

# 基礎研 レポート

## データからナラティブへ 非財務情報の開示のあり方を巡って

エグゼクティブ・フェロー 氷見野 良三

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。企業側の負担感も大きいですが、非財務情報開示のメリットが最大限活用されるようになるためには、どのようにしていったらよいのだろうか。

### 1——データとナラティブ

そもそも投資家に企業を的確に理解してもらうためには何が必要か、を考えてみたときに、一方では、必要なのは客観的で正確なデータだ、という考え方がある。

極端になると、経営側のいろんな評価や見通しが入りこんだ決算の数字はもういいから、できるだけ生データへのアクセスを開いてもらって、それを企業外のデータと組み合わせてAIに分析させて、将来キャッシュフローの予測力の一番高いデータの使い方を投資家側で選べばいい、といった意見すら聞いたことがある。

他方、企業が社会の中でどう価値を創造しているかの全体像がカギになる、という考え方もある。例えば、IIRCの統合報告フレームワークは、統合報告書の主たる目的は、組織がどのように価値を生み出し、保ち、損なっていくのかを説明することだ、としている。

実際には、客観的で正確なデータと価値創造の全体像は両方必要であって、両者をうまく結び付けていくことが大切だ、ということになるだろう。

周知の通り、米国の企業開示には従来から「経営者による議論と分析（MD&A）」という項目がある。

米証券取引委員会（SEC）がMD&Aを独立した開示項目にしたのは1980年だ。

更に、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

<sup>1</sup> 本稿は、2022年9月21日（水）に開催された日本経済新聞社主催 日経統合報告書アワード関連セミナー「非財務情報の重要性を考える—企業価値向上のために—」で行ったクロージング講演の内容を整理したものである。

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、2001年のエンロン事件、決算不正を繰り返した挙句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の第一目的が、「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」だ、としたうえで、いろいろな説明を加えている。

すなわち、「経営陣には経営陣にしか示せない事業に関する視点がある」、「財務諸表をナラティブ形式に書き直すだけではダメだ」、「規定された開示項目を技術的に満たすだけでもダメだ」、と述べ、そして「各社ともこの機会に新たに考え直してくれ」と訴えている。

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」みたいな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、言葉本来の「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、SOX法により内部統制報告の制度が導入され、その他にも、監査法人の監督を行う当局であるPCAOBの新設、権限の強い監査委員会の設置義務付け、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。

これらに比べると、「ナラティブによる説明」の意味を明確化する、というのは迂遠なことのようにも見えるが、かならずしもそうとは思わない。

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。

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、2019年の開示府令改正以降は「経営者による分析」とされ、Mが入った。依然「議論」、Dは入っていないが、記載上の注意の中で、分析と並んで「検討内容」の開示が求められている。

さらに、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。また、既に2017年には、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」も独立の開示項目として設けられているので、それとの合わせ技で考えると、日本の開示府令上の規定ぶりも、日本なりの仕方で充実した内容になった、と言えるだろう。

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 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。単に記述情報とっていは、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、分析とか情報と言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ろう。

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。

競争相手に手の内をどこまで晒すのか、とか、難しい問題もあるが、いろいろ工夫の仕方もあるようで、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、これはそうした企業の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のかもしれない。

当局が何を要求するかにかかわらず、いずれにせよ世間は世界を物語で理解する。レッテルが一旦貼られると、それに沿わない報道はなかなか出ないし、出てもなかなか読まれない。

企業の真実の姿についての的確な理解を求めようとするれば、ファクトとデータに裏付けられた、説得力のあるナラティブが必要になるというのが現実だろう。

データを出しておけば AI がちゃんと分析して適正な株価で評価してくれる、という世界にはまだまだ距離があるし、逆に SNS の影響力の拡大により、物語の暴威がますます高まっているとすらいえる。

## 2—メガバンクの肖像画

データとナラティブの両方が大切だ、というのは、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かけ、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（物語）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。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。

### 3—おはなしのこわさ

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。

心理療法家の河合隼雄氏に「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。

これは、カリスマ型の卓越した経営者にも当てはまるリスクではないか。自分の経営について素晴らしい話をして、世間に深い感銘を与えた人が、世評の頂点で自社の経営に失敗して静かに退場する、といったことは、私たちが間々見聞きすることだ。

もちろん時の運という面が一番大きいのだろうが、メッセージを明確にして分かりやすく伝える力は、新しい経営を推し進める力にもなれば、自分のメッセージと不整合な新しい兆しに気付く力を殺ぐことになるのかもしれない。

また、たとえば、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、という本を書いている。インパクトのあるおはなしほど、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。

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、経営企画部のエリートさんにありがちなのは、いつでもその時の都合に合わせた新しいおはなしを自在に製造できる、ということだ。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が、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ってしまう。

つまり、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、ということになってしまうわけだが、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で、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、ということだろう。

## 4—人的資本に関する開示

さて、おととしの8月に米 SEC が行ったレギュレーション S-K の改正では、人的資本についての開示義務が導入された。

日本でも、昨年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。

さらに、金融庁の金融審議会が今年の6月に出した報告書では、有価証券報告書において、「人材育成方針」や「社内環境整備方針」を、サステナビリティ情報の「記載欄」の「戦略」の開示項目とするよう提言されている。

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 だ、と受け止めるのでは狭すぎるのではないかと思う。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はなくて、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、何かまた新しいスローガンを作って仕事をしたつもりになっているようだが、現場の実態は何も変わらないだろうし、スローガンだって長官が代われればどうせまた何か別のことを言いだすのだろう、という感じで、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幾つも話して、また、職員の構成がどんなに変わっているかについても数字を挙げて話し、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んだ、と申し上げると、(もしかしたら本気かな) という風に受け止めてもらえる場合があったように思う。

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わからないが、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言っても、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クレディブルなものとなるかどうかは、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かと思う。

## 5—サステナビリティ開示

さて、より広くサステナビリティ開示一般については、昨年の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今年の6月に出した報告書では、有価証券報告書にサステナビリティ情報の記載欄を新設するよう提言されている。

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、という議論もあるが、この点について、国際サステナビリティ基準審議会 ISSB が本年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「世間に良し」の部分に着目した開示ということができるだろう。三方良しの「売り手によし」は、今の言葉でいえば、高い収益力にあたるだろうし、「買い手によし」は、顧客との共通価値の創造だろう。「世間によし」は、SDGsの追求にあたるのではないか。

3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ということを言いたしたら、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、株主資本主義風のテクニックをいろいろ教えるのかなと想像していたら、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。

単なる説教ではなくて、ケーススタディについて討論をするのだが、90分議論していると、目の覚めるような戦略を発言する同級生が何人か出てきて、その彼ら、彼女たちの案というのが、だいたいカスタマーから議論が始まっていた。

なんでアメリカ資本主義の総本山で毎日カスタマー・ファーストの話なのか、と最初は疑問に思ったが、結局、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、道徳でもなんでもなくて、徹底して儲けるためには徹底してカスタマーを研究して、社内の都合だのなんだのよりカスタマーを徹底して優先するしかない、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。

「世間に良し」についても、私は金融規制の世界で長年彼らが国際ルールの形成を巡って戦う姿勢の徹底ぶりを見てきた。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を大量に投入して、理屈を徹底して考えて、政府に余り頼らず、理念づくりコンセプト作りからナラティブ作りまで自分たちでやる。

例えば、WTOで大きな枠組みになった「サービス貿易」という概念は、アメリカン・エクスプレス社が作って普及させたものであることはよく知られているところだ。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わけだ。

最近では、ウェブ 2.0 からウェブ 3 へというナラティブがあるが、「GAFA から自由で分権的な新しい社会」という理念を盛り込みつつ、「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」という面があるように思う。こうした方向をどう受け止めるかにはいろいろ考え方はあるだろうが、やはりその手際には天晴れなものがあると思う。

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

るのではないか。

これは、先ほど述べた ISSB の言葉でいえば、「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」を戦略的に考えた「世間に良し」だともいえるだろう。

国際サステナビリティ基準審議会 ISSB で、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。

「世間に良し」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たということではないか。

## 6—おわりに

2018年に公表された金融審議会の報告書では、こう述べられている。

「財務情報及び記述情報の開示は、投資家による適切な投資判断を可能とし、投資家と企業の建設的な対話を促進することにより、企業の経営の質を高め、企業が持続的に企業価値を向上させる観点から重要である。」

これは、開示をすれば自動的にそうなる、ということではなくて、そうなるような開示を工夫していかなければならない、という意味だろう。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ていくことを願いたい。

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。