

非財務情報開示強化で変わる コーポレートガバナンス

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 非財務情報開示強化の効用と弊害

環境、社会、ガバナンス（ESG）に対する社会意識の高まりの影響を受けて、世界的に企業の非財務情報開示が強化されている。その代表格はコーポレートガバナンス・コード（CGコード）だが、最近では、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）、人的資本経営関連などもその一例である。日本でも、岸田文雄首相は、2023年度から有価証券報告書での非財務情報開示義務化を表明している。

資本市場における情報開示の主な提供者は、上場企業を中心とする有価証券報告書発行企業であり、主なユーザーは株式や債券の投資家である。これらの開示を強化することで、企業が株主や市場の圧力にさらされ、結果的に企業が開示項目に沿った経営を行うことが期待される。

非財務情報開示強化の必要性を示す要因の一つが、企業のバランスシートに占める有形資産の関心の高まりである。米国市場（S&P500）の時価総額に占める無形資産の割合は増加傾向にあり、2020年には90%を無形資産が占める（注1）。ただし、日本（日経225）の場合は、有形資産の割合が68%と無形資産の32%よりも多い（2020年）。

2015年に国連総会で採択された持続可能な開発目標（SDGs：Sustainable Development Goals）が浸透した影響も大きい。特に、温暖化の影響が顕著な欧州は、環境に関する開

示制度の整備を主導している。

2010年代以降、世界の資産運用業界では、パッシブ運用と同時にアクティビスト・ファンドが台頭している。ESGに関わる株主提案が増加しており、これら機関投資家の積極的な議決権行使によって、企業に対する株主提案の影響力が増している。こうして、特に、米国では、コーポレートガバナンス改革において、非財務情報の重要性は高まっている。

ただし、行き過ぎると弊害が発生する。基本的には、上場企業の情報開示は、投資家に対する情報提供が目的である。しかし、環境関連がその代表例であるように、近年の情報開示は本来の目的を超えて、社会運動に近い性格を持つようになったものがある。投資家があまり利用することのない膨大な量の開示を求めることは、社会的な資源の浪費になりかねない。よって、非財務情報開示の持続性にとって、コスト抑制と両立させることが重要である。そこで、以下、世界の非財務情報開示の潮流とコーポレートガバナンス改革に対する影響を分析する。

■ 2. 世界的な非財務情報開示強化の流れ

世界的に、気候変動に関する開示規制の強化が進んでいる。2015年に、金融安定理事会（FSB）から諮問を受けTCFD（民間タスクフォース）が設置され、統合報告書などサステナビリティ開示（任意）が進展している。世界のTCFDの賛同機関・社数3,549のうち、日本は962（世界1位）である（2022年6月24日現在）。

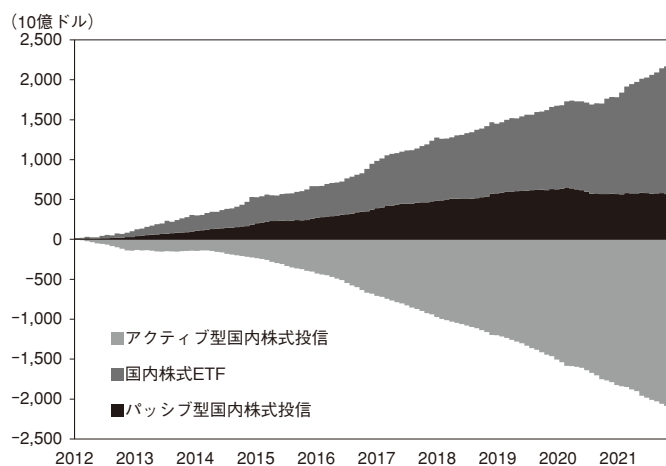
2021年に、IFRS（国際財務報告基準）財団は、ISSBを設立した。2022年に、VRF（価値報告財団）およびCDSB（気候変動開示基準委員会）を統合して、財務情報と非財務情報の開示基準の統一を図る。

2020年に、米国証券取引委員会（SEC）はRegulation S-Kを改訂し、人的資本に関する開示を義務付けた^{（注2）}。開示内容は企業の裁量に委ねられるが、従業員の多様性・公平性・包摂性（DE&I）が最も一般的である^{（注3）}。

米国はパリ協定に復帰し、2050年にカーボンニュートラル実現を目指す。SECが、年内の気候関連開示の規則化を予定している^{（注4）}。温室効果ガスの排出量に関し、直接排出量（スコープ1）、間接排出量（スコープ2）を開示し、バリューチェーンにおける排出量（スコープ3）は、重要な場合、目標を設定している場合に開示することになる。

人的資本に関するガイドラインでは、2018年に国際標準化機構（ISO）が策定したISO30414の活用が期待される。また、EUは、非財務情報開示指令（NFRD）により、従

(図表1) 米国の株式投信の資金フローの推移



(出所) ICI

業員が500人以上の企業（1.2万社）に対し、環境・社会課題への企業の方針、取り組みなどの開示を求めている（2018年施行）。そして、企業サステナビリティ報告指令（CSRD）案を公表した（注5）。対象企業を拡大し（5万社）、非財務情報の監査（第三者保証）やより詳細な開示などが求められる。2023年以降の適用を目指す。

英国では、会社法により戦略報告書の開示が義務付けられており、ESGのポリシーや事業リスクが開示されている。さらに、1,300以上の企業を対象としTCFDに基づく開示が適用される（注6）。また、2020年に、英国財務報告評議会（FRC）が従業員に関する企業報告についての報告書を公表した（注7）。デロイト トーマツの調査によると、気候変動に関する事業リスクについて、英国企業は94%が言及している（日本61%、米国56%）（注8）。

■ 3. 急速にパッシブ化が進む世界の株式市場

こうして情報開示量は大きく増加しているが、これらの膨大な情報を誰が使うのか、というのは大きな論点である。非財務情報は年に一度程度しか開示されず、タイムリーではないので、一般的なアクティブ運用にはさほど有用でない場合がある。しかし、当初の想定とやや異なる形で、資産運用において非財務情報の重要性が増している。

2010年代以降、米国では、パッシブ運用会社とアクティビスト・ファンドの成長によって、非財務情報がマーケットに大きな影響を与えるようになってきた。

世界的に株式運用のパッシブ化が進み、世界の公募投信残高上位10本はすべてインデックス・ファンドである。2012年から2021年にかけて、米国のパッシブ型株式投信とETFに約280兆円（2.2兆ドル、1ドル＝130円、新規投資・配当の再投資含む）が流入し、国内のアクティブ型株式投信からは約270兆円（2.1兆ドル）の資金流出が起こった（注9）。ブラックロック、バンガード、ステート・ストリートなどパッシブ運用会社の資産が大きく増えており、これら3社でS&P500の時価総額の18.7%を保有する（注10）。

2001年エンロン事件、2008年リーマン危機以降、米国では、経営者を株主が監視できるように、多くの制度改革がなされた。結果として、巨大パッシブ運用会社の議決権行使が企業経営に大きな影響を与えるようになってきている。アクティビスト・ファンドの株主提案であっても、議決権行使基準に照らして適切なものであれば、大手運用会社は賛成する。このため、資産規模の小さなアクティビスト・ファンドの株主提案であっても、可決されるものが増えてきた。

■ 4. 米国における議決権行使の影響とESG

世界のESGに関連した運用資産は、2020年の35兆ドルから2025年までに50兆ドルに増加し、全運用資産の3分の1を占めると予想される（出所：ブルームバーグ・インテリジェンス）（注11）。米国では、2022年の株主総会シーズン（2021年7月～2022年5月16日）において、上場企業（ラッセル3000対象）に対するESG関連の株主提案は924件（2021年837件）と過去最高を記録した（注12）。投票に付された286件のうち、ガバナンス問題149件、社会問題107件、環境問題30件である。

公的年金が、訴訟、株主提案、委任状勧誘を積極的に活用しており、アクティビスト・ファンドとの提携も増えている。2021年に、ニューヨーク市年金基金は、48件の株主提案を行ったが、41件に関し、合意に達し取り下げている（注13）。提案内容の多くが、DE&Iであり、従業員の多様性報告書（米雇用機会均等委員会に提出）の開示や取締役会・CEOの多様性を中心とする。

株主総会では、E&S（環境と社会）に関連した株主提案が増加している。E&Sの株主提案は、2018年の328件から2021年の443件と100件以上増えており、2022年第1四半期は438件と2021年並みの水準である（注14）。

環境関連に関する株主提案は、賛成を集めやすく、2021年に35%の株主提案で過半数の支持が集まった。なお、2022年の株主提案数は過去最高を記録したが、賛成率は20%に低

(図表 2) 近年の主要な環境関連のアクティビスト活動

年	対象企業	国	アクティビスト	提案内容
2021	エクソンモービル	米国	エンジン・ナンバーワン	GHG計画批判、取締役選任で委任状合戦（3名就任）
2021	メイシーズ	米国	ニューオリオン・アドバイザーズ	駐車場や店舗を利用してEVの駐車・充電を許可
2021	シェル	英国	サード・ポイント	再生可能エネルギー事業等の分社化
2021	RWE	ドイツ	エンクラフト・キャピタル	生態系に問題のある亜炭事業のスピンオフ
2021	カナディアン・ナショナル・レイルウェイ	カナダ	TCI	バイオ燃料による排出量削減
2021	GM	米国	エンジン・ナンバーワン	EVへの移行を称賛
2021	グレンコア	英国	ブルーベル	石炭事業の分社化
2022	シェル	英国	オディAM	オランダ裁判所のCO2削減判決控訴取下げ、排出量監査の独立機関に資金拠出
2022	ホーム・デポ	米国	グリーン・センチュリー	森林破壊の取組み計画開示を求める株主提案（可決）
2022	ロウズ	米国	グリーン・センチュリー	森林破壊の取組み計画開示を求める株主提案（取下げ）

(出所) 各社資料、メディア資料

下している。社会関連の株主提案は環境問題よりも賛成率が低い傾向にある（注15）。

2021年に、エンジン・ナンバーワンが、エクソンモービルの温暖化効果ガス削減計画を批判し、委任状合戦により、最終的に3人の取締役を送り込むことに成功した。同社の保有比率は0.1%以下であるが、多くの大手運用会社や議決権行使アドバイザーの支持を得た。

カール・アイカーンは、過去、富士フィルムホールディングスによるゼロックス買収に介入して破談に追い込んだほどの剛腕アクティビストである。最近では、時流に乗って社会的な問題に介入を強めている。2022年に、アイカーンは、マクドナルドに対し、動物愛護（豚の飼育方法）で委任状合戦を通じて、取締役枠を狙った（マクドナルド側勝利）。同様に、クローガー（小売）に対し、豚の飼育法の改善と取締役枠を求め、委任状勧誘を行った（取下げ）。

■ 5. 日本における非財務情報開示制度と株主総会

日本でも、非財務情報開示が強化されようとしている。岸田政権は「新しい資本主義」を掲げており、この動きは加速するであろう。

CGコード（2021年改訂）では、サステナビリティ、人的資本に関して原則が新設された。取締役会によるサステナビリティ課題への対応（補充原則2-3①）や基本方針策定と実行（同4-2②）、人的資本に関する情報の開示（補充原則2-4①）を求める。プライ

(図表 3) 2022年株主総会における取締役選任議案賛成率の低かった主要事例

会社	社内・社外	賛成率 (%)	背景
SREホールディングス	社外取締役 (監査等委員)	57	本澤豊 (ソニー出身)
三菱電機	社内取締役	59	漆間啓 (社長、検査不正)
コニカミノルタ	社内取締役	61	山名昌衛 (会長、業績低迷)
三井住友フィナンシャルグループ	社内取締役	62	太田純 (社長、SMBC日興相場操縦事件)
みずほフィナンシャルグループ	社内取締役	63	平間久顕 (システム障害、リスク委員長)
三菱電機	社外取締役	64	小山田隆 (三菱UFJ銀行特別顧問、不祥事)
三井住友フィナンシャルグループ	社外取締役	65	松本正之 (JR東海特別顧問)
三井住友フィナンシャルグループ	社内取締役	65	國部毅 (取締役会長、SMBC日興相場操縦事件)
東芝	社外取締役	66	綿引万里子 (モノ言う株主との対立)
みずほフィナンシャルグループ	社内取締役	68	若林資典 (システム障害)

(注) 敬称略。

(出所) 各社資料

ム上場企業は、TCFD又は同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実が求められる (補充原則 3 - 1 ③)。

2022年に、四半期報告を見直し、四半期決算短信への一本化が提案された^(注16)。さらに、有価証券報告書の開示について、サステナビリティ情報の「記載欄」を新設する。

人的資本関連では、常用労働者301人以上の事業主は、男女賃金格差の開示が義務付けられる。さらに、制度開示 (有価証券報告書等)、任意開示 (統合報告書や長期ビジョン、中期経営計画、サステナビリティレポート等) の質を向上させるべく、人的資本可視化指針 (案) が公表された^(注17)。また、金融庁は、ESG評価、データ提供機関に対する行動規範も検討している^(注18)。

■ 6. 活発化するESG関連の株主提案

日本でも、株式運用のパッシブ化と議決権行使の活発化が進んでいる。年金管理運用独立行政法人 (GPIF) の総資産197兆円のうち、日本株のパッシブ運用は46兆円 (全体の24%) を占める (2022年3月末時点)。日銀の保有するETFの時価は51兆円である (同)。2014年にスチュワードシップ・コードが導入され、これらを運用する機関投資家の議決権行使が活発化した。その結果、有力企業の取締役選任議案において賛成率の低いケースが増えているなど、企業経営に対して影響が強まっている。

そして、米国同様、日本でもESGに関連して株主提案が増えている。近年、非政府組織

(図表 4) 2020年以降の気候変動に関する主要な株主提案 (議案別・賛成率順)

時期	会社	提案者	提案内容	賛成率
2020年	みずほFD	気候ネットワーク	パリ協定の目標に沿った経営戦略の策定・開示	34.5%
2022年	SMFG	350.org Japan、マーケット・フォース、 レインフォレスト・アクション・ネットワ ーク、気候ネットワーク	温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定開示	27.1%
2022年	電源開発	アムンディ、マングループ、HSBC AM	温室効果ガス削減の事業計画策定・開示	25.8%
2021年	MUFG	気候ネットワークおよび個人株主3名	パリ協定の目標に沿った経営戦略の策定・開示	22.7%
2022年	三菱商事	マーケット・フォース、FoE Japan、 気候ネットワーク	温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定開示	20.2%
2021年	住友商事	マーケット・フォース	パリ協定の目標に沿った経営戦略の策定・開示	20.0%
2022年	中部電力	気候ネットワーク、マーケット・フォース	炭素排出実質ゼロへの移行における資産の耐性の 評価報告の開示	19.9%
2022年	電源開発	アムンディ、マングループ、HSBC AM	報酬方針と温室効果削減達成の促進開示	18.9%
2021年	関西電力	京都市	脱炭素化の計画策定・開示、ESG連動の役員報酬	18.3%
2022年	電源開発	アムンディ、マングループ、HSBC AM	設備投資と温室効果ガス削減目標の整合性評価	18.1%

(注) いずれも定款一部変更議案。

(出所) 各社資料

(NGO)、アクティビストなどから気候変動対応開示に関する株主提案が見られるようになった。

そして、米国のアクティビスト・ファンドであるバリューアクト・キャピタル、サード・ポイント、あるいは、旧村上ファンドをルーツとするエフィッシモ・キャピタル・マネジメントなどが、日本企業の経営に積極的に介入している。海外年金基金もエンゲージメントを強化している。たとえば、アカデミーカーペンション（デンマークの年金基金）は、トヨタ自動車に対して、環境関連のエンゲージメント活動を行っている（注19）。

2022年6月の株主総会では、株主提案を受けた会社は77社（292件）と2021年から6割増加し、過去最高となった（出所：三菱UFJ信託銀行）。気候変動に関し定款変更を求める株主提案は7社（電源開発、SMFG、東京電力ホールディングス、中部電力など、定款一部変更）であったが、賛成率は最大でも2割台にとどまり、いずれも、否決された。

7. 費用対効果を考慮した開示制度整備が必要

非財務情報開示強化の効用として、企業や社会がESGなどについて関心を高め、市場の圧力によって脱炭素化や社会問題解決の促進が期待できる。しかし、近年、情報開示は膨大な量になり、上場企業の負担は大きく増えつつあり、さらに、開示コストは上昇しそうである。

今後も、株式運用のパッシブ化が進む中で、一体、誰が膨大な開示情報を使うのかという疑問が沸く。インデックス・ファンドの運用において、基本的には非財務情報は利用されない（指数の構成比率に沿って機械的に買い付ける）。非財務情報の主たるユーザーであるアクティブ・ファンドの運用額は相対的に小さく、かつ運用資産は減少している。それでも、巨大なヘッジファンドやアクティビスト・ファンドが市場の中で大きな役割を持つ米国では、非財務情報は有効であることが考えられる。

しかし、市場規模が小さく、世界的なヘッジファンドやアクティビスト・ファンドが少ない日本では、効用が弊害を上回るおそれがある。たとえば、多くの海外投資家は日本企業による英語の非財務情報の開示をあまり必要としない。

世界の株式市場における日本株の構成比は5%に過ぎない。世界の時価総額上位100社のうち、日本企業はトヨタ自動車しかない（7月末時点）。世界の時価総額上位1,000社のうち、日本企業は71社（3位）であり、1位米国379社、2位中国133社を大きく下回る。

日本株の地位の低下につれ、欧米では、日本株専門のアクティブ運用者の多くは淘汰されてしまった。にもかかわらず、プライム市場上場企業がこれらをすべて英文で開示するとなると大きな負担である一方、その効用は限定的である。

「欧米で非財務情報の開示が進んでいるので、日本でも必要」となりがちであるが、冷静な判断が求められる。結論として、非財務情報開示自体が目的化することなく、その効用と弊害をバランスよく制度設計することが重要である。

(注1) 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局非財務情報可視化研究会（第1回）配付資料「資料3 基礎資料、2022年2月1日」

(注2) SEC, “SEC Adopts Rule Amendments to Modernize Disclosures of Business, Legal Proceedings, and Risk Factors Under Regulation S-K”, August 26, 2000

(注3) Gibson, Dunn & Crutcher, “Discussing Human Capital: A Survey of the S&P 500’s Compliance with the New SEC Disclosure Requirement One Year After Adoption”, November 10, 2021

(注4) SEC, “SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors”, March 21, 2022

(注5) European Commission, “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting”, April 1, 2021

(注6) Department for Business, Energy & Industrial Strategy, HM Treasury, John Glen MP, and The Rt Hon Greg Hands MP, “UK to enshrine mandatory climate disclosures for largest companies in law”, October 29, 2022

(注7) FRC, “Workforce-related corporate reporting Where to next?”, January 2000

-
- (注8) デロイト トーマツ グループ「デロイト トーマツ、業績連動報酬へのESG要素反映に関する日・英・米比較結果を公開」(2022年7月11日)
- (注9) ICI, “2022 Investment Company Fact Book”, May 2022
- (注10) Lazard, “2021 Review of Shareholder Activism”, January 19, 2022
- (注11) Bloomberg, “ESG Assets Rising to \$50 Trillion Will Reshape \$140.5 Trillion of Global AUM by 2025, Finds Bloomberg Intelligence”, July 21, 2021
- (注12) Georgeson, “An Early Look at the 2022 Proxy Season”, June 2022
- (注13) New York City Comptroller, “2021 Shareowner Initiatives postseason report”, December 29, 2021
- (注14) Lazard, “Q1 2022 Review of Shareholder Activism, April 19, 2022
- (注15) Stefanie Chalk, Pru Bennett, and Dan Lambeth, Brunswick Group LLP, “ESG During the 2022 AGM Season”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, May 5, 2022
- (注16) 金融庁金融審議会「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」(2022年6月13日)
- (注17) 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 非財務情報可視化研究会「人的資本可視化指針(案)」(2022年6月22日)
- (注18) 金融庁サステナブルファイナンス有識者会議ESG評価・データ提供機関等に係る専門分科会「ESG評価・データ提供機関等に係る専門分科会報告書」(2022年7月12日)
- (注19) AkademikerPension, “Toyota jeopardizes its valuable brand”, June 10, 2022

