

ディスクロージャーの高度化

～激変する環境においてサステナブルな価値を共有するために～



SBI大学院大学 准教授

上田 亮子

1. はじめに

2021年秋に発足した岸田政権による「新しい資本主義」においては、成長と分配の好循環が目指されている^(注1)。そのためには、サステナビリティに代表される非財務情報の充実が期待され、金融庁金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて情報開示制度の高度化について、サステナビリティ開示の強化、四半期開示のあり方等につ

いて議論が進められている。そこでは、「新しい資本主義」における重点課題として、人的資本の開示についても検討が行われている。

また、2022年2月以降のロシア・ウクライナ情勢に関連して、3月期決算会社の多くは年度末を控えて、リスクの程度と業績へのインパクトについて急遽検証することが求められている。これは、事業や市場の環境が急激に変化するなかで、企業によるリスク認識およびディスクロージャーについての課題を浮き彫りにした。

本稿では、このような背景から、ディスクロージャーの高度化と課題について考察を行いたい。

- ――目次――
1. はじめに
 2. 企業価値の時間軸とディスクロージャー
 3. 人的資本に関するディスクロージャー
 4. ロシア・ウクライナ問題が浮き彫りにした適時開示の問題
 5. おわりに

2. 企業価値の時間軸とディスクロージャー

企業価値については、伝統的な財務情報が

ら計測できる価値にとどまらず、昨今では非財務情報を反映して中長期の企業価値評価について焦点が当てられている。特に、サステナビリティの重要性が高まり、サステナビリティ要素はリスク要因のみならず、機会要因としても認識されている。サステナビリティについては、一般的には中長期的な企業価値に影響を与える要因であると認識されるが、カーボンニュートラル等の政策・制度の変更や感染症パンデミック等の急激な社会経済構造が急激に変化する環境下においては、中長期的な経営課題が短期的な企業価値にも影響を与える要因となる。

会社が経営戦略において企業価値を検討し、あるいは会社と投資家との対話において企業価値の方向性について議論する場合には、企業価値を短期、中期、長期という時間軸で分解してアプローチすることが有効である。

なお、短期、中期、長期の時間軸については、それぞれ短期は1年程度、中期は3年程度、長期は5年以上を想定している（注2）。ここでは、比較的長期を志向するとされる日本企業と比較的短期を志向するとされる海外投資家との中間をとる形で、このような期間を設定している。もちろん、気候変動などの環境問題のように、サステナビリティについては、10年単位での超長期での企業価値の検討が必要になるが、本稿では長期に含まれるものとして取り扱う。

(1) 短期的な企業価値

短期的な企業価値は、財務情報や過去の業績との連関が高い。非財務情報については、比較的中長期的な経営課題に関連することから、連関は低い傾向がある。財務情報や業績との関連性が強いことから、計測可能性も高く、株価への影響も高いと考えられる。財務や業績に影響が出やすいという性質上、資本政策や事業戦略等の経営課題が密接に関係する場合が多い。

このような短期的な企業価値に関心が高い投資家は、アクティビストやアクティブ・バリュー投資家など、比較的短期間での投資収益の確保を目指す投資家が多い。アクティブ投資家のなかには中長期的な視座で企業価値を分析する投資家も多いが、一定の投資ホライズンでの目標設定を行っている場合が少なくないことから、短期の企業価値の積み重ねで結果的に中長期的な企業価値につながるという見方がなされることもあると考えられる。

(2) 中期的な企業価値

中長期的な企業価値は、財務情報とともに、非財務情報との連関も高まり、計測可能性も比較的高いと考えられる。事業戦略に結び付いた事業投資（研究開発、DX）、事業ポートフォリオの見直しの成果が出てくるタイミングでもあると考えられる。会社の中期経営計画との整合性も高いことから、株価への影響や投資家の予測可能性も相応に高い。アクテ

(図表 1) 企業価値と時間軸

		財務情報 との連関	非財務情報 との連関	計測可能性	株価への 影響	関連する経営課題	関心の高い投資家層
企業価値	短期	強 ↑	弱 ↑	強 ↑	強 ↑	資本戦略、事業戦略	アクティビスト、 アクティブ・バリュー投資家
	中期	↓	↓	↓	↓	研究開発、DX投資	アクティブ・グロース投資家、 パッシブ投資家
	長期	弱 ↓	強 ↓	弱 ↓	弱 ↓	サステナビリティ（気候変動、 人的資本等）	パッシブ投資家

(出所) 筆者作成

イブ・グロース投資家とともにパッシブ投資家の関心も高いため、資本戦略や事業戦略のほか、研究開発投資やDX投資等の将来投資に対する考慮も求められる。また、サステナビリティに関連する要素についても、政策や制度の変更等については、中期的な事業戦略に対する影響も出てくる。業績に直接関連する財務情報だけではなく、サステナビリティ等を含む非財務情報についても、企業価値を分析、検討する観点から充実が求められる。

長期的な企業価値については財務的分析が困難になることから、財務的分析が比較的しやすい中期的な企業価値を検討し、中期的な企業価値の成果に基づいた長期的な方向性を設定したうえで、長期的な企業価値を検討することが実効的であると考えられる。そのため、企業価値を検討するうえでは、もっとも重要な時間軸といえよう。

(3) 長期的な企業価値

長期的な企業価値は、過去の経営成績の延長線である財務報告からの推定に基づいた財務的な予測、分析が難しいという性質がある。

他方では、短期的な企業価値への影響が比較的軽微なサステナビリティ等の経営課題については、長期的な事業戦略、事業ポートフォリオに対する影響は大きくなると考えられる。そのため、長期的な企業価値を推測するためには、非財務情報の重要性が高まる。気候変動などの環境問題、長期的な投資となる人材投資等のサステナビリティへの取り組みは、長期的な企業経営の方向性に影響を与える要素であると考えられる。

市場全体の価値拡大からリターンを得ているパッシブ投資家は、長期的な企業価値に対する関心が高い。またアセット・オーナーのなかでも、投資ホライズンが比較的長期の公的年金等は、長期的な企業価値の維持、向上につながる責任投資に注力する傾向が高い。そのため、長期的な投資先企業の企業価値につながると考えられるサステナビリティ問題の投資プロセスへのインテグレーション（組み込み）、委託先運用機関に対してサステナビリティ問題への取り組みについても推進している。

(図表 2) 米国SECによる人的資本のディスクロージャー

Regulation S-K Item 101 (c)
・プリンシプルベース・アプローチについて明記 ・当該企業の事業について理解するために重要（マテリアル）な範囲において、人的資本・人的資源に関する開示が求められる ・人的資本・人的資源には、①人的資本についての説明（従業員の人数等）、②会社が事業を運営する上で重視する人的資本の取組みや目標（会社の事業が労働力の性質に応じて、人材の開発、誘致、維持に対応するための取組みや目標等）などが含まれる

(出所) SEC, “Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105” (2020)、金融庁「第3回 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料1」(2021年10月29日) 参照。

説明される（注4）。

3. 人的資本に関するディスクロージャー

(1) 米国SECにおける規則改正

SECは、非財務情報の開示に関する規則を改正し、2020年11月から適用されている（注3）。そこでは、人的資本に関するディスクロージャーの義務付けが新設された。改正後の規則においては、会社の事業を理解するために重要な範囲で、人的資本についての情報開示を求めている。そこでは、プリンシプルベース・アプローチに基づいて、重要性（マテリアリティ）の観点から、会社が必要と考える情報を開示することが期待される（図表2）。

伝統的に、米国のディスクロージャー規制はルールベース・アプローチに則っているが、サステナビリティを含む非財務情報の開示については、プリンシプルベース・アプローチが採用されている。人的資本開示に含まれる指標や目標については、時間の経過や企業の事業展開地域、基本的な事業戦略等によって大きく変化する可能性があることを踏まえ、詳細な規定を盛り込まないこととしていると

(2) 英国FRCにおけるTCFDモデルの人的資本への応用

英国財務報告評議会（FRC：Financial Reporting Council）は、2020年1月に、人的資本の開示に関する報告書「人材に関する会社報告」（注5）を公表した。同報告書においては、投資家に対するディスクロージャーの高度化という観点から、投資家の求める情報と企業に対して期待されるディスクロージャーのあり方、企業が自ら考えるべき項目について、具体例も示しながら説明が行われている。そこでは、気候変動に関するTCFDの開示モデルを参考にして、「ガバナンスと経営」「ビジネスモデルと戦略」「リスク管理」「指標と目標」という枠組みに基づいて、人的資本について望ましい開示のあり方について示されている（図表3）。このTCFDモデルの活用は、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB；International Sustainability Standard Board）におけるサステナビリティ開示要求事項の策定、我が国の有価証券報告書の開示項目の見直しにおいても参考にさ

(図表3) 英国FRCによる人的資本のディスクロージャー

ガバナンスと経営	・取締役会による従業員関連事項の監督、および従業員にどのように関与しているか ・従業員に関する課題の検討や管理における経営者の役割 ・取締役会による従業員関連事項の検討が、戦略的意思決定にどのように影響を与えるか
ビジネスモデルと戦略	・企業が与える従業員の範囲（全従業員数、従業員の構成（サプライ・チェーンにおける雇用構成（直接／契約／それ以外）を含む） ・企業が戦略的資産として従業員に投資しているかどうか。該当する場合にはどのように投資するか ・従業員がどのように組織の価値を創出するか。当該価値を高める機会があるか ・従業員モデルがビジネスモデルをどのように支えるか。 ・組織が特定した従業員に関連するリスクと機会が、会社のビジネス、戦略、財務計画にどのように影響を与えるか
リスク管理	・従業員に関連するリスクと機会を特定、評価、管理するための組織のプロセス ・企業にとってもっとも関連性の高い、従業員に関連するリスクと機会 ・ビジネスのどこにリスクと機会が存在し、それらがどのように管理されているか
指標と目標	・指標の特定方法など、従業員の理解にもっとも関連する指標 ・従業員に関連する課題とパフォーマンスの管理に使用される目標など、価値提供のために企業が従業員をどのように動機づけしているか ・従業員による積極的参加がどのように達成されたかなど、経営トップがどのように望ましい文化を推進しているか ・従業員雇用人数、定着率／離職率（予定したもの・望まれないものの両方）、労働環境に適用される価値、労働文化のモニタリング指標など ・報酬その他のベネフィットの説明、研修・能力開発、昇進に関する統計データ

(出所) FRC, Financial Reporting LAB, “Workforce-related corporate reporting” (2020.1)、金融庁「第3回 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料1」(2021年10月29日) 参照。

れていると考えられる。

(2) 我が国の有価証券報告書におけるサステナビリティ開示の強化

現在、金融庁に設置された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいては、経済社会情勢の変化を踏まえ、投資家の投資判断と建設的な対話に資する企業情報開示のあり方が検討されている。本ワーキング・グループにおいては、企業を取り巻く経済社会情勢に、①企業経営におけるサステナビリティの重視、②コロナ後の企業の変革に向けたコーポレート・ガバナンスの議論の進展を踏まえて、非財務情報開示の高度化について制度改正を目指した議論が行われてい

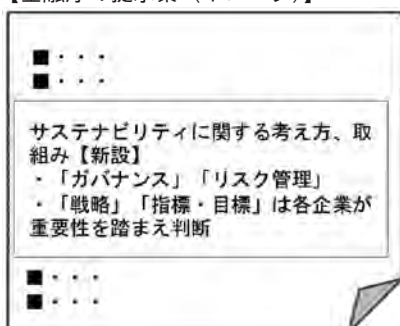
る。

サステナビリティについては、重要性が高まり、投資判断にも影響を与えるようになってきている。しかしながら、統合報告書等の任意開示を主軸としたままでは、個別の会社による情報開示の質量に差が出てきているという実態がある。そのため、有価証券報告書のなかに新たに【サステナビリティ】に関する独立の欄を設け、気候変動、人的資本等の非財務情報について開示することが提案されている。

企業や投資家の一部からは、独立の欄を設けることで、従来は経営方針やリスク等の多岐にわたって全社横断的にサステナビリティに取り組んできたものが、サステナビリティと

(図表 4) 有価証券報告書におけるサステナビリティ開示の方向性

【金融庁の提示案 (イメージ)】



(出所) 金融庁・金融審議会ディスクロージャーWG資料 (2021年10月29日) 参照。

いう枠組みにおいて戦略や事業とは関係なく取組みが行われてしまい、矮小化するのではないかという懸念も持たれている。ところが、現状の開示手法では、統合報告書を公表している会社や、有価証券報告書の【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】【事業等のリスク】において有機的に開示ができていない会社を除くと、多くの上場会社においては投資家から見て十分な情報が提供されていないという実態がある。また、サステナビリティが重要になるなかで、任意開示による情報の質と量の格差が、企業価値の評価に影響を与える可能性があるため、独立の開示項目として【サステナビリティ】についての欄を新設することは望ましいと考えられる。

有価証券報告書における「サステナビリティ」に関する開示項目の見直しについて、金融庁の提示案は図表 4 の通りである。気候変動、人的資本等のサステナビリティに関連する各要素について、TCFDの開示モデルであ

る「ガバナンス」「リスク管理」「戦略」「指標・目標」の枠組みを利用して説明を求める方向で、議論が行われている。前述のように、このTCFDの枠組みの応用は、英国FRCにおいても同様に行われている。

現行の有価証券報告書においては、人的資本の開示については要求されておらず、会社が重要性を判断した場合には【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】において人的資本に対する投資や取組みについて開示されている。このように、現状では人的資本については、経営課題という大きな視点における任意の開示としての位置づけであることから、すべての会社が開示しているわけではなく、一部の先進的な会社において開示が行われているに過ぎない状況である^(注6)。

人的資本への投資は、将来の企業価値に影響を与える要素であり、すべての会社に共通する課題である。そのため、今後の有価証券報告書における【サステナビリティ】に関す

(図表 5) 適時開示に関する各国制度の比較

	日本	米国	英国
内容	投資判断に重要な影響を及ぼす決定事実又は発生事実について決定又は発生次第直ちに開示	証券市場に重要な影響を与えることが想定されるニュース又は情報を速やかに公表	自らに直接関係する内部情報（金融商品の価額等に重大な影響を及ぼす可能性が高い未公表の情報）を可能な限り速やかに公表
根拠	有価証券上場規程	NYSE Listed Company Manual	開示透明性規則が参照する Market Abuse Regulation
開示内容	具体的に規則で列挙	なし	なし
重要性基準	重要性の判断基準あり	なし	なし

(出所) 金融庁「第 8 回金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 事務局説明資料」(2022 年 4 月 18 日)

る独立した欄の新設を含む開示項目の見直しにおいては、具体的に開示が義務付けられる事項として「気候変動」「人的資本」が含まれる可能性がある。それ以外の項目としては、「生物多様性」等の企業によって重要性が高いと考えられる項目について、重要性の観点からの開示が期待される。

4. ロシア・ウクライナ問題が浮き彫りにした適時開示の問題

(1) 各国企業によるロシア・ウクライナ情勢に関するディスクロージャー

2022 年 2 月 24 日に始まったロシアによるウクライナへの軍事侵攻は、3 月期決算の日本企業にとっては、年度末に勃発した大きな事象である。日々状況が変化するなかで、企業は 2022 年 3 月期の業績への影響について急遽、検証が求められている。なかでも、直接的には、ロシアにおけるエクスポージャーの程度、資産の減損を行う必要があるか等の検

討と財務上の影響、間接的にはエネルギーや鉱物等の資源価格の上昇等を含むサプライ・チェーンを通じた将来的な業績への影響などが含まれる。このような環境下において投資家は、投資先企業の潜在的なリスクの程度を把握し、将来的な事業および業績への影響を推測することが必要となる。そのため、今回のように、現時点では局地的な衝突にとどまっているものの、グローバルな経済情勢に極めて大きな影響を与えるような事象が発生した場合には、企業による適切な情報開示が求められる。

東京証券取引所は、2022 年 3 月 17 日、上場会社に対して「事業環境の変化を踏まえた積極的な情報開示のお願い」(注 7) と題する依頼文を送付した。ロシア・ウクライナ情勢に起因する経済制裁や資源価格の高騰等により、国内外の企業の事業活動への影響が生じているなかで、投資家の視点に立った迅速、正確かつ公平な情報開示を積極的に行うことを要請するものである。

ロシアおよびウクライナにおけるエクスポ

ージャーおよび今後の見通しについて情報開示を行う日本企業も散見されるが、海外企業に比べると情報開示を行う会社は少ない傾向にある（注8）。

欧米企業は、比較的早い段階でロシア・ウクライナ両国におけるエクスポージャーの具体的な数値・内容を公表している。そのうえで、業績に対する影響の多寡にかかわらず、今後の業績に対する見通しについて説明を行っている。特に欧州では、社会・経済に与える影響が格段に大きく、危機的状況に直面しているとの認識が高いという社会的な背景がある。また、日本ではロシア・ウクライナ情勢は地理的な距離感やロシアに対するエネルギー依存度を含めて、欧州とは異なる認識であるものと推察される。

(2) 日本企業と欧米企業の適時開示に対する姿勢の違い

今回のロシア・ウクライナ情勢に端を発した情報開示のあり方を通じて、欧米企業と日本企業の適時開示に対する姿勢が浮き彫りにされた。

欧米企業は、特に米国に上場している企業を中心に、証券訴訟に対する意識が極めて高い。そのため、リスクが生じる可能性がある場合には、あらかじめ現状のリスク量および今後の見通しについて、会社側の認識を市場に対して説明する。もちろん、環境によってリスクの程度は変化しうるものであるが、変化することを前提として、ある時点における

リスク量（今回でいえば、ロシア・ウクライナ両国におけるエクスポージャー等）を説明し、開示時点における見通しを分析している。

これに対して、日本企業の場合には、情報開示の正確性に対する意識が高い。状況が変化しつつあるなかで確定していない段階でのリスクの開示、今後の見通しの分析についての情報開示に対しては、慎重に検討する企業が少なくない。

図表5は、適時開示に関する日本、米国、英国の制度を比較したものであるが、制度的には各国とも大きな違いはない。すなわち、投資判断や市場に対して重要な影響を及ぼす事実について、直ちにあるいは速やかに開示することが求められている。ところが、日本の場合には、「重要な影響」の有無を判定する場合に、重要性の判断を保守的に行う傾向が高い。そのため、適時開示については実効的に行われていないとの見方もされている。これは、米国と英国の適時開示制度と比較した場合には、日本においては、規則上、適時開示を行うべき場合について具体的に列挙されていることと、重要性を判断する基準について定めがあるためである。重要性基準については、売上高で1割以上、利益で3割以上の影響を及ぼす場合等、具体的な定量基準が設けられていることからもうかがえる。しかしながら重要性の定量基準に満たない場合であっても、重要性について積極的に判断し、市場や投資家のために必要な情報を適時に開示することを促すことが目指されるべきであ

る。日本企業においては事業上のリスクを開示すること自体が企業評価に対してはリスクであるという認識も強く、企業経営や事業活動の根幹にかかわるような真に重要なリスクを除いては「重要性」に該当しないとする判断を志向する傾向が強い。リスクを開示することで、社会的な批判を受けるとともに、市場からも否定的な評価を受ける可能性を危惧するものと考えられる。

これに対して欧米企業においては、リスクをできるだけ早く、前広に開示することが、将来的なリスク回避になるとの認識があり、重要性についても各社が個別事情に応じて柔軟に判断している。適時開示を行うことで、その後の株価変動や業績変動に伴うリスクは、企業のみならず投資家にも共有されることとなる。仮に、重要性を保守的に判断し、適時開示を行わなかった場合には、その後の環境変化に伴うリスクはすべて会社が負うこととなってしまふ。このように、リスクに対するアプローチの違いが、適時開示について日本企業と欧米企業の姿勢の違いとなって顕在化していると考えられる。

(3) 四半期開示と適時開示

現在、金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいては、四半期開示のあり方についても議論が行われている。四半期決算短信と四半期報告の重複による企業の負担が大きいこと、投資判断や経営判断の短期化を促進するとの批判があること

から、四半期開示については見直しを視野に入れて、今後のディスクロージャー制度の方向性が探られている。

海外の主要市場においては、四半期報告は任意化されていることから、我が国においても四半期開示の廃止あるいは任意化を求める意見も一部には根強く残っている。ところが、四半期開示を簡素化するためには、前提として適時開示が積極的に行われることが必要である。市場の健全性確保と投資家保護の観点からは、プリンシプルベースで速報性を重視する適時開示、あるいはルールベースで一定期限ごとに情報開示を義務付ける四半期報告のいずれかの方法により、必要十分な情報が提供されるべきである。

■ 5. おわりに

わが国企業のディスクロージャーの姿勢は、市場の健全性や投資家保護という観点ではなく、法令に基づいて「間違いのない開示」を行うことが目的化している実態がある。例えば適時開示については、投資家が合理的な投資判断を行うことが可能となるよう、迅速かつタイムリーな情報を提供することが適時開示の目的でもある。ディスクロージャーであるから正確性は当然に重要であるが、同時に速報性も重視される。そのため、適時開示については、「巧遅は拙速に如かず」という格言が当てはまる一面もあろう。

このような細やかなディスクロージャーを

通じて、企業の将来価値に関連するリスクを投資家と共有することができる。これは、投資家保護だけではなく、企業側の保全にもつながる。サステナビリティ要素は中長期の企業価値に強い連関を示すが、短期的にはこのようなリスクへの対応力が問われることとなる。

企業価値につながる経営判断を後押しするためには、投資家と企業との間で相互理解に基づいた対話の実施が期待されるが、その前提としては十分なディスクロージャーが必要である。世界的にディスクロージャーの高度化が進むなかで、上場会社には一層の取組みが求められる。

〔参考文献〕

- ・首相官邸ホームページ「成長と分配の好循環のイメージ」
- ・岸田文雄「私が目指す『新しい資本主義』のグランドデザイン」（文藝春秋2022年2月号）参照。
- ・金融庁「第3回 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料1」（2021年10月29日）
- ・金融庁「記述情報の開示の好事例集 2021」（2021年12月21日）参照。
- ・金融庁「第8回金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 事務局説明資料」（2022年4月18日）
- ・東京証券取引所「事業環境の変化を踏まえた積極的な情報開示のお願い」（2022年3月17日）
- ・東京証券取引所「ロシア・ウクライナ情勢の影響に関する開示例」（2022年3月17日）
- ・FRC, Financial Reporting LAB, “Workforce – related corporate reporting” (2020)
- ・SEC, “Modernization of Regulation S – K Items 101,

103, and 105” (2020)

- (注1) 首相官邸ホームページ「成長と分配の好循環のイメージ」、岸田文雄「私が目指す『新しい資本主義』のグランドデザイン」（文藝春秋2022年2月号）参照。
- (注2) 筆者が、IFRS Management Commentary Consultative Groupに参加した際に、事務局に対して時間軸の長さを質問したところ、3年以上が長期との回答であった。
- (注3) SEC, “Modernization of Regulation S – K Items 101, 103, and 105” (2020)
- (注4) 金融庁「第3回 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料1」（2021年10月29日）参照。
- (注5) FRC, Financial Reporting LAB, “Workforce – related corporate reporting ” (2020.1) 参照。
- (注6) 金融庁「記述情報の開示の好事例集 2021」（2021年12月21日）参照。
- (注7) 東京証券取引所「事業環境の変化を踏まえた積極的な情報開示のお願い」（2022年3月17日）
- (注8) 東京証券取引所「ロシア・ウクライナ情勢の影響に関する開示例」（2022年3月17日）

