

CFO対談



取締役常務執行役員CFO
小澤 寿人

一橋大学大学院経営管理研究科 教授
円谷 昭一 氏

2021事業計画における新たな資本・財務戦略の推進にあたり、財務会計がご専門でディスクロージャーやコーポレート・ガバナンスにも詳しい一橋大学・円谷教授をお招きし、CFOとの対談を実施しました。

財務戦略・資本政策の基本的な考え方

小澤 本日は、財務会計がご専門の円谷教授との対談を通じて、当社グループの目指す価値創造の道筋や財務・資本政策について、本レポートの読者へより分かりやすくお伝えしたいと考えています。円谷先生、どうぞよろしくお願いいたします。

円谷 こちらこそ、よろしくお願いいたします。外部ならではの視点で、いろいろとご質問をさせていただきます。

今回、対談に臨むにあたり、改めて御社の過去の財務関連資料も含めて拝見しました。私の理解では、2008年のリーマンショック以降、キャッシュ・フロー（C/F）、

バランスシート（B/S）重視の財務戦略を展開してきたことが大きなターニングポイントだととらえています。目指す財務・資本構造に対して、現状を採点するならば、どの程度の進捗ととらえていますか。

小澤 当社が掲げる経営指標の一つに、Triple One Proportion (TOP)があります。売上収益、総資産、時価総額の比率を1:1:1とすることを理想形とするものですが、これに照らして言えば、売上収益と総資産の関係、すなわち総資産回転率の面では、筋肉質な事業構造へと転換が進み、90点ほどの進捗だととらえています。

一方で、売上収益・総資産と時価総額との関係の面では、50点にも満たない水準です。時価総額を向上させるためには、特に収益性が課題と考えています。

円谷 現状の課題認識の全体像について明確にお答えいただき、ありがとうございます。ベンチマークとなる中長期の目標を見据えて、事業計画を跨いで継続的な進捗管理をしていくという取り組みは、非常に有効だと思います。

一方で、業績や成果は、短期と中長期、両面のバランスが重要になります。時間軸に対する考え方を聞かせてください。

小澤 当社の事業は比較的時間軸が長いものが多く、株価には、短期業績というよりも、中長期のトータル・パフォーマンスに対する株主・投資家の方々の期待が反映されているのではないかと考えています。そのため、経営陣としては、長期的な視座に基づく事業ポートフォリオマネジメントを行うとともに、成長戦略の策定・実行を行っていくという経営が重要になります。もっとも、中長期の戦略に対して資本市場からの信頼を得ていくためには、短期の成果を積み重ねていくことも重要と考えていますし、経営者は短期業績によって評価されることは免れないものと考えています。

CFOとして2021事業計画に込めた思い

円谷 2021事業計画は、ご説明いただいた財務・資本政策の考え方を踏まえて、2030年の姿からバックキャストしてつくられているということですね。では、2021事業計画について、その意気込みや特に注力された点を教えてください。

小澤 まず、当社は近年事業計画の未達成が続いてきましたので、経営陣の中では、何としても達成するという覚悟を強くしています。

2021事業計画では「成長領域の開拓」と「収益力の回復・強化」をテーマとしていますが、これまで重視してきた事業規模（トップライン）については、事業ポートフォリオマネジメントを円滑に行うため、あえて強調していません。事業ポートフォリオの見直しを進める上でトップライン目標が足かせになる場合があること、またP/Lではなく、B/Sを重視した事業戦略を徹底すること、などの理由があります。

財務指標としては、「事業利益率」、「有利子負債」、「ROE」の3点を重視しています。重点課題である収益性の向上に全社を挙げて取り組むとともに、財務規律を守りながら新領域への投資を加速し、資本コストを上回るROEを実現することに注力する考えです。

円谷 今のお話を踏まえると、収益性はもとより、総資産や資本効率にも直結する、事業ポートフォリオマネジメントは非常に重要だと感じました。センシティブな面もありますが、事業の入れ替えも機動的に行う必要があると思います。その方針について聞かせてください。

小澤 おっしゃるとおり、事業ポートフォリオを再構築していくことが極めて重要であり、経営陣の中でも真摯な議論を続けているところです。

事業ポートフォリオマネジメントに関して私が大切にすることは2点あります。1点目は、当社グループでその事業に取り組んだ方が成長し価値を高めることができる事業

CFO対談

は取り込み、他社の方が伸ばすことができる事業は譲渡を検討する、というものです。従前、事業規模の拡大を通じた収益創出を中心に検討してきた傾向がありますが、今後は、自社と他社、どちらがその事業の成長を促せるか、という点を重視していきます。その事業で働く方々にとっても、自分たちの事業を伸ばせる環境にいた方が未来を感じられ、幸せなはずです。

2点目は、少なくとも国内ナンバーワン、もしくはオンリーワンが視野に入る事業かどうかという視点です。もちろん、海外企業との提携やM&Aも検討しますが、日本経済が成熟期にある現在、産業再編の観点も含め、分散した資源を結集することも重要な選択肢になってくると思います。

円谷 まったく同感です。いずれのセクターにも共通することですが、日本国内で最適な再編に取り組み、世界と伍していくことが必要だと思います。その意味で

は、資本コストを考慮に入れながら、長期的な視座でのキャッシュ・フロー創出を検討していくことが重要になりますね。

小澤 はい。現在の収益力が弱くても、当社グループに入ることで大きく育てられる事業もあるでしょう。逆に、当社グループにあっても数年後に停滞する可能性があり、他社であれば適切な経営資源を投下できる事業もあると思います。そうした事業であれば、早いタイミングで譲渡を検討すべきです。中長期的な視点で見れば、収益が悪化してから譲渡するのは、いずれのステークホルダーにとってもマイナスだと思います。

円谷 「収益力の回復・強化」については、今お話しいただいた、事業ポートフォリオの見直しや既存事業の伸長などとともに、販売費及び一般管理費の低減も重点項目となっています。

▶ 財務指標の時系列推移

	2018年度	2020年度	2023年度
売上高	4.1兆円	3.7兆円	4.0兆円
事業利益率	5%	1.5%	7%
ROE	7%	3.1%	12%
総資産	5.1兆円	4.8兆円	4.5兆円
有利子負債	0.67兆円	0.9兆円	0.9兆円
資本	1.7兆円	1.4兆円	1.5兆円
D/Eレシオ	0.4	0.6	0.6
株主資本比率	34%	28%	33%
1株当たり配当金	150円	75円	160円

D/Eレシオ: Debt/Equityレシオ

▶ 収益力強化プラン

		事業	事業環境の見通し	施策
新型コロナ影響の 克服	施策① SpaceJet費用 ミニマム化 +1,200億円	SpaceJet	・航空機の本格回復は 2024年度以降	・SpaceJet費用の圧縮
	施策② コロナ影響からの回復 +700億円	民間航空機	・狭胴機運航の回復により CRJと航空エンジンは 早期回復	・固定費低減 ・コロナ影響の期間中に 省人化・自動化を促進
		CRJ		
		航空エンジン		
既存事業の伸長 と新型コロナ以前 からの課題の解消	施策③ 既存事業の伸長 +200億円	物流機器	・早期にコロナ影響から回復 ・環境対応、自動化分野で 市場拡大	・環境対応、自動化等へ積極 的に投資 ・販売網の強化
		冷熱		
	施策④ 課題対策・構造転換 (含むポートフォリオ見直し) +300億円	スチームパワー	・新設石炭火力の大幅縮小	・サービスへの大幅シフト ・固定費低減 ・組織・拠点の再編・統合
		環境プラント		
		製鉄機械	・コロナ影響で投資停滞競 争激化し、収益性悪化	・サービスへのシフトによる 収益安定化 ・EPC*案件の赤字撲滅 ・造船エンジニアリングの強化
		エンジニアリング		
	商船			
	施策⑤ SG&A低減 +400億円	本社コーポレート	・SG&A20%削減を目指して推進 ・業務プロセス改善、組織統合、人員削減 ・多様な働き方、外部流出費用の削減	
		事業部門・会社		
	事業環境に即応 した人員削減と 大胆なリソース シフトの推進	海外	■ 石炭火力、製鉄機械、ターボチャージャ、物流機器、冷熱・民間航空機等の生産減に対応して人員削減を実施した(2,000人規模)	
国内		■ 石炭火力、民間航空機、商船の縮小を見込み、3,000人規模の人員対策を行う ■ 成長領域への再配置に加え、グループ外への派遣・移籍の促進等、対策プログラムを推進中(2020年度上期のみで1,000人目途付け済み)		

EPC: Engineering, Procurement and Construction

CFO対談

小澤 コスト構造の変革は継続的な改革テーマだと考えており、2021事業計画期間中に、販売費及び一般管理費20%削減という目標を掲げ、業務プロセスの改善や組織・人員の最適化に尽力していきます。

特に間接部門の業務プロセスやITシステムの面では、まだまだ改善余地が大きいと考えています。これまでも

機能の共通化や集中購買などを進めてきましたが、さらに現在、IT部門と連携して、ITシステムの改善を通じた業務効率の向上や固定費・運用費の削減に向けた検証を進めているところです。そして、こうした取り組みを通じて確保できた人的リソースを、成長分野をはじめとした事業活動に振り向けていきます。

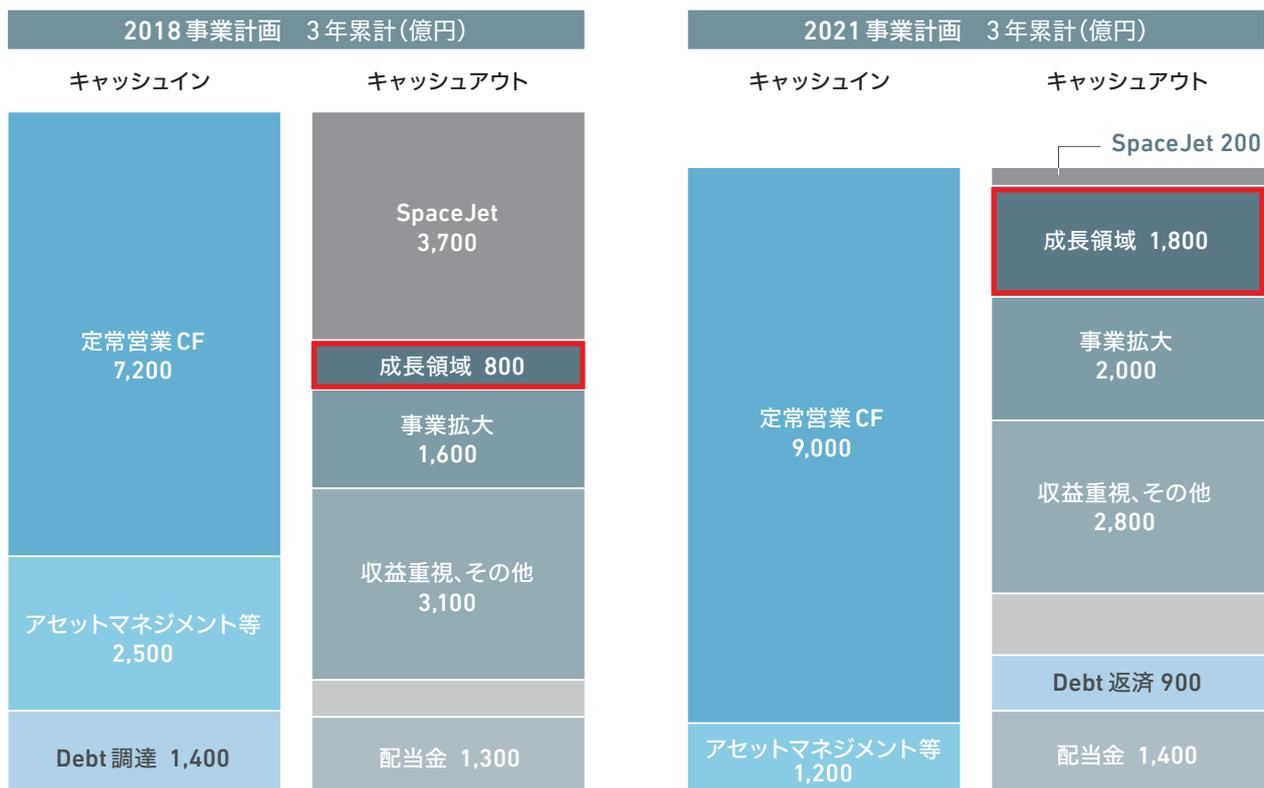
資金配分計画と株主還元の考え方

円谷 今成長分野のお話がありましたので、ここからは資金配分計画についてお伺いしていきます。成長投資として、「エナジートランジション」と「モビリティ等

の新領域」という2つの成長分野を掲げられていますが、それぞれの分野への投資方針はどのように考えていますか。

▶ 資金配分計画

- 収益力強化で定常営業キャッシュ・フロー(CF)を強化、アセットマネジメントも引き続き実施
- 成長投資は、SpaceJetから成長領域(エナジートランジション、モビリティ等の新領域)へ



小澤 2030年を見据えた場合に、この2つの成長分野で当社グループのビジネスチャンスが顕在化するものと考えています。成長投資として、2021事業計画期間中に1,800億円を投下する計画ですが、これは現段階で実行しなければならない金額規模にとらえています。

「エナジートランジション」は、当社グループのコアビジネスと言える領域です。当然ながら既存事業の延長線上で取り組むものもありますので、純粋な戦略投資だけでなく既存事業への資源投下も含めると実際には2,000億円規模になるものと想定しています。特に水素エネルギーのインフラについては、当社グループがトランジションの中核を担うことができるケースも多く、その下流、つまり利用の面では、すでに開発が進んでいる水素焚き発電用ガスタービンの設計、製造、実証を進めつつ、上流、つまり水素製造の面でも、有望な技術を有する外部企業への投資などを行うことでカーボンニュートラル社会の実現につながる水素エコシステムを構築していきます。

一方、「モビリティ等の新領域」は、新規参入あるいは新規事業創出の割合が高くなります。そのため、M&Aやアライアンスが不可欠な手段となり、機動的に十分な資金を確保することともに、事業化に向けた検証も重要になると考えています。

こうした投資を積極化する中でも、財務体質は維持・強化し続けます。前CFOが進めてきた財務戦略では、民間航空機事業への大型投資等を行いながらも、有利子負債の削減を実現しました。それが、新型コロナウイルス感染症のパンデミック下でも着実に資金調達ができる土壌となったと考えています。2021事業計画でも、成長領域への投資を進めつつ有利子負債を抑えていくことなどによって、より強固な財務基盤を構築していきます。



円谷 株主還元は、2021事業計画の最終年度である2023年度に過去最高水準とするという目標を打ち出されました。2020年度の2倍程度になる計算です。その前提となる考え方を教えてください。

小澤 配当性向は30%を目途としています。2023年度の利益計画を達成することで、株主還元の目標も達成していく所存です。

一方で、先ほどもお話した、株主・投資家の皆さまの中長期的なご期待に応えるため、配当は水準とともに安定性が重要だと認識しています。そのため、2021事業計画の達成により、一定の配当水準に達した後は、配当方針の再検討が必要なのかもしれません。例えば、前期の利益に応じて変動する配当性向よりも、配当水準を安定させ、株主資本コストを踏まえた株主資本配当率(DOE)などの指標も選択肢の一つになるのではないかと思います。

円谷 株主還元の指標として配当性向のみを採用することについては、ショートターミズムなどの弊害も指摘されています。DOE等の採用は、こうした課題に対する一つの解となっているので、是非、御社内で議論を重ねていただきたいと思います。

CFO対談

サステナビリティ、ステークホルダーとの対話



円谷 資本市場との対話という観点では、サステナビリティの側面がますます重要になってきています。SDGs達成への貢献を表明する企業も増えてきましたが、実際に経営戦略に落とし込んでいる企業は、まだまだ少ない印象があります。その中で、2021事業計画は、まさに社会課題の解決を企図しているわけですが、CFOとしてサステナビリティについて、どのような見解をお持ちなのでしょう。

小澤 2021事業計画では、社会課題の解決と成長戦略を直結させて戦略を設計していますので、一歩前進できたものと捉えています。

私たちが考えるサステナビリティは、三菱三綱領と、これをもとにした社是[※]が根幹ですから、こうした創業以来の思想を大切にしながら、社会環境の変化を見据え、その時々からの期待・要望に的確に応えていくことを重視しています。その意味では、社会・資本市場との対話や、新たな取り組みによる検証が必要だと考えています。

※ P10「経営理念(社是)」をご覧ください。

円谷 2020年度に発行したグリーンボンドも、そういった対話や検証を意識されたのですか。

小澤 そのとおりです。社債に限らず、いずれ大半の資本調達にグリーン調達が基本となっていくのではないかとこの考え方もあり、グリーンボンドに対する市場の期待を把握するためにも発行することにしました。市場との対話のためにも、今後もこうした取り組みはコンスタントに続けていくことが必要だと感じています。

円谷 資本市場との対話は、継続性が重要だと私も思います。では最後に、CFOとして、今後の抱負をお聞かせください。

小澤 今後の戦略の進捗は、さきほど申し上げた、「事業利益率」、「有利子負債」、「ROE」という3つの財務指標と、事業ポートフォリオの見直しを通じて、その成果をご確認いただきたいと考えています。株主・投資家の皆さまに、毎年の取り組みを引き続き丁寧にご説明していくとともに、2021事業計画の達成という成果をお示すべく、これからも尽力してまいります。

円谷 一貫した長期的な視点を堅持しつつ、足元の成果も大事にしておられることが印象的で、非常に理に適った財務戦略・資本政策であり、興味深いお話をお聞きすることができました。ありがとうございました。

小澤 こちらこそ、本日は貴重なお時間をいただき、ありがとうございました。

グリーンボンドの発行について

2020年11月、当社にとって初めてとなるグリーンボンド[※]を発行しました。本グリーンボンドは、脱炭素化社会の実現に向け、再生可能エネルギー/クリーンエネルギー事業(風力発電設備/事業・水素発電設備/事業・地熱発電設備/事業)を資金使途としたものです。これらの事業の推進により、バランスの取れたエネルギーインフラの提供を通じて社会に貢献するとともに、SDGsの目標7「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」への達成に寄与していきます。

※調達資金の使途を環境改善効果のある事業(グリーンプロジェクト)に限定して発行される無担保普通社債。

■ 本グリーンボンドの概要

名称	三菱重工業株式会社第36回無担保社債(社債間限定同順位特約付)(三菱重工グリーンボンド)
発行年限	5年
発行額	250億円
利率	0.14%
発行日	2020年11月24日
償還日	2025年11月21日
資金使途	再生可能エネルギー/クリーンエネルギー事業(風力発電設備/事業・水素発電設備/事業・地熱発電設備/事業)に関連する新規または既存の事業・プロジェクト
取得格付	AA-(株式会社 日本格付研究所(JCR))

■ グリーンボンドフレームワークの策定及び外部評価

当社は、グリーンボンドの発行にあたって、国際資本市場協会(ICMA)のグリーンボンドガイドラインに則り「三菱重工業株式会社グリーンボンドフレームワーク」を策定しました。グリーンボンドの適合性評価については、ICMAによる「グリーンボンド原則2018」および環境省「グリーンボンドガイドライン2020年度版」に適合している旨、第三者機関であるSustainalytics(サステイナリティクス)社からセカンドパーティ・オピニオンを取得しています。

グリーンボンドフレームワークの主なポイント

適格事業・プロジェクトおよび適格クライテリアを定めるとともに、プロジェクトの評価・選定においては、当社事業部門の選択事業・プロジェクトに対して、適格クライテリアへの適合性を当社財務部門が確認した後、最高財務責任者が最終決定することとしています。また、適格事業・プロジェクトへの資金充当状況、調達資金の管理状況および社会的インパクトを年次で、当社ウェブサイトにて報告します。

● 適格事業・プロジェクト

再生可能エネルギー/クリーンエネルギー事業(風力発電設備/事業・水素発電設備/事業・地熱発電設備/事業)

● 適格クライテリア

三菱重工グループが取り組む以下の基準を満たす再生可能エネルギー/クリーンエネルギー事業に対する新規支出およびリファイナンス(研究開発資金、事業開発・事業運営資金、運転資金等)

- 水素発電の場合、100%水素発電に向けた事業・プロジェクトであること
- 地熱発電の場合、CO₂排出量が100g CO₂/kWh以下であること
- 法人への出資の場合、当該法人が再生可能エネルギー/クリーンエネルギー事業専業または売上の90%以上を再生可能エネルギー/クリーンエネルギー関連で占めていること
- 事業・プロジェクトへの支出が、関連するグリーンボンドの発行日から遡って7年以内実施されたものであること

■ レポーティングの概要(2020年度実績)

当社は2021年5月に2020年度実績として、以下レポーティングを公表しました。また、Sustainalyticsより受けたアニュアルレビューについても当社ウェブサイトにて公開しています。

資金充当状況レポーティング(2021年3月末時点)

本グリーンボンドによる調達資金は、全額(24,893百万円)を再生可能エネルギー事業(洋上風力発電設備にかかる出資の一部のリファイナンス)に充当しており、未充当残高はありません。

インパクト・レポーティング

本グリーンボンドで調達した資金を充当した事業・プロジェクトにおける環境改善効果の各種指標は以下のとおりです。

項目	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
新規設置発電容量(MW)	365	816	864	785	804
想定年間発電量(MWh)	981,602	3,176,087	5,499,659	7,610,776	9,772,989
(上段:単年度、下段:累計)	981,602	4,157,689	9,657,348	17,268,124	27,041,113
期待される二酸化炭素排出削減効果の年間総量(万トン) [*]	49	160	277	384	493
(上段:単年度、下段:累計)	49	209	486	870	1,363

※ 国際金融公社(IFC: International Finance Corporation)が公表する平均的な排出係数および国際再生可能エネルギー機関(IRENA: International Renewable Energy Agency)が公表する平均的な稼働率を利用して算出