

●コーポレートガバナンスの現在地二〇二三(2)●

資本市場と向き合う企業情報開示

安井桂大 弁護士

一 はじめに

近年、資本市場の環境が大きく変化する中で、上場会社における企業情報開示の重要性が一段と高まっている。

本稿では、資本市場と向き合う上場会社にとっての企業情報開示の意義について述べつつ、近年になって特に重要な課題となっている資本コストや株価を意識した企業情報開示、さらには非財務情報開示に関する取組みの基本的な考え方等について、それぞれ若干の解説を試みる。

なお、本稿のうち意見にわたる部分は筆者の私見であり、筆者が過去に所属した、または現在において所属する組織の見解を示すものではないことを、念のため付言しておく。

二 上場会社における企業情報開示の意義

そもそも、資本市場から資金を調達し、また、事業の運営や将来の成長に向けた投資等のための資金を追加で調達し得る立場にある上場会社にとって、企業情報開示を適切に行うことは重要な義務の一つであり、そうした資金の提供者、または潜在的な提供者である株主や資本市場参加者に対する説明責任を果たすことでもある。

バランスシート上の株主資本はリスクバツファとして信用の裏づけになるが、上場会社はこれを資本市場から調達している。資本市場から新たな資金を直接調達していない場合でも、バランスシートの観点からみれば、事業活動から得られた利益を株主に還元せず内部留保として再投資等に活用していれば、それは株主から資金調達を行っているのと等しい(注一)。ま

目次

- 一 はじめに
- 二 上場会社における企業情報開示の意義
- 三 資本コストや株価を意識した企業情報開示の取組み
 - 1 東証による要請
 - 2 企業における資本コストや株価を意識した取組みと情報開示
- 四 非財務情報開示の取組み
 - 1 開示府令等の改正とIFRSサステナビリティ開示基準の策定
 - 2 企業における非財務情報開示に関する取組み
- 五 おわりに

た、直接的に資本市場から新たな資金調達を行うおうとする場合には、新株発行や自己株式の売却等はもちろん、株式交換や株式交付制度を活用した株対価M&A等も含め、資本市場を活用してさまざまなかたちで資金調達を行うことが可能であり、法令等に従って企業情報開示を適切に行うことは、そうした立場にあることに伴う義務・責任である。

他方、特に近年になってより積極的な企業情報開示の重要性が強調されるようになったのは、コーポレートガバナンス・コード(以下「CGコード」という)の導入等により、上場会社のガバナンスのあり方が、資本市場との対話を通じた、エクイティの視点を重視したガバナンスへと変化してきたことが背景にある。それ以前の銀行による融資等の視点を特に意識した

ガバナンスの下では、「過去の実績」が重視されやすく、企業情報開示においても財務情報を中心とした過去情報の正確な開示に力点が置かれてきた。一方、資本市場では、「将来への投資」による将来キャッシュフローの創出能力に基づいて企業価値をはかるという考え方が基本であり、過去の実績は将来を見通す際の基本的な材料として引き続き重要であるものの、上場会社においては、それに加えて、将来に向けた経営戦略等を、一定のロジックやストーリーをもって説得的に語ることがより求められるようになった。

また、もう一つの重要な背景として、グローバルにサステナビリティが重要な経営課題として認識されるようになったことがある。サステナビリティ課題への対応には長期間を要する場合が多く、必ずしも短期間で結果が出るものではないため、資本市場に対しても、こうした観点から「将来」の視点をさらに長期に伸ばした経営戦略等の説明が求められるようになった。そうした説明の中では、サステナビリティ課題を単にリスクにとらえるのではなく、課題解決を成長機会としてとらえ、企業としての中長期的な成長につなげていく戦略を語ることが期待されている。

こうした背景の中で、上場会社においては、広義のガバナンスの一環として、資本市場と向き合い、将来に向けた経営戦略等をロジカルに語る、これまで以上に積極的な企業情報開示に取り組んでいくことが求められている。近年、

経営環境の変化は著しく、企業を取り巻く環境が一段と不確実性を増す中で、資本政策等を含めた財務面、さらにはサステナビリティへの取り組み等を含めた非財務面の情報開示を併せて充実させ、資本市場との間の対話をより建設的なものとする中で、そうした対話を通じて、自社の関連する取組みの実効性や、ひいては経営の質やレジリエンスを継続的に高めていくことが、上場会社にとって特に重要な企業戦略の一部となっている。

後記三および四では、上場会社にとって特に重要な課題となっている資本コストや株価を意識した企業情報開示、さらには非財務情報開示に関する取組みについて、それぞれ考え方を解説する。

三 資本コストや株価を意識した企業情報開示の取組み

前記二で述べたとおり、上場会社においては、将来に向けた経営戦略等を資本市場に対して説得的に説明していくことが求められるが、上場会社がCGコードでも期待されている持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとした資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していくことが重要であり、企業情報開示においても、こうした視点を意識して説明を充実させていくことが求められる。

1 東証による要請

二〇二二年四月、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者から高い支持を得られる魅力的な市場を提供することを目的として、東京証券取引所（以下「東証」という）において、市場区分再編が実施された。東証においては、新市場区分への移行がその目的を達成するために必要な追加的な対応等を検討していく観点から、同年七月に市場区分の見直しに関するフォローアップ会議を設置し、その後、現在に至るまで継続して議論が行われている。

そうした中、二〇二三年三月三十一日、フォローアップ会議における論点整理およびそれに基づいて策定された東証における対応方針を踏まえた具体的な施策の一つとして、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が東証において取りまとめられ、要請内容が上場会社に対して通知された（注二）。具体的には、プライム市場およびスタンダード市場の全上場会社に対して、CGコード原則五・二等を踏まえ、①自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して取締役会で現状を分析・評価した上で、②改善に向けた計画や目標等を策定・開示し、③そうした計画等に基づいて取組みを進める中で、資本市場との積極的な対話を通じて取組みや情報開示をアップデートしていく、という一連の対応を継続的に実施していくことが要請されている。

その中では、PBRが一倍を割れている状況は、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資家から十分に評価されていないことが示唆される一つの目安である、といった考え方も示されている。

2 企業における資本コストや株価を意識した取組みと情報開示

資本コスト経営に向けた具体的な取組内容等については本企画の別稿に譲ることとするが（注三）、東証による要請も踏まえ、上場会社として企業価値や株価を上げていくためには、まずは資本コストを上回る資本収益性を確保することが必要である。

株主は、企業に対して提供している株主資本に対して、投資リスクに見合うリターンを要求する。その際の最低限の要求リターンが株主資本コストであり、株主からみれば、事業活動を通じたROEが株主資本コストを上回ってはじめて、そうした事業に対する再投資が追加的な価値を生み企業価値を向上させることになるため、ROEが株主資本コストを下回っている状況では、株価は低迷する。

したがって、上場会社においては、まずは自社に対して株主から要求されている最低限のリターンとしての資本コストを把握することが重要になるが、ここで理解しておく必要があるのは、資本コストは固定されたものではなく、動的なものであり、企業側の努力によって抑えることも可能であるということである。

投資家は常にフォワード・ルッキングであり、経済全体の見通しや市場環境等のマクロ要因を含め、さまざまな要素を考慮してリスクプレミアムを加算・減算して調整しているが、企業においては、情報開示を通じてそこに働きかけることができる。すなわち、投資家からみれば、情報開示が少ない企業への投資はその分リスクが高いと判断されやすい一方で、積極的な情報開示を通じて透明性を高め、その内容においても資本市場の目線を意識して経営が行われていることが示せれば、投資家における不安を払拭し、投資の確信度を高めることができ、それによって資本コストを抑えることができる。上場会社において資本コストを上回る資本収益性を確保していくための対応を検討していく際には、こうした情報開示の充実によって資本コスト自体を抑えていくことも、取り組むべき重要な施策の一つになると考えられる。

もともと、上場会社として企業価値や株価を上げていくためにはそれだけでは足りず、将来へ向けた魅力的な成長戦略を策定し、明確な目標を定めつつ、ストーリー性をもって具体的に説明していくことも必要になる。

PBRは「 $ROE \times PER$ 」で算出することが可能であるが、仮にROEが資本コストを上回っている状況であっても、投資家からみた企業の将来へ向けた成長への期待が薄くなってしまうと、PERが低くなり株価は上がらない。したがって、上場会社においては、将来の価値創造に向けた成長戦略を資本効率の観点を踏ま

えながら具体的に推進していくことが必要であり、たとえば、サステナビリティの重要性の高まり等の社会変化も踏まえた事業ポートフォリオマネジメントの方針を情報開示の中で示しながら、具体的な事業の入替え等を進めていく対応等が求められる（注四）。

四 非財務情報開示の取組み

前記二で述べたとおり、企業を取り巻く環境が一段と不確実性を増す中で、企業においては、不確実な将来に向けた経営戦略等の説明を、中長期の時間軸で行っていくことが求められている。そうした中長期の時間軸を前提とした戦略の説明を説得的に行っていくためには、前記三で述べた財務的な観点はもちろん重要ではあるものの、それだけでは足りず、たとえば、サステナビリティに関するリスクがしっかりとガバナンスされているか、また、経営戦略等の実行を支える人的資本が確保され、将来に向けてもそうした人的資本を引きつけられる環境整備が十分に進められているか等といった、非財務の視点も併せて重要となる。

この点について、内閣府に設置された検討会によって策定された知財・無形資産ガバナンスガイドラインにおいては、「日本企業には、企業価値向上の原動力となる質の高い知財・無形資産の蓄積を企業戦略の中に組み込むとともに、知財・無形資産への投資を促進し、投資家や金融機関に対する開示や建設的な対話を進め

ることで、企業価値を高める余地があると言える。それにもかかわらず、日本企業は、知財・無形資産に対する必要な投資と洗練された活用戦略による十分な実践が不足していたために企業価値の向上につながっていない『もったいない』状態に置かれている」ことが指摘されている（注五）。

上場会社においては、資本市場と向き合う中で、将来に向けた経営戦略等と密接に関連する非財務に関する取組みについても、その内容をしっかりと情報開示の中で説明していくことが求められている。

1 開示府令等の改正とIFRSサステナビリティ開示基準の策定

二〇二三年一月三十一日、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正（以下「改正開示府令」という）が公布・施行され、二〇二三年三ヶ月の有価証券報告書から適用が開始された（注六）。

改正開示府令においては、有価証券報告書におけるサステナビリティ情報の開示の充実に向け、投資家に対して投資判断に必要な核となるサステナビリティ情報をわかりやすくまとめて提供する観点から、有価証券報告書の中に「サステナビリティに関する考え方及び取組」という新たな記載欄が設けられた。

すべての有価証券報告書提出会社においては、まずは企業において自社の業態や経営環境、企業価値への影響等を踏まえながらサステ

ナビリティ情報を認識し、その重要性を判断する枠組みが必要であるという観点から、サステナビリティに関する「ガバナンス」および「リスク管理」について記載することが求められる。また、サステナビリティに関する「戦略」ならびに「指標及び目標」についても、各企業における「ガバナンス」・「リスク管理」の枠組みを通じた重要性の判断の下で、開示が求められる（注七）。

また、二〇二三年六月二十六日には、国際財務報告基準（IFRS）の設定主体であるIFRS財団に設置された国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）において、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な要求事項」およびIFRS S2号「気候関連開示」（以下、あわせて「IFRSサステナビリティ開示基準」という）が公表された。

IFRSサステナビリティ開示基準の内容は、今後、国内の法定開示ルールに取り込まれていくことが想定されており（注八）、具体的な国内開示基準の検討を行うために財務会計基準機構（FASB）の下に設置されたサステナビリティ基準委員会（SSB）においては、二〇二三年度中（遅くとも二〇二四年三月三十一日まで）に公開草案を公表し、二〇二四年度中（遅くとも二〇二五年三月三十一日まで）に国内開示基準を最終化する方針が示されている（注九）。かかる方針どおりに国内開示基準が策定された場合、遅くとも二〇二六年三ヶ月に係る有価証券報告書から、日本法の下でも同基準に

基づくサステナビリティ開示が求められることが予想される。

具体的な国内開示基準の内容は今後に検討されていくことになるが、IFRSサステナビリティ開示基準においては、重要性（マテリアリティ）に関する考え方や規範、また、たとえば、スコープ1（事業者自らによる温室効果ガスの直接排出）・スコープ2（他社から供給された電気や熱・蒸気の使用に伴う間接排出）に加えて、スコープ3（スコープ1・スコープ2以外の間接排出（事業者の活動に関連する他社の排出）まで含めた温室効果ガス排出量の開示や、SASBスタンダードの枠組みを参考にした産業別の指標開示など、気候関連のリスクおよび機会に関する開示内容等が具体的に示されている（注一〇）。

2 企業における非財務情報開示に関する取組み

非財務情報開示に関する取組みを検討する際には、改正開示府令等で採用された基本的なフレームワークである「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」という四つの構成要素に沿って、自社の取組みを整理することが有用である（注一一）。

CGコードの下、上場会社に対しては、自社のサステナビリティをめぐる取組みについて基本的な方針を策定し、気候変動対応や人的資本・多様性の確保等について取組みを進めることが求められている。上場会社においては、そ

うした取組状況も踏まえながら、前記の四つの構成要素を意識して取組みや情報開示を進め、資本市場との継続的な対話を踏まえ、自社の非財務情報開示に関する取組みを進展させつつ、開示内容についても漸進的に充実させていくことが考えられる。

その際、開示すべき主な内容は、各企業において中長期的な経営戦略等と紐づけながら、リスクおよび成長機会の両面から事業に関連し得るサステナビリティ課題を精査して策定した自社のサステナビリティをめぐる取組みについての基本的な方針と、そうした方針の下で、自社が優先的に取り組んでいくべき課題として具体的に特定した重要課題（マテリアリティ）について進めている取組内容等が、中心になるものと考えられる。こうした重要課題（マテリアリティ）は、企業ごとに選別されるべきものであるが、経営環境の変化や国内外における関連法規制の動向等も踏まえ、自社が取り組むべきサステナビリティ課題や具体的な取組内容を見定め、必要に応じて随時見直していくことが重要である。資本市場への充実した情報開示とそれに基づく継続的な対話は、そうした適切な見極めや適時の見直しを行うための重要な契機となる。

開示原則（別添）では、有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方や取組」の記載欄においては、企業の中長期的な持続可能性に関する事項について、経営方針・経営戦略等との整合性を意識して説明すべきもの

であるとされている。ここでの「経営方針・経営戦略等との整合性」が、具体的な取組内容の検討や情報開示の際に最も強く意識されるべきポイントであり、具体的な情報開示に際しても、たとえば、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」の欄で記載される自社の中長期的成長戦略との関連性を意識し、相互に参照しながら記載を行うこと等が有益であると考えられる。

また、前記1で述べたとおり、二〇二三年六月にIFRSサステナビリティ開示基準が策定されており、上場会社においては、今後の国内における法定開示ルール化に先駆けて、同開示基準を踏まえた取組みや情報開示を進めていくことも考えられよう。

五 おわりに

本稿では、上場会社における企業情報開示の意義について述べた上で、資本コストや株価を意識した企業情報開示、さらには非財務情報開示に関する取組について、それぞれ関連する法改正等の内容に触れつつ、基本的な考え方を概説した。

上場会社にとっての企業情報開示は、単に法令等に基づく義務を果たすというだけにとどまらず、広義のガバナンスの一環として、資本市場と向き合いながら、自社の経営の質やレジリエンスを高めていくための重要な企業戦略の一つである。そうした意義を適切に理解し、関連

する取組みや情報開示の充実に取り組んでいくことが重要である。

（注一） 三瓶裕喜「資本コスト経営とは何か」本誌二六七号（二〇二二）五頁参照。

（注二） 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の概要については、池田直隆・中村咲百合「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等について、本誌二三五号（二〇二三）四頁参照。なお、二〇二三年一月二六日には、東証から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧表の公表等について」が公表されており、関連する企業の取組みを後押しする観点から、二〇二四年一月一五日以降、要請に基づいて情報開示を行っている企業の一覧表を公表し、毎月更新していく方針等が示されている。

（注三） 古布薫「なぜ今資本コストなのか」本誌二三四〇号（二〇二三）四頁。なお、本2の内容については、三瓶・前掲（注一）および三瓶裕喜「ROEストーリーの『その次』」コーポレートガバナンス二二（二〇二三）三〇頁を参照している。

（注四） 善管注意義務の観点も踏まえた事業ポートフォリオマネジメントの実践方法等については、安井桂大「改訂コーポレートガバナンス・コードを踏まえた事業ポートフォリオマネジメント」資料版/商事法務四四六号（二〇二二）三三頁参照。

（注五） 知財投資・活用戦略の有効な開示及びガ

バナンスに関する検討会「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 Ver2.0」(二〇二三年三月二十七日)五頁。同ガイドラインの詳細については、鶴本祥文「嶋岡幹「『知財・無形資産ガバナンスガイドライン Ver2.0』の解説」^下——企業と投資家・金融機関の対話を通じて将来の企業価値を創造する」本誌二二二八号(二〇二二) 四頁、本誌二二二九号(同)三五頁参照。

(注六) 改正開示府令とあわせて「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」の改正およびプリンシプルベースのガイダンスである「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」(以下「開示原則(別添)」という)等も公表されている。これらの改正開示府令等の概要については、上利悟史「河西和佳子」森岡聖貴「企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正」本誌二二二〇号(二〇二二) 四頁参照。

(注七) 「戦略」ならびに「指標及び目標」については、すべての有価証券報告書提出会社に対しては開示を求めないこととされているが、改正開示府令とあわせて公表された開示原則(別添)においては、望ましい開示に向けた取組みとして、「戦略」・「指標及び目標」について、各企業が重要性を判断した上で記載しないこととした場合でも、当該判断やその根拠の開示を行うことが期待されるとされている。

(注八) 二〇二二年二月二十七日に公表された「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」およびその別添「我が国におけるサステナビリティ開示のロードマップ(二〇二二年二月公表)」参照。また、CGコードとの関係でも、補充原則三—③でプライム市場上場企業が気候関連開示を行う際に依拠することが求められているTCFDまたは「それと同等の枠組み」には、同コードの二〇二一年改訂当時から、策定見込みとなっていた国際開示基準がこれに当たることが想定されており、IFRSサステナビリティ開示基準がこれに該当するものと考えられる。

(注九) サステナビリティ基準委員会(SSBJ)における今後の検討の計画等については、川西安喜「IFRSサステナビリティ開示基準の概要とSSBJの今後の計画」本誌二二三六号(二〇二三) 一六頁参照。

(注一〇) IFRSサステナビリティ開示基準の概要およびポイントについては、川西・前掲(注九)、安井桂大「IFRSサステナビリティ開示基準が企業実務にもたらす示唆」資料版／商事法務四七三号(二〇二三) 三頁参照。

(注一一) それぞれの構成要素に関する具体的な取組内容等については、安井桂大「改正開示府令等を踏まえた企業における実務対応」本誌二二二四号(二〇二三) 二六頁参照。

(やすい・けいた)