

エンゲージメント・アジェンダ

「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題（マテリアリティ）の特定化と開示」

2018年の日本企業の対応状況と、今後の特定化と開示に関するお願い

2018年1月15日から、機関投資家協働対話フォーラム（以下、当法人）は、当法人の協働対話プログラムに参加する企業年金連合会、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、りそな銀行（50音順、以下、参加投資家）の5社とともに、複数の企業に「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題（マテリアリティ）の特定化と開示」をアジェンダとした協働対話を実施してきました。

当アジェンダで協働対話を開始して1年半が経過し、当アジェンダに関する日本企業の対応状況を分析しました。今般、この結果を踏まえ、参加投資家の考え方を改めてまとめるとともに、複数の企業に新たな共通見解を記したレターの送付を開始しました。

1. 当アジェンダの概要（ESGに関する参加投資家の視点と企業への要望事項）

昨今、環境や社会の問題は、各国法令や規則の強化、労働意識や消費行動の変化、製品やサービスの革新をもたらし、一夜にして競争環境が激変する“ゲームチェンジ”を引き起こしています。世界的な脱炭素経済への移行に伴い、もはや環境・社会問題への対応は、企業が社会的責任として行うべき“環境・社会のために良いこと”ではなく、“企業が生き残るために必要なこと”になっています。

環境・社会課題とそれに伴う経営環境の変化により、企業の価値創造の源泉、競争優位の源泉である経営資源や無形資産等が優位性を失うリスクがあるなら、このリスクは、中長期的な企業価値やビジネスモデルの持続性に影響を及ぼす重大なリスクとなります。一方、価値創造の源泉、競争優位の源泉を活用した環境・社会課題への対応は、新たな成長機会ともなり得ます。昨今、SDGsへの対応を表明する企業が増えていますが、事業の社会的意義を示すに留まる例が多く見受けられます。SDGsは世界的なビジネスチャンスです。企業は、自社の事業がSDGsに貢献できるならば、その取り組みにどれくらいの投資を行い、どれくらいの期間をかけて、どれくらいの収益を見込むのか、その事業の成長ドライバーとして戦略性を示していただくことが重要です。

投資家は、企業のESGの取り組みをデータや事例で外形的に評価するのではなく、事

業の持続性の観点から環境・社会問題をリスクや成長機会としてどのように捉え、どのような戦略をとっているのかを評価しています。事業を持続する際のリスクである重要な環境・社会課題は何か、一方、新たな成長機会ともなり得る重要な環境・社会課題は何か、それらの重要な課題に対し、中長期戦略でどのように対応しようとしているか、つまり、企業が今後も持続的に成長できるのかどうかを理解するための情報として捉えています。このような投資家の視点から、環境・社会問題による重要課題（マテリアリティ）と具体的な対応を、取締役会などでの検討プロセスを含め、リスクと成長機会の2つの側面に分けて整理して、情報開示をお願いしました。

2. 協働対話の実施状況

当アジェンダの内容を参加投資家の共通見解としてまとめ、ESGに先進的に取り組む企業にレター送付し、担当役員や担当部門長と参加投資家との協働ミーティングを実施してきました。同時に、証券会社やIR支援会社などの協力を得ながら各地のセミナーでご説明したり、当アジェンダの資料をWEBサイトに掲載したりしながら、日本企業に広く内容をお伝えしてきました。協働対話をおこなった企業からは、内容について異論がなく、すでに次期中期経営計画の策定に合わせて検討中であることや、投資家が求める課題認識や開示に関するさまざまな気づきを得たなどの回答をいただきました。他方、参加投資家も、同じような課題認識をもつ投資家同士の議論により相互に気づきを得るとともに、企業からの経営の実状、経営者の考え方や今後の方向性などに関するきめ細かい説明を伺い、これまで以上に対象企業に対する深い理解に結び付けました。

3. 統合報告書におけるマテリアリティの開示の状況と、株式市場の反応

株式会社エッジ・インターナショナル（以下、エッジ社）が行った「統合報告書2018年版調査～マテリアリティ～」(2019年6月)によれば、18%の企業が当アジェンダで示したマテリアリティを特定化し開示しました。2017年版調査の時よりも、投資家が求めるマテリアリティの開示を拡充する動きも見受けられたとのことであり、2割近い企業が、当アジェンダの考え方に沿った開示を進めています。

当法人では、統合報告書などでマテリアリティを開示した企業を株式市場がどのように評価しているかについて、エッジ社のご協力を得て、同調査データをもとに、「投資家視点のマテリアリティを開示した企業」「マルチステークホルダー視点のマテリアリティを開示した企業（投資家視点のマテリアリティを開示した企業を除く）」「マテリアリティを開示していない企業」の3つのグループに分類し、それぞれの株式市場の反応に関する分析を行いました。

※投資家視点のマテリアリティ：

IIRC (International Integrated Reporting Council) や経済産業省「価値協創ガイド
ンス」などが定義するマテリアリティ。環境・社会課題が企業の価値創造能力に重要
な影響を与える課題。言わば当該企業のサステナビリティに関する課題であり、当ア
ジェンダの基となる課題。

マルチステークホルダー視点のマテリアリティ：

GRI (Global Reporting Initiative) などが定義するマテリアリティ。企業が経済・
環境・社会に著しい影響を与える項目や、ステークホルダーの評価や意思決定に対し
て実質的な影響を及ぼす項目。言わばステークホルダーのサステナビリティに関す
る課題。

[分析結果]

対象：2018年版統合報告書を発行した同調査の398社中、集計期間中の株価データがあ
る393社。

(図表①) 各グループ別の社数・割合

分類	社数
(A) 投資家視点のマテリアリティを開示した企業	71社 (構成比 18%)
(B) マルチステークホルダー視点のマテリアリティを開示した 企業(投資家視点のマテリアリティを開示した企業を除く)	154社 (構成比 39%)
(C) マテリアリティを開示していない企業	168社 (構成比 43%)

※上記分類は、当法人の恣意性を防ぐため、エッジ社による分類をもとに集計しました。

(図表②) 各グループ別のPBR、β値、ROEの状況 (株価：2019年7月18日終値)

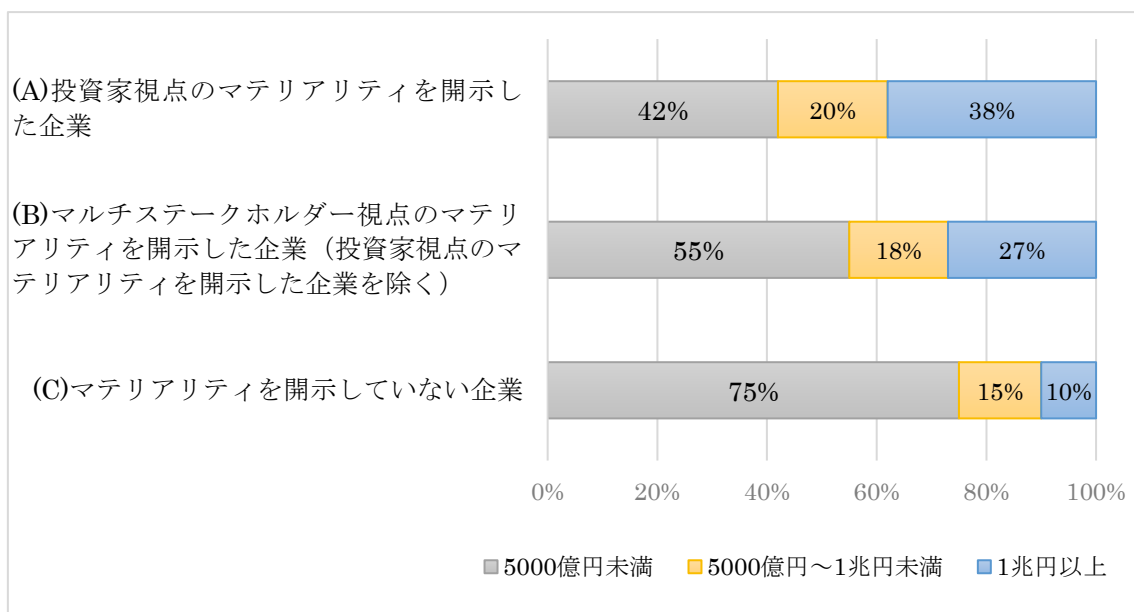
	PBR 平均	PBR1 倍割れ の企業の割合	β 値(過去 2年間)	β 値(直近 6ヵ月)	ROE 平均
(A)投資家視点のマテリア リティを開示した企業 71 社	1.69	44% 31/71 社	0.97	1.02	9.75
(B)マルチステークホルダー 視点のマテリアリティを開示 した企業(投資家視点のマ テリアリティを開示した企業 を除く) 154 社	1.32	49% 75/154 社	1.08	1.11	8.58
(C)マテリアリティを開示して いない企業 168 社	1.33	55% 93/168 社	1.11	1.15	6.68

株式市場からの評価として、ESGに関する取り組みが人財やブランドなどの非財務資産にどのような価値をもたらしているかを示すPBRで計ってみると、(A)は1.69倍と3つのグループのなかでは一番高く、(B)と(C)はそれぞれ同1.32、1.33倍と同程度でした。非財務資産がむしろマイナスであるPBR1倍割れの企業の割合も、(A)が最も低く、(B)(C)の順に大きくなります。市場の感応度としてβ値も、(A)(B)(C)の順にボラティリティが高く、(A)は低リスクの傾向が伺えます。なお、資本効率性ROEでは、(A)が最も高く、続いて(B)(C)の順に低くなっています。

以上のことから、投資家視点のマテリアリティを開示している企業は、マルチステークホルダーの視点のマテリアリティを開示している企業や、マテリアリティを開示していない企業と比較すると、相対的に価値創造能力に対する株式市場からの評価が高いことが伺えます。

また、企業規模の分布でみると、(A)(B)(C)の順に時価総額の大きな企業の割合が多くなっています。

(図表③) 企業規模（時価総額）の分布



企業規模（時価総額）が大きい企業は、小さい企業と比べると人手や費用がかけられ、投資家視点のマテリアリティの開示やIR活動に積極的に取り組めると考えられるため、時価総額別に細分化して同様の分析を行いました。

(図表④) 企業規模別のPBR、β値、ROEの状況

時価総額	5,000 億円未満	5,000 億円以上～ 1 兆円未満	1 兆円以上
(A)投資家視点のマテリアリティを 開示した企業 71 社	30 社(42%)	14 社(20%)	27 社(38%)
PBR 平均	1.26	1.61	2.20
PBR1 倍割れの企業の割合	21/30 社(70%)	5/14 社(36%)	5/27 社(19%)
β 値(過去 2 年間)	1.05	1.12	0.80
β 値(直近 6 カ月)	1.15	1.10	0.84
ROE 平均	6.35	10.97	12.90
(B)マルチステークホルダー視点 のマテリアリティを開示した企業 (投資家視点のマテリアリティを 開示した企業を除く) 154 社	85 社(55%)	28 社(18%)	41 社(27%)
PBR 平均	1.14	1.53	1.55
PBR1 倍割れの企業の割合	48/85 社(56%)	11/28 社(39%)	16/41 社(39%)
β 値(過去 2 年間)	1.08	1.10	0.95
β 値(直近 6 カ月)	1.11	1.14	0.98
ROE 平均	7.20	9.47	10.85
(C)マテリアリティを開示してい ない企業 168 社	126 社(75%)	25 社(15%)	17 社(10%)
PBR 平均	1.27	1.55	1.40
PBR1 倍割れの企業の割合	76/126 社(60%)	11/25 社(44%)	6/17 社(35%)
β 値(過去 2 年間)	1.13	1.09	1.04
β 値(直近 6 カ月)	1.18	1.11	1.01
ROE 平均	5.72	9.41	9.85

時価総額が 1 兆円以上の企業だけでなく、5,000 億円以上から 1 兆円未満の企業においても、全体と同様の傾向が伺えます。しかしながら、5,000 億円未満の企業では、同様の傾向は見られませんでした。これは、アナリストカバレッジの制約などでそもそも財務情報についての情報量が少なく、財務情報の偏在や株式の流動性などの要因が影響を及ぼしているとも考えられます。

4. 今後の期待 (参加投資家からの要望事項)

上述のとおり、環境・社会問題がもたらす経営上の重要課題 (マテリアリティ) は、投資家視点での特定化が大きな意味を持ちます。マテリアリティを特定化し開示していない企業やマルチステークホルダー視点で特定化した企業においては、環境・社会課題に対する取り組みと、ビジネスモデルや価値創造・競争優位の源泉との関連性が不明瞭であり、なぜその取り組みを行っているのか、なぜその課題を重要と考えたのかについて、よく理解できません。また、中長期戦略のなかにマテリアリティが組み込まれていないことが多く、投資家は環境・社会問題に対する取り組みが長期的な企業価値に与える影響を正しく

評価することができません。さらに、非財務の KPI も示されていないことが多く、取り組みの進捗状況を計ることもできません。

多くの投資家に明快に伝わるように、想定される経営環境の変化、リスクとしての影響の程度や成長機会として捉えた収益性の拡大の見込みなども加えながら、課題を明確化し、どのようにビジネスモデルを持続的に成長させようとしているか、あるいはビジネスモデルを変化させようとしているのか、より詳しくご説明していただきたいと考えます。同時に、マテリアリティは今後の経営にとって重要な課題であることから、中長期戦略の中のひとつとして取り組まれているものと考えますが、その具体的内容、目標と期間、投資とリターンの規模観、推進体制、さらに進捗状況を推し量るための KPI など併せてご説明いただくと理解が深まります。

当法人では、2019年10月より、マテリアリティを特定化し開示している、一定の時価総額以上の企業に対し、投資家視点でのマテリアリティを、より一層、投資家にわかりやすく理解されやすい形で明確化し、中長期戦略の中の重要な柱として取り組んでいただきたい旨の共通見解をまとめ、レター送付を開始しました。

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

事務局 木村祐基 山崎直実 大堀龍介

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iiccf.jp

以上

<参考>

株式会社エッジ・インターナショナル

「統合報告書 2018 年版調査～マテリアリティ～」2019 年 6 月 (抜粋)

http://www.edge-intl.co.jp/library/s2019_17.html

■ 調査概要と結果

自己表明型統合報告書 (※) を発行している日本の上場企業を対象に「マテリアリティ」に関連する下記の要素について、統合報告書における開示の有無を調査した。

- ① 投資家視点のマテリアリティ : 17.8% (71 社)
- ② ①について機会とリスクに分けた開示 : 9.0% (36 社)
- ③ リスクと対応策、または気候変動の機会とリスクの開示 : 20.4% (81 社)
- ④ 事業部門別の機会とリスク : 17.1% (68 社)
- ⑤ マルチステークホルダー視点のマテリアリティ : 47.5% (189 社)
- ⑥ マテリアリティの特定プロセス : 24.6% (98 社)
- ⑦ ⑥に SDGs を考慮 : 23.1% (92 社)
- ⑧ SDGs への言及 : 76.1% (303 社)

(※)企業価値レポーティング・ラボ(運営:株式会社エッジ・インターナショナル)が調査している「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2018 年版」の 414 社のうち、日本の上場企業 398 社を対象。