

伊藤レポート 3.0 (SX 版伊藤レポート)

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）報告書

2022年8月30日

経済産業省

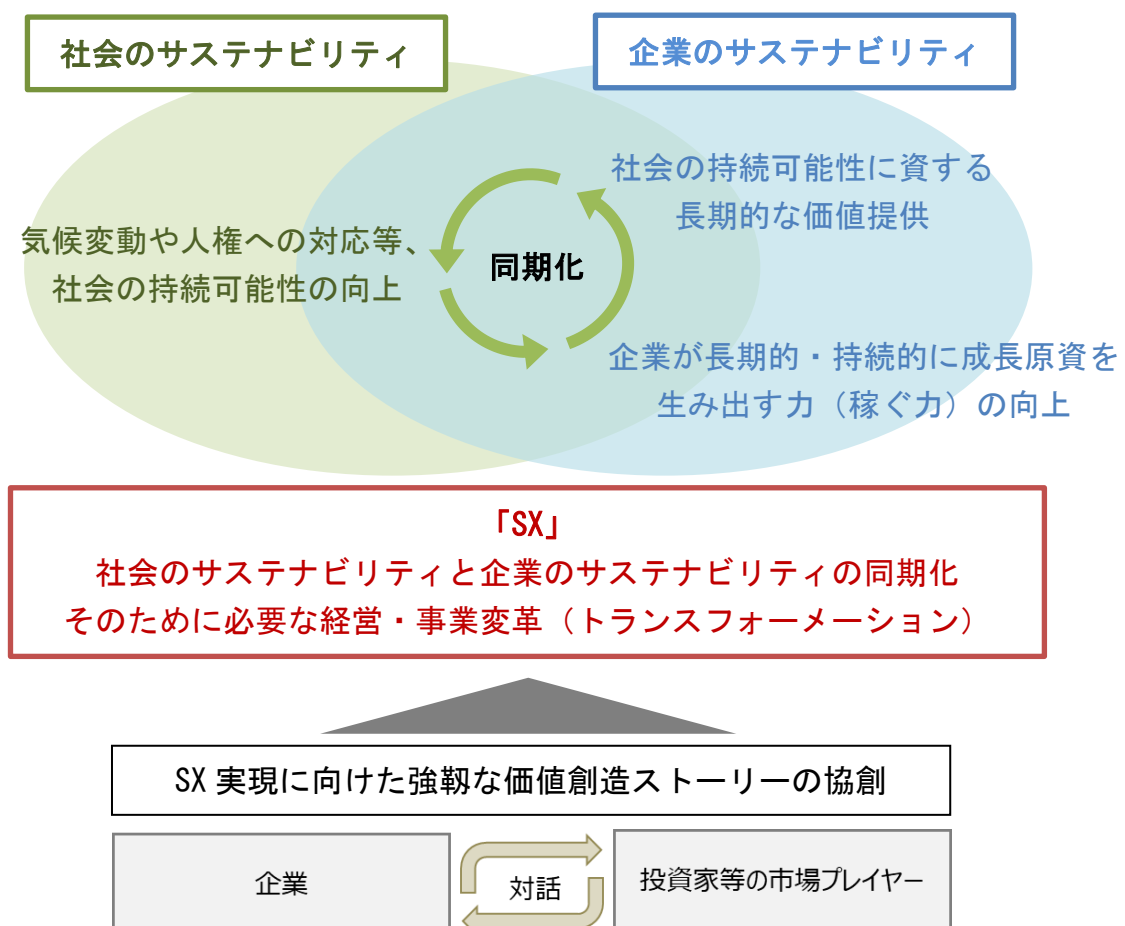
SX（サステナビリティ・トランスフォーメーション）

「SX（サステナビリティ・トランスフォーメーション）」とは、社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを「同期化」させていくこと、及びそのために必要な経営・事業変革（トランスフォーメーション）を指す。

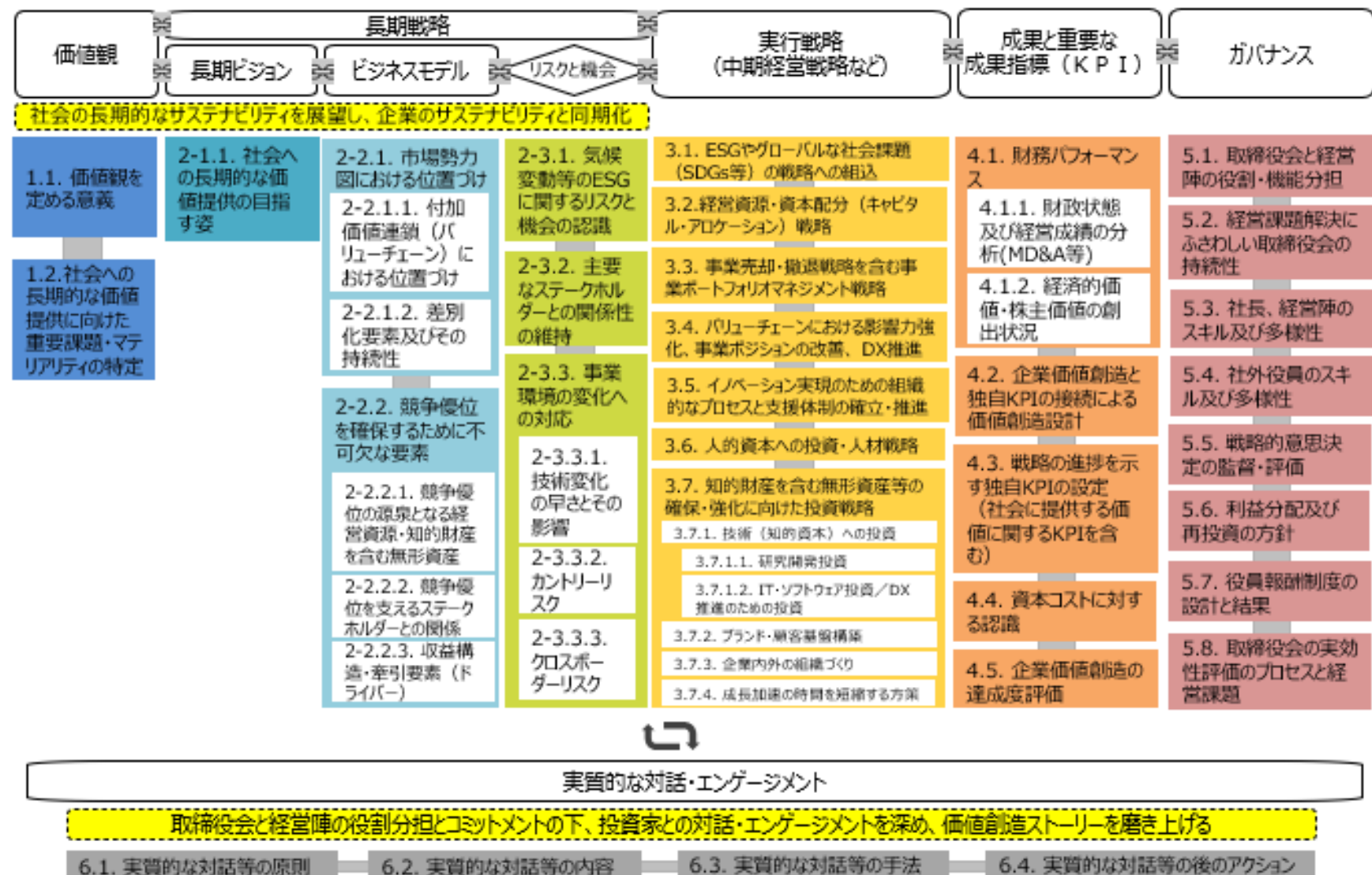
社会のサステナビリティと企業のサステナビリティの同期化とは、企業が社会の持続可能性に資する長期的な価値提供を行うことを通じて、社会の持続可能性の向上を図るとともに、自社の長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力（稼ぐ力）の向上と更なる価値創出へとつなげていくことを意味する。

「SX」は企業による努力のみでは達成されない。「SX」の実現のためには、企業、投資家、取引先など、インベストメントチェーンに関わる様々なプレイヤーが、持続可能な社会の構築に対する要請を踏まえ、長期の時間軸における企業経営の在り方について建設的・実質的な対話を行い、それを磨き上げていくことが必要となる。

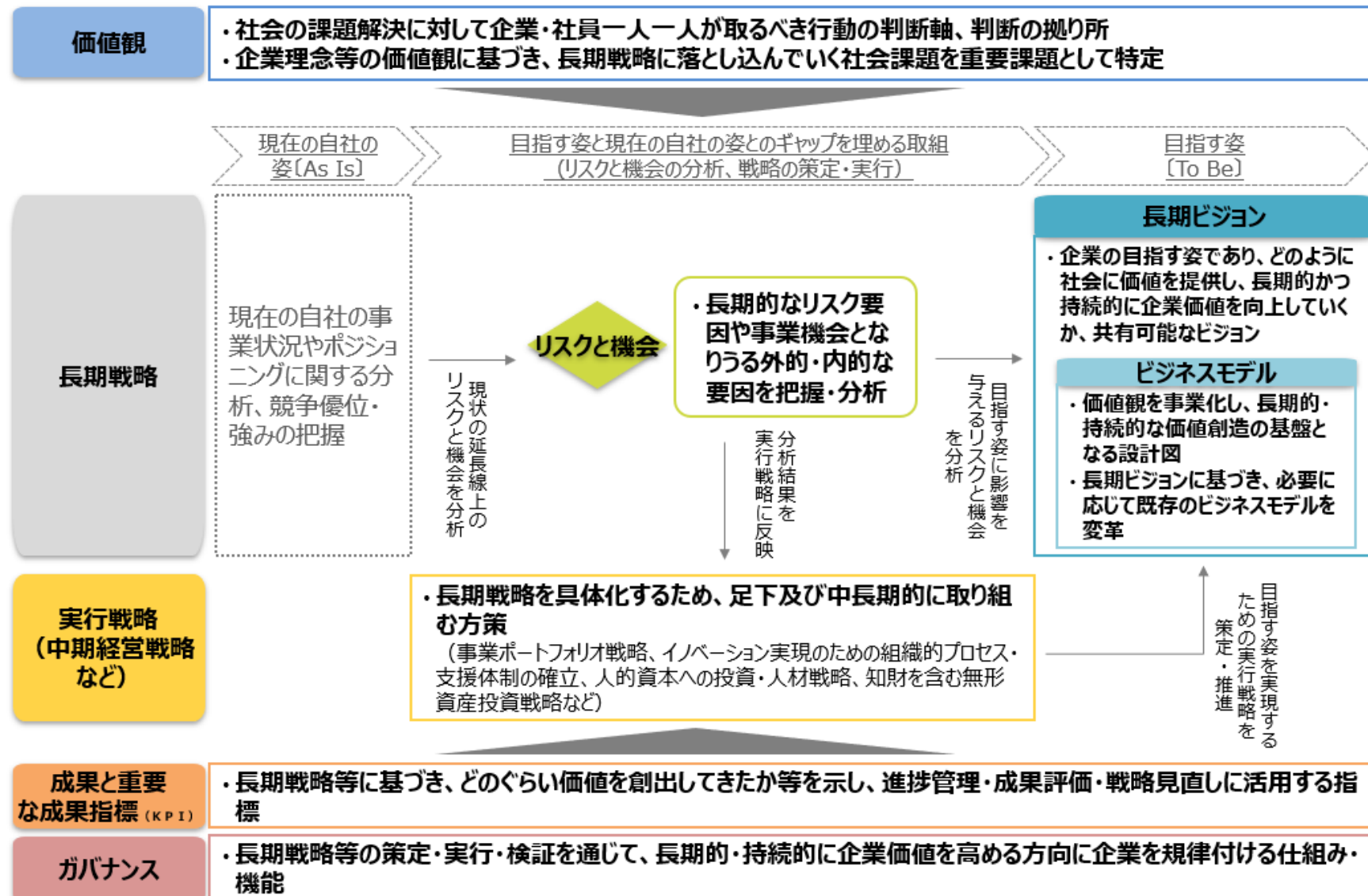
気候変動や人権などのサステナビリティ課題の多様化、これらを含む様々なルール環境の変化、サイバーセキュリティ等の経済安全保障関連課題の顕在化など、複雑化する事業環境の中で持続的な競争優位を確保していくため、SXの実現に向けた強靱な価値創造ストーリーの協創と、その実装が期待される。



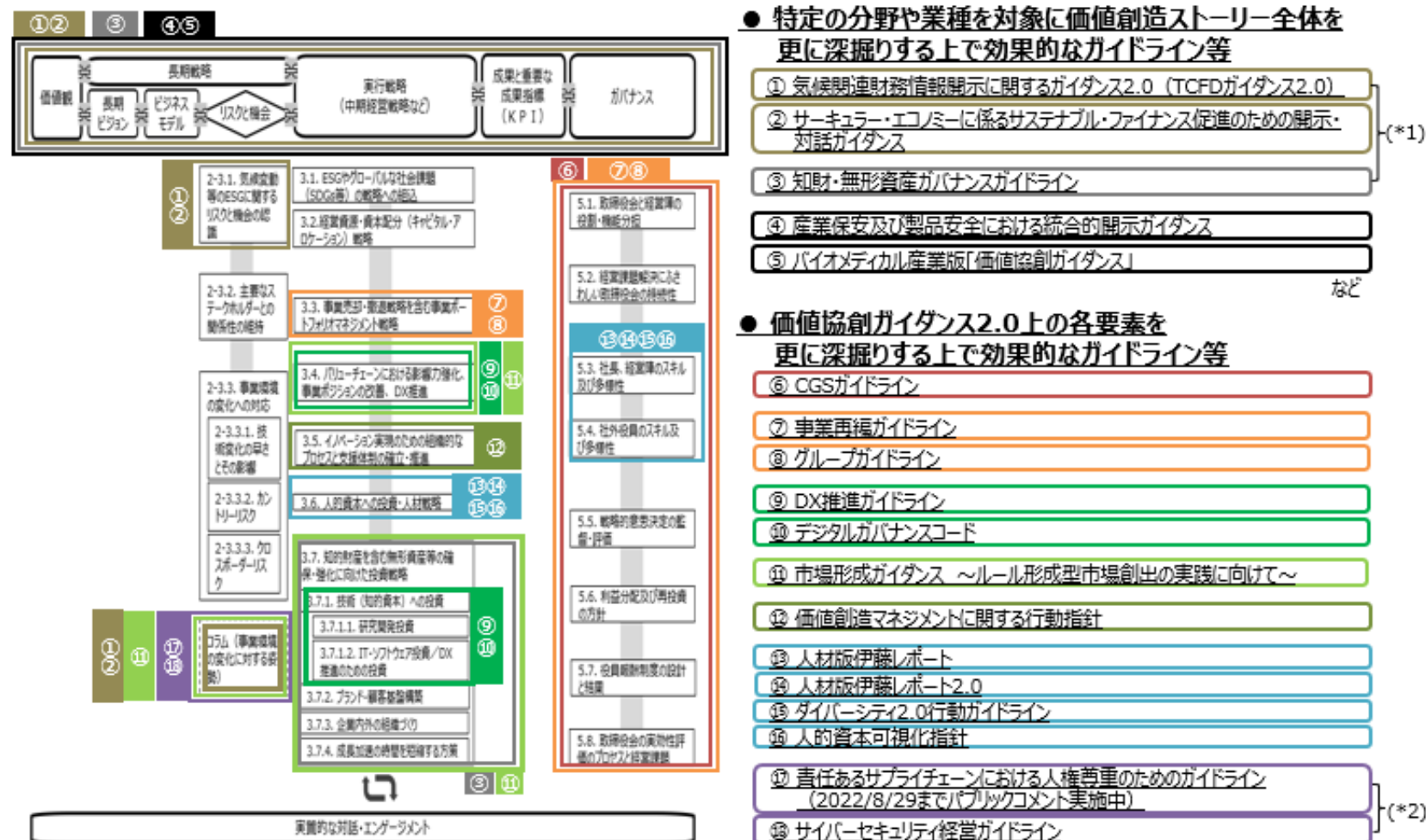
サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）実現のためのフレームワーク
（「価値協創ガイダンス 2.0」の全体像）



As is - To be フレームワークで捉えた価値協創ガイダンス 2.0



価値協創ガイダンス 2.0 と他のガイドライン等との関係図（2022 年 8 月時点）



※ ①～⑧のいずれについても、価値協創ガイダンスの構成や記述全体を踏まえつつ、価値協創ガイダンス2.0と併読して統合的に理解を深めることが望ましいが、本図では、①～⑧のそれぞれにつき、特に関連が深い価値協創ガイダンス2.0上の項目等を明示する観点から、相互の関係性を整理している。

(*)2 「ビジネスと人権」や「サイバーセキュリティ」は、価値協創ガイダンス2.0では「リスクと機会」のコラムで言及されているところ、他の分野と同様に、リスクと機会の分析を踏まえてどのように長期的な価値創造につなげていくかを検討する観点から、「実行戦略」の構築段階でも、活用することが望ましい。

目次

1. なぜ今、サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）か.....	2
2. SX 研究会における議論と本レポートの位置づけ.....	4
3. SX の要諦	5
①SX の前提となる「価値」の捉え方.....	5
②SX の実現に向けた課題と方向性.....	6
③SX を実現するための具体的な取組.....	8
4. SX 実現のフレームワークに向けた価値協創ガイダンスの改訂	10
5. SX の加速に向けた更なる検討課題.....	11
①中堅・中小企業やスタートアップを含むバリューチェーン全体での SX の推進	11
②インベストメントチェーン上の多様なプレイヤーによる価値協創ガイダンス 2.0 の活用 ..	12
③価値協創ガイダンスの活用促進に向けた更なる取組.....	13
（参考 1）日本企業・資本市場の現状	15
（参考 2）非財務情報開示をめぐる動向	22
（参考 3）伊藤レポート公表後の主な流れ	24
（別添 1）「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）」委員名簿	26
（別添 2）価値協創ガイダンスの改訂に向けたワーキング・グループ 委員名簿.....	28

1. なぜ今、サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）か

2014 年の伊藤レポート公表後、日本企業の収益は回復傾向にあるものの、資本効率性は依然として欧米企業に水をあけられており、長期成長に向けた投資も伸び悩んでいる。伊藤レポート以来の課題である、長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力（稼ぐ力）や企業価値の向上は、今や待ったなしの状況にある。

一方、国際的な動向に目を転じると、気候変動問題や人権問題をはじめとしたサステナビリティ課題をめぐる状況は、企業活動の持続性に大きな影響を及ぼしている。

「サステナビリティ」への対応は、企業が対処すべきリスクであることを超えて、長期的かつ持続的な価値創造に向けた経営戦略の根幹をなす要素となりつつある。企業が長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力（稼ぐ力）を向上させていくためには、サステナビリティを経営に織り込むことがもはや不可欠であるといっても過言ではない。

現に、サステナビリティ課題に対応しない企業は、投資家、消費者、労働市場から評価を得ることが難しく、結果として事業活動の継続に影響が生じるケースも多くなってきている。

これは、日本の企業・投資家をはじめとするインベストメントチェーン全体にとって大きな試練である。同時に、チャンスでもある。

今こそ、サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）を実践するときである。これこそが、これからの「稼ぎ方」の本流となっていく。

SX とは、社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを「同期化」させていくこと、及びそのために必要な経営・事業変革（トランスフォーメーション）を指す。「同期化」とは、社会の持続可能性に資する長期的な価値提供を行うことを通じて、社会の持続可能性の向上を図るとともに、自社の長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力（稼ぐ力）の向上と更なる価値創出へとつなげていくことを意味する。

SX の実現のためには、企業のみならず、投資家をはじめとしたインベストメントチェーンに関わる多様なプレイヤーが、長期の時間軸における企業経営の在り方について建設的・実質的な対話を行い、それを磨き上げていくことが必要である。

こうした投資家等との対話を通じ、特定の事業や部署に限らず企業活動全般において、従来の活動の延長線上にはない非連続的な変革を果敢に進めることにより、X（トランスフォーメーション）を一層加速することができる。

本レポートは、企業を取り巻く環境変化が激化する中、企業や投資家等が協働して長期的かつ持続的な企業価値を向上させるための SX の要諦を整理するとともに、その実現に向けた具体的な取組について述べている。いわば、日本企業・投資家等が将来に向けて進むべき道を示す「羅針盤」である。

企業には、本レポートを活用しつつ、SX に係る取組を積極的に発信し、グローバルな投資の呼び込みへとつなげていくことで、長期成長に向けた投資を更に拡大していくことが望まれる。

＜SXによる「新しい資本主義」の更なる推進＞

各企業が、競争優位性のある事業活動を通じ、ステークホルダーの抱える課題を解決することで収益を得るとともに、得られた収益を利益分配と将来への投資に振り向けていく「SXの循環」が生み出されれば、「新しい資本主義」が掲げる「成長と分配の好循環」も、より強力なものになることが期待される。

また、「新しい資本主義」において重点投資として位置づけられているGX（グリーン・トランスフォーメーション）についても、気候変動をはじめとする幅広いサステナビリティ課題を対象とするSXの中に位置づけて取り組むことが、両者を一体的かつ効率的に推進していく上で有用である。

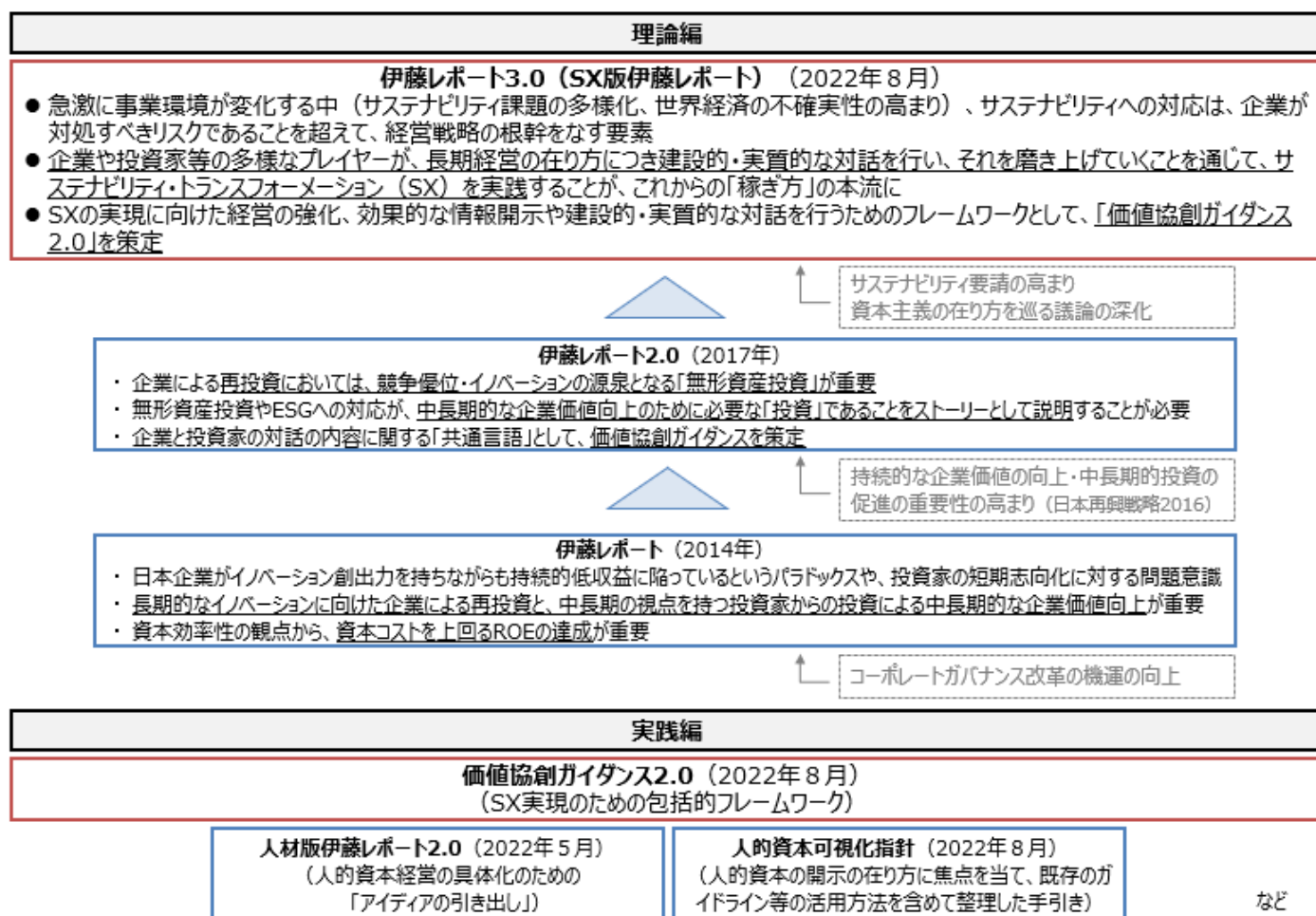
その際、SXとGXをさらに効果的かつ迅速に推進していくためには、DX（デジタル・トランスフォーメーション）とも一体的に取り組んでいくことが望まれる。

2. SX 研究会における議論と本レポートの位置づけ

前述の問題意識を出発点として、「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）」では、2021 年 5 月から計 8 回にわたって、SX の重要なポイント及び関連する様々な要素、今後求められる対応の方向性について議論を行った。とりわけ、企業の価値創造ストーリーを構築し、質の高い情報開示・対話につなげるためのフレームワークである「価値協創ガイダンス（2017 年）」の在り方及び改訂の方向性については、下部 WG の「価値協創ガイダンスの改訂に向けたワーキング・グループ」も含めて、精力的に議論を行った。

また、並行して、「人的資本経営の実現に向けた検討会」では、「戦略」の観点から、持続的な企業価値向上に向けた人材戦略及び人的資本経営の実現を目指す具体的な対応の方向性が検討され、2022 年 5 月に「人材版伊藤レポート 2.0」が発表された。さらに、「開示」の観点から、人的資本に係る情報開示の在り方について示した「人的資本可視化指針」が内閣官房非財務情報可視化研究会で検討され、2022 年 8 月に成案が公表された。

本レポートは、これら一連の取組の基底的な概念となる SX について、その要諦と議論の内容を紹介する、いわば“理論編”である。本レポートを基礎に据えつつ、“実践編”たる「価値協創ガイダンス 2.0（2022 年）」、「人材版伊藤レポート 2.0（2022 年）」、「人的資本可視化指針（2022 年）」などと併せて参照することで、これらのレポート・フレームワーク全体を、一体的かつ整合的に活用することが推奨される。



3. SX の要諦

SX 研究会においては、

- ① SX の前提となる「価値」の捉え方
- ② SX の実現に向けた課題と方向性
- ③ SX を実現するための重要な取組

について、とりわけ重点的な議論が行われた。本レポートではこれらの議論のポイントを示す。

①SX の前提となる「価値」の捉え方

株式会社の組織形態を採る限りにおいて、企業の創出する最終利益は株主に帰属する。一方、企業が持続的に事業活動を行うためには、顧客、バリューチェーンにおける取引先、共同研究や共同事業を行うパートナー、地域社会、公的機関等様々なステークホルダーの課題を解決し、その対価として利益を得ていくことが重要である。

したがって、企業が創造する「価値」に対しては、競争優位性のある事業活動によってステークホルダーの抱える課題を解決することで収益を得、それを利益分配と更なる課題解決に向けた再投資に振り向けながら長期的かつ持続的に企業価値を向上させていくという、循環的な捉え方をすることが重要である。

このような発想に立つことで、社会のサステナビリティ（持続可能な社会に対する要請への対応）と企業のサステナビリティ（企業が長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力（稼ぐ力）の維持・強化）の同期化が加速する。

企業価値をこのように捉えることは、伊藤レポートや伊藤レポート 2.0 において言及してきた、知的財産を含む無形資産を中長期的な時間軸において捉えることを重視する考え方や、企業価値を構成する様々な要素を統合的に捉えていく統合思考とも整合的である。

（参考）「価値」の捉え方をめぐるグローバルな議論——マルチステークホルダー議論

「価値」の捉え方に関しては、近年、国際的にも議論が活発化している。

米国の主要企業の経営者を構成員とするビジネスラウンドテーブル（BRT）は、2019 年 8 月、企業の目的は全てのステークホルダーにコミットメントを行うものと再定義する声明を発表した。これは、1997 年以降同団体が掲げてきた、企業は主として株主のために存在するという株主資本主義からの大きな転換となった。

また、世界経済フォーラム（WEF）は、2019 年 12 月、「ダボスマニフェスト 2020」を公表し、企業の目的を「全てのステークホルダーを、共有された持続的な価値創造に関与させることであり、このような価値を創造する上で、企業は、株主だけでなく、従業員、顧客、サプライヤー、地域社会、そして社会全体の全てのステークホルダーに価値を提供すること」と整理した。

投資家においても、企業がステークホルダーの価値を考慮すべきとの声は高まっている。資産運用会社であるブラックロックのラリー・フィンク CEO は、2022 年 1 月、投資先企業の CEO 宛てに、「株主に長期的な価値をもたらすには、企業は全てのステークホルダーのために価値を創造

し、また全てのステークホルダーからその価値を認められなければならない」などとしたための書簡を送付した。

本研究会においても、企業が持続的に企業価値を向上させるためには、ステークホルダーへの長期的かつ持続的な価値提供が前提となるとの意見が多く出された。

ただし、収益や企業価値との関連性を見失い、ステークホルダーに対する利益一辺倒に陥ると、日本企業の長期的な価値向上や経営変革に向けた取組がさらに遅れてしまいかねないことには十分に注意する必要がある。

日本企業には、前述の循環的な価値の捉え方に基づき、経営変革を通じ長期的な競争優位を確立した上で、ステークホルダーに価値を提供し、それを持続的な収益の創出と競争優位の更なる強化へとつなげていくことで、企業価値の向上を達成することが求められている。

②SXの実現に向けた課題と方向性

②-1 サステナビリティ課題をはじめとした事業環境の複雑化

企業は、世界的なサステナビリティ課題の多様化をはじめ、急激な事業環境の変化にさらされている。

気候変動や人権問題を含むサステナビリティ課題は、社会はもちろんのこと、企業活動の持続性にも多大な影響を及ぼしている。これらの課題に対応しない企業は、投資家、消費者や労働市場から評価を得ることが難しくなり、その結果、事業活動を継続することが難しくなる。

また、昨今の新型コロナウイルス感染症や国際秩序の急激な流動化により、世界経済は一層の大きな不確実性に直面している。

原油価格や物価の高騰に伴うコスト上昇は、価格転嫁やコスト負担の在り方に係る課題をバリューチェーン全体に対して投げかけている。国際物流の分断や原材料等の供給懸念が顕在化すると、既存のバリューチェーンが機能不全に陥るおそれも見逃せない。

サイバーセキュリティに係るリスクは常に企業につきまとい、自社が万全なセキュリティ体制を敷いたつもりになっていても、取引先において十分な対策が講じられていなければ、予期せぬところからセキュリティが破られ、サイバー攻撃を受ける可能性もある。

経済安全保障の観点からは、自社の業種や事業分野に留まらず、安全保障をはじめとした国際社会の状況や、ルール形成をめぐる国際的な動向を広く注視し、それらが将来的に自社の事業に及ぼし得る影響を把握・分析することの重要性がますます増大している。

②-2 社会のサステナビリティを経営に織り込む上での課題

このように事業環境が複雑化する中、企業は、社会のサステナビリティを経営に織り込むことを通じて、長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力（稼ぐ力）を維持・強化していくことが欠かせない。

しかし、具体的にどのような事業活動が社会のサステナビリティに資するか、それらの活動がどのように企業価値の向上につながるかについては、国際的にも多様な議論が展開されており、何にどのように取り組めばよいか、企業に迷いが生じることもある。

また、サステナビリティ課題の多くは、これまで経済的合理性が見出せなかったからこそ取り残されてきた課題であり、これらの課題解決を通じて利益を創出することは、本来的には困難を伴うものである。

だからこそ、インベンション（技術革新・発明）のみならず、イノベーション（革新的な価値創造）の実現により、課題解決と経済的合理性との両立を可能とするビジネスモデルの構築が重要である。ただし、企業経営や投資行動が短期志向に陥ってしまうと、長期目線でイノベーションに取り組む、事業としてスケールさせることが困難となる。

加えて、社会のサステナビリティに関する課題は社会共通の課題であることから、セクター内の企業で共通なものとなりがちであり（ハーディング）、各企業の行動が共通化し、独自性を発揮しづらくなることによって、利益の取り合い（レッドオーシャン）に陥る危険性も大きい。

他方、投資家においては、企業のサステナビリティの取組と企業価値とを関連付けた統合的な評価をどのように行うか、迷いが生じており、その結果、企業価値評価が表面的・形式的なものにとどまることもあるとの指摘もある。このような企業評価の在り方が、企業行動の画一化に拍車をかけることを懸念する声も聞かれる。

②-3 課題を乗り越えるための経営の方向性

以上のような課題を乗り越えるためには、環境変化を見越してリスク対策を講じながらも、事業機会の探索を怠ることなく、自社固有の長期的かつ持続的な価値創造ストーリーに基づく経営を行っていくことが求められる。

具体的には、まず、自社が長期的に目指す姿を設定することが必要である。そして、どのようなビジネスモデルを通じてどのような社会課題の解決を目指すか、これらの取組をどのように長期的な企業価値向上に結び付けていくかについて、投資家等と長期目線の建設的な対話を行いつつ、主体的に自社ならではの価値創造ストーリーを構築することが重要である。その上で、DXの推進、インベンションの創出、イノベーションの実現に向けた取組を価値創造ストーリー上に位置づけ、自社固有の戦略として推進していくことが期待される。

このとき、自社に影響を及ぼし得る環境変化のシナリオを複数描き、いずれのシナリオでも対応できるような戦略を構築することによって、経営の一層の強靱化を図ることも望ましい。

企業は、このような長期的な価値創造ストーリーを、幅広い投資家等に向けて積極的に発信することで、グローバルな投資の呼び込みへとつなげ、イノベーションの取組をはじめとする長期の成長投資を一層加速することが重要である。また、長期視点のストーリーは、自社の信用力を維持・向上させる上での基本的な考え方ともなることから、信用力向上のための取組と併せて発信することで、資金調達の円滑化を図ることも期待される。

③SX を実現するための具体的な取組

前述のとおり、SX とは、社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを「同期化」させていくこと、及びそのために必要な経営・事業変革（トランスフォーメーション）を指す。本研究会では、SX を実現するための具体的な取組として、以下の三点を整理した。

- （１）社会のサステナビリティを踏まえた目指す姿の明確化
- （２）目指す姿に基づく長期価値創造を実現するための戦略の構築
- （３）長期価値創造を実効的に推進するための KPI・ガバナンスと、実質的な対話を通じた更なる磨き上げ

③-1 社会のサステナビリティを踏まえた目指す姿の明確化

SX の実現に向けては、第一に、社会のサステナビリティも踏まえつつ、自社が長期的に目指す姿を明確化することが重要である。

そのためには、まず、社会への長期的かつ持続的な価値提供に向けて判断軸となる価値観を明確化し、それに基づき、自社の事業活動を通じて解決する重要課題を特定することが求められる。その上で、それら自社の価値観や重要課題とも整合的な形で、どのように社会に価値を提供していくか、それによってどのように長期的な価値向上を達成するかという、目指す姿を設定することが重要である。

目指す姿の設定に際しては、短・中・長期それぞれの時間軸の中で想定される社会の変化を見据え、将来市場における自社のポジショニング等を想定し、それを達成するためにどのような取組が必要かという観点からの検討（バックカスティング）と、自社の競争優位・強みを将来に向けてどのように持続・強化するかという観点からの検討（フォアカスティング）を組み合わせることが有益である。

なお、投資家等との対話（③-3）に際しては、長期的に想定される社会変化の見通し、リスクと機会の両面から社会課題が自社に及ぼす影響、自社の競争優位・強みに対する認識なども踏まえつつ、なぜそのような目指す姿を設定するに至ったのかという理由やプロセスについても、分かりやすく伝えることが有用である。

③-2 目指す姿に基づく長期価値創造を実現するための戦略の構築

企業には、目指す姿に基づき具体的にどのように価値創造を実現していくか、企業全体の長期価値創造の在り方を示す長期戦略を構築するとともに、その具体化に向けた短・中・長期別の戦略を組み立てることが求められる。

長期戦略を構築する際には、（１）長期的に目指す姿の設定に加え、（２）その実現に向けて基盤となるビジネスモデルの構築・変革、（３）視野に入れるべきリスクと機会の分析を統合的に行うことが重要である。長期戦略は、個々の戦略の前提となるものとして、企業全体の長期的かつ持続的な価値創造の在り方を示す、いわば「大戦略」であり、価値観や重要課題とも整合的に策定することが欠かせない。

このように定めた長期戦略の具体化・実現に向けて、目指す姿と現在の自社の姿とのギャップを埋める観点から、事業ポートフォリオ戦略、DX 推進、イノベーション実現のための組織的なプ

ロセスと支援体制の確立・推進、人的資本への投資・人材戦略、知的財産を含む無形資産投資戦略などを、短・中・長期のそれぞれの時間軸に応じて推進していくことが重要である。

当該ギャップを適切に把握するためには、現在の自社の事業状況や市場におけるポジショニング等を分析し、競争優位やその源泉である経営資源等を正確に認識するための財政状態及び経営成績の分析（MD&A 等）が重要である。また、自社の競争優位を支えるステークホルダーとの関係を振り返るとともに、長期的な価値創造の基盤強化を目指して、既存のバリューチェーンにとられない新たな取引先との連携を模索することも有益である。

③-3 長期価値創造を実効的に推進するための KPI・ガバナンスと、実質的な対話を通じた更なる磨き上げ

長期的かつ持続的な企業価値向上を実効的に推進するためには、KPI の設定とガバナンス体制の整備が有効である。これらを通じて、企業には、目指す姿とそれに基づく戦略を着実に構築・実行するとともに、外部環境の変化等に応じて適切な見直しを図ることが求められる。

KPI の設定に際しては、戦略のみならず、価値観や重要課題と関連付けることも有益である。また、それらの KPI を長期の時間軸においてどのように達成していくかという見通しや、それが長期的な価値創造にどのようにつながるかを併せて示すことで、投資家等の理解をさらに深めることができる。

ガバナンスについては、自社の長期的な価値向上の観点から、なぜそのようなガバナンスの仕組みを構築しているのか、それがどのように自社固有の価値創造ストーリーの中に位置づけられ、機能するのかを併せて示すことが望ましい。その上で、取締役会と経営陣の役割・機能分担を明確化するとともに、重要課題及び戦略に関する KPI と連動した役員報酬や、株式報酬をはじめとする中長期的なインセンティブ報酬を設計することも有益である。

さらには、投資家等との間で、長期的な企業価値の向上に資する対話・エンゲージメントを深めることにより、目指す姿、その達成に向けた戦略、ガバナンス体制などから成る価値創造ストーリーを不断に磨き上げていくことが重要である。その際、世界的な非財務情報開示をめぐる動向（参考 2）を視野に入れながらも、開示内容の定型化（ボイラープレート化）に陥ることのないよう、自社固有の価値創造ストーリーに根ざした質の高い開示をしていくことが、投資家等との建設的な対話を行っていく上で重要である。

4. SX 実現のフレームワークに向けた価値協創ガイダンスの改訂

SX の基盤となる価値創造ストーリーは、企業が単独で構築するのではなく、投資家をはじめとしたインベストメントチェーンに関わる多様なプレイヤーとの対話をもとに、協働して磨き上げていくことが重要である。これを実現するためには、企業価値の協創に向けた情報開示や対話の拠り所となる枠組み、いわば企業と投資家等をつなぐための「共通言語」が必要である。

2017 年に策定された価値協創ガイダンスは、まさにこうした長期価値向上に向けた開示・対話の手引きとしての役割を担うものである。策定当初から、価値協創ガイダンスは、持続可能な社会に向けた長期的な価値提供を目的に、企業と投資家等が建設的・実質的な対話を通じて価値創造ストーリーを協創することの意義を説いてきた。それは現在及び将来においても重要である。

SX 研究会及び価値協創ガイダンスの改訂に向けたワーキング・グループでは、長期経営・長期投資の実践に向けて求められる取組について、さらなる具体化を図るために議論を深めた。また、国内外における非財務情報開示をめぐる多様な動きを受けて、それらの動向とも整合的な価値創造ストーリーの在り方についても検討した。

現行価値協創ガイダンスが策定当初から重視してきた意義を踏襲しつつも、こうした議論の成果を取り込み、SX の実現に向けた経営の強化、効果的な情報開示や建設的・実質的な対話を行うためのフレームワークとしてアップデートすべく、現行ガイダンスを「価値協創ガイダンス 2.0」として改訂することとした。

本改訂の主なポイントとしては、以下の五点が挙げられる。

- (1) 本ガイダンスにおいて SX の意義を明示することとした。具体的には、全ての項目において、持続可能な社会の実現に向けて、企業が長期的かつ持続的に価値を提供することの重要性と、それを踏まえた対応の方向性を明記した。
- (2) 長期の時間軸で経営・事業変革を行う重要性を強調すべく、自社が目指す姿を示す「長期ビジョン」、長期的かつ持続的な企業価値向上の基盤となる「ビジネスモデル」、リスク要因や事業機会となり得る要因を把握・分析し、短・中・長期それぞれの対応へと活かしていくための「リスクと機会」の三つの項目から構成される「長期戦略」の大項目を新設した。その上で、各項目の冒頭に、特に重視すべき「ポイント」を簡潔に記載することとした。
- (3) TCFD 提言以来定着しつつある「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」という開示構造との整合性を確保するため、それぞれに対応する項目として、本ガイダンスの「ガバナンス」、「実行戦略（中期経営戦略など）」、「リスクと機会」、「成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI）」の各項目を活用できる構成とした。
- (4) 人的資本への投資が、社会のサステナビリティと企業のサステナビリティの同期化を図る観点からも重要な要素であるとの認識が広がっていることや、企業価値を構成する様々な要素とも密接に関係していることを踏まえ、「実行戦略（中期経営戦略など）」において、人的資本への投資や人材戦略の重要性をより強調する構成へと組み直した。
- (5) 企業と投資家が、建設的・実質的な対話を通じ、価値創造ストーリー全体を磨き上げて協創することの重要性をより明確化するため、「実質的な対話・エンゲージメント」の項目を新設することとした。

5. SXの加速に向けた更なる検討課題

サステナビリティをめぐる課題の解決を通じて長期的かつ持続的な企業価値向上を達成するためには、各企業が自社ならではの価値創造ストーリーを構築しつつ、自社にできるところから一歩一歩取組を進めていくことが重要であることは、論を俟たない。

その上で、日本企業・投資家等が一丸となってSXを一層加速させるためには、バリューチェーン上の取引先やインベストメントチェーン上の多様なプレイヤーが、SXの実現に向けて自らに期待される役割は何かを自問し、他のプレイヤーとの連携・協働も図りながら、主体的な取組を推進していくことにより、SXを面的に展開していくことが重要である。

以下では、こうした観点から、大企業や機関投資家に限らない多様なプレイヤーが、価値協創ガイダンス2.0も活用しつつ、SXを効果的・効率的に推進していく上で期待される事項について述べる。

①中堅・中小企業やスタートアップを含むバリューチェーン全体でのSXの推進

グリーン化やデジタル化の一層の進展、サイバーセキュリティの重要性の増大、国際秩序の流動化など、世界規模での産業構造・事業環境の変化が急速に進む中、中堅・中小企業やスタートアップも含むバリューチェーン全体を長期的かつ持続的な企業価値創造の基盤として構築・変革し、SXを押し進めていくことが急務となっている。このためには、コスト・利益配分の適正化、リスク管理体制の構築、生産性向上に向けた取組などを、自社のみならずバリューチェーン全体で推進していくことが重要である。

為替変動等に伴う仕入価格の上昇といったコストアップについては、受注側企業も含めバリューチェーン全体で長期的な価値創造の基盤を構築することの重要性を踏まえ、バリューチェーン上の企業間で対話を深めつつ適切に負担し合うことが、長期的な事業継続や企業価値向上のために欠かせない。

リスク管理体制の構築や生産性向上に向けた取組の推進に際しては、まず、バリューチェーンにおいて要となる大企業などが、他の企業とも対話しつつ、主導的にバリューチェーン全体での長期的に目指す姿を定め、共有することが重要である。さらには、こうした目指す姿の達成に向けて、自社のみならず、バリューチェーン全体でのガバナンス体制の充実化を図ることも有益である。

中堅・中小企業などにおいては、こうした目指す姿の達成に向けて、長期視点での設備投資計画等を進めたり、経営・事業の在り方を柔軟に変革したりするなど、長期価値創造に向けた取組を能動的に立案・推進していく姿勢が求められる。このとき、長期視点の経営や事業変革に向けての考え方を整理し、自社の状況に応じて検討を具体化していく上でも、価値協創ガイダンス2.0は有益な視座を提供するものである。

また、ウェブサイトや統合報告書等において、自社の長期価値創造に向けた取組を積極的に発信することも有益である。これは、発信に向けて社内で議論を深めることを通じて、自社の課題を洗い出したり競争優位の強化のための方向性を見つめ直したりすることにもつながる。

もっとも、中堅・中小企業においては、例えば、デジタル技術の実装や専門人材の獲得など、人材・技術・資金等の資源が限られている企業も多い。こうした企業に対しては、これらの資源に余力のある大企業などから、積極的に企業間連携やオープンイノベーションなどを持ちかけることにより、バリューチェーン全体での生産性向上を図っていくことも有益である。

さらに、社会全体や産業構造の変化を視野に入れつつ、長期的な企業価値創造の基盤を柔軟に形成していくためには、既存の事業領域を超えて、これまで接点の無かった新たな企業との連携を積極的に進めることも有益である。例えば、スタートアップが有するイノベーション創発の潜在力に着目し、長期的に目指す姿を共有できるスタートアップとのチャネルを開拓して、バリューチェーンの革新を図ることも検討に値する。

スタートアップ側においても、自社の長期的な価値創造の基盤を確立する観点から、バリューチェーン上の新たなポジションの獲得に向けて積極的に働きかけを行うことは有益であり、そのために価値協創ガイダンス 2.0 を活用することが期待される。

例えば、自社の競争優位・強みである技術や知的財産等の無形資産を価値創造ストーリーの中に位置づけることによって、自社の強みが具体的にどのように企業価値の向上につながるかを説得的に発信することができる。また、価値協創ガイダンス 2.0 を参照しつつ、ガバナンスの仕組みをできるところから着実に整備していくことにより、バリューチェーン上の他の企業からの信頼を高めることもできる。これは、事業規模の成長に応じて将来求められる、ガバナンス体制の充実化に向けた基礎固めにもつながる。

②インベストメントチェーン上の多様なプレイヤーによる価値協創ガイダンス 2.0 の活用

インベストメントチェーン全体で SX を推進していくためには、チェーンを構成する機関投資家、アセットオーナー、証券アナリスト、ESG 評価機関などの行動変容も重要である。こうした観点から、中長期的な企業評価や企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を充実・強化する手段として、価値協創ガイダンス 2.0 の活用を推進していくことが望まれる。具体的な方策としては、以下のような取組が考えられる。

②-1 運用機関・アセットオーナー

運用機関においては、長期の時間軸を前提に、投資先企業との建設的な対話等を通じて、長期的かつ持続的な企業価値の向上に寄与することが期待されている。運用機関がこうした長期目線の企業評価や対話に取り組む上で、アセットオーナーによる理解は不可欠であるが、中には短期視点で運用機関を評価するアセットオーナーも存在するとの指摘もある。

一方、日本版スチュワードシップ・コードでは、アセットオーナーには、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自らあるいは運用機関の行動を通じて投資先企業の企業価値の向上に寄与することや、運用機関の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、同コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきことが期待されている。

これらも踏まえつつ、運用機関とアセットオーナーにおいては、価値協創ガイダンス 2.0 も活用しつつ、長期的な企業価値向上の重要性に対する共通理解を醸成しながら、長期視点に基づく対話を実践し、投資先企業の長期的な企業価値向上を促していくことが望まれる。

②-2 証券アナリスト

SXの実現のためには、セルサイドアナリストやバイサイドアナリストをはじめ、企業と投資家をつなぐ役割を担う証券アナリストの行動変容も重要である。

セルサイドアナリストにおいては、売買の対価として手数料を受領するビジネスモデルの収益性の低下により、付加価値の高いリサーチを行うことが一層難しくなっていることや、短期的な財務情報の分析にリソースのほとんどを取られており、中長期的な企業分析を行う余裕が乏しく、公表情報以外の情報へのアクセスも難しくなっているなどの課題も指摘されている。

また、バイサイドアナリストに対しては、自社のファンドマネージャーに投資見解を提供するだけではなく、長期視点に基づく企業評価や投資先企業とのエンゲージメントを通じ、企業の信用力をはじめとする持続可能性を高め、長期的かつ持続的な企業価値向上を促進していく役割に対する期待が大きくなっているとの声もある。

こうした中、株式アナリストや債券アナリストなど多様な証券アナリストを含む市場全体で、価値協創ガイダンス 2.0 の活用を通じて中長期目線での企業価値評価が広く浸透することが望まれる。とりわけ、セルサイドアナリストによる長期視点でのリサーチが評価され、かかる付加価値の高いリサーチに正当な対価が支払われるなどの市場環境の変化が起こることを期待したい。

そのためにも、証券アナリスト自身が、技術動向や複数産業に跨がったトレンド、業界再編など中長期のトピックに対する感度を高め、それらが長期的な企業価値評価にどう結び付くかを説明したり、さらにはそれらの関連性を明示した業績モデルを提示したりすることができるように研鑽を積むなど、証券アナリストの行動変容を実現していくことも重要である。

②-3 ESG 評価機関

ESG 評価機関については、従前より、評価機関間において評価結果の相関が低いことが指摘されてきた。もっとも、重要なのは、評価結果の相関性が確保されていることではなく、評価プロセスたる評価手法等が透明化されていることであり、公開された手法に沿って評価が行われているのであれば、結果が機関によって異なることは必ずしも問題ではないとの声もある。

ESG 評価機関に第一に求められるのは、ESG 評価の目的・考え方、具体的な評価手法、評価に用いる情報源といった評価プロセスに関わる情報を分かりやすく示すことといえる。これにより、企業・投資家・評価機関間の対話も深まり、ESG 評価手法の発展やそれを梃子とした企業における長期的な ESG 取組の深化に繋がることが期待される。このとき、長期的かつ持続的な価値創造を重視する企業や投資家と目線を合わせた対話を行うためには、ESG 評価機関においても価値協創ガイダンス 2.0 を参照し、ESG 取組単体を評価するのみならず、それらの取組を長期的な価値創造とも関連付けつつ評価する視点を養うことも有益である。

③価値協創ガイダンスの活用促進に向けた更なる取組

前述のとおり、現在、欧米の規制当局において、非財務情報開示に関するルール設定の動きが活発化している。また、非財務情報開示に関する任意の基準やフレームワークについても、一部では開示基準設定主体の組織統合の動きも見られるものの、いまだ複数の基準等が林立している

状況にある。さらには、今後、新たなサステナビリティ課題に対応するためのルール形成等が進展する可能性もあり、企業においては、これらの複雑化する状況にどのように対応していけばよいか、迷いが生じているとの声も聞かれる。

長期目線の投資家は、気候関連などの非財務情報それ自体だけではなく、それらに関する企業の取組が企業活動全体の中でどのように位置づけられ、長期的な競争優位とどのように結び付き、財務にどのような影響を及ぼしているか、という統合的な価値創造ストーリーに関心を持っている。

こうした投資家の視点を勘案すると、企業に第一に求められるのは、長期的かつ持続的に成長原資を生み出す力や財務価値と社会価値との関係性を整理した上で、自社固有の価値創造ストーリーを主体的に構築することだといえる。その上で、サステナビリティ関連の取組を価値創造ストーリー上に明確に位置づけることにより、多様な情報開示の要請に対しても効果的・効率的に対応することが可能となる。企業には、このような方向性に基づき価値協創ガイダンス 2.0 を有効に活用することが期待される。

このような活用方法も含め、価値協創ガイダンス 2.0 の一層の普及・促進を図る観点から、本研究会では今後の方向性として以下のような意見が示された。こうした意見を基に、今後の促進に向けた検討を深めていくことが求められている。

- ・ 投資家が、昨今の環境変化を踏まえた企業の問題意識を共有するとともに、企業が、国際的な開示動向も踏まえた投資家の企業評価に係る視点への理解を深めることによって、長期的な価値協創の一層の促進を図るべく、企業と長期視点の投資家との対話の場を創出。
- ・ 具体的にどのような開示・対話を通じて企業と投資家が長期的な価値協創を目指していけばよいのか、事例と併せて分かりやすく示すために、価値協創ガイダンス 2.0 の活用事例集を作成。
- ・ SX の実装に向けた積極的な取組を後押しするための仕掛け作りを検討（SX に積極的に取り組んでいる企業の選定・表彰など）。
- ・ 価値協創ガイダンス 2.0 がグローバルなフレームワークとして広く活用されるように国際的な発信や働きかけを展開。
- ・ SX の普及・啓発活動（セミナー等）。

(参考 1) 日本企業・資本市場の現状

(1) 日本企業の現状

2021 年の日本企業の ROE は、依然として欧米企業と差が開いている(図 1)。伊藤レポートは「資本コストを上回る ROE」の達成が重要と指摘したが、その捉え方については企業と投資家の間でギャップがある。企業においては、自社の ROE が資本コストを「上回っている」との回答が約 5 割に上る一方、投資家においては、当該水準につき「同程度」又は「下回っている」との回答が合計で 9 割を超えるというアンケート結果も存在する(図 2)。

企業の経常利益は上昇傾向にあり、2018 年度には過去最高を記録した。それに伴い、企業の保有する現預金は増加している。他方、これらの伸びと比較すると、人件費や設備投資等の中長期的な成長に向けた経営資源の配分は低水準で推移している(図 3)。これは、中長期的な投資で重視するものとして、人材投資、IT 投資(DX 対応・デジタル化)、研究開発投資といった無形資産投資を挙げる企業が少ないという調査結果にも、端的に表れていると見ることができる(図 4)。

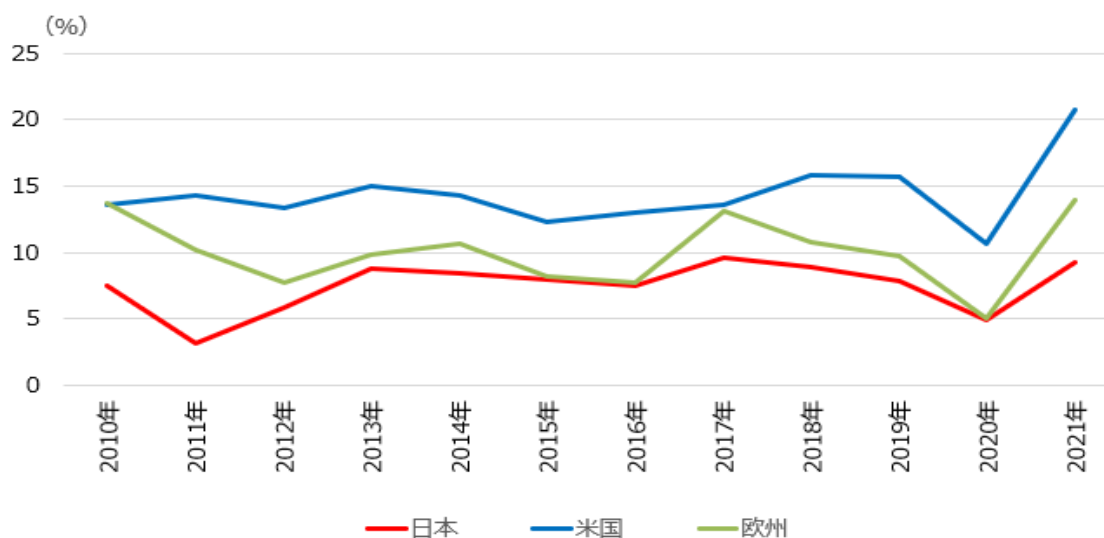
本研究会では、投資(input)がどのように成果(outcome)につながるかを示すことがより重要であるにもかかわらず、日本企業は、投資(input)に焦点を当てるのみにとどまっているとの指摘もあった。

また、日本企業の PBR については、1 倍割れの企業の割合が約 4 割に上り(図 5)、日本企業の中長期的な成長投資に向けた経営資源配分の少なさが、投資家からの厳しい評価に繋がっているとの見方も示された。

本研究会では、近年の不確実性や社会のサステナビリティ要請の高まりなどにより、資本コストは上昇する一方、資本効率性には下方圧力がかかるからこそ、資本コストと資本効率性を意識した経営が一層重要になるとの見方も示された。こうした経営への転換は、日本ではまだ緒についたばかりであり、長期的な競争優位の向上・強化や企業価値向上に向けた取組は、依然として大きな課題である。

日本企業はこうした状況にいつまでも甘んじているわけにはいかない。IMD(国際経営開発研究所)の「世界競争力年鑑 2022 年」によると、日本の「経営プラクティス」は 63 位と、下から 2 番目の位置にとどまる(図 6)。日本企業にとって、国際的な競争力の向上に向けて経営・事業変革(トランスフォーメーション)を果敢に実行していくことは、待ったなしの課題といえる。

（図 1）日米欧主要上場企業の ROE の推移

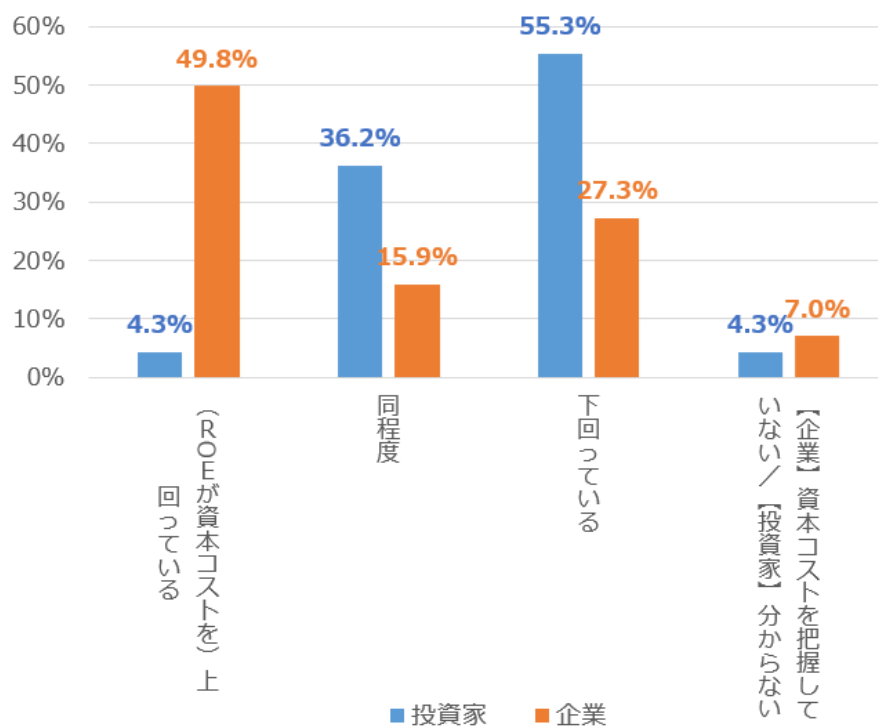


（注）ROE＝純利益（直近 12 ヶ月）／自己資本（期首期末平均） 自己資本がマイナスの企業を除く

日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：BE500

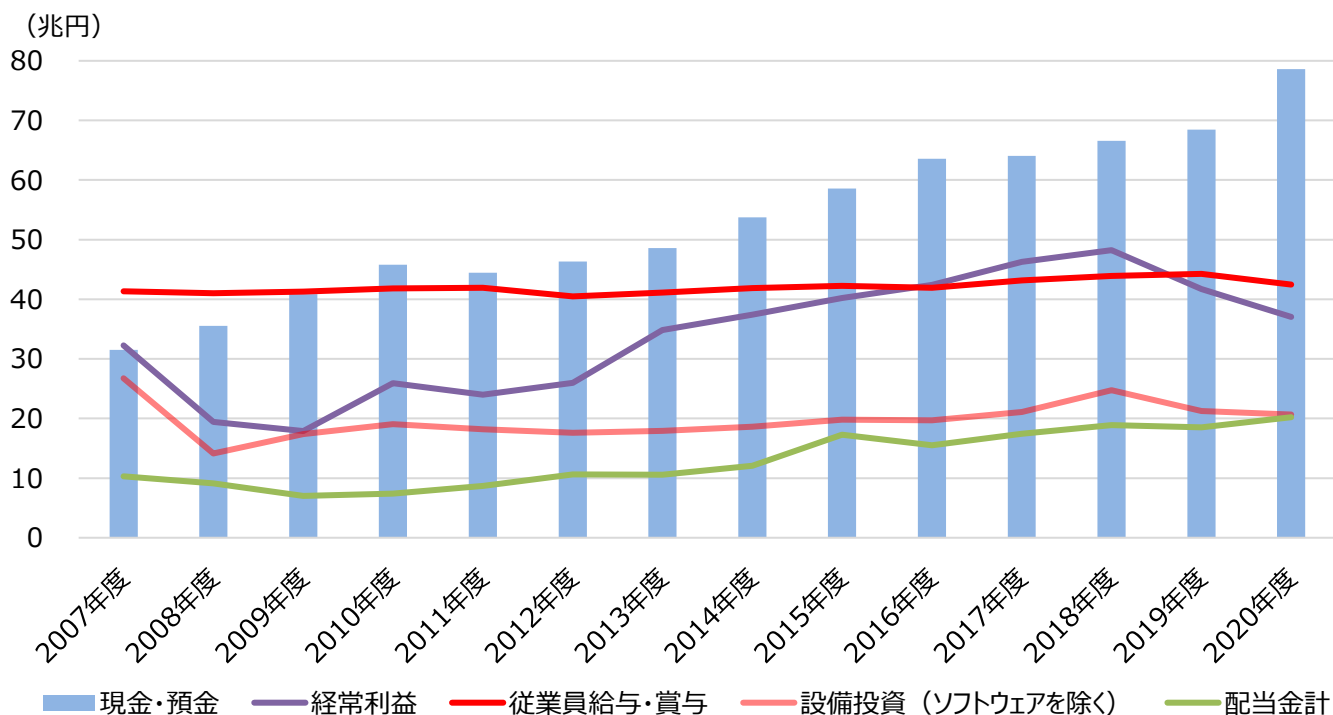
（出所）Bloomberg のデータを基に作成

（図 2）資本コストに対する ROE 水準の見方



（出所）一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『資本市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」（2022 年 4 月）を基に作成

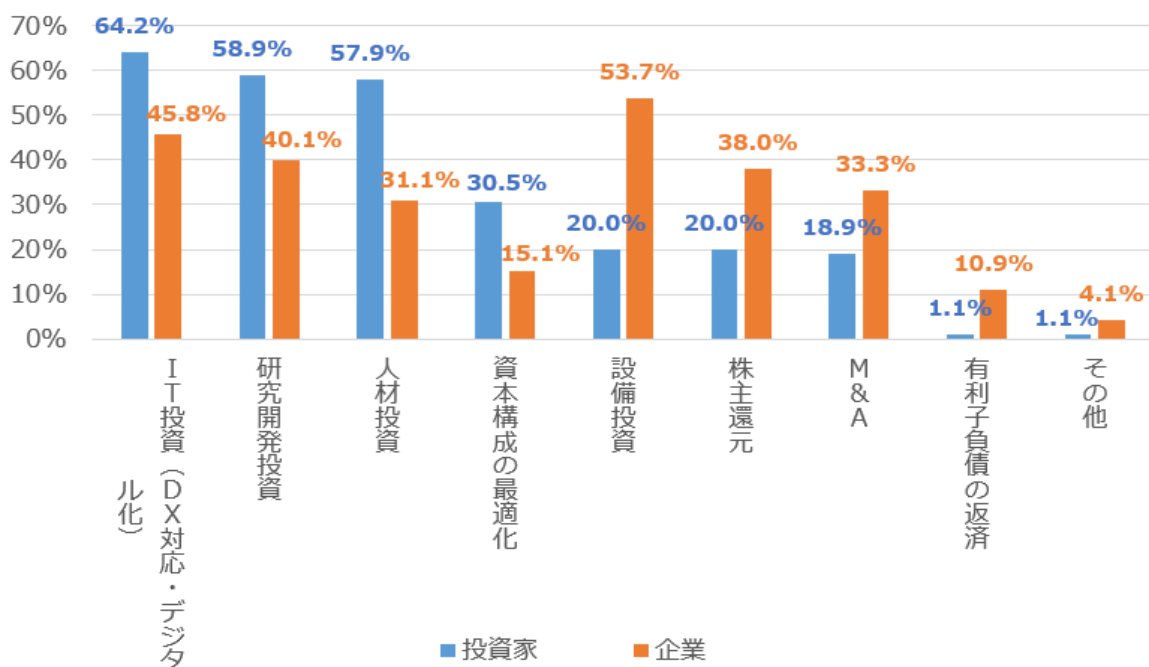
(図3) 大企業の諸数値の推移



(注) 金融・保険を除く全産業、資本金 10 億円以上の企業の数値

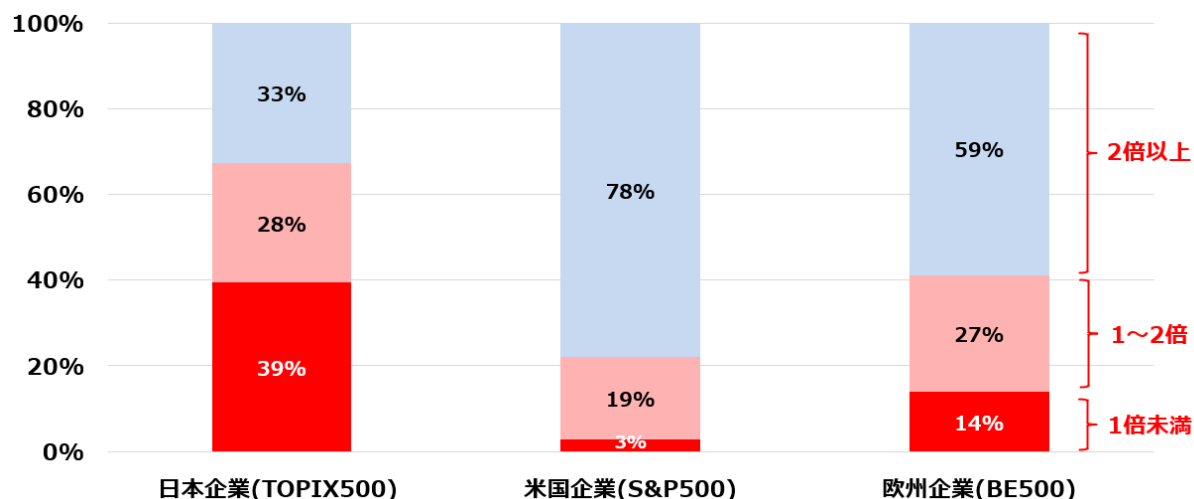
(出所)「法人企業統計調査」を基に作成

(図4) 中長期的な投資・財務戦略の重要項目 (企業回答) / 重視すべき項目 (投資家回答)



(出所) 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『資本市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」(2022 年 4 月) を基に作成

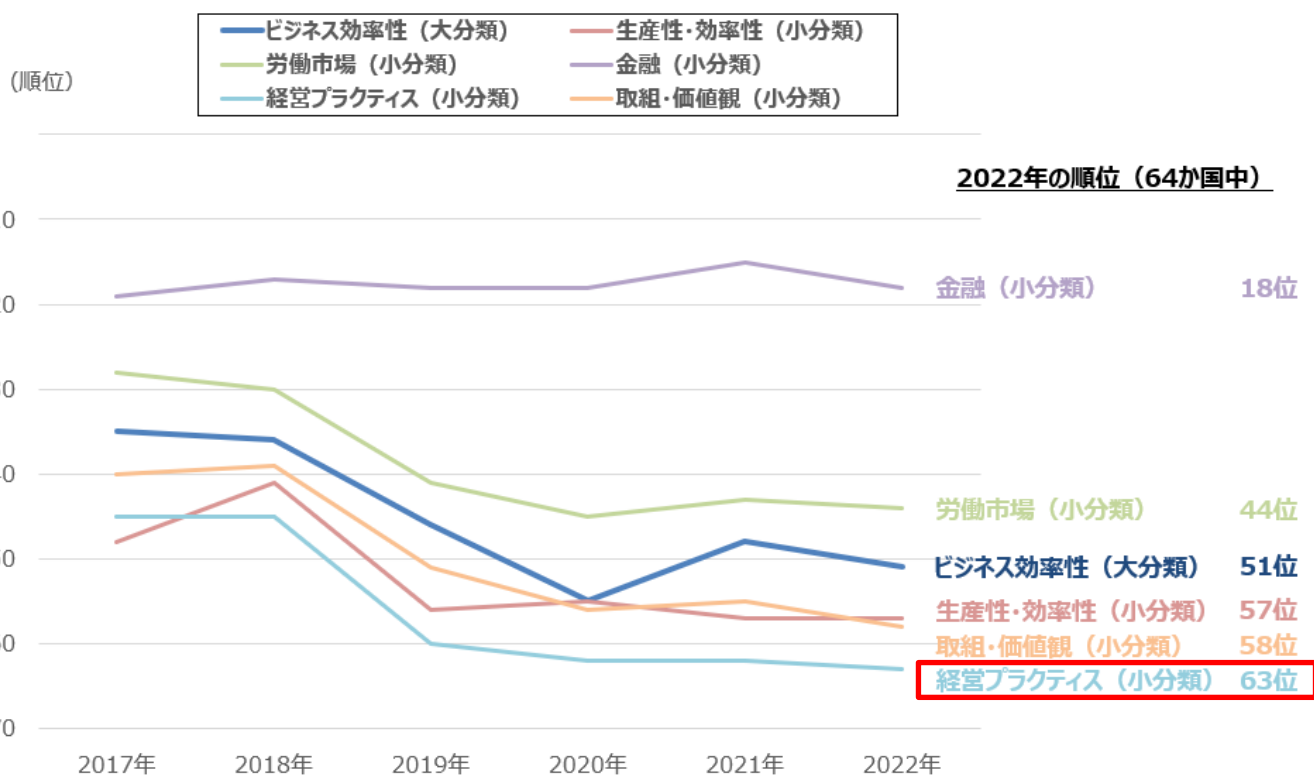
(図5) 日米欧主要上場企業におけるPBRの分布(2021年末時点)



(注) PBR=時価総額/純資産 純資産がマイナスの企業を除く

(出所) Bloomberg のデータを基に作成 (2021年12月30日時点)

(図6) 日本の「経営プラクティス」等の順位の推移(IMD「世界競争力年鑑」)



(注) IMD「世界競争力年鑑」では、全分野を合わせた総合順位のほか、四つの大分類(経済状況、政府効率性、ビジネス効率性、インフラ)ごとの順位や、各大分類に含まれる小分類の順位などが公表される。上記グラフにおいては、「ビジネス効率性」とそれに含まれる小分類(「経営プラクティス」など)の順位の推移を示している。

2017年から2020年では63か国・地域中、2021年・2022年は64か国・地域中の順位

(出所) IMD「IMD World Competitiveness Booklet 2022」などを基に作成

（２）資本市場の現状

資本市場では、パッシブ運用と ESG 投資の拡大傾向が続いている。

年金積立金管理運用行政法人（GPIF）の国内株式に係るパッシブ運用の割合は、2021 年度末時点で約 94%に上る（図 7）。

PRI 原則に署名した機関数は 2021 年時点で 3,800 を超え、その運用規模は 100 兆ドルを超えている（図 8）。また、2020 年時点での全世界における ESG 投資額は約 35.3 兆ドルに上る（図 9）。

本研究会では、EU のサステナビリティ関連開示規制（SFDR）をはじめ、投資家に対する ESG 投資に係る規制の動きも強まっており、市場全体への影響について注視が必要との意見もあった。また、ESG 投資の拡大に伴い、ESG 評価機関の存在感も増しているが、ESG 評価機関による評価にとらわれ、企業のサステナビリティの取組と企業価値とを関連付けた統合的な評価がおろそかになっては本末転倒である。本研究会では、ESG 評価機関による評価を参考として用いながらも、各企業の取組が長期的な企業価値にどのようにつながるのかを主体的に評価し、投資判断を下す投資家も増えているとの意見もあった。

長期的な企業価値向上を実現するためには、投資家においても、長期的な視点に基づく建設的な対話を行うことを通じて、企業の長期経営を促していくことが重要である。

一方、現状では、企業と投資家の対話が形式化しているとの懸念の声も聞かれる。現に、対話における投資家の課題として、「企業に対する分析や理解が浅い（対話内容が形式的）」や「短期的な視点・テーマに基づく対話の実施」が上位に挙がっているアンケート結果も存在する（図 10）。

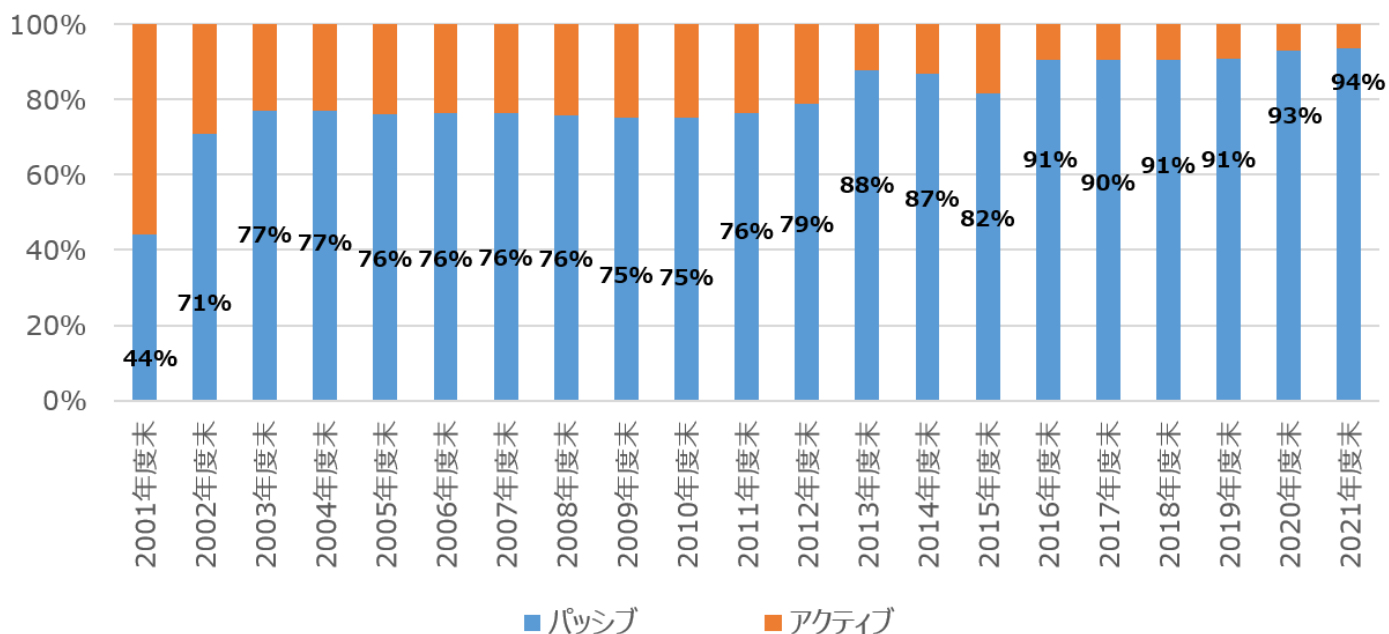
セルサイドアナリストも、資本市場において重要な役割を果たすことを期待されている。

本来、セルサイドアナリストには、中立的な立場から投資家に有意義な情報を提供することで資本市場の価格発見機能に貢献したり、企業に事業戦略の評価や取るべき施策の示唆等を行ったりすることで、企業と投資家をつなぎ、両者の対話を促す重要な役割が期待されている。

しかし、EU の第 2 次金融商品市場指令（MiFID II）を受けてのリサーチ費用の削減や、株式売買手数料の引下げ競争などにより、売買の対価として手数料を受領するというビジネスモデルの収益性が著しく低下しており、付加価値の高いリサーチを行うことが一層難しくなっていると言われている。

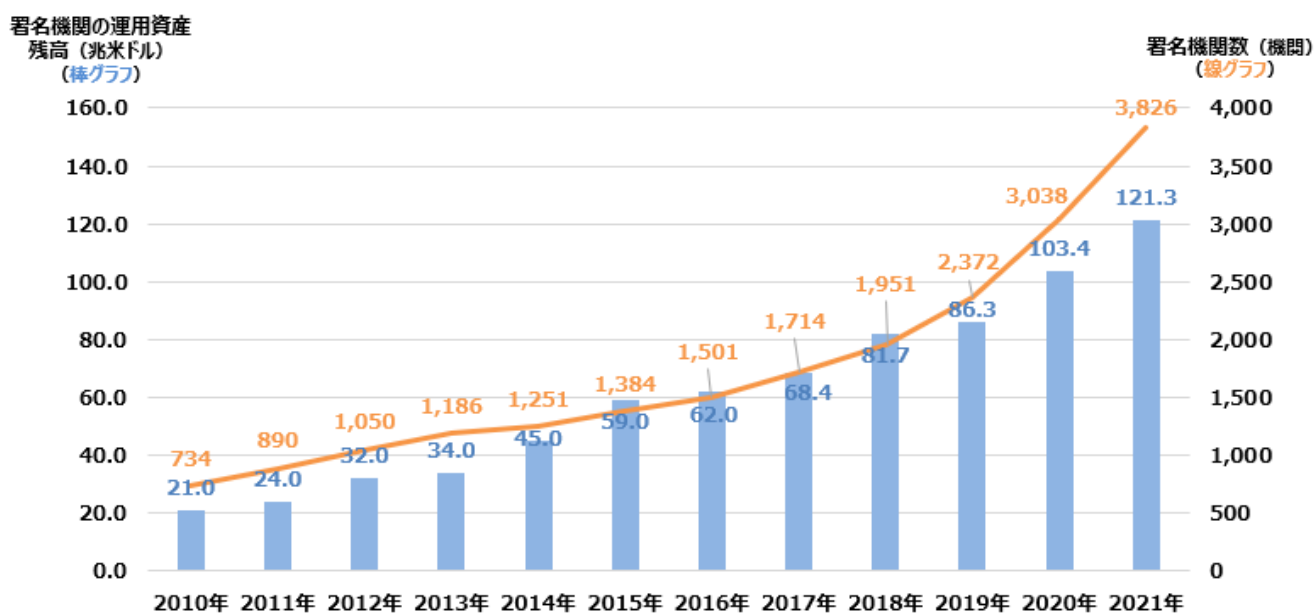
また、ESG 投資の拡大や業種横断的なビジネスを展開する企業の増加に伴い、従来のセクターアナリストによる適切な企業分析が難しくなったとの指摘や、法人関係情報の運用規制強化の影響により公開情報以外の情報を扱いにくくなったとの声も聞かれた。

(図7) GPIF の国内株式に係るパッシブ運用の割合の推移



(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人「パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移」を基に作成

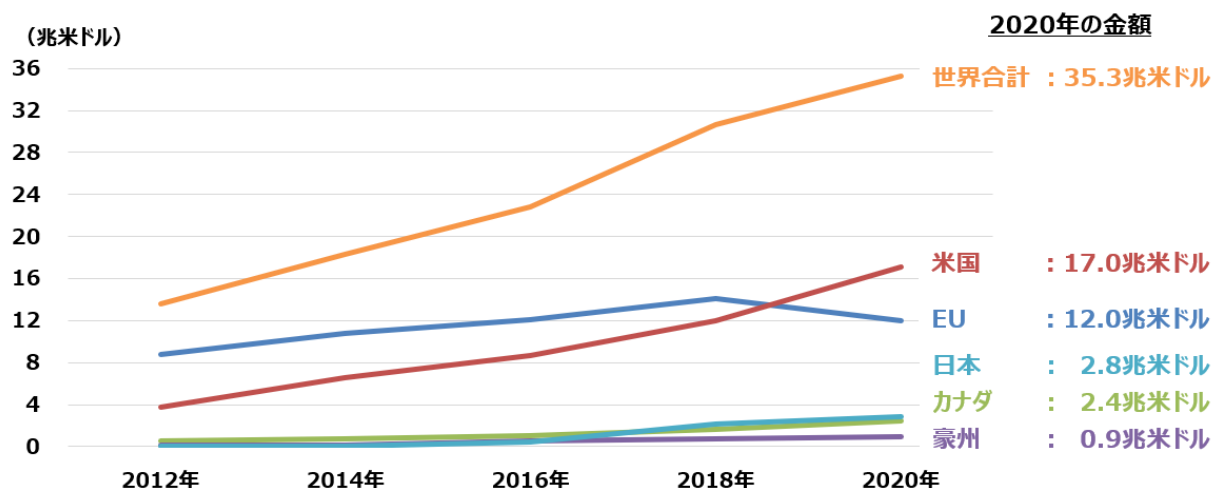
(図8) PRI に署名した機関投資家数と運用資産残高の推移



(注) PRI は、国際連合が公表した責任投資家の6原則 (①投資分析と意思決定プロセスに ESG 課題を組み込みます、②活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣に ESG 問題を組み入れます、③投資対象の企業に対して ESG 課題についての適切な開示を求めます、④資産運用業界において本原則が受け入れられ実行に移されるように働きかけを行います、⑤本原則を実行する際の効果を高めるために協働します、⑥本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します)

(出所) Principles for Responsible Investment ウェブサイトを基に作成

(図9) 世界の ESG 投資額の推移

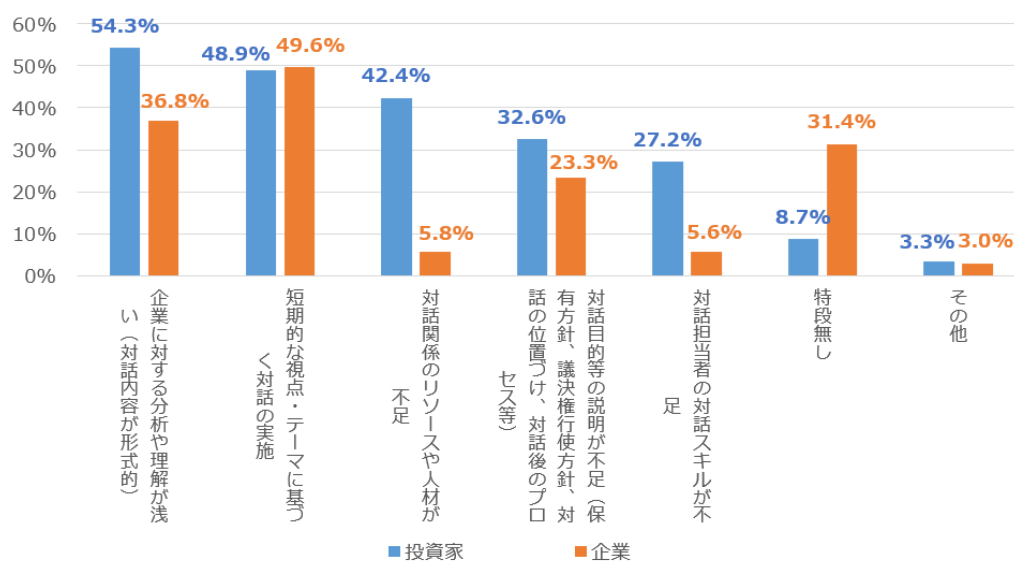


(注)

- ・ 出所資料において、「ポートフォリオでの選択と運用管理で環境・社会・ガバナンス (ESG) の要因を考慮する投資手法」と定義付けられている「サステナブル投資」を、本ページでは「ESG 投資」と表記
- ・ <2012 年> 豪州以外の国は 2011 年末時点の報告データを、豪州は 2011 年 6 月末時点の報告データを基に集計
- ・ <2014 年> 日本以外の国は 2013 年末時点の報告データを、日本は 2014 年 9 月末時点の報告データを基に集計
- ・ <2016 年以降> 日本以外の国は各年前年末時点の報告データを、日本は各年 3 月末時点の報告データを基に集計
- ・ EU と豪州では、ESG 投資が減少しているように見えるが、それぞれ ESG 投資の定義に変更がなされているため (EU: サステナビリティ基準に関する規制強化、豪州: データソースの変更等)、単純な経年比較は困難

(出所) GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) 「Global Sustainable Investment Review」の 2012 年・2016 年・2020 年版を基に作成

(図10) 対話において投資家に対して感じる課題 (企業回答) / 課題と認識し重点的に取り組んでいること (投資家回答)



(出所) 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『資本市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」(2022 年 4 月) を基に作成

(参考2) 非財務情報開示をめぐる動向

ESG投資の高まりや、企業価値の在り方に関する多様な捉え方を受けて、国際的な非財務情報開示基準に関する議論も活発化している。

- 金融安定理事会（FSB）によって設立された「気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）」が、2017年6月に公表したTCFD提言に基づき、気候関連の情報開示に取り組む企業は拡大傾向にあり、日本では1,000を超える企業・機関（2022年7月25日時点）が同提言への賛同の意を示している。
- 2020年9月には、非財務情報開示に関する主要な基準設定主体である五つの団体（CDP、CDSB、GRI、IIRC、SASB）が、包括的な企業報告の実現に向けた協働を進めるとの共同声明を発表し、同年12月には、「企業価値に関する報告－気候関連の財務報告基準プロトタイプの例示」と題する文書を公表した。

この五団体のうち、国際統合報告評議会（IIRC）とサステナビリティ会計基準審議会（SASB）は、2021年6月に統合して価値報告財団（VRF）を設立した。さらに2022年1月には気候変動開示基準委員会（CDSB）が、2022年8月にはVRFがIFRS財団に統合された。

IFRS財団は、2021年11月に国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の設立を発表し、ISSBは2022年3月に「サステナビリティ関連財務情報開示における全般的な要求事項」・「気候関連開示」の公開草案を公表した。今後、気候変動以外の分野も含め、投資家の判断に重要な情報に焦点を当てた開示基準の設定を進めていく方針を示している。

- 欧州委員会は、2021年4月、非財務情報報告指令（NFRD）を改訂する新指令として、企業サステナビリティ報告指令（CSRD）の案を公表した。2022年4月には、欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）が、CSRDの開示要件の詳細を定める欧州サステナビリティ報告基準のワーキング・ペーパーに対する意見募集を開始した。
- 米国証券取引委員会（SEC）は、2020年8月、規則改正により上場会社に対して人的資本に関する情報の開示を義務づけた。また、2022年3月には、気候関連情報開示に係る規則の改訂案を公表している。
- 日本でも、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告（2022年6月）において、有価証券報告書にサステナビリティ情報の「記載欄」を新設すること、人的資本について「人材育成方針」、「社内環境整備方針」を有価証券報告書のサステナビリティ情報の「記載欄」の「戦略」の枠の開示項目に追加すること、多様性について「男女間賃金格差」、「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」を有価証券報告書の「従業員の状況」の中の開示項目に追加することが方針として示された。今後、開示府令の改正を経て、有価証券報告書の記載事項として上場会社等の開示が求められていくこととなる。
- さらに、人的資本に係る情報開示の在り方について示した「人的資本可視化指針」が内閣官房非財務情報可視化研究会で検討され、2022年8月に成案が公表された。

以上のように、「企業価値」を判断するために必要となる情報、とりわけ非財務情報やサステナビリティ関連情報の開示について様々な検討が急ピッチで進められている。企業は、自社の戦略を

構築するとともに、それをどのように開示し、対話するかについて、これら開示基準の動向に目を配りながら検討することが求められるようになっている。

(参考3) 伊藤レポート公表後の主な流れ

経済産業省が2014年に公表した「伊藤レポート」では、企業が稼ぐ力を向上させ、持続的に企業価値を生み出し続ける上での課題や取組の方向性として、次の点が指摘された。

- 日本企業には世界有数のイノベーション創出力があると認識されているが、日本企業の株価は、主要国の中において、四半世紀にわたって独り低迷を続けてきた。資本収益性を示す主要指標であるROEや、収益力を示す代表的な指標であるROA・ROSも、欧米企業と比べて大きな格差がある状況が続いている。つまり、日本企業は、世界有数のイノベーション創出力を持ちながらも低収益性が続くというパラドックスに陥っている。
- 企業の持続的低収益性が資本市場のショートターミズム化を助長し、それがイノベーション創出に向けた成長投資の縮小に繋がり、更に低収益性が持続するという悪循環に陥っている。
- こうした現状を打破するため、中長期の目線を持つ企業と投資家との「対話」による企業価値の「協創」を通じて、企業が長期的なイノベーション創出にむけて積極的に投資し、稼ぐ力や資本生産性を向上していくことが必要である。そのため、資本効率を意識した企業価値経営への転換という観点から、中長期的に資本コストを上回るROEの達成を経営の中核目標に据え、内部留保の戦略的配分や企業による成長投資の在り方について、投資家との質の高い建設的な対話を進めることが重要である。

続いて、2017年に公表された「伊藤レポート2.0」では、中長期的な価値創造ストーリーを構築し、企業と投資家との対話を深めることの重要性をはじめとして、以下のようなポイントが述べられている。

- 第4次産業革命により、企業の競争の在り方が大きく変化し、競争力の源泉が有形資産から無形資産へと変化し、無形資産への戦略投資の重要性が高まっている。しかし、日本企業の無形資産への投資は、欧米企業と比べると低い水準にある。
- ESG投資の拡大を受けて企業はどのように対応すべきか、投資家は非財務情報をどのように企業価値評価に組み込み、対話・エンゲージメントの質を高めていくか、整理することが重要である。
- 無形資産投資やESGに関する取組の多くは、財務会計上、費用として処理される。そのため、短期的な利益のみを重視すると、これらの中長期的な収益性の向上や中長期的な企業価値向上につながる投資が抑制される懸念がある。
- こうした観点を踏まえつつ、無形資産投資等を投資家に的確に伝え、適切な評価につなげるには、無形資産投資等が中長期的な企業価値向上にどのように結び付くのかを、統合思考に基づく企業価値創造ストーリーとして構築し、それをもとに対話を深めていくことが重要である。

このような問題意識に基づき、伊藤レポート2.0の公表に先立ち、企業と投資家が情報開示や対話を通じて互いの理解を深め、持続的な価値協創に向けた行動を促すための枠組み、いわば「共通

言語」となるフレームワークとして、統合思考に基づく価値創造ストーリーの流れと各項目の関係性を整理した「価値協創ガイダンス」が策定された。

その後も、「価値協創ガイダンス」をベースに気候変動分野に関する情報開示の在り方を整理した「TCFD ガイダンス」をはじめ、「価値協創ガイダンス」の個別の項目に焦点を当てたガイドライン等として、「人材版伊藤レポート」、「デジタルガバナンス・コード」、「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」、「CGS ガイドライン」等が策定され、対話の実質化とそれに基づく価値協創に向けた取組を後押ししてきた。

こうした一連の取組の成果を振り返り、企業や投資家が様々な環境変化に直面する中で、対話を通じた価値協創に当たっての課題や対応策を検討したのが、「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会」である。2020 年 8 月に公表した中間とりまとめでは、企業と投資家の間に存在する認識ギャップを解消するために「サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）」が提唱された。本とりまとめの主なポイントは以下のとおりである。

- 日本企業の ROE は上昇傾向にあるが、依然として欧米企業との格差は残っており、無形資産投資は低水準で推移している。企業と投資家の対話の回数は増加しているものの、対話が形式的なものにとどまっているものも少なくなく、対話と企業価値向上の好循環には結び付いていない。
- 投資家においては、インベストメントチェーンの中心を担う長期のアクティブ投資家が不足している。また、ESG 評価機関やセルサイドアナリストといった資本市場における重要プレイヤーも、それぞれ課題を抱えている。
- 不確実性や社会のサステナビリティ要請の高まりが経営環境の変化をもたらしている中、①多角化経営・事業ポートフォリオ戦略、②新規事業創出・イノベーションに向けた種植え、③社会的価値（SDGs/ESG）と経済的価値（稼ぐ力・競争優位）の両立の 3 点において、企業と投資家の間の認識ギャップが存在する。
- こうした企業と投資家の認識ギャップを解消し、対話を実質化するためには、長期の時間軸を前提に、企業のサステナビリティと社会のサステナビリティを同期化するサステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）を実践すること、すなわち、①企業の稼ぐ力を中長期で持続化・強化する事業ポートフォリオ戦略やイノベーションの種植えを行うこと、②社会のサステナビリティをバックキャストして、企業の稼ぐ力の持続性・成長性に対する中長期的なリスクとオポチュニティ双方を的確に把握し、具体的な経営に反映させること、③企業と投資家が、不確実性を前提に、将来に対してのシナリオ変更も念頭に置いた対話を繰り返すことにより、価値創造ストーリーを磨き上げ、企業経営のレジリエンスを向上させることが重要である。

あわせて、本取りまとめでは、質の高い対話の実現に資する対話の手法等が共有されていないという現状認識を踏まえ、「対話の原則」、「内容」、「手法」、「対話後のアクション」の四つの観点から「実質的な対話の要素」が整理された。

(別添1)「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 (S X 研究会)」委員名簿

(五十音順、敬称略)

座長

伊藤 邦雄 一橋大学 CFO 教育研究センター長

委員

井垣 勉	オムロン株式会社 執行役員 グローバルインベスター&ブランドコミュニケーション本部長 兼 サステナビリティ推進担当
井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー 執行役員 統括部長
市村 雄二	コニカミノルタ株式会社 顧問
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 インベストメント・スチュワードシップ部長
大塚 友美	トヨタ自動車株式会社 執行役員 Chief Sustainability Officer
大森 恵子	川崎重工業株式会社 理事 企画本部サステナビリティ推進部長
奥野 一成	農林中金バリューインベストメンツ株式会社 常務取締役 CIO
柏木 豊	三菱商事株式会社 代表取締役 常務執行役員 コーポレート担当役員 (CDO、CAO、広報、サステナビリティ・CSR)
加藤 浩嗣	株式会社丸井グループ 取締役 常務執行役員 CFO
河村 芳彦	株式会社日立製作所 代表執行役 執行役副社長
菊池 勝也	東京海上アセットマネジメント株式会社 理事 責任投資部長 兼 オルタナティブ責任投資部長
木山 竜一	塩野義製薬株式会社 上席執行役員 経営戦略本部長兼経営企画部長
三瓶 裕喜	アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
寺沢 徹	アセットマネジメント One 株式会社 責任投資グループ エグゼクティブ ESG アドバイザー
中空 麻奈	BNPパリバ証券株式会社 グローバルマーケット統括本部 副会長
西口 尚宏	一般社団法人 Japan Innovation Network 代表理事
平原 彰男	三井化学株式会社 専務執行役員 ICT ソリューション事業本部長
松島 憲之	SESSA パートナース株式会社 チーフアドバイザー 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 委嘱アドバイザー
松原 稔	りそなアセットマネジメント株式会社 執行役員 責任投資部長
溝内 良輔	キリンホールディングス株式会社 常務執行役員

オブザーバー

金融庁企画市場局企業開示課、内閣府知的財産戦略推進事務局、一般社団法人日本IR協議会、一般社団法人日本経済団体連合会、株式会社東京証券取引所、企業年金連合会、公益社団法人日本証券アナリ

スト協会、日本公認会計士協会

※2022 年 8 月時点

事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課・企業会計室

(別添2) 価値協創ガイダンスの改訂に向けたワーキング・グループ

委員名簿

(五十音順、敬称略)

座長

伊藤 邦雄 一橋大学 CFO 教育研究センター長

委員

井垣 勉	オムロン株式会社 執行役員 グローバルインベスター&ブランドコミュニケーション本部長 兼 サステナビリティ推進担当
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長
許斐 潤	野村證券株式会社 参事 金融経済研究所長 公益社団法人日本証券アナリスト協会 理事
三瓶 裕喜	アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
寺沢 徹	アセットマネジメント One 株式会社 責任投資グループ エグゼクティブ ESG アドバイザー
西口 尚宏	一般社団法人 Japan Innovation Network 代表理事
藤村 武宏	三菱商事株式会社 サステナビリティ・CSR 部長
松島 憲之	SESSA パートナーズ株式会社 チーフアドバイザー 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社 委嘱アドバイザー
溝内 良輔	キリンホールディングス株式会社 常務執行役員

※2021 年 12 月時点

事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課・企業会計室