

寄稿24

## サステナビリティ課題に対する認識と企業価値の向上に向けたストーリーの整備（非財務情報開示に関する投資家の期待）

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム  
代表理事・事務局長 山崎 直実

### 1.はじめに

サステナビリティ課題が企業経営に影響を及ぼすとともに、無形資本・無形資産を含めた非財務情報の重要性が世界的に高まっている。複数の開示フレームワークの併存により、これまで企業を悩ませてきた「何を開示すべきか」という議論は、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）による基準設定、有価証券報告書へのサステナビリティ情報の記載欄新設、欧州の企業サステナビリティ報告指令（CSRD）の法制化など、国内外ともに非財務情報開示のルール化が相次ぎ、開示すべき事項が明確になってきている。

一方、企業からは負荷増大に伴う「やらされ感」などの不満の声も聞こえてくる。投資家は本当に非財務情報が必要なのか、投資家は機械的に非財務情報をチェックしているだけではないかというような意見も伺う。

そこで本稿では、このような現状を踏まえ、そもそも投資家が求めている非財務情報は何か。投資家の考え方と企業への期待を整理した。

### 2.非財務情報を利用する様々な投資手法

まず、非財務情報を必要とするサステナビリティ投資にもいろいろな手法がある。開示情報を機械的にチェックする投資手法やESG調査機関が報告するESGスコアやインデックスに基づく投資手法ばかりではない。企業が経営に対して影響のあるサステナビリティ課題について、何を重要と考え、どのように取り組んでいるのかを知り、企業の未来を洞察することで中長期的な企業価値評価を行おうという投資手法も少なくない。

### 3.企業が生き残るためのサステナビリティ

これまでのCSRの概念から、ESGとは事業活動とは別に企業の社会的責任として環境・社会への負荷を軽減するための取り組みであると認識されている経営トップが多いという印象がある。このため、事業活動が生み出す「経済価値」と、環境・社会課題への取り組みが生み出す「社会価値」を分けて捉えている企業が多く見受けられる。

しかしながら、時代の変化とともに環境・社会課題は、企業の「価値創造の源泉（強み）」や「ビジネスモデル」に直接影響を与えるようになり、もはや事業活動とは別に取り組む課題、将来財務に影響がない課題とは言えない状況となった。現在では、世界中の消費行動・労働意識・ビジネス環境が激変しており、循環型経済への移行、SX、ビジネスと人権への対応などは、もはや企業が事業活動を続けるうえで無視できない重要な課題である。企業が生き残るためには、環境・社会・ガバナンスに取り組まないとならない。サステナビリティとは、企業が社会的責任（CSR）として行う取り組みだけではなく、企業が生き残るために必須の取り組みである。

### 4.事業が持続的に成長できるかどうか

投資家にとっての非財務情報は、「企業が環境・社会に与える重大な影響を軽減しているかどうか」という視点だけではなく、「企業経営に重大な影響を及ぼす環境・社会課題にどのように対応しているか」という視点もある。むしろ後者の方が重要であり、「事業が持続的に成長できるかどうか」、つまり、サステナビリティ課題への取り組みが、最終的に企業価値（将来キャッシュフローの割引現在価値等の「事業価値」+「非事業性資産価値」）の維持・向上につながるかどうかという視点である。

## 5.非財務情報の2つの視点、ダブルマテリアリティとシングルマテリアリティ

この2つの視点は、併存していた開示フレームワークでも混在している。GRIは、マルチステークホルダーの視点に立ち、前者の「企業が環境・社会に与える重大な影響を軽減しているかどうか」という情報開示を求め、一方、IIRCやSASB、TCFDは、後者の投資家の視点で、「企業経営に重大な影響を及ぼす環境・社会課題にどのように対応しているか」という情報開示を求めている。これらの視点の違いを踏まえ、EU「非財務報告ガイドライン」では、企業が報告すべきサステナビリティに関わる重要課題について、「会計上の財務報告」のほか、投資家の視点に立ち、企業価値に影響を与える「財務的マテリアリティ」（シングルマテリアリティ）と、マルチステークホルダーの視点に立ち、経済・環境・人々に影響を与える「環境・社会的マテリアリティ」の2つのマテリアリティ（ダブルマテリアリティ）があると整理した。

## 6.財務的マテリアリティが明確になっていない

そもそもマルチステークホルダーにとっての価値、すなわち顧客の満足、従業員のロイヤリティや働きがい、取引先・パートナーからの信頼と共存共栄、地球や社会コミュニティとの共存などの社会価値は、企業の将来キャッシュフローを生み出すベースであり、経済価値の源。マルチステークホルダーの満足なくして、株主・投資家の満足はあり得ない。中長期的には経済価値と社会価値は一致していくものであり、分けて捉えるべきものではない。投資家にとっての問題は、多くの企業が取り組んでいる「環境・社会的マテリアリティ」の中で、どれが「財務的マテリアリティ」となるのか、それは将来どの程度の財務影響が見込まれるのかが明確になっていないことである。課題として社内で認識され、共有化され、外部に開示・説明できている企業はわずかしかない。

## 7.財務的マテリアリティの明確化と、財務的マテリアリティを踏まえた戦略等の整理

このようなことから、投資家は、企業が取り組む「環境・社会的マテリアリティ」の中から、環境・社会課題がもたらす自社の事業環境の変化を踏まえ、パーパスやビジョンの実現に向けたリスクと成長機会の重要課題として「財務的マテリアリティ」を明確化していただきたいと考える。同時に、「財務的マテリアリティ」を踏まえた中長期的な経営戦略の立案と推進、戦略推進に必要な経営資源の確保、特に、イノベーションのバックグラウンドとなる知的財産・人的資本の充実、さらに、積極的な経営戦略への挑戦と適切なリスクテイクをマネジメントできる、サステナビリティ・ガバナンスの整備にも注目している。

## 8.企業に求める重要課題（マテリアリティ）の開示、及び企業価値向上ストーリーの整理

以上のように、投資家は、各企業が経営を取り巻く個別のサステナビリティ課題を成長機会と捉え、特に重要な知的資産・人的資本を充実させ、適切なガバナンスのもと、積極的に変革に取り組む姿を評価していこうとしている。

①現在、検討が進んでいる国内外の非財務情報開示の制度化に備えるとともに、まずは、「環境・社会的マテリアリティ」と「財務的マテリアリティ」を明確にしていきたい。

②そのうえで、投資家が求める「事業が持続的に成長できるかどうか」という視点で、「財務的マテリアリティ」を踏まえた、中長期的な企業価値の向上に向けたストーリーを整理し、社内外に示していただきたいと考えている。

「企業価値の向上に向けたストーリー」とは、例えば、以下のように、企業価値の向上に向けた取り組みを一つのストーリーとして、各項目の整合性をもってまとめられた説明である。

- ・ 実現したい中長期的な経営ビジョン・使命・パーパスなど
- ・ リスクと機会となる重要な課題（マテリアリティ、特に財務的マテリアリティ）
- ・ ビジョン・使命・パーパスなどの実現に向けた、財務的マテリアリティを踏まえた中長期戦略
- ・ 中長期戦略の遂行のために必要な経営資源、特に人的資本・知的財産など無形資産
- ・ 将来財務への影響と、目標とKPI
- ・ これらを適切なリスクテイクのもと積極果敢に推進するガバナンス

多くの企業では、それぞれの要素はあるものの、相互の関連性が薄く、時に矛盾や欠落がある開示や説明となっている。上記を参考に、実効性のあるストーリーとして整理し、統合報告書などの開示書類にわかりやすく記載していただきたいと考えている。

## 9.経営トップのコミットメント

同時に、投資家はストーリーの実現可能性を推し量るため、経営トップの熱意とコミットメントにも注目する。経営トップの熱意とコミットメントは、開示書類だけでは把握しにくく、企業と投資家との対話の場で確認することとなる。

例えば、以下のような質問から把握する。

- ①【WHAT：重要課題の特定】経営トップ、特に社長は、事業継続や将来の財務に影響を与える重要課題（財務的マテリアリティ）のうち、最も重要な課題は何だと考えているか？その重要な課題に対する社内の認識や社員の意識は十分に高まっていると考えているか？
- ②【HOW：重要課題への対応】重要な課題（財務的マテリアリティ）に関する認識や取り組みについて、これまでの取締役会などではどのような議論がなされたか？特に社外役員はどのような意見だったか？
- ③【YES/NO：中長期戦略の実現】経営トップ、特に社長は、財務的マテリアリティを踏まえた中長期戦略について、その実現の可能性をどのように捉えているか？戦略遂行に必要な経営資源（特に知的財産・人的資本）は十分に確保できると考えているか？
- ④【HOW：非財務情報の開示】経営陣は、自社の非財務情報の対外的な説明・開示の状況についてどのように考えているか？貴社の取り組みが投資家に十分に伝わらないと思うことはあるか？投資家との非財務情報やマテリアリティに関する対話について、どう思うか？

企業は、投資家のサステナビリティに関する課題認識と非財務情報の開示に関わる要望を理解し、開示の充実や、投資家との対話に取り組んでいただきたい。企業と投資家がともに理解を深める建設的な議論をすることで、企業の企業価値向上を支援していきたい。

### 山崎 直実

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム 代表理事・事務局長

日本版スチュワードシップ・コードに基づき、複数の機関投資家による企業との建設的な協働対話（協働エンゲージメント）を行う一般社団法人の代表理事・事務局長を務める。

当フォーラムに参加する投資家は、持続的な企業価値向上を重視し、スチュワードシップ責任を強く意識して活動する投資家であり、いずれも、基本的に株式を保有し続けるパッシブ運用や長期資金を安定運用するアクティブ投資など、長期の視点で幅広く日本株式に投資する機関投資家である。参加する投資家は、当フォーラムを事務局として、日本企業に共通するアジェンダを取り上げ、投資家の考え方や背景、要望事項などを共通見解としてまとめたレターを送付し、経営陣とのミーティングを行っている。当フォーラムが事務局を務める協働対話は、短期的な株主利益を追求することが目的ではなく、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することが目的である。