

事務局説明資料②

2020年1月
經濟產業政策局
産業資金課

企業側プレゼンテーションからみえてきた議論のポイント

- 第1回～第3回のプレゼンテーションや議論では、様々な論点を提示していただいたところ。
- 「企業の持続的成長・中長期的な価値向上に向けた対話の実質化を目指す」という本検討会の本旨からすると、以下の各論点などについて検討を掘り下げてはどうか。

1. 対話の内容・テーマとして重視すべき観点や課題意識がうかがわれた点

- I イノベーション・新規事業創出に向けた企業の取組・投資と資本市場による評価の在り方
- II 複数領域の事業を複合的に営む企業のビジネスモデルをどう把握・評価すべきか
- III 事業ポートフォリオマネジメントの在り方
- IV 経済的価値と社会的価値の両立・アラインメント確保に向けて

2. 「実質的な対話」の裾野を日本全体に広げていくための課題・方法論

- V 対話の実情・プラクティスの共有方法について

I イノベーション・新規事業創出に向けた企業の取組・投資と評価の在り方

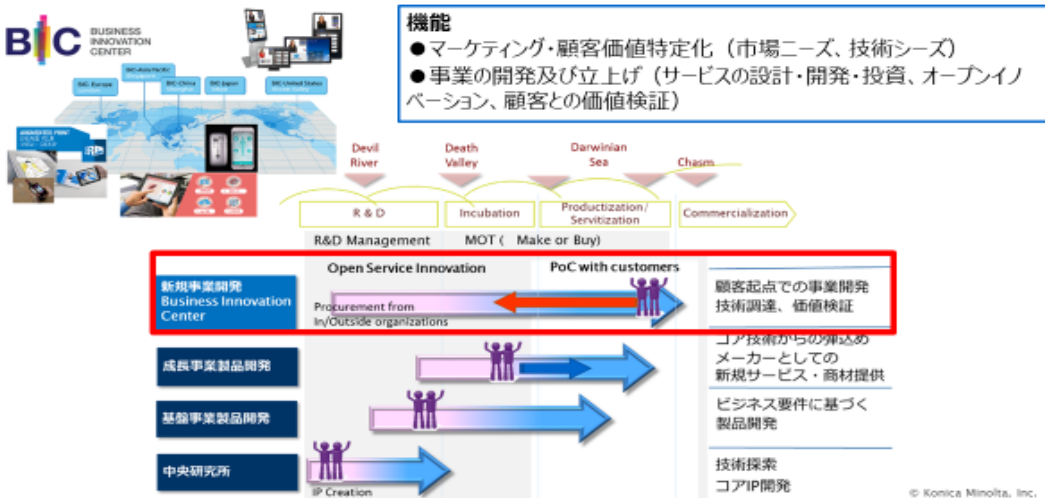
- イノベーション・新規事業を創出していくための取組は様々されているところだが、それをスケールさせていくに当たっての社内的課題は何か。
- 「“unrealized earnings”が評価されない」「見えている成長」でしか評価されない」との声に関し、ボトルネックは何か。企業の情報開示の在り方か、共通の評価指標や視点が存在しないことか、投資家側の目利き力の問題か。

BICの設立目的と機能



設立の目的

- 市場・顧客に密着した新たな商材・サービスの開発
- 新たな企業文化の醸成、人材育成



【これまで出たご意見】

- 出島の活動や新規取組に対する評価、未実現利益に対する評価を、投資家にとのようにしてもらうかが課題
- 強い企業は、自社の競争優位が確立されている分野の隣接分野を狙って、設備投資やR&D、CVC投資を行っている
- IT投資等の先行投資については、トラックレコードがあれば説得力があるが、そうでなければ、その必要性や回収可能性に疑問が生じ、そのことがPBRの低さに表れるということも考えられる

Ⅱ 複合的なビジネスモデルの把握・評価の在り方

- 複数セクター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」をどう評価すべきか、評価のための指標や共通言語はどのようなものがあり得るか。
- 評価の主体となるべきは誰か。ポートフォリオマネージャーか、セルサイド・アナリストか、その他か。

| | みずほ | 野村 | ゴールドマン サックス | 大和 | SMBC日興 |
|-----------|----------------------|----------------------|----------------|--------|----------------------------|
| 手法 | PER | PER | 配当割引 モデル | — | PBR |
| 目標株価 | 3,300円 | 3,100円 | 2,800円 | 2,650円 | 2,600円 |
| 利益/CF | 21.3期EPS 151.3円 | 21.3期EPS 144円 | 22.3期配当 75円 | — | 20.3期BPS 1,368円 |
| マルチプル/割引率 | 小売業界 平均PER 22倍 | RN小売 平均PER 21倍 | 配当利回り 2.5% | — | 2桁増益期待 の専門店のPBR 1.9倍 |

(出所) 本検討会第2回 丸井グループ加藤委員ご提出資料

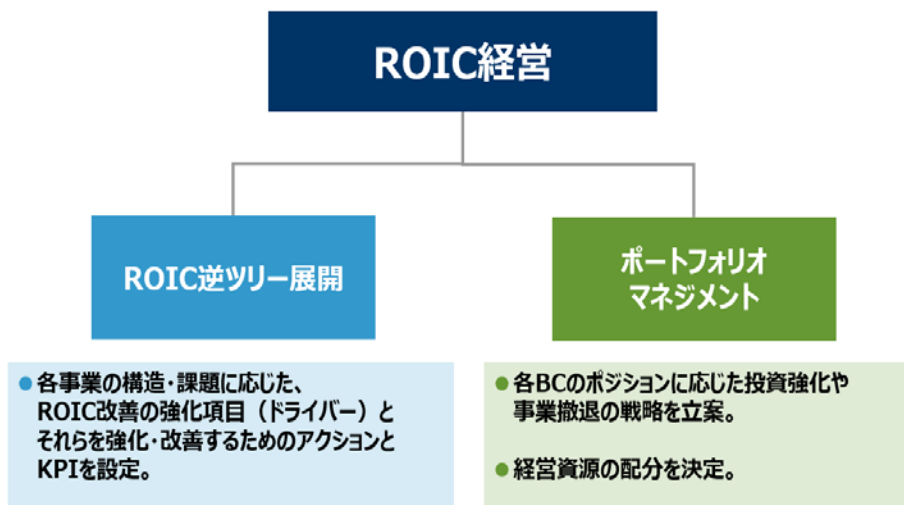
【これまで出たご意見】

- 「ビジネスモデルの革新性」を評価するアナリストでもPER・PBR等の伝統的な指標でしか算出していない
- 新規事業と既存事業のシナジーを対話の中で説明すべく工夫。既存事業の拡大と共に、新規の関連事業により更なる成長を遂げていきたい。こうした状況を理解し、中長期的に株式を保有してくれる投資家と積極的に対話を行っていきたい

Ⅲ事業ポートフォリオマネジメントの在り方

- 事業セグメントごとの評価指標として、どのようなものをどのように活用しているか／活用すべきか
- 事業セグメントごとにROIC等の指標を活用していない／できていない企業にとってのボトルネックは何か

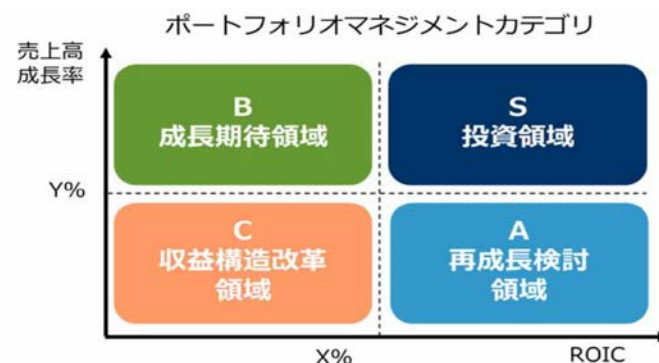
株主との対話により、ROIC経営の導入・加速を意思決定。
さらに、積極的に社外へも開示。



（出所）本検討会第2回 オムロン井垣委員ご提出資料

ポートフォリオマネジメント 中長期経営目標に向けた戦略（運営の観点）

M&A・成長加速・構造改革・新規参入を見据えた、投資資源配分の経営判断



(C)Copyrights OMRON Corporation, All Rights Reserved.

● 63

（出所）持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会（第2回）オムロン安藤委員ご提出資料

【これまで出たご意見】

- 業績を下方修正したが、ROICを基準にしたポートフォリオ組替えを発表したところ、株価は高いレベルを維持
- 事業ポートフォリオの変革やビジネスモデルの転換を踏まえた成長戦略を適正に評価してもらえない

(参考) 事業セグメントごとの評価を行うための基盤整備

- 本社がグループ内投資家として、中長期の企業価値向上を目指して、**リスク・リターンを織り込んだ事業ポートフォリオ管理**を行うためには、損益計算書（PL）ベースの評価だけではなく、**事業セグメント別の投資収益率**といった評価指標の設定が必要。
- しかしながら、現状では、本社の投資家的機能（＝各事業部門の自律性）を重視している企業においても、こうした評価を行う前提となる**事業セグメント別の貸借対照表（BS）の整備や事業のリスクに応じた資本コスト（※）の設定等**、実効的な事業評価を行うために必要な基盤整備がなされていない場合もあるのではないかと。

※本社が各事業部門に対し、投資家として求める最低限の収益率。グループ全体の資本コストと各事業部門のリスク・リターンを踏まえて本社が設定するもの。なお、投資収益率との比較対象として、一般的に用いられる資本コスト以外に、企業独自の割引率の指標を用いることもある。

| | BSも含めた事業評価 | PLのみによる事業評価 |
|---------------------------|--|---------------------------------|
| 資本コスト | ✓ 事業セグメント別の資本コストの設定が可能 | — |
| 評価する時間軸 | ✓ 中長期的な企業価値 | ✓ 比較的短期の収益性 |
| リスク評価 | ✓ 事業に期待する収益性と事業のリスクに応じた割引率（資本コスト）との比較による評価 | ✓ 事業に期待する収益性のみによる評価（リスクを織り込まない） |
| 財務戦略 (企業グループ全体) | ✓ 事業のリスクに応じた資本構成の検討 | — |

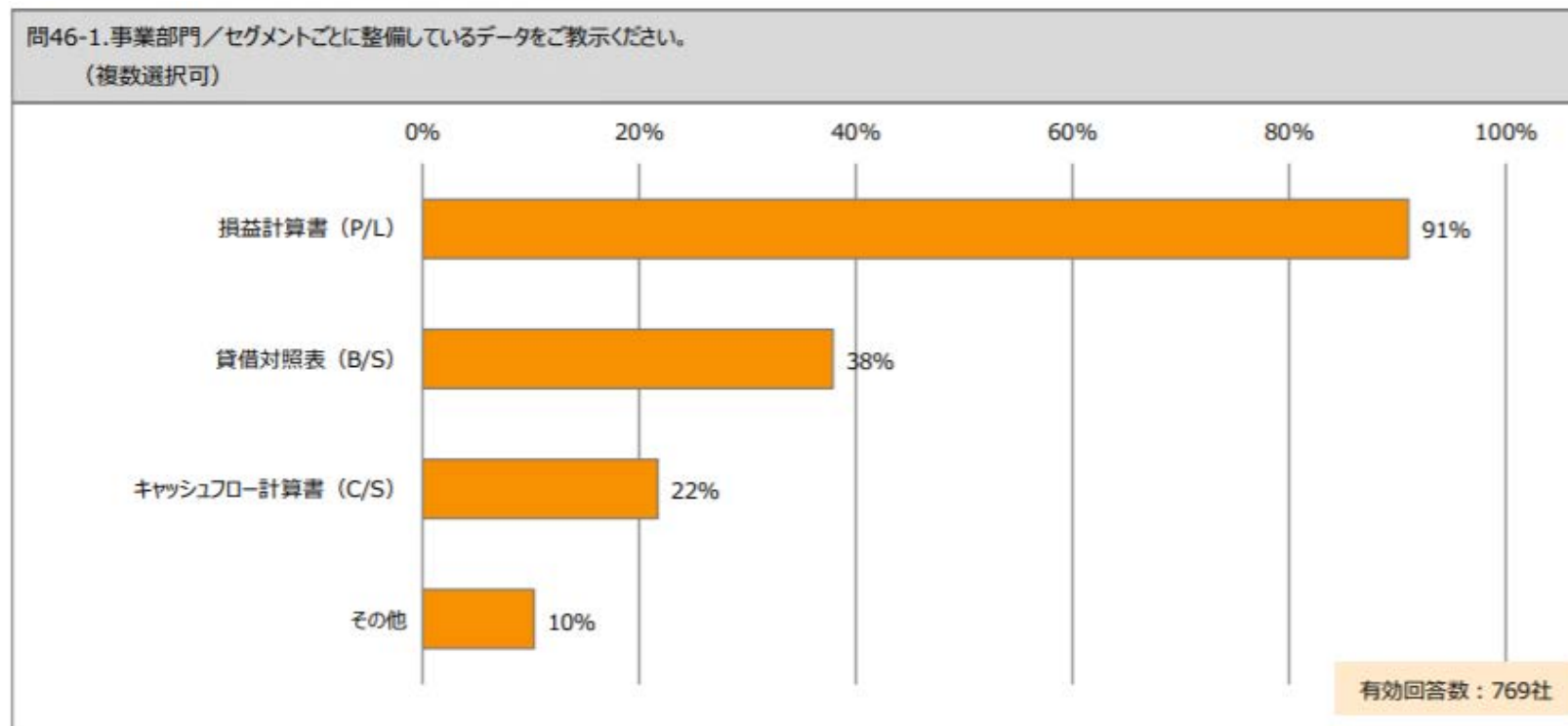
(参考) 事業ポートフォリオ管理における評価指標の例

- 事業セグメントの評価指標としては、現状、例えば以下のような指標が用いられているが、中長期の企業価値向上の観点から、事業ポートフォリオマネジメントを実効的に行うためには、事業セグメント毎のリスク・リターンを織り込んだ評価指標を用いるべきではないか。

| | 概要 | 主なメリット | 備考 |
|----------------|--|--|--|
| ROIC (投下資本利益率) | $(\text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率})) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$ | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 複数事業間で共通的に評価しやすい ✓ 詳細に分解し、現場レベルでのKPIを設定可能 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 足元の業績評価のみで事業の成長性を織り込んでいない |
| NPV (正味現在価値) | 将来のフリーキャッシュフローの現在価値合計 － 初期投資額 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ キャッシュフロー、現在価値、リスクを織り込んだ指標 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資により資本構成 (D/E) が大きく変化する場合は適用不可 |
| IRR (内部収益率) | NPVをゼロにする割引率 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資予算制約下で、より投資効率の高いプロジェクトを選択可能 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ キャッシュフローの正負が複数回ある場合は算出できない ✓ 得られる価値の絶対額では比較できない |
| APV (調整現在価値) | フリーキャッシュフローの現在価値 + 節税効果の現在価値 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 資本構成が大きく変化する場合でも利用可能 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業内の事業評価では節税効果の算定が困難 |
| EVA (経済的付加価値) | 税引後営業利益 (NOPAT) － 資本コスト (額) | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 資本コストを考慮した業績指標の設定が可能 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 単年度の指標のため、中長期的な経営判断は他の指標との組み合わせが必要 |
| 売上高・利益の増加額 | 将来の売上高・利益の目標額 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 簡易的に作成可能 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ リスク・リターンを織り込まない ✓ 時間価値を考慮しない |
| 投資資金の回収期間 | 各年の事業利益の総和が投資資金と等しくなるのに必要な期間 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 簡易的に作成可能 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ リスク・リターンを織り込まない ✓ 時間価値を考慮しない ✓ 投資資金回収後のキャッシュフローを無視 |

(参考) 事業部門／セグメントごとのデータ整備状況

- 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」における企業アンケートによれば、事業部門／セグメントごとに損益計算書を整備している企業は9割に上るのに対し、貸借対照表を整備している企業は4割、キャッシュフロー計算書を整備している企業は2割にとどまっている。

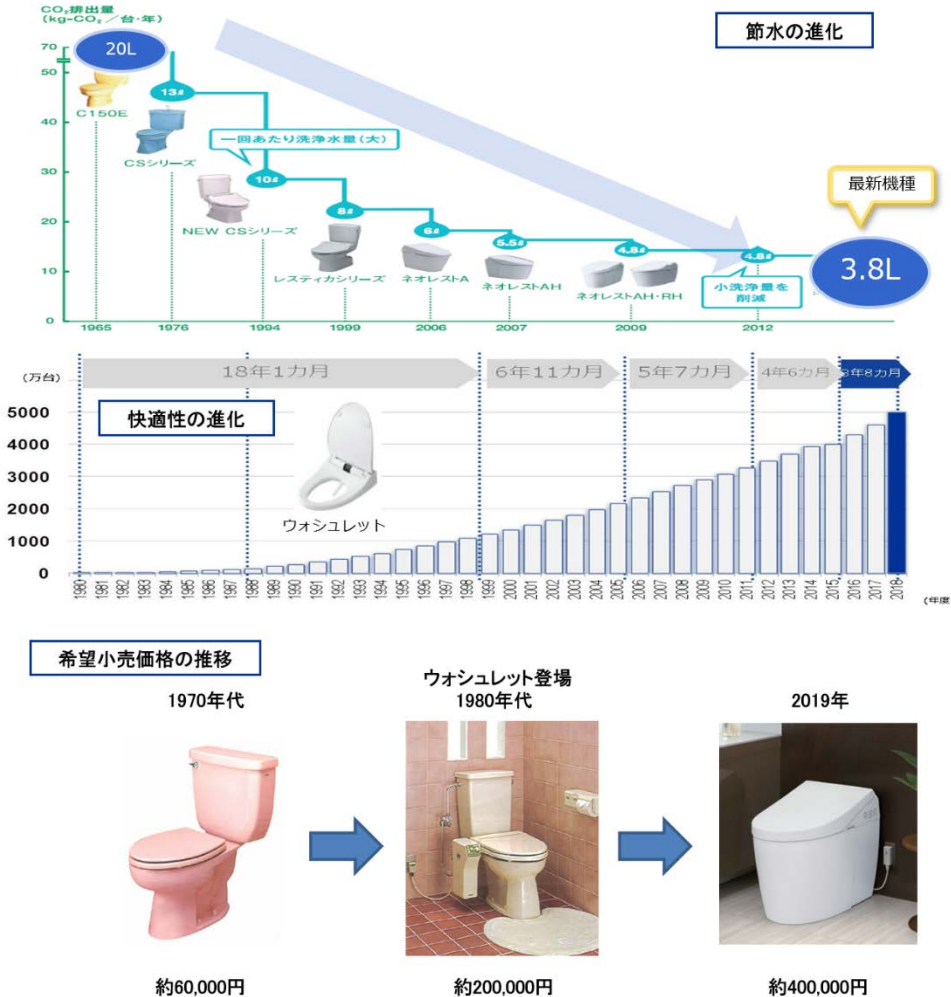


(出所) 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」

IV 経済的価値と社会的価値の両立・アラインメント確保に向けて①

- ESGやSDGs、CSR、サステナビリティに係る取組を、企業の経済的価値創出につなげていく際の視点とはどのようなものか。
- ESGやSDGs、CSR、サステナビリティに係る取組を、財務情報とインテグレートさせた形で情報開示している好例とはどのようなものか。
- ESG投資の経済的効果について、どのような指標（ α 値、 β 値、ボラティリティetc）との関係性を重視すべきか。
- 投資家側において、一般的に、ESG担当者とその他のプレーヤー（運用担当者、アナリスト等）のサイロ化が生じているといわれている点をどのように考えるべきか。
- ESG評価機関は、どのような役割を果たすべきか。

IV 経済的価値と社会的価値の両立・アラインメント確保に向けて②



節水・快適性の向上とともに、付加価値も向上

(出所) 本検討会第2回 TOTO岩崎委員ご提出資料

【これまで出たご意見】

- 企業が生み出す経済的価値と社会的価値のアラインメントをどう確保するか、悩ましい
- 本業がSDGs的にリスクが高い場合、多角化が必要。これをサポートしてくれるESG投資家と、本業に集中すべしという投資家とで意見が合わない
- ESGについては、企業価値につながるものに集中しようとしている
- 企業価値評価とESG評価を分ける必要はない。「持続的に儲かる = 社会に貢献できる」ということであり、その意味でESGは前提条件
- 他方で、(投資家サイドで) ESG部門と運用部門が分断しているのではないかと問題意識あり
- 事業会社・セクターアナリスト・(運用機関の) ESG担当者間で、より対話を効率的に行うための施策を検討すべき
- ESG評価機関のアンケート調査に対する対応方法については、課題がある

V 対話の実情・プラクティスの共有方法について

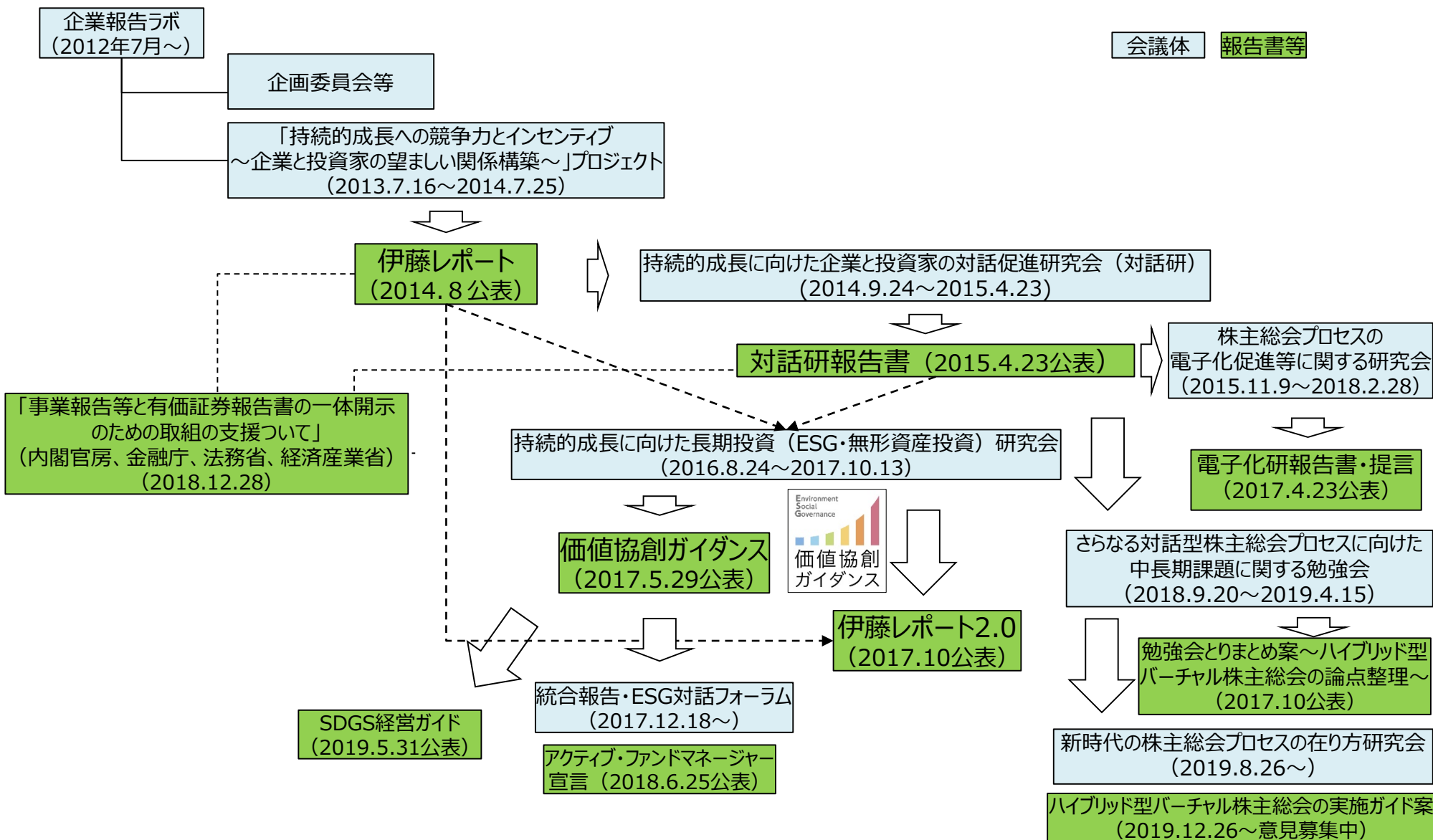
- 対話の実情・プラクティスの共有方法としてどのようなものがあり得るか。企業側・投資家側共に様々なプレイヤーが存在する中で、日本全体として「対話の実質化」をより押し進めるために、どのような方法があり得るか。
- 仮に、何らかの「場」を設置すべきだとした場合、どのような「場」の設計があり得るか。

【これまで出たご意見】

- 自らのIRが一般的なものかどうか、他社は実際どうやっているのかを知る機会がほしい
- 様々な企業があるなかで、対話や開示に積極的な企業と、消極的な企業の差があることの原因をより深く分析してはどうか。消極的な企業もきっかけさえあれば変わるのではないか
- 他の企業や投資家とは以下のような点を議論したい
 - ✓ IR活動動向（報告書、体制、方法など）、企業価値向上の効果測定
 - ✓ 投資家の声を取捨選択し経営へフィードバックする方法
 - ✓ 持続的な成長を標榜している状況での四半期決算の必要性、改善事項
- パッシブ化が進展しており、投資家の「顔」がみえない。パッシブ投資家との対話はどうあるべきか

(参考) 「対話」をめぐる各種「場」や検討の状況

【全体像】



企業側プレゼンテーションからみえてきた議論のポイント（まとめ）①

- 第1回～第3回のプレゼンテーションや議論では、様々な論点を提示していただいたところ。
- 「企業の持続的成長・中長期的な価値向上に向けた対話の実質化を目指す」という本検討会の本旨からすると、以下の各論点について検討を掘り下げてはどうか。

I イノベーション・新規事業創出に向けた企業の取組・投資と資本市場による評価の在り方

- イノベーション・新規事業を創出し、スケールさせていくに当たっての社内的課題
- “unrealized earnings”が評価されない／「見えている成長」でしか評価されないのはなぜか

II 複数領域の事業を複合的に営む企業のビジネスモデルをどう把握・評価すべきか

- 複数セクター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」をどう評価すべきか、評価のための指標や共通言語はどのようなものがあり得るか
- 評価の主要な主体となるべきは誰か。ポートフォリオマネージャーか、セルサイド・アナリストか、その他か

III 事業ポートフォリオマネジメントの在り方

- 事業セグメントごとの評価指標として、どのようなものをどのように活用しているか／活用すべきか
- 事業セグメントごとにROIC等の指標を活用していない／できていない企業にとってのボトルネックは何か

企業側プレゼンテーションからみえてきた議論のポイント（まとめ）②

IV 経済的価値と社会的価値の 両立・アラインメント確保に 向けて

- ESGやSDGs、CSR、サステナビリティに係る取組を、企業の経済的価値創出につなげていく際の視点とはどのようなものか
- ESGやSDGs、CSR、サステナビリティに係る取組を、財務情報とインテグレートさせた形で情報開示している好例とはどのようなものか
- ESG投資の経済的効果について、どのような指標（ α 値、 β 値、ボラティリティetc）との関係性を重視すべきか
- 投資家側において、一般的に、ESG担当者とその他のプレーヤー（運用担当者、アナリスト等）のサイロ化が生じているといわれている点をどのように考えるべきか
- ESG評価機関は、どのような役割を果たすべきか

V 対話の実情・プラクティスの 共有方法について

- 対話の実情・プラクティスの共有方法としてどのようなものがあり得るか。企業側・投資家側共に様々なプレーヤーが存在する中で、日本全体として「対話の実質化」をより押し進めるために、どのような方法があり得るか。
- 仮に、何らかの「場」を設置すべきだとした場合、どのような「場」の設計があり得るか