

GR スコア対象企業 109 社の考察：財務関連 及び非財務情報の開示状況

Research Report
2022年12月社会システム研究所
主任研究員 杉浦 康之

要 約

コーポレートガバナンス・コードやICGNグローバル・ガバナンス原則では、企業の重要な取組みの一つとして、株主にとって有用な情報開示を掲げている。日興リサーチセンターが開発したGRスコアでも情報開示に関する評価項目を設定している。そこで、GRスコア対象企業109社について、両原則が要求する、財務関連の開示についての取組みと環境や社会などの非財務に関連した開示の取組みについて確認した。

財務関連については、収益計画や配当政策、収益や資本効率に関する目標値の設定などは、6割以上の企業で開示されていた。一方で、経営資源の配分や財務レバレッジなどの最適資本構成、資本コスト、M&AやR&Dなどの決定のアプローチといった、投資家にとって有用となる情報については開示率が低い。

他方、ESGなどの非財務情報は全体的に開示が進んでいる傾向にある。9割近い企業がTCFDや国際統合フレームワークなどの国際的なフレームワーク、GRIガイドラインやSASBといった開示基準などを参照している。人的資本と気候変動については、それぞれ78%、66%の企業が開示している。気候変動の開示が人的資本の開示に比べやや劣る原因として、業種による開示の偏りがあることや、TCFDの求める4つの開示項目（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標）のうち、戦略やリスク管理について十分な開示がなされていないことが挙げられる。

目次

- はじめに
- 国内外のコーポレートガバナンス指針における情報開示に関する記述について
 - 財務に関連する開示に係る原則について
 - 非財務に関連する開示に係る原則について
- GRスコア対象企業109社による財務関連開示及び非財務関連開示の状況
 - 財務関連開示の状況
 - 非財務関連開示の状況
- おわりに

1. はじめに

日本では、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの導入により、企業と投資家との対話の充実が期待されている。コーポレートガバナンス・コードでは、コーポレートガバナンスの体制に対する指針だけでなく、株主に有用な財務関連情報や非財務情報についての開示も示している（原則3，原則5－2など）。実際に、国内上場企業は、統合報告書やサステナビリティ報告書など法定開示以外の情報開示の機会を増やしており、投資家は、これまで以上に投資に活用できる情報が増えていくことを期待している。

ここでは、GRスコア対象企業109社¹の開示が投資家の期待に沿う内容であるのかを調べる。具体的には、コーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）及びICGNグローバル・ガバナンス原則（ICGP）などが各原則で取り上げている財務関連情報（経営戦略や業績目標といった財務に関連した情報）及び環境や社会など非財務に関連する情報について、GRスコア対象企業がどの程度開示しているのかを確認する。なお、本分析では2021年12月末までに公表された情報を参照する。

2. 国内外のコーポレートガバナンス指針における情報開示に関する記述について

2.1 財務に関連する開示に係る原則について

JCGCは透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を目指したコードであるだけでなく、持続的な成長や企業価値向上のための自律的な対応についても意識づけられている。企業価値向上の視点について、JCGCでは経営戦略や経営計画の策定など将来の財務的な影響のある情報の開示（以下、財務関連開示）に言及している。具体的には、原則5－2において、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」としている。これらの取組みは「コンプライ・オア・エクスプレイン」であるため、必ずしも実施すべき取組みではない。だが、投資家にとって、上記原則に関する開示は、企業の目標やそれに対するアクションを把握する上では必要な開示ともいえる。以下では、上記の原則からいくつかの項目に絞って、開示状況を把握する。具体的には、次の4項目を取り上げる。

- ① 収益計画方針
- ② 配当政策（資本政策の一つ）
- ③ 収益目標と資本効率に関する目標
- ④ 経営資源の配分の具体案

国際的な機関投資家団体であるICGNは、コーポレートガバナンスに関する最高水準について国際グ

¹ 109社については、小原・杉浦（2022）のAppendix Aを参照されたい。

ローバル・ガバナンス原則（ICGP）を公表している。ICGPでは、原則7.9“Capital allocation”において、「取締役会は、長期的な価値創造の基盤として資本配分のアプローチについての明確な方針を開示すべきである」として、いくつかの開示項目を挙げている。ICGPを投資家側の声であるとすれば、本原則で求める開示項目は、投資家として活用したい企業の情報とも考えられる。そこで同原則で取り上げられている開示項目のうち、以下について開示状況を把握する。

- ① 資本コスト（7.9 b）
- ② M&A、R&D、資本支出などに対するアプローチ（7.9 c）
- ③（適切な）財務レバレッジ（7.9 d）

2.2 非財務に関連する開示に係る原則について

次に、非財務情報に関連した開示（以下、非財務関連開示）について、JCGC 補充原則2-4①では、「上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。」として、多様性の促進に関する記載を求めている。さらには、JCGC 補充原則3-1③では「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。」と記載している。

そこで、以下では、次の2項目について開示状況を把握する。

- ① 気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示
- ② 人的資本管理（たとえば人材やダイバーシティ、安全性、人権など）の方針、目標、KPIの開示の有無

また、ICGPでも、原則3.1“Diversity, equity, and inclusion”や原則3.2“Gender diversity”において多様性に関する開示を求めている。さらに、原則7.6“Human capital management”では優秀な人材の確保やサクセッションプランニング、労働力や研修など人的資本管理に関する情報開示を求めている。気候変動については、原則7.5“Climate change”において、気候変動の影響の評価や排出量削減の目標の開示を求めている。

これらに加えて、原則7.4“Sustainability reports”では、企業の現在と将来の戦略的な方向性を背景に、財務、人的資本、自然資本などを織り交ぜたサステナビリティ・レポートを求めている。それには、

「可能な限り、確立された開示基準に関する監査または独立した保証により（開示を）強化すべきである」としている。つまり、非財務情報開示に対して、確立された開示基準を基にした記述とその保証により、情報の統一性と信頼性を求めている。以下では、次の開示状況について把握する。

① 非財務情報に関するガイドラインの利用

なお、ここでのガイドラインについては、国際的な視点に立ち、TCFDの提言、GRIガイドライン、SASB、国際統合報告フレームワークの4つの国際的なガイドラインに限定する。各ガイドラインを報告書の参照ガイドラインとして利用している、またはマテリアリティの特定に利用しているとき、「非財務情報に関するガイドラインの利用」と評価する。

以下では、JCGCが要求するレベルと、グローバルな投資家が要求する開示レベルの2つの視点から、それぞれが現在どこまで開示されているのかを把握する。なお、分析では2021年12月末までに公表された開示を基にGRスコア対象企業109社の状況について確認する。

3. GRスコア対象企業109社による財務関連開示及び非財務関連開示の状況

3.1 財務関連開示の状況

図表1は、GRスコア対象企業109社の財務に関連した情報開示状況を示している。

図表1 GRスコア対象企業の財務関連開示の状況

			社数	開示率
JCGC	①	収益計画方針	74	67.9%
	②	配当政策	76	69.7%
	③	収益目標および資本効率等に関する目標	70	64.2%
	④	経営資源の配分に関する具体案	62	56.9%
ICGP	①	資本コスト	18	16.5%
	②	M&A、R&D、資本支出などに対するアプローチ	34	31.2%
	③	財務レバレッジ(最適資本比率)	35	32.1%
			社数	開示率
JCGC	①	気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示	72	66.1%
	②	人的資本管理の方針、目標、KPIの開示	85	78.0%
ICGP	①	非財務情報に関するガイドラインの利用	104	95.4%

(出所) 日興リサーチセンター

JCGC の原則にある財務関連開示のうち、「配当政策」に関する記述が 76 社 (69.7%) と最も多く、「収益計画方針」(74 社、67.9%)、「収益目標および資本効率等に関する目標」(70 社、64.2%) と続く。

配当政策については、企業の多くは配当性向をベースとして開示していたが、残りの 33 社は配当に関する具体的な基準について明示的に示していなかった。

「収益目標と資本効率等に関する目標」については、売上高や営業利益などの収益目標と ROA や ROIC などの資本効率指標の開示を確認している。70 社はその両方を開示しており、残りの 39 社は、いずれの指標も開示していないか、収益目標または資本効率指標のどちらかのみを開示している。39 社のうち 14 社はいずれの指標も開示していない企業であった。

「経営資源の配分に関する具体案」は、62 社 (56.9%) と、4 項目の中では最も開示率が低い。ここでは中期経営計画や統合報告書などから、設備投資や研究開発などの将来的な資源配分や、成長分野への投資額などの開示を確認したが、半数近い企業が中長期的な戦略について開示を避けているものと推察される。

次に、ICGP が求める開示項目について確認すると、JCGC の結果に比べ、いずれも開示率は低い。「財務レバレッジ」などの最適資本構成に関する開示が 35 社 (32.1%) と ICGP の中では最も高い結果となった。35 社の最適資本構成に関する指標については、14 社が最適資本構成の指標として D/E レシオまたは net D/E レシオを採用していた。その他、自己資本比率、(純) 有利子負債比率や (純) 有利子負債/EBITDA 倍率などが確認された。また、銀行や保険などの金融機関では CET1 比率 (普通株式等 Tier1 比率) や ESR (経済価値ベースのソルベンシー比率) などのセクター固有の指標を採用している。

次いで、「M&A、R&D、資本支出に関するアプローチ」の開示が 34 社 (31.2%) であった。これら 34 社は、M&A などの実施に際し、具体的にどのような指標 (ハードルレートにおける指標など) を基に意思決定を行っているのか、M&A などの大きな投資についてガバナンスをどのように利かせているのか、といった重要な投資における意思決定のプロセスなどを開示している。

最後に「資本コスト」については、18 社 (16.5%) と最も低い結果となった。開示する企業のうち、WACC を採用する企業が 4 社、株主資本コストが 2 社、CAPM が 2 社、単に資本コストと記載しているのが 5 社、IRR (内部収益率) が 2 社であった。資本コストの値として、最も低い値が 4% (1 社)、最も高い値が 10% (3 社) であり、残りは 5~8% の範囲で設定している²。

図表 2 では、上記の結果を東証 17 業種ごとに表示している。JCGC の開示項目については「エネルギー資源」「電気・ガス」「銀行」などが概ね開示する傾向にある一方、「情報通信・サービスその他」は全体的に開示率が低い傾向にある。ICGP の開示項目については、個々の項目ごとに開示の濃淡に違いがあるが、その中でも、「機械」「電気・ガス」は 3 項目とも開示していないことが確認された。

² WACC は株主と債権者の両視点からみた資本コストであり、CAPM や株式資本コストは、株主の視点からみた資本コストであるため、一般的には、株主資本コスト > WACC の関係となる。

図表2 GRスコア対象企業の財務関連開示の状況（東証17業種別）

	サンプル数	収益計画方針	配当政策	収益目標および資本効率等に関する目標	経営資源の配分に関する具休案	資本コスト	M&A、R&D、資本支出などに対するアプローチ	財務レバレッジ（最適資本比率）
食品	7	86%	86%	29%	57%	29%	14%	29%
エネルギー資源	2	100%	100%	100%	100%	0%	0%	100%
建設・資材	3	100%	100%	100%	33%	67%	33%	67%
素材・化学	9	67%	89%	78%	56%	33%	56%	33%
医薬品	8	75%	50%	50%	75%	25%	50%	38%
自動車・輸送機	10	60%	60%	70%	70%	10%	30%	10%
鉄鋼・非鉄	3	67%	67%	100%	100%	0%	33%	33%
機械	5	60%	80%	80%	60%	0%	0%	0%
電機・精密	19	58%	58%	63%	47%	5%	21%	11%
情報通信・サービスその他	13	38%	54%	23%	31%	8%	23%	31%
電気・ガス	2	100%	100%	50%	100%	0%	0%	0%
運輸・物流	5	80%	60%	80%	60%	0%	20%	20%
商社・卸売	4	75%	100%	75%	50%	25%	50%	50%
小売	4	50%	25%	75%	75%	25%	25%	50%
銀行	5	100%	100%	100%	60%	0%	40%	80%
金融（除く銀行）	7	86%	86%	86%	29%	57%	57%	71%
不動産	3	67%	67%	33%	100%	0%	67%	33%

(出所) 日興リサーチセンター

3.2 非財務関連開示の状況

次に、非財関連開示の状況を確認する。図表3に示すように「非財務情報に関するガイドラインの利用」が最も多く、109社のうち104社（95.4%）が非財務情報開示に関連したガイドラインを採用していた。これら104社が国際的なガイドラインであるTCFD、GRIガイドライン、SASB、統合報告フレームワークのうち、各種報告書やマテリアリティの特定において、どのガイドラインを採用しているのかを確認した。その結果、TCFDが86社（79%）、GRIガイドラインが81社（74%）、国際統合報告フレームワークが71社（65%）、SASBが38社（35%）であった。さらに4つのガイドラインすべてを利用している企業は26社（24%）確認された。

次いで、「人的資本管理の方針、目標、KPIの開示」が多く、85社（78.0%）が開示している。主に女性の活躍など多様性に関する方針や目標、労働安全衛生に関連した方針や目標などを掲げていた。

「気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示」については、非財務関連情報の中では72社（66.1%）と最も低い結果となった。開示が不十分であると評価された36社のうち、気候変動に関する開示のなかった企業（将来的にTCFDに沿った開示を行うことを宣言することにとどまっている企業）は9社であり、残りの27社は一部の項目の開示がない、または開示が不十分だと評価されている。TCFDが提唱する開示項目であるガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標の4項目のうち、ガバナンスはすべての企業が開示していたが、戦略については18社が開示していない、またはその記載が不十分（リスクと機会について自社のビジネスへの影響がシナリオに沿った評価となっていないなど、利用するには情報不足だと判断されるような内容）であると評価した。その他、リスク管理については、12社が開示しておらず、指標・指標については、3社が開示していない、また

は現在の排出量を開示していなかった。

図表 3 GR スコア対象企業の非財務関連開示の状況

		社数	開示率
JCGC	① 気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示	72	66.1%
	② 人的資本管理の方針、目標、KPIの開示	85	78.0%
ICGP	① 非財務情報に関するガイドラインの利用	104	95.4%

(出所) 日興リサーチセンター

最後に、東証 17 業種別の開示率を確認する。気候変動に関連した開示については、小売（25%）や電機・精密（47%）、情報通信・サービスその他（46%）など 5 割を切る業種もあり、業種間の開示の偏りが確認される。また、人的資本に関連した開示については、銀行（40%）が最も低いが、その他の業種では 6 割以上の開示率となっている。なお、非財務情報ガイドラインの利用については、いずれも高い開示率であり、業種による差はない。

図表 4 GR スコア対象企業の非財務関連開示の状況（東証 17 業種別）

業種	サンプル数	気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示		
		人的資本管理の方針、目標、KPIの開示	非財務情報に関するガイドラインの利用	
食品	7	71%	100%	100%
エネルギー資源	2	100%	100%	100%
建設・資材	3	67%	67%	100%
素材・化学	9	78%	78%	100%
医薬品	8	75%	75%	100%
自動車・輸送機	10	50%	80%	90%
鉄鋼・非鉄	3	100%	100%	100%
機械	5	60%	60%	80%
電機・精密	19	47%	74%	100%
情報通信・サービスその他	13	46%	69%	85%
電気・ガス	2	100%	100%	100%
運輸・物流	5	80%	80%	80%
商社・卸売	4	100%	75%	100%
小売	4	25%	75%	100%
銀行	5	80%	40%	100%
金融（除く銀行）	7	100%	100%	100%
不動産	3	67%	100%	100%

(出所) 日興リサーチセンター

4. おわりに

GR スコア対象企業 109 社について、コーポレートガバナンス・コードや ICGN グローバル・ガバナンス原則で求めている財務関連の開示及び非財務関連の開示のそれぞれの特徴について言及する。まず、

財務関連では、収益計画、配当政策、収益目標や資本効率に関する目標値の設定は6割以上の企業で開示されており、GRスコア対象企業はJCGCに沿った開示をある程度実施していると言えよう。だが、経営資源の配分や財務レバレッジなどの最適資本構成、資本コスト、M&AやR&D、資本支出などの決定のアプローチといった、より具体的な財務戦略や経営戦略について開示が少ない。

一方で、ESGなどの非財務情報は全体的に開示が進んでいる傾向にある。9割近い企業がTCFDや国際統合フレームワークなどの国際的なフレームワークや、GRIガイドラインやSASBといった開示基準などを参照している。ただし、気候変動に関しては、業種による開示の偏りがある。TCFDの求める4つの開示（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標）のうち戦略やリスク管理について十分な開示がなされておらず、今後の開示内容の改善が期待される。

(END)

【参考文献】

小原萌香・杉浦康之（2022）「GRスコア2022の状況」、日興リサーチレビュー2022年12月号