

見えない価値を可視化する — 第5回「サステナビリティ経営の可視化」 —

野村インベスター・リレーションズ
(野村資本市場研究所 野村サステナビリティ研究センター 客員研究員)
佐原 珠美

■ 要 約 ■

1. 米経営者団体ビジネス・ラウンドテーブルがステークホルダー資本主義を提唱してから約3年が経った。この間、企業経営におけるマテリアリティ（重要課題を特定するための尺度）についての考え方が変化している。環境・社会が企業財務に与える影響を重視する考え方に加え、事業活動が環境・社会に与える影響も範囲に入れようとする考え方にも注目が集まっている。
2. 非財務情報開示基準の開発が本格化している。これまで複数の機関が、マテリアリティに関する考え方や、原則主義、細則主義等についての相違がある中で基準を開発してきた。2021年11月に国の国際会計基準財団（IFRS財団）が設立した国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が、これまでに開発された開示基準を踏まえ、国際的に統一した基準の策定を進めている。ただしすべてのテーマの基準が整備されるまでには相当の時間を要すると考えられ、それまで企業は各基準の相違を理解したうえで、目的に応じて活用することになる。
3. サステナビリティ関連情報開示においては「事業活動が環境・社会に与える正・負の影響（外部性）」の把握が必要である。外部性の正確な把握は容易ではないが、最近の統合報告書には参考にできる先進的な事例も出てきている。
4. 外部性の定量的な把握は、優先的に取り組むべき重要課題の明確化につながるため有効である。ただし企業は、外部性に関わる重要課題を開示するだけでなく、なぜそれを重視するのか、負の外部性による影響の低減、正の外部性による影響の増大に向けてどのようなリスク管理体制や経営体制を整えようとしているのか、その戦略的な取り組みを関連付けて説明することが求められる。
5. 社会的インパクトを含めた「価値創造ストーリー」を策定することは、「環境・社会を重視することが本当に企業価値の向上につながるか」という声への答えとなり得る。ストーリーを通じてこれまで見えていなかった情報を可視化し、自社の存在意義（パーパス）や独自性をステークホルダーと共有することで経営上の課題への気づきにもつながる。ストーリーに共感を得たステークホルダーと共創することにより、さらなる成長に向けたサステナビリティ経営への道筋を描くきっかけとなるであろう。

本連載ではこれまで「見えない価値を可視化する」と題して、環境、社会、ガバナンスの情報開示について論じてきた。本稿では、サステナビリティ関連情報開示を巡る昨今の動向を踏まえ、企業が発信すべき情報開示のあり方について考察する。

前半では、企業経営における「マテリアリティ」についての多様な考え方、および情報開示基準を巡る昨今の動向について俯瞰する。

後半では、環境・社会のサステナビリティを考えるうえで重要な「外部性」について考察し、先進企業の事例を参考に、企業の「価値創造ストーリー」に「外部性」を含めるサステナビリティ関連情報開示のあるべき姿について検討する。

I サステナビリティ関連情報開示を巡る動向

1. マテリアリティについての多様な考え方

2019年8月に米経営者団体ビジネス・ラウンドテーブルが株主利益第一主義を見直し、「ステークホルダー資本主義¹」を提言してから約3年が経った。この間、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資への関心の高まり、新型コロナウイルス感染拡大、ウクライナ危機を通じて企業経営を取り巻く環境は大きく変化している。脱炭素化や人権への配慮をはじめとしたサステナビリティへの取り組みが企業経営において喫緊の課題となっているが、「環境・社会を重視することが本当に企業価値の向上につながるのか」という課題に対する現実的な解は見えない状況にある。

企業経営における重要課題を特定するための尺度²である「マテリアリティ」についての議論もなされてきた。従来、多くの投資家が企業のサステナビリティを評価するうえで主流となっていたのは、環境・社会が企業財務に与える影響を重視するという考え方、すなわち「シングルマテリアリティ」であった。しかし気候変動による自然災害の激甚化や格差の拡大など、事業活動が外部に与える負の影響が顕著になってきている現在、環境・社会が企業財務に与える影響を重視するという考え方に加え、事業活動が環境・社会に与える影響（外部性）もマテリアリティの範囲に入れようとする考え方、すなわち「ダブルマテリアリティ」が注目されている（図表1）。

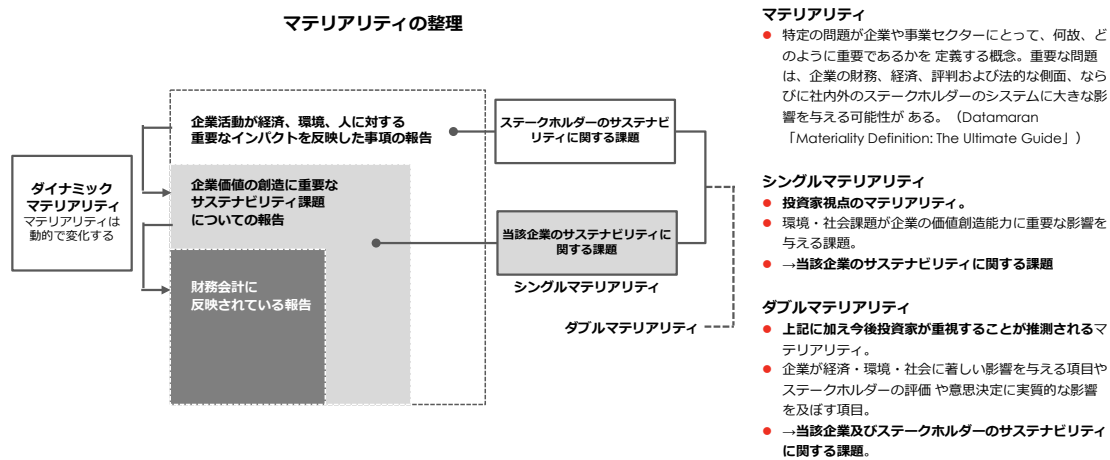
さらにマテリアリティを時間の経過や外部環境に伴い変化するものとして捉える「ダイナミック・マテリアリティ」という考え方や、社会的インパクトの視点から考える「インパクト・マテリアリティ」という考え方も存在する³。企業は、マテリアリティに関する多様な考え方を踏まえたうえで自社の重要課題を検討する必要がある。

¹ ビジネス・ラウンドテーブルは、「会社のパーパスに関する声明」において、企業経営者はすべてのステークホルダー（利害関係者）の利益に資するよう努めなければならないとし、具体的には①顧客への価値提供②従業員への投資③公正かつ倫理的なサプライヤー対応④コミュニティーへの支援⑤株主への長期価値の創造——が重要であるとした。

² 経済産業省「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）」2022年8月30日。

³ 経済産業省「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）」2022年8月30日、14頁、CDP, GRI, IIRC, SASB, “Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting,” September 2020.

図表1 マテリアリティについての多様な考え方



(出所) CDP, CDSB, GRI, IIRC, SASB “Reporting on enterprise value- Illustrated with a prototype climate-related financial disclosure standard,” December 2020、経済産業省 非財務情報の開示指針研究会「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて」2021年11月、12頁を基に野村インベスター・リレーションズにて加筆の上作成

2. 情報開示基準を巡る昨今の動向

企業を評価する側である投資家と、評価される側の企業双方が目線を合わせるうえで拠り所としたいのが、明確で一貫性のある比較可能な情報であり、そのために期待されるのが国際的な非財務情報開示フレームワークの整備である。

2000年6月にグローバル・レポーティング・イニシアチブ（GRI）⁴がサステナビリティ報告のための国際基準GRIガイドライン第1版を公表して以来、グローバルスタンダードを意識した非財務情報開示フレームが次々と開発されてきた。2013年4月には国際統合報告評議会（IIRC）⁵による国際統合報告フレームワーク、2018年11月にはサステナブル会計基準審議会（SASB）により業種別の開示項目をまとめたSASBスタンダードが公表された。2020年9月には世界経済フォーラム（WEF）が「ステークホルダー資本主義の測定」を示し、GRI、SASBなど既存のガイドラインを踏まえつつ、ガバナンス、地球、人間、繁栄の4つの側面から21のコア指標と34の拡張指標を提案した。

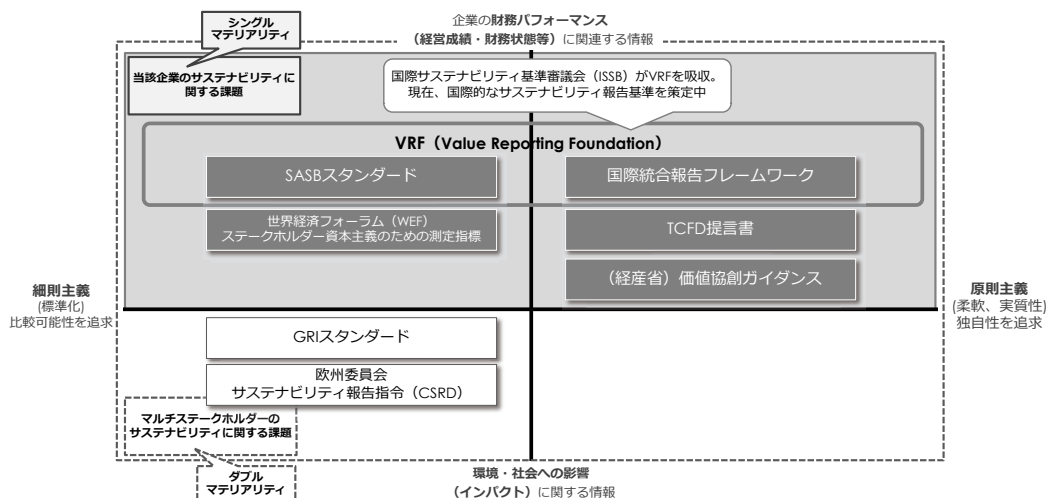
2021年11月には、英国の国際会計基準財団（IFRS財団）が国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を設立し、包括的かつ一貫した情報開示体系の実現に向けて基準の策定を進めている。

一方、2021年4月に欧州委員会が現行の非財務報告指令（NFRD）の改正案として公表した企業サステナビリティ報告指令（CSRD）案においては、欧州独自のレポーティング

⁴ Global Reporting Initiative（GRI）は、企業、政府などの組織がその影響を理解し、報告することを支援する組織であり、サステナビリティ報告のスタンダードを策定している。

⁵ International Integrated Reporting Council（IIRC）は、企業報告の進化における次のステップとして、価値創造についてのコミュニケーションを促進する規制当局、投資家、企業、基準設定主体、会計専門家、学界、NGOが世界的に連携する団体であり、国際統合報告フレームワークを策定。IIRCとSASBは2021年11月、経営統合し、「バリュー・レポーティング財団」を設立した。

図表2 非財務情報開示に関する主な開示基準の分類イメージ



(出所) 経済産業省「第1回サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会 (SX研究会) 事務局説明資料」2021年5月を基に野村インベスター・リレーションズにて加筆の上作成

基準の開発が進行中である。ISSB、CSRDの二つが非財務情報開示基準のグローバルスタンダードの開発母体と見なされている（図表2）。

将来的には非財務情報開示上の最大の課題である「財務と非財務の関連付け」への国際的な統一見解が生まれることが期待される。

日本国内でも非財務情報開示に向けて基準の整備が進んでいる。2017年5月には経済産業省が、情報開示や投資家との対話の質を高めるための手引として、経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等企业が投資家に伝えるべき情報を「価値協創ガイダンス」として体系的・統合的に整理した。2022年8月には、この改訂版として、「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）—サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）実現のための価値創造ストーリーの協創—」を公表した。これは社会と企業のサステナビリティの「同期化」に必要な経営・事業変革（SX）の実現に向け、経営の強化、効果的な情報開示や建設的・実質的な対話を行うためのフレームワークとして活用されることを意図している⁶。

3. 各テーマに特化したフレームワーク、ガイドラインの整備

気候変動、循環型社会、生物多様性、人権、人的資本・知的資本の重要性、社会的インパクトの可視化など、サステナビリティに関する課題が論じられる中で、各課題に特化した基準も整備されつつある。本章では日本国内の動きに焦点を当てる（図表3）。

⁶ 経済産業省「企業と投資家の対話のための『価値協創ガイダンス2.0』（価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス2.0—サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）実現のための価値創造ストーリーの協創—）」

<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/ESGguidance.html、2022年10月31日閲覧>

図表3 各テーマに特化したフレームワーク、ガイドライン

テーマ		事業機会の側面	主にリスクの側面
E (環境)	気候変動	気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) 最終提言 (2017年6月)	
	生物多様性	自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD) フレームワーク	
S (社会)	人的資本	内閣官房「人的資本可視化指針」(2022年6月) / 経済産業省「人材版伊藤レポート2.0」(2022年5月)	
	人権		経済産業省「責任あるサプライチェーンにおける人権尊重のためのガイドライン」(2022年8月)
G (ガバナンス)	ガバナンス	コーポレートガバナンス・コード (2021年6月)	
イノベーション	知的資本	内閣府「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」(2022年1月)	
社会的インパクト		日本経済団体連合会「“インパクト指標”を活用し、パーパス起点の対話を促進する」(2022年8月)	

(出所) 各フレームワーク、ガイドラインより野村インベスター・リレーションズ作成

1) 環境

2017年6月の気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) による提言以降、企業の気候変動に関する情報開示が本格化した。日本では、2021年6月の改訂コーポレートガバナンス・コードを通じて、プライム市場上場企業に対し、TCFD または同等の国際的枠組みに基づく開示の充実が求められている。また、金融庁は2023年度からの有価証券報告書に設けるサステナビリティ情報の「記載欄」において、企業が、業態や経営環境等を踏まえ、気候変動対応が重要であると判断する場合、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の枠で開示すべきとしている。国際的な動きとしては、遅くとも2023年にはISSBがサステナビリティ開示基準 (サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項及び気候関連開示) の公開草案を最終化する予定である。気候変動以外の重要な課題の一つである生物多様性については、2021年6月に設立された自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD) が2023年9月の開示枠組みの最終化を目指し、自然のリスクが事業や財務計画に与える影響を示すフレームワークを策定中である。

2) 社会

社会の最大の課題は、人権問題への対応である。2011年6月に国連人権理事会で承認されたグローバル基準「ビジネスと人権に関する指導原則」に取り組むために日本政府が2020年10月に公表した「『ビジネスと人権』に関する行動計画」では、「人権方針の策定」「人権デュー・ディリジェンスの実施」「救済メカニズムの構築」の3点からこれまで以上に踏み込んだ対応を企業に促している。さらに、2022年8月に経済産業省が公表した「責任あるサプライチェーンにおける人権尊重のためのガイド

ライン」では、「ビジネスと人権」に関する国際的なスタンダード⁷を踏まえ、企業に求める人権尊重の取り組みについて、日本で事業活動を行う企業の実態に即して、具体的に解説している。

3) 無形資産への投資と戦略

人的資本・知的資本など、価値創造の源泉とされる非財務資本もサステナビリティの重要なテーマである。

人的資本については、2021年6月の改訂コーポレートガバナンス・コードにおいて、「①人材の多様性の確保」「②自社の経営戦略や課題を意識した人的資本への投資等に関する情報開示」「③人的資本をはじめとする経営資源配分や事業ポートフォリオの実行に対する実効的な監督」「④人的資本を含む経営資源配分に関する株主への明確な説明」が求められたのをきっかけとして、企業の開示に向けた取り組みが進行中である。2022年5月に経済産業省が公表した「人的資本経営の実現に向けた検討会～人材版伊藤レポート 2.0～」には経営戦略と連動した人材戦略を具体化するためのポイントが示されている。また、内閣官房による「人的資本可視化指針」（2022年6月）は、人的資本に関する資本市場への情報開示の在り方を包括的に整理している。

法定開示化の動きも進行している。有価証券報告書への「人材育成方針」や「社内環境整備方針」の記載をはじめとした開示ルールが策定される方向である⁸。

知的資本については、2022年1月、内閣府「知財・無形資産ガバナンスガイドライン1.0」が公表された。

4. サステナビリティ関連情報開示における留意点

前述のとおり、非財務情報開示の基準は徐々に整備され、企業が情報開示をするうえでの指針となっている。TCFDのフレームワーク、ISSBの公開草案は「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」という構成要素に基づく開示となっており、情報の比較可能性を高めるうえで、企業はサステナビリティの各テーマをこの4つの構成要素で開示することが推奨されている⁹。

ただし各基準は、マテリアリティに関する考え方や、原則主義、細則主義などについての相違がある。企業はこれらを理解したうえで、各基準の目的に応じて活用するのがよいだろう。

例えば「国際統合報告フレームワーク」や「価値協創ガイダンス」など原則主義に基づく開示基準はあくまでも開示の方向を示すものであり、明確な数値基準が示されていない。

⁷ 国際連合のビジネスと人権に関する指導原則、経済協力開発機構（OECD）の多国籍企業行動指針、国際労働機関（ILO）の多国籍企業宣言など。

⁸ 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて－」2022年6月13日。

⁹ 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて－」2022年6月13日。

そのため企業は、開示基準の意図を理解したうえで自社の独自性を含めわかりやすく整理することが必要である。自社の目標や戦略の進捗状況を図る指標を検討する際には、GRI、SASB スタンドアードや WEF の「ステークホルダー資本主義のための測定指標」などをそれぞれの特性に合わせて参照し、さらに個々の環境・社会課題への対応策を検討する際は課題ごとのガイドラインを参照する。

なお、情報開示における長年の課題の1つである「財務と非財務の関連付け」については、国際的に統一された見解が出るまでしばらく時間がかかると見られる。そのため企業は、自社の考えに基づき財務情報と非財務情報の関係をストーリー立てで開示することが必要である。

II 企業に求められる情報開示

本稿の後半では、前半で取り上げたサステナビリティ関連情報開示を巡る動向を踏まえ、企業の情報開示のあり方について考察する。特に重要度が高まる「事業活動が環境・社会に与える正・負の影響（外部性）」に焦点を当て、先進企業の事例を参照しつつ、開示方法を検討する。

1. 重要度が高まる「外部性」の開示

外部性とは、一般的に、事業活動や製品・サービスが第三者に及ぼす影響を指す。外部性には負の側面と正の側面がある。環境・社会にとって害につながる場合は「負の外部性（外部不経済）」となる。一方、環境・社会に役立つ場合は「正の外部性（外部経済）」となる。

「負の外部性」の例として挙げられるのは大気汚染や気候変動、サプライチェーン上の人権侵害などである。企業は、自社の事業活動に起因する負の外部性を精査し把握することが必要である。

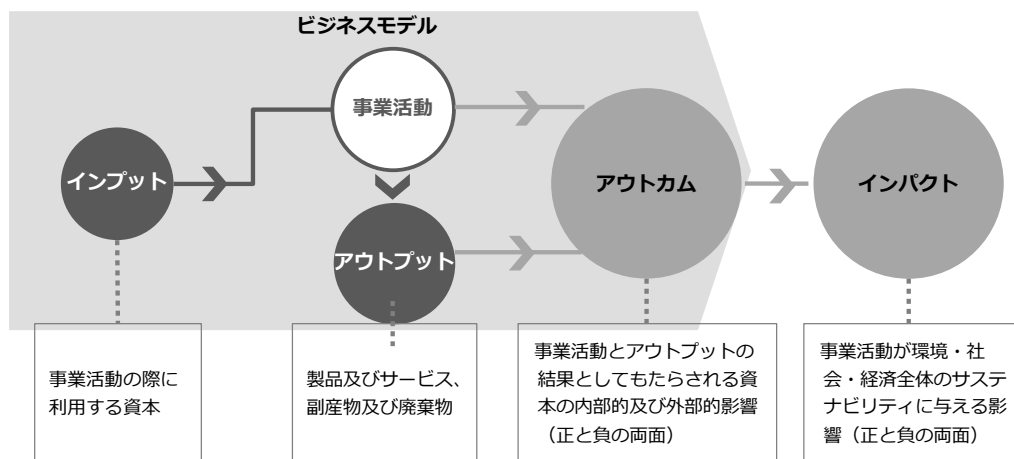
一方、「正の外部性」の代表的な例は技術革新である。

外部性に関わる要素としては、「インプット」（事業活動の際に利用する資本）、「アウトプット」（製品及びサービス、副産物及び廃棄物）、「アウトカム」（事業活動とアウトプットの結果としてもたらされる資本の内部的及び外部的影響（正と負の両面））¹⁰、「社会的インパクト」（事業活動が環境・社会・経済全体のサステナビリティに与える影響）¹¹が挙げられるが、今後開示が進化していくと考えられるのが、「社会的インパクト」である（図表4）。

¹⁰ IFRS 財団「国際統合報告<IR>フレームワーク」2021年1月。

¹¹ 経済産業省非財務情報の開示指針研究会「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて」2021年11月。なお、一般財団法人企業活力研究所が2020年3月に公表した「『SDGs 達成へ向けた企業が創出する「社会的価値」への期待』に関する調査研究報告書」では、「アウトカム」や「（社会的）インパクト」については統一された定義はなく、様々な捉え方が存在する、としている。

図表4 外部性に関わる要素



(出所) IFRS 財団「国際統合報告<IR>フレームワーク」2021年1月、21頁を基に野村インベスター・リレーションズにて加筆の上作成

2. 「外部性」を可視化する事例

最近の統合報告書において、正・負の外部性を開示している先進企業の事例を紹介する。

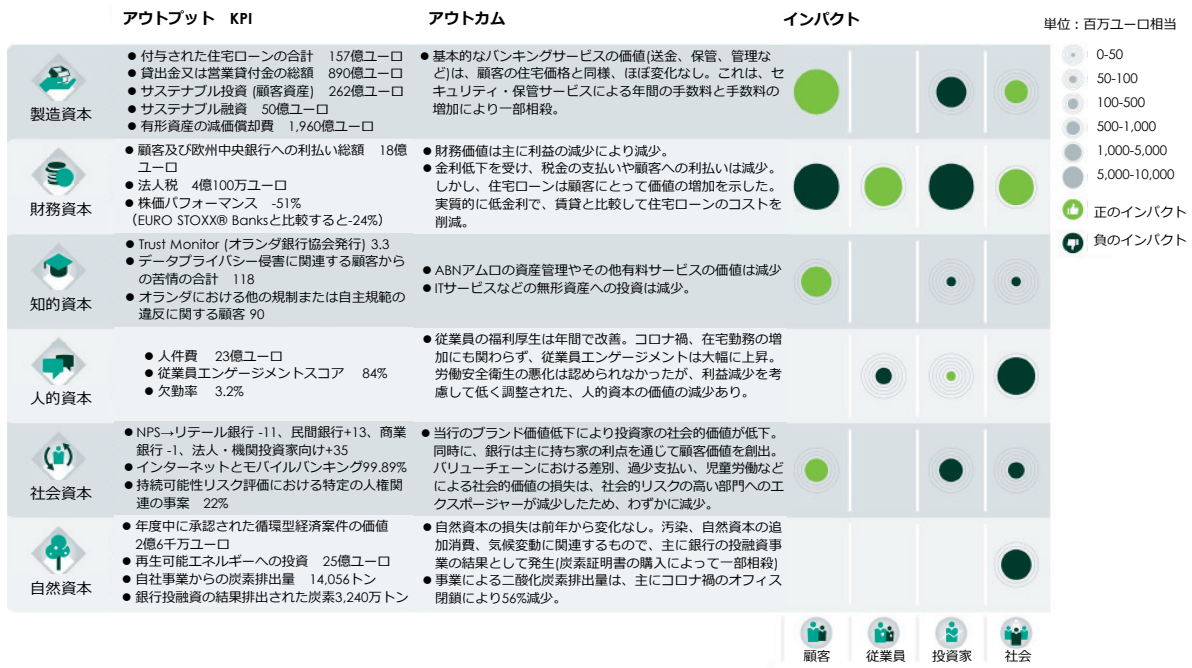
1) 正・負の両面で社会的インパクトを開示－ABN アムロ銀行

オランダの大手投資銀行 ABN アムロ銀行は、「Integrated Report 2020」において、インプットした財務・非財務資本が、自社の事業活動の結果、どのような価値を創出し（アウトプット・アウトカム）、そして各資本が顧客、従業員、投資家、社会といったステークホルダーにどのような影響を与えているか（社会的インパクト）を示している。アウトプットについては定量的な指標（KPI）を、社会的インパクトに関しては、正・負に分け貨幣価値に換算している。

図表5の自然資本について見る。循環型経済および再生可能エネルギー関連投資ビジネスが進展した。その一方、事業活動および自社が支援する移行関連投融資事業による二酸化炭素（CO₂）排出量は増加した（アウトプット）。同社の事業活動により自然資本を毀損したが、二酸化炭素（CO₂）削減証書（温室効果ガス排出〔GHG〕排出枠）の取引により、増加分を一部相殺できた。また、コロナ禍の店舗閉鎖に伴い、事業活動による CO₂ 排出量は低減した（アウトカム）。これら事業活動の結果として同社は社会に 10～50 億ユーロ相当の負の影響をもたらした（インパクト）。

このように、ABN アムロ銀行は、正・負の両面で外部性を開示している。

図表5 ABN アムロ銀行のアウトプット、アウトカム、インパクト



(出所) ABN AMRO, "Integrated Report 2020," March 10, 2021, pp.25-26 より野村インバスター・リレーションズ作成

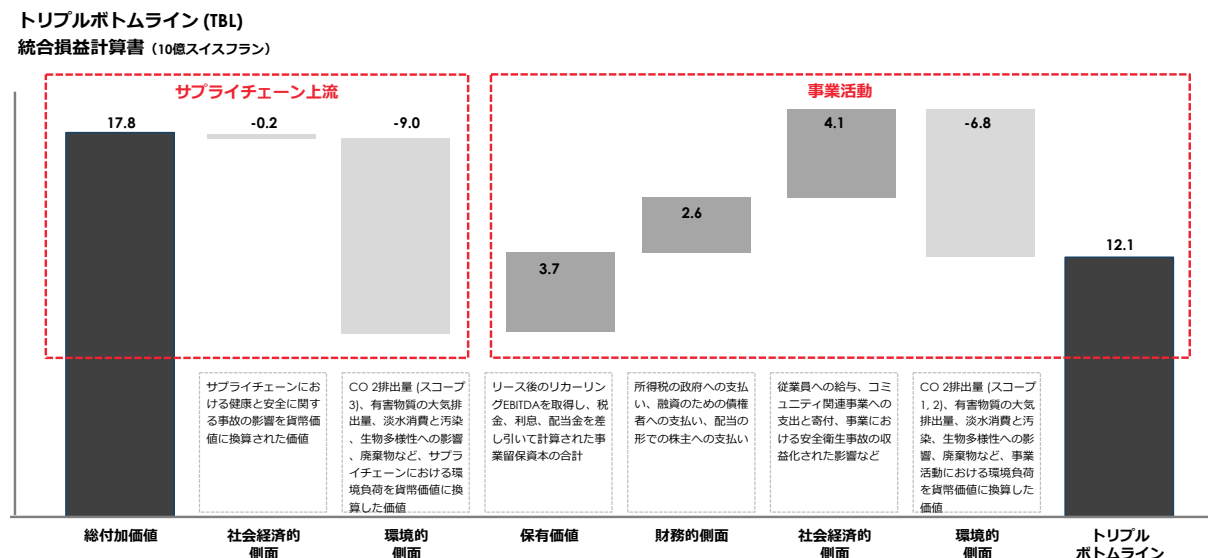
2) 外部性を貨幣価値に換算して置き換え「統合損益計算書」として開示ーホルシム社

「外部性」を貨幣価値に置き換え、「統合損益計算書 (Integrated Profit & Loss Statement)」という形で説明する企業もある。スイスのセメント大手のホルシム社は「Integrated Report 2021」において、調達活動により創出した総付加価値を起点に、サプライチェーン上における経済、環境・社会の外部性を貨幣価値化した合計値と、事業活動において経済、環境・社会面での正・負の影響を貨幣価値化した合計値を算出して統合した。ホルシム社が環境・社会にもたらした正・負のインパクトの総合計として環境・社会・経済のトリプルボトムライン¹²を算出し、ウォーターフォールチャート¹³としてまとめている。(図表6)

¹² 企業や組織に関連する活動を、環境的側面、社会的側面、経済的側面の3つの側面から評価すること。1994年に作家ジョン・エルキントンが提唱した。

¹³ 最初の値が数値の増減によってどのように変化したのかという増減の累積や内訳を可視化したグラフ表現。

図表6 ホルシム社の統合損益計算書



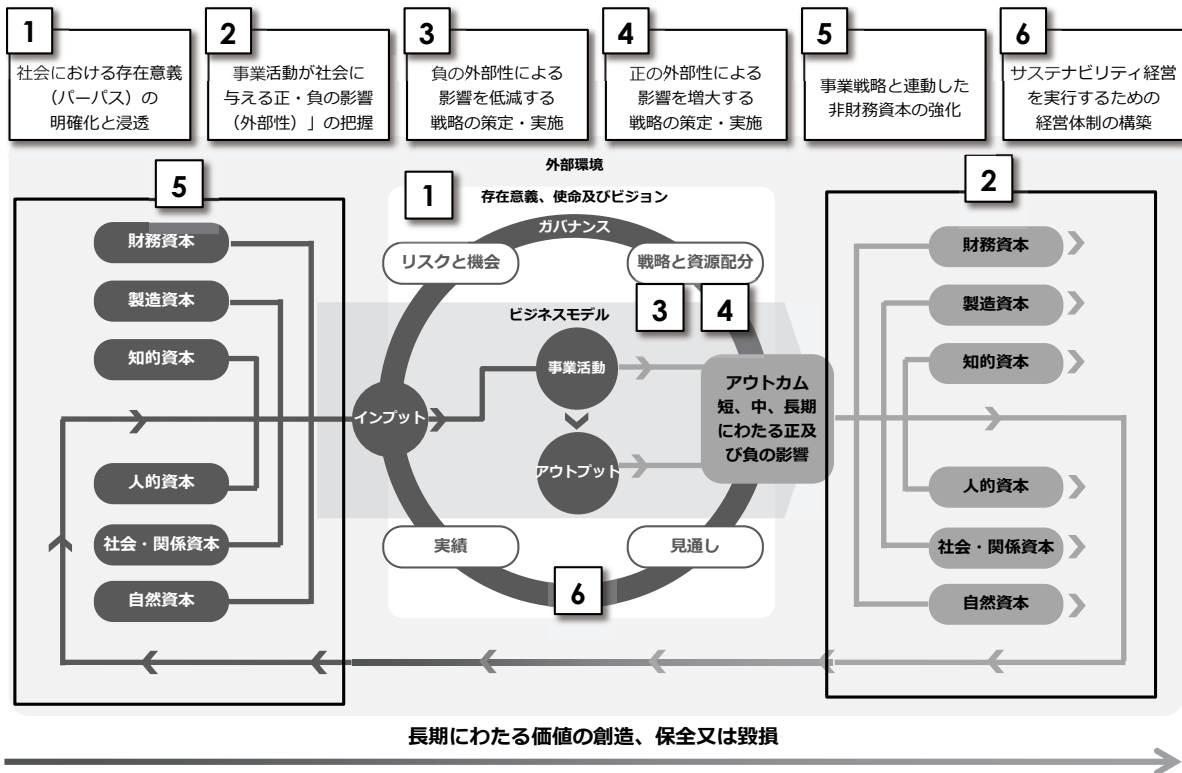
(出所) HOLCIM「Integrated Annual Report 2021」、157 頁を基に野村インベスター・リレーションズにて加筆の上作成

3. 社会的インパクトを含めた「価値創造ストーリー」を策定

社会的インパクトを含め、正・負の外部性を定量的に把握することは、各課題の社会的な影響を企業自身が認識し、優先的に取り組むべき重要課題の明確化につながるため有効である。ただし企業は、外部性に関わる重要課題を開示するだけでなく、なぜそれを重視するのか、負の外部性による影響の低減、正の外部性による影響の増大に向けてどのようなリスク管理体制や経営体制を整えようとしているのか、その戦略的な取り組みを関連付けて説明することが重要である。

「価値創造ストーリー」とは、事業の社会的意義、特徴、競争優位性、価値創造の仕組み、価値創造を長期的に維持するための取り組みなど、持続可能性を示す要素を関連付けて、成長への道筋を描いたものである。この「価値創造ストーリー」に、社会的インパクトも含めて策定する。その際には、1) 社会における存在意義（パーパス）の明確化と浸透、2) 事業活動が社会に与える正・負の影響（外部性）」の把握、3) 負の外部性による影響を低減する戦略の策定・実施、4) 正の外部性による影響を増大する戦略の策定・実施、5) 事業戦略と連動した非財務資本の強化、6) サステナビリティ経営を実行するための経営体制の構築、といった要素を含める（図表7）。

図表7 価値創造プロセスにおける「外部性」



(出所) IFRS 財団「国際統合報告<IR>フレームワーク」2021年1月、21頁を基に野村インベスター・リレーションズにて加筆の上作成

4. 見えない価値をステークホルダーと共有し企業価値向上につなげる

正・負の外部性を明確化して価値創造ストーリーとして整理するためには、これまでより視野を広げる必要があるが、外部性に向き合い戦略的に取り組むことにより、企業のレジリエンスを高めることにもつながる。

成長への道筋を描く「価値創造ストーリー」に社会的インパクトを含めて開示することは、「環境・社会を重視することが本当に企業価値の向上につながるか」という声への答えとなり得る。また、ストーリーを通じてこれまで見えていなかった情報を可視化し、自社の存在意義（パーパス）や独自性をステークホルダーと共有し、建設的な対話を実施することで経営上の課題への気づきにもつながる。ストーリーに共感を得たステークホルダーと共創することにより、さらなる成長に向けたサステナビリティ経営への道筋を描ききっかけとなるであろう。