



元日に発生した令和6年能登半島地震で被災された方々に、謹んで地震災害のお見舞いを申し上げます。

宝印刷D&IR研究所では研究員レポート、事例分析、寄稿、キーワード、セミナー開催報告、そして本研究員コラムなど毎週水曜日に必ず一本アップしております。昨年はサステナビリティ情報開示元年とも言える国際的な動向が多くありました。これら国内外の動向を日本企業の、より良い開示、ひいては企業価値向上に資する情報アップデートを心がけております。



何卒今年もよろしくお願いいたします。



研究員コラム 95

「経営姿勢そのものの開示が効率の良い開示である」

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

可読性の高さ

財務諸表論で言うと、現在の日本の教科書も過去の教科書とは違い随分と読みやすくなったのではないだろうか。昔のそれはどちらかという読み進めるといよりも辞書のような感じで必要に応じて相応の項目を読んでいるような感じだった。日本の統合報告書も同じような感じがする。多くの網羅された財務や非財務項目の図や表が辞書のように圧縮されている感じで、必要な個所を探してその都度理解するのだが、大きな全体像や方向性がわかりづらいと感じる。もちろん、パーパスや企業理念も語られているのだが、こちらは、あまりにも当たり前のこと過ぎて、具体的に目標となる山や、そのルートについての検討等という具体性に欠けているものが多い印象である。

それに比較して、海外のアンニュアルレポートはページの順を追うごとに理解が進むものが多い。サステナビリティレポートとしてアンニュアルレポートとは別途非財務情報のみを集めた海外企業のレポートが一番日本の統合報告書の様式に近い日本的な辞書方式が多いと感じる。海外のアンニュアルレポートに戻ると、その可読性の高さは明らかであり、読んでいて経営のメッセージが理解しやすい。本当に様々な議論をした経営の結果や方向性が各々の企業の

仕事柄、国内に限らず比較対象企業の海外のアンニュアルレポート、統合報告書、或いはサステナビリティレポートを読む機会が多い。そうすると昔、証券会社時代に無理やり海外の大学レベルのアカウンティングの教科書を読まされた際の印象がデジャブのように蘇ってくる。当時の日本語の財務諸表論の教科書は日本語で書かれているのにとっても難解であった。一方、英和辞典を引き引き読む英語のアカウンティングの教科書は読み進めると必ずプラクティスがあり、それらを順にこなして行くと本来苦手な読むのにとっても苦勞する英語の方が理解しやすい。そんなデジャブを海外のアンニュアルレポートを読むと感じるのである。日本語の統合報告書は日本語で本来読みやすいはずなのだが、海外の英語のアンニュアルレポートの方が圧倒的に読みやすい。どこに差があるのであるか。

また、開示の支援を行っている、時折企業の開示担当者から「効率良く開示を行いたい」というニーズを聞くことがある。できるだけリソースをかけることなくチャチャッと開示資料を作成したいという意味なのだろうが、これを聞くと本当にこの企業大丈夫かな？と思ってしまうのは筆者だけだろうか。

年初にあたり、この「効率よく開示を行う」という意味について考えを進めてみたい。

アニュアルレポートにこなれた感じで表現されている。最近ある企業の競合比較をする上で、とても凡庸な（失礼）パフォーマンスの海外企業のアニュアルレポートを読み込む必要に迫られた。あまりにも普通の製造業で且つ、対象日本企業を凌駕するキャッシュフローをあげている訳ではない企業であったが、予想を裏切ってとてもこなれた感のある可読性の高いものであり、ページの順を追っていくとその企業の方向性や経営からのメッセージが読み取れるものであった。

網羅的であるがゆえに、読ませるものが少ない日本の統合報告書

以前も本コラムで取り上げたが「良い映画と流行る映画は違う」という映画プロデューサーの言葉が最近気にかかる。観客に多くの視点や考え方を与え人生を考えさせるような含蓄のあるセリフがたくさん入って、且つ熟考されたカメラワークや背景等あるが、大衆をスッキリさせることができない良い映画は意外と流行らないものである。もちろん、観る側の心の持ち方やその人の歩んだ人生によってはとても良い映画だと感じる人も一部ではいるのだろうが、ストーリーの流れは単純で理解しやすいB級映画とも思えるような作品の方が興行収入は多いなんてことはざらにある。長年、統合報告書の作成支援をやってきて、我々は良い統合報告書を作成しようとしすぎているのではないかとと思うことが多くなってきた。趣向を凝らしたデザイン、全てを網羅しようとするような価値創造モデル、出来るだけ視覚に訴えるような図や表は読者に様々な考え方を示すのだろうが、読み込む必要があり、読み込むと読み手一人ひとりに違った示唆があり含蓄があるが、とても難解である。それと正反対に海外のアニュアルレポートは読み手に選択肢を与えず、誰もがその方向性を理解できる、つまり「流行る映画」のように読みやすいストーリー性がある。日本企業の統合報告書もそろそろ読みやすい統合報告書に舵を切る

時期に来ているのではないだろうか。しかし、「流行る映画」には明らかに大衆受けする「結論」が必要である。企業経営で言うと「経営者の持つ結論」が明らかにならないと、中々「流行る映画」のようなストーリーを作れないのではないかと思うのはへそ曲がりだろうか。

難解さで煙に巻いていないか

ROE8%に続き、昨今企業に与えられた使命はPBR1倍以上である。もう言われ尽くされているのでここで言う必要もないが、「PBR = ROE×PER」である。つまり、PBRをあげるには財務実績のROEを高めるか、或いは、将来の期待値でもあるPERを高めるかしか方法はない。ある意味とても単純で、儲ければ良いのである。しかし本当にそれだけで良いのだろうか。昨年11月の「『持続的成長って何だ？ 解決編』 - sustainとmaintain -」と題した研究員コラムで「企業にはそれぞれの個性があり、中には『成長より安定、拡大より持続、競争より共生を求める企業であり当社は成長とは無縁ではあるが社会にとって必要な会社となる』とし、その理由をきっちり説明するという企業が存在しても東京市場というポートフォリオの中での機関投資家の選択肢となり得るのではないだろうか」と述べた。これに対してある識者より「『安定・持続・共生』を重視する企業があってもよい、という意見には賛同する。ただ、そうした企業は（成長資金を得る場である）株式上場をする必要はない。『安定・持続・共生』でありたい、でも一方でプライムのステータスは欲しい、という二兎を追うのは無理があり、『安定・持続・共生』を重視するのであれば非公開化するくらいの決断が必要ではないかと個人的には考えている。今年、GDPで日本はドイツの下で4位になると言われているが、ドイツの上場会社数が500社であることを考えると、4,000社もある日本の現状を再考する必要がある

と思っている」としたコメントをいただいた。おそらくこの識者の意見に賛同する読者も多いのではないか。本来はそれら企業が「成長、拡大、競争」に関する方法について開示することこそ重要なのだろうが、昨年11月の研究員コラムにおいて、敢えて筆者は証券市場には多様な考えの企業が上場していることも必要だと述べた。しかしそれゆえに、世の中の風潮に同調して達成できないPBR1倍、ROE8%を難解な統合報告書で煙に巻かざるを得ない企業が出てくるのではないだろうか。

少し話は脱線するが、今年から企業の気候関連開示の進捗状況のモニタリングをISSBに移管することが決まったTCFDが昨年10月に最後の年次報告書「TCFD2023年年次現状報告書」を発表した。そのP81に国・地域別TCFD署名企業が示されている。これによると直近のTCFD署名企業や団体の合計は4,855社（含む団体）であり、その内訳は、非金融機関数2,655社、金融機関数1,831社、その他369団体となっている。また、地域別でみるとアジアパシフィック51%、欧州29%、北米15%、南米3%、中東2%となっている。そして、その内、日本企業は合計1,470社（含む団体）で、その内訳は非金融機関1,088社、金融機関231社、その他151団体となっている。つまり、日本企業の占める割合は合計で30.28%、非金融機関40.98%、その他40.92%となっている。このような気候変動に対する高い意識は誇るべきものなのであろう。しかし、本当に署名した企業・団体全てが本質的な議論を行いその開示を行っているのだろうか。

最近の海外の企業動向を見ていると、企業が環境への取り組みについて沈黙することを意味する「Greenhushing」と呼ばれる企業が増加しているようだ。これが良いことだとは思わないが、「Greenhushing」を公然と肯定する経営者も海外では存在する。日本では逆に大きな「良い流れ」に反することへの抵抗感が同調圧力となって

TCFD署名企業数を増やしているのであればそれはそれで「Greenwashing」であり問題だと感じる。統合報告書でも多く取り上げられるようになったROEやPBRもこれと同様の同調圧力への対応という極めて消極的なものも多いのではないだろうか。

細則の規制よりもComply or Explainを選択する英国

英国では英国における有価証券報告書を規定している法律の改定案「ストラテジック・レポートおよび取締役会報告書に関する改定案」が昨年7月に発表された。その改定案によると英国の大企業（上場・非上場企業）に対して、年次レジリエンス報告書の開示、配当可能利益額・重大な不正行為に関する報告書の開示、3年ごとの監査・保証方針報告書の開示など、特定の企業・会社報告要件を追加要求するものだった。しかし、この改定案に対するフィードバックでは多くの企業は、報告書にさらに多くの企業情報を含めることが要求され、追加コストが発生することになり逆に、フィードバックには既存の報告の簡素化と合理化案が含まれるなど、企業や投資家から逆の意味での改革への強い意欲があることを確認したことになった。このような企業からのフィードバックを受けて政府は「ストラテジック・レポートおよび取締役会報告書」に関する改定案を取下げ、逆に既存の報告義務の削減と再優先化に注力することを約束すると英国政府は昨年10月16日に発表した。

コーポレートガバナンス・コード（CGC）についても同様の動きになっている。2016年6月の衣料品販売大手ブリティッシュ・ホーム・ストアーズ（BHS）、2018年1月、巨大建設会社Carillion、そして2019年2月に大手カフェチェーンのPatisserie Valerieが立つ続けに破綻したことを受けて、英国財務報告評議会（FRC：The Financial Reporting Council）が昨年5月に

CGC改定案を出していた。しかし、CGC改定案についても法律と同様の流れを受けたようで、FRCのリリース文には「現在、事業報告の要求している事項や負担について、経済全体でより広範な議論が行われていることも意識した。」とあり、続けて「これら全ての要因を考慮すると、FRCは、コンサルテーションで提示した当初の18の提案のうち、少数の提案のみを実施し、残りの提案の開発を中止することが、現時点での適切なバランスであると認識している」として改定案自体を縮小し、今月中に新たな負担の少ない改定案を示す予定となっている。英国にとって資本市場は英国存亡にかかわる根幹的ビジネスでもある。そんな英国では英国政府による法律案の撤回や、FRCによるCGC縮小の方向性が示されている。これは明らかに英国企業に規制的な観点からの制約に伴うコスト増による英国企業の競争力低下懸念が、法やコード改正の背景にある英国企業のガバナンス問題による経営破綻よりも大きな問題であるという点より優先的であるということである。

そして、今回のCGC縮小の理由としてあげている具体的理由の最終パラグラフにある「This includes allowing more time for its implementation and ensuring the UK approach clearly differentiates from the much more intrusive approach adopted in the US. (CGコード実施に、より多くの時間をかけた英国のアプローチが、米国で採用されている押しつけがましいアプローチと明確に区別されるようにすることが含まれる。)」とし、英国はあくまでもComply or Explainで企業の自主性を重視しているということを明確にしている点はとても重要だと感じる。

錯綜するEUのCSRDとESRS

日本企業でもグローバルに展開している企業では、欧州における非財務情報開示の進捗を気にしている企業も多いであろう。今年から始まる事業

年度では、欧州で事業展開する企業において企業サステナビリティ報告指令（CSRD）によってかなり複雑な開示を一定規模以上の企業及びその子会社で開示しなければならないということになっている。誰もが大変だと言っているが、本当にそうであろうか？

欧州議会の超党派議員連盟は昨年10月11日、CSRDをベースに企業に非財務情報の開示を求める「欧州サステナビリティ報告書スタンダード（ESRS）」は、要求されている報告書の量と複雑さを膨大な量の削減をしなければ「発効できない（cannot enter into force）」とする決議案を欧州議会に提出した。入手した決議案の内容を見ると以下の通りであり、今事業年度から開始されるという法律に対して、この期に及んで見直しが叫ばれている。

- a. 欧州議会及び理事会指令（EU）2022/2464号2が、指令2013/34/EUに規定された旧非財務報告義務を、その範囲と詳細の両方において著しく拡大しているのに対し、
- b. 企業は現在、エネルギー価格の高騰、インフレ、金利の上昇、サプライチェーンや物流の複雑化、熟練労働者の不足によって厳しい状況に置かれており、一方で企業の行政負担は増大している；
- c. 予測によると、欧州経済は逼迫しており、企業は第三国へ移転している；
- d. 欧州委員会は、域内企業がお役所仕事に苦しめられていることを認め、域内企業の官僚主義を削減するための提案を発表した；
- e. 企業に過度の負担を強いるのではなく、シンプルな報告スタンダードが必要である

また、欧州メディアの報道では、ESRSの開発を手掛けている欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）のメンバーにはサステナビリティに関する専門家はおらず、資金不足の中で素人が手弁当で開発しているとして、強烈な皮肉を

述べているものもある。理想論と現実の間における議論の応酬となっている欧州の事例はとても象徴的であると感じる。

効率の良い開示とは何か、それは可能なのか？

さて、本題に戻そう。

経営の効率性を高める、或いはビジネスにおける効率性を高めることは何も問題はない。しかし、開示とはそもそも企業の経営実態を、透明性をもって投資家やステークホルダーに開示するものであり、その経営の在り方を効率よく開示するという趣旨はわかる。おそらく、多くの日本の経営者は会社の在り方や方向性の議論を沢山しているのである。それは企業経営者と会話を持つと明かである。しかし、それらの議論が一足飛びにROE8%やPBR1倍とした結論に結びつかない企業も多々ある。だから、開示における表向きの経営方針と本来的な議論とその企業の足元の業績にギャップが生じており、それらを事務方がどう開示してよいかかわからないというのが実際のところではないかと感じている。そうしたギャップをコストや時間をかけて埋めるのではなく効率的にチャチャッと開示したいというその思いはわからなくもない。効率的に開示を行うには、一度



「ROE8%やPBR1倍」といった、あらねばならない方向性、「鎧」を一度脱ぎ捨てないといけないのではないだろうか。

英国でも欧州でも非財務情報の開示が負担を増やすことによって競争力を失うことを危惧するようになっている。そういう意味では効率的な開示であるべきではあるが、企業の経営者が議論した内容を包み隠さず課題は課題として、成果は成果として、そして自社に即した目標と、それらの目標に合わせたKPIを策定して透明性を持った開示を行うことが非財務情報開示を含むもっとも効率的な開示ではなからうか。そのような透明性を持った経営者の生の声を伝えない企業は、全くROEやPBRの議論をしていない企業と表面的には差がつかないことになる。日本企業の統合報告書でも生の経営者の声そのまま伝わるようなストーリー性があり、可読性の高い統合報告書を作成する時代になっているのではなからうか。

