



価値創造プロセスの体系的・統合的な実装

サステナブル ROE 逆ツリーで企業価値創造を捉える

**MAKING AN
IMPACT THAT
MATTERS**

since 1845

1. はじめに

財務の観点から企業の事業規模や収益性を評価する指標は様々あるが、企業の価値は財務指標で表されるものだけではない。企業の価値を示すものとして、近年は知的財産や人的資本など形のない資源にも光があてられるようになってきており、企業の市場価値の中で知的財産などの無形資産が占める割合が増加していると言われている。人材やノウハウなどの金融機関の経営資源の多くは、現在の会計上では金銭価値に換算されないが、将来の収益の源泉となるものである。特に金融機関は形のない金融商品や保険商品を取り扱い、その商品やサービス提供を支える資源もまた無形のものが多い。しかし、現在の財務諸表（および無形資産に関する会計基準）はそれらの価値を適切に表現できていないという指摘がある。

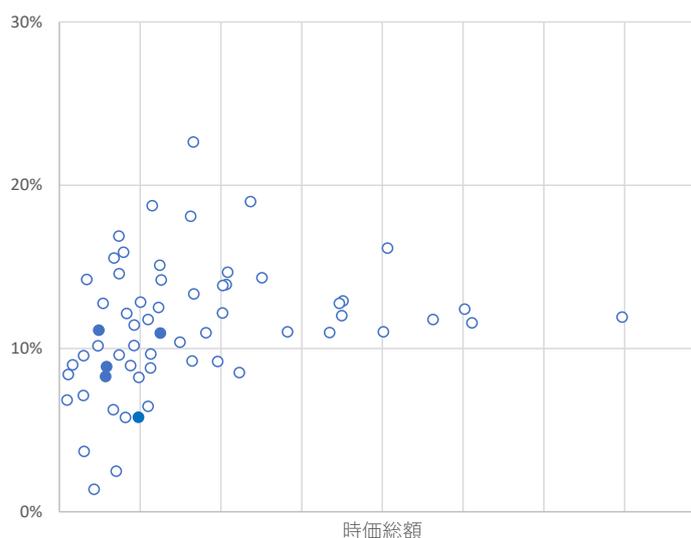
本稿は、企業価値を示すものとして会計上認識される無形資産よりも幅広く無形の資産を捉え、財務指標に限らず非財務指標にまで拡大し、企業が将来産み出すと期待される価値を総合的に示そうとするものである。加えて、明確な価値創造のストーリーを組み立て、企業自身が価値創造プロセスを体系的・統一的に経営に根付かせ、かつ、さまざまなステークホルダーの理解を促す表現方法を模索する。本稿における考察は銀行・保険会社を例にして行っているが、他の業種にも参考になるものと考えられる。

2. 企業価値を示す指標として ROE を再定義する必要性

日本の銀行・保険会社はグローバル化が進んできており、国際的なスタンダードにのっとった指標を用いて海外の競合相手と比較、評価されるようになってきている。収益性は重要な指標であり、その代表例として ROE が挙げられる。日本と海外の銀行・保険会社の ROE を比較すると、図 1 のようになる。グローバルな競争にさらされ、日本の銀行・保険会社の事業活動が将来的にも収益性を十分に得るものであることをしっかり示していく必要があるだろう。

各業種または企業によって一定の調整が行われることはあるが、ROE は企業の事業活動の実績である財務情報に基づいて算出されるという点でステークホルダーに明瞭で客観的な情報を提供する。しかしながら、財務情報では表現できていない無形な企業の競争源泉が重要である場合、現在用いられている ROE が企業価値を正しく表せていない可能性がある。そうである場合、無形な企業の競争源泉も勘案した、また、企業の価値創造プロセスと関連付けられた企業価値の指標として、ROE を再定義することは有意義であると考えられる。

図 1 グローバルな銀行・保険会社の ROE 比較



●が日本の銀行・保険会社

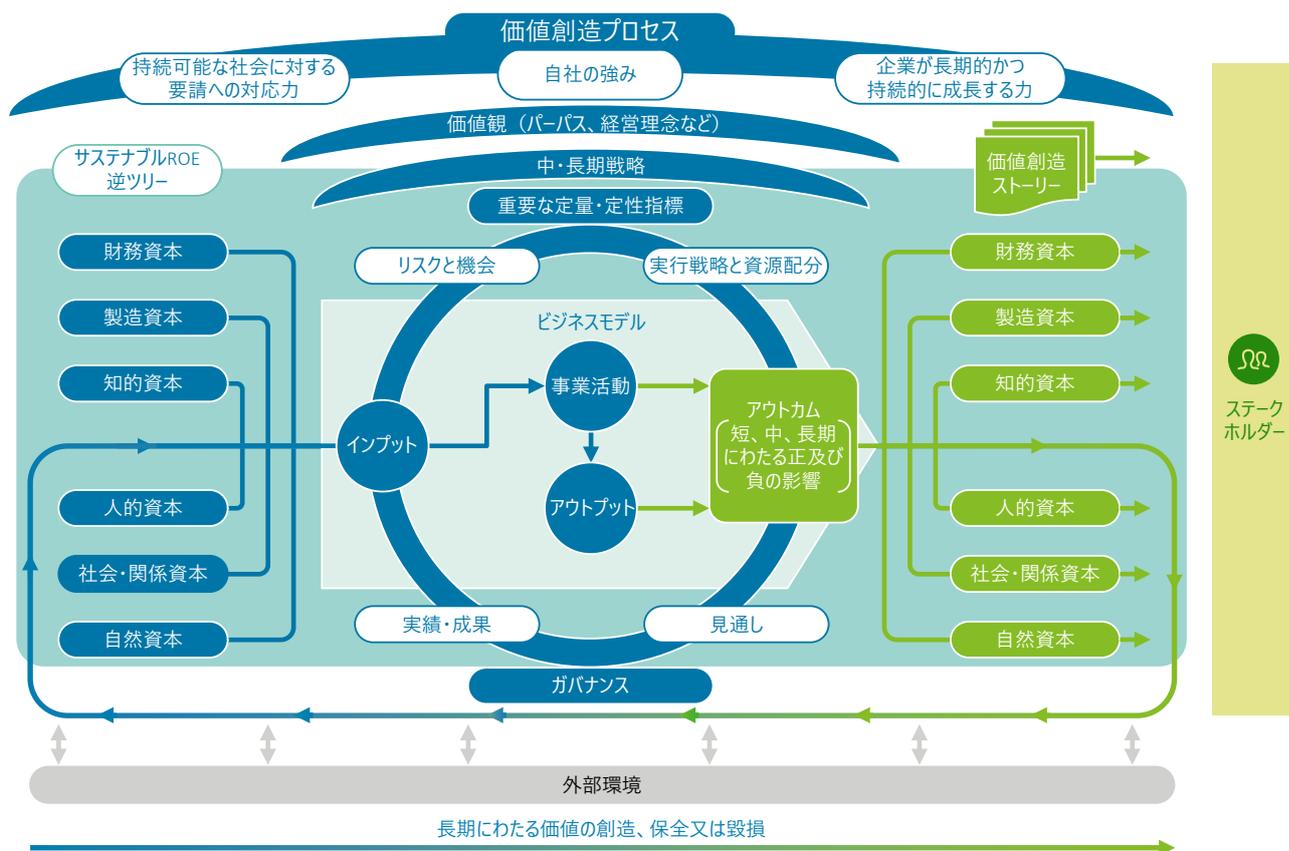
(出所) Fortune Global 500 データに基づきトーマツ作成

3. 価値創造プロセス

本稿は、国際統合報告<IR>フレームワークや経済産業省の価値創造ガイダンスの概念や議論¹を基に、銀行・保険会社における企業価値創造について応用を試みるものである。価値創造のプロセスは、その全体を俯瞰する価値創造プロセスとして描くことができる（図2参照）。

まずは企業としての価値観（パーパスや経営理念など）を明確にし、それを中・長期戦略に統合する。戦略は重要な定量・定性指標によって達成の進捗が管理される。戦略の運用にあたっては、企業が利用可能な6つの資本から成る資源を戦略的な投資（インプット）として投入し、事業活動が行われ、そこからアウトプットが得られる。事業活動による金融商品やサービスの提供（アウトプット）から短・中・長期にわたって保有する資源の変動（アウトカム）が得られる。この事業活動からアウトカムを得る過程は、リスクと機会を捉え、実行戦略を練り、資源配分を行うサイクルでもある。またこのサイクルは、将来のアウトカムの見通しを立て、その実績・成果を検証し次期のインプットを計画するものでもある。このようにインプットをアウトプットおよびアウトカムに変換するシステムがビジネスモデルであり、企業はガバナンスを通じてこのサイクルをうまく回していくしくみを維持管理する。サイクルによって生み出されたアウトカムは再び企業の資源を増強するためのインプットとなる。

図2 価値創造プロセス



（出所）国際統合報告<IR>フレームワーク、価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス 2.0（価値協創ガイダンス 2.0）を基にトーマツ作成

¹ 価値創造ガイダンスの概念や用語については、経済産業省の関連サイトを参照されたい。
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/ESGguidance.html

このようにして増強される資源が、企業の長期的かつ持続的に成長する力と、持続可能な社会に対する要請への対応力を生み出す。自社の強み（競争優位）がそれをより一層確かなものとし、企業価値が高まっていくのである。このような価値創造の力強いストーリーが描けるのであれば、ステークホルダーにアピールし、より高い評価を受けることができるだろう。

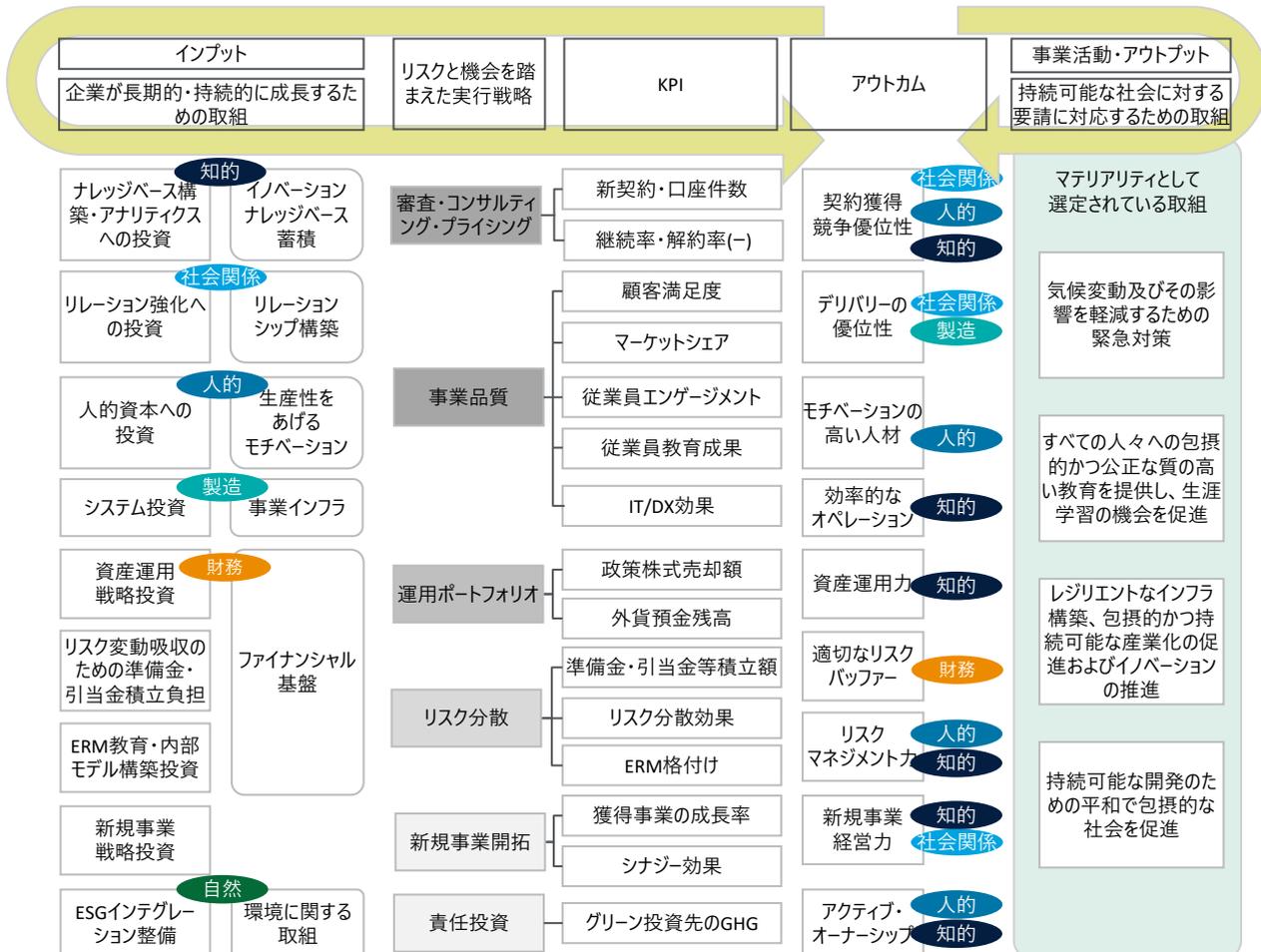
4. 保有する資源の循環

企業が保有する資源と企業価値をつなぐ、わかりやすく説得力のあるストーリーの構成を考える。

企業は保有する資源を用い企業が長期的かつ持続的に成長するための取組を行う。例えば、企業は人的資本をデジタル分野に投入し、DXを進め知的資本を蓄積し、顧客接点を改善しようとする。このように、企業はある資源を利用して他の資源に対して戦略的投資（インプット）を行い、リスクと機会を踏まえて策定した実行戦略を遂行する（事業活動）。その進捗をモニタリングするためにさまざまなKPIが設定される。実行戦略の遂行を通じて挙げられた成果は保有する資源の変動（アウトカム）をもたらす。このサイクルが繰り返されることで保有する資源は増強され、さらなる企業価値の向上につながる。

他方で、企業はマテリアリティとして選定された社会価値に貢献するための取組²を行い、ここにおいても事業活動と

図3 銀行・保険会社の保有する資源の循環



(出所) マテリアリティとして選定されている取組は「全国銀行協会における2022年度のSDGsの主な取組項目について」を参考にした

² 例えば、全国銀行協会は「経済・社会的課題解決への取組み」など3本の柱を掲げており、生命保険協会は「持続可能な社会保障制度の構築」などの8つの重点取組項目を掲げている。

アウトカムの循環が起こり保有する資源を増加させることができる。例えば DX の推進によって顧客接点を拡大し、金融へのアクセスを容易にして金融包摂を進めることも考えられる。

企業の保有する資源の循環は、図 3 の左側で示される企業が長期的・持続的に成長するための取組と、右側の持続可能な社会に対する要請に対応するための取組の大きく 2 つの循環があると考えられる。企業は自社の強みを生かして 2 つの循環を促進する。例えばデジタル・イノベーションに強みを持つなど、自社の強みに裏付けられた循環によってもたらされる企業価値創造のストーリーを力強く語ることでよい。

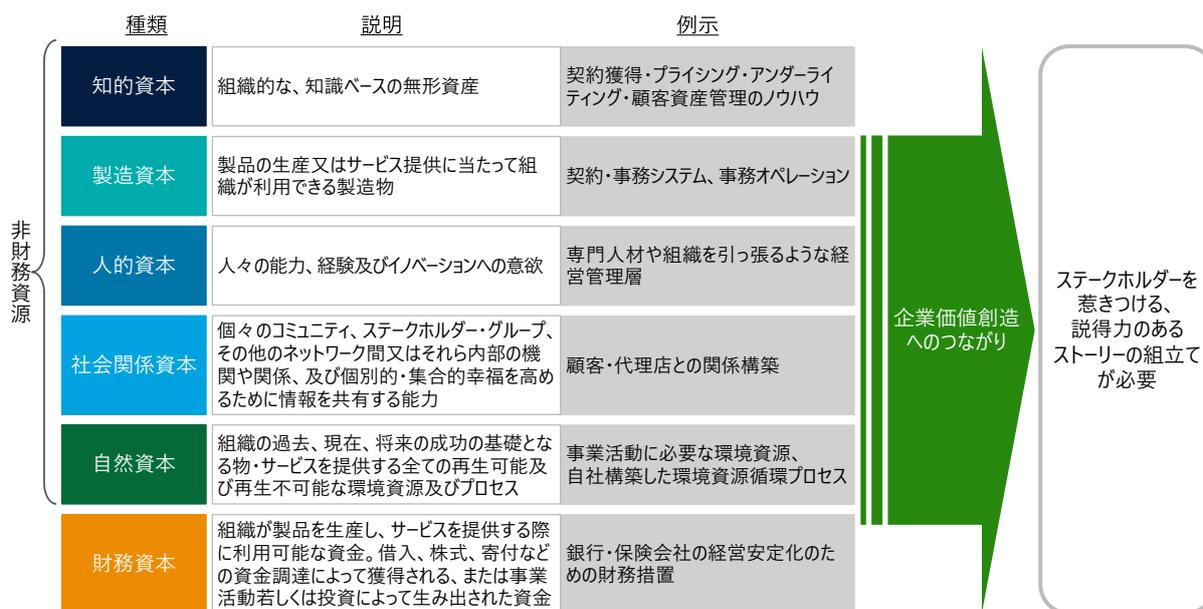
前項で挙げた企業の保有する資源を定量的に測るのは難しい。しかしながら、資源に対する戦略的投資（インプット）と資源の変動（アウトカム）であれば、適切な KPI を設定し定量的に示すことができると考えられる。

5. 企業が保有する資源

企業の価値創造プロセスにおいて、中・長期戦略、実行戦略³の遂行に寄与する資源にはどのようなものがあるか探ってみよう。「国際統合報告<IR>フレームワーク」で定義されている 6 つの資本を用いて企業が保有する資源を捉える動きが広がっている（図 4 参照）。金融商品・サービスという形のない商品を取り扱う銀行・保険会社の保有する資源の多くはイノベーションを推進する人材、コンサルティングやアンダーライティングなどのノウハウといった無形の資産である。これらの非財務資源が銀行・保険会社の強みであり企業価値創造につながっているというストーリーがわかりやすく説得力を持たば、ステークホルダーをより一層惹きつけ得る。

将来の価値を創出するためには保有する資源を維持増強するための戦略的な投資を行っていく必要がある。とりわけ、上述の銀行・保険会社の強みである無形の資産に対する戦略的投資は長期的・持続的な成長のために欠かせない。しかしその多くは会計上の無形資産として認識されない。したがって、この戦略的投資を将来の価値を産む財務・非財務上の資産としてプラスに捉え、後述するように非財務分野も考慮して企業価値創造のストーリーを捉えることが重要になってくる。

図 4 銀行・保険会社の中・長期的な安定成長のための 6 つの資本



（出所）「国際統合報告<IR>フレームワーク」（2021年1月）を参考にトーマツ作成

³ 金融機関における中期経営計画は単年度の事業施策（実行戦略）に落とし込まれ、事業活動において指針になっていくと考えられる。

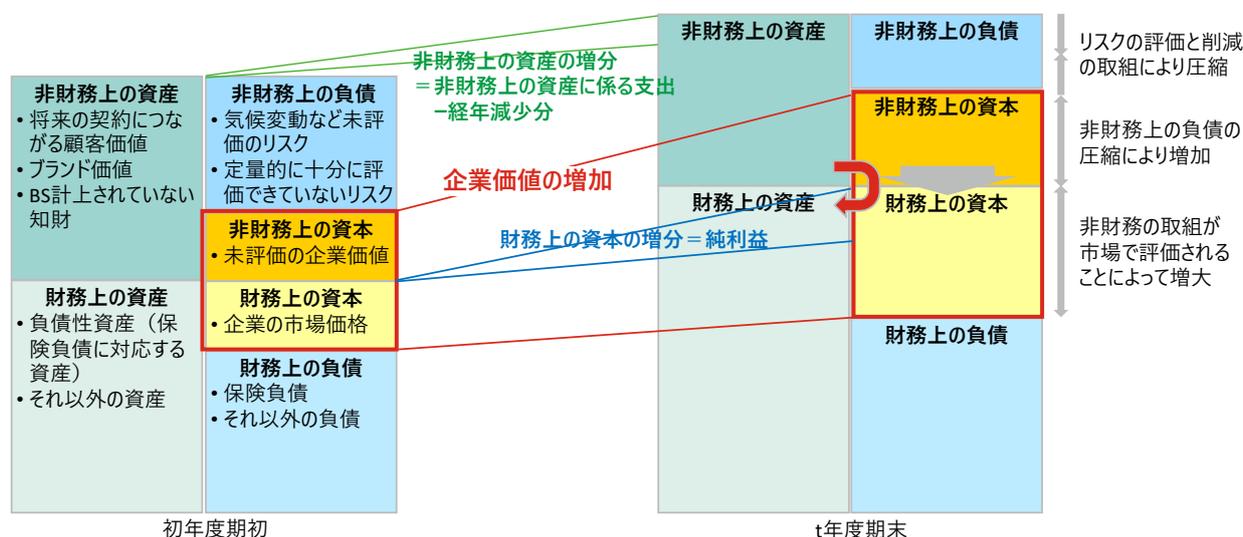
6. 財務上の資本と非財務上の資本の循環

前項では、企業が長期的・持続的に成長するための取組と持続可能な社会に対する要請に対応するための取組によって起こる企業内の資源の循環と価値創造のプロセスのうち、前者の取組を中心に財務分野と非財務分野を一体で捉える必要性を述べた。もう一つの資源の循環である持続可能な社会に対する要請に対応するための取組（例えば金融包摂の推進による顧客層の拡大）は主として非財務の分野として語られる。しかし、この取組は、財務資源の利用を伴って実行され、アウトカムの創出により企業価値向上につながる。したがって、2つの取組を通じた企業価値創造を的確に表現するためには財務と非財務の両分野の関連付けが重要になる。そこでこのつながりをより明確に理解するために、財務情報と非財務情報の循環について考えてみよう（図5参照）。

財務情報である貸借対照表（BS）は、資産、負債とその差分である資本で構成される。財務上の価値として未だ評価を受けていない非財務項目についても同様の構成を考えることができる。つまり、非財務上の資産、非財務上の負債、そしてその差分となる非財務上の資本である。財務情報では表現できていない無形な企業の競争源泉の存在を前提に、財務上の資本と非財務上の資本の合計が企業価値となると考えられる。非財務上の資本として捉えたものが市場で評価されることにより株価に反映され、最終的に財務上の資本へ繰り入れられるという循環が記述できれば、ステークホルダーに対してより有意な情報を提供できることとなり、その結果財務上の価値は上昇する。

非財務の分野における中・長期的な戦略、実行戦略は、最終的には収益性向上へつながり企業価値を高めると期待される。企業は、いまだ市場で十分評価されていない価値を多く保有していると考えられ、その未評価の価値をより具体的に、説得力を持って明確に示すならば、市場からの評価を得やすくなるだろう。これを財務上のBSへの循環という流れで解釈を試みる。

図5 財務上の資本と非財務上の資本の循環



(1) 非財務上の資産

非財務上の資産として例えば、将来の契約につながる顧客価値やブランド価値、BS計上されていない知的財産などが挙げられるだろう。これらの非財務上の資産は、前述の企業の長期的・持続的な成長と持続可能な社会に対する要請への対応を支える資源である。6つの資本のうち非財務資源に対応すると整理できる。ただし、非財務資源の一部は財務上の資産として認識される（BS計上される）こともあるため、完全にイコールの関係にはならない。非財務上の資産は、中・長期的に財務上の収益を産むと期待される。また、この非財務上の資産は、

複数年かけて積みあがっていくと考えられる。維持される投資効果の観点からみると、その増分は非財務上の資産に係る支出から一定の経年減少分を差し引いたものと考えることができる。

(2) 非財務上の負債

非財務上の資産に対して、財務諸表に現れない非財務上の負債について考えてみるならば、未評価である将来リスクを非財務上の負債として捉えることができるだろう。例えば、企業における気候変動のリスクや見逃している機会、個社のキャパシティを超えたシステムリスク、技術変化の速さとその影響、カントリーリスクやクロスボーダーリスクなど、定量的に十分に評価できていないリスクを想定する⁴。

(3) 非財務上の資本

前 2 項で述べた非財務上の資産と非財務上の負債の差分を非財務上の資本と考えることができる。非財務上の資産が非財務上の負債を上回れば非財務上の資本がプラスとなる。未評価のリスクを認識し削減の取組によりそれを圧縮すれば、非財務上の資本が増加する。

非財務上の資本の増分をリターンと考えれば、投資した非財務上の資産に対する投資効率を得ることができる。非財務上の資産への投資効率が上がり、非財務上の負債が圧縮されれば、非財務上の資本が増加する。

このような非財務上の資本の増加を可視化し、市場で評価されれば財務上の資本の増加につながる。市場で評価され株価が上昇すれば、事業活動の増進が期待され、その効果が会計上認識されて財務諸表上の資本が増加し、それにみあった財務上の資産が増加し、再投資に向けられる剰余が増える。かくして、非財務分野における事業活動が財務分野へ影響を与える循環ができあがる。

7. ROE の再定義

ここまでは、企業価値創造のプロセスを、企業の保有する財務と非財務の資源を「企業が長期的・持続的に成長するための取組」と「持続可能な社会に対する要請に対応するための取組」の 2 つの循環を通じて増強し企業価値を増加させるものと整理し、当該プロセスを構成する財務分野と非財務分野を統合的に捉えるために「財務上の資本と非財務上の資本の循環」について検討してきた。次に、企業価値創造のプロセスにおける中・長期戦略をモニタリングする指標、特に収益性の指標である ROE について考えてみよう。銀行・保険会社のビジネスモデルは長期にわたって社会経済を支える持続的なものであり、事業の特性からその経営はより長いスパンで考える方が適当である。

ROE は通常単年度会計の結果を示すものである。しかしながら、中・長期的な戦略への投資やその成果は、単年度会計ではその動向が十分に伝えられない可能性がある。例えば人材への戦略的な投資などは、短期では明確な成果が現れ難い。そこで中・長期的な収益性を、単なる単年度の収益の積み上げではなく、中・長期にわたる戦略の遂行とそれによって産み出される企業価値を表すものとして構成することを考えてみたい。以下では、まず銀行・保険会社が収益性の指標として用いている ROE を用いて各要素から戦略へのつながりをたどる。

ここでは、財務分野と非財務分野を併せて企業の中・長期戦略のパフォーマンスを把握するため、ROE を 2 つに分けて考える（図 6 参照）。ひとつめは企業の稼ぐ力を測る ROE1 であり、例えば日本の損保グループで用いられる修正 ROE がこれにあたる。ふたつめは持続可能な社会の実現に向けた要請への対応力を示すパートを加え、ROE2 として新たに提案するものである。

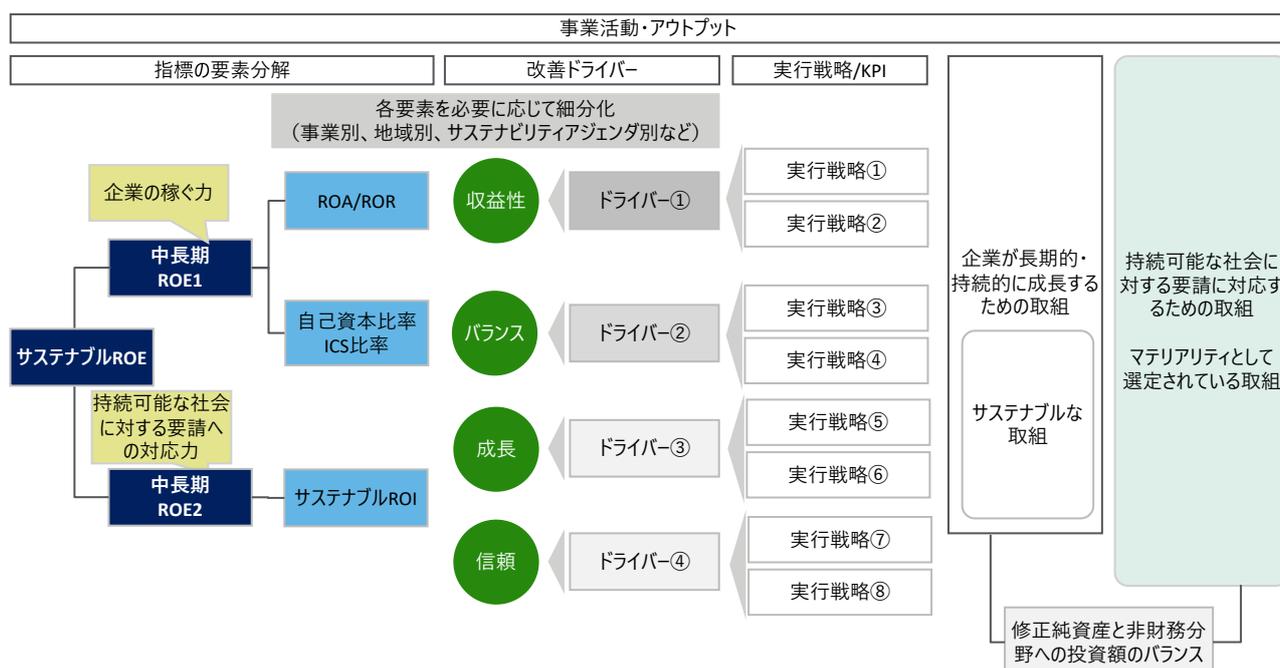
⁴ 通常のリスク管理において定量的に把握しきれないリスク、過去に経験したことのないようなブラックスワンのリスクについては、一定のシナリオを想定して定量化を試みることもできる。

ROE1 のパートは、財務上の収益性とリスク量の 2 軸で企業の稼ぐ力を表現できる。ROE2 のパートは、非財務分野の資源への投資（社会価値のための取組を含む）を要素として取り入れ、財務分野と非財務分野および企業の価値と社会の価値の 2 つのつながりを確保することを試みるものである。非財務分野への戦略的投資に投入された資源（基本的には財務資本になる）を把握し、その投資によって将来創造される価値を捉えることにより、サステナブル ROI として評価することができる。非財務分野への投資がプロジェクトとして取り組まれる場合は、プロジェクトごとに期待される効果があらかじめ積算され、プロジェクトの遂行に沿って初期の目的の達成度合いのモニタリングが行われるため、それらの活用が可能である。

この 2 つの ROE を用いて、企業価値は「企業の稼ぐ力」と「持続可能な社会の実現に向けた要請への対応力」を合わせたものと定義できる。ROE1 と ROE2 を合わせて「サステナブル ROE」と呼ぶことにする。サステナブル ROE を要素分解して具体的な改善ドライバーや実行戦略、KPI、各種取組とつなげる。サステナブル ROE を頂点にした体系的・統合的な価値創造プロセスの整理（「サステナブル ROE 逆ツリー」の作成）を通じて、前述の「保有する資源の 2 つの循環」が業務に落とし込まれることが期待される（図 4 から図 6 を合わせて参照）。

企業は、SX（サステナビリティ・トランスフォーメーション）として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していくことが期待されている⁵。サステナブル ROE 逆ツリーは、2 つのサステナビリティの追求を価値創造プロセスとして経営実装し（企業内に根付かせ）、SX を推進していくための有効なアプローチになり得る。

図 6 銀行・保険会社の ROE の分解



8. 企業価値の総合的な表現を目指して

本稿では、日本の銀行・保険会社が一般的に持つと考えられる特性を考慮しながら、金融機関の企業価値を明確に表現する方法やその指標について探った。

⁵ 例えば、伊藤レポート 3.0（SX 版伊藤レポート）（経済産業省 2022 年 8 月 30 日）では「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。」とされている。

金融機関の価値創造ストーリーを組み立てるには、まずは自社の価値観（パーパスや経営理念など）、中・長期戦略、実行戦略を明確にする必要がある。価値観に基づき打ち立てられた中・長期の戦略にしたがい事業活動が行われる。事業活動へのインプットとして、財務資本だけでなく人的資本や知的資本など金融機関が有する経営資源を活用し、そこから得られたアウトカムによってさらに経営資源を充実させるという循環を価値創造プロセスとして描く。価値創造ストーリーの展開は、この循環がうまく回っていることを示すのであり、戦略の展開を説得力をもって語るのである。

保有する資源を維持増強するために戦略的投資が行われる。この投資を費用ではなく将来の価値創造に向けたインプットとして捉える。そうすると戦略的投資の成否をアウトカムの測定によって把握することができる。非財務情報の中から、戦略の成果を示す自社のコア情報を絞り込んで活用していくのである。このようにして、価値観、中・長期戦略、実行戦略、KPI、ガバナンスとの連携を持った指標を示すことにより、体系的・統合的な企業価値創造プロセスを描くことができる。力強い価値創造プロセスを描くには、読み手となるステークホルダーを想定し、シンプルでクリアなストーリー展開を行うことが求められるのである。

執筆者

プロジェクト責任者

小林 晋也 / Shinya Kobayashi
マネージングディレクター
ファイナンシャルサービス
リスクアドバイザー-事業本部
有限責任監査法人トーマツ
shinya.kobayashi@tohatsu.co.jp

小島 千里 / Chisato Kojima
クライアントサービスオフィサー
金融インダストリー
監査・保証事業本部
有限責任監査法人トーマツ
chisato1.kojima@tohatsu.co.jp

執筆者

梶原 俊哉 / Shunya Kajiwara
シニアマネジャー
金融インダストリー
監査・保証事業本部
有限責任監査法人トーマツ
shunya.kajiwara@tohatsu.co.jp

海老崎 美由紀 / Miyuki Ebisaki
マネジャー
ファイナンシャルサービス
リスクアドバイザー-事業本部
有限責任監査法人トーマツ
miyuki.ebisaki@tohatsu.co.jp

プロジェクトメンバー

丹波 俊明 / Toshiaki Tamba
マネジャー
ファイナンシャルサービス
リスクアドバイザー-事業本部
有限責任監査法人トーマツ

伊藤 大貴 / Daiki Ito
シニアスタッフ
ファイナンシャルサービス
リスクアドバイザー-事業本部
有限責任監査法人トーマツ

小森 隆弘 / Takahiro Komori
スタッフ
金融インダストリー
監査・保証事業本部
有限責任監査法人トーマツ

内藤 輝 / Hikaru Naito
スタッフ
金融インダストリー
監査・保証事業本部
有限責任監査法人トーマツ

Deloitte.

デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市以上に 1 万 5 千名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト（ www.deloitte.com/jp ）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約 345,000 名のプロフェッショナルの活動の詳細については、（ www.deloitte.com ）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生し得るいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of

Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2022. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001