

特別対談

より包括的な企業価値の伝え方とは
—無形資産とインパクトを手がかりに考える—

第一生命保険株式会社
責任投資推進部長

岡崎 健次郎 氏

1994年第一生命保険相互会社に入社。2002年よりニューヨークにて運用調査業務に従事し、帰国後、外国債券投資、オルタナティブ投資業務等を担当。2013年より海外生命保険事業に従事し、2016年より豪州勤務、2020年に帰国し外国債券部長。2022年4月より現職。

一般社団法人
機関投資家協働対話フォーラム 理事

大堀 龍介 氏

1987年野村證券株式会社入社、海外投資顧問室配属。以後、野村総合研究所への出向を含めてセルサイド・アナリスト業務に従事。1996年、JPモルガンの資産運用部門にバイサイド・アナリストとして入社。調査部門を統括する調査部長を経て、2009年日本株CIOに就任。2017年JPモルガンを退職。投資家フォーラム運営委員。前田道路株式会社社外取締役。

ファシリテーター
株式会社エッジ・インターナショナル
統合報告アドバイザー本部
ESGアドバイザー部 部長

江森 郁実

「企業価値」について、内外のトレンドも踏まえてどう捉えるべきでしょうか。
課題認識も教えてください。

大堀 私は株のアクティブ投資の観点から、ISSBの直近の公開草案での定義に注目しています。IFRS S1号(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)の付録A(用語の定義)において、企業価値とは時価総額と純債務(Net Debt)の合計であると書いてあり、また案本体でも企業価値評価にはサステナビリティ関連財務情報が不可欠、かつ企業価値は将来キャッシュフローの予想を反映するとされています。投資家が「企業価値」と聞いてまずイメージする、その部分を出発点とするのが一番わかりやすいと思います。

現在の企業会計をめぐるのは、自然価値や人的資本など、より総合的に価値を捉えるべきだ、といった批判があります。確かに米国や英国で、行きすぎた株主第一主義の是正がなされるのは当然ですし、企業価値の定義についても、今後議論を進化させていくことに全く異論はありません。ただ日本の場合、少し状況が違うのではないのでしょうか。こうした動きに引きずられて、「投資家にとっての企業価値」の開示ニーズに十分に答えられないまま違う方向に力を入れてしまえば、本末転倒です。非財務やESG情報の開示拡充は歓迎しますが、それを口実に、本筋の部分を希薄化しないでほしいのです。

岡崎 我々は生命保険会社ですので、将来世代を一番のステークホルダーと考えています。その観点から言うと、企業存続の条件は、社会がサステナブルであることと、企業がその中でいかにサステナブルであるかということになります。今、ゲームのルールが変わってきていて、どのように企業価値を創造し、社会に貢献していくのかを自ら主体的に考え、そのためのルールづくりを進めていく発想が競争力の源泉になってきていると感じます。

日本企業は従来、規制など「外からのルール」に従って、それをうまく改善しながら企業価値を作ってきた経緯があったわけですが、今までのような受け身の発想では、なかなか成長機会が得られません。新しい動きにやっとキャッチアップしたと思ったら、もう新しい動きが始まるという具合に、常に後手後手に回ることを強いられるからです。従って、アジャストしてついていくのではなく、考え方を変えて、自社は何ができるのかというところから出発する発想が必要になるわけですね。

ただし「自分たちの企業活動そのものが社会貢献だ」で済ませてしまうのは、開示として不十分です。自社が具体的にどのような価値を社会に与えているのか、投資家や社会の皆様にも定量的に示していくべきだと思います。

大堀 開示のルールづくりに関してですが、ISSBが今、意見を募集しているような短中期的な時間軸では、将来キャッシュフローを現在価値に割引く際に織り込む要素として、多くの方がすんなり腹落ちする形でブラッシュアップするのが現実的でしょう。一方、理想的な形で無形資産をB/SやP/Lに反映するという長期的なゴールは、非財務情報はそもそも原則主義でないと対応しにくい部分もあるので、そう簡単ではない。

日本は短中期的な観点でも国際的なルールメーカーへの働きかけを継続し、主張を反映させる努力は地道に続けるべきです。それとともに、財務会計への反映を含む将来的な枠組みに関しても早くから視野に入れて、知見の蓄積やルールメーカーに見解を伝えることも必要です。

より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—

今触れられた、「無形資産」についてももう少し詳しくお聞かせください。

岡崎 無形資産は企業価値のかなりの部分を占めています。ただそれが、具体的にどのようなプロセスでキャッシュフローに結び付き、企業価値を形成していくのかということになると、十分明確になっていません。これは企業の説明と投資家の理解、双方に課題があります。企業の説明に対し、投資家も対話の場で「ここには収益機会／リスクがあるのではないか」といったフィードバックを行い、無形資産をどのように価値として定量的に示していくか、互いにレベルアップすべきでしょう。

今、各方面で様々なガイドラインが示されていますが、提唱されている開示項目は企業にとっては多すぎるかもしれません。その中で自社に最適な開示の在り方は企業自身が判断すべきことです。それを進めてこなれていく形を目指したいですし、我々も企業に求めていきたいと思えます。

大堀 企業の独自色を出すべきというのは大賛成です。開示項目に関して、あまり細かいルールやマニュアルを作ってしまうと、弊害が出てきます。その会社の経営者が重要視するKPIが「ルールの要求項目でないから皆様に理解されなだらう」という理由で開示されない、あるいは「数字として出せるから」という理由で、本当は重要でないKPIばかり開示されるのも、どちらも困るんですね。この点に関して、私も参加している経済産業省の研究会などでは、開示内容の「比較可能性」と、企業ごとの「独自性」のバランスを強調しています。

実際、具体的な開示の在り方はどこの会社も試行錯誤です。ようやくGHGのスコープ1、2や男女の賃金格差などがコンセンサスのある開示指標として一般的になりつつある段階で、このような基本的な開示項目には比較可能性が求められますが、ここから野放図には広げない方がいいと考えます。他に企業が重視するトピックがあるのなら、比較可能性に拘泥することなくそれらを自由に強調すべきです。

ところで無形資産の扱いをめぐるっては、IASBで今でも続いている議論があります。知的資産やノウハウ、ブランド価値といったものが、企業買収時には「のれん」として計上されるのに、平時にまったくカウントされないのは、おかしいのではないかとこのものです。これは非常に筋の通った問題提起で、議論をより深めていくべきでしょう。もっとも、非財務情報を会計に取り込むとなると、定量化も難しいですし、原則主義の方が馴染む性格を持っています。



この点に関して、多くの投資家が「認識(recognition)よりも、まず開示(disclose)を」と主張しています。—B/Sにのっていない知的資産等があれば、別途丁寧に開示し説明してほしい。投資家はその説明を聞いて、必要ならば自分でB/SやP/Lに反映するでしょう。だから根拠や前提条件が不明なまま、一足飛びにB/Sに計上するのはやめてほしい、と言うのです。のれんのような比較的わかりやすい部分ですら、こうした論争があるわけです。個人的には、無形資産が大事だからといって、拙速に話を進めるべきでないと感じています。

岡崎 比較可能性と独自性の話に戻りますが、当然比較可能性は重要で、最低限の数字は開示してもらいたいです。しかし、それだけで評価をしているだけでなく、我々も株式や債券など複数の投資手段がありますが、中長期的な企業価値を高めるという基本的な考え方は一緒です。債券であれば企業の健全性は評価しますが、そこもバランスが重要で、今後の企業の持続的成長も見るといふためには、企業には自由に表現してもらった方がいいと思います。

そこで気になるのが、果たして企業が自ら納得感のあるストーリーを語れているかです。日本企業はベンチマーキングが大好きなので、あるトレンドに横並びで乗ろうとしますよね。でも自分たちが消化不良なものを形だけ整えて開示するのは、かえってネガティブな評価につながりかねません。逆に、一般的な開示項目・手法ではなくても、自社が重要だと考える内容を表現できていれば、それは十分意味のある開示です。開示ルールや枠組みといっても、1つの決まった方式が存在するわけではありません。自分たちがそれで説明できるか、1回使ってみるのはいいかもしれませんが、有効でなければ自由にやればいいのです。

より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—



大堀 例えば、価値創造ストーリーの説明というと、すぐ旧IIRCが提唱したオクトパスモデルに基づく「価値創造プロセス」図が持ち出されますが、あれは決めごとではありません。投資家やその他のステークホルダーは、あくまで経営者が何を考えているかを知りたいのです。多少時間がかかってもいいので、きちんと腹落ちしたものを出してほしい。出遅れを恐れて性急に事を進めるのは、後戻りできないこともあるのでやめた方がいいと思います。

そうして各社が独自性のある開示を進化させ、非常に効果的な開示と認められれば、それが新たなルールに取り込まれることもあるでしょう。ルールづくりへの貢献とは、コメントレターを出すことだけではありません。政府や官公庁だけでなく、企業もその主体となり得るわけですね。日本企業が不得意な領域かもしれませんが、自由で積極的な取り組みに期待しています。

投資における「社会的インパクト」については、
どのように考えると良いでしょうか。

岡崎 我々は従前から、様々なアセットクラスでインパクト投資に取り組んでいます。2021年に「インパクト志向金融宣言」に署名しましたが、財務的リターンと社会・環境課題解決の両立を目指す投資が、日本でも大きな流れになってきたと感じています。

他方、改めて「インパクト」とは何かと考えると、難しい問題がある。意図する・しないにかかわらず、あらゆる投資行動が正負のインパクトを伴うからです。そうしたインパクトの計測も、今や企業や投資家の社会的責任です。従って、より根本的には、すべての投資においてインパクトを意識

した投資行動が必要で、「投資すべてがインパクト投資」とも考えています。企業は自社の活動のインパクトを意識し、戦略やKPIに落とし込んで開示する。投資家はその開示をもとに、投資のインパクトを判断していく。そうした関係性が成立し、より大きく広がっていくことを期待しています。

大堀 インパクト投資とは、簡単に言えば、「リスク」「リターン」という伝統的な株式評価の2軸に、「インパクト」という第3軸を加える試みですよ。こうした取り組み自体は、近年の社会的要求の高まりを反映しているものの、最初の2軸が厳然として残っているという点では、以前の議論から大きな飛躍はありません。

とはいえ、インパクトの議論を深掘りしていくと、「測定」の問題に直面します。例えば、公害や児童労働によるブランド毀損のような外部性が企業価値に及ぼす影響、つまりシングル・マテリアリティの視点については、一定の条件付きでありながらこれまでも測定が試みられてきました。そしてこの部分なら、株価や時価総額というマーケットの評価が使えます。しかし一方的に外部性を測定しようとする、ハードルが上がるのです。様々な研究も進んでいますし、カーボンプライシングのように比較的アプローチしやすいものもありますが、こうした評価は、基本的にマーケットの関与がないので難しい。企業側がいくら「この取り組みには10億ドルの価値がある」と力説したところで、誰もその数字に納得感のある検証ができません。

インパクト投資の最終形がまだまだ見えない段階では、インパクト投資そのものに資金がどんどん流れ込んで、皆様がそちらにいくような想定はできないと感じます。じっくり時間をかけて、解決策を模索すべきではないでしょうか。

岡崎 ご指摘の通り、インパクトの表現・数値化は悩ましいところです。我々もインパクト投資を行う際は、事前に企業と話し合い、目標とKPIの設定・開示を求めています。ただ、こうした開示の方法が標準化されていないので、各社やその戦略ごとに、採用されるKPIがバラバラです。GHGのような共通指標もありますが、インパクトの数値化—金銭的価値や寄与度の数値的な評価は、まだ道半ばでしょう。だからまずは、企業自身が実現できると思う価値を表現してもらい、それをもとにしっかり議論し、投資家も納得できる定量的なKPIを策定してモニタリングしていく。今はまだその段階だと考えています。

大堀 例えば、教育支援によって現地の識字率がこれだけ上がった、といったインパクトはモニタリング可能です。ただ、それを金銭的価値に落とし

より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—

込むのが難しい。現在いくつかのプロジェクトで、インパクトの金銭換算が試みられていますが、まだ試行錯誤で発展途上段階だと思います。インパクト投資がかなりの規模で実施され、例えば年金資金がそこに大々的に入ってくるには、インパクトの定量化が透明性の担保として必要でしょう。

岡崎 先ほどの企業価値の話につながってきますね。キャッシュフローに結び付く企業価値に、企業の社会的価値を合算して、「サステナブルな社会における企業価値」として提示するためには、後者が金銭に換算できなければなりません。実際、様々な場所でインパクトについてディスカッションしますが、リターンとインパクトがトレードオフの関係で良いと考える関係者はあまりいません。それらは両立可能であるべきだし、我々もそういう投資をしていきたいと思っておりますので、越えないといけないハードルだと思います。

日本企業の統合報告書について、ご要望はありますか。

大塚 3点要望したいのですが、まず第一に、もう少しネガティブな話ものせていただきたい。実は4、5年前まで、アクティブのファンドマネジャーやアナリストには、統合報告書なんて読まないという人が結構いました。「どうせ良い話しか書いてない。バイアスがかかっていて参考にならない」というわけです。さすがに最近はそういう人は減ったし、ネガティブなことを書く統合報告書も増えていますが、まだストレートさが足りないと思います。自社の直面するリスク、過去の失敗や事故、不祥事、企業がそこから何を学び、どう変わったのかという情報は、投資家にとって非常に大切です。例えば、社外取締役対談を掲載するのであれば、経営への批判を語ってもらってもいいでしょう。

第二に、非財務情報の開示に限らずですが、重要なKPIがあるのなら、もちろんその実績・目標値を示すのがベストです。でも中には、諸事情で数字はまだ見せられないという場合もあるでしょう。そうであればKPIの定義だけ、または趣旨だけでも示すべきです。実際、そういうやり方をしている会社も既にあります。数字がなければ役に立たないということは全然ありません。経営者が何を見ているかというのは、それだけでも決定的に重要な情報なのです。

最後に見せ方についてです。いろいろ詰め込みすぎて、分厚いデータブックのようにするのは考え物です。細かい情報はWEBサイトに回すなどして、厳選した情報をコンパクトにまとめるべきでしょう。

岡崎 私は昨年まで海外債券の運用フロントにいた頃は、統合報告書をほとんど読んでいませんでした。今年、責任投資推進部に就いてから、いろいろ読んでみると、これがなかなか面白い。特に昔の号から時系列に見ていくと、各社の工夫・改善ぶりがわかります。今言われたように、よくできた報告書には、課題や失敗、そこからの教訓といったストーリーが描かれていますね。

過去の内容に固執しすぎるのは良くない気がします。自社にとって不変のもの、マーケット環境に応じて変えていくものを、双方を示すような発想があってもいいと思います。

企業が行う様々な開示のうち、有価証券報告書には「過去の実績」としての財務情報が集約されています。それに対し、将来に向けた戦略あるいは夢を前向きに語るのが、統合報告書です。こうした将来像や、財務諸表にのっていない企業価値の萌芽に触れることは、投資家にとっても有益でしょう。統合報告書にはそうした役割を期待したいです。

大堀 確かに統合報告書はストーリーを語る以上、読んで面白いものであるべきです。先ほど過去の失敗にも触れてほしいと言いましたが、失敗に学ぶ物語は面白いし、読んでみようという気にさせられますね。決めごとにとらわれたり、社内事情に気兼ねして、それを自由に語れないとしたら、もったいない。せっかく手間をかけるのですから、多くの人々が手に取ってくれるような、面白い報告書をどんどん作っていただきたいと思います。



2022年8月29日実施