

特別対談

制度開示の充実と
デジタル技術の発展が進む中で、
いま企業に求められる情報開示とは

三菱UFJ信託銀行株式会社
MUFG AM サステナブルインベストメント フェロー

加藤 正裕 氏

慶應義塾大学経済学部卒業後、1990年に三菱UFJ信託銀行に入社。米国三菱UFJ信託銀行を含め、国内外の運用関連部署でアナリスト、ファンドマネージャー業務を担当し、2005年から責任投資に従事。国連「責任投資原則」日本ネットワーク共同議長として責任投資の普及・推進に尽力するとともに、個人および年金向け責任投資プロダクトの開発、国内外株の議決権行使・エンゲージメント実務にも携わる。近年はグローバルなESG・機関投資家の動向調査等をロンドンで担当し、2019年からは東京でサステナブル投資の企画・推進に従事。2023年4月より現職。



インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
運用本部 日本株式運用部 ヘッド・オブ・ESG

古布 薫 氏

一橋大学経済学部卒業後、1997年にJPモルガン証券会社投資銀行部門に入社。2000年からJPモルガン・アセットマネジメント株式会社日本株運用部門アナリストとしてテクノロジー業界を担当。2014年にインベスコ・アセット・マネジメント株式会社に入社し、日本株式運用部のテクノロジー・金融業界担当のアナリストと同時にヘッド・オブ・ESGとして日本株運用チームのステュワードシップ活動を統括する。日本株における議決権行使ガイドライン策定、各種開示資料作成・発行、建設的な対話の実践等をリードする。社外活動として金融庁公認会計士監査審査会委員、令和4・5年度までしご銘柄選定委員、30% Club Japan インベスターグループ Vice Chairを務める。

近年、ESG情報等の非財務情報に関する制度開示化の動きが活発化していますが、この動きをどのように捉えていますか。

加藤 2023年の大きなトピックとして、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)が、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」(以下、S1号)とIFRS S2号「気候関連開示」(以下、S2号)を公表したことが挙げられます。ご存じの通り、ISSBは国際会計基準(IFRS)の設定主体であるIFRS財団傘下の組織であり、国際会計基準審議会(IASB)と並列に位置付けられている組織です。このように、財務情報と非財務情報に関する開示基準がひとつ屋根の下で設定されたということに、大きな意義があると捉えています。IFRSは、グローバルにおける企業と投資家の財務情報に関する共通言語といえますが、そこに非財務情報における共通言語が加わったとっていいのではないのでしょうか。

本来、財務情報と非財務情報は不可分のものです。例えば、企業が工場を建設する場合、それに係る投資額という財務情報のみならず、工場建設に伴う環境への負荷といった非財務情報が関連してきます。つまり、あらゆる企業活動には、財務情報と非財務情報の双方が付随するということです。これまでは、非財務情報の開示の充実が進展する一方で、財務情報と非財務情報の開示が別個のものとして議論される傾向があるように感じていました。投資家として重要なことは、企業価値を評価することであり、そのためには財務情報だけでなく、企業価値に影響する非財務情報も考慮することが大切です。非財務情報は特別なものではなく、企業価値の評価に欠かせない視点です。このたびのISSBによる開示基準の公表を契機に、財務情報と非財務情報が不可分のものとして捉えられ、そのつながり(コネクティビティ)が明確になっていくことが期待できます。

古布 資本市場からS1号、S2号に寄せられる期待は大きく、公表まで「あと3カ月、2カ月、1カ月」と、まさにカウントダウン形式で待ち焦がれられていました。その背景には、ISSBが「企業価値とサステナビリティのコネクティビティ」ということを何度も強調して継続的に発信していたことがあると考えています。

投資家にとっての最大の関心事は「企業価値」です。そして、企業価値については、一般的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和であると定義付けられることが多いかと思います。先ほどのISSBの発信は、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフロー(財務情報)に、サステナビリティへの取り組み(非財務情報)が影響を及ぼしていることを示すものであり、だからこそ、これほどまでに資本市場からの期待が高まったと言えるでしょう。

もちろん、サステナビリティへの取り組みが企業価値に影響を与えているという考え方自体は目新しいものではありませんし、私自身もその前提に立って、企業価値の評価に努めてきました。しかし、加藤さんがおっしゃったように、IFRS財団傘下のISSBがそのような考え方を明示した意義は大きく、それによって、資本市場における共通認識として受け入れられるようになるのではないかと予想しています。

加藤 具体的な話をしますと、S2号においては、Scope1およびScope2に加え、Scope3を含めたサプライチェーン全体での温室効果ガス排出*に関する情報を開示することが求められています。投資家が、持続的に

* Scope1:
事業者自らによる温室効果ガスの直接排出(燃料の燃焼、工業プロセス)

Scope2:
他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出

Scope3:
Scope1、Scope2以外の間接排出(事業者の活動に関連する他社の排出)

制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは

企業価値を高めることができる企業かどうかを評価する上で、サプライチェーン全体、そして、サプライチェーンにおけるステークホルダー全体に関わる情報を必要とすることは必然であり、Scope3の開示は投資家の期待に合致するものであると言えます。

しかし、企業によっては、Scope3の算出はハードルが高いのは事実です。実務上、S2号に適合した質や量を適時に開示することは決して容易なことではなく、企業から開示される情報の中身にバラツキが出るのが考えられます。そのような状況に対して、企業に一方的に情報開示を求めるだけでなく、現実を踏まえながら、企業からいただいた情報をどのように企業価値の評価に組み入れていくのかを検討することが、私たち投資家にとっての課題であると認識しています。

非財務情報の制度開示化が進むことは、企業にとってはそのための負担が高まることにつながります。だからこそ、投資家がどのように非財務情報を活用し、意思決定に反映しているのかを企業は今まで以上に知りたいと思うでしょうし、それに投資家は応えていかななくてはなりません。言い方を変えると、「投資家側の情報開示」も同時に問われている気がしています。重要なことは、企業と投資家とのエンゲージメントの質を高めることであり、そのためには互いの歩み寄りが不可欠です。

古布 同感です。例えば、当社では独自にESGスコアを各企業に付与していますが、どういった観点で算出しているのかを、より透明性高く企業にお伝えしていかななくてはならないと考えています。

また、私の方からは、S1号に記載されている「マテリアリティ」に対する姿勢が非常に特徴的であると感じましたので、少しお話しします。一言で言えば、何が自社の企業価値に影響を及ぼすのかという観点から、自社にとって何がマテリアリティであるかを定義付けして、投資家に



理解されるような開示を行うべきであるということが謳われているわけです。このような姿勢は、投資家にとって企業自身による企業価値に対する考え方を知ることができるため歓迎されます。一方、企業側からは、もう少し詳細なガイダンスが欲しかったというような声上がるかもしれませんが、自社に関する非財務情報が、自社の企業価値にどのような影響を及ぼすのかについて真摯に向き合う良い機会になるはずですので、是非しっかりとご検討いただきたいと思います。

AI等のデジタル技術が発展する中で、
投資家の皆様は現状どようにご活用されているのでしょうか。

加藤 企業調査のリソースは限られており、数多ある企業すべての情報を隈なく確認することは不可能です。そのため、投資方針に応じて、定量情報などをもとにスクリーニングを行ったり、アナリストの調査対象（投資対象候補の母集団）の中から実際に投資する企業への絞り込みを行ったりすることになります。しかし、この母集団を特定する過程で、本来は投資対象とすべき有望な企業が見落とされ、含まれていない可能性が生じ得ます。そのような企業を見つけ出すために、AIを活用した分析手法を用いています。

例えば、当社における国内株式のインパクト投資ファンドの事例をご紹介します。4,000社近くに上る全上場企業の中から、社会に対して大きなインパクトを創出し得る企業を見出すための最初のステップとして、有価証券報告書の内容をAIに読み込ませて機械学習を行い、投資対象候補の発掘に役立てています。具体的には、自然言語処理技術を駆使し、独自のスクリーニングとアナリストの企業調査を組み合わせることで、リソースに制約されることなく、投資したい企業を特定し、最終的にはファンドマネージャーの人の目を通じて意思決定を行っています。

古布 なるほど。デジタル技術の活用が進むことによって、今まで投資対象候補として挙げられることのなかった企業が投資家の目に留まる可能性が高まるということですね。特に中小規模の企業にとっては、非常にチャンスが広がるのではないのでしょうか。ただ、そのチャンスを掴むためには、そもそも情報を発信していかなければなりません。逆に言うと、情報開示に積極的な企業とそうでない企業との間で、これまで以上に差が生まれてくるということですので、企業の皆様には是非力を入れていただきたいと思います。

制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは

例えば、情報開示の量や質が大規模な企業よりも劣っていたとしても、自社が投資してほしい投資家層に向けて伝えたい情報を絞って織り込んで発信していくことによって、そのような投資家層の目に留まりやすくなるということも考えられます。また、中小規模の企業では英文での情報開示が充実していない傾向がありますが、東京証券取引所などでは中小規模の企業向けに英文開示を促進するセミナーなどを行っていますので、そういった機会を上手に活用していただければと思います。

加藤 デジタル技術が発展し、機械学習が進めば進むほど、AIによる情報分析が高度化し、企業が開示資料などを通じて投資家に伝えたいと考えている内容を正確に把握できるようになるかもしれません。そうすると、企業と投資家とのエンゲージメントの場では、いわゆる事実確認のような基本的なことに時間を割く必要性が減り、「なぜこれに取り組むのですか」「どのように取り組んでいるのですか」「誰にその責任があるのですか」といった、企業の経営者の考え方の原点やモチベーション、本気度、全社への浸透度や仕組みなどを探るための5W1H的な質問に十分な時間を確保できるようになります。結果として、企業の規模にかかわらず、全体的にエンゲージメントの質が高まっていくのではないのでしょうか。逆に言えば、投資家の企業に対する要求レベルも高くなると言えるでしょう。

**非財務情報を含めた制度開示が充実し、
デジタル技術などによって、その活用方法も進化する中で、
企業に対してどのような情報開示を期待していますか。**

古布 2023年3月期から日本では有価証券報告書のサステナビリティ情報が拡充され、男性の育児休暇取得率や取得日数、男女間の賃金格差、女性管理職比率など、幅広い企業から様々なデータを開示していただけるようになりました。ただし、S1号における「マテリアリティ」に関して先ほど申し上げたような、自社の企業価値にそれらのデータがどのように影響するのか、なぜ重要なのか、という議論が不十分なままに開示されているように感じています。実際、有価証券報告書内でも、なぜそれらのデータを開示するのかについての記載はあるものの、テンプレート的な内容にとどまっているものも多いのが現状であり、企業にとって必ずしも重要なデータに絞り込んで掲載できているわけではないのではないかと推察しています。



制度開示が整備されていくと、なぜこのデータを開示することが必要なのか、というよりも先に、どうやって開示をしたらいいのか、つまり、Whyではなく、Howの部分にフォーカスが当たってしまいがちになるところもあります。しかし、決して情報開示自体が目的なのではなく、大切なことは、企業と投資家とのエンゲージメントの質を高め、企業価値を高めることです。HowよりもWhyのところを重視した開示を行っていただきたい。それによって、企業と投資家との相互理解が進むのではないかと考えています。どんどん情報を開示するよう求められている中で、「本当に自社が開示すべき情報は何か」に向き合い、ときに見直しやレビューをすることも必要です。

加藤 いま古布さんがおっしゃったことも共通しますが、私からは、一言で言うと、「コネクティビティ」をしっかりとご説明いただきたいですね。非財務情報として、企業理念や目指す姿、経営者の思い、ビジネスモデル、戦略、サステナビリティ情報に関する各種KPIなど、様々な情報を開示していただいているわけですが、それらの情報同士がどのようにつながっているのか、例えば、こういう企業理念や目指す姿があって、それらを実現するために、どのように経営者が考え、戦略を遂行し、企業価値を持続的に高めていくのかという、企業経営の骨格となる一貫したつながりをストーリーとして教えていただけると、投資家としてもそのストーリーが腹落ちしやすくなり、将来への確信度などの評価に大いに役立ちます。

基本的には、情報開示が増えれば増えるほどありがたいのですが、どのようなことでも開示すればいいかというと、そうではありません。繰り返しとはなりますが、「その開示情報が企業価値にどうつながっているのか」を十分に意識して情報を発信していただきたいと思います。

制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは

古布 もうひとつ付け加えるとするならば、開示した情報について、「開示して終わり」ではなくて、しっかりと分析し、その分析を踏まえて、「今後どのようにしていきたいのか」という企業としての意志を、エンゲージメントの場などにおいて示していただきたいですね。もちろん、分析を含め、既に取り組んでいらっしゃる企業もありますが、そうでない企業も多々あり、二極化が進んでいる印象です。

加藤 あとは、人的資本に関する情報開示の充実ですね。戦略を策定し、遂行する主体はやはり「人」ですから。どういうモチベーションで、どれだけ自社の企業理念や目指す姿などを理解し、共有した上で、同じ方向に経営者と従業員が一丸となって向かっているのか。それによって生産性は変わり得るというデータなどもありますので、人的資本に関する情報は、投資家として極めて注目しているところです。

最後に、統合報告書をはじめとする任意開示に、
どのようなことを期待されますか。

古布 私は、統合報告書には、企業と投資家の相互理解が進むようなツールになってほしいと思っています。制度開示の場合、ある程度定型化することが求められるため、それぞれの企業の意志や独自性を十分に表現することはなかなか難しいのではないのでしょうか。だからこそ、統合報告書は「他社が制作しているから」といったことで制作するのではなく、「伝えたいメッセージがあるから、制作するのだ」というような明確な意思を持って、制作すべきです。つまり、「開示のための開示」には決してならないでほしいですね。他社に倣う必要は全くなく、それこそ、自社の企業価値を高める上で、何が重要な情報なのかを考えて、投資家の目線に立って開示していただければ、企業と投資家の相互理解に寄与するツールとしての役割を果たせるものになると思います。

また、「統合報告書の最終責任者は誰であるのか」というメッセージは極めて重要です。誰が何のために統合報告書を作るのか、統合報告書を通じてどのようなメッセージを読者に伝えたいのか、そういった「核となる思い」を明確にするためにも、CEOやCFOをはじめとした経営陣のコミットメントをより強めていただいて、自らの言葉で積極的に発信していただくことを期待しています。

加藤 任意開示は、自社の企業価値をアピールする機会と位置付けて、積極的に取り組んでいただきたいと思います。そのひとつとして、古布さんがおっしゃったように、統合報告書が有用なツールであることは間違いありません。ただし、企業によってはリソースが限られていることから、任意開示に割ける労力を確保することが容易ではないことも私たち投資家は理解しています。その場合は、エンゲージメントの際にご説明いただいても結構ですし、例えば、自発的に投資家向けの説明会を開催し、そこで経営者の思いや経営戦略の背景などを伝えていただくこともひとつの手段です。私たちが行った定量分析によると、ESG説明会をはじめとした経営者が行う自発的な情報発信は、経営者の思いなどへの理解を深めることに役立ち、株式の流動性が改善すること、そして、流動性の改善が企業価値の向上に影響を与えることが分かりました。任意開示を行うにあたって、特に重要なのは、先ほど申し上げたような、企業経営の骨格となる一貫したストーリーがあるかどうかだと思います。そのストーリーを中心に据えた上で、これまで以上に自由な発想で、自社の企業価値をアピールしていただきたいと思います。同時に、私たち投資家も企業の目線に立って、より深く理解する努力を怠ってはなりません。「企業価値の向上」は、企業と投資家の双方にWin-Winの結果をもたらすものであり、引き続きエンゲージメントを通じて、相互理解の深化に尽力し、企業価値の向上に貢献していきたいと考えています。



2023年9月4日実施