



Kansai Vision
2030

三方よしにもとづく マルチステークホルダー経営の実践を 後押しする取り組み

2023年 9月



公益社団法人
関西経済連合会

1	取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～	2
	関西ビジョン2030・委員会運営方針	3
	企業と政府に対する両輪のアプローチ	4
2	基本的な考え方	5
	①現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～	6
	②企業価値に関する認識	8
	③多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営	9
3	マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例	11
4	今後の取り組みの方向性	21

[参考] アカデミアにおけるマルチステークホルダー資本主義に関する諸研究

- ①社会的価値の測定・経済的価値との相関・因果関係の研究（社会的取り組みの理論的裏付け）
- ②公益と私利の両立 - 渋沢栄一思想から考える「企業の責任」-
- ③目指すべき社会を考える - アダム・スミスを起点にして -
- ④「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する

1	取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～	2
	関西ビジョン2030・委員会運営方針	3
	企業と政府に対する両輪のアプローチ	4
2	基本的な考え方	5
	①現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～	6
	②企業価値に関する認識	8
	③多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営	9
3	マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例	11
4	今後の取り組みの方向性	21

[参考] アカデミアにおけるマルチステークホルダー資本主義に関する諸研究

- ①社会的価値の測定・経済的価値との相関・因果関係の研究（社会的取り組みの理論的裏付け）
- ②公益と私利の両立 - 渋沢栄一思想から考える「企業の責任」-
- ③目指すべき社会を考える - アダム・スミスを起点にして -
- ④「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する

1. 取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～

関西ビジョン2030 7本の矢の1つとして示された方向性

三方よしにもとづく「民の力」を効果的に発揮する仕組みづくり

■ 多様なステークホルダーを意識した新たな時代における企業が果たすべき役割のあり方を浸透させるための仕組みの提唱

地域や消費者、投資家など各方面から共感・評価・支持されるものをめざすとともに、公器としての企業の望ましい姿を実現するための諸制度のあり方を提案していく。

■ 行政などと企業の連携強化に向けた取り組み

地方の活性化をはじめ自然災害・感染症への対策など、各社会課題への取り組みにおいて行政などと企業の連携の強化も重要な手立てとなりうるとの認識のもと、関経連がどのような役割を果たしていくべきかについて検討し発信していく。

2023年度企業制度委員会 運営方針

- 中長期視点に立った企業経営に資する企業制度（コーポレートガバナンス、会計制度および競争政策等）について、検討・提言および普及啓発を行う。
- 民の力を効果的に発揮する仕組み作りに向けて、多様なステークホルダーを重視した企業が果たすべき役割、これを普及・浸透させるための定量的な評価指標等の仕組み作りについて研究をさらに深め、企業の実践を後押しする。
- 四半期開示の義務付け廃止実現に向けて、政府・関係各所の動向を注視し、適宜対外発信・働きかけを行うことで、その実現を目指す。

~
2020
年度

コーポレートガバナンスに関する提言

2016年から計5回

米国
ビジネスラウンド・テーブル訪問

2020年1月に実施

コーポレートガバナンス
シンポジウム開催

2019・20年に開催

「関西ビジョン2030」にて、三方よしにもとづく「民の力」を効果的に発揮する仕組みづくりを掲げる（2020年12月）

基本的な考え方

[P5~10]

企業への
働きかけ

政府等への
要望

2021
年度
~

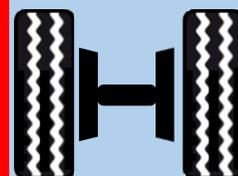
マルチステークホルダーへの還元の
効果的な発信例 [P11~20]

企業が各ステークホルダーとともに生み出した価値をどのように公平でバランス良く分配するか、その方針を分かりやすく発信する際のポイントや発信例を紹介

コーポレートガバナンスに関する提言

~マルチステークホルダー経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けて~

マルチステークホルダー資本主義の理念を反映したコーポレートガバナンス・コード改訂の提案や法・規制・開示制度等の見直しを要望



1	取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～	2
	関西ビジョン2030・委員会運営方針	3
	企業と政府に対する両輪のアプローチ	4
2	基本的な考え方	5
	①現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～	6
	②企業価値に関する認識	8
	③多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営	9
3	マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例	11
4	今後の取り組みの方向性	21

[参考] アカデミアにおけるマルチステークホルダー資本主義に関する諸研究

- ①社会的価値の測定・経済的価値との相関・因果関係の研究（社会的取り組みの理論的裏付け）
- ②公益と私利の両立 -渋沢栄一思想から考える「企業の責任」-
- ③目指すべき社会を考える -アダム・スミスを起点にして-
- ④「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する

2. 基本的な考え方

① 現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～

- **米国では1970年代以降、新自由主義的な考えが強まり**、1980年代から2000年代にかけては、**配当や自社株買いの規制緩和などが進んだ**。他方、2008年リーマン・ショック以降、**富の格差拡大や社会的価値観の分断などへの懸念**が広がった。
- こうしたなか、2019年8月に米国の代表的な経済団体であるビジネス・ラウンドテーブル(BRT)が行き過ぎた新自由主義を見直す声明「Statement on the Purpose of a Corporation」を発表したほか、2020年1月の世界経済フォーラムのダボス会議においても「ステークホルダー資本主義」が主題となった。新自由主義的な資本主義における行き過ぎた部分を是正し、**企業は多様なステークホルダーを意識した経営にシフトすべきであるとの議論が世界的に高まっている**。
- 日本においても、2021年10月に発足した**岸田政権が**、市場だけでは解決できない外部性の大きい社会的課題の解決に向け、**「新しい資本主義」を打ち出し、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」をとりまとめ、各政策の展開を進めている**。

新自由主義的な資本主義

弊害への懸念

マルチステークホルダー
資本主義への流れ

新しい資本主義の実現へ

2. 基本的な考え方

【参考】1970年代以降の資本主義の考え方の変遷

株主第一主義の台頭

- 1970年代 ミルトン＝フリードマンの思想に立脚した株主第一主義が世界に波及
- 1980年代 レーガン政権以降の規制緩和により株価を重視した経営を促進
- 1997年 米国ビジネスラウンドテーブルが株主第一主義の立場を明らかにする宣言

株主第一主義への批判・マルチステークホルダー資本主義の流れ

社会的要因	2008年リーマン・ショック/台頭するポピュリズムへの対応の必要性/CEOの高額報酬への批判の高まり/株主還元が増える一方で低迷する労働分配率/コロナ禍で所得・資産のさらなる格差拡大
アカデミア	ロバート＝シラー教授(2013年ノーベル経済学賞)株主第一主義に批判的な立場。多くのビジネススクールにおいて株主第一主義に対する批判的な考え方が浸透
気候変動	気候変動対策が世界的な課題/企業経営にも「長期視点」が求められる傾向
近視眼的経営への批判	近視眼的なアクティビズムへの批判の高まり

最近の動向

大手ファンド	ブラックロック、バンガードという大手ファンドがステークホルダー重視を表明
BRT	2019年8月 従来の株主第一主義の見直しを宣言
ダボス会議	2020年1月 マルチステークホルダー資本主義を表明
自民党公約 岸田政権	令和3年の自民党公約で、コーポレート・ガバナンスや企業開示制度のあり方について言及される。また、岸田政権において、2021年10月「新しい資本主義実現会議」創設、三方よしの重要性等が盛り込まれる。

2. 基本的な考え方

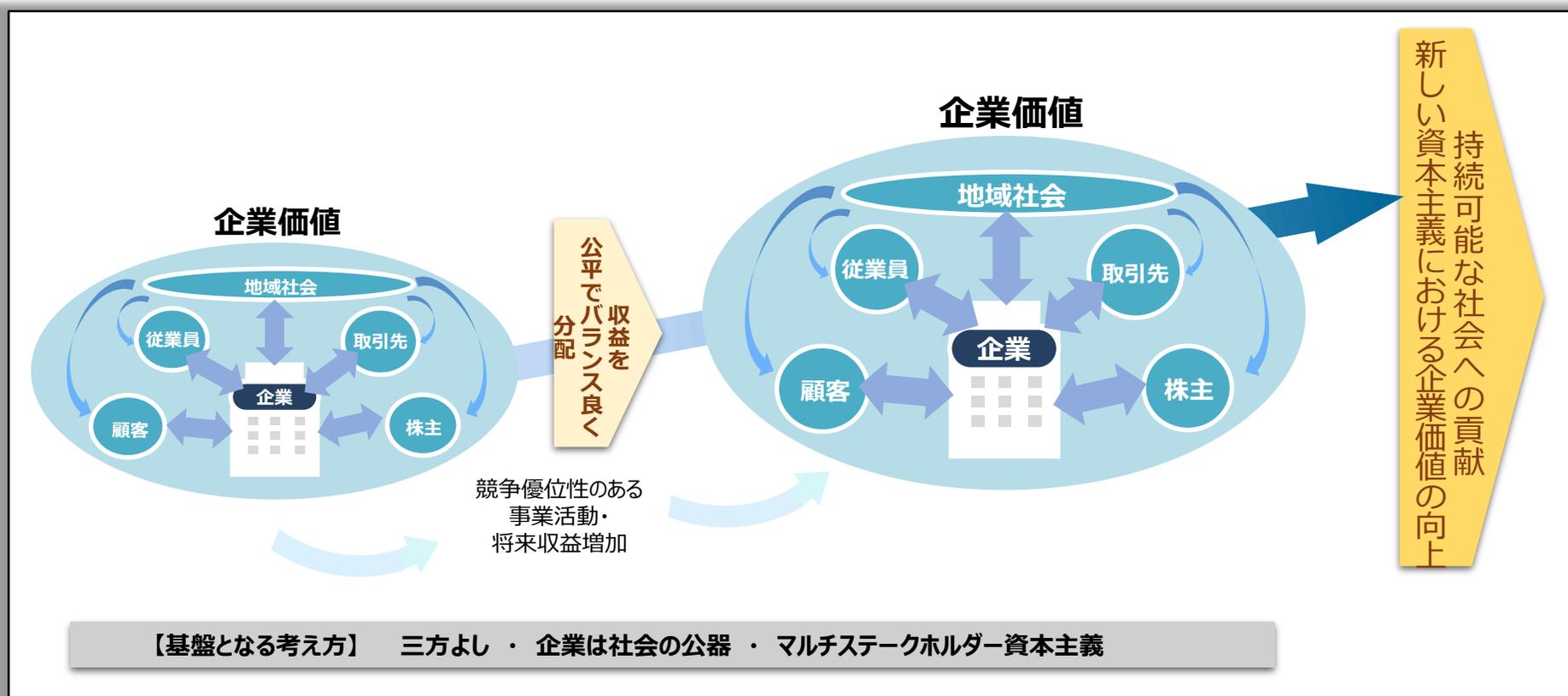
② 企業価値に関する認識

- **企業は**、製品やサービスの提供などを通じて、社会に対して**付加価値を創出する経済主体**である。競争優位性のある事業活動や中長期的な視点による将来の成長に向けた投資（研究開発・人的資本など）を通じ、企業をとりまく**ステークホルダーへの分配に必要な「利益」を持続的に生み出すことが求められる。**
- **企業の日々の活動は、資金を提供する株主に加え、従業員や顧客、取引先など多様な主体との協力関係のうえで成り立っている。**わが国とりわけ関西では、「企業は社会の公器」「三方よし」といった社会を強く意識する経営哲学が企業文化として脈々と受け継がれてきた。また、さまざまな社会課題が山積する昨今では、企業の社会的役割にも注目が集まっている。
- **従来、企業価値は様々な経営指標を多面的に用いて測られてきた。これを基本的な軸としつつも、三方よしの理念や近年のマルチステークホルダー重視の潮流をふまえて社会的価値も含めた企業価値とはどのようなものか、**各ステークホルダーから共感・支持を得られるバランスのとれたものを考え、今後提起していく。

2. 基本的な考え方

③ 多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営

- 中長期的な視点に立った戦略的な経営のもとで企業価値を向上させるとともに、**顧客・従業員・取引先・地域社会・株主とともに生み出した価値を、公平でバランス良く分配することが重要**。その際、企業経営者の倫理観・道徳観に基づく確固たる経営哲学のもと行われることが求められる。



2. 基本的な考え方

【参考】ステークホルダーの定義と企業との関係性（早稲田大学 広田真一教授）

- 企業活動に、金銭的・非金銭的なインプットを行いその対価を現在から将来にわたって受け取る主体（顧客・従業員・取引先・地域社会・株主）をステークホルダーと呼ぶ。
- 地域社会は、ステークホルダーの中でも性質が異なる。企業の活動は地域社会に対して、所得の創出、経済の発展、社会的な安定に貢献している。一方、地域社会から企業へ提供できるものは、一見わかりにくいですが、企業活動への場所・環境の提供、そして企業活動が生み出す負の外部性の許容などが挙げられる。加えて、地域社会から企業へ提供できるものは、地域の発展・安定による需要創出、企業の評判の向上による業績貢献・取引先との関係構築・地元人材の確保など、顧客・従業員・取引先といった他のステークホルダーを巡ってもたらされるものも多い。

ステークホルダー	ステークホルダー ⇒ 企業	企業 ⇒ ステークホルダー
顧客	代金	高品質、商品の信頼性、充実したアフターサービス
従業員	知恵、やる気、エネルギー	給料、雇用保障、社会的関係、自己実現、働きがい、働きやすさ
取引先	企業のニーズにあった商品、材料等	取引の継続の保障
地域社会	企業活動への場所や環境の提供、企業活動が生み出す負の外部性の許容、地域の発展による需要創出、企業の評判向上による業績貢献・取引先との関係構築・地元人材の確保	環境への配慮、地域経済の発展、所得・雇用の創出
株主	資金	配当（現在と将来）

（出所）早稲田大学 広田真一教授「株主主権を超えて」を元に関経連作成

1	取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～	2
	関西ビジョン2030・委員会運営方針	3
	企業と政府に対する両輪のアプローチ	4
2	基本的な考え方	5
	①現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～	6
	②企業価値に関する認識	8
	③多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営	9
3	マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例	11
4	今後の取り組みの方向性	21

[参考] アカデミアにおけるマルチステークホルダー資本主義に関する諸研究

- ①社会的価値の測定・経済的価値との相関・因果関係の研究（社会的取り組みの理論的裏付け）
- ②公益と私利の両立 - 渋沢栄一思想から考える「企業の責任」-
- ③目指すべき社会を考える - アダム・スミスを起点にして -
- ④「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する

3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

本取り組みの狙いと検討した背景

- 【狙い】企業が、顧客・従業員・地域社会・取引先・株主とともに生み出した価値を、各社の経営理念に則り、どのように公平でバランス良く分配するか、その方針を主体的に発信する。そして、その分配方針についてステークホルダーと対話することで社会から評価され、取り組みがさらに深化するといった好循環を促す。
- 【背景】多様なステークホルダーとの対話において前提となる情報開示について、サステナビリティ情報に対する注目が集まっている。国際的には、これまで乱立していた基準設定主体の統合が進み、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が今年6月にサステナビリティ情報の開示基準の最終版を公表した。また、わが国でも「価値協創ガイダンス」のほか、内閣官房による「人的資本可視化指針」などが示されている。このような背景もあり、企業によるサステナビリティ情報の開示は一定程度進んだ。一方で、これらの動きにより、企業が一律に求められる対応等に追われ、ステークホルダーへの取り組みについて一貫して主体的発信することなどに苦慮しているのではないかと考え、会員企業へのアンケートを実施したところ、同様の声が上がった。[P13~14]

本取り組みの概要

- 【概要】「企業の限られた資源の中で、企業が生み出した価値を各ステークホルダーに、どのようにバランス良く分配するかを一覧化すること」、「経営理念を核として、各ステークホルダーにおける目指す関係性・具体的取り組み・主要指標などを軸にストーリー化すること」、この2つのポイントをふまえた発信例を紹介するもの。これによりマルチステークホルダーへのバランスのとれた分配に向けた企業の取り組みの見える化を後押しする。[P15~20]

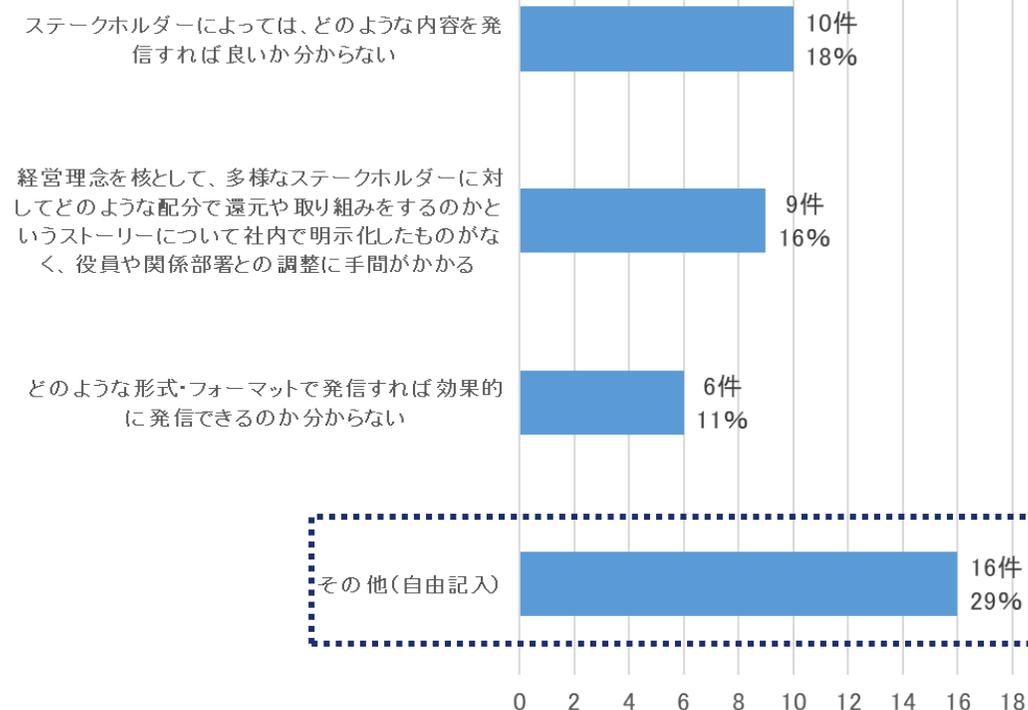
3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

【参考】 会員企業へのアンケート結果① ～課題・悩みごと～ (2022年10月実施)

会員企業からは、多くの非財務情報の開示を一律に求められるため、マルチステークホルダーへの取り組みを一貫して主体的に開示することに苦慮している旨の声があった。

非財務情報に関する開示ニーズが高まる中で、多様なステークホルダーに対する取り組みの情報発信における皆さまの課題やお悩みごとについて教えてください。 (複数回答可) [回答社数 38]

開示が義務化された指標のデータ収集に追われて、企業の多様なステークホルダーに対する取り組みを、ストーリー性を持って効果的に発信できない



■ 自由記述の意見

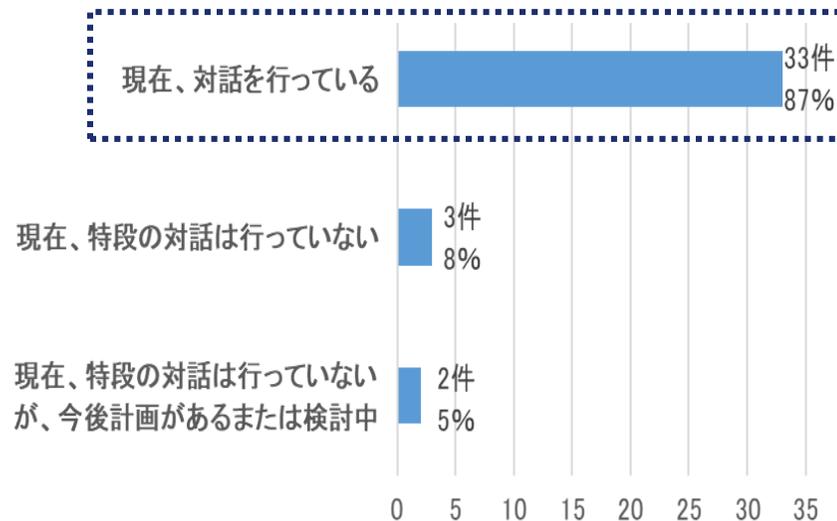
- ・人的資本の開示要請が高まっているが、今後どのように開示していくか悩んでいる。
- ・機関投資家の詳細かつ幅広い開示要請に応えるほど、それ以外のステークホルダーには煩雑・大量・分かりにくい開示となる。
- ・ステークホルダーによって知りたい情報が異なる中で、如何に一貫・統一した開示ができるのかに苦慮している。
- ・統合報告書として有益な情報の取捨選択について苦慮している。

3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

[参考] 会員企業へのアンケート結果② ～多様なステークホルダーに対する対話状況～ (2022年10月実施)

会員企業からは、見やすいパワーポイント資料などを使用し、株主以外のステークホルダーとも定期的な対話の場を設けている旨の声があった。

株主以外の多様なステークホルダー（従業員・顧客・地域社会・取引先など）との対話の状況について可能な範囲で教えてください。[回答社数38]



■ 対話方法・工夫している点

[従業員]

- ・従業員向けに統合報告書発行時のウェビナー開催、社内報への掲載等を実施している。
- ・決算説明会を年に2回実施し、その際に資本市場の声（投資家からの質問、要望等）を紹介、従業員へ外部からの当社評価を伝え、決算説明に対する改善点や要望等のアンケートも実施している。

[顧客]

- ・プレゼンテーション資料(パワーポイント)を使用して顧客に経営方針や事業を定期的に説明している。

[地域社会]

- ・地元取引先へのIR活動を年1回実施している。5つの会場(エリア別)で行うことで、参加を促し、資料も「見やすさ」を原則として、高度化を図っている。

[取引先]

- ・プレゼンテーション資料（パワーポイント）を使用して取引先に経営方針や事業を定期的に説明している。

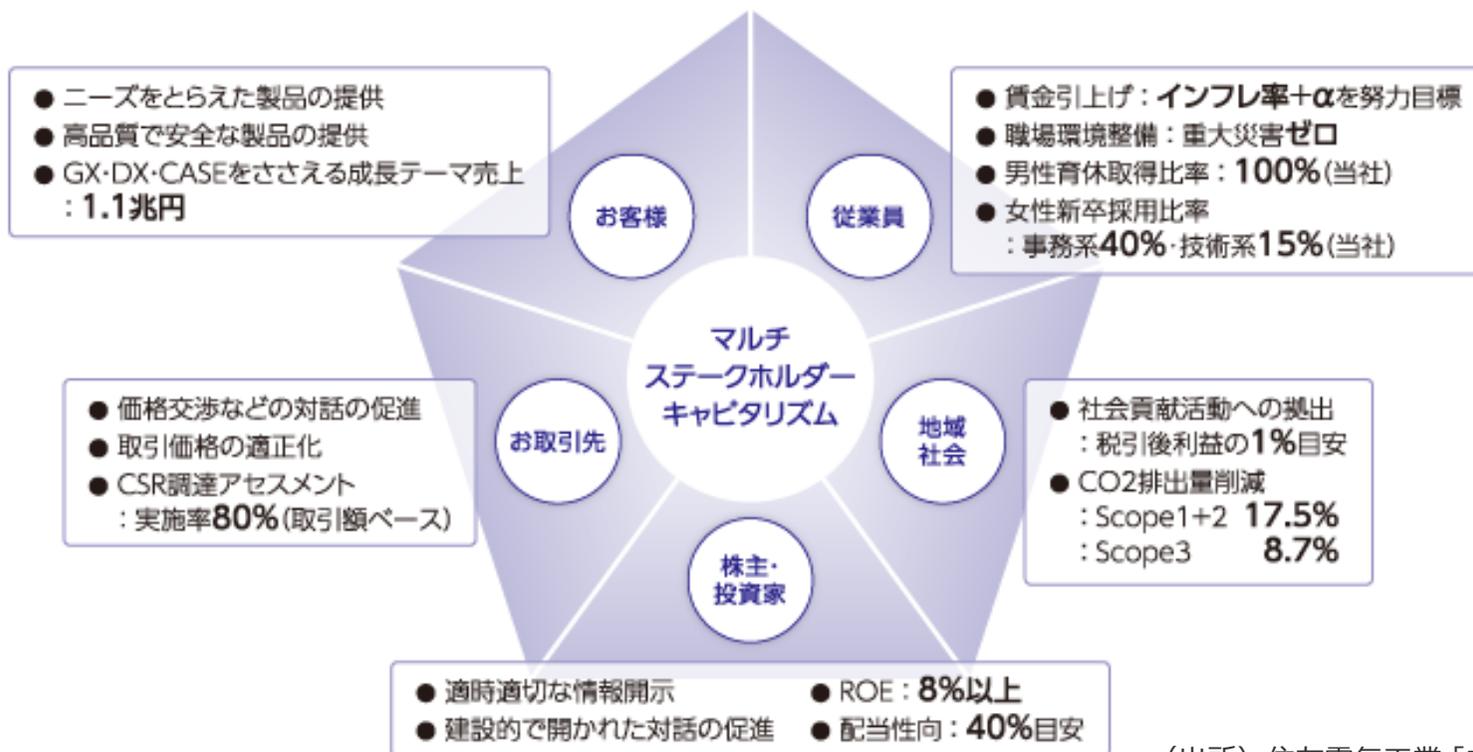
3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

関経連会員企業の発信事例

【ポイント①】

マルチステークホルダーを一覧化

5つのステークホルダーへの取り組み方針を一覧化できるデザインで開示するとともに主要指標・目標を明記



(出所) 住友電気工業「中期経営計画2025」

3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

関経連会員企業の発信事例

【ポイント②】

経営理念を核に記載

中心に自社の経営理念を記載し
各ステークホルダーへの取り組みや中期経営計画へと波及していくデザインで開示



3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

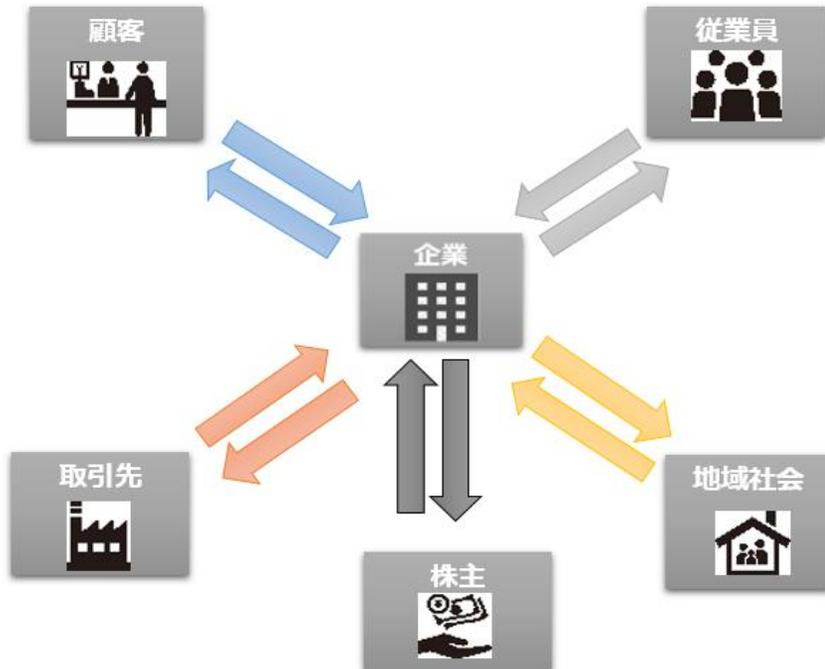
重要なポイント ～効果的な発信にあたって～

以下2つのポイントをふまえて、各社の実態に合わせて効果的に発信することが望ましいと考えられる

Point 1

マルチステークホルダーを一覧化

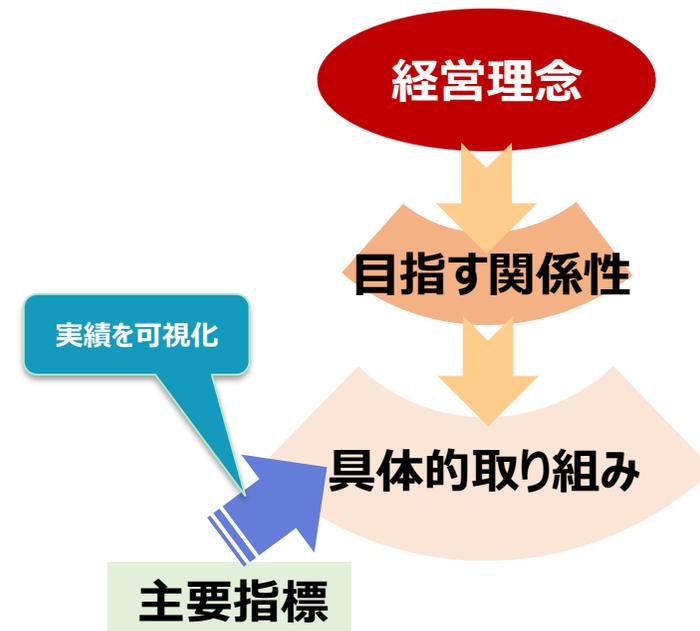
限られた企業の資源の中で
各ステークホルダーにどのように公平で
バランス良く分配するかを可視化



Point 2

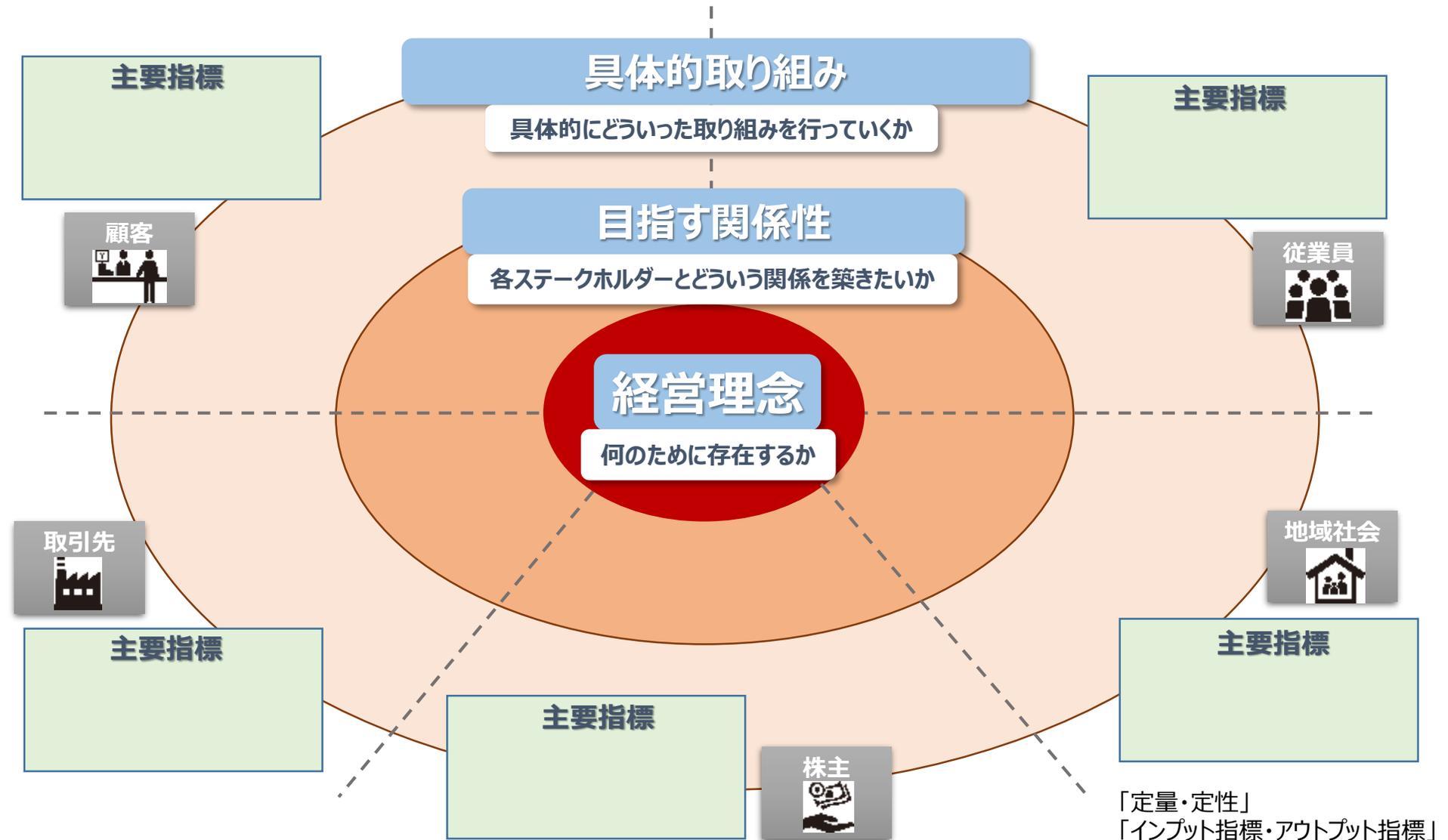
経営理念を核にストーリー化

単なる取り組みの列挙でなく
経営理念を核に、各ステークホルダーへ
向けた取り組みをストーリーとして組み立てる



3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

経営理念を核にストーリー化し、マルチステークホルダーを一覧化できる発信フォーマット例を紹介



3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例

主要指標（定性取り組み込み）参考例

発信フォーマットの主要指標例をアラカルト的に例示。各社の実態に合った指標を選択可能

顧客

商品・サービスへの満足

- ex・顧客満足度指数
- ・リピート率
- ・新製品売上高比率

情報保護

- ex・サイバーセキュリティに割いている予算、人員

商品・サービスの質

- ex・表彰を受けた商品説明
- ・環境に良い商品サービスの提供

アフターサービス

- ex・リコール件数
- ・アフターサービス体制

従業員

賃金

- ex・賃上げ率
- ・平均給与
- ・男女賃金格差

労働条件

- ex・3年離職率
- ・正規・非正規の福利厚生差
- ・組合加入率

仲間意識

- ex・エンゲージメントサーベイ結果

安定的な雇用

- ex・雇用維持の努力（リストラ回避・再就職への斡旋等）

教育・リスティング

- ex・研修、公募の充実度
- ・社内留学制度

老後保障

- ex・企業年金の有無

やりがい

- ex・エンゲージメントサーベイ結果

D&I

- ex・役職別の女性、外国人比率
- ・障害者雇用率
- ・男性育休取得率

取引先

CSR調達

- ex・取引先へのCSR対応を要請した社数
- ・トレーザビリティ対応
- ・製薬業界でのPSCIの行動規範監査結果

取引先の育成

- ex・サプライヤーへの人材育成支援（大手ゼネコン企業の建設技術者育成支援等）

取引条件

- ex・パートナーシップ構築宣言
- ・国際フェアトレード認証
- ・サステナブル調達ガイドラインのセルフチェック依頼社数

株主

配当

- ex・配当性向/配当金額

非金銭的優待

- ex・株主優遇施策

地域社会

地域の雇用創出

- ex・地域学生採用数
- ・子会社(地域密着企業)のスピナウトを支援した社数

地域環境の保護

- ex・CO2排出量
- ・エネルギー使用量
- ・水・紙使用量
- ・リサイクル率
- ・植林活動

災害対応

- Ex・避難場所の提供
- ・防災対応への資金提供

寄附・納税

- ex・納税額
- ・寄付の金額や利益に対する比率
- ・地域プロジェクト出資額（企業版ふるさと納税額等）
- ・地域の子供への奨学支援金額

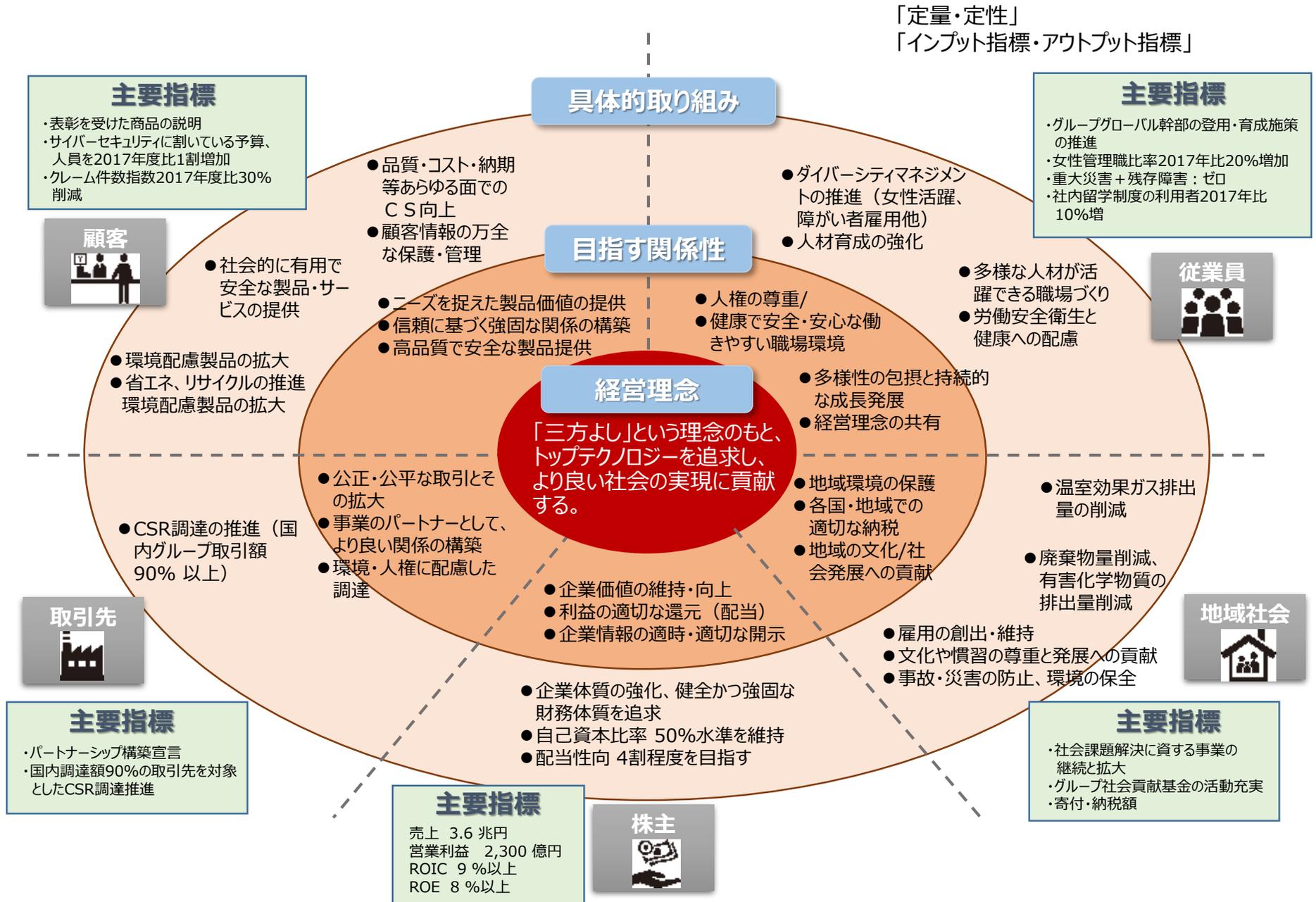
地域経済の繁栄

- ex・自治体からの業務受託件数
- ・地域活動への商材の提供
- ・ボランティア、清掃活動
- ・経済団体などへの寄付

知識等の提供

- ex・大学との協定締結件数

3. マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例



1	取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～	2
	関西ビジョン2030・委員会運営方針	3
	企業と政府に対する両輪のアプローチ	4
2	基本的な考え方	5
	①現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～	6
	②企業価値に関する認識	8
	③多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営	9
3	マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例	11
4	今後の取り組みの方向性	21

[参考] アカデミアにおけるマルチステークホルダー資本主義に関する諸研究

- ①社会的価値の測定・経済的価値との相関・因果関係の研究（社会的取り組みの理論的裏付け）
- ②公益と私利の両立 - 渋沢栄一思想から考える「企業の責任」-
- ③目指すべき社会を考える - アダム・スミスを起点にして -
- ④「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する

4. 今後の取り組みの方向性

本資料に
含まれる
取り組み

基本的な考え方

マルチステークホルダーへの還元の
効果的な発信例

今後の
方向性

中長期的視点に立った企業経営における
ステークホルダーへの
貢献取組の項目化

- マルチステークホルダー主義の学術的知見や各企業の取り組み事例を紹介
- マルチステークホルダーへの取り組みの指標例を「アラカルト」的に示す

マルチステークホルダー資本主義
における企業経営の見える化

- ステークホルダーへの貢献項目として主要な指標(業種ごと)を設定しそれぞれの指標を数値化する仕組みを提示
- 企業が生み出す社会的価値の総和を数値化

1	取り組みの方向性 ～関西ビジョン2030・委員会運営方針～	2
	関西ビジョン2030・委員会運営方針	3
	企業と政府に対する両輪のアプローチ	4
2	基本的な考え方	5
	①現状認識 ～資本主義をとりまく潮流～	6
	②企業価値に関する認識	8
	③多様なステークホルダーを重視した「三方よし」の経営	9
3	マルチステークホルダーへの還元の効果的な発信例	11
4	今後の取り組みの方向性	21

[参考] アカデミアにおけるマルチステークホルダー資本主義に関する諸研究

- ①社会的価値の測定・経済的価値との相関・因果関係の研究（社会的取り組みの理論的裏付け）
- ②公益と私利の両立 - 渋沢栄一思想から考える「企業の責任」-
- ③目指すべき社会を考える - アダム・スミスを起点にして -
- ④「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する

① 京都大学・砂川伸幸教授 ～社会的取り組みの理論的裏付け～

【狙い】 企業のマルチステークホルダーに貢献する取り組みが、企業の将来のキャッシュフローや利益の創出力などにより影響を与えることの理論的裏付けを示すことで、企業の持続可能な社会への貢献を促す。

【概要】 環境や多様性への配慮、レジリエンス推進などの企業の社会的価値向上の取り組みが経済的価値の向上に結びつく可能性を、様々な分析手法を用いて定量的に示した。

第1章 目的と概要

■ 課題：社会的価値向上は経済的価値向上につながるか

✓ 理念ではわかるが、投資家に定量的・定性的に説明できない

✓ データやアンケートなどに基づいた検証はほとんどない

第3章 日本企業のESGPとCFPに関するデータ分析

✓ 多様性や働きやすさは経済的価値を高める。

- ・平均勤続年数や女性従業員比率はROAに正の影響
- ・勤続年数や教育研修費用は売上高成長率に正の影響

✓ 環境重視は経済的価値を高める。

- ・温室効果ガス・廃棄物削減はROIC等に正の影響

第4章 従業員の意識とESGP・CFPの関係

✓ 従業員の意識がESGPやCFPに寄与

- ・職場イメージに関する従業員WEBアンケート（23項目）
- ・総回答数5,351名、138社から回答。20名以上55社
- ・従業員の会社満足度が高いとROIC向上
- ・環境施策に共感してCO2削減が進むと会社満足度向上

第5章 SDGs債とレジリエンス投資に対する株式市場の評価

✓ SDGs債発行とレジリエンス投資は、株価が有意に向上、又は下落が小さくなる。

- ・SDGs債発行により、株価が有意に上昇
- ・レジリエンス投資（2本社制、BCM導入）によって、株価下落が小さくなる可能性（2019年10月の台風19号 関東地区甚大被害）

- 社会的価値：ESG活動等によるポジティブな評価の総称。温室効果ガス削減、ダイバーシティ推進など社会に貢献する効果の総称。特に、ESG要素の改善成果をESGP（ESG Performance）とする。
- 経済的価値：将来に渡るキャッシュフローや利益の総出力の評価値であり、株価を含む。財務的な指標（資本利益率改善、資本コスト低下など）をCFP（Corporate Financial Performance）とする。
- ROIC：投下資本利益率（Return On Invested Capital）
- ROA：総資産利益率（Return On Asset）
- BCM：事業継続マネジメント（Business Continuity Management）

（出所）京都大学 委託研究概要説明資料より抜粋

詳細な内容は下記HPをご参照ください https://www.kyodai-original.co.jp/?page_id=18456

① 京都大学・砂川伸幸教授 ～社会的取り組みの理論的裏付け～

第3章 日本企業のESGPとCFPに関するデータ分析

特徴 学術的意義：日本企業のCFPを用いた研究がほとんどない中で、東証上場企業のESGPとCFPの関係を実証分析した希少な研究。
 実務的意義：ステークホルダー仮説を支持する結果が得られただけでなく、企業価値評価にESG要素を適用できる可能性を示した。

3-1. 日本企業の社会性指標と財務パフォーマンスの分析

✓重回帰分析を実施。平均勤続年数や女性従業員比率はROAに、平均勤続年数や教育研修費用は売上高成長率に正の影響。(図表③-1)

3-2. 日本企業の環境パフォーマンス

✓東証一部上場企業の温室効果ガス、産業廃棄物等の排出量時系列データ(2012-2020年)は低減傾向。上場企業は環境重視の事業活動を展開。

3-3. 日本企業の環境要素と財務パフォーマンスの分析

✓パネル分析により、温室効果ガス及び産業廃棄物の排出量低減はROICの向上・資本コストの低下に、水使用量低減はROIC向上に寄与。(図表③-2)

3-4. ESG時代の企業価値評価

✓環境投資による経済的価値の変化を定量提示することが可能。(図表③-3)

図表③-1 社会要素と2017年からの差分に関する重回帰分析結果

	女性従業員比率	女性社員離職率	平均勤続年数	教育研修費用
ROA	2年後に+の影響		2年後、3年後に+の影響	
社員一人当たり売上高成長率		2年後、3年後に-の影響	1年後、2年後、3年後に+の影響	1年後、2年後に+の影響

参考：重回帰分析、パネル分析
 とともに統計学上のデータ解析手法。前者は、複数の因果関係において、どの項目がどの程度、結果に影響しているのかを示す。後者は、複数の個体(企業など)について複数期間にわたって観測されたデータの因果関係を示そうとする手法。

図表③-2 環境要素とROIC/株主資本コストの回帰分析結果

環境要素 \ 財務指標	ROIC	株主資本コスト
温室効果ガス(トン)/売上高(百万円)	-0.022	0.009
水使用量(m ³)/売上高(百万円)	-0.020	
廃棄物総量(トン)/売上高(百万円)	-0.011	0.002

温室効果ガス1%削減で、その後の2年間にROICが0.022%上昇

図表③-3 ESG時代の企業価値評価

感度分析	環境要素	ROIC					
		+0.5%					
		-0.3%					
			7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
W	5.0%	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	
A	5.5%	3,111	3,333	3,556	3,778	4,000	
C	6.0%	2,800	3,000	3,200	3,400	3,600	
	6.5%	2,545	2,727	2,909	3,091	3,273	
	7.0%	2,333	2,500	2,667	2,833	3,000	

<数値例> 環境パフォーマンスの改善に取り組む企業X社
 ・X社の投下資本は2,000億円、ROICは8%、WACCは6%、成長率は1%と仮定。
 ・末期の期待FCF = 投下資本×ROIC = 2,000億円×8% = 160億円
 定率成長モデルでは、X社の企業価値EVは3,200億円 (EV = 160 ÷ (0.06 - 0.01) = 3,200億円)
 ・環境改善によってGHGガス排出量等の削減が期待。回帰分析の結果からROICが8.5% (0.5%改善) になり、WACCが5.7% (0.3%低下) になると予測できると仮定した場合、末期期待FCF = 2,000億円×8.5% = 170億円
 定率成長モデルでは、X社の企業価値EVは3,617億円 (EV = 170 ÷ (0.057 - 0.01) = 3,617億円)
 ・つまり環境投資により企業価値は417億円 (3,617億円 - 3,200億円、約13%) 向上する。
 ・上の図表③-3は、企業価値評価の感度分析の表に、環境要素の改善を追加したものである。
 環境投資が417億円を下回る場合、X社は環境投資をすることで、経済的な価値を高めることが期待される。

(出所) 京都大学 委託研究概要説明資料より抜粋

詳細な内容は下記HPをご参照ください https://www.kyodai-original.co.jp/?page_id=18456

① 京都大学・砂川伸幸教授 ～社会的取り組みの理論的裏付け～

第4章 従業員の意識とESGP・CFPの関係

特徴 **学術的意義**：複数の日本企業を対象に大規模な従業員の意識調査を実施し、ESGPやCFPとの関係を分析した希少な産学連携研究。
実務的意義：会社満足度や、従業員意識と環境施策の同時改善が、CFPの向上に結び付く可能性を示すことができた。

4-1. ESGに対する従業員の意識調査

- ✓ 関西経済連合会会員企業従業員を対象にアンケートを実施（2022年3月3日～25日）。
 - ・職場イメージに関する従業員WEBアンケート（23項目、10分弱）。
 - ・総回答数5,351名、138社から回答。20名以上の回答55社。
- ✓ 因子分析により、20名以上の回答のあった55社の傾向は次の通り。
 - ・回答者が多い企業は、平均して会社満足度は高い。
 - ・女性従業員は会社満足度と環境・多様性配慮認識が高い。
 - ・低年齢ほど、会社満足度、配慮指示認識、環境・多様性配慮認識は低い。

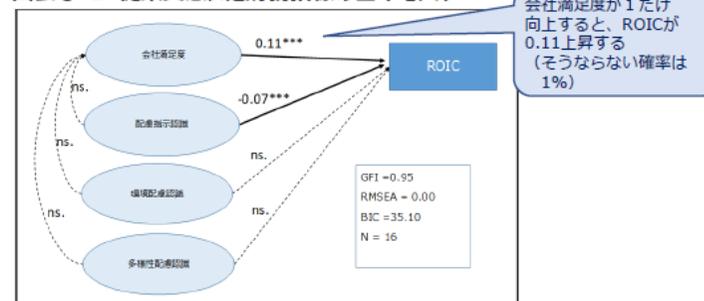
4-2. 社会的要因・従業員意識・財務パフォーマンスの関係（図表④-1、④-2）

- ✓ 財務指標とESG関連データが存在する16社について、財務指標を被説明変数とする構造方程式モデリング分析（SEM分析）を行ったところ、次のような結果を得られた。
 - ・社会的価値指標の従業員会社満足度が高いほど経済的価値指標のROICが高い可能性
 - ・女性従業員比率が高い企業ほどROICが向上する可能性。図表③-1の結果と整合的
 - ・女性従業員比率が高い企業ほど会社満足度が高く、その結果としてROICが向上している可能性を示唆

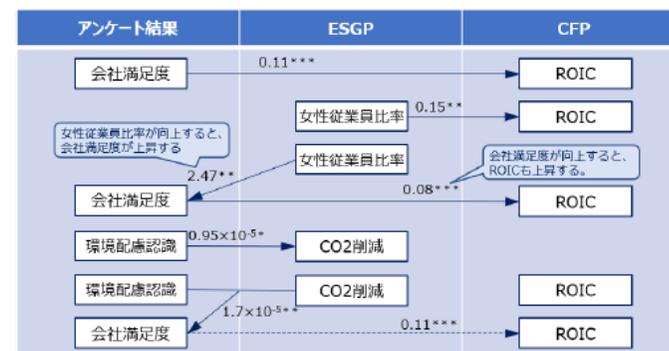
4-3. 環境要因・従業員意識・財務パフォーマンスの関係

- ✓ 4-2と同様にSEM分析を行い、さらに重回帰分析を実施したところ、次のような結果を得た。
 - ・企業の環境施策に対する従業員の共感が強いほどCO2削減が進む可能性
 - ・従業員が環境施策に共感している状況でCO2削減が進めば、会社満足度も向上傾向。そのためROICも向上と類推（会社満足度がROICに正の影響を与える傾向（図表④-1など）を考慮）。

図表④-1 従業員意識と財務指標の基本モデル



図表④-2 従業員意識・ESGP・CFPの関係



参考：構造方程式モデリング（SEM：Structural Equation Modeling）・仮説として設定した多数の変数間の関係を、線形結合の形にモデリングして行う分析

（出所）京都大学 委託研究概要説明資料より抜粋

詳細な内容は下記HPをご参照ください https://www.kyodai-original.co.jp/?page_id=18456

① 京都大学・砂川伸幸教授 ～社会的取り組みの理論的裏付け～

第5章 SDGs債とレジリエンス投資に対する株式市場の評価

特徴 学術的意義：SDGs債発行のアナウンスメントやレジリエンス投資の株式価値への影響を検証した、日本で初めての研究。
 実務的意義：SDGs債による資金調達やレジリエンス投資が投資家から高い評価を得ていることを実証的に示せた。

5-1. 日本企業のSDGs発行と企業価値 – SDGs債発行のアナウンスメント効果 –

- ✓ 日本企業が発行するSDGs債の件数と発行額は、近年急速に増加。
- ✓ 標準的なイベントスタディの手法を用いて、日本企業のSDGs債の発行アナウンスメント前後の株価の動向を調べたところ、発行企業の株価が有意に上昇していることを確認。第3章のデータ分析の結果（ROIC改善，資本コストの低下）と整合的な解釈が可能。（図表⑤-1）

5-2. レジリエンス投資の価値 – 自然災害時における2本社体制とBCMの価値 –

- ✓ 気候変動の影響による自然災害等のリスクの高まりが懸念されていることから、本社を複数箇所に置く複数本社制と、BCM（事業継続マネジメント）に注目したレジリエンス投資と株価動向の関係をイベントスタディの手法を用いて検証。（2019年10月の台風19号関東地区に甚大被害）を事例に。）
- ✓ 本社を関東と関西の2拠点に設置している2本社体制の企業は、関東にのみ本社がある企業に比べ、株価下落が小さい。
- ✓ BCMを構築している企業とそうでない企業の株価の動向を比較した結果、BCMを構築している企業の方が、株価下落が小さい。
- ✓ とともに自然災害時の経済的価値の損失を相対的に少なくするという意味での価値を確認。（図表⑤-2、⑤-3）

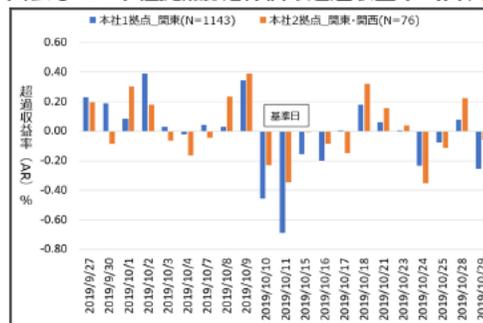
参考：イベントスタディ手法
 ・企業に関連したイベント前後の株式の累積異常リターン（CAR）の動きを検証することで、そのイベントが企業価値や株式価値に与える影響を検証する手法

図表⑤-1 国内発行のSDGs債発行のアナウンスメント効果

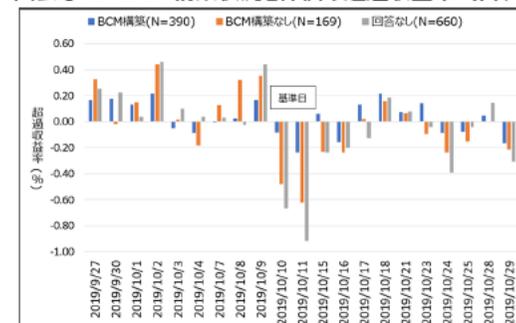


2016年～2020年12月に日本の上場企業が発行した42件のSDGs債が対象。
 ・銀行・証券・保険・REITに属する企業が発行した債券はサンプルから除外。
 ・アナウンス日は発行が決議された日とし、アナウンスメント日とその前後10日間に、株価に影響を及ぼすと考えられる別の情報があったものはサンプルから除外（別の情報とは、決算関係、配当関係、業績予想や修正に関する情報）
 ・なお、同時期に非SDGs債を発行した企業のアナウンスメント効果は、平均的にマイナスであったことから、株価の上昇はSDGs債の発行とESG投資へのコミットメントが原因であると考えられる。

図表⑤-2 本社拠点数と株価の超過収益率（日次）



図表⑤-3 BCM構築状況と株価の超過収益率（日次）



(出所) 京都大学 委託研究概要説明資料より抜粋

詳細な内容は下記HPをご参照ください https://www.kyodai-original.co.jp/?page_id=18456

② 公益と私利の両立 - 渋沢栄一思想から考える「企業の責任」 - 一橋大学 田中一弘教授

【概要】渋沢栄一は、日本的経営の思想は「公益を最重視するが、私利も重視する」とであると謳った。この思想が、「公益偏重・私利軽視」の伝統的CSRと、「私利が目的で公益は手段」という戦略的CSRの間にあるバランスの取れた思想であるとのことであった。この思想は、現在の「市場の失敗」から来る問題の解決のヒントになるものと講演された。

渋沢経営哲学のエッセンス 「公益第一、私利第二」

(1) 公益が第一

- ・ 究極の道德としての博施濟衆
「人々を豊かに・幸せにする」 
- ・ 君子が喩るべき義（責任）はここにある

(2) 私利が第二

- ・ 第一ではない 
- ・ しかし第三、第四ではない
→ 「銀メダル」としての私利

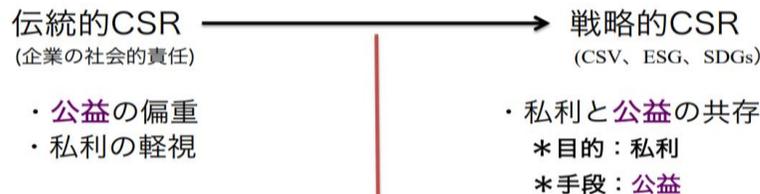
市場経済の「常識」の限界

- 従来の「常識」
個々の経済主体が正しく・熱心に営利を追求する
↓
(見えざる手)
↓
経済・社会の秩序と繁栄が実現する
- 見えざる手の機能不全（「市場の失敗」）
 - ・ 失業、貧困、格差社会
 - ・ 環境問題（地球温暖化など）
- ← 政府による補完（課税、規制）
 - ・ ・ ・ これにも限界（*グローバル資本主義）

新しい資本主義に向けて

- 「限界」の根因：
個々の経済主体が「積極的道德」を“免除”されていること

- 「積極的道德」をいかに経営に組み込むか



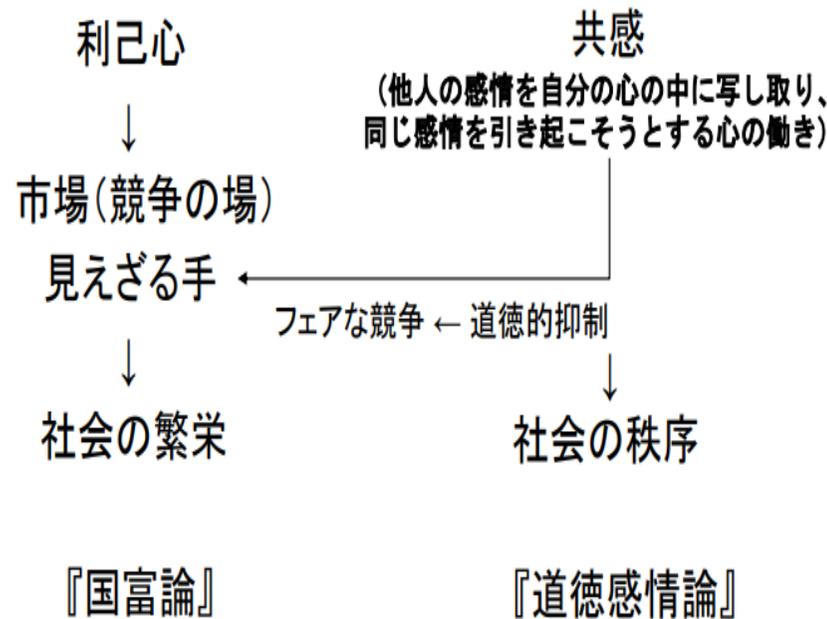
公益第一、私利第二 という日本的経営（思想）

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 公益の最重視 ・ 私利の重視 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 公益と私利の共存 * 目的：公益 * 手段的目的：私利 |
|---|---|

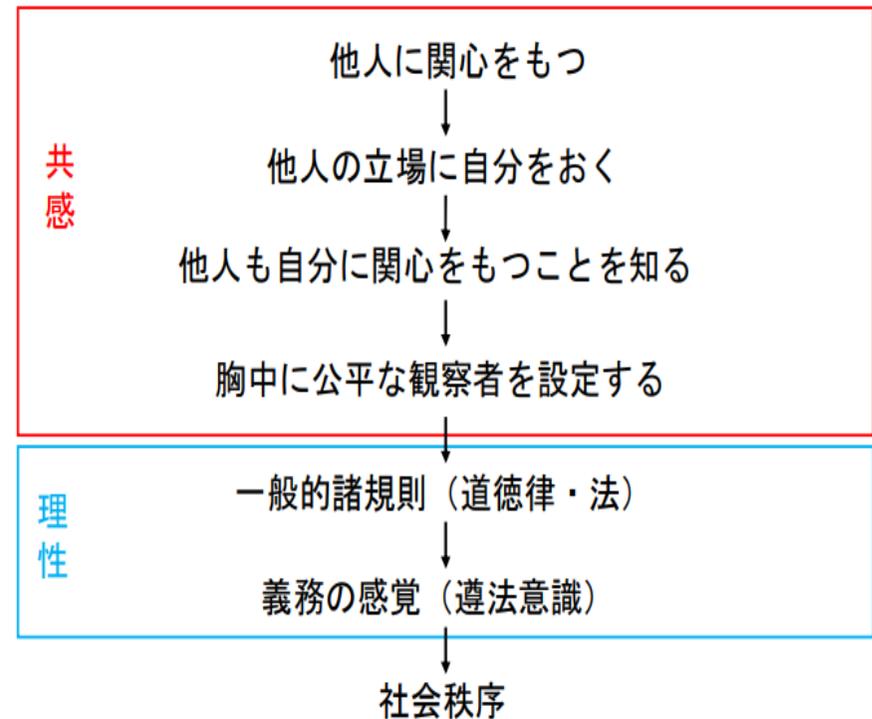
③ 目指すべき社会を考える – アダム・スミスを起点にして –
 大阪大学 堂目卓生教授

【概要】「神の見えざる手」の思想に対する通俗的イメージの中に含まれている、アダム・スミスの真意について説明があった。「神の見えざる手」の前提として、「共感」（他人の感情を自分の心の中に写し取り、同じ感情を引き起こそうとする心の働き）が必要であると説いている。つまり、利己心だけではなく、道徳的抑制のもとでのフェアな競争が社会の秩序と反映につながると説いた。

スミスの通俗的イメージと真意

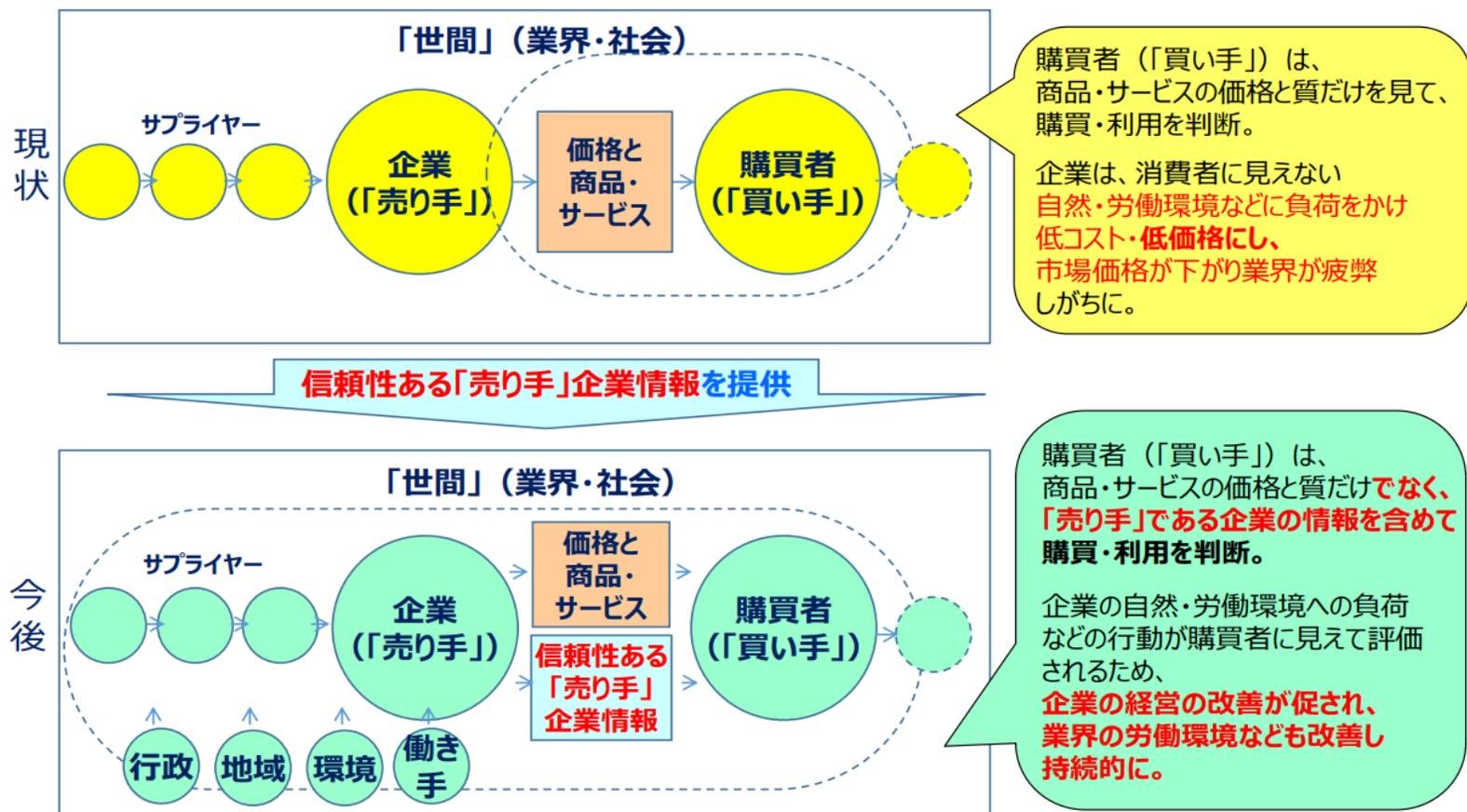


共感を基礎とする社会秩序



④ 「売り手」と「買い手」の共感共助により真の「三方よし」を実現する 大阪大学 伊藤武志教授

【概要】購買者（「買い手」）は、商品・サービスの価格と質だけではなく、「売り手」である企業の自然・労働環境に対する経営の姿勢などを見て、購買・利用を判断すべきである。そうすることにより、企業の経営の改善が促され、業界の労働環境などの持続的な改善に寄与すると説いた。



「先駆ける関西、
ファーストペンギンの心意気」



公益社団法人
関西経済連合会