

丸紅欧州会社
国際調査チーム 松原 弘行

非財務情報開示 ～特に EU の狙いと、それへの対応策

非財務情報開示という、筆者にとっては、地球温暖化防止の観点での特にカーボンフットプリントを開示する TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の印象が強かったが、最近参加したセミナー等から、雇用やバリューチェーンにおける人権上の懸念等、さまざまな経営上の情報を開示するという動きであることを学んだ。EU（欧州連合）においては、4月21日に「非財務情報開示指令（NFRD）」の見直し内容が決定されることになっているところだ。今回は複雑化する非財務情報開示の動きの中で、EUの狙いを理解し、単なる追従に留まらない対応策について考察する。

1. はじめに（全体感）

本稿の主題ではなく、表面的な説明にとどまってしまうが、非財務情報開示に関する全体感をはじめにご紹介する。基礎知識を持ち合わせていなかった筆者が参考にさせていただいたのは、主に次の資料である：

- 『【第12回～TCFDを旅する～】EUの非財務情報開示規制の改正動向』KPMG（2020年3月25日）
- 『「非財務情報開示」は誰のためか サステナビリティ時代における経営者の必修科目』ダイヤモンドクォーターリー編集部（2021年2月22日）
- 『HRBPとJob型：意外な繋がりとその重要性～Future of Talent Management～』米国パソナ・セミナー（2021年3月23日）

詳しい内容や正確なニュアンスをご理解されるには、こうした資料を別途ご覧いただきたい。

① 財務情報から予測できる企業価値には限界 → 非財務情報開示を求める流れ

基本的な問題認識は、「企業が潜在的に持つ有望さや経営リスクといった総合的な企業価値を評価・予測するには、財務情報だけでは不足する」という認識が広がっていることだ。企業は法令で強制されて開示する情報や任意で開示する情報等、さまざまな情報を開示しているが、それらの情報は、大きく分ければ定量的な会計情報である「財務情報」とそれ以外の（定性的なものを含む）「非財務情報」とに二分される。筆者が留学したビジネススクールで学んだのは、財務情報、より具体的にはフリー・キャッシュ・フローだけで企業価値は算出（Valuation）できるというものであったが、その限界が認識されるようになったと言えるだろう。

当時の日本では「経営はアートだ。ビジネススクールの座学で学べるようなものではない」と言われていたが、その後はバブル崩壊、空白の●十年の挫折感の高まりの中で、ビジネススクールの知識や定量化技術、「株主重視」のための戦略論に屈服したようで、今ではそれらが日本でも幅を利かせている。しかし、今回の非財務情報開示要求は、そうしたビジネススクールの経営術を転換し、経営をもっと包括的・定性的にとらえようという動きと考えられ、いわば、伝統的日本の経営への移行の動きと言える。例えば、近江商人の「三方良し」の精神や日本メーカーの長期的研究開発への投資等の価値は財務情報では読み取れず、財務情報だけでは持続可能な企業価値を過小評価させることにつながりかねない、という意見がある。日本が世界のトレンドの最後尾に半周遅れで追いつこうと、海外の動きを猿真似するかのように木に竹を接ぐ中途半端な対応をしているうちに、先頭集団は実は自分たちが捨てようとしている経営術を理想に掲げ始めていた、という状況のようだ。

冒頭に挙げた TCFD は、金融安定理事会（FSB）¹により設置された気候関連財務情報開示のタスクフォースで、財務に影響のある気候関連情報の開示を企業に推奨する報告書を 2017 年 6 月に公表した。企業が気候変動のリスク・機会を認識し経営戦略に織り込むことを ESG 投融資に係る投資家・金融機関が重視していることが背景で、日本の環境省も TCFD に対して賛同している。TCFD のように、ESG の中でもまずは圧倒的に E（環境）が注目されて来たわけであるが、最近では S（社会）と G（ガバナンス）の存在感が高まってきており、もはや任意ではない強制的な情報開示の国際的な枠組み整備が進んでいる。欧州の非財務情報開示指令や英国現代奴隷法、米国の紛争鉱物開示規制といった法律が策定されている他、上場企業に対し非財務情報の開示を義務付ける証券取引所も増加しているそうである。なお、詳しくは後述するが、こうした動きの背景には、単にネガティブリスト的に負の側面に規制をかけようということよりも、世界的な課題を市場メカニズムによって解決すべきだという社会の要請、日本的経営論で言えば「企業は社会の公器²」という考え方、つまりマイナスとプラスの両面への関心がある。従い、開示を義務付けられている項目を担当者がリスト化し、必要最低限の情報を漏れなく開示すればいい、という対応型の発想は的外れだということになる。上に掲げた参考資料も、自社にとって重要なステークホルダーを特定することから再出発し、戦略的なエンゲージメントに取り組むべきだとアドバイスしている。

② 非財務情報開示の課題 → 苦勞して準備しても、可用性には限界

世界の動きが目まぐるしく変化することに加え、ESG の中のどの項目をどれだけ重視するかというステークホルダー側の情報ニーズのバラつきも大きく、非財務情報開示のフレームワークも似て非なるものが多く存在している。例えば、COVID-19 の前と後とでは、在宅勤務に関する企業の準備・配慮への評価のウエイトが大きく変化したことは想像に難くない。企業の開示担当者は、投資家や格付機関等からの要請をリスト化して日々アップデートしながら、それに対応する社内の情報をかき集めて発信していかなければならないので、真剣にやろうとするほど負担が大きく、既に企業には「開示疲れ」の様相も見られると指摘されている。

しかもこのように苦勞して情報を用意しても、数字中心（定量的）で監査対象ともなり内容が保証される財務諸表とは異なり、非財務情報の内容は定性的・文章表現が多い上に、監査対象でなく何らの保証の対象にもなっていないので、比較は難しいといった課題もある。

2. 従業員分野の非財務情報

ESG 中の S に分類されるものとして従業員と企業との関係を把握したい、人材の価値についてできるだけ定量化・可視化し人的資本情報として開示してもらいたい、というニーズがここ 10 年ほど高まっており、この点では米国が先行している。具体的には、「人的資本の情報開示」に対する国際的なガイドライン ISO30414 が 2019 年 1 月に公開された後、2020 年 11 月には米 SEC が人的資本情報をアニュアルレポートで開示することを上場企業に義務づけた。ISO30414 は、米 SEC の要求を最低限クリアすることから、多くの企業で利用される国際的なガイドラインとなると予想されているそうである。

上に紹介した参考資料によれば、「メガトレンドに基づく長期戦略や従業員との関係等を加えて経営者を評価するようにすれば、株主だけではなく、より幅広いステークホルダーを重視した新しい資本主義に変わっていく」とのことであった。しかし考えてみれば、「ビジネススクール

¹ 前身である金融安定化フォーラムを強化・拡大する形で 2009 年 4 月に設立、金融システムの脆弱性への対応や金融システムの安定を担う当局間の協調の促進に向けた活動を行う。主要国・地域の中央銀行、金融監督当局・財務省、IMF（国際通貨基金）、世界銀行、OECD（経済協力開発機構）等の代表が参加。

² 松下幸之助氏の言葉として有名（<https://thinktank.php.co.jp/policy/4976/>）だが、著名な経営論者ドラッカー氏も同様のことを言っているとのネット記事も見かけた。

の教える Human Resource は日本語にすれば人財だ」等と言われるまでもなく、日本的経営では、雇用を長期に維持し、従業員はもとより家族も含めた健康や「やりがい」をととても重視して来た。そうしてノウハウを社内に蓄積し、年功序列制度の中で暗黙知をうまく引き継ぐことが、社会課題に応える製品やサービスをタイムリーに提供することにつながる、という哲学であった。筆者には、ビジネススクール流の手法、株主重視への偏重によって見落とされていた日本的経営の良かった点に、もう一度スポットライトが当たって来たように見える。

しかし、そうした人材に関する情報は、比較できるほどに定量化できているのだろうか。参加したセミナーでの説明によれば、IT ツールの技術進化のおかげで人材に関して「公開するに足る、正確で多様なデータ収集」（例：定期的にオンラインで実施する社員アンケート）が可能な環境が整ってきたことに加え、ISO 等で示すガイドラインと比べることで、ある程度の比較評価が可能になっているそうである。

3. EU はバリューチェーンにおける人権問題懸念のデューディリジェンスを義務化

欧州は英国現代奴隷法や 2050 年炭素中立目標等、ESG 分野で欧州基準を世界標準化することで、米中に対抗する地政学的パワーを確立しようとしている。4 月 21 日に発表される予定の EU 非財務情報開示指令の見直しに関連し、今年は次のような重要な動きが予定されている。

EU は昨年末に中国と投資協定に大筋合意したが、ウイグル人権侵害懸念に対する制裁問題で対立が深まっており、協定交渉は事実上中断中である。これまでもサプライチェーンにおける強制労働・児童労働等に対するデューディリジェンスの実施が求められており、紛争鉱物・電池・木材等で分野別の法規制が増えつつあるが、今後は製品分野を問わず販売先も含めたバリューチェーン全体でのデューディリジェンスが法的に要求され、その際には国家規模での人権侵害の懸念も考慮しなくてはならない流れとなっている。具体的には、一部の製品に関して、輸出貿易管理の厳格化が求められる。

報告義務の対象に関しては、金融機関も含め、域内のすべての大企業その他、一部の中小企業や EU 域内市場に参入する域外企業にも遵守証明を求める声が上がっており、被害者に対する企業の賠償責任といったさらに野心的な措置もさえも話題となっているとのことだ。

4. EU タクソミー

EU は、TCFD に基づく気候関連リスクの情報は開示されるべき非財務情報の一部だと位置づけていることから、気候関連情報の開示に関する EU のガイドラインも非財務情報開示指令（NFRD：Non-Financial Reporting Directive。2014 年）の中に位置づけられている。欧州委員会は、この非財務情報開示指令の改正に関するコンサルテーション文書を昨年 2 月 20 日に公表し、6 月まで意見募集を行っていた。

EU タクソミーは、EU サステナブルファイナンスにおける活動を分類するリストである。気候変動・循環経済・生物多様性等の 6 つの環境目標をいずれも大幅に侵害することなく 1 つの目標には実質的な貢献をする優等生的な投資活動を推奨するポジティブリストであるが、日本の省エネ性能の位置づけと同様、時間経過・技術進歩に伴って基準は厳しくなっていく。加盟国・金融市場参加者・EU 非財務情報開示指令企業を対象に、開示する非財務情報の中で個別案件がいかに EU タクソミーに関連しているかの説明、企業売上高・CAPEX（設備投資）・OPEX（ランニングコスト）において EU タクソミーに合致する割合の報告を義務付けるものとなる。対象は基本的に EU 域内の企業等になっており、一義的には一般の日本企業は開示対象外で直接的な影響は限定的であるものの、情報開示を義務付けられている金融機関が「情報開示するには取引先が情報開示する必要がある」と主張することにより、実質的な開示義務が広がる方向となっているようで、まさに欧州委員会の目論見どおりに話が展開しつつあ

るようだ。具体的には、企業が非財務情報までも開示する際に、環境面に関しては EU タクソノミーに準じた開示を求める、という流れである。

注意したいのは、EU 内においては、タクソノミーのような重要な方針が決定される際には、さまざまなステークホルダー（関係者）からのコンサルテーションやインパクト評価に十分に時間をかけており、ルールの細部（匙加減）が EU の事情に最適化されることである。例えば、4 月 21 日の正式な発表に先駆けてリークされたタクソノミー規則案ドラフトによれば、天然ガスの扱いをめぐる当初案よりも柔軟に許容する現実的な姿勢を取っている他、原子力発電についても持続可能な経済活動として認めている。このように、欧州委員会がいったん案を示した後で、日本でのパブコメや米国のロビーイングのようなプロセスを経て、時間をかけて当初案を修正して行くというのも EU に特徴的な意思決定システムである。

こうして EU 関係者むけに最適化された EU タクソノミーが、先行事例として国際的基準に一定の影響を及ぼす可能性が高く、EU における非財務情報開示指令の対象拡大等の今後の規制動向を注視すべき、できれば日本企業も積極的な意見提出をすべきだと考えられる。

5. EU の地政学的野心と日本企業に求められる対応

EU の上の動きの背景には、非財務情報開示基準においても、欧州の内情に応じた匙加減を加えたルールをそのまま国際標準化させることで、相対的に欧州の経済的優位性を確保しようとする地政学的戦略がある、と EU 自身が明言している。これは米国トランプ前大統領による「America First」を「EU First」にただけに似ており、日本が国連機関等に期待する国際協調主義とは全く異質のものである。「America First」と違って「EU First」の場合は、正論を掲げているので、反論しにくいというのが、日本としての対処を大いに難しくしている。しかし、ブリュッセルのシンクタンクの最近の発信を見てみると、EU は地政学的な野心を出しすぎではないかという論調も散見されるので、「EU First」がどこまで行くのかについても注視が必要である。

「はじめに」において言及したように、ステークホルダーの要求が複雑化し、担当者がチェックリストに沿って漏れなく書類を用意して開示するのでは追いつかなくなっている。今回の非財務情報開示要求は、ビジネススクールの知識や定量化技術、「株主重視」のための戦略論を神格化する発想を見直し、経営をもっと包括的・定性的にとらえようという動きと考えられ、伝統的日本の経営への回帰の動き³とも見る事ができる。従って、求められている非財務情報は、むしろ、経営幹部に留まらず社員一人ひとりが公私に渡る日頃の行動や会話を通じてにじませる社風・社格のようなものになるのではないだろうか。そして、にじみ出る社風を通じて多様なステークホルダーが評価に使う包括的基準は、昔の日本における「良い会社」の基準に収れんするのではないかと考えられる。例えば、ご近所さんから「良い会社にお勤めになられて」と言われる時や、「子どもを就職させたい会社」ランキングの時のような、包括的な会社の「良さ」の基準である。

非財務情報を含めた情報開示のあり方は、このように、財務経理担当部署や地球環境対策推進部署が得意とする資料のまとめ方よりもむしろ、人事担当部署が採用目的でまとめている、理念や社風ややりがいといった定性的な「良さ」を強調する資料が求められているようだ。実際、筆者がこれまで働いて来て誇りに思えるのは、一過性の業績の良さや株価値上がりではなく、大学生の就職人気のランキングであるような気がする。私たち日本の会社員は非財務情報を含めた包括的な会社評価の重要性を既に感覚的に知っていたのではないだろうか。

³ 筆者がビジネススクール留学準備をしていた時には、予備校講師から「ビジネススクールはマネジメントスクール。学校が育てたいのはマネジャーであってリーダーではない。日本企業の発想は捨てよ」と指導されたものだが、現在のビジネススクールでの理想的な経営者・管理者は「リーダー型」だとされている。このように、ビジネススクールの教科書に載っている理論が不変の真理というわけではない。

また経営の方向性としては、単に真似る・半周遅れで追随する経営ではなく、現代に即した「国際社会の関心」の背景を理解した上で、自分の立ち位置を冷静に見極め、自分なりの解決策を考えることで、その関心や要請に積極的に応えるため、EU 等のルールメイクにも参画して議論をリードしていくことが重要だろう。具体的には、EU に対して「日本企業には昔からこういう『良い』制度がある」と積極的に発信⁴して行くことで、EU に半周先んじた有利なポジションを取ることができる。

ルールメーカーになることで地政学的な発言力を高めようという野心を隠さない EU の動きに対しては、どのように対処すべきなのか、ブリュッセルの在欧日系ビジネス協議会（JBCE）のセミナー（2021 年 3 月 25 日）では、次のアドバイスがあったところである：

1. EU タクソミーの動きを早くとらえる
 - ・ EU タクソミー適合の経済活動の分析
 - ・ EU タクソミー適合になりうるものを探す
2. 欧州における企業の情報開示の準備
 - ・ 社内体制の強化
 - ・ 企業価値を伝える他の方法も忘れずに
3. デューディリジェンスの義務化の動きに注意
 - ・ 人権担当、環境担当、開示担当、法務担当などの連携
4. EU の法律策定に積極的に関与
 - ・ 本社と在欧の協力体制を
 - ・ EU の法律ができるのには 3 年から 5 年（ブリュッセルの議論に注目を！）

このように、欧州において公にまたは水面下で進む協議やロビーイング等については、丹念な情報収集が肝要であり、筆者もアンテナを高く張るようにしたい。

（国際調査チーム）

Email: Matsubara-Hiro@marubeni.com

Tel: +44(0)20 7826 8756

（本稿は所属組織の見解ではありません）

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。

Marubeni Europe plc
Registered in England and Wales: No. 1885084
Registered Office: 95 Gresham Street, London, EC2V 7AB, England
Website: www.europe.marubeni.com

⁴ 例えば、「2050 年カーボンニュートラルといった困難な目標を達成するには、短期の決算期間中の利益や配当に拘りすぎることなく、中長期的な研究開発投資に経営資源をしっかりと投入する経営姿勢が必要」といった主張を強い信念ですることが考えられる。