

ESG経営と非財務情報の開示



東京理科大学大学院 経営学研究科 教授
宮永 雅好 (みやなが まさよし)

1981年早稲田大学法学部卒業、2007年東京大学大学院法学政治学研究科卒業、2012年早稲田大学アジア太平洋研究科博士課程後期修了。学術博士(2012年早稲田大学)。1981～1995年日本債券信用銀行、1995～2000年シュローダー投信投資顧問 取締役運用部長、2001～2003年ブルーデンシャル・インベストメント・ジャパン 最高運用責任者、2003～2017年(株)ファルコンコンサルティング 代表取締役、2017年東京理科大学大学院経営学研究科教授、現在に至る。日本ファイナンス学会、日本アイアール学会、日本知的資産経営学会、法と経済学会、WICI Japan stationary committee member。専門分野は、コーポレートファイナンス、コーポレートガバナンス、企業情報開示。

Point

- ① ESG投資への潮流と2つのコードの導入によって、わが国の上場企業には、ESG経営とESG情報の開示、企業価値を高めるため株主との建設的な対話が求められている。
- ② 本稿ではESG情報を含めた非財務情報を定義・分類し、さらにその開示レベルを定義し、日本と南アの優れた統合報告書について評価を行った。
- ③ その結果、日本の優れた統合報告においても、南アフリカの優れた統合報告に比べて非財務情報が定量的に少なく、特に、リスクとガバナンスの情報が不足していることが分かった。
- ④ これらを踏まえ、日本企業の経営者は、①非財務情報を将来の価値創造との関係で明確にする。②リスク、ガバナンス情報の開示は南アの事例を参考に改善する。③ESG課題とそれらの取り組みを経営戦略の中に組み込み、広義の企業価値創造に向けたストーリーを語る。という為すべき示唆を提示した。

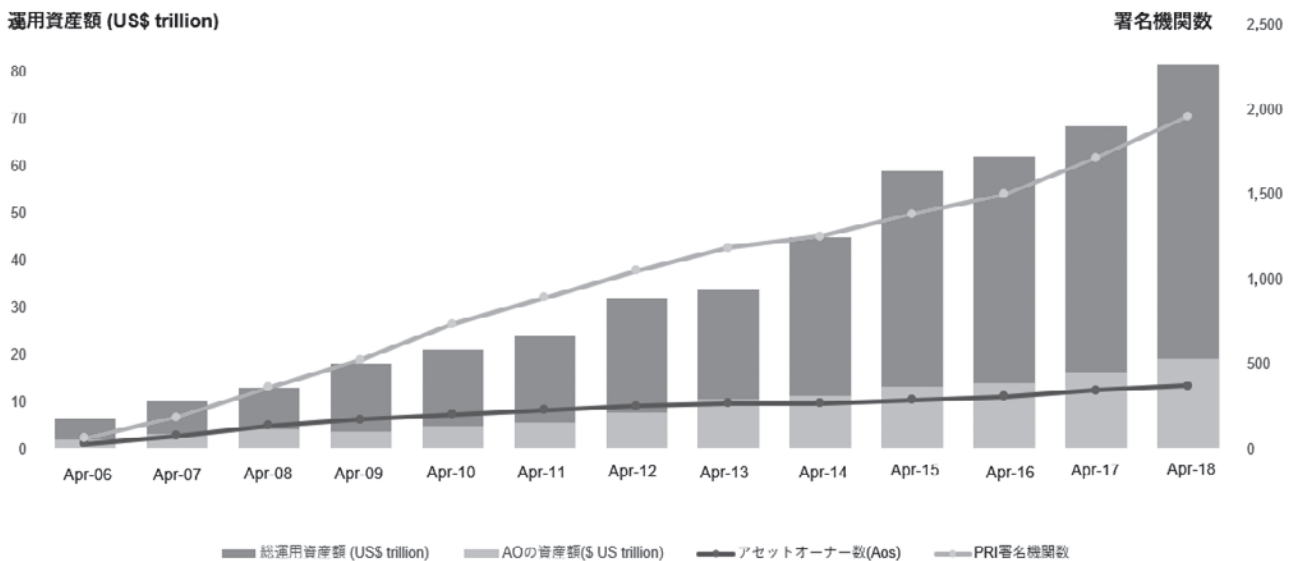
1. ESG投資への潮流

日本をはじめ世界の上場企業にとって、資本主義という仕組みの中でいかなる価値を創造していくべきかという企業経営の根本原則が問い直されている。その大きな流れを作ったのが責任投資原則(PRI)¹である。PRIは世界の機関投資家が、投資を通じて環境問題(Environment)や社会問題

(Social)、企業統治(Governance)について責任を全うするために必要な6つの原則を示し、現在のESG投資の源流となった。日本でも、2015年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がPRIに署名し、ESGへの関心が高まった。2018年4月時点で、グローバルに1,961の年金基金や運用会社などがPRIに署名しており、全体の運用資

1 PRIの策定は、2005年に当時のアナン国連事務総長が、世界12カ国から20の大手機関投資家を招聘したことに始まり、その後、機関投資家グループと、それらをサポートする投資コミュニティ、国際機関、政府機関、学者などの専門家の協力のもと、国連環境計画(UNEP)の金融イニシアチブ(UNEP FI)および、国連グローバル・コンパクト(UNG C)が事務局となり作成され、2006年4月27日にNY証券取引所において発足式が行われた。

図表 1 PRI 署名機関数と運用資産額



出所：PRI公表データより筆者が和訳を作成

産額は 81.7 兆ドル (8,900 兆円超) に達している²。

ESG 投資の主流はインデックス運用である。GPIF も 2017 年に ESG 投資を行う際に 3 つの株価指数を採用した³。このように ESG 評価の高い銘柄によって構成される株価指数へのパッシブ投資が進展すると、少なくとも従来の市場インデックスに組み入れられていた時価総額ウェイトに対して、ESG インデックスにおける配分ウェイトが増減することによって、個々の株式の需給に大きく影響する可能性がある⁴。

2. 2つのコードの導入

一方日本では、2014 年 2 月に日本版「スチュワードシップ・コード」が、また 2015 年 3 月には「コーポレートガバナンス・コード」が公表された。スチュワードシップ・コードは英国のものを参考に作成され、その意義は、英国における信託義務⁵（フィデューシャリー・デューティー）に近似する責務、すなわちプリンシパルとしての真の株主（年金・投資信託などであれば受益者）に対してエージェント（機関投資家）が負う忠実義務を定めた点にある。その結果、機関投資家は、受益者・委託者の利益のためのみに議決権行使をすべきであ

2 PRI のデータについては、以下の HP 参照

<https://www.unpri.org/pri>

3 FTSE Blossom Japan Index、MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数の 3 つの指数

4 例えば、2018 年 12 月末時点で KDDI は東証株価指数（TOPIX）でのウェイトは 0.98% であったが、代表的な ESG インデックスの 1 つである「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」でのウェイトは約 2 倍の 2.02% となっており、また NTT はそれぞれ 1.33% と 1.36% とほぼ同じである。一方、ソフトバンクグループは TOPIX では 1.65% のウェイトを占めているが、この指数には採用されていない。

5 樋口 [2008] によれば、信託義務とは、信託関係の認められる当事者間において一方当事者（fiduciary 「信託者」）の信頼を受けた側の当事者（principal 「受託者」）に課されるものである。これは、もっぱら信託者方の利益を図るために「最高度の信義誠実を尽くして行動」すべき義務、あるいは信託者の「利益の最大化のために働く」べき義務をいう。

り、加えて投資先企業の企業価値および資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした「建設的な対話」を行うことが求められるようになった。

スチュワードシップ・コードが機関投資家など資産を運用する側の原則であるのに対し、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）は彼らの投資先である上場企業に適用される。すなわちこの2つのコードは、日本企業の持続的な成長のためのガバナンス改革を行う「車の両輪」のような役割を持つ。なお、両コードともに日本ではまだ馴染みの薄い「ソフトロー」というアプローチが採用され、スチュワードシップ・コードは、各運用機関が自らコードを遵守するという宣言型の自主適用ルールによって導入された。

CGコードは、東京証券取引所と上場会社との契約に基づく上場規則によって適用され、その内容は5つの基本原則で構成されている⁶。またこのCGコードは、2018年6月に改訂版が公表され、その、パブリック・コメントにおいて、「ESGに関する対話が進む中、企業のESG要素に関する『情報開示』についてコードに盛り込むべき」との意見が複数寄せられたことを受け、第3章の「考え方」において、「非財務情報」にいわゆるESG要素に関する情報が含まれることが明確化された。

3. ESG経営と建設的な対話

機関投資家のESG投資への関心の高まりと日本における2つのコードの導入によって、機関投資家は、ESG評価を投資対象企業の選別に取り入れること、またESGインデックスへの投資であれば、議決権行使とエンゲージメントが重要なタスクとなった。一方で、投資先の企業もESG評価を高めるための情報開示や投資家との対話を行っていくことが必要になる。そこで、ESG評価を高くするには何が必要かと考えると、まさに経

営におけるESG要素の取り込み、すなわち「ESG経営」が実践されることが必要になる。

そこでESG経営とはいかなるものか、さらにESG評価につながる情報とはどのようなものなのか、について考えてみると、CGコードが一つの参考になる。

まず、基本原則2の考え方において以下のような記述がある。

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。(中略) 上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。

また、近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、(略)

さらに、基本原則3においては以下のように定められている。

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

また、基本原則3の「考え方」においては以下

6 詳細は日本取引所グループの以下のHPを参照
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/index.html>

のように記載されている。

上場会社は、(中略)、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項 (いわゆる ESG 要素) などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

このように、上場会社においては、ESG 経営、すなわち持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するために、広範なステークホルダー（従業員をはじめとする社内の関係者、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、地域社会など）との適切な協働、さらに、ESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応が求められている。

そのためには、企業経営者は、これまでの決算・経営成績等の財務情報に加えて、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）についての情報提供にも主体的に取り組むことが重要になる。

4. 非財務情報の定義と分類

一方で、非財務情報といっても定量的なものから定性的なものまでさまざまである。また、実際にそれらの情報を定義づけ、分類することはあまり行われていない⁷。

こうした中で、国際統合報告評議会（IIRC）が 2013 年に公表した国際統合報告フレームワーク（以下「< IR > FW」）では、Capitals（諸資本）の考え方や企業の価値創造モデルを解説するいわゆる「オクトパス・モデル」に示される outcomes（成果類）によって、さまざまなステークホルダーへの提供価値が意識されている。しかしながら、

< IR > FW においても具体的にどのような非財務情報を開示すべきか、明確な定義や汎用的事例は示されていない。

そのため、IIRC の提唱するような広義の企業価値創造に関連した非財務情報を抽出し、それらを整理し、それぞれの情報の意味、重要性を示すことが今後の情報開示発展のために有益になる。そこで、まず、重要な非財務情報を抽出するために、現状開示されている非財務情報を以下の 5 つに分類した。

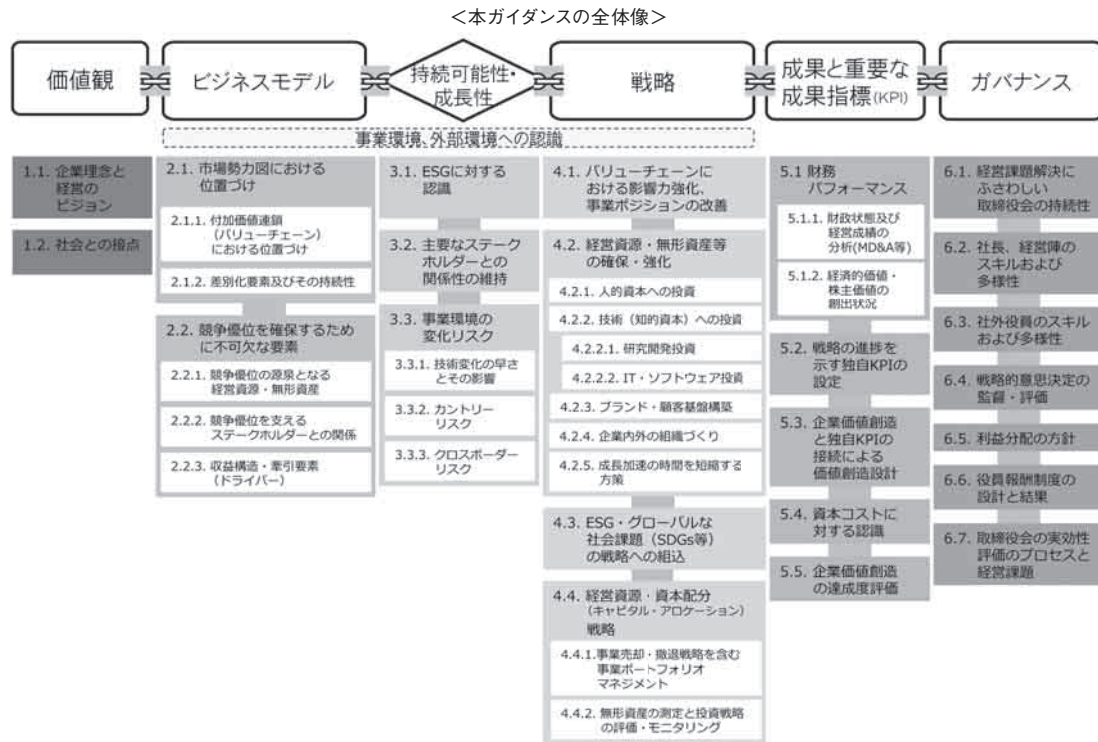
- ① 財務的価値の創造に関連した非財務情報：従来の投資リターンの追求を主眼とする投資家の関心事である株主価値創造に関連する事業戦略、配当政策など、有価証券報告書等において定期的に開示される情報以外で財務的な価値創造と関連性が高い情報
- ② 企業の存続基盤に関連した情報：企業理念やガバナンスなどに関連する情報
- ③ ES / CSR 関連情報：これまで CSR 報告書などで開示されてきた情報で、②以外の情報
- ④ 事業環境とリスクに関連した情報：組織にとっての外部環境と競合状況、およびリスクに関する情報
- ⑤ その他の非財務情報：上記以外の情報（知財関連情報、社員のスキルなど）

5. 「価値協創ガイダンス」と統合報告書から見た非財務情報の開示方法

企業と投資家が建設的な対話において重要な情報とその開示方法としては、経済産業省に設置された「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」における検討に基づいて 2017 年 5 月に策定された「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」（通称「価値協創ガイダンス」）が参考になる。

7 井口 [2018] によれば、投資家のファンダメンタル分析において重要となる「非財務情報の分析」は、①企業理念（企業の DNA）、②ビジネスモデル、③経営戦略、④コーポレートガバナンス、の 4 つで構成されているという。

図表2 「価値協創ガイダンス」の全体像



出所：経済産業省 [2017]

価値協創ガイダンスにおいては、図表2のように6つの主要項目について具体的な開示情報を解説している。さらに各開示情報の関係性の全体像を示すことで、企業の真の価値創造力と持続可能性を評価する上で重要と思われる情報のコネクティビティに留意している点で、IIRCの<IR>FWと同様に実際の企業と株主・投資家との建設的な対話に役立つ開示指針といえる。

また、こうした企業と株主・投資家が建設的な対話を行う上で、今最も活用が期待されている開示資料は、統合報告書だと考えられる。日本の大手機関投資家も、日本のアニュアルレポートは<IR>FWの公表以来、「より非財務情報 (ESG情報を含む) を重視したアニュアルレポートが見られるようになった」と評価している⁸。

さらに、企業側も統合報告の公表には積極的であり、統合報告書を発行する企業数は2018年の

調査で414社にのぼっている⁹。そこで、日本で評価の高い統合報告書において、どのような非財務情報が開示され、またそれらの非財務情報のうち、ESG関連情報が他の財務・非財務情報と結びついて、どの程度意味のある情報として開示されているかについて調査・分析し、それらを統合報告の先進国である南アフリカの優れた統合報告と比較することで、今後の非財務情報の開示の在り方に関して考察を行った。

まず前述の非財務情報の5分類に従って、開示情報の定量的な数をカウントし、叙述的な情報が中心なものについては、定性情報として特に優れた開示と思われるものを抽出した¹⁰。次に、「ESG関連情報」の開示レベルに関しては、統合報告書の中でどのような文脈 (context) または他の情報との相互関連性 (Connectivity) をもって記述されているのか、という点について、以下のようなレベル1~4の4段階に区分し、各レベルにおける

8 井口 [2018] 122頁

9 KPMG [2019]

10 本稿では後者の定性情報については分析結果を示していない。詳しくは、宮永 [2018] 参照

評価項目は主として「価値協創ガイダンス」の指針を参考にして作成した¹¹。

レベル1：重要なCSRデータなどを統合報告書の中で開示している。(Combinedレベル)

レベル2：CSR、ESG情報について、マテリアリティ分析などを通じて自社の特性を考え重要性、課題などを認識し、非財務目標等を開示している。(CSR重視レベル)

レベル3-1：経営陣のスキルや多様性に配慮しており、合理的な報酬制度の設計とそれらの開示の透明性が高く、リスクと機会に関する情報が充実。(ガバナンス重視レベル)

レベル3-2：社会的課題の解決に向けた経営戦略を策定し、財務関連目標等の情報と結びつけて価値創造をストーリーとして語っている。(統合志向経営レベル)

レベル4：ESG関連の目標を経営戦略において明示し、目標達成のためのKPIを特定した上で、PDCAサイクルなどを使ってフォローしている。(価値協創実践レベル)

分析対象の統合報告書は、日本企業の中で優れたものとして評価されている以下の5社を調査対象にすることとした¹²。

伊藤忠商事、オムロン、MS&ADインシュアランスグループホールディングス、日本精工、味の素

日本の統合報告書との比較では、統合報告について積極的な対応してきた南アフリカで評価の高い以下の4社の統合報告書を調査対象とした¹³。

Nedbank Group Ltd (銀行)、Redefine Properties Ltd (不動産)、Kumba Iron Ore Ltd (鉱業)、

Sasol Ltd (化学)

6. 分析結果

まず非財務情報の分類に沿った開示項目のうち、定量的非財務情報の数をカウントしたところ、日本企業5社の統合報告書では平均が39.8項目で、南アの4社の平均値(67)に比べて明らかに少ないことが分かった。中でも特に少ないのは、③ES/CSR関連情報と、①財務関連非財務情報であり、残りの3つは両国とも定量的な情報量は少なく、その差異も小さい。また開示量のバラつきは、南アの4社では、各社とも数は同じ程度であり、差異は小さいが、日本の5社では、伊藤忠が最も少なく、バラつきも大きかった。

次に「ESG関連情報」の開示レベルについて調査したところ、日本企業の優れた統合報告書では、ほとんどレベル2まではクリアしていたが、レベル3以降については、各社の開示はややもの足りなかった。特に3-1のガバナンス・リスクに関する項目は各社とも不十分であり、南アの4社の開示に比べて大きく劣後している。一方、レベル3-2は統合報告で求められるコネクティビティ(情報の相互連関性)、価値協創ガイダンスの戦略面における非財務・無形資産、社会的課題との関係等に関するものであるが、概ね評価項目をクリアしている(この点は南アの4社に比べて開示レベルは高いといえる)。また、レベル4の経営戦略レベルでのCSRを志向している企業としては、オムロン、MS&AD、味の素の3社が挙げられた。一方、南アの4社の場合、レベル1からレベル3-1については、4社は全てクリアしているが、レベル3-2とレベル4については、4社ともやや不十分な開示であった。

11 レベル3を3-1のガバナンス、リスク関連情報と、3-2の社会的課題への戦略的取り組みに分けたのは、経営とESGとの統合としては同一の要求であるが、GとESとの本質的差異とGに関してはより詳細な開示が求められる傾向にあることを鑑み、分けて評価することとした。

12 世界知的資本・知的資産イニシアティブ(WICI)の日本組織であるWICI Japanの統合報告優良企業審査における受賞企業から選定した、対象として統合報告書は、調査時点(2018年8月)に発行されているもので最新のものを使用した。

13 Ernst & Young南アフリカが2012年から実施している“EY's Excellence in Integrated Reporting Awards”で過去卓越した評価を獲得している4社を調査対象とした。(使用したのはいずれも2017年報告書)

南アでは上場企業に統合報告書が義務化されたのが2011年と早く、また南アの統合報告への発展につながったコーポレートガバナンスの原則は1994年から制定されている¹⁴。したがって、南アの統合報告はアパルトヘイト時代に終わりを告げた1990年代以降の国家再構築の一環として、社会的に信頼される企業の基盤構築という目的を持って発展したため、一定の定型的な開示様式が積み上がっているものと考えられる。特に、ステークホルダーとの関係、企業を取り巻くリスクとそれらへの対応、取締役会の責務とその機能の充実、透明性の確保などガバナンスに関する開示情報などの充実が図られてきたものと想定される。

7. むすび

以上の考察と調査・分析結果を踏まえ、日本企業が株主・投資家との建設的な対話のために、どのような情報開示をしていくべきか、について以下の3点が指摘できる。

- 1) 将来の価値創造との関係で重要な非財務情報を明確にし、できる限り客観的、定量的な数値目標を使って説明すべき
- 2) リスク情報、ガバナンスに関する情報の開示は南アの事例を参考に発展させるべき
- 3) 自社のESG課題と取り組みを経営戦略の中にしっかりと組み込み、財務的な成果との関連性を示しながら、広義の企業価値創造に向けたストーリーを語るべき

21世紀の世界は、20世紀の拡大・成長型経済社会から安定・成熟型社会へと転換していくことが想定される。企業は世界経済の担い手としては最も大きな影響力を持つ存在であり、持続可能な世界を創るには、企業活動を通じた新しい社会をデザインしていく必要がある。ESG投資を通じた企業のESG経営へのサポートは、21世紀型の社会への進化を促す原動力になりうる。そのため、

企業と投資家との対話における非財務情報は、これまでの財務中心の情報を補完するためだけでなく、持続可能性の向上を図るための目標・KPIとしても重要になるものと考えられる。

【参考文献】

- 1) 井口譲二 [2018] 『財務・非財務情報の実効的な開示－ESG投資に対応した企業報告－』商事法務
- 2) 経済産業省 [2017] 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス－ESG・非財務情報と無形資産投資－」
- 3) KPMG [2019] 『日本企業の統合報告に関する調査2018』KPMG ジャパン
- 4) 住田孝之 [2012] 「企業の経営の実質を表現するための仕組みづくり」『近未来の企業経営の諸相－2025年－』中央経済社
- 5) 樋口範雄 [2008] 『アメリカ契約法（第2版）』弘文堂
- 6) 宮永雅好 [2018] 「中長期投資において重視される非財務情報とは：企業とアナリストとの建設的な対話に向けて」証券アナリストジャーナル 2018.11
- 7) AICPA [2004] “Special Committee on Enhanced Business Reporting”
- 8) Eccles R.G. and M.P. Krzus [2015] 邦訳『統合報告の実際－未来を拓くコーポレートコミュニケーション』北川哲夫監訳、日本経済新聞出版社
- 9) EYGM [2017] “EY’s Excellent in Integrated Reporting Award 2017”
- 10) EYGM [2018] “EY’s Excellent in Integrated Reporting Award 2018”
- 11) IIRC [2013] “The International Integrated Reporting Framework”

14 南アの統合報告に至る歴史については、Eccles *et al.* [2015] の第1章を参照