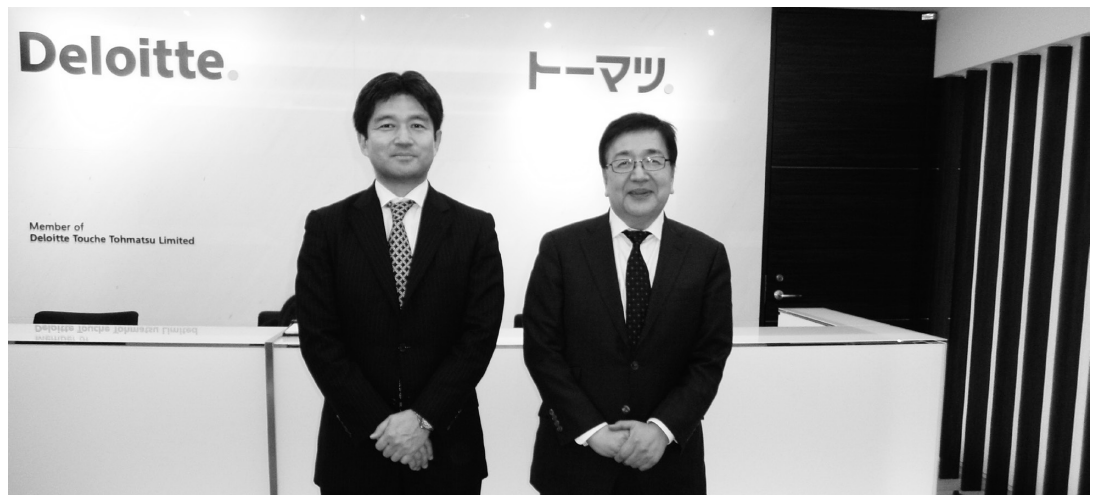


企業報告における非財務情報の開示のあり方 ～投資家の視点から～

青山学院大学 国際マネジメント研究科 教授 ^{きたがわ てつ お}北川 哲雄
有限責任監査法人トーマツ 公認会計士 ^{てつか まさひこ}手塚 正彦

投資家が企業価値を中長期的に判断する際、非財務情報の重要性が高まっている。投資家はどのような非財務情報を必要としているのか、それを企業はどのように開示し報告することが求められるのか、有限責任監査法人トーマツ 統合報告アドバイザー室長の手塚正彦がお話を伺った。



左から、手塚 正彦氏、北川 哲雄氏。

1. 投資家の非財務情報に対する関心の高まりの背景

手塚 最近、非財務情報が投資判断において以前よりも重要視されてきていると感じています。この認識についてはいかがでしょうか。また、そうであるとすれば、なぜ、投資家の非財務情報への関心が高まっているのでしょうか。

北川 基本的に投資家は、その企業が中長期にどのように業容を展開していくか、それによってどれくらい今と違う業績となるかにいちばん興味があるんです。将来のことは財務データだけでは予測できない。多くの企業が中期経営計画を公表しています。これは財務データのひとつかもしれませんが、どうやってその計画を達成していくのかということについては、非財務情報によって示されることが多いと思います。

手塚 例えば経営戦略などでしょうか。

北川 まずは、経営に対するCEOの考え方ですね。おっしゃるとおり、計画達成のための投資方針や、強化すべき分野、例えばマーケティングなのか研究開発なのかということも重要ですね。

四半期や一年程度の時間軸だと財務情報だけでもかなり予測の助けになると思います。しかしながら、中長期の株価形成を予測するためには、やはり非財務情報を使って多面的に企業を見なければいけません。経営者の考え方、企業としての経営理念やビジョン、事業運営とそれを支えるコーポレートガバナンスなど、多様な非財務情報が必要です。これらを効果的かつ効率的に伝えるツールとして、アニュアルレポートや統合報告書が重要視されてきているでしょう。

手塚 日本企業の多くは、当期の業績予想を公表しています。また、3年程度の中期経営計画も出しています。それらを達成するための具体策や経営者の考え方が非常に重要だということですね。

北川 日本の企業はととても律義に中期計画を出され

ますね。しかし、経営環境はどんどん変わります。その間に事業買収をしたり、反対に、事業の切り離しをしたりと大きな変化があることが多いですね。投資家としては、経営環境の変化に応じて企業の事業運営が変わるということに對しむしろ当然のことと考えています。ところが、企業側が投資家の目を気にしてしまうことが多く、いったん開示した中期経営計画が足かせになっているのではないかと気がします。

欧米の企業は、方向性やキーとなる財務指標は出しますが、あまり厳密な中期計画は開示していません。多くの日本企業は、売上、利益、例えば、粗利益がどうなるかを数値で開示しますが、画一的でフレキシビリティが無いように思います。「出すな」と言っているわけではありませんが、少々ギャップを感じています。自縄自縛となっている気がします。

手塚 確かに、中期経営計画が達成できずに、やむをえず計画を下方修正する場合に、計画に固執してしまい柔軟な対応ができなかったというように見えるケースがありますね。

北川 一部の投資家側やアナリスト側にも問題はあると思います。企業側が絵に描いた餅のような楽観的な計画を公表するのは論外ですが、達成可能性を考えて少々コンサバティブなものを出すと、彼らにチャレンジ精神がないなどと言われてしまう。このような状況なので企業は開示した計画にしばられるのです。この点については、欧米では企業と投資家の役割の切り分けができていているように思います。厳密な予想を立てるのはアナリストとか投資家の仕事であって、企業は、どういう方向に事業を持って行くかを示し、重視する幾つかのKPI (Key Performance Indicators) を開示すれば十分だということです。これで投資家と企業が納得し合っているところがあるんです。

手塚 投資家と企業が納得し合っているというのは興味深いですね。

北川 経営環境の変化に応じて企業はどんどん変わらなければいけないんですよ。例えば、GE (ゼネラル・エレクトリック社) は、業態を大きく変えて来ました。また、医薬品会社の研究開発の環境はとても変化に富んでいます。ですから、長期展望については1年に1回アニュアルレポートで会社の方向性を語る。そして短期については1年に1回開催するインベスターズ・デーで今期の業績予想についてだいたいゾーンで語ることで十分ではないでしょうか。現状においては日本においては投資家が会社に将来予想の詳細な開示を求め、会社もその要求にきまじめに応えています。投資家にとって楽は楽な

んですよね。会社の公約である業績予想を尺度に投資判断をすれば良いのですから。しかし、これは本来の姿ではないような気がするんです。以前、投資家やアナリストから業績予想の開示を求められた際にある米国に本拠を置く医薬品会社のCEOが次のように言いました。「It is your responsibility (それはあなた方の仕事でしょう)、我々はあなた方が予想しやすいように、様々なデータを提供し考え方もきちんと話している。厳密な将来予測を求められても困る」。このことを日本人のアナリストは、「傲慢だ」と思うかもしれませんが、私は非常にナチュラルな話だと思います。格好良かったですね。その場でパッと意見を言い、「Next」と言って次の質問に移りました。



手塚 投資家との向き合い方について、考えが成熟しているのでしょね。

2. 投資判断の際に重要となる非財務情報

手塚 投資家の視点から、投資判断のために重要だと思われる非財務情報についてお伺いしたいと思います。どういう視点でどのような非財務情報を投資判断に使うかに非常に興味があります。また、海外の投資家と日本の投資家で視点の違いがあれば、それも含めて教えていただけますか。

北川 優秀なアナリストやファンド・マネージャーが自らの5、6年先の業績予想を基にして株式のフェアバリューを予想する際に利用する情報について考えてみると良いでしょう。既存品のマーケットの予想は比較的分かりやすいでしょう。これはこれで、実はかなり難しいのですが。もちろんマクロ経済の動向も考慮しますね。私が専門の製薬業界に関してお話しすると、薬品の承認制度の変更も非常に重要です。例えば、アメリカのFDA (食品医薬品局) の許認可に関するスタンスはどのようになるかといったことです。薬品開発のためのサイエンスの最前線の情報を求めて調査することもあります。各国の医療制度の動向や、ある国の子供にはオレンジのに

おいしいのする菓が受け入れられるが、他の国では受け入れられないといった、国ごとの人々の嗜好について考慮することもあります。

コストの予想も重要ですね。CSR報告書の中に、従業員の男女の比率や年齢別の人員構成比や国別、地域別の人員構成などが書いてあります。これは典型的なCSR情報の中の一つであるダイバーシティに関する情報に見えますが、実はアナリストから見るとコスト情報のひとつなんです。例えば、年齢層の高い人が多い企業の場合には、その人たちが定年年齢に達すると一気に若返る。自然にコストプレッシャーが薄まるわけです。こういったことも考えます。

もうひとつ。アパレルメーカーの工場の多くは途上国にあります。このような業界については、CSR情報をじっくりとみます。児童に対して非人道的な労働を強制しているということになると、世界的な機関から批判を受けたり罰せられたりします。こうしたことがきちんとマネッジされていないと事業の存続にかかわります。CSR報告書で、何げなく書かれていることが、実は事業の最前線の極めて重要なことだというケースは多々あります。そこで何か問題が起こった場合は製品を供給できなくなってしまうんです。

手塚 社会的責任の中には、事業継続までも左右するような事業の根幹にかかわることもあるんですね。

北川 そうです。ですから、真のグローバル企業は、CSR関係の要員を充実させて、事業の最前線の仕事として取り組んでいますよ。日本企業も徐々に気が付いてきていますね。今は、こうした問題を事業の根幹と考えないでやっていける時代ではないのです。

手塚 なるほど。大きな利益を生み出すまでに時間はかかると思いますが、BOPビジネス^{*1}に取り組まれている企業も多く出てきていますね。このような企業に関しては、CSR情報が事業基盤の安定性を理解するために投資情報としても重要なのですね。

北川 そのとおりです。話を变えますと、従業員のモチベーションに関する情報もとても重要です。ヨーロッパやアメリカでは、コンサルティング会社やシンクタンクによる情報収集、分析と発信がすごく発達しています。例えば、アメリカでは、企業の従業員モチベーションに関するサーベイを権威のある

シンクタンクがやっていて、ランキングを公表しています。概要は公表されています。あるシンクタンクの最近の調査ではコストコの従業員のモチベーションが非常に高いということが分かります。このことは、もう一つの重要な指標である顧客満足度とかなり相関関係を持っています。つまり、従業員のモチベーションが高いと顧客満足度も上がり、良好な業績につながる可能性が高いということです。最終的には株価とも相関関係を持つということも言えるかもしれませんが。単に、コストをミニマイズすれば良い、あるいは、売値を下げて価格競争力を高めれば良いということではなくて、従業員満足度もとても重要な指標なのだとということになると、まさしく、統合報告書とかCSR報告書にそれを書いてもらわないと困るということになりますね。これについては、私は腑に落ちるんです。お店に行くと、従業員が生き生き仕事をしているとなると客も気分がよくなるのです。

手塚 反対に、つまらなそうな顔をしていると、買う気が起こらなくなることもある。

北川 日本ではコンビニでもどこに行ってもみんなおもてなしの精神があるところが多い。日本では当たり前のことだけれども、アメリカとかヨーロッパではそれをきちんと評価をする。国際分散投資という観点からは、日本企業も欧米の企業と同様にそのランキングの中に入って、同じ尺度で評価されるべきだと思います。

手塚 第三者からの評価がとても大事だということですね。

北川 CSRやESG（環境・社会・ガバナンス）について取り組んできた歴史が長い地域においては、これらに関する社会的なビックデータが蓄積されていて、そのデータに基づいて企業を評価しています。これは非常に怖いことです。データを集積して分析する機能が、ロンドンのシティだとカウォールストリートの中にあるんです。日本でもこうした動きが今後押し寄せてくる気がしますね。証券会社にも運用会社にもこのような情報を集め、分析をし始めている人が出てきています。

手塚 そのような動きは経営者にまで影響を与える力を持ちますか。

北川 持っていると思います。ですから、コストコの経営者はうれしいでしょうし、ランキングの下の

*1 BOP (Base of the Economic Pyramid) ビジネスとは、途上国のBOP層にとって有益な製品・サービスを提供することで、当該国の生活水準の向上に貢献しつつ、企業の発展も達する持続的なビジネスのこと。(JETROのサイト：<http://www.jetro.go.jp/theme/bop/basic/>)

方にいる企業の経営者は駄目な企業の象徴になってしまいますから怖いでしょうね。

手塚 財務的なパフォーマンスを見て投資をするというのは非常に分かりやすいですが、今のお話で、非財務情報の中に財務的なパフォーマンスに関連する重要な情報があることが分かりました。一方で、ESG投資あるいはCSR投資がヨーロッパを中心に広まっており、日本でも徐々に普及しているようです。CSR投資家やESG投資家の企業を見る視点というのは、従来型の投資家やアナリストとは違うものなのではないでしょうか。

北川 私は、ESG投資やCSR投資には、基本的に二つの考え方があると思います。一つは、ESGやCSRに関する情報を、投資判断の中心に据えるものです。もう一つは、投資判断の基軸は財務パフォーマンスなのですが、ESGのレーティングとかCSR活動のマイナス面をスクリーニングの判断基準として使うものです。例えば、紛争地域とか非人道的な国において積極的に事業活動を行っていたり、環境に著しい悪影響を与えていたりすると認められる企業は対象から外すというものです。2つのタイプのいずれのタイプの投資についても、ヨーロッパの方が日本よりもはるかに残高が大きいですね。公的な年金基金などが、このような要素を投資の判断基準に加えることを求められている場合が多いと思います。日本の公的年金なども、今後はこうした方向に進むのではないのでしょうか。究極のお金の出し手である国民が、投資判断においてESGやCSRの視点を求めることが重要なかもしれないですね。

3. 日本企業の非財務情報開示の現状と今後必要となる開示情報

手塚 先ほど、従業員満足度のお話がありましたね。アナリストとしての経験も豊富な先生から見て、「日本企業はこのような情報開示をもっと充実させるべきである」というものはありますか。

北川 欧米の企業と比較しても、ESGのうち、Eについては遜色ないと思います。Sについては、開示されている情報は多いけれども、欧州の先進企業と比較すると、目標が開示されているケースが少ないですね。例えば、男女の管理職比率の実績は出すのですが、KPIとして将来の目標値をはっきりと書いていないことがまだ多いです。この点については、安倍内閣の姿勢を見習った方が良いのではないのでしょうか。こういうものを強制すべきかどうかは非常に難しい問題ですが、日立製作所のようなリーディング・インジケータとなる企業が出てくれば徐々に

変わってくるでしょう。

Gについては、残念ながら充実しているとは言えませんね。日本におけるコーポレートガバナンスの議論は、社外取締役を最低1名入れようというレベルに止まっています。イギリスやアメリカと比べると20年くらい遅れていますね。欧米では、取締役の過半数が社外取締役であることは当たり前で、現在の焦点は、社外取締役が実質的に機能しているかという、いわば「中身」の問題に移っています。これについて、英国ではFTSE350社では取締役会の外部評価を入れて結果を公表しています。究極的なガバナンスシステムと言われています。もう一つ問題となるのは詳細な経営者報酬の開示ですね。取締役のみならず幹部社員ひとりひとりの経営者報酬についてまで詳細に開示するケースがかなり浸透している。日本でも次に検討すべき課題であると思います。

手塚 そうですね。日本的な発想からは躊躇しがちな問題ですが、経営の透明性をステークホルダーに理解してもらうためには検討すべきことだと思います。

北川 ガバナンスの問題は、もともと日本ではコーポレートガバナンス・コードが設定されていませんので、いきなりイギリス並みのものを求めてしまうと現状とのギャップが浮き彫りになってしまうんですね。海外機関投資家は物足りないと思うかもしれない。これは大変難しい問題なんです。しかしながら、日立製作所の事例のように、変化の流れは思ったより早いです。日立製作所は、外国人の方も含めて過半数を社外取締役にしている。キヤノンも社外取締役を今度起用しました。トヨタも昨年からは起用しています。ただし、まだまだガバナンス先進国との差は大きい。今後の動向から目が離せません。

手塚 ESGの、Eは十分やっているけれども、SとGのところでさらに改善する余地があるということですね。

北川 一般論ではそのとおりです。我が国でも先進的な企業はとてもしっかりと努力されていますけれども。例えば、社長交代があった場合になぜ、この人が社長に選ばれたのか、その理由をアニュアルレポートで説明している企業もあるんですよ。積極的に取り組んでいる企業があることは事実です。ただ、残念ながらまだ一部分にとどまっていますね。

4. 資本市場での「見える化」推進の背景

手塚 内閣府が女性の活躍状況の資本市場における「見える化」に取り組んでいます。先生が委員にな

られている経済産業省の「持続的成長と企業投資家の望ましい関係構築」プロジェクトのような取り組みもあり、ここ数年、様々な省庁が非財務情報開示の観点から資本市場の改革に取り組んでいるように思います。このような取り組みの背景について先生のお考えを教えてください。

北川 端的に申しますと、グローバルな視点から高い評価を得られる日本企業をもっと多くしたいということを用意しているのではないのでしょうか。私も日本人ですからその気持ちはよく分かります。グローバルに成功する企業とはどんな企業なのでしょう。日本の従来の成功モデルは、従業員一丸となっていい物をつくる、あるいは、いいサービスを提供するというものでした。しかし、これだけグローバル化が進んだ世界において、いろいろな国、地域で成功するためには、地域の特性やジェンダーの多様性といったことも考えなければなりません。10万人のグローバル企業の役員や従業員が全員日本人なんてありえないのです。それどころか、日本人は今後、企業内でも少数派となるかもしれない。そうでなければグローバルに成長できないという現実があります。多様な価値観を尊重しながらどのように組織としての求心力を高めて行くのか。多様性を積極的に受け入れて解を求めなければいけないのに、日本企業の動きは残念ながら遅いと言わざるを得ない。

このようなダイバーシティ（多様性）を受け入れつつ高い自己規律あるいは矜持とってよいのでしょうか、英語で言えばインテグリティを持つという言い方が適切かも知れませんね。これを実現することは本当に難しいことですが、これができる企業がきっとグローバルに成長できる企業なのだと思います。日本伝統の「あうん」の呼吸が通じない世界で、いかに多様性を受け入れながら特色のある企業哲学を浸透させて従業員の求心力を高めるのか、ある意味、とても面倒くさいプロセスです。でも、これを「見える化」できるかどうか企業の評価につながるのではないのでしょうか。

5. 統合報告の役割

手塚 統合報告について伺います。最近、日本でも、いわゆる統合的な報告書を作成する企業が増えてきています。昨年の12月にIIRCのフレームワークが公表されたので、それを受けて、今後さらに増えて行くと考えています。統合報告について、先生のお考えをお聞かせください。

北川 私は、統合報告を法定開示的な制約の多いものにするには反対です。例えば、統合報告書にCEOが作成責任者として署名することを義務化するようなことなどには反対です。これを義務化する

と、報告書に誤りがあった場合の法的責任問題がクローズアップされます。そうしますと、多くの企業が安全なかつ無難な記述に終始してしまい、投資家にとってあまり意味のないレポートになるのではないのでしょうか。

もちろん、CEOが語ったことについては道義的な責任が伴います。それで十分だと思うのです。揚げ足を取られることを恐れて、無味乾燥なことしか語られない報告書が増えてしまうことを懸念します。

また、日本企業からは、ひな型が欲しいという声が聞かれます。これも懸念材料です。統合報告書の内容は業態によって大きく異なりまして、同じ業態でも企業が置かれたステージによっても異なります。自身で工夫していくしかないと思います。そして確実に言えるのは、CEOのメッセージはクリアであるべきだということですね。トップが経営にきちんとコミットし、明快な経営方針を持っているということが分かる。それが必須条件です。

それから、書かれたものは読まなければ意味がありませんから、読者の興味を引く内容にしなければいけない。そのためには、単に事実を述べるだけではなく、「なぜそうしたのか」という判断の根拠を示すことや、報告書のストーリー性が重要です。例えば、新たに研究開発担当のヘッドを任命した場合に、任命した事実だけではなく、「この人はこのようなキャリアを持っていて、このようなポテンシャルがあるので、研究開発目標達成に貢献できると期待されるから任命したのだ」と語って欲しいのです。これは聞かせどころですよ。コーポレートガバナンス面でも、「こういう委員会を作りました」と書くだけではどこにでも書いてあることであまり意味がありません。目的を明らかにして、それを達成するために委員に必要とされる能力・キャリアを示し、実際にそれを充足する人材を選定したことを書いて欲しいのです。こうした工夫がないと、読者は読もうという気にならないのではありませんか。

財務情報も工夫して欲しいですね。プロのアナリストにも読み応えがあるものを作って欲しい。例えば、過去10年から15年程度の期間、会社がどのように進化してきたのかということを経営データとともに時系列で述べてあると参考になります。オリエンタルランドは、1982年の開業以来の来園者数、業績、アトラクションの変遷を記載しています。とても分かりやすいですね。

手塚 これまでの経営判断・投資判断と、その結果としての業績との関連がよく分かるということですね。過去の情報ではありますが、経営陣に対する今後の信頼度を測る材料になりますね。

北川 そのとおりです。アトラクション施設は初期

投資が非常に大きいので、減価償却の負担も大きくなります。これは必然なのであって、後で投資回収ができるということが分かればいいわけです。ですから、「今年は減価償却負担が大きいので減益になるけれども、来園者の増加が期待されるので再来年以降は十分に収益を上げることが予想できるだろう」ということを判断するために、過去のトレンドを長期にわたって示してもらおうととても参考になります。

手塚 過去に投資に失敗した企業にとっては難しいことかもしれませんが、企業の業績は、企業がコントロールできない要素によって変動しますから、かえって長期的にトレンドを見せたほうが理解されやすいかもしれませんね。

北川 そのとおりです。過去のM&Aがごとごとく失敗して減損処理が多発したというような企業もあるでしょうが、そのような企業でもきちんと開示するべきでしょう。

6. 投資家としてROEをどのように見ているか

手塚 財務指標の話が出ましたので、ROEについて伺いたと思います。最近、日本企業の中にも、ROEを経営上の目標として掲げる企業が増えてきています。目標ROEを達成するための方法について具体的に説明している企業もあります。このような企業が日本でも増えてくる一方で、先生の論文や、先ほどのお話では、必ずしも欧米の企業、特に、ヨーロッパの企業がROEに最も焦点を当てているわけではないという実情があるようです。財務的なKPIの選択の仕方についてどのようにお考えですか。

北川 ROEは確かに非常に分かりやすい指標です。しかし、万能な指標かと問われれば、私はそうは思いません。あくまでもROEというのは長年の経営施策に対する成果です。例えばROEを高めるために重要なことの一つは、無駄なキャッシュを持たないことです。技術的には、キャッシュが増加した時に株主配当を増やしたり、自社株を買い増したりすればROEは向上します。そして、投資に必要な資金は借入でまかなえば、財務レバレッジ効果でROEが向上するというわけです。しかしながら、時には、自己資本によって投資をする必要もあるでしょう。財務の安定性を維持するためには、ある程度の余裕を持つことも必要です。要するに、このよ

うな資本政策について投資家の理解を得ることが重要なのであって、ROEの向上が至上命題ではないんです。自社の資本政策の合理性に自信があれば、単純なROE論争に巻き込まれなくて済みます。

近年、日本企業にも本来の意味でのCFOが必要だという声を良く聞きます。そのとおりですね。表面的なROE論争に巻き込まれるよりも、各企業は、資本政策などについて投資家にしっかりと説明できる、あるいは彼らと論争できる能力のあるCFOを育成することが重要だと思います。

手塚 なるほど。企業と投資家との会話が、「ROEは何パーセントを目標とします」、「それはどのような理由からですか。御社の資本政策について教えてください」、「いや、だいたいそれぐらいが妥当ではないかと思うのです」というようではあまり実りあるものとは言えませんね。

北川 日本の東証1部上場企業のROE平均値は一桁のパーセントですが、欧州FTSEの350社の平均値は20パーセントを超えているのではないですか。こうした比較をしてもキリがないんです。ある時点のROEの高低を議論するよりも、将来のことや企業の政策の合理性の方が重要です。手元資金の水準をどの程度にするのか、資金調達はエクイティ・ファイナンスをするのか借り入れるのについての判断は、置かれた経営環境によって異なるものです。

手塚 単に「ROEが一桁であるからせめて欧米企業平均並みにしなければ」という画一的な議論ではないということですね。今日は、お忙しいところ長時間ありがとうございました。

とても有意義なお話を伺うことができました。
(対談実施日：2014年2月27日)

以上

きたがわ てつ お
北川 哲雄

略歴

1975年早稲田大学商学部卒業。日本アイ・ビー・エム 経理部を経て野村総合研究所やモルガン信託銀行（現JPモルガンアセットマネジメント）等においてアナリスト業務に従事後2005年より現職。経済学博士。著書に『証券アナリストのための企業分析 第4版』2013年、東洋経済新報社、『IRユニバーシティ』2010年、国際商業出版、等。
青山学院大学国際マネジメント研究科 教授