

変革期を迎えた企業情報開示と 今後への期待

東京海上アセットマネジメント 理事
責任投資部長 兼 オルタナティブ責任投資部長
ESGスペシャリスト

菊池 勝也



はじめに

企業の情報開示が大きな変革期を迎えようとしている。ニューヨーク大学レブ教授らが「会計の再生」において提起したように、会計情報の有用性が低下しているという問題が近年叫ばれるようになった。企業価値に占める無形資産の比率が増加しており、企業評価や投資判断のための必要な情報を財務情報のみから入手することが困難になりつつある。

〈目次〉

はじめに

1. 「日本再興戦略」以降の情報開示
2. 法定開示の変化
3. 非財務情報をいかに活用するか
4. 国際基準統一化の中での日本
5. 日本固有の課題からの脱出

おわりに

会計の限界が顕在化したともいえる中、サステナビリティ投資の潮流が強まり、無形資産に関する情報をはじめとする非財務情報（本稿においては、非財務情報とサステナビリティ情報を同義として扱う）へのニーズが高まった。非財務情報の開示については、統一的な開示基準が定まらないまま、地域やテーマにより独自の基準が開発され、混とんとした状況になっており、企業情報については法定と任意の両面で開示内容が増加の一途を辿っている。開示する側は、情報の網羅性を強く求められることになり、開示に関する様々なコストが増加した。情報を利用する側もデータ収集に追われ、場合によっては情報サービスよりデータを購入する必要に迫られるようになった。情報を利用する投資家にとっては、経済的なコストに加え、情報収集に要する時間コストが増大している。

本稿では、企業の情報開示に関して、このような混とんとした状況からの脱出を目指す

(図表1) 開示の充実につながった主な政策動向

年月	情報開示に関連する政策等	主体
2013 6	日本再興戦略 ―JAPAN is BACK―	首相官邸
2014 2	「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）	金融庁
2014 8	「持続的成長への成長力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）	経済産業省
2015 8	コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～	東証
2017 3	価値協創ガイダンス	経済産業省
2017 10	持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書（伊藤レポート2.0）	経済産業省
2018 6	投資家と企業の対話ガイドライン	金融庁
2022 8	価値協創ガイダンス2.0	経済産業省
2022 8	サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX研究会）報告書（伊藤レポート3.0）	経済産業省

(出所) 各省庁等HPを参考に筆者作成

取り組みが内外で進んでいることについて整理し、情報の利用者である投資家として、変化への期待と課題認識を述べる。

なお、本稿における意見にかかわる部分については、筆者個人の見解であり、筆者の所属するいかなる組織の見解を示すものではない。

1. 「日本再興戦略」以降の情報開示

2012年12月、第2次安倍政権が誕生し、翌2013年に「日本再興戦略―JAPAN is BACK―」が公表された。いわゆるアベノミクスのスタートである。アベノミクスは、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を3本の矢として、デフレからの脱却と富の拡大を目指したものであった。アベノミクスへの評価は現在大きく揺れているが、「日本再興戦略」を嚆矢として「スチュワードシップ・コード」と「コーポレート

ガバナンス・コード」が策定され、企業の情報開示に関する様々な整備が行われた点については、高く評価できると思われる。

図表1に、アベノミクス以降の政策動向について整理した。整理するにあたり、ROE 8%という具体的な数字を提示したことで、企業と投資家の双方に大きな影響を与えたと考えられる『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト』（以下、「伊藤レポート」）を中心にすえている。図表1から明確に読み取れることは、政策が継続して打ち出されていることである。企業と投資家の対話とその前提ともいえる情報開示の充実が、過去10年間の産業政策の中心的な位置を占めてきたことを改めて確認できるであろう。

「伊藤レポート」を総論とすると、図表1の中には含んでいないが、より具体的な各論としてのガイドラインも多数公表されている。代表的なものとしては、「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書

～人材版伊藤レポート～」（経済産業省 [2020]）、「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」（知的財産戦略本部 [2022]）などを挙げることができる。過去10年間の政策においては、非財務情報の開示や企業と投資家の対話について、多岐にわたる具体的な論点整理が行われてきたのである。

企業の情報開示の向上に関する基本的な考え方や非財務情報開示に関する各種ガイドラインの整備と並行して、日本においては任意開示の充実が進んできた。象徴的な事例として、統合報告書の発行企業数が、右肩上がりのトレンドを継続していることが挙げられる。企業価値レポート・ラボによると、2021年12月時点で700を上回る企業等が統合報告書を発行しているとされている。法定開示媒体における情報では、過去の情報が増えていることなどから企業の価値創造ストーリーを読み解くことが困難であったため、統合報告書の拡大傾向は評価できるものである。もっとも、法定開示においても、有価証券報告書の大きな変化が始まっている。今後は法定開示と任意開示が同時に向上することによる相乗効果が期待できよう。

日本においては、政策に後押しされる中、任意開示が主導する形で企業の情報開示が改善してきた。このようなトレンドの中、注目されるのは、グローバルで非財務情報に関する開示基準の統一化の動きが加速していることである。非財務情報の開示基準については、

「アルファベット・スープ」と評される乱立状況になっている。脱「アルファベット・スープ」を目指す開示基準統一化の動きは、日本にも大きな影響を与え始めており、有価証券報告書における記述情報に、サステナビリティ情報開示に関する要求事項が加わるという変化が生まれている。

有価証券報告書は企業評価を行う際に必須といえる情報が記載されている媒体であるが、決算短信、各種説明会資料、統合報告書といった開示媒体と比較すると、やや存在感を失っていた。しかし、現在進行している企業の情報開示における変革については、主役の座をつかんでいるといえよう。

■ 2. 法定開示の変化

現在本格化しつつある有価証券報告書の変化は、2018年6月に公表された金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」を起点ととらえることができる。この報告において、開示に関しては、①MD&A（経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析）をはじめとする財務情報と記述情報の充実、②役員報酬の算定方法などのガバナンス情報の提供が示された。

財務情報を適切に理解するための記述情報を充実させることが要求事項となり、法定開示の脱「ボイラープレート」化が進み始めている。有価証券報告書の変化の内容を把握することができる資料が金融庁から提示されて

おり、「記述情報の開示の好事例集」が2018年度版から随時項目を追加しつつ資料化されている。有価証券報告書において統合報告に匹敵するような記述情報が増えていると思われる、わかりやすさを含めた改善が進んでいることが確認できる。

このような変化を更に加速する制度改正になると思われるのが、2023年1月31日に公布された改正内閣府令である。「サステナビリティに関する企業の取組みの開示」が、新規に要求事項となり、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」という4つの項目が示され、経営方針・経営戦略等との整合性を意識した記述が求められている。基本的な事項を記述することからスタートするというイメージではあるが、今後は、SSBJにより具体的な基準が開発されるものと想定される。

以上、政策動向と法定開示の変化について述べてきた。次に、このように変革期を迎えている企業の情報開示について、利用する投資家としてはどのように見ているのか、また、どのように活用しているのかについて述べることにする。

■ 3. 非財務情報をいかに活用するか

情報を活用する投資家の間では、非財務情報開示の充実を求める声は共通していると思われる。その理由は、次の3つのニーズに集

約できるのではないだろうか。①ESG投資の拡大に象徴される非財務情報へのニーズ、②財務情報の限界から企業評価を行う補足情報へのニーズ、③投資家にも開示義務が強まっていることへの対応ニーズ、の3つである。①と②は、企業評価の点で共通しており、かなりの程度重なっているニーズといえるが、③はやや異なる視点からのニーズとなる。機関投資家は、運用するポートフォリオに関する情報開示の充実を、アセットオーナー等から求められる傾向が強まっており、投資先企業の非財務情報が必須になっている。一例を挙げると、投資先企業全体のGHG排出量がどのようになっているかを開示することが要求事項となっており、投資先企業の開示がなければ、推定値で開示するしかないという状況にある。

企業評価に関するニーズについては、企業評価における非財務情報とは何かを考えることから始めることとする。一般的には、短期は財務情報、中長期は非財務情報と整理される傾向にあるように思われるが、財務情報の中には、バランスシートの一部など中長期で評価すべきものもある。また、非財務情報も環境関連の売上動向など場合によっては短期で評価材料となるものも存在している。図表2は、企業評価に用いる情報と時間軸の考え方をイメージ図として示したものである。財務情報と非財務情報の双方に、短期と中長期の両方の時間軸で考慮すべき論点が共存している。特に、非財務情報は、いずれ財務情報

(図表 2) 企業評価に用いる情報と時間軸の考え方



(出所) 筆者作成

に何らかの形で表出化するものを開示側と評価側の双方が認識することが重要ではないだろうか。このような非財務情報は、「将来財務情報」や「プレ財務情報」と表現されているものである。非財務情報開示は、単なる取り組みの有無の確認にとどまるのではなく、企業価値評価と投資判断につながるものとなることが期待される。「将来財務情報」が明確に開示され、企業と投資家の対話の主要テーマとなることで、企業評価における非財務情報へのニーズが満たされることになるのではないかと考えられる。

今後の開示におけるポイントは、非財務情報開示を単発にしないことではないだろうか。非財務情報は、財務情報を補完し、企業の現状と将来を適切に評価するために役立つ情報である事が求められる。このような観点から、統合報告書で陥りがちな取り組みの羅列には十分に注意し、財務情報とのコネクテ

ィビティ（つながり）を意識した情報開示を追求する事が重要であろう。

4. 国際基準統一化の中での日本

ここまで国内の変革状況を中心に論じてきたが、グローバルな視点を無視することはできない。情報開示のグローバルな潮流をリードしているのは、IFRS財団であると考えられる。2021年に、IFRS財団は、サステナビリティ情報開示に関する基準を策定する International Sustainability Standards Board（以下、ISSB）を設立した。先述したように、これまでは様々な団体による自主的な取り組みが行われており、開示基準とその議論を行っている団体がやや乱立状況にあったが、この流れを統一化する動きの中心にISSBが存在しているといえよう。

ISSBでは、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）とIFRS S2号（気候関連開示）の2つの基準が議論されており、2023年前半に確定する予定となっている。既存の多くの基準と多様な意見が存在するサステナビリティ分野の現状を勘案すると、急ピッチに基準開発が進んでいるといえ、少なくとも気候変動に関しては、統一的な開示が数年後に開始されることが確実視される。また、S1とS2の次のテーマについても、作業計画の策定が進んでいる。ISSBの2022年12月の議論において示されているのは、①生物多様性、②人的資本、③人権、④コネクティビティ（財務情報とのつながり）となっている。

グローバル基準の開発が進む中、日本における重要な役割を担うことが想定される主体がサステナビリティ基準委員会（以下、SSBJ）である。SSBJは、国際基準の開発に貢献することに加え日本基準を開発することを目的として、2022年7月に財務会計基準機構の傘下に設置された。2022年11月にSSBJは「サステナビリティ基準委員会の運営方針」を公表し、SSBJが期待されている役割として、①国際的な意見発信の中心となること、②ISSBの策定動向を踏まえつつ日本における具体的開示内容について検討を行うこと、の2点を挙げている。また、基準開発に係る基本的な考え方として、高品質な基準であることに加え、国際的な整合性を確保したうえで、日本における周辺諸制度を考慮すること、

サステナビリティ関連財務情報は一般目的財務報告の一部として開示されることなどを掲げている。

国際的な基準開発においては、日本の存在感が薄いとの声が多い。しかし、サステナビリティ情報に関する議論は、それほど歴史を重ねたものではない。欧州など先行する地域に対して、SSBJをはじめとする取り組みにより、国際的な基準開発の場にどれだけ建設的な意見を持ち込むことができるか否かが今後の課題といえよう。

情報の利用者としての観点からすると、国際的な基準との整合性が勘案されることは望ましい方向であると考えられる。日本独自の基準にこだわると、開示情報の国際的な比較可能性が低下し、日本企業に投資を行っている海外資金などに対する説明力が弱まることにつながる。日本企業にとっても日本企業に投資を行っている投資家にとっても国際基準との整合性は極めて重要な観点といえよう。

もっとも、日本固有の問題点は少なくないと考えられる、SSBJの運営方針の中には「温対法」を例示しつつ既存の法令や規則との整合性を考慮する必要があることが指摘されている。また、最終的には、有価証券報告書にどのような形式と順番でいつから開示するのかといった具体的な手続き論に関しては論点が満載であると思われる。SSBJに加え、金融庁などの制度設計主体が連携しつつスピード感をもって議論を進めることが期待されよう。

(図表3) 「伊藤レポート1.0~3.0」におけるキーワードの登場回数

	発表年	テーマ	資本コスト	ROE	ESG	サステナビリティ
伊藤レポート1.0	2014年	持続的成長への競争力とインセンティブ	86	134	20	0
伊藤レポート2.0	2017年	持続的成長に向けた長期投資	2	21	117	4
伊藤レポート3.0	2022年	サステナビリティ・トランスフォーメーション	5	9	32	62

(出所) 経済産業省HPを参考に筆者作成

5. 日本固有の課題からの脱出

日本における情報開示については、日本企業の稼ぐ力の再興という文脈の下、非財務情報の重要性に焦点があたり、様々なガイドラインが整備されてきた。「伊藤レポート3.0 (SX版伊藤レポート)」(経済産業省 [2022]) では、過去10年の取り組みをまとめるような形で、サステナビリティ・トランスフォーメーションが主たるテーマとなっている。

この政策動向を踏まえたうえで日本固有と考えられる問題は、企業の稼ぐ力の再興とサステナビリティの潮流という2つの重要な論点が重なっているため、議論の本質がやや見え辛くなっているように思われることである。図表3は「伊藤レポート」におけるキーワードの登場回数(目次等を含む回数)を示している。「伊藤レポート1.0」では「資本コスト」や「ROE」が繰り返し言及されているものの、「伊藤レポート2.0」以降は登場回数が減少している。一方、「伊藤レポート2.0」以降、「ESG」や「サステナビリティ」の登場回数が多くなっている。それぞれのレポートにおけるテーマとキーワードは整合的

な分布となっており、それ自体に問題はないと考えられる。しかし、稼ぐ力の再興という文脈に関しては、やや弱まった印象を与える可能性がある。企業と投資家の双方にとって、一連の政策を時系列で理解することが必要であり、政策当局に対しては、各種ガイドライン等の体系化が期待される。

喫緊の課題は、稼ぐ力を再興する基礎となる無形資産を再構築することであり、再構築プロセスにおける好循環を促す情報開示のあり方を追求することではないだろうか。企業と投資家の双方から、非財務情報開示について「チェックボックス」化しているのではないかとする指摘がなされることが多い。開示基準については、グローバルに統一化の動きが進んでいることを勘案すると、企業と投資家の対話において単純な開示を促すというテーマは減少することが想定される。企業の状況によって、基準にない事項の自主的な開示を求めることや開示の質を高めることが対話の主要テーマであり続けると考えられるが、少なくとも、「GHG排出に関してScope 3の情報を開示すべきではないか」といった提言を投資家が投資先企業に対して行うことはなくなるであろう。基準に即した開示を法定開

示において行い、企業独自のストーリーを開示することを統合報告書などの任意の開示媒体で行うという役割分担が想定されるのではないだろうか。

現在進行中の開示の変革における当面のゴールは、財務諸表の拡張ではないかと考えている。サステナビリティ情報とは財務情報を補完するものであるという定義のもと、ISSBでの議論が行われている。すべてのサステナビリティ情報を定量化し、財務諸表上に表現することは、極めて困難であるが、現在行われていることは概念としての財務諸表の拡張ととらえることができるのではないだろうか。

人的資本を例に挙げると、企業に存在するストックとしての人的資本をいかにとらえるかが課題となる。フローとしての人件費や研修費などは現在の会計の枠組みで捕捉されているが、ストックとしての人材は定量化困難である。しかし、企業の付加価値を生み出す源泉が人材であるならば、そのストックとしての価値を適切に評価するニーズがなくなることはないだろう。当面は概念としての拡張にとどまるであろうが、サステナビリティ情報開示の基準開発が進む中で、その先をにらんだ展開が始まることが想定される。その萌芽は、ISSBが次なるテーマの一つとして掲げたコネクティビティに見ることができる。この議論は、稼ぐ力の再興とサステナビリティを同時に実現することが求められている日本にとっては、重要な議論となる可能性が高

く、積極的に議論に参加することで、貴重な示唆を得ることが期待できよう。

■おわりに

企業の情報開示は、大きな変革期を迎えている。企業価値を適切に行うための無形資産やESGに関する情報へのニーズが高まっている。企業経営を取り巻く環境が複雑化し、先の読めない経営環境が想定される中、企業のサステナビリティに関する情報は重要度を高めていくものと想定される。また、統一された開示基準の開発が内外で本格化している。以上のような状況を勘案すると、企業の情報開示が今後大きく変容することは間違いないであろう。

もっとも、世界的な潮流と日本的な文脈との不整合が存在する。日本企業の稼ぐ力の再興のために、世界的な潮流を活用するという戦略的な視点が必要である。企業と投資家の双方に求められるのは、財務と非財務の統合、社会と企業のサステナビリティの同期化といった「統合思考」ではないだろうか。

〔参考文献〕

- ・金融庁（2022）『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』
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221227/01.pdf
- ・金融庁（2022）『我が国におけるサステナビリティ開示のロードマップ』
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/

20221227/02.pdf

- ・金融庁（2023）『「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方』

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/01.pdf>

- ・金融庁（2023）『記述情報の開示に関する原則（別添）—サステナビリティ情報の開示について—』

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/07.pdf>

- ・財務会計基準機構 サステナビリティ基準委員会（SSBJ）（2022）『サステナビリティ基準委員会の運営方針』

https://www.asb.or.jp/jp/wp-content/uploads/middle_plan_20221124.pdf

- ・菊池勝也・東京海上アセットマネジメント（2021）『「対話」による価値創造』（日本経済新聞出版）

- ・菊池勝也（2022）『「資本コスト」再考』『旬刊商事法務』No. 2304, pp. 4-11

- ・バルーク・レブ、フェン・ゲー（2018）『会計の再生』（中央経済社）

