

サステナブル通信 第 93 号

今回のテーマは 『GPIF「スチュワードシップ活動報告」にみる 企業のサステナビリティ開示への期待』

日本では、ISSB 基準に整合した SSBJ 基準によるサステナビリティ開示の段階的な適用開始が予定¹されています。これにより、有価証券報告書においては、投資判断に資するサステナビリティ情報の充実が求められています。これまで多くの企業は、ESG 投資の拡大やコーポレートガバナンス・コード改訂（2021 年）を背景に、サステナビリティ課題への能動的な対応への要請が高まる中で、マテリアリティ（重要課題）を特定し、統合報告書やサステナビリティレポート等を通じて自社のサステナビリティに関する取り組みを発信してきました。翻って、投資家の視点に目を移してみると、企業に求めるサステナビリティ開示は、単に「何に取り組んでいるか」ではなく、「なぜそれが自社にとって重要なのか」「どのように企業価値向上につながるのか」といった価値創造ストーリーとしての説明がますます重視されるようになっていきます。本稿では、こうした投資家視点で期待されるサステナビリティ開示を紐解くことを目的として、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が公表した「2025/26 年スチュワードシップ活動報告」および「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」におけるサステナビリティ開示にかかる投資家の評価観点に焦点を当てた分析を試みます。

GPIF では、運用受託機関への期待として、「投資先企業の中長期的な価値向上やサステナビリティを考慮に入れてエンゲージメントを促進」するとともに、「マテリアリティを重視したサステナビリティに関する各種活動を推進」することを明確化しています。²こうした流れは、GPIF の運用に関連する投資先企業に対するエンゲージメントのみにとどまらず、運用受託機関をはじめとした多くの機関投資家における企業価値評価の観点として広がっていくことが予想されます。企業価値評価を取り巻くこうした動向を踏まえて、上述の報告書から読み取れる投資家の期待を整理するとともに、SSBJ 基準時代に企業が求められるマテリアリティの高度化や開示の方向性について考察します。

¹ SSBJ（サステナビリティ基準委員会）は 2025 年 3 月にサステナビリティ開示基準を公表。金融庁は時価総額に応じた段階的な適用開始を予定している。

² GPIF「2025/26 年 スチュワードシップ活動報告」HP 掲載の〈内田理事長コメント〉より（https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/2025stewardship_report.html）

1. 企業価値と一体化するサステナビリティ

GPIF は、2025 年度より従来運用受託機関向けに実施していた「優れた統合報告書」「優れた TCFD 開示」「優れた TNFD 開示」「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」といった媒体別のアンケートを「優れたサステナビリティ開示」へ一本化しました。背景には、SSBJ 基準による開示が段階的に開始される中、サステナビリティ情報を媒体ごとではなく統合的に考える必要性が高まっていることがあります。同アンケートにおいて選定対象となった日本企業 155 社におけるサステナビリティ開示は、統合報告書またはサステナビリティレポートを介したものが約 80% を占めています（図表 1）。しかしながら、第 2 章および第 3 章で示す通り、投資家からはサステナビリティ単体での CSR 的な開示ではなく、財務情報との接続が求められており、今後は統合報告書やサステナビリティレポートだけでなく、有価証券報告書を含めた一貫した情報発信が重要になると示唆されています。

また今回の調査では、「マテリアリティの観点から優れたサステナビリティ開示」を実践している企業として、味の素、伊藤忠商事、日立製作所、ソニーグループ、積水化学工業、東京海上ホールディングスなどが高い評価を獲得しました。注目すべきは、GPIF が単に「優れた開示」ではなく、「マテリアリティの観点から優れた開示」を評価軸に据えた点です。GPIF では、長期パフォーマンス向上を目指すサステナビリティ投資方針やスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関が行うエンゲージメント活動において、中長期的な価値向上とサステナビリティ活動の両面を重視する姿勢を見せています。このため運用受託機関においては、ESG 情報の量や個別の開示テーマそのものではなく、企業が何を重要課題と考え、それをどのように事業戦略や企業価値向上と結び付けているのかに注目が集まっている状況にあります。さらに、GPIF の国内株式運用受託機関へのヒアリングでは、企業との対話テーマも変化していることが報告されています。従来のような開示項目の拡充や株主還元だけでなく、マテリアリティに関して、

- ・ 事業戦略の整合性
- ・ 企業価値向上との関係性
- ・ 財務・非財務情報のつながり
- ・ KPI による進捗管理
- ・ ガバナンス体制との連動

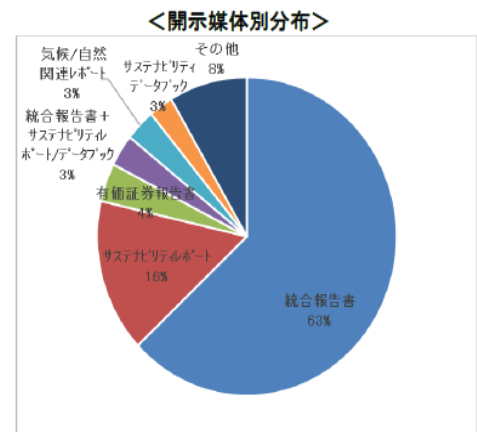
といった企業価値そのものに関わる論点へ対話が深化していることが確認されています。つまり、投資家にとってサステナビリティは独立したテーマではなく、事業戦略や資本コストを通じて中長期的な企業価値向上に結び付く経営課題になっているといえます。

2. SSBJ 基準時代に求められるマテリアリティの高度化

運用機関のコメントからは、多くの企業と投資家との間に共通する認識ギャップが存在していることがわかります。企業側では、「マテリアリティを特定すること」自体が目的化しているケースが少なくありません。一方で投資家は、「そのマテリアリティが企業価値向上にどう結び付くのか」を理解したいと考えており、企業のマテリアリティ開示の課題として、

- ・ 一般論的な ESG 課題の羅列に留まっている
- ・ 事業戦略との関連性が弱い

【図表 1】サステナビリティ情報の開示媒体



（出所） GPIF の国内株式運用機関が選ぶ「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』と同『改善度の高いサステナビリティ開示』」

- 財務影響が示されていない
- KPI が不足している
- マテリアリティ見直しプロセスが不透明

といった点が指摘されています。特に印象的なのは、「サステナビリティの取り組みがどう企業価値につながるのか、価値創造ストーリーの解像度が低い企業も散見される」とのコメントです。例えば「人的資本」をマテリアリティとして掲げる企業は数多く存在します。しかし、前述のコメントを踏まえると、人的資本についても施策そのものではなく、企業価値との関係性が重視されていると考えられます。言い換えれば、SSBJ 基準の導入を契機として、企業にはサステナビリティ課題を、単独で説明するのではなく、自社固有の価値創造ストーリーや事業戦略の中で位置づけ、財務インパクトまで含めて説明することがこれまで以上に明確に求められるようになったと言えます。

3. 好事例にみる「優れたサステナビリティ開示」の共通点

GPIF の運用機関が高く評価した企業の開示内容をみると、いくつかの共通点が確認できます（図表 2）。

【図表 2】4 機関以上の運用機関から高い評価を得た企業における評価のポイント

企業名	評価のポイント
味の素	味の素は、「ASV（Ajinomoto Group Creating Shared Value）」を経営の中核に据え、社会価値の創出と経済価値の創出を一体的に説明しています。健康寿命延伸や環境負荷削減といった社会的アウトカムと事業成長を結び付けており、財務・非財務のコネクティビティを意識した開示が評価されています。また、人的資本や環境目標について定量指標を用いて進捗や課題を示している点も評価されています。
伊藤忠商事	伊藤忠商事は、企業価値向上を「創出価値の拡大」「資本コストの低減」「成長力の向上」の関係で整理し、ビジョンや施策を明確に打ち出す形式でマテリアリティ、経営戦略、財務戦略を結び付けて説明しています。投資家が企業価値創造のメカニズムを理解しやすい構成となっており、人的資本や事業ポートフォリオ、リスク管理についても体系的かつ分かりやすく開示している点が評価されています。
日立製作所	日立製作所は、サステナビリティ戦略「PLEDGES」と中期経営計画を連動させています。また、統合報告書、サステナビリティレポート、有価証券報告書を相互補完的に設計することで、戦略から成果までを体系的に説明しています。Lumada を軸とした価値創造ストーリーに加え、気候変動対応やガバナンス、リスク管理に関する定量的な開示が充実している点が評価されています。サステナビリティレポートにおいては、明確な「サステナビリティ戦略 PLEDGES」（マテリアリティ）に沿って、サステナブル経営の重要プロセスを策定している点も評価されています。
ソニーグループ	ソニーグループは、パーパスを起点としてマテリアリティを整理し、人的資本や知的財産戦略との関係性を分かりやすく説明しています。エンタテインメントとテクノロジーを融合した価値創造ストーリーに一貫性があり、事業別のリスク・機会や KPI も明示されています。人的資本の育成やサプライチェーン管理など、持続的成長を支える仕組みの開示が評価されています。

積水化学工業	積水化学工業は、環境価値・社会価値と企業価値の関係を定量的に可視化している点が特徴です。サステナビリティ貢献製品の環境インパクトと収益性を併せて示し、社会課題の解決と企業価値向上の両立を分かりやすく説明しています。インパクト評価や貨幣価値換算など独自性の高い手法を活用している点も評価されています。
東京海上ホールディングス	東京海上ホールディングスは、気候変動・自然資本・サステナビリティを統合的に開示し、TCFD や TNFD を活用した体系的な情報提供を行っています。マテリアリティ、経営目標、役員報酬を連動させることで経営陣の説明責任を明確化しており、グローバル成長戦略や定量的な KPI 開示、第三者保証の活用による高い透明性が評価されています。

(出所) GPIF の国内株式運用機関が選ぶ「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』と同『改善度の高いサステナビリティ開示』」より弊社作成

これらの企業に共通するのは、

- ・ パーパスや経営理念との整合
- ・ 自社らしいマテリアリティの設定
- ・ 事業戦略との接続
- ・ 財務・非財務情報の統合
- ・ KPI による進捗管理
- ・ 企業価値向上との関係性の明示

といった点です。特にマテリアリティの特定については、サステナビリティを単なる社会貢献活動として捉えるのではなく、企業価値向上の源泉として位置付けており、事業レベルを超えて自社のパーパスや経営理念といった最上流まで遡ったうえで検討されています。また、人的資本、気候変動、知的財産、自然資本などの非財務要素について、KPI や目標、進捗状況を示しながら、それらが収益成長や競争力向上、リスク低減といった財務成果にどのような影響を与えるのかを明確化することで、財務情報と非財務情報を一体的に説明している点が共通しています。さらに、ビジネスモデル、リスク・機会、資本配分、ガバナンス、マテリアリティの関係を整理し、企業がどのように価値を創造するのかをストーリーとして示している点も特徴的であり、投資家が企業価値創造のプロセスを理解しやすい構成となっています。加えて、統合報告書だけでなく、サステナビリティレポートや TCFD・TNFD レポートなど複数の開示媒体を活用しながら、国際的な開示基準との整合性や第三者保証の活用などを通じて透明性の向上にも取り組んでいます。総じて、これらの企業は「何に取り組んでいるか」ではなく、「なぜその取り組みが企業価値向上につながるのか」を定量的かつ体系的に説明している点が評価されていると考えられます。

4. まとめ

従来のサステナビリティに関する取り組みや開示は、主にマテリアリティ特定や個別施策といった「活動事実」に焦点が当たっていたといえます。一方で、GPIF の報告書では、こうした活動が CSR や社会課題解決といった側面に偏り、企業固有の価値創造ストーリーとの接続、とりわけ財務インパクトに対する考慮・検討が不十分であるとの投資家の指摘が紹介されています。SSBJ 基準の適用を控える中で、改めて「自社にとって」本当に重要なマテリアリティを見極め、それが事業戦略や財務成果を通じてどのように企業価値向上につながるのかを、KPI などの定量情報も示しながら一貫したロジックで説明することが求められています。これは、前述した投資家の期待に応えるという観点のもとより、サステナビリティを「コスト」ではなく、企業価値創造に結びつく「投資」として再定義する好機でもあります。

こうした観点からも、有価証券報告書、統合報告書、サステナビリティレポートを個別に整備するのではなく、それぞれが同じ価値創造ストーリーを語るよう再設計することが重要です。サステナビリティ開示は、企業の競争優位や成長戦略を資本市場に伝える重要な経営ツールとして注目度が高まっており、投資家との建設的な対話を通じて企業価値向上を実現するための戦略的な開示へと発展させていくことが求められています。

以上

- ✓ 本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。
- ✓ また、本資料に関連して生じた一切の損害については、当社は責任を負いません。その他専門的知識に係る問題については、必ず貴社の弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談の上ご確認下さい。
- ✓ 記載した内容については、今後の法改正等により変わる可能性があります。
- ✓ 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用又は複製することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先
三菱UFJ信託銀行 法人コンサルティング部
ESG 戦略グループ