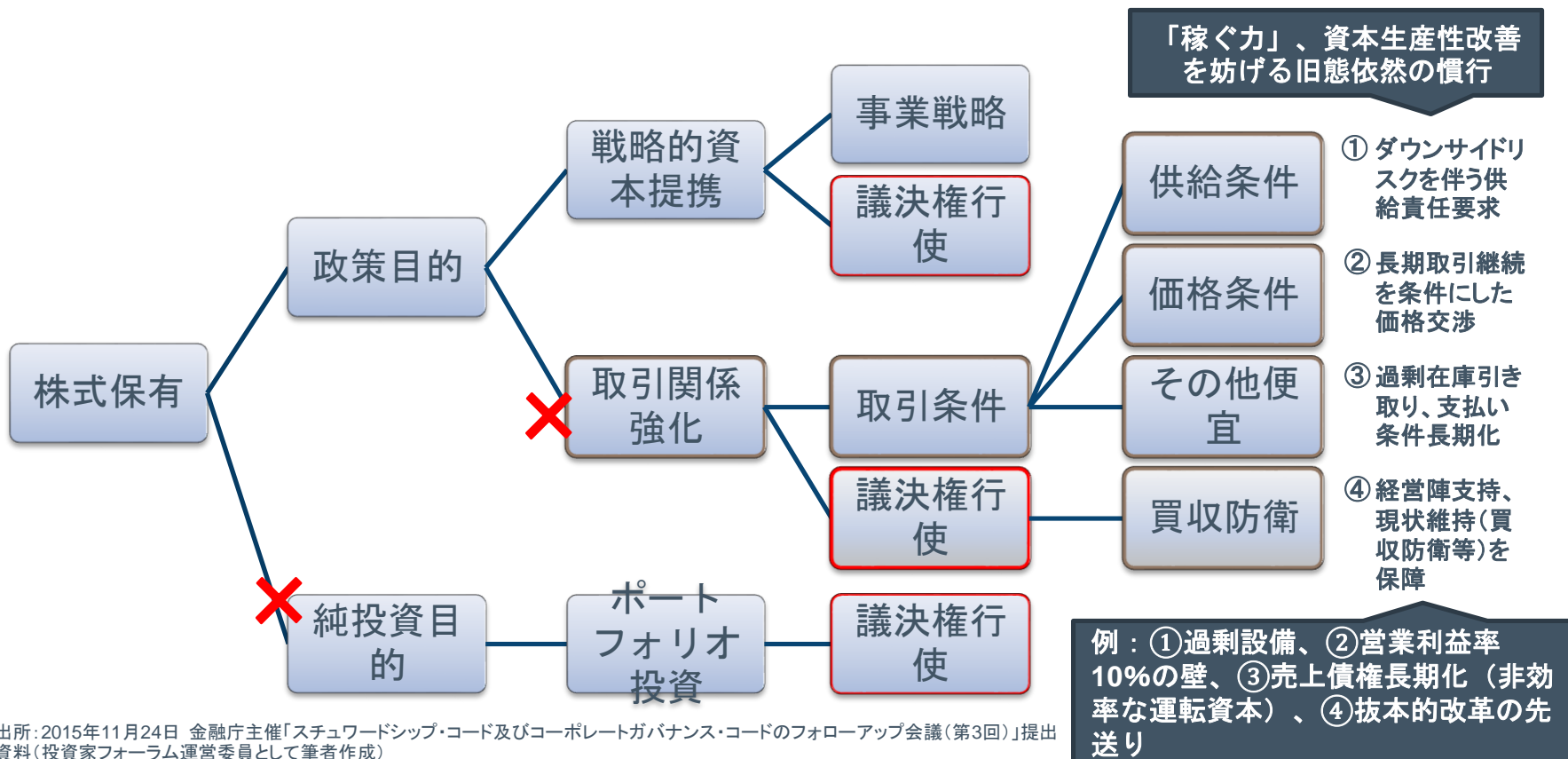
ガイドライン	コード改訂	新設
1、2	原則5-2	
3	補充原則4-1③ 補充原則4-2① 補充原則4-10① 基本原則3 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">考え方</span> 原則3-1 補充原則3-1① 原則4-11 原則4-8	補充原則4-3② 補充原則4-3③
4	原則1-4	補充原則1-4① 補充原則1-4②
5		原則2-6

出所：フィデリティ投信作成

# ■ 事業会社による株式保有

## 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・サービス価値の優劣ではなく、株式の安定保有（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。



# 政策保有株式: 保有の適否の検証

コーポレートガバナンス・コード2015年版から次の段階へ

## 【原則1－4. いわゆる政策保有株式】

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有<sup>[1]</sup>についてそのリターンとリスク<sup>[2]</sup>などを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

[1] 主要ではない政策投資の意義は不明であり、検証もしないのならば解消すべきである。

[2] また、純投資の場合の「リスク」はリターンのボラティリティを指すが、投資リターン目的の投資ではないはずであり、政策投資の場合はバランスシート上のリスク性資産と認識すべきであり、それを支える株主資本充当の無駄遣いについて検証すべきである。

出所: コーポレートガバナンス・コード2015年6月版(東京証券取引所)

## ポイント2: 政策保有株式の縮減(1)

大幅な改訂: ①「保有方針」の開示から「縮減方針」の開示へ、②“リスク・リターン”から“資本コスト見合い”に

### 【原則 1 - 4. ~~いわゆる~~政策保有株式】

上場会社が~~いわゆる~~政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な、個別の政策保有株式についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示すし、その基準に沿った対応を行うべきである。

“いわゆる”を消して、みなし保有株式を含むことを明確化

⇒ 「企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。」

出所: コーポレートガバナンス・コード2018年6月版(改訂前からの変更点、東京証券取引所)、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン4-1」

# “資本コスト見合い”とは

株主資本の使い方、株主資本のコストに見合っているか

X社のB/S(2015年3月期決算)

①現預金 40%	有利子負債 6%
	負債
②有価証券 2%	純資産 82%
③投資有価証券 1%	

注:③投資有価証券(株式)=いわゆる政策保有株式  
【出所:X社有価証券報告書より筆者作成】

## 1. 総資産に占める比率

- ・ 現預金及び現金同等物(①+②)=42%
- ・ ①+②+換金可能な上場株式(③)=43%
- ⇒価値を創造する事業資産は57%に過ぎない

## 2. 資本コスト

- ・ 無リスク(①)または低リスク金融商品(②)のリターンは資本コストを下回り逆ザヤ
- ・ ③はリスク性資産であり、株主資本の一部をバッファとして充当していることになる
- ⇒資本の無駄遣い  
(ただし、①、②については運転資本としての適正水準は必要)

Y社のB/S(2015年3月期決算)

①現預金 20%	有利子負債 16%
	負債
③投資有価証券 17%	純資産 28%

注:③投資有価証券(株式)=いわゆる政策保有株式  
【出所:Y社有価証券報告書より筆者作成】

## 1. 総資産に占める比率

- ・ 現預金及び現金同等物(①+②)=20%
- ・ ①+②+換金可能な上場株式(③)=37%
- ⇒価値を創造する事業資産は63%に過ぎない

## 2. 資本コスト

- ・ 無リスク金融商品(①)のリターンは資本コストを下回り逆ザヤ
- ・ ③はリスク性資産であり、株主資本の相応の部分をバッファとして充当していることになる
- ⇒資本の無駄遣い

(ただし、①、②については運転資本としての適正水準は必要)

出所:2015年11月24日 金融庁主催「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第3回)」提出資料(投資家フォーラム運営委員として筆者作成)

# ポイント3: 政策保有株式の縮減(2)

## 保有している会社側の判断だけでは売却できない問題を重視

### 補充原則

1-4① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

1-4② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
257	<ul style="list-style-type: none"><li>補充原則1-4②の「取引の経済合理性」は、例えば、「取引の過度な有利・不利がないか」、「強要や服従に近い非自発的同意を含む関係によるアームズ・レングスと言いつい難い取引がないか」という「取引の正当性・公正性」の観点で検証することの重要性を含むものと理解する。</li><li>しかしながら、補足説明無しに「取引の経済合理性」と表現すると「政策保有額に比例した取引額があれば『取引の経済合理性』は成り立っている」と、従来どおりの発行会社の社内の論理で解釈され、現状追認に終わり何も改善しない恐れがある。</li><li>このため、「取引の経済合理性」との表現を「取引の正当性・公正性」に修正するか、少なくとも含意についての補足説明を記載すべきと考える。</li></ul>	<p>※ 補充原則1-4②は、フォローアップ会議において、上場会社と政策保有株主との間で行われる取引が、当該上場会社にとって経済合理的でない可能性があるといった指摘がなされたことを踏まえ、上場会社が、政策保有株主との間で行う取引自体の合理性を検証することが重要である旨を示すものです。このため、補充原則1-4②における「取引の経済合理性」には取引の正当性・公正性の観点が含まれるものと考えます。取引の経済合理性の検証にあたっては、例えば、政策保有株主でない他の類似の取引先との取引条件等と比較して、なぜ政策保有株主である取引先と行っている取引が合理的と認められるのか等の観点が重要です。</p>

出所：コーポレートガバナンス・コード2018年6月版(改訂前からの変更点、パブリックコメントの結果、東京証券取引所)

# ■ 年金資産の問題

## 従業員に対する責任

みなし保有株式(有報:コーポレートガバナンスの状況等 株式保有の状況)

- 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2銘柄合計xx, xxx百万円・・・①

- 年金資産(有報:退職給付関係) (例) yyy, yyy百万円・・・②

「一部の確定給付企業年金制度には、退職給付信託が設定されています。」

「年金資産合計には、企業年金制度に対して設定した退職給付信託が前連結会計年度●●%、当連結会計年度▲▲%含まれています。」

- 年金資産の主な内訳 (例) 株式 40%・・・③

## 歪な年金資産ポートフォリオ

①／②=10%・・・④

④／③=25% ⇒ みなし保有株式2銘柄で年金資産の株式残高の25%を占める

出所: G社の例を簡略化し筆者作成



# 退職給付信託

企業が保有する株式などの有価証券を退職給付（退職一時金支給又は年金の掛金拠出）のための信託契約に拠出することをいう。平成12年の退職給付会計の導入に伴い発生する積立不足を圧縮するために設けられたスキーム。

退職給付会計基準により発生する積立不足の圧縮を行うため、企業が保有している持ち合い株式を売却することが考えられるが、そうするとその株式を発行している企業の支配権を失うとか、市場で売却されることで株価が下がってしまうなどの問題が生じる。

そこで、将来の年金・退職金支払に用途を限定することを条件に株式などの有価証券を信託契約に移すというもの。退職給付信託の財産は退職給付債務から差し引くことができるので、退職給付に係る負債を減らすことが可能になる。

持ち合い株式を拠出して退職給付信託を設定した場合は、持ち合い株を事実上手放さずに積立不足を圧縮する事ができるが、株価が下がれば株式を追加信託しなければならない。

# 「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 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">考え方</span> 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

# ポイント4: 企業年金のステュワードシップ責任

ステュワードシップ・コード受け入れをコーポレートガバナンス・コードで促す

## 【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのステュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

“いわゆる”を消して、みなし保有株式を含むことを明確化

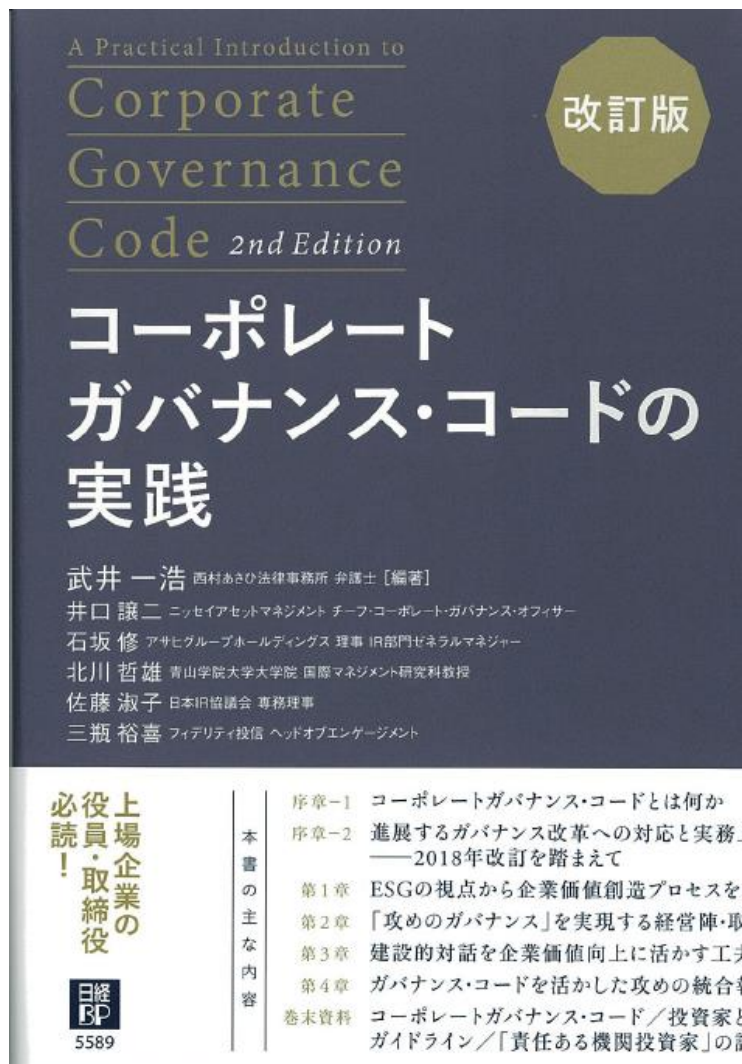
⇒ 「企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。」

H社の例：“この度、人事部所管からコーポレート部門所管とし、経営企画・経理が参加する「年金資産に係る委員会」を設置した。”

出所：コーポレートガバナンス・コード2018年6月版（改訂前からの変更点、東京証券取引所）

# <ご参考>

2018年10月4日から書店にて発売



## 6. 取り組むのが難しいテーマ

---

それを克服するために何が求められるか

撤退（資本生産性の改善）  
と  
新しいビジネスモデルへの投資  
（成長戦略）



“フェアウェイ・キープ”は何故？

次のプレイ(判断)を楽にするため

失敗するリスクの低減(成功確率向上)

撤退：

- ✓ 資本の回収見込みの確定
- ✓ 再投資原資の確保
- ✓ 考慮すべき追加対応の排除

したがって、資本生産性改善が成長投資  
に対し**先決課題**

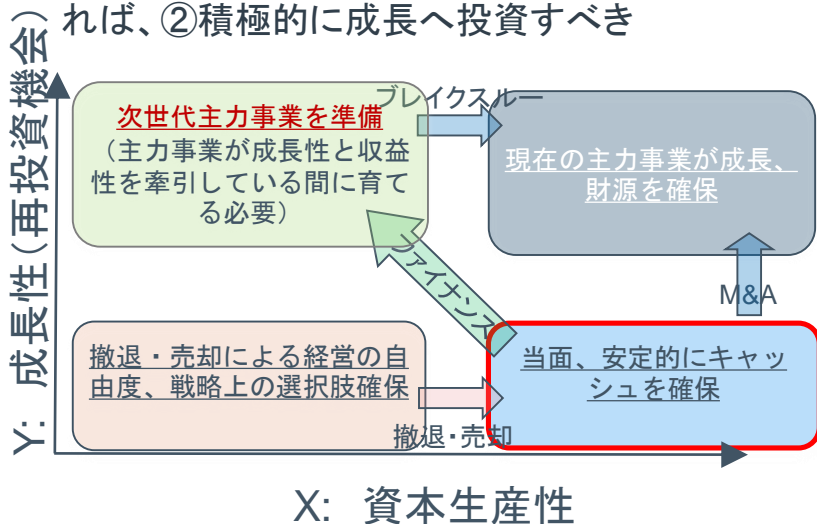


# 成長が先か、収益性が先か

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



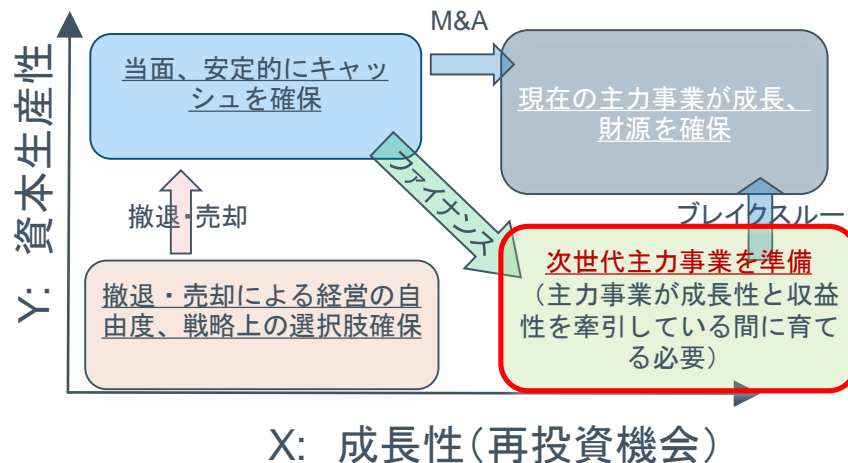
問題点:

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

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(?)

出所: 筆者作成

新しいビジネスモデルへの投資検討は、  
複数の出口シナリオから  
バックキャストでアプローチ

# 破壊・混乱を伴う革新(Disruptive Innovation)

必要な機能・便益だけを従来の物理的・時間的制約から解放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
- 事業売却は価値があるうちがいい

自社にないシナジーが他社にあるかもしれない(譲渡先が見つかる可能性)

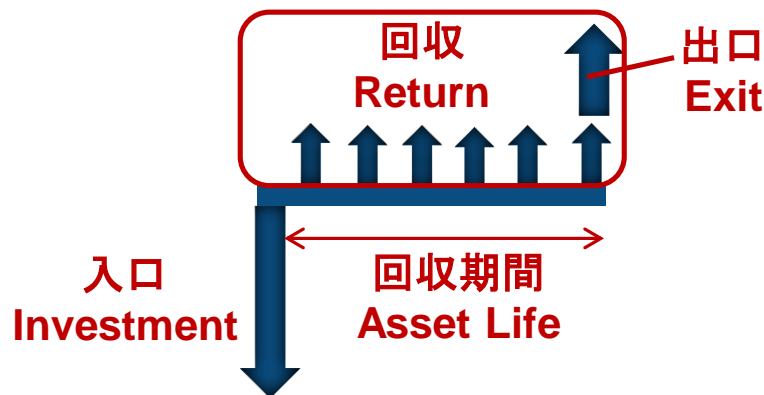
“いかなる問題も、それをつくりだしたときと同じ意識によって解決することはできない。”

アルバート・アインシュタイン

# 投資(設備投資、研究開発、提携、M&A)成功のヒント

デュー・ディリジェンスをいくら入念に行っても投資判断の失敗は避けられない  
PMIも「出口」の一要素に過ぎない

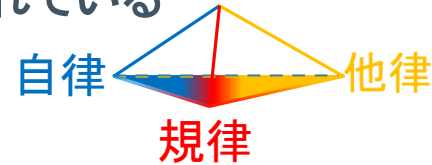
- 投資のパフォーマンスは入口と出口で測られる  
(ゴーイング・コンサーンとしての出口は終点でなく、決算など定期的に事業成績を振り返る機会も含む)
- 出口を予め想定しない投資は無責任であり、結果は偶然でしかない
- 出口を想定する投資とは、一つの出口だけでなく、いくつかのシナリオ毎の出口を想定し備えることでもある
- 出口を先延ばしにすると資本生産性(IRR: 内部収益率)は下がる
- 様々なシナリオ毎の出口を想定すれば、自ずと入口は決まってくる
- 出口からバックキャストすれば、何をモニターすべきか明確になる
- 投資実行後はどのシナリオの出口に導くべきか、導けるのか迷いなくモニターできる
- CFO、取締役会はパフォーマンスをCash-on-cashで減価償却せずに測定する(投資家と同じ目線)
- 例えば、60%だった成功確率が少なくとも75%程度までは改善する



# “空気”ではなく、合理的判断ができる環境整備の必要性

# 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。



# 問い

- 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
- 課題を客観視できていますか？ Y/N
- 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
- 課題解決に必要な能力を持つ人材(人的資本)を確保できていますか？ Y/N
- 全社KPIをブレークダウンして、各現場に合ったKPIに落とし込めていますか？ Y/N
- 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)を避ける＝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。)
- 独自の市場調査を行っていますか？ 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？
- 粗利改善は先行投資・価値向上原資ですか(Y)、それとも値下げ原資ですか(N)？ Y/N
- 事前完璧主義で「想定外」に対処できますか？想定外でも機敏な問題解決・処理能力を備えた柔軟性が結果を左右する。 Y/N
- 為替変動を克服する戦略がありますか？現地通貨調達できますか？ Y/N

# 名物経営者の力強い生の声

## 日本電産 永守代表取締役会長(CEO)の経営哲学

「部品産業はシェアで決まる。量産ものに集中し、顧客市場を育てる。」

「部品は、軽薄短小がいい。材料仕入れの量、歩留まり改善(部品点数減少)、輸送コスト(重量、嵩)、顧客の設計自由度が改善する。」

「技術革新で軽薄短小を追求する。軽薄短小だがパフォーマンスに優れ、顧客の内製に勝つ(競合ではなくなる)。」

「独立系だからシェアの上限がない、系列のシェアに限定されない。(幅広く、世界中の客を回っている)」「系列の安定性を逆手に取った、独立系のポジショニングを最大限活かす経営、一般論を覆す独創性」

「他社より先に新技術のR&Dを手がけるが、市場ができてから(見えてから)発表—市場がないのに発表したら、『サンプル持ってこい』と言われ、市場ができる前にマネされる。」

「為替はどっちに行ってもいいようにしている。欧州企業買収の際には、ユーロで買収資金を調達した。」

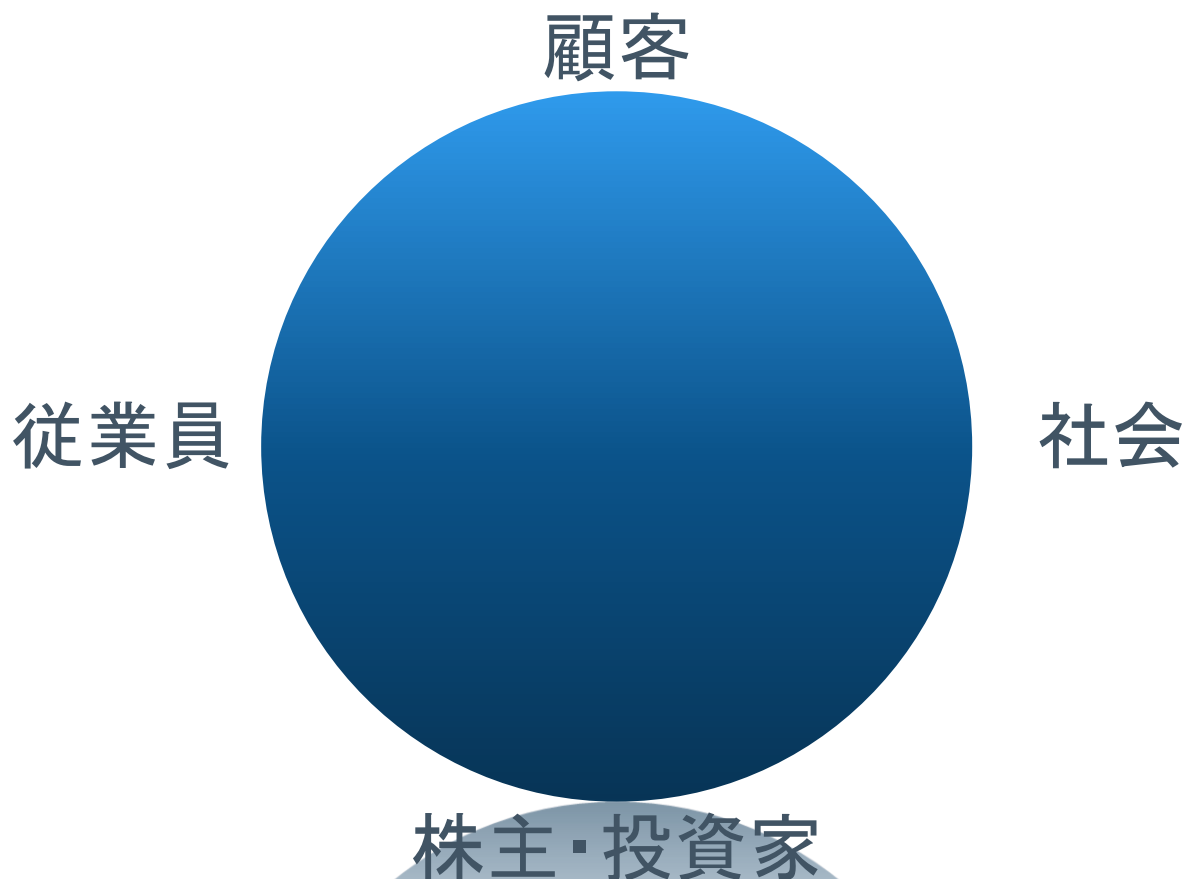
最小限の人事で最大限の効果(被買収企業の従業員の士気)を考えている。

出所: 筆者の個別取材による



# 企業価値創造が無ければステークホルダーは協調できない

ステークホルダーが協調しなければ企業価値向上は果たせない



出所:筆者作成

## 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。