

2012年11月6日(火)

企業報告研究会 第3回企画委員会

今何故サステナビリティが 課題か、Value Creationが 重要か

危機感と課題解決の方向性の共有に向けて

三瓶 裕喜

ディレクター オブ リサーチ

フィデリティ投信株式会社

はじめに

コミュニケーション・ギャップの再認識(1)

「統合報告東京フォーラム」等への出席を通じて再認識した
コミュニケーション・ギャップ

1. Value creation
2. Stakeholders
3. Short-termism vs. Long term

認識ギャップの主体は、企業vs投資家 × 日本vs海外

コミュニケーション・ギャップの再認識(2)

日本vs海外

“Of course, companies want to raise more capital.” (2012年11月1日、統合報告東京フォーラム)

– Marvin King教授、国際統合報告評議会(IIRC)議長

“Value means financial value in the end.” (2012年10月31日、WICIシンポジウム)

– Paul Druckman、国際統合報告評議会(IIRC) CEO

“The 6 capitals – financial, manufactured, human, intellectual, natural and social capital. Social capital includes relation with community, network, suppliers, and customer loyalty.” (2012年10月31日、WICIシンポジウム)

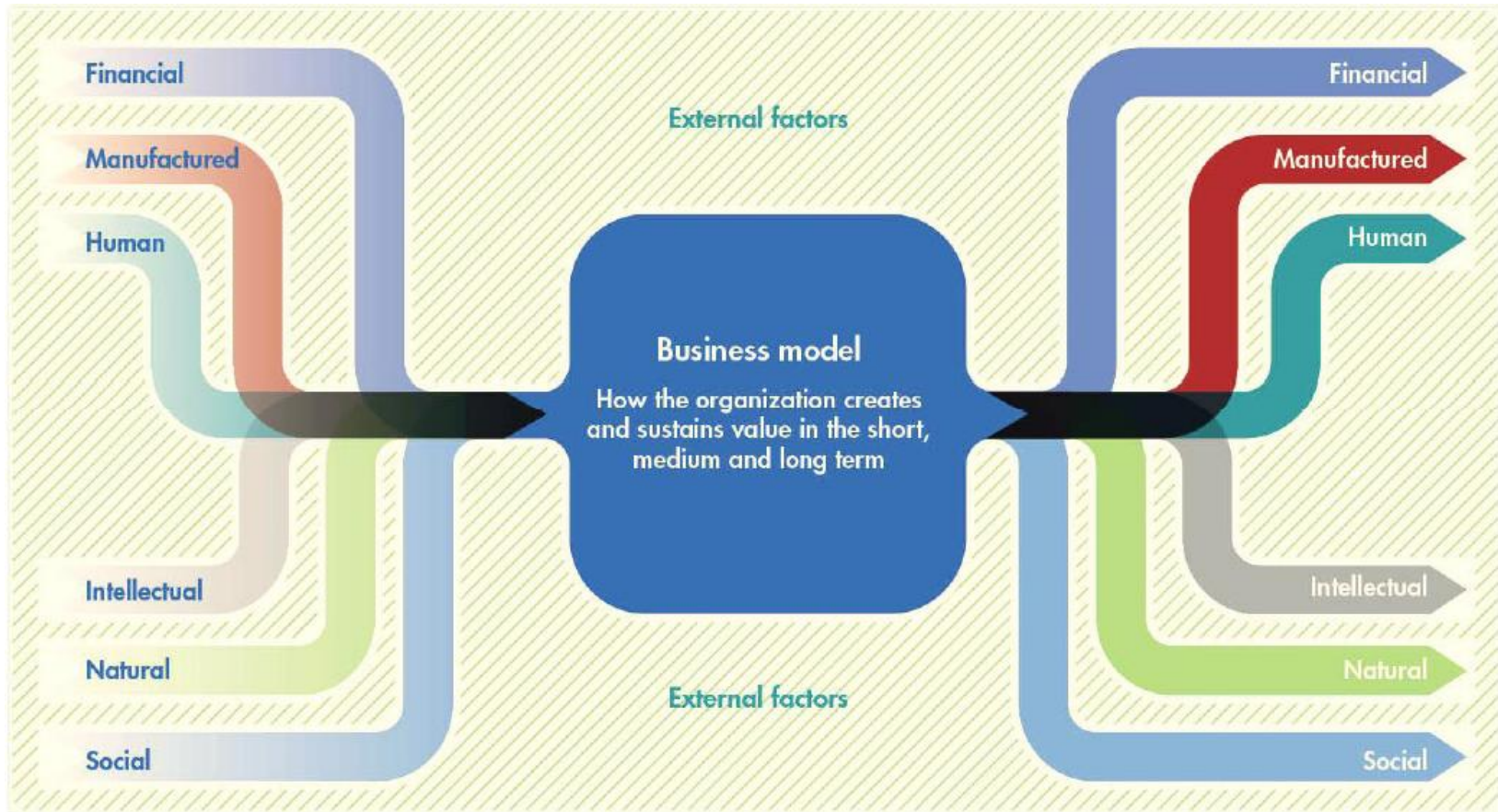
– Charles Tilley, CIMA & IIRC TTF Chair

“Don't mix up value with valuation, what we mean by value is sustainable earnings power or economic value.” (2012年11月1日、統合報告東京フォーラム)

– Christianna Wood, 国際コーポレートガバナンス・ネットワーク(ICGN) 元議長

(参考)

ビジネス・モデル、価値創造に必要な6つのCapital – The 6 Capitals



INTEGRATED REPORTING <IR>



目次

1	「Value Creation」の定義
2	ステークホルダーに関する認識ギャップ
3	Short-termism vs. Long termに関する認識ギャップ
4	企業vs投資家×日本vs海外間の認識ギャップの距離感
5	論点整理と課題解決の方向性(案)

1. 「Value Creation」の定義

1) 日本で使われる「企業価値」の定義は当事者間で曖昧

Corporate Value ?

Enterprise Value ? ...時価総額 + 負債 - 現金、またはその現在価値

Shareholder Value ? ...株主資本の時価、または現在価値

- 相当する英訳はない!?
- どのステークホルダーの視点で考えるかで価値の意味が変わる
- 企業価値 $\neq$ 投資価値 $\neq$ 株価
 - 投資価値は投資家によって様々
 - 株価はさらに多様な情報・心理・需給を反映

1. 「Value Creation」の定義

2) 「Value Creation」はValuationではない、earnings power やeconomic value のことである。

earnings power とは端的に言えば、 $ROIC \left(\frac{R}{C} \right)$

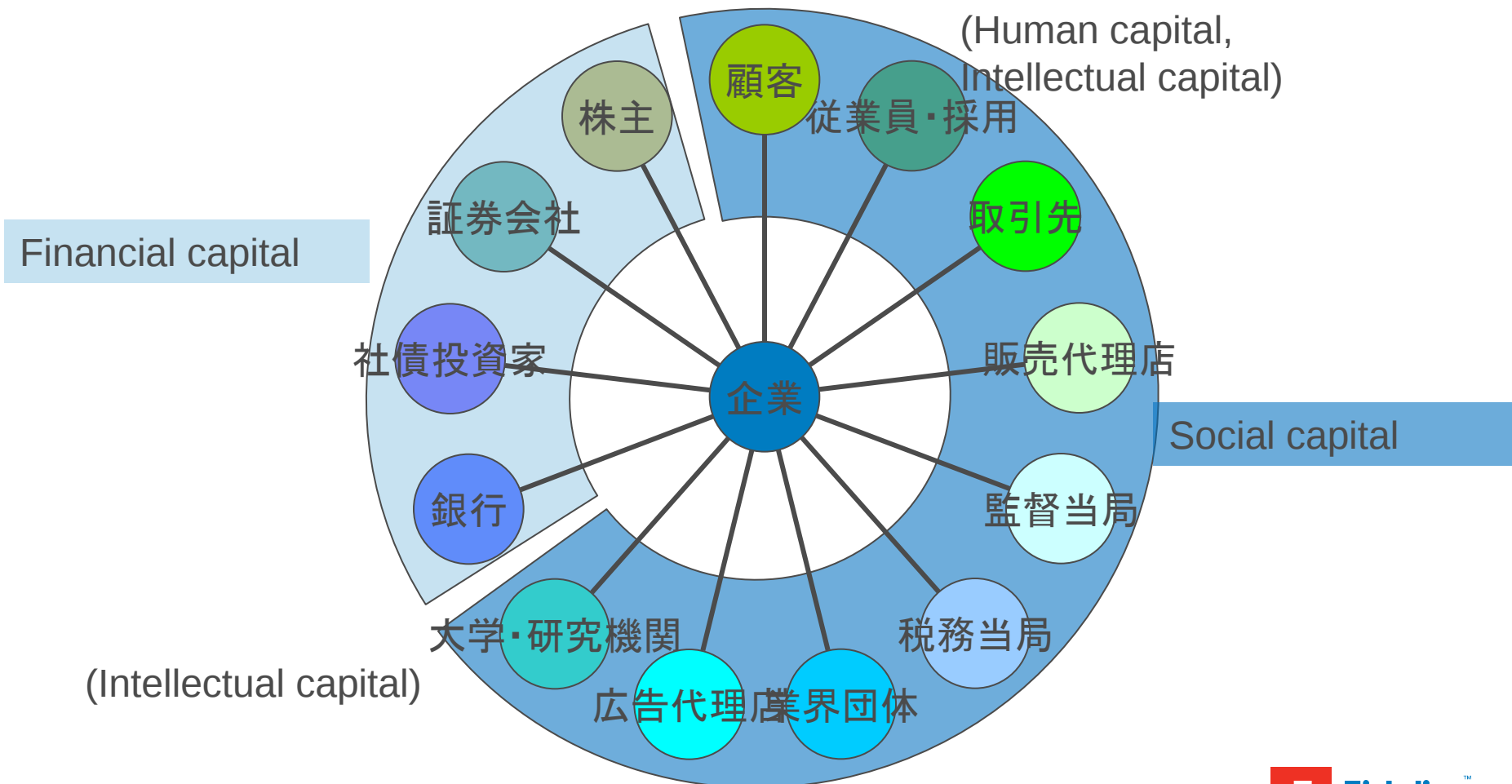
economic value とは端的に言えば、 $\frac{ROIC}{CoC} > 1$

$\left(\begin{array}{l} ROIC: \text{Return on Invested Capital} \\ CoC: \text{Cost of Capital} \end{array} \right)$

1	「Value Creation」の定義
2	ステークホルダーに関する認識ギャップ
3	Short-termism vs. Long termに関する認識ギャップ
4	企業vs投資家×日本vs海外間の認識ギャップの距離感
5	論点整理と課題解決の方向性(案)

2. ステークホルダーに関する認識ギャップ

1) Social CapitalはIIRCが提唱する6つのCapitalの一つに過ぎないが日本では圧倒的比重を占め重視されている



2. ステークホルダーに関する認識ギャップ

損益計算書上のステークホルダー

科目	ステークホルダー
売上高	顧客
原価	取引先、従業員
販管費	取引先、従業員
営業利益	
支払い金利	銀行、債権者
経常利益	
税金	国、地方自治体
純利益	
配当	株主
剰余金	株主
<内部留保として再投資>	

貸借対照表上のステークホルダー

資産	負債・資本	ステークホルダー
現金		全てのステークホルダー
売掛金	買掛金	顧客、取引先
棚卸資産		顧客、取引先
投資及び貸付金		関連会社等
	有利子負債	銀行、債権者
	退職給付債務	従業員
	株主資本	株主

日本企業は「公器」と言うが、...

優先する他のステークホルダーに支払った残余が少なければ、拡大再生産に繋がらず、経済社会に貢献しない

1	「Value Creation」の定義
2	ステークホルダーに関する認識ギャップ
3	Short-termism vs. Long termに関する認識ギャップ
4	企業vs投資家×日本vs海外間の認識ギャップの距離感
5	論点整理と課題解決の方向性(案)

3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

1) 現象としてのShort-termismと要因の認識ギャップ

- 現象については議論の余地は少ないが、要因について開示(企業報告)とその利用にその責任の多くを求めるのは妥当とは思えない。
- マクロ経済の趨勢が原因であり、対処法が必ずしも適切ではなかったことが派生的要因を増やしていると考ええる。
- すなわち、先進国の潜在成長力鈍化により企業の長期見通しに不透明感が強まった。換言すれば、earnings powerが低下するとともにリスクが高まったといえる。この現象への当初の対応は、財務レバレッジの積極的利用である。成長の代わりにレバレッジによってearnings powerの引き上げを図った。しかし本質的な問題解決にはなっていないため、この矛盾を突いて空売りとレバレッジを利用するヘッジファンドが急拡大した。空売りとレバレッジを利用しているため、売買取引頻度が高くなる(短期投資)。証券会社は、売買頻度が高いこうした投資家向け情報サービスに注力する。短期売買材料の提供である。尚、こうした短期売買は水準感(Value)よりも方向感(好材料または悪材料)で決定される場合が多い。

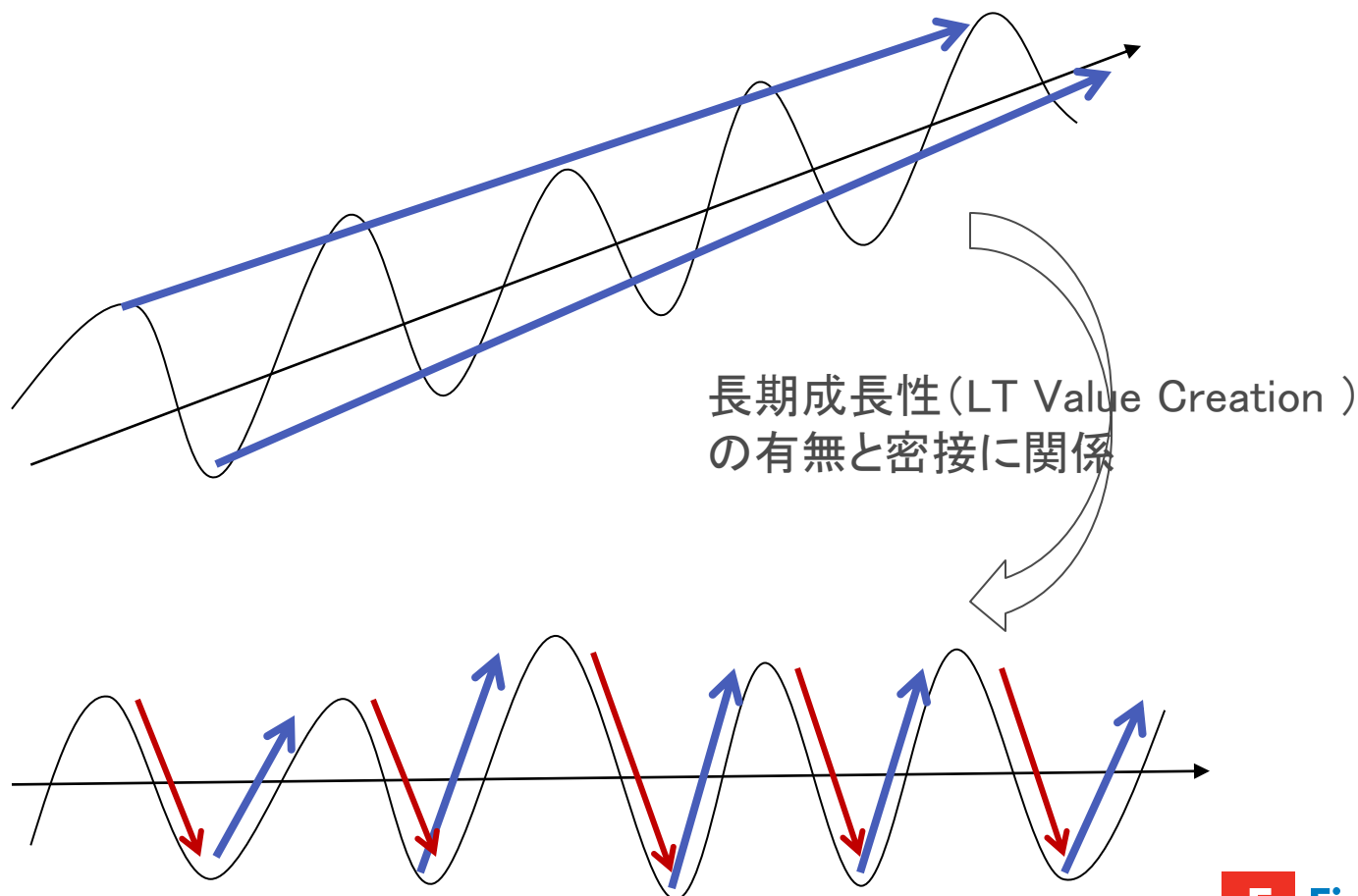
3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

1) 現象としてのShort-termismと要因の認識ギャップ(続き)

- 企業はオーガニックな成長力低下を補うためM&Aを多用する(特に海外企業)。そして、株主と経営者の利害の一致を目的としたストックオプション等のインセンティブが自己目的化し短期業績向上のためのM&A等が益々加速した。
- 一方、国内企業はリスクの高まりに財務健全化で対応してきたが、結果、earnings power(例えば、ROIC, ROE)は改善されずValue Creation どころか Value Destruction(価値破壊)といわれる状況に陥っている。
- 成長性の低さ(対応策、スピード感の欠如)、Value Destruction(株主軽視)との認識が定着し長期投資として不向きな対象になってきている。裏を返すと、短期投資の対象にしかならなくなっている(株式のコモディティー化=economic valueが無く、単に株価ボラティリティを利用した短期売買対象化)。
- こうした長期投資へのリスク許容度低下(採算疑問視)は資本集約型事業環境を不利にし、マネタイズサイクルの短期化・加速化(例、SNSビジネス)や成長率の高い新興国市場との資本獲得競争で著しい劣後を強いることになる。そして、サステナビリティが危機に直面する。

3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

1) 現象としてのShort-termismと要因の認識ギャップ(続き)



3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

2) 投資機会と判断材料

期間別投資機会	投資判断材料
1) 日、週	ポジション、ニュースフロー、株価チャート分析
2) 1-6ヶ月	テーマ、市場心理、計量分析、月次データ、四半期データ、四半期業績
3) 1 年	事業ファンダメンタルズ、テーマ
4) 1-5 年	ビジネスモデル、中長期経営戦略、経営改革、執行力
5) 5 年超	経営能力全般、支配株主としての関与

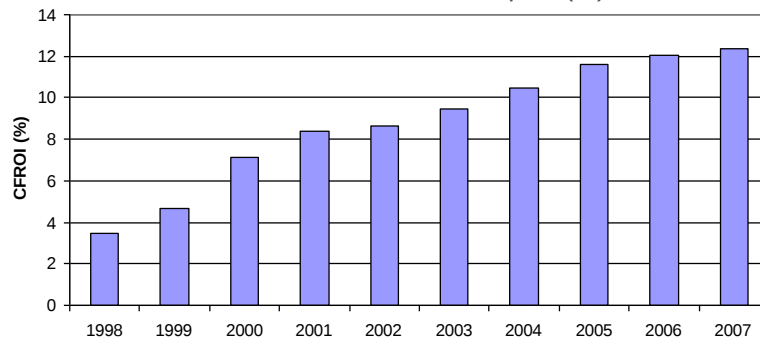
3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

例1) Investment opportunity in a good company

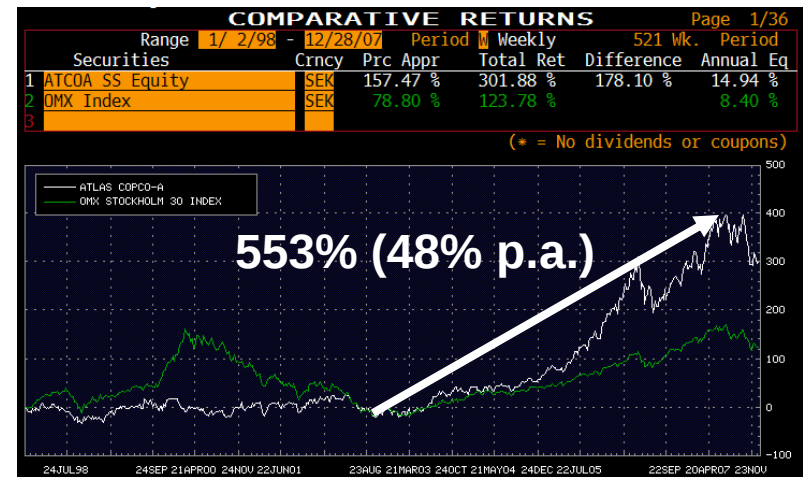
(Pharmaceutical company, Japan)



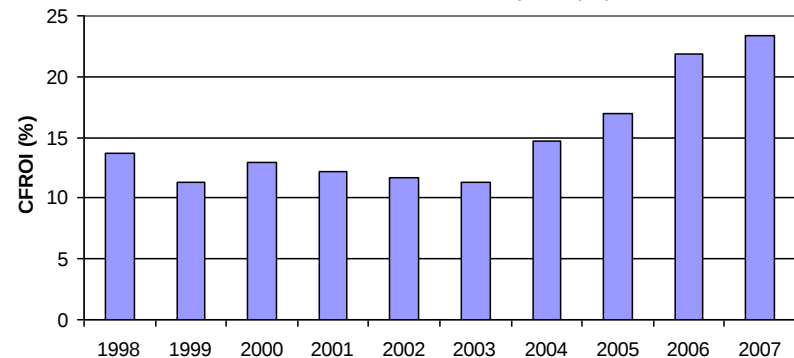
Cash Flow Return on Invested Capital (%)



(Const. & Mining equip. company, Sweden)



Cash Flow Return on Invested Capital (%)



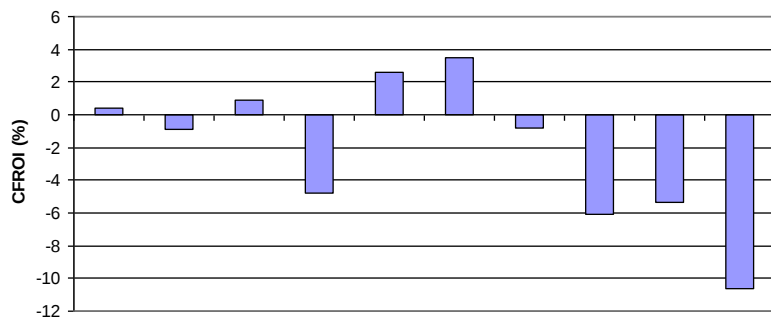
3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

例2) Investment opportunity in a bad company

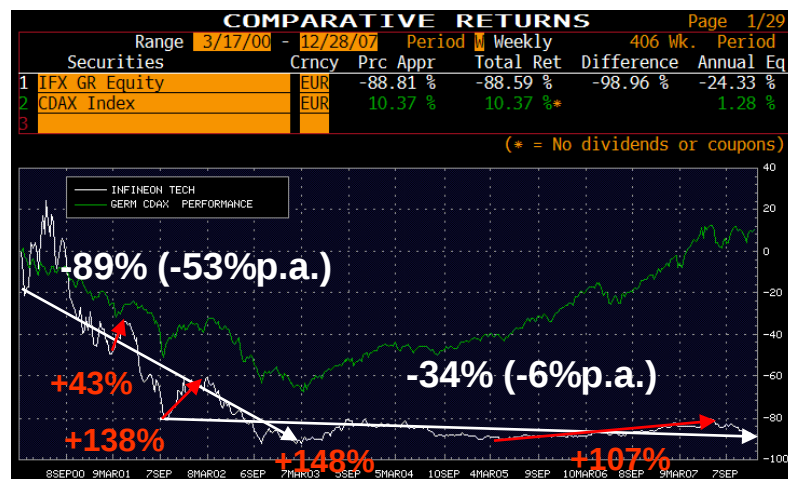
(Audio/Video Products company, Japan)



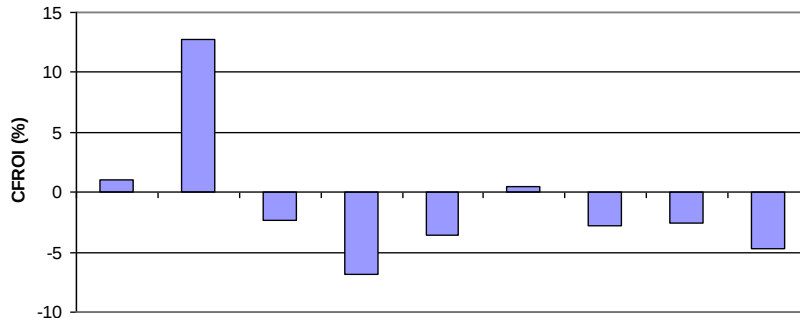
Cash Flow Return on Invested Capital (%)



(Semiconductors company, Germany)



Cash Flow Return on Invested Capital (%)



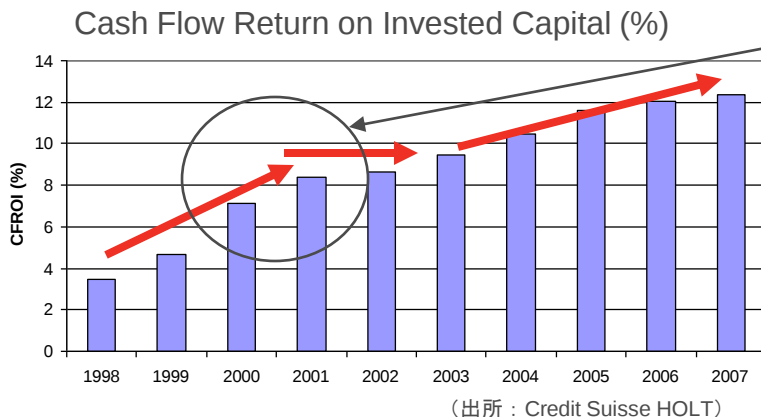
3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

例3) Good company = good investment?

(Pharmaceutical company, Japan)



	Price	Street EPS		PER	
		FY1	FY2	FY1	FY2
27 Dec '00	4000	59	75	68	53
02 May '03	2050	144	164	14	13
Change	-49%	146%	119%	-79%	-77%



- ◆ Expectation was stretched
- ◆ Short of expectation caused share price fall

3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

例1-3のまとめ

A good business vs. a bad business ... does this matter?

- Yes, ...Why does this matter?
 - A good business: ROIC>CoC, and IC Growth
 - A good business can be a bad company
 - Business fundamentals vs. the parent of the business
 - Investing in a good company and investing in a bad company is essentially different
- Where do the investment opportunities exist?
 - A good company can be a terrible investment
 - A bad company can be a great investment
 - All depend on what is in the share price
- What are the key research questions?
 - What is most likely missed by the market
 - Potential surprise for the market

効率的市場において、スタンスとしての長期投資は必ずしも「長期保有」を約束するものではない。

3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

3) 時間軸

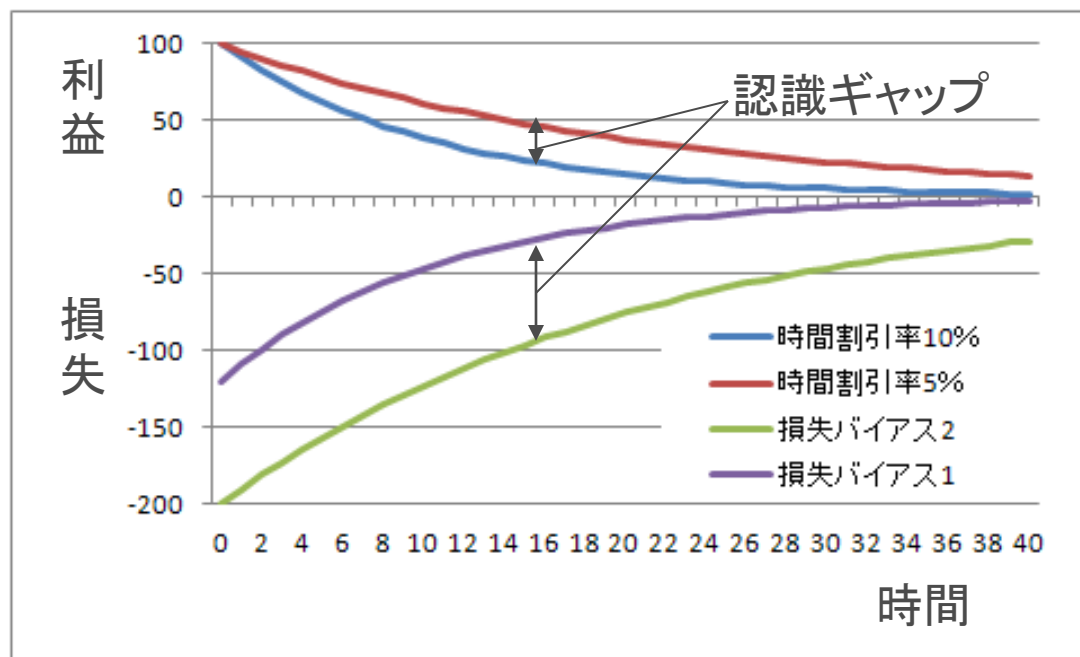
	日～週	月	四半期	1～2年	3年	5年	10年	40年	60年	100年
トレーダー	○	○								
短期投資家		○	○							
一般的機関投資家				○						
長期投資家					○					
社債投資家						○	○			
月次売上		レ								
四半期決算			レ							
年度決算				レ						
中計					レ					
事業再編						レ				
長期プロジェクト							レ	レ		
終身雇用								レ		
年金受給									レ	
事業継続										レ

3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

4) 行動経済学的解釈(時間割引率)

時間割引率の高い「せっかち」な集団: 将来よりも現在の満足に高いウェイトを置いて行動する

時間割引率の低い「忍耐強い」集団: 将来の満足のために現在の満足を我慢する



損失バイアス: 損失に対する不満足は同じ大きさの利益の満足よりも大きい(損失回避、損失への過敏性)

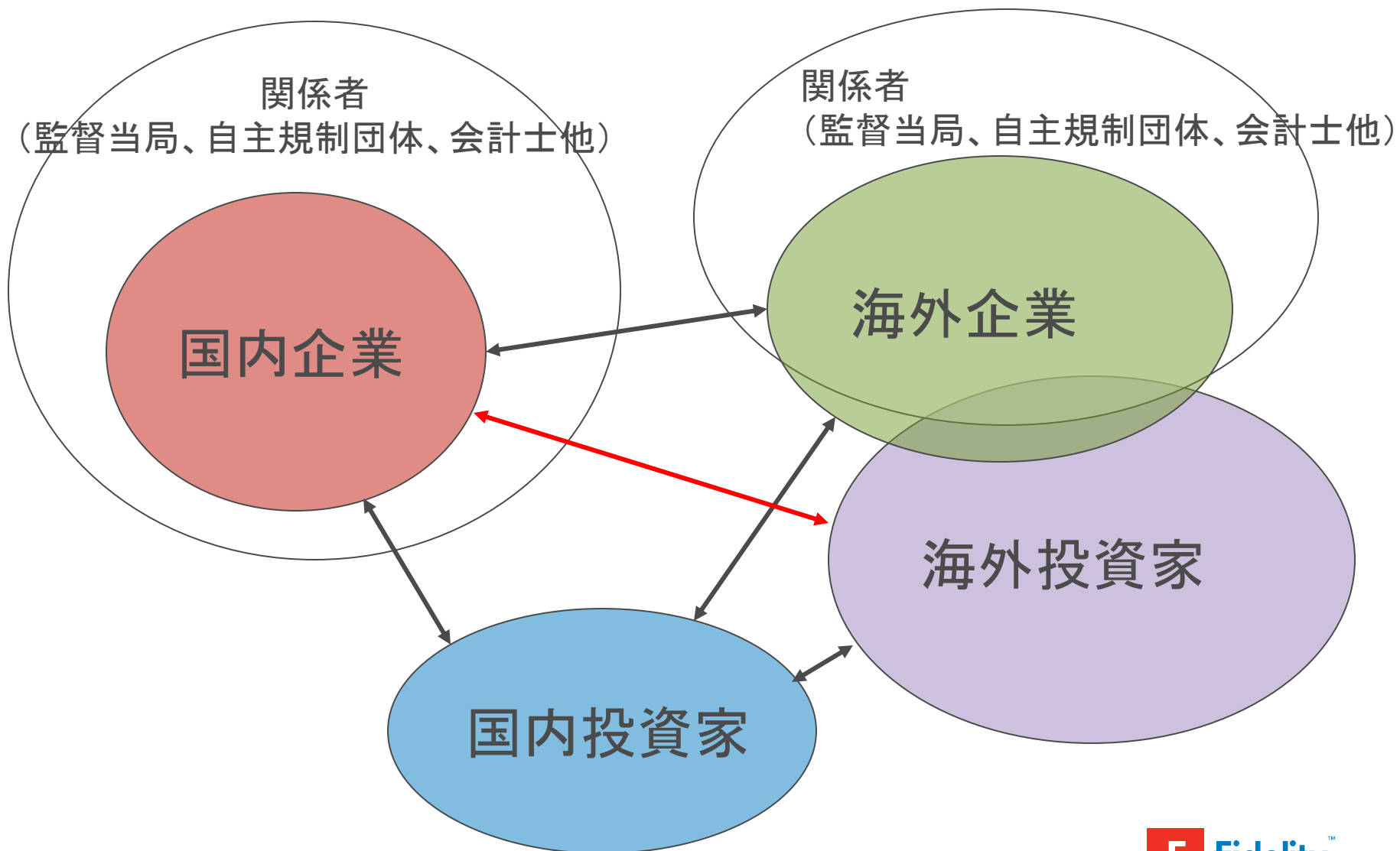
現状維持バイアス: 現状を改める行動や選択には心理的な負担が掛かるので、現状を維持しようとするバイアスが働く

損失バイアス1: 損失/利益比1.2倍、割引率5%

損失バイアス2: 損失/利益比2.0倍、割引率10%

1	「Value Creation」の定義
2	ステークホルダーに関する認識ギャップ
3	Short-termism vs. Long termに関する認識ギャップ
4	企業vs投資家×日本vs海外間の認識ギャップの距離感
5	論点整理と課題解決の方向性(案)

4. 企業vs投資家 × 日本vs海外間の認識ギャップの距離感



4. 企業vs投資家 × 日本vs海外間の認識ギャップの距離感

	日本		海外	
	企業	投資家	企業	投資家
“Value”は共通言語か？	×	△	○	◎
Earnings power: $ROIC$	△	△	○	◎
Economic Value: $\frac{ROIC}{CoC} > 1$	△	○	○	◎
“C”について6つCapitalの認識あるか？	◎	○	△	△
“R”は6つのCに対応する各々のRがあるのか (6R)、それともFinancial Returnか？	6R	FR	FR	FR
Sustainability, LT Value Creation実現に不可欠な要素は何か？				
6つのCapitalへのアクセス	△	△	○	○
Capitalのコスト	×	×	◎	◎

4. 企業vs投資家×日本vs海外間の認識ギャップの距離感

海外投資家の日本企業に対する見方

- マクロ経済や政治を“ジャパンパッシング”の理由には挙げていない
 - ROIC、ROEの低さ・・・“株主軽視”が最大の焦点
 - 成長性の低さ・・・対応策、スピード感の欠如
 - 企業価値が事業価値の合計を下回る経営と事業運営のミスマッチ
- ⇒ 投資価値の継続的拡大を期待しにくい（長期投資として不向き）
- ⇒ 短期投資の対象にしかならなくなっている（株式のコモディティー化）

(参考)

A good business doesn't necessarily mean a good company

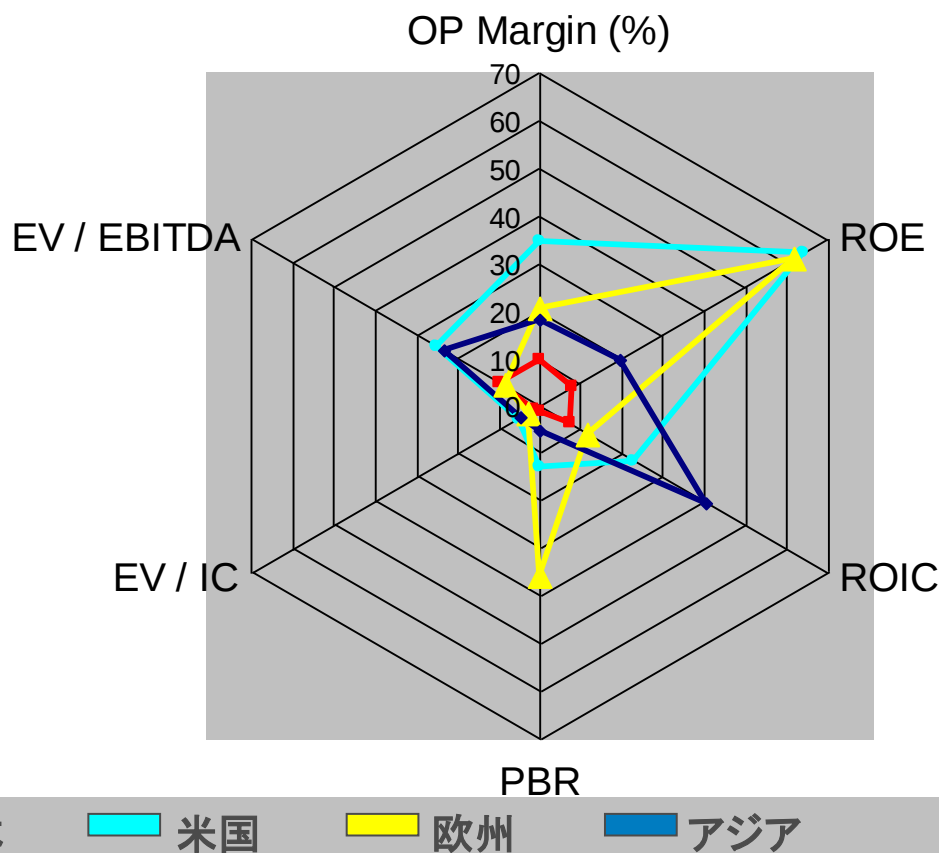
- Is the company the best parent of the businesses?
 - Maximizing value of the business portfolio in the long term
 - The best provider of resources (supplies, professionals and financial) to their businesses
- Good steward of capital
 - Allocation of capital
 - Efficient capital structure

**A good company creates value for shareholders:
ROIC > CoC, and IC growth**

4. 企業vs投資家 × 日本vs海外間の認識ギャップの距離感

競争力向上にチャレンジする海外勢、横並びで競争力低下する日本勢

母集団の標準偏差



サンプル数:

日本	492社
米国	1397社
欧州	604社
アジア	1133社

4. 企業vs投資家 × 日本vs海外間の認識ギャップの距離感

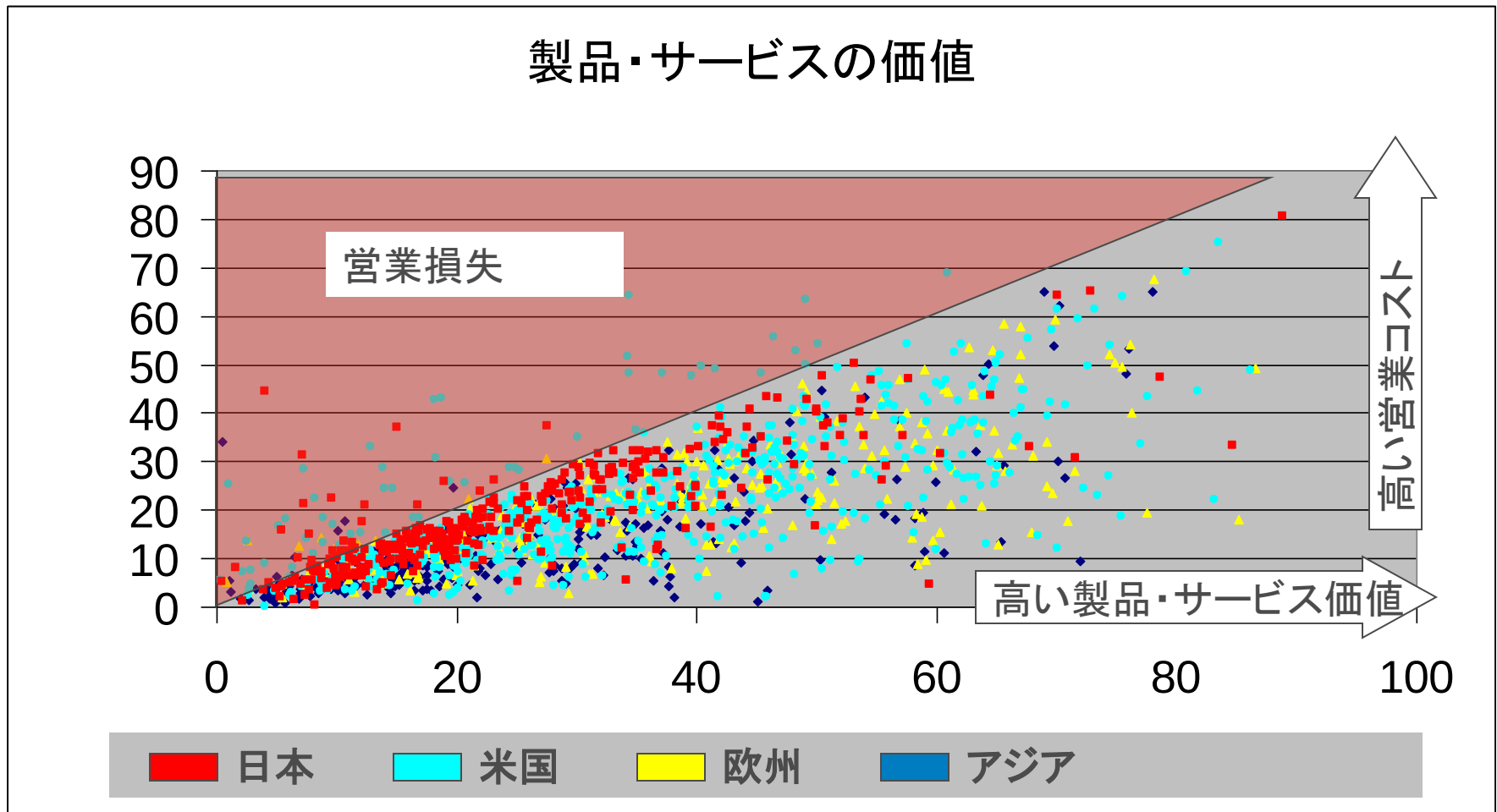
日本企業はステークホルダーとの関係や無形価値を重視するが...

- 企業文化、価値観、ブランドは可視化できるか

- 技術的優位性は利益率に反映しているか？
- ブランド力は利益率に反映しているか？
- 従業員Loyaltyは利益率に反映しているか？
- 顧客Loyaltyは利益率に反映しているか？

4. 企業vs投資家 × 日本vs海外間の認識ギャップの距離感

企業文化、価値観、ブランドは可視化できるか



(出所: Macquarie's, Fidelity Worldwide Investments)

1	「Value Creation」の定義
2	ステークホルダーに関する認識ギャップ
3	Short-termism vs. Long termに関する認識ギャップ
4	企業vs投資家×日本vs海外間の認識ギャップの距離感
5	論点整理と課題解決の方向性(案)

5. 論点整理と課題解決の方向性(案)

資本コストの低減—利用者と供給者の相互理解が不可欠

グローバル経済の競争の中で埋没しないために、

- ①Capitalの供給者の理解を促し、6つのCapitalへのアクセスを容易にし、
- ②Cost of Capitalを下げ、
- ③有利なReturnを効果的に上げ、競争力を維持・向上する

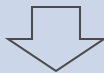
何故、コミュニケーションが必要か？

- 資本へのアクセス確保(リスク性資本は限られ厳しい獲得競争下にある)
- 資本供給者の理解(リスクプレミアム低下)＝資本コスト低下

どう、サステナビリティに繋げるか？

- 資本のリサイクルと企業のエコシステムを関連付け競争優位に立つ
- その結果、①独自の経営理念維持、②ステークホルダーとの関係持続

5. 論点整理と課題解決の方向性(案)

企業	投資家
コミュニケーションのポイント: $\frac{R}{6C}$... 6CがどうRに結びついているか、有効に機能しているか、その評価と説明 $\frac{R}{6C}$ > CoC となるように、①不透明性による資本コスト上昇要因を解決、②事業リスクに対する対応策および説明 企業のエコシステムと資本のリサイクルの関連性を明確化、持続可能な成長(価値創造)を明示 (注: 6つのC・・・financial, manufactured, human, intellectual, natural, social capital)	評価のポイント: <i>Pay (premium) for growth,</i> <i>Pay (premium) for return,</i> <i>Pay (premium) for visibility,</i> <i>Pay (premium) for management</i>  資本コストの低下(企業価値創造のサポート)に繋がる

参考データ(1)

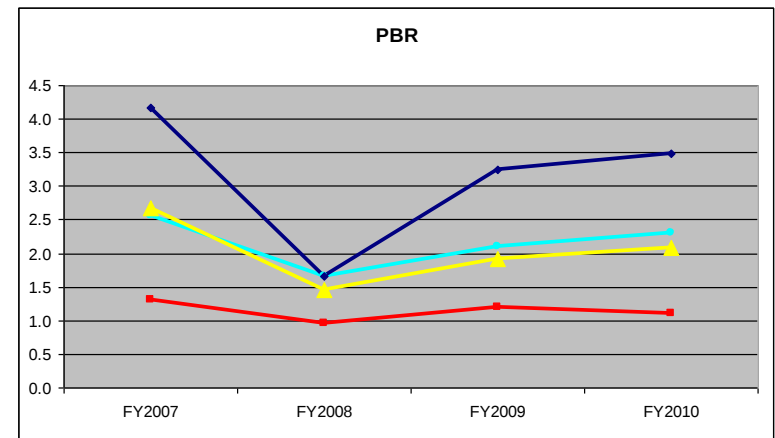
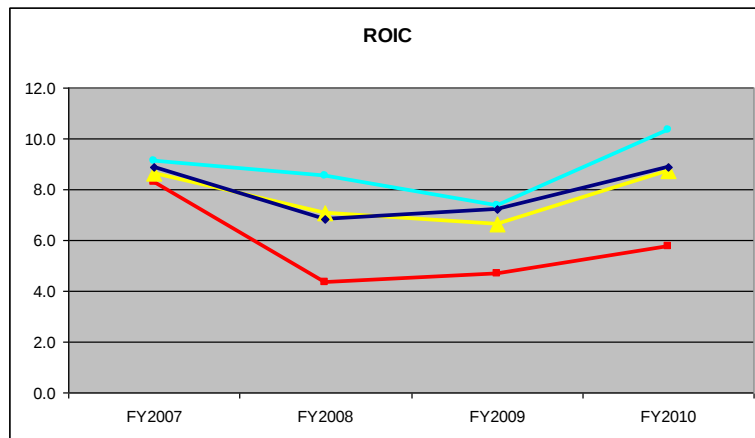
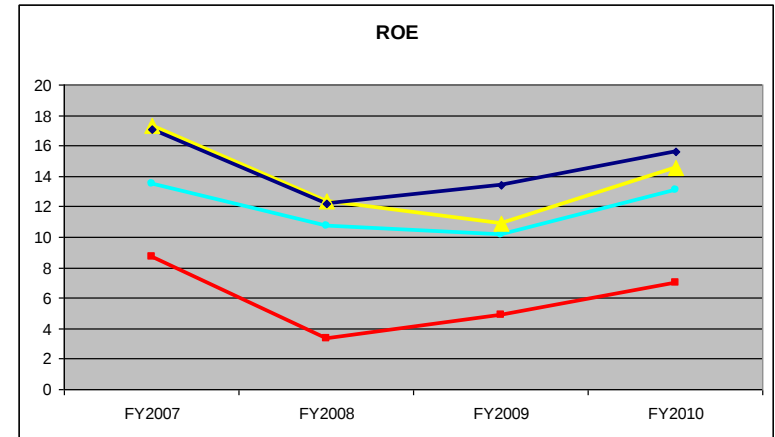
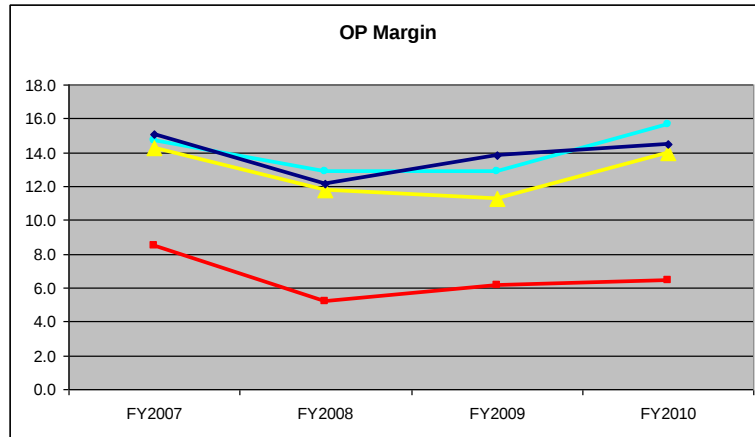
			GP Margin				OP Margin (%)				ROE			
Region		Mkt. Value (\$ mn)	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010
Japan	count	492	452	454	456	na	487	489	492	450	482	487	489	482
	mean	6229	30.9	28.6	29.4	na	12.4	7.1	9.0	8.7	9.8	1.7	4.6	7.9
	median	2664	26.7	24.6	24.4	na	8.5	5.2	6.1	6.5	8.7	3.3	4.9	7.0
	std	10675	18.3	19.0	19.3	na	11.4	14.6	11.7	9.8	8.1	14.1	11.5	8.1
US	count	1397	1239	1243	1245	na	1387	1392	1394	1354	1323	1341	1358	1349
	mean	9447	38.5	37.1	37.0	na	-72.7	-47.2	-146.8	16.6	8.1	1.1	11.5	18.9
	median	3033	34.7	34.5	34.1	na	14.7	12.9	12.9	15.7	13.5	10.7	10.1	13.1
	std	23193	21.9	32.6	22.9	na	2930.2	1707.0	5805.5	34.7	381.1	331.0	58.1	63.9
Europe	count	604	521	529	523	na	592	597	598	577	577	586	588	569
	mean	11131	43.1	42.4	41.9	na	16.9	-6.7	25.5	18.3	24.9	16.9	26.4	22.2
	median	3490	41.6	40.8	40.6	na	14.2	11.8	11.3	13.9	17.3	12.4	10.9	14.6
	std	22285	29.0	22.9	23.4	na	116.2	377.0	356.6	20.6	67.5	73.1	289.1	61.9
AxJ	count	1133	1086	1091	1090	na	1125	1129	1131	986	1074	1115	1126	1030
	mean	5784	28.6	28.1	29.7	na	59.7	7.7	14.4	20.0	17.0	14.6	11.7	18.6
	median	2196	25.8	24.8	26.4	na	15.1	12.2	13.8	14.5	17.1	12.2	13.4	15.6
	std	17083	51.7	42.7	21.7	na	1345.6	379.5	199.0	17.9	147.7	26.9	103.9	19.2

ROIC				PBR				EV / IC				EV / EBITDA			
FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010
487	489	492	450	481	486	490	491	482	488	491	492	486	471	479	415
9.9	5.4	6.7	7.5	1.7	1.2	1.5	1.4	1.7	1.4	1.5	1.4	7.5	10.6	11.1	8.0
8.3	4.3	4.7	5.8	1.3	1.0	1.2	1.1	1.2	0.9	1.0	1.0	5.5	7.7	7.3	6.4
8.0	10.1	8.3	7.4	1.6	1.3	1.3	1.2	2.0	1.8	1.6	1.6	10.8	14.6	31.3	9.8
1376	1393	1397	1355	1304	1304	1336	1365	1325	1340	1366	1397	1341	1317	1325	1313
17.9	12.4	13.6	15.0	4.7	2.6	3.9	3.9	3.7	2.8	2.9	3.3	25.6	21.4	17.6	12.0
9.1	8.5	7.4	10.3	2.6	1.7	2.1	2.3	2.0	1.3	1.6	1.8	10.4	10.6	10.7	8.7
50.3	87.8	42.8	23.0	14.5	4.8	18.4	12.9	8.6	10.2	4.8	5.0	201.7	70.0	41.2	25.1
598	602	603	579	575	577	588	595	582	589	597	604	590	567	571	556
18.2	8.0	9.2	11.5	3.8	2.1	3.0	4.7	3.4	1.7	2.1	2.3	14.8	15.6	13.7	9.9
8.6	7.1	6.6	8.7	2.7	1.5	1.9	2.1	1.6	1.0	1.3	1.4	9.1	9.5	9.8	8.3
112.4	17.0	15.4	11.6	6.3	2.7	5.8	35.9	20.1	2.8	2.4	2.7	35.4	35.2	18.1	8.6
1118	1130	1133	987	977	1012	1069	1131	982	1017	1072	1133	1112	1092	1106	917
12.6	9.6	8.7	14.4	6.6	2.3	4.1	4.9	3.4	1.8	3.1	4.0	54.4	36.2	26.4	18.1
8.9	6.8	7.2	8.9	4.2	1.7	3.2	3.5	2.9	1.2	2.2	2.5	21.3	21.4	17.0	13.2
20.6	16.0	36.6	40.8	23.6	2.3	3.6	5.2	28.7	3.7	3.5	4.6	338.6	61.6	30.8	23.4

(出所: Macquarie's、Fidelity Worldwide Investments)

参考データ(2)

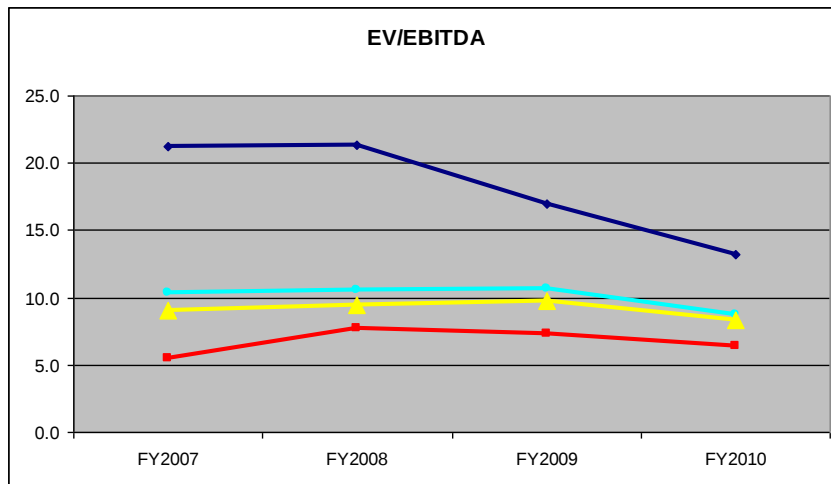
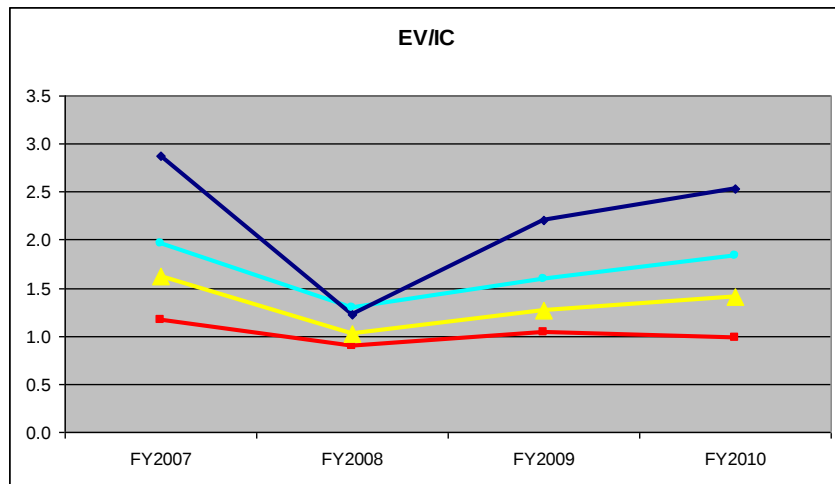
■ 日本 ■ 米国 ■ 欧州 ■ アジア



(出所: Macquarie's、Fidelity Worldwide Investments)

参考データ(3)

■ 日本 ■ 米国 ■ 欧州 ■ アジア



(出所: Macquarie's、Fidelity Worldwide Investments)

重要事項

- 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。