◆ 特別掲載 ◆

ISSB基準セミナーシリーズ 2023［第３回］

セクターアナリストに聞く IFRS S1号（全般的要求事項）の活用方法

≪プレゼンテーション≫
井　口　譲　二 CMA
（日本証券アナリスト協会
サステナビリティ報告研究会 座長）

河　合　哲　史
（IFRS財団マーケットエンゲージメントフェロー）

細　田　友貴子
（IFRS財団マーケットエンゲージメントフェロー）

≪パネリスト≫
八　並　純　子 CMA
（ニッセイアセットマネジメント株式会社
株式運用部 投資調査室 リード・アナリスト）

山　崎　雅　也 CMA
（野村證券株式会社 グローバル・リサーチ本部
エクイティ・リサーチ部）

≪モデレーター≫
井　口　譲　二 CMA

目　次

第Ⅰ部　プレゼンテーション：IFRS S1号の要求事項
１．IFRS S1号の概略
２．SASBスタンダードを使用した産業別開示

第Ⅱ部　パネルディスカッション：セクターアナリストに聞く IFRS S1号の活用方法
１．サステナビリティのリスクと機会の識別
２．「戦略」の開示
３．「指標及び目標」の開示
４．「ガバナンス」「リスク管理」の開示

第Ⅰ部　プレゼンテーション：IFRS S1号の要求事項

1．IFRS S1号の概略（井口譲二）

「ISSB基準セミナーシリーズ 2023」第３回では、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）によるIFRSサステナビリティ開示基準（以下、ISSB基準）に基づき開示されるサステナビリティ情報をアナリストはどう読み解けばよいかという具体的な議論に進む。第３回で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要求事項」（以下、S1）を、また、第５回（2024年３月開催予定）でIFRS S2号「気候関連開示」（以下、S2）を取り上げる予定である。両回とも、ESGアナリストではない、セクターアナリストに登壇していただき、ISSB基準に基づく開示情報の業績予想・投資判断への活用について議論する。

（本稿は2023年12月20日に日本証券アナリスト協会で収録し2024年１月に動画配信を開始した第３回の要旨である。）

©日本証券アナリスト協会　2024

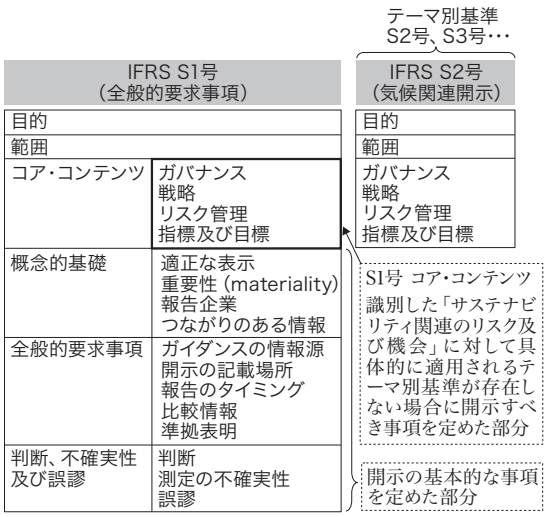
図表１の通り、2023年６月にISSBからS1およびS2の二つの基準が公表されている。投資家として企業を分析する際、S2の気候変動要因も重要だが、業種によっては、それ以外のサステナビリティ要因の方が重要なことも多いため、S1の役割は極めて重要であると考える。企業や業種によっては、生物多様性、人的資本、人権が重要になることもあり、それに対応したテーマ別基準がない場合は、S1に基づく情報開示が期待されている。

S1の開示プロセスとして、まず、企業は、企業の見通しに影響を与えると合理的に見込まれる、すべてのサステナビリティ関連のリスクと機会を識別することが求められる（**図表２**）。ISSB基準において、「企業の見通し」とは、短期・中期・長期にわたる企業のキャッシュ・フロー、ファイナンスへのアクセス、資本コストとされている。DCF法（分母に資本コスト、分子にキャッシュ・フロー）の算式を思い浮かべれば、企業価値算出に影響を与えるサステナビリティ要因の識別が求められていることが分かるだろう。気候関連のようなテーマ別基準がない場合には、企業は、まず、SASBスタンダードを参照・考慮してサステナビリティ要因を識別することが求められている。そして、次に、サステナビリティ要因の中から重要な情報、つまり、投資家などの意思決定に影響する情報を選別した上で、TCFDで馴染みがある、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標及び目標」という様式で開示することが求められている。

このように、S1では、サステナビリティ関連のリスクと機会の識別において、SASBスタンダードを参照・考慮することが企業に求められているため、SASBスタンダードを理解することは利用者であるアナリスト・投資家にとっても必要不可欠なことになる。

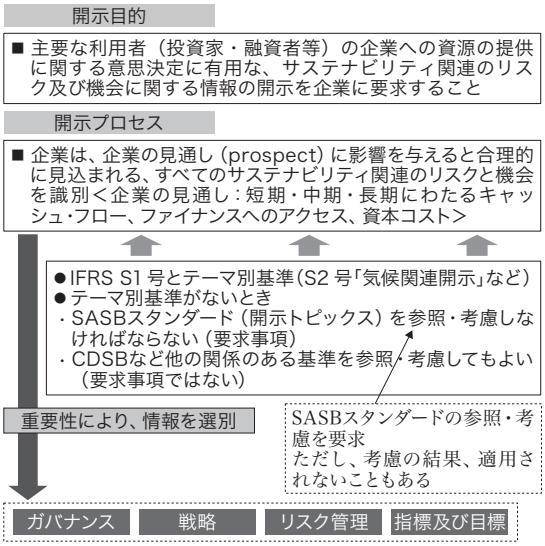
そこで、IFRS財団の細田氏、河合氏からSASBスタンダードについて説明していただき、その後、第Ⅱ部として、SASBスタンダードを含めたS1の活用について、産業や企業の状況をよく理解しているセクターアナリストと議論したい。

図表１　ISSB基準の体系



（出所）ISSB基準から井口譲二作成

図表２　IFRS S1号の開示目的と開示プロセス



（出所）ISSB基準から井口譲二作成

2．SASBスタンダードを使用した産業別開示（細田友貴子・河合哲史）

⑴ SASBスタンダードとは

まず、S1（全般的要求事項）において、SASBスタンダードを参照・考慮することが求められている。一方、S2（気候関連開示）では、S2の産業別ガイダンスを参照・考慮することが求められているが、この産業別ガイダンスはSASBスタンダードから気候関連を取り出したものであり、S1・S2を理解する上では、SASBスタンダードを理解することが重要となる。

SASBスタンダードには、「投資家の視点」「産業固有」「市場の情報に基づく」「証拠に基づく」「意思決定に役立つ」「高い費用対効果」という六つの特徴がある。最大の特徴は「投資家の視点」であり、SASBスタンダードでは、その産業内に属する企業の財政状態、経営成績、リスクの特性に影響を及ぼす可能性が合理的に高いサステナビリティのテーマ（開示トピック）が、特定されている。また、産業別スタンダードであることも大きな特徴である。サステナビリティ関連のリスクと機会にフォーカスしたSICS®（Sustainable Industry Classification System®）に基づき11のセクターに分類された全77業種の産業ごとにスタンダードが設定されている。

各産業別スタンダードの開示トピックと指標は、すべて同じプロセスを経て決定されている。具体的には、サステナビリティに関わる五つの課題、「環境」「社会資本」「人的資本」「ビジネスモデルとイノベーション」「リーダーシップとガバナンス」に基づいて業界リサーチを行い、投資家、企業、アカデミックからの意見も含めた市場からのフィードバックを得る。その後、証拠を精査し、パブリックコメントの期間を設け、最後にレビューおよびボードの承認というプロセスとなる。各産業別のスタンダードにつき、平均して六つの開示トピックと13の指標が含まれており、決して多くはないが、開示する企業にとっては高い費用対効果がある。

証拠に基づき、意思決定に役立つという観点では、すべての開示トピックが、いずれかの財務数値（収益、費用、資産、負債、資本コスト）に結び付いている。例えば、レストラン業界では「食品の安全」が開示トピックとして挙げられており、これが製品・サービスの需要を介して収益に影響を与えるということになる。77の産業固有の各スタンダードには、産業別サステナビリティ開示トピック、各トピックのパフォーマンスを測定する指標、データ収集に役立つ技術的な情報、サステナビリティ開示を平準化するための活動指標が含まれている。

⑵ 産業および開示トピックの選択

SASBスタンダードで最初に企業が直面する課題は、どの産業を選べばよいかということだが、前述のSICS®を用いることで、企業の主要な産業（Primary SICS Industry）を特定することができる。SASBスタンダードのウェブサイトにアクセスし（注1）、SICS®検索ツール（SICS® look-up tool）のボックスに企業名かTickerを入力すると、SICS®の業種分類に基づく主要な産業が表示される。例えば、「General Motors」と入力すると、「Automobiles」と表示される。また、Johnson & Johnson の Ticker である「JNJ」を入力すると、「Biotechnology & Pharmaceuticals」と表

（注1） https://sasb.org/find-your-industry/

示される。表示された一つの産業について開示しなければならないというわけではなく、例えば、Johnson & Johnsonの場合は、同社がマテリアルと判断する複数の産業別スタンダードに基づき開示している。したがって、SICS®検索ツールは企業の主要な産業を特定するための参考となるが、企業は、どの産業別スタンダードが自社にとってマテリアルな情報を含んでいるのかを判断することが重要となる。

産業を選んだあとは、開示トピックの選択が課題となる。企業が、SASBスタンダードで要求されるすべてのトピックがマテリアルな情報であると判断した場合は、それをそのまま開示すればよい。一方、すべてのトピックが該当するわけではない場合は、マテリアルではない情報を開示する必要はないが、その代わり、なぜマテリアルではないのか、自社がどういう状況であるかを説明すると、投資家にとって有用な情報となる。さらに、SASBスタンダードで要求されるトピック以外にもマテリアルな情報があると企業が判断した場合は、自社で考えたトピック、SASBのほかの産業別スタンダードのトピック、もしくはSASB以外の基準を用いたトピックを持ってきてもよい。

なお、SASBスタンダードは31の法域から340以上の投資家（2022年現在、運用資産81兆ドル以上）に支持されており、3,100以上の企業（2021年以降）がSASBスタンダードを利用して開示している。また、日本では、80社以上の企業（2023年12月現在）が開示している。

⑶ 国際化プロジェクト

SASBスタンダードについては、ステークホルダーから「特定の法域でしか使用されていない指標の開示等が要求されている」との声が多く寄せられていたため、ISSBによって、意見募集を経て（注2）SASBスタンダードの国際化プロジェクトが実施された。その対象は、SASBスタンダードの指標のうち、気候関連以外の指標である。SASBスタンダードにおける気候関連の指標は、S2の確定（2023年６月26日公表）前に行われた意見募集において、ステークホルダーからフィードバックを受け、S2の確定時に産業別ガイダンスとして既に確定しているためである。なお、今回の国際化プロジェクトで改訂されたSASBスタンダードについては、その改訂箇所を示した文書が、Blackline Documentとして2023年10月11日に公表されている。

国際化プロジェクトで改訂されたSASBスタンダードについては、IFRSウェブサイトの「International Applicability of the SASB Standards」ページから、11セクターに分類された77の産業別SASBスタンダードのBlackline DocumentおよびISSB理事会で承認された最終版（2023年12月19日公表）をダウンロードすることができる（注3）。

S2の産業別ガイダンスについては、IFRSウェブサイトの「IFRS Sustainability Disclosure Standards」ページで「IFRS S2」を選択し、さらに「Industry-based Guidance」へ進むと、11セクターに分類された77の産業のSASBスタンダードのうち、気候関連の開示トピック・指標があ

（注２） ISSBの公開草案「SASB®スタンダードの国際的な適用可能性を向上させるための方法論及びSASBスタンダード・タクソノミのアップデート」（コメント期限2023年８月９日）

（注３） https://www.ifrs.org/projects/completed-projects/2023/international-applicability-of-the-sasb-standards/ からPublished Documents を選択。

る68の産業別ガイダンスを閲覧することができる。

⑷　開示トピックおよび指標

SASBスタンダードにおける具体的な開示トピックおよび指標として、バイオテクノロジー・医薬品産業、電気電子機器産業、ハードウエア産業を例に、各産業で開示すべきトピック・指標を抜粋して紹介する（詳細は前述のIFRSウェブサイトで確認されたい）。SASBスタンダードは投資家に焦点を当てているため、財務上の影響を重視してトピック・指標が特定されており、また、企業と投資家とのコミュニケーションの促進を目的として、SASB Standards Engagement Guide for Companies and Investorsに産業別スタンダードの各トピックで想定される投資家からの質問事項が記載されているので、参照されたい（注4）。

ヘルスケアセクターに含まれるバイオテクノロジー・医薬品産業には、九つのサステナビリティ開示トピックがある（**図表３**）。例えば、「医薬品へのアクセス」トピックは、収益に大きな影響を与えると考えられ、指標として「医薬品アクセスインデックスで定義されている優先疾患および優先国におけるヘルスケア製品へのアクセスを促進するための行動とイニシアチブの説明」など、定性的な指標が挙げられている。「倫理観に則ったマーケティング」トピックは、営業費用および法的債務、無形資産に影響を与えると考えられ、指標として「虚偽のマーケティングクレームに関する法的手続による金銭的損失の総額」という定量的な指標が挙げられている。また、「従業員の採用、育成および定着」トピックは、収益、営業費用、無形資産に影響を与えると考えられ、指標として「科学者や研究開発人材の確保・定着の取組みについての説明」および「自発的離職率と非自発的離職率：執行役（員）・上級管理職、中堅管理職、専門職、その他の全従業員」が挙げられている。

図表３　SASBスタンダード：産業別サステナビリティ開示トピック

バイオテクノロジー・医薬品	電気電子機器
● 臨床試験参加者の安全（社） ● 医薬品へのアクセス（社） ● 購入しやすさと価格設定（社） ● 医薬品の安全性（社） ● 偽造医薬品（社） ● 倫理観に則ったマーケティング（社） ● 従業員の採用、育成および定着（人） ● サプライチェーンマネジメント（ビ） ● 企業倫理（リ）	● エネルギー管理（環） ● 有害廃棄物管理（環） ● 製品の安全性（社） ● 製品ライフサイクル管理（ビ） ● 資材調達（ビ） ● 企業倫理（リ）

ハードウエア
● 製品の安全性（社） ● 従業員の多様性と包摂性（人） ● 製品ライフサイクル管理（ビ） ● サプライチェーンマネジメント（ビ） ● 資材調達（ビ）

（図表注）括弧はサステナビリティに関わる次の五つの課題のうち該当するもの：
（環）：環境、（社）：社会資本、（人）：人的資本、（ビ）：ビジネスモデルとイノベーション、（リ）リーダーシップとガバナンス
（出所）IFRS財団資料

資源の変換セクターに含まれる電気電子機器産業には、六つのサステナビリティ開示トピックがある（**図表３**）。例えば、「有害廃棄物管理」トピックは、費用、法的負債に大きな影響を与えると考えられ、指標として「有害廃棄物の発生量」「リサイクル率」などの定量的な指標が挙げられている。S2の産業別ガイダンスに含まれる「エネルギー管理」トピックも費用面に影響を与える重要なものであり、指標として「エネルギー消費総量」「系統電力の割合」「再生可能エネルギーの割合」という定量的な指標が挙げられている。「製品の安全性」トピックは、電気電子機器産業におけるビジネスの根幹に関するものであり、収益、費用

（注４）　https://sasb.org/knowledge-hub/engagement-guide/

および法的負債に影響を与えると考えられる。指標として「リコール件数」などの定量的な指標が挙げられている。

テクノロジー＆コミュニケーションセクターに含まれるハードウエア産業には、五つのサステナビリティ開示トピックがある（**図表３**）。例えば、「製品の安全性」トピックは、収益、費用および法的負債に影響を与えると考えられ、指標として「製品のデータセキュリティリスクを特定して対処する方法の説明」という定性的な指標が挙げられている。「従業員の多様性と包摂性」トピックは、収益、費用に影響があると考えられ、指標として「経営者、管理職、技術者およびその他のすべての従業員における性別および多様性のあるグループの代表者の割合」という定量的な指標が挙げられている。「製品ライフサイクル管理」トピックは、収益、費用および法的負債に影響を与えると考えられ、指標として「IEC 62474（注5）申告対象物質を含む製品の収益割合」などの定量的な指標が挙げられている。

第Ⅱ部　パネルディスカッション：セクターアナリストに聞く IFRS S1号の活用方法（パネリスト 八並純子・山崎雅也、モデレーター 井口譲二）

1．サステナビリティのリスクと機会の識別

井口　第Ⅱ部では、ISSB基準のS1に基づく開示情報をセクターアナリストがどのように読み解き、活用するかについて、医薬品セクターを担当する八並氏および産業エレクトロニクスとITのセクターを担当する山崎氏を迎えて、議論したい。

最初に、担当セクターに影響を与える重要なサステナビリティ要因について伺う。企業が将来のキャッシュ・フローに影響を与えるサステナビリティ要因を識別し、そのリスクと機会に的確に対応していることを示すことは、アナリストの企業価値算出や投資判断に大きなプラスの影響を与えると考える。中長期的な業績予想や投資判断において、担当のセクターで重要であると考えるサステナビリティ要因は何かについて意見を伺いたい。

また、S1では、サステナビリティ要因の識別においてSASBスタンダードの参照・考慮が求められているため、第Ⅰ部で説明のあった、担当セクターにおけるSASBスタンダードの開示トピックを踏まえた上で重要だと思う開示トピックについても伺いたい。

八並　SASBスタンダードの開示トピックは、製薬会社の経営において、いずれも重要であると考える。投資家はこれらの情報を用いて企業の業績予想・投資判断を行い、事業継続に不可欠な状況が担保されているかを確認することができる。医薬品産業は、医薬品を創薬、開発、生産し、それを必要とする患者に適切に販売する産業であり、各バリューチェーンにおいて専門的な能力が必要とされるため、特に重要な開示トピックとして、「従業員の採用、育成および定着」と「医薬品へのアクセス」を挙げたい。

革新的医薬品を創出し続けるためには、高い専門スキルを持つ研究開発人材の存在が不可欠である。「従業員の採用、育成および定着」には、研

（注５）　国際電気標準会議（IEC）が発行している国際規格。IEC 62474 は、電気電子機器製品に関する含有化学物質の情報伝達についての規定。

究開発など、高度なスキルを持つ人材を引きつけ、維持するための戦略の説明が指標として含まれているため、研究開発人材の育成や維持に関する考え方や、規模、モニタリングの方法、経営リソースの投入やインセンティブなどの情報に基づき、企業間の比較・分析を行うことが可能になる。

また、「医薬品へのアクセス」では、指標として「医薬品アクセスインデックスで定義されている優先疾患および優先国におけるヘルスケア製品へのアクセスを促進するための行動とイニシアチブの説明」が求められている。これらは医薬品産業の社会的責任を担う重要な部分であり、様々な国の経済発展と医療ニーズのレベルの違いを考慮した価格設定の枠組みの中で、どの疾患をターゲットとして医薬品を開発し、流通させていくか、どのようなパートナーと組んでいくかを戦略的に考えていくことで、企業価値を高める可能性がある。さらに、SASBスタンダードの開示トピックをより広く捉え、企業の医薬品をグローバルで必要としているすべての人々に適切に届けるという視点で考えると、該当国の規制当局との関係性構築、どのようなパートナーと組んでいくか、上市後に必要とされる患者にどのように届けることができるかなど、開発段階から戦略的に考えることで、企業にとって機会の増加につながる可能性がある。

SASBスタンダードの開示トピックおよび指標には、グローバルで新薬を開発し、販売していく企業に関わる内容が多く含まれている。企業によっては、あまり重要でない内容が含まれている場合や、この中に含まれていない内容が重要な場合がある。企業には、重要な内容をトピックとして取り上げ、サステナビリティ戦略の中でハイライトしていただくと、中長期的な業績予想をする上で、投資家の理解がより深まるのではないか。

山崎　総合電機は非常に事業領域が広い。SASBスタンダードでは、資源の変換セクターに「電気電子機器」が含まれており、テクノロジー＆コミュニケーションセクターに「ハードウエア」「半導体」「ソフトウエアおよびITサービス」などの産業が入る。各産業で５～９個程度の開示トピックが挙げられており、いずれも重要だと思うが、少しリスクに偏っている印象がある。セルサイドアナリストとして、アクティブ運用という意味では、機会が分かるような仕組みを期待している。私が担当するセクターでは、DX（デジタルトランスフォーメーション）やGX（グリーントランスフォーメーション）という大きなトレンドがあり、それらが事業機会になっている。特に、第Ⅰ部で紹介のあった「エネルギー管理」トピックは重要な事業機会となっているが、これはS2での議論になるだろう。テクノロジー業界は、グローバルな競争が激しく、技術革新も速いため、エネルギー管理以外では、人材、資材調達（サプライチェーン）、知財（イノベーション）の三つが重要だと考えている。

人材については、グローバル展開を行う上で、多様性の確保が重要になっている。昨今では海外企業を買収するようなケースも増えており、グローバル展開では、ポスト・マージャー・インテグレーションという観点が重要になってきている。資材調達については、生産のグローバル展開や設備投資の実施において非常に重要になる。

また、知財については、イノベーションが成長の源泉となるため、差別化を図る上でも非常に重要であり、ライセンス収入なども、将来のキャッシュ・フローを見る上では重要となる。

井口　全般的にSASBスタンダードの開示トピックはアナリストにとって有用であると理解した。ただ、選んでいただいた開示トピックは、どちら

かというと機会に焦点が当てられている。ISSB基準ではリスクと機会の識別が求められるので、リスク要因の観点での開示トピックについても意見を伺いたい。

八並　医薬品産業は、人々の健康や生命の維持に直結する産業であり、各国での様々な規制に対応することが求められる。開示トピックには、医薬品の安全性に関わる内容やサプライチェーンマネジメントなど、事業を継続する上で予期しないことが起きた場合にキャッシュ・フローに大きく影響を与えるトピックが複数含まれており、開示トピック総数も九つと、他の産業と比べて多い。

例えば、「医薬品の安全性」トピックでは、安全性に懸念が生じた場合、製品の回収による機会損失や追加費用発生といった、売上に直結する影響だけでなく、関連リスクの不適切な開示、あるいは健康被害などの事象が起きた場合の不適切な対応が重大な賠償責任につながることがあり、企業業績に大きな影響を与える可能性があるため、投資家にとっても関心が高い項目だろう。

また、医薬品は、販売においても各国の規制に従ったマーケティング活動が求められている。「倫理観に則ったマーケティング」トピックは、企業の法的および規制上の罰金、マーケティング活動を管理する倫理規定の開示を求めている。重大なコード違反や適応外使用の拡大などは、規制当局からの罰金、あるいは重大な賠償責任につながる可能性があるため、そのようなリスクをいかに下げるかは、投資家にとっても重要な視点だと考える。

山崎　どうしても機会に注目しがちであるが、機会が大きければ基本的にはリスクも大きいといえるため、リスクへの考慮も重要である。例えば、人材の観点では人材流出や買収してもうまくいかないケース、サプライチェーンでは不採算プロジェクトの発生、知財では侵害など、様々なリスクがあるため、常に見ていかなければならない大きなテーマであると考える。

井口　大変、示唆に富む、現役のアナリストの意見をお聞きできた。お二人の話をまとめる形で二つコメントしたい。一つは、SASBスタンダードの開示トピックは、全般的には、リスクや機会といった企業の状況を把握する上で、アナリストにとっても大変有用であること、もう一つは、業績予想や将来成長の分析においては、SASBスタンダードの開示トピックを発展させることが必要となる場合もあるということである。

例えば、八並氏が挙げた「医薬品へのアクセス」については、新興国に限定するのではなく、先進国も含めて必要とする患者に医薬品を届けることであると解釈すれば、アナリストもさらに有用に活用できるだろう。また、山崎氏が挙げた知財（イノベーション）も、SASBスタンダードでは侵害に焦点が当たっているが、知的資源の活用へと解釈を広げると、活用の度合いが広がるということであった。ただ、この場合でも、SASBスタンダードは、サステナビリティ要因にどのような開示トピックがあるか、アナリストが理解する際のヒントになり得るという点で有用と理解した。

なお、ISSBのアジェンダ協議に対して、2023年９月に日本証券アナリスト協会のサステナビリティ報告研究会から提出した意見書の中では、次の基準を開発するテーマとして「人的資本」の優先度が最も高いと主張しており、人的資本関連の開示トピックが重要であるとの両氏のコメントに賛同したい。

２．「戦略」の開示

井口　S1のコア・コンテンツは、「ガバナンス」「戦

略」「リスク管理」「指標及び目標」の順だが、ここでは、「ガバナンス」「リスク管理」は最後に議論したい。

まず、「戦略」の開示は、投資家等の利用者が、サステナビリティ関連のリスクと機会に対する企業の戦略を理解できるようにすることを目的としており、**図表４**に開示要求事項として私が重要だと思うポイントをピックアップしている。投資家としては、戦略を前提とした場合に、短期･中期･長期で、「財政状態」「財務業績」「キャッシュ・フロー」がどのように変化すると予想されるかについての開示（④）が、企業価値分析で最も重要だと考える。多くの投資家は、投資による財務リターンを最も重視しているため、サステナビリティ戦略の成否だけではなく、それが企業の財務にどのように影響するかを知りたいからだ。私が経営者と議論する際には、ここを最も重要なポイントとしている。

ここでは、サステナビリティ要因に対する「戦略」の開示をどのように業績予想や投資判断につなげているか、あるいは、「戦略」の開示が業績予想や投資判断にどのように影響しているのかについて伺いたい。

図表４　IFRS S1号における「戦略」の開示目的・開示要求事項の概要

「戦略」の開示目的

■ 主要な利用者が、サステナビリティ関連のリスク及び機会を管理するための企業の戦略を理解できるようにすること

「戦略」の開示要求事項

① 企業の見通しに影響を与えることが合理的に見込まれるサステナビリティ関連のリスクと機会
② サステナビリティ関連のリスクと機会が、企業のビジネスモデル・バリューチェーンに与える、現在の及び予想される影響
③ サステナビリティ関連のリスクと機会が企業の戦略・意思決定に与える影響
④ サステナビリティ関連のリスクと機会が、当期、及び、短期・中期・長期の財政状態、財務業績、キャッシュ・フローに与える定量的・定性的な影響
　✓当期・翌期の財務諸表に与える影響
　✓企業の戦略を前提とした場合、短期・中期・長期で、財政状態・財務業績・キャッシュ・フローがどのように変化すると予想されるか
⑤ サステナビリティ関連のリスクに対する戦略及びビジネスモデルのレジリエンス
　✓レジリエンスに関し、定性的評価、該当ある場合は、定量的評価
　✓他の基準に定めがある場合はそれに従う（例えば、S2号のシナリオ分析など）

（出所）ISSB基準から井口譲二作成

山崎　「戦略」の開示は、短期・中期・長期のいずれの業績予想にも影響があるため非常に重要であり、考慮しているのが実情だ。特に企業の中期計画の実現可能性は、サステナビリティ要因で決まる部分が大きいと考えており、人材、資材調達、知財といった部分で、本当にその企業が目指す方向性が実現できるかどうかを見ている。

例えば、人材では、従業員のエンゲージメントが高くなければ、経営陣が思っている通りには動かない。海外のM＆Aのケースでも､買収後に次々と人が抜けていくことがある。M＆Aが中期計画に入っている場合には、継続的にM＆Aができるか否かも重要なポイントになる。資材調達では、コロナ禍でサプライチェーンが混乱するといったケースもあったため、実際にサプライチェーンがうまく動くかどうかは非常に重要であり、複数の工場で製造するマルチファブ化において、いわゆるBCP（事業継続計画）体制ができているか否かも大事だ。知財は、競争力の源泉になるため、将来のシェアの動向を見る上で重要となる。

八並　最も重要なのは、サステナビリティ戦略が企業価値創造につながるものであるかどうかという視点である。サステナビリティ戦略の中で、人的資本戦略は重要な要素だが、企業価値創造、企業戦略と結び付けて開示する企業も増えていくのではないか。

例えば、医薬品産業における創薬という視点では、いかにイノベーションを生み出す組織文化を醸成するかが重要となるため、こういった視点を中期経営計画の重要な項目の一つに設定し、詳細な戦略を開示している企業もある。これらは、中

長期的な投資を考えていく上で、定性的な判断に役立つ。また、具体的なKPIを開示している企業の場合、その進捗を確認することで、企業が将来の目指したい姿に向かって進展しているかどうかを判断することができ、投資家が企業と対話する際にも活用できる。

医薬品産業は人々の健康や生命に直結しており、必要とされる医薬品を供給し続ける、あるいは革新的な医薬品を創出するといった事業活動そのものがサステナビリティであるとの考え方に基づき、特定の疾患領域にコミットしている企業もある。この場合は、当該製品の成長、あるいは収益性の確保が業績予想に直結してくるため、どのように当該領域における創薬能力を維持、発展させていくのか、あるいは必要としている患者に届けるためのアクセスは確保できているのか、様々なステークホルダーとの関係性や将来の研究開発資金を確保していくためのビジネスモデルをどのように構築していくのかといった戦略が重要になってくる。

SASBスタンダードに基づく開示要求にすべて対応しなければならないと考えるところからスタートすると、企業の負担も増え、アナリストが情報を使いこなせなくなる可能性もあるため、企業が自社の企業価値創造において重要と考えるサステナビリティ関連の開示トピックについて、できればマネジメントKPIとの関連性も含めて戦略を開示し、より良い開示にしていけばよいのではないかと考える。

井口　将来のキャッシュ・フローに影響するサステナビリティ要因を識別した上で、それに対する戦略が企業においてしっかり立案されることが、アナリストにとっても大変重要であると理解した。

3.「指標及び目標」の開示

井口　「指標及び目標」の開示は、アナリストなどの利用者が、サステナビリティ関連のリスクと機会に対する企業のパフォーマンスを理解できるようにすることを目的としており、**図表5**に開示要求事項として私が重要だと思うポイントをピックアップしている。気候関連のテーマ基準であるS2に比べると、S1では、包括的なサステナビリティ要因に対応する必要もあり、例えば、②の「企業が測定・モニタリングするために用いている指標」など、あまり詳細な定めは置いていないことが理解できる。ただし、企業の戦略についての目標の設定と目標に対する進捗の開示は、戦略の進捗度合いを理解する、あるいは戦略の方向性がより明確化されるという点において、アナリスト・投資家にとって、非常に重要な開示になると考え

図表5　IFRS S1号における「指標及び目標」の開示目的・開示要求事項の概要

「指標及び目標」の開示目的

■ 主要な利用者が、サステナビリティ関連のリスク及び機会に関連する企業のパフォーマンス（企業が設定した目標及び法令により要求されている目標に向けた進捗等）を理解できるようにすること

「指標」の開示要求事項

① 適用される「IFRSサステナビリティ開示基準」で要求されている指標（S2号の気候関連など）
② 企業が以下を測定・モニタリングするために用いている指標
　✓サステナビリティ関連のリスク又は機会
　✓サステナビリティ関連のリスク又は機会のパフォーマンス（目標に向けた進捗等）
　✓指標の開示において、産業への参加を特徴づける共通の特徴に関連する指標を含めること
③ 具体的に適用される「IFRSサステナビリティ開示基準」がない場合
　✓SASBスタンダードを参照・考慮しなければならない（考慮の結果、適用されないこともあり得る）
　✓CDSB・GRIなどを参照・考慮してもよい（IFRSサステナビリティ開示基準と矛盾しない範囲内で）

「目標」の開示要求事項

○ 戦略の達成に向け、企業が設定した目標、法令により要求されている目標に関する情報（以下を含む）
　✓具体的な定量的・定性的目標、期間、基準年、マイルストーン・中間目標、目標見直し時の説明など

（出所）ISSB基準から井口譲二作成

る。

そこで、アナリスト業務における「指標及び目標」の重要性、また、先ほどの「戦略」の開示での議論を踏まえ、どのような指標や目標が望ましいと考えるか、意見を伺いたい。

八並　医薬品産業に求められている重要なサステナビリティの一つは、革新的な、あるいは必要とされている医薬品を上市し、それを必要とする患者に適切に届けていくことである。したがって、サステナビリティ戦略を推進していく上でのマイルストーンとして、開始した臨床試験数や新薬の承認数、自社製品にアクセスできる国の数などは、企業のサステナビリティ戦略が推進されていることを確認する上で、重要な指標であると考える。疾患の領域によっては、目標となる患者数が開示されている場合もある。そうした指標は、戦略の取組み状況と進捗を理解する上での目安になる。

人的資本戦略の視点では、SASBスタンダードで挙げられている離職率などの指標に加えて、社員エンゲージメントの指標やサクセッションに関する指標、高度な専門人材の充足率や人数などを開示している企業もある。例えば、専門人材の充足率や人数の推移を見ることで、企業の競争力が維持できているのか、あるいは目指す姿に近づいているのかといったことを定性的に判断することができる。また、自社の戦略を推進する上でDX化を重視している企業では、デジタル人材の数などを指標としている場合もある。さらに、新しい収益機会を追求しようとする際には、人材や組織に求められるスキルも変わってくるため、そのような人材をどの程度充足できているかなどについて、客観的に指標化されていれば、積極的に新しい機会を追求しようとする企業の戦略をより深く理解することができる。

安全性の視点では、医薬品は、製造においても規制当局に承認された要件を守る必要がある。企業が展開している事業領域によっては、原材料の確保や生産能力の確保が極めて重要な場合があるため、それらが指標や目標として開示されれば、投資家は、企業がサステナブルに経営していくために何が重要であるかを理解することができる。

山崎　八並氏が言及された、デジタル人材の数は、医薬品産業で開示されれば、デジタル分野をカバーしているアナリストとしても有用である。人材の観点では、そのほかにも、女性管理職比率、海外比率について、多くの企業が既に開示しているが、それ以上に重要だと思われるのは、特定技術を有している資格者数、グローバルな人事制度、現地人材登用の進捗度などである。また、IT業界では、オフショア・ニアショア委託などの定量的な情報が重要である。

資材調達では、電子機器であれば、海外生産比率、現地調達比率、グリーン購入比率、半導体であれば、製造工程の前工程と後工程それぞれでの自社生産と外部生産委託の比率などが重要である。

知財では、ライセンス収入を直接開示するのは難しいと思うが、特許件数、ライセンス購入、産官学の連携等の定性情報などが、指標として重要であると考える。

井口　アナリストには担当セクターがあるが、その指標だけではなく、担当外のセクターの指標も予測する際の参考になるという発言は非常に興味深かった。また、ビジネスモデル、業種によって必要とされる適切な指標は異なっており、アナリストが確信を持って業績予想を行うためには、適切な指標や目標の設定がいかに重要であるかを、よく理解することができた。

4.「ガバナンス」「リスク管理」の開示

井口　「ガバナンス」については、本セミナーシリーズ第１回の小森博司氏（ISSB理事）の発言でも、また、第２回のパネルディスカッションでも、その役割の重要性が議論され、確認することができた。「ガバナンス」の開示は、アナリスト・投資家にとって、先ほど議論した「戦略」の実効性を理解する上で大変重要だと考える。

図表６に、「ガバナンス」の開示要求事項について、私が重要と思うポイントをピックアップしている。取締役会を含むガバナンス機関等と経営者の役割に分けて開示要求事項が示されており、このことから、ISSB基準では、経営者の役割とともに、取締役会などのガバナンス機関の役割が重視されていることが確認できる。

①のガバナンス機関等の開示項目を見ると、かなり詳細に定められており、監督するための適切なスキルや能力、議論の状況、経営者報酬への算入も含めた監督・モニタリングの方法などの開示が求められている。これらはまさに、取締役会の実効性について、投資家が企業に開示を求める内容と同じである。

「リスク管理」については、**図表７**の開示目的にあるように、サステナビリティ要因のリスクだけではなく、機会も含めた管理プロセスの開示が要求されている。また、企業の全体的なリスク管理プロセスへの統合の程度・方法についての開示も求められており、最終的には、リスク管理をガバナンスの監督・モニタリングにつなげているところが特徴的だ。

そこで、企業価値向上の観点で、どのようなサステナビリティに対するガバナンスが望ましいか、また、「ガバナンス」の開示が、業績予想や投資判断にどのように影響するかといったことについて意見を伺いたい。

山崎　サステナブルな成長のためには、ガバナンスの進化がすべての出発点になると考えている。私自身、30年以上のアナリスト経験があるが、これまで日本の企業がグローバルに負けてきたという歴史がある。しかし、日本の企業は、この10年ほどでガバナンスが進化し、強くなってきている。

図表６　IFRS S1号における「ガバナンス」の開示目的・開示要求事項の概要

「ガバナンス」の開示目的
- ■ 主要な利用者が、サステナビリティ関連のリスク及び機会をモニタリング、管理、監督するために企業が用いるガバナンスのプロセス、統制及び手続を理解できるようにすること

「ガバナンス」の開示要求事項

①リスク及び機会の監督に責任を負うガバナンス機関（取締役会、委員会など）等を特定し、以下の情報を開示する
- ✓ガバナンス機関等の役割・方針など
- ✓ガバナンス機関等が、戦略を監督するための適切なスキルや能力が利用可能であるか、又は、開発する予定であるかを判断する方法
- ✓ガバナンス機関等に情報連携される方法と頻度
- ✓ガバナンス機関等による、戦略・意思決定・リスク管理プロセスなどの監督における、サステナビリティ関連のリスク及び機会の考慮の方法
- ✓ガバナンス機関等による、目標設定の監督方法とその進捗に対するモニタリング方法（経営者報酬への算入への考慮も含む）

②経営者の役割
- ✓経営者の役割が委員会等へ委任されているか、委員会等への監督方法など

（出所）ISSB基準から井口譲二作成

図表７　IFRS S1号における「リスク管理」の開示目的・開示要求事項の概要

「リスク管理」の開示目的
- ■ 主要な利用者が、サステナビリティ関連のリスク及び機会を識別、評価、優先順位付けし、モニタリングする企業のプロセスを理解できるようにすること
- ■ 企業の全体的なリスク・プロファイル及び全体的なリスク管理プロセスを評価できるようにすること

「リスク管理」の開示要求事項
- ✓サステナビリティ関連のリスクを識別・評価・優先順位付け・モニタリングするためのプロセス・方針
- ✓サステナビリティ関連の機会を識別・評価・優先順位付け・モニタリングするためのプロセス
- ✓上記のプロセスの企業の全体的なリスク管理プロセスへの統合の程度・方法

（出所）ISSB基準から井口譲二作成

例えば、人材の分野では、グローバルな人事制度ができて、海外の企業を買収し、うまく進みはじめたが、特にトップの資質に関しては、指名委員会の設置に加え、CEOサクセッションプランや候補者を育成する仕組みについての開示が必要であると考える。また、取締役会のスキルマトリックスは、企業が次に目指す方向性を示しており、多様性という意味でも重要だ。

サプライチェーンの分野では、リスク管理がどこまでできているかという点は重要である。コロナ禍で半導体が不足し、自動車業界だけではなく、私が担当している電機業界にも大きな影響が出たため、調達から始まるサプライチェーン全体をいかにコントロールするかが重要になっている。イノベーションの分野でも、それが評価項目にどのように入っているかによって実効性が変わってくる。

われわれはどうしてもPL・EPS至上主義になりがちだが、ガバナンスが効いていると、利益の質が改善し、キャッシュ・フローも改善していくため、ガバナンスは非常に重要だと考えている。

八並　取締役会でどの程度サステナビリティについて議論されているかは、重要な視点の一つだ。戦略を掲げるにとどまらず、サステナビリティ推進委員会などで設定したKPIをモニタリングする仕組みがあり、それがどの程度の頻度で報告され、評価されているかといったことも、実効性の視点から重要である。

医薬品は極めて専門性の高い領域であるため、取締役会が医薬品産業に特徴的なサステナビリティを適切に評価判断できるのかといった視点も重要である。医薬品産業を深く理解しているバックグラウンドを持つ社外取締役が含まれているかは、一つの判断基準になる。日本にはそうした人材は少ないため、難しい場合には、有識者によるアドバイザリーコミッティなどで、そのようなバックグラウンドを持つ方に評価、議論してもらい、そこで得られたアドバイスなどを取締役会での議論に活用するといったことも可能だと考える。

近年では、報酬基準にサステナビリティ関連の要素を含める企業も増えている。その場合、定性的な判断になる場合も多く、投資家からはその判断基準が分からない場合も多いため、今後は、報酬委員会で適切に評価しているかといった視点が求められてくるだろう。

井口　アナリストにとって、企業の業績予想に対する確信度を高める上で、取締役会の役割をはじめ、ガバナンスが非常に重要であることが理解できた。ISSB基準というと、S2のスコープ３の開示が難しいといった部分に焦点が当たりがちだが、最も重要なのは実はガバナンスの開示であり、日本企業にとっては難易度が高い部分でもあると改めて認識した。両氏から指摘があったように、ガバナンスなくしてサステナビリティの開示はないと考えている。

本日は、セクターアナリストの両氏に登壇していただき、S1について議論した。私の知る限り、現役のセクターアナリストがISSB基準について議論する企画はグローバルでも珍しく、非常に意義のある内容であったと考える。ご登壇者の皆さん、ありがとうございました。

本稿の内容は、登壇者が所属する組織・グループを代表するものではなく、個人の見解によるものである。