

情報開示の現在地と行く先

—財務・非財務の統合による企業価値向上に向けて—

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

野村証券 サステナブル・ビジネス開発部 兼 IB ビジネス開発部

林田 稔

■ 要 約 ■

1. 企業経営においてリスク低減と資本効率性の向上の両立が求められる中、自社と社会の本質的なサステナビリティをいかに実現するかが問われている。企業が情報開示において優先的に取り組むテーマは「国際サステナビリティ情報開示基準への対応」「情報開示における各媒体の役割の明確化と情報の棲み分け」「財務と非財務のつながり」を「価値創造ストーリーの構築・進化」であろう。
2. 「国際サステナビリティ情報開示基準への対応」としては、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）／サステナビリティ基準委員会（SSBJ）基準への準拠を見据え、企業の現状と基準とのギャップ分析や、財務に影響を与えるリスク・機会、マテリアリティの見直しを行う。
3. 「情報開示における各媒体の役割の明確化と情報の棲み分け」としては、自社の価値創造ストーリーを中核として重要な情報を整理、体系化したうえで、各媒体の役割や位置付けに応じた記載内容を検討する。
4. 「財務と非財務のつながり」においては、企業価値向上に向けたマテリアリティを特定し、それに取り組むための戦略を策定し、得られたキャッシュフローを戦略実行に再投資し、短中長期の成長機会獲得に向けたプロセスを論理の飛躍なく、ストーリー立てて株主を含めたステークホルダーへ説明する。
5. 「価値創造ストーリーの構築・進化」においては、ISSB／SSBJ 基準等で求められる情報を踏まえつつ、財務と非財務の取り組みによる社会価値・経済価値の同時創出を企業価値向上に繋げるストーリーを描く。
6. 重要なのは「非財務資本の強化や環境・社会・ガバナンス（ESG）の取り組みがどのように企業価値の向上に寄与するか」という投資家の疑問に対し説得力をもって応えることであり、そのためには、重要なサステナビリティ課題の財務的影響を可視化し、非財務資本やサステナビリティへの取り組みが競争優位性や収益性の向上にどのように結びつくかを示すことである。そして、投資家との対話から得られるフィードバックを活用し、さらなる改善へとつなげていくとよいだろう。

I 情報開示をめぐる動向と企業の情報開示の現状

1. 情報開示をめぐる動向

近年、企業の持続可能性への関心が高まる中で非財務情報開示は大きく進化した。当初はリスク低減や CSR（企業の社会的責任）が主な目的だったが、徐々に「統合報告書」が普及する中で、サステナビリティへの取組みと経営戦略との整合性が重視されるようになった。

現在、気候変動に端を発した世界各国の深刻な災害、地政学リスクの高まりなど、企業経営を取り巻く環境が大きく変化している。サイバーセキュリティ、地政学リスク、気候変動、生物多様性、人権など多様なサステナビリティ課題への対応が求められている。

日本国内では、資本収益性や成長性といった観点から課題を抱える企業に対し資本効率性を重視した経営が求められている。リスクの低減と資本効率性の向上の両立が必須となる中で、自社と社会の本質的なサステナビリティをいかに実現するかが企業には問われている。

2. 投資家が期待する情報開示

企業の情報開示に対して投資家がどのような期待をしているのかについて、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国内株式の運用を委託している 13 運用機関に対して意見を募った¹。その中で、「有価証券報告書のサステナビリティ開示が充実したことにより、統合報告書に求める開示内容や期待、重要性に変化はあるか」という問いかけに対し、運用機関は、有価証券報告書に対しては、サステナビリティの基本方針、環境・社会・ガバナンス（ESG）の詳細説明や、比較可能性を考慮したデータや実績を求め、統合報告書に対しては、「差別化されたビジネスモデルや独自性」「環境変化に対応した自社のビジネスモデルの変革」「社会的価値と経済的価値の創出による企業価値向上」といった情報を、ストーリー立てて説明してほしいとの回答がみられており、投資家が目的に応じて各媒体の開示情報を活用していることが伺える。

3. 国内の統合報告書の現状

一方、企業の開示状況はどうか。2024 年に発行された統合報告書からその現状を見る。

国内の統合報告書作成企業数は 2023 年 12 月末現在で 1,017 社であった²。「統合報告書」と表明していなくても、統合報告の考え方を取り入れた報告書が増えており、統合報告書

¹ 年金積立金管理運用独立行政法人「GPIF の国内株式運用機関が選ぶ『優れた統合報告書』と『改善度の高い統合報告書』」2024 年 2 月 21 日。

² 企業価値レポート・ラボ「国内自己表明型統合報告書発行企業等リスト 2023 年版」2024 年 2 月 8 日。

は任意開示ながら国内の企業報告のメインストリームになっている。そして多くの企業がIFRS 財団の「国際統合報告<IR>フレームワーク」や経済産業省の「価値協創ガイダンス 2.0」といった開示ガイダンスに基づき、価値創造プロセスやマテリアリティなど統合報告書として備えるべき要素を開示するようになってきた。

一方、価値創造の中核となるビジネスモデルの独自性や強みについてや、マテリアリティに関する本質的な議論などについて、全社のコンセンサスを得ていない、投資家が期待する内容になっていない、などと課題を感じる企業が多い。また、人的資本など非財務資本の開示が進む一方で、非財務資本への取り組みが事業戦略と連動していないという課題を抱えるケースも見られる。「形は整ってきたが内容面では改善の余地が大きい」というのが現状である。

また、2025年3月にサステナビリティ基準委員会（SSBJ）が公表予定の国内のサステナビリティ情報開示基準への対応や、各媒体の役割の明確化と情報の棲み分けなど、今後対応すべき課題も多い（図表1）。

図表1 国内の統合報告書の現状

| | |
|------------------------|--|
| 01. 経営層によるメッセージ | CEO: パーパス、価値創造プロセス、マテリアリティ、ステークホルダーとの対話を一貫したストーリーで発信 CFO: 資本コストを意識した経営からサステナビリティや非財務資本投資の文脈まで幅広いテーマをカバー その他GxOメッセージ・座談会や投資家・アナリストとの対談により 価値創造、戦略の解像度を上げようとする企業が増加 |
| 02. 価値創造プロセス | 中核となるビジネスモデルの独自性や強みを明示 することが求められる一方で、強みの再現性や過去に培った強みを活用して未来の価値を創造するストーリーの表現に課題を抱えている企業が多く見受けられる |
| 03. マテリアリティ | 従来のCSR的なマテリアリティを、 長期ビジョンの実現に向けた経営マテリアリティとして再定義し、事業戦略と一体化する企業が増加 。しかし、関連するリスクや機会、施策やKPIを明確に説明できていない企業も存在 |
| 04. 人的資本 | 多くの企業で開示が格段に充実。人的資本レポートを開示する企業も徐々に増える一方、 事業戦略との連動に課題 がある企業は多い |
| 05. 非財務資本の戦略化と財務との関連付け | 非財務資本をインプット、アウトカムを指標含め整理し戦略的に取組みつつ、企業価値向上へと関連付ける「インパクトパス」や「ロジックツリー」 の形で開示する傾向が見られる |
| 06. 社会的インパクトの定量化 | 企業活動が生む利益以外の 社会的な影響（インパクト）の可視化 を試みる企業が増加 |
| 07. 国際基準への対応 | 2027年3月期以降のSSBJ基準の義務化の議論が進む中、SSBJ基準への対応に向けた現状とのギャップ分析を経て、 SASB参照、欧州CSRD対応の一環としたマテリアリティの再考 など、国際基準を踏まえた対応が見られた。 |

（出所）野村インベスター・リレーションズ作成

4. 2025年 企業の情報開示において優先的に取り組む課題

情報開示の動向、投資家の意見、企業の課題を踏まえると、2025年、企業が情報開示において優先的に取り組むべき課題は以下の4点に整理される。

1. 国際サステナビリティ情報開示基準への対応
2. 情報開示における各媒体の役割の明確化と情報の棲み分け
3. 財務と非財務のつながり
4. 価値創造ストーリーの構築・進化

以下にて、この4点について考察する。

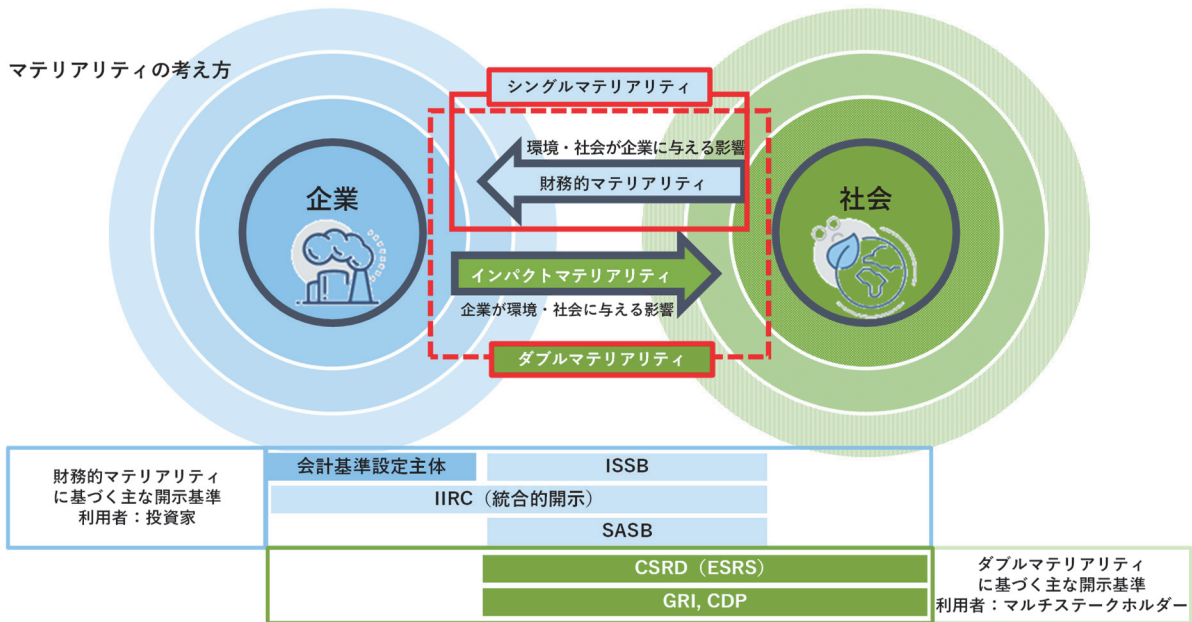
II 国際サステナビリティ情報開示基準への対応

1. 主要な国際サステナビリティ開示基準の関係性

国際情報開示基準への対応においては、マテリアリティ、すなわち企業経営における重要課題を特定する尺度の考え方に注目したい。マテリアリティには、環境・社会が企業財務に与える影響（財務マテリアリティ）と企業活動が外部の環境や社会に与える影響（インパクトマテリアリティ）という二つの考え方がある。

この二つのマテリアリティの視点から国際開示基準を分類すると、ISSB（International Sustainability Standards Board：国際サステナビリティ基準審議会）のIFRSサステナビリティ開示基準（以下、ISSB基準）は、環境・社会が企業財務に与える影響を重視する「シングルマテリアリティ」の考え方である。一方、欧州委員会によるCSRD（Corporate Sustainability Reporting Directive：企業サステナビリティ報告指令）に基づく、ESRS（欧州サステナビリティ報告基準）に関する規則は、環境・社会が企業財務に与える影響と企業活動が環境や社会に与える影響との二つの面から判断する「ダブルマテリアリティ」の考え方である（図表2）。

図表2 サステナビリティの考え方



(出所) 野村インベスター・リレーションズ作成

2. サステナビリティ情報開示に関わるスケジュール

ISSB 基準をもとに、サステナビリティ基準委員会 (SSBJ) が日本向けのサステナビリティ開示基準 (以下、SSBJ 基準) を検討中であり、2025 年 3 月末を目途に確定基準が公開予定である。

この確定基準が公表されれば、3 月決算の企業は 2024 年度からの適用が可能となる³。確定基準を踏まえて法定開示への取り込みが進むと言われているため、準備を始める企業が増えている。

また、欧州 CSRD 対応の報告が必要な場合は、既存の日本国内での開示とどこまで適合するか、という確認が必要である。

3. 国際サステナビリティ情報開示基準の動向を踏まえた開示

こうした動向を踏まえ、企業が優先的に取り組むべきことは、①ガバナンス、戦略、リスクと機会の管理、指標と目標、といったサステナビリティ開示における 4 つのコア・コンテンツを説得力をもって説明すること、②ISSB が重視する、環境・社会が企業財務に与える影響 (財務インパクト) を考慮してマテリアリティを検討すること、そして③個別のサステナビリティテーマについては、ISSB が参照を薦めている産業別開示基準、SASB⁴スタンダードへの対応を進めること、の 3 点である (図表 3)。

³ 金融庁「事務局説明資料」金融庁 金融審議会 サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ第 4 回資料、2024 年 10 月 10 日。

⁴ Sustainability Accounting Standards Board (サステナビリティ会計基準審議会) の略称。

図表3 国際開示基準への対応

| 対応すべきポイント | ISSB | CSRD | SSBJ | 対応案 |
|---|---------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--|
| ①「4つのコア・コンテンツ」の枠組みに沿った開示 ・ガバナンス ・戦略 ・リスクと機会の管理 ・目標・指標 | 24年1月～適用開始 ○ | 24年1月～適用開始 ○ ※リスク・機会にインパクトが追加 | 25年3月末未公開予定 ○ ※有価証券報告書の開示で適用済 | 「4つのコア・コンテンツ」の枠組みに沿った開示をストーリー化 |
| ②マテリアリティに基づいた開示 | シングルマテリアリティ ※財務への影響を含めて開示を検討 | ダブルマテリアリティ ※財務と社会インパクト視点 | シングルマテリアリティ ※ISSB準拠で検討中 | マテリアリティを企業経営の重要な課題として開示（ISSBを考慮し、財務への影響を開示できるとよい） |
| ③個別のサステナビリティテーマの開示 | 原則SASBを参照 | マテリアリティについてESRS基準で開示 | 検討中 ※ISSB準拠で検討中 | SASBへの対応。ESRSについてはマテリアリティに関連するテーマを参照し、開示拡充に向けた準備を開始。 |

(出所) IFRS サステナビリティ開示基準、欧州委員会による CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive : 企業サステナビリティ報告指令) に基づく、ESRS (欧州サステナビリティ報告基準) に関する規則、サステナビリティ基準委員会 (SSBJ) 事務局「SSBJ 基準案の概要」2024年7月より野村インベスター・リレーションズ作成

1) 4つのコア・コンテンツのストーリー化

ガバナンス、戦略、リスクと機会の管理、目標・指標という4つのコア・コンテンツについては、投資家が何を期待しているかに焦点を当てる。すなわち、投資家が経営判断・価値観を見る「リスクと機会の管理」については、企業価値と関連づけて識別したうえで、企業固有のリスク・機会を見極める。また、業績予想の判断軸となる戦略については、そうしたリスクと機会に紐づけて説明する。目標・指標については、具体的な目標を定め戦略の進捗をモニタリングしていることを説明して業績予想に資する情報とする。ガバナンスについては将来の業績の確信度を高めることを念頭に、戦略と進捗を取締役会が適切に監督していることを説明する。

2) 財務に影響を及ぼすマテリアリティの検討、見直し

現在、多くの企業のマテリアリティが、機会に即したマテリアリティに重点が置かれていないケースが多い。CSR的な側面や、リスク低減の視点を中心に構成されているがために、独自性が見られないマテリアリティとなっている。（「IV 財務と非財務のつながり」にて詳述する）。

そこで、既にマテリアリティを特定されている企業も、環境・社会が企業財務に与える影響に加え、環境・社会が企業財務に与える影響の視点からマテリアリティの妥当性を検証することが必要であると考えます。

自社独自のマテリアリティをリスク・機会の両面から検討するためには、企業の中長期戦略、独自の強みを踏まえた価値創造の実現に向けて、企業の戦略及び意思決定

に与える影響や、ビジネスモデル及びバリューチェーンに与える影響を踏まえることが必要である。

3) サステナビリティの個別テーマにおいては SASB スタンドアードを活用

企業財務に影響を及ぼすリスク・機会およびマテリアリティを検討するうえでは、SASB スタンドアードが有用である。

SASB スタンドアードは将来的な財務インパクトが高いと想定される ESG 要素を 11 セクター77 業種向けに投資家の投資判断の中で重視・分析すべきポイントをまとめたものである。2023 年 12 月には、現在 SASB スタンドアードを運営している ISSB が、コンサルテーションの結果に基づき、特定の国や地域にしか適用できない項目を削除した⁵。そのため、SASB スタンドアードは企業間の比較ができる有用な基準として活用できるようになった。

ただし、SASB スタンドアードの開示トピックがリスクに関わるテーマが多いため、機会に関わるトピックについては、各企業が中長期戦略や独自の強みと価値創造を踏まえ検討する必要がある。

III 情報開示における各媒体の役割の明確化と情報の棲み分け

1. 企業開示情報の開示体系

2023 年 1 月、企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正により、すべての上場区分の企業に対して、有価証券報告書や届出書等で「サステナビリティに関する考え方及び取り組み」の開示が求められるようになった。そのため、有価証券報告書と統合報告書、サステナビリティやレポートの情報において重複が生じる状況になっており、多くの企業が各媒体の役割の明確化と情報の棲み分けに対して課題を感じている。

こうした状況も鑑み、経済産業省の「企業情報開示のあり方に関する懇談会」は、2024 年 6 月の中間報告において、企業情報開示の在り方を 2 案提案した。一つは、統合報告書を重要な役割と位置付ける開示体系、もう一つは有価証券報告のような法的開示に一本化する開示体系である。2 案目の一本化が実現すれば、有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、事業報告・計算書類、任意開示書類（統合報告書、サステナビリティレポート等）に分散している情報をまとめて開示することで企業の過度な負担を抑えながら投資家に必要な情報を届けやすくなる。ただし一本化を実現しようとする、各媒体の開示時期や関係機関の調整等様々な課題があり、どのような開示が最適であるかについて、まだ最終結論には至っていない⁶。

⁵ 日本取引所グループ「ESG 情報開示枠組みの紹介 SASB (Sustainability Accounting Standards Board, サステナビリティ 会計基準審議会) スタンドアード」。

⁶ 経済産業省 企業情報開示のあり方に関する懇談会「企業情報開示のあり方に関する懇談会 課題と今後の方向性 (中間報告)」2024 年 6 月。

2. 開示媒体ごとの特徴と対応すべき課題

ここで主な開示媒体の役割を整理する。

有価証券報告書は、法定開示書類としての比較可能性・信頼性・網羅性を重視しつつ、投資家向けの信頼性の高い情報として、財務情報を軸に企業のサステナビリティに関する重要な非財務情報も含めるものである。

統合報告書は、企業の価値創造ストーリーを財務・非財務の両面から統合的に説明し、長期的な企業価値向上を訴求するものであり、企業の将来像を示すことが目的である。

サステナビリティレポートは、ESG分野に特化した詳細情報を具体性・網羅性・比較可能性をもって提供するもので、ESGの課題解決に向けた具体的行動と成果を示し、責任ある企業活動を推進することが目的である。

この3つの媒体だけでも、財務情報やサステナビリティの情報に重複が生じる可能性がある一方、サステナビリティ情報の将来の期待感に関わる情報が不足する状況にある。

3. 情報発信のアプローチ：キーマッセージを各媒体で発信

媒体間の情報の重複に加え、多くの企業が感じている課題は、複数の媒体からの情報発信を別部署が対応することで、本来企業が伝えたい重要な情報にぶれが生じ、一貫性が見られなくなる、という点である。一貫したメッセージを発信するには、メッセージの軸を明確にすることが重要であり、投資家向けの情報発信で明確化する軸が価値創造ストーリーである。

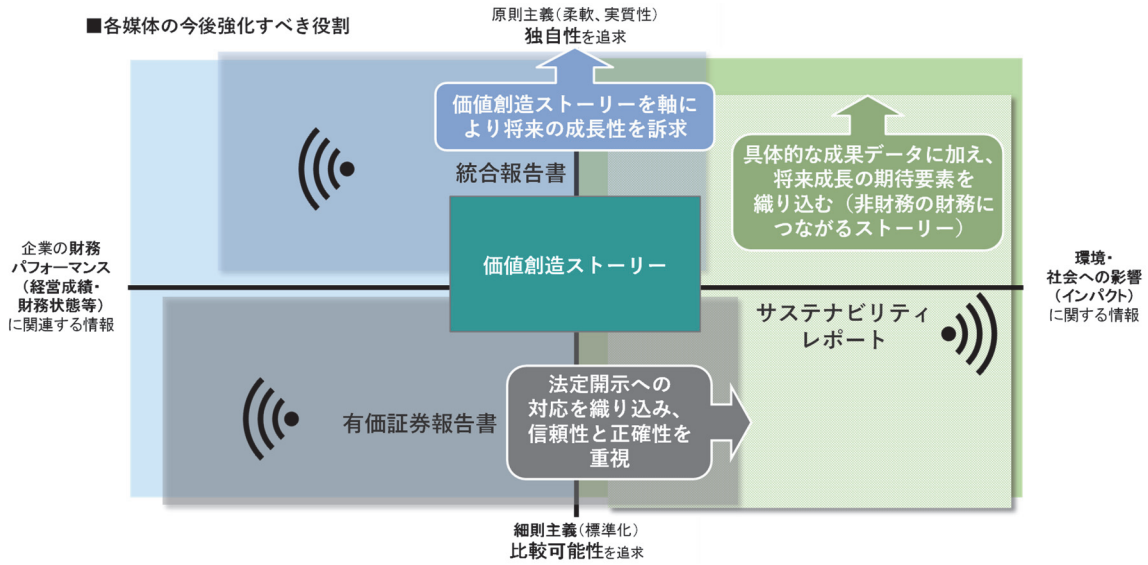
価値創造ストーリーとは、企業の資本を事業活動に投入し、環境や社会・ステークホルダーにどのような価値を提供していくのかという「価値創造プロセス」を、ストーリー立てて説明するものである。この価値創造ストーリーを中核としつつ、各媒体の役割を踏まえ情報を発信する。

すなわち、有価証券報告書においては、法定開示対応として、比較可能性・信頼性・網羅性を重視したサステナビリティ情報を拡充する。任意開示である統合報告書においては、価値創造ストーリーを軸に将来の成長性を訴求した情報に特化する。また、同じく任意開示であるサステナビリティレポートにおいては、評価機関対応としての具体的な成果データに加え、社会的インパクト、将来成長への期待が見込まれる非財務の要素を織り込むなど、財務につながるストーリーを拡充することも検討できる（図表4）。

このように、各媒体の特徴を明確化し情報開示の変革に合わせて進化させ、情報の置き所の最適化を図ることで、効果的な情報発信へとつなげていくことができる。

情報開示においては組織だった動きも必要である。例えば、情報開示のために、部門横断的な組織が、各媒体の制作を一手に担うことで、役割の明確化とコンテンツの棲み分けを実現する企業もある。

図表 4 統合報告書、有価証券報告書、サステナビリティレポートの情報の棲み分け例



(出所) 野村インベスター・リレーションズ作成

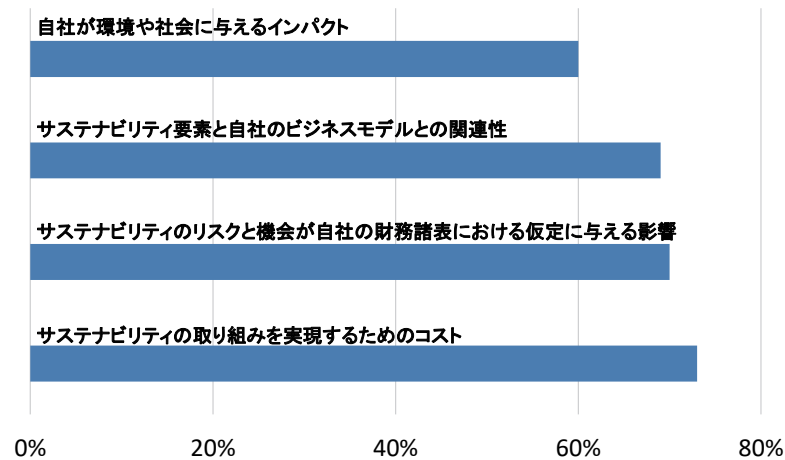
IV 財務と非財務のつながり

1. 投資家が企業に求めるサステナビリティ

財務と非財務のつながりについて説明する前に、グローバル及び国内の機関投資家が企業に求めるサステナビリティ開示について紹介する。図表 5 は企業のサステナビリティに対する取り組みの関心事項の割合を示す。このグラフから投資家の関心については次のように読み解くことができる。

図表 5 サステナビリティに関するグローバル投資家サーベイ

投資分析や意思決定において、企業が以下を報告することが「重要」または「非常に重要」と回答した回答者の割合



(出所) PwC, “PwC’s 2022 Global Investor Survey,” 2022 を基に野村証券作成

最下段の重要であると回答した割合が高い「サステナビリティの取り組みを実現するためのコスト」についてはどれくらい投資をしているのかということに関心があり、下から2段目「サステナビリティのリスクと機会が自社の財務諸表における仮定に与える影響」、つまり、投資した成果として収益に繋がっているのかということに着目しており、上から2段目の「サステナビリティ要素と自社のビジネスモデルの関連性」、つまりは表面だけのサステナビリティではなく自社の持続的な価値創造に関連しているのかについて関心があると解釈できる。つまり、グローバルの投資家は、経営者はサステナビリティ要素が価値創造にどのように影響するかをよりよく理解したうえで、より確固たる財務パフォーマンスにつなげることを求めていることを意味している。

一方で、国内機関投資家は企業の価値創造ストーリーを含めた非財務情報を投資判断の一つの材料として積極的に利用するようになり、持続的な企業価値向上に対する理解を深めるために、様々な改善点を要求している。機関投資家のアンケート調査などのレポートや直接投資家へヒアリングを行った結果、それら改善点は、図表6の3点に集約される。

1つはマテリアリティに対する取り組みの実効性である。実効性を高めるために、マテリアリティに対する具体的な指標・目標の設定、進捗状況の開示および監督体制の開示等を投資家は求めている。

2つめは「価値創造ストーリー」における各要素の結合性である。これを投資家はコネクティビティと呼んでいる。国内企業の傾向を見れば、経営理念や中期経営計画、ビジネスモデルやマテリアリティの特定、それらの重要業績評価指標（KPI）とPDCA（Plan-

図表6 国内機関投資家が求めるサステナビリティ開示のポイント

| | | 要求事項 |
|---|---------------------------------|--|
| 1 | マテリアリティに対する取り組みの実効性 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 指標・目標の設定と、目標達成に向けた進捗状況、および監督体制の開示 ■ 持続的成長に向けて何故そのマテリアリティが重要と考えるかについての説明 |
| 2 | 「価値創造ストーリー」における各要素の結合性：コネクティビティ | <ul style="list-style-type: none"> ■ 経営理念、ビジネスモデル、マテリアリティに対する取組施策と中期経営計画等との整合性 ■ 財務と非財務、過去と現在、現在と未来を関連付けたストーリーテリング |
| 3 | 中長期的な財務的影響の明示 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 非財務に対する取り組み（マテリアリティ）の将来的な財務的影響への明示 （影響の程度の明示が難しい場合でも、財務的影響とのつながりをストーリーに反映することは投資家に有用な情報とみられます） |

（出所）一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム「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整備のお願い」2022年10月12日、一般社団法人 ESG 情報開示研究会「ESG 情報開示研究会 活動報告書 2022」2022年6月、年金積立金管理運用独立行政法人「GPIF の国内株式運用機関が選ぶ『優れた統合報告書』と『改善度の高い統合報告書』」2022年2月7日、および資産運用会社へのヒアリング等を基に野村証券作成

Do-Check-Action) プロセスなどを「個別に」設定することはできている。しかし、第三者からするとその経営理念やパーパスとマテリアリティで、なぜその中期経営計画になるのか、と理解できないことが散見される。大事なことは、個々の施策を論理が飛躍することなくストーリーとして一つにつなぐこと、コネクティビティを投資家は求めている。財務と非財務、過去と現在、現在と未来を関連付けたストーリーテリングによって、社内外で共有できる統合的・俯瞰的な価値創造のプロセスを明確にすることが求められている。

3 つめは、非財務における取り組み、特にマテリアリティに対する取り組みの財務的影響についても説明を求めている。

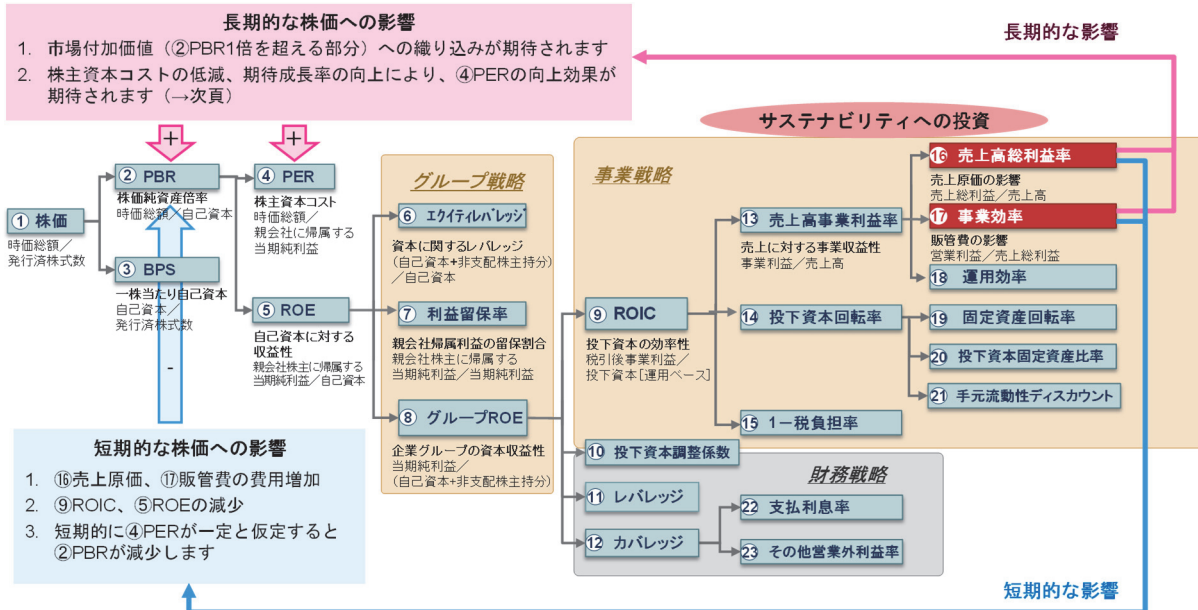
ここに挙げた国内機関投資家が主張する改善点は、前述したグローバル投資家サーベイの関心事項と一致した内容であることをご理解いただけるのではないだろうか。

そしてこの点線枠で囲ったマテリアリティに対する取り組みの財務的影響について、現在、先進的な企業は自己資本利益率 (ROE) や投下資本利益率 (ROIC) 等の資本生産性指標とマテリアリティの繋がりを示す取り組みを始めている。

2. マテリアリティに対する取り組みの財務的影響

マテリアリティに対する取り組みの財務的影響について、一部企業が開示を始めた ROE や ROIC 等の資本生産性指標とマテリアリティの繋がりを示すための考え方について紹介する。

図表 7 サステナビリティへの投資効果



(注) PERの近似式の詳細は、野村証券 金融工学研究センター クオントツ・ソリューション・リサーチ部「資本コスト算出の基礎【日本】Ver.3.1」26-27頁を参照。

(出所) 野村証券作成

現在、上場企業の多くが株価純資産倍率（PBR）1倍割れという課題に直面している。そのような背景からPBRの改善ドライバーをマテリアリティに紐づけて説明し、KPIを設定している企業が最近増えている。なぜROIC等とマテリアリティを紐づけたKPIを設定するのか、その考え方について説明する。

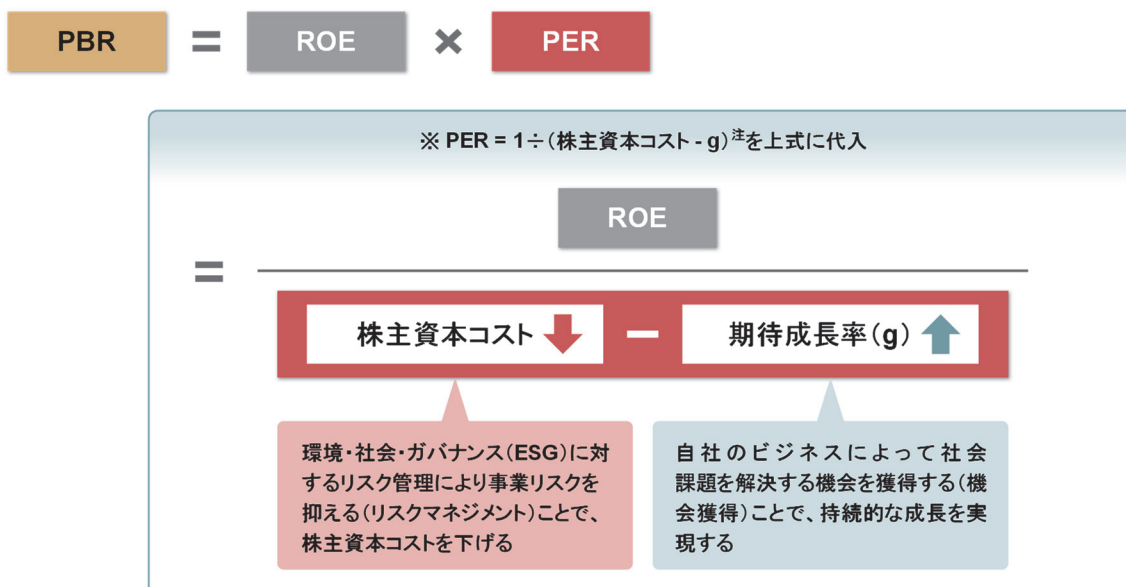
周知のように、PBRはROEと株価収益率（PER）の掛け算で表される。この図表7が示すようにROEの要素分解から、売上高総利益率や事業効率等の改善によりROEは自社努力で向上できる。一方、PERは金融市場における評価であり、その改善に向けては情報開示力と投資家との対話力が必要とされている。

図表8が示す通り、PERは、株主資本コストから持続的成長率gを引いたものの逆数の近似値で表せる。この式によると、PERを向上させるためには、ESGに対するリスク管理で事業リスクを抑えることで株主資本コストのボラティリティを下げ、その一方で、新しい価値を創出することで持続的な成長を実現する、この両方に取り組むことで持続的な価値創造を実現することが重要であると言える。

資本生産性指標であるROEやROICとマテリアリティとの関係を示した概念図が図表9である。

Purpose（パーパス）、Mission（ミッション）、Vision（ビジョン）、Value（バリュー）という経営理念体系の下、自社の持続的な成長に向けてマテリアリティを特定し、それに基づいて経営戦略を策定・実行し、社会課題解決に向けて貢献することが現在の企業には求められている。そのような中で、ROICやROEの改善に向けて資本コストを上回るリ

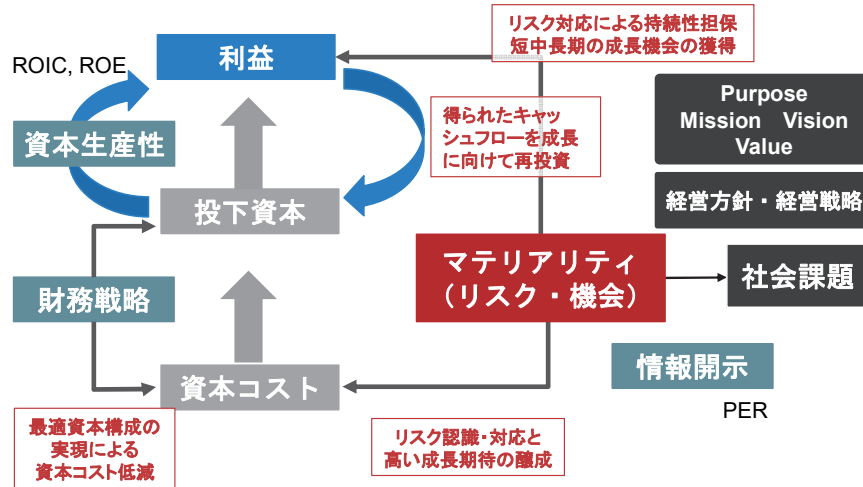
図表8 PBR=ROE×PERにおける持続的な価値創造実現のポイント



(注) PERの近似式の詳細は、野村証券 金融工学研究センター クオンツ・ソリューション・リサーチ部「資本コスト算出の基礎【日本】Ver.3.1」26-27頁を参照。

(出所) 野村証券

図表9 経営戦略とサステナビリティ戦略の統合



(出所) 野村證券作成

ターンを確保して企業価値を高めるためには、リスク低減に寄与するマテリアリティと中長期的な成長に寄与するマテリアリティの両方が必要になる。しかし、ESG・持続可能な開発目標（SDGs）に強いバイアスがかかると「環境負荷低減」や「法令順守」などのようなマテリアリティにフォーカスしすぎ、「機会<リスク」に対する対応の傾向が強くなるため、株主に対する高い成長期待が薄れてしまう。

企業価値向上に向けたマテリアリティを特定し、それに取り組むための戦略を策定し、得られたキャッシュフローを戦略実行に再投資し、短中長期の成長機会獲得に向けたプロセスを論理の飛躍なく、ストーリー立てて株主含めたステークホルダーへ説明することが今強く求められている。それが非財務と財務のコネクティビティを説明するための基本的なプロセスである。

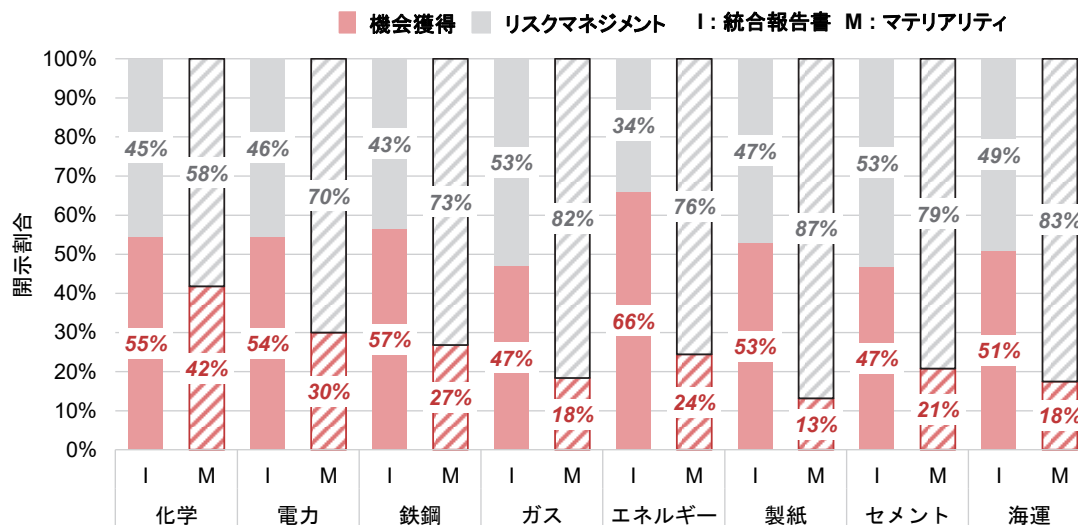
そのためマテリアリティには価値向上とリスクマネジメントのバランスが求められ、これこそが成長戦略そのものになる。

それでは実際に国内企業のサステナビリティ開示について、生成人工知能（AI）を用いて「期待成長率の上昇（機会獲得）」と「株主資本コストの低下（リスクマネジメント）」に関連する取り組みを抽出し、その割合について比較した結果を示したのが図表10になる。

ここでは特に脱炭素が求められる各セクターを代表する銘柄を複数選定し、それらの統合報告書全体とマテリアリティのみを対象に分析した。

統合報告書全体では機会獲得とリスクマネジメントに関する開示割合は同程度となっている。一方、マテリアリティに関してはリスクマネジメントに対する開示割合が高くなっており、これでは投資家に対して成長期待を抱かせることは困難である。このようなマテリアリティの開示と企業価値とのイメージを示したのが図表11である。

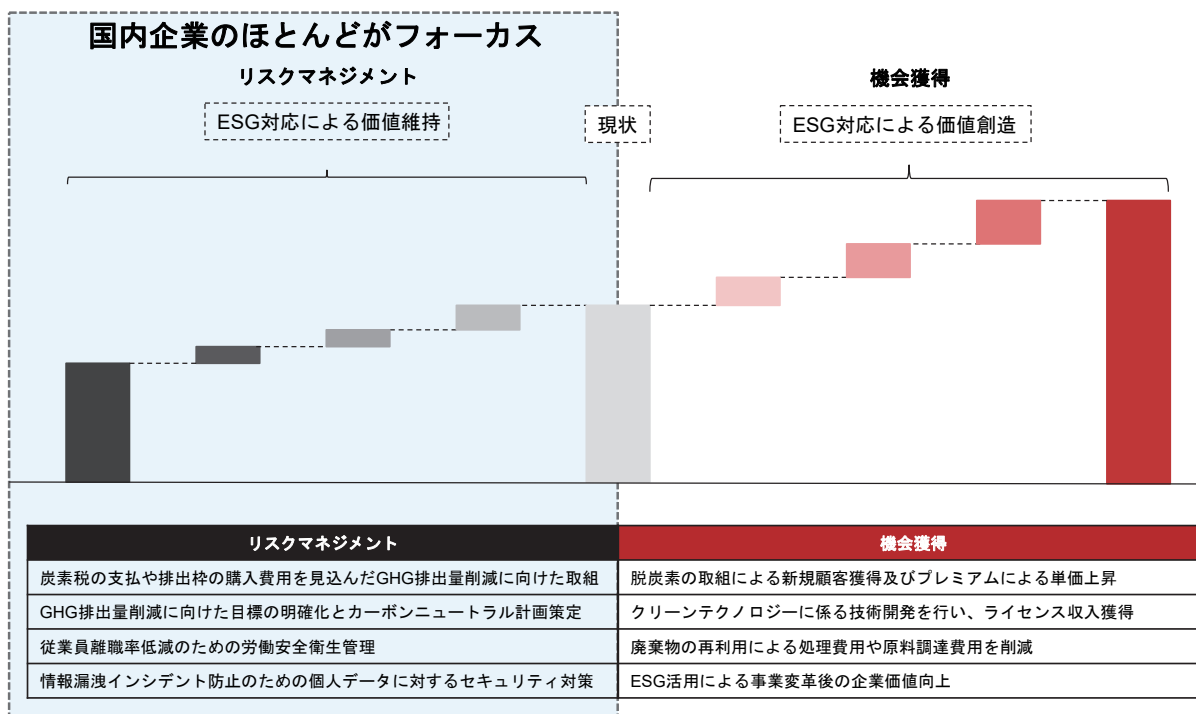
図表 10 国内企業のマテリアリティにおける機会獲得とリスクマネジメントの開示割合



(注) 生成 AI として、Azure OpenAI Service の GPT-4o を使用。

(出所) 野村証券作成

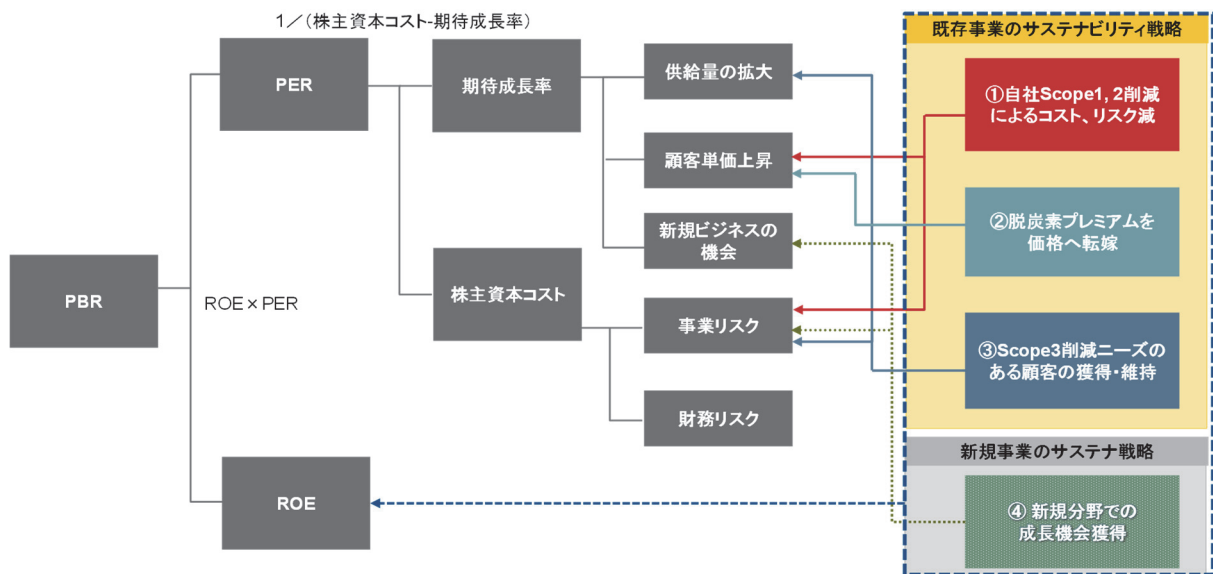
図表 11 企業にとってのサステナビリティ：ESG を踏まえた持続的な企業価値の向上



(出所) 野村証券作成

ESG を主要なバリュードライバーとして考えた場合、ESG はリスクでも、機会でもある。前述したグローバル投資家サーベイにおいて、投資家は企業がサステナビリティの取り組みを実現するためにどれくらい投資をし、それが財務諸表に与える影響、つまり、投資した成果として収益に繋がっているのかに着目している。

図表 12 サステナビリティ戦略の実行による企業価値向上のプロセス



(出所) 野村證券作成

例えば、温室効果ガス（GHG）排出量削減の取組が不十分であれば、将来的には炭素税の支払や排出枠の購入費用が発生するなど、ESG対応を怠れば企業価値を棄損するリスクが高くなる。このような潜在的リスクを認識し、ESG対応を行うことで企業価値を維持していかなければいけないのが現在の上場企業がおかれている状況である。

逆に ESG に対する法規制を機会と捉えて、脱炭素の取組による新規顧客獲得及び脱炭素プレミアムの価格転嫁やクリーンテクノロジーの開発に取り組むなど ESG を自社のビジネスに活用することで、事業を変革し企業価値を向上させていく必要がある。

図表 12 は PER にフォーカスした PBR のロジック・ツリーを示したものであるが、サステナビリティへの取組は短期的にはコスト先行だが、適切な取組及び開示によって期待成長率の向上を通じ PER 上昇に繋がると考えられる。

例えば、脱炭素の取組を「供給量の拡大」「顧客単価上昇」「新規ビジネス獲得」に繋げる価値創造ストーリーを策定し、その施策の効果を継続的に開示・報告し、投資家との対話を重ねて戦略や施策を改善していくことで、企業価値を高めていくことが求められている。

V 価値創造ストーリーの構築・深化

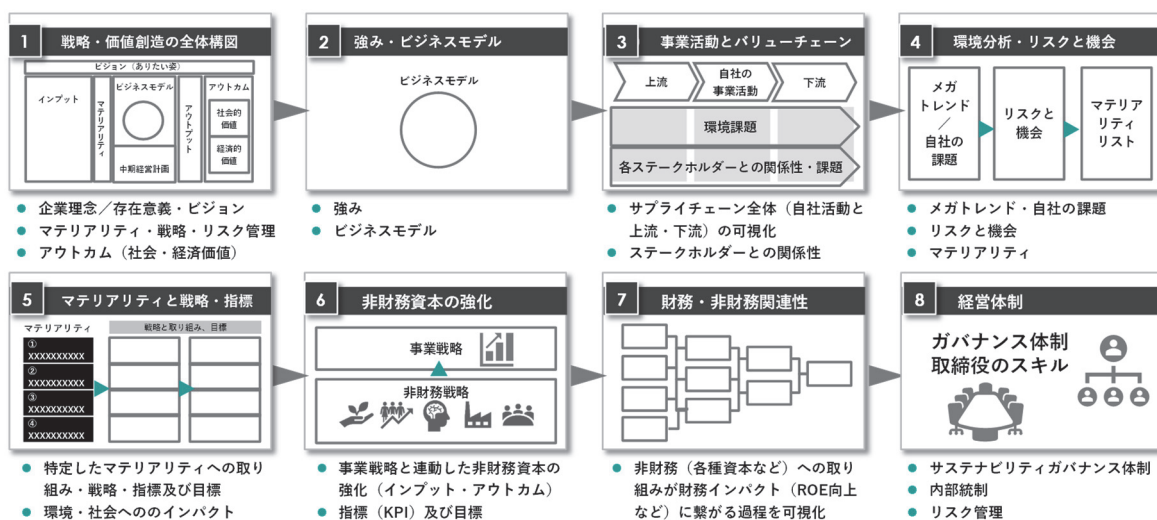
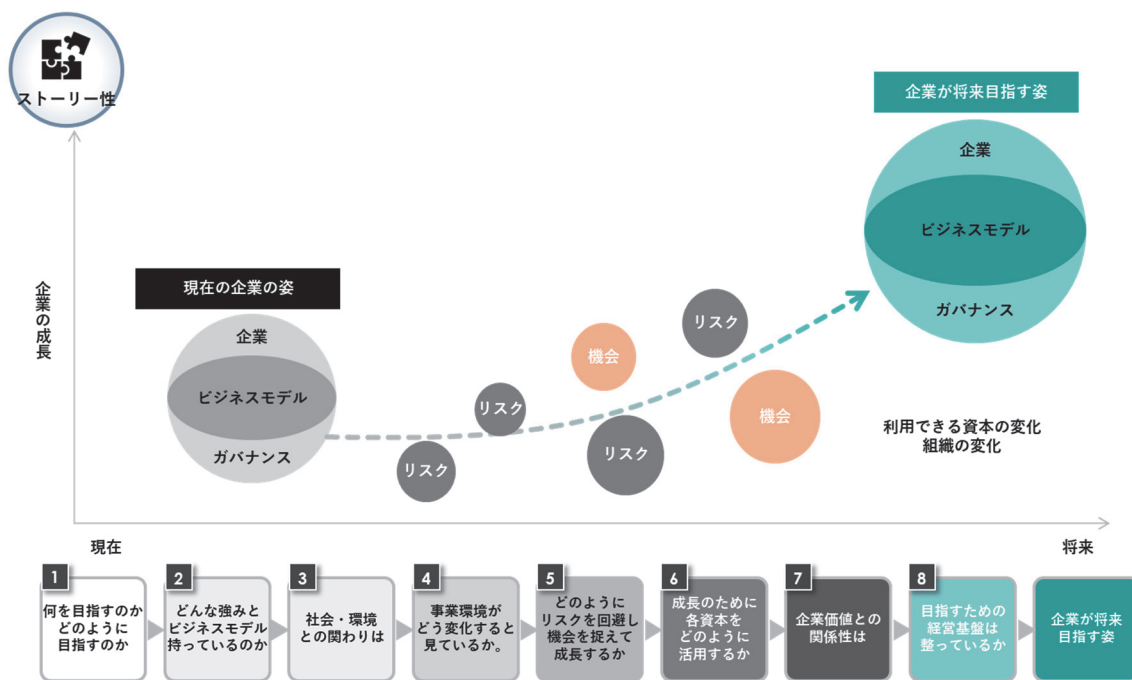
1. 価値創造ストーリーに含めたい要素

投資家が期待する情報開示として、また、国際開示基準対応として、そして各社が課題に感じているテーマの共通項が、前項で論じた通り「財務と非財務のつながりの向上」である。これを企業の中核となる価値創造ストーリーに織り込み伝えるためには、自社視点

と社会視点の両方から、サプライチェーン全般、あるいは企業様によってはグローバル全般を俯瞰し、リスクと機会、資源の使い方、ポジティブ・ネガティブインパクトを考える必要がある。

価値創造ストーリーとは、企業の資本を事業活動に投入し、環境や社会・ステークホルダーにどのような価値を提供していくのかという「価値創造プロセス」を、ストーリー立てで説明するものである（図表 13）。

図表 13 価値創造ストーリー2.0（自社と社会の持続可能性をストーリー化）



(出所) 野村インベスター・リレーションズ作成

価値創造ストーリーにおいては「①何を目指す企業なのか」については理念・戦略・価値創造の全体構図で、「②どのような会社なのか」については、強み・ビジネスモデルで説明する。

「③社会・環境・ステークホルダーとの関わり」については事業活動とバリューチェーンで示す。「④事業環境の変化の見方」については環境分析・リスクと機会とマテリアリティを関連付け説明する。「⑤重要課題をどう解決するか」については、マテリアリティと戦略・指標・目標（経済・社会価値）を関連付ける。「⑥成長のために各資本をどのように活用するか」については、財務・非財務の戦略の連動をロジックツリーで示す。「⑦戦略・投資がどのような効果をもって企業価値向上につながるか」については企業価値向上への道筋を説明する。そして「攻め」「守り」の両面で実行できる体制かについては、経営体制・ガバナンスを示す。

2. 組織の融合・統合思考による企業価値向上

2025年に情報開示で検討すべきことを4点ご紹介した。重要なのは「非財務資本の強化やESGの取り組みがどのように企業価値の向上に寄与するか」という投資家の疑問に対して説得力をもって説明することである。そのためには、重要なサステナビリティ課題の財務的影響を可視化し、非財務資本やサステナビリティへの取り組みが競争優位性や収益性の向上にどのように結びつくかを示すとよい。

また、こうした情報を効果的に発信するためには、各媒体で一貫したメッセージを発信することだが、そのためには組織内での意思統一が不可欠である。開示支援の現場で、よく聞かれる課題は、企業が真に取り組んでいる内容がないと、情報開示が困難であるという点だ。そのため、情報開示で感じた経営課題については、全社視点で解決したうえで情報開示の進化につなげるとよいだろう。組織横断的に取り組むことで、複数の部署の視点を反映した統合的な全体構図を描くことができる。非財務資本やサステナビリティへの取り組みを戦略化するうえでは、IRや経営企画に携わるメンバーだけでなく、関係する部署が集まり議論することで、戦略のロジックを深め、より効果的なアプローチを見出すことが非常に大切である。

そしてこの全社的な視点でコンセンサスを得たストーリーに基づき、投資家との対話を行い、そのフィードバックを活用してさらなる改善へとつなげていくことができればよいのではないかと。