

# 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス -ESG・非財務情報と無形資産投資-(価値協創ガイダンス)

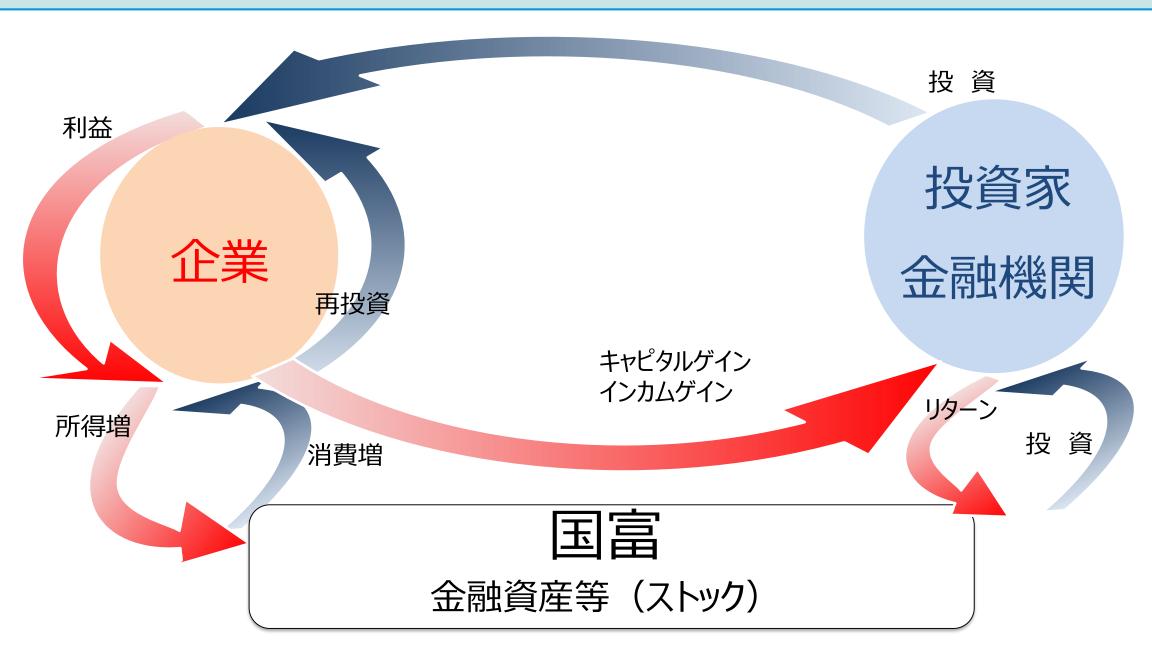
平成29年10月24日 経済産業政策局 産業資金課

## インベストメント・チェーンの最適化

日本が急速な高齢化と人口減少に直面する中、限りある様々な資源(金融資本、人的資本、知的資本等)の「資本効率」を高め、長期的な国富の維持・形成を図ることが必須。

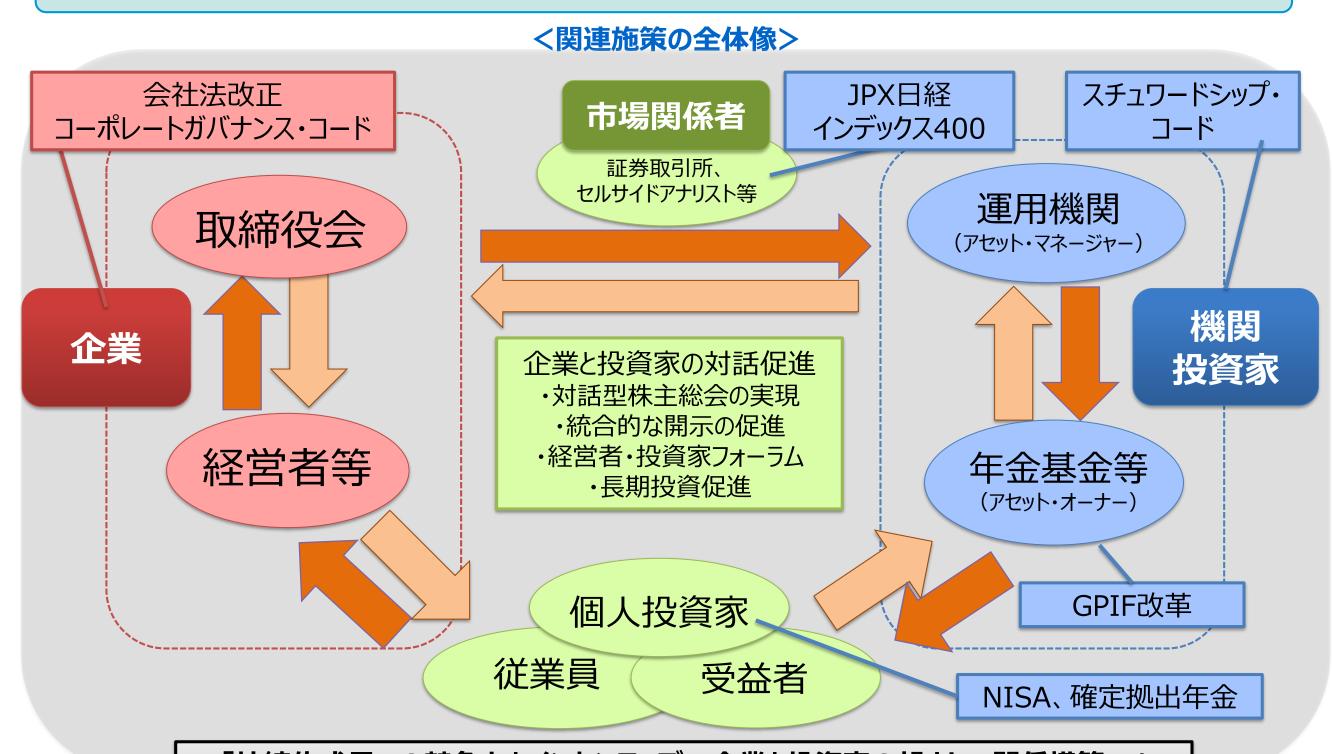
企業が<u>「稼ぐ力」</u>を高め、持続的な価値創造を実現し、長期的なリターンを得られる仕組み、 すなわち経済の<u>「インベストメント・チェーン」(※)の全体最適化</u>による好循環及び<u>持続的成長</u> を確保。

(※) 資金の拠出者から、最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり。



## インベストメント・チェーン関連施策の全体像

企業が稼ぐ力を高め、持続的な企業価値を向上させるためには、企業における適切なガバナンス機能の発揮とともに、企業と投資家との建設的な対話を促すことが重要。



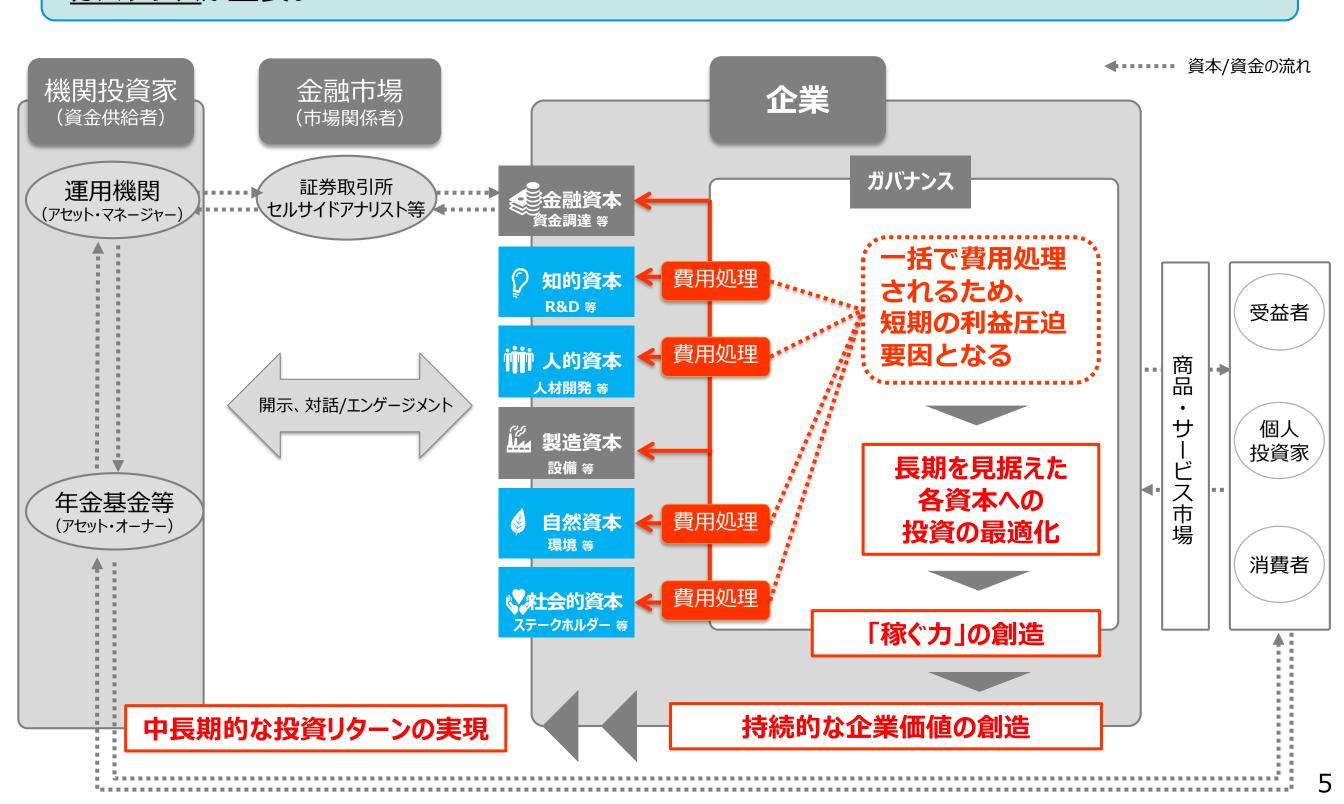
「持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜」 プロジェクト (伊藤レポート)

# (参考) コーポレート・ガバナンス関連施策の成長戦略との関係

| (                | (参考)」 ーボレート・カハナン人関連他束の成長戦略との関係  |   |  |
|------------------|---|---|--|
|                  | 主な取組  | 実施状況  |  |
| 日本再興戦略           | 伊藤レポート  | 2013年7月 開始→2014年8月最終報告  |  |
|                  | JPX日経インデックス400  | 2014年1月 算出開始  |  |
|                  | 日本版スチュワードシップ・コード  | 2014年2月 公表  |  |
|                  | 会社法改正   | 2015年5月 施行  |  |
| 日本再興戦略<br>改訂2014 | 経営者・投資家フォーラム  | 2015年6月 開始  |  |
|                  | コーポレートガバナンス・コード   | 2015年6月 適用開始  |  |
|                  | 持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会   | 2015年4月 報告書公表   |  |
| 日本再興戦略<br>改訂2015 | コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会  | 2015年7月 報告書公表   |  |
|                  | 株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会  | 2016年4月 報告書公表   |  |
|                  | 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」  | 2016年4月 報告書公表   |  |
|                  | スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議  | 2015年9月から検討を開始  |  |
| 日本再興戦略<br>2016   | ・取締役会の役割・運用方法、CEO の選解任・後継者計画やインセンティブ報酬の導入、社外取締役の役割・機能等(CGS(コーポレートガバナンスシステム)研究会)   | 2016年7月から検討を開始<br>⇒2017年3月にガイダンス公表  |  |
|                  | ・企業における長期投資の判断、評価のあり方、投資家が中長期的な企業価値を判断する視点や評価のあり方、企業と投資家の行動や対話やコミュニケーションのあり方(持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会)                          | 2016年8月から検討を開始<br>⇒2017年5月価値協創ガイダンス公表   |  |
|                  | ・2019年前半を目途として、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現(制度開示の見直し)   | 会社法、金商法に基づく制度開示の共通化等に向けた検討を実施中  |  |
|                  | ・グローバルな観点から最も望ましい対話環境の整備を図るべく、情報開示を充実させ、株主の議案検討と対話の期間を確保する方策等について、更なる検討や取組を進め、対話型株主総会プロセスの実現<br>・企業が株主総会の日程や基準日を合理的かつ適切に設定するための環境整備 | ・「対話型株主総会プロセス」の実現に向けた<br>関係者の取り組みをフォローアップ<br>・総会日を変更する場合の法人税の申告期<br>限を株主総会後まで延長できる制度導入<br>4 |  |

## インベストメント・チェーンにおける企業投資の位置づけ

企業による人材・知的資本等への投資は、短期的には利益圧迫要因となるが、持続的な企業価値の創造のためには、**長期を見据えて各資本への投資を最適化する経営者の判断と** ガバナンスが重要。



## 国連 責任投資原則 (Principles for Responsible Investment ) ①

#### PRIの6原則

- 1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。
- 2. 私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG問題を組入れます。
- 3. 私たちは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. 私たちは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働き かけを行います。
- 5. 私たちは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. 私たちは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。

#### ESGの要素



#### **Environmental (E)**

- climate change
- •greenhouse gas (GHG) emissions
- •resource depletion, including water
- waste and pollution
- deforestation



#### Social (S)

- •working conditions, including slavery and child labour
- •local communities, including indigenous communities
- conflict
- health and safety
- employee relations and diversity



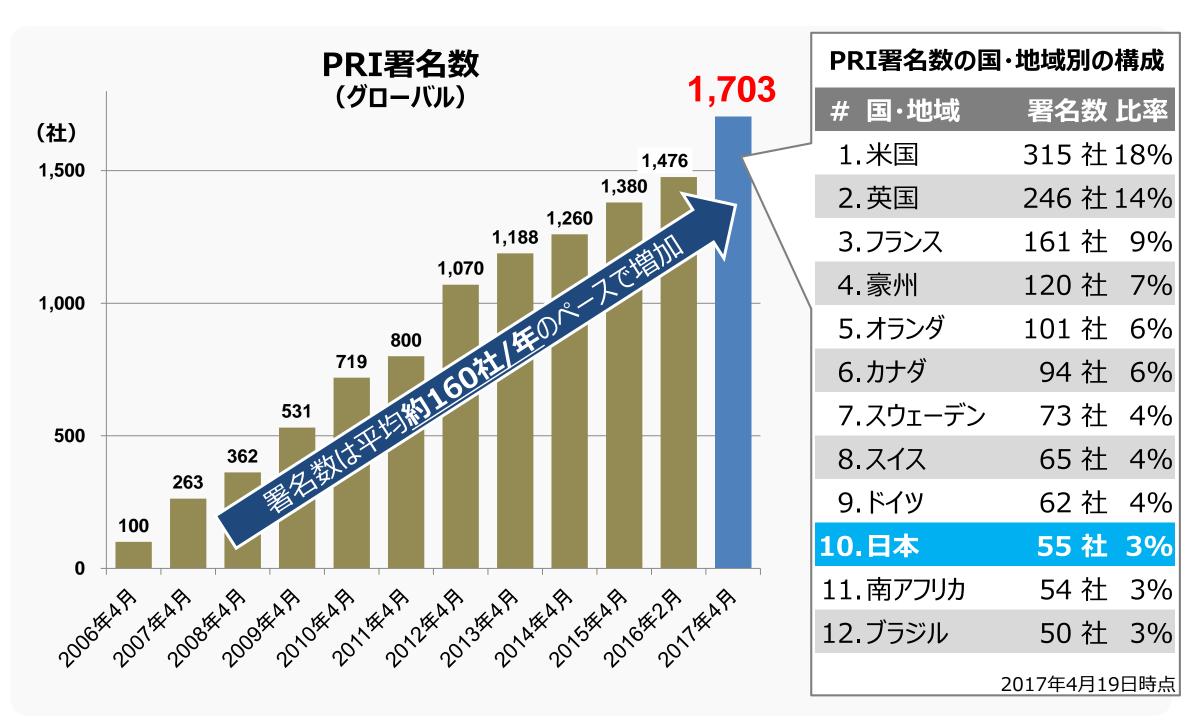
#### **Governance (G)**

- executive pay
- bribery and corruption
- political lobbying and donations
- •board diversity and structure
- tax strategy

## 国連 責任投資原則 (Principles for Responsible Investment ) ②

欧米の投資家や企業を中心に、「国連責任投資原則(PRI)」(※) の署名数が年々増加しており、2017年4月時点で署名数は1,700を超えている。

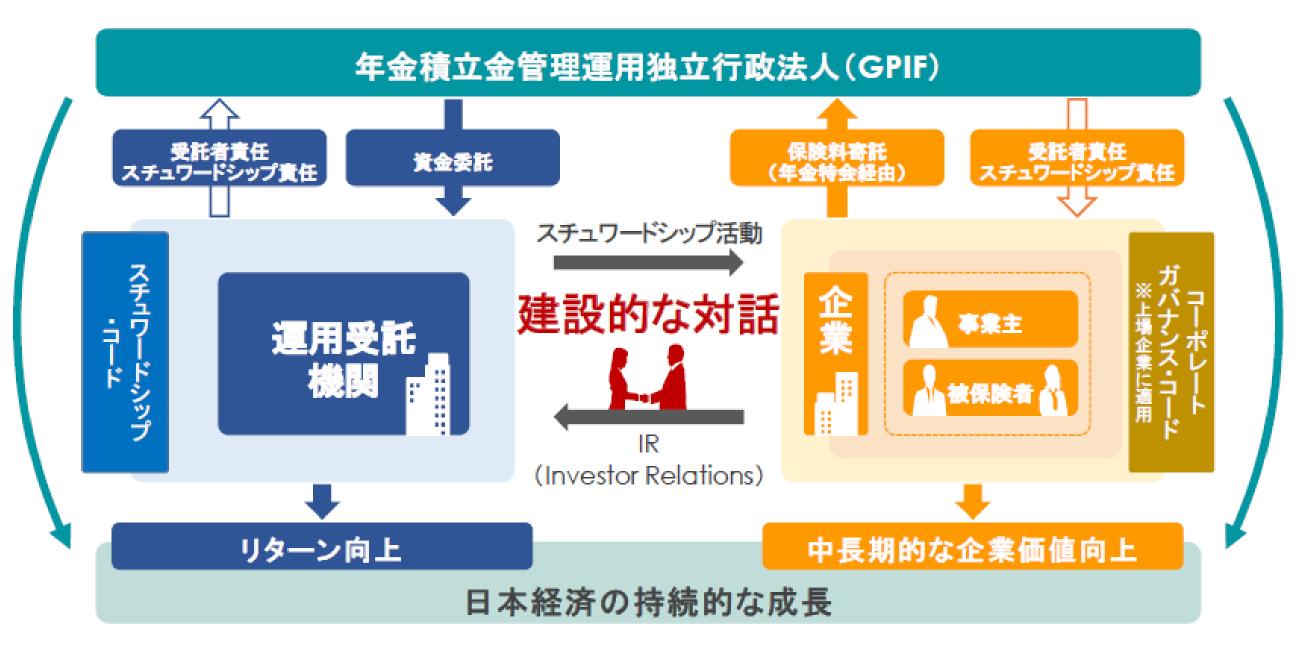
※投資の意思決定プロセスにおいてESG(環境・社会・ガバナンス)課題を考慮することを中心とした6原則



#### GPIFの動向

GPIFは、運用受託機関と投資先企業との「建設的な対話」を促進することで、中長期的な企業価値の向上が日本経済全体の成長に繋がり、最終的に「リターンの上昇」というインベストメント・チェーンにおけるWin-Win環境構築を目指している。

(例) PRI署名、ESG指数の公募、企業・アセットオーナーフォーラムの開催



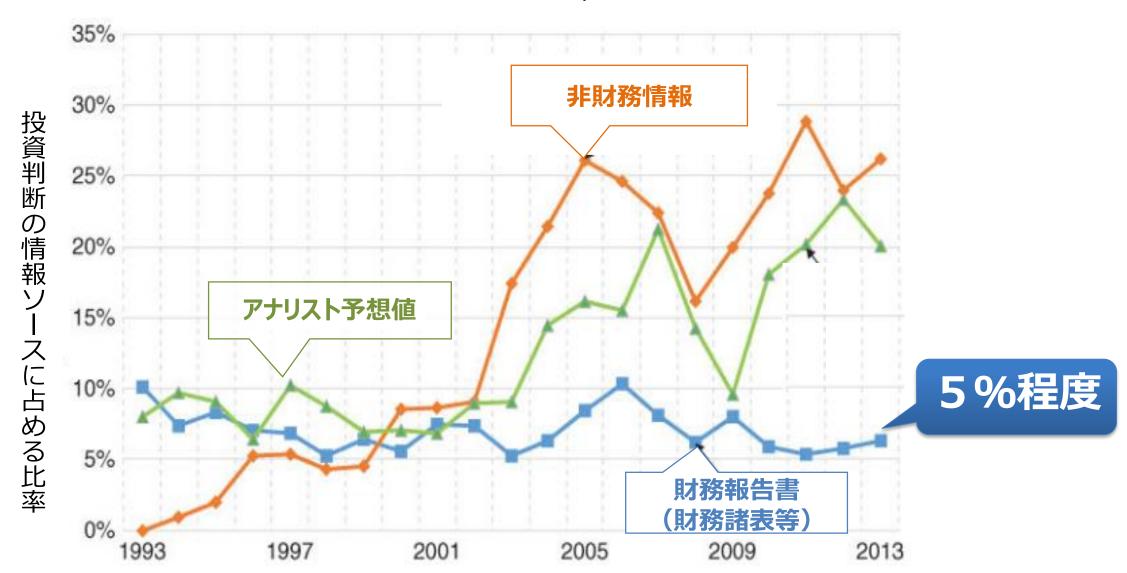
(出所)年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)資料

## 投資家の投資判断における非財務情報

投資家は投資判断において非財務情報を重視するようになってきている。(主要情報ソースにおいて、非財務情報の構成比率が拡大)

#### 投資判断時に投資家が利用する主要情報ソースの構成比率

1993~2013年



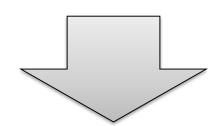
※「企業の業績見通し」は上記グラフ上は除外している

出所: The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

## 成長戦略と「価値協創ガイダンス」の関係

## 日本再興戦略2016

ESG(環境、社会、ガバナンス)投資の促進といった視点にとどまらず、持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資の在り方やそれを評価する方法について、長期的な経営戦略に基づき人的資本、知的資本、製造資本等への投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや経営者の投資判断と投資家の評価の在り方、情報提供の在り方について検討を進め、投資の最適化等を促す政策対応について年度内に結論を出す



上記の検討のため、2016年8月、経済産業省(※)において 「持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会」を設置 ※オブザーバーとして金融庁等が参加

## 持続的成長に向けた長期投資(ESG·無形資産投資)研究会

「日本再興戦略2016」に基づき、持続的な企業価値の向上、中長期的投資の促進のための方策として、人材、知的資本等への投資を最適化する経営者の判断とガバナンスのあり方、投資家の投資判断のあり方、情報提供のあり方について検証し、投資の最適化等を促す政策対応を検討。 2016年8月24日に第1回を開催し、月1回の頻度で開催。2017年10月13日に第10回(最終回)が終了。

| 伊藤 邦雄 | 一橋大学大学院商学研究科 特任教授 ※座長                                |
|-------|--|
| 有馬 利男 | 富士ゼロックス株式会社 イグゼクティブ・アドバイザー、<br>国連グローバル・コンパクト ボードメンバー |
|       | 1              |
| 安藤 聡  | オムロン株式会社 取締役  <br>                                   |
| 井口 譲二 | ニッセイアセットマネジメント株式会社 株式運用部                             |
|       | 担当部長、チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー                          |
| 市川 祐子 | 楽天株式会社 I R部長   |
|       | ※第10回より財務部長 兼 IR部長 加賀 栄一様                            |
| 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・チーム責任者                            |
| 翁 百合  | 株式会社日本総合研究所 副理事長                                     |
| 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)   |
| 小口 俊朗 | ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社                             |
|       | 代表取締役  |
| 菊田 徹也 | 第一生命保険株式会社 常務執行役員 投資本部長                              |
| 久保 雅晴 | 三井化学株式会社 代表取締役副社長 執行役員                               |

| 小林 いずみ                               | IIRC 理事                                |  |  |  |
|--------------------------------------|--|--|--|--|
| 三瓶 裕喜                                | フィデリティ投信株式会社 ヘッド オブ エンゲージメント           |  |  |  |
| 首藤 惠                                 | 早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授                    |  |  |  |
| 髙橋 充                                 | スバルファイナンス株式会社 代表取締役社長                  |  |  |  |
| 竹ケ原 啓介                               | 株式会社日本政策投資銀行産業調査部長                     |  |  |  |
| 濱口 大輔                                | 企業年金連合会 運用執行理事<br>チーフ インベストメントオフィサー    |  |  |  |
| 廣田 康人                                | 三菱商事株式会社 代表取締役 常務執行役員                  |  |  |  |
| 松島 憲之                                | 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社<br>チーフリサーチアドバイザー |  |  |  |
| 水野 弘道                                | 年金積立金管理運用独立行政法人 理事兼CIO                 |  |  |  |
| 宮川 努                                 | 学習院大学 経済学部 教授                          |  |  |  |
| ノオブザーバート 夕融庁 理培坐 ロオ取引託ガループ ロオ奴这団体海今今 |  |  |  |  |

<オブザーバー>金融庁、環境省、日本取引所グループ、日本経済団体連合会

(2017年10月時点、敬称略・五十音順)

## 企業と投資家の対話・開示に係る政策検討の方向性

#### 企業と投資家の長期投資の重要性と我が国の開示制度の課題

- ◆ 第四次産業革命において企業が持続的に価値を生み出す競争力の源泉は、強固なビジネスモデルとそれを持続的な成長につなげるための戦略であり、 有形資産だけでなく人材や技術・知識等の「無形資産」への戦略投資を視野に入れた経営が重要。そして、そのような企業経営を適切に評価して長期 資金を供給する投資家を引きつけることが重要。
- ◆ しかし、投資家に価値を伝える手段である我が国企業の開示は、①複数媒体に開示がまたがっており、かつ、②長期的な投資判断に不可欠なビジネスモデルや経営戦略、ESG等の非財務情報が不十分との声。

具体

的

ア

 $\exists$ 

◆ 長期投資家の重視する情報が国際的に見て最も実効的・効率的に開示される環境を実現すべく、①開示制度の効率化、②長期的な企業価値評価のための開示充実に同時並行で取り組み、結果として、機関投資家等の企業評価・対話の質向上を通じた企業の「稼ぐ力」の向上を実現する。

#### 開示制度の見直し

共诵化

●有価証券報告書と事業報告等の 類似の項目を特定し、共通化を 実施

合理化

•開示項目の集約・統合・廃止等 の合理化を行い、開示の自由度 を高める

-体化

- •有価証券報告書と事業報告等を 1つの書類でも対応可能に
- あわせて長期投資家が重視する非財務情報の開示充実

「国際的に見て最も実効的・効率的な開示」

#### -----「長期投資研究会」における検討 -----

「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

- ESG・非財務情報と無形資産投資 (価値協創ガイダンス) 」の策定
- 長期的な価値向上に向けて、企業の情報開示や投資家との対話のあり方の 参考となるガイダンスを策定
- ▷ 「ビジネスモデル」、「持続可能性・成長性」、「戦略」、「パフォーマンス・KPI」、「ガバナンス」等考慮すべきポイント、要素を一連の価値創造ストーリーの中で語るフレームワークを提示。

企業

ガイダンスに基づく開示・対話

- 開示先進事例の理解浸透 (ベストプラクティスの公表等)
- ESG・非財務情報の 実効的・効率的な開示促進
- ガイダンスの周知・普及 (シンポジウムの開催等)

投資家

ガイダンスに基づく企業評価・対話

- 機関投資家のガバナンス体制整備、 アセットオーナーによるスチュワードシップ 責任を考慮した運用機関評価
- 持続的な企業価値向上と中長期的な 投資リターン向上を両立する投資手法の検 討、策定、普及

基盤整備

■ 調査・統計の充実(統計等における無形資産投資の額・内容・見通しの把握)

の「充実」ダンスの内容を踏まえた

開ガ

ボイ

企業・投資家の長期投資と質の高い対話・エンゲージメントを後押して

持続的な企業価値創造と長期投資の促進12

# 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

-ESG・非財務情報と無形資産投資-

(価値協創ガイダンス)

## 本ガイダンスの全体像

価値観 ビジネスモデル

持続可能性・ 成長性

戦略

成果と重要な成果指標(ΚΡΙ)

ガバナンス

#### 事業環境、外部環境への認識

- **1.1.** 企業理念と 経営の ビジョン
- 1.2. 社会との接点
- 2.1. 市場勢力図における 付置づけ
- 2.1.1. 付加価値連鎖 (バリューチェーン) における位置づけ
- 2.1.2. 差別化要素及びその持続性
- 2.2. 競争優位を確保するため に不可欠な要素
- 2.2.1. 競争優位の源泉となる 経営資源・無形資産
- 2.2.2. 競争優位を支える ステークホルダーとの関係
- 2.2.3. 収益構造・牽引要素 (ドライバー)

- 3.1. ESGに対する 認識
- 3.2. 主要なステーク ホルダーとの 関係性の維持
- 3.3. 事業環境の 変化リスク
- 3.3.1. 技術変化の早さ とその影響
- 3.3.2. カントリー リスク
- 3.3.3. クロスボーダー リスク

- 4.1. バリューチェーンに おける影響力強化、 事業ポジションの改善
- 4.2. 経営資源・無形資産等 の確保・強化
- 4.2.1. 人的資本への投資
- 4.2.2. 技術(知的資本)への投資
  - 4.2.2.1. 研究開発投資
  - 4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資
- 4.2.3. ブランド・顧客基盤構築
- 4.2.4. 企業内外の組織づくり
- 4.2.5. 成長加速の時間を短縮する 方策
- 4.3. ESG・グローバルな 社会課題(SDGs等) の戦略への組込
- 4.4. 経営資源・資本配分 (キャピタル・アロケーション) 戦略
- 4.4.1.事業売却・撤退戦略を含む 事業ポートフォリオ マネジメント
- 4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略の評価・モニタリング

- 5.1 財務 パフォーマンス
- 5.1.1. 財政状態及び 経営成績の 分析(MD&A等)
- 5.1.2. 経済的価値・ 株主価値の 創出状況
- 5.2. 戦略の進捗を 示す独自KPIの 設定
- 5.3. 企業価値創造 と独自KPIの 接続による 価値創造設計
- 5.4. 資本コストに 対する認識
- 5.5. 企業価値創造 の達成度評価

- 6.1. 経営課題解決に ふさわしい 取締役会の持続性
- 6.2. 社長、経営陣の スキルおよび 多様性
- 6.3. 社外役員のスキル および多様性
- 6.4. 戦略的意思決定の 監督・評価
- 6.5. 利益分配の方針
- 6.6. 役員報酬制度の設計と結果
- 6.7. 取締役会の実効性 評価のプロセスと 経営課題

#### 価値協創ガイダンス-戦略-

価値観 デ ビジネスモデル 持続可能性・ 戦略 成果と重要な 成果指標(KPI)

#### 事業環境、外部環境への認識

- **1.1.** 企業理念と 経営の ビジョン
- 1.2. 社会との接点
- 2.1. 市場勢力図における 位置づけ
- 2.1.1. 付加価値連鎖 (バリューチェーン) における位置づけ
- 2.1.2. 差別化要素及びその持続性
- 2.2. 競争優位を確保するため に不可欠な要素
- 2.2.1. 競争優位の源泉となる 経営資源・無形資産
- 2.2.2. 競争優位を支える ステークホルダーとの関係
- 2.2.3. 収益構造・牽引要素 (ドライバー)

- 3.1. ESGに対する 認識
- 3.2. 主要なステーク ホルダーとの 関係性の維持
- 3.3. 事業環境の 変化リスク
- 3.3.1. 技術変化の早さ とその影響
- 3.3.2. カントリー リスク
- 3.3.3. クロスボーダー リスク

- 4.1. バリューチェーンに おける影響力強化、 事業ポジションの改善
- 4.2. 経営資源・無形資産等 の確保・強化
- 4.2.1. 人的資本への投資
- 4.2.2. 技術(知的資本)への投資
  - 4.2.2.1. 研究開発投資
  - 4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資
- 4.2.3. ブランド・顧客基盤構築
- 4.2.4. 企業内外の組織づくり
- 4.2.5. 成長加速の時間を短縮する 方策
- 4.3. ESG・グローバルな 社会課題 (SDGs等) の戦略への組込
- 4.4. 経営資源・資本配分 (キャピタル・アロケーション) 戦略
- 4.4.1.事業売却・撤退戦略を含む 事業ポートフォリオ マネジメント
- 4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略 の評価・モニタリング

5.1 財務 パフォ**ー**マンス

- 5.1.1. 財政状態及び 経営成績の 分析(MD&A等)
- 5.1.2. 経済的価値・ 株主価値の 創出状況
- 5.2. 戦略の進捗を 示す独自KPIの 設定
- 5.3. 企業価値創造 と独自KPIの 接続による 価値創造設計
- 5.4. 資本コストに 対する認識
- 5.5. 企業価値創造 の達成度評価

6.1. 経営課題解決に ふさわしい 取締役会の持続性

ガバナンス

- 6.2. 社長、経営陣の スキルおよび 多様性
- 6.3. 社外役員のスキル および多様性
- 6.4. 戦略的意思決定の 監督・評価
- 6.5. 利益分配の方針
- 6.6. 役員報酬制度の設計と結果
- 6.7. 取締役会の実効性 評価のプロセスと 経営課題

## 【1. 価値観】

- 0 1. 企業が、社会における課題の解決を事業機会として捉え、かつ、グローバル競争の中で継続的に競争優位性を追求しながら他社にない存在意義を確立していく上で、企業 理念やビジョン等の価値観は、自社の進むべき方向や戦略を決定する際の自社固有の 判断軸となる。
- 0 2. 企業は、社会における自社の存在意義を支えてきた企業理念や社訓から本質的な部分を抽出して、現状維持に安住せず長期を見据え将来志向で時代に適応しながら社会に価値を提供することができる。企業理念やビジョン等を明確に意識することは、ベンチャー企業等の新興企業が社会に価値を提供し、成長していく上でも重要である。
- 03.企業文化は、企業で働く人々が無意識又は暗黙のうちに選ぶ業務のプロセスや優先順位の中に表れてくる価値観である。経営者が企業理念やビジョンを明確に示し、浸透させることで、一人一人の行動を支える企業文化を醸成し、ときには陳腐化や時代にそぐわない部分を見直し、あるべき方向へ導くことも重要な経営課題であろう。
- 04.長期的視野に立つ投資家にとって、企業理念やビジョン、企業文化等の価値観を知ることは、当該企業固有の判断軸を理解することであり、また、企業の実行力やビジネスモデルの実現可能性を判断する上で重要な要素である。企業が自社の価値観とビジネスモデル〔2.〕とのつながりを示すことは、投資家が企業価値を適切に評価するための出発点となる。
- 1. 1. 企業経営と経営のビジョン
- 1. 2. 社会との接点

## 【1.2.社会との接点】

- 08.時代とともに変化する社会課題は、企業にとって自社の事業を脅かすリスクとなり得るが、同時に新たな事業機会にもなり得る。自社の理念やビジョンに基づいて、どの社会課題を経営課題、事業機会として特定し、どのようにビジネスモデル〔2.〕、戦略〔4.〕に落とし込んでいくのかということは、企業の存在意義にも関わる重要な経営判断である。
- 09.投資家が長期的視点で企業価値を評価する上でも、企業がどのように社会課題を自らのビジネスモデル〔2.〕に落とし込むのか、競争優位性と他社にない存在意義とのつながりを理解することは重要な要素である。
- 10.企業が、自らの経営課題、事業機会として捉えるべき社会課題を特定するに当たっては、株主、従業員、取引先、地域社会等の様々なステークホルダーとの関係性〔2.2.2.〕、国際的な共通の社会課題として特定されている「持続可能な開発目標(SDGs)」等を視野に入れた国際社会における受容性を踏まえて考えていくことも有益である。

## 価値協創ガイダンス-戦略-

価値観 芸 ビジネスモデル 持続可能性・ 戦略 戦略 成果と重要な ガバナンス

#### <mark>------事業環境、外部環境へ</mark>の認識

- 1.1. 企業理念と 経営の ビジョン
- 1.2. 社会との接点
- 2.1. 市場勢力図における 位置づけ
- 2.1.1. 付加価値連鎖 (バリューチェーン) における位置づけ
- 2.1.2. 差別化要素及びその持続性
- 2.2. 競争優位を確保するため に不可欠な要素
- 2.2.1. 競争優位の源泉となる 経営資源・無形資産
- 2.2.2. 競争優位を支える ステークホルダーとの関係
- 2.2.3. 収益構造・牽引要素 (ドライバー)

- 3.1. ESGに対する 認識
- 3.2. 主要なステーク ホルダーとの 関係性の維持
- 3.3. 事業環境の 変化リスク
- 3.3.1. 技術変化の早さ とその影響
- 3.3.2. カントリー リスク
- 3.3.3. クロスボーダー リスク

- 4.1. バリューチェーンに おける影響力強化、 事業ポジションの改善
- 4.2. 経営資源・無形資産等 の確保・強化
- 4.2.1. 人的資本への投資
- 4.2.2. 技術(知的資本)への投資
  - 4.2.2.1. 研究開発投資
  - 4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資
- 4.2.3. ブランド・顧客基盤構築
- 4.2.4. 企業内外の組織づくり
- 4.2.5. 成長加速の時間を短縮する 方策
- 4.3. ESG・グローバルな 社会課題(SDGs等) の戦略への組込
- 4.4. 経営資源・資本配分 (キャピタル・アロケーション) 戦略
- 4.4.1.事業売却・撤退戦略を含む 事業ポートフォリオ マネジメント
- 4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略 の評価・モニタリング

- 5.1 財務 パフォーマンス
- 5.1.1. 財政状態及び 経営成績の 分析(MD&A等)
- 5.1.2. 経済的価値・ 株主価値の 創出状況
- 5.2. 戦略の進捗を 示す独自KPIの 設定
- 5.3. 企業価値創造 と独自KPIの 接続による 価値創造設計
- 5.4. 資本コストに 対する認識
- 5.5. 企業価値創造 の達成度評価

- 6.1. 経営課題解決に ふさわしい 取締役会の持続性
- 6.2. 社長、経営陣の スキルおよび 多様性
- 6.3. 社外役員のスキル および多様性
- 6.4. 戦略的意思決定の 監督・評価
- 6.5. 利益分配の方針
- 6.6. 役員報酬制度の設計と結果
- 6.7. 取締役会の実効性 評価のプロセスと 経営課題

## 【3. 持続可能性·成長性】

- 01.企業が持続的に価値を高めていくためには、明確なビジネスモデルが存在することに加え、それが持続可能であること(サステナビリティ)、さらには持続するだけでなく成長性を持つものであることが求められる。そのためにはまず自社のビジネスモデルを持続・成長させる上で脅威となり得る要素は何かを把握する必要がある。
- 02. 脅威は企業にとってのリスク要因であるが、重要な事業機会でもあり、それを克服することで持続的な競争優位につなげることもできる。ビジネスモデルの**持続可能性は、単なる継続ではなく、それを適宜変化させることによって可能**になる。
- 03. ビジネスモデルを持続させる上での最も大きな脅威は、その中核となる経営資源・無形資産やステークホルダーとの関係を確保、維持できなくなることである。特に、長期的な視点に立てば、企業の存続の前提となる社会との関係性や社会の受容性をどのように捉え、どのように維持し、社会に価値を提供し、企業価値につなげていくのかが重要になる。

## 【3. 持続可能性·成長性】

- 04. 長期的な視野に立つ投資家が、ESG (Environment(環境)、Social(社会)、Governance(ガバナンス))といった要素を重視するのも、このような考え方によるところが大きい。投資家にとって、企業がこれら要素を個別に捉えるのではなく、自社のビジネスモデルの持続可能性にとっての重要性(Materiality)、ひいては中長期的な企業価値向上の中でどのように位置づけているかを理解することが重要である。
- 05. 特に機関投資家にとっては、顧客・受益者に対するスチュワードシップ責任を果たす観点からも、企業のリスク・収益機会、あるいは企業価値を毀損するおそれのある事項を把握することが求められており、例えば、ESGの要素がこれらとどのように関連し、影響を与えるのかを理解することは重要である。

#### 3. 1. ESGに対する認識

## 【3. 1. ESGに対する認識】

- 07.特に長期的視野に立つ投資家が企業を評価する視点として、ESG(環境・社会・ガバナンス)要素の重要性が高まっている。そのような投資家はESGの個別要素を単独で評価するのではなく、企業のビジネスモデルの持続性や戦略の実現可能性にどのように影響を与えるのかを理解するための情報として捉えている。
- 08. ESGの概念・範囲には様々な考え方があり、これらを超過収益の源泉ととらえる投資家もいるが、多くの投資家は少なくとも中長期的なリスク要因として認識している。また、特に企業の持続可能性(サステナビリティ)に関連する環境・社会(E・S)と企業価値を高める前提となる規律としてのガバナンス(G)とは、性質が異なる面があると捉えている。
- 09. したがって、企業は自社の中長期的な企業価値やビジネスモデルの持続性に影響を与える、あるいは事業の存続そのものに対するリスクとして、どのようなESGの社会・環境要素を特定しているか、その影響をどのように認識しているかを示すべきである。また、そのようなリスクへの対応や事業機会につなげるための取組について、戦略〔4.〕の中で示すことも有益である。
- 10.企業が自社にとって重要なESG要素を特定する際、ビジネスモデルが前提とする事業領域や産業(セクター)において主なリスク要因として認識されているものを念頭におくことは、投資家の理解を得る上で有用である。その際、様々な機関が推奨する項目に沿って取り組むことは目的ではなく、むしろ自社の企業価値への影響を踏まえて自らが取り組むべき項目を特定し、それを説明することが重要である。

# ESGに関するエリサ法の最新解釈

ESG要素を考慮する経済目的投資(ETI)と投資戦略について - 米国労働省通達改訂2015-01(2015年10月22日)-

## 副次的便益

- ・投資目的、リターン、リスク その他財務的要因が同等であ る限りにおいて、副次的便益 であるESG要素の考慮は受託 者責任に違反せず
- "All things being equal" testと 称される同点決勝(Tie-breakers)の考え方

## 財務的便益

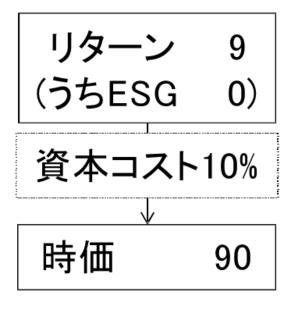
- ESG要素が財務的価値 と直接関係を持つケース の存在を認識
- そのESG要素はもはや 副次的便益ではなく、財 務的便益として、受託者 にとって重要な分析対象

# 米国労働省通達改訂2015-01のイメージ

仮定:財務投資リターン10%/資本コスト10%

財務投資100 ESG投資 0 財務投資 90 ESG投資 10 財務投資 90 ESG投資 10 財務投資 90 ESG投資 10

リターン 10 (うちESG 0) 資本コスト10% 時価 100





X

副次的便益?

財務的便益

## 価値協創ガイダンス-戦略-

成果と重要な 持続可能性• 価値観 戦略 ビジネスモデル ガバナンス 成果指標(KPI) 成長性 2.1. 市場勢力図における 5.1 財務 1.1. 企業理念と 3.1. ESGに対する 4.1. バリューチェーンに 6.1. 経営課題解決に 位置づけ 経営の おける影響力強化、 認識 パフォーマンス ふさわしい ビジョン 事業ポジションの改善 取締役会の持続性 5.1.1. 財政状態及び 2.1.1. 付加価値連鎖 (バリューチェーン) 経営成績の 1.2. 社会との接点 3.2. 主要なステーク 4.2. 経営資源·無形資産等 6.2. 社長、経営陣の 分析(MD&A等) における位置づけ ホルダーとの の確保・強化 スキルおよび 5.1.2. 経済的価値・ 関係性の維持 2.1.2. 差別化要素及びその持続性 多様性 株主価値の 4.2.1. 人的資本への投資 創出状況 3.3. 事業環境の 6.3. 社外役員のスキル 4.2.2. 技術(知的資本)への投資 2.2. 競争優位を確保するため 変化リスク および多様性 に不可欠な要素 5.2. 戦略の進捗を 4.2.2.1. 研究開発投資 3.3.1. 技術変化の早さ 示す独自KPIの 2.2.1. 競争優位の源泉となる 6.4. 戦略的意思決定の 4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資 とその影響 設定 経営資源・無形資産 監督 · 評価 4.2.3. ブランド・顧客基盤構築 3.3.2. カントリー 2.2.2. 競争優位を支える 5.3. 企業価値創造 リスク ステークホルダーとの関係 4.2.4. 企業内外の組織づくり 6.5. 利益分配の方針 と独自KPIの 3.3.3. クロスボーダー 接続による 4.2.5. 成長加速の時間を短縮する 2.2.3. 収益構造・牽引要素 リスク 価値創造設計 6.6. 役員報酬制度の (ドライバー) 方策 設計と結果 5.4. 資本コストに 4.3. ESG・グローバルな 対する認識 6.7. 取締役会の実効性 社会課題 (SDGs等) 評価のプロセスと の戦略への組込 5.5. 企業価値創造 経営課題 の達成度評価 4.4. 経営資源・資本配分 (キャピタル・アロケーション) 戦略 4.4.1.事業売却・撤退戦略を含む 事業ポートフォリオ マネジメント

> 4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略 の評価・モニタリング

## 【4. 戦略】

- 0 1. 想定されるリスクに備え、競争優位の源泉となる経営資源・無形資産やステークホルダーとの関係を維持・強化することで持続的なビジネスモデルを実現するのが戦略である。企業は、経営戦略や事業戦略といった様々なレベルでの戦略を実行することで成長性を獲得し、投資家を含むステークホルダーからの信任を得ることで共同利益を拡大し、社会的価値を創造し続けることができる。
- 0 2. 企業は、自社のビジネスモデルの<mark>競争優位を支える経営資源等をどのように確保・強化し、それらを喪失するリスク等に対してどのような方策を講じているのか、その結果として付加価値連鎖 (バリューチェーン)</mark> における位置づけ〔2.1.1.〕をどのように維持、強化しようとしているのかを示すべきである。
- 03. また、中長期的な価値向上の観点から特定した社会課題 (ESG等) をどのように戦略に組み込みステークホルダーとの関係をどのように構築していくのかなど、ビジネスモデル〔2.〕及び持続可能性・成長性〔3.〕で示した内容を実現するための戦略を、長期の価値創造ストーリーの中で投資家に伝えるべきである。
- 4. 1. バリューチェーンにおける影響力強化、事業ポジションの改善
- 4. 2. 経営資源・無形資産等の確保・強化
- 4.3. ESGやグローバルな社会課題(SDGs等)の戦略への組込
- 4. 4. 経営資源・資本配分(キャピタル・アロケーション)戦略

## 【4.2. 経営資源・無形資産等の確保・強化】

- 10.企業のバランスシートにおいて、**多くの無形資産は資産として認識されず**、中長期的な価値向上を見据えた無形資産への戦略投資は**当期費用の一部**として取り扱われる。また、これらの情報は、必ずしも企業が**戦略的に捉える要素ごと**、あるいはビジネスモデルが前提とする事業領域やセクター(セグメント)ごとに示されておらず、投資家に利益を圧縮する非効率な費用としてのみ認識されるおそれがある。設備・施設等資産として認識されている有形資産への投資についても、必ずしもビジネスモデルや戦略に関連づけて示されていない。
- 11. したがって、企業の中長期的な戦略投資を投資家が適切に評価するため、これらの 投資の規模や内容を定量的、定性的に示すとともに、それがどのように持続的な企 業価値に貢献するか、評価の指標や方法とともに伝えることが重要である。その際、 投資家から見て、これらの投資(費用)が資産として捉えられ、それぞれの回収期 間等を想定して「投資収益率(Return on Investment)」の考え方が示されることは 有用である。
- 4. 2. 1. 人的資本への投資
- 4. 2. 2. 技術(知的資本)への投資
- 4. 2. 3. ブランド・顧客基盤構築
- 4. 2. 4. 企業内外の組織づくり

## 【4.3. ESGやグローバルな社会課題(SDGs等)の戦略への組込】

- 4 1. 企業が経営課題として特定した**ESG**等の**リスク**〔3.〕について、自社のリスクマネジメントの中でどのように管理し、影響緩和のための方策を戦略に組み込んでいるかは投資家にとって重要な情報である。
- 42. 戦略においては、**ESG**等の要素を**リスク・脅威としてのみならず**、新たな事業を生み出し、また、ビジネスモデルを強化する機会としてどのように位置づけているか、 そのためにどのような投資や資源配分を行っているのかを示すことも重要である。
- 43. 特にグローバルな事業活動を行う企業にとっては、「持続可能な開発目標 (SDGs)」等で示される国際的な社会課題に対して、自社の企業価値の持続的向上 がこれら課題の解決にもつながるという「共有価値の創造(csv)」の観点を念頭 に置くことも重要である。例えば、SDGs等で掲げられる目標について、企業の価値 観〔1.〕に基づき、自社の活動の社会・環境への影響の大きさや企業価値を高める 戦略の観点から優先順位を付けて取り組むことが考えられる。
- 44. **国際的に認識されている社会課題に関する枠組み**を参照することは、グローバルな 投資家の理解を促進し、建設的な対話を進めるために有用である。また、このよう な検討や対話を通じて、企業自身が意識していなかった自社の強みや価値を認識す ることも重要である。

## (参考)「価値協創ガイダンス」に対する機関投資家からの声

ガイダンスについては肯定的な声が多く聞かれ、企業と投資家の双方がどのように活用すべきか様々な示唆をいただいている。今後は研究会報告書及びベストプラクティスの公表等を予定。

|                     | 主要機関投資家からの意見  | 今後の対応   |
|---------------------|---|---|
| 内容                  | <ul><li>・企業経営にとって理想的な内容が記載されている。</li><li>・ E・S (環境・社会) とG (ガバナンス)を分けたアプローチは正しい。</li></ul> | <ul> <li>✓ 企業・投資家向けセミナー等の実施</li> <li>✓ アナリストにおける活用の促進</li> <li>✓ 研究会報告書の公表</li> <li>✓ 開示・対話のベストプラクティスの公表</li> </ul> |
| 企業におけ<br>る活用方法      | • 経営者が経営を見直す際に有用な"教科書"であり、企業において理解と活用が<br>進むことを期待。  |   |
| 投資家にお<br>ける活用方<br>法 | <ul><li>・企業との対話の際に持参して使えるくらい実践的。</li><li>・アナリストがガイダンスのような観点でレポートを書いたら評価されるだろう。</li></ul>  |   |
| 浸透に向け<br>た方法        | <ul><li>ガイダンスの内容をなぜ投資家に説明<br/>しないといけないか、企業との対話の<br/>中で理解を得ていきたい。</li></ul>                |   |

(出典) スチュワードシップ研究会会員(機関投資家等)との意見交換会での発言より抜粋

## 価値協創ガイダンスの展開(案)

国際団体

意見交換 連携

ステークホルダーとの 協働、非財務情報開示 促進、戦略策定等を 抽出 価値協創ガイダンス

- 長期的な価値向上に向けて、企業の情報開示や投資家との対話 のあり方の参考となるガイダンス(指針)
- ■「ビジネスモデル」、「持続可能性・成長性」、「戦略」、「成果・ KPI」、「ガバナンス」等の考慮すべきポイント、要素を一連の価値 創造ストーリーの中で語るフレームワークを提示

ESG要素等の企業の状況把握、ビジネスモデルや戦略等の投資先企業の深い理解等を抽出

スチュワードシップ・コード

コーポレートガバナンス・コード

#### 経済団体・業界団体

検討の場 プラクティスの検討 企業分析への活用

- ガバナンスや非財務 情報等に関心ある 経済団体等と連携
- セミナーや研修、 アンケート等を通じて 浸透・活用を推進

#### 市場関係者(取引所等)

- 企業価値向上表彰制度との連携
- アナリストレポート(証券リサーチセンター等) における活用

#### アセットオーナー(年金等)

- アセットマネージャーの 評価手法への反映
- アセットマネージャーに対する 原則・指示への反映

各種施策への組込を検討

#### 企業

- ガイダンスを活用した経営戦略の高度化
- 統合的開示による、投資家からの適切な評価獲得
- 長期志向の株主(年金基金等)の信任による 持続的成長に向けた戦略的な経営、投資判断へ の支持を得る

#### 開示·企業評価 対話

#### 投資家

- 企業評価への活用による収益・株価予測の高度化
- 優良企業の選別による中長期のリスク低減及び リターン向上
- 対話を通じた投資先の経営改善によるリターン向上