

責任投資時代の開示情報と企業価値

——企業と投資家は非財務情報にどう向き合うか——

長 谷 川 直 哉

1. 競争戦略としての社会戦略

企業の社会戦略とは何か。本稿では企業の社会戦略を、①社会課題に対するソリューションを提供し社会的価値を創造すること、②社会的価値と経済的価値を両立させることによって企業価値を向上させていくことと位置づける。前者はいわゆる企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility、以下：CSR）を意味しており、後者はマイケル・ポーターが提唱した共通価値の創造（Creating Shared Value：以下CSV）¹といわれる概念である。

アダム・スミスは『道徳感情論』（1759年）および『国富論』（1776年）において、「公平な観察者」によって「共感」される利己的行為（経済活動）のみが、公共の利益を実現すると説いた。人々の利己的行為（経済活動）は、「公平な観察者」の「共感」が得られる場合にのみ自由に放任されるべきであり、その時、神の見えざる手に導かれて人々の意図しない最大限の公共の利益が生み出されるというのである。ポーターが提示したCSVは、スミスの主張と本質的な部分で共通しているといえよう。長寿企業には、CSV的な経営理念を持つ企業が多いと感じる。1980年代に世界的潮流となった市場原理主義的な経営は、今や社会からの共感を失いつつある。

スミスの時代、ビジネスの担い手は個人であった。スミスは、経済活動を行おうとする者は、「胸中の公平な観察者」に、その事業に対する共感の有無を問うべきことを求めた。現代企業にとって「公平な観察者」とは、市民社会であろう。社会からの共感なくして、企業が存立し得ないことは言うまでもない。スミスの主張を借りれば、社会からは認められない事業は、「正当性あるビジネス」とは認められないことになる。

経済成長志向からのパラダイム変革が求められている現代社会において、企業にはあらゆる分野で持続可能性を高めることが求められている。社会からの要求は時代によって変化し、それに合わせて「正当性あるビジネス」の定義も変化していく。行き過ぎた成長志向経営が、繰り返される企業不祥事の原因であると指摘されて久しい。この背景には、短期的な投資リターンを追い求める、投資家の存在が影響していることを忘れてはならない。ショートターミズム（Short-termism：短期主義）は、企業価値の形成プロセスを歪め、持続可能な成長を阻害する要因の一つといえよう。

責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）が提唱された2006年以降、企業と投資家を取り巻く環境は大きく変わろうとしている。わが国では、日本版スチュワードシッ

プ・コード [責任ある機関投資家の諸原則] (2014年2月) が導入され、同年8月には伊藤レポート「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～」が公表された。続いて、2015年3月にコーポレートガバナンス・コード導入され、企業価値の持続的な拡大が企業と投資家の共通テーマとなった。

ポーターが提起したCSVは、社会的正当性あるビジネスの一つのあり方を示したものである。本稿ではCSVの考え方に沿って、社会的価値と企業価値の持続的な拡大を追求する経営モデルを価値共創モデルと呼ぶこととする。図表1は、価値共創モデルのフレームワークを示したものである。

図表1 価値共創モデルのフレームワーク



(出所) 筆者作成。

ビジネスの多くが、社会課題の解決というプロセスから生まれている。社会課題とは、ルールや秩序が未整備な状態であったり、社会システムは存在するものの機能不全に陥ったまま放置されている場合がほとんどである。こうした社会課題の中から潜在的な市場性を見極め、課題解決に向けて一見不可能と思われる挑戦を試みることによって、新たなビジネスが生まれる。

社会課題の解決には、新たなルール作りが求められる。新たな秩序やルールを生み出す行為の総称として、イノベーションという言葉が使われる。わが国ではイノベーションを技術革新と訳してきたことから、イノベーションにはハイスpekな技術が欠かせないという誤謬が蔓延している。一方、欧州では、イノベーションには必ずしもハイスpekな技術は必要ないと受けとめられている。

EUの成長戦略として、2010年に欧州委員会が策定した「Europe 2020: A strategy for smart, sustainable and inclusive growth」²は、賢明で持続可能で包括的な成長のための戦略と題されている。その骨子は、①賢い成長 (smart growth)、②持続可能な成長 (sustainable growth)、③包括的な成長 (inclusive growth) の三点で構成されている。賢い成長はナレッジとイノベーションに基づいた経済の発展、持続可能な成長は低炭素、資源効率のかつ競争力のある経済の推進、包括的な成長は社会的結束の強化をもたらす高雇用経済の育成を意味している。

2. 企業の開示情報と機関投資家の投資行動を巡る世界的潮流

2015年9月、国連で採択された持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals: 以下、SDGs) は、社会課題の解決には企業の存在が欠かせないことを示した。SDGsは貧困の根絶、健康と福祉の増進、ジェンダーの平等、持続可能な生産と消費、気候変動への対策、包摂社会の促進、パートナーシップの強化など、環境や社会に関する広範な課題を対象とし、企業の事業活動とグローバル社会が抱える課題を結び付けることを強く求めている。

収益至上主義的な経営では、SDGsが求めるソーシャル・インクルージョン (社会的包摂) の実現に寄与することは難しい。今や国内外の企業の多くが、SDGsを意識した事業戦略の再構築

に取り組み、そのプロセスの開示に積極的な姿勢を示している。その背景には、社会戦略と事業戦略の統合なくして、企業価値の持続的拡大を図ることが難しいという共通認識が醸成されているからであろう。

責任投資原則、英国のステュワードシップ・コード、日本版ステュワードシップ・コードは、機関投資家（株主）の投資行動の規範を定めたものである。これらの規範は、株式市場に蔓延するショートターミズムを是正することを目指している。ショートターミズムとは、投資家が短期に売買を繰り返すことで、利益を確保しようとする投資行動である。ショートターミズムは、投資家が企業に対して短期間での収益拡大や増配を要求するため、企業の長期的な成長の阻害要因になると批判されている。昨今、注目を集めているESG投資³も、ショートターミズムに傾斜した投資家の行動変革を目指したものである。

ESG投資は、財務情報とサステナブル報告書等で開示される非財務情報の双方に基づいて投資を行うが、長期投資では非財務情報への依存度が高まると考えられる（図表2）。向こう3年程度であれば、過去の財務データに基づく収益シミュレーションによって、企業業績の予想は可能であろう。こうしたシミュレーション結果に基づき、その発生確率を予想しながら企業業績の方向性を分析するのが、投資手法のメインストリームとなっている。

一方、未来における企業と社会の関係性を読み解きながら、10年後、20年後の企業の姿を予想して投資することが求められるESG投資では、サステナブル報告書等で開示された長期ビジョンや事業戦略に関する情報が、投資判断に大きく影響すると考えられる。NPO法人日本サステナブル投資フォーラムが実施した、サステナブル投資に関する調査によれば、2016年のわが国機関投資家によるサステナブル投資残高は、56兆2,566億円と前年比2.1倍となった。⁴責任投資原則や日本版ステュワードシップ・コードが浸透するにつれて、企業価値の構成要素としての非財務情報の重要性は確実に高まるといえよう。

図表2 長期投資における非財務情報の重要性



(出所) ニッセイアセットマネジメント (2014)、20頁を基に筆者作成。

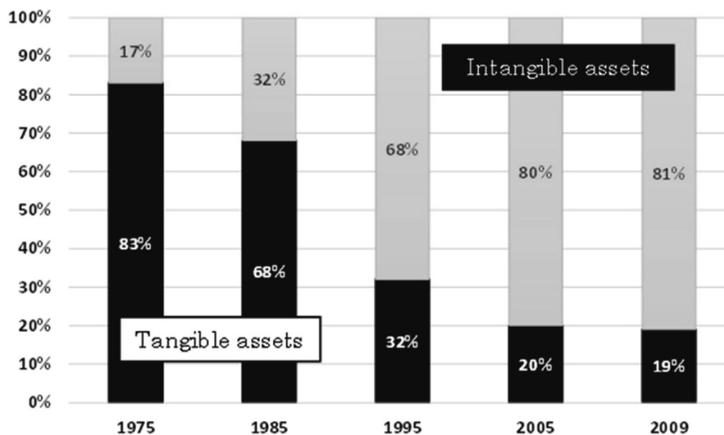
さらに、欧米を中心とした統合報告を巡る動きが、企業の長期戦略を重視する流れを加速している。統合報告とは、企業の長期にわたる価値創造に関するコミュニケーション・ツールである。統合報告の基盤となる統合思考について、国際統合報告評議会（以下、IIRC）は「統合思考は、組織内の様々な事業単位及び機能単位と、組織が利用し影響を与える資本との間の関係について、組織が能動的に考えることである。統合思考は短、中、長期の価値創造を考慮した、

統合的な意思決定と行動につながる」⁵と述べている。

企業を取り巻く社会課題および環境課題は、これまで経営上のリスクとして認識されてきた。一方、社会的価値の拡大と経済的成果の両立こそが、企業の生き残りにとって不可欠な戦略であると指摘したCSVの登場によって、社会および環境課題と向き合う社会戦略を事業戦略のフレームワークに組み込むことに関心が集まっている。こうした背景から、価値創造プロセスとビジネスモデルの関係性をステークホルダーに発信するツールとして、統合報告書を発行する企業が拡大している。

図表3は、2011年にIIRCがディスカッションペーパーで提示した、企業の市場価値に占める有形資産（物的・財務要素）と無形資産（非財務要素）の関係を示したグラフである。市場価値の構成要素に占める無形資産の割合は年々拡大している。この図は、株式市場のメインストリームとなっている有形資産に依拠した手法のみでは、企業価値を正確に捕捉できないことを示している。

図表3 企業価値に占める財務要素と非財務要素の関係



(出所) The International Integrated Reporting Council (IIRC) "TOWARDS INTEGRATED REPORTING—Communicating Value in the 21st Century," Discussion Paper, 2011.

責任投資原則によって、財務要素（有形資産）に非財務要素（無形資産）を加えたESG投資が世界的な潮流となりつつあり、非財務情報の開示は企業価値を左右する要因として存在価値を高めている。環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）の各要因を事業戦略やビジネスモデルにビルトインしていくことが、企業価値の持続的拡大の鍵を握ることになるといえよう。

3. サステナビリティを巡る政策の変化とその背景

日本企業の多くが、戦略的CSRという発想の下で、自社の経営資源を活用して社会課題に取り組んでいる。わが国でも「社会課題の認識⇒自社の経営資源・ナレッジの活用⇒社会課題の解決⇒情報開示」というサイクルが、企業価値の向上に資するという認識が浸透してきたとい

えよう。

2010年以降、2つの要因が、日本企業のCSR戦略に大きな影響をもたらした。それは、ISO26000とCSVである。ISO26000は、国際標準化機構が2010年に発行した組織の社会的責任(SR: Social Responsibility)に関する国際規格である。この規格において、社会的責任は「組織の決定及び活動が社会環境に及ぼす影響に対して、次のような透明かつ倫理的行動を通じて組織が担う責任。①健康及び社会の繁栄を含む持続可能な発展に貢献する。②ステークホルダーの期待に配慮する。③関連法令を順守し、国際行動規範と整合している。④その組織全体に統合され、組織の関係の中で実践される」と定義されている。

この定義に基づき、①組織統治、②人権、③労働慣行、④環境、⑤公正な事業慣行、⑥消費者課題、⑦コミュニティ参画および開発の7つの領域が、社会的責任の中核主題と位置づけられた。この中核主題は、組織に求められる社会的責任を包括的に網羅しており、各項目は相互に関連し補完し合いながら、事業活動のプロセスにビルトインされることが求められている。

社会的責任の基盤と位置づけられた組織統治では、組織能力の向上、透明性の確保、説明責任の遂行、リーダーのコミットメント、組織文化の醸成、ステークホルダーとの双方向コミュニケーションの確立が重視されている。

人権については、人権デューデリジェンスが重視されており、人権侵害を未然に防止するための枠組みを組織内に築くことが求められている。労働慣行では、人間らしいディーセント・ワーク、ワーク・ライフ・バランスへの配慮、雇用主と労働者の相互理解の深化、個人の就業能力の向上が重視されている。

日本企業が得意とする環境分野では、①環境責任、②予防的アプローチ、③環境リスクマネジメント、④汚染者負担という4つの原則と7つの考慮点(a.ライフサイクルへのアプローチ、b.環境影響アセスメント、c.クリーナープロダクションおよび環境効率、d.製品サービスシステムアプローチ、e.環境にやさしい技術および慣行の採用、f.持続可能な調達、g.学習および啓発)が組み込まれている。

日本企業が発行するサステナビリティ(CSR)報告書からは、多くの企業がISO26000の7つの中核主題の枠組みに基づいて組織の現状や課題を把握・整理し、CSRマネジメントシステムにその要素を取り入れようとしていることが伺える。

社会戦略と事業戦略と切り離すのではなく、一体のものとして扱うというCSVの概念は、日本企業の経営に大きな影響を与えた。ISO26000の発効によって、企業が社会的課題の解決に取り組むことは、企業と社会双方のサステナビリティに資するという認識がステークホルダー間に醸成されつつあり、持続可能な社会を築く重要な担い手として、企業には社会的価値と経済的価値の双方を同時に実現することが期待されるようになった。

詳細は後述するが、社会問題に対処することが企業にとってコスト増だけに終わるとは限らず、社会課題の解決に向けた取り組みがイノベーションを生み出すと、ポーターは主張している。つまり、CSVとは企業が生み出した富をCSR活動によって社会に再配分するのではなく、経済的価値と社会的価値の総量を拡大するためにあるというのである。CSVは日本の企業社会でブームとなっており、総合飲料メーカーのキリン株式会社は、2013年にCSV本部を設置しCSRを進化させた活動を目指している。

図表4は、主要なCSR関連事象(2010~15年)を整理したものである。図表3で示したように、企業価値の構成要素に占める非財務要素の割合が急速に拡大しており、環境(E)、社会(S)、

ガバナンス (G) に関する情報は、機関投資家の投資行動を左右するようになりつつある。サステナビリティ (CSR) 報告書は、組織の社会戦略に対する理解と共感や内外ステークホルダー間の価値観の共有を深化させていく上で、欠くことのできないツールといえよう。

図表4 サステナビリティを巡る潮流

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
CSR関連 社会事象	ISO26000発効	COP17 「ダーバン合意」 温暖化対策「2℃目標」 を盛り込む	再生可能エネルギーの 固定価格買取制度開始	京都議定書 第二約束期間開始 国内最高気温更新 (41.0℃)	スチュワードシップ・ コード導入	コーポレートガバナンス・ コード導入 COP21「パリ協定」 全会一致で「2℃目標」採 択
	生物多様性条約 名古屋議定書採択	東京電力 福島第一原発事故 国連生物多様性の10年 (2011-20年)	京都議定書 第一約束期間終了	IPCC評価報告書 大気中CO2濃度400ppm超	「燃料電池自動車」 世界初の一般向け販売	SDGs採択 (持続可能な開発目標)
	国際森林年	M.ボーター 「共通価値の創造」発表	国連持続可能な開発会議 (リオ+20) 開催	中国でPM2.5による 大気汚染発生		年金積立金管理運用 独立行政法人 (GPIF) が 責任投資原則に署名

(出所) 筆者作成。

4. 非財務情報の開示を巡る政策動向

過去の財務データに基づく分析手法の確立によって、短期的 (3~5年程度) な業績予想を行うことは容易になった。セルサイド、バイサイドを問わず、アナリストは企業の成長性や収益性をもとに理論的な企業価値を推計し、これが実際の株価に対して割高か割安かを判断する。アナリストは理論的な企業価値を株価として数値化する必要があるため、有価証券報告書、決算短信、決算説明会での説明資料等から、定量評価に落とし込むことができる財務情報を主に活用している。企業の長期戦略や将来動向を把握する上で必要な情報であっても、数値に落とし込むことが難しい非財務情報は、理論的な企業価値の分析には十分に活用されていないのが実態である。

従来の情報開示システムは、機関投資家が持続的な企業価値を評価する上で必要とする情報が不足しているとの認識を背景に発足したIIRCは、統合報告フレームワークにおいて、「長期的な視点に基づく価値創造 (Value creation over time)」、 「フレキシビリティ」、 「鳥瞰的な視

図表5 イギリス・EUにおける非財務情報開示に関する政策動向

	~2013年	2014年	2015年	2016年~
イギリス	イギリス政府	イギリスFRC	イギリスFRC財務報告ラボ	イギリスFRC財務報告ラボ
	会社法改正 戦略報告書の義務化	企業向け戦略報告書 ガイダンスの公表	企業・投資家・アナリストに 対する調査	ビジネスモデル・レポートイン グ報告書の公表
EU	欧州委員会	欧州議会・欧州理事会	EU加盟国	
	非財務情報開示指令案提示	非財務情報開示指令を承認・施行	非財務情報開示の法制化に向けた準備	非財務情報開示 の法制化

注1) イギリスFRC (Financial Reporting Council) は、投資促進に向けたコーポレートガバナンスや企業開示の改善に向けた取り組みを行う独立機関。

注2) イギリスFRC財務報告ラボ (Financial Reporting Lab) は、イギリスFRCに設置された企業報告の効果を改善するための調査研究機関。同組織は情報開示の規則を定めるのではなく、投資家やアナリストも関与しつつ、望ましい企業情報開示のあり方を調査研究することを目的としている。

(出所) 経済産業省 (2017) 「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」資料

点 (Holistic View)」という3つの要素を強く意識している。

IIRCの考え方を踏まえれば、ESGに代表される非財務情報は、長期的な事業戦略やビジネスモデルを評価する要素として欠かせない。何故なら、投資家は事業戦略やビジネスモデルを理解せずして、長期的な企業価値の評価・分析はできないからである。非財務情報は、企業経営の長期的なベクトルと社会の関係性を評価・分析するために活用されるべきなのである。財務情報のみによる評価と、長期的な企業のファンダメンタルズに基づく評価では、企業価値に乖離が生じる可能性がある。これを防ぐことに統合思考 (Integrated Thinking) の意義があるといえよう。

5. ポーター仮説からみた経営パラダイムの変革

ポーターが提唱した、価値共創仮説に対する日本企業の関心は高い。既述したように、キリンは、2013年に実施したグループ会社の統合再編を機に、CSVを経営コンセプトの中心に据えた。さらに、企業価値の再構築を目的としたCSVの推進組織として、CSV推進部を新設している。

CSVの概念に関心を寄せる企業は多いが、同社の事例は、トップマネジメントが自らCSVを経営コンセプトに取り入れた稀なケースである。では、ポーターのCSR仮説がどのような変遷を経てCSVに至ったのかを振り返っておこう。

(1) 戦略的CSRの提唱

2006年に発表した「競争優位のCSR戦略」⁶において、ポーターは従来のCSRが「企業と社会の相互依存関係ではなく、対立関係に注目している」⁷と批判し、「企業の戦略とは全く無関係なCSR活動や慈善活動が選ばれ、社会的意義ある成果も得られず、長期的な企業競争力にも貢献しない」⁸と指摘した。彼は企業が社会と密接な相互依存的関係にあり、健全な社会の存在が企業の存続には欠かせないという立場をとっている。

図表6で示したように、社会問題は、①一般的な社会問題、②バリューチェーンの社会的影響、③競争環境の社会的側面に分類される。さらに、この3カテゴリーを戦略的CSRと受動的CSRに区分し、企業はその経営資源を優先度の高い戦略的CSRに投入するべきであると指摘している。

図表6 戦略的CSRと受動的CSR

	一般的な社会問題	バリューチェーンの社会的影響	競争環境の社会的側面
カテゴリーの内容	社会的には重要でも、事業活動から大きな影響を受けない社会問題。企業の長期的な競争力に影響を及ぼさない社会問題。	通常の事業活動によって、少なからぬ影響を蒙ると考えられる社会問題。	外部環境要因のうち、事業展開する国での競争力に大きな影響を及ぼす社会問題。
戦略的CSR		バリューチェーンの活動を社会と戦略の両方に役立つものに変える。	戦略的フィランソロビー 自社のケイパビリティをテコに、競争環境の重要部分を改善する。
受動的CSR	善良な企業市民活動。	バリューチェーンの活動から生じる悪影響を緩和する。	

(出所) Porter, M. E. and M. R. Kramer (2008) を基に筆者作成。

戦略的CSRとは、「CSR活動は社会的価値と経済的価値の実現において、地域と社会の期待を上回るものでなければならず、周囲への迷惑を減らすというレベルにとどまらず、社会をよくすることで戦略を強化するレベルを目指すべき」⁹という、ポーターの価値観を背景とした概念である。

(2) 価値共創仮説への展開

2011年、ポーターは、戦略的CSRを発展させた「共通価値の創造 (Creating Shared Value)」¹⁰を発表した。この論文で提起された共通価値は、「社会と経済の双方を同時に発展させることを前提としたものであり、コストを意識した便益を意味する。この定義に基づく共通価値の創造とは、企業が社会的ニーズや課題に取り組むことで社会的価値を生み出し、その結果、経済的価値が創造される」¹¹と定義されている。

社会的価値とは環境および社会側面のサステナビリティを意味し、経済的価値とは企業の存在に不可欠な利潤である。共通価値の創造とは、環境および社会側面のサステナビリティを高めつつ、自社の利益も併せて実現するというビジネスモデルである。

2010年、ISO26000が発効し、組織の社会的責任や責任ある行動への期待感から、CSRに対する意識や取組内容に変化が生じた。企業が市民社会の一員として様々な課題に取り組むことで社会的価値が創出されると、企業のビジネスチャンスも広がる。その結果、社会と企業双方のサステナビリティが向上する、という認識が企業社会に醸成されつつある。社会変革の担い手として期待される企業には、社会的価値と経済的価値の双方を同時に実現することが求められているといえよう。

図表7はCSRとCSVに関する、ポーターの主張を俯瞰したものである。ポーターは、CSRの多くが外圧を受けた結果であると主張する。地球温暖化や環境汚染など、社会が負担を強いられる費用（社会的費用）が発生すると、社会はこのような外部不経済を内部化しよう企業に対して求める。このような社会問題（外部不経済）に対処することがCSRであり、企業は評判を高めるためにコストをかけてCSRに取り組んできたと指摘する。¹²

図表7 CSRとCSVの差異

	CSR	CSV
目的・価値	善行	コストと比較した経済的便益と社会的便益
態様	シチズンシップ、フィランソロピー	企業とコミュニティが共同で価値を創出
動機	任意あるいは外圧	競争に不可欠
利益との関係	利益の最大化とは別物	利益の最大化に不可欠
テーマ	個人の嗜好によって決まる	企業毎に異なり内発的
制約条件	企業業績や予算的制約を受ける	企業の予算全体を再編成する
具体例	フェアトレード	調達方法の変革で品質と収穫量を向上させる

(出所) Porter, M. E. and M. R. Kramer (2011), 29頁を基に筆者作成。

一方、ポーターは社会問題に対処することは、企業にとって必ずしもコスト要因だけに終わるとは限らず、社会問題の解決に向けた取り組みがイノベーションを生み出し、併せて生産性の向上と市場の拡大を実現できると述べている。

ポーターの主張は、CSRを通じて企業が生み出した経済的価値を再配分するのではなく、経済的価値と社会的価値の全体を拡大することが大切であり、これが共通価値の本質だといふのである。確かに、共通価値はCSRやフィランソロピーとは本質的に異なる概念であり、企業が生み出した価値を社会に対して再配分することでもない。ポーターは国内外で普及しているフェア・トレードは共通価値の創造ではなく、企業が生み出した価値の再配分に過ぎないと批判している。¹³

(3) 欧州連合の新たなCSR戦略 (2011～14年)

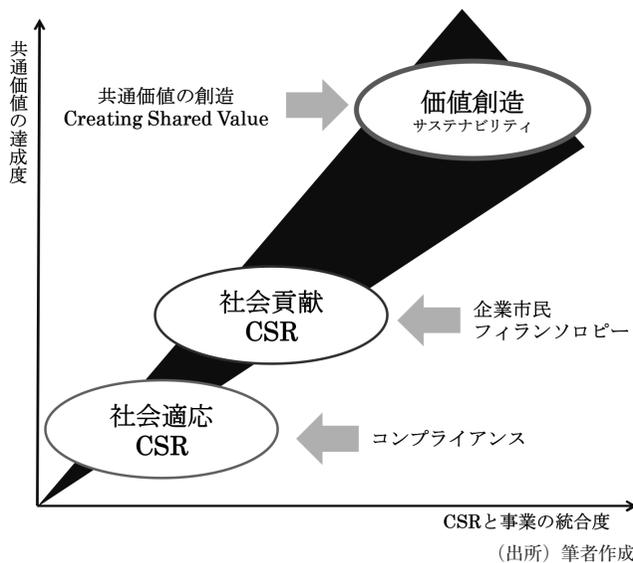
欧州委員会が新たに提唱したCSRの定義は、「企業の社会への影響に対する責任」である。その内容は次の二点に集約される。

- ①株主と広く社会やその他のステークホルダーとの間で、共通価値の創造を最大化する。
- ②企業の潜在的悪影響を特定・防止・軽減する。

新たな定義に込められた意図は、企業が事業とCSRの統合を推進し、CSRに対する長期的な戦略アプローチを採ることで、マルチステークホルダーの要求を満たす革新的な製品、サービス、ビジネスモデルを創造することにある。これによって経済的価値を創造しつつ、社会的にニーズに対応するという共通価値の最大化が図られるというのである。

欧州連合は多国籍企業に対するOECDガイドライン、国連グローバル・コンパクト、ISO26000などに沿って、CSR政策を推進する方針を示しているが、その目的は中長期にわたって成長と雇用の持続的拡大を実現し得る社会基盤を構築することにある。新たなCSR戦略を推進するため、次のようなアジェンダの推進が図られている。

図表8 CSRからサステナビリティへの展開



- i) CSRの見える化とグッドプラクティスの普及
- ii) ビジネスの信頼性レベルの改善
- iii) 自主規制, 共同規制のプロセスの改善
- iv) CSRの市場報酬の拡大 (消費, 公共調達¹⁴, 投資¹⁵)
- v) 企業の社会・環境に関する情報開示の改善
- vi) CSRの教育・訓練・研究への更なる統合
- vii) 加盟国におけるCSR政策の重要性の強調
- viii) CSRに対する欧州と世界のアプローチの調整

6. 経営パラダイムと企業価値概念の変革

(1) 企業価値を左右する経営構想力

業界を問わず日本企業の多くは、技術・ノウハウと事業プロセスを磨くことで、機能、品質、価格をコア・コンピタンスとするビジネスモデルを確立してきた。企業を取り巻く制約条件が少なかった20世紀社会では、機能、品質、価格の三要素を兼ね備えた製品とサービスを提供することで、企業価値の拡大は可能となった。

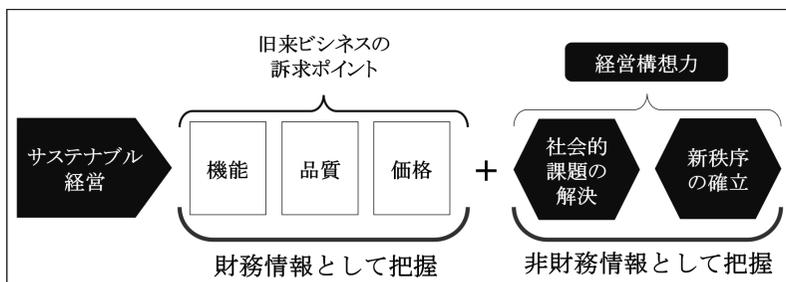
昨今、ROEや株価を経営目標に掲げる企業は少なくない。企業の経営幹部を育てるビジネススクールでは、ROEや株価を引き上げる術を学ぶことはできるかもしれないが、企業は何のために存在するのか、経営者は何をなすべきかなど、企業と社会の本質的な課題を議論する機会は少ないのではあるまいか。

日本企業の技術力や品質に対する世界からの評価は極めて高い。しかし、高い技術力を有しているにもかかわらず、日本企業はグローバル社会で埋没しつつある。ハイスpek的な製品を開発しても、社会に潜在する課題の解決に貢献できなければ、人々から信頼と共感は得られない。

わが国の企業社会では、「イノベーション = 技術革新」と捉える傾向が強い。これは、イノベーションの一面を捉えているに過ぎない。イノベーションの本質は、技術革新だけでなく、社会や顧客にとって新しい価値を創造し、広く普及・浸透させていくことにある。現代社会が求めるイノベーションは、企業が生み出すプロダクトを通じて、持続可能な社会への変革をリードする経営構想力から創出されるといえよう。

日本企業の課題は、技術的なイノベーションを偏重するあまり、社会と企業の関係性を見失っ

図表9 サステナブル経営モデルのフレームワーク

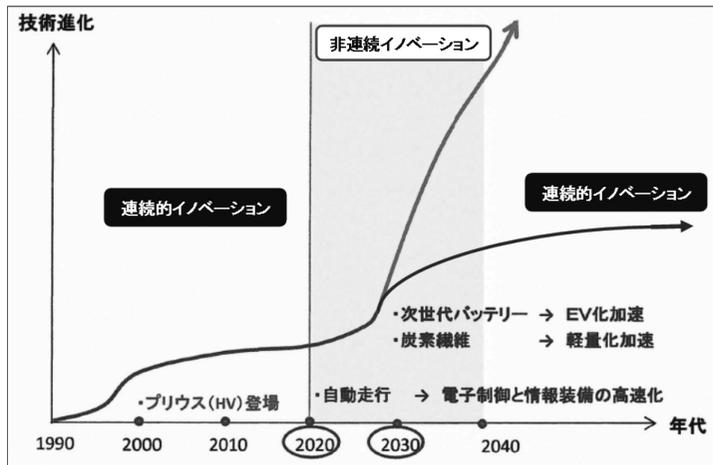


(出所) 藤井 (2014), 37頁を参考に筆者作成。

たことである。企業が内包する多様なナレッジの組み合わせによって、あるべき未来社会の構築に向けて変革をリードする価値観や文化を作りだせなければ、社会から共感されるビジネスとはいえないだろう。

図表9で示したように、旧来のビジネス（機能・品質・価格）から生み出される利潤は、財務情報として把握可能である。わが国の高度成長期のように、基盤技術に基づく連続的なイノベーションが創出可能な時代には、機能・品質・価格面でのイノベーションに注力することで企業価値は安定的に向上してきた。投資家もビジネスモデルの連続性を拠り所として、財務情報に基づく中短期の業績予想をベースに投資判断を下してきた。しかし、今や人工知能（AI）やIoTによる技術の急進化によって、非連続的なイノベーションが企業の将来を左右する時代が到来しようとしている。長期投資の下で企業価値を推計するには、非財務情報を通じて、サステナブル経営の中核となる経営構想力を読み解く能力が欠かせないのである。

図表10 非連続イノベーション（自動車産業のケース）



(出所) 三菱UFJ・モルガンスタンレー証券(2016)「第1回持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会資料」を基に筆者加筆。

1908（明治41）年にT型フォードが発売されて以来、自動車産業は「ガソリン・軽油」、「内燃機関」、「鉄」を主体とする連続的イノベーションによって進化してきた。しかし、「水素・電気」「鉄以外の素材（炭素繊維等）」「情報通信技術（AI・IoT）」を主体とする非連続イノベーションの急進化によって、既存のビジネスモデルが大きく変容しつつある。

長期的な視点での企業価値の推計に欠かせない情報とは、「誰に価値を提供し、誰からその対価を受け取るのか、必要不可欠な経営資源が何で、それをどのように確保し、どのような価値を創造して持続していくのか」という価値創造のビジョンとプロセスである。

(2) イギリスにおけるビジネスモデル開示の義務化

2013年、イギリスでは2006年会社法が改正され、イギリス国内企業に対して戦略報告書の作成と開示が義務づけられた。¹⁶ 戦略報告書では、①事業戦略に関する記述、②ビジネスモデルに

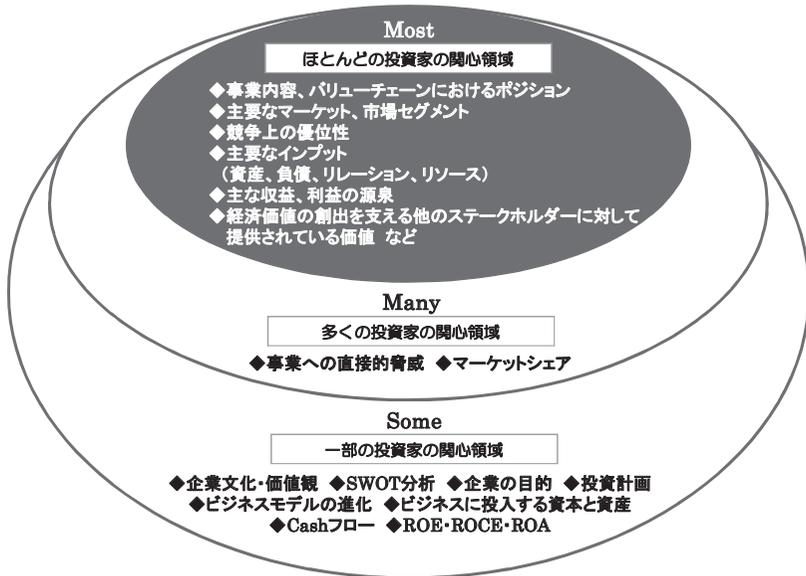
関する記述, ③取締役, シニアマネジメント, 従業員の男女別人数を開示することが求められている。

Financial Reporting Council (イギリス) が公開した戦略報告書ガイダンス¹⁷は, ①企業活動の内容・背景は何か, ②長期にわたって企業価値をどのように創出していくのか, ③企業価値を創出するうえで最も重要なビジネスプロセスは何か, についての記述方法を解説している。

図表11は, Financial Reporting Council (イギリス) の財務報告ラボが公表した『ビジネスモデルレポート』と題する報告書で提示された, 企業の開示情報と機関投資家の関心度を示したものである。この報告書では, 機関投資家の関心度に合わせて, 情報を「Most (ほとんどの投資家の関心領域)」、「Many (多くの投資家の関心領域)」、「Some (一部の投資家の関心領域)」に分類している。

さらに, 同報告書は, 「ビジネスモデルに関する情報は, 投資家が企業のパフォーマンスや長期的な成長戦略を分析・理解するためのファンダメンタルとして重要である」¹⁸と指摘している。

図表11 企業の開示情報に対する投資家の関心度



(出所) イギリス Financial Reporting Council (2016) 「Lab project report : Business model reporting」

7. 企業価値向上の鍵を握るクロスバリュー・エクステンション戦略

(1) 非財務情報から読み解く経営構想力

企業は経営効率を追求し, 企業価値を高めなければならないプレッシャーに晒されている。その背景には, ショートターミズムに傾斜した機関投資家の存在がある。受託者責任という名の下に繰り広げられる機関投資家からの収益拡大要求を前に, 経営者は最もリスクが少ないという思い込みから, 過去の成功体験に過度に依存してしまう。その結果, 経営者の多くが企業

を取り巻く社会環境の変化から目をそらし、組織に染み込んだ価値観や行動様式を無批判に受け入れてしまう傾向が強い。残念ながら、時間と教養を必要とする経営構想力を磨くことには、あまり関心を向けてこなかったようである。

社会課題は企業にとってイノベーションの源泉となる。ポーターはこれをCSVという視点で捉えた。企業は社会課題の中から潜在市場の存在を見極め、ハイレベルな水準の目標を設定して果敢に挑戦していかねばならない。難解な社会課題への挑戦が求心力となって、生み出される社会的価値が顧客の共感を呼び起こすのである。社会課題を見出し、自社のビジネスを通じて社会にソリューションを提供する能力こそが経営構想力なのである。¹⁹

現代企業の経営者に欠落しているのは、企業と社会の関係性をインサイダーとアウトサイダー双方の視点から捉えようという意識ではないだろうか。最近、営利・非営利を問わず、多様な組織と企業の協働が目撃されている。経営効率を追求する企業にとって、目先の利益に結びつかないNPOとの協働はコスト要因でしかなかった。しかし、CSRやCSVという概念が提唱される過程で、非営利組織との協働が着目されるようになった。SDGsの目標17には「パートナーシップで目標を達成しよう」と記載されており、組織の垣根を越えた強力なパートナーシップの必要性を説いている。

企業が価値観や文化の異なる社会集団と協働することは、多様性を理解するのみならず、別の視点で組織を見つめ直す機会にもなるだろう。柔軟性に欠け、内向き姿勢が強い日本企業は、価値観の異なる外部組織との交流を避ける傾向が強い。これでは、インサイダーとアウトサイダーの両面を併せ持つ企業は育たない。イノベーションとは新しい技術を追い求めるだけではなく、インサイダーとアウトサイダーの視点を持った複眼的な目で、社会と企業を捉えることから生み出されるといえよう。こうした複眼的な目が経営構想力そのものであり、企業価値の持続的な向上のドライバーとなる要素なのである。経営構想力は、財務情報だけで看取することは難しい。非財務情報が長期的な企業価値を分析するうえで欠かせない理由がここにある。

(2) クロスバリュー・エクステンション経営

伊丹(2003)は、「カニは己の甲羅に合わせて穴を掘る」が「企業は自社の器よりも大きな穴を掘れ」という事業戦略(オーバーエクステンション戦略)を提唱した。自社が保有するナレッジや能力を超えた事業に挑むという、いわば背伸びの戦略である。高度成長期の日本企業は、機能、品質、価格面でこの戦略を追求し成功を取ってきた。経営効率の向上を目指すこの戦略は、右肩上がりの成長が続く時代には非常に有効だったといえよう。

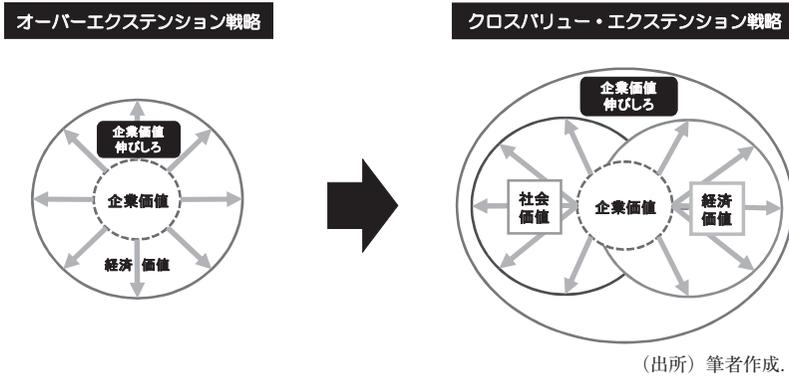
しかし、20世紀末に顕在化した地球温暖化、少子高齢化、新興国の台頭、価値観の多様化等の変化は、企業が培ってきた過去の成功体験では適応できない状況を生み出している。

もはや、技術やナレッジの獲得によって、経営効率の改善を図る戦略は限界にきている。企業に求められる経営は、多様性に富む社会の価値観と企業のDNA(ナレッジ、技術、文化)をクロスさせる経営モデル、すなわちクロスバリュー・エクステンション戦略である。この戦略は、経済的価値と社会的価値を同時に実現する統合的な思考に基づく経営である(図表12)。

社会環境や自然環境の変化から生じた様々な課題に対して、企業はビジネスモデルを通じて新たな秩序を形成してきた。そこで提示されたソリューションはモノ・サービスとして、永続的に社会に供給されている。

図表13は、サステナブル経営と企業価値形成プロセスの関係性を示したものである。企業には、

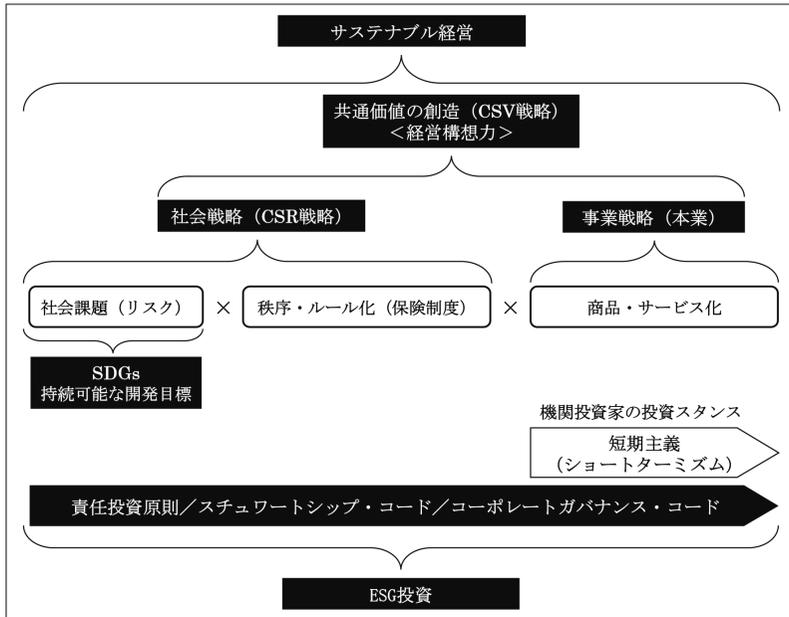
図表12 クロスバリュー・エクステンション戦略への転換



これまで以上に社会との相補関係を築いていくことが求められており、企業経営に占める社会戦略の位置づけは、これまでになく高まっている。そのため、企業の社会戦略に関する開示情報は、投資家のみならず市民社会にとっても大きな関心領域になるといえよう。

企業価値の持続的な向上は、「クロスバリュー・イノベーションに基づく成長戦略」と「ビジネスの社会的正当性」から創出されるであろう。つまり、長期的な視点で企業価値を評価するには、非財務情報と財務情報のリンケージが欠かせないといえよう。

図表13 サステナブル経営と企業価値形成プロセス



以上

注

- ¹ Michael E. Porter, Mark R. Kramer (2011) 「共通価値の戦略」『DIAMONDOハーバード・ビジネス・レビュー 2011年6月号』ダイヤモンド社, 8-31頁.
- ² 詳細については下記を参照されたい.
Europe-2020-A-European-Strategy-for-Smart-Sustainable-and-Inclusive-Growth.pdf
- ³ 国連が2006年に提唱した「責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)」を背景とした投資手法、財務情報に加え、環境 (Environment)、社会 (Social)、企業統治 (Governance) に対する企業の取組み姿勢 (非財務情報) をもとに投資判断を行う運用手法.
- ⁴ NPO法人日本サステナブル投資フォーラム (2016) 『サステナブル投資残高調査 2016』, 2 頁. 同法人では、サステナブル投資を次のように定義している.
1) 地球と社会の持続可能性に配慮した投資であること.
2) 原則1の投資プロセスや社会的な効果を資金の供給者に対して開示していること.
- ⁵ The International Integrated Reporting Council (2013) “THE INTERNATIONAL <IR>FRAMEWORK”
- ⁶ Porter, Michael E. and Kramer, Mark R. (2008), 36-52頁.
- ⁷ 同前, 41頁.
- ⁸ 同前, 41頁.
- ⁹ 同前, 47頁.
- ¹⁰ Porter, M. E. and M. R. Kramer (2011), 8-31頁.
- ¹¹ 同前, 10頁.
- ¹² 同前, 12頁.
- ¹³ 同前, 12-13頁.
- ¹⁴ 社会的責任公共調達ガイドの発行 (2011年).
- ¹⁵ 欧州委員会は、機関投資家が責任投資原則へ署名することが望ましいという認識を持っており、非財務情報を投資判断に組み込むための能力構築を支援している.
- ¹⁶ The Companies Act 2006 (Strategic Report and Director’s Report Regulations 2013) 2006年会社法の2013年規則によると、アニュアルレポートの一部として、ビジネスモデルの開示が義務化された.
- ¹⁷ Financial Reporting Council (2014) “Guidance on the Strategic Report”
- ¹⁸ Financial Reporting Council (2016) “Lab project report: Business model reporting”, 3 頁.
- ¹⁹ 1975年、本田技研工業がCVCCエンジンの開発によって、当時不可能と思われたマスキー法の排ガス基準をクリアした事例は、経営構想力のベストプラクティスの一つである.

参 考 文 献

- Carroll, A.B. and A. K. Buchholtz (2011) “*Business & Society: Ethics, Sustainability, and Stakeholder Management*,” South-Western Pub.
- Carroll, A.B. and K. J. Lipartito (eds.) (2012) “*Corporate Responsibility: The American Experience*,” Cambridge University Press.
- Financial Reporting Council (2014) “Guidance on the Strategic Report”
- Financial Reporting Council (2016) “Lab project report: Business model reporting”
- Freeman, R.E (1983) “*Strategic Management*,” Cambridge University Press.
- GRI, UNGC, WBCSD (2015) [SDG Compass].
- IPCC [2007] “*Contribution of Working Group I to the Fourth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*,” Cambridge University Press.
- Krosinsky, C. and S. Prurdon (2017) “*Sustainable Investing—Revolutions in Theory and Practice*,” Routledge
- Laasch, O. And R.N. Conaway (2014) “*Principles of Responsible Management: Global Sustainability, Responsibility, and Ethics, 1st Edition*,” Cengage Learning.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer (2008) 「競争優位のCSR戦略」『DIAMONDOハーバード・ビジネス・レビュー 2008年1月号』ダイヤモンド社.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer (2011) 「共通価値の戦略」『DIAMONDOハーバード・ビジネス・レビュー 2011年6月号』ダイヤモンド社.
- Porter, M. E. (2013) 「これからの競争優位」

- 『DIAMONDOハーバード・ビジネス・レビュー 2013年3月号』ダイヤモンド社。
- Pedersen, P.D. (2009) 『第5の競争軸』朝日新聞出版。
- Smith, A. [村井章子, 北川知子訳] (2014) 『道徳感情論』日経BP社。
- Smith, A. [山岡洋一訳] (2007) 『国富論－国の豊かさの本質と原因についての研究 (上) (下)』日本経済新聞社出版局。
- Stead, J.G. and W. E. Stead [柏樹外次郎・小林綾子訳] (2014) 『サステナビリティ経営戦略』日本経済新聞社。
- The International Integrated Reporting Council (2011) “TOWARDS INTEGRATED REPORTING – Communicating Value in the 21st Century.” Discussion Paper.
- 伊丹敬之 (2003) 『経営戦略の論理』日本経済新聞社。
- 加護野忠男 (2010) 『経営の精神』生産性出版。
- 川村雅彦 (2004) 『ニッセイ基礎研REPORT 86号』ニッセイ基礎研究所。
- 川村雅彦 (2015) 『CSR経営パーフェクトガイド』ウィズワークス。
- 北川哲雄 (2015) 『ステewardシップとコーポレートガバナンス』東洋経済新報社。
- 国連グローバル・コンパクト (2010) 『サプライチェーンの持続可能性－継続的改善のための実践的ガイド』
- コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 [2015] 『コーポレートガバナンス・コード原案』金融庁。
- 経済産業省 (2016～17) 「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」配布資料。
- 経済同友会 (2003) 『第15回企業白書「市場の進化」と社会的責任経営－企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて－』
- ニッセイアセットマネジメント (2014) 『企業価値を高める経営戦略－企業と投資家の共生に向けて』中央経済社。
- 日本サステナブル投資フォーラム (2016) 『サステナブル投資残高調査 2016』。
- 藤井剛 (2014) 『CSV時代のイノベーション』ファーストプレス。
- 松野弘・堀越芳昭・合力知工編著 [2006] 『企業の社会的責任論の生成と展開』ミネルヴァ書房。

〔はせがわ なおや 法政大学人間環境学部教授〕

〔2017年2月21日受理〕