



## 「原則主義か細則主義か、それが問題だ」

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷 正彰

### どのような投資でも将来キャッシュフローの読みが重要

PEファンドと呼ばれるプライベートエクイティファンドは一般の投資ファンドとは区別されている。PEファンドは原則100%出資をして企業の経営権を取得、投資後に企業価値を向上させるべく能動的に経営に参画する。もちろん、金融機関から当該企業にノンリコースローンを出してもらい、出資部分を小さくしてリスクをヘッジする方法は取るものの、PEファンドのパフォーマンスは投資する一社一社のパフォーマンスに大きく影響される。PEファンド運営者から「平凡な街のスーパーのような企業への投資を好む」と聞いた時には少し驚いた。その理由は、技術革新が激しく、大きな投資が将来必要で、業績のボラティリティが高い先端技術企業よりも、街のスーパーは将来キャッシュ・フローが読みやすいからだそうだ。一般の投資ファンドは、国、地域、産業などを分散し、パフォーマンスを上げる。従って、投資対象企業とはエンゲージメントを行って投資対象企業の企業価値向上に寄与はするが、経営そのものには議決権行使以外に直接的にタッチしない。ただ、投資した企業が得る将来キャッシュ・フローが重要である点は、PEファンドも一般の投資ファンドも同じだ。

1980年代までは多くの投資家が見ていたのは財務情報であり、当然上場企業が開示する法定開示書類は財務情報が主体であった。しかし、1990年代から徐々に投資家が必要とする情報が無形資産、いわゆる非財務情報に移り始めた。最初は事故や不祥事におけるリスクが企業の株価に大きく影響することから注目されるようになった。

しかし、現在は非財務情報開示に求められるのはネガティブなリスク情報だけではなく、ポジティブな企業の機会を含む非財務情報だ。将来キャッシュフローは財務情報の延長線上ではあるものの、財務情報から得られるものは過去であり、それだけでは将来のキャッシュフローは読めないことから、将来どのように稼ぐかを推し量ることを理解する上で、非財務情報が重要だとの認識が急速に広がった。

### プルーデントマンルールとESG

年金のようなアセットオーナー、それを運用するアセットマネージャー、個人から資金を集めて運用する投資信託など、いわゆる機関投資家は資金の出し手のリターンを最優先する義務がある。職務に応じて専門家としての能力を生かし、思慮深い投資行動を取らなければならない、いわゆるプルーデントマンルールや最善執行義務が受託者に課された義務である。例えば、化石燃料を大量に使う企業でもパフォーマンスが高い企業であれば投資をすべきか、或いは、化石燃料が不必要とされる社会が形成された時にそれが座礁資産となるリスクを鑑みて投資を避けるべきか、受託者の義務の観点からどちらを優先すべきかという議論が続けられてきた。

\*1 最近では社会の持続的成長が優先されることはグローバルに認知されてきたのは言うまでもない。ここで厄介なのは、持続的成長に寄与しているかいないかは財務情報のみでは推し量れない点である。財務情報は数百年という歴史を経て現在の一定のルールが確立され、そのルールに基づいた開示が可能である。

一方で、非財務情報については、1990年代からの議論であり、歴史はまだ30年程度である。1992年、英国でキャドバリー委員会によって発行されたコーポレートガバナンス・コードがその最初であり、そこでは原則主義が採用された。原則主義とは示された原則を根拠として、実際に企業経営にあたっている経営者がその原則を適用するのか、或いは何かの理由によって適用しないのか説明をし、それを投資家や株主が判断するというもので、細かく決定された一定のルールに従うことを重視する細則主義と対比される。東証規則で上場企業に開示の義務がある日本版コーポレートガバナンス・コード（以下コード）も原則主義をとっている。従って、日本の上場企業はコーポレートガバナンス報告書で、コードが示している原則をcomply（適用）するか、complyしないのであればexplain（その理由を説明）することが求められている。そして、企業によって公表されたその内容には法的拘束力はなく、明らかな虚偽でない場合は、結果として適用が実現されなかったからと言って処罰されるものではない。

## 原則主義とComparability

金融庁は、今年2020年3月期から有価証券報告書における「記述情報の充実」の本格的な適用を開始した。これは財務情報と共に、非財務情報を含めた経営者の視点の具体的な開示を求めるものだ。但し、開示される内容は法的拘束力のある金融商品取引法の下にあることは留意すべきだ。2019年3月期の有価証券報告書からコーポレート・ガバナンス情報（役員報酬、政策保有株式等）の記載拡充が求められた。役員報酬や政策保有株式についての情報開示は説明内容が比較的限定的なものであるのに対して、2020年3月期から求められている「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」「経営者によ

る財政の分析、経営成績及びキャッシュ・フローの状況（MD&A）」にどのような形で環境（E）や社会（S）と言った漠然とした内容の記述を行っていくのかについて、多くの企業が頭を悩ませている。当研究所の7月の調査では、今年に入ってから有価証券報告書における開示で、以前のひな形開示から多くの企業が脱皮し、改善している傾向が報告された。<sup>\*2</sup> しかし、統合報告書を発行している企業の有価証券報告書と統合報告書を比較してみると明らかに非財務情報は統合報告書に劣後している。これは法的拘束力のない任意開示に対する、法的拘束力のある制度開示の限界、或いは役割分担なのであろう。

世界での開示の方向性は非財務情報をいかに制度開示に組み入れていくかということである。例えば、米国においても証券取引委員会（以下SEC）は、非財務情報開示の指針であるレギュレーションS-Kにおける一定の開示要件、関連するルール及びフォームの近代化と簡素化を図る観点からの見直しを行い、必要な修正を行って使い勝手をよくしようとしている。そして、個別企業の実情を踏まえた開示を行うために原則開示（principle-based approach）をより一層強調しているところがある。この流れはグローバルな流れと歩調を合わせるものである。一方で、昨年8月27日、米国SECの5名の委員のうちの2名の委員がjoint statementで「原則主義に偏りすぎることなく、細則主義と原則主義とのバランスをとるべきではないか」との意見を文書で公表している。<sup>\*3</sup> その理由は原則主義を強調しすぎると、①発行会社に過度の裁量権を与えることになり投資家からみて望ましい開示がなされないおそれがあるのではないかと、②複数の発行会社間での開示について投資家が比較検討する（comparability）手段がなくなるのでは

ないか、③気候変動のトピックスが各々の判断において割愛されてしまうのではないか、などの懸念から生じたものだ。

### 比較検討する（Comparability）手段として

長い歴史を持つ財務情報開示に対して、非財務情報開示のスタンダードを作る動きは各国・各機関で始まっている。大雑把ではあるが、年代順に見て行くと、2000年GRIスタンダード（当時はガイドライン）、2013年国際統合報告フレームワーク、2015年SASBスタンダード（2018年改訂）、2017年TCFD最終提言書、2017年価値協創ガイダンス、2018年環境報告ガイドラインなどがある。これらの中で「企業間で比較検討する（comparability）手段」として利用価値があるものの代表格がGRIスタンダードである。欧州を中心にグローバルにGRIスタンダードを参照、或いは準拠している企業数は数千社にのぼり、日本企業でもなんらかの形で採用している企業は数百ある。しかし、GRIスタンダードで求めている情報は経営成績や財務状態に関するものではなく、それぞれの企業が環境や社会に与えるインパクトに主眼を置いていることから、投資家のニーズには合致しないものが多い。同じような細則主義的なアプローチで、投資家寄りの発想を重視したものがSASBスタンダードと言える。企業関係者、アナリスト、コンサルタントなど2,800人の実務家が開発に関与し、投資家のための非財務情報（EとS）開示のスタンダードである点が特徴である。11セクター77業種に分類し、トピックが当該企業にとってマテリアルかどうかを企業自身が判断した上で、それらの分類で上げられた項目・指標に基づいて具体的に記述することが特徴だ。2018年7月に改訂版が発表され、実際の運用は2019年1月1日にスタートする会計年度から運用が始まった。つまり、今年開示されたものが

改訂版最初のものであるということだが、既に34か国、351社がSASBスタンダードによる開示を行っている。<sup>\*4</sup>

繰り返しになるが、投資家の求めているものは、その企業が将来どのようにキャッシュ・フローを得ていくのかという点である。財務情報だけではこれが予想できないので非財務情報開示にも依拠することになる。先の例であげた、比較的キャッシュ・フローが読みやすい地方のスーパーマーケットでも、その地域の人口動態、競争環境、サプライチェーンマネジメント、従業員の職場環境、経営者のガバナンス構造など、財務情報からは読めない情報が多い。これが、事業ポートフォリオや市場が多様化している企業ではさらに複雑になることは容易に想像できるだろう。これら非財務情報を投資家目線で、業界や他社比較が可能な形でどのように開示していくのか、企業や投資家といった関係者の知恵の見せどころである。SASBスタンダードはそういう意味では利用できるルールの一つであると言える。

今年の5月13日、国連の責任投資（PRI）は「TECHNICAL GUIDE: ESG INCORPORATION IN HEDGE FUNDS<sup>\*5</sup>」を発表した。ここのエグゼクティブサマリーの書き出しは「本ガイドは、ヘッジファンド戦略にESG要素を組み入れるためのファンドマネージャーやアセットオーナーのための推奨フレームワークを提供するものである。」で始まる。ESG情報とは無縁だとも思っていたヘッジファンドでも非財務情報に目を向ける時代である。投資家目線で、比較検討が可能な非財務情報開示を多くの企業が取り入れた場合、非財務情報開示に劣後している企業をヘッジファンドはどのように取り扱うのであろうか。

注：

- \*1：2020年6月23日米国労働省で「29 CFR 2550.404a-1 の「投資義務」規制を改正したプラン投資の選択における財務的要因に関する規則化提案の通知」が行われ、米国のERISA法ではESG投資も検討されるが、過去も現在も金銭的価値が優先される傾向にあり、ルール化する動きもある。  
<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/financial-factors-in-selecting-plan-investments>
- \*2：ディスクロージャー & IR総合研究所2020年7月26日発行「研究室通信Vol15」
- \*3：SECのホームページ「[https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-jackson-lee-082719#\\_ftnref12](https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-jackson-lee-082719#_ftnref12)」
- \*4：SASBホームページ「<https://www.sasb.org/company-use/sasb-reporters/>」記載より当研究室により調査、企業の所属国についてはグローバル企業の場合特定が難しいが、各企業ホームページより本部機能の所在地を優先している。
- \*5：PRIホームページ「<https://www.unpri.org/hedge-funds/technical-guide-esg-incorporation-in-hedge-funds/5729.article>」