

第3回 議事要旨

○日時：2021年7月26日 15:30～17:30

○場所：WebEx開催

○出席者：伊藤座長、井垣委員、市村委員、江良委員、大塚委員、大森委員、奥野委員、加藤委員、河村委員、菊池委員、三瓶委員、伊達委員、寺沢委員、中空委員、西口委員、京川様(ケラー委員代理)、平原委員、松島委員、松原委員、溝内委員、藤村様(村越委員代理)

①：長期の時間軸を前提とするSXを踏まえた経営や対話の具体化に向けて、SXを踏まえた価値創造ストーリーにおける存在意義（パーパス）、重要課題、長期ビジョンの役割や、それを踏まえた存在意義（パーパス）・重要課題・長期ビジョン・長期経営計画・中期経営計画等の関係性について、どのように考えるか。

- 事務局としては、検討順序は固定的なものではないとの見解であるが、企業の示すパーパスの多くは1～2行の短いキャッチフレーズになることが多く、パーパスからいきなり重要課題に行くのは、唐突感がある。パーパスをもう少し広げた、目指す自社像を分かりやすく示してもらい、その上で必要な重要課題を示してもらうことで理解が深まるのではないかと。長期ビジョンの前に、目指す自社像で一旦区切ると、ストーリーとしてより分かりやすくなるのではないかと。
- 当社では、最初に企業理念があり、この企業理念の達成に影響を及ぼすことが想定される今後の世の中の大きな変化を、「変化因子」としてまず抽出する。その変化因子が生み出す社会的課題の中で当社が貢献できる領域を特定して、その次に、それがどう事業機会につながるのか絞り込んでいく、というように、幾つかステップを踏んで検討している。その後、それが長期ビジョン、経営計画というところにつながってきて、この計画の大きな方向性を決めてから、それをどういうふうに表示したら市場と建設的な対話ができるのかという観点から重要課題を特定するというステップでやっている。そういう意味では、矢印としては、まさに一方通行で流れるのではなくて、幾つかの細かい段階を踏んで、行ったり来たりしながら、全体の絵を描いていくという、そんなプロセスを踏んでいるところである。
- 事務局資料の7ページのパーパス、重要課題、長期ビジョン、矢印を上下にした点について、実務的には、SWOT、自社、競合、環境分析から始めたり、PEST分析から始めたりすることなので、パーパス、重要課題、長期ビジョンの3つは三角形の3つの頂点のような位置づけと考えており、重

要課題から目指すべき姿への連想が進んだりすることもある。最終的に一貫性があればよく、どこから入ってもいいのではないか。

- 事務局資料の7ページにおいて、矢印が双方向になったことは良いが、上から下へ流れてくるといよりは、いきなり経営計画からパーパスに飛ぶ、あるいは戻る、あるいはビジョンから下のほうへ向かうことのできる形が良い。矢印が色々なところに飛んでいくことで対話がうまく進むということもあろうかと思う。過度に矢印をつけるとビジーになるので、矢印は必須ではないが、始まりと終わりのイメージが固まらないような絵に変えるというのも一つの手だと思う。

② : ①を踏まえ、どのような価値創造ストーリーが企業と投資家の対話を深める中で効果的か。

- パンデミックの影響も受けて、中期計画や長期計画の意味が非常に問われている。色々な数字の修正が入り、また、定性的な戦略の変更も迫られ、中期計画や長期計画はどこまで作成すべきなのか、非常に議論となっている。
- アメリカの会社で中期計画を行う企業を見たことがなく、中期計画に関する議論は日本特有の現象だと思う。中期計画や長期計画に代わるものとして、シナリオのようなものが必要である。シナリオについては、様々な需要予想、例えば、安全保障の問題、資源エネルギー価格の問題、技術の今後の変化、環境問題など、5つないし6つの重要なテーマを柱に据えて、5年ないし10年のシナリオを考える。シナリオを1、2、3ぐらいとし、会社のあるべき方向性といった、資源配分に展開していくストーリーを作る必要がある。3年や5年の計画だけで会社を引っ張るのは厳しい。
- 「価値創造ストーリー」という言葉について、期待するようなことが企業から語られていないと思う。おそらく日本語の「ストーリー」という片仮名で表現されていることで、内容的にはフワフワしたものを、ナラティブな開示・言葉で説明すればよいと誤解されているのではないか。確かに「ストーリー」という言葉は、海外の機関投資家同士で話すときよく出てくるが、そのときに彼らが使っているストーリーの意味合いは、むしろストーリーライン、話の筋書き、ロジカルな筋道を指している。理念、機会、ビジネスモデル、課題、戦略、KPI、ガバナンスなどの構成要素が互いにどういう論理的な関係か、一貫性のことをストーリーと言っているので、片仮名のストーリーは随分違った捉え方で使われている。そこで聞きたい筋というのは何かというと、どのように企業価値向上を結実させるかということにある。
- 事務局資料の7ページは、「価値協創ガイダンス」の全体像に対して、企業のサステナビリティ、社会のサステナビリティといった大きな観点を、重要課題とか長期ビジョンのどこにはめ込むの

かということも示唆していると思うが、7ページではビジネスモデルが欠落している。ビジネスモデルを語らずに事業ポートフォリオを語るのは、既成事実から発信して議論しているようで、違和感がある。

- パーパスや重要課題、長期ビジョンについて、企業からは分担の作業が大変だとか、分担するからなかなか一貫したものにならないという悩みを打ち明けられることもあるが、CEOが全部つながっているものとして語れないと困るので、作業分担という感覚があること自体がまずいなと思う。
- 現行の「価値協創ガイダンス」作成時に、投資家側との対話では、ビジネスモデルからフローがスタートしたが、企業側から企業理念や価値観が先行しなければ出発できないとの指摘を受け、企業理念を出発点とする構成とした。ビジネスモデルが明確になれば、新規ビジネスについても、いつ収益が出てくるかというだけではなく、ビジネスモデルとしてどう持続可能になっているのか、どのような参入障壁があるのかが語れない。そのような上場企業に投資家は興味を持たない。

**③：目指す自社像を実現するための事業ポートフォリオ戦略をどのように構築し、投資家に対して開示・対話すべきか。また、時間軸や競争優位性・強みをどのように織り込むべきか。**

- 事業別の資本コストはボールの蹴り出しのようなものであり、投資家の立場から勝手に事業別の資本コストを算出して企業との対話に臨んでいる。これは、各事業の利益が資本コストを下回っているのではないかという議論をしたいのではなく、その後ろにある参入障壁が何かを議論するためのもの。事業別の資本コストを出している事業会社はほとんどないが、対話において投資家の立場から事業別の資本コストを示すと、事業会社からこれで社内での議論ができるようになるとして感謝されることもある。
- 各事業の競争優位性を会社の中で議論するにあたり、参入障壁も考慮している。新しい技術に基づく事業は、国際的に規格があまり存在していない分野が多いが、そういった技術が先行しているという優位性を今後も生かしていくために、国際規格にできるだけ織り込み、参入障壁ないし競争優位性を積極的に高めていくことに取り組んでいる。
- 事業ポートフォリオの認識は投資家とのギャップが大きいと、投資家側の理解が得られないという声も多く聞かれる。ストーリーができていないため、社長がESGについて説明会の最後で取って付けたような説明をしたり、事業の内容やこれまでの財務の説明などとの一貫性がなかったり

することで、唐突感を与えたり、過去10年間、一度も結果が出ていないようなKPIや営業利益率を目標としてしまうようなケースもあり、どうやって実現するのかという説明力がないというようなケースもある。コングロマリット・ディスカウントは、多角化の中で、各事業の説明力や全体のストーリーの納得性、いかにシナジーが生れて、いかに実現させていくかという実現可能性が不足している。このギャップを埋めていくには、全社から事業の隅々まで一貫した運営がなされていることが最も望ましい。ただし、全ての会社にこの実現を図るのはハードルが高い。そこで、全体の説明の中で、ESGへの取組がいつごろ、どのように財務に表れるのか、戦略と結びつけて説明することが重要であり、少なくともハードルレートのような事業選択の分かりやすい目線を示してもらうのが、最も納得性が高まるのではないかと。KPIを示すにあたっては、実績だけではなく、なぜこの項目が目標に選ばれたのかを重要課題や戦略と結びつけて示してもらいと、より分かりやすくなる。

- 将来のビジョンやパーパス、マテリアリティも非常に重要だが、事業ポートフォリオの確信度や我々の納得感を高めるには、足元の各事業の現状分析の説明も重要な視点になるのではないかと。会社全体のみならず、各事業のリソース、つまり技術力や資本力などを基にした重要な課題、事業ごとのSWOT分析、強み・弱み、脅威や機会など、コンベンショナルなものではあっても、足元の情報やKPIを示してもらいたい。
- 足元の情報として特に、経営資源の中の強みをアピールすることが必要である。なぜあるべき姿ができるのか、参入障壁がどうやってできてきたのか、なぜこれが守られていくのかなどの説明の裏づけにつながると思う。経営資源の強みと会社全体で示したビジョンなどとの整合性を確認することで、会社側の説明の確信度を上げていくことができると考える。このような説明ができていない会社は、今の事業ポートを何とか正当化するために、強引にフォアキャストし、パーパスまで設定してないかという疑念を与えかねない。これを避けるには、事業環境の変化、気候変動、TCFDなど、情報開示で求められているシナリオ分析的なアプローチも重要なのではないかと。
- 政策保有株式全体を一つの事業部門と見立て、キャピタルアロケーションの一環で、その正当性を説明してもらう必要があるのではないかと。個々の保有理由などの開示は進んできているが、全体の中でなぜこの政策保有株式全体が必要なのかを示してもらうことで投資家の理解も深まると思う。
- 各事業そのものにそもそも参入障壁がないのだとすると、何かを捨てて特定の事業に集中することが大事である。このような決断を割と小まめにできているのかどうかというのは大事である。

買った事業よりも売った事業のほうが多いというような情報を見ることができると、参入障壁という切り口や、参入障壁ではなかったとしても、その企業の固有の切り口によって、集中する事業というのが取捨選択されているということが理解できるので、そういうことで信頼感というのはより増すのではないか。

- 事業ポートフォリオの見直しなどの評価が始まるタイミングについてはいわゆる収益に結びつくかなり前から評価されている場合、収益が出始めるあるいは主益が出始める期待が出始めた頃という場合、それから収益の獲得が見え始めてからという場合などいろいろなパターンがある。事業ポートを見直した場合の対話では、長期的な観点からは、この事業ポートフォリオの見直しがパーパスと本当に整合しているのかという説明があるかどうかが重要である。短中期的な観点では、投資に関する議論も不可欠であろう。コーポレートガバナンス・コードの関連から言うと、ヒューマンキャピタル、つまりは新しい事業を支える人はどうなっているのか、また、その新しい事業を展開する知財などはどうなっているのか、という幅広いキャピタルの説明ができていくのかということについての情報が欲しい。もちろん事業ポートフォリオ見直しに関するトラックレコードがあればそれに越したことはないが、それがもしないのであれば、以上のような情報を出すことが必要なのではないか。
- ROICが低く成長率も低い、事業ポートフォリオの中での売上高は上位である事業と、ROICは低いが成長率は高く、事業ポートフォリオの中での売上高は中位である事業がある場合、投資家としては、投資資金をこの2つの事業のうちどちらに優先するのかという点に関心が強い。これについて企業から明確な考え方が示されると投資家は速やかに投資判断ができる。

④：事業ポートフォリオ戦略に係るKPI（事業部門の評価・撤退基準を含む）の設定や、事業部門毎のモニタリング体制の在り方を含む事業ポートフォリオ戦略に係るガバナンス体制について、どのように考えるか。

- セグメント別の資本コストからのアプローチは大事だと思うが、現実には企業側がセグメント別の資本コストをあまり開示していないので、このアプローチの現実化は難しい。
- 企業が全社レベルの資本コストを開示していても、事業別の資本コストを開示できていないなどのギャップがあるとしたら、それが事業ポートフォリオ戦略に関する投資家と企業の対話の不成立につながっているのではないか。

- 企業が事業別の資本コストを開示しない場合でも、投資家やアナリストが仮説として事業別の資本コストを構築し、それを基に企業との対話でディスカッションを行い、ギャップを埋めていくことが大事である。
- 事業別の資本コストの議論は、社内で以前からされている。社内には数字は出すものの、投資家との対話での資料など対外的には、事業別のROICのみの開示に留まる。どこまで開示するのかについては課題と思う。
- 個別の対話の中で、事業別の資本コストを提供することがより建設的な対話になる投資家に対しては、事業別の資本コストを提供するケースはある。PLだけで見ると非常に厳しい業績がある事業の将来性について議論になるような場合などは、当該事業にかかる資本コストも一つの材料として提示をして、なぜこの事業を続けていくのかを議論し、それにより次の対話がより有益なものになる投資家には、事業別の資本コストを伝えている。ただし、対外的には、各事業の資本コストやROICはオープンにはしていない。次の長期ビジョンでは、やはり各事業の健全性をどうやって語っていくのかということで、各事業の資本コストも含めてどうやってそれを示していくのか、パブリックに出していくのかをまさに議論をしている。
- 当社の場合、ROICやWACCでスプレッドを見るが、事業をダイベストするときに扱うのは必ずしも財務的な指標だけではない。コア戦略を2つか3つ持っており、ポートフォリオをいじるときには財務的なリターンの問題に加えて、コアの戦略に事業が沿っているかどうか大きなテーマとなる。したがって、収益が上がっていてもダイベストするということがある。特に内部成長は、時代の変化が激しいので、自分で研究開発に携わりテクノロジーを作り、それをキラーに製品へと落とし込んで世界戦略を打つのは時間がかかることから、会社を買収し外部成長を取り入れる。そのときにバランスシートの制約があるので、既存事業をダイベストして外して、バランスシートを開け、キャッシュを作り、ほかへ移ることが基本となる。事業が長く衰退し、ダイベストして売却する場合でも、収益やキャッシュにつながらない売り方をしても仕方ないので、ピークアウトをしてまだ収益は上がるけれども、戦略のコアではないし、バランスシート開けて、こっこのほうがうまくいかないからということで出てくるダイベストをするということがあるため、必ずしも財務的な指標だけでやっているわけではない。
- 当社では、15年前には事業別の資本コストについてまとめていなかったが、2008年頃に某投資家との対話で示されたことにより、事業別の資本コストに関する対話が始まり、社内にも理解を拡げていった。現在では、トップマネジメントによる四半期毎の事業本部別評価指標にも使用され

ており、投資家と年に1、2回、定期的に対話しているケースもある。良好な投資家との対話から学びを得た好事例の一つと考えている。

- 事業ポートフォリオの一部から撤退するとき正解があるわけではない。KPIを設定すると自動的に撤退すべき事業が浮き上がるのではなく、撤退して現状よりも明らかによい状態になるとは証明できないと思う。だからこそ、戦略オプション毎の期待効果・リスクを説明し実行する必要がある。

## ⑤ : その他

### 【非財務情報の開示の在り方】

- メーカー企業としては、技術的な経営等の観点での発信を充実させていかないといけないと考えて取組んでいる、非財務情報を開示するという観点からの発信・表現の在り方について悩んでいる。
- 非財務情報の開示は、投資家によって見ているポイント、評価するポイントが異なるので、様々な投資家の方とのキャッチボールを通して、サジェスションやアイデア、アドバイスをもらう中で、手探りでやっている。開示を出して、またフィードバックをもらい、次の開示に生かしていくという、PDCAを年単位で回している。その意味では、これをやったらこれだけ伝わったという満足感、手応え感を得るところまでいってない。逆にいろいろなことをやりながら、対話をしながら、よりお互いが理解できるような、あるいは建設的な議論ができるようなところを探りながらいろいろな人とキャッチボールしているのが現状だと思う。今回も、有報を「価値協創ガイド」に基づくこととして、大きく中身を変えた。主要な有識者や資本市場の方々にヒアリングをし、フィードバックもらいながらIRに活かしている。
- 井垣委員にプレゼンしていただいたオムロンは、ESG経営を志向しているが、シンプルでわかりやすく、また、ROICという定量的な数値を示しつつも、その数値にがちがちで縛られることなくやっている印象を受ける。論理的なように見えて、かつ、シンプルなものであり、説明がしやすく、投資家との対話もやりやすいように想像しており、とても素晴らしい。

### 【新規事業に関する対話の在り方】

- 参入障壁の重要性について、自社でも差別化要素となる技術等の観点を整理したり、新規事業に関して、事業構想の中で自社ならではの技術を生かした事業であることをアピールしていたりし

ているが、そういった新規事業が1,000億、3,000億の事業まで成長するには10年ほどかかっている。投資家も10年後を目指した長期的な潮流を見ているという意見があったが、企業としては、当初から排他的ソリューションというものをつくり込みながら事業開発、新規事業の展開に取り組んでいるが、投資家は、それをどれぐらいのタイミングのときにどういう判断をされるのかが分からない。

- 生れたばかりの小さい事業をどのタイミングで評価するのかということについて、重要なのは、参入障壁の根源が一体どこにあるのかということだと思う。例えばA、B、C、Dの事業があり、A、B、Cが30%ずつあって、Dがまだ10%の場合、参入障壁の観点では、Aという事業の参入障壁から派生してDという事業ができていくケースや、A、Bの中に共通の参入障壁があり、その参入障壁から派生してDという事業ができていくケースがある。共通の参入障壁として例えば、固有の技術力、営業ネットワークの強さ、顧客との接点の強さなどがある。Dが共通の参入障壁から派生して起こっている場合であれば、Dという事業がいかにか小さくても、投資家は全体としておそらく評価できるのだろうと思う。
- 新規事業については公表資料に数字が実際に出る最後の段階でようやく投資家や証券アナリストに理解されるというケースが多い。特に新規事業の早期の過程や画期的な新製品に関してバックキャストをする場面では、本来は理解していただきたいが、とにかく数字が欲しいとばかり求められて、会話にならない状況が続いている。本研究会の企業側の委員の大半はものづくりに関わっていることから、この研究会では投資家や証券アナリストに理解しようとしていただけるといったような指針を出していきたい。

#### 【マルチステークホルダーの観点】

- この研究会の対象は必ずしも株や株式投資家だけではないことを改めて確認したい。マルチステークホルダーが世の流れであり、もう少しマルチステークホルダーの立ち位置を考えたらどうか。その意味では、SFDRにより欧州で投資家に向けた規制が始まり、悪影響についての開示が求められるようになった。栄枯盛衰によりROICが低下した場合にどのような悪影響が出てくるのか、を認識して、開示する必要もでてこよう。また、コングロマリット・ディスカウントについて、議論がなされるものの、この発想はクレジット・債券には馴染まない。一義的には投資のときにキャッシュアウトがどれぐらいあるのかということで考えるため、キャッシュアウトが今ある企業価値を過剰に毀損するものでない限り、黙って見守る、というのが債券の発想であるからである。

この委員会で一つのテーマとなっているESG投資の発想の中では、株であれ債券であれ、同じ長期的ビジョンを目指すはずである。株式投資家以外のステークホルダーが、この委員会のまとめを聞いたときに、これは株的な話であるとは一括で処理されないで済む発想をするべきではないか。

経済産業政策局 産業資金課

電話：03-3501-1676

FAX：03-3501-6079