企業と投資家のエンゲージメント:フィデリティの例

第4回 サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会

2020年2月7日(金) 13:00-15:00

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



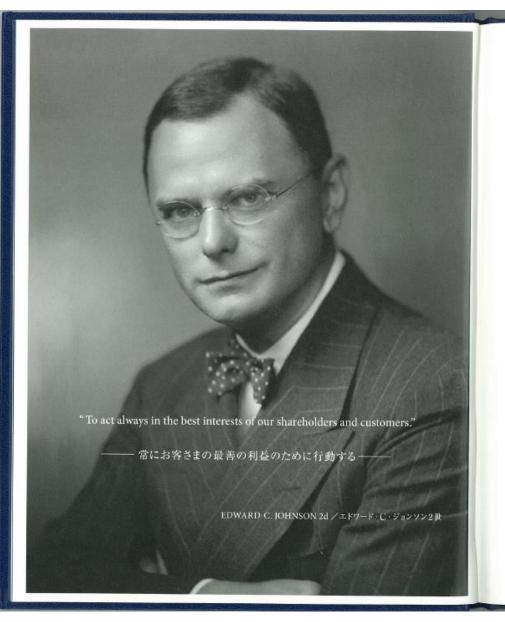
Contents

- ①会社概要
- ②注目する企業情報
 - (1)イノベーションや新規事業創出に向けた企業の取組評価
 - (2)複数業種にまたがる事業を統合させたようなビジネスモデルの革新性評価
 - (3)事業ポートフォリオ・マネジメントの評価
- ③企業との対話の中身·方法 対話事例
- ④ESG投資に関する課題
- ⑤資本市場全体に関する課題
- <補足>



①会社概要





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、有能なボートフォリオ・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

09

出所:「THE FIDELITY BOOK - 運用哲学の礎」より













Fidelity International

フィデリティ・インターナショナル





フィデリティ・インターナショナル(以下フィデリティ)は英国、欧州、中近東及びアジア太平洋地域など世界26ヵ国以上の個人投資家や機関投資家に資産運用サービスを提供する資産運用のグローバル・リーダーです。

- 従業員数:7,594人1)
- 預かり及び運用資産総額:4,307億米ドル(約46兆円)²⁾
- ファンド数:722本1)

1)2018年3月末現在 2)2018年3月末現在、換算レート1ドル=106.35円 データはフィデリティ投信を含む



「フィデリティ」の意味は?

「フィデリティ」(=Fidelity)という言葉には「忠実」「忠誠」あるいは「誠実」といった意味があります。これからもフィデリティは、世界のお客様から「最も信頼される」資産運用会社になることを目標に、「忠実に」、「誠実に」運用を続けてまいります。

出所:フィデリティ投信

フィデリティの特徴

Private

プライベートカンパニーの強み

フィデリティのルーツは1946年に米国ポストンに資産運用会社を設立したことにはじまります。その後1969年にフィデリティの国際部門として独立、現在では26カ国において資産運用に特化し、優れた運用ソリューションとサービスによって、お客様の求める資産形成を実現することを使命としています。

設立以来約50年に渡り経営陣と創業家が主要株主と なっています。そのため、お客様(受益者)のニーズに よって私たちは日々経営を行なっております。

Research-driven

綿密な調査・運用体制

フィデリティはグローバルな運用体制で、他社からの 影響を受けずに行う調査に基づき、アクティブ運用を 行う運用会社です。

400名以上の連用スペシャリストが世界各国で企業 を調査、分析をしています。

私たちは絶え間ない追求心と専門知識の向上、革新 を通じての成功体験を元に日々新しいサービスを提 供していくことを目指しています。

出所:フィデリティ投信

Independent

企業の独立性

フィデリティは株式を公開せず、経営の独立性を重視 しています。株式を公開すれば、外部株主のために働 くことを余儀なくされ、短期間の成果を求めざるをえ なくなるからです。お客様(受益者)のために長期のピ ジョンにもとづいた経営のための独立性を買いてい ます。

外部株主に影響を受けないからこそテクノロジー、運 用体制などへの継続的な投資が可能なのです。

50 years in Japan

日本のお客様と共に

グローパルな視点から、設立当初よりフィデリティが 潜在的な成長性にいち早く注目したのは日本でした。 フィデリティが初の海外拠点として日本に事務所を開 設したのは設立と同じ年の1969年。外資系金融機関 にはまだ様々な規制の壁があり、自由にビジネスが行 える環境ではなかった時代でも、フィデリティは外資 系運用会社として初めて日本で活動を開始し、早くか らプレゼンスを高めました。以来、日本の投資家の皆 様に幅広いサービスを提供し続けています。





(2)





運用体制

世界の運用プロフェッショナルによる徹底した調査・分析

16,000

400

>12

企業との年間面談回数

弊社のアナリストは企業の経営陣と平均10分に一度 面談をしている。グローバル株式の時価総額ベース ないしグローバル投資適格債の約80%をカバーしてい 400名の運用プロフェッショナル 世界17地域において約半数はリサーチに専念してい 弊社のポートフォリオ・マネージャーの平均勤続年 数は12年以上

 Δ +

90%

A+格付け ESG

弊社のESG投資(環境 (ENVIRONMENT) 、社会 (SOCIAL) 、統治 (GOVERNANCE)) のアプローチ は、国連責任投資原則(PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT ('PRI'),) において、英国をベースとした グローバル運用会社として"A+"評価を得ている

弊社のファンドが保有する90%以上は弊社独自の調査 に基づいて組み入れられている

アナリストは個別企業に対し、約3年-5年の長期的見 通しに基づいて"1"ないし"2"の"買い"あるいは"4"ない し"5"の"売り"といった評価をしている

出所:フィデリティ投信



(2)









②注目する企業情報と企業価値評価

- (1)イノベーションや新規事業創出に向けた企業の取組評価
- (2)複数業種にまたがる事業を統合させたようなビジネスモデルの革新性評価



対象企業のビジネスモデル把握が最重要

既存事業か新規事業かは関係ない、開示が不十分でも投資家は突き止める

Financial Reporting



Business model reporting

Importance of the business model

 Investors are <u>unanimous that business model information is</u> <u>fundamental to their analysis and understanding of a company</u> <u>and its performance, position, and prospects.</u> The information is potentially even more important for less well-known companies, with more limited analyst coverage.

出所:英国FRC Financial Reporting Lab

Participants and process

Project participants join Lab projects by responding to a public call or are approached by the Lab. An iterative approach is taken with additional participants sought during the project to obtain input from various types of investors and analysts, and ensure a range of company examples and input.

It is not intended that participants represent a statistical sample. However, a range of companies participated (from AIM through to FTSE 100); and views were received from a range of UK and international institutional investors, analysts and retail investor associations.

References made in this report to views of 'companies' and 'investors' refer to the individuals from companies and investment community organisations that participated in this project. Views do not necessarily represent the views of the participants' companies or organisations. The term 'investors' includes a broad range of individuals in their capacity as investors or their role in analyst organisations that work in the interest of investors in the UK and overseas markets.

Involvement of companies

The following companies volunteered to participate in the project:

- 3i Group plc
- Aberdeen Asset Management PLC
- Anglo American plc
- Ashmore Group plc
- Barclays
- BP plc
- BT Group plc
- Cairn Energy plc
- Deltex Medical Group plc
- Dialog Semiconductor Plc

- easyJet plc
- EMIS Group plc
- Hill & Smith Holdings PLC
- M.P. Evans Group PLC
- M&C Saatchi PLC
- Rio Tinto plc
- · Schroders plc
- · Smith & Nephew plc
- Standard Chartered PLC
- Vodafone Group Plc

Involvement of investors

The following members of the investment community participated in the project:

- Aberdeen Asset Management PLC
- Allianz Global Investors GmbH
- CFA Institute
- · CFA Society of the UK
- Eumedion
- FIL Investment Management Ltd
- · FIL Investments (Japan) Ltd
- · Fitch Ratings
- Hermes Investment Management Ltd
- Invesco Asset Management Ltd
- . Legal & General Investment Management Ltd
- M&G Investments
- · Macquarie Capital (Europe) Ltd
- · Moody's Investors Service Ltd
- Old Mutual Global Investors
- · Pension and Lifetime Savings Association
- Primavenue Advisory Services Ltd
- · Royal London Asset Management Ltd
- Sarasin & Partners LLP
- Schroder Investment Management Limited
- ShareSoc (UK Individual Shareholders Society)

- Standard Life Investments Limited
- Stifel Nicholaus Europe Ltd
- The Investment Association
- The Investor Forum CIC
- Two individual retail shareholders
- UK Shareholders' Association

Project process

A combination of individual company meetings and round-table meetings were held with company participants to understand their process and challenges in presenting business model disclosures, and share their experiences.

The Lab prepared a discussion pack, which was shared with investors in advance of each meeting, containing reporting excerpts and the project questionnaire. The Lab met each investor to understand their views on current practice, how they use business model disclosures, and the information they are looking for in those disclosures.

In addition, three round table meetings were held with investors and company participants together, to further explore views and practical solutions.

The reporting suggestions provided in this report should be considered by companies in the context of their own circumstances and audience for reporting.

ビジネスモデルと企業価値評価の結合

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

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

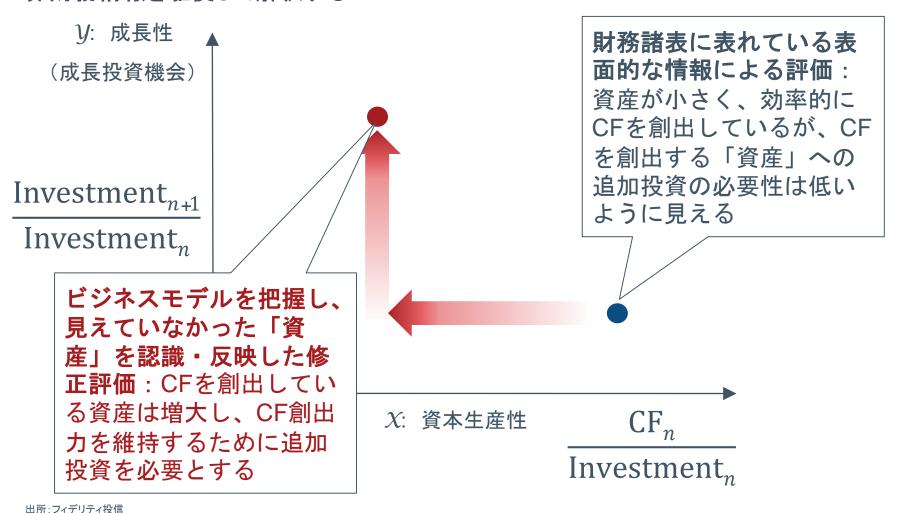
上記の形に置き換えることのメリット

- □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

*:バランスシート上の資産とは限らない。スキル、才能、ブランド他、ビジネスモデルの競争力を持続させるのに必要な「見えない資産」を含む。

ビジネスモデルの価値ドライバーの把握

既存事業か新規事業かは関係ない、開示が不十分でも投資家は突き止める、財務・ 非財務情報を駆使して解釈する





ご参考: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)

成果と重要な 持続可能性: 価値観 ビジネスモデル 戦略 ガバナンス 成果指標(KPI) 成長性 事業環境、外部環境への認識 2.1. 市場勢力図における 1.1. 企業理念と 3.1. ESGに対する 4.1. バリューチェーンに 5.1 財務 6.1. 経営課題解決に 位置づけ 経営の 認識 おける影響力強化、 パフォーマンス ふさわしい 取締役会の持続性 ビジョン 事業ポジションの改善 5.1.1. 財政状態及び 2.1.1. 付加価値連鎖 (バリューチェーン) 経営成績の 1.2. 社会との接点 4.2. 経営資源・無形資産等 3.2. 主要なステーク 6.2. 社長、経営陣の における位置づけ 分析(MD&A等) の確保・強化 ホルダーとの スキルおよび 5.1.2. 経済的価値· 関係性の維持 多様性 2.1.2. 差別化要素及びその持続性 株主価値の 4.2.1. 人的資本への投資 創出状況 3.3. 事業環境の 4.2.2. 技術(知的資本)への投資 6.3. 社外役員のスキル 2.2. 競争優位を確保するため 変化リスク および多様性 に不可欠な要素 5.2. 戦略の進捗を 4.2.2.1. 研究開発投資 3.3.1. 技術変化の早さ 示す独自KPIの 2.2.1. 競争優位の源泉となる とその影響 4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資 6.4. 戦略的意思決定の 設定 経営資源・無形資産 監督・評価 4.2.3. ブランド・顧客基盤構築 3.3.2. カントリー 2.2.2. 競争優位を支える 5.3. 企業価値創造 リスク ステークホルダーとの関係 4.2.4. 企業内外の組織づくり 6.5. 利益分配の方針 と独自KPIの 3.3.3. クロスボーダー 接続による 2.2.3. 収益構造·牽引要素 4.2.5. 成長加速の時間を短縮する リスク 価値創造設計 (ドライバー) 6.6. 役員報酬制度の 方策 設計と結果 5.4. 資本コストに 4.3. ESG・グローバルな 対する認識 6.7. 取締役会の実効性 社会課題 (SDGs等) 評価のプロセスと の戦略への組込 5.5. 企業価値創造 経営課題 ▶ 共通言語:企業と投資家の対話を深化させる共通言語 の達成度評価 4.4. 経営資源・資本配分 ★合的思考:価値創造のための要素の結合・連結 (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 出所:経済産業省HP「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と の評価・モニタリング 無形資産投資 - (価値協創ガイダンス) |

ご参考:投資家が使う「ビジネスモデル」の意味(1/3)

認識ギャップを放置するか、共通言語として使いこなすか

「ビジネスモデル がある」とは、成 対象企業よりも高 い水準であること である。

2. ビジネスモデル

- 01. ビジネスモデルとは、企業が事業を行うことで、顧客や社会に価値を提供し、それを持続的な企業価値 向上につなげていく仕組みである。具体的には、有形・無形の経営資源を投入して製品やサービスをつく。 り、その付加価値に見合った価格で顧客に提供する一連の流れを指す。
- 02. ビジネスモデルは、単なる「事業の概要」や「儲けの構造」ではない。「モデル」となるのは、競争優位性を 確立し、その状態を保っための仕組みや方法が、企業の価値観〔1.〕を事業化する設計図(青写真) として描かれるからである。したがって、「ビジネスモデルがある」とは、中長期で見たときに成長率、利益率、 資本生産性等が比較対象企業よりも高い水準であることである。
- 03. 投資家にとってビジネスモデルとは、企業が事業として何をしているのか、どのような市場、事業領域で競 争優位性を保ち、バリューチェーン(価値を生み出す一連の流れ)の中で重要な位置を占めているのか、 事業を通じてどのような価値を提供し、結果としてそれをどのように持続的なキャッシュフロー創出に結びつ けるのかを示すものであり、企業の持続的な収益力すなわち「稼ぐ力」を評価する上で最も重要な見取 図である。

出所:経済産業省HP「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資 -(価値協創ガイダンス)」



ご参考:投資家が使う「ビジネスモデル」の意味(2/3)

開示できる「ビジネスモデル」に仕上げる

事実、「開示できる」ビジネスモデルと「開示したくない」ビジネスモデルがある。

その違いは、「開示できる」ビジネスモデルの場合、既に**競争力があり**、参入障壁を築いているため **開示してもコピーされない**、若しくは追いつかれるまでの**リードタイムが充分にあり**更に差をつける ことができる、顧客からの値下げ要請が来ない状況を創り上げている。

一方、「開示したくない」ビジネスモデルの場合、**競争優位性を確立しておらず**、少しの情報でコ ピーされる危険がある。または、顧客から超過利益を値下げの財源として交渉に使われる可能性があ る。

もう一つの類型は、現在はビジネスモデルを**構築中**であり「開示したくない」が、**確立すれば「開示 できる**|**ビジネスモデルになり得るもの**である。

本ガイダンスの効果に対する期待はここにある。現在は、開示できないが**近い将来に「開示できる**」 ビジネスモデルにするために経営者に再考していただきたい観点を挙げている。事業によって重要な 観点、優先順位は異なるため、適宜項目は選んで再考に利用していただくことが意図である。

出所:筆者

ご参考:「ビジネスモデル」の持続可能性・成長性

3.持続可能性・成長性

ビジネスモデルの 持続可能性・成長 性

- 01. 企業が持続的に価値を高めていくためには、明確なビジネスモデルが存在することに加え、それが持続可能であること(サステナビリティ)、さらには持続するだけでなく成長性を持つものであることが求められる。 そのためにはまず自社のビジネスモデルを持続・成長させる上で脅威となり得る要素は何かを把握する必要がある。
- 02. 脅威は企業にとってのリスク要因であるが、重要な事業機会でもあり、それを克服することで持続的な競争優位につなげることもできる。ビジネスモデルの持続可能性は、単なる継続ではなく、それを適宜変化させることによって可能になる。
- 03. ビジネスモデルを持続させる上での最も大きな脅威は、その中核となる経営資源・無形資産やステークホルダーとの関係を確保、維持できなくなることである。特に、長期的な視点に立てば、企業の存続の前提となる社会との関係性や社会の受容性をどのように捉え、どのように維持し、社会に価値を提供し、企業価値につなげていくのかが重要になる。

出所:経済産業省HP「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-(価値協創ガイダンス)」

(5)

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

②注目する企業情報と企業価値評価

(3)事業ポートフォリオマネジメント



「事業ポートフォリオ」のビジネスモデル

事業ポートフォリオ構築の合理性が求められる

More than one business model

Where a company has more than one business line, each with a distinct business model, each significant business line's business model should be disclosed. In addition, investors would like the rationale for having the different businesses together.

出所:英国FRC Financial Reporting Lab

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。

投資家が使う「ビジネスモデル」の意味(3/3)

認識ギャップを放置するか、共通言語として使いこなすか

投資家は、持続的 な企業価値向上を 牽引する要素(ド ライバー)を把握 しようとする。

- 04. 企業価値向上に関心を持つ投資家の端的な問いは、グローバル競争においてその企業が本当に勝てるのかということである。そのような視点で投資家がビジネスモデルの実現可能性を評価するには、それが前提とする市場の競争環境、競争優位を確保する上で不可欠な経営資源やステークホルダーとの関係、主な収益源や収益構造等を理解する必要がある。その中で、投資家は、持続的な企業価値向上を牽引する要素(ドライバー)を把握しようとする。
- 05. 企業は、情報開示や投資家との対話において、以下で示す項目を含め自らのビジネスモデルにとって重要な要素を最も端的に示すように関連付け、価値創造ストーリーとして伝えるべきである。特に、企業が複数の異なる事業を営む場合は、主な事業のビジネスモデルとともに、それらの事業選択の判断及び全体としてどのようなビジネスモデルと捉えているのか考え方を示すことが重要である。

出所:経済産業省HP「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-(価値協創ガイダンス)」

ご参考: 事業ポートフォリオのビジネスモデル(1/2)

Lab project report | Business model reporting

10

More than one business model

Many companies contain more than one division or business line, each operating different business models. Most investors think companies should provide comprehensive business model disclosures on each significant business line, together with the rationale for keeping the different businesses in one company or group.

For highly diverse groups, this could result in very lengthy disclosure. Companies may want to consider providing higher level disclosure on each significant business model in the annual report, with a link to the corporate website for detail on each of the significant business models.

However, a few investors prefer, where possible, that only one group business model is presented with the key drivers for the group. This may be possible when there are only two or three divisions, as demonstrated in the first page of the Vodafone 2015 excerpt included in Appendix A.

Lab comment

BP plc presents its group business model along with high level business models for each division in the divisional reporting sections of the strategic report.

Most investors like this approach, but are looking for detail on each significant business model.

BP plc Annual Report and Form 20F 2015 p28, p34

Upstream

Our strategy is to have a balanced portfolio across the world's key basins, working safely and reliably while maintaining a focus on capital discipline and quality execution to deliver value



ators work on board the meeting processors, and all all the Plutão, Saturno, Vanus and Marte fields in Angola.

Our business model and strategy

The Upstream segment is regionsible for our activities in oil and natural gas exploration, fluid development and production, as well as misbitnern transportation, stratega and proceeding. We also material gas, including liquested natural gas, power and natural gas siguids. In 2015 our activities tools place in 250 central gas siguids.

With the exception of our US Lower 48 anshare business, we deliver our explanation, development and production activities through five our exploration, development and product global technical and operating functions:

- The exploration function is responsible for renewing our resource base through access, exploration and appraisal, while the reserve development function is responsible for the stawardship of our resource portfolio over the life of each faild.
- organization are responsible for the safe, reliable and compliant
- execution of wells (drilling and completions) and major projects *.

 The global operations organization is responsible for safe, reliable and compliant operations, including upstream production assets and midstream transportation and processing activities.

We optimize and integrate the delivery of these activities across 12 regions, with support provided by global functions in specialist areas of expertises technology, finance, procurement and supply chain, human resources and information technology.

The US Lower 48 began operating as a seperate onshore business

Technologies such as seismic imaging, enhanced oil recovery and bidate analytics support our upstream strategy by helping us gain new access, increase neceway and reserves and improve production efficiency. See Our distinctive capabilities on page 16.

We actively menage our portfolio and place increasing emphasis on accessing, developing and producing from fields able to provide the greatest value (including those with the potential to make the highest contribution to our operating cash flows). We sell assets that we believe have more value to others. This allows us to focus our

28 BP Annual Report and Form 20-F 2015

Our shategy is to have a balanced portfolio of material, enduring positions in the world's key hydrocarbon basins; to employ capital and execute projects and other activities efficiently, and to operate safely and relably in every basin to deliver increasing value. Our strategy is anabled by:

- A continued floors on safety, reliability and the systematic management of risk.
- Prioritizing value over volume, and a continuous focus on executional excellence, managing costs and business delivery.
- Maintaining disciplined investment in a balanced portfolio of opportunities, in deep water, gas value chains, giant fields and
- Delivering competitive operating cash growth through impro in efficiency and reliability —for both operations and capital

Our performance summary

- For upstreem safety performance see page 44.
- We achieved an upstream BP-operated plant reliability ± of 95%. . We started up three major upstream projects.
- Our exploration function gained access to new covering almost 8,000km³ in four countries.
- Our divestments generated \$0.8 billion in proceeds in 2015.

RC profit before interest and fac 🛊 🔠 Underlying RC profit before interest and fac (

25 25.4 25.2 22.5 1B.0

See Rinancial performance on page 29 for an explanation of the main factors influencing upstream profit.

We expect underlying production* to be broadly flat with 2015. The actual reported outcome will depend on the exact timing of project start-ups, divestments, OPEC quotes and entitlement impacts in our production-sharing a

- production-timenting elementary in decreases, largely withorting our comparation of comparation of the compa
- Oil prices continue to be challenging in the near term

Downstream

We continued to improve our personal and process safety and delivered strong operations and marketing performance, contributing to record replacement cost profit before interest and tax.



nid-continent US and Canada and has a capacity of 234,000 barrels per day.

Our business model and strategy

- Fuels Includes refinaries, fuels marketing and convenience retail businesses, together with global oil supply and trading activities that make up our fuels value chains (FVCs). We sail refined petroloum products including gasoline, diesel and aviation fuel.
- user reants manufactures and markets betricants and related products and sorvices globally, adding value through brand, technology and relationships, such as collaboration with original equipment manufacturing pertners.

 Petrochamilted.
- ochemicals manufactures, salls and distributes products, that are produced mainly using proprietary BP technology, and are then used by others to make essential consumer products such as paint, plastic bottles and textiles. We also license our technologies to third parties.

We aim to run safe and reliable operations across all our businesses, supported by leading brends and technologies, to deliver high-quality products and services that meet our customers' needs. Our strategy focuses on a quality portfolio that aims to lead the industry, as measured by not income per barrals, with improving returns and growing operating cash flowls. Our five strategic prior

- Safe and reliable operations this remains our first priority and we certifue to drive improvement in personal and process safety performance.
- Advantaged manufacturing we continue to build a top-quartie retiring business by having a competitively advantaged portfatiol underplanted by operational execution that fallips to exictic exposi-tion margin volatility, in patrocharricals was seek to austitutely impo-tantings potential and malke the business more resident to a both of cyclal environment through portfolior appositationing, improved operationing preferences and officiancy bearstins.

- Fuels and lubricents marketing we invest in higher-returning businesses with reliable cash flows and growth potential.
- Portfolio quality we maintain our focus on quality by high-grading of
- Simplification and affidency we are embedding a culture of simplification and afficiency to support performance improvem and make our businesses even more compatitive.

Disciplined execution of our strategy is halping improve our underlying performance and create a more resilient business that is botter able to withstand external environmental impacts. This is with the aim of ensuring De

Our performance summary

- For Downstream safety performance see page 45. We have delivered record replacement cost profit before interest and tax* and pre-tax returns* this year, demonstrating that we are creating a more resilient Downstream business.
- We delivered strong availability and operational performance across
- We commenced the European launch of our BP fuels with ACTIVE technology in Spein, which are designed to remove dirt and protect
- We announced the agreement to restructure our German refining joint operations: with Rosnett.
- We halted operations at Bulwer refinery in Australia.
- In Air BP we completed the integration of Statoli Fuel and Retail's aviation business which added more than 70 alports to our global
- In our lubricants business we launched Castrol's Naxce(on innovative automotive oil-change technology.
- We completed start-up of the Zhuhai 3 plant in China the world's
- Our simplification and efficiency programmes contitured to material progress in lowering cash costs •. These programmes include right-string the bownstream organization, implementing sits by-site infercovernent plans to diliver menuticaturing efficiency in refining and particularities, and focusing on third-party costs.

RC profit before interest and tach |||| Underlying RC profit before in



We entidipate a weeker refining environment.

We expect the financial impact of refinery turnsrounds to be higher than 2015 as a result of increased turnsround activity.

34 RP Annual Report and Form 20-E 2015

Quick read

Project introduction

Good business model disclosure

Presentation of business model Participants and process

Appendices

出所:英国FRC Financial Reporting Lab、BP plc Annual Report and Form 20F 2015















ご参考: 事業ポートフォリオのビジネスモデル(2/2)

複数セグメントを有する企業の開示好例

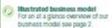
Our business model and strategy

We aim to create value for our investors and benefits for the communities and societies where we operate.



The new semi-submensible Deepsus Abundaen drifting vessel carries out ultra-disepwater drifting.

An officer working in the under-deck pipe. pessageway on board RP's LNG tanker





For more information on our upstream and downstream business models, see pages 29 and 34 respectively



Our business model

We believe the best way to achieve sustainable success as a group is to act in the long-term interests of our shareholders, our partners and society. By supplying energy, we support economic development and help to mprove quality of life for millions of people. Our activities also generate jobs, investment, infrastructure and revenues for governments and local communities.

Our business model spans everything from exploration to marketing. We have a diverse integrated portfolio that is balanced across resource types, geographies and businesses, and adeptable to prevailing conditions. Our geographic diversity gives us access to growing markets and new resources and provides robustness to geopolitical events.

By having upstream and downstream businesses and well established trading capabilities, we have a cushion to oil price volatility as downward pressures in one part of the group can create opportunities in another. integration also allows us to share functional excellence more afficiently across areas such as safety and operational risk, environmental and social practices, procurement, technology and treasury management.

Every stage of the hydrocarbon value chain. offers opportunities for us to create value, through both the successful execution of activities that are one to our industry, and the application of our own distinctive strengths and capabilities in performing those activities.

Industry context See how we are responding to the lower price environment on pages

Our key performance indicators See how we measure our progress on page 20.

Find out how we manage the risks to our strategy on page 51.

A relentless focus on safety remains the top priority for everyone at BP. Rigorous management of risk helps to protect the people at the front line, the places where we operate and the value we create. We understand that operating in politically complex regions and technically demanding geographies requires particular sensitivity fo local environments.

Our strategy

We prioritize value over volume by actively managing a high-value upstream and downstream portfolio and investing where we can apply the distinctive strengths, capabilities and technologies we have built un over decades

We aim to create shareholder value by growing sustainable free cash flow+ and distributions over the long term.

We are pursuing our strategy by setting clear priorities, actively managing a quality portfolio and employing our distinctive capabilities.

First, we aim to run safe, reliable and compliant operations - leading to better operational efficiency and safety performance. We target competitive project execution to deliver projects as efficiently as possible. Making disciplined financial choices focused on capital and cost discipline allows us to maximize free cash flow and increase the resilience of our portfolio to changing price environments.

We undertake active portfolio management to concentrate on areas where we can play to our strengths. We focus on high-value upstream assets in deep water, glant fields, selected gas value chains and unconventionals*. And, in our downstream businesses, we plan to leverage our upgraded assets, customer relationships, brand and technology to continue to grow free

Our portfolio of projects and operations is focused where we believe we can generate the most value, using our commercial additive and technical capability. This allows us to build a strong pipeline of future growth.

Distinctive capabilities

Our ability to deliver against our priorities and build the right portfolio depends on our distinctive capabilities. We apply advanced technology across the hydrocarbon value chain, from finding resources to developing energy-efficient and high-performance products for customers. We work to develop and maintain strong relationships – with governments, parthers, civil society and others to enhance our operations in more than 70 countries across the globe. And the proven expertise of our employees comes to the fore in a wide range of disciplines.

What we do differently

We apply our capabilities of advanced technology, strong relationships and proven expertise across our operations to help us deliver against our strategic priorities it ways that we believe set us apart from our peers. These examples reflect our distinctive ways of working across the business.

BP has been collaborating with leading Russian oil and gas compenius for 25 years, creating a successful presence in a country with some of the largest oil and gas reserves and greatest potential worldwide. Through our partnership with Resnalt, the world's largest Isted of company in terms of production volume, we are able to build on the experience and success we have achieved over the past. quarter century and continue to grow BP's

Our partnerships in Russia



business in Russia.

Using our knowledge and insights to help keep the world's energy moving, our energy trading function is BP's face to global energy markets and an integral part of our upstream and downstream operations. We offer a combination of expertise in physical supply and trading. Innovative financial structures and advanced. analytics to deliver long-term value, from wolfhead to end customer. We trude a veriety of physical products such as crude of, refined products, natural gas, I.NG and power, and aimto maximum value from our assets by managing the flow of these commodities.



We provide our customers with a broad range of premium products, tailored to meet their needs. Our Castrol brand has a long history. of product innovation and industry firsts, such as our recently launched Nexcel oil-change technology. In retail, our combination of quality brands creates a highly differentiated offer. For example, in the UK this includes our pertnership with Marks & Spencer, a market-leading loyalty programme with Nectar, the Wild Bean Cald and Apple Paye.



We have considerable experience of manag the complexities of large projects with multiple parties. For example, BP is leading the Shah Deniz Stage 2 and Southern Corridor projects, in partnership with 10 other national and international oil companies, to construct one of the world's longest pipelines from Azerbaijan to Italy. Our history of working with governments, partners has proved invaluable in establishing the route between the landlocked Caspian Sea and the Mediterranean.



Pioneering commercial arrangements

We find innovative and mutually beneficial ways of working. The Rumalla oil field in Iraq is one of the world's largest by production, although this had fallen after years of conflict and underinvestment. In 2009 BP and China National Petroleum Corporation committed to work with Irag's South Oil Company to modernize operations and increase production. BP ecovers costs, irrespective of oil price, and a fee per barrel of incremental production above a



See page 16 for details of our distinctive capabilities.

12 IIP Annual Report and Form 29 F 2015

BP plc Annual Report and Form 20F 2015

Defined on page 256.

BP Annual Report and Form 20 F 2015 13









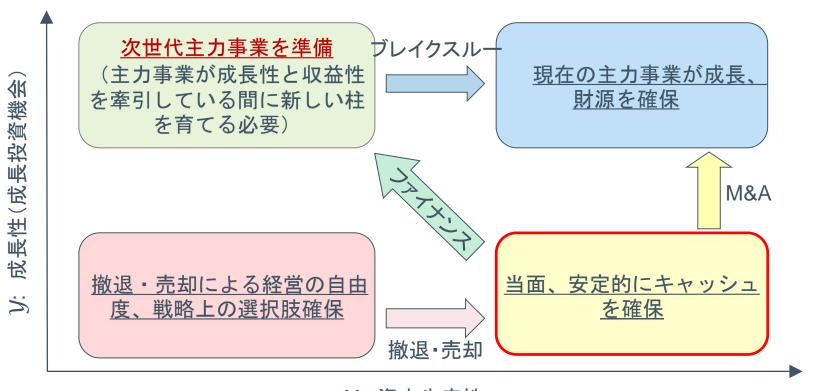






企業価値向上の課題の見える化

座標軸に各事業セグメントの実績をプロットし、①課題・解決の方向を確認、②具体策 を検討



X: 資本生産性

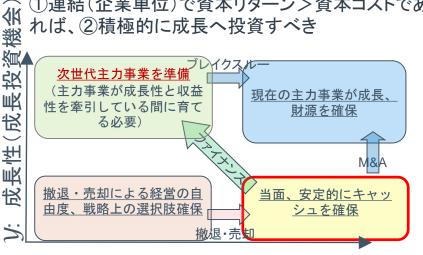
出所:フィデリティ投信

成長が先か、収益性が先か

投資家が考える、X(独立変数) と V(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



 χ : 資本生産性

問題点:

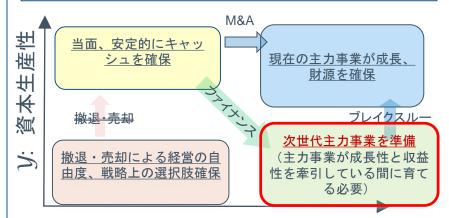
事業単位でも同じ考えを当てはめがち。結果、新規 事業立ち上げの先行投資への許容度が低い

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 V(従属変数)

視点:

先ず成長機会をとらえる・参入する(?)



 χ : 成長性(成長投資機会)

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

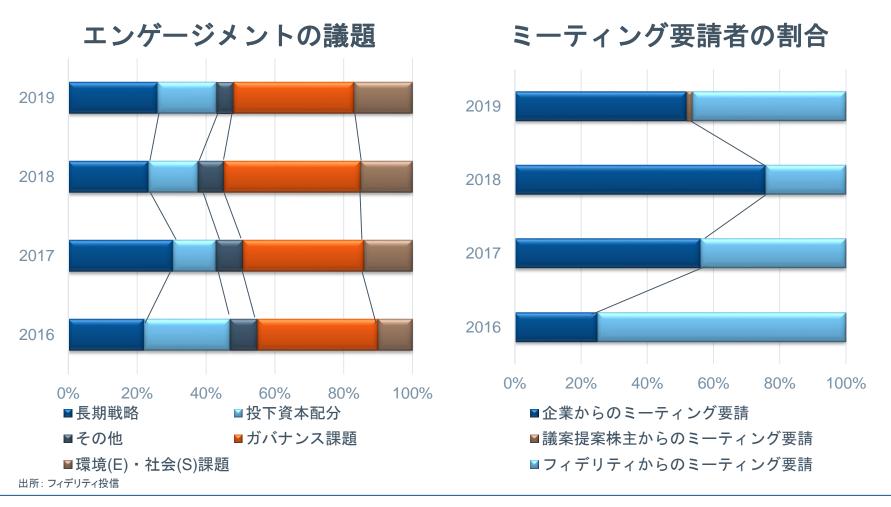


③企業との対話の中身・方法



企業とのエンゲージメントの取組み状況(フィデリティ)

コーポレートガバナンス・コード導入以降の進展

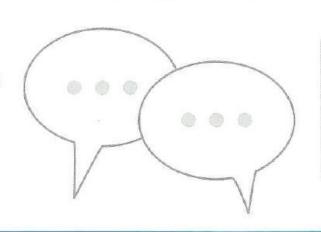


フィデリティのエンゲージメントの目的

企業価値向上の促進

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

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



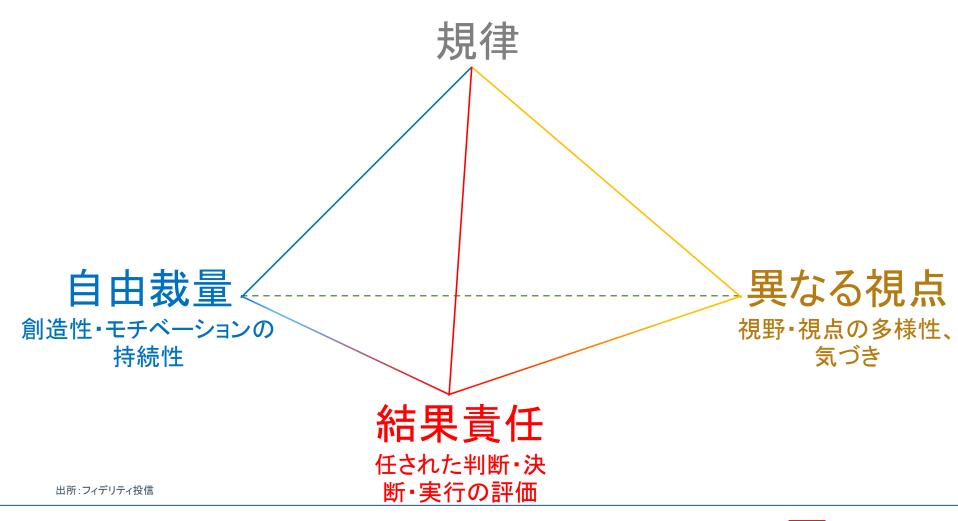


VOTE FOR Return Growth Visibility Management

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



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

成果の確認・ 課題の共有 事例提示 解決策 進捗モニター ●企業側の検討結果や意 投資家が考える解決策と ●様々な事例や一般化 懸念事項について、 思決定は公表まで 投資家が気付かない 期待効果を説明し、 した解決例を提示 経営上の正当な理由があ わからない 検討を依頼する ●企業側から追加質問を るのかどうか確認する 受ける 予め想定したKPIや アクションに係る ●検討と決断は企業側に 適時開示で進捗を把握 ある

出所:フィデリティ投信

(5)

対話の相手

対話の内容、目的に相応しい相手と対話する ガバナンス 課題認識 執行力 戦略 取締役会 ビジネスモデル 社外役員 財務 CEO 担当役員 対話の IR 目的 1. 企業価値向上の促進 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 取組み促進 出所:フィデリティ投信

アクティブ・エンゲージメントとパッシブ運用を統合した新モデル

この統合モデルは、ポートフォリオはパッシブ運用で すが、エンゲージメントの取り組みやスキルはアク ティブ運用というモデルです。

エンゲージメントの対象企業を、①時価総額1兆円以 上、②企業価値が50%以上改善すると見込まれる、 といった条件を付けて2桁程度に絞り込み、市場時価 総額に意味のあるインパクトをもたらす可能性のある 大企業とのエンゲージメントを重点的に実施します。



パッシブ運用を活用する利点

- 投資判断を下す必要がない−保有割合の調整やポートフォリオ のリバランスに費やす時間を削減できます
- 景気サイクルやビジネスサイクルを考慮する必要がありません
- ●長期のコミットが容易です





アクティブ運用力を活用する利点

- 投資選別力を用いてエンゲージメントの対象となる企 業を適切に選定します
- アクティブ運用で培った当社の分析スキルを活用して、 企業固有の優先課題を見極め、エンゲージメントの 対象企業と協力して優先課題を解決し、企業価値を 改善することができます



アクティビストとの違い

- 保有割合を背景に企業を威圧することや、エンゲージメント議 題をメディア等に漏らし市場を扇動するようなことはしません
- 近視眼的に株主還元を強調するのではなく、多様なステークホ ルダー(含む、ESG)の共有価値を考慮します
- ●コア事業の持続可能性に関わる優先課題の解決に注力し、企 業の自律的変革を促します

出所:フィデリティ投信









③企業との対話の中身・方法

対話事例



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



(1)

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



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べ一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。

プ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。

事例(7): 相応しいParentによる事業の活性化(1/2)

「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

事例(7): 相応しいParentによる事業の活性化(2/2)

「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

事例⑦: 社長に本を手交・・・その後社内研修に採用されていた

THE WHOLE BRAIN BUSINESS BOOK

ハーマンモデル

個人と組織の価値創造力開発



ネッド・ハーマン 著/髙梨智弘 監訳

東洋経済新報社

本書を読んで得られることは何か?

- 一一脳の働きを理解し、日々のビジネス状況に対し、効果的な対応ができるようになる。
- あなた自身の、そしてあなたの家族、友人、同僚の「こころ」を理解するようになる。 あなたが何に熱中し、なぜ自分のやり方でやるのかが明確になる。
- 一生産性、動機づけ、仕事の設計・配置、 創造性、戦略的思考など、リーダーシップに 関する基本問題を、ユニークで新しい、多角 的な視点から理解する。
- ――組織における人的資源に関する従来の仮 説に疑問をもち、新しい、より広範な枠組み (パラダイム)を開発する。
- キャリア開発への独創的な助言と指示が 得られる。





④ESG投資に関する課題



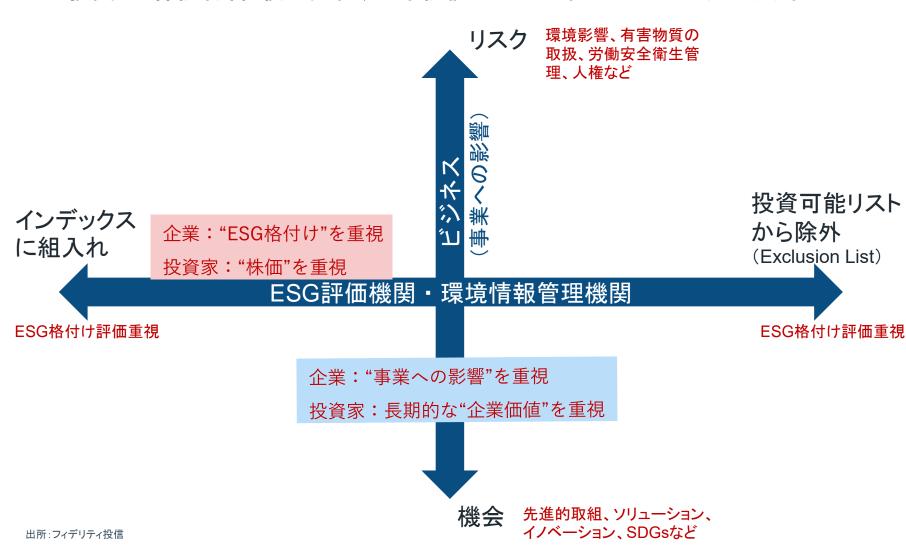
関連用語



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



ご参考: ESG視点での「ビジネスモデル」の持続可能性・成長性

3.持続可能性・成長性

04. 長期的な視野に立つ投資家が、ESG(Environment(環境)、Social(社会)、Governance (ガバナンス))といった要素を重視するのも、このような考え方によるところが大きい。投資家にとって、 企業がこれら要素を個別に捉えるのではなく、自社のビジネスモデルの持続可能性にとっての重要性 (Materiality)、ひいては中長期的な企業価値向上の中でどのように位置づけているかを理解することが重要である。

ESGの捉え方

3.1. ESG に対する認識

07. 特に長期的視野に立つ投資家が企業を評価する視点として、ESG(環境・社会・ガバナンス)要素の重要性が高まっている。そのような投資家は ESGの個別要素を単独で評価するのではなく、企業のビジネスモデルの持続性や戦略の実現可能性にどのように影響を与えるのかを理解するための情報として捉えている。

出所:経済産業省HP「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス- ESG・非財務情報と無形資産投資-(価値協創ガイダンス)」

⑤資本市場全体に関する課題



パッシブ運用の代表的ベンチマーク

構成銘柄数に上限がない安住構造

	1968年1月-2019年 12月総合利回り (現地通貨ベース)	概要
S&P 500	15,650%(157倍)	起源は1923年まで遡るが、現在の指数基準 は1957年に導入、構成は約500社
NYSE総合	3,758%(38倍)	1965年12月31日=50、NYSE全上場企業 (約2,300社)
TOPIX	2,443%(25倍)	1968年1月4日=100、東証一部全上場国内 企業(2019年12月末現在2,160社)



補足



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



(2)









目に見える成果が求められるエンゲージメント

あらゆる資本の効率化、生産性向上

課題

- 1. 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)
- 2. "守りのガバナンス"先行、"攻めのガバナンス"はこれから
- 3. 対話は進展しているが、本格的な企業価値向上はこれから
- 4. 企業と投資家の間の認識ギャップは縮小していない

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。

