

投資家向け報告におけるサステナビリティ課題の識別と重要性評価
- 開示課題を特定するための考え方と方法論の検討 -

平成23年10月11日
日本公認会計士協会

目次

	頁
はじめに	1
要旨	2
1. 検討の背景とテーマ	5
(1) 投資家向け報告におけるサステナビリティ情報開示の動向	5
(2) 対象とする論点	7
(3) 対象とする報告の範囲	8
(4) 検討のアプローチ	10
2. 投資家向け報告におけるサステナビリティ情報の開示目的	10
(1) 財務報告の目的	10
(2) 投資家によるサステナビリティ情報の利用	10
(3) 投資家向けサステナビリティ情報の開示目的	13
3. 開示課題の特定にかかわる概念の整理	13
(1) 目的適合性	14
(2) 重要性	15
制度やイニシアティブにおける重要性	15
投資家向けサステナビリティ開示における重要性	18
企業のサステナビリティ側面による幅広い影響を考慮する場合の重要性	22
4. 開示課題の特定主体と特定方法	22
(1) 開示課題の特定主体	23
(2) 開示課題の特定方法	25
投資家の意思決定目的に適合する課題の抽出	25
抽出された課題の重要性評価	26
(3) エネルギー・気候変動課題への適用例	27
課題の抽出プロセス	27
課題の重要性評価プロセス	28
調査結果と評価	29
5. まとめ	30
(1) 主な検討結果	30
(2) 今後に向けた課題	31

はじめに

日本公認会計士協会（以下「当協会」という。）では、投資家による投資判断におけるサステナビリティ情報を含めた企業の非財務情報の重要性が高まっているという認識のもと、2009年1月に「投資家向け制度開示書類における気候変動情報の開示に関する提言」、2010年3月には経営研究調査会研究報告第38号「投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置付け - 動向と課題 -」（以下「研究報告第38号」という。）を公表し、本分野における我が国における制度的対応の必要性や課題を検討してきた。

企業実務においては、既に多くの企業が持続可能性報告書を公表し、また、投資家側からサステナビリティ課題にかかわる質問が寄せられる等、投資家からの情報利用も進みつつある。一部企業の自主的な対応として、投資家向けのアニュアルレポートにおいてサステナビリティ課題に関連する情報を財務情報やその他課題に関する情報と併せて報告する統合報告への試みも始まっている。このような実務動向は、欧州企業において、より顕著となっている。統合報告については、2010年8月に、国際的な統合報告フレームワークの開発を目的とした International Integrated Reporting Committee¹（国際統合報告委員会。以下「IIRC」という。）が設立され、2011年9月にはその協議文書が公表された。今後、統合報告という大きな枠組みのもとで、どのような情報をどのように開示していくのか、情報開示の基本的な在り方とその具体的な対応についての検討と実務が同時に進むことが考えられる。

本研究報告では、このような状況認識のもと、非財務情報とりわけサステナビリティ情報について、主たる情報利用者を投資家と想定し、「報告企業がどのような課題を報告すべきか」、「どのように開示する課題を決定するか」という問題に焦点を当て、その基本的な考え方と方法論の両面から検討を行った。本研究報告が、今後の企業実務の、そして枠組み開発の一助となれば幸いである。

¹ <http://www.theiirc.org/>

要旨

本研究報告では、企業の投資家向けサステナビリティ報告、より広くは統合報告が、実務、制度及び枠組み開発の各領域において急速な進展が見られる状況を踏まえ、企業実務と枠組み開発をそれぞれサポートすることを目的に、「開示課題の識別と重要性評価」、すなわち「報告企業がどのような課題を開示すべきか」、「どのように開示する課題を決定するか」という問題に焦点を当てて、その基本的な考え方と方法論について検討を行った。

検討の対象としては、企業の情報開示のうち「投資家向け報告のうち財務諸表外情報として開示されるサステナビリティ情報」を選択した。ここでの投資家向け報告には、制度により要求される報告だけでなく、企業の自主的な報告も含めて検討を行った。

開示課題の特定の考え方や方法を検討するに当たっては、投資家による情報利用目的、そして企業による情報開示目的を確認することが必要である。

投資家による情報利用目的を考慮するに当たり、情報利用者として、企業のサステナビリティ側面に特に関心を持つ長期的視点を持った投資家、責任投資を实践する投資家を主たる情報利用者として想定し、責任投資にかかわる行動原則の基本的な考え方や実務状況をレビューした。その結果を踏まえ、情報の想定利用者としての投資家は、その投資利益を最大化することを目的とした投資判断に活用するために、サステナビリティ情報を利用するものとした。さらに、その投資判断は長期的視点に立ったものであり、短、中、長期的な企業の成長やリスク、経営課題への対応についてバランス良く評価することによって、(多くの場合間接的ではあるが)将来キャッシュ・フローの評価を行うことを目的とするものであり、また、企業のサステナビリティ側面について、当該企業の将来キャッシュ・フローに及ぼす影響を中心的に評価するが、より幅広く、当該投資家のポートフォリオ全体、さらには経済社会全体への影響も併せて評価することを目的とする場合もあることを確認した。

このような投資家による情報利用目的を踏まえ、投資家向けにサステナビリティ情報を開示する目的は「情報利用者である投資家に対し、企業の環境、社会及びガバナンス側面についての重要な情報を提供することによって、投資家による長期的な視点に立った企業価値の評価に資すること」にあるとした。また、このような開示の目的から、投資家の意思決定目的に適合する情報を、「投資家による企業のサステナビリティ側面の理解を通じ、関連する将来の企業環境や業績(パフォーマンス)、ひいては将来キャッシュ・フローの予測に基づく企業の持続的な価値の評価に資する情報」と定義した。

開示課題の重要性については、法規制、政策動向やステークホルダーの意識及び懸念、社会的トレンド等といった外部環境、自社の産業特性、資源調達、技術革新の機会、経営戦略との関係性といった各種の要因を考慮して、サステナビリティ課題が企業の将来キャッシュ・フローに及ぼす影響を総合的に評価することによって、評価されるべきとした。将来キャッシュ・フローへの影響評価に当たっては、可能な場合には、影響発生までの期間(タイムフレーム)、

影響の発生可能性、影響の大きさという三つの観点から将来キャッシュ・フローへの影響を評価することによって、より客観的な評価に役立てることができるとした。

開示課題の決定方法の検討に当たっては、まず、開示課題が報告基準において定められるべきか、企業自身が決定すべきか、という問題についての検討を行った。本研究報告では、企業報告は企業が自らの経営について主体的に説明をするものであるとの基本認識のもと、多様なサステナビリティ課題が存在する状況において、個々の企業の特徴を反映した重要課題が開示されるためには、目的適合性・重要性概念や課題の特定及び重要性評価の方法を開示フレームワークや基準において示し、これに基づき、開示企業が自ら重要課題を特定していくアプローチが適切であるとした。その一方で、開示される課題が、投資家による情報ニーズや先行する開示実務を反映したものとなることを実質的に担保するための方策として、企業による課題の特定や評価の段階において、情報利用者である投資家の情報ニーズを反映した業種別の重要課題リストや同種企業の先進的な開示事例の参照を求める、開示課題の決定プロセス（どのように開示課題を特定したか）の開示を求める等の対応を提案した。

開示の対象となる課題の特定方法としては、情報利用者である投資家の利用目的に適合した情報を抽出するためのプロセスと、抽出された課題の重要性を評価することによって特に重要な情報を特定するためのプロセスとを組み合わせることとした。このような方法によってエネルギー・気候変動課題について課題を特定したところ、個々の産業における事業や規制環境を反映した産業ごとに異なる課題が抽出された。

本研究報告では、高度に投資分散を行うことによって実質的に市場全体への投資を行う機関投資家を想定し、企業評価に当たって、当該企業の将来キャッシュ・フローへの影響のみならず、経済社会全体への影響も考慮し投資判断を行う投資家を情報利用者とした場合の重要性の考え方についても併せて検討を行った。このような投資家を想定する場合、サステナビリティ側面の将来キャッシュ・フロー影響だけでなく、経済社会全体へのより幅広い影響を考慮して重要性を評価することも、投資家ニーズによっては必要となり得る。しかしながら、経済社会全体への影響を考慮するとしても、投資家向け開示における重要性評価は、その企業の経営上の影響、将来キャッシュ・フローへの影響を主として考えられるべきであり、経済社会全体への影響の評価は補完的なものとして位置付けられるべきとした。このような考え方にに基づき、経済社会全体への影響について考慮する場合、経済社会全体の持続可能性を考慮する上で特に重要と広く認識されている課題のうち、報告企業にとって特に関係性の高い課題について重要な課題として評価する対応を提示した。

本研究報告を踏まえた今後の課題として、課題の抽出や重要性評価の考え方や方法について、さらなる検討が必要であるとした。報告企業側については、実務の蓄積、開示における課題特定方法の開示、実務例の調査等が今後のより良い方法論の開発に不可欠とした。一方、投資家側においては、産業別、地域別に重要と投資家が認識する課題が示されることによって、企業のより良い実務を支援できるものとした。また、サステナビリティ課題も含めて非財務課題の考慮に当たっては、将来キャッシュ・フローへの影響を見込む時間軸が重要となるが、投資家による投資行動と企業経営の間での時間軸の違いが存在することも指摘されており、情報開示

という枠組みにおいて考慮すべき時間軸についても、投資家も交えた検討が必要であるとした。

最後に、本研究報告では対象とする報告の範囲を「投資家向けに開示されるサステナビリティ情報」に、開示情報の想定利用者を「企業の持続的な価値創造と将来キャッシュ・フローに関心を持つ中長期的視点を持った投資家」として設定したが、開示情報をより幅広く捉えた場合の検討や検証が必要である点を指摘した。

1. 検討の背景とテーマ

(1) 投資家向け報告におけるサステナビリティ情報開示の動向

近年、投資家向け報告におけるサステナビリティを含む非財務情報開示について、制度、フレームワーク及び実務の各領域において、急速な進展が見られる²。研究報告第38号公表（2010年3月）後の特徴的な動きとしては、財務報告の中にサステナビリティ情報を組み込み、さらには、より幅広く非財務情報と財務情報とを統合的に報告する統合報告（Integrated Reporting）の流れが加速していることである。

欧州では、欧州委員会（以下「EC」という。）の域内市場・サービス総局が2010年11月に企業からの非財務情報の開示を改善する方法に関して利害関係者の見解を募るため、コンサルテーションを実施した。本コンサルテーションの中では、その趣旨について、金融危機や持続可能性に関する問題が重要性を増す中で、比較可能性、信頼性、適合性といった点において、非財務情報の開示実務を改善することが求められている状況を踏まえて対応されたものと言及されている。2011年4月にECより公表されたコンサルテーション結果報告³では、現行の会計法現代化指令に基づく各国の制度的対応にはバラツキが大きく改善が必要であること、回答者の多くが統合報告の必要性を認識しており、追加的負担の軽減に配慮しつつEU全体として対応すべきこと、非財務報告においてはCSR方針に加えて経営上のリスクや機会、これに対応するための戦略、その他の重要情報が開示情報として適切であるとの方針が示された。

米国では、2010年2月、米国の証券取引委員会（Securities Exchange Commission, 以下「SEC」という。）は、気候変動に関する開示のためのガイダンス文書（以下「SEC気候変動開示ガイダンス」という。）を発行した。本文書は、一定の様式（Form10-Kと呼ばれる）にしたがって作成される財務報告目的の年次報告書の作成規則のうち、非財務セクション部分を規定する規則S-K（Regulation S-K）について、気候変動に関する情報の取り扱いについて、その解釈を示す指針として公表された。SEC気候変動開示ガイダンスでは、まず、規則S-Kにおいて定める記載項目のうち、気候変動課題が関係し得るものについて、どのように関係するかについての解釈を示している。加えて、気候変動情報の開示が必要となる状況と、その場合の開示情報を例示している。その後もSECの投資家諮問委員会（Investor Advisory Committee: IAC）では、企業による本ガイダンス文書への対応状況をレビューするとともに、より幅広くサステナビリティに関する報告の在り方についての作業計画を策定し検討を進めている。

自主規制機関としての証券取引所による対応も進みつつある。2010年8月、シンガポール証券取引所は「持続可能性報告についてのポリシー・ステートメント」を公表し、上場企業に対してサステナビリティ報告の実施を推奨している。本ガイドラインは自主的なも

²研究報告第38号において、制度的枠組みの中でのサステナビリティ開示の動向、我が国での対応の必要性、今後の諸課題についての検討結果を示した。その中で、国際的な枠組みの検討が急速に進む中で、我が国における対応の在り方についての議論も急務であることを示した。

³ “Summary report of the responses received to the Public consultation of disclosure of non-financial information by companies”, European commission International market and services DG, 2011

のとしつつも、将来の制度化についても言及している。また、南アフリカのヨハネスブルグ証券取引所は、2010年に上場会社に対して財務報告と持続可能性報告の統合的報告を実施することを規定した。

2009年11月には、国際連合（以下「国連」という。）の関係団体の支援のもと、各国の主要な証券取引所と機関投資家が「持続可能な証券取引所に向けた国際ダイアログ会議」を設け、金融市場を長期志向で責任ある形へ転換していく方策についての議論が交わされた。2010年9月にも同様の会合が開催され、各国取引所による対応の状況が報告されるとともに、今後に向けた課題や対応等が共有されている。各国地域ごとに金融市場当局と証券取引所の役割は異なるものの、持続可能な市場へ向けた施策のうち、上場会社によるサステナビリティ開示の強化や統合報告の推進は、サステナビリティ行動規範の策定やインデックス開発と並んで主要な施策の一つとして示されている。

このような各国地域による制度面の対応と並行して、国際開示フレームワークの開発の機運も高まっている。その代表的なものがIIRC⁴による活動である。

IIRCの目的は、国際的に合意された統合報告フレームワークを構築することにある。統合報告とは、企業が財務、環境、社会、ガバナンスの情報を、明瞭で、簡潔で、一貫かつ比較可能な形で、一体として提供するものとされる。企業の持続可能性に関する過去及び将来のパフォーマンス情報を、より網羅的、かつ理解しやすく開示されるようにすることで、持続可能な国際経済モデルのための要請に応えることを意図したものである。IIRCは2011年9月に統合報告に関する協議文書⁵を公表している。

気候変動開示基準審議会(CDSB)からは、2010年10月に気候変動報告フレームワーク第1版(Climate Change Reporting Framework – Edition 1.0、以下「CCRF」という。)が公表された。

このようなサステナビリティ開示を巡る制度及びフレームワーク開発の動向の背景には、地球温暖化や生物多様性問題に代表されるように、資源消費や汚染、貧困等の観点から、企業を含む経済社会全体の持続可能性についての問題意識が広がっていることが挙げられる。欧州中心に、企業による持続可能な経営を金融市場が評価することのできる企業報告モデルが、持続可能な経済社会の構築という政策的観点から求められていると言えよう。また、現実に、環境関連規制の導入や、消費者意識や企業責任観の変化にともない、環境や社会的課題への対応が経営上の重要性を増し、企業価値評価における重要性も高まっていると言える。実際に、年金基金などの機関投資家を中心に責任投資の取り組みが拡大しており、このような投資を实践する投資家を中心に、ESG(環境、社会、ガバナンス)情報へ

⁴ IIRCには、国際会計基準審議会(International Accounting Standard Board、以下「IASB」という。) GRI、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)、持続可能な発展のための世界企業議会(WBCSD)、東京証券取引所等、国際団体、企業、機関投資家、NGO、会計事務所及び会計士団体の代表者或はそれに準じる者がメンバーとして参加している。また、IIRCからの要請に基づきフレームワークやガバナンス体制等について提案を行うための組織として作業グループが設置されており、この中には、IASB、A4S、GRI、PRI等の関係団体メンバーの他、企業や投資家、会計士等の統合報告に関連する多様な専門家が参加している。

⁵ “Towards Integrated Reporting, Communicating Value in the 21st Century”

の開示要請が高まっている。

また、環境や社会的情報よりも幅広く、企業価値を評価するための情報としての非財務情報や将来情報に対して重要性認識が広がっていることも、統合報告を推進する大きな要因となっている。企業経営の不確実性が増すとともに、企業競争力を生み出す源泉としての資産が過去財務情報として表現しやすい物的資産から金額的評価の難しい知的資産やブランドといった無形資産へとその比重が変化する中で、企業価値評価における非財務情報の重要性が高まり、その開示方法についての検討が進められている。企業やアナリスト、投資家、そして会計専門家や大学からの参加者らによって構成されるWICI (The World Intellectual Capital Initiative)では、知的資本情報を中心とした非財務情報開示のフレームワークや個別KPIs(Key Performance Indicators:重要なパフォーマンス指標)の開発を進めている⁶。我が国では、このWICIに参加する経済産業省が、2005年に知的資産経営の開示ガイドラインを策定している。

(2) 対象とする論点

企業のサステナビリティ情報を含む非財務情報の開示枠組みを検討するに当たっては、様々な論点が考えられる。以下は、想定される主な論点を列挙したものであるが、先述のIIRCにおいても、特に開示目的や報告原則、開示内容の要素を中心に論点の検討が進められており、2011年9月には協議文書が公表された。

以下は、本研究報告を作成するに当たって、今後、サステナビリティ情報を含む非財務開示について検討されることが望ましいと考えられる重要な論点を例示列挙したものである。

サステナビリティ情報を含む非財務情報の開示枠組みにかかわる重要論点

- ・ 開示目的と情報の想定利用者
- ・ 報告原則（どのような原則に基づいて開示するか）
- ・ 開示情報（どのような情報を開示するか）
 - 開示情報の要素（経営方針と全体戦略、重要課題=リスク&機会、目標と行動計画、パフォーマンスと分析）
 - 開示課題の識別と重要性評価（例：気候変動、生物多様性、雇用と労働など）
 - 重要なパフォーマンス指標(KPIs)の特定と測定、表示
- ・ 会計情報（財務諸表等）との関係性
- ・ 報告範囲（報告対象となる企業及び活動の範囲）

このうち「開示課題の識別と重要性評価」、すなわち「報告企業がどのような課題を開示すべきか」、「どのように開示する課題を決定するか」という問題は、投資家にとっての有用性の観点からも、実務上の対応の観点からも、特に重要な論点である。企業は様々な経営課題を抱えており、そのすべてについて詳細な情報開示を求めれば、企業の実務負担は膨大となるし、情報利用者にとって膨大な開示情報は理解の妨げともなる。また、開示さ

⁶ <http://www.wici-japan.com/>

れる情報が、投資家の関心から離れた重要性の乏しいものであれば、それは投資家の意思決定に有用な開示とは言えない。企業が「どのように開示課題や情報内容を決定すべきか」は、開示の有用性の根幹にかかわる問題と言ってよいだろう。

ここで、投資家、従業員、消費者、NGO、政府などの多様な利害関係者を対象とする、いわゆるマルチステークホルダー向けのサステナビリティ報告の分野では、AA1000やGRIガイドラインといった枠組みによって、企業が重要なサステナビリティ課題を特定するためのアプローチが提起されてきた。これらの枠組みでは、多様な情報利用者を想定した開示であることを反映し、企業が利害関係者との対話を通じて重要なサステナビリティ課題を特定していくアプローチが推奨されてきた。

一方、投資家を主たる情報利用者とする非財務情報を含めた報告については、同様の問題について、先行的な研究は複数存在するものの、明確な指針は示されていない。そこで、本研究報告では主たる情報利用者を投資家と想定し、「報告企業がどのような課題を報告すべきか」、「どのように開示する課題を決定するか」という問題に焦点を当て、その基本的な考え方と方法論の両面から検討を行った。ここでの検討は、統合報告や投資家向けのサステナビリティ報告に関する枠組みの開発、先進的に対応しようという企業実務のそれぞれにとって役立つものとなることを意図している。

(3) 対象とする報告の範囲

本研究報告にて検討の対象とする報告の範囲は、「投資家向け報告のうち財務諸表外情報として開示されるサステナビリティ情報」とする。

「投資家向け報告」には、有価証券報告書等の制度的な開示媒体だけでなく、企業が自主的に投資家向けに開示する年次報告書（アニュアルレポート）も含む。これは、国際的には制度開示書類により対応されるケースが多いが、我が国企業実務においては特に海外投資家を対象として自主的な年次報告書を併せて開示する実務も浸透しており、一部企業においては、自主的年次報告書の中でサステナビリティ情報を開示している状況を考えると、制度開示に限定せず自主開示も含めて検討を進めた方が、我が国実務の発展に有益となると考えるからである⁷。

また、投資家向け報告に含まれる情報としては、財務諸表等のほか、財務諸表外情報としてのMD&A（経営者による討議と分析）やビジネス・レビューと呼ばれるマネジメント・コメントリー、関連当事者取引、経営者の報酬、コーポレート・ガバナンス、株主・株式情報等がある⁸。IASBが公表した「マネジメント・コメントリーに関するプラクティス・ステートメント」⁹によれば、マネジメント・コメントリーとは、経営戦略及び計画の進捗とい

⁷ 研究報告第38号に記述しているとおり、国内企業によるより幅広い対応、基準に基づく信頼ある開示、及び比較可能性の観点から、制度的に対応されることが望ましい点に変わりはない。

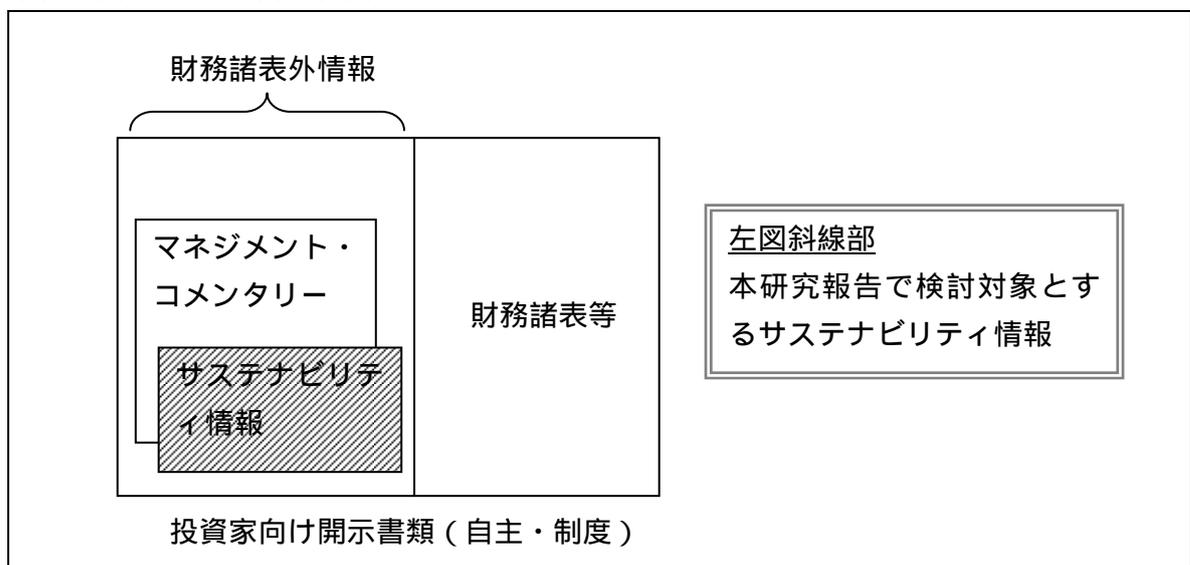
⁸ 証券監督者国際機構（IOSCO）は「上場企業の定期開示に関する原則（"Principle for Periodic Disclosure by Listed Companies"）を2010年2月に公表し、その中で上場企業の定期開示報告のうち年次報告書について、財務諸表等の他に開示されるべき主要な情報の内容を示している。IOSCOの定期開示原則は、IOSCOに加盟する各国証券規制当局が継続開示書類の開示規制を検討又は改正する際に有益な枠組みを提供するものである。

⁹ IFRS Practice Statement "Management Commentary, Framework for presentation"（2010年12月公表）。同ステートメントは、マネジメント・コメントリーは、財務報告の利用者が、企業の戦略と計画の進捗という観点から、その実績と経営者によるアクションを評価する際の助けとなる情報を提供すべきとしている。2010年12月公表。同ステート

う観点から企業の実績と経営者によるアクションを情報利用者が評価する際の助けとなる情報を提供するものとされる。投資家向けに開示されるサステナビリティ情報の多くはマネジメント・コメントリーの範疇に含まれるとも考えられるが、ガバナンス情報や経営者の報酬情報として取り扱われるサステナビリティ情報もあるため、広く財務諸表外情報全体を研究対象とした。

投資家向け報告では、様々な経営上の課題や対応等が開示されるが、本研究報告では、企業の環境、社会及びガバナンス(ESG)側面を中心とするサステナビリティ課題についての情報を対象とする。サステナビリティに限定せず、財務諸表外情報全体を研究対象として取り扱うことも考えられるが、個別具体的な投資家からの情報ニーズが示され、また、自主的ではあるにせよ開示実務やフレームワーク開発が先行するサステナビリティ情報に限定することによって、焦点を明確にした検討を行うことができるためである。¹⁰ また、IIRCはその役割を「企業の財務的側面、環境側面、社会的側面、ガバナンスに関する情報を明確性・正確性・一貫性のある形式、すなわち“統合的な”形式によって開示する国際報告フレームワークを構築すること」と表明している。IIRCの提唱する統合は環境や社会的側面に関する情報のみを取り扱うものではないが、サステナビリティ情報は統合報告の重要な要素と位置付けられており、今後の統合報告の展開を考える上でも、サステナビリティ情報に焦点を当てるアプローチが有効と考えられる。

図：対象とする報告の範囲



メントは、国際財務報告基準（IFRS）に準拠して作成された財務諸表に付随する記述的報告事項の表示に関する、広範かつ非拘束的なフレームワークを提供するものである。同ステートメントによれば、マネジメント・コメントリーは「企業の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況を理解するための文脈を提供する、財務諸表に付随する記述的報告事項であり、また、経営者に対し、経営者の目標とその目標を達成するための戦略を説明する機会を提供するもの」とされている。

¹⁰ サステナビリティ情報の自主的な開示については、GRIガイドライン、AA1000APS、気候情報開示基準委員会（CDSB）の報告フレームワーク（CCRF）等の基準が既に開発・公表されており、それらを適用した自主的なサステナビリティ報告も、企業報告の一つの形態として世界的に広く認知され定着している。非財務情報の他領域に比べ、報告基準や実務的な先進事例が比較的多く入手可能であり、具体的な研究調査を進める素地が整っていると言える。

(4) 検討のアプローチ

本研究報告では、投資家がサステナビリティ情報を必要とする背景を踏まえ、投資家がサステナビリティ情報を利用する目的を明らかにした上で、同情報の開示目的を示す。さらに、この目的を達成するために開示情報が内包すべき特性のうち、特に目的適合性と重要性に焦点を当てて検討を進める。次に、これらの概念整理に基づく方法論の検討として、開示する課題をどの主体が決定すべきかを検討した上で、報告企業による課題の決定方法に関する考察を深める。最後に、開示課題の特定と重要性評価方法の例として、エネルギー・気候変動課題について業種別に開示課題の特定と評価を行う。

2. 投資家向け報告におけるサステナビリティ情報の開示目的

本研究報告の主題である、投資家向けサステナビリティ開示において、「どのような課題を開示するか」、「課題の重要性をどのように評価するか」という問題を検討するに当たっては、情報の開示目的を確認する必要がある。なぜなら、開示される情報は、その開示目的を達成することのできる情報としての性質を満たすものでなければならないからである。

(1) 財務報告の目的

企業から投資家への主たる報告である財務報告において、その開示目的は情報利用者である投資家の意思決定に役立つ情報を提供することにあるとされる。IASBの「財務報告に関する概念フレームワーク」¹¹では、一般目的の財務報告の目的を、「投資家等¹²の資本提供者の、株式購入や売却といった意思決定¹³に有用な情報を提供すること」にあるとしている。さらにIASBは、投資家の意思決定に有用な情報とは、「企業の将来の正味のキャッシュ・イン・フローの見通しの評価に役立つ情報」であるとしている。

一般に、投資家は株価の値上がりや配当による金銭的な投資収益の獲得を目的に投資行動を行っており、投資家による情報利用目的は、将来キャッシュ・フロー予測を行うことによって企業価値を評価し、株式売買等の投資判断を行うことにあると考えられる。

(2) 投資家によるサステナビリティ情報の利用

サステナビリティ開示においても、投資収益を獲得することを目的とする投資家を想定すると、その開示目的は財務報告の場合と同じく、投資家の意思決定に役立てることにあるべきである。しかし、サステナビリティ情報の開示に当たって「どのような課題を開示するか」という問題を考慮するに当たっては、より具体的に、投資家がどのような目的でサステナビリティ情報を利用するのかを検討する必要がある。

企業のサステナビリティ情報は「投資判断や株主行動の局面において企業のサステナビ

¹¹ The Conceptual Framework for Financial Reporting, IASB, 2010

¹² フレームワークでは、「既存の及び潜在的な投資家、貸付者、その他の債権者」としている。

¹³ フレームワークでは、投資家等によるこれらの意思決定は、「投資家が、その投資によって期待する配当金、元本及び利息の支払い、又は市場価格の上昇等のリターンに依存する」とし、これらのリターンに関する期待は、「企業への将来キャッシュ・イン・フローの金額、時期、及び不確実性に関する評価に依存する」としている。

リティ側面を考慮する投資」である責任投資において、より積極的に利用されている。したがって、投資家の情報利用目的を考慮するに当たっては、責任投資を実践する投資家の情報ニーズを考慮する必要がある。現実には、欧州や米国において投資家向けサステナビリティ開示の制度的枠組みを構成するに当たっては、責任投資を実践する投資家の情報ニーズが考慮されている。¹⁴

責任投資の基本的な考え方は、国連の責任投資原則¹⁵(PRI)に示されている。PRIの前文では、機関投資家は受益者のために最大限の利益を追求する義務を果たす上でESGを考慮することが可能であること、それによって、より広範な社会の目的を達成できるであろうことが記されている。このように、責任投資においても投資家の最大利益の追求という投資目的には変わりがないが、より長期的視点での、より広範な影響を考慮した投資行動を志向しているものと考えられる。

責任投資原則(PRI)前文

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代ごとの違いはあるものの)環境上の問題、社会の問題及び企業統治の問題(ESG)が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。

次に、責任投資を中心に、投資家が企業評価実務においてサステナビリティ情報をどのように利用しているかを確認したい。責任投資の投資手法をレビューしたレポート¹⁶17によれば、サステナビリティにかかわる非財務情報を投資判断に利用する場合¹⁸、個別のキャッシュ・フロー予測に活用する方法と 銘柄のスクリーニングやポートフォリオ構成に反

¹⁴欧州・米国の投資家向けサステナビリティ開示に関する制度対応とその背景については研究報告第38号に詳述している。欧州では、年金基金を含む多額の資金を運用する機関投資家の間で責任投資が広がる中で、これらの投資家からの情報ニーズに応えることに加えて、サステナビリティ情報利用の機会を提供することによって、さらなる責任投資の広がりを促すことも報告の目的とされている。米国では、責任投資を重視する機関投資家グループからの開示要請に対応する形で、気候変動開示ガイダンス文書を発行しており、結果として、責任投資を実践する投資家の情報ニーズに応える形となっていると考えられる。研究報告第38号では、我が国においてもサステナビリティ課題が経済、社会及び環境に与える影響は重要性を増しており、投資家の長期的な責任投資を促すという観点からも投資家向け開示においてサステナビリティ課題をどのように取り扱うかを検討すべきことを示した。

¹⁵国連の責任投資原則(Principles for Responsible Investment, "PRI")は、2011年1月現在、日本の15社を含む世界約860社の機関投資家、投資管理会社、専門サービス会社が署名し、世界的に大きく普及・確立したイニシアティブとなっている。PRIは、環境、社会及びガバナンス(ESG)課題に関する機関投資家の行動原則を定め、ESG課題の投資分析及び投資意思決定プロセスへの反映、株式所有方針及び株主行動における対応、ESG情報開示の要請等の行動を示している。PRIの提唱するESG情報と投資家向けサステナビリティ情報とは、投資家向け情報開示の文脈において基本的に同じものを指すと考えられる。

¹⁶ "Report on Progress 2010", PRI, 2011

¹⁷ 「海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査研究」、財団法人年金シニアプラン総合研究機構、2010

¹⁸ 責任投資においては、中長期的な視点での投資を重視することから、適切な経営行動を促すことを目的とした株主議決権の行使、株主提案の実施といった株主行動、さらには直接的に経営上の対応を働きかける等のエンゲージメント行動も重視される。このようなエンゲージメント行動においてもサステナビリティ情報は利用されるが、通常、エンゲージメント行動と投資判断とは密接に連携しており、エンゲージメント行動における情報利用目的も究極的には投資判断における利用目的と同じく中長期のキャッシュ・フロー最大化と捉えることができるだろう。

映する方法とに大別される。

< 投資判断への情報利用方法の例 >

- | |
|--|
| <p>個別銘柄のキャッシュ・フロー予測に基づく企業評価へ反映</p> <ul style="list-style-type: none">・特定の課題について、将来のシナリオと企業の状況を分析・財務的影響の見積もりを、企業の将来予測CFへ反映 <p>スクリーニング・ポートフォリオ構成へ反映</p> <ul style="list-style-type: none">・仮説に基づき、特定の指標算定や格付けを行う・これらの指標と株価の動きとの相関性を実証的に分析・仮説と実証データに応じて、スクリーニングやポートフォリオ構成に反映 |
|--|

これらの情報利用の方法は、個別銘柄のパフォーマンスを重視するアプローチとポートフォリオ全体のパフォーマンスを重視するアプローチという違いはあるが、いずれも投資家が将来キャッシュ・フローやそれに基づく株価への影響を見極めることによって、自らの投資利益の最大化を目的としていることを示していると言える。

このように、投資家がサステナビリティ情報を利用するための目的は、財務報告の場合と同じく、投資家による将来キャッシュ・フロー予測を目的としているが、以下の点が特徴的と考えられる。

第一に、一般に、企業のサステナビリティ情報は、特に「長期的視点に立った」投資家利益の最大化を目的として利用されるものと考えられる。多くの場合、環境や社会といった企業のサステナビリティ側面は、中長期的に企業の将来キャッシュ・フローひいては株価へ影響を及ぼすからである¹⁹。欧州を中心に、責任投資原則に署名し、実際に責任投資に沿った運用を行う機関投資家の多くが中長期的投資を採用する年金基金であること²⁰は、その表れであると考えられる。

第二に、企業のサステナビリティ情報を将来キャッシュ・フロー予測に直接結びつけることは困難なことも多く、多くの投資家やアナリストは、サステナビリティ情報やこれを含む非財務情報と企業業績との間の相関性について、一定の仮説を立てて運用に活用していることが多いようである²¹。

第三に、企業のサステナビリティ情報については、当該企業の経営への影響だけでなく、投資家の投資先ポートフォリオ全体、より広くは経済社会全体への影響も考慮していこうという動きもある。国連環境計画金融イニシアティブ及び責任投資原則が2011年に公表した報告書によれば、多くの機関投資家は高度に分散した投資を行っており、実質的には市

¹⁹ 2011世界経済フォーラム報告書“Accelarationg the Transition towards Sustainable Investing”（持続可能な投資に向けた転換を加速する）では、より有利なリスク調整後財務リターンを得ることを目的に、長期のESGクライテリアを株式投資及び保有の意思決定に組み込む投資アプローチを、“Sustainable Investing”（持続可能な投資）と定義している。また、「持続的な投資アプローチは、特に長期的視点での投資を採用する投資家に対して機会を提供するものである」としている。なお、本報告書は、「責任投資」と「持続可能な投資」とは基本的に同じものとしているが、「社会的責任投資」は経済的なリターンが優先されない場合がある点が「持続可能な投資」とは異なるとしている。

²⁰ “Report on Progress 2010”, PRI, 2011によれば、責任投資の実施状況調査への回答したアセット・オーナーの49%が公的年金基金、24%が企業年金基金であった。

²¹ “Accelarationg the Transition towards Sustainable Investing”, World Economic Forum, 2011

場インデックスに投資しているのと同様の状況となっているとされる。したがって、企業活動による直接的間接的な環境負荷又は社会的負荷が、自然資本の毀損や社会の不安定化を通じて経済社会全体に悪影響を及ぼす場合、結果として投資家のポートフォリオ全体へネガティブな影響をもたらす恐れがある。本報告書は、「年金基金等の巨大機関投資家は市場のユニバーサル・オーナー（Universal Owner）として、ポートフォリオ²²ひいては経済社会全体への影響を考慮しながら投資行動を取ることによって、総合的な財務リスクを低減することができる」としている。

以上を踏まえると、投資家によるサステナビリティ情報の利用目的は以下のとおり説明できる。投資家は、その投資利益の最大化を目的とした投資判断に活用することを目的に、サステナビリティ情報を利用する。ここでの投資判断は長期的視点に立ったものであり²³、短、中、長期的な企業の成長やリスク、経営課題への対応についてバランス良く評価することによって、（多くの場合間接的ではあるが）将来キャッシュ・フローの評価を行うことを目的とする。また、企業のサステナビリティ側面について、当該企業の将来キャッシュ・フローに及ぼす影響を中心的に評価するが、より幅広く、当該投資家のポートフォリオ全体、さらには経済社会全体への影響も併せて評価することを目的とする場合もある。

(3) 投資家向けサステナビリティ情報の開示目的

投資家による情報利用目的を考えると、投資家向けにサステナビリティ情報を開示する目的は、「情報利用者である投資家に対し、企業の環境、社会及びガバナンス側面についての重要な情報を提供することによって、投資家による長期的な視点に立った企業価値の評価に資すること」にあるとみることができる。しかし、企業のサステナビリティ側面が経済社会全体に及ぼす、より幅広い影響を考慮する投資家の情報ニーズにも応える場合には、上記の目的に加えて、投資家による「サステナビリティ側面の経済社会全体への影響評価に資すること」も開示目的となる。

既に述べたように、情報開示の目的をどのように捉えるかによって、開示情報の内容は異なることとなるが、次章では、「長期的視点に立った企業価値の評価」への貢献を主として捉えつつ、より幅広いニーズに応える場合の影響についても考察することとしたい。

3 . 開示課題の特定にかかわる概念の整理

本章では、開示課題の特定にかかわる基本的な考え方を整理する。開示情報が情報利用者である投資家にとって有用なものとなるためには、投資家の意思決定目的に適合する情報が開示される（目的適合性）とともに、開示情報が企業の状況を忠実に表現する、すなわち、正確、網羅的かつ偏りのないものでなければならない（表現の忠実性）。ここで、開示課題の特定の在り方を考える上では、特に「目的適合性」について考え方の整理が必要である。ま

²² “Universal Ownership ~Why environmental externalities matter to institutional investors~”, United Nations Environment Program Financial Initiative & Principle for Responsible Investment, 2011

²³ ここでの「長期的視点に立った」投資とは、短、中、長期的な企業の成長やリスク、経営課題への対応についてバランス良く評価する投資を意味している。

た、目的適合性に関連して「重要性」の考え方も併せて整理する必要がある。以下、これらの概念について、投資家向けサステナビリティ情報の開示との関係性を検討する。

(1) 目的適合性

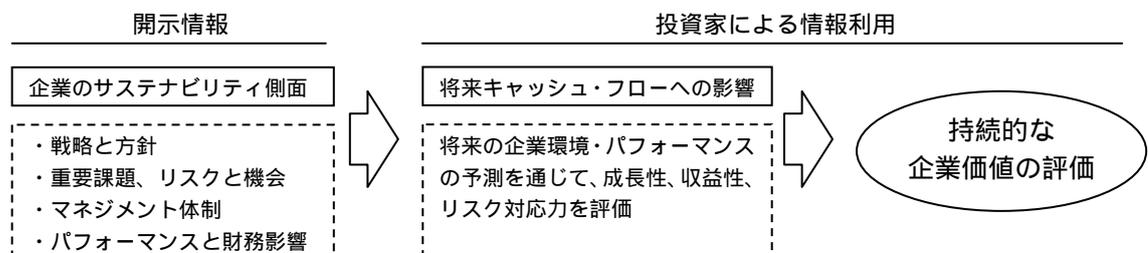
投資家による企業評価に貢献するためには、企業の様々なサステナビリティに関する情報のうち、投資家の情報利用目的に合う（意思決定目的に適合する）情報が開示されることが求められる²⁴。前章に示した「情報利用者である投資家に対し、企業の環境、社会及びガバナンス側面についての重要な情報を提供することによって、投資家による長期的な視点に立った企業価値の評価に資する」という開示目的を考えれば、企業の成長性や収益性への影響が大きい課題や重要な事業上のリスクをもたらす課題に関する情報、すなわち財務的影響、将来キャッシュ・フローへの影響が大きい情報が開示されることが求められると言える。

このように考えると、投資家向けサステナビリティ開示における目的適合性について、以下のように説明できる。

投資家による企業のサステナビリティ側面の理解を通じ、関連する将来の企業環境や業績（パフォーマンス）ひいては将来キャッシュ・フローの予測に基づく企業の持続的な価値の評価に資する情報であること

なお、ここで「企業のサステナビリティ側面」とは、企業の環境、社会及びガバナンスを中心としたサステナビリティに関する戦略と方針、重要な課題、関連するリスクと機会、戦略遂行や課題対応のためのマネジメント体制、業績（パフォーマンス）とその財務的影響に関する側面を意味している。このような企業のサステナビリティ側面は、企業の成長性や収益性に影響するとともに、重要なリスクを通じて企業の将来キャッシュ・フロー、特に中長期的な企業価値に影響し得る。このような企業の持続的な価値評価に資するサステナビリティ情報が開示されることが、投資家の意思決定目的に沿うものであり、そのような情報は目的適合な情報と言える。

図：サステナビリティ情報の目的適合性



²⁴投資家の意思決定に有用な開示情報の基本的な質的特性として、目的適合性（投資家の情報利用目的に適合するものであること）と忠実な表現（企業の状況を忠実に表現したものであること）の二つがある。このうち、開示対象となる課題を検討するに当たって特に考慮すべき質的特性は、目的適合性である。

(2) 重要性

一般に、企業は、様々なサステナビリティ課題を抱えている。気候変動、生物多様性、汚染、廃棄物、労働、人権、貧困と格差、保健衛生、政治との関係、ガバナンスといったサステナビリティ課題は、ほとんどの企業にとって多かれ少なかれ関係のあるテーマであり、それぞれの課題について、より具体的に考えた場合、経営する地域や事業によっても異なる課題を抱えている。しかしながら、企業がその多様な課題をすべて開示した場合、その開示情報は膨大となり、開示する企業にとっては開示のための実務負担が大きくなり、情報利用者である投資家にとっては重要情報の峻別が困難となり、企業評価が妨げられることとなる。投資家が、企業のサステナビリティ側面を理解し、企業の持続的な価値を評価できるようにするには、報告企業は、関連するすべての課題を開示するのではなく、特に重要な側面に焦点を当てた開示をする必要がある。

企業が、それぞれの情報について、企業固有の要因を勘案して目的適合性の度合いを評価するための尺度として、「重要性」²⁵がある。財務報告においては、ある情報を省略ないし虚偽報告することによって、当該情報の想定利用者の経済的意思決定に影響を与える場合、当該情報は重要性を持つとされる²⁶。さらに、ここでの重要性は、報告企業を取り巻く内外の環境を考慮しつつ、評価の対象となる項目の大きさ(magnitude)と性質(nature)によって評価される。このうち、項目の大きさは会計数値として表わされる金額の多寡によって評価される。また、ある項目が金額的には重要性を持たない場合であっても、当該項目の持つ性質や企業を取り巻く環境を考慮して、想定利用者の重要な関心事となる場合²⁷、当該情報は質的に重要な情報となる²⁸。

既に述べたように、投資家向けのサステナビリティ開示においても、重要性に基づく開示情報の峻別が必要となる。ここで、投資家向けの財務諸表外情報として開示されるサステナビリティ情報の重要性はどのように評価されるか、以下、検討する。

制度やイニシアティブにおける重要性

以下では、財務報告の中の財務諸表外情報の開示やサステナビリティ開示に関する枠組みが、重要性についてどのような考え方を採用し、また、重要性の評価について、どのような規定をしているか紹介する。

ア．財務報告における財務諸表外開示に関するガイダンス文書

財務報告における財務諸表外開示における重要性の取り扱いについて、我が国において考え方が示されたガイダンス等はない。そこで、ここでは国際的な枠組みとしてIASBのマネジメント・コメンタリーにおける取り扱いと、財務諸表外の開示規則の策定を歴史的に進めてきた米国SECにおける取り扱いを確認する。

²⁵ 英語の“Materiality”の訳。ここでは、財務報告や財務諸表監査において一般化している「重要性」を用いている。マルチステークホルダー向け報告等で「マテリアリティ」と呼ばれることもある。

²⁶ “The Conceptual Framework for Financial Reporting”, IASB, 2010

²⁷ 2章において述べたとおり、投資家の関心事は将来キャッシュ・フローへの影響と考えることができる。

²⁸ “Guidance on Materiality in Financial Reporting by UK entities”, Institute of Chartered Accountants in England and Wales

IASBマネジメント・コメントリーのプラクティス・ステートメントでは、「重要性」について、有用な情報の質的特性を構成する「適合性」の「企業固有の側面」と説明されており、重要性概念と適合性については、表裏の関係で取り扱われている。本文書では、どのような情報を重要な情報と考えるかについて明示的には言及されていないが、より広範なIASBフレームワークでは将来のキャッシュ・フローの予測に資する情報を目的適合な情報としており、企業固有の側面を考慮して将来キャッシュ・フロー予測に資するであろう情報を重要な情報と考えることができる。

米国SECにおける取り扱いについては、その気候変動開示ガイダンスにおける記述が参考となる。本ガイダンスでは、「重要な情報に焦点を当て、企業の財政状態、流動性及び資本資源、財政状態及び経営成績の変化等の理解を促さないような重要性のない情報は除外すべき」とある。これは、財務的影響の理解に資する情報を重要な情報と位置付けていると理解できる。

イ．マルチステークホルダー向けサステナビリティ報告に関するガイドライン

投資家のみならず、従業員、顧客、地域住民といった企業を取り巻く多様なステークホルダー（マルチステークホルダー）向けのサステナビリティ報告に関するガイドラインにおいては、重要性原則の適用について、より具体的な言及がされている。マルチステークホルダー向けのサステナビリティ報告についての国際的な報告枠組みとして広く利用されるGRI（グローバル・リポーティング・イニシアティブ）ガイドラインでは、重要性の判断は、以下の二つの要素を考慮することによって行うこととしている。

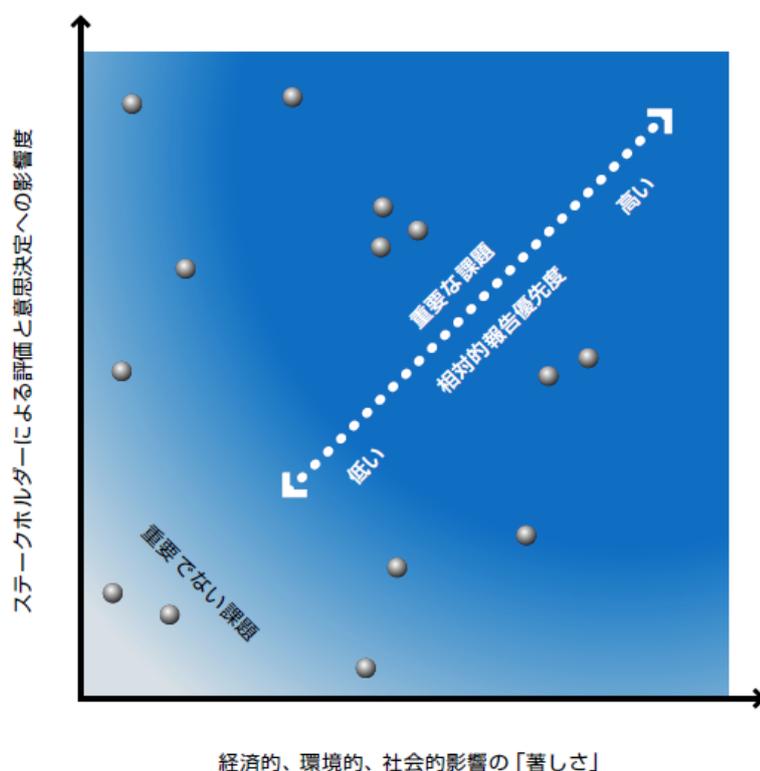
- ・ 報告組織の著しい（significant）経済的、環境的及び社会的影響を反映するものかどうか。
- ・ ステークホルダーの評価及び意思決定に実質的な影響を及ぼすかどうか。

同ガイドラインでは、その論拠について、「サステナビリティ報告書における重要性は、より幅広い影響とステークホルダーに関わってくるものであり、サステナビリティ報告書における重要性とは、組織に重大な財務的影響を及ぼすサステナビリティのテーマだけに限られるものではない」としている。また、「サステナビリティ報告書における重要性を判断するに当たっては、将来世代のニーズを損なうことなく現在のニーズを満たす能力に対し、一定の基準以上の経済的、環境的及び社会的影響を及ぼすかどうかを検討する」としている。

このような考え方は、サステナビリティ報告の利用者を投資家のみならず多様なステークホルダーとしていること、サステナビリティ報告の目的を「持続可能な開発の目標に向けた組織のパフォーマンスの測定、開示及び内外のステークホルダーに対する説明責任を実践すること」としていることに起因しているものと考えられる。重要性原則の適用に際し、将来キャッシュ・フローへの影響という軸に基づく評価となら

ない点において、財務報告における適用と異なる²⁹。

図：GRIガイドラインに示される重要性評価の考え方



ウ．投資家向けサステナビリティ報告に関するイニシアティブ

投資家向けのサステナビリティ報告に関するイニシアティブにおいても、サステナビリティ課題の重要性を、どのような側面から評価すべきかについての指針や検討結果が存在する。英国のAccounting for Sustainabilityプロジェクト³⁰では、以下の要因を考慮して、関連する課題の重要性を評価すべきとしている。

リスク、資源との関係、経営活動及び経営目標への影響
外部者に影響を及ぼす課題で、現在はビジネスへのコスト要因とならないが、将来の追加的な規制や企業の評判への影響を通じて、内部化される可能性があるもの

また、ハーバード大学の報告書「透明性からパフォーマンスへ：産業別のサステナビリティ報告における重要課題」³¹では、投資家向けにサステナビリティ情報が開

²⁹ 同ガイドラインでは、「重要な課題は、組織に対して短期的あるいは長期的に大きな財務的影響を持つ場合が多い。従って、組織の財務状況に関心を持つステークホルダーにとっても関連するものとなる。」とも言及されているが、これは「投資家の関心」や「将来キャッシュ・フローへの影響」を重要性の評価軸にするものではないが、相互の関連性について言及したものと考えられる。

³⁰ <http://www.accountingforsustainability.org/home/>

³¹ “From Transparency to Performance, Industry-Based Sustainability Reporting on Key Issues” Harvard University, 2010

示される場合の重要性について、以下の五つの側面について課題の影響の大きさを評価し、その結果を集計することによって総合的な評価をしている。

財務的影響・リスク（短期・中期・長期） 法・規制・政策による影響 産業における共有された課題、同業他社の状況 ステークホルダーの懸念、社会的トレンド 技術革新の機会（ステークホルダーの便益となり、セクターにおける先駆けとなり、競争優位を確保することのできるもの）

ここで挙げられている、評価のための各側面は、関連する課題の将来の財務的影響、キャッシュ・フローへの影響を評価するに当たって考慮が必要な側面である。例えば、排出量取引による財務的影響を評価する場合には、法・規制・政策による影響や技術革新の機会の考慮が必要であるし、途上国からの森林資源の調達に関する財務的影響を評価する場合には、法規制による影響はもちろん、現地政府、住民さらには消費者等のステークホルダーの懸念や同業他社の状況の考慮も必要である。

このような点を踏まえると、同報告書による課題の重要性評価方法は、サステナビリティ課題が企業経営に及ぼす影響を、企業の将来キャッシュ・フローへの影響評価に必要な各側面から多角的に評価することによって、課題の重要性を総合的に評価する方法であると理解できる。

投資家向けサステナビリティ開示における重要性

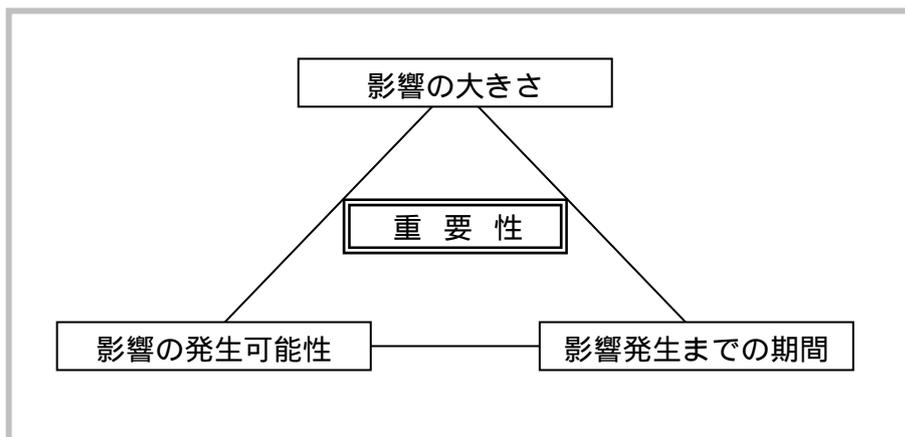
このように、各開示枠組みやイニシアティブにおける重要性の取り扱いを対比してみると、情報利用者として投資家を想定するか、多様なステークホルダーを想定するかによって、企業報告における重要性の捉え方が異なることが分かる。投資家による利用を想定する場合には、将来キャッシュ・フローとして表現される経営上の影響が重視されており、マルチステークホルダーによる利用を想定する場合には、これらのステークホルダーにとっての重要性も併せて評価するものとなっている。

「投資家に、企業の環境、社会及びガバナンス側面についての重要な情報を提供することによって、投資家による長期的な視点に立った企業価値の評価に資する」という投資家向けサステナビリティ開示の目的を考えれば、企業の成長性や収益性への影響が大きい課題や重要な事業上のリスクをもたらす課題に関する情報、すなわち財務的影響、将来キャッシュ・フローへの影響の大きい情報が、重要性の高い情報として開示されることが求められる。したがって、投資家向けサステナビリティ開示においては、将来キャッシュ・フローへの影響を軸とした重要性評価が求められると言える。

ただし、サステナビリティ情報に特徴的なことは、企業のサステナビリティ課題による影響は、多くの場合、将来時点において発現し、さらに、その期間は中長期となることが多いことである。投資家が、「長期的視点に立ち、短、中、長期的な企業の成長やリスク、経営課題への対応についてバランス良く評価することを目的に」サステナビリティ情報を利用するという、想定利用者の情報ニーズを考えても、中長期的なキャッシュ・フローへの影響も考慮しつつ重要性が評価されるべきである。また、企業の経営課題は、

将来キャッシュ・フローへの影響が発生し得るタイミング、可能性、大きさが異なる。例えば、再保険会社における気候変動による保険料支払いに及ぼす影響は極めて長期に渡り、不確実性は高いが、将来的な影響は極めて大きくなる可能性があると思込まれている。一方、製造業における温室効果ガス直接排出への規制については、既に規制が導入されている、あるいは導入の検討が進められているが、影響の大きさは産業ごとに大きく異なることが考えられる。このような特性を考えると、サステナビリティ側面の評価に当たっては、課題や対応による将来キャッシュ・フローへの影響が「影響発生までの期間(タイムフレーム)」、「影響の発生可能性」、そして、「影響の大きさ」を考慮して、総合的に影響の重要性が評価されるべきと考えられる。将来キャッシュ・フローへの影響は、法規制、政策動向やステークホルダーの意識及び懸念、社会的トレンド等といった外部環境、自社の産業特性、資源調達、技術革新の機会、経営戦略との関係性といった各種の要因により左右されるため、影響評価に当たっては、これらの要因を十分考慮する必要がある。

図：将来キャッシュ・フローへの影響の評価軸

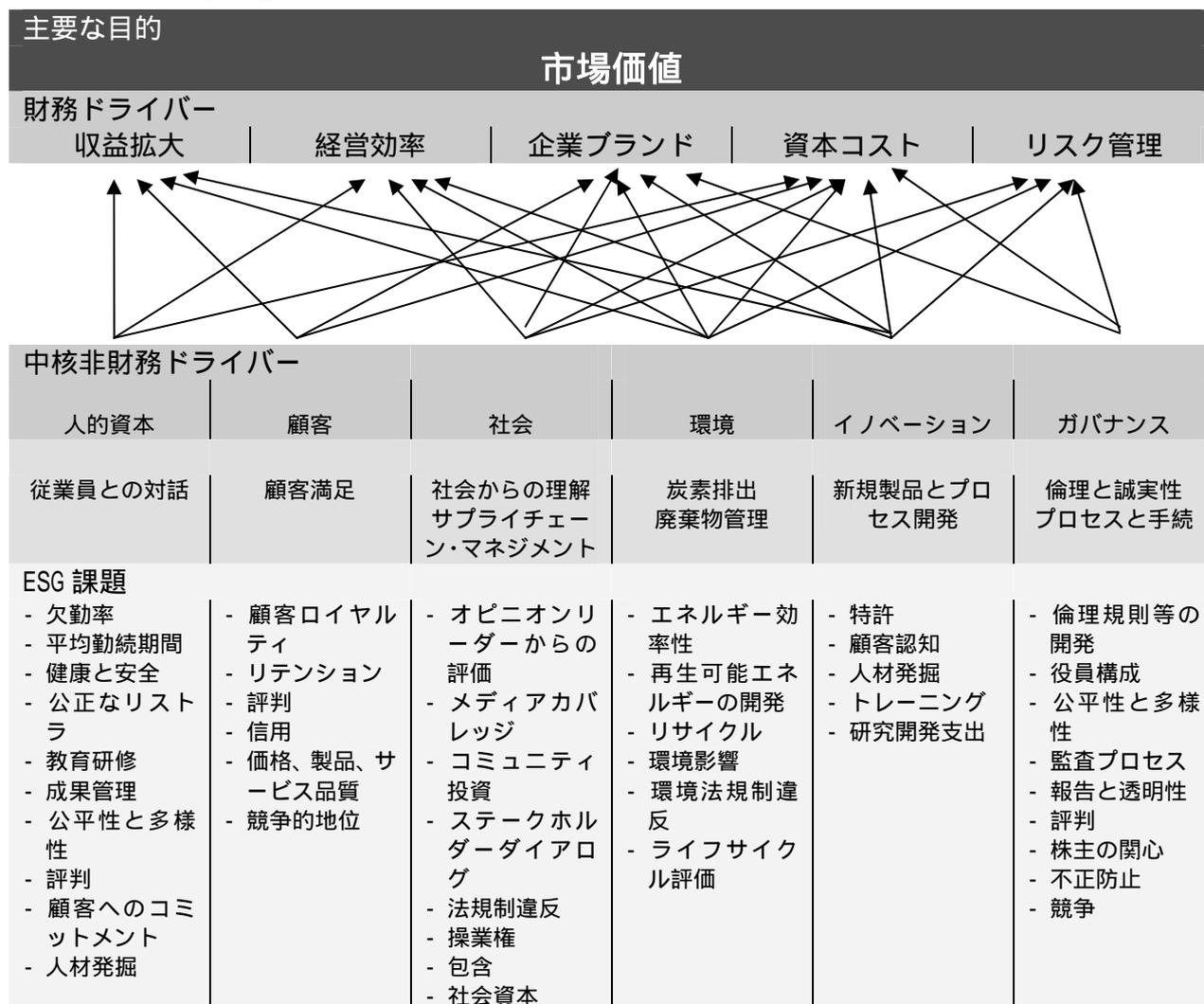


しかし、サステナビリティに関する課題や、企業の対応による影響は、そのキャッシュ・フローへの影響を単純に評価することは難しい。既に述べたように、サステナビリティ課題は企業の成長性や収益性、事業リスクへ影響することを通じて、将来の売上やコストの増減に繋がる。サステナビリティ課題や企業の対応による影響は、将来時点において発生が見込まれる影響であるため、その発生するタイミング(期間)、発生可能性、発生時の影響の大きさには、当然に不確実性が伴う。また、非財務指標とそれによる将来キャッシュ・フローへの影響との関係が、通常直接的ではなく、様々な事象や要因を介した間接的であることが多いことも、影響の個別的な評価を難しくする一因となる。下図は、EABIS(European Academy of Business in Society：欧州ビジネスアカデミー)³²の公表した「価値創造フレームワーク」であり、企業の社会パフォーマンスと財務パフ

³² CSRへの取り組みを強化する企業と、CSRを研究する教育機関や政府機関との効果的な連携を目指して設立された組織。

オーマンズのリンクを明確にすることを目的とするものであるが、様々な非財務要因による企業価値創造への貢献は、収益拡大や経営効率の改善といった変化を通じた複合的なものであることが示されている。

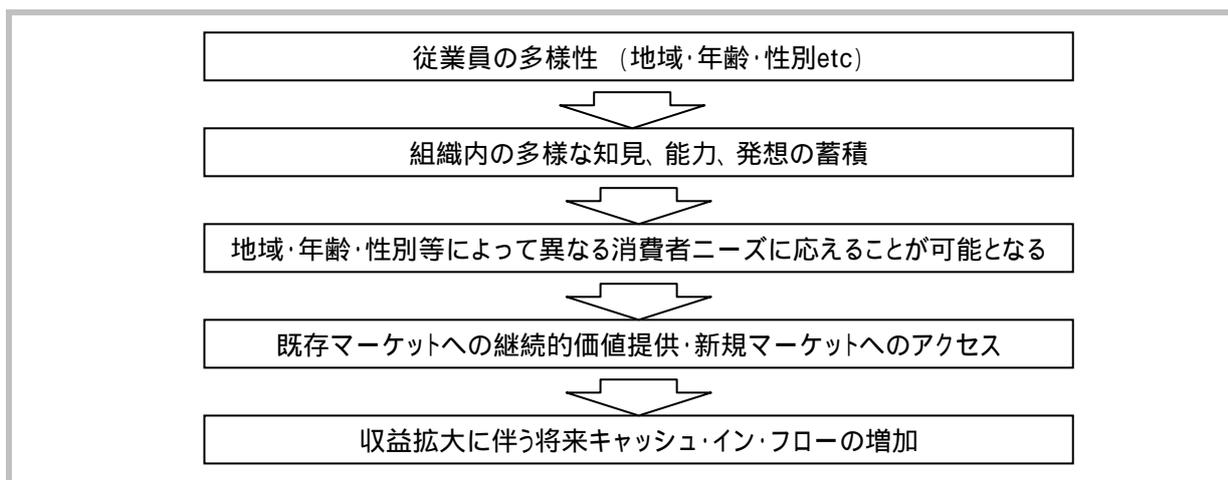
図：価値創造フレームワーク



出典：EABIS “Corporate Responsibility, Market Valuation and Measuring the Financial and Non-Financial Performans of the Firm”を日本語訳として作成

下図は、より具体的に、従業員の多様性という課題が企業価値にどのように影響するかについての考え方を示したものである。従業員の多様性を高める取り組みは、日本においても、国際的な展開を重視する企業や、女性や若者、高齢者といった異なるニーズへ対応するための取り組みとしても重視されつつあるが、その企業価値への貢献は間接的で不確実性も高く、将来キャッシュ・フローへの影響の大きさ、タイミング及び可能性を評価することは難しいことが分かる。

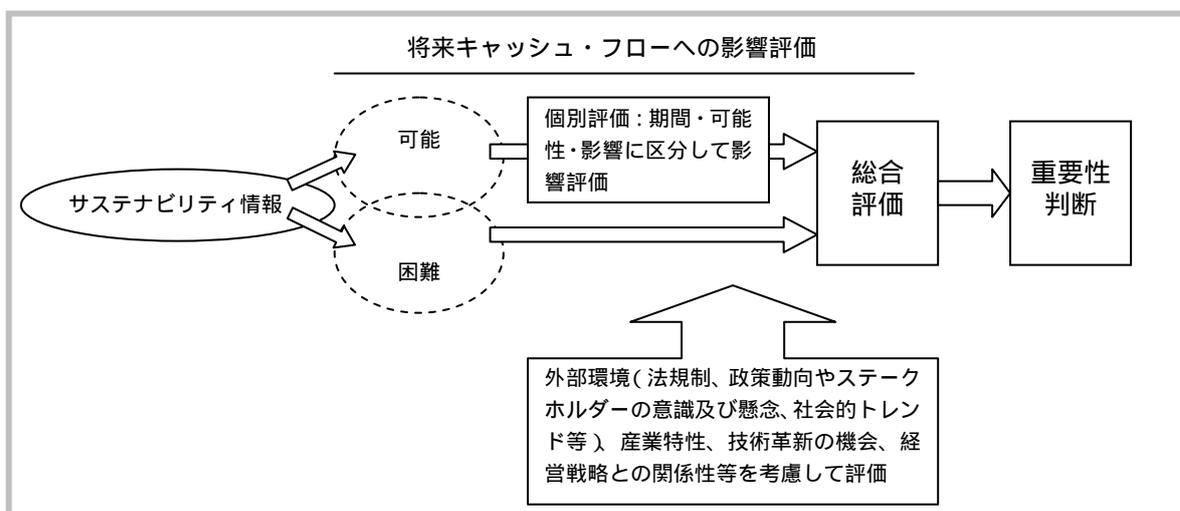
図：従業員の多様性と企業価値



(注) サステナビリティ課題が将来キャッシュ・フローへ与える影響が間接的である場合を例示した図である。従業員の多様性は将来キャッシュ・フローの改善のみを目的として実践されるべきことを示すものではないこと、将来キャッシュ・フローへの影響もこれに限定されるものではないことを念のため付記する。

このような将来のキャッシュ・フロー影響が見通しにくい課題については、量的な評価が難しい以上、定性的な評価をせざるを得ない。法規制、政策動向やステークホルダーの意識及び懸念、社会的トレンド等といった外部環境、自社の産業特性、資源調達、技術革新の機会、経営戦略との関係性といった各種の要因を考慮して、サステナビリティ課題が自社の経営に及ぼすリスクや機会を総合的に評価することによって、その重要性を評価することが考えられる。例えば、報告企業が事業を営む主たる地域において社会的に重要と認識されている、特に重要性が増すものと認識されている課題、同業種企業において重要とされる課題等は、これが報告企業の経営にとって重要なリスク要因となり、又は機会をもたらすとみなされる場合、重要な課題として評価されることとなる。

図：将来キャッシュ・フローへの影響評価と重要性



企業のサステナビリティ側面による幅広い影響を考慮する場合の重要性

企業のサステナビリティ側面が経済社会全体に及ぼす、より幅広い影響を考慮する投資家の情報ニーズにも応えること、すなわち、投資家による「サステナビリティ側面の経済社会全体への影響評価に資すること」を目的とする場合、企業のサステナビリティ側面は、上記の将来キャッシュ・フローへの影響に加えて、経済社会全体への影響も併せて考慮して、その重要性が評価されるべきであろう。

例えば、企業の温室効果ガス排出の重要性評価について考えると、将来キャッシュ・フローへの影響を重要性の評価軸とする場合には、企業の排出量の大きさのみならず、企業が排出をする国や地域において排出規制が導入されているか、その厳格さや排出に伴うコスト負担の大きさがどの程度かといった要因によって、重要性は異なることとなる。一方、気候変動による経済社会全体への影響も併せて考慮する場合であれば、規制導入の状況等に関わらず、排出の大小によって重要性が評価されることとなる。また、紛争鉱物や児童労働といった問題は、経営（将来キャッシュ・フロー）に影響を与える重要な要因として認識するには不確実性が高いため経営上の影響は見込みにくい場合が多く、将来キャッシュ・フローへの影響に基づく評価では評価されにくいかもしれないが、経済社会全体への影響を考えた場合には、当該課題への国際社会の認識の状況によっては重要性が高いものとして評価されることも考えられる。

汚染や事故による影響評価も、当該企業の経営への影響だけでなく、他企業や地域の産業、経済社会全体への直接的、間接的な影響を考慮する場合、報告企業のキャッシュ・フロー影響のみを考慮する場合よりも、重要性が高いものとして評価される可能性がある。特に、広範囲に重大な影響を及ぼす汚染や事故のリスクについては、分散して投資する投資家にとって、報告企業のみならず、より幅広い影響を考慮して投資判断を行う合理性は高く、このような投資家ニーズを考えると、当該リスクへの対応については重要性の高い情報として開示対象とされることが適切とも考えられる。

このように、サステナビリティ側面の将来キャッシュ・フロー影響だけでなく、経済社会全体へのより幅広い影響を考慮して重要性を評価することも、投資家ニーズによっては必要となり得る。しかしながら、ここで留意されるべきことは、経済社会全体への影響を考慮するとしても、投資家向け開示における重要性評価は、その企業の経営上の影響、将来キャッシュ・フローへの影響を主として考えられるべきであり、経済社会全体への影響の評価は補完的なものとして位置付けられるべきである。ユニバーサル・オーナーシップとしての投資家行動は広がりつつあるが、投資家一般への広がりには現在のところ限定的であるし、そのような投資家であっても投資先企業の評価が優先されると考えられるからである。したがって、経済社会全体への影響については、経済社会全体の持続可能性を考慮する上で特に重要な課題として広く認識されている課題のうち、報告企業にとって特に関係性の高い課題について重要性が評価されるべきと考えられる。

4 . 開示課題の特定主体と特定方法

本章では、前章において検討した開示情報の目的適合性や重要性に関する概念を基礎に、

開示課題の特定方法についての検討を行う。まず、開示課題の特定主体の問題、すなわち基準と報告企業それぞれがどのような役割を果たすべきかについての考え方を明確にした上で、報告企業による特定方法について検討を行う。さらに、ここで示した考え方をベースに産業別気候変動課題の特定を試みる。

(1) 開示課題の特定主体

近年の先行研究の多くは、産業ごとに重要なサステナビリティ課題は異なるため、企業が自らの属する産業において重要な課題に焦点を当てて、ベンチマーク可能なKPIsとともに情報を開示すべきとしている。同時に、投資家等が産業別の重要なサステナビリティ課題を提示する文書が相次いで公表されている³³³⁴。

ここで、企業が開示すべき課題を、報告基準により規定すべきか、それとも企業が自ら決定すべきか、という報告課題の特定主体の問題について異なる見解が見られる。報告課題及びこれに関連するKPIsを特定する主体についての考え方としては、大別すると、以下の二つのアプローチがある。

表：課題の特定主体と基準・報告企業の役割

	報告基準	報告企業
企業が決定	重要性概念、課題の特定方法論等を規定	基準に基づき、企業の判断で課題を特定
基準が規定	業種別・地域別課題を特定	基準に示された課題を報告

：SECガイダンス, MC, CDSB

：EFFAS KPIs for ESG, Harvard, SD-KPI Standard,

上記のうち、「企業が開示課題を決定するアプローチ」は、報告基準が重要性概念や課題の特定方法を示し、企業はこれに基づき自ら課題を特定する方法である。先に示したIASBのマネジメント・コメントリーのプラクティス・ステートメントや米国SECの気候変動開示ガイダンス文書では、開示されるべき情報の性格や要素を示しているが、産業や地域においてどのような課題や情報を開示すべきかについては言及しておらず、原則的に企業に開示課題の決定を委ねる枠組みと捉えることができる。このアプローチは、企業の経営課題や対応及び活動の多様性を反映できるという利点があるが、開示課題の決定を企業側に委ねているために企業が真摯な対応をしない場合に重要な課題が開示されない、企業によって異なる課題が開示されることによって企業間の比較が難しくなる、といった懸念がある。

これに対し、「基準が開示課題を規定するアプローチ」は、報告基準において業種別・地域別の課題を特定し、報告企業は自らの属する業種や地域を踏まえ、基準に示された課題を報告するアプローチである。欧州アナリスト協会(EFFAS)が示した環境、社会及びガバ

³³ “KPIs for ESG, Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation”, The European Society of Financial Analysts Societies, 2010

³⁴ “SD-KPI STANDARD 2010-2014, Minimum reporting standard for relevant sustainability information in annual reports / management commentaries of 68 industries”, German Federal Environment Ministry, 2010

ナンスに関する業種別KPIスタンダードは、このアプローチを提示しているものと理解できる。このようなアプローチによった場合、同業種企業は同様の課題について同様の指標によって開示をすることとなるため、異企業間の比較が容易となるという利点がある。また、報告基準の示す課題リストが投資家ニーズを反映したものである場合、投資家ニーズに沿った開示を促すことができるかもしれない。一方で、定型的な開示となり企業が抱える課題の多様性を反映できず、結果として企業にとって真に重要な情報が開示されないおそれがある。

また、 と を組み合わせたアプローチとして、共通的な重要課題を最低限の開示項目として開示基準が規定し、その他の課題については報告企業が開示を決定する方法も考えられる。この最低限の開示事項を規定する方法としては、全業種横断的な課題について規定する方法と、産業別に重要課題について規定する方法が考えられる。

本論点について考察するに当たっては、まず、企業報告の基本的な位置付けを基礎とすべきである。企業報告は、経営者が外部の情報利用者に対し、企業がどのような経営を志向し、どのような戦略をもって経営課題に対処していくか、経営活動によってどのような成果が得られ、結果としてどのような状態にあるかという点について、必要な説明を行い、情報利用者の適切な理解を得るためのものである。このような考え方からすれば、企業による主体的な開示を導くことのできる開示枠組みが選択されるべきであり、開示対象とする課題については企業が主体的に選択できるアプローチを原則とすべきである。情報利用者である投資家からすれば、どのような課題が開示されているか、それはどのような認識、方針及び戦略に基づくものか、という点も含めて評価することのできる枠組みとなることが、むしろ経営評価、投資判断のための有用な情報となると考えられる。

また、サステナビリティについての重要課題は、その企業が属する業種だけでなく、経営戦略、操業地域、サプライチェーンの状況によって異なり、多様なものである。このような状況を考えると、投資家向けのサステナビリティ開示や統合報告の実務が成熟していない現段階において、全業種はもちろんのこと、業種内の横断的な重要課題や指標を基準があらかじめ規定することは難しく、規定的なアプローチがかえって重要課題の開示を困難とする懸念が大きい。中長期的に開示実務が十分に蓄積され、産業別の重要課題についての一定の共通認識が得られた場合には、より比較可能性を重視し、基準や制度が広く一般に合意された特定の課題や指標を最低限の開示事項として規定することも考えられるが、そのためには開示実務の蓄積と幅広い合意形成プロセスの実施が不可欠と考えられる。多様なサステナビリティ課題が存在し、その社会的重要性も変化し、企業による戦略的対応が端緒に付いた現在の状況を踏まえると、個々の企業の特性を反映した重要課題が開示されるための対応として、目的適合性・重要性概念や課題の特定及び重要性評価の方法を開示フレームワークや基準において示し、これに基づき、開示企業が自ら重要課題を特定していくアプローチを原則とすることが望ましい。開示に関する国際枠組み議論の状況、及び各国における現行制度の状況も、このような方向性にある。³⁵

³⁵ 例えば、IASBマネジメント・コメンタリーのプラクティス・ステートメントにおいても、重要性は報告企業固有の

このように、企業が主体的に開示課題を決定する場合、企業ごとに重要な課題が適切に開示されているかどうかを投資家が判断できることが必要となる。そのためには、どのような認識、方針及び戦略のもとで重要課題を特定したかという点についても開示において十分に説明される必要がある。³⁶これに対する報告基準による対応として、報告企業に開示課題の選定方法や理由について説明するよう要求することが考えられる。

また、開示される課題が、投資家による情報ニーズを反映したものとなるよう、実質的に担保することも重要である。そのための方策としては、企業による課題の特定や評価の段階において、情報利用者である投資家の情報ニーズを反映した業種別の重要課題リストや同種企業の先進的な開示事例を参照するよう求める対応が考えられる。将来的には、このような実務の蓄積が、企業の開示慣行としてデファクトスタンダード化することも考えられ、その場合、企業間の比較可能性が向上することが期待できる。

(2) 開示課題の特定方法

これまでの検討を踏まえると、投資家向け報告におけるサステナビリティ情報の開示において、報告企業は、情報利用者である投資家の情報ニーズに応えるべく、将来の財務的影響を考慮しつつ重要性を評価して、開示対象とする課題を特定すべきものと考えられる。以下においては、報告企業が重要課題を特定するためのアプローチを検討する。ここでは大きく分けて、投資家の意思決定目的に適合する課題、すなわち情報ニーズに合った課題を抽出する段階と、抽出された課題について重要性評価をすることによって重要な課題を特定する段階の二つのステップを想定する。

投資家の意思決定目的に適合する課題の抽出

投資家の情報ニーズに合った課題を抽出するための方法としては、第一に、投資家の情報ニーズを直接的、間接的に捉えるアプローチがある。例えば、下表のような投資家やアナリスト、調査機関等が作成、公表している課題や情報の一覧等を参考にすることが考えられる。特に、近年、複数の投資家の視点から業種別の重要なサステナビリティ課題を提示する動きが活発化しており、比較的幅広い投資家ニーズを捉えるための有用なツールとなることが期待される。また、企業の投資家向け説明会や株主総会において直接提示された課題の他、同業他社において投資家から株主総会等で要請が明示的に示された課題等を参考にすることもできるかもしれない。先進的に開示を進めている企業の開示内容を参考にすることも、間接的に投資家ニーズを捉える方法として有用と考えられる。同業種企業の開示内容は業種共通的な課題の参考となるだろうし、同じ地域に属する企業の開示内容は、地域共通的な課題の参考として期待できる。

要因を反映したものであるとされている。

³⁶例えば、先述のGRIガイドラインでは、重要性の評価プロセスは報告組織ごとに異なるとしつつ、課題の相対的な優先順位を決定したプロセスを開示することを推奨している。

表：投資家ニーズを示すと考えられる課題一覧の例

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">・ 投資家（投資家から委託を受けた調査機関やインデックス作成機関を含む）からの質問項目・ 機関投資家向け情報ベンダーの提供項目・ 投資家グループから示された課題リスト・ 投資家の重視する課題についての研究調査レポート |
|---|

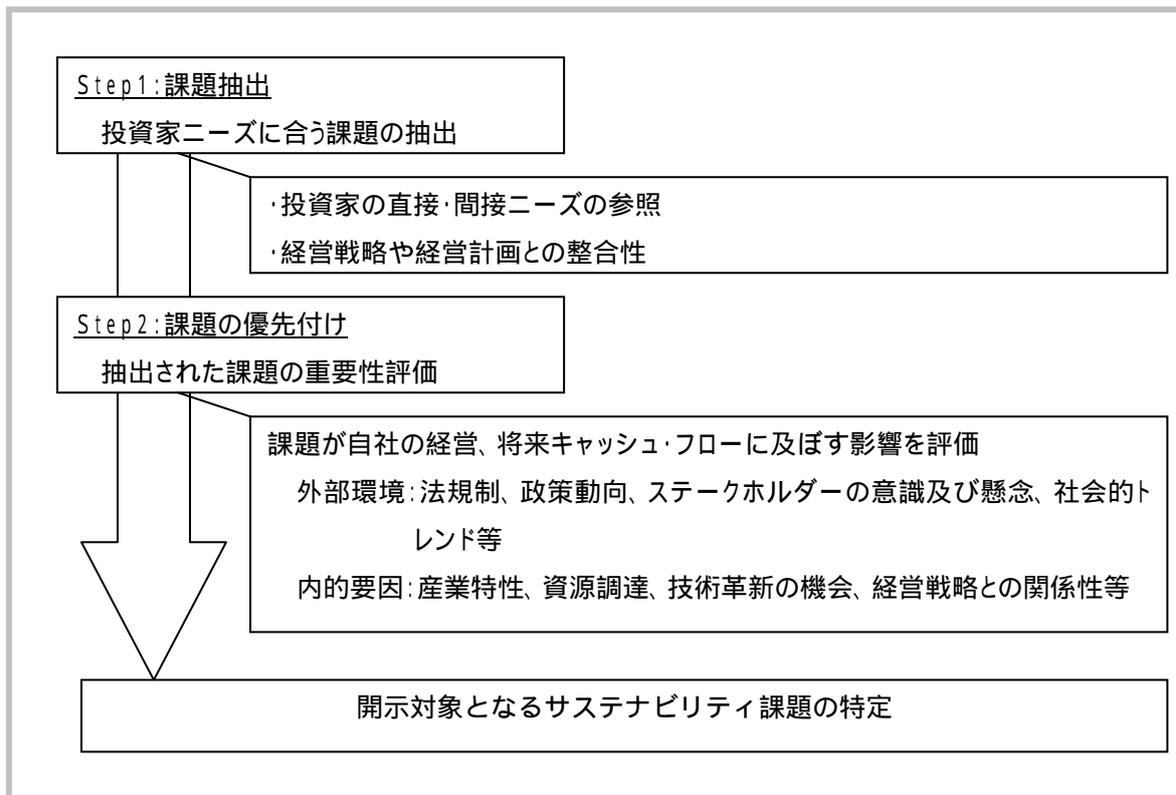
投資家の情報ニーズを直接、間接的に捉える方法とは別に、経営戦略や経営計画において重要と位置付けられている課題を企業が自ら提示する方法もある。多くの場合、経営者は投資家よりも経営の方向性や経営課題について、より多くの情報を有している。企業が経営計画において重要課題として経営目標を設定したり、戦略的対応を進める課題は、企業が持続的に価値を創造できるか、重要なリスクへの対処となるかという観点から、投資家の情報ニーズに合致する情報と言える。気候変動開示基準審議会や Accounting for Sustainability (A4S) においては、報告企業の経営戦略上、特に重要と考えられる課題が開示されることを特に重視している。

抽出された課題の重要性評価

次に、抽出された課題の重要性を評価することによって特に重要な課題を特定する。ここでは、法規制、政策動向、ステークホルダーの意識及び懸念、社会的トレンド等といった外部環境と、自社の産業特性、資源調達、技術革新の機会、経営戦略との関係性といった各種の内的要因を考慮して、抽出された課題が自社の経営、将来キャッシュ・フローに及ぼす影響を総合的に評価する。

ここで、経営戦略上、重要と位置付けられている課題は、企業自身が自らの将来の成長や収益性の確保、事業リスクの回避や管理において、特に重要と認識している課題と言える。例えば、企業が中長期の経営計画において重点課題として位置付けたり、それぞれの課題についてKPIsや目標を設定することが考えられるが、このような課題やKPIsについて、その目標と実績に関する情報が開示されることによって、投資家はこれらの情報を中長期的視点に立った企業評価に役立てることが期待できる。

図：開示課題の特定プロセス



(3) エネルギー・気候変動課題への適用例

ここでは、上記に示した考え方を基礎として開示課題の特定を試みる。産業ごとの特性が各産業において特定される課題の内容にどのような影響を及ぼすかを理解するために、特定の課題カテゴリーに焦点を当てつつ、産業区分ごとに投資家からの情報ニーズや企業の実務例を考慮することによって、その産業特性を反映した重要課題を特定する。取り扱う課題カテゴリーとしては、サステナビリティ課題のうち、投資家からの開示要請も明確となっており、企業からの投資家向け開示例も比較的豊富に存在するエネルギー・気候変動課題に焦点を当てて検討を行った。なお、本検討に当たっては、議論の単純化のため、開示情報の利用者としては報告企業への影響のみを考慮する投資家を想定し、経済社会全体へのより幅広い影響については考慮しないこととした。

本研究報告において実施した産業別エネルギー・気候変動課題の特定のための検討プロセスを以下に示す。本検討では、課題の抽出プロセスと課題の重要性評価プロセスの2段階に分けて、課題の特定を行った。

課題の抽出プロセス

まず、投資家ニーズと企業の重要性認識を総合的に考慮するため、投資家の情報ニーズを示すと考えられる先行研究結果と先進企業の開示状況をレビューし、産業別に個別のエネルギー・気候変動課題を抽出した。投資家ニーズを示す先行研究結果と先進企業の開示状況については、以下の文献等を用い、その内容を取りまとめることによって課

題を抽出した。

表：本調査に用いた文献等（括弧内は発行者）

投資家ニーズを示す文献	SD-KPI Standard(EFFAS) KPIs for ESG(German Federal Environment Ministry) トップ証券アナリストが説く日本の産業と環境(IGES) ³⁷ The Business of Climate Change(Lehman Brothers) ³⁸
先進企業の開示状況	Carbon Disclosure Projectへの回答状況(CDP)

課題の重要性評価プロセス

抽出された課題について、各産業に属する企業において重要となり得る要因、すなわち経営上の影響を及ぼす要因が何かについての検討を行った。さらに、各課題について、企業の開示事例も考慮しつつ、これに対処するための経営上の対応を考慮した。その上で、各課題によってどのような財務的影響が生じ得るかを検討し、その重要性評価を行った。

ここで、各課題の重要性は、抽出されたエネルギー・気候変動課題がもたらすかもしれない将来の財務的影響について、影響発生までの期間、発生可能性、影響の大きさの三つの観点から評価した。3軸それぞれの評価には、当然に予測や見積もりが伴うので定型的な評価は困難であるが、本検討においては評価に一貫性を持たせるため、以下に示す評価基準を設定している。影響発生までの期間が短い場合、影響の発生可能性が高い場合、想定される影響の大きさが大きい場合、それぞれ重要性が高くなる。

表：本調査における重要性の評価基準

重要性	高い	中位	低い
影響発生までの期間 ³⁹	短期	中期	長期
影響の発生可能性	高い	中程度	低い
影響の大きさ ⁴⁰	大きい	中程度	小さい

³⁷財団法人地球環境戦略研究機関（IGES）が2010年に環境省や国立環境研究所等との共同で調査を実施。鉄鋼・非鉄、エネルギー、化学、自動車、紙パ・ガラス、太陽電池・半導体、家電、不動産、建設、運輸、ITの各セクターを対象に、各産業における環境関連の重要な課題について、日本国内の各産業トップクラスの証券アナリストへヒアリングを実施した結果を取りまとめた報告。

³⁸ The Business of Climate Change, Lehman Brothers, 2007

³⁹ 本検討では、影響発生までの期間について、短期を1年未満、中期を1年超から5年未満、長期を5年超と設定し、重要性評価を行った。設定される時間軸は、評価主体である企業の業態等によって、異なるものと考えられる。

⁴⁰ 影響の大きさについては、特定年度の損益への影響と、継続的な損益、特に収益性への影響とを区別して評価することも考えられる。特定年度の損益への影響としては、例えば、汚染の除去などの一時の多大な支払いをもたらすような要因が考えられる。また、継続的な企業の収益性への影響としては、例えば、企業のコア競争力に大きな影響、損益に重大な影響を及ぼす継続的なコスト要因、企業の評判、ブランドイメージへの大きな影響等が考えられる。

調査結果と評価

上記のプロセスによって、抽出及び評価された産業ごとのエネルギー・気候変動課題を取りまとめた結果が表である。

表：本研究報告に提示した課題特定方法に基づく産業別エネルギー・気候変動課題の検討結果

産業	重要課題
電力	<ul style="list-style-type: none"> ・発電所における省エネルギーとGHG排出抑制 ・発電エネルギー構成 ・効率的な送配電 ・発電用の資源調達
鉄	<ul style="list-style-type: none"> ・製造段階の省エネルギーとGHG排出抑制 ・省エネルギーに貢献する製品の供給
製紙	<ul style="list-style-type: none"> ・製造段階の省エネルギーとGHG排出抑制 ・持続的な原材料（木材チップ）調達、森林保全
化学	<ul style="list-style-type: none"> ・省エネルギーに貢献する製品の供給、新素材などの開発 ・製造段階の省エネルギーとGHG排出抑制
自動車	<ul style="list-style-type: none"> ・販売自動車の燃費向上 ・次世代型、低排出自動車の開発・普及 ・製造段階の省エネルギーとGHG排出抑制 ・サプライヤーにおける省エネルギーとGHG排出抑制
航空、鉄道、海運	<ul style="list-style-type: none"> ・航空機、車両、船舶からの燃料使用量・GHG排出の抑制 ・省エネルギー型運輸システムの国際展開
電気機器	<ul style="list-style-type: none"> ・製品のエネルギー使用効率の向上 ・製造段階の省エネルギーとGHG排出抑制
食品	<ul style="list-style-type: none"> ・気候変動に伴う原材料調達への影響 ・製造段階の省エネルギーとGHG排出抑制 ・サプライヤーのエネルギー消費とGHG管理
小売 (スーパー、コンビニ)	<ul style="list-style-type: none"> ・店舗における省エネルギー・GHG排出抑制 ・気候変動に伴う原材料調達への影響
情報通信（IT）	<ul style="list-style-type: none"> ・輸送の代替手段としての情報通信サービスの展開 ・サーバー等の事業活動における省エネルギー・GHG排出抑制
金融（銀行、証券）	<ul style="list-style-type: none"> ・投融資判断における気候変動リスク・機会の評価
保険	<ul style="list-style-type: none"> ・気候変動の影響による保険金支払リスクへの対応 ・気候変動の適応と緩和につながる商品・サービスの開発・提供 ・投資判断における気候変動リスク・機会の評価
不動産	<ul style="list-style-type: none"> ・省エネルギー・低排出建築物の開発・販売 ・所有建物における省エネルギー・GHG排出抑制 ・自然災害による建物への被害

本課題リストは、課題特定実務の参考とするため、本文に示したプロセスに基づき一定の評価を加えて取りまとめたものである。これらの課題は、企業の業態、経営モデル、規模、地域等によって異なるもので、普遍的に適用可能なものではない点、留意されたい。検討の詳細については、自動車産業と食品産業にかかわる検討内容を本報告書末尾に[参考資料]として付している。

課題の特定結果を見ると、エネルギー・気候変動課題というサステナビリティ課題のうちの特定の課題に限定した調査においても、産業ごとに異なる課題が抽出されていることが理解できる。このような結果は、個々の産業における事業や規制環境を反映したことになるものであるが、個別企業における課題抽出プロセスにおいては、企業の外部環境や事業特性、経営戦略を反映して、さらに多様な企業固有の課題が抽出されるものと考えられる。

本検討においては、課題の抽出プロセスにおいて、投資家ニーズを示す先行研究結果と先進企業の開示状況をレビューしたが、このプロセスにより客観的かつ幅広い課題の抽出が可能となったと考える。企業固有の、より具体的な課題を抽出するには、個々の企業の経営目標や事業戦略、地域特性やサプライチェーンの状況等の要因を考慮することが必要であるが、投資家による情報ニーズと他社事例をレビューするプロセスは、客観的かつ網羅的な課題抽出に有用であることが分かる。さらに、投資家からの重要課題の提示や、企業による開示実務の進展によって、その有用性が増すことが期待できる。

課題の重要性評価において、財務的影響について、影響発生までの期間、発生可能性、影響の大きさの三つの観点から評価することによって、通常的重要性評価よりも時間軸や発生可能性を意識した、体系だった評価が可能になった。ただし、それぞれの影響の大きさについての評価に不確実性が大きく、評価が困難なケースが目立った。規制による影響や製品又はサービスの販売等による影響についても、不確実性が大きいものの、現状の規制動向や製品化の状況、マーケットの見込みや競争状況に関する企業の認識やシナリオに基づき、大まかな評価は可能と考えられるが、物理的影響を評価するための情報は乏しく、課題の特性によって、評価のしやすさに大きな幅が発生することが考えられる。

5. まとめ

(1) 主な検討結果

本研究報告では、投資家向けのサステナビリティ情報の開示目的は、「情報利用者である投資家に対し、企業の環境、社会及びガバナンス側面についての重要な情報を提供することによって、投資家による長期的な視点に立った企業価値の評価に資すること」にあるとした。また、このような開示の目的から、投資家の意思決定目的に適合する情報を、「投資家による企業のサステナビリティ側面の理解を通じ、関連する将来の企業環境や業績（パフォーマンス）ひいては将来キャッシュ・フローの予測に基づく企業の持続的な価値の評価に資する情報」と定義した。

開示課題の重要性については、法規制、政策動向やステークホルダーの意識及び懸念、社会的トレンド等といった外部環境、自社の産業特性、資源調達、技術革新の機会、経営戦略との関係性といった各種の要因を考慮して、サステナビリティ課題が企業の将来キャッシュ・フローに及ぼす影響を総合的に評価することによって、評価されるべきとした。将来キャッシュ・フローへの影響評価に当たっては、可能な場合には、影響発生までの期間（タイムフレーム）、影響の発生可能性、影響の大きさという三つの観点から将来

キャッシュ・フローへの影響を評価することによって、より客観的な評価に役立てることができると考えられる。

開示されるべき課題については、報告基準において定められるべきか、企業自身が決定すべきかという問題についての検討を行った。本研究報告では、企業報告は企業が自らの経営について主体的に説明をするものであるとの基本認識のもと、多様なサステナビリティ課題が存在する状況において、個々の企業の特徴を反映した重要課題が開示されるためには、目的適合性・重要性概念や課題の特定及び重要性評価の方法を開示フレームワークや基準において示し、これに基づき、開示企業が自ら重要課題を特定していくアプローチが適切であるとした。その一方で、開示される課題が、投資家による情報ニーズや先行する開示実務を反映したものとなることを実質的に担保するための方策として、企業による課題の特定や評価の段階において、情報利用者である投資家の情報ニーズを反映した業種別の重要課題リストや同種企業の先進的な開示事例の参照を求める、どのように開示課題を特定したか、すなわち開示課題の決定プロセスについての開示を求める等の対応を提案した。

開示の対象となる課題の特定に当たっては、情報利用者である投資家の利用目的に適合した情報を抽出するためのプロセスと、抽出された課題の重要性を評価することによって特に重要な情報を特定するためのプロセスとを組み合わせることとした。このような方法によってエネルギー・気候変動課題について課題を特定したところ、個々の産業における事業や規制環境を反映した産業ごとに異なる課題が抽出された。

なお、本研究報告では、高度に投資分散を行うことによって実質的に市場全体への投資を行う機関投資家を想定し、企業評価に当たって、当該企業の将来キャッシュ・フローへの影響のみならず、経済社会全体への影響も考慮し投資判断を行う投資家を情報利用者とした場合の重要性の考え方についても併せて検討を行った。このような投資家を想定する場合、サステナビリティ側面の将来キャッシュ・フロー影響だけでなく、経済社会全体へのより幅広い影響を考慮して重要性を評価することも、投資家ニーズによっては必要となり得る。しかしながら、経済社会全体への影響を考慮するとしても、投資家向け開示における重要性評価は、その企業の経営上の影響、将来キャッシュ・フローへの影響を主として考えられるべきであり、経済社会全体への影響の評価は補完的なものとして位置付けられるべきとした。このような考え方にに基づき、経済社会全体への影響について考慮する場合、経済社会全体の持続可能性を考慮する上で特に重要と広く認識されている課題のうち、報告企業にとって特に関係性の高い課題について重要な課題として評価する対応を提示した。

(2) 今後に向けた課題

本研究報告では、課題の抽出や重要性評価の方法について、財務報告やサステナビリティ報告のガイドライン、その他のイニシアティブを参考に、ひとつの考え方を示したが、その方法については、さらなる検討が必要である。

投資家側からの開示要請は進みつつあるが、企業側の視点を反映することが、特に重要である。そのためには、海外企業も含めて投資家向け開示における課題の特定と重要性評

価の方法についての事例調査が不可欠と考えられる。また、企業による実務の蓄積も重要である。特に企業による報告実務において、課題の特定の方法が開示されることは、透明性が確保されることに加えて、外部の情報利用者による理解と評価を通じて、全体として課題の特定方法を発展させる重要なドライバーとなることが期待できる。本分野は比較的新しい領域であり、このような実務的蓄積こそが、より良い方法論の開発に繋げる最良の方法である点を強調したい。

一方、投資家側における検討も、投資家ニーズを反映した開示に向けて重要な役割を果たすものと期待される。例えば、本研究報告でも用いた産業別の課題リストは、企業が課題を抽出する上での参考とすることができるし、地域別のように異なる分類での課題リストが提示されることによって、企業の事業特性を反映しながら投資家ニーズを捉えることが可能となる。また、投資家による投資分析にサステナビリティ課題を反映する方法の開発が進むことによって、重要性評価の方法にも役立てることが期待できる。特に、サステナビリティ課題も含めて非財務課題の考慮に当たっては、将来キャッシュ・フローへの影響を見込む時間軸が重要となるが、投資家による投資行動と企業経営の間での時間軸の違いが存在することも指摘されており⁴¹、情報開示という枠組みにおいて考慮すべき時間軸についても、投資家も交えた検討が必要であると考えられる。

本研究報告では、投資家向けサステナビリティ情報についての重要性、開示課題の特定を研究対象として取り扱ったが、統合的な報告に向けた要請、枠組み形成が広がる中で、より幅広い非財務情報全体に対象を広げた検討も必要と考えられる。本研究報告では、対象とする報告の範囲を「投資家向けに開示されるサステナビリティ情報」に、開示情報の想定利用者を「企業の持続的な価値創造と将来キャッシュ・フローに関心を持つ中長期的視点を持った投資家」として設定し、検討を実施した。IASBのマネジメント・コメントリーや統合報告においても、従来に比して中長期視点の投資家を重視する傾向にあり⁴²、本研究報告の想定利用者と整合的である。したがって、開示情報をより幅広く捉えた場合であっても、本研究報告での考え方は有用であると考え、その適用可能性についての検証が必要である。

冒頭にも述べたが、統合報告やその中での非財務情報、サステナビリティ情報の開示について国際的に制度的な対応や枠組み開発が進みつつある。どのような課題を開示するか、情報の重要性をどう評価するか、という問題は、まさに当該報告の情報の有用性、価値を左右する問題である。今後、企業の報告実務や投資家による情報利用における重要性評価の実務的発展と、その状況を幅広く調査し、汎用的な枠組みや体系として整理するフレームワーク形成とを同時に進めることが、より良い報告の発展に寄与するものとする。

⁴¹ “Investment horizons, Do managers do what they say?”, Mercer & the IRRIC institute, 2010

⁴² 例えば、IASB Management Commentary Practice Statementでは、企業が長期の見通しを開示すべきことや、利用者ニーズとして「長期にわたり持続的な経営資源を生み出すことができるか」といった点が示されている。

[参考資料：産業別エネルギー・気候変動課題の特定例]

【食品産業】

課題	気候変動に伴う原材料調達への影響	製造事業所での 省エネルギーと温室効果ガス排出の抑制	サプライヤーのエネルギー消費とGHG管理
要因	<ul style="list-style-type: none"> 気候変動の影響により、水不足・干ばつ・日照不足の増加を通じて、原材料の安定調達や価格に影響を及ぼす。 今後、世界人口の増加にともない農産物需要が拡大するため、異常気象等が需給に及ぼす影響が大きくなり得る。 	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー産業、素材産業程ではないが、製造業として製造事業所において一定程度のエネルギー消費と温室効果ガス排出がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 燃料価格の上昇やサプライヤーへの排出規制によって、原材料価格の上昇に繋がり得る。 サプライチェーン排出についての企業責任が重視されつつある。 食品のカーボン・フットプリント情報へのニーズが高まる可能性がある。
具体的な対応	<ul style="list-style-type: none"> 原材料調達先の多様化 	<ul style="list-style-type: none"> 省エネルギー対策の実施 	<ul style="list-style-type: none"> サプライヤーへのエネルギー管理・排出削減要請 フットプリントの少ない原材料や調達先への変更 カーボンラベルへの対応
経営上の影響	<ul style="list-style-type: none"> 生産量への影響 原材料調達先確保のための対応コスト 原材料調達コストへの影響 	<ul style="list-style-type: none"> 省エネルギー対策のための投資やコスト負担 排出量取引制度等の規制枠組みの対象となれば、排出権の調達コスト又は売却益が発生する。 	<ul style="list-style-type: none"> 原材料の調達価格が上昇する。 サプライヤーにおけるエネルギー・排出管理や、フットプリント情報入手のためのコストが発生する。
影響発生までの期間	中・長	中・長	短・中・長
影響の発生可能性	<p>気候変動による影響は、中長期的なものが見込まれる。</p> <p>中</p> <p>中長期的には、気候変動に伴う異常気象や耕作環境の変化等が発生することがIPCC第4次報告等でも指摘されている。</p>	<p>既に、燃料価格上昇や自主行動計画による影響は生じているが、価格上昇や排出規制は中長期的なトレンドと見込まれる。</p> <p>高</p> <p>化石燃料価格の上昇は既に生じている。温室効果ガス排出についても国内では、既に自主行動計画が実施されている。国内外生産地域での今後の規制動向については不確実性が大きい。</p>	<p>エネルギー価格上昇は既に顕在化している。中長期的に影響が拡大する可能性もある。</p> <p>中</p> <p>エネルギー価格上昇は生じているが、その影響の大きさや範囲には、不確実性が大きい。フットプリント情報への関心は現時点では小さい。企業戦略上の位置付けに左右される側面もある。</p>
影響の大きさ	大	中	中
重要性	<p>主要な製品の原材料価格が上昇、又は調達可能性に影響が生ずれば、業績に大きな影響が出るのが想定される。</p>	<p>大手食品会社では百万CO₂トン単位の温室効果ガス排出があり、主に化石燃料消費に起因するものである。エネルギー価格上昇や温室効果ガス排出規制は、製造原価に無視できない影響を与え得る。</p>	<p>原材料費の高まりは大きなコスト増加要因となる。</p>
開示情報	<ul style="list-style-type: none"> 気候変動が原材料調達に影響を及ぼすリスク リスク回避のための戦略 主要な原材料の原料生産地別調達量 	<ul style="list-style-type: none"> 製造事業所におけるエネルギー消費量とGHG排出量 規制の状況、規制値 省エネルギー・排出削減に向けた対応 	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー価格上昇による調達コストへの影響 サプライヤーにおけるエネルギー管理、排出削減のための取り組み 主要製品ごとのカーボン・フットプリント情報

【自動車産業】

課題	販売自動車の燃費向上	次世代型、低排出自動車の開発・普及	製造事業所での省エネルギーと温室効果ガス排出の抑制	サプライヤーにおける省エネルギーと温室効果ガス排出の抑制
要因	<ul style="list-style-type: none"> 自動車製造業における GHG 排出の多くは、販売自動車からの排出である。 欧州、米国、日本等の先進国市場において、燃費規制が強化されつつある。 低燃費車、エコカーへの需要が高まっている。 	<ul style="list-style-type: none"> 中長期的な低炭素社会に向けて、車体軽量化やハイブリッド車、ディーゼル車の普及だけでは、長期的な削減には不十分である。 今後、プラグインハイブリッド、EV、燃料電池車等の次世代型車の開発と普及が必要とされ、また、見込まれている。 将来的には、脱石油を前提とした規制導入やインフラ整備が考えられる。 燃費規制は、グローバルに拡大し、また強化される方向にある。 	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー産業、マテリアル産業程ではないが、製造業として製造事業所から一定程度の温室効果ガス排出がある。 	<ul style="list-style-type: none"> サプライチェーン排出についての企業責任が重視されつつある。 日本の自動車産業は、多くのサプライヤーを抱えており、経営的にも繋がりが極めて強いことが多い。 サプライヤーへの排出規制によって、部品納入価格の上昇に繋がりが得る。
具体的な対応	<ul style="list-style-type: none"> 製品・技術・マーケット戦略 技術の改善、新規技術の導入・製品化 	<ul style="list-style-type: none"> 長期的な製品・技術・マーケット戦略 新技術の開発、製品化、コスト削減 必要なインフラ整備の促進 	<ul style="list-style-type: none"> 省エネルギー対策の実施 	<ul style="list-style-type: none"> サプライヤーへの排出削減要請、指導 部品、素材、調達先の変更
経営上の影響	<ul style="list-style-type: none"> 各国での燃費規制への対応状況は、ペナルティ等による財務的支出を伴う、消費者市場でのレピュテーションを左右する 市場への商品投入力を左右する等の観点から、企業の競争優位に大きな影響を及ぼし得る。 	<ul style="list-style-type: none"> 対応状況は、次世代市場での長期的な優位性、売上シェアを大きく左右する。 鉄道等の他の旅客との競争にも影響する。 	<ul style="list-style-type: none"> 省エネルギー対策のため投資やコスト負担が発生する。 事業所が ETS 等の規制枠組みの対象となれば、排出枠・クレジットの調達コストあるいは売却収益が発生する。 	<ul style="list-style-type: none"> 原材料・部品調達価格が上昇する。 サプライヤーにおける排出マネジメント（支援）対応や、新素材の自動車製品化のためのコストが発生する。
影響発生までの期間	短・中	中・長 (EV、PIHV は中期、他は長期)	中	中
	既に、欧州、米国、日本において、違いはあるにせよ燃費規制は強化されつつある。	マーケットへの影響は、1～2年では発生しないと見込まれている。EV に関しては、市場の拡大が少しずつ始まっており、インフラ整備とともに 2012 年前後の拡大が見込まれている。一方、燃料電池に関してはコスト削減が課題で、市場への本格投入には時間がかかるとされている。	既に、自主行動計画による影響は少なからず発生しているが、本格的なコスト影響が生じるのは、排出量取引制度の実施のタイミングと見込まれる。欧州では、既に始まっているが、日本メーカーは大きな影響はないとされる。国内での本格導入は早くて 2012 年とされる。	既に、自主行動計画による影響は少なからず発生しているが、本格的なコスト影響が生じるのは、排出量取引制度の実施のタイミングと見込まれる。欧州では、既に始まっているが、日本メーカーは大きな影響はないとされる。国内での本格導入は早くて 2012 年とされる。

課題	販売自動車の燃費向上	次世代型、低排出自動車の開発・普及	製造事業所での省エネルギーと温室効果ガス排出の抑制	サプライヤーにおける省エネルギーと温室効果ガス排出の抑制
影響の発生可能性	高	高	高	中
	既に、欧州、米国、日本において、違いはあるにせよ燃費規制は強化されつつある。	既に、多くの企業が開発に着手しており、重要な課題として認知されている。	既に国内では、自主行動計画が実施されており、企業としても排出削減のための行動を進めている。規制が今後、どの程度強化されるか、どの程度の支払いをすることが求められるか、途上国における生産拠頭にプライスが発生するのはいつか、といった点は不確実性が大きい。	鉄産業を中心に、素材メーカーへの自主行動計画の適用は、始まっている。規制が今後、どの程度強化されるか、どの程度の価格転嫁につながるのかという点は、不確実性が大きい。
影響の大きさ	大	大	中	中・大
	企業の継続的な収益性に大きく影響する。	中長期的な自動車市場での位置付けを左右し得る。	大手自動車会社では数百万トン単位の排出であり、主に化石燃料消費に起因するものである。エネルギー価格上昇や温室効果ガス排出規制は、製造原価に無視できない影響を与え得る。	原材料費の上昇は無視できないコスト増加要因となる。
重要度				
開示されるべき情報	<ul style="list-style-type: none"> ・各国・地域における燃費規制の状況と方向性 ・燃費規制への現状の対応状況(燃費データ等の定量情報も含めて) ・規制対応へ向けた戦略・アプローチ 	<ul style="list-style-type: none"> ・新型車の開発と普及に関する企業戦略とその状況 ・新型車への研究開発投資の状況(研究開発費) 	<ul style="list-style-type: none"> ・製造事業所からの GHG 排出量 ・対応が求められる規制の状況、規制値 ・排出削減に向けた対応 	<ul style="list-style-type: none"> ・一次サプライヤーからの排出量(あるいは、サプライヤーからの排出状況とリスク) ・サプライヤーの排出削減に向けた対応

以 上