

日本のエネルギー業界の課題と方向性

～財務と非財務の観点からサステナブルな企業価値の向上のために～

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
インベストメントリサーチ部 シニアアナリスト

荻野 零児



■ まえがき

本稿では、株式市場の観点から、日本エネルギー会社の課題と方向性について、検討したい。まず、過去10年間のエネルギー業界の株価指数を振り返り、ESGの観点を統合した企業価値評価マトリックスの考え方を紹介する。そして、エネルギー業界の財務と非財務

の観点からサステナブルな企業価値評価の向上のために、①稼ぐ力の向上などエクイティ・スプレッド改善が求められること、②エネルギー会社の社会価値創造はS+3Eの実現であること、③コーポレートガバナンス改革が必要なことの3点に注目する。

■ 1. エネルギー業界の株価指数の推移

図表1は、東証33業種分類に基づく電力ガスセクター（業種名は電気・ガス業）と石油セクター（同・石油・石炭製品）の2010年から2020年の年末株価指数（2010年末を100とする）の推移を示している。この分類は、TOPIX（東証株価指数）の業種別内訳である。

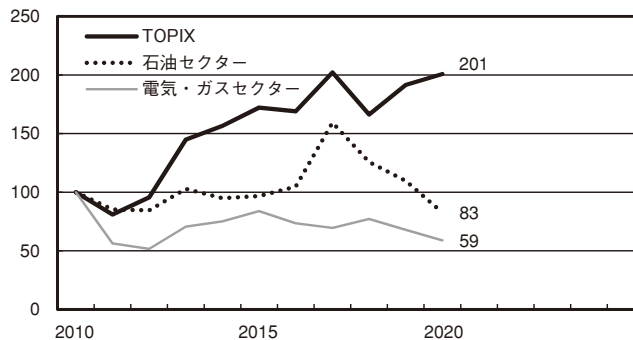
まず、TOPIXを見ると、2020年末の指数は201であり、2010年末と比較して、TOPIXは約2倍上昇した。これに対し、電力ガスセクターの2020年末の株価指数は59であり、2010

— 〈目 次〉 —

まえがき

1. エネルギー業界の株価指数の推移
2. 株式市場における企業価値評価マトリックス
3. 稼ぐ力の向上などエクイティ・スプレッド改善が求められる
4. エネルギー会社の社会価値創造はS+3Eの実現
5. コーポレートガバナンス改革の必要性

(図表1) エネルギー業界の株価指数の推移



(注1) 年末値、直近値は2020年末

(注2) 2000年末を100として指数化、セクターは東証33業種分類

(出所) QUICK Workstationに基づきMUMSS作成

年末よりも41%低下した。また、石油セクターの2020年末の株価指数は83であり、2010年末よりも17%低下した。

つまり、過去10年間に、エネルギー業界の株価指数は、TOPIXのパフォーマンスを下回るだけでなく、同指数の水準が低下した。株価指数を企業価値のKPIとすると、上場しているエネルギー会社全体の企業価値は低下したことになる、

なお、2021年10月末の株価指数（2010年末を100とする）は、TOPIX 223、電力ガスセクター 53、石油セクター 105だった。

2. 株式市場における企業価値評価マトリックス

以下では、過去10年間のエネルギー業界の株価低下の要因を検討するために、株式市場における企業価値評価マトリックスに基づい

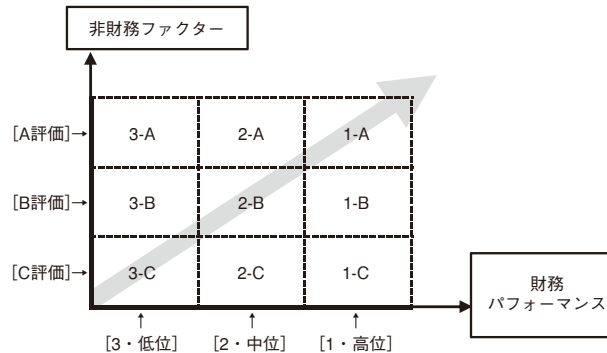
て、考察していきたい。

図表2は、ESG投資の拡大を考慮した株式市場における企業価値評価マトリックスである。2軸のうち、横軸は財務パフォーマンス、縦軸は非財務ファクターへの評価を示している。このマトリックスにおいては、評価ポイントが左下よりも右上にある方が良いという判断になる。仮に、2社の財務パフォーマンスが同じなら、評価ポイントが上にある方が良いという判断になる。

株式市場における企業価値評価は、従来は財務パフォーマンスへの評価が中心だった。最近は、ESG投資の拡大などを背景に、非財務ファクターに関する評価も企業価値評価に加味されてきていると弊社では考える。2軸のKPI例については、以下のように考える。

(1)横軸の財務パフォーマンスを示すKPIの株式市場での代表例は、エクイティ・スプレッド（＝ROE－株主資本コスト）である。

(図表 2) 企業価値評価マトリックス



(出所) MUMSS作成

(図表 3) 運用受託機関が考える重大なESG課題

〈国内株式パッシブ〉		〈国内株式アクティブ〉		〈外国株式パッシブ〉		〈外国株式アクティブ〉	
気候変動	100%	取締役会構成・評価	100%	気候変動	100%	気候変動	100%
不祥事	100%	少数株主保護（政策保有等）	100%	情報開示	100%	その他（社会）	86%
情報開示	100%	資本効率	89%	サプライチェーン	100%	健康と安全	86%
サプライチェーン	100%	不祥事	89%	ダイバーシティ	100%	人権と地域社会	86%
ダイバーシティ	100%	情報開示	89%	コーポレートガバナンス	75%	コーポレートガバナンス	86%
取締役会構成・評価	83%	サプライチェーン	89%	その他（社会）	75%	情報開示	86%
少数株主保護（政策保有等）	83%	ダイバーシティ	78%	健康と安全	75%	ダイバーシティ	71%
資本効率	83%	環境市場機会	78%	取締役会構成・評価	75%	社会市場機会	71%
コーポレートガバナンス	83%	気候変動	67%	その他（ガバナンス）	75%	労働基準	71%
環境市場機会	67%	コーポレートガバナンス	67%	水資源・水使用	75%	取締役会構成・評価	71%
健康と安全	67%	健康と安全	67%	リスクマネジメント	75%	少数株主保護（政策保有等）	71%
人権と地域社会	67%	人権と地域社会	67%	森林伐採	75%	サプライチェーン	71%
その他（社会）	67%	汚染と資源	67%			環境市場機会	71%
水資源・水使用	67%	製品サービスの安全	67%			製品サービスの安全	57%
生物多様性	67%	廃棄物管理	67%			その他（ガバナンス）	57%
腐敗防止	67%	労働基準	67%			資本効率	57%
森林伐採	67%	その他（社会）	56%			腐敗防止	57%
		その他（ガバナンス）	56%			その他（ESG）	57%
		その他（環境）	56%			水資源・水使用	57%
		社会市場機会	56%			汚染と資源	57%

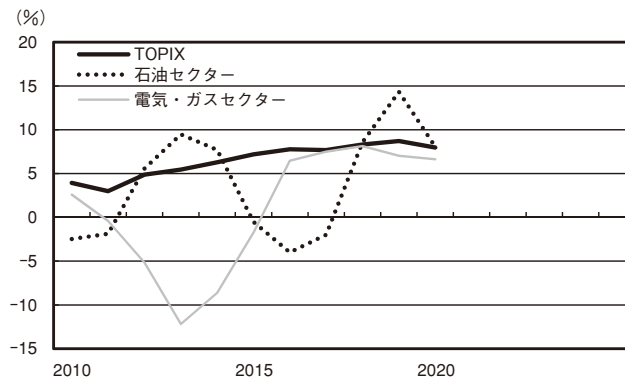
(出所) GPIFのステewardシップ活動報告書（2020/21年）に基づきMUMSS作成

ROEの計算式は純利益÷株主資本であり、株主資本の生産性を示すKPIである。つまり、財務パフォーマンスの観点からは、まず、ROEが株主資本コストを上回ることが企業価値を創造していることになり、次に、同スプレッドの改善が企業価値の向上を意味して

いる。

(2)縦軸の非財務ファクターに関する具体的なKPIは、各々の投資家の価値観によって多種多様であると弊社では推察する。例えば、図表3に示すように、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用受託機関への調

(図表 4) エネルギー業界のROEの推移



(注) 年度、ROEは3年移動平均、セクターは東証33業種
(出所) QUICK Workstationに基づきMUMSS作成

査では、運用対象や運用形態によって重大なESG課題は異なっている。また、同じ投資家であっても、非財務ファクターに関する具体的な価値判断は、対象とする業界によって異なり、さらに時間とともに変化していると考ええる。

これら企業価値評価マトリックスに基づくと、過去10年間にエネルギー業界の株価指数が低下したことは、主に3つのインプリケーションを示していると弊社では考える。第3章以降では、これら3つのポイントについて、解説する。

3. 稼ぐ力の向上などエクイティ・スプレッド改善が求められる

財務パフォーマンスのうち、以下では、ROEについて述べる。図表4は、2010年以

降のエネルギー業界のROEを示している。エネルギー会社の純利益は、エネルギー価格の変動による影響が大きいため、ROEは3年移動平均を採用している。以下では、TOPIX、電力ガスセクター、石油セクターの順番でROEを見ていく。

(1)TOPIXベースの2020年のROEは8.0%だった。なお、過去10年間のTOPIXのROEの最高値は2019年度の8.7%だった。

なお、経済産業省が策定した伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（2014年8月発表）では、最低限8%を上回るROEを達成することをコミットすべきとしていた。新型コロナ影響を考慮する必要はあるが、2020年のTOPIXベースのROEは、伊藤レポートが示す最低限レベルと同水準だった。

(2)電力ガスセクターの2020年のROEは6.6

%であり、伊藤レポートの最低限8%のROEを下回った。電力セクターのROEの過去10年間の最高値は2018年8.1%だった。このことは、中期的に同セクターのROEは低下していることを示唆している。

電力ガスセクターの中期的なROE低下の主要因は、稼ぐ力の低下（ROICやROAの低下）と弊社では推察する。稼ぐ力の主な低下要因は、①電力ガス販売における利幅の低下、②シェア低下などによる販売数量の減少、③設備の更新や強化のための固定費の増加、④新規事業における成長投資の成果が出ていないことなどが考えられる。この背景の1つには、2016年から2017年に、日本政府は電力と都市ガスにおいて小売全面自由化を行っており、新規参入などにより小売分野での競争が激化したことが挙げられる。設備の経年劣化の対策に加え、カーボンニュートラル実現を目指すためのコストが増加している可能性もあろう。

(3)石油セクターの2020年のROEは8.1%であり、伊藤レポートの最低限8%のROEとほぼ同水準だった。石油セクターのROEの過去10年間の最高値は2019年14.3%だった。このことは、中期的に同セクターのROEは低下していることを示唆している。

石油元売会社の純利益は、原油価格の変動に伴う在庫の影響による差損益が大きいことに留意する必要がある。しかし、石油元売会社のROEも構造的に低下しているリスクがあると弊社では考える。例えば、①石油製品

の国内販売量は減少トレンドにあること、②設備の更新や強化のための固定費の増加、③新規事業における成長投資の成果が出ていないことが懸念される。

以上のように、株式市場は、エネルギー業界の稼ぐ力が低下していることを懸念していると弊社では考える。事業の稼ぐ力の向上などエクイティ・スプレッドの改善を目指す経営とその成果を見せることが必要である。

■ 4. エネルギー会社の社会価値創造はS + 3Eの実現

非財務ファクターのうち、株式市場でもっとも注目されているのは気候変動問題である。特に、2020年10月に日本政府がカーボンニュートラル宣言（2050年の日本の温室効果ガスの排出を全体としてゼロにする）をしてからは、株式市場におけるエネルギー会社とのエンゲージメントの多くの部分が気候変動問題がテーマになっていると弊社では推定する。

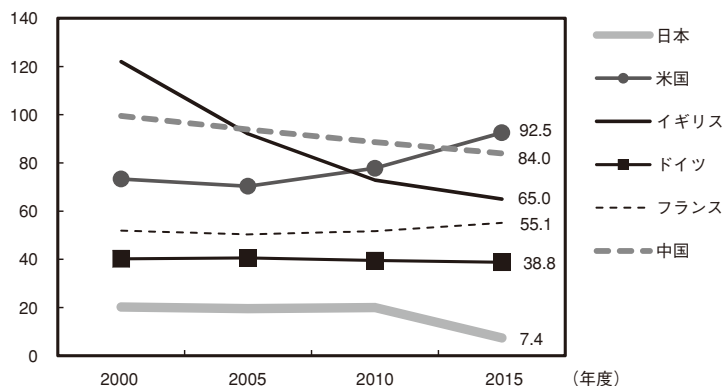
非財務ファクターとして、気候変動問題をテーマとする場合のKPIは、温室効果ガス（GHG）排出量のスコープ1、2、3やエネルギー起源CO2排出量が対象となっている。また、これらGHG関連データと売上高などの財務数値を使用して、例えば、売上高当たりのCO2排出量を計算したカーボンインテンシティをKPIとして採用するケースも見られる。

(図表5) エネルギー政策の基本的視点「S+3E」

・安全性 (Safety)
・安定供給 (Energy Security)
・経済効率性の向上 (Economic Efficiency)
・環境への適合 (Environment)

(出所) 経済産業省の資料に基づきMUMSS作成

(図表6) 各国の一次エネルギー自給率の推移



(出所) 「EDMC/エネルギー・経済統計要覧 (2021年版)」に基づきMUMSS作成

一方で、株式市場では、エネルギー関連の非財務ファクターとして、気候変動問題だけでなく、エネルギー安定供給やエネルギーコストへの注目も高まりつつあると弊社では考える。この背景には、例えば、2021年の世界および日本のエネルギー状況を振り返ると、原油価格などのエネルギーコスト上昇や天然ガスなどのエネルギー安定供給リスクといった事例が発生した。

株式市場では、今後、民間企業のエネルギー事業による社会価値創造は「エネルギーのS+3Eを実現」することという認識が高まると弊社では考える。図表5に示すように、

エネルギーのS+3Eとは、日本政府のエネルギー政策の基本的視点であり、安全性 (Safety)、安定供給 (Energy Security)、経済効率性 (Economic Efficiency)、環境への適合 (Environment) を示している。弊社では、民間企業のエネルギー事業による社会価値も、エネルギー政策の基本的視点と合致していると考えます。

また、エネルギーのS+3Eは、国連のSDGsのゴールと合致している。例えば、SDGsの13番目のゴールは「気候変動及びその影響を軽減するための緊急対策を講じる」ことであり、7番目のゴールは「すべての人々

の、安価かつ信頼できる持続可能な近代的エネルギーへのアクセスを確保する」ことである。

エネルギー事情は、国によって多種多様である。図表6に示すように、2015年度の日本の一次エネルギー自給率は7.4%（主に再エネと原発）であり、欧米や中国を大きく下回っている。このような中で、民間企業のできる範囲で、エネルギー会社がエネルギーの安定供給のために努力していることは、日本に社会価値を創造していると弊社では評価する。

5. コーポレートガバナンス改革の必要性

前述のように、株式市場におけるエネルギー会社のサステナブルな企業価値の拡大のためには、財務パフォーマンスの向上と社会価値の実現が期待されている。連結ベースの企業経営で考えると、サステナブルなエクイティ・スプレッド改善とエネルギーのS+3Eの実現を目指し、既存事業の稼ぐ力の向上と成長投資による事業ポートフォリオ転換を目指すことになる。

新しい時代のエネルギー会社の企業価値の向上のために、エネルギー会社のコーポレートガバナンス改革が必要と弊社では考える。主な注目点は、以下の3点である。

第1に、取締役会の組織形態は、従来のマネージング・ボードからモニタリング・モデ

ルにシフトすることを弊社ではポジティブに評価する。モニタリング・モデルの方が外部から見て透明性が高いだけでなく、不透明性が高まる今後のエネルギー関連事業により迅速にマネジメントが対応するためには、経営と執行を分離して、投資と事業に関するPDCAサイクルを厳しくまわすことが合理的と弊社では考える。

第2に、東京証券取引所が策定したコーポレートガバナンス・コードについて、形式的な遵守だけでなく、実効的に成果を出すことをエネルギー会社に期待したい。同コードは、2021年6月に改訂されたが、改定された箇所だけでなく、改定前のコードの内容も実行が不十分なエネルギー会社が多いと弊社では考える。

例えば、同コードの原則1-4（政策保有株式）については、積極的に取り組んでいる会社は少数あるが、一般的なエネルギー会社は、積極的に取り組む余地が大きいと弊社では考える。また、同原則で要請されている個別の政策保有株式の保有目的の具体的な検証の内容は定性的な文言に留まっているケースが多いという印象を持つ。

また、同コードの原則5-2（経営戦略や経営計画の策定・公表）では、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し」（後略）とある。

現在多くのエネルギー会社の中期経営計画では、原則5-2に要請されているような自社の資本コストについて定量的に開示していない。また、財務の主な目標を見ると、財務に関する生産性（ROEやROIC、ROA）よりも、利益規模の目標設定を中心に経営戦略を策定しているケースが多いと弊社では推定する。エネルギー会社のマネジメントが財務に関する生産性をより重視して、経営を行うことが、株式市場における企業価値を向上させる第一歩である。

第3に、新しい時代にエネルギー会社が適応するためには、社外取締役の在り方の進化も必要であると弊社では考える。前述したように、不確実性が高まるエネルギー事業に対応するためには、PDCAサイクルの重要性が高まると弊社では考える。このために、コーポレートガバナンス・コードの原則4-6（経営の監督と執行）に言及されているように、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。

この時、同コード原則4-7（独立社外取締役の役割・責務）が述べるように、経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じた社外取締役による経営の監督を機能させることが重要と弊社では考える。そして、社外取締役の選任、形式論だけでなく、従来とは異なるリテラシーなどの資質が求められる。

同コード補充原則4-8②は、独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外

取締役」を決定することを求めている。これから筆頭独立社外取締役が、同コード原則5-1（株主との建設的な対話に関する方針）に言及しているような株式市場とのエンゲージメントに参加することは、経営への監督の観点から有効であると弊社では考える。

