

サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX研究会）

第6回 議事要旨

○日時：2021年10月14日 13:00～15:00

○場所：WebEx開催

○出席者：伊藤座長、井口委員、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、村岡様（寺沢委員代理）、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）

- 価値協創ガイダンスの改訂において、この研究会では、「価値観」のところに議論が集中しており、それを踏まえて事務局資料の30ページにあるような、内容をどう直すかが注目されがちだが、30ページの図に表現されないような、長期的な思考や長期的な価値創造がなぜ大事なのかということを明記することが重要だと思う。例えば事務局資料6ページのような内容である。
- TCFDはあくまで開示基準であり、気候変動という対処すべき明確な課題に対して、4本の柱で示していくものであるが、気候変動に限らず、企業が何らかのビジネスチャンスをつえたりリスクを管理したりするときは、この4つの柱に基づくアングルで企業を見ると、その取組に対する評価ができるという議論になっている。一方、価値協創ガイダンスは、開示基準ではなく、また、規範的なベクトルがあって、それに対する取組を評価するためのフレームワークでもない。価値協創ガイダンスは、個々の企業の独自の価値創造ストーリーを構築するためのガイダンスであり、それをベースに投資家と自社の価値創造ストーリーについて対話するためのフレームがないし土台だと思う。イメージ的には、価値協創ガイダンスは統合報告書の前提となる価値創造ストーリー、全体の構成を作る際に参考にすべきであり、一方で、TCFD等は統合報告書の中の具体的な個々の構成要素に関するガイダンス、あるいは、統合報告書に記載できない細かいデータに関するガイダンスであると整理できる。こうした説明をきちんとすれば、混乱は起きないのではないか。
- 事務局資料の30ページでは、社会のサステナビリティに関し、「持続可能性・成長性」の項目では「ESG」、「価値観」の項目では「サステナビリティ」と表現しているが、どちらも似たようなことを取り扱っているため、両者の整理をしないと混乱を招くと思う。価値協創ガイダンス策定時は、ESGやサステナビリティ要素が企業戦略のベースとなる価値観に影響するというよりは、企業戦略の外部要因として、社会や環境の要請にも配慮しなければいけないというような位置

付けで捉えられており、それはそれで非常に重要な視点だった。しかし今やESGやサステナビリティ要素は、外部要因として配慮すべき項目というよりも、企業戦略そのものないし価値観のベースとなるものであるとの認識に変化してきている。ただし、「持続可能性・成長性」におけるESG要素の検討も必要であり、価値観のベースとなるサステナビリティは「価値観」のところで捉えているが、事業を進めていく上での制約要因としてのサステナビリティにどう配慮していくかについては、「持続可能性・成長性」における「ESG」で検討するという整理ができるのではないか。

- 今回の価値協創ガイダンスの改訂に当たり、存在意義（パーパス）・重要課題・長期ビジョンを盛り込むことは重要だと思う。ただし、研究会では、バックキャストとフォアキャストなどの手段についても議論されてきたが、手段と目的の分類をしたほうがよい。つまり、バックキャストとフォアキャストを組み合わせることは一つのアプローチ・手法であり、この手法を用いることが必須ではないものの、1つの非常に有効なアプローチではないかという示し方がよいと思う。他方、目的とは、考えを伝えること、共感を醸成すること、そして協創環境をつくることだと思う。
- 欧米でパーパスが注目されたのは、生き残りのためのポジショニング修正、従来のやり方を方向転換しなければならないと、これまでの株主価値最大化という単純化された目標を2～3年でやっていけばよいという短期中心の考え方を変える必要があり、その際、従来のミッションも含むパーパスという上位概念を持ってきたからである。他方で、日本企業は、従来から、創業以来の企業理念、ミッション、社是、行動規範といったものを持っており、こうした日本企業に従来から存在する概念と、欧米から流入した概念との関係に折り合いをつけなければ、多くの日本企業が腹落ちしないことになるだろう。
- 日本企業がこれまで掲げていた創業からの理念、社是、文化、使命等は、第一義的には社員をはじめとする社内向けのものだったと思う。最近の世の中の動向を受けて、日本企業は、実は世の中で求められていることを社内ですべて言ってきたということを社外に発信している。他方で、欧米から流入してきているパーパス・重要課題・長期ビジョンというのは、もともと対外的にメッセージを発信する構成になっている。社内向けにあった既存の企業理念を温存するのは問題ないが、その対外的発信を目的にしたときに、パーパス、重要課題、長期ビジョンという構成が有用でグローバルでも伝わりやすいなど、対外的コミュニケーションの観点から整理することもできるのではないか。
- 事務局資料では、「すべき」という表現が目立つが、マイクロマネジメントのような誤解を与え

うるので、表現ぶりには検討の余地がある。

- 事務局資料の30ページのパーパス・重要課題・長期ビジョンは並びが悪いと感じる。また、TCFDの4つの柱について、一部の企業では整理できているが、整理されていない会社も多く、そういった会社では、TCFDと価値協創ガイダンスとの関係性を整理できないままに混乱する可能性もある。そのため、価値協創ガイダンスとTCFDとの関係性を示すことが大事である。その点を踏まえた上で、全体の流れの示し方に関して、価値観の下には「パーパス」と「重要課題」を置き、また、「長期ビジョン」、「ビジネスモデル」、「持続可能性」を一段下げて、その上に共通の「長期戦略」と入れたら良いのではないかと。そうすると、一番上だけ見ると、「価値観」と「長期戦略」、より具体的な「経営資源・資本配分戦略」、さらに、従来の「KPI」、「ガバナンス」が並ぶ。そして、「持続可能性・成長性」の代わりに「リスクと機会」という表現にすると、TCFDなどのガバナンス・戦略・リスク管理・指標と目標との関わりが見えてくる。TCFDは開示の基準だが、価値協創ガイダンスはそうではないということは正しいが、統合的な思考という意味では、TCFDのような開示基準と価値協創ガイダンスの関係性を示すことは大事な部分である。
- 「価値観」と「長期戦略」は取締役会が大きな方向性について議論し、決定しなければいけない部分であり、「経営資源配分」とか「KPI」などより具体的なところは執行・経営会議等で議論・決定していく部分だと思う。最後の「ガバナンス」は取締役会の責任範囲というように大局的に監督体制や執行体制をアラインしていくという方向性が考えられる。
- サステナビリティ課題がセクター共通になりがちだという課題があり、それに対して、その会社固有の競争優位性・強みを起点にすることで回避あるいは緩和できる。これに関連し、「価値観」の中でも、パーパス、あるいは従前のガイダンスにある企業理念やビジョンといったものと日本の社内向けであったものと、サステナビリティ課題をしっかりとマッチングすることが重要。外部の社会課題は確かに共通のものになるが、企業文化等はオリジナルなものであるため、社会課題へのアプローチのあり方や、プライオリティーの判断にはオリジナリティーが出てハーディングが緩和されるのではないかと。
- 欧州を中心に開示のルール化の動きがあるが、多くの開示基準はリスク面を中心に考えられており、みんなが同じ振り付けに従って、やっている、やっていないということが判断されていると思う。しかし、この研究会は、価値創造という観点で、独自性や個々の企業のユニークネスが大事であるということが議論のメッセージとなっていると思う。リスク面は大事であるが、それだけでなく、企業の主体的な意思あるいは経営戦略によって、トランジションをはじめ

め、どういう社会を作りたいのかという発信ができるようなフレームワークができるとよい。この点が、KPIのルールづくりにも概念的に反映されるようになっていくといいと思っている。

- トランジションの前提として置いているものが不確実性の高い中で変わっていく中で、トランジションのフェーズの進捗や、あるいは前提として置いているものが変わったのかどうかを数値だけで示すことは難しく、定性的ないしナラティブとして表現しないと難しいこともある。そのようなナラティブな表現も含めた企業のメッセージが、アナリストの力を借りながら、投資家に伝われば良いと思う。
- パーパス・重要課題・長期ビジョン、目指す自社像、創業時代からの企業理念などについて、社員の多様性が広がる中でも、社員一人一人が理解をして、認識して、自分ごと化をして、行動変容につながっていることが重要。行動変容に対するモチベーションについて、海外、特にアメリカでは、インセンティブを与えることで動かすことができるが、日本の場合は、近年の多様化、特に若手の社員のモチベーションをどう高めていくかが難しい。イノベーションという観点でいえば、失敗しても許されるような安心感や、経営層との信頼関係などがあることによってイノベーションが生まれる。ガバナンスの観点からは、こうした人材の理解の度合い、自分ごと化の度合い、行動変容の度合い等が、執行レベルで可視化され、モニタリングされなければならない。こうした観点についても、価値協創ガイダンスに加えていきたい。これは、投資家のエンゲージメントにも結び付いていくのではないかな。
- KPIという形でのガバナンスについて、中長期的な観点でのレビューは難しい面があるのではないかな。得てしてROEなどの財務的な指標が中心になってしまっていて、本来あるべき顧客ないしは成長プロセスなどの観点でのモニタリングが不足することもある。中長期的観点でのモニタリングに関しては、特に戦略、自社像、ビジネスモデルの転換の段階を明確に示せる形の指標が重要と考えているが、そのためには、様々な指標を絡めながら、それをオーケストレーションする形でシンプル化した指標の作成へ向けて、ガバナンスないしは外部機関との対話が必要。外部機関には、サステナビリティ軸、環境軸でのインデックスを設けている機関もあるが、そういった機関の考え方も日々変化し、新たなインデックス、モニタリング指標が出てきている。その根底にある考え方を捉え、どう対応していくのかを議論し、それを発信していくというプロセスも大事ではないかな。
- 長期投資家向けに価値創造を企業に語ってもらうという目的からは、価値協創ガイダンスと統合報告書との間の親和性が高い。価値協創ガイダンスの全体像の図を見たことがあるという企

業でも、ディテールや注釈までは読んでいないことが多い。投資家・アナリストでもどこまで読んでいいのか分からない。そのため、1ページぐらいでガイダンスに込められた趣旨をアピールできるようなものが必要。今回大きな改訂を行う部分である「価値観」を別ページにしてみてもうまくつなげるというのも一つの手ではないか。

- 「価値観」に関する言葉の使い方は非常に重要。企業はマテリアリティー一つでも迷っていることが多い。欧米から入ってきたパーパスという概念の理解も深まっていない。長期ビジョンも、長期経営企画と混同されている部分もあると思う。重要課題をどこに置くかという点については内部でもいろいろ議論したが、事務局資料で示されたとおりの「価値観」の大きなかたまりの中に入れて説明するほうが美しい。
- ガバナンスについて、今回ガバナンス・コードが改訂され、ハードルがいろいろ上がってきているのでそれに合わせて体制を整えました、といった形式的なガバナンス強化にとどまっているものが非常に多い。本当の意味でのガバナンス強化をやってほしい。「価値観」についても、不変的なものではなく、状況によっては変化しなければいけないものであり、そうであれば価値観についてもガバナンスが働いている必要がある。事務局資料30頁の図では、ガバナンスを一番下や一番上に横に長く広がる形で位置づけるのもよいのではないか。
- 価値協創ガイダンスの改訂に当たり、「存在意義」を重視するという方向には同意する。その上で、「存在意義」が誰に向けたものなのかということは重要なポイントの一つだと思う。投資家等の外部向けということも大事であるが、それだけではなく、従業員向けということも重要である。例えばグローバル化している会社が従業員を一つにまとめるために、存在意義を含めて価値観を捉え直したという会社もある。
- パーパスという言葉自体は、新しくてファッショナブルなもののように思っており、企業に根付かないようなものを形だけやられてもほとんど意味がない。既存の企業理念を踏まえた上で、再度捉え直すことが大事である。その際には、なぜ、どのような形で、存在意義を捉え直したのかというプロセスが重要。例えば、従業員やいろいろな方とミーティングを繰り返しながら存在意義を捉え直したなどであり、そのプロセスを理解することで、初めて存在意義というのが腹落ちすることもある。
- 存在意義、価値観は重要な要素であるが、それがビジネスモデルや人的資本に関する戦略等につながっていることが重要であり、例えばビジネスモデルと存在意義が違っていれば、それだけで投資家からは疑問符がつく。戦略についても、企業価値の最大化に向けたものが作られており、それは今後も変わらないが、存在意義を踏まえたとき、戦略には2つ役割があることに

は留意が必要。1つは経済的利益を生み出すということと、そしてもう1つは長期的な経済利益を生み出すには価値観あるいは存在意義に沿ったほうにビジネスモデルを修正していくということである。それを踏まえると、現行の価値協創ガイダンスの枠組みは非常に重要ではあるが、ビジネスモデルと経営戦略をひとまとめにするか、大枠で囲むようなところのような考え方があってもよい。

- DXと人材の間ではレイヤーが全く異なっている。例えば、ある企業は、DX戦略として、現状と将来の在り方のギャップを見極めたうえで、その中で、人材戦略ないし社内の教育のロードマップをきちんと引いており、素晴らしいと思う。DXや研究開発の重要性はいろいろなところで指摘されているが、結局最終的に重要となるのは人材である。この点は、人材版伊藤レポートに全て書かれている。現状の価値ガイダンスの中では、無形資産の中で人的資本から並列的に書いてあるが、人材というのが根底にあることを示すのが重要ではないか。
- 価値協創ガイダンスの全体像におけるガバナンスの位置づけは、現行価値協創ガイダンスの策定時も、ガバナンスから価値観に向かうのかに関して議論があった。今回改訂されたガバナンス・コードや英国のガバナンス・コードにも書かれているが、この価値観自体の責任も取締役会が負うということが一般化しているので、ガバナンスと価値観をつなげ、全体が回るような図を示していくことは、今後の日本のガバナンスを考えることでも重要ではないかと思っている。
- 価値協創ガイダンスで最も重要な1つの要素が人材と考えている。当社で昨年中計・長期計画を発表したが、その後、経営企画とともにブランディング活動という名の下で従業員への落とし込み、従業員内での腹落ちと、それに関するKPIを設定しながら、従業員の行動変容へと落とし込み、さらにモチベーションをいかに維持していくのかに苦労しており、この点が非常に大事だと考えている。当社の場合、近年の経営成績が非常に厳しく、従業員への賞与が非常に大きく下がり、モチベーションに影響した。従業員のモラルサーベイも毎年行っているが、パーパスやビジョン、中計等への理解や腹落ち等は、外部要因の影響を大きく受けるようである。他社では、コロナ禍で、従業員のモチベーションがすごく高まっている企業もあるようだが、それは当該企業の業務・事業が反映されているわけではなく、外部要因として単にコロナが起こっているだけともいえそうである。どのようにどういうふうにモラルサーベイで従業員のモチベーション等を測っていけばいいのかというところは、SXを達成するために非常に重要ではないかと考えている。価値協創ガイダンスに入れるのは難しいかもしれないので、研究会のとりまとめの報告書での記載でもよいが、この点について、企業のトップの方々を具体的にガイ

ドできるようなアドバイスがあればよい。

- 事務局資料16ページのセルサイド・アナリストの役割について、最近では、セルサイド・アナリストもESGに関して質問をしてくるが、企業からすると、ESGにどう対応するかはパッシブ投資家やESGの専門家からガイドいただければよい。セルサイド・アナリストには、セクターの特化した技術や各企業の強みをディープリサーチして、それに基づいてモデルを作り、投資家に提供することを期待しており、そうした役割を果たすセルサイド・アナリストは重要である。こうした観点から、セルサイド・アナリストには自分自身の役割認識と能力向上に向けた行動をもっと改善していただきたい。
- 価値協創ガイダンスについて、投資家が悩むのはアセットオーナーによる理解ではないか。アセットオーナーが短期的であれば、アセットマネージャーはその点についてケアが必要であり、どうしても短期的なものを求めてしまうという声も聞く。アセットマネージャーだけではなくアセットオーナーにも理解されるようなガイダンスになってほしい。
- 存在意義（パーパス）について社内で議論したが、既にビジョンやミッション、バリュー等が存在しており、それらがそれぞれステークホルダーも意識したものになっているので、改めてパーパスを付け加える必要性はないという結論となっている。他方で、自分の仕事がどういふふうか自社の存在意義に貢献しているのかに関する各社員の認識が希薄なのではないかという課題を感じている。その課題に対して、パーパス的なもの、つまり、自分の仕事がどういふ社会課題の解決につながっているのかというのを改めて皆で見直そうという取組を行っているのが現状である。ともすると、社会的な課題解決はサステナビリティ部の人間がやるべきことになりかねないこともあり、パーパスを設定することが目的化しないようにしたほうが良いと思う。
- 当社の中期経営計画では社会課題の解決への取組について触れているが、その際、KPIについて、従来の中計ではKPIをROEとROICとEPSと定めてきたが、果たしてそれでいいのだろうかという議論となり、結果的に中計ではKPIとしてインパクトを挙げた。パーパスやマテリアリティを考えると、社会的にどういふインパクトを与えられたのかということを経営の成果として測ることが重要と考えたからであり、その際、定量化しないと進捗を測ることが難しいので、定量化したインパクトに関するKPIを発表した。また、取締役会ではインパクトをどういふふうか財務価値につなげていくのかとの説明も必要との議論もあったが、KPIでは財務指標だけでなく、インパクトに関する指標が今後重要になってくると思っている。
- 当社では、ガバナンスに関して、株主や長期投資家、サステナビリティの専門家やwell-being

の専門家が新たな取締役となった。このようなステークホルダーが直接、取締役会に入ってくることで、議論が劇的に変化した。取締役会のメンバーに、ステークホルダー自体を入れていくということを考えてもよいのではないか。

- ガバナンスは、ボード3.0というボードの中に投資家を入れるという流れ、動き、主張が米国から始まって、日本でも一部取り入れる動きがある。こうした議論は、事務局資料の30ページの図に直接入れるのは難しいと思うが、どこかで議論すべきことと考えている。
- 事務局資料30ページに関して、「価値観」に関するワーディングをより深く検討し直したほうがいいのではないか。本日議論が集中しているうえ、「パーパス」という言葉はバズワードに過ぎない可能性もあるということ、この部分をどのように表現するのかについては、全体像の見直しにおいて重要なポイントだと思う。
- 開示内容の好事例集の作成は、非常に取り組みやすい。例えば金融庁で有価証券報告書の好事例集の公表が続いている。投資家との対話に関する開示では、単に件数などを示して終わりという会社もあるので、対話の内容や成功事例を、表面的なところにとどまらず、何を考えて対話しているのかということまで踏み込んで開示すべき。また、同様に、機関投資家も同じように対話の好事例を開示すべきだということを打ち出すことは検討する価値があると思われる。一方、ノウハウ流出や顧客との関係などから、対話の全て出すことは難しい。
- 事務局資料30ページの下に延びている「イノベーション」の位置づけにも一工夫が必要。事業ポートフォリオ戦略や無形資産投資が、イノベーションを起こすための様々な取組とも解釈でき、まさにこれが種になってくるということもある。流れとしてこういうまとめ方がいいのか、また違う書き方がいいのかは検討が必要。ガバナンスに含まれている「多様性」も、ある意味ではイノベーションにつながっていくものではないか。
- 価値協創ガイダンスの全体像の図は多くの人が見ている図であるため、その図を改訂するとインパクトがあるだろう。その観点から、前回からどこがどう変化したのかを見せると、研究会の議論が累積していることを表すのでとてもいいと思う。その上で、ガバナンスは通念した理念なのでさらに横全体に引っ張るような形とするという意見があったが、それと同じように、「価値観」や「存在意義」も、価値創造ストーリーの前提となるものとして、少し分けても良いのではないか。
- とりまとめについて、詳細になればなるほど読みにくい、分かりにくいということがありえる。分かりやすさを目指すと雑駁になってしまって意図が伝わらないが、伝えたいページだけはもう少し分かりやすくという工夫は必要だと思う。

- 価値協創ガイダンスやとりまとめに登場するワードを一般化して、色々な人に使ってもらいたいが、現状では曖昧な言葉が多く使われているため、言葉の定義をしっかりとすることも必要ではないか。例えば、「短期の投資」「中期の投資」「長期の投資」といっても、それぞれがイメージする長さは違うことも多い。例えば、トランジションに関していえば、何年でのトランジションを目指しているのか。5年経って世の中がよくなっていけばよいとすると、5年は中期なのか長期なのか、あるいは、10年経って少しよくなったらトランジションとして許されるのか、ということなども考えると、短期・中期・長期のイメージ共有も必要だと思う。また、IFRS財団での検討を踏まえると、今後、「経営者による説明」が重要な要素になってくると思われるが、その際の経営者とは、トップオブトップだけなのか、社外取締役、取締役などどこまでを含むのかということも議論になると考えられ、この辺りの言葉の定義を曖昧にしておくのはよくないのではないか。
- セルサイド・アナリストにも、エクイティ、クレジットなど、様々なアナリストがおり、そこにESGのアナリストというのが加わっている。最終的には、ESGの観点でいろいろなものが見られたらいいが、それは最終形であり、それまでの間は、それぞれのアナリストが相互に機能を発揮し、それを統合して、話し合って結論を出していくということになるのではないかと思う。セルサイド・アナリストを一括りにせず、それぞれが技術を磨きながら、最終的には統合して見ていくことが望ましいと伝えると、セルサイド・アナリストも合点がいくと思う。
- 事務局資料30ページの図の上部「事業環境、外部環境への認識」とあるが、全体的に国際的な視点がほとんど入っていない。グローバルに事業展開をしている企業も念頭に、もう少し国際的な視点を入れたほうが良いと思う。具体的には、2.1「市場勢力図における位置づけ」において、様々な競争勢力での差別化だけでなく、国や地域による制度の違い、ゆがみを反映すべき。完全競争市場を前提に戦っている企業にとっては、そのゆがみは物すごく激しい。企業の投資行動の選択は、そういうゆがみをなるべく排除して有利になるような判断をしながら資源配分をしているので、国際的な制度のゆがみは、価値創造の意思決定に影響を与えており、そうした視点を盛り込むことが望ましい。
- 人材の問題は、2.2.1の「競争優位の源泉となる経営資源・無形資産」の一要素と位置づけるのではなく、特出ししたほうが良い。理由として、まず、研究開発の人材の採用が日本では厳しい。例えばデジタルになると、日本ではほとんど人材がいない。その結果、DXといっても、結局米国に行って人材を確保し、米国でDXを行うことになるため、日本での所得に結びついていない。また、現状では、国際経営ができる人材も圧倒的に足りない。このように、具体的に人

材のボトルネックが出てきている。さらに言えば、人事制度がゆがんでいたり、日本の経営者の学歴が低かったりする。もっと卑近な問題で言うと英語の問題も生じている。そうした人材が価値創造におけるボトルネックになっているという点は、明確に示した方がいい。

- 価値協創ガイダンスが、投資家と企業との対話の共通言語となるのが一番重要。ここで書かれている「価値」に、パーパスなど色々な概念が入り込んでしまい、何がどの価値なのかということが見えにくくなっている。長期投資家から見ると、価値はどこまでいっても中長期的な「企業」価値しかない。本文の説明にはそうしたことも記載されると思うが、価値協創ガイダンスにおける価値が何の価値なのかを明確にするため、例えば副題を「中長期の企業価値向上に向けた対話の共通言語」とすることなども検討すべきではないか。
- どれだけパーパスが優れていようとも、中長期的にキャッシュ・フローを生むだけの競争優位がなければお題目で終わってしまうため、長期投資家の立場からすると、一番重要なのは、長期ビジョンから経営資源・資本配分に至るまでの流れであり、これを「長期経営戦略」といっても良い。パーパスについては、長期投資家が何かもの言っても、あまり現実的な話にはならない。長期ビジョンから経営資源・資本配分のところがやはり骨になっている。その骨としては、事務局資料にも整理されているとおり、企業の競争優位、参入障壁をどういうふうに築いていくのか、それに従った経営資源・資本配分をやっているのかという点である。こうした一番重要な点を、「長期経営戦略」といった形で示すといいのではないか。
- ESGやTCFDが外部要因ではなくて、経営そのものに入ってきているのは事実であり、それを織り込んでパーパスというのをつくっていく必要があることは正しいが、企業に大きな負担を与えないことも重要。そうしたとき、事務局資料30ページでは、いわゆるESG要素、持続可能性が、長期ビジョンから経営資源・資本配分戦略に向かう流れの中で位置づけられている（3.1から3.3）が、これを、パーパスの下に持って行くということもあるのかもしれない。
- 事務局資料の4.1のなかに、経営資源・資本配分である事業ポートフォリオマネジメントの話や事業別資本コストの話を取り込めばいいのではないか。
- 事務局資料の4.2で「事業売却」と書いてあるが、投資対象として、人であるとか、組織の戦略であるとか、技術に対する投資戦略であるとか、あるいは4.4で外に出されているイノベーション戦略も含めて、同列になるのではないか。イノベーションだけが別枠に投資としてあるわけではないと思う。
- 価値協創ガイダンスは、企業と投資家との対話の共通源となるものであるが、投資家層の中で、価値協創ガイダンスを共通言語として使って対話していこうというところまで盛り上がってい

ないのは残念である。そういうものが常識になるようなコミュニティにしていくためにも、今回の改訂で、よりよいものができることを期待している。

- 価値協創ガイダンスが、投資家と企業の対話ツールとなる「共通言語」であるというキャッチフレーズは良かったが、現状、そのバランスが崩れている。以前は、セルサイド・アナリストが中心となり、バイサイド・アナリストやバイサイドの投資家に情報を伝達していく重要な役割を担っていたが、既にセルサイド・アナリストの絶対数が減ってきている。さらに四半期決算の弊害として、年4回の決算で時間を取られ過ぎて、付加価値のないことをセルサイド・アナリストが行っている状況が続いている。年2回決算に戻すことによって時間を作るというぐらいの大胆なことをやらないと、セルサイド・アナリストが時間的余裕をつくることは難しいと思う。過去には、株価予想、株価判断は出しておらず、収益予想だけを出していた。株価の判断は、株式部や株式情報部という証券サイドが担っていた。株価判断をしなかったらセカンダリーとプライマリーの壁を両方とも渡れることになるので、アナリストの仕事の範囲とやり方が変わってくる。これがセルサイド・アナリストの問題の解決の糸口になると思う。
- ただし、現状を踏まえると、企業の情報発信力の強化が重要だと思う。バイサイドは、ESGのチームやガバナンスを見るチームを作り、企業と対話をし、強化してきている。これに対し、セルサイドの力が落ちて、セルサイド経由で発信する情報が細っている。ただし、バイサイドでは企業情報を自分たちの投資で活用するものだから、それを外出しせず、クローズになっているので、一般的にはその情報が伝達されないという問題点がある。そのため、企業の情報発信力を強化していくしかない。
- 今まで、企業からの情報発信は、セルサイド・アナリスト頼みであったが、上場会社でアナリストがカバーしている企業は大手証券会社でも500社程度であると思われる。そのため、統合報告書を一つのツールとして、企業そのものの情報発信力の強化をしていくのがよい。プライム市場への移行問題もあり、統合報告書を仕上げていくための指南役となるIR支援会社やコンサルタントも重要な役割を担うようになってきている。一方、アナリストがカバーしていない企業においては、企業側がレポートを依頼して書いてもらうというスポンサード・レポートが増えている。事務局資料の16ページにも指摘されている通り、資本市場・投資家の課題も踏まえ、価値協創ガイダンスをどういうルートで活用してもらうのかというのが大事なポイントである。その観点からは、企業そのものに見てもらおうというのも大事だが、その企業の指南役になろうとしているコンサル、IR支援会社、あるいは銀行、証券の法人担当者に、この価値協創ガイダンスの使い方を徹底的に教えるのも大事だろう。その点で、企業の情報発信ツールのベースと

しての価値協創ガイダンスという位置付けが重要であり、今回の改訂に当たって、分かりやすい表現で、使いやすい、理解しやすいということが一番重要となるのではないかと。

- 価値協創ガイダンスに欠けている大きな点は、経済安全保障の問題である。経済安全保障の問題は、数年前に比べて圧倒的にウエートが増してきており、岸田内閣も経済安全保障の大臣を新しく任命している。こうしたものが、カントリーリスクを踏まえたいろいろなリスクに加わり、それをベースにグローバル・サプライチェーンを変化させて行かなければならない。それ故に事業ポートフォリオも見直していかなければいけない状況になっている。この点を価値協創ガイダンスの一つの軸として入れておくべきではないかと思う。
- 事務局資料6ページでは、いわゆる環境変化をまとめているが、この点はかなり丁寧に書き込む必要があると思っており、非常に重要なポイントだと思っている。その観点から、一つ加筆してもいいと考えているのが、様々な国あるいはジェネレーションを通じて見ると、やはり価値観が非常に多様化してきているということであり、それをまとめ上げるためのパーパスの重要性が非常に高まってきている点である。多様な価値観を持つ従業員を引っ張っていくための共通言語をあえて口に出し、きちんと社内外に示していくことの重要性が高まってきており、そのなかで、このサステナビリティの要請というのが高まってきているということを補足すると、より環境変化というのが強調されるのではないかと。
- パーパスをつくることが目的ではなく、パーパスを明確にすることで、企業価値向上を目指すことが重要である。パーパスが行動変容につながり、そして、それがきちんと企業価値にもつながっているかという点が最も重要だという書き方が必要。人々の価値観はお金だけでは動かなくなってきたり、社会貢献や社会的意義、それに自分の仕事はどうつながっているのかを考える世の中になってきた。それがゆえに、パーパスが重要になってきているという点を示すことは重要だが、単に文字としてパーパスを示すだけでなく、それをきちんと経営に結びつけ、アクションにつなげることでセットで打ち出すことが非常に重要だと思う。
- 現行の価値協創ガイダンスは2017年に策定されたが、本研究会の議論を振り返り、ガイダンスの根本的な部分は未だ陳腐化していないことが非常によい点だと思う。我々が「長期的な企業価値」とか「長期的な視点で」と言っているのに、フレームワーク自体が、例えば3年、5年どころどころ変わっていくと説得力がない。開示のフレームワーク等がいろいろ乱立して企業も混乱している中で、価値協創ガイダンスの核となるフレームワークが5年近く陳腐化していない、根本が変わっていない点はあえて強調したほうがよいのではないかと。
- 価値協創ガイダンスが陳腐化していない理由は、その時々の流れに流され過ぎず、あえて詳細

な部分については書かずに、本質的に重要なポイントだけを列挙しているというところにあると思っている。また想定している読み手は経営者であり、その軸を変えず、価値協創ガイダンスのフレームワークはシンプル、すなわち、ここだけは本質的に理解してほしいという点の記載にとどめるべきであり、粒度の細かい記載を付け足していく方向性はむしろ全体感を見失うことにもなってしまうと思う。

- 価値協創ガイダンスを参考にしている会社は少なくない。他方で、今後、投資家コミュニティにこのガイダンスを広げていくに当たっては、企業との対話をどう深めていくかという方向が大事なのではないか。ファンダメンタルズを深く見る投資家をどう増やすかという難題に戻ってきてしまうが、これを突き詰めて考えると、アセットマネージャーとして、リサーチコストに見合う価値を提供する責務を果たした上で、そのリサーチコストを払っていただけるアセットオーナーをどう増やしていくかという議論も必要となると思っている。
- より多くの会社と対話をするに1社当たりにかかる時間というのは減っていくというトレードオフの関係にある。そのため、こうした現実的なトレードオフを理解した上で、投資家と対話企業の数の増加を追い求めるのではなく、むしろ実質的な対話ができると考えられる範囲はどの程度なのか、運用戦略との関連性も踏まえて議論していくと、より多くの投資ファンドや投資家にも当事者感が出てくるのではないか。
- 「長期ビジョン」から「持続可能性・成長性」までを「長期戦略」にして、そこまで取締役会の主たる責務であるということで整理をし、「経営資源・資本配分戦略」「成果・KPI」がその執行側の主たる責務として整理するのがよいのではないか。また、「ガバナンス」に関して、ガイダンス本文で「企業には」「投資家は」と区別して記載されているところ、「投資家は」というのは読み替えれば「取締役としては」という読み替えをすべきだと思う。そうすると、「ガイダンス」の項目は、執行と取締役会をつなぐものと整理でき、より腹落ちしやすくなるのではないか。
- 価値協創ガイダンスの全体像が色あせていないことは素晴らしい。その上で、事務局資料29ページの全体像が非常に重要であると思っている。これまでの枠組みとは違って、社会のサステナビリティを意識せざるを得ないのが大方の企業の皆さんの認識だと思っており、この全体像で示されている、「社会のサステナビリティ」と「企業のサステナビリティ」をどう同期化するかという点は重要だと思う。そこでは、社会のサステナビリティを受けて企業がどう価値を協創していくかという枠組みだけではなくて、「KPI」としてインパクトを測る指標が必要になってくる。つまり、矢印が「企業」から「社会のサステナビリティ」に向かう向きというのも重

要ではないかと思う。社会のサステナビリティを実現するために企業の活動があるというだけでなく、企業の活動を通じて社会のサステナビリティを実現していくという枠組みは、企業が考えている役割発揮の中でも重要な要素の一つと思っている。

- 企業と投資家、資本市場をうまく回していく上では、インベストメントチェーンの働き、機能が重要である。その中で、アセットオーナーの果たす役割は大きい。特にインベストメントチェーンの有効機能を活性化していく枠組は非常に重要なメッセージではないかと思う。
- 価値協創ガイダンスの普及は投資家の責任でもある。統合報告書の中で、価値協創ガイダンスを参照している企業は増えてきていると思う。投資家も、対話という枠組みの中で、こういうフレームワークを活用しながら対話の実質化を目指しているので、価値協創ガイダンスは、企業の統合報告書並びに対話の実質化を進めていく上でなくてはならないフレームワークだと思う。その意味でも、事務局資料29ページにも記載のある「実質的な対話の要素」は非常に重要な要素であり、29ページと30ページの統合化・連携化は重要な要素だと思う。
- 価値協創ガイダンスの共通言語化を盛り上げるために、価値協創ガイダンス・アニュアルレビュー&アセスメントのようなものが考えられるのではないか。これは、開示の好事例を集めるのではなく、実践の事例、こういう取組が事業として価値化に結び付いた、それこそインパクトに結び付いた例や、投資家から好評価を得て新規事業として育ってきた例などを集めるといい。数年前に、日立製作所の統合報告書が日経アニュアルレポートアワードでグランプリを獲ったことがあるが、そのときの報告書は、複数の事業セグメントでLumadaを使った事例が、挙げられており、Lumadaが新しい日立の事業の価値化にどう結びついているのかがすごくよく分かった。こうした事例を集めることにより、価値協創ガイダンスによってうまく見える化できたり、または問題解決ができて次のステージに進んだという会社の取組事例が明らかにされていくと、企業にとっても納得感や活用方法への示唆を与えられたり、投資家にとっても、そういうものを発掘するための1つのガイダンスだと認識され、もう少し丁寧に価値協創ガイダンスに向き合おうということになるのではないか。

経済産業政策局 産業資金課

電話：03-3501-1676

FAX：03-3501-6079