

# 非財務情報を通じた企業と 資本市場の対話

ニッセイ基礎研究所 エグゼクティブ・フェロー

氷見野 良三



## 1. はじめに

世界各地で様々な問題が起き続け、また、権威主義体制の持つ危うさも改めて認識される中、海外投資家が相対的に安定性の高い日本の魅力を再認識しはじめているともいわれる。水際措置の大幅緩和もあり、昨秋ぐらいから機関投資家の訪日も急に盛んになってきた。海外投資家にアピールできる久々のチャンスともいえるが、この機会を活かし、中長期的な視点からの投資を引き付けていくためには、企業の価値創造の全体像を説得力を持

って伝えていく必要があるだろう。そのうえでカギになるのが非財務情報の開示だ。

非財務情報に関する企業の開示義務の範囲は、経営戦略等に関する伝統的なものから、人的資本やサステナビリティに関するものへと広がりつつある。昨年11月には開示府令の具体的な改正案も明らかになり、2023年3月期決算からの適用が見込まれている。企業側には負担感もあるが、せつかく開示する以上、非財務情報開示に関する実務が、単なるコンプライアンスとしてではなく、攻めの創意工夫を伴って発展し、企業と資本市場の間の対話に有効に活用されていくことが望ましい。

以下、非財務情報開示の歴史、役割、課題などについて考えてみたい。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 米国と日本のMD&A
3. ナラティブの役割とリスク
4. 人的資本に関する開示の意義
5. サステナビリティ開示を巡る課題

## 2. 米国と日本のMD&A

### (1) 米国

米証券取引委員会（SEC）が「経営者によ

---

る議論と分析（MD&A）」を独立した開示項目にしたのは1980年だ。1989年には解釈リリースが出され、M（経営者）については、投資家が経営陣の目線で会社を見られるようにすべきこと、D（議論）については、事業の動的な状況を議論すべきこと、A（分析）については、財務状況を分析すべきことなどが示された。

この解釈リリースには、財務諸表の「ナラティブ」による説明、という表現もあるが、同時に、テキストによる開示、という言い方もなされており、この時点での「ナラティブ」は、「記述情報」、すなわち、数字とその脚注ではなく文章で、という意味にとどまっていたように思われる。

しかし、決算不正を繰り返した挙句に2001年に突発破綻したエンロン社の事件を受けて、SECは2003年にMD&Aの解釈ガイダンスを公表しており、ここで「ナラティブ」の意味が明確化された。

このガイダンスは、まず、MD&Aの第一目的を「投資家が経営者の眼を通して企業を見られるよう、財務諸表のナラティブによる説明を行うこと」としたうえで、以下のように訴えている。

MD&Aは、事業を経営する者の眼から見た議論と分析でなければならない。経営陣には経営陣にしか示せない事業に関する固有の視点がある。したがって、MD&Aは、財務諸表をナラティブ形式に書き直したただけのものであっても、規

定された開示項目を技術的に満たすための事項を書き並べるだけであってもいけない。そのいずれであっても、経営陣固有の視点を示すという大事な役割は果たせない。会社とその経営陣に対しては、MD&Aの質の改善に向けた見直しをこのガイダンスを活用して新鮮な眼で行うよう促したい。また、経営のトップ・レベルがMD&Aに含めるべきカギとなる開示テーマ・事項の特定に開示作業の早い段階から取り組むよう促したい。

実態としては、現在でも米企業のMD&Aにも「財務諸表を記述様式に書き直しただけ」のものは沢山あるわけだが、制度的な期待としては、ナラティブが単に「記述」という意味だけではなく、「物語」という意味も有していることがこの解釈ガイダンスではっきりした、といえるのではないか。

エンロン事件への対応としては、サーベンス・オクスリー（SOX）法により、内部統制報告制度の導入、監査法人の監督を行う当局である公開企業会計監視委員会（PCAOB）の創設、権限の強い監査委員会の設置の義務付け、取締役会の過半数を独立取締役とすることの義務化、などの改革も行われた。

これらと比べると「ナラティブによる説明」の意味の明確化は一見迂遠にも見えるが、実は重要な意義を有していたのではないか。

データのチェックだけでは組織的な不正はなかなかつかめない。しかし、企業の価値創造についての物語と財務諸表のデータとを対

---

照し検証することで実態に迫っていけば、矛盾や破綻は見えやすくなる。普通に成長している生き物と、粉飾して作られた怪物の違いは、生き物としての物語が個別のデータと整合する形で成り立っているかどうかで見えてくる。

## (2) 日本

MD&Aの日本での訳は以前は単に「分析」、Aだけで、MもDも入っていなかった。しかし、2017年にはDの色彩が強い「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」がMD&Aと別の開示項目として設けられた。MD&Aも2019年の開示府令改正以降は「経営者による分析」と名前が変わってMが入り、記載上の注意の中ではDに近い概念である「検討内容」の開示が求められている。更に、2019年の「記述情報の開示に関する原則」では、投資家が経営者の目線で企業を理解することが可能となるように、取締役会や経営会議における議論を適切に反映することが求められている。

ただ、今のところ、さすがに「物語」という言葉までは出てこない。おそらく「記述情報」という時の「記述」がナラティブの訳なのだろうが、エンロン後のガイダンスで示されているナラティブという言葉のニュアンスは、「記述情報」という言葉よりは少し広いのではないか。

英国の財務報告評議会（FRC）が出している「戦略報告書に関するガイダンス」では、

当該ガイダンスの目的を「企業をして自らのストーリーを語らしめること」だと述べている。単に記述情報というのでは、この「企業自らのストーリー」という要素が抜け落ちてしまうように思う。

「分析」と「情報」は担当者にも書けるが、「議論」と「物語」は経営者にしか語れない。だから、分析とか情報とっていた方がボトムアップのプロセスにはなじみやすいのだとも考えられる。

ただ、金融庁が毎年公表している「記述情報の開示の好事例集」にもみられるように、議論と物語の開示を充実させている日本企業は増えているようだ。特に、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」の項目の記載については、ここ数年で随分充実した、という受け止め方が多い。

経営者自身の言葉で語っている印象のものも出てきており、経営のあり方がトップダウン方向に変化していることを反映するものなのかもしれない。

## ■ 3. ナラティブの役割とリスク

ナラティブの大切さは、金融庁で長年銀行監督に携わってきた者としての実感でもある。

十五年ほど前、金融庁でメガバンクの監督を担当する課長だったころ、決算が出るたびに「決算ヒアリング」と称して銀行の方の話を聞いていた。

説明ぶりにも銀行ごとにカラーはあるが、だいたい決算書の各項目について前年度実績との対比の説明が続く場合が多かった。こちらからもいろいろ質問するのだが、たいていは質問に関連するより詳細なデータ、内訳の数字が提供されるだけで、銀行で何が起きているのかはよく分からないことが多かった。

金融庁の立入り検査チームによる検査結果報告会にも出席していた。検査マニュアルの検証項目に沿って主な問題点が報告されるが、結局、ここがどんな銀行で何が起きているのか、イメージが浮かび上がってこないことが多かった。

しかしその後、監督や検査の仕方は大きく変わった。

内外の経済・市場の動向把握から始まって、それに基づくリスク管理に関する具体的な問い合わせ、日頃のやり取りを踏まえた決算ヒアリング、そして銀行の現状と課題についての仮説構築、データによる検証、立入り検査に際しての銀行内外の人々からのヒアリング、仮説の修正と検査後の対話の継続、というプロセスを繰り返す、そういうアプローチをとるようになった。

仮説の基本は、話し言葉で人に伝えられるようなナラティブの形を取っている。情報とナラティブの間の往復運動を繰り返すことにより、金融庁が描く当該行の肖像画が、表面的な似顔絵から、骨格まで分かるものへと深まっていくことが理想だ。

もちろん依然課題も多いが、十五年前と比べると見違えるようになったと思う。データの分析力の向上ももちろん非常に大切だが、それと併せて、銀行側のナラティブを虚心坦懐に聞きつつ、当局の側でもナラティブを作り、そして一旦作ったナラティブを疑い、再構築し続けていく、そうした力が重要になっている。

ただ、ナラティブは強力なものであるだけに、その危険についても踏まえて置く必要がある。

ノーベル経済学賞を受賞したロバート・シラー教授は、バブル的な熱狂の背景にはしばしばナラティブがある、と論じている。インパクトのあるナラティブほど、こぼれ落ちる現実に対する目隠しをしてしまうリスクも大きくなりかねない、ということだろう。

また、心理療法家の河合隼雄氏には「おはなしのこわさ」という文章がある。人前でインパクトの強い経験談を繰り返し語っていると、聴衆の反応の影響を受けて、おはなしがある種の型へと変化し、おはなしの型に自分の人間がはめこまれて硬くなっていく、という。

他方、あれこれ目配りして柔軟であればそれでいいかというと、前の経営計画の実績未達から最新の世界情勢や経営理論までを美しく包摂する新中計を繰り返し器用に作るだけでは、それこそただの「おはなし」で、悪くすると壮大な無駄とノイズになりかねない。

すなわち、硬直的になっても、過度に柔軟

であっても、おはなしには害がありうるわけだが、しかし、人間は無限に多様な現実をそのままは受け止められない。何らかの単純化されたモデルやおはなしを通じてしか現状の把握も未来の予想もできない。ナラティブなしに戦略も方針も政策も考えることはできない。

ナラティブはあくまでも現実そのものではないので、一つの仮説と考え、検証を怠らないことが大切だ。おはなしの役割とこわさの両面を見て、実効性のあるモデルの構築と修正・破壊を繰り返していかなければならない。

## ■ 4. 人的資本に関する開示の意義

冒頭述べたように、非財務情報に関する企業の開示義務の範囲は、以上で述べたような経営戦略等に関する伝統的なものから、人的資本やサステナビリティに関するものへと広がりがつつある。

まず人的資本についての開示義務については、米国では2020年8月にSECが行ったレギュレーションS-Kの改正でこれが導入された。

日本でも、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで、上場会社は人的資本などへの投資について情報を開示・提供すべきである、とされた。

2022年9月に公表されたG20/OECDコーポレートガバナンス原則の改訂案でも、人的

資本投資に関する項目が拡充されている。

更に、金融庁の金融審議会が2022年の6月に出した報告書の提言を踏まえ、2022年11月には開示府令の改正案がパブリックコメントに付された。同案では、人材の多様性の確保を含む人材育成の方針、社内環境整備の方針、当該方針に関する指標の内容等について必須記載事項とし、サステナビリティ情報の「戦略」と「指標及び目標」についての記載欄で記載することとされている。

また、同案では、女性活躍推進法等に基づき「女性管理職比率」、「男性の育児休業取得率」及び「男女間賃金格差」を公表している会社に対して、これらの指標を有価証券報告書等においても記載するよう求めている。

こうした方向性について、鈴木金融担当大臣は講演で以下のように述べている<sup>(注1)</sup>。

「新しい資本主義」の大きな柱の一つは「人への投資」です。政府が先月公表した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」では、人的資本に関する企業の取組を「費用」ではなく「投資」として位置づける変革を進める観点から、人材育成方針や社内環境整備方針、これらを表現する指標や目標の記載を求めるなど、非財務情報の開示強化を進めることとしています。これなどは、従業員のスキルアップや勤務環境の向上に努めるなど、幅広いステークホルダーの利益を十分に考慮することが、長期的にはその企業の業績向上と成功に資するとい

う、G20/OECD原則見直しの考え方に合致するものです。

人的資本に関する開示は、サステナビリティ情報の一環と捉えられているが、これを単にESGのS（社会的な課題の解決への貢献）だ、と受け止めるのでは狭すぎるのではないか。鈴木大臣の講演でも、企業の業績向上と成功に資するという側面が強調されている。人的資本に関する開示は、経営戦略についてのナラティブの根幹をなす要素の一つではないか。

先ほど、金融庁が行う検査・監督は、一つひとつの事柄をチェックするだけでなく、データとナラティブの間の往復運動を繰り返す方向に変わってきている、といった趣旨のことを述べた。

しかし、金融庁に勤めていた際に、金融行政はこんなに変わってきている、更に今後こう変わっていく、形式から実質へ、過去から未来へ、部分から全体へと視野を広げていくのだ、という話をしても、現場の実態は何も変わらないだろう、と、話半分にしか受け止めてもらえないことも多かったように思う。

しかし、金融庁の働き方改革、マネジメント改革、職員の主体性・自発性の発揮に向けた改革の具体的な例を話し、職員構成の変化についても数字を挙げ、行政の考え方・進め方の改革に合わせて、組織としての金融庁自身の改革もやっている、と申し上げると、（もしかしたら本気かな）と受け止めてもらえる場合もあったように思う。

この経験をそのまま企業経営に当てはめて考えていいかどうかは分からないが、伝統的な企業文化のままで、デジタル・トランスフォーメーションとか、グローバルとか、イノベーションとかいっても、ストーリーが完結しない場合もあるのではないか。

経営戦略についてのナラティブが説得力を持てるかどうかは、人的資本面での戦略にどれだけ具体的なファクトを示せるかにかかっている、そういう場合もあるのではないだろうか。

## ■ 5. サステナビリティ開示を巡る課題

さて、より広くサステナビリティ開示一般については、2021年の6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで、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、とされた。

また、金融庁の金融審議会が2022年6月に出した報告書の提言を踏まえ、2022年11月に開示府令の改正案がパブリックコメントに付されたが、同案では、有価証券報告書等に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄を新設し、「ガバナンス」及び「リスク管理」を必須記載事項とし、「戦略」及び「指標及び目標」については重要性に応じて記載を求めることとされている。

更に、昨年6月の金融審議会の報告では、温室効果ガスの事業者自らによる直接排出量

---

(スコープ1)と、他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出量(スコープ2)を積極的に開示することへの期待が示されている。

サステナビリティ開示は、企業への影響の開示なのか、世間への影響の開示なのか、という議論がある。この点について、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)が昨年3月に公表した「全般的な要求事項」の公開草案では、「サステナビリティ開示で提供される情報は、サステナビリティに関連するリスクと機会が企業価値に与える影響の評価を可能にするものである必要がある」(企業への影響に相当)、そして、「仮に企業価値の評価に影響を与える場合、必要とされる情報には、企業が人、環境、地球に与える影響が含まれる」(世間への影響に相当)、とされている。

日本的経営の理念といわれる「三方良し」の考え方でいえば、サステナビリティ開示は、「売り手(企業価値)に良し」を広い視点でとらえた上で、「買い手と世間(人、環境、地球)に良し」についても明示的な開示を求めるものといえることができるだろう。

4年前にアメリカのビジネス・ラウンドテーブルがステークホルダー資本主義を提唱した際には、日本では、「彼らもようやく株主資本主義の限界に気付いて、われわれの三方良しに迫り着いてきたか」といった論調も見られた。「アメリカは株主資本主義で売り手によしだけ考えていたが、ようやく買い手によしや世間に良しも考えるようになった」と

いう受け止め方だ。

しかし、米国でも昔から米国なりの「買い手に良し」があったと思う。

30年前にアメリカのビジネススクールに留学した際、株主資本主義的な経営技法を習うのかと想像していたら、授業に出てみると、マーケティングはもとより、生産工程、財務、人事管理、どの科目でもカスタマー・ファーストを徹底して教えられるのに驚いた。

ケーススタディ方式で特定の事業事例を討論していく中で、目の覚めるような戦略を発言する同級生が何人か出てくるが、彼ら、彼女たちの案はだいたいカスタマーから議論が始まっていた。教授が強調するのもそうした視点のことが多かった。

アメリカ資本主義の総本山でなぜ毎日カスタマー・ファーストの話なのか、と最初は疑問に思ったが、お金を儲けさせてくれるのはカスタマーしかいないのだから、儲けるためには徹底してカスタマーを研究して、会社側の事情などよりカスタマーを優先して作戦を立てないといけない、という話らしい、という風に理解した。それがアメリカ式の「買い手に良し」なのだろうと思う。

金融規制の世界での国際ルールの形成を巡って米企業が戦う際の姿勢を見てきた経験からすると、「世間に良し」についても、土俵づくり・ルールづくり・なにが世間にとっていいことなのかの定義づけも含めてビジネスの勝負だと考えて、自分たちが存分に競争できるための必要条件の整備として「世間に良

---

し」を進めているように思われる。何が「世間によし」の定義づけなのかを、弁護士やエコノミストやロビイストのリソースも大量に投入して徹底して考え、理念からナラティブまで効果的に広めていく。

古典的な例としては、WTOで大きな枠組みになった「サービス貿易」という概念をアメリカン・エクスプレス社が作って普及させたことが挙げられる。アメリカン・エクスプレス社は、自由貿易の理念の意味合いを拡張することに成功したことになる。

最新の例としては、ウェブ2.0からウェブ3へというナラティブが挙げられるだろう。「GAFaから自由で分権的な新しい社会」という理念を通じて、「どこの国の規制も及びにくいビジネス空間」を作り出していく。こうした方向をどう評価するかは別にして、少なくともその手腕には見習うべきものがあるように思われる。

現在、ISSBでは、サステナビリティ開示の国際ルール作りが猛烈なスピードで進んでいる。バーゼルⅢなど金融規制を作る場に日本から出るのは金融庁や日銀だが、ISSBに参加するのは民間の代表だ。サステナビリティ金融にかかわる面だけ見ても、様々な民間フォーラムが明日の基準に向けた提言を発信し続けている。

「世間によし」を巡る厳しい戦いに、産業界を挙げて取り組んでいかなければならない時代になっているように思われる。

(注1) 鈴木俊一金融担当大臣「G20/OECDコーポレートガバナンス・フォーラム開会挨拶」令和4年7月14日

